

# 建筑材料

## 渠道力角度再看涂料龙头投资价值

### 行情回顾

上周(0816-0820)建材(中信)指数涨0.36%，沪深300跌3.57%，玻璃/水泥/玻纤等低估值周期品种取得正收益，消费建材表现较弱。我们认为产品价格回暖、市场风格向低估值品种切换和龙头公司中报业绩强劲表现是周期品板块表现较好的原因。个股中，四川双马(28.53%)、天山股份(17.77%)、旗滨集团(16.39%)、中铁装配(14.79%)、科顺股份(12.12%)涨幅较大。

### 涂料渠道对比：龙头各具特色，亚士成长持续性或存预期差

我们近期对涂料渠道进行了较深入的研究，我们认为可得出如下结论：1) 地产景气度下行对涂料市场存在边际影响，但对公建和重涂市场的开拓有望缓解地产端压力；2) 国内建涂市场向两家上市龙头企业集中的趋势有望持续；3) 三棵树和亚士创能在渠道力角度各具特色，三棵树前端开拓能力优势较强，亚士创能客户服务口碑较好，单一客户内份额持续提升能力较强。二者均有望借助较好的渠道实现涂料的市占率提升和品类扩张。4) 我们认为三棵树当前相对亚士创能渠道仍有一定优势，但亚士创能持续增长能力方面的预期差或更大。

### 继续推荐玻璃、消费建材、玻纤龙头，关注低估值水泥品种

1) 我们认为浮法玻璃已走出淡季，后续行业景气度及玻璃价格仍有望持续上行，中长期看，2022年行业供需仍可能保持紧平衡。2) 我们预计21H1消费建材品种有望展现收入端高弹性，H2利润率端压力有望边际缓解，中长期看，拿地政策变化等因素或进一步推升下游地产公司集中度，龙头消费建材品种有望借力提高自身市占率，旧改、新型城镇化有望为消费建材带来新增长点。3) 全球经济复苏带动的出口改善仍有望是较为明确的经济基本面之一，后续玻纤头部公司扩产从经济性和速度角度有望领先行业，优势有望更加显著。4) 水泥旺季价格或持续上行，建议关注需求较好区域的龙头。

### 投资建议

玻璃推荐旗滨集团，信义玻璃，光伏玻璃推荐福莱特；消费建材推荐亚士创能、北新建材、科顺股份、蒙娜丽莎，永高股份等，关注管材C端占比高的伟星新材；玻纤推荐宏和科技，中国巨石、长海股份、山东玻纤等；水泥关注海螺水泥、华新水泥等。

**风险提示：**基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响；旧改和新型城镇化推进力度不及预期。

证券研究报告

2021年08月22日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

**鲍荣富** 分析师  
 SAC执业证书编号：S1110520120003  
 baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
 SAC执业证书编号：S1110521010001  
 wangtaoa@tfzq.com

**武慧东** 分析师  
 SAC执业证书编号：S1110521050002  
 wuhuidong@tfzq.com

**王雯** 联系人  
 wangwena@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:玻纤行业周观点更新》2021-08-22
- 《建筑材料-行业研究周报:哪些消费建材有望在Q3大幅缓解成本压力?》2021-08-15
- 《建筑材料-行业研究周报:玻纤行业周观点更新》2021-08-15

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-08-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601636.SH	旗滨集团	23.86	买入	0.68	2.06	2.11	2.40	35.09	11.58	11.31	9.94
603378.SH	亚士创能	32.96	买入	1.06	1.51	2.18	2.88	31.09	21.83	15.12	11.44
000786.SZ	北新建材	35.76	买入	1.69	2.24	2.69	3.16	21.16	15.96	13.29	11.32
300737.SZ	科顺股份	18.23	买入	0.78	0.96	1.27	1.65	23.37	18.99	14.35	11.05
002918.SZ	蒙娜丽莎	26.41	增持	1.39	1.81	2.32	2.89	19.00	14.59	11.38	9.14
002271.SZ	东方雨虹	50.84	买入	1.34	1.71	2.17	2.73	37.94	29.73	23.43	18.62
002614.SZ	奥佳华	15.38	买入	0.71	1.03	1.43	1.79	21.66	14.93	10.76	8.59
601865.SH	福莱特	42.35	增持	0.76	0.98	1.56	1.99	55.72	43.21	27.15	21.28
600552.SH	凯盛科技	8.70	买入	0.16	0.25	0.43	0.73	54.38	34.80	20.23	11.92

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 内容目录

核心观点 .....	3
行情回顾 .....	3
7月投资数据承压，后续看好基建和竣工 .....	3
渠道力再看涂料龙头投资价值 .....	4
建材重点子行业近期跟踪 .....	5
继续推荐玻璃、玻纤、消费建材龙头，关注低估值水泥品种 .....	6
风险提示 .....	6

## 图表目录

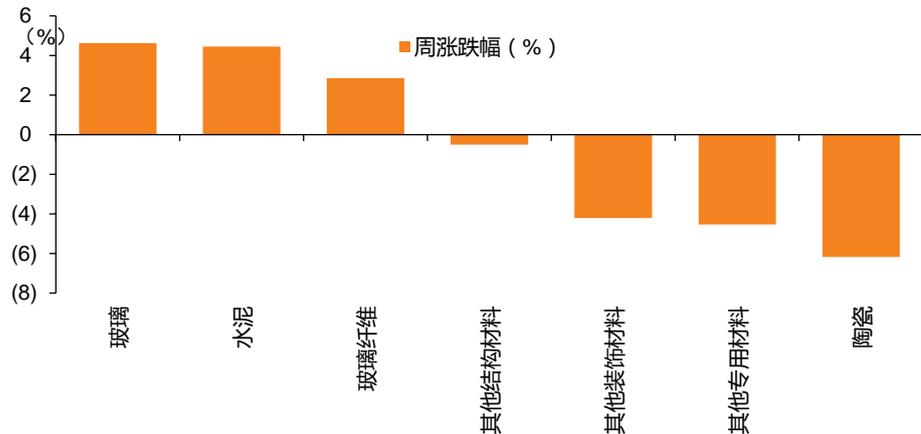
图 1：中信建材三级子行业上周（0816-0820）涨跌幅 .....	3
图 2：地产实物量指标累计同比增速 .....	4
图 3：水泥当月产量及同比增速 .....	4
图 4：玻璃当月产量及同比增速 .....	4

## 核心观点

### 行情回顾

上周（0816-0820）建材（中信）指数涨 0.36%，沪深 300 跌 3.57%，玻璃/水泥/玻纤等低估值周期品种取得正收益，消费建材表现较弱。我们认为产品价格回暖、市场风格向低估值品种切换和龙头公司中报业绩强劲表现是周期品板块表现较好的原因。个股中，四川双马（28.53%）、天山股份（17.77%）、旗滨集团（16.39%）、中铁装配（14.79%）、科顺股份（12.12%）涨幅较大。

图 1：中信建材三级子行业上周（0816-0820）涨跌幅



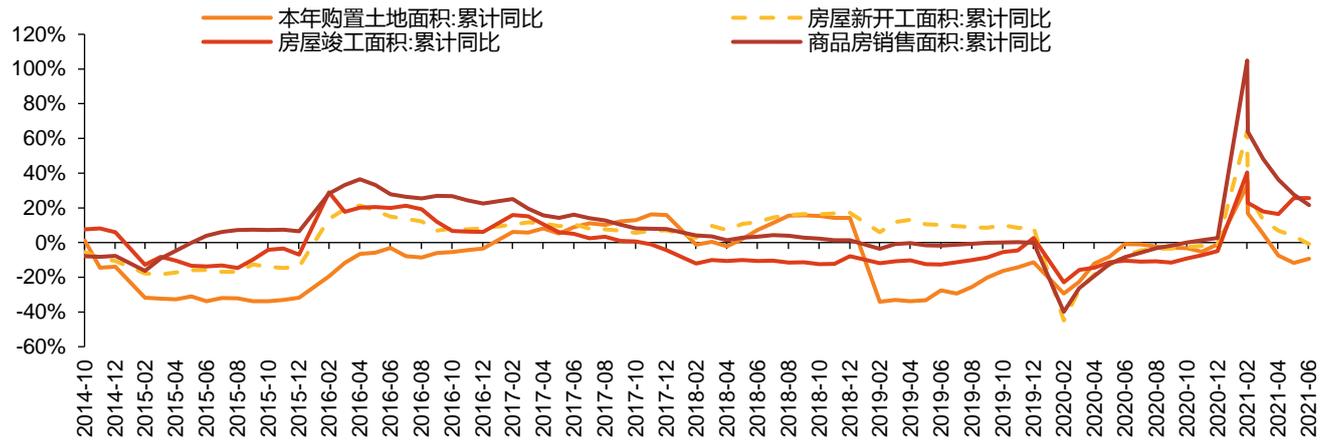
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 7 月投资数据承压，后续看好基建和竣工

**7 月基建投资回落明显，地产基数压力明显加大。**上周统计局公布了 7 月投资数据，21M1-7 地产/狭义基建/广义基建/制造业投资同比分别+12.7%/+4.6%/+4.2%/+17.3%，相比 19 年同期分别+16.5%/+3.6%/+5.4%/+5.3%，7 月单月同比+1.4%/-10.5%/-10.1%/+9.1%，7 月单月和 19 年同期相比+13.2%/-3.4%/-3.1%/+5.7%。总体来看，7 月各项投资数据全面回落，三大下游投资增速相比上月均有较大下降，基建投资单月下行较为明显。我们认为下半年专项债有望加速发行，伴随相对宽松的货币及信用环境，基建实际需求有望触底反弹，而从增速角度看，去年 8 月后基建投资的单月同比增速明显回落，为基建投资的反弹创造了较好的基数基础。总体而言，假设 21 年基建投资相比于 19 年基建投资的复合增长率或在 2.5%左右，则对应 21 年 8-12 月狭义/广义基建投资增速 3.5%/3%左右，增速相较于 Q2 及 7 月有望呈现较好的反弹趋势。地产投资增速 7 月降幅明显，但从与 19 年同期的比较来看，实际景气回落幅度有限，8-12 月地产投资或将持续处于高基数时期，叠加当前地产政策持续处于偏紧状态，我们认为不能排除 8-12 月间地产投资出现单月负增长的可能。

地产实物量角度，21M1-7 销售/拿地/新开工/施工/竣工面积同比分别+21.5%/-9.3%/-0.9%/+9%/+25.7%，相比 19M1-7 分别变化+14.5%/-10.2%/-5.4%/+12.3%/+12%，拿地和竣工数据呈现好转，其余增速指标相比上月均有所下降，新开工增速降幅较为明显。7 月单月来看，由于景气回落和基数原因，销售、新开工和施工单月同比下滑幅度均较大，但竣工改善的趋势仍较为明确。我们认为竣工仍然是 8-12 月地产链条景气度相对较好的环节，我们预计竣工需求环比上行的趋势有望延续至明年年初。

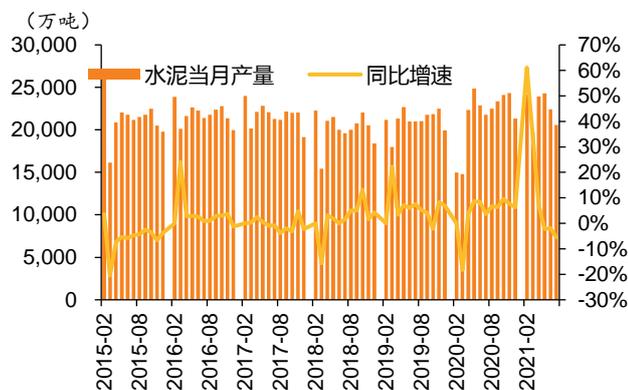
图 2：地产实物量指标累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

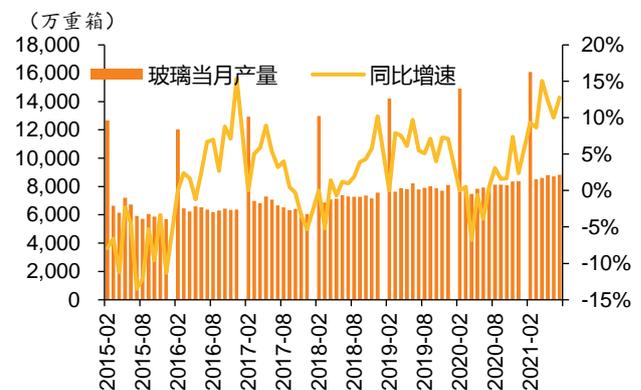
7 月水泥景气度下行明显，玻璃和 C 端消费建材或仍处于高景气时期。据统计局，7 月水泥产量 2.06 亿吨，较 20/19 年同比分别-5.6%/-2%，产量环比 6 月亦有所下降，我们判断可能受 7 月基建和地产新开工下行较为明显影响。7 月平板玻璃产量 0.88 亿重量箱，环比有所提升，单月较 20/19 年同期分别+12.8%/+13.2%，当前玻璃价格仍处于高位，且需求端景气度后续有望持续走强，我们认为全年玻璃的产量增长有望超过 10%，8-12 月呈现供需两旺格局的可能性较大。在限额以上批零业零售额中，前 7 月家具/建筑及装潢材料同比增速+26.7%/+29.2%，前值+30%/+32.9%，7 月数据继续回落，相比 19 年同期分别+10.9%/+16.7%，前值+11.7%/+18.3%，我们认为 C 端消费建材当前行业景气度仍然较好。

图 3：水泥当月产量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：玻璃当月产量及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 渠道力再看涂料龙头投资价值

近期我们对涂料渠道进行了深入研究，对龙头公司的渠道力进行了对比，我们认为：

1) **市场端**：上半年地产政策收紧可能会对未来的地产涂料市场产生不利影响，因此涂料经销商均在积极开拓公建和重涂市场（如老旧小区改造）。部分经销商的房地产业务占比已逐步下降至 50%左右，后续受地产周期的影响有望较小。

2) **竞争格局端**：未来国内建筑涂料市场或进一步向两家国内龙头公司集中。涂料的工程渠道经销商未来扩大自身工程业务的范围，一般都同时经营多个涂料品牌，包括头部的立邦、三棵树、亚士等，也包括固克、美涂士和嘉宝莉等国内中型企业，部分地方经销商也

经营地方小品牌。我们认为总体而言，已经上市的三棵树和亚士创能目前在品牌入库、产能区域布局、交货及服务响应时效等领域均已经形成了明显优势，后续工程端市场中二者的集中度有望持续提升。另一方面，随着三棵树和亚士逐步推出除涂料以外的工程材料，如防水材料，其新业务利用已有的渠道优势，有望取得较好的增长。

**3) 三棵树和亚士创能的对比：**我们认为二者在产品质量和技术能力角度并不存在明显差异，且由于涂料行业竞争相对充分，我们判断二者在价格和账期等客户政策上差异也较小。但二者在渠道建设方面仍有一定的差异。三棵树的优势或体现在其发展更早，已经具备了更好的品牌影响力和终端客户覆盖率，过去几年销售人员的大幅增加也使得其经销商开拓速度更快。而亚士的优势或体现在其通过更加人性化的服务体系，使得经销商能够获得更好的服务，我们认为现阶段亚士在经销商粘性角度更加具备优势。

4) 综合来看，在目前跑马圈地的阶段，我们认为三棵树的品牌、人员数量和客户开拓能力优势仍然是其能够快速增长的重要支撑，而亚士在单一客户的持续份额提升方面也有自己的特色。亚士创能自去年开始大幅提升了招人速度，后续在新客户的开拓方面也有望逐步缩小和三棵树的差距。我们认为从行业的角度来看，三棵树和亚士市场份额的提升，有望成为持续性较强的过程，二者的增长潜力均较大，而从渠道力的角度来看，两个公司各具特色，差距并不明显。

### 建材重点子行业近期跟踪

**玻璃：**1) 光伏玻璃：上周主流大单价格，2mm 镀膜光伏玻璃价格 17-18 元/平方米，环比持平，小单价格略高，3.2mm 镀膜 22.5 元/平方米，环比涨 2.27%。上周国内光伏玻璃市场整体产销良好，部分玻璃厂家库存降至低位，价格呈现稳中上扬走势，下游装机推进情况好转，组件厂开工率回升，玻璃需求持续向好。上周库存天数 15.97 天，环比下降 15.52%，上周在产产线 227 条，日熔量 40210 吨，环比增 4.28%，预计下周价格稳中零星上调，9 月新单价格或上涨 2-3 元/平方米。2) 浮法玻璃：上周国内浮法玻璃均价 3140.24 元/吨，环比涨 0.01%，国内浮法市场需求区域差异化较明显，华北、华南加工厂订单略有好转，华东、华中仍显一般，预计下周玻璃价格主流维稳。上周浮法玻璃日熔量 176425 吨，环比增加 600 吨/天，周内复产一条产线，生产企业库存 2165 万重量箱，环比增 155 万重量箱（数据来源：卓创资讯）。

**水泥：**上周全国水泥市场价格继续大幅上行，环比涨幅为 1.9%，价格上涨地区为华北、华东、中南、西南和西北地区，幅度为 20-50 元/吨。8 月中旬，国内水泥市场需求继续呈现缓慢提升态势，受益于各地企业生产线执行错峰生产和例行检修，有效控制供给端，库存压力减轻，支撑水泥价格继续恢复性上调。尽管短期下游工程受资金紧张影响，需求恢复速度会不及去年同期，但鉴于后期市场逐步走出单季，需求环比将会有所改善，以及各地企业积极开展行业自律和错峰生产措施，水泥价格持续上升走势有望延续。分区域看，华北价格出现上调，东北价格趋强运行，华东、中南、西南延续上行趋势，西北价格涨跌互现。（数据来源：数字水泥网）

**玻纤：**1) 上周国内无碱池窑粗纱市场表现尚可，整体交投环比稍有起色，企业出货情况稍有好转，合股纱类产品价格部分厂有所调涨，幅度 100-200 元/吨不等，缠绕纱暂稳出货，个别厂货源偏紧，现 2400tex 缠绕直接纱主流维持 5900-6000 元/吨，环比基本持平。无碱粗砂供应短期无明显增加，淡季即将结束国内需求支撑力强，短期或供需趋于偏紧。2) 上周电子纱市场供需仍偏紧俏，国内主要厂家电子纱自用量较大，极少量外售，各厂当前储备订单仍充足，G75 主流报价 17000 元/吨左右，环比基本持平，电子布主流报价 8.8 元/米左右，个别小户可至 9 元/米。后期电子纱价格或仍将高位维稳，新增产能及新签订单情况需跟进。（数据来源：卓创资讯）

## 继续推荐玻璃、玻纤、消费建材龙头，关注低估值水泥品种

竣工链条景气度有望持续上行，积极布局中报有望超预期及基本面相对稳定，但低涨幅和低估值品种，中长期继续推荐行业下游高景气，供需格局有望改善的玻璃玻纤及消费建材品种：1) 我们认为浮法玻璃已走出淡季，后续行业景气度及玻璃价格仍有望持续上行，持续高景气下龙头全年业绩或持续超预期；中长期看，2022 年玻璃供需紧平衡仍有望延续，推荐**旗滨集团、信义玻璃、金晶科技**等，光伏玻璃需求有望持续向好，关注供给投放情况，关注**福莱特**（与电新联合覆盖），**洛阳玻璃**。2) 我们预计 21H1 消费建材品种有望展现收入端高弹性，且规模扩张持续性有望好于市场预期，21H2 利润率下行压力有望边际缓解。中长期看，拿地政策变化等因素或进一步推升下游地产公司集中度，龙头消费建材品种有望借力提高自身市占率，旧改、新型城镇化有望为消费建材带来新的增长点，推荐**亚士创能、北新建材、科顺股份、蒙娜丽莎、永高股份、东方雨虹**等。3) 全球经济复苏带动的出口改善仍有望是较为明确的经济基本面之一，后续头部公司扩产从经济性和速度角度均有望领先行业，未来优势有望更加显著，推荐**中国巨石、长海股份**（与化工联合覆盖），**宏和科技**等。4) 水泥旺季价格有望持续上行，关注**海螺水泥、华新水泥**。

## 风险提示

**基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响：**水泥、玻璃价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，当前水泥及玻璃价格变动体现了较好的景气度，但若后续因天气、疫情、政策等原因导致基建、地产开工持续性不及预期，可能导致水泥和玻璃价格上涨持续性不及预期。

**旧改和新型城镇化推进力度不及预期：**旧改和新型城镇化中的县域经济是国家中长期规划中的重要内容，但老旧小区改造和县城基建对财政依赖程度较高，后续地方财政、中央补贴对快速增长的需求的匹配程度，可能成为其增长持续性的重要考量。若财政对旧改和县城发展的支持力度不及预期，则旧改和县域经济的发展均可能不及预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com