建筑材料

证券研究报告
2023 年 02 月 19 日

水泥开启涨价，如何看待后续机会?

行情回顾
过去五个交易日（0213-0217）沪深 300 跌 1.75%，建材（中信）涨 0.19%，子板块中水泥、陶瓷及其他装饰材料取得正收益，其余板块下跌。个股中，宁夏建材、公元股份、悦心健康、赛特新材、上峰水泥涨幅居前。

水泥当前观点：需求逐步恢复，涨价或有一定持续性
需求端，上周全国水泥出货率恢复至 34%，华东、中南、西南地区涨幅居前，农历日年同比看，全国出货率同比高 7pct，其中华北、西南涨幅居前，同比分别高 17/14pct。我们认为上半年水泥需求主要靠下游基建提振，去年开工项目有望在今年加快形成实物工作量，年初以来重点项目开工数量及投资额仍然保持较高水平；近期 30 城地产销售景气度也有所改善，若销售能够持续改善，则新开工端下半年随之改善的可能性较大，进而对水泥需求或有提振效果。我们预计 2023 年全年水泥需求持平或略降，需求增速或呈现前低后高，前弱后强的特点。

价格端，上周全国水泥价格开启恢复性上涨，当前年同比仍然低 85.5 元/吨。随着需求的持续恢复，同时受益于供给端错峰限产，我们预计涨价或有较好的持续性。根据数字水泥网预计，22 年水泥行业利润预计大幅下滑 60%至 680 亿，而从盈利水平来看，以海螺为例，22Q3 毛利率几乎是近 20 年最低水平（仅比 05Q1 最低值高 2.4pct）。我们曾在 23 年 1 月 8 日水泥周报中提示关注春季躁动行情（详见《地产政策持续发力，春季或再现躁动行情》），我们认为在经历 22 年水泥产量超预期下滑之后，当前水泥企业在应对需求下滑方面的准备措施或更加充分，若需求端能够企稳，则 23 年行业利润仍有望回暖。通过复盘来看，水泥指数和水泥价格走势高度相关，3 月旺季价格若能持续上涨，仍可能会催化估值修复，水泥春季躁动行情仍值得期待。

消费建材基本面及预期或进入反转通道，新能源品种成长性有望持续兑现
1）消费建材 21FY/22Q1-3 受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，当前上述因素有望逐步改善，地产政策改善趋势明确，23Q1 起基本面有望展现向上弹性。中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道；2）新型玻璃、碳纤维等新材料面临下游需求高景气和国产替代机遇，龙头公司拥有高技术壁垒，有望迎来快速成长期；3）当前玻璃龙头市值已处于历史较低水平，随着行业冷修提速，行业基本面或逐步筑底，光伏玻璃有望受益产业链景气度回暖，而电子玻璃有望受益国产替代和折叠屏等新品放量；4）塑料管道板块下游兼具基建和地产，基建端有望受益市政管网投资升温，地产端与消费建材回暖逻辑相似；5）水泥有望受益于后续基建和地产需求改善预期，中长期看，供给格局有望持续优化；6）玻纤需求端受风电、海外等下游带动，供给侧增量有限。

本周重点推荐组合
鲁阳节能，赛特新材，东方雨虹，蒙娜丽莎，亚士创能，上峰水泥，金晶科技，山东药玻。

风险提示：基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响；新材料品种下游景气度及自身成长性不及预期；地产产业链坏账减值损失超预期。

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com
王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com
王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com
林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

行业走势图

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周跟踪：交投暂偏淡，粗纱景气继续筑底，关注复工节奏》 2023-02-18
2 《建筑材料-行业研究周报:专项债提前批额度按上限发布，基建需求或提速恢复》 2023-02-12
3 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周跟踪：粗纱景气继续筑底，关注需求变化节奏》 2023-02-12

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2023-02-17	投资评级	EPS(元) 2021A	2022E	2023E	2024E	P/E 2021A	2022E	2023E	2024E
002088.SZ	鲁阳节能	24.68	买入	1.05	1.24	1.52	1.83	23.50	19.90	16.24	13.49
688398.SH	赛特新材	46.20	买入	1.42	0.92	1.41	1.94	32.54	50.22	32.77	23.81
002271.SZ	东方雨虹	34.90	买入	1.67	1.20	1.58	2.10	20.90	29.08	22.09	16.62
002918.SZ	蒙娜丽莎	19.11	买入	0.76	-0.53	1.19	1.75	25.14	-36.06	16.06	10.92
603378.SH	亚士创能	12.45	买入	-1.26	0.24	0.71	0.98	-9.88	51.88	17.54	12.70
000672.SZ	上峰水泥	13.35	买入	2.23	1.42	1.90	2.10	5.99	9.40	7.03	6.36
600586.SH	金晶科技	10.91	买入	0.92	0.26	0.63	1.03	11.86	41.96	17.32	10.59
600529.SH	山东药玻	29.75	买入	0.99	1.32	1.66	1.98	30.05	22.54	17.92	15.03

资料来源：Wind，天风证券研究所

内容目录

核心观点 **3**

行情回顾 3

当前时点如何看水泥投资机会? 3

建材重点子行业近期跟踪 6

消费建材进入反转通道，新能源品种成长性有望持续兑现 6

风险提示 7

图表目录

图 1：中信建材三级子行业过去五个交易日（0213-0217）涨跌幅 3

图 2：2018-2023 年节后水泥发货率 4

图 3：全国水泥价格走势 5

图 4：海螺水泥单季度毛利率 5

图 5：水泥价格 vs 水泥指数走势 6

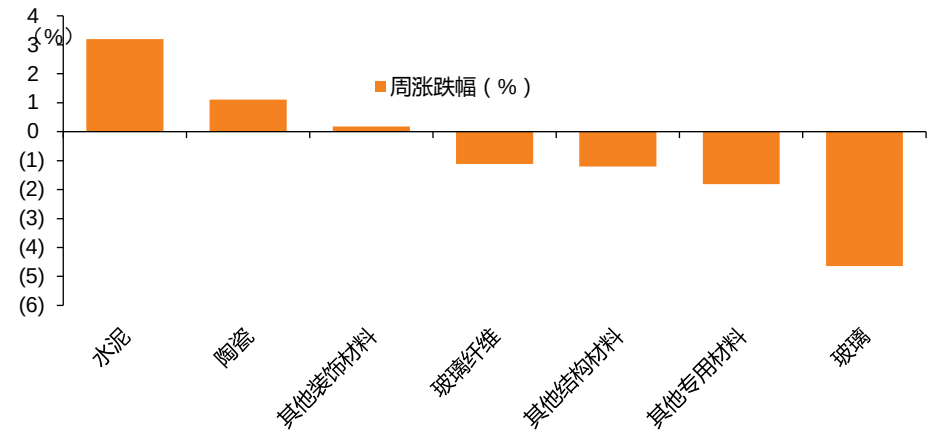
表 1： 2023 和 2022 年对应时间 30 大中城市商品房销售面积对比（万平方米） 5

核心观点

行情回顾

过去五个交易日（0213-0217）沪深 300 跌 1.75%，建材（中信）涨 0.19%，子板块中水泥、陶瓷及其他装饰材料取得正收益，其余板块下跌。个股中，宁夏建材（31.84%）、公元股份（10.95%）、悦心健康（10.87%）、赛特新材（10.39%）、上峰水泥（8.98%）涨幅居前。上周我们重点推荐组合的收益：旗滨集团（-4.65%），鲁阳节能（-0.40%），蒙娜丽莎（-0.93%），亚士创能（-0.32%），东方雨虹（-0.65%），金晶科技（-6.91%），山东药玻（0.27%），赛特新材（10.39%）。

图 1：中信建材三级子行业过去五个交易日（0213-0217）涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

当前时点如何看水泥投资机会?

整体来看，节后第三周水泥需求恢复速度有所加快，但需求强度并未显著高于往年。需求端，上周全国水泥出货率恢复至 34%，华东、中南、西南地区涨幅居前，农历日年同比看，全国出货率同比高 7pct，其中华北、西南涨幅居前，同比分别高 17/14pct，华东、中南地区同比基本持平或略增，西北地区同比下滑 8pct。我们认为上半年水泥需求主要靠下游基建提振，一是去年部分基建工程项目有望在今年上半年加快形成实物工作量，二是年初以来重点项目开工数量及投资额仍然保持较高水平，下半年地产需求有望逐步恢复，我们认为此前地产需求侧政策面利好较多，近期 30 城地产销售景气度也有所改善，若销售能够持续改善，则新开工端随之改善的可能性较大，进而对水泥需求或有提振效果。**因此我们预计 2023 年全年水泥需求持平或略有下降，需求增速或呈现前低后高，前弱后强的特点。**

图 2：2018-2023 年节后水泥发货率

全国	节后第一周	节后第二周	节后第三周	节后第四周
2023	10.0%	21.2%	34.4%	/
2022	4.1%	14.6%	27.3%	45.7%
2021	23.6%	23.6%	43.3%	54.9%
2020	3.0%	3.9%	9.4%	19.5%
2019	5.5%	17.7%	30.5%	49.4%
2018	19.0%	41.1%	56.8%	71.5%
华北	节后第一周	节后第二周	节后第三周	节后第四周
2023	7.0%	18.0%	27.0%	/
2022	1.0%	4.0%	10.0%	25.0%
2021	14.0%	14.0%	25.0%	39.0%
2020	0.0%	0.0%	1.0%	6.0%
2019	0.0%	7.0%	18.0%	36.0%
2018	8.0%	20.0%	35.0%	47.0%
华东	节后第一周	节后第二周	节后第三周	节后第四周
2023	14.3%	26.4%	41.4%	/
2022	4.3%	22.1%	41.4%	61.4%
2021	25.0%	25.0%	44.3%	61.4%
2020	5.7%	7.1%	11.4%	22.9%
2019	5.7%	23.6%	35.7%	59.3%
2018	27.1%	47.9%	69.3%	85.0%
中南	节后第一周	节后第二周	节后第三周	节后第四周
2023	14.2%	24.2%	40.0%	/
2022	5.8%	20.0%	35.8%	54.2%
2021	28.3%	28.3%	50.0%	60.8%
2020	3.3%	4.2%	10.0%	18.3%
2019	5.8%	20.0%	35.0%	52.5%
2018	24.2%	55.0%	70.0%	86.7%
西南	节后第一周	节后第二周	节后第三周	节后第四周
2023	12.5%	27.5%	43.8%	/
2022	6.3%	20.0%	30.0%	51.3%
2021	23.8%	23.8%	46.3%	58.8%
2020	6.3%	6.3%	26.3%	42.5%
2019	6.3%	32.5%	61.3%	70.0%
2018	31.3%	66.3%	70.0%	83.8%
西北	节后第一周	节后第二周	节后第三周	节后第四周
2023	0.0%	0.0%	5.0%	/
2022	1.0%	2.0%	13.0%	21.0%
2021	1.0%	1.0%	31.0%	38.0%
2020	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%
2019	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%
2018	0.0%	9.0%	24.0%	45.0%

资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

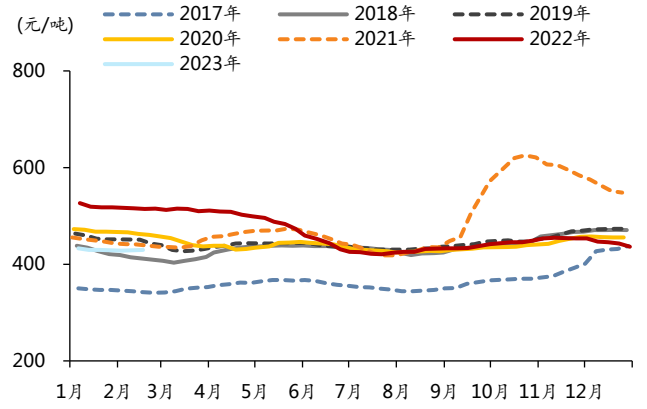
表 1： 2023 和 2022 年对应时间 30 大中城市商品房销售面积对比（万平方米）

	2023	2022	同比
0101-0107	272.75	291.13	-6.31%
0108-0113	286.78	328.72	-12.76%
0114-0120	209.15	283.04	-26.11%
0121-0127	6.69	365.68	-98.17%
0128-0203	189.43	127.91	48.09%
0204-0210	223.59	112.69	98.41%
0211-0217	260.10	265.86	-2.17%

资料来源：Wind，天风证券研究所

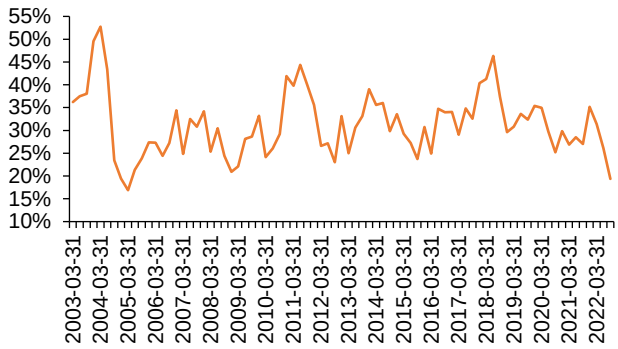
涨价或有一定持续性，水泥春季躁动行情仍值得期待。价格端，上周全国水泥价格开启恢复性上涨，当前年同比仍然低 85.5 元/吨。随着需求的持续恢复，同时受益于供给端错峰限产，我们预计涨价或有较好的持续性。根据数字水泥网预计，22 年水泥行业利润预计大幅下滑 60%至 680 亿，而从盈利水平来看，以海螺为例，22Q3 毛利率几乎是近 20 年最低水平（仅比 05Q1 最低值高 2.4pct）。我们曾在 23 年 1 月 8 日水泥周报中提示关注春季躁动行情（详见《地产政策持续发力，春季或再现躁动行情》），我们认为在经历 22 年水泥产量超预期下滑之后，当前水泥企业在应对需求下滑方面的准备措施或更加充分（体现在 23 年年初多数省份制定的错峰停产天数较 2022 年均有所增长），若需求端能够企稳，则 23 年行业利润仍有望回暖。通过复盘来看，水泥指数和水泥价格走势高度相关，3 月旺季价格若能持续上涨，仍可能会催化估值修复，水泥春季躁动行情仍值得期待。

图 3：全国水泥价格走势



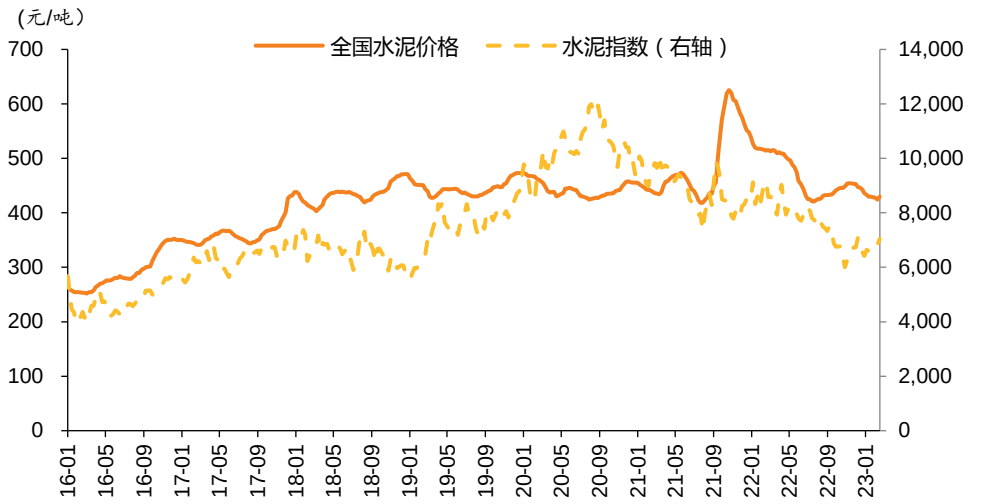
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 4：海螺水泥单季度毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：水泥价格 vs 水泥指数走势



资料来源：数字水泥网、Wind、天风证券研究所

建材重点子行业近期跟踪

水泥：上周全国水泥市场价格开始回升，环比上涨 1.4%。价格上涨地区主要集中在华东和华南地区，幅度 10-30 元/吨；价格回落区域为河北、河南和重庆，幅度 10-20 元/吨。2 月中旬，国内水泥市场需求继续缓慢恢复，不同地区企业出货率环比提升 10-30 个百分点，华东、华中和华南地区企业出货量普遍恢复到 4-5 成；西南川渝地区可达 4-6 成，云贵 2-4 成；京津冀 2-3 成。价格方面，受益于企业错峰生产执行情况较好，天气好转后，随着下游需求缓慢恢复，库存下降，各地企业为改善盈利状况，积极推动价格恢复性上调。（数据来源：数字水泥网）

玻璃：1）光伏玻璃：上周主流大单价格，2mm 镀膜光伏玻璃价格 19 元/平方米，3.2mm 镀膜 26 元/平方米，环比均持平，近期终端需求陆续启动，组件成品库存缓降，刚需陆续补库，需求较前期好转。上周库存天数 28.82 天，环比增 1.35%，日熔量 81380 吨，环比持平。近期需求有所好转，但厂家库存压力延续，预计后续市场大势维稳。2）浮法玻璃：上周国内浮法玻璃均价 1759.15 元/吨，环比跌 0.19%，市场需求恢复偏缓，终端工程订单增加有限，原片消化能力不足。上周浮法玻璃日熔量 159030 吨，环比减 1550 吨，周内冷修两条，改产 3 条，生产企业库存 7023 万重箱。后期加工厂订单有好转预期，但短期企业出货及库存压力犹存，不排除以价换量可能。（数据来源：卓创资讯）

玻纤：上周无碱池窑粗纱市场整体走货局部有所好转，但多数厂产销仍低，周内厂家挺价意愿不减，个别大厂实际成交价格较低。当前下游整体开工仍偏低，中下游库存待消化，短期厂库削减难度仍存。现 2400tex 缠绕直接纱均价 4130.50 元/吨，环比降 0.05%。粗纱市场短期或仍承压，局部价格或存松动预期。电子纱市场价格降幅较大，多数池窑厂周内降幅大 1000-1200 元/吨不等，市场成交仍一般，下游 PCB 市场整体开工率仍较低。现电子纱主流报 8800-9000 元/吨不等，环比跌 11.88%，电子布当前报 4-4.2 元/米不等。（数据来源：卓创资讯）

消费建材进入反转通道，新能源品种成长性有望持续兑现

本周重点推荐组合：鲁阳节能，赛特新材，东方雨虹，蒙娜丽莎，亚士创能，上峰水泥，金晶科技，山东药玻。

我们认为当前时点地产链消费建材或已进入基本面和投资预期反转通道，新能源等高景气下游相关的新材料品种有望持续兑现成长性：1）消费建材 21FY/22Q1-3 受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，当前上述因素有望逐步改善，地产政策改善趋势明确，23Q1 起基本面有望展现向上弹性。中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道，长短视角结合，推荐**三棵树、蒙娜丽莎、亚士创能、豪美新材（与有色联合覆盖）、北新建材、东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、兔宝宝**等；2）新型玻璃、碳纤维等新材料面临下游需求高景气和国产替代机遇，龙头公司拥有高技术壁垒，有望迎来快速成长期，推荐**金晶科技、亚玛顿、中复神鹰（与化工联合覆盖），山东药玻（与医药联合覆盖）、凯盛科技（与电子联合覆盖）**；3）当前玻璃龙头市值已处于历史较低水平，随着行业冷修提速，行业基本面或逐步筑底，光伏玻璃有望受益产业链景气度回暖，而电子玻璃有望受益国产替代和折叠屏等新品放量。推荐**旗滨集团、南玻 A，信义玻璃、福莱特（与电新联合覆盖）等。**4）塑料管道板块下游兼具基建和地产，基建端有望受益市政管网投资升温，地产端与消费建材回暖逻辑相似，推荐**中国联塑、东宏股份、公元股份**；5）水泥有望受益于后续基建和地产需求改善预期，中长期看，供给格局有望持续优化，推荐**上峰水泥、华新水泥、海螺水泥、万年青**；6）玻纤需求端受风电、海外等下游带动，供给侧增量有限，推荐**中国巨石，长海股份（与化工联合覆盖），中材科技，宏和科技等。**

风险提示

基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响：水泥、玻璃价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，当前水泥及玻璃价格变动体现了较好的景气度，但若后续因天气、疫情、政策等原因导致基建、地产开复工持续性不及预期，可能导致水泥和玻璃价格上涨持续性不及预期。

新材料品种下游景气度及自身成长性不及预期：当前时点市场普遍对新能源、半导体等产业链中的新材料品种给予了较高估值，可能包含了对其下游及自身成长性的较高预期，但新技术的运用及市场放量具有较大不确定性，若成长性不及预期，则可能无法支撑较高估值。

地产产业链坏账减值损失超预期：尽管去年以来，地产链的消费建材等类型公司均对风险客户应收账款进行了大额减值计提，但若后续地产景气度仍无好转，不能排除部分此前低风险客户也变为高风险客户，进而使得减值计提超预期的可能。

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com