

2024年07月22日

建立“久期”思维，关注 DCF 价值重估

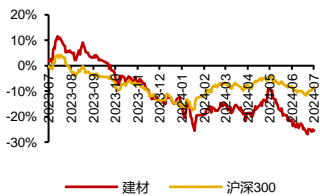
中性（维持）

——建筑材料行业周报（24/7/15-24/7/21）

证券分析师

戴铭余
S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

板块表现：



相关研究

投资要点：

- **数据跟踪：**（1）水泥：全国 42.5 水泥平均价为 390.0 元/吨，环比下降 3.0 元/吨，同比上升 19.5 元/吨。（2）浮法玻璃：全国 5mm 浮法玻璃均价为 1608.1 元/吨，环比下降 31.7 元/吨，同比下降 413.0 元/吨。（3）光伏玻璃：2.0mm 镀膜均价为 14.8 元/平，环比下降 0.5 元/平，同比下降 2.8 元/平。3.2mm 镀膜均价为 23.8 元/平，环比下降 0.6 元/平，同比下降 1.8 元/平。（4）玻纤：无碱玻璃纤维纱均价为 4630.0 元/吨，环比不变，同比下降 31.0 元/吨。电子纱均价为 9200.0 元/吨，环比不变，同比上升 1400.0 元/吨。（5）碳纤维：大丝束碳纤维均价为 77.5 元/千克，环比不变，同比下降 20.0 元/千克。小丝束碳纤维均价为 105.0 元/千克，环比不变，同比下降 35.0 元/千克。
- **热点点评：房地产底线思维不变，强调发展新模式，未来“久期”思维将成为主要关注点。**新华社授权发布《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》。其中提到：1) 加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式；2) 加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求；3) 支持城乡居民多样化改善性住房需求；4) 充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准；5) 改革房地产开发融资方式和商品房预售制度；6) 完善房地产税收制度。我们认为，首先大会强调要统筹好发展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措，房地产底线思维不变，但同时强调发展新模式，对保障房和改善性住房做出重要指示，意味着过去纯投资驱动的模式将很难再现，无论是防风险还是再发展“久期”思维将成为主要关注点。
- **投资分析意见：地产链投资需建立“久期”思维，优先关注实现 DCF 估值重塑赛道龙头。**我们认为，此轮地产底部特征已经愈加清晰，在房地产行业基本面经历了深度调整之后，目前居民资产负债表端的压力已经开始体现，4 月底新表态以来，430、517、607 等政策密集推出，政策思路由供给侧转为需求侧，去库存、稳房价决心明确。但同时，过去的纯投资刺激类反转或不值得期待，未来更具“久期”发展意义的“刚需性保障房+多样化改善性住房”有望成为产业链基本面交易底的主要支持方向。在投资机会上，我们同样认为，在过去投资驱动下以 2B 为主交易赛道景气增速的 PE 定价模式将逐步被淘汰，优先实现以 C 端和二手房下游为主，并能够用 DCF 完成估值重塑的企业，是当下更值得关注的方向：**1) 类红利周期龙头**，周期龙头 DCF 安全中枢清晰，建议关注**海螺水泥、华新水泥、中国巨石**；**2) 优先实现 DCF 重塑的消费建材龙头**，本轮消费建材下跌趋势背后是老牌房地产供应链关系出清所带来的企业定价模式改变，即从 PE 定价向 DCF 定价转变，无法从基本面角度实现 DCF 估值重塑的企业在当下将难以受到投资者的青睐，建议关注优先实现估值重塑的消费建材龙头**北新建材、伟星新材**。此外，我们认为，确定性的景气赛道依然是能够带来超额收益的方向，当下 A 股景气赛道具备稀缺性，而专业工程公司若核心赛道增长夯实，目前正逐步对冲和摆脱传统房地产、基建类业务的拖累，三张表拐点或将近，建议关注**中国核建、中粮科工、上海港湾**。
- **风险提示：**经济恢复不及预期，基建投资不及预期，房地产投资低于预期



目录

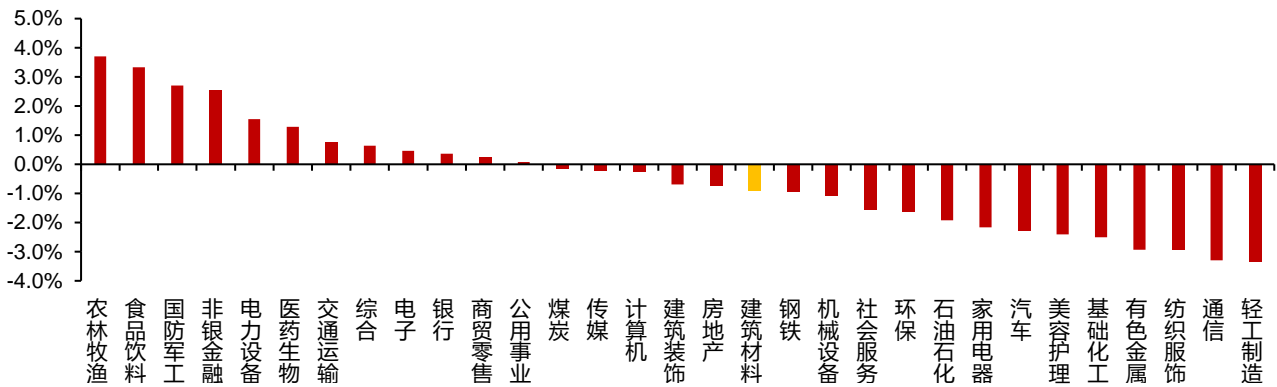
1. 板块跟踪.....	3
1.1 板块跟踪.....	3
1.2 行业动态.....	4
2. 数据跟踪.....	5
2.1 水泥：价格跌多涨少，下周有回升预期.....	5
2.2 浮法玻璃：需求疲软难振，价格重心进一步下移.....	7
2.3 光伏玻璃：交投淡稳，观望情绪较浓.....	8
2.4 玻璃纤维：市场成交氛围尚可，市场盘整为主.....	9
2.5 碳纤维：市场价格维持稳定，下游需求平淡.....	10
3. 风险提示.....	11

1. 板块跟踪

1.1 板块跟踪

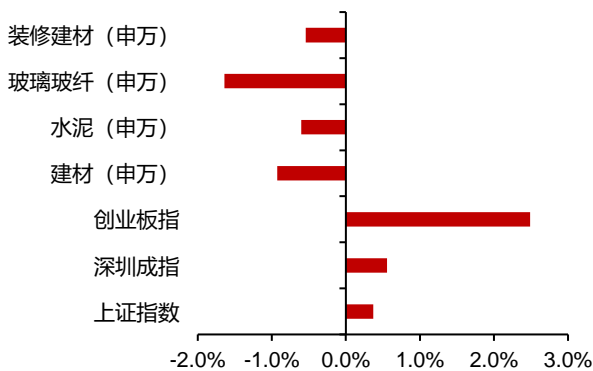
本周上证指数上升 0.4%、深圳成指上升 0.6%、创业板指上升 2.5%，同期建筑材料指数（申万）下跌 0.9%。建材行业细分领域中，水泥、玻璃玻纤、装修建材指数（申万）分别下跌 0.6%、下跌 1.6%、下跌 0.5%。个股方面，涨幅前五的分别为：科创新材(+19.0%)、深天地 A(+10.5%)、中旗新材(+5.8%)、三棵树(+5.2%)、亚士创能(+5.0%)，跌幅前五的分别为：聚力文化(-12.6%)、三和管桩(-9.0%)、宏和科技(-7.9%)、凯伦股份(-7.4%)、正威新材(-6.6%)。

图 1：申万一级分类涨跌幅



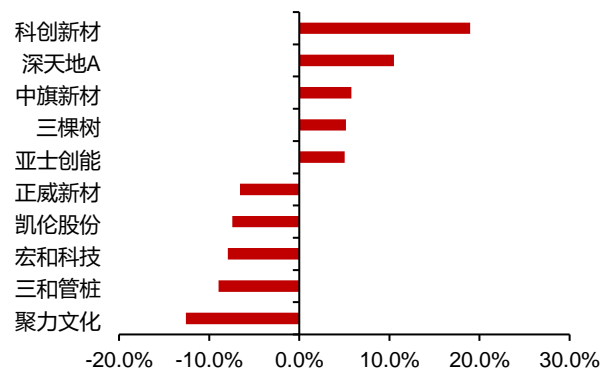
资料来源：Wind，华源证券研究

图 2：板块指数涨跌幅



资料来源：wind，华源证券研究

图 3：建材板块涨跌幅前五



资料来源：wind，华源证券研究

1.2 行业动态

- **中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议公报：**指出要统筹好发展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措，严格落实安全生产责任，完善自然灾害特别是洪涝灾害监测、防控措施，织密社会安全风险防控网，切实维护社会稳定。要加强舆论引导，有效防范化解意识形态风险。要有效应对外部风险挑战，引领全球治理，主动塑造有利外部环境。
- **中共中央：加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。**新华社授权发布《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》。其中提到，加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。
- **据克而瑞数据，土地周报，7.8-7.14，供求规模延续收窄，上海土拍如期迎来高溢价。**土地市场供求规模延续下行，土拍热度点状回升。重点监测城市供应建面 319 万平方米，环比下降 16%；成交建面 246 万平方米，同环比均下降五成左右，不过由于高能级城市土地成交占比增加，成交总金额 204 亿元，环比仍基本持平。市场热度方面，在上海、长沙、绍兴等地高溢价地块成交的拉动下，溢价率有所回升，不过大多数地块仍是底价成交。从属性来看，含宅地块成交面积有所下降，本周占比约为六成。
- **据克而瑞数据，新房周报，7.8-7.14，武汉等 14 城政策调整，一二线成交回升、三四线续跌。**具体来说，一线指数环比下增长 12.21 点至 94.92，上海成交发力，环比近乎翻番，北京成交持稳，深圳、广州稳中有降。二线成交指数环比增长 4.25 点至 47.46，成都、武汉、杭州等成交有所回调，福州、重庆等低位回升。三四线成交指数环比下降 19.36 至 62.26，佛山成交高位回落。
- **据克而瑞数据，二手房周报，7.8-7.14，15 个重点监测城市二手房成交面积 186.0 万平方米，环比增长 4%，同比增长 34%，成交套数总计 19142 套，环比增长 4%，同比增长 39%。**环比来看，南京、杭州、佛山等半数城市成交持稳，涨跌幅在 5% 以内，深圳有所回调，环比下跌 9% 但仍处高位，北京、东莞成交发力，环比增长 2 成左右。同比来看，7 成以上城市成交持增，北京、深圳、杭州等增幅都超过 50%。

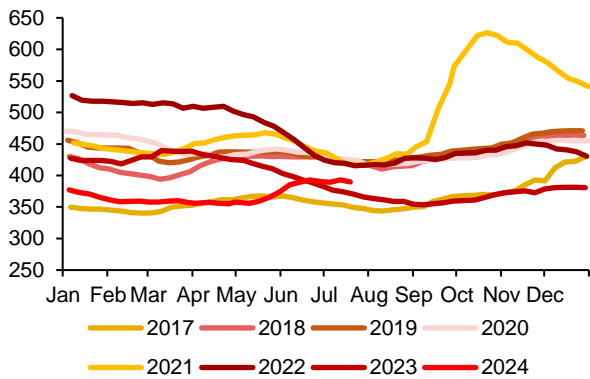
2. 数据跟踪

2.1 水泥：价格跌多涨少，下周有回升预期

上周全国水泥市场表现：

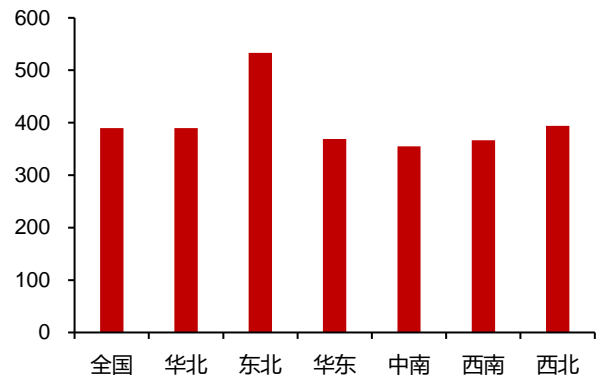
- 1) 全国 42.5 水泥平均价为 390.0 元/吨, 环比下降 3.0 元/吨, 同比上升 19.5 元/吨。环比下降地区是中南、西南、西北；
- 2) 全国水泥库容比为 67.6%, 环比下降 0.3pct, 同比下降 7.4pct。环比上升地区是华北、东北、西南、西北, 环比下降地区是华东、中南；
- 3) 水泥出货率为 46.4%, 环比下降 0.1pct, 同比下降 6.5pct。环比上升地区是东北、华东, 环比下降地区是中南、西南、西北；

图 4：全国水泥价格（元/吨）



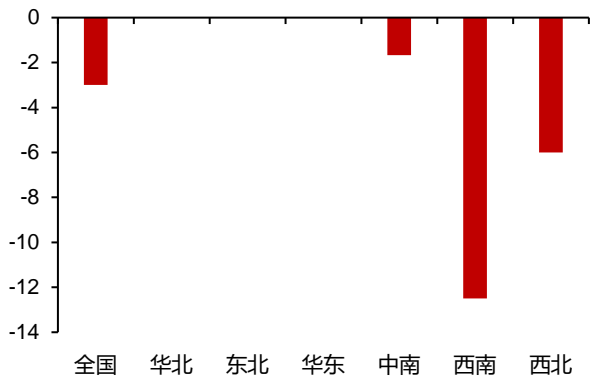
资料来源：数字水泥网，华源证券研究

图 5：分大区水泥价格（元/吨）



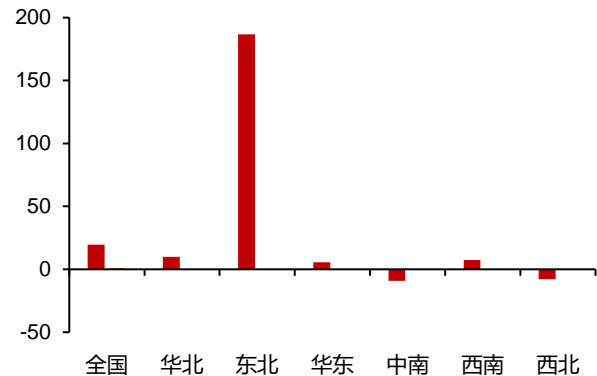
资料来源：数字水泥网，华源证券研究

图 6：水泥价格环比（元/吨）



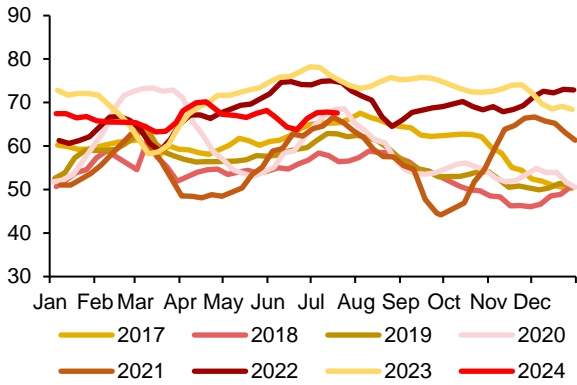
资料来源：数字水泥网，华源证券研究

图 7：水泥价格同比（元/吨）



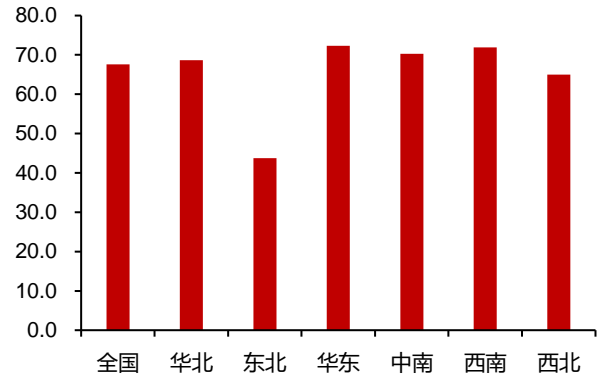
资料来源：数字水泥网，华源证券研究

图 8: 水泥库容比 (%)



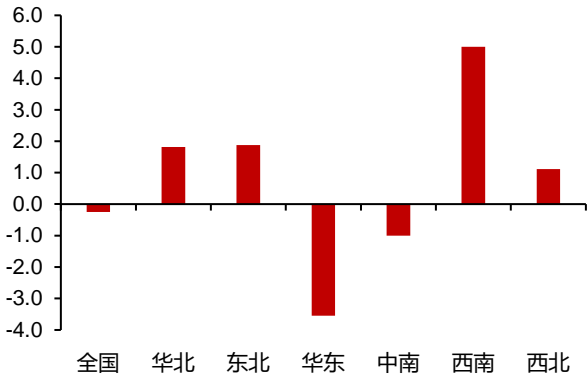
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究

图 9: 分大区水泥库容比 (pct)



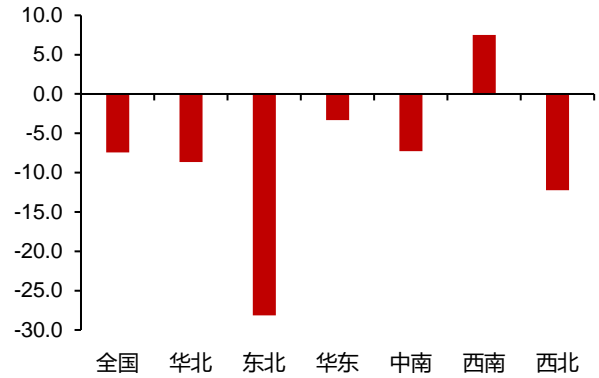
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究

图 10: 水泥库容比环比 (pct)



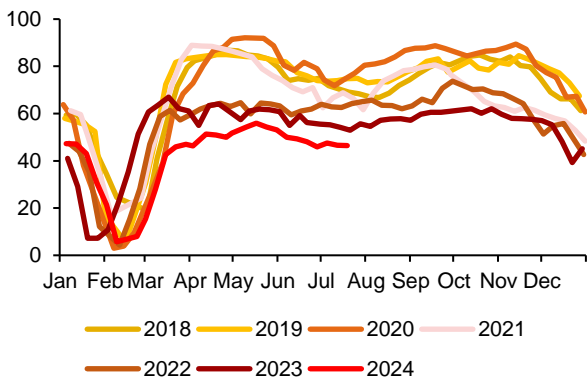
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究

图 11: 水泥库容比同比 (pct)



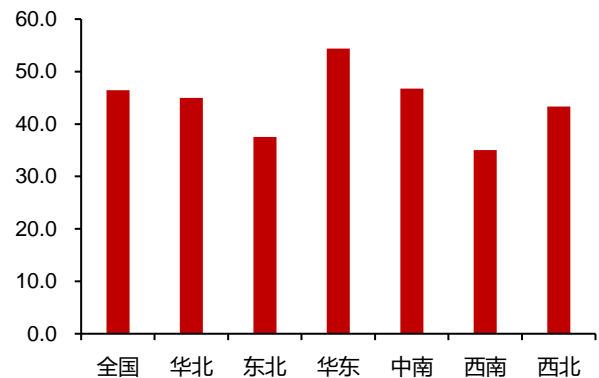
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究

图 12: 水泥出货率 (%)



资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究

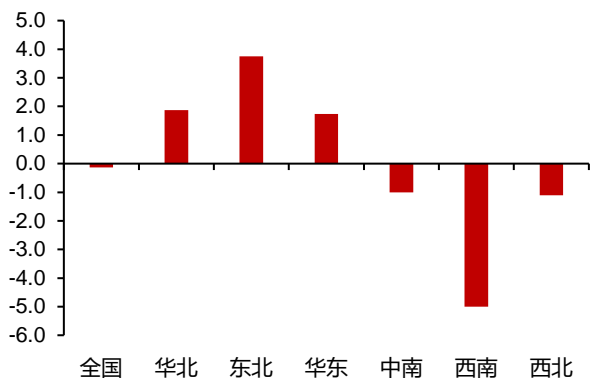
图 13: 分大区水泥出货率 (pct)



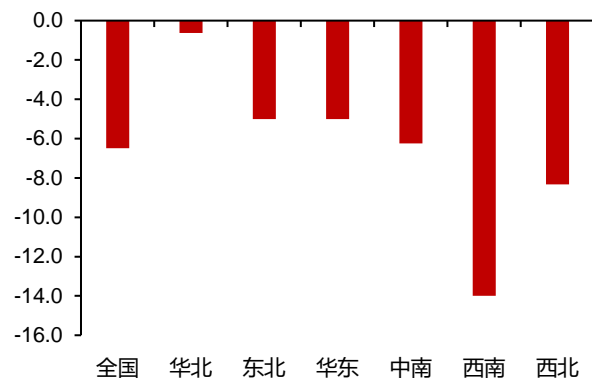
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究

图 14: 水泥出货率环比 (pct)

图 15: 水泥出货率同比 (pct)



资料来源：数字水泥网，华源证券研究



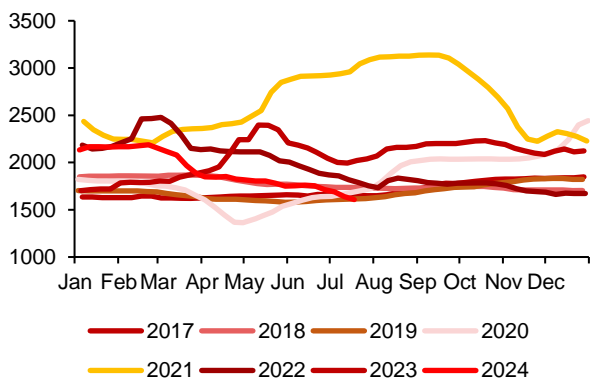
资料来源：数字水泥网，华源证券研究

2.2 浮法玻璃：需求疲软难振，价格重心进一步下移

上周浮法玻璃市场表现：

- 1) 全国 5mm 浮法玻璃均价为 1608.1 元/吨，环比下降 31.7 元/吨，同比下降 413.0 元/吨。环比下降地区是华北、华中、华东、华南、东北；
- 2) 全国重点 13 省生产企业库存总量为 5851 万重箱，环比上升 3.1%，同比上升 26.0%。环比上升地区是河北、山东、江苏、浙江、安徽、广东、福建、湖北、湖南、山西、陕西、辽宁，环比下降地区是四川；

图 16：全国 5mm 浮法玻璃价格（元/吨）



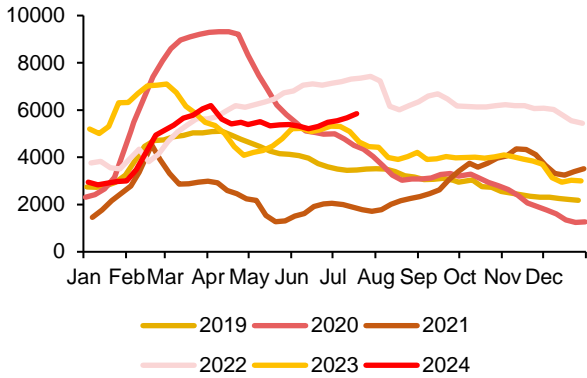
资料来源：卓创资讯，华源证券研究

图 17：浮法玻璃期货价格及基差（元/吨）



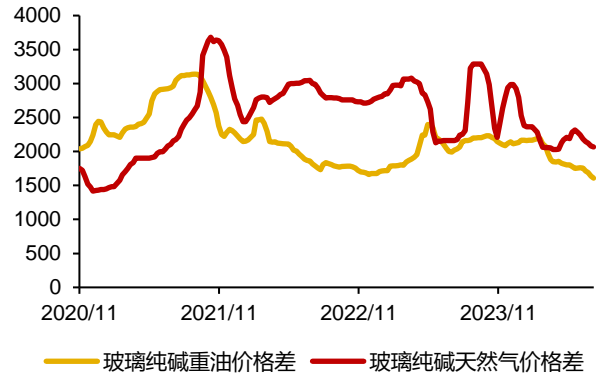
资料来源：卓创资讯，华源证券研究

图 18: 浮法玻璃全国 13 省库存 (万重箱)



资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

图 19: 浮法玻璃盈利 (元/吨)



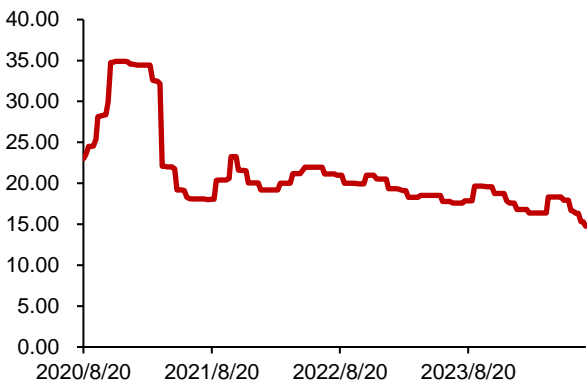
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

2.3 光伏玻璃: 交投淡稳, 观望情绪较浓

上周光伏玻璃市场表现:

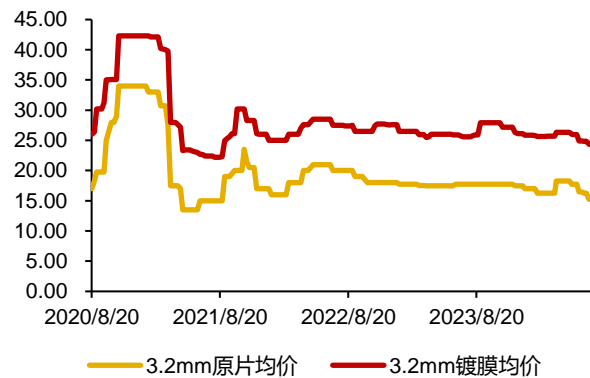
- 1) 2.0mm 镀膜均价为 14.8 元/平, 环比下降 0.5 元/平, 同比下降 2.8 元/平; 3.2mm 原片均价为 14.8 元/平, 环比下降 0.5 元/平, 同比下降 3.0 元/平; 3.2mm 镀膜均价为 23.8 元/平, 环比下降 0.6 元/平, 同比下降 1.8 元/平。
- 2) 全国光伏玻璃在产产线共计 543 条, 日容量合计 113010 吨/日, 环比下降 0.6%, 同比上升 24.6%。
- 3) 光伏玻璃库存天数为 31.77 天, 环比上升 2.2%, 同比上升 25.6%。

图 20: 2.0mm 镀膜光伏玻璃价格 (元/平方米)



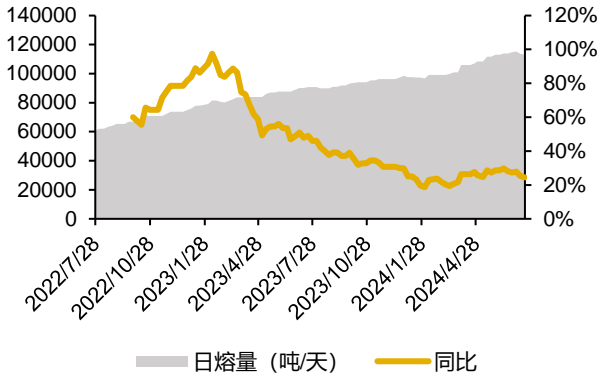
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

图 21: 3.2mm 光伏玻璃价格 (元/平方米)



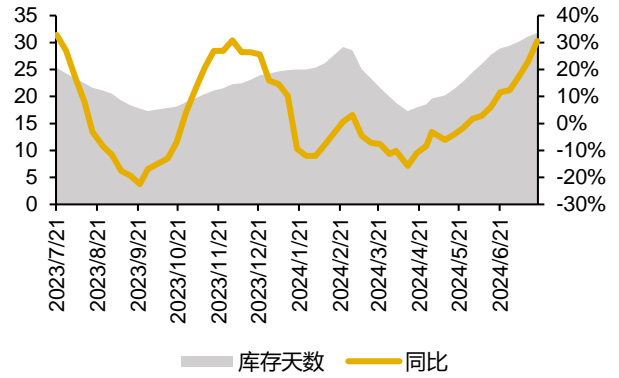
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

图 22: 光伏玻璃产能 (吨/天, %)



资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

图 23: 光伏玻璃库存天数 (天, %)



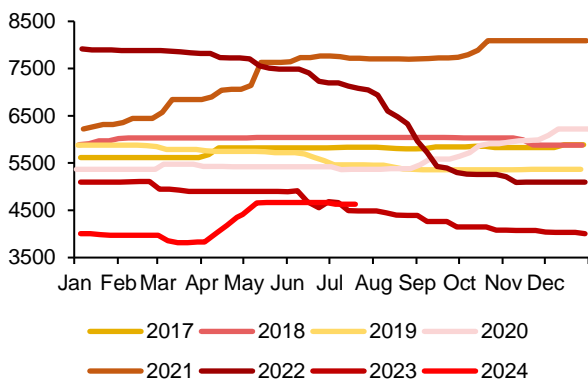
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

2.4 玻璃纤维: 市场成交氛围尚可, 市场盘整为主

上周玻璃纤维市场表现:

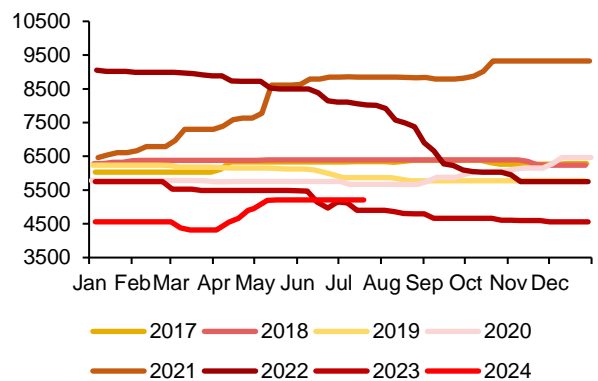
- 1) 无碱玻璃纤维纱均价为 4630.0 元/吨, 环比不变, 同比下降 31.0 元/吨; ;
- 2) 合股纱均价为 5208.3 元/吨, 环比不变, 同比上升 88.3 元/吨;
- 3) 缠绕直接纱均价为 3762.5 元/吨, 环比不变, 同比下降 210.0 元/吨;
- 4) 电子纱均价为 9200.0 元/吨, 环比不变, 同比上升 1400.0 元/吨。

图 24: 无碱玻璃纤维纱均价 (元/吨)



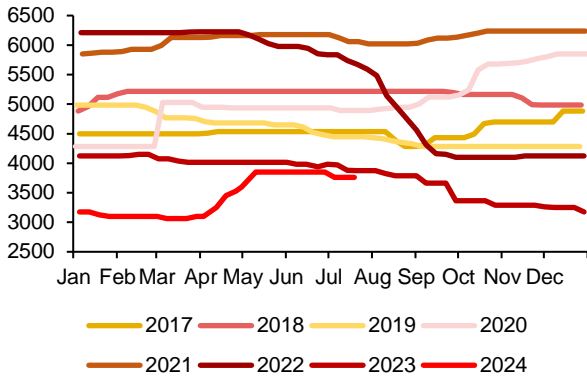
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

图 25: 合股纱均价 (元/吨)



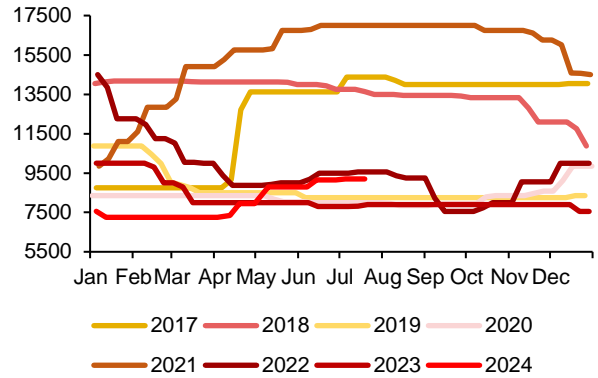
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

图 26: 缠绕直接纱均价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

图 27: 电子纱均价 (元/吨)



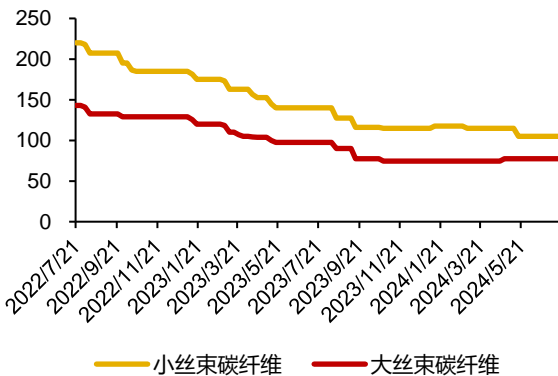
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究

2.5 碳纤维: 市场价格维持稳定, 下游需求平淡

上周碳纤维市场表现:

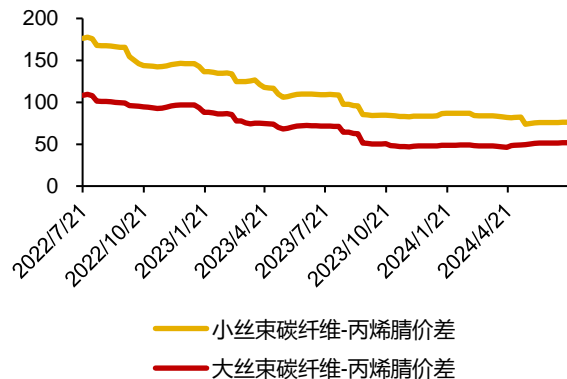
- 1) 大丝束碳纤维均价为 77.5 元/千克, 环比不变, 同比下降 20.0 元/千克, 小丝束碳纤维均价为 105.0 元/千克, 环比不变, 同比下降 35.0 元/千克;
- 2) 大丝束碳纤维-丙烯腈价差为 51.86 元/千克, 环比上升 0.19 元/千克, 同比下降 19.65 元/千克, 小丝束碳纤维-丙烯腈价差为 76.19 元/千克, 环比上升 0.19 元/千克, 同比下降 32.92 元/千克;
- 3) PAN 基 T300-24K 碳纤维盈利-3.58 元/千克, 环比上升 0.29 元/千克, 同比下降 6.37 元/千克, PAN 基 T300-12K 碳纤维盈利 6.42 元/千克, 环比上升 0.29 元/千克, 同比下降 1.37 元/千克;
- 4) 碳纤维企业平均开工率为 46.40%, 环比不变, 同比下降 7.90pct.

图 28: 碳纤维价格 (元/千克)



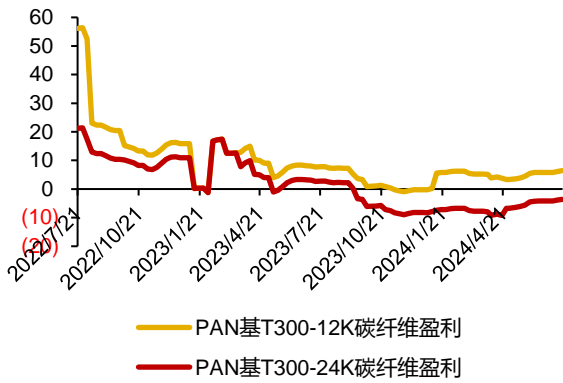
资料来源: 百川盈孚, 华源证券研究

图 29: 碳纤维-丙烯腈价差 (元/千克)



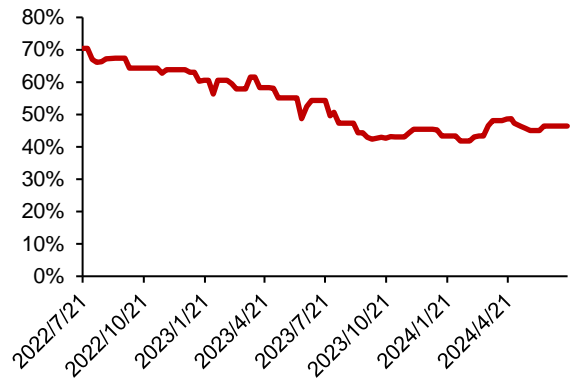
资料来源: 百川盈孚, 华源证券研究

图 30: PAN 基 T300 碳纤维盈利 (元/千克)



资料来源: 百川盈孚, 华源证券研究

图 31: 碳纤维企业周平均开工率 (%)



资料来源: 百川盈孚, 华源证券研究

3. 风险提示

经济恢复不及预期: 逆周期调节背景下, 经济有望企稳回升, 但仍存在不确定性。

基建投资不及预期: “稳增长” 拉动基建投资, 但具体投资落地仍有不确定性。

地产复苏低于预期: 地产政策边际宽松, 但整体复苏程度仍然较弱, 地产需求仍有不确定性。

表 1：重点公司估值表

代码	公司	股价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
		2024/07/19		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000401.SZ	冀东水泥	4.30	114	0.11	0.21	0.35	39	20	12	0.4
000786.SZ	北新建材	28.03	474	2.57	3.02	3.36	11	9	8	2.1
000877.SZ	天山股份	5.44	387	0.28	0.35	0.42	20	16	13	0.5
002372.SZ	伟星新材	15.05	240	0.94	1.02	1.12	16	15	13	5.4
002641.SZ	公元股份	3.85	47	0.34	0.37	0.41	11	10	9	0.9
002791.SZ	坚朗五金	23.40	75	1.49	1.92	2.25	16	12	10	1.5
002798.SZ	帝欧家居	3.07	12	0.37	0.79	-	8	4	-	0.6
003012.SZ	东鹏控股	5.74	67	0.70	0.80	0.89	8	7	6	0.9
600176.SH	中国巨石	10.56	423	0.66	0.85	1.03	16	12	10	1.5
600585.SH	海螺水泥	24.92	1321	1.74	1.95	2.15	14	13	12	0.7
600720.SH	中交设计	9.15	189	0.90	0.97	1.05	10	9	9	1.6
601636.SH	旗滨集团	6.15	165	0.75	0.87	1.00	8	7	6	1.3
603737.SH	三棵树	36.26	191	1.22	1.66	2.05	30	22	18	7.9
603378.SH	亚士创能	5.81	25	0.31	0.44	0.63	19	13	9	1.5
301058.SZ	中粮科工	9.05	46	0.51	0.61	0.71	18	15	13	2.4
605598.SH	上海港湾	21.33	52	0.92	1.23	1.61	23	17	13	3.0
600552.SH	凯盛科技	9.12	86	0.23	0.33	0.42	40	28	22	2.1

资料来源：Wind，华源证券研究（重点公司盈利预测均使用Wind一致预期）

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数