

# 建筑材料

证券研究报告

2021年12月19日

## 天风问答系列：22年布局思路、“+电力”、转债及消费建材

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

武慧东

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521050002  
wuhuidong@tfzq.com

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  
wangtao@tfzq.com

林晓龙

联系人

linxiaolong@tfzq.com

熊可为

联系人

xiongkewei@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周观点:电子布本周价格下调较多,料调整基本到位》2021-12-11
- 《建筑材料-行业研究周报:“稳”字当头,哪些建材品种有望受益》2021-12-11
- 《建筑材料-行业研究周报:周内水泥再迎躁动,未来走势怎么看?》2021-12-05

结合市场近期对建筑&建材板块关注点,我们从4方面对我们观点进行更新:

### 关注1: 22年建筑、建材布局思路?

建筑行业我们建议重视两条主线:1)“建筑+”进入基本面兑现期,重点关注“建筑+新能源”、“建筑+化工”,结合施工经验积累带来的产业链深刻理解,产业链适当延伸进入回报率更丰厚的环节,或对公司发展前景带来积极影响。同时关注装配式22年负面因素影响边际减弱带来的投资机会,我们建议关注鸿路钢构、中国电建、森特股份、中国化学、苏文电能、东南网架、杭萧钢构;2)重视传统建筑价值品种基本面向上催化的估值修复机会,基本面向上源于部分区域投资高景气、稳经济预期下行业整体投资边际向上、行业变革带来的行业龙头份额稳步提升及ROE边际向上等,我们建议关注山东路桥、中国交建、中国建筑、中国中铁等。

建材行业我们亦建议围绕两条主线进行布局:1)基建地产链需求有支撑,碳中和或持续优化供给。消费建材集中度提升主线未变,关注利润弹性(建议关注东方雨虹、蒙娜丽莎、亚士创能、科顺股份、北新建材);水泥关注碳交易等带来的供给侧超预期优化机会,建议关注华新水泥、上峰水泥、海螺水泥;浮法玻璃单位利润有支撑,关注龙头多元化优化成长前景,建议关注旗滨集团、信义玻璃等。2)新型链条围绕碳中和与国产替代两思路布局,光伏玻璃预期在偏底部位置,向下有较好安全边际向上有空间,建议关注信义光能(与电新团队联合覆盖)、福莱特(与电新团队联合覆盖)、亚玛顿、洛阳玻璃股份等;电子玻璃国产替代趋势已现,关注凯盛科技(与电子团队联合覆盖)、南玻A;药用玻璃关注中硼硅渗透提升节奏加速,关注山东药玻(与医药团队联合覆盖);玻纤周期弱化,行业估值有望重塑,关注中国巨石、中材科技等;绝热材料成长前景优化,关注赛特新材、再升科技。

### 关注2: 建筑企业电力运营资产质量如何?

中国电建、中国能建、粤水电为扎根电力工程优势、布局电力资产代表企业(20FY末分别持有投入运营的电力资产规模分别16.1、2.9、1.4GW),“十四五”期间布局新能源电力资产强度均明显提升。在可得数据较为有限的背景下,我们认为盈利能力可大致作为电力运营资产质量好坏的粗略整体判断标准。结合我们选取的电力运营领域有代表性的公司,我们认为中国电建、粤水电新能源电力运营资产质地较为优质,我们认为其与公司施工积累有较强关系。

### 关注3: 建筑、建材转债标的及机会?

我们已发行及拟发行转债的建筑建材标的进行了完整梳理,基于基本面及成长前景,我们建议重点关注:1)建材领域,重点关注旗滨转债、山玻转债、长海转债、蒙娜转债、万青转债;同时规划发行转债的福莱特(与电新团队联合覆盖)、再升科技、豪美新材亦建议重点关注。2)建筑领域,重点关注鸿路转债、华阳转债;同时规划发行转债的粤水电、山东路桥、精工钢构亦建议重点关注。

### 关注4: 消费建材投资机会排序及标的?

消费建材我们认为集中度提升为中长期主旋律、成本压力缓解有望带动行业在22年困境反转、估值角度部分超跌品种已进入历史底部区间;细分行业排序我们认为瓷砖>防水、涂料>管材。标的角度,建议推荐顺序可参考关注1章节。

**风险提示:**基建&地产投资超预期下行;新能源&化工业务拓展不及预期;装配式龙头集中度提升不及预期;抽水蓄能等细分市场发展不及预期;央企、国企改革提效进度不及预期;原材料涨价超预期;新增产能投放超预期。

## 内容目录

1. 22 年建筑、建材布局思路? .....	3
1.1. 建筑建议重视两条主线.....	3
1.2. 建材建议沿两条主线布局 .....	4
2. 建筑企业里面电力运营资产质地如何? .....	5
3. 建筑、建材转债标的及机会? .....	7
4. 消费建材投资机会排序及标的? .....	9

## 图表目录

图 1: 建筑主线一建议重视标的及盈利预测等 .....	3
图 2: 建筑主线二建议重视标的及盈利预测等 .....	4
图 3: 建材主线一建议重视标的及盈利预测等 .....	4
图 4: 建材主线二建议重视标的及盈利预测等 .....	5
图 5: 20FY 末代表公司运营电力资产情况 (GW) .....	6
图 6: 20FY 代表公司运营电力毛利率情况 .....	6
图 7: 20FY 代表公司运营电力毛利率比较 .....	7
图 8: 拟发行转债的建筑建材标的梳理 .....	8
图 9: 建筑建材转债标的及核心数据梳理 .....	8
图 10: 部分消费建材公司估值分位 .....	9

## 1. 22 年建筑、建材布局思路？

### 1.1. 建筑建议重视两条主线

22 年建筑行业我们建议重点关注两条主线（参考 2021/11/30 外发报告《建筑行业年度策略：“建筑+”兑现，ROE 及市占率加速提升》）：

#### 1) “建筑+”进入基本面兑现期，看好业绩高成长

2022 年，“建筑+新能源”有望进入实质性推进阶段，抽水蓄能、分布式光伏、盐湖提锂等新业务有望逐步展现订单和业绩的成长性，龙头公司的产业链地位也有望逐步验证。同时“建筑+化工”进入产能释放关键节点，相较于传统低毛利率的建筑施工业务，化工产品具备更好的利润弹性，有望为公司的业绩贡献增量。此外 2021 年装配式建筑在成本高企情况下，需求或受到阶段性影响，而在原材料成本大幅波动的阶段，龙头充分证明了自身的抗风险能力，随着原材料价格的企稳回落，2022 年装配式建筑和钢结构需求增速有望回升，钢结构龙头有望继续演绎产量和吨净利双升。

我们建议重点关注**鸿路钢构、中国电建、森特股份、中国化学、苏文电能、东南网架、杭萧钢构**。

图 1：建筑主线—建议重视标的及盈利预测等

代码	股票简称	收盘价 元	市值 亿元	EPS				PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002541.SZ	鸿路钢构	55.58	295	1.51	2.15	2.80	3.50	36.8	25.9	19.9	15.9
601669.SH	中国电建	8.39	1,284	0.52	0.58	0.66	0.77	16.1	14.5	12.7	10.9
603098.SH	森特股份	44.32	239	0.34	0.27	0.50	0.86	130.4	164.1	88.6	51.5
601117.SH	中国化学	12.84	784	0.60	0.71	0.86	1.01	21.4	18.1	14.9	12.7
300982.SZ	苏文电能	81.91	115	1.69	2.36	3.09	4.02	48.5	34.7	26.5	20.4
002135.SZ	东南网架	10.18	105	0.26	0.60	0.75	0.92	39.2	17.0	13.6	11.1
601618.SH	中国中冶	4.12	854	0.38	0.47	0.54	0.61	10.8	8.8	7.6	6.8
002949.SZ	华阳国际	14.68	29	0.88	1.18	1.59	2.06	16.7	12.4	9.2	7.1

资料来源：Wind，天风证券研究所；收盘价截止 2021/12/17

#### 2) 重视传统建筑价值品种基本面向上等催化的估值修复机会

需求端，整体行业需求进入平稳阶段，我们预计 2021 年广义/狭义基建投资同比增速为 2.2%/2.4%，2022 年广义/狭义基建增速分别为 3.6%/2.6%，其中 22H1/H2 的狭义基建增速为 3.1%/2.2%，22H1/H2 的广义基建增速为 4.2%/3.1%，实际需求驱动 22H1 基建景气度较好，21Q4 专项债发行加速叠加提前批次下达，有望带动 22Q1 基建景气度环比改善，低基数或推动基建景气延续至 22Q3。资金层面仍有保障，政策依赖度弱化，实际需求或成为贯穿十四五的发展主线，需求结构化和区域化的特征会更加明显，川渝和山东等地兼具需求和资金实力，基建景气度有望维持高位。供给端，订单及财报两维度已验证传统建筑龙头市占率的持续提升，在激励持续推进之下，龙头业绩成长性存预期差。**ROE 端**，2021 年以来建筑板块 ROE 已如期探底回升，后续持续上行动力仍然较强。我们预计 2022 年地方国企仍有望体现高业绩弹性，当前时点传统建筑央企、国企仍处于估值底部区间，后续激励、分红政策等有望成为估值提升催化剂。

标的角度，地方国企龙头有望享受区域性基建高景气，经营效率提升带来的利润弹性已初步显现，中长期兼具稳健增长与报表质量改善机会，**推荐山东路桥**，央企市占率提升支撑营收持续增长，降杠杆完成后，ROE 仍具备明显的向上弹性，随着央企利润释放能力和意愿不断加强，亦具备较强的估值修复的弹性，**推荐中国交建、中国建筑、中国中铁等**。

图 2：建筑主线二建议重视标的及盈利预测等

代码	股票简称	收盘价 元	市值 亿元	EPS				PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
601800.SH	中国交建	8.14	1,316	1.00	1.33	1.48	1.70	8.1	6.1	5.5	4.8
601668.SH	中国建筑	4.95	2,076	1.07	1.24	1.41	1.60	4.6	4.0	3.5	3.1
601390.SH	中国中铁	5.72	1,405	1.03	1.14	1.28	1.44	5.6	5.0	4.5	4.0
601186.SH	中国铁建	7.78	1,056	1.65	1.93	2.24	2.58	4.7	4.0	3.5	3.0
000498.SZ	山东路桥	6.63	103	0.86	1.29	1.64	2.08	7.7	5.1	4.0	3.2

资料来源：Wind，天风证券研究所；收盘价截止 2021/12/17

## 1.2. 建材建议沿两条主线布局

22 年建材行业我们亦建议围绕两条主线布局（参考 2021/12/03 外发报告《建材行业年度策略：传统领域柳暗花明，新兴链条焕发生机》）：

### 1) 基建/地产链：需求无大幅下行之虞，碳中和或持续优化供给

我们认为基建/地产链需求总量仍维持相对平稳，供给侧存优化逻辑。1) 消费建材：保障性住房或弥补商品房景气回落带来的住宅需求，旧改、城市更新等新需求有望逐步放量，公建、市政需求有望相对平稳，下游占比的变化或带动消费建材渠道变革，小 B 和 C 端重新成为消费建材渠道力的体现。瓷砖等消费建材板块龙头有望充分受益能耗控制带来的供给侧结构性出清。21 年板块利润明显受原材料涨价侵蚀，22 年提价+成本回落有望贡献可观利润弹性，推荐东方雨虹、蒙娜丽莎、亚士创能、科顺股份、北新建材等。2) 水泥受“双碳双控”影响最大，或率先改善供给格局，22 年纳入碳交易后，碳税+减排改造加剧小企业成本压力，龙头竞争优势凸显，有望通过兼并收购进一步扩张，话语权增强，价格中枢有望逐步抬升，企业盈利或仍将维持高位，推荐华新水泥、上峰水泥、海螺水泥。3) 浮法玻璃：22H1 竣工需求或仍处于相对高位，供给侧冷修的增加或使得浮法玻璃仍处于供需紧平衡状态，单位利润继续下行空间有限。中长期绿色建筑的推广仍有望增加玻璃使用量，供给严格受限情况下，龙头议价能力有望逐步提升。推荐旗滨集团，信义玻璃、金晶科技。

图 3：建材主线一建议重视标的及盈利预测等

代码	股票简称	收盘价 元	市值 亿元	EPS				PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002271.SZ	东方雨虹	46.77	1,180	1.34	1.71	2.17	2.73	34.9	27.4	21.6	17.1
002918.SZ	蒙娜丽莎	24.10	100	1.37	1.43	2.18	3.03	17.6	16.9	11.1	8.0
603378.SH	亚士创能	26.21	78	1.06	0.66	1.62	2.44	24.7	39.7	16.2	10.7
603737.SH	三棵树	121.10	456	1.33	2.13	3.12	4.30	91.1	56.9	38.8	28.2
300737.SZ	科顺股份	15.08	174	0.77	0.84	1.24	1.65	19.6	18.0	12.2	9.1
000786.SZ	北新建材	31.36	530	1.69	2.25	2.69	3.16	18.6	13.9	11.7	9.9
600801.SH	华新水泥	19.57	410	2.69	3.13	3.63	4.16	7.3	6.3	5.4	4.7
000672.SZ	上峰水泥	20.48	167	2.49	3.09	3.60	4.08	8.2	6.6	5.7	5.0
600585.SH	海螺水泥	39.93	2,116	6.63	6.98	7.59	7.98	6.0	5.7	5.3	5.0
601636.SH	旗滨集团	17.90	481	0.68	1.81	2.04	2.41	26.3	9.9	8.8	7.4
0868.HK	信义玻璃	18.90	761	1.58	3.09	3.31	3.73	12.0	6.1	5.7	5.1
600586.SH	金晶科技	9.52	136	0.23	1.29	1.96	2.35	41.4	7.4	4.9	4.1

资料来源：Wind，天风证券研究所；收盘价截止 2021/12/17

### 2) 新兴链条：围绕碳中和与国产替代两条主线进行布局

“双碳”举措落地逐步进入深水区，传统建材在新兴领域亦焕发生机，成长前景值得重视。具体而言：1) 光伏玻璃：需求成长料有较好延续性，新增供给逐步释放，供需关系演变



仍需观察；另一方面，现阶段价格受行业成本中枢支撑较强，料已在偏底部位置，对应较好中长期布局窗口。推荐信义光能（与电新团队联合覆盖）、福莱特（与电新团队联合覆盖）、亚玛顿、洛阳玻璃股份；2）高技术玻璃板块国产替代趋势明确，供需格局良好，建议重点关注，a）电子玻璃国产替代趋势，推荐凯盛科技（与电子团队联合覆盖）、南玻 A；b）药用玻璃中硼硅渗透率提升节奏加快，推荐山东药玻（与医药团队联合覆盖）。3）玻纤：我们判断行业正处于周期属性趋势性弱化的转换阶段，需求有弹性/成长延续性，供给端基数效应/政策扰动/协会引导等，新增产能投放节奏或难对价格形成有效冲击，推荐中国巨石、中材科技、长海股份（与化工团队联合覆盖）、山东玻纤、宏和科技（与电子团队联合覆盖）。4）绝热材料：作为高温工业技改重要抓手，绝热材料成长前景值得重视，行业具备较典型大行业小企业特征；岩棉阻燃性优异，看好其用于建筑保温材料前景；陶纤期待高温工业渗透率持续提升；真空绝热材料在冰箱等冷链家电领域渗透加速或迎较好机遇。推荐赛特新材，关注再升科技。

图 4：建材主线二建议重视标的及盈利预测等

代码	股票简称	收盘价 元	市值 亿元	EPS				PE			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
0968.HK	信义光能	13.72	1,220	0.51	0.59	0.89	1.28	26.9	23.3	15.4	10.7
601865.SH	福莱特	49.13	1,055	0.76	1.05	1.56	2.08	64.6	46.8	31.5	23.6
002623.SZ	亚玛顿	41.39	82	0.69	0.47	1.04	1.66	60.0	88.1	39.8	24.9
1108.HK	洛阳玻璃股份	15.88	103	0.60	0.74	0.99	1.48	21.6	17.5	13.1	8.8
600552.SH	凯盛科技	13.51	103	0.16	0.25	0.43	0.73	84.4	54.0	31.4	18.5
000012.SZ	南玻 A	9.81	301	0.25	0.63	0.82	1.01	39.2	15.6	12.0	9.7
600529.SH	山东药玻	41.89	249	0.95	1.13	1.43	1.89	44.1	37.1	29.3	22.2
600176.SH	中国巨石	17.51	701	0.60	1.42	1.60	1.86	29.2	12.3	10.9	9.4
002080.SZ	中材科技	36.97	620	1.22	2.07	2.37	2.91	30.3	17.9	15.6	12.7
605006.SH	山东玻纤	13.99	70	0.34	1.20	1.51	1.75	41.1	11.7	9.3	8.0
300196.SZ	长海股份	17.99	74	0.66	1.42	1.71	2.05	27.3	12.7	10.5	8.8
603256.SH	宏和科技	8.41	74	0.13	0.16	0.23	0.34	64.7	52.6	36.6	24.7
688398.SH	赛特新材	49.10	39	1.17	1.51	1.93	2.45	42.0	32.5	25.4	20.0
002392.SZ	北京利尔	4.86	58	0.38	0.40	0.50	0.60	12.8	12.2	9.7	8.1

注：福莱特、信义光能均为与电新团队联合覆盖；凯盛科技/宏和科技、山东药玻、长海股份分别为与电子团队、医药团队、化工团队联合覆盖；

资料来源：Wind，天风证券研究所；收盘价截止 2021/12/17

## 2. 建筑企业里面电力运营资产质地如何？

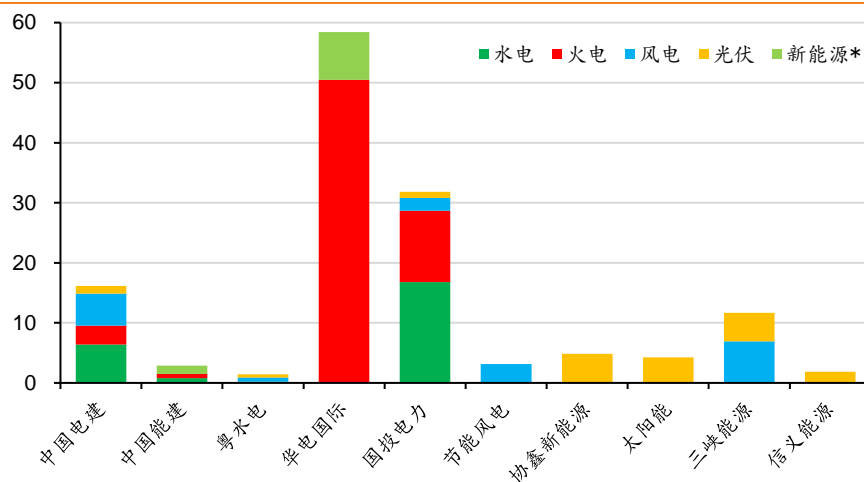
中国电建/中国能建/粤水电十四五布局新能源电力资产强度均明显提升。投资电力资产为部分建筑企业转型升级的重要抓手之一，现阶段已投资形成一定规模的建筑企业主要为中国电建、中国能建、粤水电。其中中国电建 20 年末/21H1 末投运电力装机容量分别为 16.1GW（其中水电、风电、光伏、火电装机分别为 6.4、5.3、1.3、3.2GW，占比分别为 40%、33%、8%、20%）、16.4GW，目标十四五期间新能源新增投运装机 30-48.5GW；中国能建 20 年末投运电力装机容量为 2.9GW（其中水电、新能源、火电装机分别为 0.8、1.4、0.7GW，占比分别为 27%、49%、24%），目标十四五末投运新能源装机规模超 20GW；粤水电 20 年/21Q3 末投运电力装机规模 1.4、1.5GW（均为清洁能源，其中水电、风电、光伏分别 0.2、0.7、0.6GW）。2020 年以来，粤水电与各地政府一共签署了 13 项投资框架或协议，设计项目总规模为 5.7GW。主要为风电、光伏发电项目，多处于前期准备阶段。

盈利能力可大致作为电力运营资产质量好坏的粗略整体判断标准，电力资产质量大致取决于区域位置（决定资源禀赋）、单位投资额及上网电价（包括补贴占比）等核心因素。其中 1）火电资产同质性相对较高，且在“双碳”背景下后续发展相对受限，本文暂不更多讨论；2）水电资产所处区位的资源禀赋更重要，决定了其利用小时数等决定其效益的关

键变量，此外地理条件对其投资强度有影响，此外区域上网电价对其盈利能力亦有较大影响；3）风电、光伏资产质量决定因素包括区域资源禀赋（光照、风力资源）、单位投资强度（与投资支出时间有较大关系）、上网电价（平价前补贴占一定比例，各区域有一定差异）。综合来看，电力资产质量为多因素综合结果；财务数据角度，我们认为盈利能力（其中毛利率受管理运维影响较小，净利率部分亦受负债情况及融资成本、管理运维成本管控能力影响）可作为较好的粗略整体判断标准，同时现金流利润匹配情况、投资回报率等亦为重要参考。

为达到更好比较效果，我们选取两类可比公司：1）传统电力企业，火电/水电资产是其传统电力资产构成，且近年布局新能源电力资产保持强度（华电国际、国投电力）；2）新能源电力企业，电力资产以风电+光伏为主，包括三峡能源、节能风电、协鑫新能源、太阳能、信义能源。行业整体来看，盈利能力排序大致可排为光伏>风电>火电，水电则因资源禀赋差异化较大。

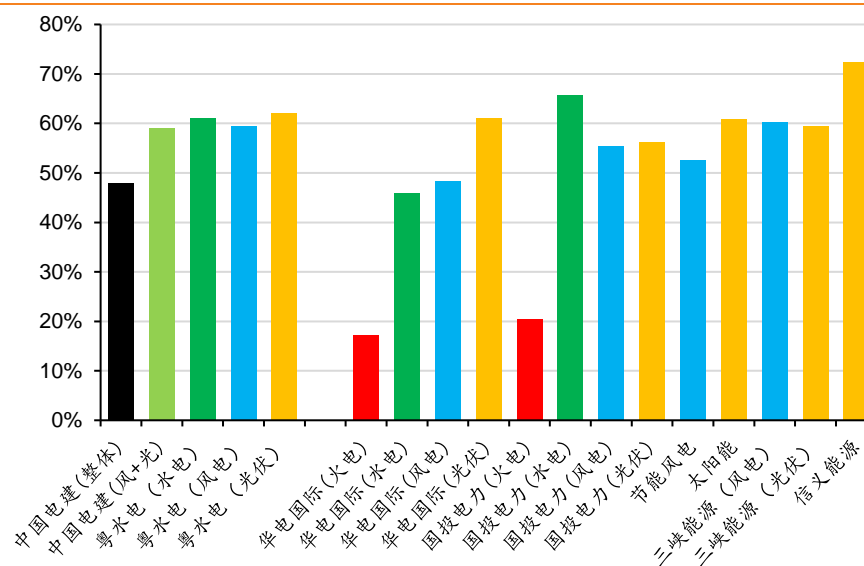
图 5：20FY 末代表公司运营电力资产情况（GW）



注：新能源指风电+光伏，其中华电国际亦包括少量水电；华电国际数据截止 2021/03/20；

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 6：20FY 代表公司运营电力毛利率情况



注：新能源指风电+光伏；中国电建（风+光）毛利率数据为 21H1 数据；

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

参考可比公司，我们认为中国电建、粤水电新能源电力资产较为优质。按照中国电建装机

组合对华电国际、国投电力的整体利润率重新计算后，中国电建优于华电国际、但低于国投电力整体，推测核心差异来自水电业务毛利率差异；中国电建（风电+光伏）毛利率较可比公司风电毛利率算术均值高 4.9pct、较可比公司光伏毛利率算术均值低 3.0pct，考虑到中国电建风电规模约为 4 倍，我们推测中国电建新能源电力整体资产质量在行业内处于较好水平。粤水电角度，其风电毛利率优于可比公司算术均值（高 5.3pct）、其光伏毛利率与可比公司算术均值大体持平，整体新能源电力资产质量较优；需要指出，粤水电现阶段整体电力运营资产规模体量仍较小。中国能建未披露电力运营业务利润率数据。整体而言，我们判断中国电建、粤水电现阶段已投入运营的新能源电力资产处于行业中上游水平，我们认为其反应了电力工程企业对于项目质量的把握或更为深刻，或源于其对于资源分布的更深刻把握（丰富的施工经验带来的资源分布等数据有较好积累）、因参与项目规划设计等更早期即对项目有一定筛选。

图 7：20FY 代表公司运营电力毛利率比较

毛利率比较 1	毛利率
中国电建整体	47.9%
华电国际整体（调整）	42.3%
国投电力整体(调整)	52.8%
毛利率比较 2	
中国电建（风+光）	59.0%
粤水电（风电）	59.4%
粤水电（光伏）	62.1%
其他可比公司风电算术平均	54.1%
其他可比公司光伏算术平均	62.0%
毛利率比较 3	
粤水电（水电）	61.1%
国投电力水电	65.8%

注：中国电建（风+光）毛利率数据为 21H1 数据；“调整”指按照中国电建电力资产结构进行相应加权调整；

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

### 3. 建筑、建材转债标的及机会？

我们对建筑及建材领域已发行转债及规划发行转债（指已发布预案）的标的进行梳理。包括已发行转债的标的中，建筑合计 16 家、建材合计 11 家；规划发行转债的标的中，建筑合计 6 家、建材合计 3 家。

我们认为转债投资机会来源于两方面：①对应正股基本面扎实程度及成长前景，同时正股交易价格对应公司估值因市场尚未充分认知等因素较其真实价值有一定偏离；②转债交易价格对应转股价值与正股交易价格间偏离情况。其中因素②更偏交易层面，因素①更多基于公司基本面，亦于交易因素有关。我们主要基于①进行探讨。

参考本文章节 1 描述，我们建议重点关注的转债标的包括：

**建材领域：**重点关注**旗滨转债**（正股浮法龙头，布局光伏、药用、电子玻璃驱动新成长，估值有优势）、**山玻转债/长海转债**（正股均对应细分二线玻纤龙头，玻纤高景气有持续性且周期弱化，有估值重塑机会）、**蒙娜转债**（市占率稳步提升，需求边际改善，同时有望受益能耗限制带来的供给端优化）、**万青转债**（水泥供给侧变化进一步加速，关注区域龙头强化竞争优势，且现阶段市场预期处于相对较悲观位置）。同时规划发行转债的**福莱特（与电新团队联合覆盖）、再升科技、豪美新材**亦建议重点关注。

**建筑领域：**重点关注**鸿路转债**（正股为钢结构构件制造龙头，龙头地位稳固且持续强化，受益装配式建筑产业大趋势行业有较好成长 beta）、**华阳转债**（公司 BIM 与装配式设计研发持续推进，受益装配式建筑产业大趋势，自身成长 alpha 持续验证）。同时规划发行转债的**粤水电、山东路桥、精工钢构**亦建议重点关注。

图 8：拟发行转债的建筑建材标的梳理

公司代码	公司名称	转债方案进度	预案公告日	发行规模	股票评级	行业划分
601865.SH	福莱特	股东大会通过	2021-06-17	40.00	买入	非金属建材-玻璃
603601.SH	再升科技	股东大会通过	2021-02-20	5.10	未覆盖	非金属建材-玻纤
002988.SZ	蒙美新材	证监会核准	2020-11-24	8.24	未覆盖	非金属建材-消费建材
002060.SZ	粤水电	股东大会通过	2021-09-16	9.00	未覆盖	建筑工程-地方国企
000498.SZ	山东路桥	董事会预案	2021-07-07	30.00	买入	建筑工程-地方国企
600496.SH	精工钢构	发审委通过	2021-06-15	20.00	买入	建筑工程-装配式
603466.SH	风语筑	发审委通过	2021-06-19	5.00	未覆盖	建筑工程-装修
002989.SZ	中天精装	证监会核准	2021-06-19	5.77	未覆盖	建筑工程-装修
600491.SH	龙元建设	股东大会通过	2019-04-30	12.52	未覆盖	建筑工程-其他

资料来源：Wind，天风证券研究所；数据截止 2021/12/17，发行规模单位为亿元；福莱特为与电新团队联合覆盖；

图 9：建筑建材转债标的及核心数据梳理

代码	转债简称	上市日期	发行总额	最新余额	转债收盘价	转股溢价率	正股代码	正股名称	收盘价	评级	行业划分
<b>建材标的</b>											
113047.SH	旗滨转债	21/05/07	15.0	15.0	170.55	22%	601636.SH	旗滨集团	17.86	买入	玻璃
111001.SH	山玻转债	21/12/06	6.0	6.0	130.41	28%	605006.SH	山东玻纤	14.12	买入	玻纤
123091.SZ	长海转债	21/01/15	5.5	5.5	139.00	20%	300196.SZ	长海股份	18.77	买入	玻纤
127047.SZ	帝欧转债	21/11/26	15.0	15.0	135.55	26%	002798.SZ	帝欧家居	14.61	买入	消费建材
127044.SZ	蒙娜转债	21/09/16	11.7	11.7	133.40	42%	002918.SZ	蒙娜丽莎	25.47	买入	消费建材
128097.SZ	奥佳转债	20/03/18	12.0	4.6	142.81	20%	002614.SZ	奥佳华	12.40	买入	消费建材
127035.SZ	濮耐转债	21/06/18	6.3	6.3	125.30	27%	002225.SZ	濮耐股份	4.36	未覆盖	工业材料
113624.SH	正川转债	21/06/01	4.1	4.0	111.92	49%	603976.SH	正川股份	35.09	未覆盖	玻璃
123103.SZ	震安转债	21/03/31	2.9	2.5	184.65	10%	300767.SZ	震安科技	95.44	未覆盖	工业材料
127025.SZ	冀东转债	20/12/02	28.2	17.8	115.00	48%	000401.SZ	冀东水泥	11.91	n/a	水泥
127017.SZ	万青转债	20/07/02	10.0	10.0	125.81	41%	000789.SZ	万年青	11.97	买入	水泥
<b>建筑标的</b>											
127029.SZ	中钢转债	21/04/23	9.6	8.2	166.54	4%	000928.SZ	中钢国际	9.27	未覆盖	央企
127014.SZ	北方转债	19/11/21	5.8	5.3	118.71	27%	000065.SZ	北方国际	8.11	未覆盖	央企
113024.SH	核建转债	19/04/26	30.0	30.0	126.70	27%	601611.SH	中国核建	9.68	未覆盖	央企
128132.SZ	交建转债	20/10/16	8.5	8.5	105.99	68%	002941.SZ	新疆交建	11.67	未覆盖	地方国企
128107.SZ	文科转债	20/05/22	25.0	25.0	118.80	15%	002061.SZ	浙江文科	5.42	未覆盖	地方国企
128134.SZ	鸿路转债	20/11/02	18.8	15.7	148.03	18%	002541.SZ	鸿路钢构	54.49	买入	装配式
128125.SZ	华阳转债	20/08/21	4.5	4.5	107.52	87%	002949.SZ	华阳国际	14.57	买入	设计
128044.SZ	岭南转债	18/09/04	6.6	6.6	118.01	23%	002717.SZ	岭南股份	3.30	买入	园林
123004.SZ	铁汉转债	18/01/26	11.0	8.0	107.50	49%	300197.SZ	节能铁汉	2.76	未覆盖	园林
127034.SZ	绿茵转债	21/05/28	7.1	7.1	104.80	38%	002887.SZ	绿茵生态	9.43	未覆盖	园林
113578.SH	全筑转债	20/05/19	3.8	3.8	104.35	56%	603030.SH	全筑股份	3.52	买入	装修
128037.SZ	岩土转债	18/04/25	6.0	6.0	112.05	21%	002542.SZ	中化岩土	2.87	未覆盖	其他
113530.SH	大丰转债	19/04/18	6.3	6.3	114.76	45%	603081.SH	大丰实业	12.92	未覆盖	其他
127033.SZ	中装转 2	21/05/24	11.6	11.6	118.11	32%	002822.SZ	中装建设	5.60	未覆盖	其他
110080.SH	东湖转债	21/05/12	15.5	15.5	108.47	26%	600133.SH	东湖高新	5.20	未覆盖	其他
123080.SZ	海波转债	20/12/22	2.5	2.4	130.33	9%	300517.SZ	海波重科	13.85	未覆盖	其他

注：发行总额和最新余额单位均为亿元，其余数据金额为元；数据截止 2021/12/17；长海股份为与化工团队联合覆盖；

资料来源：Wind，天风证券研究所



#### 4. 消费建材投资机会排序及标的?

结合我们章节 1 阐述,我们认为 22 年消费建材是最值得重视的细分板块之一,但消费建材自身亦可细分为更多细分领域,为进一步把握其内部机会,我们尝试对细分板块及其中标的进行一定排序。

我们判断 2022 年地产销售和新开工较当前大幅下滑的情况,有望呈现边际改善趋势,竣工在过往新开工逐步转化的情况下,有望保持相对较高的景气,而保障房有望成为住宅市场的较好补充。12 月 8 日在国务院政策例行吹风会上,发改委提出鼓励有条件的地区实施家具家装下乡补贴,亦有望对家装建材需求形成一定补充。综合看,我们认为消费建材仍是中长期优选赛道,估值低位建议中长期布局,细分行业排序**瓷砖 > 防水、涂料 > 管材**。

1) 需求侧,龙头集中度提升或仍是中长期主旋律。近期的地产政策回暖有望对短期需求产生利好,而中长期看,仍在进行的城镇化进程、存量改造需求及建材提质时代的来临有望使下游需求维持庞大体量,而保障房有望成为住宅市场的较好补充。上市龙头已经率先开启了渠道下沉与变革,产能布局的领先优势亦更加明显。

2) 成本端压力缓解有望带动行业在 22 年困境反转。今年以来,化工下游受到油价上行、产能受限等多方面影响,消费建材原材料价格上涨显著,利润率受严重侵蚀,但即使在这样的情况下,大部分龙头公司还是体现了较好的抗风险能力。我们判断当前原材料价格或已处于高位,而消费建材年末调价窗口期,产品价格有望有所上行,低基数下消费建材龙头明年业绩高增可能性较大。

3) 估值端,部分超跌品种已至历史低位。东方雨虹、伟星新材、坚朗五金、东鹏控股已跌至 2016 年之后的 60%~70%附近,而其他的二线龙头如科顺股份则已经跌至历史低位。当前时点,我们认为大部分消费建材品种仍然体现了较好的中长期投资价值。单纯从估值而言,二线龙头短期反弹的空间或更大,但中长期看,一二线龙头或始终具备一定估值差,一线龙头基本面在遇到行业低谷时的稳定性或更好。具体推荐标的顺序:**东方雨虹,蒙娜丽莎,亚士创能,科顺股份,伟星新材,北新建材**。

图 10: 部分消费建材公司估值分位

	东方雨虹	科顺股份	蒙娜丽莎	东鹏控股	三棵树	亚士创能	永高股份	北新建材	伟星新材	坚朗五金	凯伦股份
PE(TTM)	29.2	17.8	17.5	21.7	197.4	39.2	10.1	15.1	26.9	57.7	26.3
比沪深 300	63%	7%	26%	64%	98%	51%	11%	16%	62%	72%	8%

资料来源: Wind, 天风证券研究所; 数据截止 2021/12/15

## 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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com