

建材

行业研究/专题报告

水泥业绩承压，玻璃及其他建材业绩高增

—2021 年中报业绩总结

专题研究报告/建材

2021 年 09 月 09 日

报告摘要:

● 行业情况回顾：21H1 水泥价格承压，玻璃价格创新高

水泥：长期来看，错峰限产助力水泥价格高位震荡；短期来看，21H1 水泥价格承压，21H2 有望回升。从长期维度看，水泥行业表现需求及价格中枢均已进入平台期，水泥产量在 20-24 亿吨波动，而价格在 400-500 元/吨震荡。短期来看，21H1 水泥产量同比持续走低，水泥价格承压。但是，随着下半年财政政策的推进及传统旺季的来临，水泥需求及价格均有望触底回升。

玻璃：价格创近十年新高。长期来看，玻璃在产产能已进入平台期，而产能利用率呈下降趋势。短期来看，受下游需求回暖影响，浮法玻璃价格从 2020 年 6 月起持续上涨，目前已处于近 10 年的最高水平。

● 2021 年中报业绩总结

水泥业绩承压，玻璃及其他建材业绩高增。2020H1，建材行业实现营收 3440 亿元，同比+28.9%；实现归母净利润 405 亿，同比+22.6%；营收及归母净利润均处于近 6 年的最高水平。**分板块看**，2021H1，水泥、玻璃及其他建材板块营收分别为 2143.3/255.8/1041.3 亿元，同比+18.7%/+56.1%/+49.2%，均实现正增长；归母净利润分别为 264.8/59.3/81.2 亿元，同比-1.3%/+295.7%/+71.1%，水泥盈利承压，玻璃及其他建材盈利大幅增长。

● 投资建议

展望下半年，建议关注 3 条投资主线：(1) 看好财政政策发力下基建端水泥需求的复苏，建议关注水泥板块的估值修复，推荐**海螺水泥、华新水泥、塔牌集团和天山股份**。(2) 看好长期具有集中度提升的消费建材，建议关注防水和陶瓷行业，推荐**科顺股份、东方雨虹、凯伦股份、北新建材、蒙娜丽莎和东鹏控股**。(3) 看好有多种需求支撑的玻纤行业，推荐**中国巨石和长海股份**。

● 风险提示

煤炭、天然气等燃料价格上涨的风险；专项债发行节奏放缓的风险。

盈利预测与财务指标

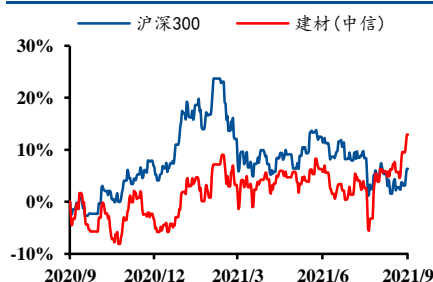
代码	重点公司	现价 9月8日	EPS			PE			
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600585	海螺水泥	44.57	6.63	6.58	7.05	6.72	6.77	6.32	推荐
600801	华新水泥	23.23	2.69	2.73	3.39	8.64	8.51	6.85	推荐
002233	塔牌集团	11.48	1.51	1.71	1.9	7.60	6.71	6.04	推荐
000877	天山股份	16.48	1.45	1.73	2.05	11.37	9.53	8.04	推荐
300737	科顺股份	18.52	1.48	1.01	1.37	12.51	18.34	13.52	推荐
002271	东方雨虹	49.51	1.51	1.71	2.24	32.79	28.95	22.10	推荐
300715	凯伦股份	27.63	1.64	0.95	1.46	16.85	29.08	18.92	推荐
000786	北新建材	37.74	1.69	2.46	2.81	22.33	15.34	13.43	推荐
002918	蒙娜丽莎	28.69	1.4	1.83	2.31	20.49	15.68	12.42	推荐
003012	东鹏控股	14.42	0.8	0.97	1.27	18.03	14.87	11.35	推荐
600176	中国巨石	21.80	0.69	1.26	1.43	31.59	17.30	15.24	推荐
300196	长海股份	22.84	0.66	1.28	1.59	34.61	17.84	14.36	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号：S0100121070026

电话：0755-22662096

邮箱：zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1.【民生建材】建材行业 2020 年报&2021 一季报总结：关注低估值和竣工回暖受益板块

2.【民生建材】2021 年投资策略：周期向上，紧抓竣工逻辑等三条投资主线

目录

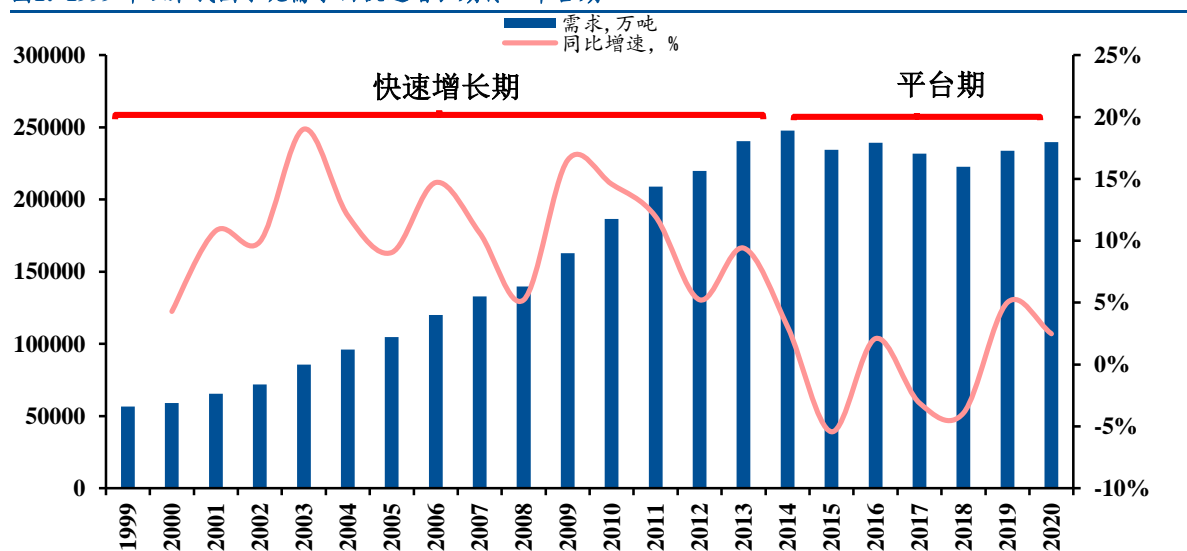
1	行业情况回顾：水泥价格短期承压，玻璃价格创新高	3
1.1	水泥：长期来看，错峰限产助力水泥价格高位震荡；短期看，21H1 水泥价格承压	3
1.2	玻璃：价格创近十年新高	5
2	2021 年中报业绩总结	8
2.1	水泥板块：营收稳步增长，归母净利润承压	8
2.2	玻璃板块：受价格持续提升影响，21H1 业绩大幅提升	10
2.3	其他建材板块：营收净利双增	11
3	投资建议	15
3.1.	看好财政政策发力下基建端水泥需求的复苏，建议关注水泥板块的估值修复	15
3.2.	看好长期具有集中度提升的消费建材行业，建议关注防水和陶瓷行业	18
3.3.	看好多需求支撑的玻纤行业	22
4	风险提示	25
	插图目录	26
	表格目录	26

1 行业情况回顾：水泥价格短期承压，玻璃价格创新高

1.1 水泥：长期来看，错峰限产助力水泥价格高位震荡；短期看，21H1 水泥价格承压

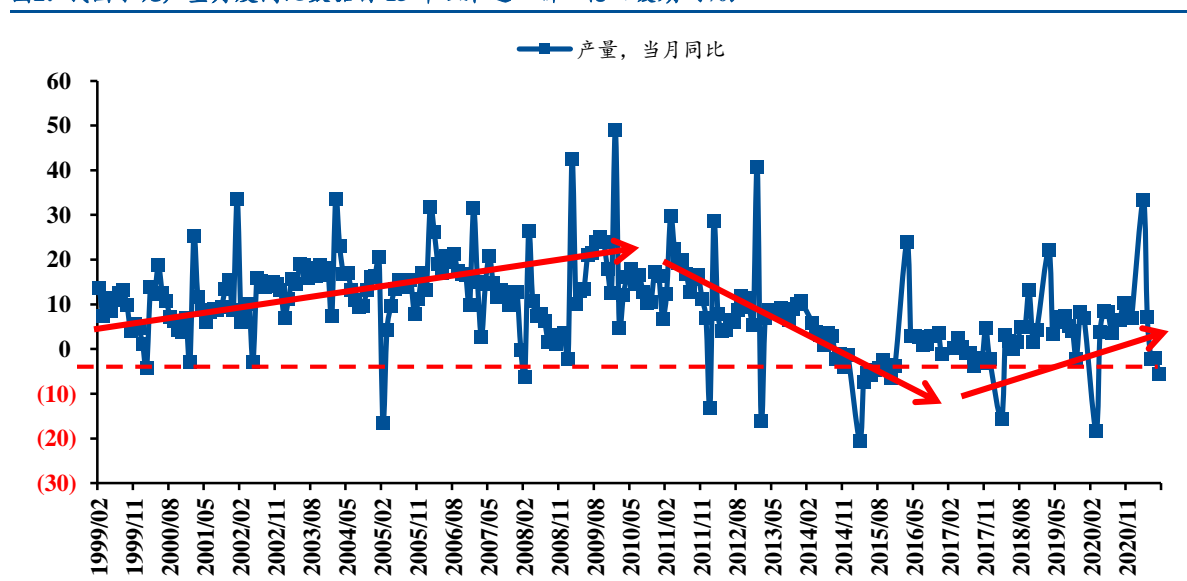
中国的水泥表观需求量从 1999 年以来经历了快速增长期和平台期两个阶段。（1）快速增长期：表观需求量年均复合增速为 10%，需求量峰值为 2014 年的 24.8 万吨；（2）平台期：水泥表观需求约为 22-24 亿吨。从月度产量同比增速数据来看，水泥产量自 1999 年经历了三个阶段：第一阶段是 1999 年到 2010 年，月度产量同比增速上升；第二阶段是 2010 年到 2014 年，月度产量同比增速持续下滑至负值；第三阶段是 2015 年至今，月度产量同比增速回暖到正值，并且在 2018 年 6 月以来有加速上升的趋势。

图1: 1999 年以来我国水泥需求由快速增长期转入平台期



资料来源：wind，民生证券研究院

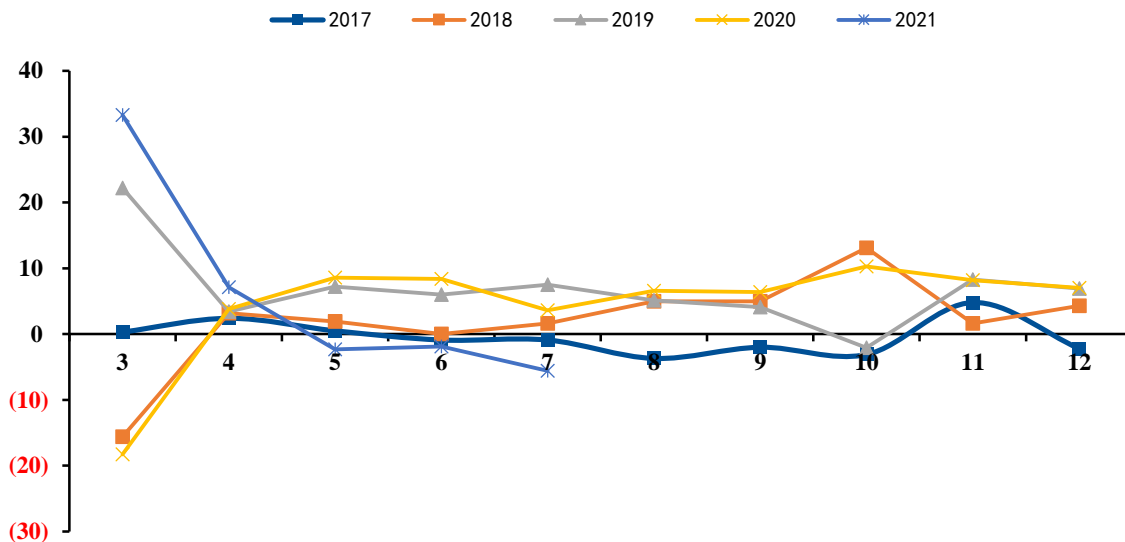
图2: 我国水泥产量月度同比数据自 15 年以来进入新一轮回暖期 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

受降水天气影响，2021年6-7月，水泥产量承压。从水泥产量的月度同比数据来看，受2020年低基数影响，2021年3月增速为33.3%，高于2019年和2020年。2021年6-7月产量增速分别为-1.9%和-5.6%，低于2019和2020年，主要系降雨天气影响减缓工程施工所致。

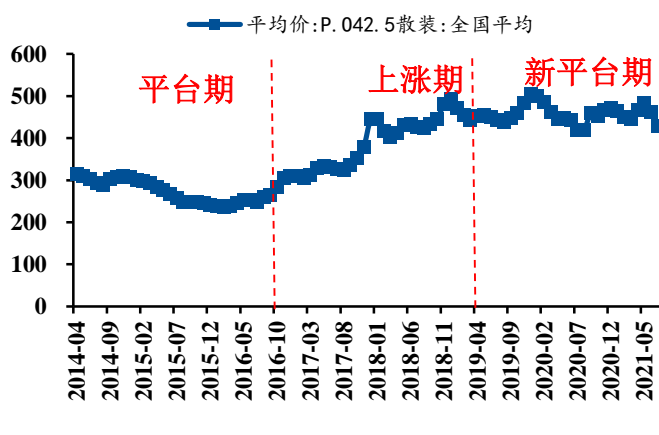
图3: 我国水泥产量月度同比数据(季节图)



资料来源: wind, 民生证券研究院

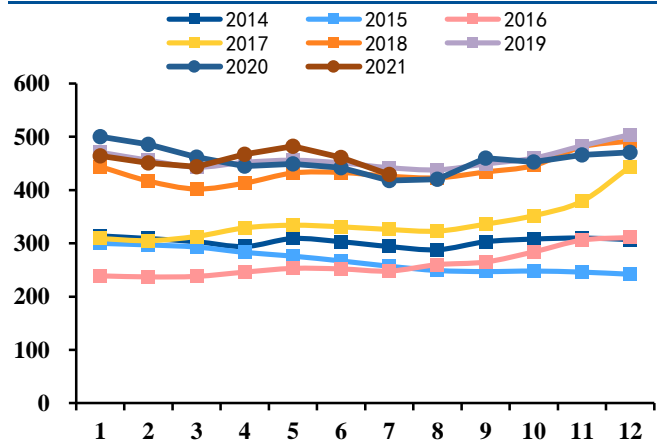
水泥价格高位震荡，但短期承压。我国的水泥价格受到错峰限产（供给）和地产增速扩张（需求）两个主要方面的影响，可以分为三个时期：**平台期（2013-2015）**，错峰限产在产能过剩的背景下稳定了水泥价格；**上涨期（2015-2019）**，错峰限产叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的上涨；**新平台期（2019至今）**，错峰限产及产能置换政策的实施支撑水泥价格高位震荡。从月度数据看，2021年4-6月份的价格高于2020年，月度同比的价差分别为22元，33元，19元，但2021年7月水泥价格为429元/吨，低于2019年水平。

图4: 水泥价格历史变化，元



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5: 水泥价格季节变化，元

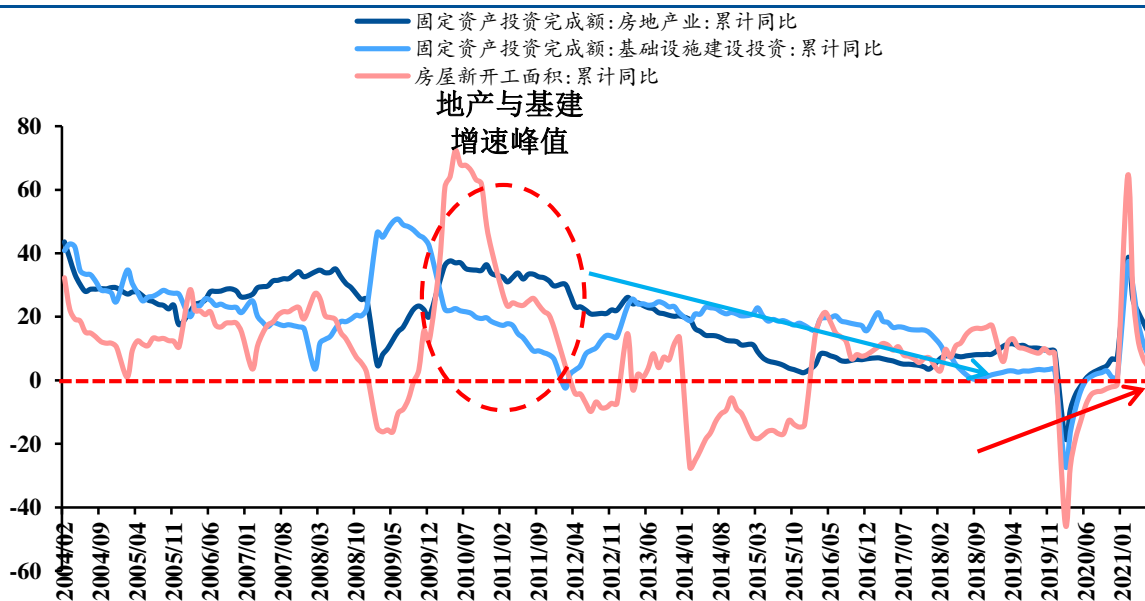


资料来源: Wind, 民生证券研究院

地产是本轮（2015年至今）水泥需求回暖的主因。水泥产量同比增速受到地产和基建双

重影响。从历史数据上看，地产与基建的同比增速峰值大致出现在 2009-2010 年，这与水泥产量的月度同比增速峰值是基本一致的。从房屋新开工面积的口径看，本轮回暖开始于 2014 年，而从房地产固定投产完成额看，本轮回暖开始于 2015 年底，这与水泥产量数据的回暖从 2015 年初开始是基本一致的。值得注意的是本轮回暖期（2015 至今）基建同比增速是持续下滑的，而地产和水泥的同比增速是同比上升的，由此可以判断地产是本轮需求回暖的主因。此外，2018 年下半年以来基建同比增速开始反转，这使得水泥产量同比增速更高了。

图6：地产与基建的固定资产投资完成额累计同比与房屋新开工累计同比(单位：%)

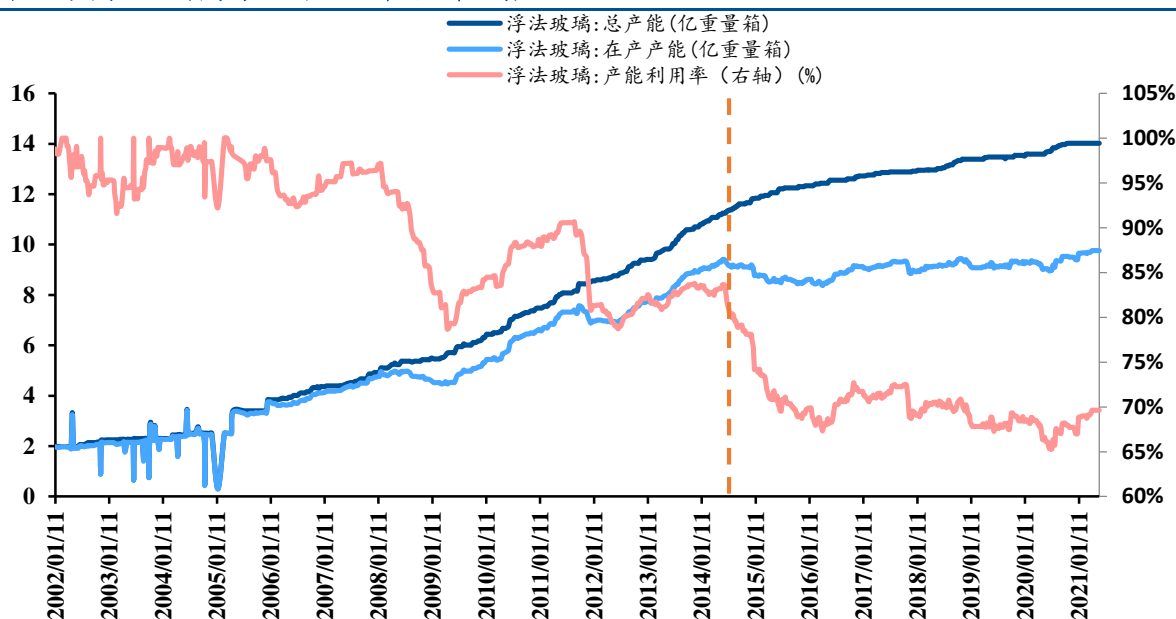


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 玻璃：价格创近十年新高

我国玻璃行业的发展大概可以分为两个时期：第一阶段总产能和在产产能同步快速增长期（2002-2015），总产能年化复合增速为 15%；第二阶段为在产产能的平台期（2015 至今），具体特点为在产产能保持约 9 亿吨，与此同时总产能还在扩张，产能利用率持续下滑。

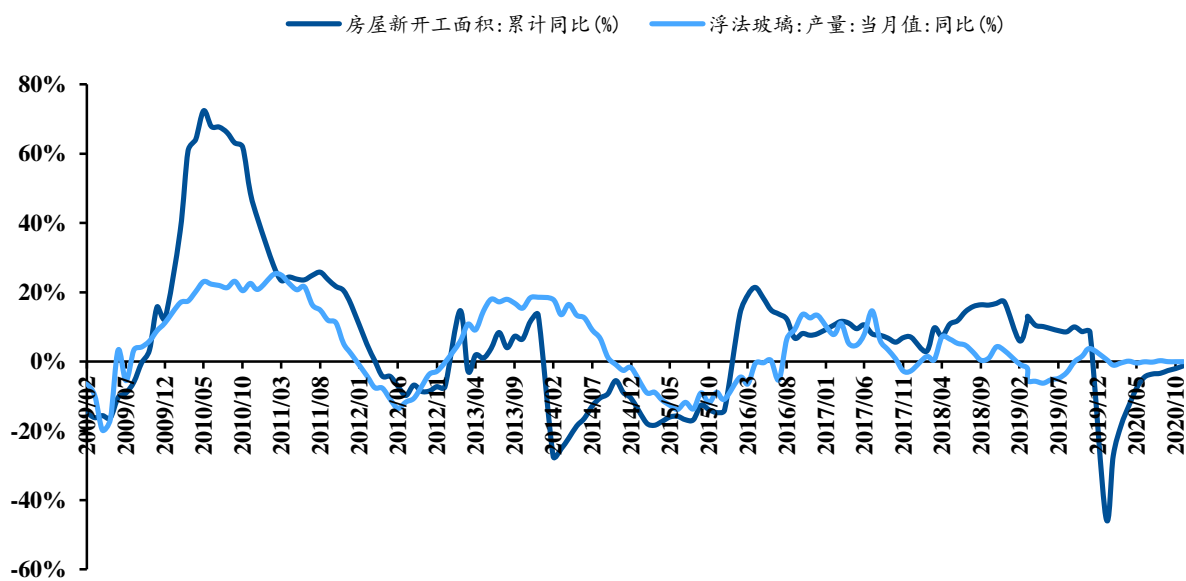
图7: 我国浮法玻璃在产产能自 2015 年进入平台期



资料来源: wind, 民生证券研究院

玻璃的下游需求主要为房地产。玻璃行业作为一个周期性较强的行业，其下游需求市场较为单一，在玻璃下游需求中地产行业占比高达 75%，因此，玻璃行业与地产行业的周期密切相关。从历史房屋新开工面积累计同比增长和浮法玻璃产量同比增长数据来看，二者的历史走势基本一致，反映了玻璃下游需求较为单一，与地产周期密切相关的特点。

图8: 房屋新开工面积与浮法玻璃产量同比增长数据走势基本一致



资料来源: wind, 民生证券研究院

当前，浮法玻璃价格处于近 10 年的历史最高位。过去 10 年浮法玻璃价格走势对应了我

国玻璃行业发展的两个时期：（1）产能扩张期（2009-2015）：玻璃产能快速扩张，价格一路走低；（2）产能平台期（2015年至今）：玻璃产能进入平台期，价格开始反弹。从2020年6月起，受地产竣工周期及浮法玻璃产线转光伏产线影响，玻璃价格一路走高。从过去10年的历史看，浮法玻璃价格平均值为109.76元/重量箱，最大值为120.1元/重量箱，最小值为53.3元/重量箱，当前处于近十年的最高位置。

图9：当前，浮法玻璃价格处于近10年的历史最高位

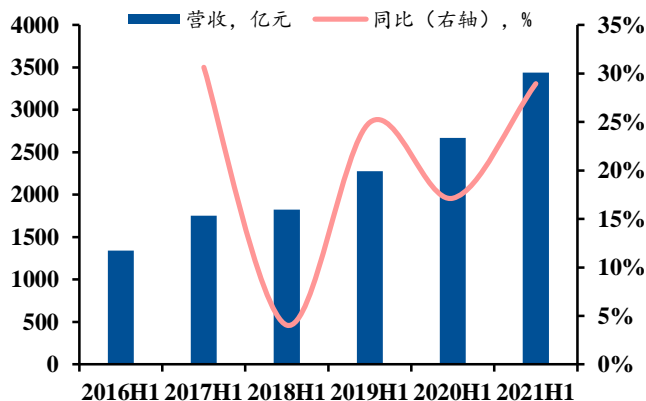


资料来源：wind，民生证券研究院

2 2021 年中报业绩总结

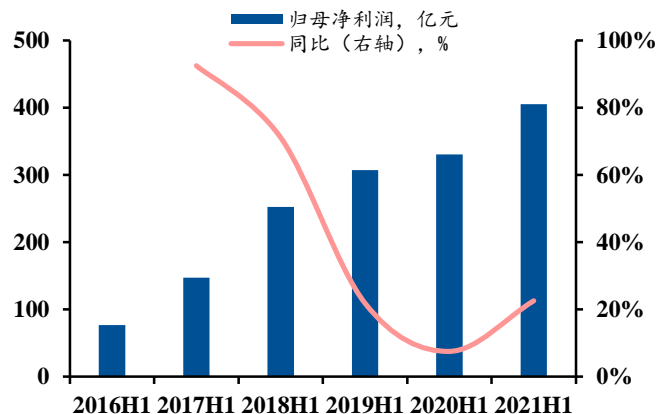
2021 上半年，疫情影响消退，业绩增长提速。营业收入，2021H1，建材板块实现营收 3440 亿，同比增长 28.9%，增速高于 2020 年同期的 17.1%，增长提速。归母净利润，2021H1 建材行业实现归母净利润 405 亿元，同比增长 22.6%，较 2020 年同期的 7.5% 提升了 15 个百分点。

图10: 建材板块营业收入及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

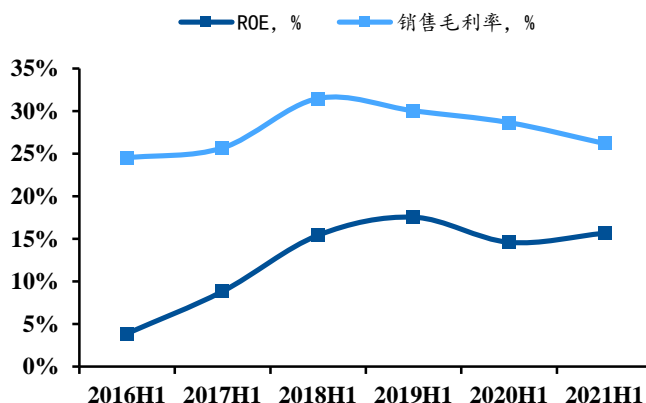
图11: 建材板块归母净利润及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

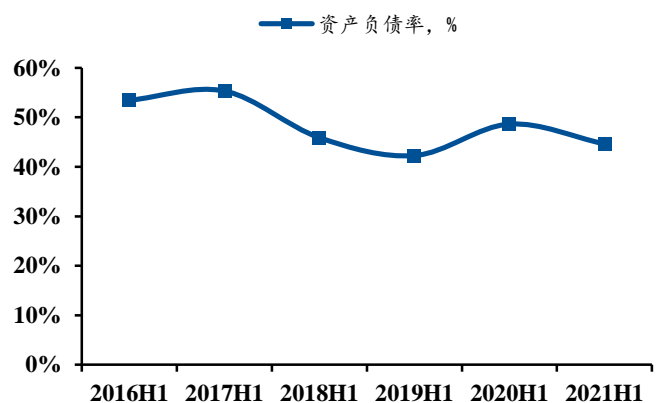
ROE 提升，毛利率承压，资产负债率下降。ROE，2021H1 建材行业 ROE 为 15.7%，较 2020 年同期提升 1.1 个百分点，但仍低于 2019 年同期的 17.5%。销售毛利率，2021H1 建材行业毛利率为 26.2%，较 2020 年同期的 28.6% 下降了 2.4 个百分点，主要系煤炭、天然气等燃料价格及沥青等原材料价格上涨影响。资产负债率，2021H1 建材板块整体资产负债率仅为 44.6%，相对 2020H1 的 48.5% 下降了 3.9 个百分点，略有改善。

图12: 建材板块 ROE 及毛利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图13: 建材板块资产负债率



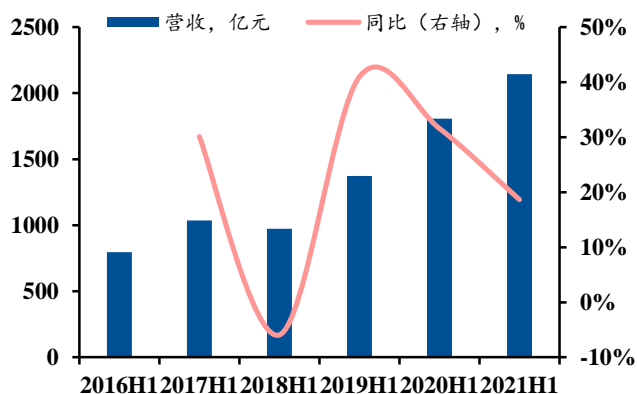
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.1 水泥板块：营收稳步增长，归母净利润承压

2021 上半年，营收保持增长，净利承压。营业收入，2021H1，水泥板块实现营收 2143 亿，同比增长 18.7%，增速低于 2020 年同期的 31.6%。归母净利润，2021H1 水泥行业实现归

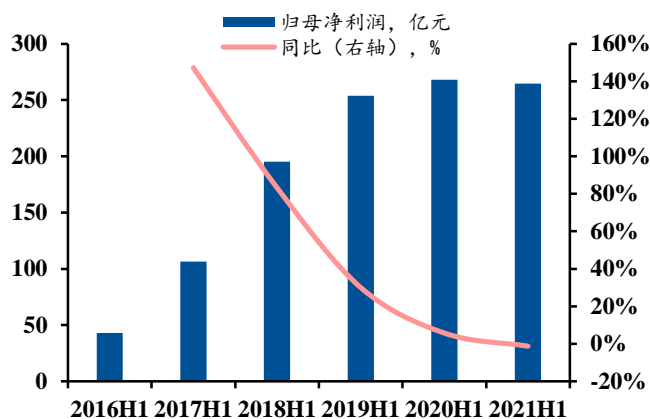
归母净利润 265 亿元，同比下降 1.3%，较 2020 年同期的 5.7% 下降了 7 个百分点，主要系雨水降雨等天气延缓了工程施工以及煤炭、天然气等燃料成本提升影响。

图14: 水泥板块营收及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

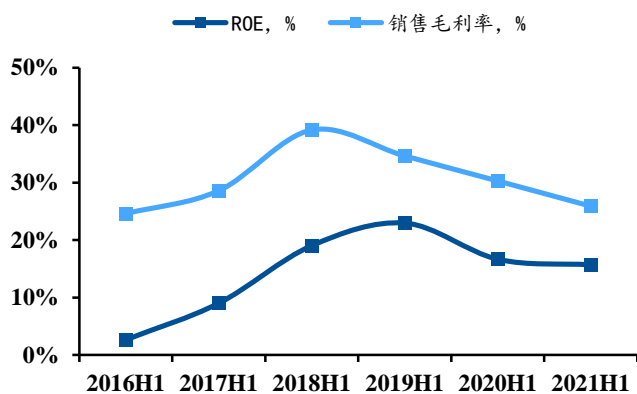
图15: 水泥板块归母净利润及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

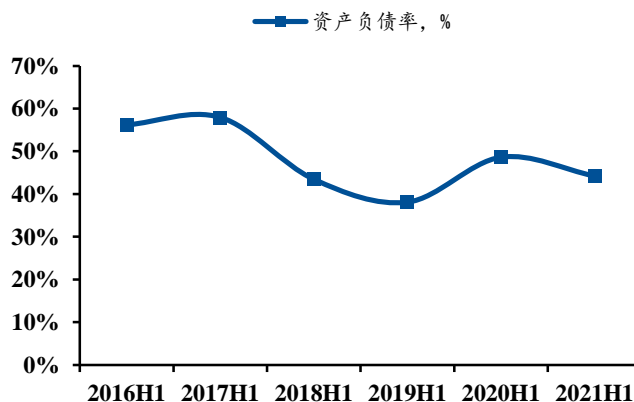
ROE 及毛利率承压，资产负债率改善。ROE，2021H1 水泥行业 ROE 为 15.7%，较 2020 年同期下降 1 个百分点，并低于 2019 年同期的 23.0%。**销售毛利率**，2021H1 水泥行业毛利率为 25.9%，较 2020 年同期的 30.3% 下降了 4.4 个百分点，主要系煤炭、天然气等燃料价格等原材料价格上涨影响。**资产负债率**，2021H1 水泥板块整体资产负债率仅为 44.2%，相对 2020H1 的 48.6% 下降了 4.4 个百分点，略有改善。

图16: 水泥板块 ROE 及毛利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图17: 水泥板块资产负债率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

受疫情恢复及煤炭等原材料价格上涨影响，2021H1 水泥板块绝大多数公司营收增长，但净利承压。其中，2021H1，营收增速最高的为金圆股份的 41.9%，归母净利润增速最高的为博闻科技的 184.8%。

表1: 申万行业分类水泥公司营收、净利润增速等数据

证券代码	证券简称	营业收入(H1 同比增长率),%	归母净利润(H1 同比增长率),%	ROE%	PE	PB
000546.SZ	金圆股份	41.9	3.2	4.3	11.3	1.1

601992.SH	金隅集团	41.0	25.5	3.0	8.9	0.6
002233.SZ	塔牌集团	29.8	-0.5	8.6	6.6	1.1
600883.SH	博闻科技	27.1	184.8	3.1	47.7	2.6
600425.SH	青松建化	26.0	31.6	3.2	17.8	1.1
000672.SZ	上峰水泥	25.1	0.1	14.5	7.4	2.1
600668.SH	尖峰集团	18.9	-13.2	7.1	7.0	0.8
600801.SH	华新水泥	17.3	8.3	10.3	6.5	1.6
900933.SH	华新 B 股	17.3	8.3	10.3	4.0	1.0
600881.SH	亚泰集团	17.1	-82.9	0.1	279.9	0.7
600802.SH	福建水泥	16.0	6.6	12.1	11.3	1.7
000877.SZ	天山股份	14.8	11.0	7.0	9.4	1.4
000401.SZ	冀东水泥	14.5	22.7	6.7	5.7	1.1
000789.SZ	万年青	11.6	21.8	12.7	5.7	1.4
600326.SH	西藏天路	9.2	-49.6	1.6	16.0	1.4
600585.SH	海螺水泥	8.7	-7.0	9.1	5.8	1.2
600449.SH	宁夏建材	5.0	-9.4	6.1	5.7	0.8
600720.SH	祁连山	-2.7	-17.9	7.7	6.0	1.0
000935.SZ	四川双马	-34.7	19.6	8.8	16.6	3.0
平均		16.0	8.6	7.2	25.2	1.3

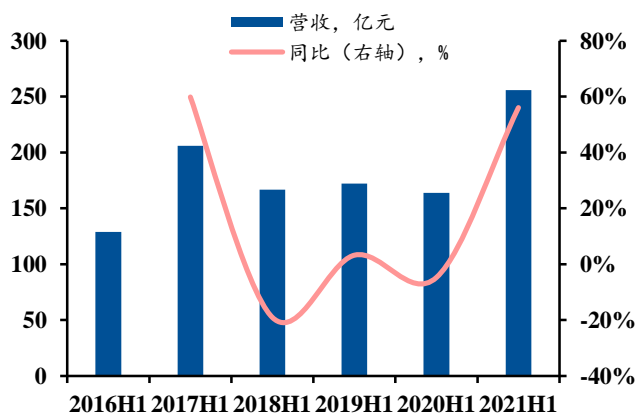
资料来源：Wind，民生证券研究院

展望 2021H1，我们认为政府基建发力将成为水泥板块最大的业绩催化因素，结合估值水平及业绩增速，建议重点关注天山股份，海螺水泥，华新水泥，塔牌集团等。

2.2 玻璃板块：受价格持续提升影响，21H1 业绩大幅提升

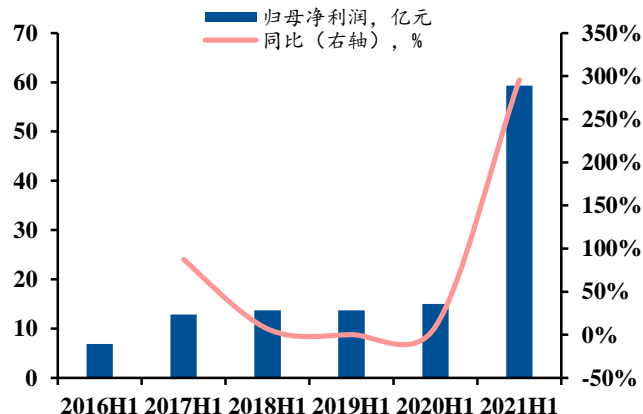
2021 上半年，受价格上涨影响，玻璃行业营收净利双双大幅提升。营业收入，2021H1，玻璃板块实现营收 256 亿，同比增长 56.1%，增速远高于 2019 及 2020 年同期水平。归母净利润，2021H1 玻璃行业实现归母净利润 59 亿元，同比大增 295.7%，同主要系玻璃价格持续提升影响。

图18: 玻璃板块营收及增长率



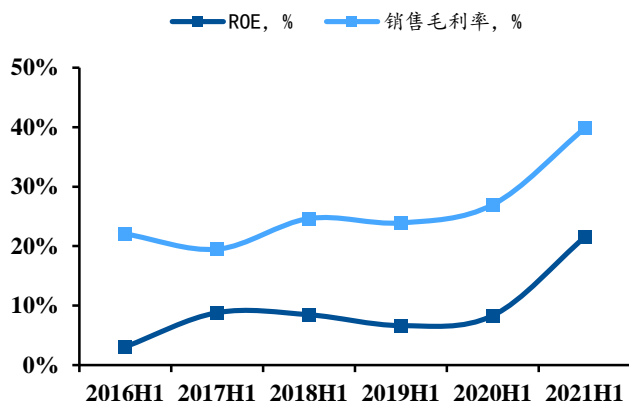
资料来源：Wind，民生证券研究院

图19: 玻璃板块归母净利润及增长率

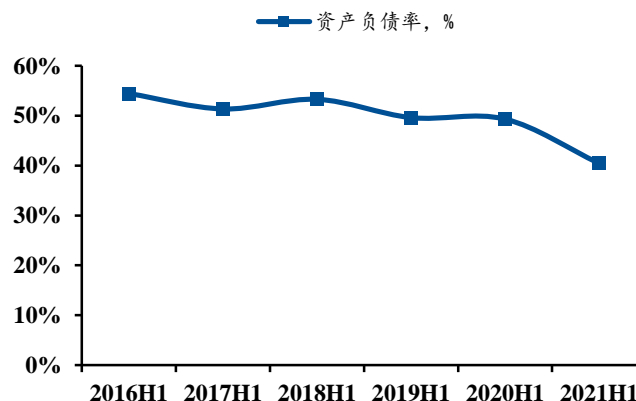


资料来源：Wind，民生证券研究院

ROE 及毛利率提升，资产负债率改善。ROE，2021H1 玻璃行业 ROE 为 21.5%，较 2020 年同期大幅提升 13.2 个百分点，为近 6 年内的最高水平。**销售毛利率**，2021H1 玻璃行业毛利率为 39.8%，较 2020 年同期的 27.0% 提升了 12.8 个百分点，提升幅度大，主要玻璃价格持续上涨带来价格扩大所致。**资产负债率**，2021H1 玻璃板块整体资产负债率仅为 40.4%，相对 2020H1 的 49.3% 下降了 8.9 个百分点，大幅改善。

图20: 玻璃板块 ROE 及毛利率


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图21: 玻璃板块资产负债率


资料来源: Wind, 民生证券研究院

受玻璃价格持续上涨影响，2021H1 玻璃板块绝大多数公司均实现收入净利双增长。其中，2021H1，营收增速最高的为旗滨集团的 78.9%，归母净利润增速最高的为洛阳玻璃的 1126.7%。

表2: 申万行业分类玻璃公司营收、净利润增速等数据

证券代码	证券简称	营业收入(H1 同比增长率),%	归母净利润(H1 同比增长率),%	ROE %	PE	PB
601636.SH	旗滨集团	78.87	333.32	21.38	21.54	7.01
600876.SH	洛阳玻璃	66.52	1126.73	11.48	31.38	8.76
601865.SH	福莱特	61.37	173.66	13.90	51.71	11.51
300093.SZ	金刚玻璃	57.21	104.09	0.20	46.57	9.56
600586.SH	金晶科技	53.54	930.52	16.71	16.24	3.37
000012.SZ	南玻 A	49.51	245.50	12.60	22.09	3.41
200012.SZ	南玻 B	49.51	245.50	12.60	6.24	0.96
600819.SH	耀皮玻璃	27.99	262.34	3.41	23.43	1.77
900918.SH	耀皮 B 股	27.99	262.34	3.41	10.61	0.80
002623.SZ	亚玛顿	18.13	-42.49	0.82	61.20	2.20
平均		49.1	364.2	9.6	19.8	4.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院

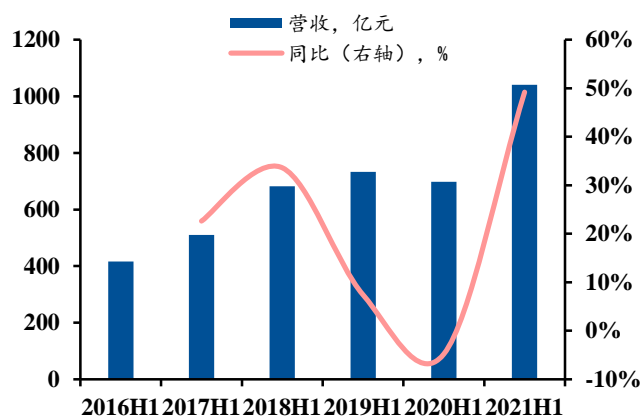
展望 2021H2，我们认为房屋竣工端持续回暖及供需紧平衡仍是玻璃板块最大的业绩催化因素，结合估值水平及业绩增速，建议重点关注旗滨集团等。

2.3 其他建材板块：营收净利双增

2021 上半年，其他建材板块营收净利双增。营业收入，2021H1，其他建材板块实现营收 1041 亿，同比增长 49.2%，增速高于 2019 及 2020 年同期值。**归母净利润**，2021H1 其他建材

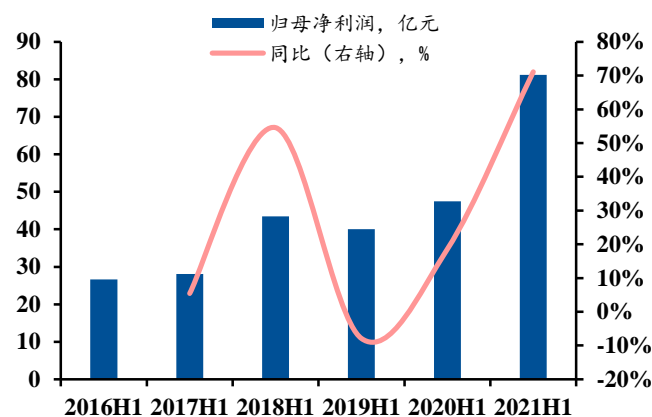
行业实现归母净利润 81 亿元，同比大增 71.1%，高于 2019-2020 年同期水平，主要系竣工持续回暖影响。

图22: 其他建材板块营收及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

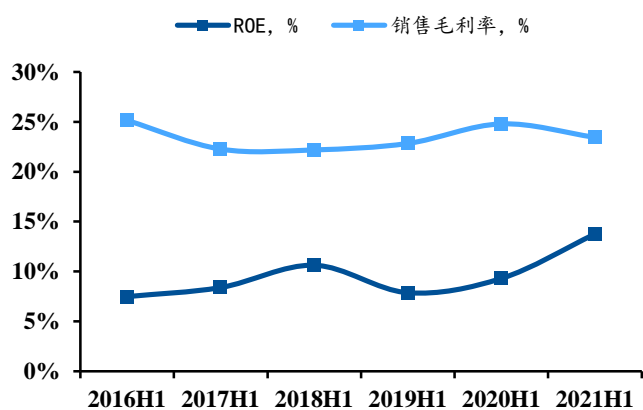
图23: 其他建材板块归母净利润及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

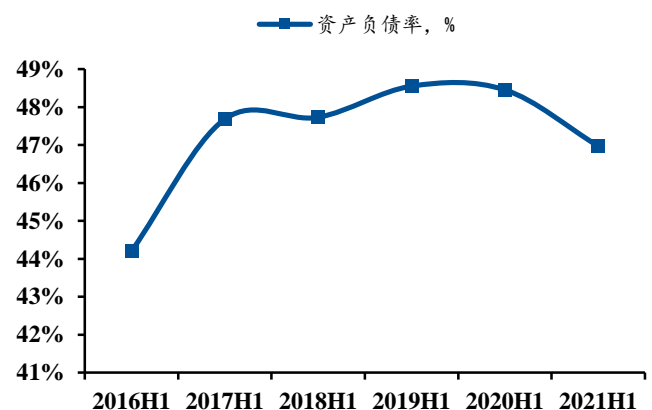
ROE 提升, 毛利率承压, 资产负债率改善。ROE, 2021H1 其他建材行业 ROE 为 13.8%，较 2020 年同期下降 4.5 个百分点，处于近 6 年的最高水平。**销售毛利率**，2021H1 其他建材行业毛利率为 23.4%，较 2020 年同期的 24.8% 下降了 1.4 个百分点，主要系煤炭、天然气等燃料价格等原材料价格上涨影响。**资产负债率**，2021H1 其他建材板块整体资产负债率仅为 47.0%，相对 2020H1 的 48.5% 下降了 1.5 个百分点，略有改善。

图24: 其他建材板块 ROE 及毛利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图25: 其他建材板块资产负债率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2021H1，其他建材子板块中营收增长最快的为罗普斯金，其营收增速为 171.9%；而净利润增速最快的是兔宝宝，其净利增速为 632.7%。

表3: 申万行业分类其他建材类公司营收、净利润增速等数据

证券代码	证券简称	营业收入(H1 同比增长率),%	归母净利润(同比增长率),%	ROE %	PE	PB
002333.SZ	罗普斯金	171.86	154.17	0.68	59.92	1.89
603616.SH	韩建河山	159.41	151.63	3.57	19.51	2.72
002671.SZ	龙泉股份	145.53	107.03	0.27	-55.34	0.97
002043.SZ	兔宝宝	95.16	632.65	17.39	11.55	4.45
603038.SH	华立股份	90.83	240.98	1.99	32.72	2.14
002785.SZ	万里石	76.65	517.88	4.37	105.26	5.74
002918.SZ	蒙娜丽莎	72.33	30.30	8.02	18.31	3.23
603937.SH	丽岛新材	63.51	57.04	4.22	18.41	1.74
002088.SZ	鲁阳节能	63.21	117.28	10.94	22.51	4.00
600321.SH	正源股份	62.89	87.92	-0.72	-4.50	1.57
002271.SZ	东方雨虹	62.01	40.14	8.08	32.38	5.29
002718.SZ	友邦吊顶	61.82	53.62	1.96	14.71	1.26
002457.SZ	青龙管业	61.13	346.13	2.07	12.04	1.32
600678.SH	四川金顶	61.04	73.28	24.69	38.69	10.35
300715.SZ	凯伦股份	58.35	54.97	6.60	27.93	3.19
002398.SZ	垒知集团	50.70	-13.92	4.64	12.15	1.29
605318.SH	法狮龙	50.53	25.11	3.35	24.67	2.10
001212.SZ	中旗新材	50.49	20.57	9.74	22.67	4.95
836149.NQ	旭杰科技	47.56	3.07	6.17	22.55	2.36
605158.SH	华达新材	46.37	57.86	7.94	12.97	2.13
000786.SZ	北新建材	45.81	103.41	10.83	14.87	3.27
003037.SZ	三和管桩	44.90	-48.19	5.13	24.43	3.74
000619.SZ	海螺型材	41.52	-300.29	-0.33	92.05	0.76
300737.SZ	科顺股份	41.42	62.13	10.50	18.16	4.05
002641.SZ	永高股份	40.98	-8.71	5.35	8.25	1.30
003012.SZ	东鹏控股	39.02	79.26	5.15	15.98	2.17
002791.SZ	坚朗五金	34.25	63.95	9.28	56.99	13.15
000023.SZ	深天地 A	32.70	135.21	1.05	178.07	4.15
002372.SZ	伟星新材	32.25	15.99	9.93	25.61	7.99
002596.SZ	海南瑞泽	31.86	-419.53	-0.98	3275.20	1.34
002302.SZ	西部建设	28.86	23.04	4.57	11.80	1.25
002162.SZ	悦心健康	25.01	5.65	2.16	71.88	3.35
300599.SZ	雄塑科技	22.37	-16.25	3.96	22.91	1.95
002694.SZ	顾地科技	21.03	-121.90	-6.70	-6.83	2.72
002392.SZ	北京利尔	19.07	4.41	5.60	12.79	1.33
002066.SZ	瑞泰科技	18.63	612.51	4.71	49.62	4.70
002798.SZ	帝欧家居	15.70	8.19	6.25	8.31	1.13
300234.SZ	开尔新材	11.83	-77.55	1.55	166.25	4.65
002742.SZ	三圣股份	7.96	-135.05	-1.07	225.59	1.80
603856.SH	东宏股份	7.83	-9.00	6.26	9.55	1.47
002225.SZ	濮耐股份	5.46	-28.83	3.96	19.90	1.66
002652.SZ	扬子新材	1.89	102.80	1.27	-15.82	5.19
605122.SH	四方新材	1.39	-33.11	4.21	17.66	1.65
002323.SZ	*ST 雅博	1.26	-112.92	-31.03	-77.87	81.50
002163.SZ	海南发展	-8.46	-2.18	3.63	71.17	13.97

300117.SZ	嘉寓股份	-11.61	-19.82	-3.86	52.39	2.69
300198.SZ	纳川股份	-27.16	-96.93	0.04	141.51	2.94
300374.SZ	中铁装配	-43.97	-660.46	-8.92	-21.04	2.11
002082.SZ	万邦德	-86.13	-6.90	4.34	23.89	2.59
平均值		39.74	38.30	3.73	100.87	4.97

资料来源: Wind, 民生证券研究院

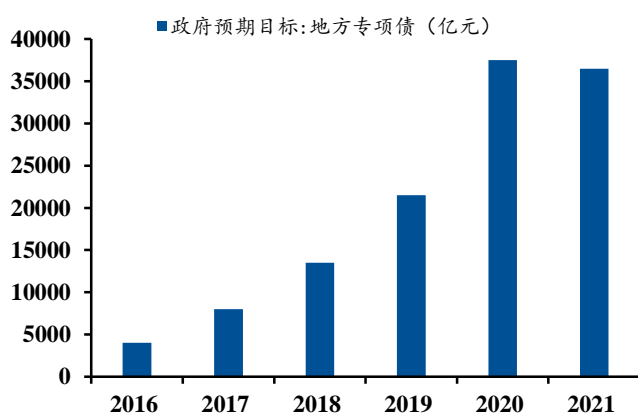
展望 2021H2, 我们认为政府基建发力和竣工端持续回暖将成为其他建材板块最大的业绩催化因素, 结合估值水平及业绩增速, 建议重点关注防水行业的东方雨虹、科顺股份、凯伦股份和北新建材, 陶瓷板块的蒙娜丽莎及东鹏控股, 玻纤板块的中国巨石和长海股份, 管材板块的伟星新材。

3 投资建议

3.1. 看好财政政策发力下基建端水泥需求的复苏，建议关注水泥板块的估值修复

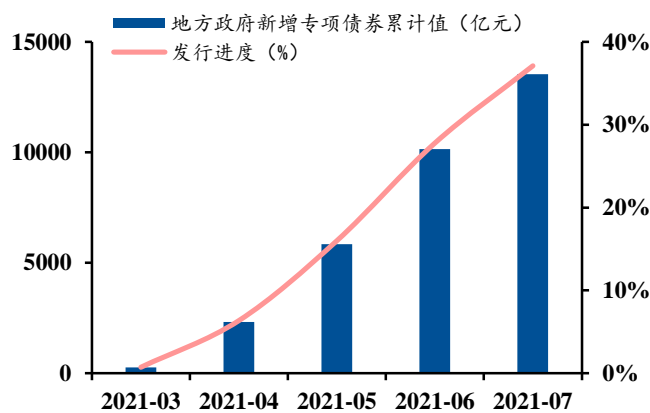
2021年1-7月，地方政府专项债发行进度不到40%，2021H2有望发力，利好基建端水泥需求。2021年1-7月，地方政府新增专项债券累计值为1.355万亿，占年初预期目标额度的37%左右，未过半。因此，若2021年全面要达到年初预期的发行目标，则2021H2新增专项债发行额将大幅提升，进而有望带动基建端水泥需求的增长。

图26: 地方政府专项债发行目标



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图27: 2021年新增专项债发行进度



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从历史来看，目前申万水泥行业市盈率处于近十年的最低位置。2021年9月8日，申万水泥行业市盈率未8.1倍，处于近十年的最低水平。

图28: 2011年9月至今申万水泥行业PE走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

看好财政政策发力下基建端水泥需求的复苏，建议关注水泥板块的估值修复。展望下半

年，我们看好水泥板块的估值修复，主要逻辑为：（1）财政发力，基建端水泥需求有望增长；同时，水泥已过淡季进入旺季，产品涨价开启。（2）估值修复。建议关注海螺水泥、华新水泥、塔牌集团和天山股份。

（1）海螺水泥

收入稳步增长，煤炭价格上涨导致吨毛利下滑。销量方面：21H1 公司自产水泥熟料销量 1.5 亿吨，同比+9.4%，与 2019 年同期基本持平；分地区，东部、中部和南部市场需求稳定，销量保持增长，西部区域受市场需求下滑影响，销量同比下降；公司贸易业务销量 0.5 亿吨，同比+17.8%，同比 19H1 略有下降。价格方面，21H1 公司自产水泥熟料吨价为 334 元，与 19H1 基本持平。吨成本及吨毛利：21H1 公司水泥熟料吨成本为 189 元，同比+15 元，吨毛利 144 元，同比-15 元，其中，吨燃料动力成本为 106.4 元，同比+13.6 元，主要系煤炭价格上涨影响。期间费用率：21H1 公司期间费用率为 5.75%，同比提升 1.30 个百分点，若剔除贸易业务收入影响，期间费用率为 7.77%，同比上升 1.87 个百分点。

供需格局向好，看好后续水泥行业盈利能力的提升。需求端，下半年财政政策有望发力：730 政治局会议指出：积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量；而 2021 年上半年新增专项债发行量为 1.01 万亿元，仅占全年额度的 29%，下半年专项债发行有望提速，带动重大基建项目的落地，进而带动水泥需求的增长。供给端，加大淘汰落后产能力度及提高产能置换比例，水泥供需格局持续向好：一方面，中国建材联合会联手 15 家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》，加速落后产能淘汰；另一方面，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，要求对产业结构调整目录限制类的水泥产能以及跨省置换水泥项目，产能置换比例一律不低于 2:1，产能置换政策趋严。

低成本及低费用率，公司核心竞争力优势显著。低成本：通过“T”型战略（安徽熟料基地+长江物流+长三角收购中小水泥厂改建成粉磨站+自建余热发电装置）及规模效应，公司建立了宽广的低成本护城河；2019 年，公司水泥熟料吨成本为 178 元，低于行业平均的 208 元。低费用率：通过规模效应摊薄及优秀的管理控制，公司 2019 年的期间费用率为 6%，远低于行业平均的 12%，并且逐年下降。

（2）华新水泥

受强降雨及原材料涨价影响，21Q2 营收及净利双降。骨料及混凝土销量高速增长：2021 年上半年，公司销售水泥及商品熟料 3736 万吨，同比+14%，骨料 1617 万吨，同比+93%，混凝土 336 万方，同比+110%，各类废弃物接收量达到 164 万吨，同比+23%，骨料及混凝土销量高速增长。

21Q2 营收及净利受原材料及降雨天气拖累：单季度看，21Q2 公司营收及归母净利均同比下降，主要原因有（1）受强降雨影响，下游部分工程进度放缓，需求有所收缩；（2）动力煤等原材料价格大幅上涨挤压利润：2021 年初至今秦皇岛动力煤市场价均值为 867.3 元/吨，较 2020 年全年均价上涨 50.4%。

需求端，财政政策有望发力，基建端水泥需求有望复苏。下半年财政政策有望发力：730政治局会议指出：积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量；而2021年上半年新增专项债发行量为1.01万亿元，仅占全年额度的29%，下半年专项债发行有望提速，带动重大基建项目的落地，进而带动水泥需求的增长。

供给端：加大淘汰落后产能力度及提高产能置换比例，水泥供需格局持续向好。加大落后产能淘汰力度：中国建材联合会联手15家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》，淘汰产能包括：水泥熟料产能利用率70%以上的地区（以省为单位）2000吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021年底前），2500吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2022年底前）等。据公司公告，公司文福600万吨熟料水泥项目方圆300公里范围内，2500吨/日（含）以下的水泥熟料生产线约有14条，如果区域内上述落后产能全部淘汰，则水泥供需格局将持续向好。提高产能置换比例：2021年7月20日，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，要求对产业结构调整目录限制类的水泥产能以及跨省置换水泥项目，产能置换比例一律不低于2:1。

（3）塔牌水泥

水泥产销大幅增加，综合毛利率降幅明显。产销方面：2021年上半年，公司实现水泥产量1043.5万吨、销量1009.4万吨，同比增长41.4%和49.4%，主要系文福万吨线项目二期产能的完全释放，叠加上年同期基数较低影响。价格及毛利率方面：受上半年基建项目放缓和地产调控影响，水泥需求回落，导致上半年公司水泥平均销售价格同比下降了12.1%。此外，受煤炭价格上涨的影响，公司水泥平均销售成本较上年同期上升了3.1%，导致水泥业务毛利率下降8.95个百分点至39.3%，进而使得公司综合毛利率下降了8.73个百分点至38.5%。

需求端：政策推动，基建端的水泥需求有望向好。下半年财政政策有望发力：730政治局会议指出：积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量；而2021年上半年新增专项债发行量为1.01万亿元，仅占全年额度的29%，下半年专项债发行有望提速，进而带动重大基建项目的落地。区域发展政策持续出台：国家层面，出台了《赣闽粤原中央苏区振兴发展规划》、《关于新时代支持革命老区振兴发展的意见》及《粤港澳大湾区发展规划》；省级层面，广东省部署并实施了《进一步促进粤东西北地区振兴发展规划》、《广东省推进基础设施供给侧结构性改革实施方案》；随着全国及省级政策的实施，公司所在区域经济的发展将得到提振，特别是基建项目有望持续落地，进而拉动水泥市场需求。

供给端：加大淘汰落后产能力度及提高产能置换比例，水泥供需格局持续向好。加大落后产能淘汰力度：中国建材联合会联手15家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》，淘汰产能包括：水泥熟料产能利用率70%以上的地区（以省为单位）2000吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2021年底前），2500吨/日（含）以下的水泥熟料生产线（2022年底前）等。据公司公告，公司文福600万吨熟料水泥项目方圆300公里范围内，2500吨/日（含）以下的水泥熟料生产线约有14条，如果区域内上述落后产能全部淘汰，则水泥供需格局将持续向好。

续向好。提高产能置换比例：2021年7月20日，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，要求对产业结构调整目录限制类的水泥产能以及跨省置换水泥项目，产能置换比例一律不低于2:1。

(4) 天山水泥

营收稳步增长，原材料价格上涨拖累毛利率。分业务看，2021H1，公司水泥销售790万吨，同比增长9.3%，水泥销售收入30.7亿元，同比增长11.0%，熟料销售192万吨，同比增长15.5%，熟料销售收入5.6亿元，同比增长15.0%，水泥与熟料收入稳步提升。吨数据方面，2021H1水泥吨收入为389.2元/吨，同比+1.6%，吨成本242.8元/吨，同比+5.6%，吨毛利146.4元/吨，同比-4.4%；熟料吨收入289.3元/吨，同比-0.6%，吨成本208.9元/吨，同比+16.1%，吨毛利80.4元/吨，同比-27.7%；煤炭等原材料价格上涨挤占了水泥及熟料的盈利空间，进而导致水泥毛利率较上年同期下降2.4个百分点至37.6%，熟料毛利率同比下降10.4个百分点至27.8%。

看好公司所在区域的水泥供需格局。公司为新疆最大的水泥生产企业，水泥产能达3796万吨，营收61%来自新疆，39%来自江苏。需求端，2021H1新疆固定资产投资同比+25.6%，房地产开发投资同比+65.6%，均领先全国水平，下游增速快，有望带动水泥需求继续修复。此外，2019年8月15日，国家发展改革委印发《西部陆海新通道总体规划》，明确到2025年将基本建成西部陆海新通道。2019年12月1日，国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，根据规划到2025年长三角地区基础设施互联互通基本实现，铁路网密度达到507公里/万平方公里，高速公路密度达到5公里/百平方公里，5G网络覆盖率达到80%。公司布局的新疆与江苏两个区域，分别受益于西部大开发和长三角一体化的国家重点规划，随着两项国家重点规划的推进，公司有望持续受益下游需求的稳定增长。供给端，水泥行业淘汰落后产能、错峰限产和产能置换等政策的持续执行并逐步加严，利好水泥行业供给格局的改善。

重组稳步推进，集团资产迎来价值重估。中国建材集团水泥板块的重组计划正稳步推进，根据测算，若完成重组，公司熟料产能将达到3亿吨以上，跃居A股熟料产能规模首位。集团水泥业务的重组有利于解决集团内部区域内的同业竞争，优化区域格局，并可通过原材料的集中采购进一步降低成本，增强盈利能力。我们判断，若公司重组完成，中国建材集团的水泥业务将迎来估值重估。

3.2. 看好长期具有集中度提升的消费建材行业，建议关注防水和陶瓷行业

消费建材兼具周期性和消费属性，部分行业受到消费升级的影响。我国大部分消费建材行业呈“大行业小企业”格局，行业集中度低；而且，部分消费建材子行业具有消费属性，易受消费升级影响，长期来看具有集中度提升的大逻辑，该部分行业内的龙头企业将享受行业增长以及市场份额提升的双重驱动。建议关注防水和陶瓷行业内的相关公司。

(1) 科顺股份

营收高增长，毛利率及现金流承压。收入端：分产品看，2021H1 防水卷材、防水涂料和防水施工分别实现营收 22.5/8.3/6.8 亿元，同比+38.8%/+58.9%/41.5%，均实现高增长。毛利率方面：2021H1 公司综合毛利率为 31.3%，同比下降 7.68 个百分点，剔除会计准则变更影响后综合毛利率降低约 4 个百分点，主要系原材料价格上涨影响；其中，防水卷材、防水涂料和防水施工毛利率分别为 31.5%/28.5%/34.1%，同比-10.9%/-11.6%/+5.9%，防水卷材和涂料毛利均出现较大降幅。现金流量端：2021H1 公司经营性现金流量净额为-6.7 亿元，同比下降 104.0%，主要系应收账款增加所致，现金流承压。

供给端看行业集中度提升，需求端看多样化需求支撑。供给端看行业集中度提升，需求端看多样化需求支撑。防水行业成长性十足：2021 年上半年，防水行业的产量增速达到 34.4%。从供给端看，行业集中度提升，龙头深度受益：一方面，在地产商集中采购政策下，产能全国布局且具有资金优势的防水龙头更受青睐，市场份额快速提升；另一方面，环保政策加严，中小企业陆续淘汰，市场竞争格局逐步改善，行业集中度继续提升。从需求端来看，在房地产需求受到“三条红线”及“房住不炒”政策制约的情况下，财政政策发力带动的基建端需求回暖及老旧小区改造带动的修缮需求（据测算，旧改防水市场规模超 1000 亿元）将支撑防水需求继续增长。

向外收购丰泽股份扩品类，向内完善渠道巩固基本盘。收购丰泽股份，布局减隔震行业，增加业绩增长点：公司收购丰泽股份，进军减隔震行业；而随着《建设工程抗震管理条例》的发行，减隔震行业迎来市场扩容良机，公司收购的丰泽股份为行业领先企业之一，有望在政策催化下快速成长。加大防水基地布局及完善“直销+经销”双渠道布局，巩固防水基本盘：一方面，公司目前已形成 9 大防水基地，并仍在布局新基地，扩张新产能，进而降低运输费用及提升快速响应及配套能力。另一方面，公司持续完善“双渠道”布局；直销渠道方面，公司加强与头部、国企和央企类房地产商合作，提升业绩的同时保障回款质量；经销渠道方面，公司继续扩张销售门店，布局下沉市场，加大重点区域的覆盖密度，提升客户触及率。

（2）东方雨虹

不惧成本扰动，公司 2021Q2 净利创新高。据我们测算，公司 2021Q2 单季度实现归母净利润 11.8-12.9 亿元，同比增长 22%-33%，创单季度业绩新高，主要原因系防水板块销量增长及以建筑涂料为代表的非防水业务板块业绩放量。据 Wind 数据，以华东地区 SBS 改性沥青主流价为例，其 2021 年 7 月初价格较 2020 年末价格上涨了 20.9%，而原材料占防水卷材及防水涂料营业成本比例均超过 86%（2020 年报数据）。虽然以沥青价格上升对公司业绩产生一定扰动，但公司凭借其竞争优势和品类扩张再创业绩新高。

防水板块：行业集中度提升+坐拥三大优势，公司市场份额进一步提升。行业层面，在消费升级、政策引导防水行业落后产能淘汰和房地产行业集中度提升的推动下，防水行业集中度稳步提升，利好龙头发展。公司层面，公司拥有渠道、品牌和资金三重优势，在行业竞争中保持绝对领先优势。总而言之，在行业集中度提升的趋势下，公司有望凭借三大优势带来的强大竞争力进一步提升市场份额，巩固防水“基本盘”。

非防水板块：多品类扩张有望成为公司未来增长新动能。公司在进一步巩固防水卷材及

涂料龙头地位的同时，积极布局民用建材、节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑涂料、建筑修缮和建筑粉料七大产业，已基本实现化学建材的全覆盖。我们认为，公司在防水领域长期积累的客户及渠道优势将助力公司品类拓展，实现 1+N 的迭代，从而进一步增强公司的增长韧性及中长期竞争力，并有望成为公司未来增长新动能。

（3）凯伦股份

营收高增长，毛利率下降，现金流承压。收入端：分产品看，2021H1 防水卷材、防水涂料分别实现营收 9.1/2.4 亿元，同比+47.1%/+73.2%，均实现高增长，二者合计占总营收的 94%，为公司主要业绩来源。毛利率方面：2021H1 公司综合毛利率为 34.9%，同比下降 9.72 个百分点，剔除会计准则变更影响后综合毛利率为 34.7%，同比降低 5.15 个百分点，主要系原材料价格上涨影响；其中，防水卷材和防水涂料毛利率分别为 38.9%和 21.1%，同比分别下降 7.0 和 19.3 个百分点，涂料毛利率大幅下降。现金流量端：2021H1 公司经营性现金流量净额为-3.7 亿元，同比下降 37.6%，主要原因有应收账款及采购付款支出增加、营销投入力度大、大宗商品材料价格上涨较快和运输费改列为营业成本等所致。

行业集中度提升及坐拥多重优势，公司市场份额有望进一步提升。行业层面，一方面，在地产商集中采购政策下，产能全国布局且具有资金优势的防水龙头更受青睐，市场份额快速提升；另一方面，随着国家环保政策的加严，生产低质非标产品以及环保不达标的中小企业将逐步被淘汰，市场竞争格局有望逐步改善，行业集中度将继续提升。随着行业产能进一步向上市企业聚集，行业竞争将由当前的价格竞争逐步过渡到新产品开发、质量管控和管理创新等方面的综合竞争。公司层面，公司是高分子防水材料的龙头企业，拥有技术、研发、产能及资源四重优势，在行业集中度提升的趋势下，公司有望凭借四大优势带来的强大竞争力进一步提升市场份额，延续较快增速态势。

向外收购扩展品类，向内布局产能及发力双渠道。直销方面，公司已经和头部地产商如万科、新城、中海、融创、中南、金地等约 50 家企业达成长期战略合作关系；但是，百强地产中公司尚有大量优质地产公司仍未确认合作关系，未来优质地产客户数量和业务质量仍有较大的提升空间。经销方面，截至目前，公司现有 600 多家经销商，未来三年经销商数量将扩大到 1500 家，经销渠道逐步发力。外贸渠道，外贸业务继续保持了稳健发展势头，产品已出口 60 多个国家和地区，出口产品类别也呈现多元化趋势。

（4）北新建材

营收高速增长，石膏板业务毛利率提升。分业务看，2021H1，石膏板、轻钢龙骨和防水建材营收分别为 65.3/13.5/19.3 亿元，同比增长 46.1%/64.0%/37.1%，龙骨及石膏板增速高，防水业务稳步增长。毛利率方面，2021H1，石膏板、轻钢龙骨和防水卷材毛利率分别为 39.9%/21.3%/27.3%，同比分别 7.8%/-4.9%/-10.0%，其中防水卷材及轻钢龙骨毛利率均有下降，主要系钢、沥青等原材料价格上涨所致。

石膏板板块：市场规模仍有扩容空间，而公司在行业中具有绝对优势。从行业层面看，虽然近几年石膏板行业增速有所放缓，但是从中长期来看，石膏板行业市场规模仍有扩容余地：

一是，我国石膏板在住宅领域的市场运用仍有巨大提升空间；住宅领域占我国石膏板下游需求的 30%，且多用于吊顶装饰（住宅用量中约 70%集中于吊顶领域），隔墙领域应用尚少，而参照美国、日本等发达国家，石膏板有约 80%应用于墙体建设，随着国家绿色发展战略贯彻实施和装配式产业发展，我国石膏板在隔墙领域应用将有广阔提升空间。二是，装配式建筑的发展推动了石膏板在住宅领域的运用；从住宅建筑方式看，由于我国房屋建筑方式多为砌筑方式，石膏板运用场景较少，而对于装配式建筑而言，墙体结构均为预制，这给石膏板的运用提供了切入空间，因此，随着我国装配式建筑渗透率的提升，石膏板在住宅领域的渗透率将快速提升。公司在石膏板领域具有绝对的竞争优势：目前，公司石膏板已投产产能达 28.24 亿平方米，产能全国第一，产能占比为 57.5%（2020 年我国石膏板产能为 47.8 亿平方米），为绝对的领军者，且公司旗下拥有“龙牌”和“泰山”两个定位不同的石膏板品牌，可满足客户不同层次需求，良好的竞争格局和品牌保障了公司石膏板业务的竞争和盈利能力。

防水业务：外延收购，加速整合，增加利润增长点。持续并购防水企业，加码防水业务，设立北新防水平台整合各公司资源。2019 年，公司通过联合重组方式进军防水行业，2021H1 公司并购重组了防水企业上海台安实业，防水材料产业基地增至 12 个，旗下拥有禹王、蜀羊、金拇指、月皇等多个防水品牌。同时，公司设立防水业务平台公司——北新防水，作为防水业务投资主体，整合公司旗下多家防水企业。公司通过外延收购，进军防水行业，快速扩大市场份额，同时加快旗下多公司的整合速度，打造未来的利润增长点。

（5）蒙娜丽莎

受益于新产能投产，21H1 营收高增长。收入端：公司 21H1 营收高增长，主要系广西藤县一期二阶段、广东西樵 3 条特种高性能陶瓷板生产线及收购的江西高安 9 条生产线顺利投产所致。分业务，2021H1 瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、非瓷质有釉砖和陶瓷板业务收入分别为 19.2/2.6/4.1/4.1 亿元，同比+84.3%/+21.5%/+52.0%/+87.8%，均实现高增长。毛利率方面，2021H1 公司综合毛利率为 32.8%，同比下降 1.7 个百分点，主要系如煤炭、天然气等成本提升影响；其中，瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、非瓷质有釉砖和陶瓷板业务毛利率分别为 34.5%/33.1%/23.3%/36.9%，同比-1.4%/-2.4%/+0.8%/-9.7%。

行业层面，行业集中度持续提升，龙头企业受益。行业集中度持续提升，龙头企业受益。国内建筑陶瓷呈现“大市场，小企业”的竞争格局，据公司年报，2020 年规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入为 3111.2 亿元，市场规模大；但是，前十家陶瓷企业的集中度仅为 18%，行业集中度较低。随着环保政策及房地产集采政策的推动，行业内中小企业加快退出，龙头企业凭借其渠道、产能和品牌优势抢占市场份额，行业集中度持续提升；2017-2020 年，全国净减少 211 家陶瓷厂，504 条生产线，缩减幅度达到了全国陶瓷厂、生产线总量的 15%。

公司层面，加快新产能投放，完善双渠道布局，增强核心竞争优势。加快新产能投放，优化产能布局。自建产能，公司广西藤县新基地共有 11 条生产线，合计产能 8822 万平方米，目前一期一、二阶段共计 7 条生产线已投产；此外，广东西樵基地 3 条生产线也已基本建成，自有产能大幅提升。外延收购，公司外延收购了江西至美善德，年产能达 4000 万平方米。公司通过自建及收购方式突破产能瓶颈，优化产能布局，充分发挥区位优势，有效降低成本。完

善“经销渠道+地产战略”双轮布局，夯实渠道优势。经销渠道，截至 2021H1，公司签约经销商 1458 个，专卖店 2588 个，专卖店及销售网点 4297 个；同时，公司还利用天猫、抖音、居然等线上平台参与众多品牌营销活动，实现线上线下联动发力。地产渠道方面，公司已与碧桂园、万科、保利、中海、融创、龙湖、世茂、金科等近 100 家大型房地产商建立战略合作关系；同时，公司还加大 B 业务（地方性房地产、家装、整装等）的发展，深挖工程渠道。

（6）东鹏控股

营收高增长，毛利率略有下降，现金流逐步改善。收入端：分业务，2021H1 瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、卫生陶瓷和卫浴产品业务收入分别为 26.65/4.12/2.83/1.77 亿元，同比 +53.4%/-9.6%/+22.5%/+46.3%，除瓷质无釉砖均实现高增长。毛利率方面，2021H1 公司综合毛利率为 29.52%，同比下降 2.9 个百分点，主要系新收入准则对运输费用的统计口径变化及煤炭等成本增加所致，若统一按新收入准则计，本报告期公司整体毛利率较去年同期增长 0.95%；其中，瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、卫生洁具业务毛利率分别为 32.2%/29.8%/18.0%，同比-0.9%/-9.1%/-2.4%。营运及现金流，2020H1 应收账款周转率 3.18，同比增长 25.2%；收现比为 13.19%，同比提升 8.24 个百分点，环比提升 9.95 个百分点，现金流情况逐步改善。

行业集中度持续提升，龙头企业受益。行业集中度持续提升，龙头企业受益。国内建筑陶瓷呈现“大市场，小企业”的竞争格局：2020 年规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入为 3111.2 亿元，市场规模大；但是，前十家陶瓷企业的集中度仅为 18%，行业集中度较低。随着环保政策及房地产集采政策的推动，行业内中小企业加快退出，龙头公司凭借其渠道、产能和品牌优势抢占市场份额，行业集中度持续提升；2017-2020 年，全国净减少 211 家陶瓷厂，504 条生产线，缩减幅度达到了全国陶瓷厂、生产线总量的 15%。

“产能+渠道+品牌”三轮驱动，打造建陶行业领先企业。产能布局全国：公司拥有广东佛山、清远、江门、高明、江西丰城、重庆永川、湖南澧县、山东淄博、山西垣曲和江西湖口等十二大瓷砖及卫浴生产基地，合计 40 余条瓷砖及卫浴先进生产线；同时，公司具有全国布局的仓储物流网络，包括生产厂附近的中心仓、销售仓和特有的共享仓组成的仓储网络，能够有效降低运营成本与提高效率。渠道优势：经销渠道，公司拥有近 2000 家经销商，其中瓷砖门店 5317 家，卫浴门店 1393 家；工程渠道，公司与万科、碧桂园、保利、中海、华润等国内头部房地产商达成战略合作。品牌优势：“东鹏”在中国 500 最具价值品牌中连续多年获世界品牌实验室认可为行业内最有价值品牌；此外，公司是北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方瓷砖供应商。

3.3. 看好多需求支撑的玻纤行业

玻纤行业下游需求主要来自于四块：电子、建筑建材、风电和汽车，四者合计占比达 87%。长期来看，电子、汽车和风电领域的需求具有成长性，而短期来看建筑建材领域需求将受益于竣工端的持续回暖。因此，我们持续看好有多领域需求支撑的玻纤行业标的。建议关注行业领军者中国巨石和具有产能扩张逻辑及高弹性逻辑的长海股份。

（1）中国巨石

受益于玻纤高景气度带来的量价齐升，公司业绩高增长。营收高增长，毛利率显著提升。营收方面，受益于市场稳步向好及行业景气度持续提升，公司玻纤及制品业务在 2021 年上半年迎来量价齐升；销量方面，公司实现粗纱及制品销量 110.2 万吨，电子布销量 2.22 亿米，均创历史同期之最；价格方面，受国内主要玻纤下游应用领域需求强劲影响，2021 年上半年玻纤及制品价格亦实现上涨。毛利率方面，公司 2021H1 毛利率为 46.7%，较去年同期的 31.8% 上涨了 14.9 个百分点，主要系玻纤行业景气度持续提升影响。

下游需求高增长，玻纤行业高景气度有望持续。玻纤下游运用领域广，各领域需求轮流驱动行业景气度提升。玻纤下游主要的应用领域有交通运输（汽车及交通工具轻量化）、风电、电子通讯（PCB 应用）、建筑材料等领域。汽车领域，2021 年 1-7 月，我国汽车累计销量为 1475.6 万量，累计同比+19.3%，汽车销量的高增长推动了以增强热塑材料为代表的短切原丝市场的强势复苏。电子通讯领域，受电子电器市场拉动，电子布需求量大增。风电领域，2021 年 1-6 月风电发电新增设备容量累计值为 1184 万千瓦，累计同比+71.5%，驱动风电领域的玻纤需求的高增长。建筑材料领域，2021 年 1-7 月房屋竣工面积累计同比+25.7%，连续 6 个月实现高增长，竣工数据的持续回暖带动了建筑领域玻纤需求的增长。

新产能投产及产品高端化，公司领先优势持续巩固。新产能持续投产，成本优势不断巩固：公司桐乡总部第三条年产 15 万吨粗纱生产线和第二条年产 6 万吨细纱暨 3 亿米电子布生产线实现提前点火并达产达标，第四条年产 15 万吨粗纱生产线和第三条年产 10 万吨细纱暨 3 亿米细纱电子布生产线建设按期推进；新产能的持续，规模效应及产线技改带来宽厚的成本优势。产品结构持续高端化，盈利能力稳步提升：首先，公司凭借多基地优势，快速响应市场需求，高效高质实现产品结构到位，实现高产满销；其次，公司利用全球产销布局优势，紧抓国外市场恢复性增长良机，实现提价增利；再者，公司不断提升高精尖难、绿色环保、高强高模产品以及细纱薄布等高端产品的比例，实现粗纱毡布与细纱薄布均衡发展；高产满销、提价增利和粗细纱双引擎增长，确保公司经营效益同比大幅提升。

（2）长海股份

营收稳步增长，玻纤及制品毛利率显著提升。收入端：分季度看，2021Q2 公司实现营收 6.24 亿元，同比+22.4%；分业务看，2021H1 玻纤及制品和化工制品业务收入分别为 7.98/3.31 亿元，同比+30.4%/+27.7%。毛利率方面，2021H1 公司综合毛利率为 33.4%，同比上涨 3.7 个百分点，其中，玻纤及制品和化工制品业务毛利率分别为 38.8%和 21.6%，同比+7.4%/+4.6%。

专注玻纤复材细分领域，核心产品下游需求旺盛。公司主要产品为玻纤纱、树脂等化工品及短切毡、湿法薄毡、复合隔板和涂层毡等玻纤复材，为短切毡及湿法薄毡细分领域领军者。其中，玻纤纱和树脂用于生产玻纤复材，短切毡用于汽车顶蓬等方面，湿法薄毡用于内外墙装饰、屋面防水、电子基材，复合隔板用于蓄电池中，涂层毡用于建筑建材。短切毡，受益于汽车销量增长：2021 年 1-7 月，我国汽车累计销量为 1475.6 万辆，累计同比+19.3%，汽车销量的高增长推动了短切毡的强势复苏。湿法薄毡，受益于竣工数据回暖及新能源汽车的发展：一方面，2021 年 1-7 月房屋竣工面积累计同比+25.7%，连续 6 个月实现高增长，竣工数据的持续回暖带动了建筑领域玻纤需求的增长；另一方面，湿法薄毡也应用在 PCB、蓄电池等领域，

新能源汽车的发展将驱动其长期需求稳步增长,公司作为细分领域龙头将持续受益下游需求的稳步增长。

新产能陆续释放,公司成长性十足。玻纤纱:现有玻纤纱产能 20 万吨;短期来看,募投项目的 10 万吨产能投产在即,投产后产能增幅达 50%;中长期看,公司已公告拟建 60 万吨高性能玻璃纤维智能制造基地项目,若全部投产后产能可达 90 万吨。湿法薄毡:公司新建的 5 条湿法薄毡产线现已完成 1 条生产线的投产,且第 2 条线已在安装调试中,其他 3 条在建,该项目的建设将进一步巩固公司在湿法薄毡上的市场份额,提升公司在该领域的市场影响力。树脂:子公司天马集团原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线技改扩建项目正处于调试中,项目建成后可形成年产 10 万吨不饱和聚酯树脂的生产能力,有望进一步扩大市场份额,提高制品原料自给率,形成“玻纤纱-玻纤制品-树脂-复合材料”的完整产业链布局,提高抗风险能力。

4 风险提示

煤炭、天然气等燃料价格上涨的风险：专项债发行节奏放缓的风向。

煤炭、天然气等燃料价格上涨的风险：煤炭、天然气为建材行业主要燃料，其价格的变动会影响建材各产品的成本，进而影响各子行业的盈利能力。

专项债发行节奏放缓的风向：专项债发行节奏放缓或会影响基建项目的投资和建设，进而影响基建端建材的需求，最终影响到建材各子行业盈利水平。

插图目录

图 1: 1999 年以来我国水泥需求由快速增长期转入平台期	3
图 2: 我国水泥产量月度同比数据自 15 年以来进入新一轮回暖期 (%)	3
图 3: 我国水泥产量月度同比数据(季节图).....	4
图 4: 水泥价格历史变化, 元	4
图 5: 水泥价格季节变化, 元	4
图 6: 地产与基建的固定资产投资完成额累计同比与房屋新开工累计同比	5
图 7: 我国浮法玻璃在产产能自 2015 年进入平台期	6
图 8: 房屋新开工面积与浮法玻璃产量同比增长数据走势基本一致.....	6
图 9: 当前, 浮法玻璃价格处于近 10 年的历史最高位	7
图 10: 建材板块营业收入及增速	8
图 11: 建材板块归母净利润及增速	8
图 12: 建材板块 ROE 及毛利率	8
图 13: 建材板块资产负债率	8
图 14: 水泥板块营收及增长率	9
图 15: 水泥板块归母净利润及增长率	9
图 16: 水泥板块 ROE 及毛利率	9
图 17: 水泥板块资产负债率	9
图 18: 玻璃板块营收及增长率	10
图 19: 玻璃板块归母净利润及增长率	10
图 20: 玻璃板块 ROE 及毛利率	11
图 21: 玻璃板块资产负债率	11
图 22: 其他建材板块营收及增长率	12
图 23: 其他建材板块归母净利润及增长率	12
图 24: 其他建材板块 ROE 及毛利率	12
图 25: 其他建材板块资产负债率	12
图 26: 地方政府专项债发行目标	15
图 27: 2021 年新增专项债发行进度	15
图 28: 2011 年 9 月至今申万水泥行业 PE 走势	15

表格目录

表 1: 申万行业分类水泥公司营收、净利润增速等数据	9
表 2: 申万行业分类玻璃公司营收、净利润增速等数据	11
表 3: 申万行业分类其他建材类公司营收、净利润增速等数据	13

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与Rutgers化工系联合培养博士，拥有资深地质学及化工领域背景，在JGR、JCIS、Energy & Fuel等发表多篇论文，涉及钻井岩心分析、介观尺度地质流体计算模拟等。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，擅长大周期行业研究及自上而下的选股策略。2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》金榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，拥有理工&金融复合背景。2021年7月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，曾有过汽车、交运和军工行业相关研究经验。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。