

建筑材料

证券研究报告
2024年11月17日

水泥 PB 仍存较大修复空间，关注华南水泥龙头

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
wangtao@tfzq.com

王雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120005
wangwena@tfzq.com

林晓龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

行情回顾

过去五个交易日(1111-1115)沪深300跌3.29%，建材(中信)跌5.50%，所有板块均取得负收益。个股中，立方数科(+23.7%)，ST三圣(+20.0%)，中旗新材(+11.1%)，福莱特(+2.8%)，国统股份(+1.9%)，涨幅居前。上周我们重点推荐组合的表现：上峰水泥(-4.1%)、海螺水泥(-5.3%)、塔牌集团(-3.5%)、华润建材科技(-10.8%)、西部水泥(+3.2%)、三棵树(-4.8%)、兔宝宝(-4.0%)、亚士创能(-0.3%)、中国巨石(-5.1%)。

水泥 PB 仍存较大修复空间，关注华南水泥龙头

据 Wind，1109-1115 一周，30 个大中城市商品房销售面积 239.31 万平米，同比+21.21%，已连续三周同比正增，环比+1.78%。10 月 70 个大中城市中，各线城市商品住宅价格环比降幅收窄或转涨、同比降幅趋稳，房地产市场预期进一步改善，上海、深圳，二手房价格已率先转向上涨。当前地产销售或已逐步见底，我们认为未来随着政策的逐渐释放，地产链需求有望企稳改善。近期财政部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，对契税和增值税进行减免，有利于降低新房及二手房交易成本，刺激需求释放，叠加前期限购、调整首付比例、房贷利率等政策效应发挥，有望加快地产基本面企稳，C 端建材品种有望率先受益。

水泥方面，当前 A 股主要水泥公司平均 PB 仅 0.73 倍，位于 2015 年以来 5.3% 分位数水平，而 Q3 单季度 ROE 处于 15 年以来 28% 分位数，港股水泥公司平均 PB 仅 0.38 倍，位于 2015 年以来 8.8% 分位数水平，Q3 单季度 ROE 处于 15 年以来 15% 分位数水平，从过去来看，水泥公司 ROE 和 PB 相关性较强，PB 是未来 ROE 变动的领先指标，随着四季度水泥价格触底回升，ROE 有望出现向上拐点，带动 PB 向上恢复。近期珠三角地区水泥价格开启上涨(10 月底 11 月初已上调 30 元/吨，上周再次宣布推涨 30 元/吨)，重点关注华南水泥龙头。上周埃塞俄比亚贸易和区域一体化部长召开会议，宣布此前执行的水泥限价政策于 24 年 11 月 8 日停止，允许水泥厂自主决策分销零售商，水泥价格推涨预期加强，推荐西部水泥。

本周重点推荐组合

华润建材科技、塔牌集团、西部水泥、上峰水泥、海螺水泥、三棵树、兔宝宝、亚士创能

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等。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑材料-行业专题研究:Q3 建材业绩继续下行，看好政策驱动顺周期板块复苏行情》2024-11-15
- 《建筑材料-行业研究周报:化债“组合拳”落地，华南资金到位率及水泥价格显著提升，关注化债省份企业较好弹性》2024-11-10
- 《建筑材料-行业研究周报:水泥产能置换新规有望加快供给格局优化，关注华东水泥企业利润改善弹性》2024-11-03

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元) 2024-11-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
01313.HK	华润建材科技	1.89	买入	0.09	0.12	0.18	0.22	21.00	15.75	10.50	8.59
002233.SZ	塔牌集团	7.63	买入	0.62	0.55	0.66	0.75	12.31	13.87	11.56	10.17
02233.HK	西部水泥	1.28	买入	0.08	0.2	0.36	0.51	16.00	6.40	3.56	2.51
000672.SZ	上峰水泥	8.19	买入	0.77	0.69	0.80	0.91	10.64	11.87	10.24	9.00
600585.SH	海螺水泥	25.67	买入	1.97	1.81	2.18	2.61	13.03	14.18	11.78	9.84
603737.SH	三棵树	45.05	买入	0.33	1.24	1.59	1.91	136.52	36.33	28.33	23.59
002043.SZ	兔宝宝	11.87	买入	0.83	0.79	0.92	1.04	14.30	15.03	12.90	11.41
603378.SH	亚士创能	7.30	买入	0.14	0.11	0.34	0.42	52.14	66.36	21.47	17.38

资料来源: Wind、天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

注: 西部水泥、华润建材科技收盘价、EPS 单位分别为港元、港元/股, 数据截至 2024/11/15

内容目录

核心观点.....	3
行情回顾.....	3
水泥 PB 仍存较大修复空间, 关注华南水泥龙头.....	3
建材重点子行业近期跟踪.....	4
传统建材龙头中长期价值显著, 新能源品种成长性有望持续兑现.....	5
风险提示.....	5

图表目录

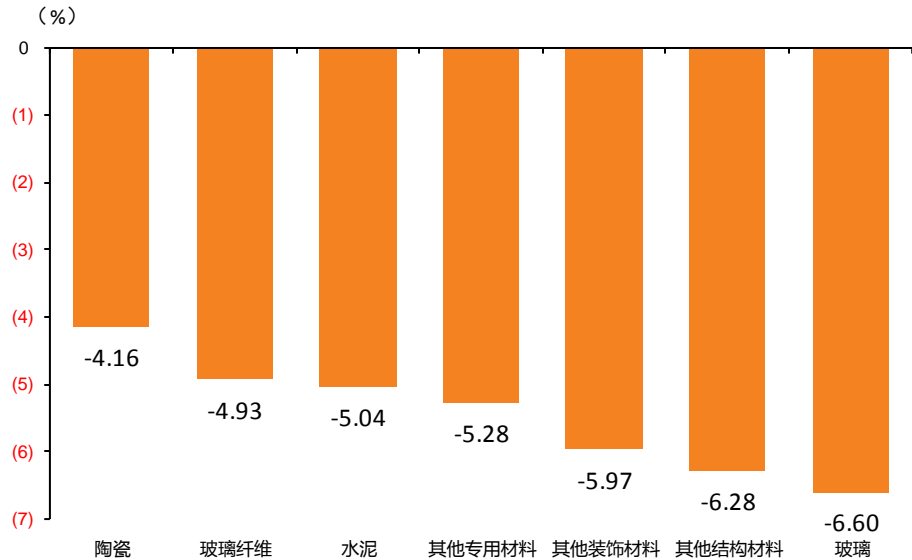
图 1: 中信建材三级子行业本周五个交易日 (1111-1115) 涨跌幅.....	3
表 1: 2023-2024 年对应时间 30 大中城市商品房销售面积对比 (万平方米).....	3

核心观点

行情回顾

过去五个交易日（1111-1115）沪深 300 跌 3.29%，建材（中信）跌 5.50%，所有板块均取得负收益。个股中，立方数科（+23.7%），ST 三圣（+20.0%），中旗新材（+11.1%），福莱特（+2.8%），国统股份（+1.9%），涨幅居前。上周我们重点推荐组合的表现：上峰水泥（-4.1%）、海螺水泥（-5.3%）、塔牌集团（-3.5%）、华润建材科技（-10.8%）、西部水泥（+3.2%）、三棵树（-4.8%）、兔宝宝（-4.0%）、亚士创能（-0.3%）、中国巨石（-5.1%）。

图 1：中信建材三级子行业本周五个交易日（1111-1115）涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

水泥 PB 仍存较大修复空间，关注华南水泥龙头

据 Wind，1109-1115 一周，30 个大中城市商品房销售面积 239.31 万平方米，同比+21.21%，已连续三周同比正增，环比+1.78%。10 月 70 个大中城市中，各线城市商品住宅价格环比降幅收窄或转涨、同比降幅趋稳，房地产市场预期进一步改善，上海、深圳，二手房价格已率先转向上涨。当前地产销售或已逐步见底，我们认为未来随着政策的逐渐释放，地产链需求有望企稳改善。近期财政部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，对契税和增值税进行减免，有利于降低新房及二手房交易成本，刺激需求释放，叠加前期限购、调整首付比例、房贷利率等政策效应发挥，有望加快地产基本面企稳，C 端建材品种有望率先受益。

表 1：2023-2024 年对应时间 30 大中城市商品房销售面积对比（万平方米）

	2024	2023	同比
0504-0510	144.89	330.46	-56.15%
0511-0517	209.54	296.05	-29.22%
0518-0524	200.03	309.05	-35.28%
0525-0531	230.89	369.87	-37.58%
0601-0607	175.81	236.66	-25.71%
0608-0614	162.59	267.28	-39.17%
0615-0621	217.95	297.72	-26.79%

0622-0628	314.83	308.79	1.96%
0629-0705	289.85	292.60	-0.94%
0706-0712	170.78	196.59	-13.13%
0713-0719	161.37	185.23	-12.88%
0720-0726	160.86	246.01	-34.61%
0727-0802	200.85	247.50	-18.85%
0803-0809	145.40	175.54	-17.17%
0810-0816	139.10	177.26	-21.53%
0817-0823	177.15	204.95	-13.57%
0824-0830	162.86	271.42	-40.00%
0831-0906	143.74	228.80	-37.18%
0907-0913	126.04	184.86	-31.82%
0914-0920	106.63	243.93	-54.80%
0921-0927	187.93	329.56	-42.97%
0928-1004	165.17	151.51	9.01%
1005-1011	141.31	190.66	-25.88%
1012-1018	273.78	249.74	9.62%
1019-1025	252.05	293.76	-14.20%
1026-1101	336.33	323.95	3.82%
1102-1108	235.12	188.73	24.58%
1109-1115	239.31	197.44	21.21%

资料来源: Wind、天风证券研究所

水泥方面,当前 A 股主要水泥公司平均 PB 仅 0.73 倍,位于 2015 年以来 5.3%分位数水平,而 Q3 单季度 ROE 处于 15 年以来 28%分位数,港股水泥公司平均 PB 仅 0.38 倍,位于 2015 年以来 8.8%分位数水平, Q3 单季度 ROE 处于 15 年以来 15%分位数水平,从过去来看,水泥公司 ROE 和 PB 相关性较强, PB 是未来 ROE 变动的领先指标,随着四季度水泥价格触底回升, ROE 有望出现向上拐点,带动 PB 向上恢复。近期珠三角地区水泥价格开启上涨(10 月底 11 月初已上调 30 元/吨,上周再次宣布推涨 30 元/吨),重点关注华南水泥龙头。上周埃塞俄比亚贸易和区域一体化部长召开会议,宣布此前执行的水泥限价政策于 24 年 11 月 8 日停止,允许水泥厂自主决策分销零售商,水泥价格推涨预期加强,推荐西部水泥。

建材重点子行业近期跟踪

水泥: 本周全国水泥市场价格环比继续上涨 0.4%。价格上涨地区主要是福建和陕西,幅度 20-30 元/吨;暂无回落区域。十一月中旬,随着气温下降,北方地区需求继续减弱,全国水泥出货率环比下滑约 1.5 个百分点。价格方面:经过前期持续上调后,部分地区企业盈利情况有所好转,价格进入维稳阶段;也有部分地区如湖南、湖北、广东和贵州等地再次开启新一轮价格推涨,幅度 30-50 元/吨,后期价格多将保持震荡上行走势。(数据来源:数字水泥网)

玻璃: 1) 光伏玻璃: 本周 2.0mm 镀膜面板主流订单价格 12 元/平方米左右,环比下持平, 3.2mm 镀膜主流订单价格 20 元/平方米左右,环比持平。近期下游组件厂家部分刚需采购,成交较前期稍有好转。而开工率仍偏低,需求持续性仍需观察。本周样本库存天数约 38.19 天,环比下降 1.18%,日熔量合计 98240 吨/日,环比下降 0.62%,预计市场整体交投尚可,价格大稳小动。2) 浮法玻璃: 本周国内浮法玻璃均价 1389.33 元/吨,较上周均价上涨 64.46 元/吨,涨幅 4.64%,环比涨幅略扩大。本周国内浮法玻璃市场需求存差异,中下游持续采

购原片的积极性逐渐有所回落。库存总量 4140 万重量箱，较上周四库存下降 210 万重量箱，降幅 4.83%，库存天数约 22.14 天，较上周四减少 0.79 天。日熔量共计 159665 吨，较上周增加 1000 吨。周内产线冷修 1 条，新点火 1 条，复产 1 条，改产 2 条线，均由超白改产白玻。后期市场看，需求端暂处于赶工期，刚需仍存支撑，但短期投机货源释放、下游部分存货消化，以及少数产线出玻璃及改产白玻，部分区域供应紧张得到缓解。整体供需结构尚可，市场预期不温不火运行，主流价格预期偏稳。预计下周均价 1465 元/吨左右。（数据来源：卓创资讯）

玻纤：1) 无碱粗纱：本周国内无碱粗纱市场价格继续下调，多数中小厂成交活跃度增加。截至 11 月 7 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流成交价在 3300-3600 元/吨不等，全国均价 3607.50 元/吨，主流含税送到，较上周均价下跌 0.39%，同比上涨 9.19%，较上一周同比增幅扩大 0.30 个百分点。本周国内池窑厂在产产能稳定。个别点火及复产产线尚处烤窑阶段。截至 11 月 15 日，国内池窑厂在产产线条数共计 106 条，在产产能 765.8 万吨/年，较上周产能基本持平，同比涨幅达 10.66%。近期无碱粗纱市场需求整体表现一般，局部个别厂择低价货源适当备货，下游传统玻璃钢市场开工无明显好转，多老订单提货。现阶段供应量增加预期较强下，中下游仍存观望情绪。主流产品价格整体或趋稳运行，个别厂存一定提涨预期。2) 电子纱：7628 电子布各厂报价亦趋稳，当前报价维持 3.8-4.0 元/米不等，成交量可谈。电子纱市场需求仍显一般，短期下游 CCL 订单情况不一，但供应或逐步增加，需求支撑有限，需跟进后续订单增加情况。电子纱价格短期供需趋于弱势，但成本支撑力度尚存，后期价格主流将延续稳定走势。（数据来源：卓创资讯）

传统建材龙头中长期价值显著，新能源品种成长性有望持续兑现

重点推荐：华润建材科技、塔牌集团、西部水泥、上峰水泥、海螺水泥、三棵树、兔宝宝、亚士创能

我们认为当前时点传统建材行业景气已处于接近周期底部区间，**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) 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**西部水泥、塔牌集团、西藏天路、华新水泥**；2) 消费建材 22 年受地产景气度、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，23 年起基本面或已逐渐企稳。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。近期地产优化政策密集发布，我们认为地产商资金压力缓解有利于建材企业资产负债表改善，当前应收账款较高的企业改善空间更大，推荐**坚朗五金、三棵树、蒙娜丽莎、亚士创能、东方雨虹**等；3) 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）、时代新材（与电新联合覆盖）**；4) 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、信义玻璃、福莱特（与电新联合覆盖）**等。5) 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**；6) 玻纤当前价格处于相对低位，后续风电等需求启动有望带动行业去库涨价，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、玻璃价格上涨趋势造成影响：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：新材料品种的估值中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，则可能无法支撑其估值。

地产产业链坏账减值损失超预期：尽管 2022 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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	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：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com