

# 弱复苏迎来降准及原料下行等积极变化

——建筑材料行业研究周报



## 投资摘要：

### 每周一谈：初识纤维素醚——“工业味精”

**建材与建筑行业的经营情况与宏观经济高度相关，其需求端与信贷周期较为同步，又因为其中游属性，盈利能力端一定程度上与 PPI 周期反向相关。当下处在在国内信贷周期复苏与全球 PPI 周期下行的窗口，这种组合在历史上并不多见，我们意图探究这类宏观环境中建筑建材行业的收益变动方向。**

**建材行业估值水平与中长期贷款增速具有较强同步性。**信贷周期波动已经反映综合基建、地产等多方面的影响，虽然建材行业的需求周期高度依赖地产与基建，同时具有顺周期与逆周期属性，关于需求预期若过度聚焦于地产则容易忽略基建端支撑。信贷周期是较好综合衡量顺周期及逆周期作用的指标，其波动方向与建材几乎一致。

**建筑行业估值与信贷周期在 2018 年后相关性显著降低。**产业周期的变动或许是产生背离的主要因素，2018 年后地方政府去隐债使得建筑行业预期发生较大变化，此后长期处于低谷，与经济整体的波动方向似乎脱敏。当前我们正处在一轮复苏的早期阶段，中长期贷款顺势向上，建材的超额有望维持。

**考虑到信贷周期波动对全市场估值水平的影响，我们剔除市场估值的波动来探究建筑建材在何种信贷环境中能取得超额。**剔除市场波动后，两个行业与信贷周期的相关性继续增强。信贷周期上行期，建筑建材通常有超额收益，建筑在 18 年后呈现逆周期属性。

从多个子行业观察，PPI 落至谷底之后的一段时间里，建材可取得盈利周期的上行，受益于上游能源等原材料价格的大幅回落，例如减水剂、防水、水泥等子行业在 2019 年取得的超额利润率。当前这一因素很重要，在于中外的经济周期反向，国内经济周期处在复苏阶段，而 PPI 周期与全球需求挂钩且仍处在下行的过程状态。这一反向的组合在历史上并不常见，09 年、19 年曾短暂出现，而些时期正是建材取得超额利润的时期。需求复苏而成本向下是对中游行业盈利上行最友好的组合，建材有望迎来盈利周期与估值周期的共振。

**内需弱复苏而外需承压，建材需求端底部上行且成本端压力减弱将是未来一段时间内的主要线索，而建筑有望在一带一路及中特估催化下重获类似 2014 年的超额收益。**这一框架在过去的一周里迎来强化，国内超预期的降准显示稳增长决心以及较为良好的内需修复动能，而海外风险事件带动原油等大宗超调使得建材盈利能力回升。在短期维度上地产复苏及海外加息均可能存在节奏上的预期反复，但无法改变最终方向。

## 重点子行业跟踪：

- 玻璃：**去库幅度延续关注需求复苏持续性。至 3 月 17 日，全国最新玻璃均价为 1768.18 元/吨，较上周五均价环比上涨 1.24%。节后玻璃需求渐强，新的供给平衡正在形成。重点监测省份生产企业库存总量为 6160 万重量箱，较上周减少 576 万重量箱，降幅 8.55%，继续大幅去库。继续推荐步入新成长期的旗滨集团。
- 水泥：**供给修复阶段是格局变化的关键观察期。至 3 月 17 日，全国水泥均价 389.92 元/吨，环比上周下降 0.89%。全国熟料库容比均值为 51.76%，与上周相比下降 3.43 个百分点。全国水泥磨机开工负荷均值 54.7%，较上周上升 1.63 个百分点，生产继续回暖。本期水泥-煤炭价格差均值为 259.23 元/吨，较上周四上涨 1.43%。与去年同期相比，水泥燃料价格差均值下跌 9.75%。
- 消费建材：**即将再次进入击球区，把握调整中的布局机遇。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

评级

增持（维持）

2022 年 03 月 19 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘宇栋

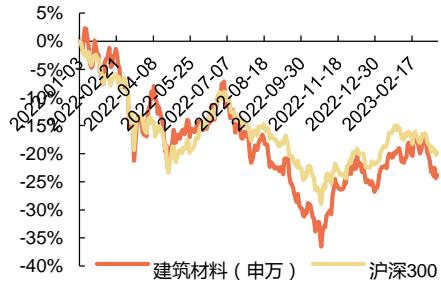
研究助理

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	14.38
市场平均市盈率	17.74

## 行业表现走势图



资料来源：Wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 建材行业研究周报：《弱政策预期致调整板块即将再入击球区》2023-03-12
- 建材行业研究周报：《从预期走向现实》2023-03-05
- 建材行业研究周报：《水泥提价早于往年复工期展现良好动能》2023-02-26
- 建材行业研究周报：《财政加力投资信号清晰重视逆周期建材》2023-02-19

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3月10日收盘，建材板块本周下跌0.66%，沪深300指数下跌0.21%，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3.2%，在申万31个板块中位列第16位。

- ◆ 个股涨幅前五名：宁夏建材、国统股份、西部建设、青松建化、海南瑞泽。
- ◆ 个股跌幅前五名：中旗新材、晶雪节能、金圆股份、宏和科技、金刚光伏。

**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，处在新一轮盈利周期起点的水泥龙头海螺、华新；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	30.53	26.46	20.18	买入
鸿路钢构	2.07	1.85	2.46	15.88	17.79	13.38	买入
三棵树	-1.11	0.94	2.95	/	123.95	39.49	买入
东方雨虹	1.74	1.24	1.85	18.74	26.30	17.63	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：信贷及 PPI 周期中的建材与建筑 .....	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 竣工超预期增长 弱复苏进程已经开启 .....	7
3.2 稳增长仍处在落地期 .....	8
4. 本周重点子行业跟踪 .....	8
4.1 玻璃：去库幅度延续 关注需求复苏持续性 .....	8
4.2 消费建材：地产预期主导估值修复 .....	10
4.3 水泥：供给端全面恢复 价格趋势将定乾坤 .....	11
5. 本周投资策略及重点建议 .....	13
6. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：信贷周期与建材、建筑估值 .....	4
图 2：信贷周期与建材、建筑相对估值 .....	5
图 3：PPI 周期引入后建筑建材估值水平 .....	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 6：30 大中城市商品房成交面积（7 日移动平均，万平米） .....	8
图 7：固定资产投资（基础设施）同比增速（%） .....	8
图 8：全国玻璃销售价格（元/吨） .....	9
图 9：重点八省玻璃库存（万重量箱） .....	9
图 10：纯碱价格（元/吨） .....	10
图 11：液化天然气价格（元/吨） .....	10
图 12：丙烯酸及丙烯酸丁酯价格变动（元/吨） .....	10
图 13：钛白粉（金红石型）价格（元/吨） .....	10
图 14：市场价：SBS 改性沥青：华东地区（元/吨） .....	11
图 15：市场价：SBS 改性沥青：华北地区（元/吨） .....	11
图 16：PP 市场价（元/吨） .....	11
图 17：PVC 市场价（元/吨） .....	11
图 18：海螺水泥相对市场 PB 与资产盈利能力相关 .....	12
图 19：华新水泥相对市场 PB 与资产盈利能力相关 .....	12
图 20：煤炭价格在上一轮周期基本平稳（点） .....	13
图 21：水泥需求端并无明显变化（万吨） .....	13
图 22：华新水泥能源成本抬升 .....	13
图 23：海螺水泥能源成本抬升 .....	13
表 1：地区间玻璃均价（元/吨） .....	9

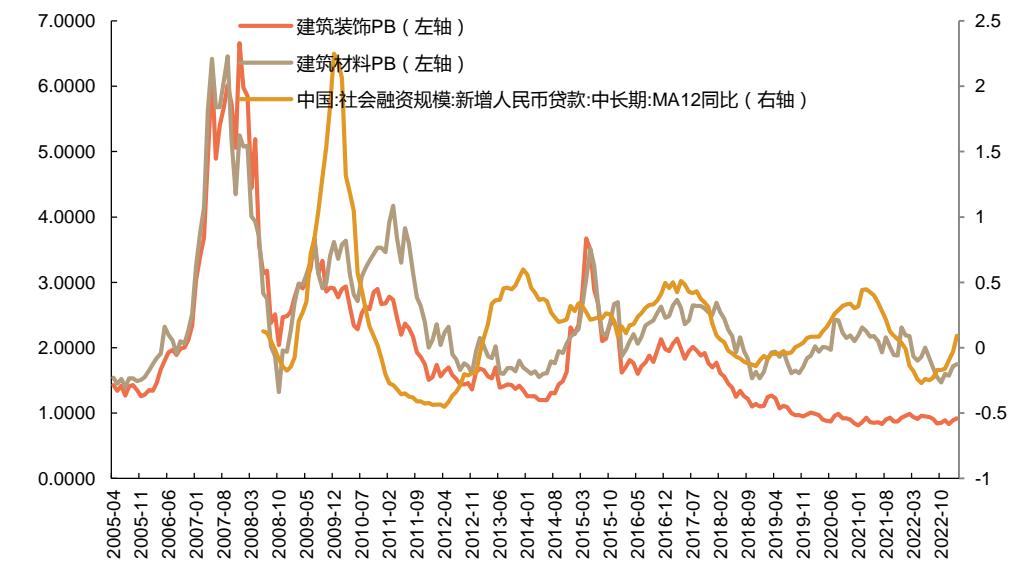
## 1. 每周一谈：信贷及 PPI 周期中的建材与建筑

建材与建筑行业的经营情况与宏观经济高度相关，其需求端与信贷周期较为同步，又因为其中游属性，盈利能力端一定程度上与 PPI 周期反向相关。信贷周期是有效的宏观经济景气同步指标，很大程度上反映各个产业的扩张意愿，进而映射对未来的预期，影响建筑建材行业需求的同时又影响整体的估值。PPI 周期是全球宏观经济周期运行产生的结果，建筑建材行业因为其中游属性在经济过热末期及滞涨期通常难有较好盈利表现，因为原油、煤炭等原材料涨价冲击毛利率。当下处在国内信贷周期复苏与全球 PPI 周期下行的窗口，这种组合在历史上并不多见，我们意图探究这类宏观环境中建筑建材行业的收益变动方向。

**建材行业估值水平与中长期贷款增速具有较强同步性。**信贷周期波动已经反映综合基建、地产等多方面的影响，虽然建材行业的需求周期高度依赖地产与基建，同时具有顺周期与逆周期属性，关于需求预期若过度聚焦于地产则容易忽略基建端支撑。信贷周期是较好综合衡量顺周期及逆周期作用的指标，其波动方向与建材几乎一致。建材估值仅在 2013 年与信贷周期不敏感，我们将比较行业相对市场的估值水平进一步分析。

**建筑行业估值与信贷周期在 2018 年后相关性显著降低。**产业周期的变动或许是产生背离的主要因素，2018 年后地方政府去隐债使得建筑行业预期发生较大变化，此后长期处于低谷，与经济整体的波动方向似乎脱敏。

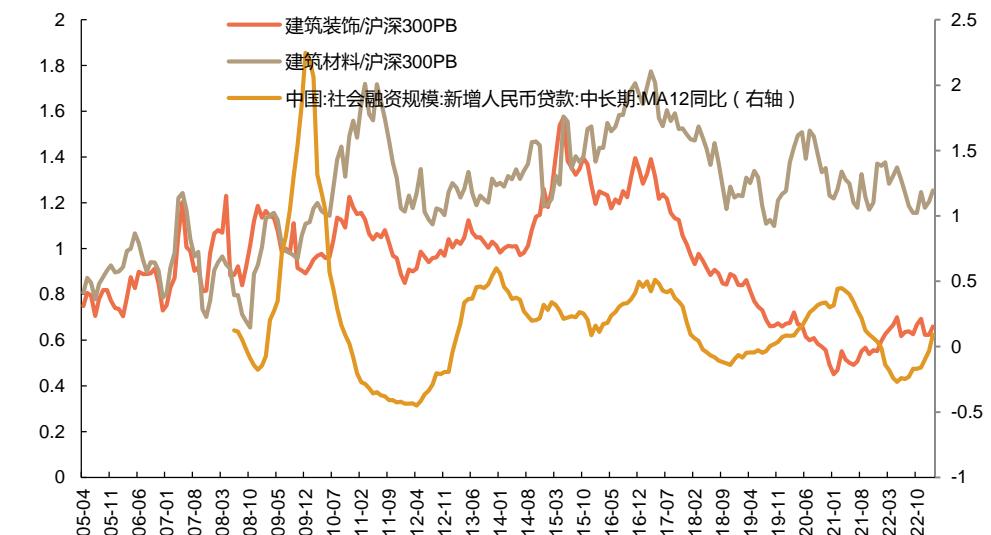
图1：信贷周期与建材、建筑估值



资料来源：Wind, 申港证券研究所

考虑到信贷周期波动对全市场估值水平的影响，我们剔除市场估值的波动来探究建筑建材在何种信贷环境中能取得超额。剔除市场波动后，两个行业与信贷周期的相关性继续增强。信贷周期上行期，建筑建材通常有超额收益，建筑在 18 年后呈现逆周期属性。例如在 2012 年末至 2013 年，从建筑建材绝对估值水平来看波动方向与信贷周期上行背离，但考虑到市场这段时间处于较为低迷状态，剔除市场的估值水平后仍能观察到建筑建材有明显超额，继续印证信贷周期上行期取得超额的规律。

图2：信贷周期与建材、建筑相对估值

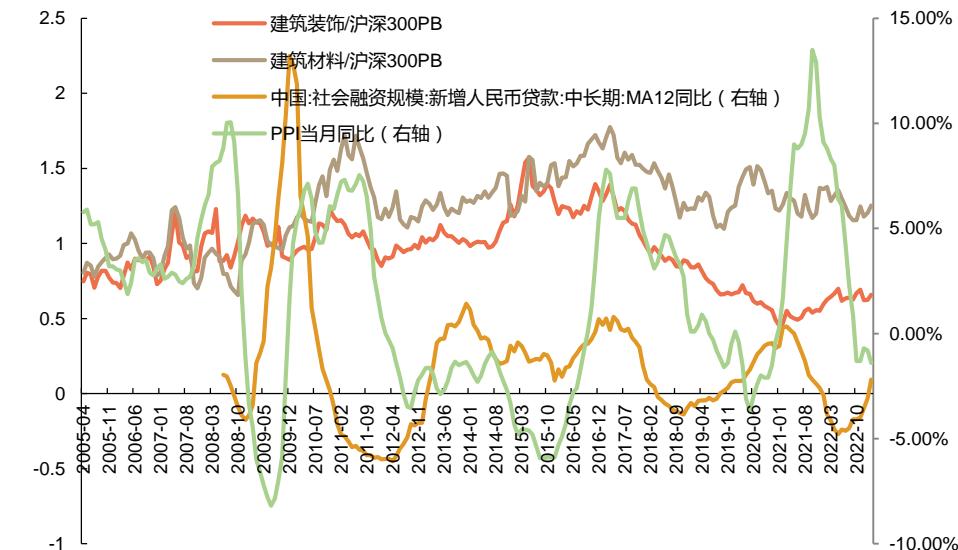


资料来源：Wind，申港证券研究所

当前我们正处在一轮复苏的早期阶段，中长期贷款顺势向上，建材的超额有望维持。本轮上行在结构上与历史中多次顺周期上行有较明显的差异，信贷中居民中长期贷款低迷、企业中国央企或贡献了扩表的重要力量，因此中长期贷款的上行中有更强的逆周期属性。考虑到建材的需求同时来自于地产等顺周期及基建等逆周期因素，虽然地产仍处在低迷期，但信贷周期的综合结果已是一轮上行的开启，建材或已迎来边际上行期。向后展望无论是地产的修复还是逆周期调节继续发力，本轮信贷周期上行都将为建材带来更多积极变化。当前位置仅需担心节奏，无需担心方向。

从多个子行业观察，PPI 落至谷底之后的一段时间里，建材可取得盈利周期的上行，受益于上游能源等原材料价格的大幅回落，例如减水剂、防水、水泥等子行业在 2019 年取得的超额利润率。当前这一因素很重要，在于中外的经济周期反向，国内经济周期处在复苏阶段，而 PPI 周期与全球需求挂钩且仍处在下行的过程状态。这一反向的组合在历史上并不常见，09 年、19 年曾短暂出现，而些时期正是建材取得超额利润的时期。需求复苏而成本向下是对中游行业盈利上行最友好的组合，这一阶段企业间竞争亦处在尚未白热化阶段。而当前仍处在这一周期运行状态的早期，建材有望迎来盈利周期与估值周期的共振。

图3：PPI 周期引入后建筑建材估值水平



资料来源: Wind, 申港证券研究所

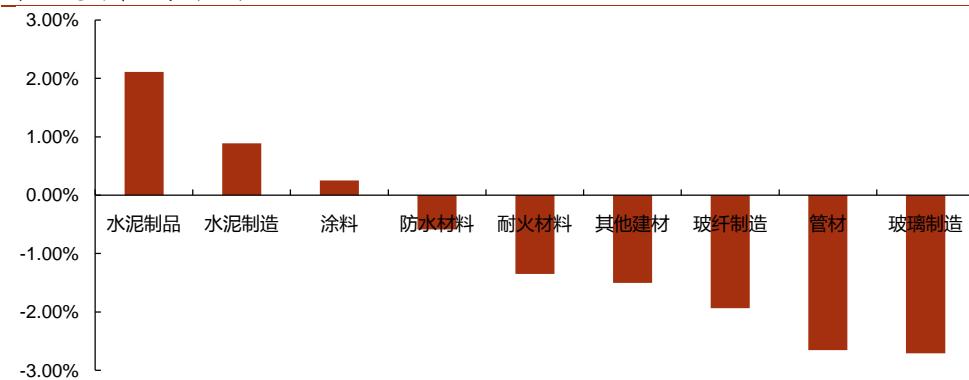
内需弱复苏而外需承压，建材需求端底部上行且成本端压力减弱将是未来一段时间内的主要线索，而建筑有望在一带一路及中特估催化下重获类似 2014 年的超额收益。这一框架在过去的一周里迎来强化，国内超预期的降准显示稳增长决心以及较为良好的内需修复动能，而海外风险事件带动原油等大宗超调使得建材盈利能力回升。在短期维度上地产复苏及海外加息均可能存在节奏上的预期反复，但无法改变最终方向，建议把握建材调整后的配置机遇；而建筑有望在一带一路及中特估催化下重获类似 2014 年的超额收益，带动估值明显修复。

## 2. 市场回顾

**市场回顾：**截至 3 月 17 日收盘，建材板块本周下跌 0.66%，沪深 300 指数下跌 0.21%，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 3.2%，在申万 31 个板块中位列第 16 位。

- ◆ 个股涨幅前五名：宁夏建材、国统股份、西部建设、青松建化、海南瑞泽；
- ◆ 个股跌幅前五名：中旗新材、晶雪节能、金圆股份、宏和科技、金刚光伏。

图4：建材申万子行业表现



资料来源: Wind, 申港证券研究所

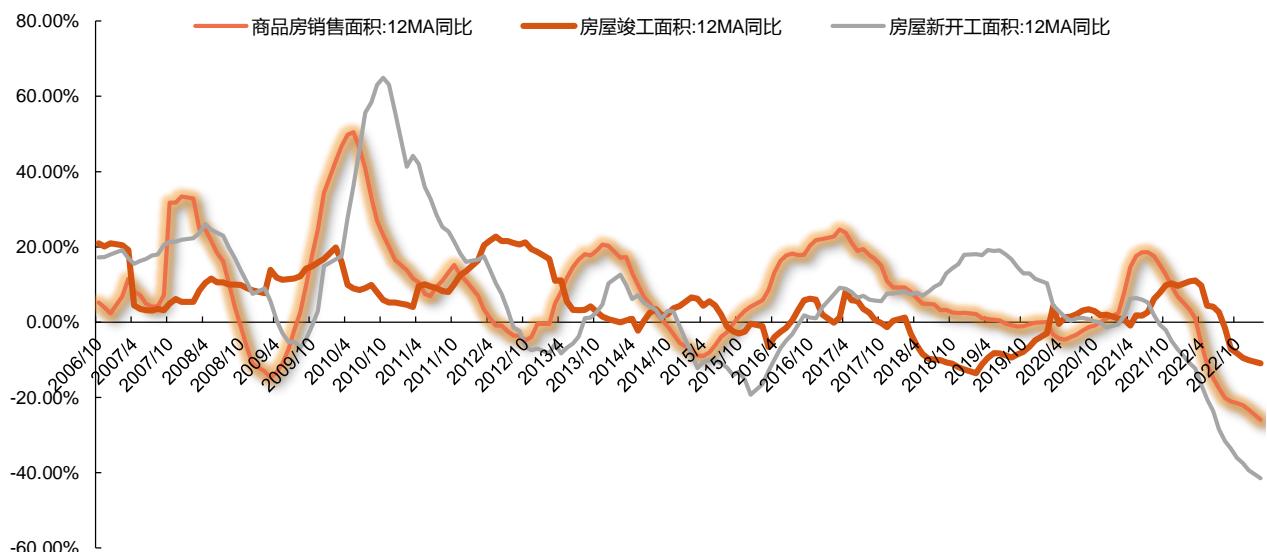
### 3. 宏观数据：基建维持高增 地产周期底蓄力

#### 3.1 竣工超预期增长 弱复苏进程已经开启

地产周期的底部逐步清晰，年初销售及开工降幅显著缩窄，竣工超预期增长。2023年1-2月商品房累计销售1.51亿平米，同比下滑3.63%，降幅较22年全年缩窄20.67pcts；累计新开工面积1.36亿平米，同比下滑9.35%，降幅较22年全年缩窄30.02pcts；竣工面积1.32亿平米，同比增长8.02%，降幅较22年全年收窄23pcts。

供给端政策的出台将继续给竣工端带来弹性，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，开年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、信贷环境。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。

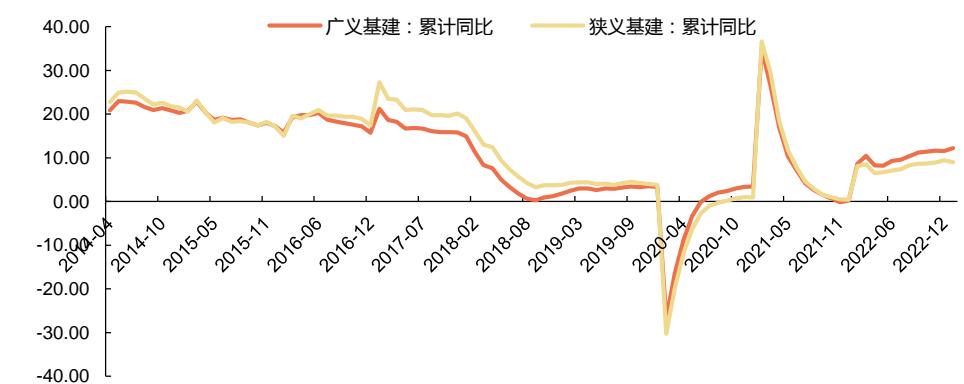
弱复苏基调仍然清晰，3、4月低基数作用下地产边际复苏趋势明确。从高频数据观察，30大中城市商品房成交面积中枢已显著高于2022年下半年，考虑到2022年3、4月基数偏低，复苏效应将较为明显。缓慢复苏趋势愈加清晰，销售面积有望逐步恢复至接近2021年下半年水平。

**图6：30大中城市商品房成交面积（7日移动平均，万平米）**


资料来源：Wind, 申港证券研究所

### 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 12.18%，较上月上升 0.66pcts。狭义基建（不含电力）同比上升 9%，较上月增速下降 0.4cts。

**图7：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

制造业投资仍是扩内需大环境下重要投资手段，但全年来看在外需走弱背景下顺周期扩张的力量薄弱，或呈现前高后低趋势。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在基数较高的情况下保持一定增长韧性，全年或呈现前高后低趋势，当前累计制造业固定资产投资同增 8.1%，环比回落 1pcts。

## 4. 本周重点子行业跟踪

### 4.1 玻璃：去库幅度延续 关注需求复苏持续性

**产线变动情况：**根据卓创资讯，全国浮法玻璃生产线共计 305 条，在产 239 条，日熔量共计 160530 吨。周内产能无变化。

**价格与库存：**价格震荡趋势延续，复工阶段供需仍在拉锯，静待需求侧进一步改善。根据卓创资讯，至 3 月 17 日，全国最新玻璃均价为 1768.18 元/吨，较上周五

均价环比上涨 1.24%。

华南价格明显提涨，其他区域均有一定复苏。而价格进一步上行的空间受存货及远期的竣工预期影响，在更长期的格局上仍然期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。

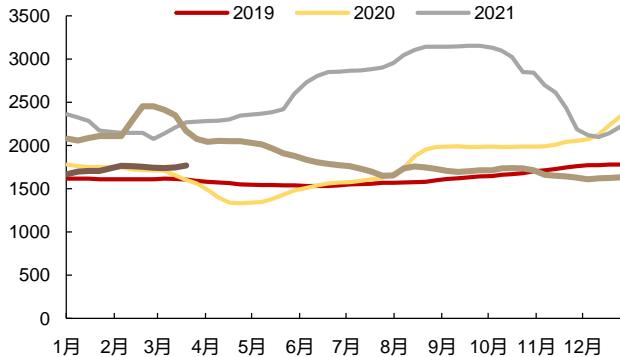
表1：地区间玻璃均价（元/吨）

区域	本周均价	上周均价	环比
华北	1542.46	1529.86	0.82%
华东	1830.4	1806.24	1.32%
华中	1658.4	1646.4	0.72%
华南	1994.08	1926.08	3.41%

资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

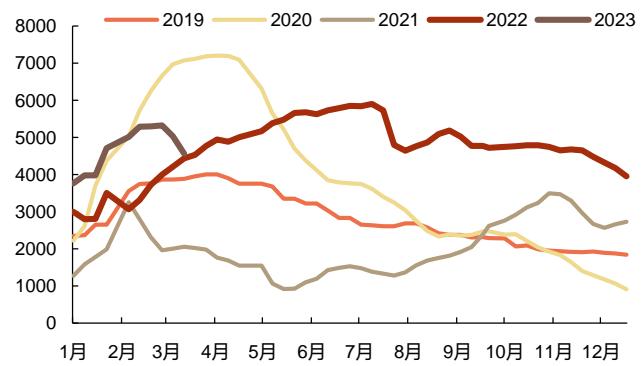
库存明显降低，需求复苏强度具有较大波动性，或为中下游库存周期影响。根据卓创资讯，至 3 月 16 日，重点监测省份生产企业库存总量为 6160 万重量箱，较上周减少 576 万重量箱，降幅 8.55%，库存天数约 32.13 天，较上周减少 3 天。本周重点监测省份产量 1226.17 万重量箱，消费量 1802.17 万重量箱，产销率 146.98%。当下库存降至接近 22 年水平，展现较强下游备货强度，反映竣工预期走强，价格弹性仍需要库存趋势进一步明确，短期的巨幅波动或来自于库存向中下游转移。同时权益类资产经过一轮调整后再次具备配置性价比，若股价与基本面趋势持续背离，则存在现阶段性配置机会。

图8：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9：重点八省玻璃库存（万重量箱）

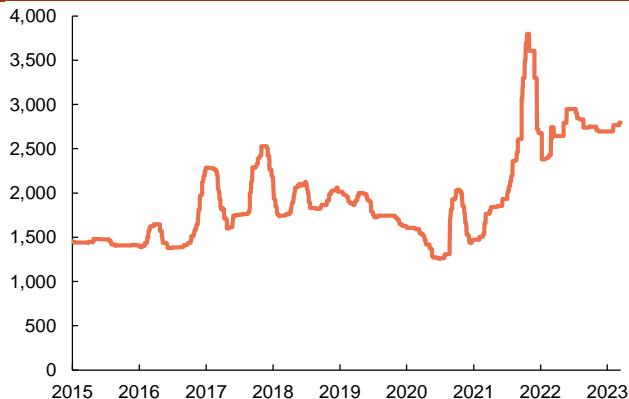


资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

**成本及利润：**浮法玻璃行业整体的亏损逐渐缩窄，石油焦装置有较大盈利修复弹性。据卓创资讯，本周国内重碱新单送到终端价格在 3050-3150 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-79.07 元/吨，较上周增加 16.36 元/吨；华北动力煤玻璃本周毛利-116.32 元/吨，较上周上涨 42.2 元/吨；石油焦为燃料玻璃本周毛利-3.51 元/吨，较上周增加 39.8 元/吨。

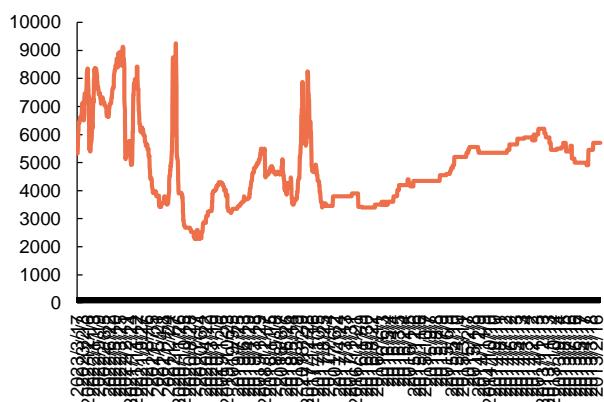
**光伏玻璃：**投资价值在行业整体拔估值，新增产能投放下价格偏稳，盈利端弹性以量增为主。据卓创资讯 2.0mm 镀膜面板主流大单价格 18.5 元/平方米，环比持平；3.2mm 镀膜主流大单报价 25.5 元/平方米，环比持平。目前库存天数 26.26 天，环比减少 5.19%。全国光伏玻璃在产生产线共计 417 条，日熔量合计 82330 吨，环比增加 1.23%。

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10：纯碱价格（元/吨）**


资料来源：Wind，申港证券研究所

\*数据截止 2023 年 3 月 17 日

**图11：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 3 月 17 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，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）。

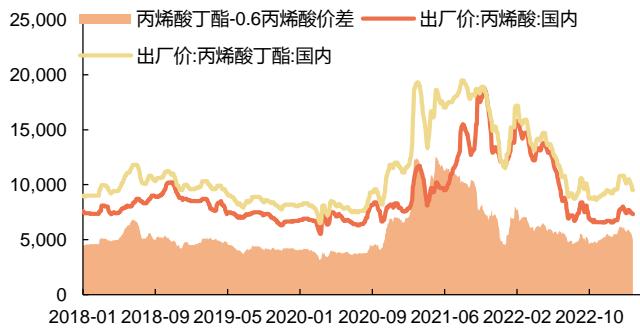
即便中期地产地下台阶成立，消费建材领域也会有极多投资机会，地产预期悲观之时亦是投资机遇。关键词是其他固定资产投资及存量消费化，各个子行业均有机会，防水行业将受益于一轮新的制造业投资周期，而管材、涂料龙头有望在品牌端构筑更宽广的护城河，庞大人口基数决定了与居住相关的产业长期有着巨大市场。

**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。

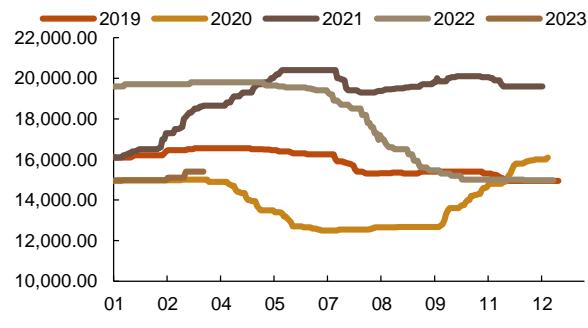
**图12：丙烯酸及丙烯酸丁酯价格变动（元/吨）**

敬请参阅最后一页免责声明

**图13：钛白粉（金红石型）价格（元/吨）**

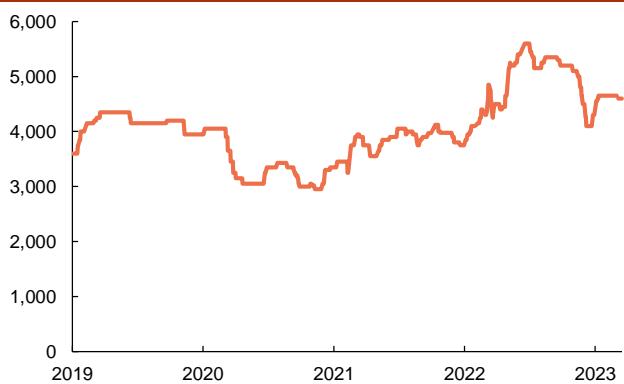


资料来源: Wind, 申港证券研究所



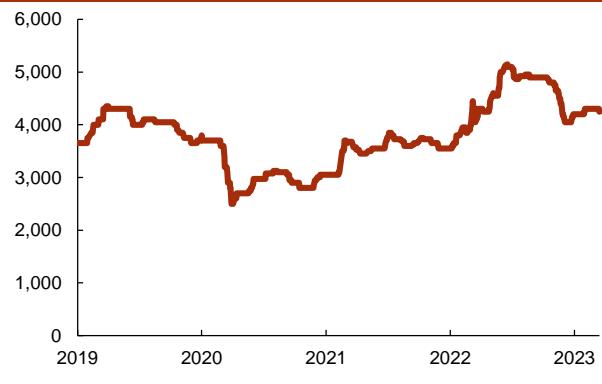
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 市场价: SBS 改性沥青: 华东地区 (元/吨)



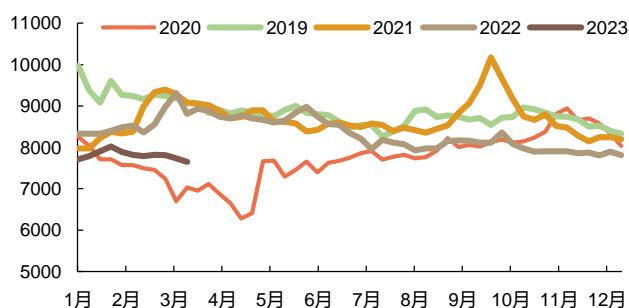
资料来源: Wind, 申港证券研究所  
\*数据截止 2023 年 3 月 17 日

图15: 市场价: SBS 改性沥青: 华北地区 (元/吨)



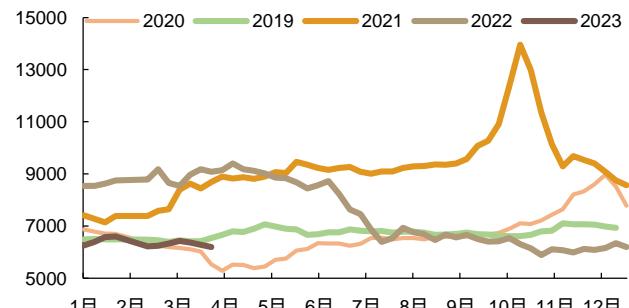
资料来源: Wind, 申港证券研究所  
\*数据截止 2023 年 3 月 17 日

图16: PP 市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 申港证券研究所

图17: 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。

### 4.3 水泥：供给端全面恢复 价格趋势将定乾坤

根据卓创资讯，截止 2023 年 3 月 17 日，全国水泥均价 389.92 元/吨，环比上周下降 0.89%，本轮价格提涨或许反映更为有序的竞争格局。本周北方采暖季结束，山东、河南、河北 等省份熟料线陆续开窑复产，山西因库存较大，延迟到 4 月 1 日开窑。南方省份熟料线也陆续结束一季度停窑 恢复正常生产，市场供应端逐步释放。

复工有力推进，库存下降开工率上行，预计随供给端修复库容比下降趋缓，开工率将延续上行。根据卓创资讯，全国熟料库容比均值为 51.76%，与上周相比下降 3.43 个百分点。全国水泥磨机开工负荷均值 54.7%，较上周上升 1.63 个百分点，生产继续回暖。本周水泥燃料价格差均值为 259.23 元/吨，较上周四上涨 1.34%。与去年同期相比，水泥燃料价格差均值下跌 9.75%。下一阶段观察错峰生产结束后供需两端匹配情况。

**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。

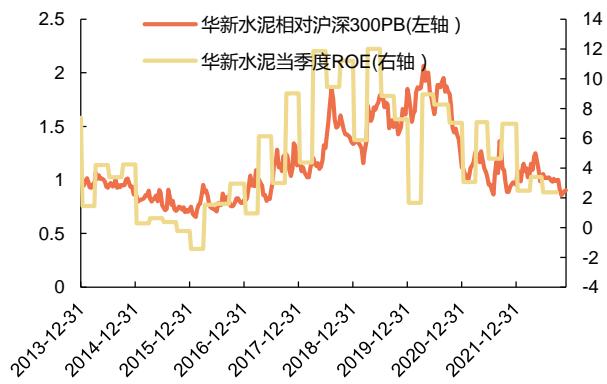
毫无疑问当前水泥的极低估值不仅仅反映当前资产质量即回报率的降低，还反映着投资者对于未来水泥在长周期里业绩下滑幅度及持续性的疑虑，这种疑虑来自于房地产与基建共同下台阶的预期，但这种心中的预期更容易伴随经济周期发生扭转。我们认为这中长期里的下行预期并非水泥研究框架中的主要矛盾，毕竟行业整体已处于极低估值，已充分考虑甚至有可能过度考虑水泥行业未来递减的现金流。

图18：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19：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。

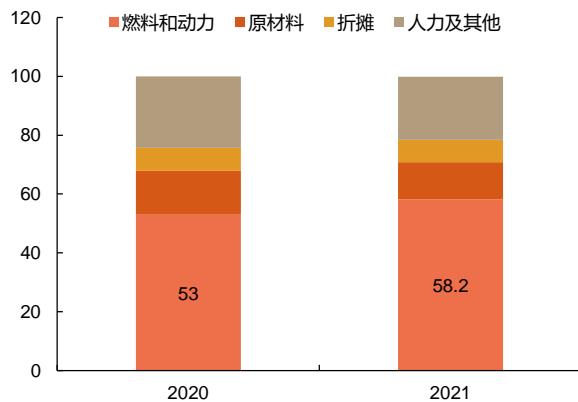
**图20：煤炭价格在上一轮周期基本平稳（点）**


资料来源：Wind，申港证券研究所

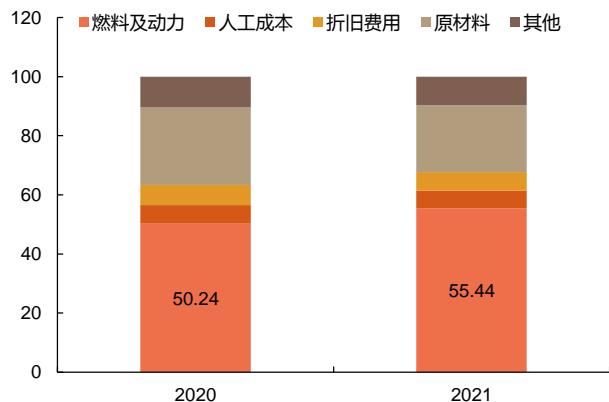
**图21：水泥需求端并无明显变化（万吨）**


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22：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23：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關服務。

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