# 政策向基本面传导期间波动加大

——建筑材料行业研究周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

评级 增持（维持）

2022 年 12 月 25 日

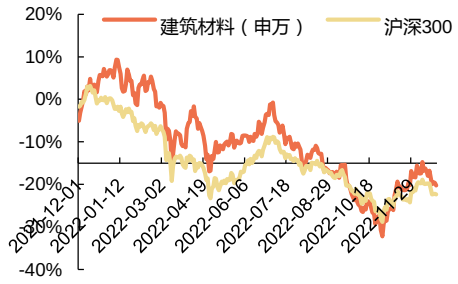
曹旭特 分析师
SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘宇栋 研究助理
SAC 执业证书编号：S1660121110016

行业基本资料

| | |
|---|---|
| 股票家数 | 74 |
| 行业平均市盈率 | 14.06 |
| 市场平均市盈率 | 16.5 |

行业表现走势图




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

相关报告

1、建材行业研究周报：《骨料产业有序进化将是主旋律》2022-12-18

2、建材行业研究周报：《布局周期反转需兼具决心与耐心》2022-12-11

3、建材行业研究周报：《政策预期引普涨 基本面趋势定乾坤》2022-12-04

4、建材行业研究周报：《周期底部反转首选龙头》2022-11-27

## 投资摘要：

### 每周一谈：资本开支周期视角看水泥

**行业的资本开支周期通常滞后于盈利周期，持续低或持续高的资本开支均是盈利周期反转的动能。**从朴素的商业逻辑出发，企业在盈利能力较强时，有更好的盈利预期，并且有更充裕在手现金，因此具有更强加大资本开支进行扩张的动机与能力，因此盈利周期上行后往往导致资本周期上行，反之亦然。

**水泥行业的周期起落较好地符合这一特征，盈利周期与资本开支相互作用，同时产业周期所处位置亦决定二者之间互相反馈的速度。**2003—2006 年：资本开支强度下行，盈利周期提前在 2005 年见底，而资本开支的低迷持续到下一年。**2007—2009 年：**资本开支强度上行，盈利小周期在 2007 年见顶，随后进入全球经济危机导致的低迷中；而水泥企业的资本开支周期惯性上行持续至 2009 年。**2010 年—2017 年：**资本开支强度下行，盈利周期在 2015 年见底，此后供给侧改革助力水泥行业进入一轮盈利繁荣期，而水泥企业的资本开支低迷持续至 2017 年。

**2018 年—今：**资本开支强度上行。经过持续 4 年资本开支少于折旧与摊销的缩表周期后，水泥企业逐渐找到新的成长极，在利润持续走强的情况下，水泥行业主要企业积累较多的货币资金，虽然国内的水泥熟料产能扩张受到产业政策及竞争格局限制，水泥企业逐渐在海外业务及非水泥业务找到新的成长极，资本开支再次进入一轮上行周期。盈利能力同步处在下行阶段，粗略看似乎又是一轮供给释放导致盈利能力下行的周期往复。但考虑盈利及资本开支变化的多重因素，我们认为本轮资本开支上行在短中期仍然是盈利周期上行的动力而非反作用力，不需对盈利悲观，原因如下：

**第一、 本轮水泥行业盈利周期下行核心作用力是需求低迷及成本上行，供给释放并非主要矛盾。**

**第二、 本轮资本开支周期上行并非集中在扩张国内水泥熟料产能，因此在供给端并无明显对盈利的负作用力。**

### 重点子行业跟踪：

- **玻璃：周期底部去产能持续。**至 12 月 23 日，全国最新玻璃均价为 1622.71 元/吨，较上周均价回升 0.16%。库存延续去库，反映较强的下游需求，静待继续出清使新的供给平衡出现。重点监测省份生产企业库存总量为 5549 万重量箱，较节前一周库存减少 216 万重量箱，减幅 3.75%；本轮出清正在积累明年的弹性。继续推荐步入新成长期的旗滨集团。
- **水泥：淡季效应开始显现。**截止 12 月 23 日，全国水泥均价 393.08 元/吨，环比上周下降 0.88%。全国熟料库容比均值为 70.59%，与上周相比下降 0.85 个百分点。磨机开工负荷 30.27%，较上周下降 2.54 个百分点，生产逐渐转弱。本期水泥-煤炭价格差均值为 234.07 元 /吨，较上周四下降 3.04%。与去年同期相比，水泥燃料价格差均值下降 30.35%。
- **消费建材：短期快速上涨后博弈特征明显。**供给端政策尽出后，静待需求侧政策。在此之前消费建材波动或缺乏一定方向（波动加大但底部明确）。我们认为扩品类以及集中度提升的长逻辑并未发生改变，具备 Alpha 属性的优质企业如雨虹、伟星、三棵树有望继续实现市占率的提升，此外成本环境也已迎来较大变化，Q3 起消费建材迎来利润增速领先于营收增速，防水行业业绩底略晚却不会缺席。继续建议关注消费建材龙头东方雨虹、伟星新材、三棵树。

**市场回顾：**截至 12 月 23 日收盘，建材板块本周下跌 4.19%，沪深 300 指数下跌 3.19%，从板块排名来看，建材板块上周在申万 31 个板块中位列第 17 位。年初至今涨幅为-25.35%，在申万 31 个板块中位列第 26 位。

- 个股涨幅前五名：金圆股份、旗滨集团、亚士创能、东方雨虹、北新建材。
- 个股涨幅后五名：中旗新材、龙泉股份、金刚光伏、海南瑞泽、宏和科技。

**投资策略：**稳增长链条重点推荐规模红利持续兑现的钢结构龙头鸿路钢构，迎来拐点的强者东方雨虹；地产复苏首推建材中消费属性占优的伟星新材、持续兑现利润的三棵树、建议关注业绩稳健增长的板材龙头兔宝宝；新材料建议关注传统业务保持高景气同时步入新成长期的旗滨集团。

**风险提示：**地产链需求下滑，基建投资放缓，原材料价格波动。

**行业重点公司跟踪**

| 证券简称 | EPS(元) | | | PE | | | 投资评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E | |
| 伟星新材 | 0.78 | 0.9 | 1.18 | 26.96 | 23.37 | 17.82 | 买入 |
| 鸿路钢构 | 2.07 | 1.85 | 2.46 | 13.92 | 15.59 | 11.73 | 买入 |
| 三棵树 | -1.11 | 2.64 | 3.99 | / | 43.58 | 28.83 | 买入 |
| 东方雨虹 | 1.74 | 1.24 | 1.85 | 19.63 | 27.54 | 18.46 | 买入 |

*资料来源：公司财报、Wind，申港证券研究所*

# 内容目录

1. 每周一谈：资本开支周期视角看水泥 ..... 4
2. 市场回顾 ..... 6
3. 宏观数据：基建维持高增 地产周期底蓄力 ..... 7
3.1 地产周期底明确 ..... 7
3.2 稳增长仍处在落地期 ..... 8
4. 本周重点子行业跟踪 ..... 9
4.1 玻璃：周期底部去产能持续 ..... 9
4.2 消费建材：地产预期主导估值修复 ..... 10
4.3 水泥：逐步进入淡季供需双弱 ..... 13
5. 本周投资策略及重点建议 ..... 15
6. 风险提示 ..... 15

# 图表目录

图 1：水泥资本开支周期滞后于盈利周期 ..... 4
图 2：水泥制造企业在手现金充裕（亿元） ..... 5
图 3：水泥制造行业无形资产占总资产比例 ..... 5
图 4：建材申万子行业表现 ..... 6
图 5：销售面积增速引领地产周期（12 月移动平均同比） ..... 7
图 6：固定资产投资（基础设施）同比增速（%） ..... 8
图 7：全国玻璃销售价格（元/吨） ..... 9
图 8：重点八省玻璃库存（万重量箱） ..... 9
图 9：纯碱价格（元/吨） ..... 10
图 10：液化天然气价格（元/吨） ..... 10
图 11：丙烯酸及丙烯酸丁酯价格变动（元/吨） ..... 11
图 12：钛白粉（金红石型）价格（元/吨） ..... 11
图 13：市场价：SBS 改性沥青：华东地区（元/吨） ..... 11
图 14：市场价：SBS 改性沥青：华北地区（元/吨） ..... 11
图 15：PP 市场价（元/吨） ..... 11
图 16：PVC 市场价（元/吨） ..... 11
图 17：防水行业周期底部后涨跌幅（%） ..... 12
图 18：管材行业周期底部后涨跌幅（%） ..... 12
图 19：涂料企业周期底部涨跌幅（%） ..... 13
图 20：其他消费建材企业周期底部涨跌幅（%） ..... 13
图 21：海螺水泥相对市场 PB 与资产盈利能力相关 ..... 14
图 22：华新水泥相对市场 PB 与资产盈利能力相关 ..... 14
图 23：煤炭价格在上一轮周期基本平稳（点） ..... 14
图 24：水泥需求端并无明显变化（万吨） ..... 14
图 25：华新水泥能源成本抬升 ..... 15
图 26：海螺水泥能源成本抬升 ..... 15

表 1：2022 年主要建筑用矿石矿权出让情况 ..... 6
表 2：地区间玻璃均价（元/吨） ..... 9

## 1. 每周一谈：资本开支周期视角看水泥

**行业的资本开支周期通常滞后于盈利周期，持续低或持续高的资本开支均是盈利周期反转的动能。**从朴素的商业逻辑出发，企业在盈利能力较强时，有更好的盈利预期，并且有更充裕在手现金，因此具有更强加大资本开支进行扩张的动机与能力，因此盈利周期上行后往往导致资本周期上行。同时周期并非线性运行，当行业整体加大资本开支后往往造成供给的密集释放，从而使得供需格局扭转，盈利周期向下运行，随之在盈利周期下行过程中行业的扩张动能继续萎缩。

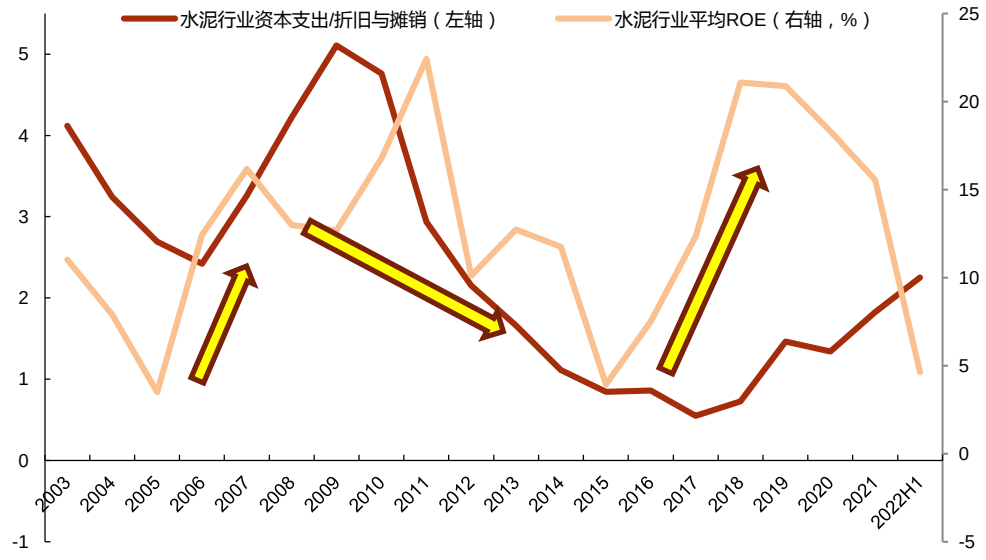
**水泥行业的周期起落较好地符合这一特征，盈利周期与资本开支相互作用，同时产业周期所处位置亦决定二者之间互相反馈的速度。**

**2003—2006 年：**资本开支强度下行，盈利周期提前在 2005 年见底，而资本开支的低迷持续到下一年。

**2007—2009 年：**资本开支强度上行，盈利小周期在 2007 年见顶，随后进入全球经济危机导致的低迷中；而水泥企业的资本开支周期惯性上行持续至 2009 年。2009 年开始实施的 4 万亿逆周期调节政策使得水泥行业盈利再次进入一轮小高峰，但该阶段资本开支周期并未对盈利周期明显反馈。

**2010 年—2017 年：**资本开支强度下行，盈利周期在 2015 年见底，此后供给侧改革助力水泥行业进入一轮盈利繁荣期，而水泥企业的资本开支低迷持续至 2017 年。此时水泥产业已进入成熟期，水泥需求多年持续处在平台期，因此行业的扩张动力相对不足，资本开支的低迷持续到 2017 年，并在下一年仍然无明显起色。基于水泥产能已经过剩，需求边际向下且供给端扩张受到竞争格局及产业政策约束的基本事实，水泥企业在传统业务扩张的空间极为有限。因此 2016 年以后的盈利周期上行并未迅速催化新一轮资本开支高峰。

**图1：水泥资本开支周期滞后于盈利周期**

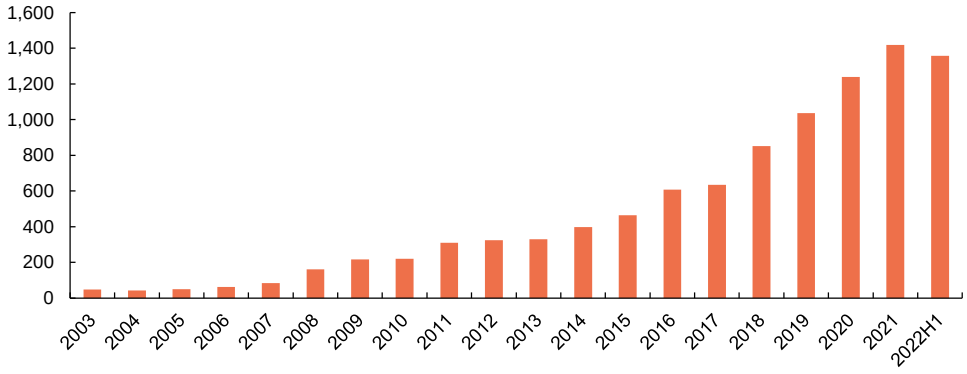



*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**2018 年—今：**资本开支强度上行。经过持续 4 年资本开支少于折旧与摊销的缩表

周期后，水泥企业逐渐找到新的成长极，在利润持续走强的情况下，水泥行业主要企业积累较多的货币资金，虽然国内的水泥熟料产能扩张受到产业政策及竞争格局限制，水泥企业逐渐在海外业务及非水泥业务找到新的成长极，资本开支再次进入一轮上行周期。

**图2：水泥制造企业在手现金充裕（亿元）**



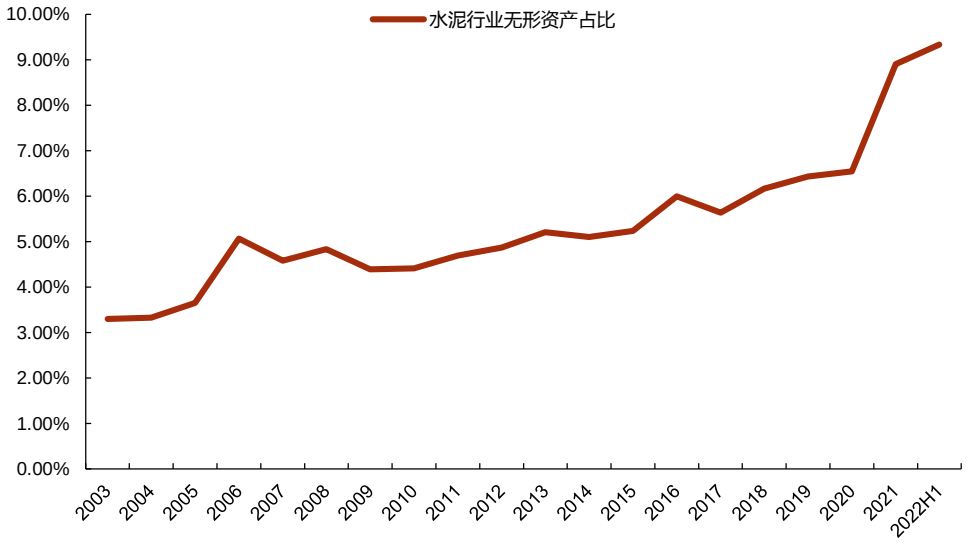

*资料来源：Wind，申港证券研究所*

近三年随着资本开支周期上行，盈利能力同步处在下行阶段，粗略看似乎又是一轮供给释放导致盈利能力下行的周期往复。但考虑盈利及资本开支变化的多重因素，我们认为本轮资本开支上行在短中期仍然是盈利周期上行的动力而非反作用力，不需对盈利悲观，原因如下：

**第一、本轮水泥行业盈利周期下行核心作用力是需求低迷及成本上行，供给释放并非主要矛盾。**较为不理想的需求现状使得行业在供给无明显增长的情况下依然丧失了供求平衡，同时部分企业对份额的诉求使得行业过去的稳态被打破，竞争环境改变使得价格出现较大波动，行业整体盈利能力承受一定压力。

**第二、本轮资本开支周期上行并非集中在扩张国内水泥熟料产能，因此在供给端并无明显对盈利的负作用力。**国内水泥熟料产能并不紧缺，因此水泥企业在海外业务及骨料、混凝土等非水泥业务找到新的投资方向，仍能取得较好的投资回报率，相对比于现金在手，新的投资方向可使得 ROE 继续提升。**水泥企业呈现愈加明显的资源属性，**本轮周期中矿权的获取是水泥企业资本支出的主要方向，从报表端也能观察到无形资产占总资产比例明显提升。

**图3：水泥制造行业无形资产占总资产比例**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**表1：2022 年主要建筑用矿石矿权出让情况**

| 矿权名称 | 企业名称 | 金额（亿元） | 资源量（万立方） | 资源单价（元/立方） | 地区 |
|---|---|---|---|---|---|
| 广东省郁南县桂圩镇冲旺岭矿区建筑用花岗岩、变质砂岩矿采矿权 | 中电建（云浮）新材料有限公司 | 78.5 | 46375.9 | 16.9 | 广东 |
| 广东省封开县古利山矿区饰面用花岗岩采矿权 | 封开海螺交投绿色建材有限公司 | 68.2 | 19977.4 | 34.1 | 广东 |
| 云浮市云安区都杨镇观音山矿区建筑用花岗岩矿采矿权 | 中电建（云浮）绿色矿业有限公司 | 61 | 22768.1 | 26.8 | 广东 |
| 湖北省阳新县袁广-良畈矿区建筑石料用（熔剂用、水泥用）石灰岩矿 | 黄石华新绿色建材产业有限公司 | 44.8 | 64992.8 | 6.9 | 湖北 |
| 四川省峨边彝族自治县刘家沟玄武岩矿采矿权 | 乐山国鑫矿业开发有限公司 | 29.95 | 38840.6 万吨 | 7.7 元/吨 | 四川 |
| 广东台山市赤溪镇蕉湾顶建筑用花岗岩矿采矿权 | 中电建（台山）绿色建材有限公司 | 28.8 | 23217.2 | 12.4 | 广东 |
| 广宁县木格坪田矿区（一区）建筑用花岗岩矿采矿权 | 中电建（广宁）绿色矿业有限公司 | 27 | 18878.6 | 14.3 | 广东 |
| 池州市贵池区横山矿区及外围水泥用灰岩矿采矿权 | 池州中建材新材料有限公司 | 24.84 | 81425.4 万吨 | 3.1 元/吨 | 安徽 |
| 湖北省蕲春县刘河镇石鼓冲矿区建筑用石料（片麻岩、花岗岩）矿采矿权 | 中电建（蕲春）新材料有限公司 | 19.9 | 125058 万吨 | 1.6 元/吨 | 湖北 |
| 广东省英德市连江口镇银坑矿区建筑用砂岩矿采矿权 | 清远市粤晟绿色建材投资有限公司 | 16.56 | 14125 | 11.7 | 广东 |

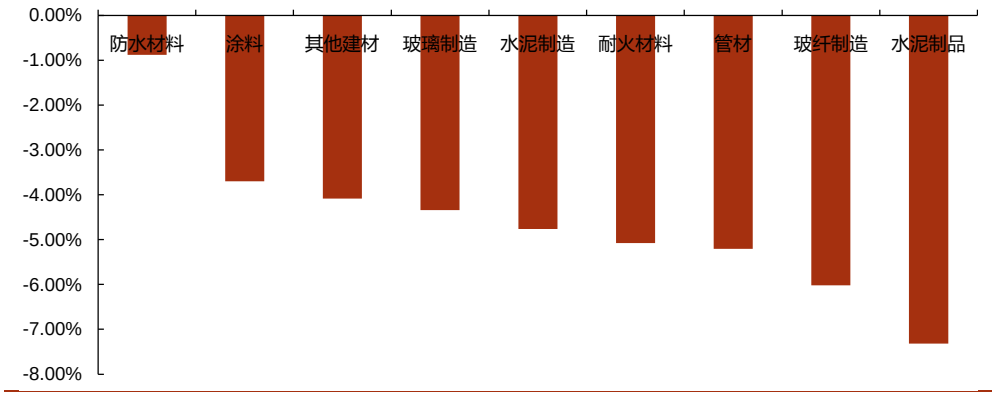
*资料来源：水泥网，申港证券研究所*

## 2. 市场回顾

**市场回顾：**截至 12 月 23 日收盘，建材板块本周下跌 4.19%，沪深 300 指数下跌 3.19%，从板块排名来看，建材板块上周在申万 31 个板块中位列第 17 位。年初至今涨幅为-25.35%，在申万 31 个板块中位列第 26 位。

- 个股涨幅前五名：金圆股份、旗滨集团、亚士创能、东方雨虹、北新建材。
- 个股跌幅前五名：中旗新材、龙泉股份、金刚光伏、海南瑞泽、宏和科技。

**图4：建材申万子行业表现**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

# 3. 宏观数据：基建维持高增 地产周期底蓄力

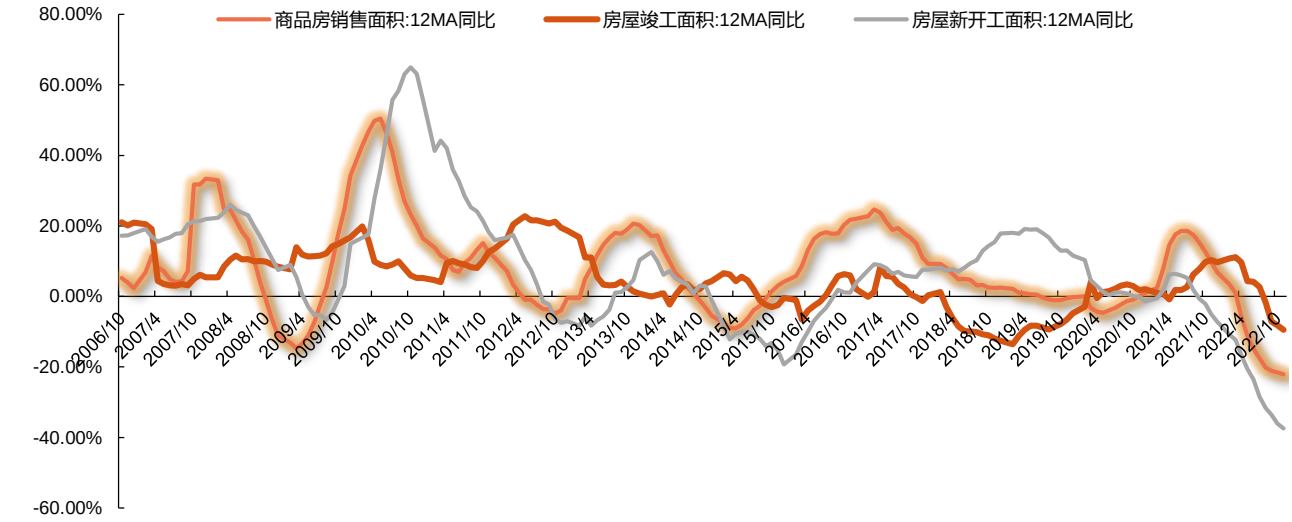
## 3.1 地产周期底明确

**地产周期的底部逐步清晰，磨底仍在持续。**2022 年前 11 月商品房累计销售 12.13 亿平米，同比下滑 23.32%，降幅较上月扩大 1.05pcts；累计新开工面积 11.16 亿平米，同比下滑 38.94%，降幅较上月扩大 1.15pcts；竣工面积 5.57 亿平米，同比下滑 18.97%，降幅较上月扩大 0.25pcts。

**11 月当月各项数据同比均有所恶化，居民活动半径的限制大幅影响购房及施工进展。**11 月单月销售面积 10071 万平米，同比下滑 33.26%，同比降幅扩大 10.04pcts。11 月单月竣工面积环比改善但同比仍在加速下降，环比上月提升 60.83%但同比下滑 20.23%。土地购置及开工面积同比降幅继续扩大，新开工单月同比跌幅约为 50.82%；土地购置面积单月同比下滑 58.48%。

**供给端政策的出台将首先给竣工端带来弹性，开工及拿地有望随销售回暖逐步好转。**本轮竣工周期仍在运行中，21 年中的销售高峰预计将对 23 年竣工交房带来明显支撑，而 2022 年实际竣工面积因房企资金原因偏离应有竣工周期，预计也将在 2023 年回补。当前政策逐步向保优质主体演变，同时放松地产行业融资，有望助力 23 年竣工保持较高景气。而开工及拿地仍取决于销售回暖，由于地产企业尚有较多土地储备，我们判断开工将领先于拿地扭转颓势。

**图5：销售面积增速引领地产周期（12 月移动平均同比）**



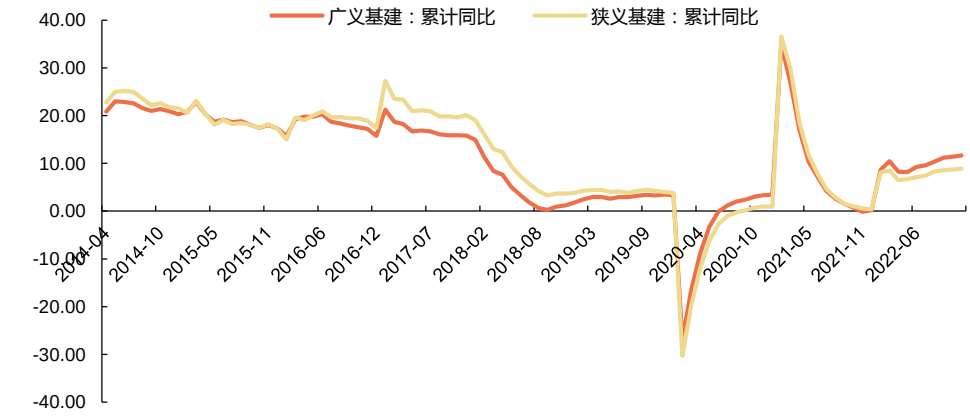

*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**政策调控方向已愈加明显，静待居民购房信心修复。**当前地产对宏观经济的拖累愈加显著，引发较为严峻的就业、信用环境。当前国内推动宽货币与较强逆周期调节政策促复苏，而海外流动性继续收紧且衰退预期加强，海内外流动性政策及经济周期的错位愈加强化，实际意味着我国维持宽货币的时间和空间均在收窄，且当前对经济有较强支撑的出口或在海外衰退中边际转弱。在有限的时间里扭转宏观经济的颓势尤为重要，而地产是稳内需最关键的一环，近期政策密集发布确认了高层的施政意图，其意义大于政策的效果本身。

## 3.2 稳增长仍处在落地期

**基建投资增速环比继续提升，稳增长持续兑现。**2022 年前 11 月广义基建同比上升 11.65%，较上月提升 0.26pcts，环比继续加速。狭义基建（不含电力）同比上升 8.9%，较上月增速提升 0.2cts。

**图6：固定资产投资（基础设施）同比增速（%）**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**制造业投资延续高景气，信贷及给予较强支撑。**产业项目已成为稳增长重要抓手，政府投资产业园区是专项债重点投向，此外工业企业信贷增长强劲。我们看好全年制造业固定资产投资需求，在年末基数较高的情况下保持一定增长韧性，前 11 月制造业固定资产投资同增 9.3%，环比回落 0.4pcts。

# 4. 本周重点子行业跟踪

## 4.1 玻璃：周期底部去产能持续

**产线变动情况：**根据卓创资讯，全国浮法玻璃生产线共计 306 条，在产 241 条，日熔量共计 161640 吨，暂无点火及冷修产线。

**价格与库存：价格震荡趋势延续。**根据卓创资讯，至 12 月 23 日，全国最新玻璃均价为 1622.71 元/吨，较上周均价回升 0.16%。

**周期底价格磨底维持，静待新的供给平衡出现。**本周全国大部分地区价格波动为主，暂无明显趋势；华南地区略有上涨。当前阶段成本带来一定支撑，进一步下行的风险偏小。考虑逐渐进入淡季且库存偏高，预计价格偏弱运行，静待供给端出清寻找新的平衡点。当前的低价格无疑是一轮周期底出清的催化剂，如今年淡季冷修产线超预期，明年竣工修复背景下玻璃价格或出现弹性。

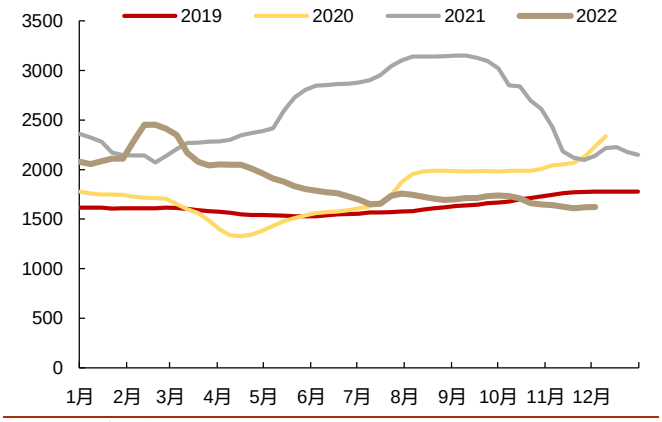
**表2：地区间玻璃均价（元/吨）**

| 区域 | 本周均价 | 上周均价 | 环比 |
|---|---|---|---|
| 华北 | 1486.54 | 1477.94 | 0.58% |
| 华东 | 1734.4 | 1728.48 | 0.34% |
| 华中 | 1543.2 | 1543.2 | 0.00% |
| 华南 | 1748.96 | 1720.16 | 1.65% |

*资料来源：卓创资讯，申港证券研究所*

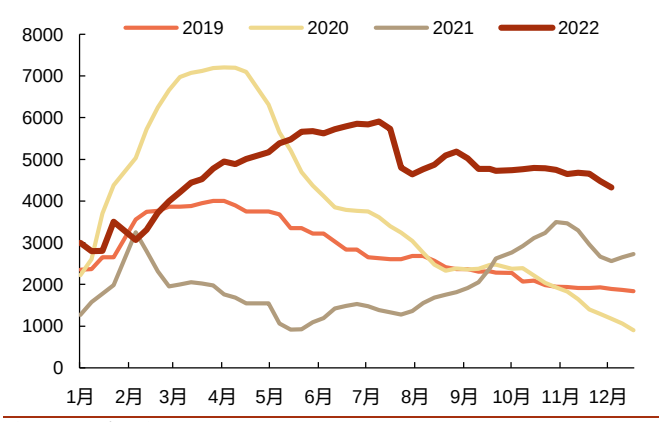
**库存振荡，环比下降，供给下降的效果正在逐渐显现。**根据卓创资讯，重点监测省份生产企业库存总量为 5549 万重量箱，较节前一周库存减少 216 万重量箱，减幅 3.75%，库存天数约 28.57 天，较上周减少 1.11 天。本周重点监测省份产量 1264.05 万重量箱，消费量 1485.42 万重量箱，产销率 117.51%。

**图7：全国玻璃销售价格（元/吨）**




*资料来源：卓创资讯，申港证券研究所*

**图8：重点八省玻璃库存（万重量箱）**



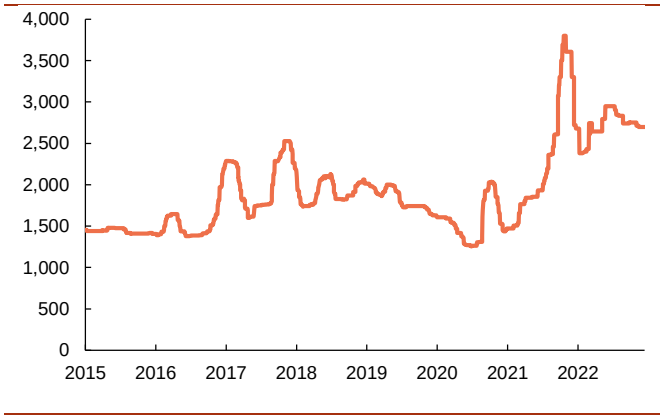

*资料来源：卓创资讯，申港证券研究所*

**成本及利润：浮法玻璃行业整体的亏损仍在持续。**据卓创资讯，本周国内重碱新单送到终端价格在 2700-2850 元/吨。纯碱市场总体呈平稳态势。液化天然气价格呈波动下降趋势。管道气燃料玻璃本周毛利-214.87 元/吨，较上周下降 17.4 元/吨，跌幅 8.81%；华北动力煤为燃料玻璃本周毛利-274.51 元/吨，较上周上涨 9.39 元/吨；石油焦为燃料玻璃本周毛利 -158.71 元/吨，较上周下降 6.61 元/吨。

**光伏玻璃：投资价值在行业整体拔估值，新增产能投放下价格偏稳，盈利端弹性以量增为主。**据卓创资讯 2.0mm 镀膜面板主流大单价格 20.5 元/平方米，同比涨幅 2.5%；3.2mm 镀膜主流大单报价 27.5 元/平方米，同比涨幅 7.84%。本周国内光伏玻璃市场整体成交尚可，主流价格执行为主。目前库存 18.26 天，较上周增加 2.84%。全国光伏玻璃在产生产线共计 379 条，日熔量合计 73680 吨，环比持平，同比增加 78.57%。

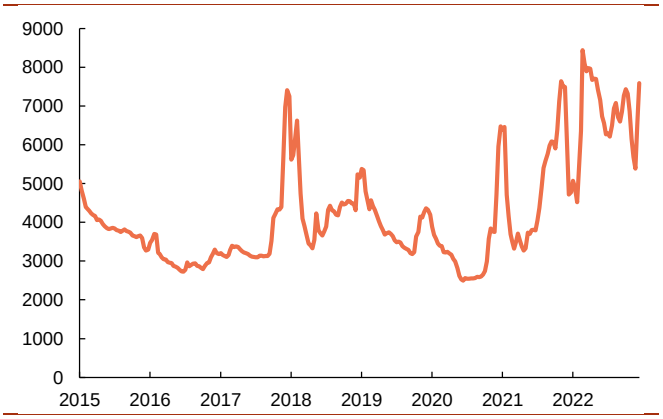
**光伏玻璃板块行情主要受到光伏景气度催化提升估值，展望全年单位盈利端仍以量增为主，产能倍增破局的传统玻璃龙头仍是首选。**新增产能将制约光伏玻璃产品价格上行，横向比较光伏玻璃板块标的，传统玻璃龙头旗滨集团产能增长的弹性最大且股价隐含的光伏玻璃盈利预期最低，意味着较高的安全边际。

**图9：纯碱价格（元/吨）**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*
**数据截止 2022 年 12 月 16 日*

**图10：液化天然气价格（元/吨）**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*
**数据截止 2022 年 12 月 20 日*

**玻璃后市展望：维持弱复苏基调，传统玻璃业务底部蓄力，新材料孕育生机。**保交楼带来玻璃价格向上修复的预期，毕竟地产企业资金端的修复意味着竣工端的回升，本轮淡季过后或再次贡献弹性。现货市场的变化暂未出现，核心矛盾在于当前浮法玻璃在产产线仍偏高，静待本轮周期底部的出清节奏，近期持续去库积蓄良好趋势。当前玻璃期货价格升水而纯碱期货价格贴水，隐含玻璃企业传统业务盈利能力修复趋势。我们充分看好玻璃龙头传统业务的投资价值。此外创新业务的进展也赋予龙头企业中长期成长空间，旗滨集团光伏玻璃产能远期或达到 18000t/d，再造一个新旗滨。

## 4.2 消费建材：地产预期主导估值修复

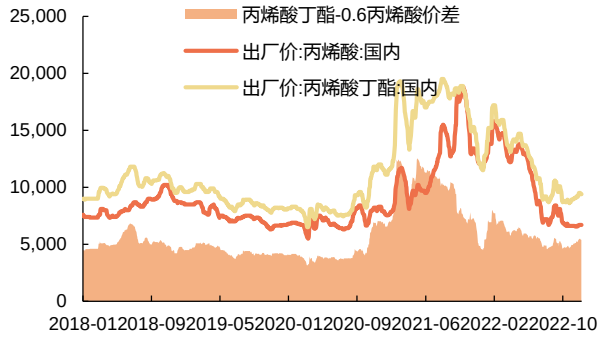
**供给端政策尽出后，静待需求侧政策。**政策预期刺激消费建材显著修复，短期内多个消费建材迎来大反弹；接下来或有的催化是需求侧政策的出台及年底销售的回暖，分别对应政策面及基本面，在此之前消费建材波动或缺乏一定方向（波动加大但底部明确）。

**即便中期地产地下台阶成立，消费建材领域也会有极多投资机会，地产预期悲观之时亦是投资机遇。**关键词是其他固定资产投资及存量消费化，各个子行业均有机会，防水行业将受益于一轮新的制造业投资周期，而管材、涂料龙头有望在品牌端构筑更宽广的护城河，庞大人口基数决定了与居住相关的产业长期有着巨大市场。

**当前配置主线是业绩修复弹性，首选需求较强的竣工端（上一轮地产销售传导及存量改造），且成本下行最显著的管材、涂料行业。**伟星、三棵树 Q3 业绩已扭转颓势向上，并符合我们长期以来对净利润增速跑赢营收增速的判断，由于成本端采取加权平均法，低成本并未完全在报表端体现。近期价格筑底环比改善的丙烯酸丁酯、玻璃、塑料等原材料或显示竣工端需求处在加强进程中。

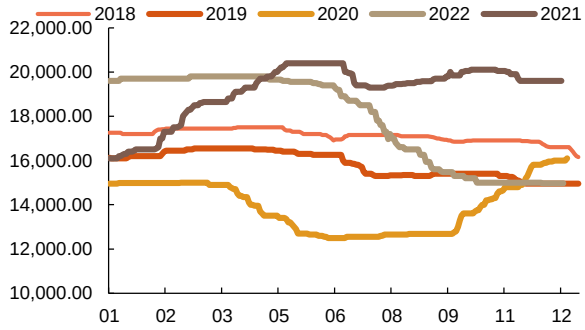
**而防水板块有望在稳增长支撑下恢复较快增长。**防水行业的沥青相关成本呈现一定粘性，近期已开始明显回落，预计业绩底滞后一季度，行业盈利能力或将在 Q4 迎来盈利的明显回升。

**图11：丙烯酸及丙烯酸丁酯价格变动（元/吨）**



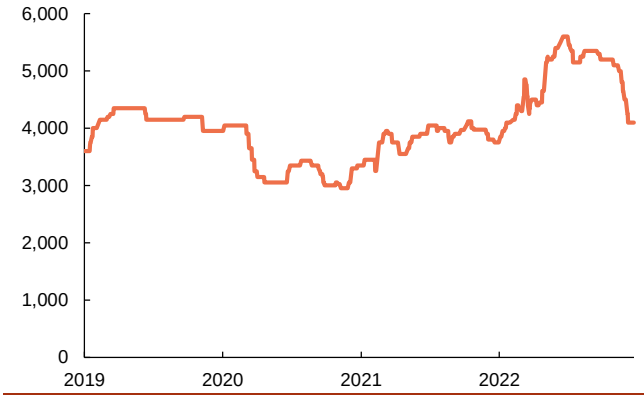

*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**图12：钛白粉（金红石型）价格（元/吨）**



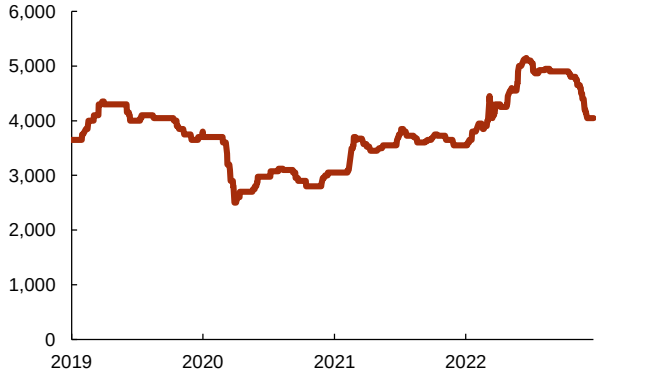

*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**图13：市场价：SBS 改性沥青：华东地区（元/吨）**



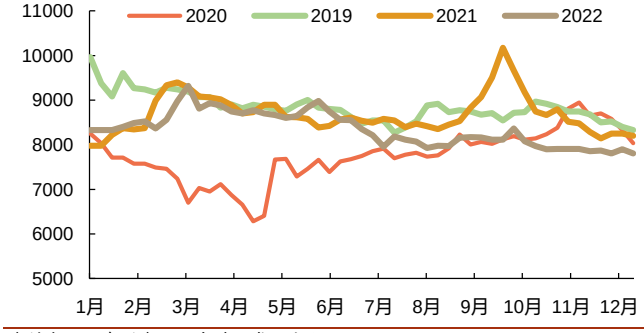

*资料来源：Wind，申港证券研究所*
**数据截止 2022 年 12 月 23 日*

**图14：市场价：SBS 改性沥青：华北地区（元/吨）**



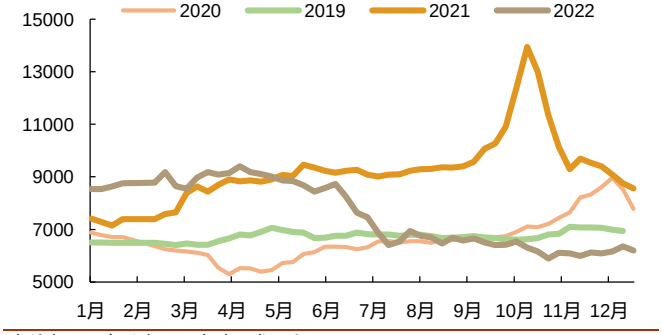

*资料来源：Wind，申港证券研究所*
**数据截止 2022 年 12 月 23 日*

**图15：PP 市场价（元/吨）**




*资料来源：卓创资讯，申港证券研究所*

**图16：PVC 市场价（元/吨）**




*资料来源：卓创资讯，申港证券研究所*

**基本面趋势及投资者心中预期变化催动股价波动（假设流动性稳定），这两个因素共同决定了龙头是周期底部反转的首选。**龙头在周期底部有着较强的经营韧性，行业萎缩期其相对壁垒在扩大，基本面往往率先筑底。而整个产业周期的预期变化时市场往往先对龙头产生较为乐观的预期，在反转初期带来较大的估值弹性。这在历史上曾多次重演。

**历史并不会机械式重演，仍需考虑本轮周期与历史的差异，这些差异决定这一轮反弹更应选择龙头。**这一轮周期底的背景是，地产并未完全展现向上的趋势，政策支持保交楼让竣工品种较其他方向多一些确定性，同时基建发力及成本变化让龙头企业领先于地产周期出现基本面边际向上的拐点。

**第一、 大小盘风格处在偏离均值状态，去年中以来小盘明显的超额收益决定了当下大盘积累更大向上弹性。**不同于上一轮周期底部，全球流动性环境由紧转松，全市场整体上行，中证 1000 对沪深 300 及上证 50 无明显超额收益。本轮周期底部国内流动性偏宽裕，自 21 年中市场下行以来中证 1000 已呈现明显相对于沪深 300 及上证 50 的超额收益。无论从均值回归的角度还是从经济周期复苏向上的角度考虑，当前时点龙头均具有更大的向上空间与可能。

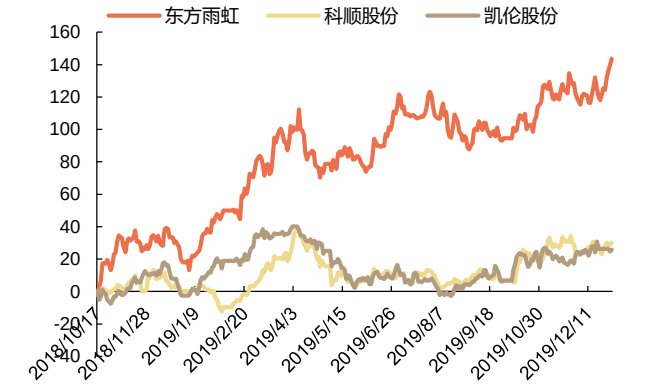
**第二、 需求周期磨底时间预计更长，龙头的基本面趋势占优，行业规模萎缩时龙头的相对优势在扩大。**本轮地产周期向上的弹性或弱于以往，近期的需求筑底来自于非房端支撑，需求周期真正反转需要更多时间，因此处于规模优势较弱一方的小企业较难实现大的业绩弹性，龙头反而能够在一轮产业周期的低谷里积累更大的规模优势，在经营指标上表现为一是营收增长更快，二是盈利修复弹性更高。这一逻辑已在管材、涂料行业上演，伟星与三棵树在 Q3 均实现较强的业绩弹性，净利润增速大幅度领先营收增速，基本面趋势反转节奏明显领先于行业内的竞争对手。

**第三、 市场对龙头长期回报的记忆使得其享受更大的估值弹性，对基本面趋势的预期最终也会落到估值波动上，即便行业整体复苏证伪，龙头股价也难以回到最悲观时刻，毕竟基本面已经出现拐点。**这对于第一阶段反转行情尤为重要，2019 年其实已经出现地产销售面积的全面回正，但在更明显的趋势确立并使得市场形成更为明确的预期以前，小盘股的反弹均面临阶段性证伪，且回撤幅度较大，2019 年中基本抹去前期涨幅。本轮周期的特殊性在于需求反转难度更大，市场预期更为羸弱，尤其对于地产大周期更为悲观。因此小盘的估值弹性更容易阶段性证伪，即便受益于较大的波动性在第一阶段积累大于龙头的涨幅，也仅意味着证伪阶段更大的回撤幅度，这是需要牢记的风险点。

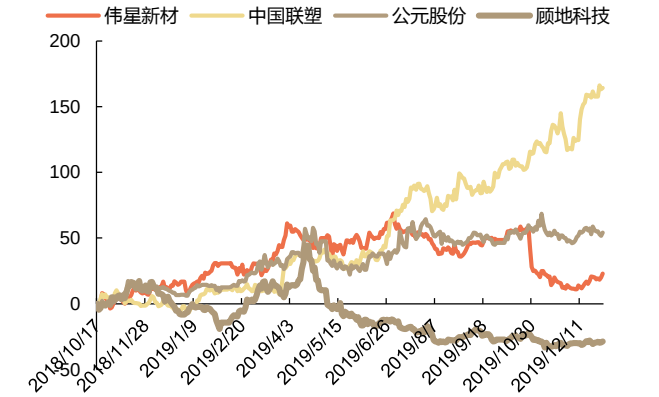
**本轮消费建材普涨仍源自于政策预期带动的估值修复，地产周期向上的趋势（也意味着预期变化的方向）决定行情的持续性。当前消费建材普涨，但在中期维度上，领先的仍然会是基本面趋势占优的标的。这轮地产周期的特殊性使得竣工链尤其是零售端将有更为强劲的基本面表现，而非地产建筑业或将带动行业总需求完成触底向上。第一轮上涨后虽然面临缺乏一致预期时的回撤风险，但风险也将带来机遇。**

**图17：防水行业周期底部后涨跌幅（%）**

**图18：管材行业周期底部后涨跌幅（%）**

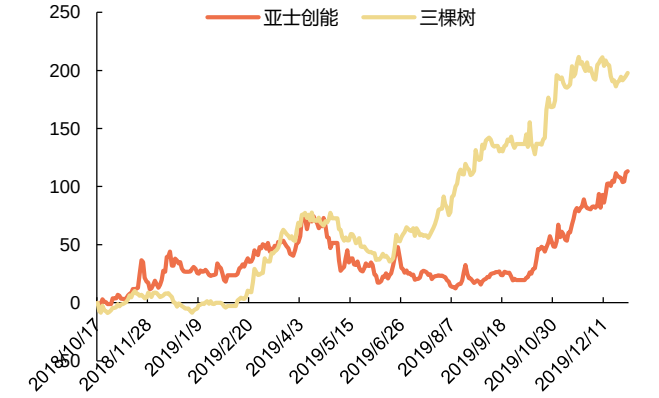



资料来源：Wind，申港证券研究所



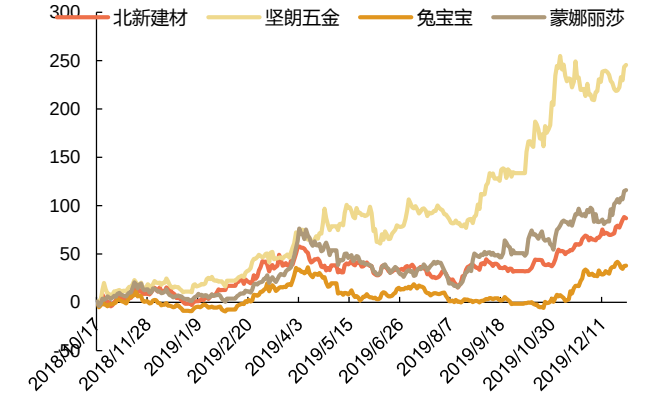

资料来源：Wind，申港证券研究所

图19：涂料企业周期底部涨跌幅（%）




资料来源：Wind，申港证券研究所

图20：其他消费建材企业周期底部涨跌幅（%）




资料来源：Wind，申港证券研究所

## 4.3 水泥：逐步进入淡季供需双弱

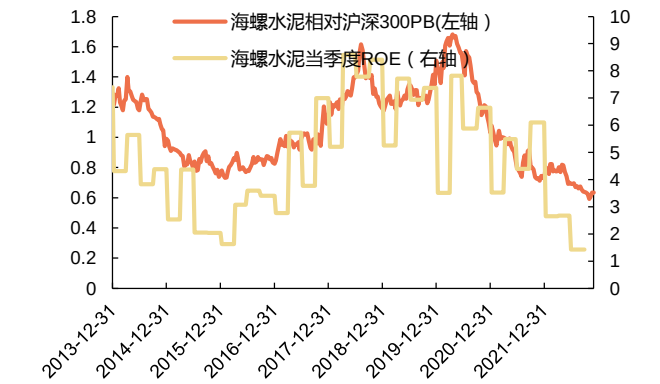
根据卓创资讯，截止 2022 年 12 月 23 日，全国水泥均价 393.08 元/吨，环比上周下降 0.88%。辽宁、山东、河南和华北省市从 11 月 15 日开始冬季错峰。新疆从 11 月 1 日开始冬季错峰，甘肃 12 月 1 日开始。福建、湖南、广西、广东、四川等省区计划 10-12 月累计停窑 30-35 天，贵州计划 10-12 月停窑 60 天。云南水泥企业停窑 15-20 天。

**淡季供需双弱。**与上周相比，本周熟料库存有一定波动。根据卓创资讯，全国熟料库容比均值为 70.59%，与上周相比下降 0.85 个百分点。全国水泥磨机开工负荷均值 30.27%，较上周下降 2.54 个百分点，生产逐渐转弱。本周至 12 月 22 日水泥燃料价格差均值为 234.07 元 /吨，较上周四下降 3.04%。与去年同期相比，水泥燃料价格差均值下降 30.35%。

**水泥行业 PB 估值水平与其盈利能力正相关，盈利能力走强是超额收益的主要来源。**我们发现海螺水泥与华新水泥相对于沪深 300 的 PB 水平高度正相关，这在短周期里非常合理，毕竟 PB 水平反映的便是市场对于资产取得回报能力的预期。但在长周期里这种定价预期不免过于线性，隐含的是当前的盈利水平将在长周期里持续，叠加行业预期的负反馈，最终形成周期底的极低估值。当下这种过于线性的定价方式将伴随周期逐步扭转，而这种扭转的必要条件是行业盈利能力走强，届时行业将迎来业绩与估值的双重修复，创造超额收益。

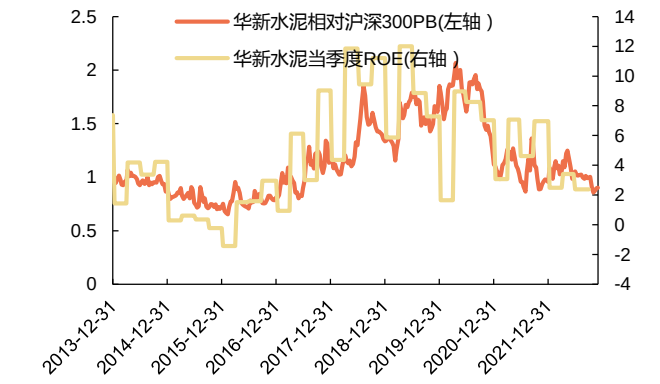
毫无疑问当前水泥的极低估值不仅仅反映当前资产质量即回报率的降低，还反映着投资者对于未来水泥在长周期里业绩下滑幅度及持续性的疑虑，这种疑虑来自于房地产与基建共同下台阶的预期，但这种心中的预期更容易伴随经济周期发生扭转。我们认为这中长期里的下行预期并非水泥研究框架中的主要矛盾，毕竟行业整体已处于极低估值，已充分考虑甚至有可能过度考虑水泥行业未来递减的现金流。

**图21：海螺水泥相对市场 PB 与资产盈利能力相关**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**图22：华新水泥相对市场 PB 与资产盈利能力相关**

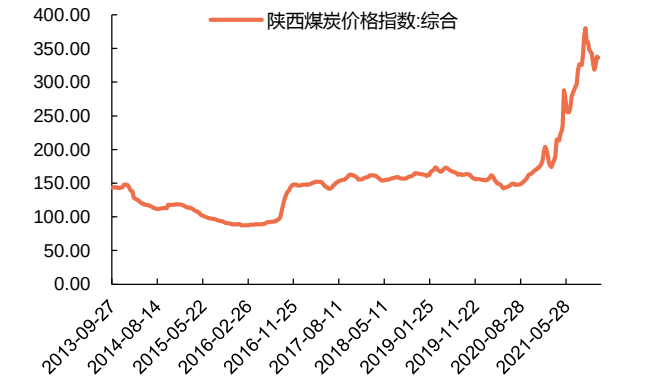



*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**水泥行业盈利能力取决于量、价、成本三个要素。**量高度依赖于下游需求（宏观周期、地产周期），价是需求与供给共同作用的结果（产业周期），成本则与上游产业周期负相关。

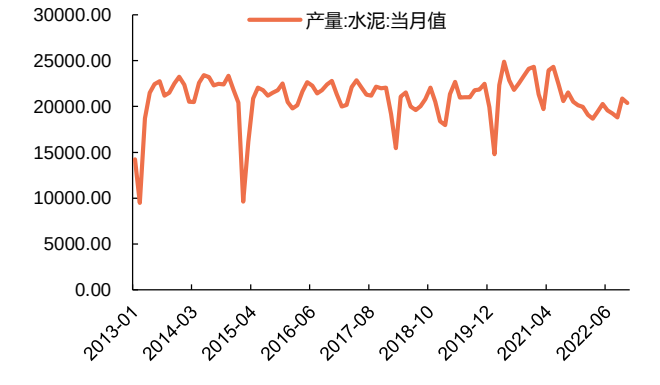
**过去价格是盈利能力上行的主要动力，进而催动水泥行业超额收益。**在上一轮自16年-20年的水泥行情中，价是最大的变量，处在持续上行通道中，需求侧偏平稳，成本同样无明显变化。价格的持续上行来自于行业的竞合与供给侧改革。2021 年以来这三个变量均出现了明显变化，导致水泥板块持续下跌。行业竞合在弱需求作用下趋弱，价格的上行在弱需及供给结构共同作用下结束，而煤炭产业的变化让水泥承受较大的盈利压力。

**图23：煤炭价格在上一轮周期基本平稳（点）**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**图24：水泥需求端并无明显变化（万吨）**

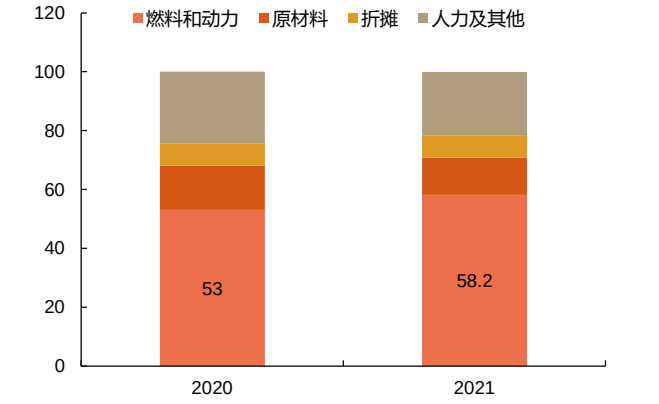



*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**煤炭是水泥行业近期盈利能力承压的重要原因。**水泥行业的成本中煤炭占较大比

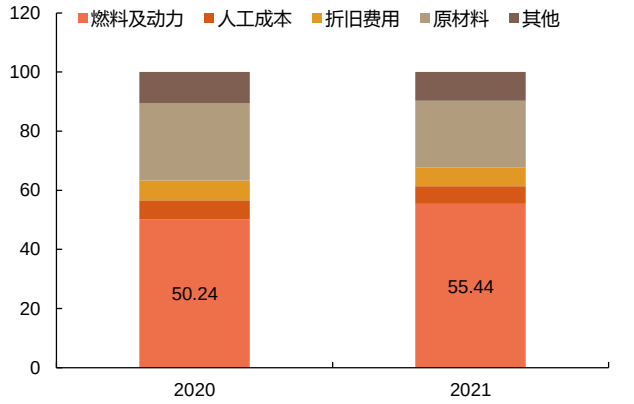
重，2021 年煤炭价格上行的过程中，华新水泥能源成本占比抬升 5.2pcts，海螺水泥能源成本占比同样提升 5.2pcts。2022 年这一压力延续，华新水泥 2022Q3ROE 降至 2.38%，海螺水泥 2022Q3ROE 降至 1.43%。原材料及折旧等其他成本变化不大，因此煤炭是水泥需要研究的主要成本项。考虑到上游产业同样具有较强的周期性，我们认为今年盈利端的压力偏阶段性，拐点终至即便当前仍不明朗。

**图25：华新水泥能源成本抬升**




*资料来源：公司公告，申港证券研究所*

**图26：海螺水泥能源成本抬升**




*资料来源：公司公告，申港证券研究所*

**基于以上框架，水泥行业的买点或出现以下指标或其预期出现重要变化之时，三者并不需要同时出现：**需求量或其预期上行（地产开工、基建开工）；水泥价格或其预期上行（供需共同作用的结果、行业竞合的加强）；成本或其预期下行。当前阶段我们判断行业竞合维持，水泥价格趋稳、量在地产完成下台阶基础上偏稳，煤炭价格周期的转向或将贡献水泥盈利能力最大的弹性，并成为超额收益的重要来源。

## 5. 本周投资策略及重点建议

稳增长链条重点推荐规模红利持续兑现的钢结构龙头鸿路钢构，迎来拐点的强者东方雨虹；地产复苏首推建材中消费属性占优的伟星新材、持续兑现利润的三棵树、建议关注业绩稳健增长的板材龙头兔宝宝；新材料建议关注传统业务保持高景气同时步入新成长期的旗滨集团。

## 6. 风险提示

地产链需求下滑，基建投资放缓，原材料价格波动。

## 研究助理简介

刘宇栋，俄克拉荷马州立大学硕士，具备 3 年美国能源部制造业课题研究经历，3 年国内大型建筑企业工作经验，建筑业与制造业复合背景赋予对建材行业的深度理解，拥有与建材发展高度融合的国际化视角，擅长从产业的角度挖掘建材行业机会。2021 年 11 月加入申港证券，任建材研究员

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

**申港证券行业评级体系：增持、中性、减持**

| | |
|---|---|
| **增持** | **报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上** |
| **中性** | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间 |
| **减持** | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

**申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持**

| | |
|---|---|
| **买入** | **报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上** |
| **增持** | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间 |
| **中性** | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间 |
| **减持** | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上 |