新一轮周期的起点关注开工端复苏

——建筑材料行业研究周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

评级 增持（维持）

2022 年 01 月 29 日

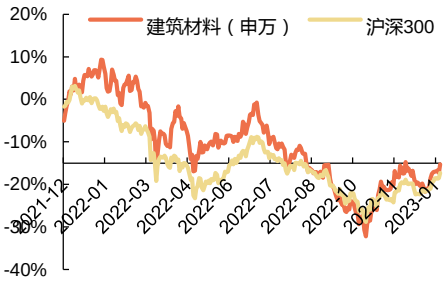
曹旭特 分析师
SAC 执业证书编号：S1660519040001

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	15.11
市场平均市盈率	17.87

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：《地方两会制定积极目标 开门红可期》2023-01-29
2、建材行业研究周报：《新一轮周期起点不乏低估资产》2023-01-15
3、建材行业研究周报：《年后行业暖春可期 把握波折机遇》2023-01-02
4、建材行业研究周报：《政策向基本面传导期间波动加大》2022-12-25

投资摘要：

每周一谈：水泥行业供给格局的扰动者寡

自 2016 年供给侧改革以来，水泥行业进入一轮盈利上行期，供给总量虽仍然过剩但行业成功探索新竞合格局，使得行业整体盈利抬升。与此同时企业积累较大规模的留存利润，在大多数行业中，盈利上行通常带来再投资的上行，然而水泥行业供给已然过剩，且存在产能置换政策约束新增产能，资本开支空间并不明显。与投资规模萎缩对应的是水泥企业在盈利上行期获得资产负债表的显著优化，却并没能实现较为明显的成长，原因在于生产性再投资的空间及意愿均较小。

由于行业整体扩张空间有限，主要企业在本轮盈利上行周期中并无明显产能增长，供给格局整体偏稳。自 2017 年末以来的 5 年间，前十大水泥企业中有 5 家企业熟料产能无增长或收缩，5 家企业有所增长。

红狮集团是行业内扩张最为积极的企业，其份额在本轮盈利上行周期中显著提升，同时对区域供给格局产生一定扰动。红狮集团水泥熟料产能规模排名由 2017 年的第 8 位提升至 2022 年第 4 位，产能增幅达 45.08%，同一时期行业内其他主要企业产能增幅均在 10%以下。红狮积极的扩张策略离不开产能置换并在异地新建实现，其积极收购北方产能指标，并在广西等需求较为旺盛地区新建。作为大本营在浙江的水泥企业，红狮充分受益于华东较高的市场价格，能够积累较大规模留存利润从而具备较强的投资能力。然而新建产能对本已经供给过剩的水泥行业而言，有着较强的冲击力，最为显著的影响在于新进入者切走存量市场中的一份蛋糕，使得原本就依赖于产能约束的供给稳态破坏，竞争重新成为行业主题，价格下行，企业盈利进入下行周期。

对于行业内维持较强扩张约束的企业而言，竞争对手积极的扩张行为深深损害其利益，红狮是过去博弈环境中仅有的获益者。如果处在一个完全竞争（充分博弈）的市场中，企业通常会响应竞争对手的扩张行为，从而使得市场参与者全体受损，最终通过市场的力量消除所有主体的扩张欲望，重新回归供需稳态。而水泥行业特有的区域集中格局以及红狮过去较小的规模使得红狮在供给稳态中完成扩张，并无其他主要企业响应其在水泥这一过剩行业中的扩张行为，直到 2022 年。这一年龙头重新展现了对份额的诉求，使得竞争环境发生较大改变，龙头在产品定价上展现更高的积极性从而避免积极扩张的竞争对手取得更大份额。我们认为过去使得水泥行业盈利周期上行的根本因素并未发生改变，多数企业仍然是竞合体系的拥趸。短期竞争格局的变化本质上是龙头对其护城河的守卫，并借此推动行业供给端再次进入平衡态，消除不遵守博弈结构的参与主体。在龙头盈利能力显著强于竞争对手的背景下，这一目标终将实现。

重点子行业跟踪：

- **玻璃：周期底部去产能持续。**至 1 月 28 日，全国最新玻璃均价为 1704.74 元/吨，较上周均价持平。库存受假期下游需求停滞因素有所回升，节后有望延续去库趋势，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 5303 万重量箱，较节前一周库存增加 295 万重量箱，增幅 5.89%。继续推荐步入新成长期的旗滨集团。
- **水泥：淡季效应持续。**至 1 月 28 日，全国水泥均价 377.75 元/吨，环比上周下降 0.18%。全国熟料库容比均值为 72.58%，与上周相比上升 2.43 个百分点。磨机开工负荷均值 2.83%，较上周下降 13.8 个百分点，生产逐渐转弱。本期水泥-煤炭价格差均值为 228.21 元 /吨，较上周四上升 0.29%。与去年同期相比，水泥燃料价格差均值下降 33.15%。
- **消费建材：短期快速上涨后博弈特征明显，需求侧政策及基本面复苏将继续**

催化。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 1 月 20 日收盘，建材板块本周上涨 1.08%，沪深 300 指数上涨 2.63%，从板块排名来看，建材板块上周在申万 31 个板块中位列第 21 位。年初至今涨幅为 8.52%，在申万 31 个板块中位列第 8 位。

- 个股涨幅前五名：顾地科技、金晶科技、耀皮玻璃、友邦吊顶、瑞泰科技。
- 个股跌幅前五名：兔宝宝、坚朗五金、万里石、科顺股份、三棵树。

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	30.03	26.02	19.85	买入
鸿路钢构	2.07	1.85	2.46	16.36	18.32	13.78	买入
三棵树	-1.11	2.64	3.99	/	47.15	31.20	买入
东方雨虹	1.74	1.24	1.85	21.92	30.76	20.62	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：水泥行业供给格局的扰动者寡 4
2. 市场回顾 5
3. 宏观数据：基建维持高增 地产周期底蓄力 6
3.1 地产周期底明确 竣工先行回暖 6
3.2 稳增长仍处在落地期 7
4. 本周重点子行业跟踪 8
4.1 玻璃：旺季弹性可期 8
4.2 消费建材：地产预期主导估值修复 9
4.3 水泥：进入淡季供需双弱 11
5. 本周投资策略及重点建议 13
6. 风险提示 13

图表目录

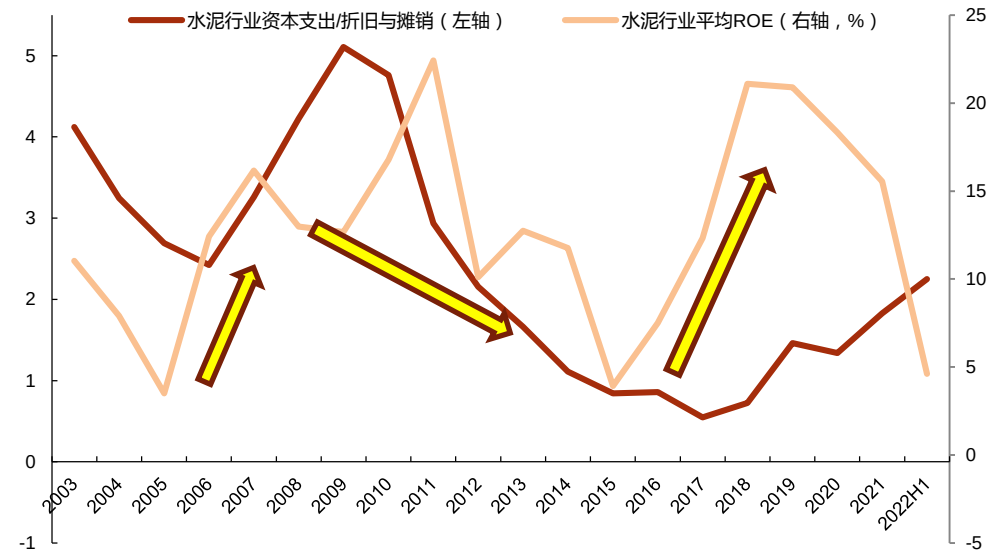
图 1：水泥资本开支周期滞后于盈利周期 4
图 2：2022 年全国水泥熟料产能排名（万吨/年） 4
图 3：2017-2022 年全国新增水泥熟料产能排名 5
图 4：建材申万子行业表现 6
图 5：销售面积增速引领地产周期（12 月移动平均同比） 6
图 6：固定资产投资（基础设施）同比增速（%） 7
图 7：全国玻璃销售价格（元/吨） 8
图 8：重点八省玻璃库存（万重量箱） 8
图 9：纯碱价格（元/吨） 9
图 10：液化天然气价格（元/吨） 9
图 11：丙烯酸及丙烯酸丁酯价格变动（元/吨） 10
图 12：钛白粉（金红石型）价格（元/吨） 10
图 13：市场价：SBS 改性沥青：华东地区（元/吨） 10
图 14：市场价：SBS 改性沥青：华北地区（元/吨） 10
图 15：PP 市场价（元/吨） 10
图 16：PVC 市场价（元/吨） 10
图 17：海螺水泥相对市场 PB 与资产盈利能力相关 11
图 18：华新水泥相对市场 PB 与资产盈利能力相关 11
图 19：煤炭价格在上一轮周期基本平稳（点） 12
图 20：水泥需求端并无明显变化（万吨） 12
图 21：华新水泥能源成本抬升 12
图 22：海螺水泥能源成本抬升 12

表 1：地区间玻璃均价（元/吨） 8

1. 每周一谈：水泥行业供给格局的扰动者寡

自 2016 年供给侧改革以来，水泥行业进入一轮盈利上行期，供给总量虽仍然过剩但行业成功探索新竞合格局，使得行业整体盈利抬升。与此同时企业积累较大规模的留存利润，在大多数行业中，盈利上行通常带来再投资的上行，然而水泥行业供给已然过剩，且存在产能置换政策约束新增产能，资本开支空间并不明显。与投资规模萎缩对应的是水泥企业在盈利上行期获得资产负债表的显著优化，却并没能实现较为明显的成长，原因在于生产性再投资的空间及意愿均较小。从资本支出/折旧与摊销这一比例能观测水泥行业曾数年间处于收缩状态（<1）。

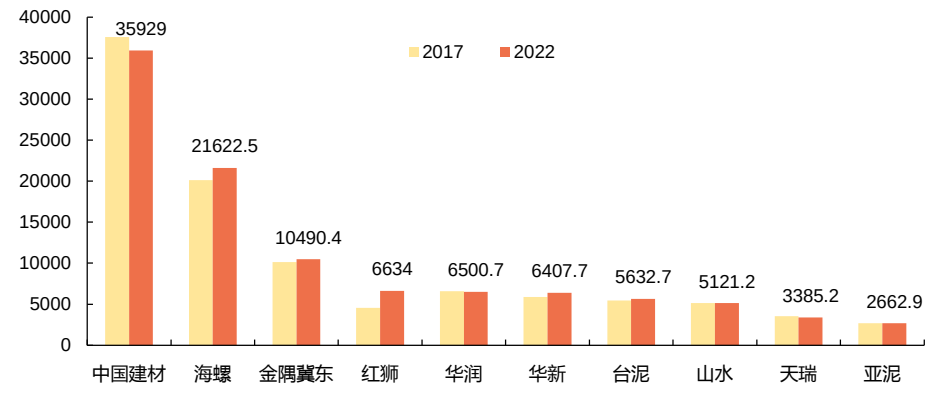
图1：水泥资本开支周期滞后于盈利周期



资料来源：Wind，申港证券研究所

由于行业整体扩张空间有限，主要企业在本轮盈利上行周期中并无明显产能增长，供给格局整体偏稳。自 2017 年末以来的 5 年间，前十大水泥企业中有 5 家企业熟料产能无增长或收缩，5 家企业有所增长。扩张的方式有多种，其中主要的方式之一是并购现有产能，其二是新建产能，通过收购产能指标进行异地置换。第一种方式通常不造成供给格局的扰动，而产能异地置换虽然名义上是全局产能的减少，但企业通常从低产能利用率的区域向高产能利用率区域迁移，实际上仍然在新建区域形成供给增量，为已经过剩的市场带来一定供给冲击。

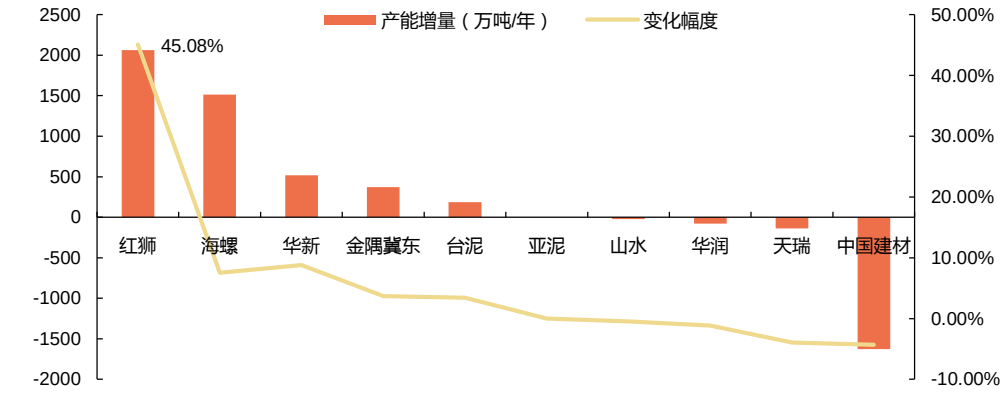
图2：2022 年全国水泥熟料产能排名（万吨/年）



资料来源：中国水泥网，申港证券研究所

红狮集团是行业内扩张最为积极的企业，其份额在本轮盈利上行周期中显著提升，同时对区域供给格局产生一定扰动。红狮集团水泥熟料产能规模排名由 2017 年的第 8 位提升至 2022 年第 4 位，产能增幅达 45.08%，同一时期行业内其他主要企业产能增幅均在 10%以下。红狮积极的扩张策略离不开产能置换并在异地新建实现，其积极收购北方产能指标，并在广西等需求较为旺盛地区新建。作为大本营在浙江的水泥企业，红狮充分受益于华东较高的市场价格，能够积累较大规模留存利润从而具备较强的投资能力。然而新建产能对本已经供给过剩的水泥行业而言，有着较强的冲击力，最为显著的影响在于新进入者切走存量市场中的一份蛋糕，使得原本就依赖于产能约束的供给稳态破坏，竞争重新成为行业主题，价格下行，企业盈利进入下行周期。

图3：2017-2022 年全国新增水泥熟料产能排名



资料来源：中国水泥网，申港证券研究所

对于行业内维持较强扩张约束的企业而言，竞争对手积极的扩张行为深深损害其利益，红狮是过去博弈环境中仅有的获益者。如果处在一个完全竞争（充分博弈）的市场中，企业通常会响应竞争对手的扩张行为，从而使得市场参与者全体受损，最终通过市场的力量消除所有主体的扩张欲望，重新回归供需稳态。而水泥行业特有的区域集中格局以及红狮过去较小的规模使得红狮在供给稳态中完成扩张，并无其他主要企业响应其在水泥这一过剩行业中的扩张行为，直到 2022 年。这一年龙头重新展现了对份额的诉求，使得竞争环境发生较大改变，龙头在产品定价上展现更高的积极性从而避免积极扩张的竞争对手取得更大份额。我们认为过去使得水泥行业盈利周期上行的根本因素并未发生改变，多数企业仍然是竞合体系的拥趸。短期行业的变化本质可理解为龙头对其护城河的守卫，并借此推动行业供给端再次进入平衡态，消除不遵守博弈结构的参与主体。在龙头盈利能力显著强于竞争对手的背景下，这一目标终将实现。

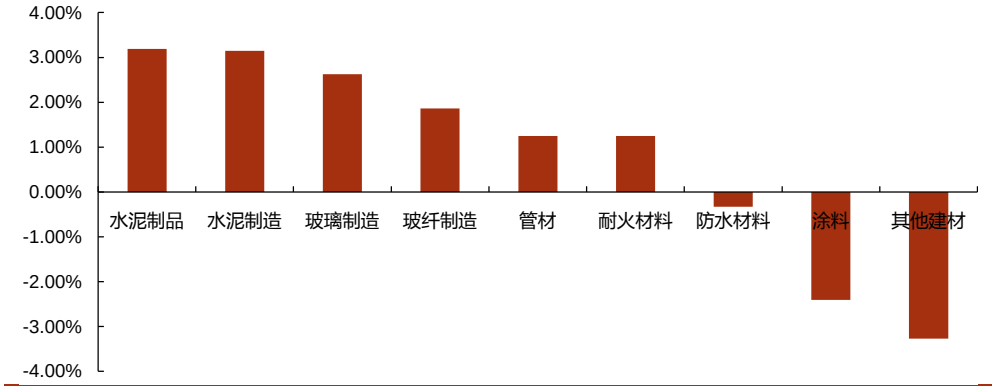
2. 市场回顾

市场回顾：截至 1 月 20 日收盘，建材板块本周上涨 1.08%，沪深 300 指数上涨 2.63%，从板块排名来看，建材板块上周在申万 31 个板块中位列第 21 位。年初至今涨幅为 8.52%，在申万 31 个板块中位列第 8 位。

◆ 个股涨幅前五名：顾地科技、金晶科技、耀皮玻璃、友邦吊顶、瑞泰科技。

◆ 个股跌幅前五名：兔宝宝、坚朗五金、万里石、科顺股份、三棵树。

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

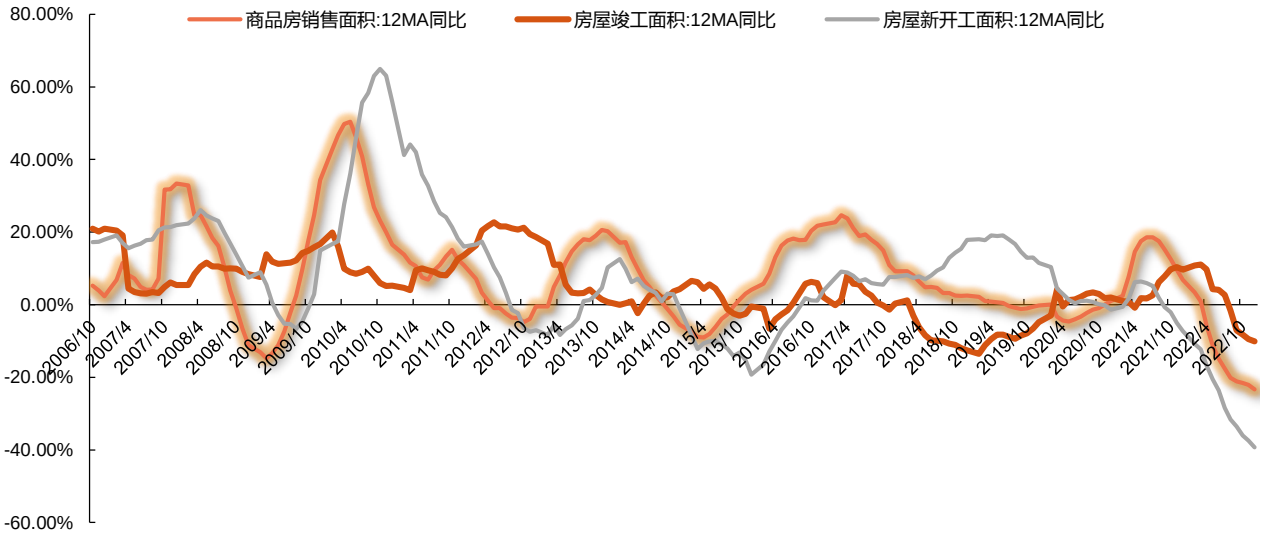
3.1 地产周期底明确 竣工先行回暖

地产周期的底部逐步清晰，年末竣工明显回暖，销售及开工偏低迷。2022 年全年商品房累计销售 13.58 亿平米，同比下滑 24.3%，降幅较上月扩大 0.97pcts；累计新开工面积 12.06 亿平米，同比下滑 39.37%，降幅较上月扩大 0.43pcts；竣工面积 8.62 亿平米，同比下滑 14.98%，降幅较上月收窄 3.99pcts。

12 月年末季节性回暖效应显现，当月同比降幅有所收窄，竣工修复强劲。12 月单月销售面积 14587 万平米，同比下滑 31.53%，同比降幅缩小 1.74pcts。12 月单月竣工 30513 万平米，环比上月提升 233.68%，同比下滑减小至 6.57%，环比上月减少 13.66pcts。保交楼效果明显。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 44.29%；土地购置面积单月同比下滑 51.64%。

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，12 月竣工端的明显回暖是这一周期逻辑的验证。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）



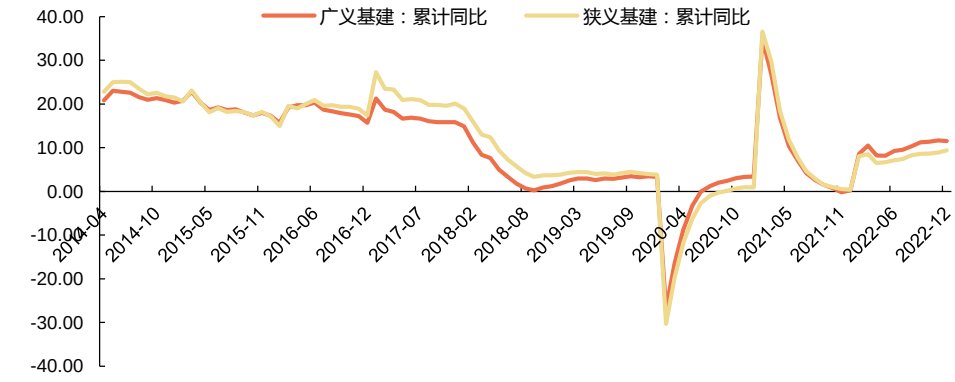
资料来源：Wind，申港证券研究所

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

基建投资增速整体较稳，稳增长项目落地期投资有望保持较高增速。2022 年广义基建同比上升 11.52%，较上月下降 0.13pcts。狭义基建（不含电力）同比上升 9.4%，较上月增速提升 0.5cts。

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，成为扩内需大环境下重要促投资手段。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。我们看好制造业固定资产投资需求，在基数较高的情况下保持一定增长韧性，全年制造业固定资产投资同增 9.1%，环比回落 0.1pcts。

4. 本周重点子行业跟踪

4.1 玻璃：旺季弹性可期

产线变动情况：根据卓创资讯，全国浮法玻璃生产线共计 307 条，在产 238 条，日熔量共计 160180 吨，较上周减少 1500 吨，周内冷修/停产 2 条。

价格与库存：价格震荡趋势延续，复工阶段备货需求有望继续催动价格保持强劲。根据卓创资讯，至 1 月 28 日，全国最新玻璃均价为 1704.74 元/吨，较上周均价持平。

价格持续修复，保交楼预期继续催化市场情绪。本周全国大部分地区价格略有上涨；华南、华北地区涨价较为明显。当前阶段成本带来一定支撑，进一步下行的风险偏小。价格进一步上行的空间受存货及远期的竣工预期影响，静待供给端继续出清寻找新的平衡点。当前基于地产竣工偏乐观预期使得年末冷修产线少于预期，2023 年竣工修复背景下玻璃价格或继续展现弹性，但不宜对空间及持续性有过高预期。

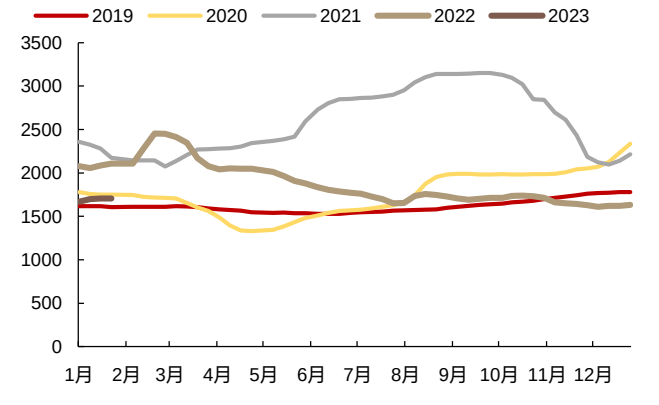
表1：地区间玻璃均价（元/吨）

区域	本周均价	上周均价	环比
华北	1577.5	1558.66	1.19%
华东	1760.8	1755.2	0.32%
华中	1626.4	1618.4	0.49%
华南	1830.4	1808.16	1.22%

资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

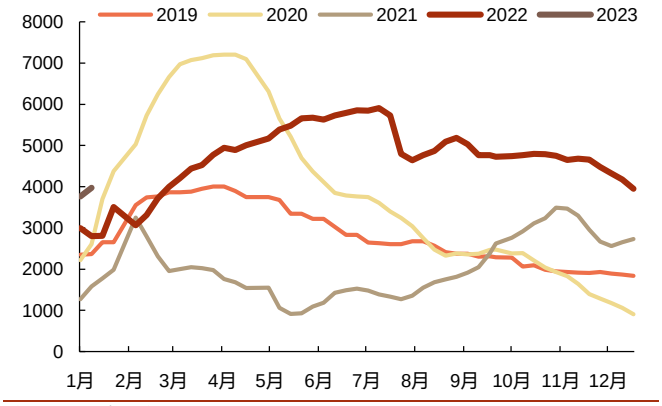
库存受假期下游需求停滞因素有所回升，总体仍处在下降通道中，供给下降的效果正在逐渐显现。根据卓创资讯，至 1 月 19 日，重点监测省份生产企业库存总量为 5303 万重量箱，较节前一周库存增加 295 万重量箱，增幅 5.89%，库存天数约 27.22 天，较上周减少 1.62 天。至 1 月 19 日重点监测省份产量 1249.61 万重量箱，消费量 954.61 万重量箱，产销率 76.39%。

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

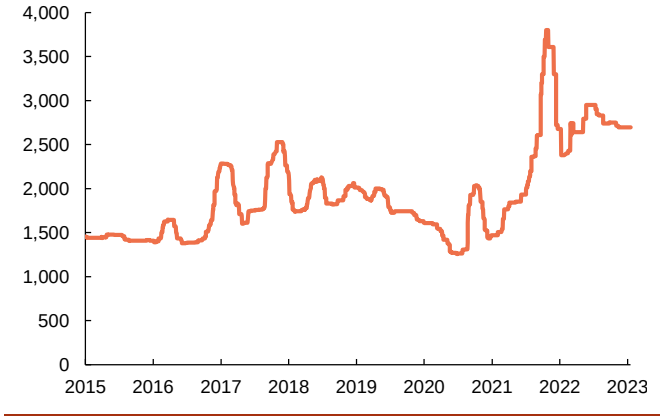
成本及利润：浮法玻璃行业整体的亏损仍在持续。据卓创资讯，本周国内重碱新单送到终端价格在 2900-3000 元/吨。纯碱市场总体呈平稳态势。液化天然气价格呈波动下降趋势。管道气燃料玻璃本周毛利-201.87 元/吨，较上周减少 22 元/吨；

华北动力煤为燃料玻璃本周毛利-193.9 元/吨，较上周增加 25 元/ 吨；石油焦为燃料玻璃本周毛利 -54.11 元/吨，较上周减少 5.6 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 19.5 元/平方米，环比持平，同比涨幅 1.56%；3.2mm 镀膜主流大单报价 26.5 元/平方米，环比持平，同比涨幅 6%。本周国内光伏玻璃市场整体成交清淡，主流价格执行为主。目前库存天数 22.58 天，较上周增加 5.13%。全国光伏玻璃在产生产线共计 397 条，日熔量合计 77980 吨，环比持平，同比增加 86.29%。

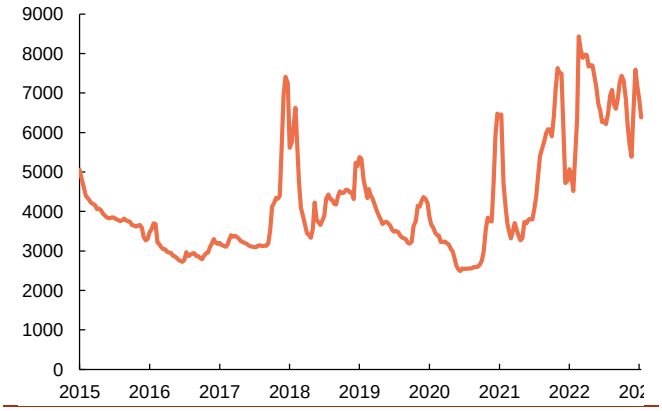
光伏玻璃板块行情主要受到光伏景气度催化提升估值，展望全年单位盈利端仍以量增为主，产能倍增破局的传统玻璃龙头仍是首选。新增产能将制约光伏玻璃产品价格上行，横向比较光伏玻璃板块标的，传统玻璃龙头旗滨集团产能增长的弹性最大且股价隐含的光伏玻璃盈利预期最低，意味着较高的安全边际。

图9：纯碱价格（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所
数据截止 2023 年 1 月 20 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 2023 年 1 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）。

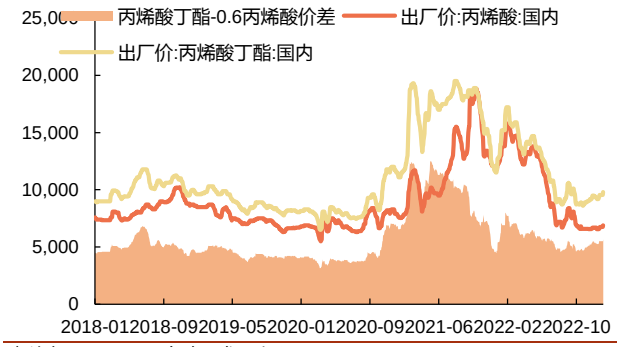
即便中期地产地下台阶成立，消费建材领域也会有极多投资机会，地产预期悲观之时亦是投资机遇。关键词是其他固定资产投资及存量消费化，各个子行业均有机会，防水行业将受益于一轮新的制造业投资周期，而管材、涂料龙头有望在品

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。

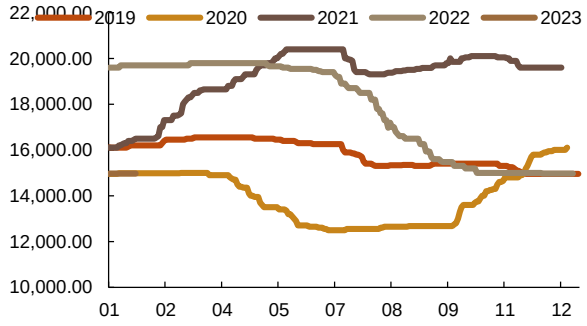
而防水板块有望在稳增长支撑下恢复较快增长。防水行业的沥青相关成本呈现一定粘性，近期已开始明显回落，预计业绩底滞后一季度，行业盈利能力或将在 Q4 迎来盈利的明显回升。

图11：丙烯酸及丙烯酸丁酯价格变动（元/吨）



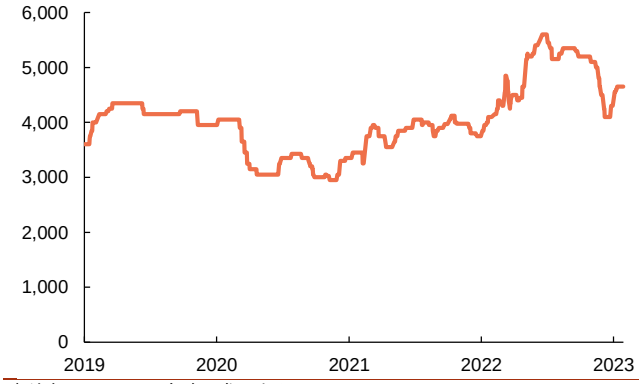
资料来源：Wind，申港证券研究所

图12：钛白粉（金红石型）价格（元/吨）



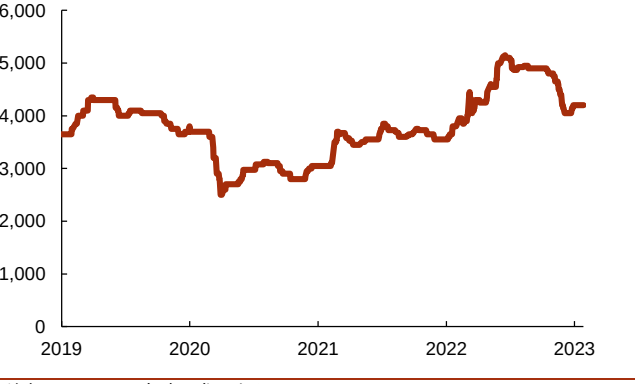
资料来源：Wind，申港证券研究所

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 2023 年 1 月 28 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 2023 年 1 月 28 日*

图15：PP 市场价（元/吨）

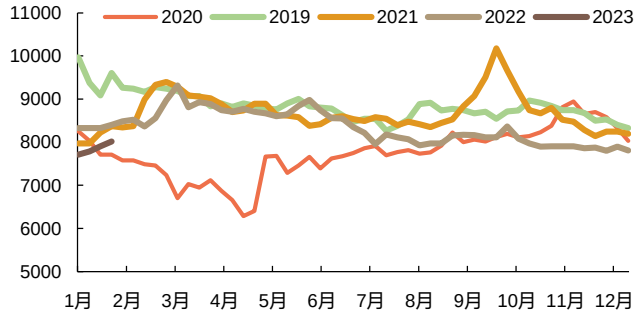
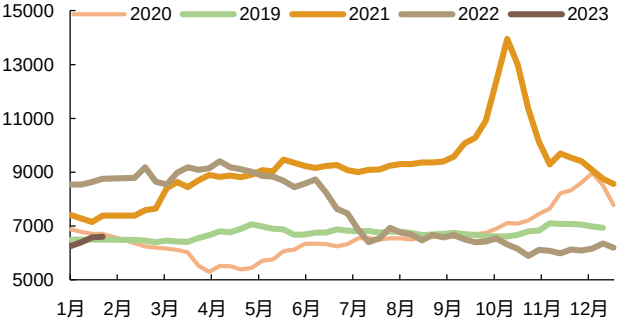


图16：PVC 市场价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

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。

4.3 水泥：进入淡季供需双弱

根据卓创资讯，截止 2023 年 1 月 28 日，全国水泥均价 377.75 元/吨，环比上周下降 0.18%。辽宁、山东、河南和华北部分省市从 11 月 15 日开始冬季错峰，山东目前还有不到 10 条线在产。河南 1 月份恢复开窑 15-20 天，春节前停窑。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 1 季度停窑计划 30-50 天不等。

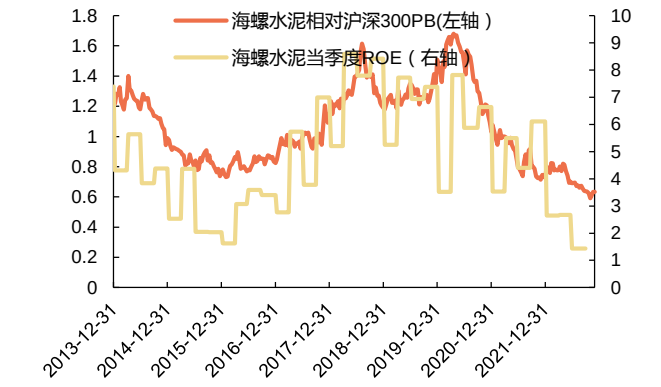
淡季供需双弱。与上周相比，本周熟料库存有一定波动。根据卓创资讯，全国熟料库容比均值为 72.58%，与上周相比上升 2.43 个百分点。全国水泥磨机开工负荷均值 2.83%，较上周下降 13.8 个百分点，生产继续转弱。本周水泥燃料价格差均值为 228.21 元 /吨，较上周四上升 0.29%。与去年同期相比，水泥燃料价格差均值下降 33.15%。

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。

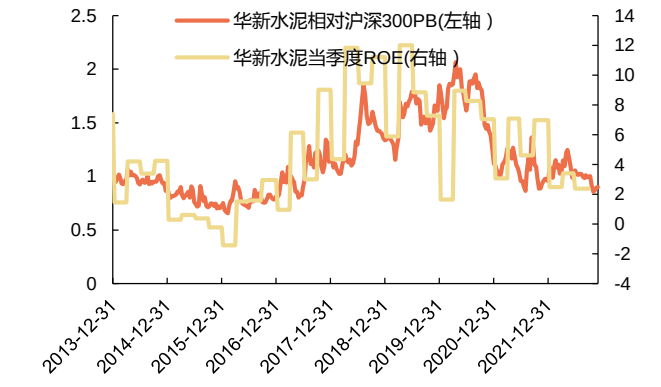
毫无疑问当前水泥的极低估值不仅仅反映当前资产质量即回报率的降低，还反映着投资者对于未来水泥在长周期里业绩下滑幅度及持续性的疑虑，这种疑虑来自于房地产与基建共同下台阶的预期，但这种心中的预期更容易伴随经济周期发生扭转。我们认为这中长期里的下行预期并非水泥研究框架中的主要矛盾，毕竟行业整体已处于极低估值，已充分考虑甚至有可能过度考虑水泥行业未来递减的现金流。

图17：海螺水泥相对市场 PB 与资产盈利能力相关

图18：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

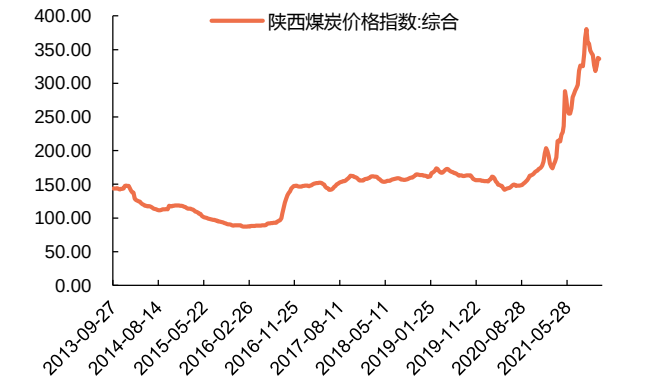


资料来源：Wind，申港证券研究所

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。

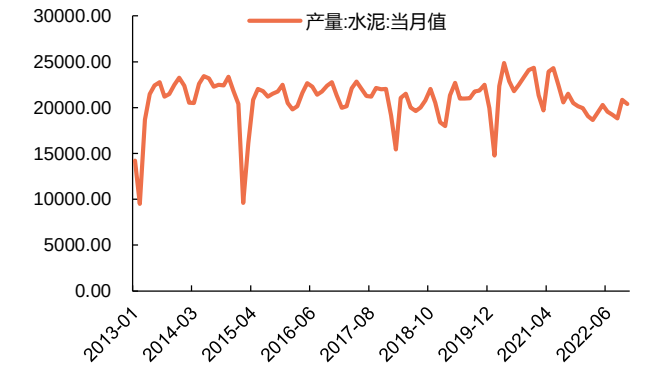
过去价格是盈利能力上行的主要动力，进而催动水泥行业超额收益。在上一轮自16年-20年的水泥行情中，价是最大的变量，处在持续上行通道中，需求侧偏平稳，成本同样无明显变化。价格的持续上行来自于行业的竞合与供给侧改革。2021年以来这三个变量均出现了明显变化，导致水泥板块持续下跌。行业竞合在弱需求作用下趋弱，价格的上行在弱需及供给结构共同作用下结束，而煤炭产业的变化让水泥承受较大的盈利压力。

图19：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20：水泥需求端并无明显变化（万吨）

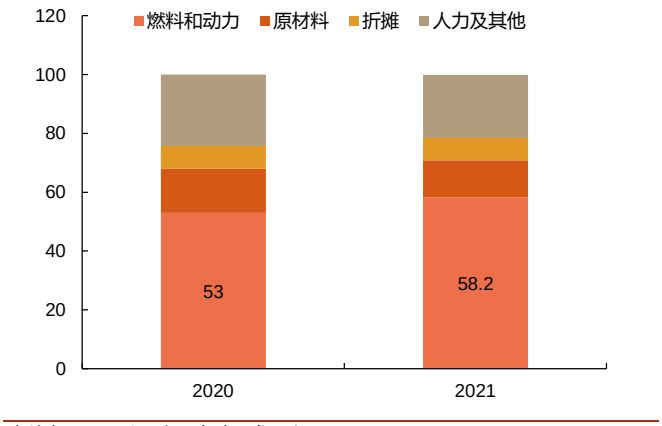


资料来源：Wind，申港证券研究所

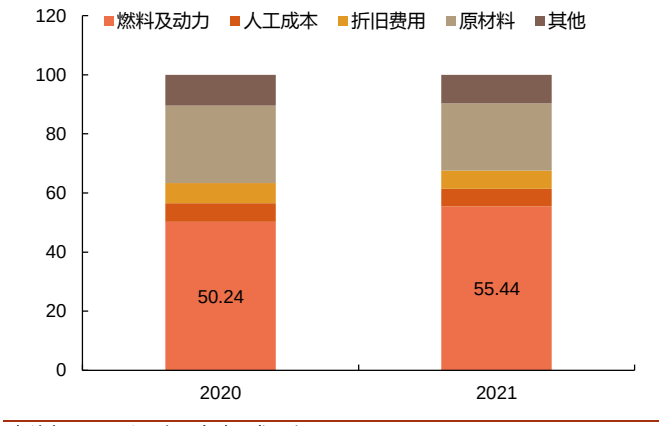
煤炭是水泥行业近期盈利能力承压的重要原因。水泥行业的成本中煤炭占较大比重，2021年煤炭价格上行的过程中，华新水泥能源成本占比抬升5.2pcts，海螺水泥能源成本占比同样提升5.2pcts。2022年这一压力延续，华新水泥2022Q3ROE降至2.38%，海螺水泥2022Q3ROE降至1.43%。原材料及折旧等其他成本变化不大，因此煤炭是水泥需要研究的主要成本项。考虑到上游产业同样具有较强的周期性，我们认为今年盈利端的压力偏阶段性，拐点终至即便当前仍不明朗。

图21：华新水泥能源成本抬升

图22：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



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