建筑材料

证券研究报告
2021 年 12 月 05 日

周内水泥再迎躁动，未来走势怎么看?

行情回顾

上周(1122-1126)五个交易日建材(中信)指数涨 2.98%，沪深 300 涨 0.84%，子板块中玻璃和水泥表现较好，仅陶瓷有所下滑。个股中，四川双马、旗滨集团、金圆股份、华新水泥、上峰水泥表现较好。

稳增长预期再度升温，重视“双碳双控”下供给格局改善机会

上周水泥板块上涨 5.27%，周内再迎躁动，我们预计可能与 2022 年稳增长预期再次升温有关，在 22 年可能面对出口增速回落、消费延续弱复苏、地产降温的背景下，基建逆周期调节的重要性愈发凸显，上周克强总理在会见 IMF 总裁时表示，中国将围绕市场主体需求制定政策，适时降准，随着中央经济会议临近，市场可能提前交易对政策发力“稳增长”的预期。我们判断 22 年 Q1 基建端出现边际好转，地产端底部回暖，需求有望开始改善，但可能主要以平稳增长为主。回顾下半年水泥几次躁动，均与地产/基建预期改善有关，但持续性较差，我们认为中长期需求仍将呈缓慢下滑态势，难以支撑板块走出持续性行情，在“双碳双控”背景下，供给端改善空间更大，需重视供给格局改善的机会：

1）政策要求 2025 年标杆产能比重超过 30%，未来行业 2500T/D 及以下规模产能有望陆续退出，总产能将收缩 8.6%以上。2）22 年有望纳入全国碳交易市场，参考前期试点经验，配额计算方法可能以基准线法为主（实际产量*行业排放基准值*减排因子），意味着产能利用率高/排放更低的企业竞争优势更大，小企业被迫减产或购买碳汇，近两年加权平均碳价约在 40 元/吨左右，而海外碳配额价格已高达 50-60 欧元/吨，且碳配额逐年收紧，小企业迫于成本压力或将加快出清，利好龙头份额提升，且区域话语权进一步增强，价格中枢有望继续上移。当前水煤价差同比高 60 元/吨，反映企业盈利情况好于去年。我们认为未来 1-2 月水泥价格可能仍有小幅调整，但大幅回落可能性不大，22 年开年价格高起点，中长期需求虽呈缓慢下滑态势，但碳减排背景下供给端改善幅度可能更大，龙头企业盈利仍有望实现增长。

地产链景气度有望边际改善，建议关注消费建材龙头中长期投资价值

1）消费建材今年以来受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，当前上述因素有望逐步改善，中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道。2）尽管原材料价格高企和资金链紧张对投资需求形成拖累，但我们预计后续地产需求有望触底回暖，同时稳增长也有望边际提振基建需求。玻璃供给刚性较强，需求此前受到下游资金和限电影响，我们认为当前玻璃龙头市值已处于较低水平，后续行业需求存改善预期；水泥有望受益于后续地产需求改善预期，成本快速下行有望改善单位利润，中长期看，供给格局有望持续优化；玻纤需求端受风电、海外等下游带动，供给侧增量有限，供需紧平衡带动产品价格保持高位，龙头业绩有望超预期。

投资建议

消费建材中长期推荐蒙娜丽莎、东方雨虹、亚士创能、三棵树、科顺股份、北新建材等。玻璃推荐旗滨集团、信义玻璃、福莱特（与电新联合覆盖）等；玻纤推荐中国巨石、中材科技等；水泥推荐上峰水泥、华新水泥、海螺水泥。

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；旧改和新型城镇化推进力度不及预期。

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

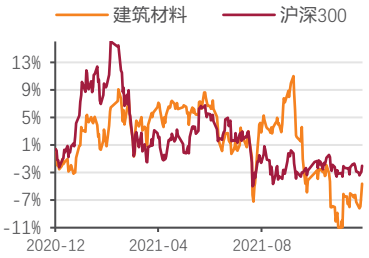
王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

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

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《建筑材料-行业投资策略:建材行业 2022 年度策略：传统领域柳暗花明，新兴链条焕发生机》 2021-12-03
2 《建筑材料-行业研究周报:玻璃龙头是否具备反弹机会？》 2021-11-28
3 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周观点：继续建议重视行业周期弱化逻辑》 2021-11-28

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-12-03	投资评级	EPS(元) 2020A	2021E	2022E	2023E	P/E 2020A	2021E	2022E	2023E
002271.SZ	东方雨虹	41.88	买入	1.34	1.71	2.17	2.73	31.25	24.49	19.30	15.34
603378.SH	亚士创能	24.03	买入	1.06	0.66	1.62	2.44	22.67	36.41	14.83	9.85
002918.SZ	蒙娜丽莎	23.94	买入	1.37	1.43	2.18	3.03	17.47	16.74	10.98	7.90
000786.SZ	北新建材	28.49	买入	1.69	2.25	2.69	3.16	16.86	12.66	10.59	9.02
300737.SZ	科顺股份	13.91	买入	0.77	0.84	1.24	1.65	18.06	16.56	11.22	8.43
600801.SH	华新水泥	19.77	买入	2.69	3.13	3.63	4.16	7.35	6.32	5.45	4.75
000672.SZ	上峰水泥	19.66	买入	2.49	3.09	3.60	4.08	7.90	6.36	5.46	4.82
600585.SH	海螺水泥	38.36	买入	6.63	6.98	7.59	7.98	5.79	5.50	5.05	4.81
002623.SZ	亚玛顿	38.69	买入	0.69	0.47	1.04	1.66	56.07	82.32	37.20	23.31
601636.SH	旗滨集团	17.99	买入	0.68	1.81	2.04	2.41	26.46	9.94	8.82	7.46
600586.SH	金晶科技	9.62	买入	0.23	1.29	1.96	2.35	41.83	7.46	4.91	4.09
601865.SH	福莱特	44.31	增持	0.76	1.05	1.56	2.08	58.30	42.20	28.40	21.30
600552.SH	凯盛科技	11.86	买入	0.16	0.25	0.43	0.73	74.13	47.44	27.58	16.25

资料来源：Wind，天风证券研究所

内容目录

核心观点 **4**
行情回顾 4
周内水泥再迎躁动，未来走势怎么看？ 4
建材重点子行业近期跟踪 7
地产链景气度有望边际改善，建议关注消费建材龙头中长期投资价值 7
风险提示 8

图表目录

图 1：中信建材三级子行业上周（1129-1203）涨跌幅 4
图 2：各主要水泥企业熟料产能 5
图 3：2020 年各水泥企业产能利用率 5
图 4：各地区 2500t/d 及以下水泥熟料生产线年产能统计 6
图 5：主要上市公司 2500t/d 及以下水泥熟料生产线年产能统计 6
图 6：2018 年至今水泥 PB.LF 走势 7

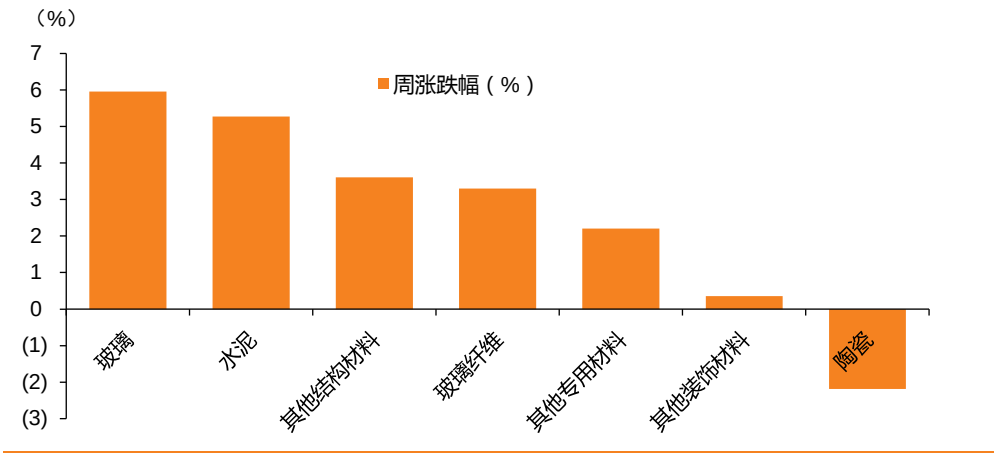
表 1：碳交易试点运行情况 4
表 2：某头部企业不同产能规模水泥熟料生产线平均能耗情况 6

核心观点

行情回顾

上周（1122-1126）五个交易日建材（中信）指数涨 2.98%，沪深 300 涨 0.84%，子板块中玻璃和水泥表现较好，仅陶瓷有所下滑。个股中，四川双马（17.64%）、旗滨集团（13.36%）、金圆股份（13.24%）、华新水泥（12.65%）、上峰水泥（12.34%）表现较好。

图 1：中信建材三级子行业上周（1129-1203）涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

周内水泥再迎躁动，未来走势怎么看？

上周水泥板块上涨 5.27%，周内再迎躁动，我们预计可能与 2022 年稳增长预期再次升温有关，在 22 年可能面对出口增速回落、消费延续弱复苏、地产降温的背景下，基建逆周期调节的重要性愈发凸显，上周克强总理在会见 IMF 总裁时表示，中国将围绕市场主体需求制定政策，适时降准，随着中央经济会议临近，市场可能提前交易对政策发力“稳增长”的预期。我们判断 22 年 Q1 基建端出现边际好转，地产端底部回暖，需求有望开始改善，但可能主要以平稳增长为主。回顾下半年水泥几次躁动，均与地产/基建预期改善有关，但持续性较差，我们认为中长期需求仍将呈缓慢下滑态势，难以支撑板块走出持续性行情，在“双碳双控”背景下，供给端改善空间更大，需重视供给格局改善的机会。

22 年水泥有望纳入全国碳交易，小企业或面临生存危机。2020 年水泥行业二氧化碳排放占整个建材行业比重达 83%，是排放量最大的子行业，减排压力大。22 年有望纳入全国碳交易市场，参考前期试点经验，配额计算方法可能以基准线法为主（实际产量*行业排放基准值*减排因子），意味着产能利用率高/排放更低的企业竞争优势更大，小企业被迫减产或购买碳汇，从全国 7 个地方试点运行情况看，近两年加权平均碳价约在 40 元/吨左右，而海外碳配额价格已高达 50-60 欧元/吨，且碳配额逐年收紧，小企业迫于成本压力或将加快出清，利好龙头份额提升，且区域话语权进一步增强，提升价格传导能力，价格中枢有望继续上移。

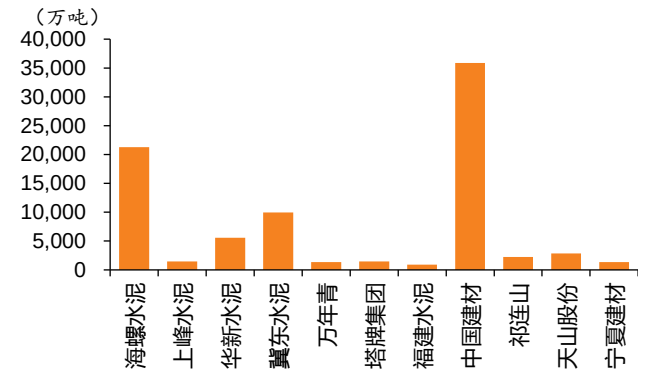
表 1：碳交易试点运行情况

区域	开始时间	水泥企业参与数	水泥企业配额分配方法	累计成交量（吨）	吨均价（元/吨）
深圳	2013/6/18	NA	NA	4917.78	24.09
上海	2013/11/26	上海金山南方水泥	历史强度法，即年度产量乘以历史强度基数	1767.30	30.65

		有限公司			
北京	2013/11/28	北京金隅琉水环保科技有限公司、北京金隅北水环保科技有限公司	既有设施采取历史排放总量的配额核定方法，计算公式为历史基准年排放量*控排系数；新增设施采取先进值法进行核定，即重点排放单位新增设施排放对应的活动水平*重点排放单位所属行业的二氧化碳排放强度先进值。	1637.93	63.28
广东	2013/12/19	海螺、天山、华润、华新、塔牌等 56 家	2017 年度配额实行部分免费发放和部分有偿发放，其中水泥企业的免费配额比例为 97%。水泥行业配额为熟料生产、水泥粉磨、矿山开采和其他份额配额之和，其中熟料、水泥粉磨采用基准法分配，即熟料/水泥粉磨产量*同类型生产线基准值。	17584.25	20.53
天津	2013/12/26	天津金隅振兴环保科技有限公司	电力热力行业、建材行业、造纸行业采用历史强度法分配配额，建材行业企业配额=20 年产品产量*19 年单位产品二氧化碳排放量*控排系数。	1866.43	21.96
湖北	2014/4/2	华新、葛洲坝、亚洲等 46 家	水泥行业采用标杆值法。预分配额=2016 年实际碳排放量*50%，企业实际应发配额=2017 年实际产量*行业标杆值*市场调节因子（0.9589） 行业标杆值采用湖北省 2017 年位于第 40%位纳入水泥企业的单位熟料碳排放量，具体的标杆值根据当年的核查数据测算确定。	7579.40	22.92
重庆	2014/6/19	西南、华新、冀东等 28 家	对配额实行总量控制。以配额管理单位既有产能 2008-2012 年最高年度排放量之和作为基准配额总量，2015 年前，按逐年下降 4.13%确定年度配额总量控制上限，2015 年后根据国家下达本市的碳排放下降目标确定。	969.09	6.72
福建	2016/12/22	华润、塔牌、红狮等 33 家	基准值法，包括熟料生产和水泥粉磨两部分，计算公式为产量*二氧化碳排放基准值	1202.23	18.66

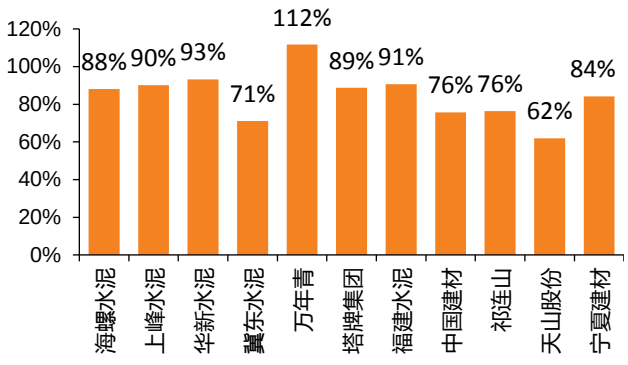
资料来源：Wind、各省（市）生态环境局（厅）、水泥网、天风证券研究所

图 2：各主要水泥企业熟料产能



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 3：2020 年各水泥企业产能利用率



资料来源：公司年报、卓创资讯、天风证券研究所

政策要求 2025 年标杆产能比重超过 30%，未来行业 2500T/D 及以下规模产能有望陆续退出，总产能将收缩 8.6%以上。国家发改委发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）》，其中规定水泥熟料单位产品综合能耗的基准水平为 117kg 标煤/吨，标杆水平为 100kg 标煤/吨，根据国家发改委等部门指导意见要求，到 2025 年水泥等重点行业达到标杆水平的产能比例超过 30%，根据某头部企业产线能耗情况，大规格的生产线相较于小规格生产线来说，能耗明显更低，在公司公布的 37 家子公司中，达到标杆水平

的仅有 6 家，若要实现 2025 年目标，对现有产能的能耗仍需进一步降低。

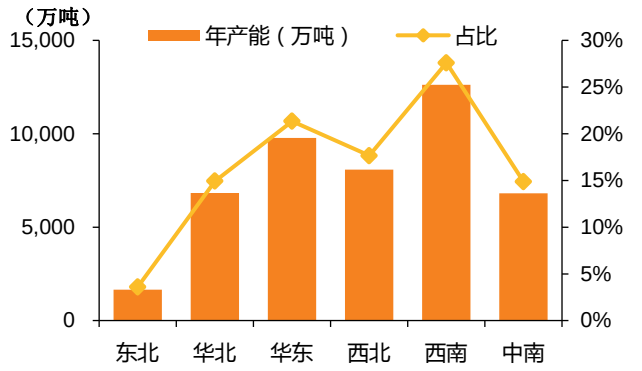
表 2：某头部企业不同产能规模水泥熟料生产线平均能耗情况

产能规模	可比熟料综合煤耗	可比熟料综合电耗	可比熟料综合能耗	可比水泥综合电耗	可比水泥综合能耗
T/d	kgce/t	kW.h/t	kgce/t	kW.h/t	kgce/t
2500	103.08	59.60	110.40	76.15	85.67
3000	101.96	58.53	109.15	74.3	85.34
5000	96.39	56.63	103.35	73.85	81.58
7000	92.76	54.8	99.5	68.17	73.41

资料来源：水泥网、天风证券研究所

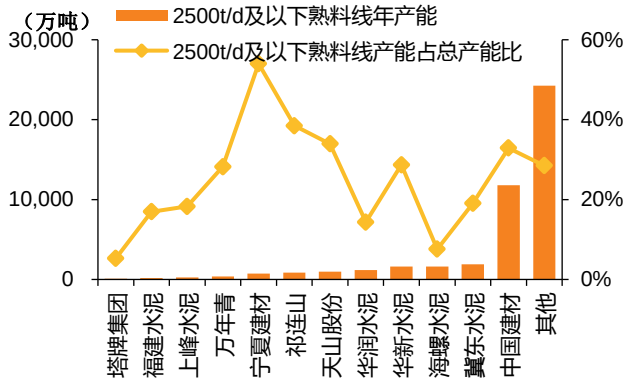
根据我们统计，水泥行业 2500 吨/日及以下的产线共 642 条，年产能达 4.58 亿吨，占行业总产能比重约为 26%，其中西南地区最多，达 1.3 亿吨，其次为华东，今年山东省已明确指出 2022 年底前，2500 吨/日规模的熟料生产线整合退出一半以上，2025 年底前，2500t/d 规模的熟料生产线全部整合退出，率先将产能退出提升到政策层面，预计后续各省政策有望陆续出台。若按 1.5：1 的置换比例，则行业产能最低将净缩减 1.5 亿吨，占当前产能的比重达 8.6%。

图 4：各地区 2500t/d 及以下水泥熟料生产线年产能统计



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 5：主要上市公司 2500t/d 及以下水泥熟料生产线年产能统计



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

截至上周末全国水泥价格 575 元/吨，较 10 月份高位回落近 50 元/吨，但同比仍高 118 元/吨，且受益煤炭价格大幅下滑，当前水煤价差同比高 51 元/吨，反映企业盈利情况好于去年。我们认为未来 1-2 月水泥价格可能仍有小幅调整，但大幅回落可能性不大，22 年开年价格高起点。当前水泥估值仍处底部位置，PB(LF）仅为 1.1 倍，处于 3.0%分位。推荐华新水泥（骨料、海外水泥业务增长空间大）、上峰水泥（区域供需格局相对更优，水泥+业务潜力大），海螺水泥（水泥行业纳入碳交易后可能最受益）。

图 6：2018 年至今水泥 PB.LF 走势

资料来源：Wind、天风证券研究所

建材重点子行业近期跟踪

水泥：上周全国水泥市场价格环比回落 1.5%，价格回落区域仍围绕在华东、中南和西南地区，幅度 20-50 元/吨。11 月底 12 月初，国内水泥市场需求表现依旧不温不火，企业出货量维持在 6-8 成水平；价格方面，尽管部分地区企业停产检修或自律停产，但由于需求较差，整体市场呈现供大于求，加之部分企业跨区域低价“抢量”行为加重，致使价格不断下滑。（数据来源：数字水泥网）

玻璃：1）光伏玻璃：上周主流大单价格，2mm 镀膜光伏玻璃 20 元/平方米，环比下滑 6.98%，3.2mm 镀膜 26 元/平方米，环比下滑 5.45%，但 3.2mm 原片价格环比跌 5%，近期组件厂家开工持续偏低，存继续压价心理，备货积极性一般。终端需求支撑有限，组件厂开工偏低，短期来看，订单量略显不足。上周库存天数 23.80 天，环比增 2.5%，在产产线 231 条，日熔量 41260 吨，环比基本持平，后续供给相对稳定，但需求较弱，库存货仍有增加预期；2）浮法玻璃：上周国内浮法玻璃均价 2118.47 元/吨，环比涨 13.66 元/吨，上周需求尚可，终端赶工形成一定支撑，但赶工强度明显弱于往年。上周浮法玻璃日熔量 176775 吨，环比增加 350 吨，周内点火复产 1 条，防水停产 1 条，生产企业库存 3659 万重量箱，环比降 456 万重量箱。现阶段市场产销或仍可延续，深加工刚需支撑尚存，预计下周库存仍将呈缩减趋势。（数据来源：卓创资讯）

玻纤：1）上周无碱池窑粗纱市场交投较平稳，大众型产品货源紧俏度稍放缓，整体报价以稳为主。现 2400tex 缠绕直接纱主流 6000-6300 元/吨，环比持平，现阶段国内几家主要大厂挺价意愿较强，加之风电市场需求后市预期向好，短期行情或偏稳为主；2）电子纱市场多数厂价格调后暂稳，各厂成交尚可，G75 主流报价 16000 元/吨上下，环比基本持平，电子布价格当前主流 8 元/米上下，个别大户可谈。电子纱市场或存进一步调整预期。（数据来源：卓创资讯）

地产链景气度有望边际改善，建议关注消费建材龙头中长期投资价值

地产链景气度有望边际改善，建议关注消费建材龙头中长期投资价值，顺周期品种中关注玻璃、水泥： 1）消费建材今年以来受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，当前上述因素有望逐步改善，中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道，基于中长期视角，推荐**东方雨虹、蒙娜丽莎、亚士创能、科顺股份、三棵树、北新建材**等。2）顺周期品种当前总体处于需求旺季，尽管原材料价格高企和资金链紧张对地产需求形

成拖累，但我们预计后续地产侧需求有望触底回暖，同时稳增长也有望边际提振基建需求。玻璃供给刚性较强，需求此前受到下游资金和限电影响，我们认为当前玻璃龙头市值已处于较低水平，后续行业需求存改善预期，推荐**旗滨集团、信义玻璃、金晶科技、福莱特（与电新联合覆盖）等。**水泥有望受益于后续地产需求改善预期，中长期看，供给格局有望持续优化，推荐**上峰水泥、华新水泥、海螺水泥**；玻纤需求端受风电、海外等下游带动，供给侧增量有限，供需紧平衡带动产品价格上涨，龙头业绩有望超预期，推荐**中国巨石，长海股份（与化工联合覆盖），中材科技，宏和科技等；**

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：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、地产开复工持续性不及预期，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以来程度较高，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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	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：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com