

## 总量研究

## 供需格局改善带来价格提升，梳理建材行业转债投资机会

## ——建材行业转债梳理

## 要点

## 1、建材产业链情况简介

建筑材料行业与国民经济有密切联系，产业链上下游涉及较多行业。建材行业上游包括原材料和能源等，下游主要是地产、基建等，同时也有部分商品用于商业领域。建材行业可大致分为传统大宗类建材和消费类建材两个部分。传统大宗类建材主要是水泥、玻璃和玻纤，消费类建材主要是塑料管道、防水材料、建筑陶瓷、石膏板、装饰板材、建筑涂料和建筑五金。

## 2、建材细分行业梳理

水泥是建筑业的基础原材料，是典型的周期性、投资拉动型产业，与宏观经济周期及固定资产的投资波动密切相关。水泥行业上游主要是石灰石、黏土、煤炭、电力能源等行业，下游需求主要是基建、房地产和农村的设施建设，行业周期性来源于下游地产周期及产能扩张周期的共振。水泥行业的特征大致概括为四个方面，分别是区域性产品、几乎无库存、产能随关随停和资源属性。在环保和新增产能约束下，水泥行业竞争格局逐步改善。下游需求稳定情况下，水泥企业协同生产，达到供需平衡，价格高位震荡。

玻璃分为平板玻璃和玻璃制品两大类，平板玻璃按照生产工艺可分为普通平板玻璃、浮法玻璃、压延玻璃等。玻璃下游需求主要来自于房地产和汽车，分别占据约70%和20%。玻璃生产中高温、连续、不间断的特点决定了其供给刚性的特点，供给短期波动来源于新建、复产、冷修和转产。玻璃行业的特点在于平板玻璃原片是重资产行业，必须保持连续生产，提高规模摊薄成本。此外，传统玻璃技术门槛低，特殊材料玻璃门槛和利润高。

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料，作为中间品与下游产品复合形成玻纤复合材料，增强材料的整体性能。玻纤需求的增长本质上是通过性价比和性能的提升对传统材料的替代。玻纤下游应用领域十分广泛，行业竞争格局稳定，我国产能占据主导。玻纤行业特征在于其是典型的重资产行业，固定资产投资规模大，资本开支重，行业资金门槛高。此外，玻纤行业靠性能的不断提升扩展下游需求，不同的工艺和技术对产品性能影响较大，因此相较于水泥和玻璃行业，具有较高的技术壁垒。

## 3、现存建材行业转债分析

建材行业转债存量规模较小，预发新券较多。截至2021年7月26日，共现存5只建材转债，发行规模总计65.0亿元，债券余额总计54.5亿元，另有6只转债通过公司董事会发行预案，规模总计81.9亿元。现存建材行业转债主要分为四个领域，分别是水泥、玻璃、玻纤以及耐火材料行业。

## 4、重点转债梳理

建筑行业转债数量较少，我们对现存建材行业转债分别进行了梳理，供投资者参考。分别是旗滨集团（旗滨转债）、长海股份（长海转债）、冀东水泥（冀东转债）、万年青（万青转债）以及濮耐股份（濮耐转债）。

## 5、风险提示

- (1) 宏观环境变化风险。
- (2) 建材行业正股股价波动对转债市场价格波动的影响。

## 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001  
010-58452066  
zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001  
010-58452070  
weiwu@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004  
010-58452065  
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-58452047  
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-58452047  
maozhenqiang@ebsecn.com

# 目 录

<b>1、 建材产业情况简介</b> .....	<b>4</b>
1.1、 行业产业链情况介绍 .....	4
<b>2、 建材细分行业梳理</b> .....	<b>5</b>
2.1、 水泥行业 .....	5
2.1.1、 水泥行业简介 .....	5
2.1.2、 水泥行业特征 .....	6
2.1.3、 水泥需求稳定，供给受限，供需格局改善带动价格上涨 .....	7
2.1.4、 企业竞争点：成本和区位优势 .....	10
2.1.5、 水泥行业发展趋势 .....	10
2.2、 玻璃.....	11
2.2.1、 玻璃行业简介 .....	11
2.2.2、 玻璃行业特征 .....	12
2.2.3、 玻璃行业的供需情况 .....	12
2.3、 玻纤.....	15
2.3.1、 玻纤行业简介 .....	15
2.3.2、 玻纤行业特征 .....	16
2.4、 水泥、玻璃和玻纤行业差异 .....	17
<b>3、 现存建材行业转债分析</b> .....	<b>18</b>
<b>4、 重点转债梳理</b> .....	<b>19</b>
4.1、 旗滨集团—浮法玻璃龙头，积极拓展高附加值产品.....	19
4.2、 长海股份—玻纤产业一体化优势明显，产能扩张提高盈利能力.....	20
4.3、 冀东水泥—北方水泥龙头，受益于京津冀区域发展.....	21
4.4、 万年青—江西区域龙头，产业链延伸夯实成本优势.....	22
4.5、 濮耐股份—耐材龙头，组建生态圈提升市占率 .....	23
<b>5、 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图表 1: 建材行业上下游情况介绍 .....	4
图表 2: 建筑行业细分领域情况 .....	4
图表 3: 水泥产业链上下游情况 .....	5
图表 4: 水泥制造工艺 .....	5
图表 5: 水泥行业特征 .....	6
图表 6: 水泥运输方式及运输成本情况 .....	6
图表 7: 2010 年至 2021 年 6 月地产、基建投资完成额累计同比情况 .....	8
图表 8: 水泥产能置换相关政策 .....	8
图表 9: 2010-2019 年水泥熟料新增设计产能情况 .....	9
图表 10: 水泥价格指数变动情况 .....	9
图表 11: 水泥 CR5 集中度情况 (按照水泥熟料产能计算) .....	10
图表 12: 水泥熟料产能前十大企业情况 .....	10
图表 13: 水泥周期循环模式 .....	11
图表 14: 玻璃行业产业链情况 .....	11
图表 15: 2020 年水泥和玻璃企业固定资产和在建工程占总资产比重情况 .....	12
图表 16: 玻璃供给影响因素 .....	13
图表 17: 玻璃产能置换相关政策 .....	14
图表 18: 浮法玻璃新增产能情况 .....	14
图表 19: 平板玻璃价格指数情况 .....	15
图表 20: 沙河玻璃产能停产相关政策 .....	15
图表 21: 玻纤产业链情况 .....	16
图表 22: 玻纤下游替代产业 .....	16
图表 23: 玻纤生产工艺流程 .....	17
图表 24: 2019 年玻纤行业集中度情况 .....	17
图表 25: 水泥、玻璃和玻纤差异 .....	18
图表 26: 建材行业现存转债梳理 .....	18
图表 27: 建筑行业转债发行预案 .....	18
图表 28: 旗滨集团主要指标一览 .....	19
图表 29: 长海股份主要指标一览 .....	20
图表 30: 冀东水泥主要指标一览 .....	21
图表 31: 万年青主要指标一览 .....	22
图表 32: 濮耐股份主要指标一览 .....	23

# 1、建材产业情况简介

## 1.1、行业产业链情况介绍

建筑材料行业与国民经济有密切联系，产业链上下游涉及较多行业。建材行业上游包括原材料和能源等，下游主要是地产、基建等，同时也有部分商品用于商业领域，比如玻璃下游领域包括汽车、电子、光伏等等，玻纤下游领域包括 PCB、运动器材等等。

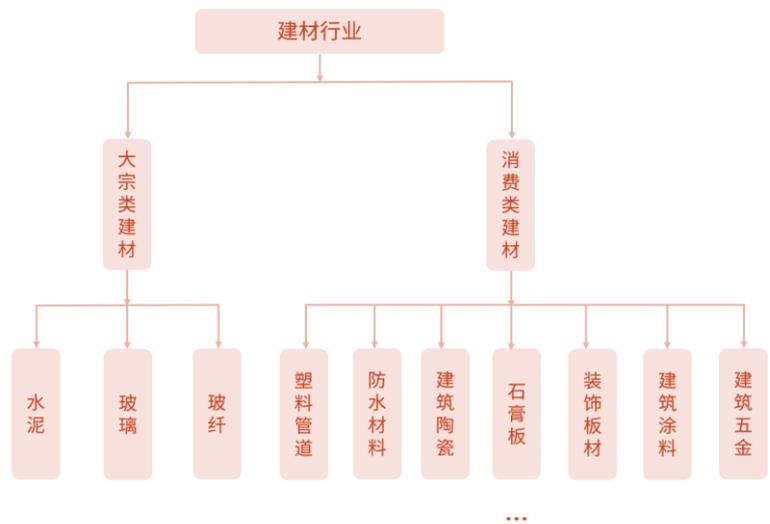
图表 1：建材行业上下游情况介绍



资料来源：Wind，光大证券研究所

建材行业可大致分为传统大宗类建材和消费类建材两个部分。传统大宗类建材主要是水泥、玻璃和玻纤，消费类建材主要是塑料管道、防水材料、建筑陶瓷、石膏板、装饰板材、建筑涂料和建筑五金。传统大宗类建材特别是水泥和玻璃，产品同质化高，价格受供需影响较大，随着近年来供给侧改革的实施以及环保限产的推进，供给端的大幅收缩带来了价格的提升。消费类建材种类繁多，竞争较为激烈，近年来受益于精装修和地产集中化的趋势，龙头企业集中度不断提高。

图表 2：建筑行业细分领域情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

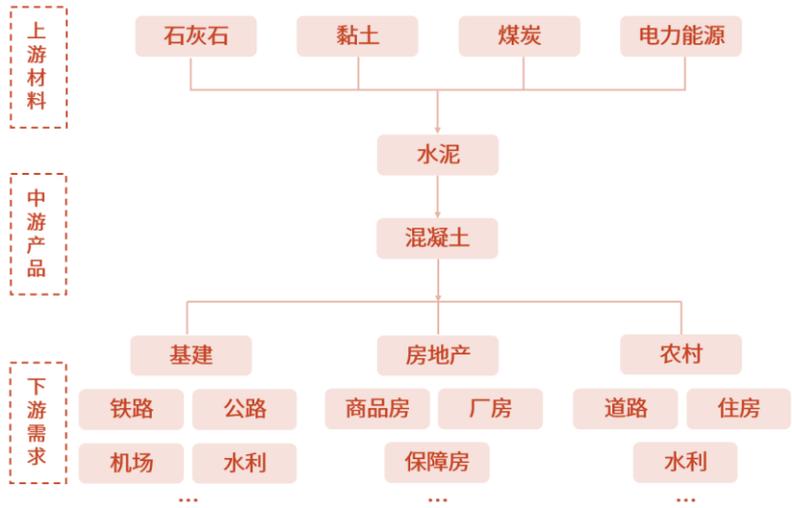
## 2、建材细分行业梳理

### 2.1、水泥行业

#### 2.1.1、水泥行业简介

水泥是建筑业的基础原材料，是典型的周期性、投资拉动型产业，与宏观经济周期及固定资产的投资波动密切相关。水泥行业上游主要是石灰石、黏土、煤炭、电力能源等行业，下游需求主要是基建、房地产和农村的设施建设，行业周期性来源于下游地产周期及产能扩张周期的共振。

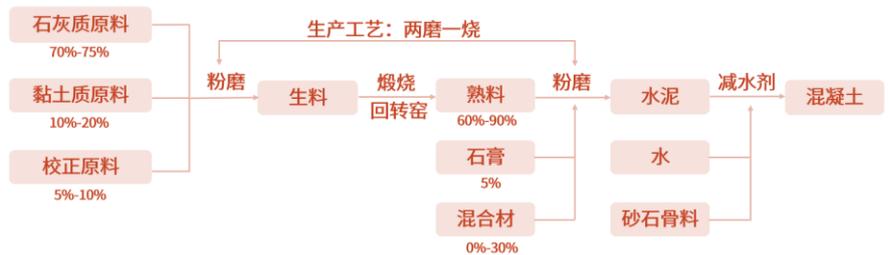
图表 3：水泥产业链上下游情况



资料来源：光大证券研究所整理

水泥制造工艺主要是“两磨一烧”，制造工艺很难改变，行业新进入者难以通过技术改革获得优势。水泥的生产过程即，将石灰质原料、黏土质原料和校正原料按照一定的质量比例混合，经粉磨制成生料后在窑内经过高温煅烧制成熟料，熟料中添加石膏、混合材等再经过二次粉磨制成水泥。之后加入水、砂石骨料及减水剂可制成混凝土。

图表 4：水泥制造工艺



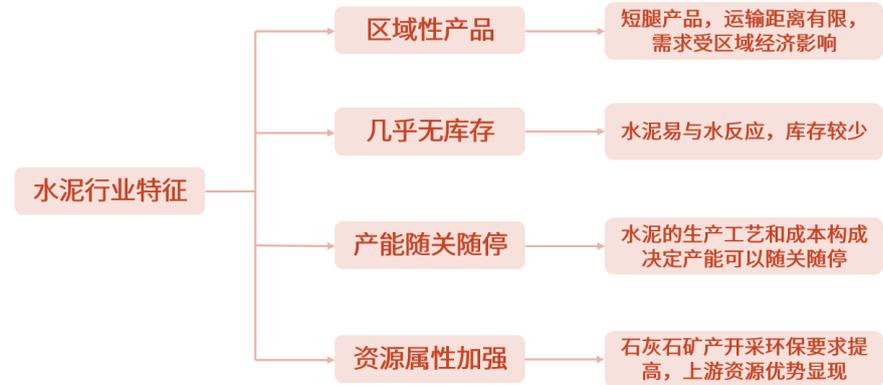
资料来源：中国水泥网，光大证券研究所整理

水泥同质化程度高，竞争优势来源于成本端。水泥同质化程度高，用量庞大，同时单价低，几乎没有同等体量的替代品，此外，水泥行业新进入者难以通过技术改革获得优势，因此成本优势几乎是唯一的竞争优势，低成本依赖于工厂选址、生产规模、设备技术、物流运输、管理水平等。

## 2.1.2、水泥行业特征

水泥行业的特征大致概括为四个方面，分别是区域性产品、几乎无库存、产能随关随停和资源属性。

图表 5：水泥行业特征



资料来源：光大证券研究所

### 1、水泥是区域性产品，存在短腿效应，发展受区域经济影响较大

水泥同质化程度高、单价低，而运费高，考虑性价比情况下，一般选用区域内企业生产的水泥，存在“短腿效应”。根据万得数据库数据来看，2021年6月42.5级散装普通水泥在北京的平均售价为498元/吨，而公路运输方式下，每公里价格在400-500元/吨，因此单吨价格较低的水泥并不值得进行长距离运输。水泥运输半径一般为陆运200km，水运500km，运程较短，其中水运价格最低，每公里运输价格在40-50元/吨。所以区别于大宗商品价格反映的是全国性需求变动，水泥价格更多反映的是区域性供需关系。

图表 6：水泥运输方式及运输成本情况

运输方式	运输距离	运输价格 (元/吨公里)
公路	小于 200km	400-500
铁路	小于 200km	90-100
水运	小于 500km	40-50

资料来源：数字水泥网，光大证券研究所

### 2、水泥几乎无库存

水泥几乎无库存，但短期供给无法满足需求时，价格波动较大，企业掌握价格主动权。水泥遇水凝结，因此不能露天堆放，需要入库储存。而水泥单价较低，仓库储存成本高昂，性价比较低，因此水泥通常意义上被认为几乎没有库存，这就使得水泥没有贸易商库存、期货价格难以对现货价格进行扰动。但是，水泥无库存的特性并不是说完全没有库存，而是库存水平相对较低，几乎不会像钢铁、玻璃那样通过贸易商的库存对价格形成助涨或助跌的作用。

水泥在生产过程中，熟料作为中间品库存周期较长，但存放时间不会超过3个月，水泥库存周期基本是15天左右，价格往往还是会随着库存的变化直接波动，但是库存对价格的影响是短期的，很难形成中期趋势。水泥几乎没有库存的特点使得在外部因素的冲击下，供给短期无法满足需求，库存无法平滑价格波动，造成水泥价格变动加大，龙头企业掌握价格主动权。

### 3、水泥产能随关随停

水泥的生产工艺和成本构成方面决定了水泥产能可以随关随停。一方面，水泥的生产工艺主要为“两磨一烧”，生产过程中原材料和产成品均为固态或粉末状，

产能关停并不会对设备等造成较大损伤，或者造成较大的能源浪费。另一方面，水泥的成本中原材料占比约为 17%，煤炭、电力等能源成本占比约为 60%，在可变成本占比较高，固定成本占比较低的情况下，水泥企业并不需要通过保持生产来摊薄成本。

水泥产能随关随停的特征意味着水泥企业可以随时调节产能，使得供需几乎趋于一致。无库存叠加产能随关随停的特征使得水泥企业能够形成寡头联盟，提升区域集中度，通过协同定价提升利润。

#### 4、资源属性的加强

水泥龙头企业利用水泥资源优势来改善竞争格局。水泥行业上游资源主要是非金属石灰石矿产，石灰岩矿产资源由于开采门槛低，导致不少熟料生产线并未向上延伸，以掌握相应规模的矿山资源，而是采取靠近资源地外购，因此过去我国石灰石资源开发利用主要以小矿山为主，行业分散且环境破坏较为严重。近年来环保要求趋严，未来小矿山将会慢慢退出市场，矿山资源将集中到有能力强做好环保治理的大企业手中，大企业利用资源优势能够进一步提高行业占有率。

### 2.1.3、水泥需求稳定，供给受限，供需格局改善带动价格上涨

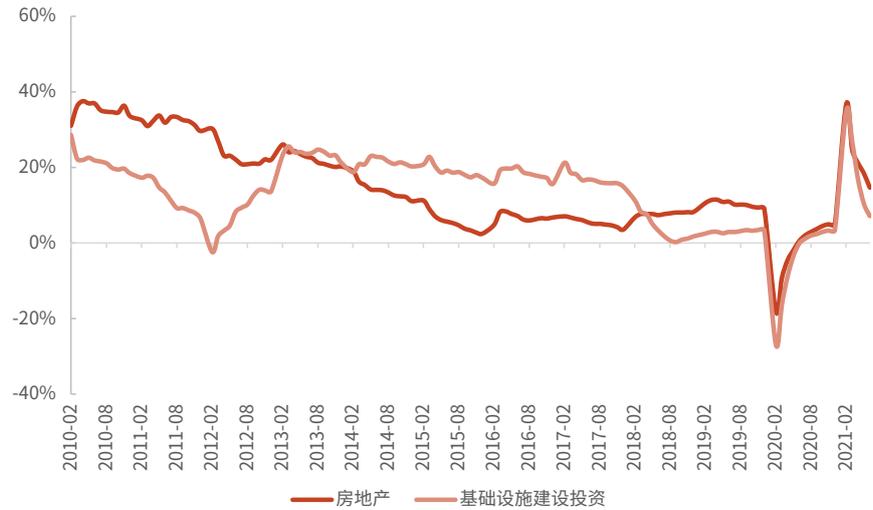
#### 1、需求端：下游需求稳定

水泥的下游需求主要是基建、房地产和农村的设施建设，占比大致均为 1/3。由于农村数据不可得，需求大致稳定，因此对于水泥下游需求的判断基本聚焦于对基建和房地产行业的分析。基建和房地产需求分别可以用基础设施建设投资完成额和房地产开发投资完成额描述。

基础设施建设方面，基建投资由政府主导，政府的投资意愿以及基建资金来源是决定因素。2021 年 1-6 月份基础设施投资（不含电力）同比增长 7.8%，两年平均增长 2.4%。基建短期内仍将承压，一方面，今年完成 GDP 增长目标压力不大，通过基建托底的必要性减弱。另一方面，基建投资项目储备不足，缺少好的项目对接专项债。

房地产方面政策收紧，未来大概率不会出现大幅增长。从政策上看，2016 年底中央经济工作会议首提“房住不炒”，并在最近几年政策中仍延续“房住不炒”的基调，意味着地产投资在未来大概率不会出现大幅增长。此外，央行和住建部为房企划定“三道红线”，房地产融资政策趋向收紧，大多数房企面临降杠杆的压力，房企拿地或将继续趋于谨慎。2021 年 1-6 月，房地产开发投资同比增长 15.0%，两年平均增长 8.2%。房地产投资增速位于高位，但在“房住不炒”的大背景下，房地产行业强监管趋势将延续，房地产投资有降温的态势。

图表 7：2010 年至 2021 年 6 月地产、基建投资完成额累计同比情况



资料来源：wind，光大证券研究所

统计日期：2010 年 1 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日

## 2、供给端：错峰限产、严禁新增产能，供给得到有效控制

水泥作为建筑业的基础原材料，受益于国家城镇化发展需求快速提高，而近年来随着房地产和基建的增速放缓，水泥需求维持稳定的同时伴随着前期产能的快速无序扩张、行业产能过剩、以及对环境造成的破坏。因此，近年来国家通过供给侧改革，以严禁新增产能、错峰生产等方式，使得水泥在供给端得到有效控制。

近年来国家出台多项措施严禁水泥新增产能，行业供给得到有效控制。2016 年 5 月国务院发布的《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增收益的指导意见》，明确提出严禁新增产能，通过淘汰落后产能，推进联合重组及推行错峰限产等方式压缩过剩产能。2020 年 1 月，工信部《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》指出，已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换。

图表 8：水泥产能置换相关政策

时间	发布部门	政策	主要内容
2016 年 5 月	国务院	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增收益的指导意见》	严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组以及推行错峰限产等方式压减过剩产能
2018 年 1 月	工信部	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》	严禁钢铁、水泥和平板玻璃行业新增产能、继续做好产能置换工作
2020 年 1 月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换；位于环境敏感区的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别至少为 1.5:1 和 1.25:1；位于非环境敏感区的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别至少为 1.25:1 和 1:1

资料来源：工信部、国务院官网，光大证券研究所

水泥熟料新增设计产能逐年下降，水泥新增供给控制效果明显。水泥熟料新增设计产能从 2010 年的 24300 万吨下降到 2019 年的 2372 万吨，下降幅度较大，水泥行业控制新增产能效果明显。

**图表 9：2010-2019 年水泥熟料新增设计产能情况**


资料来源：wind，光大证券研究所

### 3、价格端：水泥价格触底反弹，高位震荡

**新增供给受限，水泥价格上涨。**2016年下半年开始，供给侧改革拉开帷幕，企业主动限产叠加政府强制限产之下，水泥供给大幅收缩，在需求稳定的情况下，价格中枢持续提升。根据全国水泥价格指数，2016年3月水泥价格指数达到最低，随着供给侧改革的逐步推进，水泥价格持续提高后保持高位。自2016年3月水泥价格指数最低点的77.76，到2019年12月水泥价格指数最高点166.46，涨幅高达114.1%。

**下游需求稳定，水泥企业协同生产，达到供需平衡，价格高位震荡。**2018年以来水泥价格处于高位震荡阶段，原因在于水泥下游需求稳定，而供给端由于水泥随关随停的特征，水泥企业协同生产调节供给，使得水泥供需平衡，价格在高位波动。

**图表 10：水泥价格指数变动情况**


资料来源：wind，光大证券研究所

统计日期：2011年9月1日至2021年6月30日

#### 4、竞争格局：环保和产能约束下，龙头集中度不断提升

在环保和新增产能约束下，水泥行业竞争格局逐步改善。根据中国水泥网发布的数据，按照水泥熟料产能计算，2011年至2016年水泥行业CR5集中度一直保持在39%左右，在2016年供给侧改革实施后，行业集中度逐年上升，2019年达到46.5%。从具体的公司产能方面看，中国建材、海螺水泥和金隅冀东水泥熟料产能位列前三，2020年产能分别为38183万吨/年、21096万吨/年和10118万吨/年，水泥行业集中度不断提高，龙头企业产能优势逐渐突出。

图表 11：水泥 CR5 集中度情况（按照水泥熟料产能计算）



资料来源：中国水泥网，光大证券研究所

统计日期：2011年1月1日至2019年12月31日

图表 12：水泥熟料产能前十大企业情况



资料来源：中国水泥网，光大证券研究所

截止日期：2020年12月31日

#### 2.1.4、企业竞争点：成本和区位优势

水泥是同质化产品，水泥企业的规模增长来源于产能的不断扩张，竞争优势由成本决定。水泥企业的成本端的着力点主要是工厂选址、生产规模、物流运输和管理水平四个方面。一个好的工厂位置意味着离上游资源端较近或者离下游需求端较近，这样能够节约运输费用，缩减成本，同时也能卡位上游优质石灰石资源，形成资源优势。水泥企业的生产规模的提高能够形成规模优势，摊薄折旧人工成本。

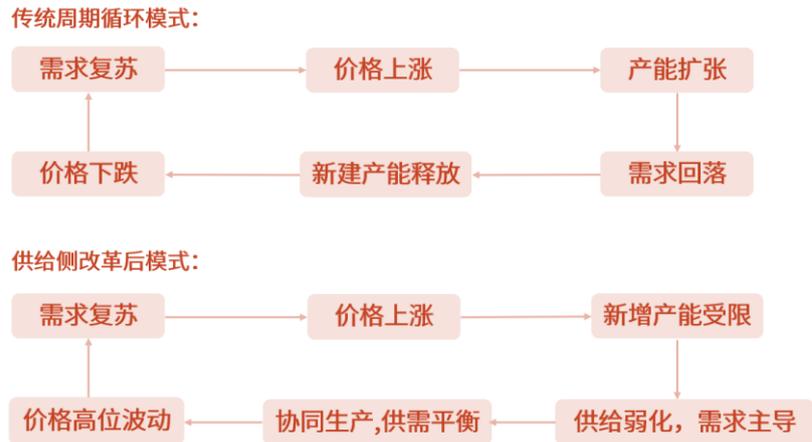
水泥的“短腿”属性，决定着水泥的需求主要受到当地的经济影响，而供给受到运输成本的限制，因此水泥的竞争点也是从需求和供给两个方面出发。在需求侧方面，水泥企业要占据最有成长性和持续性的区位，如城镇化发展较好的华东地区一直是水泥需求最大的区域，当地水泥企业受益于华东地区的经济快速发展需求稳定增长。供给方面，由于水泥的短腿属性，导致其运输范围有限，因此合适或者创新的运输方式将成为公司的竞争点。如海螺水泥一直实行的“T型”战略，即公司在长江沿岸石灰石资源丰富的地区建立熟料生产基地，在资源稀缺但需求庞大的地区兴建水泥粉磨站，凭借低成本的长江水运方式将熟料运输到粉末站，形成“资源地熟料生产基地—长江水运—需求地粉末站生产水泥”的方式。这样公司既能占据最具需求成长和可持续的区域，又能获得低价原材料的优势，降低运输成本，获得最大利润。

#### 2.1.5、水泥行业发展趋势

水泥的周期性来源于供给与需求的错配，受自身产能扩张与下游地产、基建需求变动共同影响。一般的水泥周期按照“需求复苏—价格上涨—产能扩张—需求回落—供需恶化—价格下跌”的过程，即在下游需求的带动下，由于短期的供给刚性带来价格的上涨，上涨的价格刺激产能扩张，经过1-2年产能建设投产后，往往伴随着下游需求的回落，此时供给大于需求，价格下跌。

供给侧改革后，周期波动减弱。2016 年供给侧改革以来，水泥下游需求较为稳定，而供给严格控制新增，整体波动性减弱。下游需求在房地产企业行业集中度提升的背景下较为稳定，供给端新增产能的严格管控，使得水泥周期中供给因素弱化，周期波动主要由下游需求决定，其次水泥随关随停的生产特征意味着水泥企业能够通过即使的调整产量使得供需平衡，稳定价格，从而进一步的平滑价格波动周期。

图表 13：水泥周期循环模式



资料来源：wind，光大证券研究所

## 2.2、玻璃

### 2.2.1、玻璃行业简介

玻璃分为平板玻璃和玻璃制品两大类。玻璃制品主要指的是日用玻璃（包括药用玻璃），平板玻璃按照生产工艺可分为普通平板玻璃、浮法玻璃、压延玻璃等。根据这些工艺生产出来的平板玻璃也叫做玻璃原片，原片需要经过深加工才能用于下游领域。不同深加工工艺加工出来的玻璃有钢化玻璃、镀膜玻璃、镜面玻璃、中空玻璃、夹层玻璃、夹丝玻璃等；平板玻璃经过深加工后可用于多种领域，如浮法玻璃原片深加工后一般用于建筑玻璃、汽车玻璃、光伏玻璃、电子玻璃、家电玻璃等；压延玻璃原片深加工后一般用于光伏玻璃。

图表 14：玻璃行业产业链情况



资料来源：中国玻璃信息网，光大证券研究所

玻璃生产过程中，原材料和能源是其主要的成本。根据中国玻璃信息网数据，原材料成本约占成本的 40%，主要是纯碱和硅砂；能源约占总成本的 40%，主要是电力和燃料。原材料成本的差异主要来源于硅砂矿的自给度、工厂布局位置、工艺和规模成本。能源成本上，由于早期环保要求的不严苛，导致不同玻璃企业

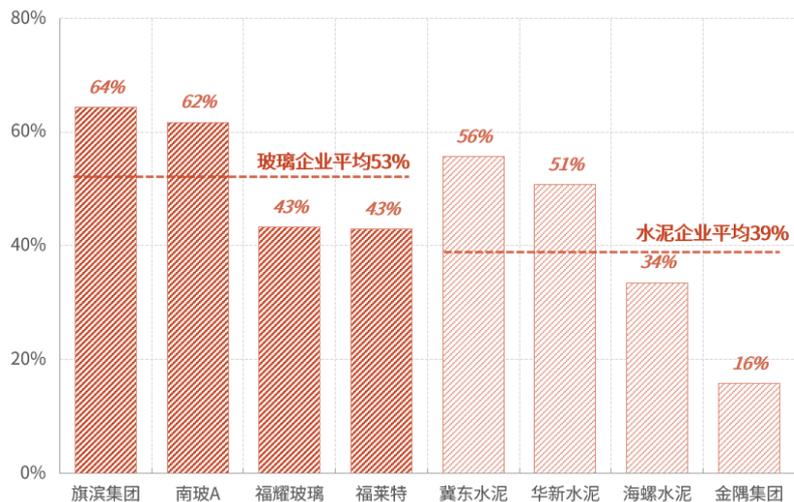
生产用燃料系统不一样，中小企业往往采用污染大、成本低的煤焦油、焦炉煤气等，而大企业往往使用环保同时生产产品品质最好的天然气。因此，成本的差异来源于两个方面，一是能源系统的选择，二是工艺和规模的差异。在环保要求逐步趋严的环境下，环保处理成本更大，使用高污染能源的企业成本提升，真正具备污染处理能力和规模优势的公司最终将获得更低的能源成本。

## 2.2.2、玻璃行业特征

### 1、重资产行业，连续生产摊销成本

平板玻璃原片是重资产行业，必须保持连续生产，提高规模摊薄成本。我们统计出市值较大的四家玻璃和水泥上市公司的（固定资产+在建工程）/总资产数据，从数据结果上看，2020年，玻璃企业平均（固定资产+在建工程）/总资产为53%，高于水泥企业平均（固定资产+在建工程）/总资产的39%。此外，目前投资一条1000t/d的浮法生产线和压延生产线资本开支分别为5-6亿元和7-8亿元，而投资一条6000t/d的水泥生产线资本开支约8-10亿元，玻璃相对于水泥需要更大规模的固定资产投入，行业资金门槛较高。

图表 15：2020 年水泥和玻璃企业固定资产和在建工程占总资产比重情况



资料来源：wind，光大证券研究所

玻璃的生产工艺要求企业连续生产。玻璃生产过程中将固体原料熔融为液态，一旦新线点火，必须连续生产，原因在于原材料高温融化后如果停工，将会残留在设备内部冷却造成堵塞。此外，玻璃生产过程中辅材熔点极高，重新启动加热需要耗费大量的能量。

### 2、传统玻璃技术门槛低，特殊材料玻璃门槛和利润高

浮法工艺和压延玻璃作为传统的加工方式，并不存在很高的技术壁垒，其行业门槛主要是由大额的固定资产投资带来的资金门槛。特殊材料玻璃与传统玻璃的区别在于，其竞争点并不在产能和成本方面，而是在技术方面，特殊材料玻璃需要一定的技术积累，同时技术是处于更新换代的过程中。如电子盖板玻璃，国内起步较晚，行业基本被康宁等海外巨头公司垄断，近年来国内企业如旗滨集团、南玻均在高端手机盖板玻璃方面有明显的突破，电子玻璃盖板业务将会充分受益于国产替代趋势。

## 2.2.3、玻璃行业的供需情况

### 1、需求端主要来自房地产和汽车

平板玻璃主要分为普通平板玻璃、浮法玻璃和压延玻璃，其下游需求主要是建筑玻璃、汽车玻璃、光伏玻璃、电子玻璃和家电玻璃等。其中，浮法玻璃下游主要为房地产、汽车、家电和出口，房地产和汽车分别约占总需求的 70%和 20%，两者的需求变化对浮法玻璃行业影响较大。压延玻璃下游需求主要是光伏，光伏行业景气度情况直接影响压延玻璃的需求。

玻璃需求大部分来自于房地产，施工数据是玻璃需求的先行指标。玻璃的安装是在建筑施工的尾端，当建筑主体搭建完成后安装玻璃，再进行室内装修，因此施工数据是玻璃需求的先行指标，竣工数据是玻璃需求的滞后指标。

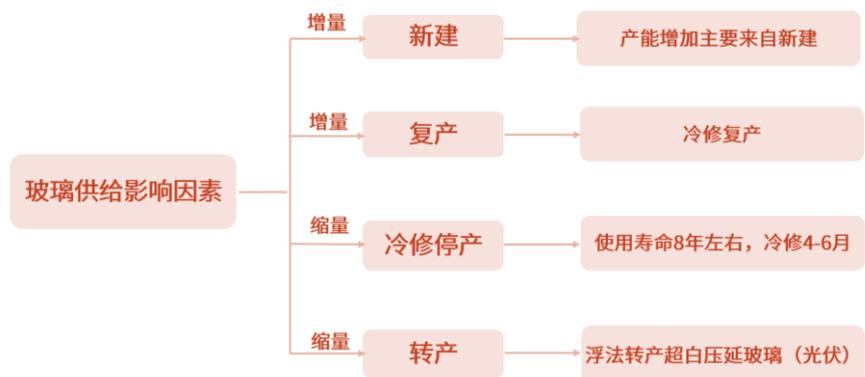
玻璃需求除了受传统下游行业景气度影响外，目前出现了一些新的趋势。比如受益于开窗面积变化、双层玻璃或三层玻璃的渗透率的不断提升，单位建筑面积玻璃用量不断提高；光伏组件中双玻组件由于能够缩减度电成本，目前渗透率也在快速提升。这些结构性的变化将会带动上游玻璃需求的提升。

## 2、供给刚性，变化主要来自新建、复产、冷修和停产

玻璃生产中高温、连续、不间断的特点决定了其供给刚性的特点。玻璃生产过程中将固体原料熔融为液态，一旦新线点火，必须连续生产，短期供给是刚性的，一般生产线投产后 8-10 年会进行停产冷修，冷修期在 4-6 个月。而水泥供给柔性的原因同样在于其生产工艺，水泥是把固体原材料高温煅烧成固体，停产并不会对设备造成较大损害，企业可以根据需求调控生产，水泥供给短期更加可控。

玻璃短期供给刚性，波动来源于新建、复产、冷修和转产。造成玻璃短期供给波动主要有四个因素，新建和复产将会增加产能，冷修停产和转产将会缩减产能。具体来看，玻璃新增产能目前被严格管控，新建产能主要以等量或缩量置换为主，冷修复产也会带来原有产能的复产。缩量因素中，一般生产线将会在投产 8-10 年后进行冷修，冷修期 4-6 个月，但是冷修的具体时间由公司根据当时的市场行情灵活安排。转产方面，主要是浮法玻璃向超白压延玻璃（光伏）

图表 16：玻璃供给影响因素



资料来源：Wind，光大证券研究所

供给侧改革以来，浮法玻璃行业新增产能被有效控制，价格大幅提升。2016 年供给侧改革以来，对于玻璃新增产能有严格的限制，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃（含光伏玻璃、汽车玻璃等工业玻璃原片）项目，并对于 2013 年以来连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换。从实际供给角度上看，2016 年后浮法玻璃新增产能有明显缩减，行业新增产能被有效控制。

图表 17：玻璃产能置换相关政策

日期	发布机构	政策名称	政策内容
2014年7月	工信部	《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	对水泥和平板玻璃行业新（改、扩）建项目，实施产能等量或缩量置换
2018年1月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目，确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案。
2020年1月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》回答	新建水泥熟料、平板玻璃（含光伏玻璃、汽车玻璃等工业玻璃原片）项目须制定产能置换方案。已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换
2020年10月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃（含光伏玻璃、汽车玻璃等工业玻璃原片）项目。2013年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换。
2020年12月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。2013年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换（因错峰生产置换产能导致此情况的除外）。光伏压延玻璃不可制定产能置换方案，项目建成投产后企业履行承诺不生产建筑玻璃

资料来源：工信部网站，光大证券研究所

图表 18：浮法玻璃新增产能情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计日期：2003年1月1日至2020年12月31日

需求边际改善且新增供给有效控制环境下，平板玻璃价格出现大幅提升。受益于下游地产竣工回暖，需求出现边际改善，而供给端的刚性且无新增产能的特点导致行业出现供给缺口，并一直持续。根据百川盈孚平板玻璃价格指数，2016年7月1日至2021年7月23日，平板玻璃价格指数共上涨86.8%。

图表 19: 平板玻璃价格指数情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

统计日期: 2016年7月1日至2021年7月23日

玻璃受益于供给侧改革, 产能有实质性淘汰, 环保要求趋严带动落后产能成本上升。供给侧改革带来变化最大的就是沙河地区, 沙河地区是我国产能最大的平板玻璃生产地区, 成本低、品质差、污染大的特点也使得沙河地区玻璃价格长期低于国内其他地区。在新排污许可证等环保政策落地后, 沙河地区产能有明显的缩减, 沙河地区作为华北地区最大的玻璃产能基地, 沙河地区部分产线停产导致华北地区产能缩减较大。根据中国玻璃信息网数据, 2020年华北地区浮法玻璃产能为20856万箱, 相较于2016年的28440万箱, 缩减7584万箱, 下降比例达到27%。

图表 20: 沙河玻璃产能停产相关政策

时间	事件	影响
2017年9月	《关于做好邢台市2017-2018采暖季错峰生产攻坚行动的紧急通知》	涉及沙河玻璃企业24家, 要求自10月1日起限产15%, 鼓励采暖季冷修, 涉及在产产能24950t/d, 约占国内总产能12%
2017年10月	《关于对未持有国家统一制式排污许可证玻璃企业实施停产的函》	沙河9条未获得排污许可证的玻璃生产线被关停, 合计产能6200t/d, 约占国内总产能4%
2018年1月	《关于京津冀大气污染传输通道城市(即“2+26”城市)执行大气污染物特别排放限值的公告》	玻璃生产企业2018年6月1日起执行更严格的大气污染物特别排放限值
2019年6月	邢台市大气污染防治强化攻坚行动	6条以煤为燃料生产线立即停炉改造
2020年3月	环保管控文件要求包括玻璃在内的高耗能高污染企业进行限产措施	2020年3-11月共有5条玻璃生产线停产

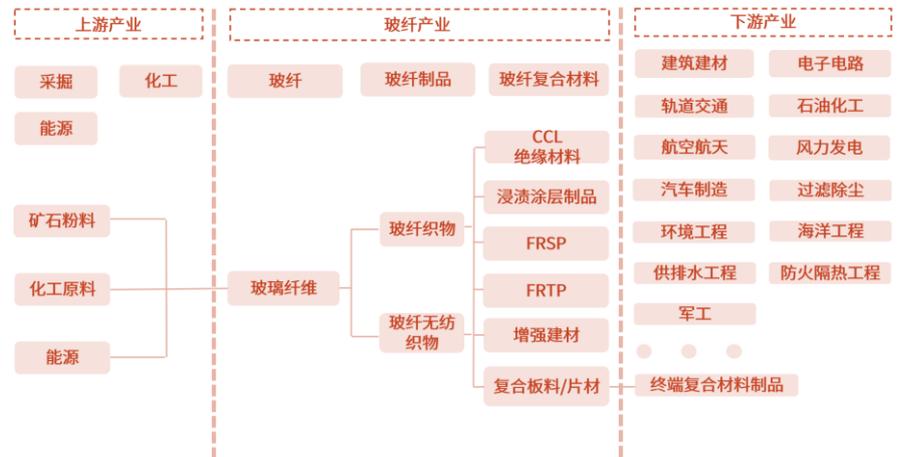
资料来源: 邢台工信局网站, 光大证券研究所

## 2.3、玻纤

### 2.3.1、玻纤行业简介

玻璃纤维是一种性能优异的无机非金属材料, 由叶腊石、高岭土、石灰石等作为原材料, 经过高温熔制、拉丝、络纱、织布等工艺制造而成。玻纤并不是下游应用的最终形态, 而是作为中间品与下游产品复合形成玻纤复合材料, 增强材料的整体性能。玻纤下游应用领域广泛, 如建筑建材、电子电器、轨道交通、石油化工等, 近年来随着玻纤价格的下降, 产品性能的提升, 玻纤的应用领域不断拓展, 玻纤对于传统材料的替代进程不断加速。

图表 21：玻纤产业链情况



资料来源：长海股份招股说明书，光大证券研究所

玻纤需求的增长本质上是通过性价比和性能的提升对传统材料的替代。玻纤具备高强度、质量轻、耐高温、耐腐蚀、隔水、隔热等性能，通过与其他材料复合能够显著改善材料性能。玻纤材料下游应用领域十分广泛，需求由多个领域拉动，未来成长空间较大。比如在建筑建材领域，玻纤瓦能够对传统的陶瓷、水泥瓦进行替代，提高瓦片的保温隔热性、防水性、隔音性等；在风电领域，玻纤风电叶片对铝制叶片的替代，能够提高叶片的强度、减轻重量。

图表 22：玻纤下游替代产业

行业	产品	替代品	优势
建筑建材	玻纤瓦	陶瓷/水泥瓦	全天候性、保温隔热性、防水性、隔音性、耐腐蚀性
建筑建材	门窗框架	铝质门窗	绝热性、耐腐蚀性、强度高
交通运输	车体用玻纤增强塑料	钢铁	重量轻、强度高、易加工成型
航空	飞机零部件、飞机机身	传统金属	重量轻、强度高、耐冲击、寿命长、阻燃性好
电子电气	电器罩壳、电缆管	传统塑料	防腐性
风电	风电叶片	铝质叶片	强度高、重量轻
化工	储罐、防腐格栅	传统金属	耐腐蚀性、强度高
建筑建材	玻纤增强钢筋	普通钢筋	耐腐蚀性
建筑建材	玻纤增强混凝土	普通混凝土	强度高、质量轻、成型多样化、质感好，可用于制造建筑装饰构件、欧陆式建筑及景观工程
运动器材	网球拍、赛艇	塑料及金属	重量轻、强度高、可设计自由度大、易加工成型、低摩擦系数、良好的耐疲劳性
消费品及设施	手机外壳、家电零部件	传统金属	耐腐蚀、轻质、强度高

资料来源：中国玻璃纤维网，光大证券研究所

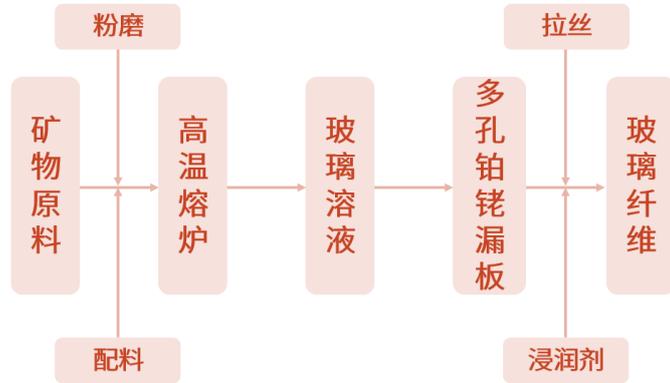
### 2.3.2、玻纤行业特征

玻纤行业是典型的重资产行业，固定资产投资大，资本开支重，行业资金门槛高。以中国巨石为例，2020 年公司（固定资产+在建工程）/总资产比例达到 62%，公司 2018 年在成都修建两条玻璃纤维池窑拉丝生产线年产共计 25 万吨，总投资 30 亿元，每万吨投资成本达到 1.2 亿。

玻纤行业靠性能的不断提升扩展下游需求，不同的工艺和技术对产品性能影响较大，因此相较于水泥和玻璃，具有较高的技术壁垒。玻纤的生产工艺是将矿石变成粉料，再通过配方配料在熔炉中形成熔融的液态，通过铂铑漏板拉丝形成玻纤，并在拉丝过程在表面涂覆浸润剂，提高玻纤强度和性能。随着下游应用的不同，

在配方和工艺上有差异,从而形成高中低端产品,而技术壁垒主要集中在浸润剂、铂铈漏板和配方上,此外工艺的不同也会影响产品的性能。

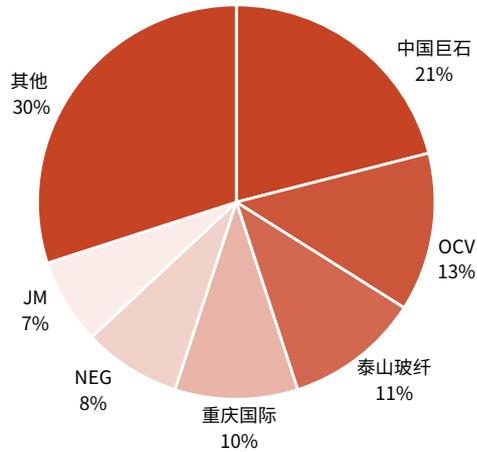
图表 23: 玻纤生产工艺流程



资料来源: 长海股份招股说明书, 光大证券研究所

**行业竞争格局稳定, 我国产能占据主导。**玻纤作为替代性材料, 渗透率仍较低, 但是下游种类繁多, 工艺设备复杂, 技术壁垒较高, 因此行业新增竞争者较少, 行业格局稳定。玻璃行业寡头竞争格局多年来未有改变, 2019 年全球 CR5 产能占比 63%, 行业集中度高。从具体结构上看, 中国巨石产能占全球产能比重 21%, OCV 产能占全球产能 13%, 泰山玻纤产能占比 11%, 重庆国际产能占比为 10%。

图表 24: 2019 年玻纤行业集中度情况



资料来源: 中国玻璃纤维网, 光大证券研究所

## 2.4、水泥、玻璃和玻纤行业差异

水泥、玻璃和玻纤作为大宗商品具有较大的差异, 我们分别从供需、库存、新增产能、集中度以及产品壁垒多个方面进行总结。在需求方面, 玻璃需求更为集中, 主要分布在地产行业, 而玻纤由于下游领域众多, 需求较为分散。供给方面, 由于生产工艺的不同, 水泥能够随开随停, 供给较为柔性, 而玻璃和玻纤需要保持连续生产, 供给刚性。库存方面, 水泥由于遇水反应失效, 因此几乎无库存, 而玻璃、玻纤有库存影响。在集中度方面, 水泥“短腿”属性导致区域性集中度更强, 玻纤全球范围集中度较高, 产能较多集中在中国。在产品壁垒方面, 水泥为

同质化产品，普通玻璃无技术壁垒，特殊材料玻璃技术壁垒较高，玻纤生产工艺、玻璃液配方等均对产品质量有较大影响，因此技术壁垒较高。

图表 25：水泥、玻璃和玻纤差异

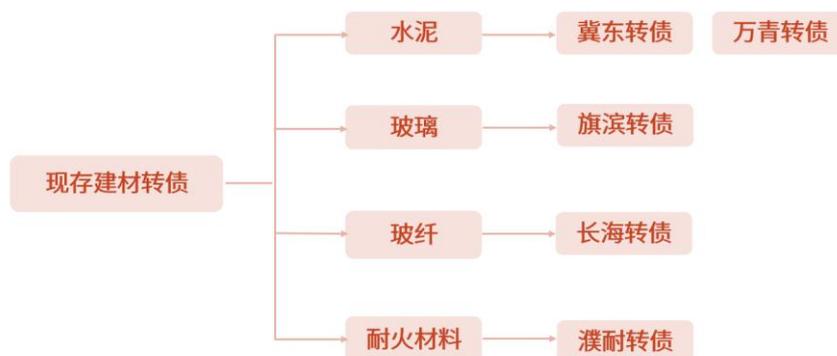
类别	水泥	玻璃	玻纤
需求	地产、基建、农村各占 1/3	地产（70%）、汽车（20%）和其他	需求分散，替代性产品
供给	随开随停，供给柔性	连续生产，供给刚性	连续生产，供给刚性
库存	遇水反应失效，几乎无库存	有库存	有库存
新增产能限制	等量或减量置换	等量或减量置换	无新增产能限制
区域性	短腿产品，区域集中度高	全国销售，区域性低	全球市场
集中度	区域集中度高	相对较低	集中度高
产品壁垒	同质化强，无技术壁垒	普通玻璃壁垒低，特殊材料玻璃壁垒高	技术壁垒高

资料来源：光大证券研究所总结

### 3、现存建材行业转债分析

建材行业转债存量规模较小，预发新券较多。截至 2021 年 7 月 26 日，共存 5 只建材转债，发行规模总计 65.0 亿元，债券余额总计 54.5 亿元，另有 6 只转债通过公司董事会发行预案，规模总计 81.9 亿元。现存建材行业转债主要分为四个领域，分别是水泥行业的冀东转债和万青转债、玻璃行业的旗滨转债、玻纤行业的长海转债以及耐火材料行业的濮耐转债。

图表 26：建材行业现存转债梳理



资料来源：Wind，光大证券研究所

截至日期：2021 年 7 月 26 日

图表 27：建筑行业转债发行预案

正股代码	正股简称	主要业务	阶段	发行总额（亿元）
605006.SH	山东玻纤	玻纤	股东大会通过	6.0
601865.SH	福莱特	光伏玻璃	董事会预案	40.0
002918.SZ	蒙娜丽莎	建筑陶瓷	股东大会通过	11.7
002798.SZ	帝欧家居	卫浴	证监会核准	15.0
002398.SZ	垒知集团	建筑监测服务、外加剂	股东大会通过	4.2
603856.SH	东宏股份	智能管道	股东大会通过	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所

截至日期：2021 年 7 月 26 日

## 4、重点转债梳理

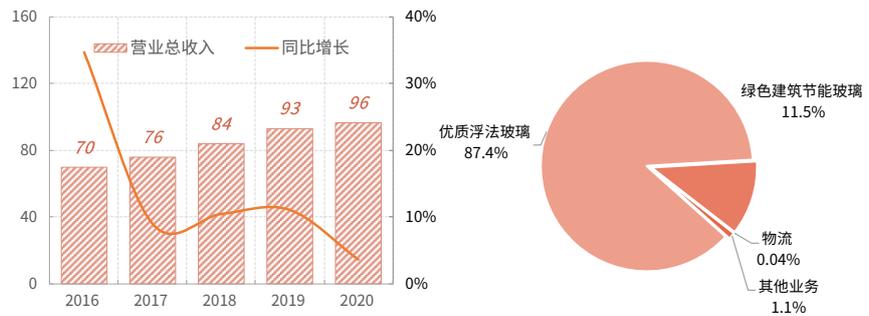
### 4.1、旗滨集团—浮法玻璃龙头，积极拓展高附加值产品

旗滨集团以玻璃产品的制造和销售为主营业务，产品主要为浮法玻璃原片、节能建筑玻璃、高铝电子玻璃、中性硼硅药用玻璃、光伏玻璃等，是国内建筑玻璃原片龙头企业，公司建有七大原片生产基地分别布局中国经济发展活跃的珠三角、长三角、福建沿海、长株潭经济带，共有 26 条浮法生产线，3 条在建光伏生产线，2020 年公司共生产 11676 万重箱优质浮法玻璃原片，产能约占全国总产能 8%，仅次于信义玻璃（10%）。

图表 28：旗滨集团主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
601636.SH	旗滨集团	559.54	21.99	94.25	49.43
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
113047.SH	旗滨转债	15.00	18.13	92.78	178.57

2020年，公司实现收入96.4亿，同比增长4%，实现归母净利润18.25亿，同比增长36%。公司主营业务为优质浮法玻璃、绿色建筑节能玻璃、物流和其他业务，分别占比87.4%、11.5%、0.04%和1.1%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月26日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月26日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

#### 旗滨集团（旗滨转债）经营优势分析：

**1、环保趋严，新增产能受限，受益地产竣工回暖，行业供需矛盾持续，玻璃价格持续上升。**2016年供给侧改革以来，对于玻璃新增产能有严格的限制，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃（含光伏玻璃、汽车玻璃等工业玻璃原片）项目，行业供给有明显收缩。2020年受益于下游地产竣工回暖，需求出现边际改善，而供给端的刚性且无新增产能的特点导致行业出现供给缺口，并一直持续。在此行业背景下，2020年5月以来玻璃价格持续上升。

**2、浮法玻璃产能大，叠加成本和资源优势，公司充分受益于行业供给缺口带来的价格上涨行情。**公司2020年浮法玻璃原片产量为11676万重箱，总产能仅次于信义玻璃，排名全国第二，产能占比约为8%。根据公司公告，玻璃成本约80%来自直接材料费用，公司通过布局上游硅砂，降低原料和运输成本。在玻璃价格上涨的情形下，更好的管控成本端的上行，有效提高了公司的盈利能力。

**3、公司积极布局玻璃深加工领域，构筑技术壁垒，提供业绩新增长点。**公司积极布局节能玻璃、电子玻璃、光伏玻璃、药用玻璃等高附加值领域，受益于下游高景气度，公司业绩有望引来新的增长点。公司2016年正式布局节能玻璃领域，目前已拥有6大节能玻璃生产基地；在建光伏玻璃生产线3条（产能2500t/d）；电子玻璃生产基地日熔量（65t/d）；药用玻璃日熔量（75t/d）。

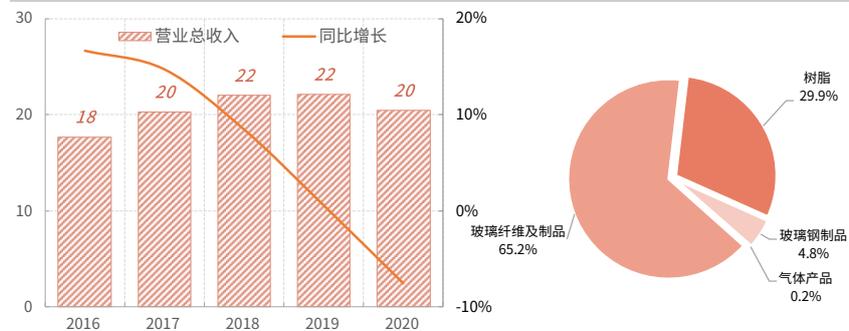
## 4.2、长海股份—玻纤产业一体化优势明显，产能扩张提高盈利能力

公司以玻纤制品以及玻纤复合材料为主业，向上游玻纤纱、下游树脂、玻璃钢、热塑性复合材料拓展，实现玻纤产业链上下游协同发展。公司以自建和并购方式持续扩张，目前是国内少有拥有玻纤生产、加工完整生产线的公司。公司2020年产能为20万吨/年，约占全国玻纤总产能9%。

图表 29：长海股份主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
300196.SZ	长海股份	76.92	23.99	76.20	11.18
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
123091.SZ	长海转债	5.50	13.37	93.07	127.77

2020年，公司实现收入20.4亿元，同比增长-7.6%，实现归母净利润2.71亿，同比增长-6.5%。公司主营业务为玻璃纤维及制品、树脂、玻璃钢制品、气体产品，分别占比65.2%、29.9%、4.8%和0.2%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月26日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月26日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

### 长海股份（长海转债）经营优势分析：

**1、玻纤行业集中度高，下游需求旺盛。**玻纤作为替代性材料，渗透率仍较低，但是下游种类繁多，工艺设备复杂，技术壁垒较高，同时资金门槛高，因此行业新增竞争者较少，行业格局稳定。需求端，由于玻纤具备良好的物理化学性能，和传统材料复合能显著提高其整体性能，拥有广泛的应用领域。

**2、公司拥有玻纤产业链一体化生产能力。**公司为国内为数不多的拥有从玻纤生产、玻纤制品深加工到玻纤复合材料制造的完整产业链的玻纤企业，是国内规模最大的无纺玻纤制品综合生产企业之一。公司产业链的完整，使得公司能够按照产品需求调节上游产品性能，提高玻纤产品质量，降低生产成本与产品开发周期，并能够通过产业链的拉长转移生产成本，提高企业的综合竞争力。

**3、公司产能大幅扩张，业绩具备大幅增长潜力。**2020年之前，公司玻纤纱产能扩张较为平稳，导致公司业绩增长潜力不足，同时市占率较低。2020年公司拟新建5条薄毡生产线，建成后将新增10亿m<sup>2</sup>的产能，此外公司发行转债募资不超过5.5亿元，用于建设10万吨/年无碱玻纤粗纱池窑拉丝技术生产线。公司通过扩张产能，有望提高自身的盈利能力和行业地位。此外，公司资产负债率低于同业，也为公司产能扩张提供财务基础。2020年公司资产负债率仅为23.7%，远低于中国巨石（50.1%）和山东玻纤（60.7%），公司具备扩张的财务基础。

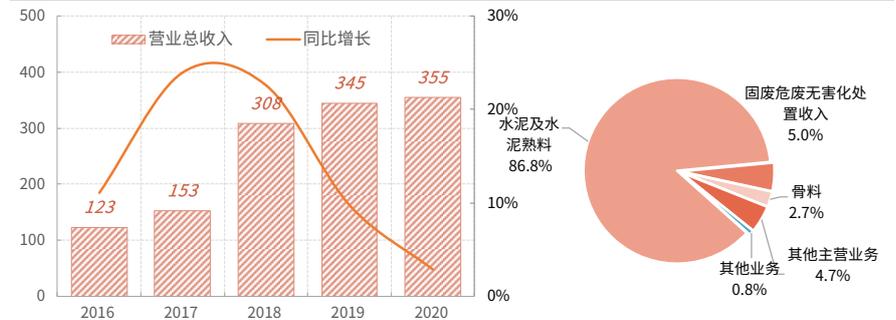
### 4.3、冀东水泥—北方水泥龙头，受益于京津冀区域发展

公司主要业务为生产和销售水泥熟料、各类硅酸盐水泥和与水泥相关的建材产品，同时涵盖砂石骨料、环保、矿粉、外加剂等产业。公司是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一、中国北方最大的水泥生产厂商。2020 年公司年熟料产能达到 1.17 亿吨，水泥产能达到 1.7 亿吨，市场覆盖河北、北京、天津、陕西、山西、内蒙古、吉林、重庆、河南等 13 个省，公司在北方特别是京津冀地区的市场占有率领先，市场竞争优势明显，水泥产能位列国内水泥制造企业第三名。

图表 30：冀东水泥主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
000401.SZ	冀东水泥	175.15	5.69	2.74	-11.23
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	转债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
127025.SZ	冀东转债	17.77	34.52	92.47	107.65

2020年，公司实现收入354.8亿元，同比增长2.8%，实现归母净利润28.5亿，同比增长5.5%。公司主营业务为水泥及水泥熟料、固废危废无害化处置收入、骨料、其他主营业务和其他业务，分别占比86.8%、5.0%、2.7%、4.7%和0.8%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月26日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月26日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

#### 冀东水泥（冀东转债）经营优势分析：

**1、环保趋严、新增供给受限，下游需求稳定，水泥企业协同生产，达到供需平衡，价格高位震荡。**受环保政策和供给侧改革的影响，水泥新增产能受限，大量落后产能退出，市场竞争格局优化，价格持续上升。在下游需求保持相对稳定条件下，水泥企业通过协同生产调整供给，使得供需达到平衡，水泥价格近年来保持高位波动。

**2、公司是北方最大的水泥产业集团，受益于京津冀区域发展。**公司聚焦京津冀地区，是华北地区最大的水泥生产企业，2020年熟料产能达到1.17亿吨，水泥产能达到1.7亿吨，公司在京津冀地区产能占比超过50%，拥有市场话语权和竞争优势。在京津冀协同发展、雄安新区快速建设的大背景下，公司有望充分受益于区域经济建设发展带来的红利。

**3、公司的成本优势来源于资源、环保和规模等多个方面。**公司所属水泥及砂石骨料企业均靠近公司自备的石灰石及骨料矿山，公司已获石灰石资源44.1亿吨以及建筑石料用灰岩和白云岩3.3亿吨，丰富的矿山资源为公司的可持续发展奠定了坚实的基础。此外，公司拥有健全的污染处理能力，在环保方面有独特的优势。公司较大的产能规模能够摊薄成本，并且公司持续推进工艺优化、设备升级，以达到降本增效的目的。

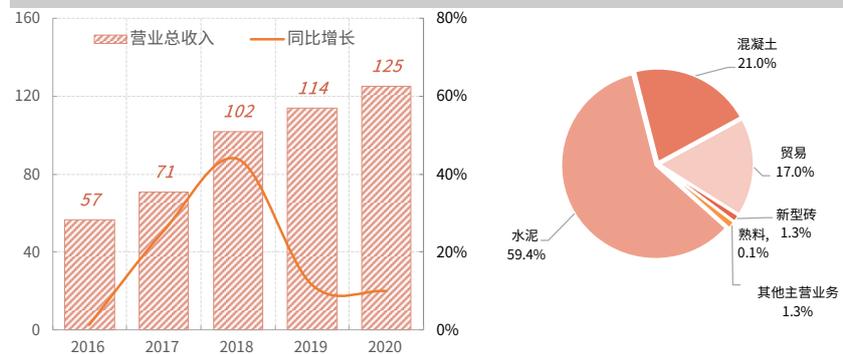
#### 4.4、 万年青—江西区域龙头，产业链延伸夯实成本优势

公司主要以硅酸盐水泥、商品混凝土以及新型墙材的生产和销售为主要业务。水泥销售市场以江西为主，向福建、浙江、广东等周边省份辐射，在江西的市场份额一直居于前列。

图表 31：万年青主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
000789.SZ	万年青	87.16	5.61	0.00	-15.24
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转债溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
127017.SZ	万青转债	10.00	39.21	99.68	113.03

2020年，公司实现收入125.3亿元，同比增长10.0%，实现归母净利润14.8亿，同比增长8.2%。公司主营业务为水泥、混凝土、贸易、新型砖、熟料和其他主营业务，分别占比59.4%、21.0%、17.0%、1.3%、0.1%和1.3%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长 (%)

统计日期截止：2021年7月26日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月26日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

#### 万年青（万青转债）经营优势分析：

**1、环保趋严、新增供给受限，下游需求稳定，水泥企业协同生产，达到供需平衡，价格高位震荡。**受环保政策和供给侧改革的影响，水泥新增产能受限，大量落后产能退出，市场竞争格局优化，价格持续上升。在下游需求保持相对稳定条件下，水泥企业通过协同生产调整供给，使得供需达到平衡，水泥价格近年来保持高位波动。

**2、公司以江西为主要市场，辐射福建、浙江、广东等周边省份。**公司拥有6个熟料生产基地，7家粉磨企业，熟料年产能1500万吨，水泥年产能2600万吨。公司聚焦江西市场，同时借助便利的公路和铁路运输优势，水泥产品畅销江西赣南、赣东、赣北大部分地区以及福建、浙江、广东等周边省份，根据卓创资讯，2019年万年青在江西省占据20.9%的份额，仅次于中国建材（25.6%）。

**3、产业链延伸巩固成本优势。**水泥下游是混凝土，公司布局混凝土业务积极向下延伸产业链。公司在生产过程中将水泥与骨料及其他添加剂合用以生产混凝土，同时也可以利用水泥窑在生产水泥过程中释放的高温来处理危险固废。公司向上游拓展矿山资源，2020年公司布局4个环保型骨料机制砂项目，产能合计900万吨。

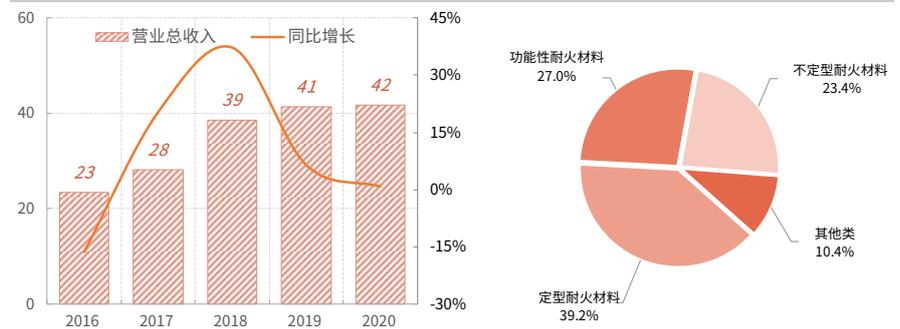
## 4.5、 濮耐股份—耐材龙头， 组建生态圈提升市占率

公司主营业务为研制、生产和销售定型、不定型耐火材料，功能耐火材料，并承担各种热工设备耐火材料设计安装、施工服务等整体承包业务。

图表 32：濮耐股份主要指标一览

正股代码	正股简称	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
002225.SZ	濮耐股份	45.26	14.97	19.22	1.57
转债代码	转债简称	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
127035.SZ	濮耐转债	6.26	12.07	94.43	109.35

2020年，公司实现收入41.7亿元，同比增长0.8%，实现归母净利润3.0亿，同比增长19.0%。公司主营业务为定型耐火材料、功能性耐火材料、不定型耐火材料和其他类，分别占比39.2%、27.0%、23.4%和10.4%。



资料来源：Wind，光大证券研究所 左轴：营业总收入（亿元） 右轴：同比增长（%）

统计日期截止：2021年7月2日

注：正股市值、正股PE值采用2021年7月2日数据，正股PE分位数采用近两年正股PE值计算得出

### 濮耐股份（濮耐转债）经营优势分析：

**1、行业集中度有望提升，龙头企业优势明显。**首先，根据《工信部关于促进耐火材料产业健康可持续发展的若干意见》中意见，希望2020年前10家企业市占率达到45%，目前行业集中度明显低于政策要求。其次，耐火材料原材料价格波动较大，中小企业价格承受能力较低，部分企业逐步退出市场，市场向龙头企业靠拢。

**2、整包模式成为行业主流，公司联合其他企业组成生态圈拓展市场。**整体承包为当前行业确定性趋势，公司联合行业中具备独特优势的企业，重点开拓前期未受重视的中小型客户，达到双赢效果。按照耐材制品产量标准计算，2019年公司市占率为2.3%，2020年为2.9%，提升0.6个百分点。

## 5、 风险提示

- (1) 宏观环境变化风险。
- (2) 建材行业正股股价波动对转债市场价格波动的影响。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE