

强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
凯伦股份	300715.SZ	18.86	买入

资料来源: 万得, 中银证券

以2021年12月5日当地货币收市价为标准

建材行业 2022 年度策略

地产基建需求有望回升, 看好玻纤和水泥

玻纤行业景气度较高, 供需格局有望延续, 成长性正逐渐抹平周期, 我们首先推荐。水泥板块目前估值较低, 有望受益于基建复苏与地产宽松, 成为经济增长的助推力。防水行业受益于提标增量与 BIPV 带动需求。消费建材底部信号明显, 复苏可能较大。玻璃关键在于明年竣工面积韧性如何, 减水剂则在于集中度继续提升与成本中枢下降。优先度排序是玻纤>水泥>防水>消费建材>玻璃>减水剂。

支撑评级的要点

- 回顾 2021 年建筑建材行业基本面, 大致呈现五大特征: 1.竣工强开工弱, 玻璃需求旺盛, 水泥承压; 2.政策收紧, 地产承压; 3.财政节奏较慢, 基建疲软; 4.下半年能耗管控导致大范围限产, 供给收缩, 水泥价格快速上升; 5.大宗商品原材料涨价较快, 成本端压力较大。
- 玻纤需求增速大于供给增速, 行业格局能够维持, 行业成长性正逐渐抹平周期性: 玻纤行业需求旺盛, 供给增量可控且放缓概率较大的情况下, 行业格局有望维持。此外, 玻纤及其复合材料性能正在逐渐提升, 对传统材料的替代逐渐加速, 产品的成长性逐渐显现, 周期性正逐渐弱化。
- 水泥受益基建复苏与地产宽松的概率较大, 预计明年迎来复苏: 展望明年, 支撑水泥需求的逻辑主要包括: 1.今年下半年加速的专项债发行有望在明年上半年形成基建需求, 2.明年经济下行压力较大, 基建与地产作为拉动经济增长的手动在政策上获得宽松的可能性较高, 且目前中央已多次释放宽松信号。目前水泥板块估值处于较低位置, 建议重点把握底部布局机会。
- 防水受益提标增量与 BIPV 发展, 龙头布局提速: 防水提标增量新规落地渐进。BIPV 的布局需以高分子防水材料为基础, 有望为防水提供较多的增量需求, 目前龙头已加速布局 BIPV 所需的高分子卷材。
- 玻璃看点在于竣工高峰预计仍有韧性, 价格存在反弹可能: 从开工到竣工滞后三年来看, 竣工面积仍有上升空间, 玻璃价格仍存反弹可能。此外, 我们梳理目前浮法玻璃的开工率处于历史高位, 但有约 23% 的玻璃产线是 2010 年及以前点火的, 明后年有望加速冷修, 供给或收缩。
- 其他建材关注消费建材底部信号与减水剂集中度提高: 近期, 多家消费建材企业进行股权激励员工持股等运作, 这加强了行业底部信号。建议关注行业底部向上逻辑。减水剂集中度提高逻辑得到强确认, 有望受益与基建复苏。

重点推荐

- 玻纤推荐叶片与玻纤一体化发展的中材科技, 优势龙头中国巨石, 水泥行业推荐华中龙头华新水泥、治理改善的冀东水泥、行业龙头海螺水泥; 防水推荐凯伦股份与东方雨虹。

评级面临的主要风险

- 风险提示: 玻纤需求不及预期, 产能投放节奏加快, 财政节奏仍偏慢, 地产宽松与基建复苏不及预期, 行业政策风险, 能耗管控导致供需双弱, 大宗商品保供稳价不及预期。

主要催化剂/事件

5日

相关研究报告

《建材行业周报: 错峰生产趋势收紧, 建陶行业加快产能出清》20211130

《建材行业数据点评: 水泥产量继续下滑, 原材料成本有所回落》20211122

《建材行业周报: 宽松预期加强, 静待行业景气回升》20211122

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

目录

2021 年建材行业回顾	6
玻纤：供需格局仍然较好，景气有望持续	11
水泥：2021 景气下行，看好 2022 年新开工带动行业复苏.....	16
防水：提标增量+BIPV，龙头率先受益.....	20
玻璃：竣工预计仍有韧性，冷修周期或即将到来	24
其他建材：看好消费建材底部复苏+减水剂集中度提升	26
投资建议.....	28
风险提示.....	29
凯伦股份	31

图表目录

图表 1.2021 年至今建材板块表现一般.....6

图表 2. 年内板块波动较大，跑输万得全 A.....6

图表 3. 玻璃、水泥、玻纤分别走出波段行情.....6

图表 4. 玻纤与新材料在年内涨幅领先.....6

图表 5. 鲁阳节能、九鼎新材等领涨.....6

图表 6. 地产开工较弱，竣工强势.....7

图表 7. 销售面积及单价均走低.....7

图表 8. 近期地产行业重要政策.....8

图表 9. 地产开发资金来源中，国内贷款增速显著下滑.....8

图表 10. 拿地节奏放缓，溢价率下行.....8

图表 11. 年内财政收支先慢后快.....9

图表 12. 基建投资增速显著下滑.....9

图表 13. 部分省份对水泥行业的限产政策汇总.....9

图表 14. 煤炭与纯碱价格快速上涨.....9

图表 15. 环氧乙烷与沥青价格上涨.....9

图表 16. 废纸与 PVC 价格处于高位.....10

图表 17. 原油价格走高.....10

图表 18. 无碱纱价格短暂下滑后再次上行.....11

图表 19. 电子纱价格维持高位.....11

图表 20. 2021 年新投产产能.....11

图表 21. 2021 年冷修产线.....11

图表 22. 国内玻纤下游需求以四大领域为主.....12

图表 23. 玻纤纱及制品出口同比大幅增长.....12

图表 24. 库存维持低位，近月继续下降趋势.....12

图表 25. 2021-2022 年建筑领域玻纤需求量测算.....13

图表 26. 2021-2022 年风电领域玻纤需求量测算.....13

图表 27. 2021-2022 年电子纱需求预测.....13

图表 28. 2021-2022 年汽车领域玻纤需求预测.....13

图表 29. 2021-2022 年玻纤需求预测汇总.....14

图表 30. 2021 年底及明年初有望点火产能.....14

图表 31. 铂铑金属仍处于较高位置.....14

图表 32. 约 60% 产能处于一级或二级能耗强度预警省份.....14

图表 33. 龙头企业铂铑合金储备充足.....15

图表 34. 电力与天然气占玻纤生产成本 20%-28%.....	15
图表 35. 天然气价格持续走高.....	15
图表 36. 2021 年水泥行业景气度两度高于去年同期	16
图表 37. 今年雨季到来较早, 5 月降水量高于历史同期	16
图表 38. 今年熟料价格与前三年均值互有高低.....	16
图表 39. 行业库容比正逐渐上行.....	16
图表 40. 九月以来磨机开工率低于历史同期	16
图表 41. 煤价下行后水煤价差向上.....	16
图表 42. 近期中央多次释放地产融资宽松信号	17
图表 43. 近期集中召开了四次全国层面的房企座谈会.....	17
图表 44. 社融存量增速出现企稳态势	18
图表 45. 下半年专项债发行显著加速	18
图表 46. 两版《水泥玻璃产能置换实施办法》比较	18
图表 47. 今年冬季错峰生产进一步收紧	19
图表 48. 防水行业相关政策要求逐渐趋严	20
图表 49. 高分子防水材料占比仍较低	20
图表 50. TPO 性能更优秀, 适合屋顶光伏安装.....	20
图表 51. 防水行业龙头加快布局 BIPV.....	21
图表 52. 东方雨虹近 12 个月投资项目一览	22
图表 53. 科顺股份近一年投资项目一览.....	23
图表 54. 北新建材集中重组一览.....	23
图表 55. 我国防水行业 CR4 约 30%.....	23
图表 56. 2018 年年美国建筑防水行业 CR1 为 35%.....	23
图表 57. 玻璃景气度在今年二三季度达到历史最高	24
图表 58. 竣工面积在今年二三季度达到高位	24
图表 63. 近期多家消费建材上市公司公告回购、员工持股及股权激励计划.....	26
图表 64. 多家消费建材龙头陆续提价	26
股价表现.....	31
投资摘要.....	31
图表 1. 公司历史发展沿革.....	32
图表 2 公司股权结构稳定.....	32
图表 3 公司两次股权激励情况对比	33
图表 4. 公司收入稳步增长.....	33
图表 5. 公司盈利水平节节高升	33
图表 6. 2021 年中报在建工程情况.....	34

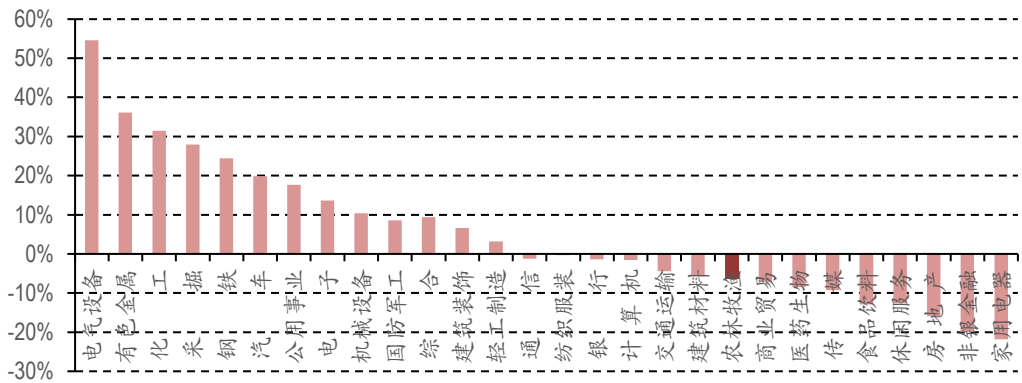
图表 7. 公司产能投资协议.....	34
图表 8. 公司与其他企业的合作	35
图表 9. 新旧《规范中》防水相关要求比较	35
图表 10. 大型光伏屋顶.....	36
图表 11. 金属光伏屋顶寿命不及光伏部件寿命	36
图表 12. MPU 白色聚氨酯防水涂料与主要后铺防水材料特点对比表.....	36
图表 13 凯伦股份 CSPV 光伏屋顶系统解决方案.....	37

2021 年建材行业回顾

建材行业股票表现：玻纤、玻璃、水泥出现三大波段行情

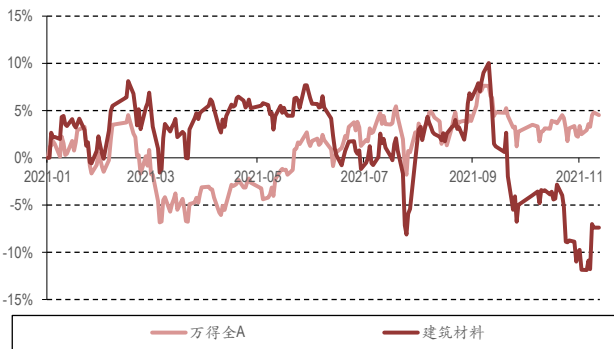
玻纤、玻璃、水泥轮番登场，三大波段行情各有主线：2021 年至今建材行业表现一般，截止 11 月 15 日，板块整体下跌 5.7%，在全部板块中排名相对靠后。年内玻璃、水泥、玻纤行业指数的最低点至最高点的涨幅分别为 111.8%、40.7%、64.2%。玻璃受益于 5-7 月竣工连续大幅增长以及玻璃价格连续超预期，板块大幅上行，旗滨集团等表现优异；玻纤则受益于需求强势、产能增量小，在年初以及 6-9 月走出波段上升行情，中材科技、山东玻纤表现优异；水泥板块在经历上半年持续走弱后，在 8 月初至 9 月上旬随着专项债发行加速、施工旺季利好走出大反弹行情，华新水泥反弹幅度超 80%。

图表 1.2021 年至今建材板块表现一般



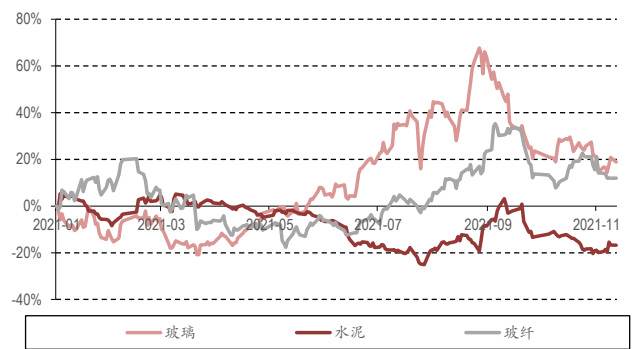
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 年内板块波动较大，跑输万得全 A



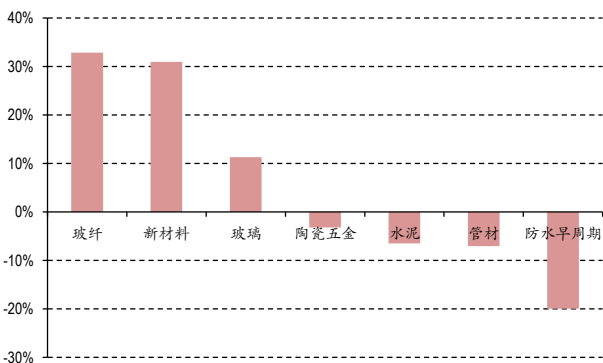
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 玻璃、水泥、玻纤分别走出波段行情



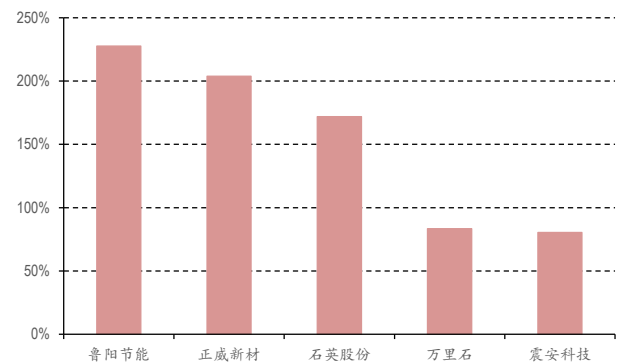
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 玻纤与新材料在年内涨幅领先



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 鲁阳节能、九鼎新材等领涨



资料来源：万得，中银证券

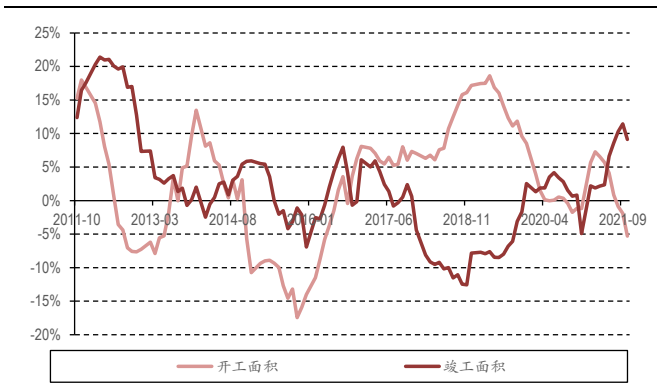
细分板块中，玻纤、新材料、玻璃全年走势较好；个股方面，鲁阳节能、九鼎新材、石英股份表现较好。玻纤、新材料、玻璃三大板块年初至今分别上涨 32.9%、30.9%、11.3%，装修建材、水泥、管材以及防水早周期则分别下滑 3.2%、6.5%、7.1%与 20.0%。个股层面，耐火材料龙头鲁阳节能、玻纤制品龙头正威新材（原九鼎新材，002201.SZ）分别上涨 227.7%与 203.9%，涨幅领先。

2021 年行业基本面：竣工强开工弱，财政节奏较慢，需求承压

回顾 2021 年建筑建材行业基本面，大致呈现五大特征：1.竣工强开工弱，玻璃需求旺盛，水泥承压；2.政策收紧，地产承压；3.财政节奏较慢，基建疲软；4.下半年能耗管控导致大范围限产，供给收缩，水泥价格快速上升；5.大宗商品原材料涨价较快，成本端压力较大。

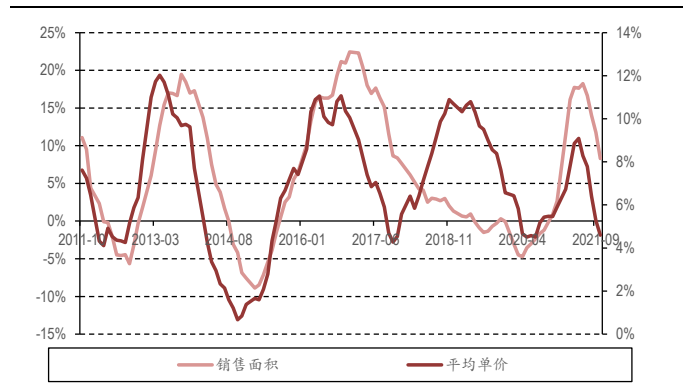
一、竣工强开工弱，水泥与玻璃分化显著：今年地产开工端与竣工端显著分化。5-8 月，竣工面积数据迎来同比大爆发，分别增长 10.1%、66.6%、25.7%、28.4%；而年内单月开工面积连续走低，7-10 月更是连续四个月单月同比降幅超过 10%，10 月一度同比下降 33.1%。在竣工旺盛的背景下，玻璃需求持续高增，价格连续超预期，库存则一度达到历史低位；而地产开工低迷，水泥需求则不见起色，上半年水泥价格与产量均较为低迷，仅个别时期表现较好。同时，地产销售面积在 7 月份开始增速为负，销售面积下滑一定程度影响到了消费建材需求。

图表 6. 地产开工较弱，竣工强势



资料来源：卓创资讯，万得，中银证券

图表 7. 销售面积及单价均走低



资料来源：卓创资讯，中银证券

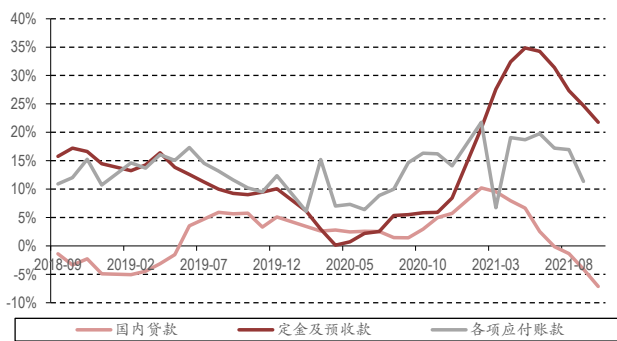
二、政策收紧，地产承压：去年下半年以来，中央对地产的调控持续收紧，三条红线、集中供地、地产贷款集中度考核等分别从地产融资端、拿地端、销售端三个方面对地产商扩张进行了限制。房地产行业出现了融资难与销售难的问题，建材板块响应受到影响。随着贷款政策的收紧，融资与销售均遇到阻碍，今年地产信贷融资仅 5 月与 6 月同比上涨 2%与 1.2%，其余月份同比增速均为负；销售回款节奏也大幅放缓，7-10 月连续已连续四个月同比增速在负 10%左右，资金压力较大。在较大的资金压力以及集中供地新政下，地产拿地节奏显著放缓。

图表 8. 近期地产行业重要政策

政策	部委	文件	内容	影响
三条红线	央行、住建部	住建部、央行联合召开房地产企业座谈会，设置三条红线	三条红线：1.剔除预收款的资产负债率大于70%；2.净负债率大于100%；3.现金短债比小于1倍。 四档公司：1.红色档：三条红线不得增加有息负债；2.橙色档：两条红线，有息负债增速不得超过5%；3.黄色档：一条红线，有息负债增速不得超过10%；4.全部合格，有息负债增速不得超过15%。	1.地产商新增融资遇到显著限制，资金紧张加剧；2.三条红线压力下地产商加速竣工消化预收账款，改善现金状况。
集中供地	自然资源部	住宅用地分类调控文件	第一个集中： 集中发布出让公告，原则上每年不超过3次，时间间隔要相对均衡，地块梳理要科学合理。 第二个集中： 集中组织出让活动，同批次公告出让的土地以挂牌文件交易的，应当确定共同的挂牌起止日期；底价确定上会更谨慎，房企拿地压力会增加，土地溢价率会下降。	政策目的是通过房企拿地的现金压力，来达到降低土地交易价格的目的，以此控制房地向地产和个人的贷款被限制。个人购房难度增加，地产销售难度增加。
房地产贷款集中度限制	央行、银保监会	《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	对于五档银行业金融机构，房地产贷款占比上限五个档次分别为40%、27.5%、22.5%、17.5%、12.5%；个人住房贷款占比上限而言，五档分别为32.5%、20%、17.5%、12.5%、7.5%。	金融机构为房地产贷款占比上限划定，银行向地产和个人的贷款被限制。个人购房难度增加，地产销售难度增加。

资料来源：央行，住建部，银保监会，自然资源部，中银证券

图表 9. 地产开发资金来源中，国内贷款增速显著下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 拿地节奏放缓，溢价率下行

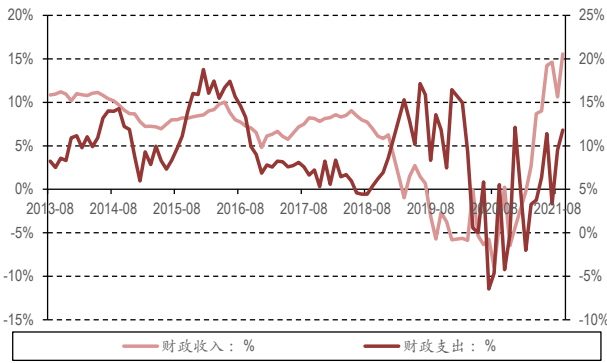


资料来源：万得，中银证券

三大政策总结全方位影响地产行业格局：三条红线提高了拿地、开工、施工的难度，促使房企加速竣工回款。集中供地集中竞价降低了地产商拿地节奏，增强了拿地压力。房地产贷款集中管理压制了地产商房产销售的进度。三大政策均考验着地产商的银行信贷之外的融资能力，总结影响主要有五点：1.加速了前期开工竣工剪刀差合拢；2.延缓了地产商拿地与新开工；3.销售回款节奏放缓；4.应付账款融资比重增加；5.加速地产行业集中度提高；6.个别地产商暴雷情况。

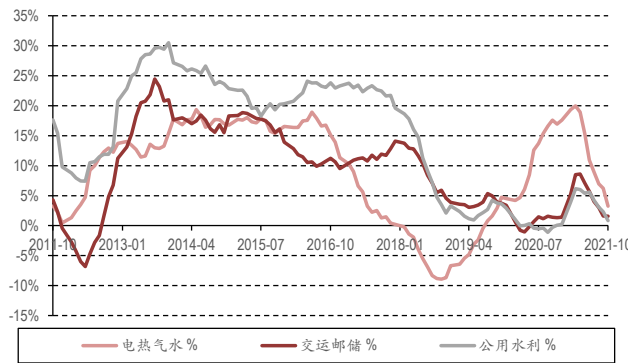
三、财政节奏缓慢，基建疲软：今年的财政支出有显著的先慢后快的态势。上半年专项债发行占全年专项债发行目标的比例仅为28%，远低于历史同期。在去年低基数的情况下，今年上半年累积财政收入增速与支出增速分别为25.6%与8.8%，两年平均增速则分别为4.7%与-2.4%。财政收支与专项债发行分别在下半年明显加速。

图表 11. 年内财政收支先慢后快



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 基建投资增速显著下滑



资料来源：万得，中银证券

财政节奏较慢导致基建施工数据一般：电热气水、交运邮储、公用水利前十月投资累积增速仅为 0.4%、2.3%、-0.4%，基建投资的增速则仅为 0.7%。在低迷的基建投资增速下，建筑需求表现一般，建筑行业及建筑相关的建材行业表现弱于预期。这也是今年三季度出现旺季不旺现象的原因。

四、下半年能耗管控，水泥价格快速上升：十四五期间的能耗控制目标为单位 GDP 能耗下降 13.5%，单位 GDP 碳排放量下降 18%，平均每年的下降幅度分别为 2.9%与 3.3%。8 月 12 日，发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，叠加煤价上涨电力供应紧张，全国多地拉开了下半年限产的序幕。由于水泥行业是高耗能行业，限产限电首当其冲。

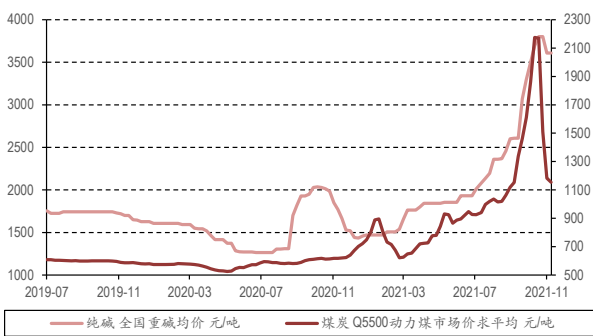
图表 13. 部分省份对水泥行业的限产政策汇总

省份	限产情况
广西	9 月份水泥产量不得超过上半年平均月产量的 40%，建陶产量不得超过 2021 年上半年平均月产量的 50%。
云南	9 月份水泥产量在 8 月基础上压减 80%以上，10-12 月错峰生产不少于 40 天。
广东	两高行业（水泥、玻璃、有色、化工、钢铁等）9 月 16 日起实行开二停五用电方案。
江苏	分级限产，A 类企业用电量不得超过去年同期，B 类要下降 10%。多家水泥企业限产 30-50%。
宁夏	高耗能行业限产一个月。
内蒙古	能耗控制情况良好，但电力供应紧张，水泥企业限产 20-40%。
辽宁	电力供应紧张，熟料限产 30-50%。
吉林	电力供应紧张，一度出现拉闸限电。
黑龙江	熟料线与磨机线均出现电力受限无法运转的情况。

资料来源：中国水泥网，各地政府网站，中银证券

五、大宗商品价格快速上涨，上游压力上升：今年大多原材料价格呈现持续上升趋势，给建材行业造成了较显著的压力。煤炭、纯碱、PVC、天然气、沥青价格轮番上涨，对应的水泥、玻璃、管材、瓷砖、防水行业多家企业增收不增利或利润增速低于营收增速的情况。

图表 14. 煤炭与纯碱价格快速上涨



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 环氧乙烷与沥青价格上涨



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 废纸与 PVC 价格处于高位



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 原油价格走高



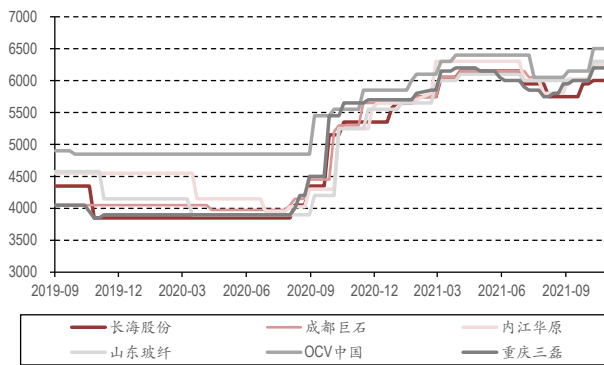
资料来源：万得，中银证券

玻纤：供需格局仍然较好，景气有望持续

2021 年回顾：需求持续旺盛，新增产能有限

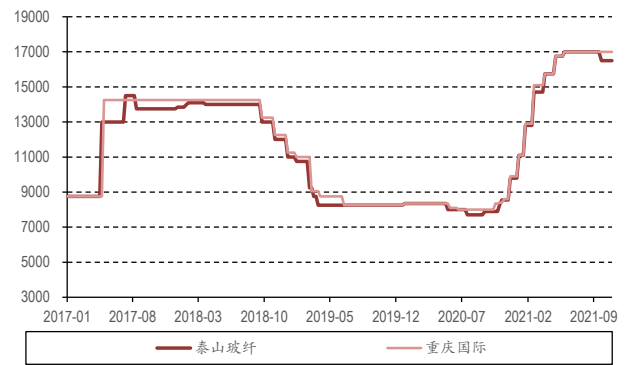
景气持续，价格韧性超预期：玻纤行业与地产-建筑产业链联系相对较弱，年内走出了独立的高度景气。2020 年 4 季度开始，伴随着龙头企业冷修、搬迁带来行业供给减少，电动汽车、风电抢装、电子电器产品需求持续旺盛；今年以来，虽然风电抢装需求相对下滑，但电子纱、短切原丝、合股纱等高端产品需求接力，产品价格持续高位，韧性超预期。缠绕直接纱 2400TEX 的价格自去年 6 月见底后连续上升，均价涨幅超过 50%，伴随着行业内新增产能冲击与风电需求短暂滑坡，价格在 7 月份小幅回落，8-10 月又经历两轮涨价，价格韧性超预期。而电子纱则在经历了同时段的价格上涨，在今年六月初涨至 17000 元/吨，之后基本稳定，韧性同样较强。

图表 18. 无碱纱价格短暂下滑后再次上行



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 电子纱价格维持高位



资料来源：万得，中银证券

新增产能有限，且并不集中：截止 11 月中旬，今年国内玻纤行业共新投放玻纤产能 66 万吨，年内冷修技改扩产的产能 6 万吨，合计新增产能 72 万吨。考虑到产线点火后仍有通常需要 1-2 个月产能爬坡阶段，这一阶段新增产能约等于满产时一个月的产能，考虑到冷修去产能阶段预计今年实际新增产量约 30-35 万吨。新增产量相对有限且并未集中释放，供给冲击总体有限。

图表 20. 2021 年新投产产能

公司	生产基地	产线	品种	产能	状态
中国巨石	桐乡本部	电子纱智能 2 线	电子纱	6 万吨	2021 年 3 月 16 日点火
邢台金牛	河北邢台	3 线	无碱纱	10 万吨	2021 年 3 月 18 日点火
中国巨石	桐乡本部	粗纱智能 3 线	无碱纱	15 万吨	2021 年 5 月 15 日点火
中国巨石	桐乡本部	粗纱智能 4 线	短切纱	15 万吨	2021 年 8 月 28 日点火
泰山玻纤	山东泰安	9 线	无碱纱	10 万吨	2021 年 9 月初点火
长海股份	江苏常州	3 线	无碱纱	10 万吨	2021 年 9 月 14 日点火

资料来源：卓创资讯，中银证券

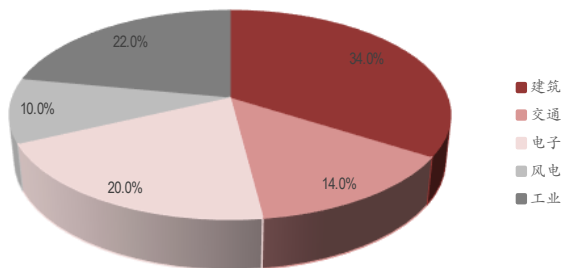
图表 21. 2021 年冷修产线

公司	生产基地	产线	品种	产能	状态
OC 中国	浙江余杭	1 线	无碱纱	8 万吨	2020 年 11 月底冷修，2021 年 1 月 1 日复产。
内江华原	四川内江	6 线	各类粗纱	5 万吨	3 月 1 日放水冷修，5 月 1 日点火复产。
天蜀玻纤	四川泸州	1 线	无碱粗纱	5 万吨	8 月初冷修，9 月中旬点火，3 万吨改 5 万吨
山东玻纤	山东临沂	3 线	无碱粗纱	10 万吨	6 万吨改 10 万吨，7 月初冷修，10 月 22 日点火

资料来源：卓创资讯，中银证券

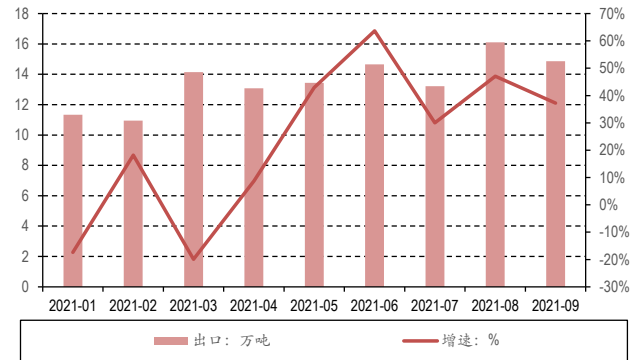
需求增速较高，支撑行业景气度：建筑建材、交通运输、电子电器、风力发电是玻纤四个最主要的应用领域。根据中国纤维复材网数据，2019 年上述我国玻纤在上述四大领域应用占比分别为 34%、14%、20%、10%，合计占比达到 78%。2021 年玻纤需求总体呈现风电抢装结束后小幅下滑，建筑需求维持稳定，汽车与电子纱需求景气较高，高端产品需求持续旺盛的特征。出口方面，今年海外制造业受疫情影响严重，而海外玻纤需求增长较快，国内玻纤出口因之大幅上升。

图表 22. 国内玻纤下游需求以四大领域为主



资料来源：中国纤维复材网，中银证券

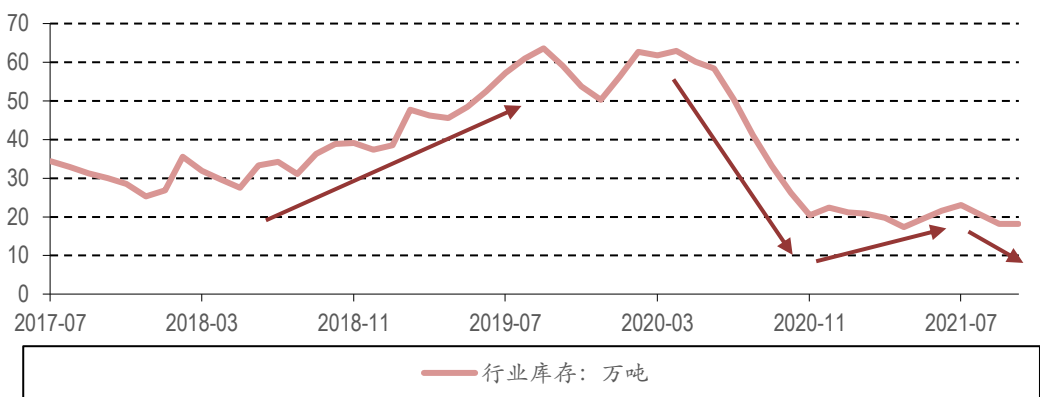
图表 23. 玻纤纱及制品出口同比大幅增长



资料来源：中国纤维复材网，中银证券

库存维持低位，为价格上涨提供空间：玻纤池窑生产需保持高温不能轻易停产，因之玻纤行业供给具有相对刚性，需求的变化将直接反应在行业库存变化上。本轮玻纤行业景气起点时行业库存超过 60 万吨，而本轮周期启动后库存则持续降低至 20 万吨上下，7 月左右短暂上行后继续走低，10 月份库存位 18.18 万吨，仍有下降趋势。低位的库存是行业景气度的最直接保障，也是产品价格继续上涨的直接支撑。

图表 24. 库存维持低位，近月继续下降趋势



资料来源：卓创资讯，中银证券

2022 年展望：供需缺口仍然存在，行业景气有望延续

玻纤需求保持稳定增长

预计 2021-2022 年建筑领域玻纤需求保持稳定增长：据我们测算，2020 年每亿元建筑行业产值对应玻纤需求量达到 5.7 吨。考虑基建需求趋稳，地产需求保持韧性，2021-2022 年建筑行业产值受 2020 低基数影响 2021 年将有所提升，2022 年保持 4%-5% 左右。而单位产值需求量受益于绿色建筑的进一步推广，有望逐步增加。中性假设下，我们认为 2021-2022 年建筑领域玻纤需求量分别为 154、158.6 万吨，需求增速分别为 8.0%、3.0%，保持稳定增长。



图表 25. 2021-2022 年建筑领域玻纤需求量测算

		2020E	2021E	2022E
建筑业产值	万亿元	26.4	29.0	29.9
单位消费量	吨/亿元	5.4	5.3	5.3
消费量测算	万吨	142.6	154.0	158.6
需求增速	%		8.0	3.0

资料来源：国家统计局，中国纤维复材网，中银证券

图表 26. 2021-2022 年风电领域玻纤需求量测算

		2020E	2021E	2022E
风电装机	GW	71.7	68.1	78.3
单位消费量	万吨/GW	0.9	0.7	0.7
消费量测算	万吨	65.8	45.2	52.9
需求增速	%		(31.3)	17.0

资料来源：国家统计局，中银证券

预计 2021-2022 年风电领域玻纤需求先减后增：据我们测算，2020 年全国风电纱需求量达到 65 万吨。考虑 2021 年风电招标量有所回落，预计 2021 年风电装机量相比 2020 年将有所减少，但根据上半年风机招标量价情况来看，跌幅不会太大，2022 年装机量有望再次复苏。对应 2021-2022 年需求量约为 45.2、52.9 万吨，增速分别为-31.3%，17.0%。**电子纱需求仍有望保持中高速增长：**根据对通讯、计算机、汽车等各下游需求的预判，我们认为 2021-2022 年电子纱产量分别为 96.7、116.3 万吨。

图表 27. 2021-2022 年电子纱需求预测

		2020E	2021E	2022E
全球 PCB 产值	亿美元	625.1	658.2	691.5
中国 PCB 产值占比	%	54.0	55.0	56.0
中国 PCB 产值	亿美元	337.5	362.0	387.2
需求增速	%	9.4	13.2	12.9
消费量测算	万吨	80.9	96.7	116.3

资料来源：Prismark，中银证券

在汽车产销复苏以及轻量化驱动下，未来玻纤在汽车领域需求将有快速增长。同样性能下，玻璃纤维复合材料的重量仅为钢材料的三分之一，中国巨石公告数据显示，**汽车整体质量每减少 100kg，百公里油耗将下降 0.3-0.6 升**，符合节能环保的大趋势。参考资料，当前我国已经实现平均百公里油耗 5.0L；结合海外国家未来目标，我们认为汽车节能减排仍将继续，未来我国汽车玻纤用量仍有望增加。预计 2021-2022 年汽车领域玻纤用量分别为 73.8 和 85 万吨。

图表 28. 2021-2022 年汽车领域玻纤需求预测

		2020E	2021E	2022E
汽车产量	万辆	2,526.8	3,284.8	3,416.2
单车用量	公斤	23.3	22.5	24.9
百公里油耗目标	L	5.0	4.8	4.5
玻纤用量	万吨	58.9	73.8	85.0

资料来源：中国汽车材料网，中银证券

未来 1-2 年玻纤行业需求增速或将呈现前低后高的情况：在对建筑、风电、电子、汽车四大领域需求预判的基础上，我们认为其他领域玻纤以及海外需求增速将与工业增加值增速有较密切联系。综合上述几类需求进行加总，我们预计 2021 年国内需求加上海外出口需求将达到 639.6 万吨，同增 11.7%；2022 年将达到 694.1 万吨，同增 8.5%。未来两年需求增长或将呈现前低后高的情况，总体保持中高速增长。结合上文的预测，2021 和 2022 年产能增速分别为 8.7%和 5.9%，相比需求增速仍较低，我们认为接下来玻纤行业景气度会有所下降（供需增速缺口收窄），但仍有望保持较高水平。

图表 29. 2021-2022 年玻纤需求预测汇总

		2020E	2021E	2022E
建筑	万吨	142.6	154.0	158.6
风电	万吨	65.8	45.2	52.9
电子	万吨	80.9	96.7	116.3
汽车	万吨	58.9	73.8	85.0
其他	万吨	74.9	83.0	87.1
国内消费量	万吨	423.0	452.7	499.9
国内需求增速	%		7.0	10.4
出口量	万吨	133.0	165.0	181.5
总需求	万吨	556.0	617.7	681.4
总需求增速	%		11.1	10.3

资料来源：国家统计局，中国纤维复材网，中国汽车材料网，Prismark，中银证券

能耗控制+贵金属价格高位，供给新增或放缓

今年底及 2022 年预计新增产能 72 万吨，但节奏或放缓：根据卓创资讯的资料，今年底及明年全年共有 72 万吨产能计划点火投产，其中无碱粗纱 50 万吨，电子纱 22 万吨。三大龙头中国巨石、重庆国际、泰山玻纤分别新增产能 25、15、6 万吨，计划增量较大。但我们预计实际能够点火的产能或没有这么多，点火节奏或将大幅放缓，原因主要有二：1.能耗双控下，能耗指标趋严，产线建设进程或放缓；2.铂铈合金价格处于高位，新增产线的资本开支大幅增加，新点火门槛提高。

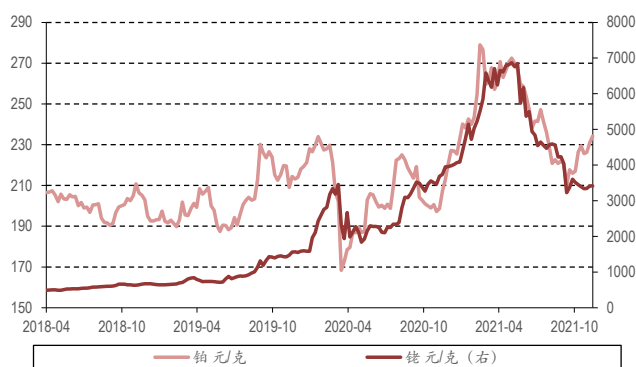
图表 30.2021 年底及明年初有望点火产能

公司	生产基地	产线	品种	产能	状态
重庆三磊	四川黔江	2 线	无碱粗纱	10 万吨	计划 2022 年上半年点火
邢台金牛	河北邢台	4 线	无碱粗纱	10 万吨	计划 2022 年初点火
重庆国际	重庆长寿	F12	无碱粗纱	15 万吨	计划 2022 年点火
泰山玻纤	邹城	6 线	电子纱	6 万吨	计划 2021 年底点火
建滔化工	广东清远	6 线	电子纱	6 万吨	计划 2021 年底点火
中国巨石	成都	3 线	无碱粗纱	15 万吨	计划 2022 年 3-4 月点火
中国巨石	桐乡	电子纱智能 3 线	电子纱	10 万吨	预计 2022 年点火投产
合计				72 万吨	

资料来源：卓创资讯，中银证券

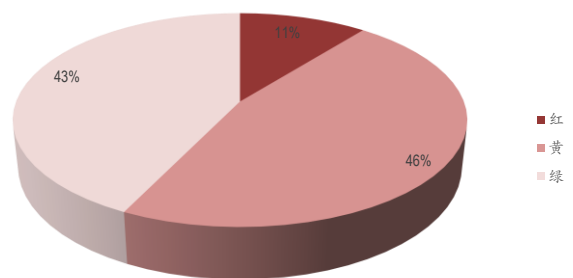
铂铈合金是玻纤池窑生产必要的耗用品，目前价格仍处于高位：据测算，10 万吨玻纤池窑约需要 1.1 吨铂铈合金漏板（九成铂、一成铈），2019 年时，铂均价为 200 元/克，铈价格 1000 元/克，需漏板造价 3.12 亿元。截止今年 11 月中旬时，铂 236 元/克，铈 3415 元/克，对应漏板造价增加 2.95 亿元。每万吨玻纤生产约损耗漏板 6kg，吨成本提升约 331 元。我们认为铈金属价格走高主要增加了中小企业的新产线投产成本，而对龙头影响较小。小企业铂铈合金则相对不足，又无降低铈金属含量的技术，产线投产节奏或放缓。

图表 31.铂铈金属仍处于较高位置



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 约 60%产能处于一级或二级能耗强度预警省份



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 龙头企业铂铑合金储备充足

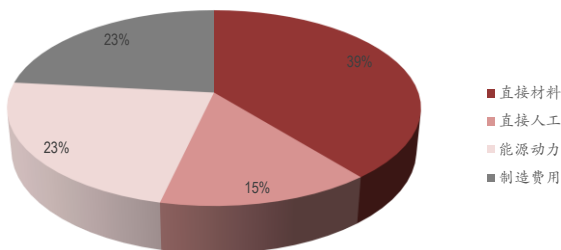
储备情况	
中国巨石	公司公告今年以来累计出售铑粉和铂铑合金 131.7kg，累计交易金额 4.3 亿元，实现利润 3.4 亿元。
山东玻纤	年报记载，铂铑合金余额 12.6 亿元，半年报余额 13.2 亿元，估算储备量约 250-300kg。
长海股份	前后共计划出售贵金属铑分 110kg。
九鼎新材	铂铑合金漏板主要依靠融资租入。

资料来源：各公司公告，中银证券

能耗管控趋严，新增产能投产预计难度加大，中小产线有望加速退出：今年上半年能耗双控完成情况较差，根据发改委发布的《上半年各地区能耗双控完成情况晴雨表》，能耗强度上有 9 个省区一级预警，能源消费总量上则有 8 个省区为一级预警。根据卓创资讯的资料，目前在产的产线中，能耗强度处于一级、二级、三级预警的省份分别有 65.4、283.4、261 万吨，占比分别为 11%、46%、43%，即处于能耗管控较严地区的有超过 60%。2022 年预计投产的 72 万吨产线中，共有 6 万吨处于能耗强度一级预警省份、35 万吨处于二级预警省份，共计 57% 处于能耗强度较高的省份。

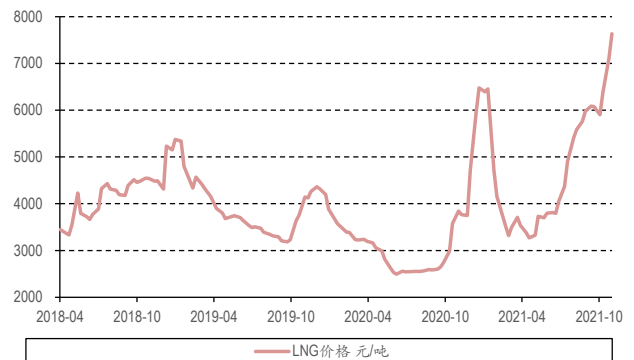
天然气与电价上涨加速小产线退出：十月中旬，发改委发布了关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知，通知规定，将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制。而近期天然气价格同样显著提高，11 月中旬 LNG 现货价已超过 7600 元/吨，较去年同期涨幅超 98%，全年均价较去年均价上涨 52.3%。由于龙头企业大多建设有天然气储气罐，能源价格提高将推升玻纤行业生产成本，从而一定程度抑制现金流，抑制新产线投放。

图表 34. 电力与天然气占玻纤生产成本 20%-28%



资料来源：山东玻纤招股说明书，中银证券

图表 35. 天然气价格持续走高



资料来源：万得，中银证券

水泥：2021 景气下行，看好 2022 年新开工带动行业复苏

全年景气度两次优于去年同期，全年曲折下行

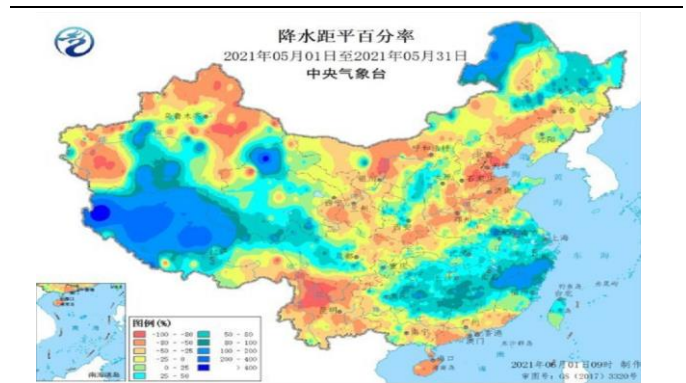
全年景气度两次优于去年同期，但新开工疲软+疫情与雨水扰动，2021 年水泥行业景气度曲折下行：2021 年初至 5 月份，在去年低基数的情况下，季节性生产旺季到来，水泥行业景气度大幅优于去年同期。9 月之后，能耗双控政策推进带来供给收缩，导致水泥价格大幅上升，景气度提高。但全年总体下游需求疲软，水泥价格持续下行。

图表 36. 2021 年水泥行业景气度两度高于去年同期



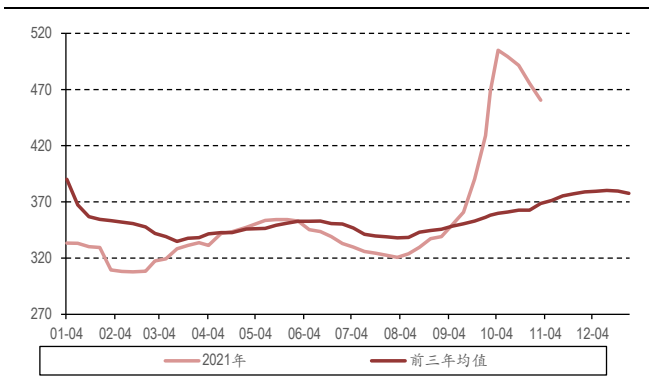
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 37. 今年雨季到来较早，5 月降水量高于历史同期



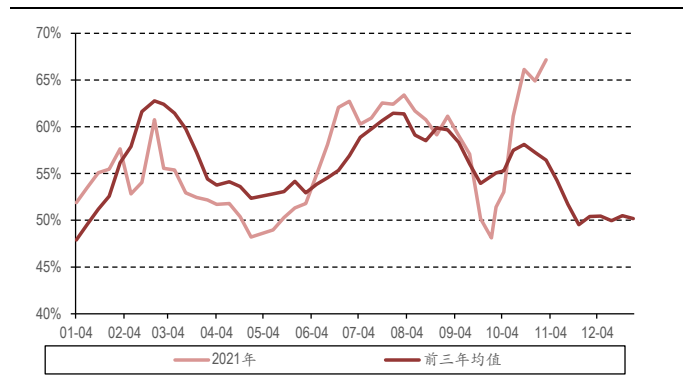
资料来源：中央气象台，中银证券

图表 38. 今年熟料价格与前三年均值互有高低



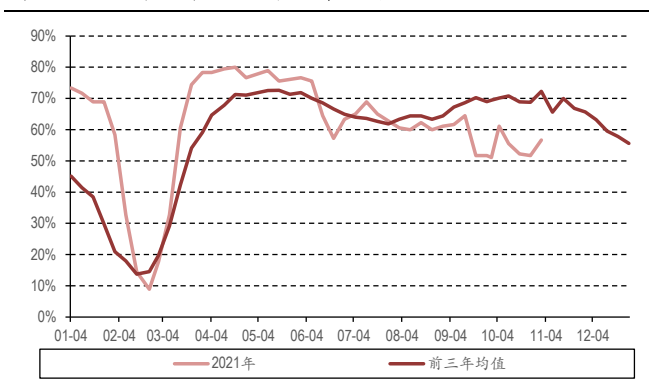
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 39. 行业库存比正逐渐上行



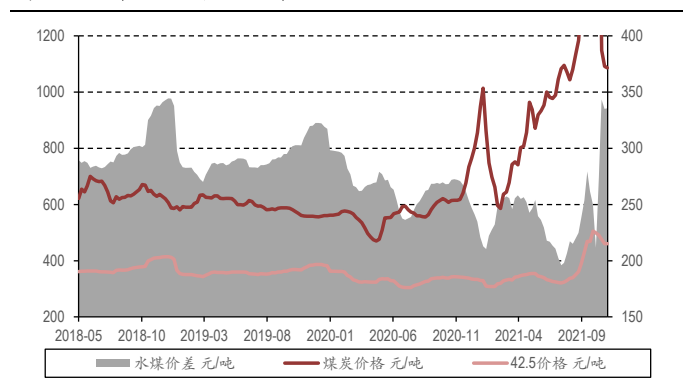
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 40. 九月以来磨机开工率低于历史同期



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 41. 煤价下行后水煤价差向上



资料来源：卓创资讯，中银证券

未来研判：看好开工上行与供给收缩

需求侧看好地产放松，基建复苏

近期，央行多次释放宽松信号，地产融资链条或有望边际放松：三条红线实施一年以来，房地产企业融资难与销售难问题成为困扰房企的最核心难题。近期央行三季度货币政策例会、央行数据发布会等均出现地产边际宽松的表态。**最近一个月内召开了四次国家层面的房地产企业座谈会。**座谈会目的在于：1) 听取企业对近期经营中存在的问题以及政策的意见，为决策提供参考；2) 关注房企融资情况。房地产企业的经营情况得到普遍关注。

图表 42. 近期中央多次释放地产融资宽松信号

日期	事件	关键内容
7月30日	政治局会议	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。
9月24日	央行三季度货币政策例会	维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。
10月15日	央行数据发布会	部分金融机构对于30家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，将要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款，企业销售回款偿还贷款后，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款，也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷。
10月20日	金融街论坛	刘鹤副总理指出房地产合理资金需求正在得到“满足”；央行副行长潘功胜指出房地产信贷过紧的行为逐步得以“矫正”。
11月10日	央行公布10月末个人住房贷款余额	10月末个人住房贷款余额37.7万亿元，当月增加3481亿元，较九月多增加1013亿元。这是央行首次披露单月个人住房贷款融资余额数据。
11月24日	国常会	国务院常务会议部署完善地方政府专项债券管理，优化资金使用，严格资金监管。其中，明确提出“研究依法依规按程序提前下达部分额度”。同日，刘鹤副总理在人民日报上发表《必须实现高质量发展》文章中着重提到“适度超前进行基础设施建设”

资料来源：中国人民银行，中国政府网，人民日报，中银证券

图表 43. 近期集中召开了四次全国层面的房企座谈会

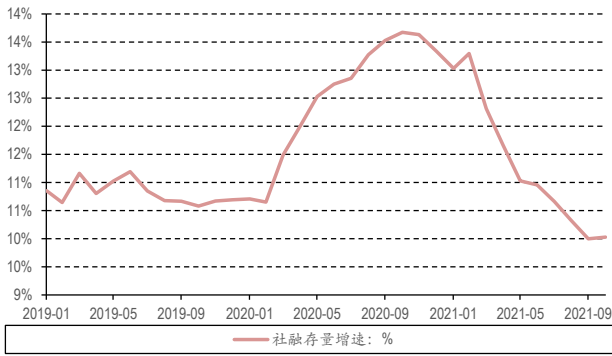
日期	主持部门	参会企业	关键内容
10月15日	中国房地产业协会	中海、保利、万科、融创、金地、龙湖、中梁、新城、绿城、旭辉10家企业	房企诉求集中在希冀政策调控在坚持房住不炒的前提下适当放松，包括稳定市场预期、支持刚需购房及土地价格调整等。
10月26日	国家发改委外资司和国家外汇局	万科、世贸、建业等8家	将继续满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，要求企业优化外债结构，严格按照规定用途使用外债资金，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序。
11月8日	国务院发展研究中心	万科、佳兆业、平安信托、华润信托、南方基金、中信银行、建设银行等地产及金融企业	房企诉求集中在降低目前资金链风险，建议融资方面将直接融资与股权融资差别放开；金融机构诉求集中在解决目前悲观的市场预期，降低对上下游及就业的影响。
11月9日	中国银行间市场交易商协会	碧桂园、招商蛇口、保利发招商蛇口、保利发展、碧桂园等公司近期均有计划在银行间市场注册发行债务融资工具。	

资料来源：中国指数研究院，中银证券

十月社融企稳，专项债显著加速，资金链或缓解：10月社融增量为1.6万亿元，比上年同期多1,970亿元，比2019年同期多7,219亿元，增速出现企稳态势，地产资金链压力或放缓。730政治局会议后，专项债发行显著提速，9月发行6,013亿元，速度显著加快。根据《21世纪经济报道》，近期监管部门要求，各地剩余新增专项债券额度需于11月底前发行完毕，不再为12月预留专项债额度。今年下半年专项债提速有望在2022年H1形成实物工作量，利好建材行业水泥需求。

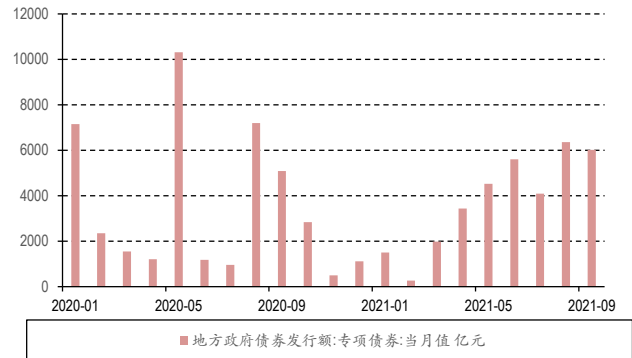
出口预期回落，消费受疫情干扰，投资有望发力：复盘今年的经济形势，随着我国领先其他国家从新冠疫情之中恢复，净出口迎来大幅度增长，而消费与投资则在基数效应褪去后逐渐下滑。我们认为目前经济下滑压力仍然较大，相对于难以把控的消费和净出口，投资作为政策工具重要性重新凸显。综上，我们认为2022年基建投资复苏概率将增大，水泥需求有望率先受益。

图表 44. 社融存量增速出现企稳态势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 45. 下半年专项债发行显著加速



资料来源: 万得, 中银证券

供给侧看置换比例提高及碳中和缩量

产能置换新规出台有望改善行业供给。工信部发布的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》新政策提升了水泥产能置换标准, 更加周全, 减少一刀切, 但标准也更加严格。具体来看, 新办法体现以下几点: 1.提高了水泥项目产能置换比例, 大气污染防治重点区域水泥项目由 1.5:1 调整至 2:1, 非大气污染防治重点区域由 1.25:1 调整至 1.5:1; 2.西藏不再区别对待; 3.鼓励白色硅酸盐水泥和固废综合利用; 4.堵上了僵尸产能和异地产能置换的漏洞。新办法推行有利于进一步收紧行业供给。

图表 46. 两版《水泥玻璃产能置换实施办法》比较

内容	2021 《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	2018 《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	点评
严控新建	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, 必须制定产能置换方案, 实施产能置换。	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。	继续严控水泥与熟料新建产能, 严格执行产能置换。
置换标准	大气污染防治重点区域置换比例不低于 2:1; 其他区域产能置换比例不低于 1.5:1。产业结构调整目录限制类的产能以及跨省置换项目, 置换比例一律不低于 2:1	环境敏感区的水泥熟料建设项目, 置换比例为 1.5:1; 其他非环境敏感地区比例为 1.25:1; 西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。	1.水泥产能置换比例提高: 2.西藏不再区别对待, 区域格局有望改善:
政策鼓励	1.新建白色硅酸盐熟料产能指标可减半。 2.鼓励固废综合利用。湖北、贵州等五省磷(钛、氟)石膏生产水泥项目, 且替代石灰石原料 70%以上, 可实施等量置换。		1.鼓励白色硅酸盐水泥 2.鼓励固废综合利用
置换要求	不得置换的产能 1.已超过淘汰期限的落后产能, 已享受产能退出补贴的 2.违反错峰生产规定约谈后拒不改正 3.2013 年以来, 连续停产两年及以上	1.2018 年 1 月 1 日以后在政府网上公告关停退出的产能可置换。 2.已超过淘汰期限的, 已享受奖补资金的退出产能, 无生产许可的, 已使用置换指标的均不得用于产能置换。	产能置换效果有望提升: 严格防止已退出产线、僵尸产线、问题产线等占用产能置换指标。

资料来源: 工信部, 中银证券

错峰生产持续且有进一步收紧的趋势: 水泥行业特有的错峰生产行业自律保障了水泥行业供给格局长期平稳向好。截止 11 月 22 日, 北方多数省份及南方部分省份已公布今冬错峰生产计划, 总的特点是冬季错峰范围扩大, 错峰生产的时间延长。



图表 47. 今年冬季错峰生产进一步收紧

省份	2021 年错峰计划	2020 年错峰计划	趋势
河北	全年 150 天, 采暖季 120 天, 5 月、7 月中下旬和 8 月上旬、9 月和 10 月上旬共计 30 天。	采暖季 105 天, 2020.12.1-2021.3.15。	收紧
山西	5 个月, 11.1-3.31 日, A 级企业豁免错峰	120 天, 11.1-3.31	收紧
内蒙古	120 天, 12.1-3.31 日	120 天, 11.15-3.15	不变
山东	120 天, 12.1-3.31 日	12 天, 12.1-3.15	不变
河南	四级三档, 分别错峰 78、93、120 天	60 天, 1.1-1.31/3.1-3.31	收紧
辽宁	120 天, 11.15-3.31 日	120 天, 12.1-3.31	不变
吉林	150 天, 11.1-3.31 日	120 天, 12.1-3.31	收紧
黑龙江	150 天, 10.15-3.15 日	135 天, 11.15-3.31	收紧
陕西	100 天, 12.1-3.10 日	80 天, 12.10-2.28	收紧
甘肃	100 天, 12.1-3.10	90 天, 11.1-3.31	收紧
青海	120 天, 11.15-3.31 日	135 天, 12.1-4.15	放松
宁夏	100 天, 12.1-3.10	90-100 天, 12.1-3.10	收紧
新疆	90-175 天: 乌、昌、石、吐鲁番、哈密、伊犁、博州、塔城、阿勒泰地区 6 个月, 11.1-4.30; 巴州地区 5 个月, 11.1-3.31; 阿克苏、克州、喀什地区 5 个半月, 11.1-3.15; 和田地区 3 个月, 12.1-2.28	120-210 天: 和田 2020.12.1-2021.3.1; 喀什、克州 2020.11.1-2021.3.1; 阿克苏、巴州 2020.11.1-2021.4.1, 2021.5.1-2021.6.1; 其他地州市 2020.11.1-2021.5.1, 2021.6.1-2021.7.1	放松

资料来源: 中国水泥网, 卓创资讯, 中银证券

行业格局方面, 资产重组助力行业协同水平提高: 今年水泥行业内重大资产重组接连完成, 天山股份、冀东金隅分别完成了重大资产重组, 金隅与台泥共同出资成立合营企业, 海螺水泥举牌亚泰成为第二大股东, 我们认为水泥行业内的龙头企业重组完成将利好行业整体格局优化, 行业协同水平或进一步提高。

防水：提标增量+BIPV，龙头率先受益

需求侧：提标增量+BIPV，单位面积用量有望提升

多个地区率先提出提标增量，全国性规范稿呼之欲出：新《规范》呼之欲出，提标增量空间较大：2019年，住建部发布《建筑和市政工程防水通用规范（征求意见稿）》，计划将屋面和外墙工程防水设计工作年限提高至不应低于25年，室内工程防水设计工作年限不应低于30年，而现行标准2000年发布的《建设工程质量管理条例的规定》中要求，“屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏工程保修期为5年”。防水标准大大提高，防水需求有望提标增量。

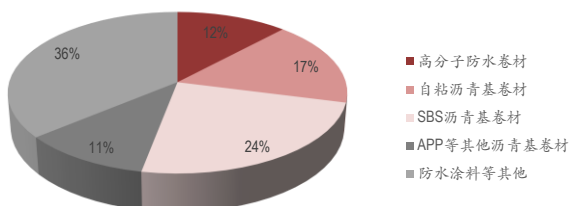
图表 48. 防水行业相关政策要求逐渐趋严

时间	部门	文件	内容
2019.02	住建部	《建筑和市政工程防水通用规范》（征求意见稿）	计划提高建筑工程防水技术标准，要求地下工程防水设计工作年限不应低于工程结构年限，屋面防水设计工作年限不应低于25年等
2019.05	北京市住建委等三部门	《北京市禁止使用建筑材料目录》	低下密闭空间、通风不畅空间和易燃材料附近的防水工程禁止使用明火热熔法施工的沥青类防水卷材
2019.11	发改委	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	鼓励推广使用改性沥青/高分子防水卷材、水性或高固含量防水涂料等新型建筑防水材料；淘汰相关落后生产工艺装备和落后产品
2020.03	认监委	《绿色产品认证实施规则防水与密封材料》	防水密封材料开展绿色产品认证，认证单位划分的产品分类为沥青基防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、密封胶4类
2020.07	生态环境部	《重污染天气重点行业应急减排技术指南（2020年修订版）》	防水行业将开展绩效分级，制定差异化应急减排措施
2020.11	财政部、住建部	《关于政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升试点工作的通知》	在政府采购工程中积极推广绿色建筑和绿色建材应用，并选择一批绿色发展基础较好的城市进行试点
2021.05	成都住建局	《关于提升新建商品住宅建设品质的技术规定（征求意见稿）》	新建商品住宅项目防水禁用热熔性SBS防水卷材、溶剂型建筑防水涂料，且防水质保期不低于10年
2021.06	成都住建局	《关于政府投资项目使用水性建筑涂料、高分子防水材料的通知》	6月1日起在政府投资项目中使用水性建筑涂料和高分子防水材料
2021.6	苏州住建局	《苏州市住宅品质提升设计指引（试行）》	住宅外墙应采取墙面整体防水措施；当住宅卫生间采用轻质隔墙（墙板）时，内墙面应采取整体防水措施；住宅阳台顶棚应设防水层。
2021.	北京市规划和自然资源委	《首批集中供地高标准商品住宅建设方案公告》	从公共性、宜居性、创新性和示范性多方面综合考量选出8个特色方案，首次在供地阶段通过设计方案的评审来确定中标资格，推进住宅建设实现高质量发展。中选开发商对外墙保温/防水工程承诺质保期限不少于15年

资料来源：各政府部门官网，中银证券

防水是屋顶光伏安装的前提，空间广阔：防水对于屋顶光伏的重要性主要有三：1) 现有防水寿命仅5-10年，与光伏电站的25年寿命不匹配；2) 现有屋顶加装光伏组件将会破坏原有防水层，导致渗透损坏屋顶；3) 房屋漏水将极大程度影响光伏电站运营，漏水将使光伏电站必须暂停运营甚至完全拆卸重做，成本较高得不偿失。因此要发展光伏屋顶，均需要提高防水层质量。

图表 49. 高分子防水材料占比仍较低



资料来源：涂料经，中银证券

图表 50. TPO 性能更优秀，适合屋顶光伏安装

	耐候性	可焊接性	耐老化性	环保性
EDPM	很好	不可焊接	较好	较好
PVC	好	很好	较差	一般
TPO	很好	好	较好	很好

资料来源：《中国建筑防水》，中银证券

高分子卷材优于改性沥青基材，TPO 优于其他高分子卷材：我国防水市场长期以 SBS、APP 等改性沥青防水卷材材料为主，它们的耐候性较弱，寿命相对较短，难以达成光伏组件的 25 年的使用寿命要求。相对于传统的沥青防水材料，高分子卷材寿命更长，可以达成与光伏组件一样的 25 年甚至更长的工作年限，实现完全覆盖光伏生命周期。相比 PVC 等高分子卷材，TPO 材料不添加增塑剂，具有高柔性、高拉伸小、高耐候性，更具有优势；相比 EDPM，TPO 可焊接，更适合屋顶光伏安装的特点。

政策不断推动，2025 年新建公共建筑可安装光伏屋顶面积力争达到光伏覆盖率 50%：2021 年 6 月，国家能源局综合司下发通知，要求党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；学校、医院、村委会等公共建筑不低于 40%；工商业厂房不低于 30%；农村居民不低于 20%。11 月 19 日，国家机关事务管理局等四部委联合下发《关于印发深入开展公共机构绿色低碳引领行动促进碳达峰实施方案的通知》，要求推广光伏发电与建筑一体化应用。到 2025 年新建公共建筑可安装光伏屋顶面积力争实现光伏覆盖率达到 50%。在此背景下，防水行业龙头开始布局 BIPV 防水。

图表 51. 防水行业龙头加快布局 BIPV

上市公司	时间	内容
东方雨虹	2009 年	岳阳 TPO 生产线投产
	2011 年	开始探索屋面分布式光伏与 TPO 单层屋面系统的结合方式。
	2021-09	与信义电源签订《战略合作协议》，在全国范围内共同推动“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目，具体合作模式包括：双方共同研发光伏屋面一体化产品，加强深度合作；双方共同推动光伏屋面市场销售工作，合力共赢；双方市场销售渠道共享，共同推进既有 TPO 光伏系统等。
2021-09	与晶澳科技签订《战略合作协议》，在全国范围内共同推动“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目，具体合作模式包括：双方共同研发光伏屋面一体化产品，加强深度合作；双方共同推动光伏屋面市场营销及修缮领域拓展工作，合力共赢；双方市场销售渠道共享，共同推进光伏组件的销售、TPO 光伏一体化、既有建筑光伏防水改造、修缮领域的市场拓展等。	
	2021-11	公司与瑞和股份签订《战略合作协议》，在光伏屋面一体化领域进一步深化业务合作，在全国范围内共同推动“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目，具体合作模式包括：双方共同研发光伏屋面一体化工程，加强深度合作；双方共同推动光伏屋面市场营销及修缮领域拓展工作；双方市场销售渠道共享，共同推进 TPO 光伏一体化、既有建筑光伏防水改造、修缮领域的市场拓展等。
科顺股份	-	已布局 TPO 高分子防水材料多年，并持有发明专利，近期正与圣戈班集团合资开发外露型 TPO 防水卷材市场。
北新建材	-	北新防水提出了北新光伏建筑一体化（BIPV）防水系统。该系统以 TPO 防水卷材或者 α 硅烷聚合物防水涂料为主防水层，前者通过无穿孔机械固定方或满粘法施工，形成无穿孔防水层，确保防水整体防水效果；后者采用轻型化设备机械化喷涂或人工刮涂工艺，冷施工在屋面基层、光伏支座上，形成无搭接缝防水层，整体防水效果优越。
凯伦股份	2021-07	凯伦股份高分子产业园开园，凯伦股份正式发布了“CSPV 全生命周期光伏屋顶解决方案”，把单层屋面系统与光伏发电系统相结合，开创了全新的功能型屋顶系统，融合防水、保温、防火等多种功能性需求为一体，可提供 25 年以上使用寿命且具备顶级防水性能。
	2021-08	拟与联盛新能源共同投资设立合资公司，合资公司注册资本为人民币 8,000 万元，其中公司拟占股 40%，联盛新能源拟占股 60%。合资公司将充分利用凯伦股份在“全生命周期光伏屋顶”（CSPV）系统的竞争优势，以及联盛新能源在太阳能光伏电站开发和项目运作的丰富经验，共同开发屋顶分布式光伏发电项目。

资料来源：各公司公告，互动易，涂料经，中银证券

预计明年提标增量与 BIPV 带来的需求增量将远大于地产与基建总面积变化带来的增量：在下半年专项债加速的情况下，我们预计明年基建复苏概率较大，地产宽松预期带来的开工增量或在下半年落地，但这两项带来的防水行业需求增量总规模较小。预计 BIPV 与提标带来的增量将是明年防水行业需求的最主要拉动力。

龙头加速布局，头部竞争或加剧

近期行业龙头加速布局，头部竞争或加剧：近 12 个月内，东方雨虹已公告投资项目共 22 个，另有光伏相关合作协议三个。投资项目中绿色新材料生产基地项目共 14 个，智能制造基地项目 2 个，区域总部办公项目 4 个，仓储基地 1 个，原材料生产基地 1 个；仅统计生产基地项目，华东地区 7 个、华中地区 4 个、华北、东北、西北地区各两个，项目建设遍布全国各地，全国布局进一步加速。科顺股份同样通过对外投资建设新生产研发基地进行产能扩张。北新建材则在九月份集中重组了一批防水企业，提高市占率。

图表 52. 东方雨虹近 12 个月投资项目一览

公告日	项目名称	地点	建设内容	投资额	工期
9.30	东方雨虹合肥绿色建材生产基地项目	安徽合肥肥西县	一期建设沥青防水卷材、高分子防水卷材、特种砂浆三种产品研发生产基地项目；二期建设内容另行协商。	12 亿元	24 个月内投产
7.12	40 万吨/年乙烯-醋酸乙烯共聚物胶粘剂(VAE 乳液)、10 万吨/年乙烯-醋酸乙烯共聚物可再分散性乳胶粉(VAEP 胶粉)项目。	江苏扬州	两期建设，一期拟建设 12 万吨/年 VAE 乳液、5 万吨/年 VAEP 胶粉项目；二期拟建设 28 万吨/年 VAE 乳液、5 万吨/年 VAEP 胶粉项目	25	一期 16 个月，二期最晚 2025 年 10 月 1 日
7.11	东方雨虹仪征绿色建材生产基地项目及研发基地项目	江苏扬州	生产基地项目主要以生产非化防水卷材、防水涂料、砂浆等为主；	5	24 个月内投产
6.11	绿色新材料产业园及黑龙江区域总部项目	黑龙江哈尔滨	东方雨虹黑龙江省区域总部；东方雨虹绿色新材料产业园、寒地防水研发中心、物流中心及配套生活办公辅助设施	6 亿元	两年内完工
6.9	绿色新型建材研发生产基地项目	江苏镇江	新型建筑防水材料、新型墙体材料、新型功能涂层材料、特种砂浆等产品的研发生产	30 亿元	10 月内首条产线，24 个月全面建成
6.7	绿色建材生产基地项目	湖南郴州	防水卷材、特种砂浆、装配式（加气材料）等产品的研发和生产	10 亿元	24 个月内投产
5.27	张家港绿色建材智能生产基地项目	江苏张家港	防水、节能保温材料、民用建筑材料、特种砂浆、粉料等产品的研发生产	20 亿元	24 个月内投产
5.21	乌鲁木齐绿色建材生产基地项目	新疆乌鲁木齐	防水、节能保温材料、民用建筑材料、特种砂浆、建筑涂料等产品的研发生产	10 亿元	18 个月内投产
5.11	通辽绿色新材料生产基地项目	内蒙古通辽	硅砂加工节能环保墙体材料和环保建筑涂料	20 亿元	1 期 2022 年 8 月投产，2 期与 3 期 2024 年投产
2.23	郑州东方雨虹楼店研仓一体化基地项目及河南区域总部项目	河南郑州	楼店研仓一体化基地	8 亿元	2 年
2.9	绿色建材生产基地项目	江苏宿迁	防水、节能保温材料、民用建筑材料、水性涂料等产品的研发生产项目	10 亿元	24 个月
2.2	新材料智能制造生产基地	山西太原	年产 3000 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨防水涂料、10 万吨砂浆、保温节能材料、绿色民用建材、建筑粉料项目及配套工程	15 亿元	24 个月
1.14	绿色建材生产基地项目及辽宁区域总部项目	辽宁沈阳	防水、节能保温材料、民用建筑材料、特种砂浆、建筑涂料等产品的研发、生产。	4.5 亿	12 个月
1.14	新材料生产项目	湖南邵阳	新材料生产及配套项目生产	7 亿元	18 个月
1.5	山东区域总部项目及绿色建材生产基地项目	山东济南	新型建筑防水材料、节能保温密封材料、特种砂浆及绿色民用建材等产品的研发、生产	9 亿元	2021 年 11 月投产
1.5	绿色建筑新材料生产基地	江西南昌	防水材料生产车间、保温材料生产车间、综合生产车间和配套仓储、企业综合办公与研发大楼	20 亿元	18 个月
12.31	绿色建筑新材料生产基地	河南郑州	防水、节能保温材料、民用建筑材料、特种砂浆、建筑涂料等产品研发生产项目	10 亿元	两期各 24 个月

资料来源：公司公告，中银证券

图表 53. 科顺股份近一年投资项目一览

公告日	项目名称	地点	建设内容	投资额	工期
11.09	新型防水材料生产研发基地建设	浙江湖州	拟建沥青卷材 8160 万 m ² /a, 高分子 3000 万 m ² /a, 沥青涂料 2 万吨/a, 水性涂料 2 万吨/a, 干粉砂浆 10 万吨/a 的生产线, 及其它生产辅助设施、办公、仓储物流配套设施等。	10 亿元	18 个月内试产, 36 个月内全部正式投产
9.15	新型防水材料生产研发基地建设	安徽明光	主要建设 6120 万 m ² /a 改性沥青防水卷材生产线、3000 万 m ² /a 高分子卷材生产线、2 万吨/a 沥青涂料生产线、2 万吨/a 水性涂料生产线、2 万吨/a 聚氨酯涂料生产线、4 万吨/a 特种涂料生产线、10 万吨/a 特种砂浆生产线以及配套设施等。	7 亿元	24 个月
5.14	年产 10 万吨无纺布及防水材料生产建设项目	山东德州	主要建设 10 万吨无纺布生产线及聚酯熔体原料生产、防水材料、55 蒸吨的兰炭锅炉及生产配套设施等。	8.6 亿元	18 个月内试产, 36 个月内全部正式投产

资料来源: 公司公告, 中银证券

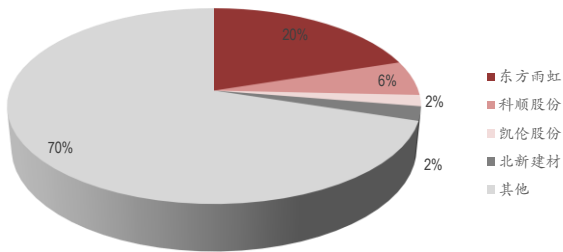
图表 54. 北新建材集中重组一览

标的	重组比例/重组后持股比例:%	业务	说明
天津滨海澳泰防水	70%/70%	防水	进一步强化北新防水在 高分子防水细分市场的竞争力、影响力, 并完善北新防水在京津冀地区的产业布局
四川蜀羊防水材料	30%/100%	防水	在持有四川蜀羊 70% 股权的基础上进一步收购剩余少数股权, 有利于北新防水进一步加强对四川蜀羊的管控力度并扩大收益, 有利于后续规划北新防水本部业务的全国布局, 进一步推动防水业务的整合优化。
成都赛特防水材料	70%/70%	防水	本次交易完成后, 北新防水持有成都赛特 70% 股权, 有利于强化北新防水在轨道交通等公共设施领域防水材料市场的竞争力。
天津灯塔涂料工业	49%/49%	涂料	北新涂料以本次收购为契机, 加大在涂料领域的投入, 借助标的公司技术优势和行业积累, 丰富涂料业务品类和提升研发能力。其余 51% 股权由中国建材持有。

资料来源: 公司公告, 中银证券

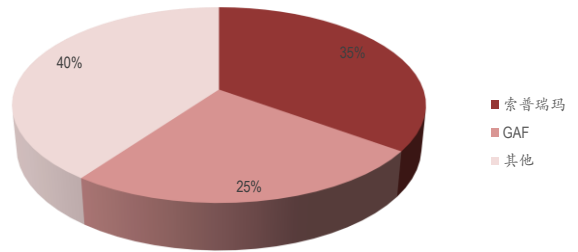
行业集中度提升尚有空间, 但短期内龙头集中扩产或加剧行业竞争: 以 2020 年中国建筑防水材料行业协会数据为参考, 我国防水行业规上企业当年营收合计为 1,087 亿, 四家防水龙头雨虹、科顺、凯伦、北新的防水营收合计占比不足 30%; 参考美国防水行业龙头索普瑞玛一家的市占率有 35%, 我国防水行业的集中度仍然有上升空间, 龙头扩产有望加速集中度提升, 但短期或引起行业竞争加剧。

图表 55. 我国防水行业 CR4 约 30%



资料来源: 中国建筑防水协会, 中银证券

图表 56. 2018 年年美国建筑防水行业 CR1 为 35%



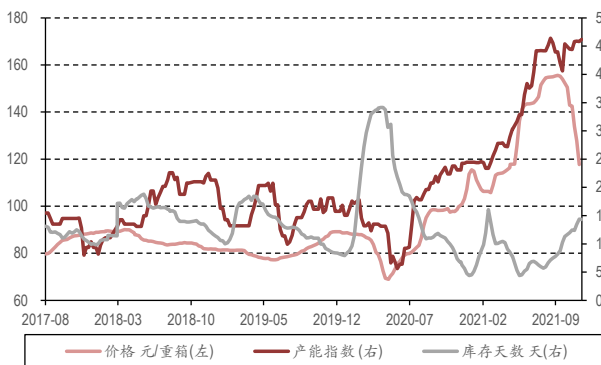
资料来源: Bloomberg, 中银证券

玻璃：竣工预计仍有韧性，冷修周期或即将到来

竣工预计仍有较好表现，玻璃价格或再次回升

三条红线助力，前期开工剪刀差迅速弥补：三条红线之一为，剔除预收款的资产负债率大于70%，为实现三条红线降档，降低融资压力，地产商有动力加速竣工，将前期预收款转换为收入，从而提高资产负债率；叠加前期开工与竣工剪刀差持续未补足，2021年中地产竣工增速快速提升，玻璃行业景气度因之快速提升。以当月同比数据来看，今年5-8月，地产竣工面积增速分别为10.1%、66.6%、25.7%、28.4%，高竣工是玻璃价格维持高位，库存持续低位的最主要原因。

图表 57. 玻璃景气度在今年二三季度达到历史最高



资料来源：卓创资讯，中银证券

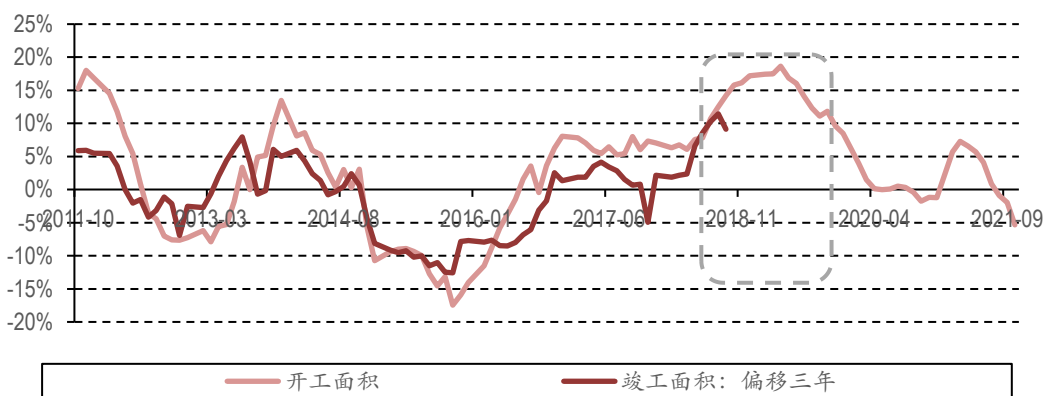
图表 58. 竣工面积在今年二三季度达到高位



资料来源：万得，中银证券

预计 2022 年竣工面积增速将呈现缓慢下行的态势：九月下旬开始，玻璃价格开始逐渐下滑，库存也从历史低位逐渐累积至历史平均水平。与之对应的是，9月与10月的地产竣工面积增速仅为1.0%与-20.6%。经验来看，新开工到地产竣工的周期约为三年左右，上一轮地产新开工高峰期为2016年下半年到2019年底，我们预计2022年地产竣工面积增速将表现为缓慢下行的态势。

图表 59. 竣工面积或将缓慢下行



资料来源：万得，中银证券

冷修周期或到来，供给收缩或加速

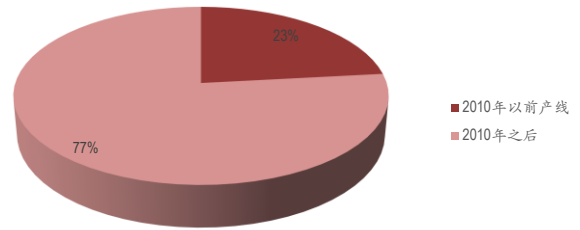
开工率处于高位，2010年前在产老线占比较高：在今年高景气度下，浮法玻璃的开工率基本维持着87%-90%之间的开工率，高于前两年的平均水平。玻璃行业存在供给刚性，产线生产需要保持1000度以上的高温，产线不可以轻易停产，产线运转周期约为10年左右，到期则需要冷修。我们统计后，行业内2010年前投产，至今未冷修的产能占比约23.3%，规模相对较大，我们预计这部分产线在明年冷修的概率较大，行业供给或因冷修而收缩。

图表 60. 高景气度下浮法玻璃开工率维持高位



资料来源: 万得, 中银证券

图表 61. 2010 年以前投产的浮法玻璃产能占比约 23%

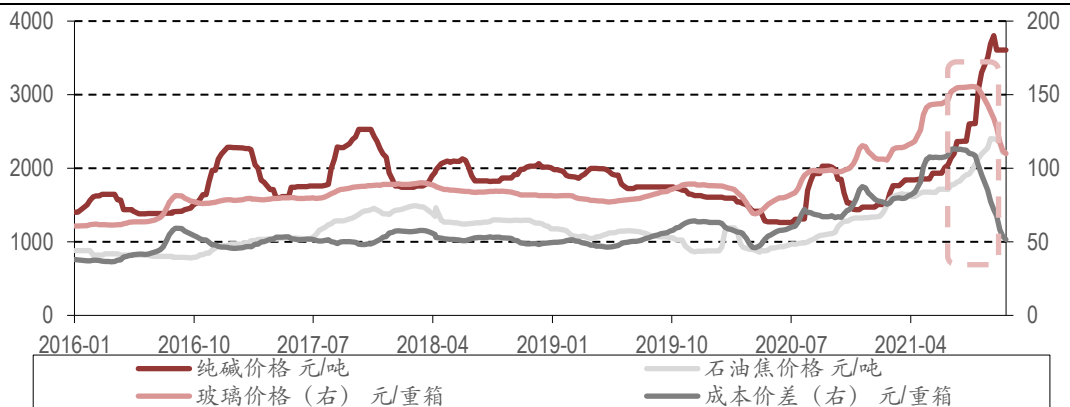


资料来源: 卓创资讯, 中银证券

价格下滑后, 成本压力逐渐显现

纯碱与石油焦价格上涨较多, 玻璃价格回落后, 成本压力逐渐浮现: 今年内玻璃的主要原材料纯碱与石油焦的全年均价较去年分别上涨了 43.1%/75.3%; 时间点来看, 十一月下旬纯碱与石油焦价格分别是 3,607 元/吨、2,212 元/吨, 较去年同期分别上涨 135.9%与 69.7%。由于前期玻璃价格维持历史高位, 成本端压力上涨并未显著冲击玻璃行业利润, 但目前玻璃价格正逐渐下滑, 目前约 109.9 元/重箱, 而主要燃料与电力价格同样上涨, 玻璃行业的成本压力正逐渐显现。

图表 62. 玻璃成本价差处于下行轨道



资料来源: 万得, 卓创资讯, 中银证券

其他建材：看好消费建材底部复苏+减水剂集中度提升

消费建材：底部复苏信号明显，龙头资本运作显信心

行业承压，上市公司加大回购力度，表明企业看好自身业绩增长：近期，消费建材板块多家上市公司集中公告股权回购、员工持股与股权激励计划，彰显上市公司对未来经营发展信心以及对目前估值底部的看法。同时，多家上市公司公布了对外投资计划。在地产链条资金紧张，龙头房企信用减值预期加强，原材料压力高居不下的压力下，消费建材行业业绩总体压力较大，行业估值随之走低。龙头企业集中、频繁的资金运作，或意味着上市公司认为公司估值底部已现，未来复苏预期较强。

图表 63. 近期多家消费建材上市公司公告回购、员工持股及股权激励计划

日期	上市公司	关键内容
11月9日	东方雨虹	董事会同意公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分公司A股股票，用于后期实施员工持股计划或者股权激励。本次用于回购的资金总额不低于人民币10亿元（含本数）且不超过人民币20亿元（含本数），回购价格不超过人民币55.79元/股。截止10日已回购80.1万股，成交价3001万元。
11月9日	蒙娜丽莎	董事会同意以自有资金通过集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股股份，回购股份将全部用于股权激励计划或员工持股计划。回购资金总额为人民币11,000万元（含）-人民币22,000万元（含），回购价格不超过人民币31.93元/股（含），回购股份的实施期限自公司股东大会审议通过回购方案之日起12个月内。
11月9日	科顺股份	公告员工持股计划：参加本员工持股计划的员工总人数不超过1,300人，其中公司董事、监事、高级管理人员12人，设立时资金总额上限为40,000万元。
11月8日	坚朗五金	公布第一期员工持股计划，筹集资金总额不超过10,000万元，涉及员工人数不超过250人。
11月6日	东鹏控股	公告股权回购计划：回购资金不低于人民币15,000万元且不超过30,000万元。不超过19.75元/股。回购的股份将用于实施公司员工持股计划或者股权激励。
11月4日	帝欧家居	回购资金总额不低于人民币10,000万元（含）且不超过人民币20,000万元（含），回购股份价格不超过人民币20.68元/股，预计可回购股份数量约为967.11万股，约占公司当前总股本的2.50%，用于实施员工持股计划或股权激励计划。

资料来源：公司公告，中银证券

消费建材价格弹性较弱，提价后价格有望长久保持：随着本轮大宗商品价格快速上涨，多家消费建材企业陆续提高了产品价格，C端的消费建材通常具有较弱的价格弹性，提价难度较大，但提价之后一般不会轻易下调产品价格。前三季度业绩来看，今年快速上涨的原材料成本冲击了消费建材板块业绩，但8月以来，尤其是10月之后，多家消费建材板块龙头宣布陆续抬高产品价格，将能够一定程度转移成本压力，同时，即使明年原材料成本回落，产品价格也不会轻易随之回落，利润空间有望相对扩大。

图表 64. 多家消费建材龙头陆续提价

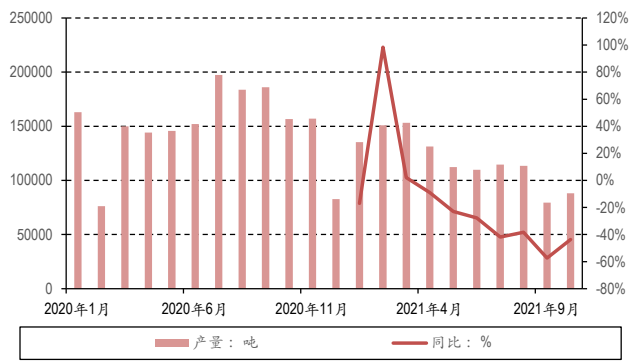
公司	日期	产品	提价幅度
三棵树	8月25日	内外墙涂料、基辅材、一体板、保温涂料、地面漆	5%-20%
北新建材	10月15日	石膏板 0.5-0.8元/平方米，轻钢龙骨 10%	-
亚士创能	8月26日	内外墙涂料、基辅材、地坪漆、保温板、成品板	4%-17%
	10月1日	工程涂料、成品板、保温系统、精装产品、防水产品	8%-40%
东鹏控股	10月1日	新零售、600*1200及以下零售品、800*400中板、权限工程产品等	5%
帝欧家居	10月11日	常规600*1200及以下产品等	5%
蒙娜丽莎	10月11日	渠道特工中板、仿古砖，小规格瓷片等	6%
永高股份	3月	PVC、PPR	15%-20%
	9月末	PVC	15%-20%
伟星新材	上半年	PPR、PVC	8%-15%

资料来源：公司公告，中银证券

减水剂：集中度提升得到证实，龙头业绩快速增长

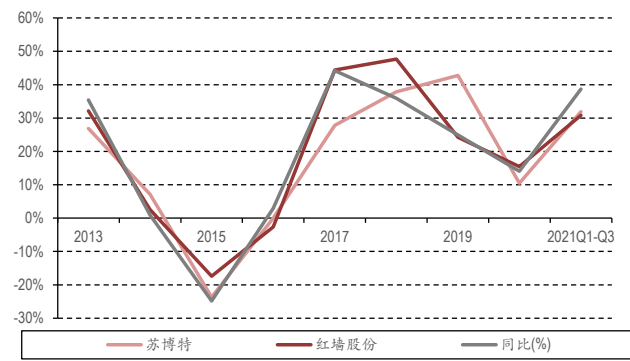
龙头销售逆势高增长，集中度提升得到证实：减水剂行业集中度提升的逻辑已被市场认可，提升的主要原因包括退城入园、机制砂替代天然砂、三代减水剂占比提升等。聚醚单体是聚羧酸减水剂母液的主要原料，且减水剂是聚醚单体的唯一下游原料，聚醚单体产量可以作为减水剂产量的重要替代指标。今年前十个月聚醚产量合计 118.9 万吨，累积同比下降了 23.6%，降幅较大，据此判断，今年减水剂产量同样会趋势性下滑。在总量下滑的同时，减水剂行业的三家龙头，苏博特、垒知集团与红墙股份前三季度均实现了 30% 以上的营收增长率，分别实现了营收增长 31.9%/38.7%/30.9%；虽然利润率受成本上升影响显著，但营收快速增长印证了减水剂行业集中度提升。

图表 65. 聚醚产量持续下降



资料来源：隆盛资讯，中银证券

图表 66. 三家龙头前三季度均保持较快的营收增速



资料来源：万得，中银证券



投资建议

玻纤需求增速大于供给增速，行业格局能够维持，行业成长性正逐渐抹平周期性：2021 年玻纤行业景气度较高，在风电装机复苏、电子集成电路快速发展、汽车轻量化以及建筑绿色化的驱动下，我们测算 2022 年玻璃纤维需求约 680-690 万吨，增量较大；而在环保政策趋严，能耗管控紧张，铂铑金属维持高位的情况下，新增供给有望放缓，我们测算明年预计净新增产能约 60 万吨左右，受上述因素影响下，新增产能或更少且节奏不会集中。需求旺盛，供给增量可控且放缓概率较大的情况下，行业格局有望维持。此外，玻纤及其复合材料性能正在逐渐提升，对传统材料的替代逐渐加速，产品的成长性逐渐显现，周期性正逐渐弱化。推荐玻纤与叶片同时布局的**中材科技**，具有成本、规模与技术优势的全球龙头**中国巨石**，业绩与估值弹性均较大的小龙头**山东玻纤**，产业链布局一体化的玻纤制品龙头**长海股份**。

水泥受益基建复苏与地产宽松的概率较大，预计明年迎来复苏：受财政节奏后置、地产融资政策收紧影响，2021 年水泥需求一般。展望明年，支撑水泥需求的逻辑主要包括：1.今年下半年加速的专项债发行有望在明年上半年形成基建需求，2.明年经济下行压力较大，基建与地产作为拉动经济增长的手动在政策上获得宽松的可能性较高，且目前中央已多次释放宽松信号；明年水泥行业供给有望稳中有缩，主要因为：1.能耗双控标准更严，2.双碳背景下减排压力增加，水泥行业难以在保持产量的同时大幅减碳，减产或成主要手段，3.多数省份错峰生产计划趋紧。目前水泥板块估值处于较低位置，建议重点把握底部布局机会。推荐华东地区水泥龙头**华新水泥**，公司治理改善的**冀东水泥**，行业大龙头**海螺水泥**等。

防水受益提标增量与 BIPV 发展，龙头布局提速：《建筑和市政工程防水通用规范》（征求意见稿）已发布接近三年时间，随着成都省率先发文要求防水提标增量，防水提标增量新规落地渐进。BIPV 的布局需以高分子防水材料为基础，BIPV 的快速布局有望为防水提供较多的增量需求，目前龙头已加速布局 BIPV 所需的高分子卷材。推荐 BIPV 所需的高分子防水卷材布局领先的**凯伦股份**，产能布局加快的大龙头**东方雨虹**。

玻璃看点在于竣工高峰预计仍有韧性，玻璃价格或存在反弹可能：本轮玻璃行业景气源于三条红线压力下地产商加速前期开工到竣工的剪刀差弥补，以将预收款转化为收入降低融资压力。从开工到竣工滞后三年来看，竣工面积仍有上升空间，玻璃价格仍存反弹可能。此外，我们梳理目前浮法玻璃的开工率处于历史高位，但有约 23%的玻璃产线是 2010 年及以前点火的，明后年有望加速冷修，供给或收缩。

其他建材关注消费建材底部信号与减水剂集中度提高：今年消费建材承压与快速上涨的原材料成本以及地产商坏账风险。目前中央多次释放地产适度宽松信号，我们预计若宽松在个人住房贷款端则利好 C 端企业，传递到 B 端还需时间；若直接放松到房地产开发贷，则 B 端龙头有望受益。近期，多家消费建材企业进行股权激励员工持股等运作，这加强了行业底部信号。建议关注行业底部向上逻辑，推荐**伟星新材**，**永高股份**。减水剂集中度提高逻辑得到强确认，有望受益与基建复苏，推荐**垒知集团**。

优先度排序是玻纤>水泥>防水>消费建材>玻璃>减水剂：玻纤行业景气度较高，供需格局有望延续，成长性正逐渐抹平周期，我们首先推荐。水泥板块目前估值较低，有望受益于基建复苏与地产宽松，成为经济增长的助推力。防水行业受益于提标增量与 BIPV 带动需求。消费建材底部信号明显，复苏可能较大。玻璃关键在于明年竣工面积韧性如何，减水剂则在于集中度持续提升与成本中枢下降。



风险提示

1. **玻纤需求不及预期，产能投放节奏加快：**玻纤需求由风电、电子、建筑、汽车等构成主要需求，各需求之间相关性较弱，部分需求存在低于预期的可能。玻纤行业目前景气度较高，在高景气度支撑下企业存在延后冷修与提前投放新产能的动力，或导致产能超预期增加。
2. **财政节奏仍偏慢，地产宽松与基建复苏不及预期：**专项债发行进度显著影响基建投资增速，若明年财政预算低于预期或节奏仍滞后，基建复苏进程或受阻。地产宽松信号较多，但如何落地，力度如何尚存不确定性，房地产投资或不及预期。
3. **行业政策风险：**市场预期国家颁布政策法规推动防水施工标准提升，对防水材料的用量和质量都有所提升，新增的市场份额将大部分为龙头获取。但政策法规颁布时间进度有不确定性，若政策无法按时落地则龙头业绩增长或将不及预期。
4. **原材料成本仍居高位：**中央政策多次提及要做好大宗商品保供稳价，但目前建材行业主要原材料价格仍居于高位，成本转嫁存在一定困难。若明年上游大宗商品再次遭遇限产或海运受阻等外生因素，仍将继续中游的建材行业利润。
5. **能耗管控带来限产并进一步抑制需求：**若明年能耗双控指标完成度不及预期，年末遭遇“一刀切”式限产，将会造成供需双弱的景象，不利于行业经营。

附录图表：报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2019A	2020E	2019A	2020E	
601636.SH	旗滨集团	买入	16.79	451.02	0.68	1.65	24.7	10.2	4.57
002233.SZ	塔牌集团	买入	10.49	125.07	1.49	1.74	7.0	6.0	9.41
002398.SZ	垒知集团	买入	6.58	47.41	0.52	0.47	12.7	14.0	4.64
603916.SH	苏博特	买入	20.24	85.07	1.05	1.29	19.3	15.7	8.90
000786.SZ	北新建材	买入	27.68	467.66	1.69	2.25	16.4	12.3	10.75
600801.SH	华新水泥	买入	19.40	350.35	2.69	3.11	7.2	6.2	11.88
002271.SZ	东方雨虹	买入	40.31	1,017.25	1.34	1.64	30.0	24.6	9.82
002641.SZ	永高股份	买入	4.93	60.90	0.62	0.52	7.9	9.5	3.92
600720.SH	祁连山	买入	10.11	78.48	1.85	2.14	5.5	4.7	10.62
300737.SZ	科顺股份	买入	13.75	158.28	0.77	0.95	17.8	14.5	4.30
002372.SZ	伟星新材	买入	18.18	289.45	0.75	0.80	24.3	22.7	2.75
600176.SH	中国巨石	买入	17.78	711.76	0.60	1.33	29.5	13.4	5.23
002080.SZ	中材科技	买入	36.44	611.51	1.22	2.14	29.8	17.0	8.11
300196.SZ	长海股份	增持	18.01	73.61	0.66	1.44	27.2	12.5	7.94
605006.SH	山东玻纤	增持	14.76	73.80	0.34	1.22	42.8	12.1	4.31
600585.SH	海螺水泥	买入	38.48	1,931.73	6.63	6.59	5.8	5.8	32.58
000789.SZ	万年青	增持	12.01	95.77	1.86	1.95	6.5	6.2	8.57
000401.SZ	冀东水泥	增持	11.84	167.38	2.02	2.10	5.9	5.6	11.52
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	19.51	158.74	2.49	3.05	7.8	6.4	9.46
603737.SH	三棵树	未有评级	117.48	442.24	1.33	1.24	88.1	94.4	6.43
603826.SH	坤彩科技	未有评级	39.26	183.74	0.34	0.43	117.0	90.5	3.62
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	9.52	70.82	0.54	0.87	17.6	10.9	2.47
000012.SZ	南玻A	未有评级	9.79	221.86	0.25	0.75	38.6	13.1	3.72
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	23.90	99.03	1.37	1.65	17.5	14.5	8.98
603378.SH	亚士创能	未有评级	23.95	71.60	1.06	1.00	22.7	23.8	7.69
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	12.11	66.29	1.14	1.37	10.6	8.9	10.97

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日12月2日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

300715.SZ
买入

市场价格：人民币 18.86

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.8)	(1.7)	(32.6)	(19.3)
相对深证成指	(17.2)	(5.4)	(37.6)	(25.9)

发行股数(百万)	390
流通股(%)	79
总市值(人民币 百万)	7,354
3个月日均交易额(人民币 百万)	119
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
凯伦控股投资有限公司	43

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年12月3日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料
证券分析师：余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

凯伦股份

高分子防水龙头，BIPV 布局领先

公司是高分子防水行业龙头，股权结构稳定，上市以来营收与利润增速较快。公司科研能力领先行业，高分子防水材料产业园刚刚投产，有望带动业绩增长。公司 CSPV 解决方案符合 BIPV 发展要求，有望增添新增长点。

支撑评级的要点

- **上市以来高速发展，利润增速短暂承压于原材料价格：**2017 年上市以来公司的营收 CAGR 达到 72.0%，归母净利润 CAGR 达到 84.2%，均保持较高高速增长。今年前三季度公司营收增长仍然较快，归母净利润增速下滑，是因为今年快速增长的原材料价格。
- **新《规范》呼之欲出，提标增量空间较大：**2019 年，住建部发布《建筑和市政工程防水通用规范（征求意见稿）》，计划将屋面和外墙工程防水设计工作年限提高至不应低于 25 年，室内工程防水设计工作年限不应低于 30 年，而现行标准 2000 年发布的《建设工程质量管理条例的规定》中要求，各类防水工程保修期为 5 年。防水标准大大提高，防水需求有望提标增量。
- **发布 CSPV 解决方案，进入光伏绿色行业：**CSPV 方案利用单层柔性高分子防水卷材将整个屋面进行严密地包裹，在支架与屋面的连接部位，采用柔性卷材将支座包裹密封，或者采用一体化预制件支座处理，这样就基本避免了屋顶的渗透风险。该方案能够提供至少 25 年超长使用年限，有效解决传统光伏屋面上防水等构造层使用寿命与光伏组件生命周期不匹配的行业痛点，具有系统优、质保久、低成本、高收益、利社会五大核心优势，能够借力国家绿色低碳发展战略，提高产品竞争力，抢占市场份额。

估值

- 公司未来仍有大规模产能释放，品类再扩张，预计 2020-2022 年，公司营收分别为 26.5、35.8、46.5 亿元；净利润 3.1、3.7、5.4 亿元；EPS0.79、0.95、1.38 元。首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 需求不及预期，原材料价格高位，行业竞争加剧

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,165	2,008	2,650	3,578	4,651
变动(%)	88	72	32	35	30
净利润(人民币 百万)	135	279	309	371	536
全面摊薄每股收益(人民币)	0.347	0.714	0.792	0.952	1.375
变动(%)	105.9	105.7	10.8	20.3	44.5
全面摊薄市盈率(倍)	54.3	26.4	23.8	19.8	13.7
价格/每股账面价值(倍)	(38.6)	(13.5)	2.2	0.5	1.3
每股现金流量(人民币)	(0.49)	(1.39)	8.39	41.10	14.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.4	8.6	5.9	3.6	2.4
每股股息(人民币)	0.05	0.13	0.63	0.76	1.10
股息率(%)	0.3	0.7	3.3	4.0	5.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

一、差异化防水龙头，高分子卷材新秀

1. 后起之秀，快速成长

行业后发小龙头，正处于成长快车道：国内建筑防水行业市场较为分散、呈现“大行业、小企业”特点。凯伦股份是防水行业的后起之秀，成立于2011年，至今仅有十年左右历史。成立后，公司快速发展。在2012年与苏州防水研究院共同组建中国建材防水研究院凯伦技术研发中心，2015年凯伦自主研发MBP-P高分子自粘贴膜防水卷材获得CE认证。2016年开始，凯伦股份陆续与多家龙头地产商达成合作伙伴协议，成为碧桂园、富力、新城等龙头地产的优秀供应商。2017年，凯伦股份实现A股上市，成为首家登录创业板的防水企业，募资2.25亿元用于建设新型高分子防水卷材生产线建设项目与唐山防水卷材生产基地建设等。上市后，公司加速了产能扩张，2020年凯伦股份西南基地达产，2021年6月，公司定增15亿元，

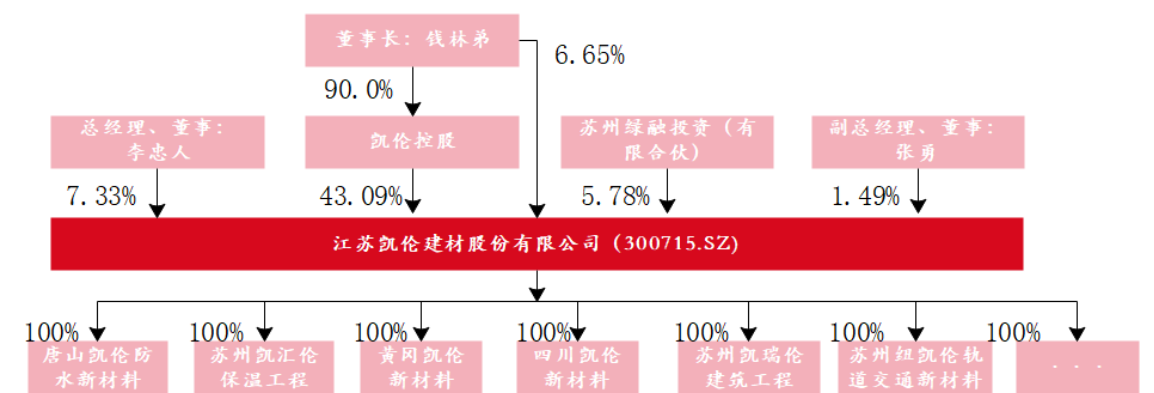
图表 1. 公司历史发展沿革



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

股权结构稳定，管理层即为公司大股东，利益与公司绑定：公司大股东为凯伦控股，实控人为董事长钱林弟先生，钱林弟直接持有公司股份6.65%，通过凯伦控股简介持有公司股份43.09%；公司总经理李忠人先生持股7.33%；李忠人、钱林弟、张勇等公司高管还通过苏州绿融有限合伙间接持有公司股份5.78%。公司股权结构稳定，大股东即为公司高管，公司利益与管理层利益一致，利于公司稳定经营，长期盈利。

图表 2 公司股权结构稳定



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

股权激励推动公司增长，业绩考核目标较高：公司上市后分别于2018年10月与2021年6月实施两次股权激励，两次激励计划比较，第二次股权激励的激励范围更大，授予股票更多，激励目标相同等特点。第二次股权激励的激励对象包括公司副总经理、董事会秘书闫江和其余中层管理人员及核心技术骨干135人；分红调整后首次授予的限制性股票数额为500.15万股，预留股票数额为135.72万股；限售股解禁目标为以2020年为基础，2021-2023年净利润增长率分别达到35%、70%、105%。解禁目标较高，展现了公司持续高速增长的目标。

图表 3 公司两次股权激励情况对比

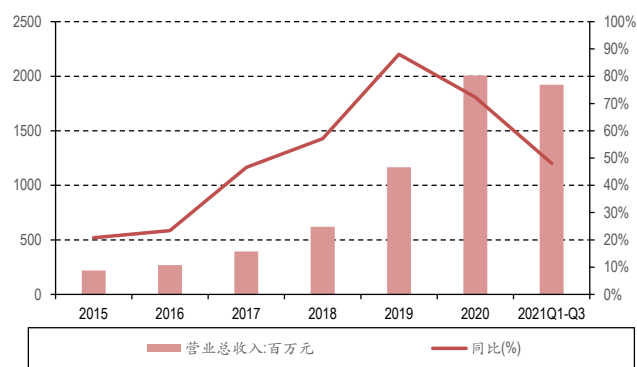
	2018 年	2021 年
激励对象	首次授予的激励对象共计 82 人，包括公司高级管理人员、管理骨干、核心技术（业务）人员、各子公司的管理骨干和核心技术（业务）人员	本计划首次授予的激励对象共计 161 人，包括公司高级管理人员、公司及子公司中层管理人员、核心技术（业务）人员，不包括独立董事、监事及单独或合计持有公司 5% 以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。
授予股份数额	310 万股	635.88 万股
占总股本	2.39%	2.28%
行权价格	12.48 元/股	20.52 元/股，分红后调整为 11.07 元/股
限售解禁目标	以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年净利润增速分别不低于 35%、70%、105%。	以 2020 年净利润为基数，2021-2023 年净利润只能输分别不低于 35%、70%、105%。

资料来源：公司公告，中银证券

大股东全额认购定增 15 亿元，彰显信心又增强资金实力：2021 年 6 月 18 日，公司完成定向增发募资 15 亿元，发行价 19.28 元/股，由大股东凯伦控股与实控人钱林弟完全认购，公司股权更加集中，既彰显了大股东对公司持续增长的信心，又补充了公司的流动资金，增强了公司的资金实力。

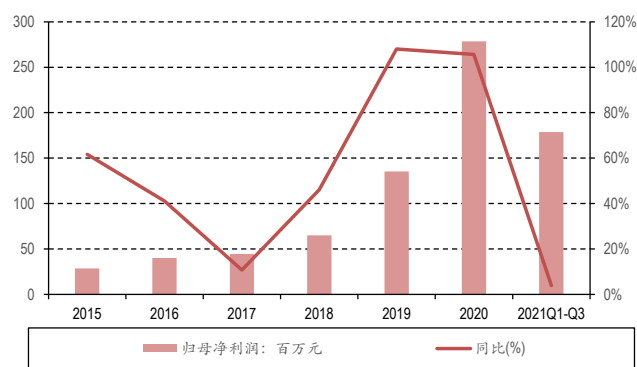
上市以来高速发展，利润增速短暂承压于原材料价格：2020 年公司实现营收 20.1 亿元，同增 72.3.1%，2021 年 Q1-Q3 实现营收 19.2 亿元，同增 48.0%；2020 年公司实现归母净利 2.8 亿元，同增 105.7%，2021 年 Q1-Q3 实现营收 1.8 亿元，同增 4.0%。2017 年上市以来营收 CAGR 达到 72.0%，归母净利达到 84.2%，均保持较高速增长。今年前三季度公司营收增长仍然较快，归母净利增速则显著下滑，主要原因是今年快速增长的原材料价格。

图表 4. 公司收入稳步增长



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 公司盈利水平节节高升



资料来源：万得，中银证券

2. 产能扩张加速，积极布局产业链协同

加快产能布局，加快抢占市场份额：目前公司拥有四个生产基地，分别位于江苏苏州、河北唐山、湖北黄冈、四川南充，产能覆盖了华东、华北、华中与西南地区。广西贵港、江苏宿迁泗阳县、苏州高分子产业园也处于建设中，预计未来两年陆续达产。

图表 6. 2021 年中报在建工程情况

项目名称	预算金额	期末余额	累计投入占预算	资金来源
新型高分子建筑防水卷材项目在安装设备	220.4	122.7	55.7%	募股资金
新型高分子建筑防水卷材项目土建工程	220.0	68.3	31.0%	募股资金
唐山凯伦公司二期建设	30.0	26.7	97.2%	其他
唐山凯伦公司 3 号车间建造	7.8	3.8	49.3%	其他
西南防水新材料生产项基地目（一期）在安装设备	52.7	5.7	93.1%	其他
西南防水新材料生产基地项目（一期）土建工程	99.0	0.0	102.7%	其他
黄冈防水卷材生产基地项目土建工程	55.7	3.2	102.2%	募股资金
黄冈防水卷材生产基地项目在安装设备	57.2	5.5	179.2%	募股资金
江苏凯伦新产线建设	13.8	4.2	100.4%	其他
华南生产基地项目	385.7	0.4	0.1%	其他
宿迁凯伦建设工程	485.0	0.0	0.0%	其他
高分子排水板生产线	14.0	0.0	100.0%	其他
沥青废气专业焚烧炉	2.6	0.0	72.7%	其他
合计	1,643.9	240.5	--	--

资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 公司产能投资协议

公告日期	公告名称	投资区域	投资金额	规划产能/合作内容
2020/11/3	与泗阳县人民政府拟签订工业项目投资框架协议	江苏宿迁泗阳	15 亿元	建筑防水涂料、聚酯无纺布、沥青防水卷材及辅材的研发、生产、销售
2019/12/12	与贵港市人民政府拟签订项目投资合作协议	广西贵港	5 亿元	项目全部建成达产后，年生产产能达沥青卷材 4,000 万平米、涂料 40,000 吨。
2019/10/25	与陕西省永寿县人民政府拟签订项目投资合同	陕西永寿	5 亿元	沥青卷材 4,000 万平米，涂料 20,000 吨，聚氨酯地坪漆 1 万吨。
2019/8/21	签订华中生产基地项目投资合同补充协议	湖北黄州	1 亿元	新增加投资 1 亿元、产值 3 亿元、税收不低于 1,000 万元，建设周期不超过 24 个月。
2018/9/28	与四川南充经济开发区管理委员会签订项目投资合同	四川南充	4 亿元	高分子防水卷材、聚氨酯涂料、地坪材料、沥青防水卷材、轨道交通专用防水材料。
2018/4/24	与湖北黄州火车站经济开发区管委会签订项目投资合同	湖北黄州	4 亿元	在江苏凯伦华中生产基地建设两条高分子材料生产线，两条沥青基卷材生产线，一条防水涂料生产线，一条聚氨酯地坪生产线。生产产能达到高分子材料 1,000 万平米，沥青卷材 3,000 万平米，涂料 30,000 吨，聚氨酯地坪漆 10,000 吨。项目总投资 4.0 亿元人民币，总建筑面积 3 万平米。
2017/12/9	西南建筑防水材料生产基地项目投资协议书	四川成都邛崃	6 亿元	建设西南建筑防水材料生产基地，生产卷材 3000 万平米，涂料 1 万吨、聚氨酯地坪、干粉砂浆等项目，乙方保证具有与本项目相应的投资、经营范围及资信能力。

资料来源：公司公告，中银证券

布局产业链协同，增强采购议价能力：今年公司与北新防水、科顺防水、天龙新材等多家行业内公司合作设立子公司。在集中采购方面设立合资公司有利于降低采购成本，提高防水业务毛利率。达成联合采购协议的公司中，科顺是行业二龙头，北新是新加入的行业三龙头，而凯伦自身是高分子防水材料龙头，联合采购有望大大提高行业向上游的议价能力。而与联盛新能源合资建设联盛凯伦新能源有望增强公司在全生命周期光伏屋顶的竞争优势，进一步开发屋顶分布式光伏发电项目。

图表 8. 公司与其他企业的合作

公告日期	投资标的	合作方	投资额/占股份比	目的
2021/8/27	上海联盛凯伦新能源有限公司	联盛新能源	3200 万元/40%	合资公司将充分利用凯伦股份在“全生命周期光伏屋顶”（CSPV）系统的竞争优势，以及联盛新能源在太阳能光伏电站开发和项目运作的丰富经验，共同开发屋顶分布式光伏发电项目。
2021/7/8	北新新材料（锦北新防水、天龙州）有限公司	新材、科顺股份	3000 万元/10%	合资公司成立后将从事防水卷材原材料胎基布（即防水卷材用非织造布）的生产及销售业务，并拟收购相关资产。
2021/7/5	北新科顺凯伦供应链管理有限公司	北新防水、科顺股份	1000 万元/20%	合资公司成立后将负责股东各方通用共性原材料、设备、备品备件的统一采购，实现优势互补、提高原材料品质、提升股东各方防水业务竞争力。
2021/5/25	凯伦盛世新材料魔涂新材料/陈（上海）有限公司	向阳/章涛	1530 万元/51%	巩固公司市场竞争地位，更好地实施业务发展战略。

资料来源：公司公告，中银证券

二、防水行业：提标增量在即，BIPV 拓展增量

1. 提标增量在即，行业有望扩容

新《规范》呼之欲出，提标增量空间较大：2019 年，住建部发布《建筑和市政工程防水通用规范（征求意见稿）》，计划将屋面和外墙工程防水设计工作年限提高至不应低于 25 年，室内工程防水设计工作年限不应低于 30 年，而现行标准 2000 年发布的《建设工程质量管理条例的规定》中要求，“屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏工程保修期为 5 年”。防水标准大大提高，防水需求有望提标增量。

5 月份，成都住建局率先发文提标。新发布的规定主要为防水质保提升至 10 年、禁止使用热熔施工的 SBS 改性沥青类防水卷材及溶剂型建筑防水涂料、湿铺防水卷材的与水泥砂浆剥离强度无处理是必须大于等于 2.0N/mm 以及政府投资项目要求使用高分子卷材。本次新规将防水质保由 5 年提升至 10 年、SBS 改性沥青包含“热熔法”和“胶粘法”等施工工艺里剔除了热熔型的铺贴方式、提升了湿铺防水卷材的质量要求以及更多的鼓励使用高分子卷材。**我们预计防水提标后每年带来的增量需求超过 10%：**

图表 9. 新旧《规范中》防水相关要求比较

	时间	要求
建设工程质量管理条例的规定	2000 年	屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏工程保修期为 5 年。
《建筑和市政工程防水通用规范（征求意见稿）》	2019 年	屋面和外墙工程防水设计工作年限不应低于 25 年；室内工程防水设计工作年限不应低于 30 年；道路桥梁工程路面（桥面）防水设计工作年限不应低于路面结构（桥面铺装）设计年限；非侵蚀性介质蓄水类工程防水系统设计工作年限不应低于工程结构设计年限。

资料来源：公司公告，中银证券

2. BIPV 应用需增厚防水，促进防水需求提高

政策不断推动，2025 年公共机构新建建筑可安装光伏屋顶面积力争达到光伏覆盖率 50%。2021 年 6 月，国家能源局综合司下发通知《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，通知要求党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 40%；工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 30%；农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 20%。11 月 19 日，国家机关事务管理局等四部委联合下发《关于印发深入开展公共机构绿色低碳引领行动促进碳达峰实施方案的通知》，《通知》要求推广光伏发电与建筑一体化应用。到 2025 年公共机构新建建筑可安装光伏屋顶面积力争实现光伏覆盖率达到 50%。

图表 10. 大型光伏屋顶



资料来源：涂料经，中银证券

图表 11. 金属光伏屋顶寿命不及光伏部件寿命



资料来源：涂料经，中银证券

BIPV 应用必须增厚防水，高分子防水材料需求增加：防水对于屋顶光伏的重要性主要有三：1) 现有防水寿命仅 5-10 年，与光伏电站的 25 年寿命不匹配；2) 现有屋顶加装光伏组件将会破坏原有防水层，导致渗透损坏屋顶；3) 房屋漏水将极大程度影响光伏电站运营，漏水将使光伏电站必须暂停运营甚至完全拆卸重做，成本较高得不偿失。因此要发展光伏屋顶，无论是 BIPV 或是 BAPV，均需要提高防水层质量。

三、公司优势：高分子卷材+CSPV

1. 高分子防水材料技术与研发领先

与苏州防水研究院合作，构建研发优势：公司与苏州防水研究院合作，经过大量的开创性研究以及配方优化实验，率先在国内突破了高分子自粘胶膜生产及其应用技术难题，自行研制配方、安装设备，分别实现了 MBP 高分子胶、片材和最终成品的量产，在该细分市场领域取得了产品生产技术和施工应用体系的组合优势。公司一方面在高分子防水材料领域确立自己的技术优势，另一方面在防水材料使用最广泛的聚氨酯防水涂料领域，公司推出的 MPU 白色聚氨酯防水涂料主体呈现洁白本色，可识别度高、不易被仿冒，并且更环保、易于喷涂，施工可靠度和施工工效大幅度提高，目前已经出口到巴基斯坦、中国台湾、泰国等国家和地区。

图表 12. MPU 白色聚氨酯防水涂料与主要后铺防水材料特点对比表

项目	抗渗性	综合成本	施工特性	工期	安全和环保性
MPU 白色 聚氨酯防水涂料	能和主体结构牢固粘结、不窜水；稳定性好	工效高、综合成本低	施工工法灵活，适合刮涂、滚涂、喷涂，劳动强度低	采用机械喷涂施工可大大缩短工期	未添加有毒有害物质。不使用溶剂型底涂，安全环保
热熔型沥青 基防水卷材	单独使用与主体结构粘结不密实、易窜水	工效低、损耗大、综合成本高	劳动强度大	工期长	施工过程中一般有溶剂及有明火，存在安全环保隐患
传统聚氨酯 防水涂料	能和主体结构牢固粘结、不窜水；稳定性差	工效较低，综合成本高	多数只适合刮涂	工期长	多为深色，含焦油等有毒有害物质，存在安全环保隐患

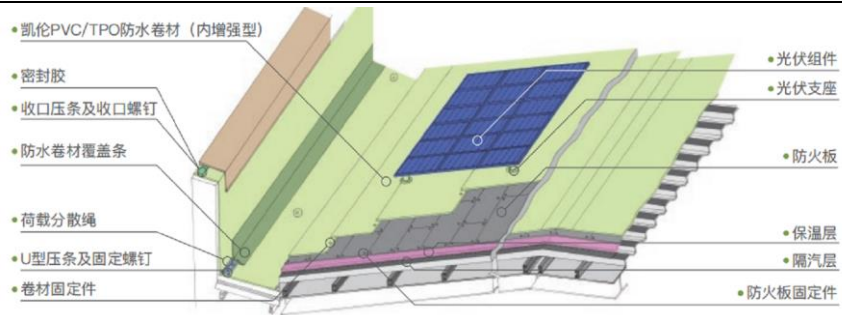
资料来源：凯伦股份招股说明书，中银证券

2. CSPV 全生命周期光伏屋顶解决方案

高分子产业园投产，精益制造水平提升：2021年8月，凯伦高分子建材产业园开园，该园区占地188亩，计划总投资15亿元人民币，规划产能超1亿 m^3 /年，持续推进装备与生产控制的数字化，从“精细制造”迈向“精益智造”。

发布 CSPV 解决方案，进入光伏绿色行业：开园之际，公司发布了“CSPV 光伏屋顶系统解决方案”。传统的屋顶光伏系统中，金属屋面在经过长期的使用一段时间后，金属板会出现锈蚀现象，在锈蚀部位，金属板拼接部位，夹具的夹持部位，风机、采光带等节点部位，天沟或者排水槽等部位会出现渗漏情况。该方案利用单层柔性高分子防水卷材将整个屋面进行严密地包裹，在支架与屋面的连接部位，采用柔性卷材将支座包裹密封，或者采用一体化预制件支座处理，这样就基本避免了屋顶的渗透风险。该方案能够提供至少25年超长使用年限，有效解决传统光伏屋面上防水等构造层使用寿命与光伏组件生命周期不匹配的行业痛点，具有系统优、质保久、低成本、高收益、利社会五大核心优势，能够借力国家绿色低碳发展战略，提高产品竞争力，抢占市场份额。

图表 13 凯伦股份 CSPV 光伏屋顶系统解决方案



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,165	2,008	2,650	3,578	4,651
销售成本	710	1,140	1,796	2,347	2,919
经营费用	193	359	407	549	714
息税折旧前利润	197	374	550	903	1,329
折旧及摊销	18	32	112	235	328
经营利润(息税前利润)	179	342	438	669	1,001
净利息收入/(费用)	(21)	(26)	(79)	(237)	(377)
其他收益/(损失)	(2)	(2)	1	1	1
税前利润	158	316	359	432	624
所得税	22	37	50	60	87
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	135	279	309	371	536
核心净利润	137	280	308	370	535
每股收益(人民币)	0.347	0.714	0.792	0.952	1.375
核心每股收益(人民币)	0.352	0.718	0.789	0.950	1.373
每股股息(人民币)	0.051	0.131	0.630	0.760	1.100
收入增长(%)	88	72	32	35	30
息税前利润增长(%)	113	92	28	53	50
息税折旧前利润增长(%)	100	90	47	64	47
每股收益增长(%)	106	106	11	20	44
核心每股收益增长(%)	130	104	10	20	45

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	158	316	359	432	624
折旧与摊销	18	32	112	235	328
净利息费用	21	26	79	237	377
运营资本变动	(108)	176	(2,911)	(7,591)	(1,488)
税金	55	96	21	18	33
其他经营现金流	(405)	(405)	(60)	(54)	(87)
经营活动产生的现金流	(46)	(111)	3,422	8,459	2,762
购买固定资产净值	205	383	2,007	1,511	508
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	(49)	18	77	139
投资活动产生的现金流	(201)	(432)	(1,989)	(1,434)	(369)
净增权益	456	(79)	0	0	0
净增债务	338	358	0	0	0
支付股息	26	51	108	130	188
其他融资现金流	8	7	(95)	(307)	(506)
融资活动产生的现金流	777	235	(203)	(437)	(694)
现金变动	529	(312)	1,230	6,588	1,699
期初现金	255	842	596	1,826	8,414
公司自由现金流	(248)	(544)	1,433	7,025	2,393
权益自由现金流	99	(178)	1,338	6,718	1,887

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	842	596	1,826	8,414	10,113
应收帐款	618	1,622	2,141	2,891	3,756
库存	127	165	217	292	378
其他流动资产	35	94	94	94	94
流动资产总计	1,622	2,477	4,278	11,690	14,341
固定资产	148	478	1,944	3,243	3,734
无形资产	61	128	124	119	115
其他长期资产	218	319	753	735	429
长期资产总计	428	925	2,821	4,097	4,278
总资产	2,049	3,402	7,098	15,787	18,619
应付帐款	254	770	1,220	1,597	1,988
短期债务	513	688	3,688	11,688	13,688
其他流动负债	149	383	415	454	502
流动负债总计	916	1,841	5,323	13,739	16,179
长期借款	72	210	210	210	210
其他长期负债	2	14	29	60	103
股本	171	171	171	171	171
储备	888	1,166	1,367	1,608	1,956
股东权益	1,059	1,336	1,537	1,779	2,127
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,049	3,402	7,098	15,787	18,619
每股帐面价值(人民币)	2.72	3.43	9.00	10.41	12.45
每股有形资产(人民币)	3.90	8.33	40.66	91.52	108.11
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.50)	0.81	12.29	20.73	22.75

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.9	18.6	20.7	25.2	28.6
息税前利润率(%)	15.3	17.0	16.5	18.7	21.5
税前利润率(%)	13.5	15.7	13.5	12.1	13.4
净利率(%)	11.6	13.9	11.6	10.4	11.5
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.3	0.8	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	9.4	14.2	7.0	3.8	3.5
净权益负债率(%)	(24.0)	23.7	136.6	199.2	182.8
速动比率(倍)	1.6	1.3	0.8	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	54.3	26.4	23.8	19.8	13.7
核心业务市盈率(倍)	53.5	26.3	23.9	19.9	13.7
市净率(倍)	6.9	5.5	2.1	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	(38.6)	(13.5)	2.2	0.5	1.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.4	8.6	5.9	3.6	2.4
周转率					
存货周转天数	39.7	30.0	29.8	29.7	29.7
应收帐款周转天数	193.6	295.0	294.9	294.9	294.8
应付帐款周转天数	130.5	246.6	247.8	248.3	248.7
回报率					
股息支付率(%)	14.6	18.4	79.6	79.8	80.0
净资产收益率(%)	12.8	20.8	20.1	20.9	25.2
资产收益率(%)	6.6	8.2	4.3	2.4	2.9
已运用资本收益率(%)	9.3	13.4	6.9	4.2	5.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371