

玻璃需求继续上升需开工周期助推

——建筑材料行业研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈: 玻璃消费量继续上升需要开工周期助推

本文重点讨论开工周期对玻璃需求周期的重要意义, 玻璃需求波动更大程度跟随开工周期而非竣工端。传统的产业视角在于玻璃的需求周期与竣工周期相关, 毕竟玻璃安装的阶段已处在地产接近竣工的节点。然而从宏观数据来看, 拟合效果并不明显, 竣工甚至在多个周期的关键位置提示错误方向, 例如 2018 年平板玻璃产量的上行与竣工周期低迷严重背离, 此外还有 09、12 等年份中趋势相反。

为准确衡量我国建筑业玻璃内需与地产、建筑业周期的关系, 我们将建筑业玻璃内需从平板玻璃产量中拆分, 剔除其他类型玻璃、库存、出口等因素的影响, 得到较为准确的玻璃建筑业内需周期。

出人意料的是, 经拆分后的建筑业玻璃需求周期与建筑业及地产的开工周期高度重合, 在关键拐点位置展现的趋势几乎完全一致, 而与竣工周期趋势在多个关键位置背离。例如 05、09、12、16、20 等年份中开工周期的变化准确反映玻璃需求周期性变化, 而竣工周期与玻璃需求在 05、12、18 等年份出现趋势背离。

我们思考以上分析得到反行业直觉结论的原因或许如下:

- ◆ **行业视角:** 玻璃安装领先竣工数个月, 原片、深加工、组框等环节上的生产及库存周期领先实际需求数个月, 多个环节叠加导致玻璃生产更接近开工而相对远离竣工。
- ◆ **地产视角:** 开工周期实际隐含地产销售周期, 是行业景气度的直观反映, 在景气阶段地产企业资金链较为充裕, 推动竣工交楼往往更为积极。
- ◆ **数据有效性:** 宏观竣工数据的有效性较低。

回到当下, 本轮周期中的特异性因素是保交楼带来的额外资金, 或许带来地产开工及销售景气以外的增量竣工动能, 近期玻璃加速去库或许是这一因素的反馈。展望未来, 我们仍维持弱复苏判断, 即需求端的景气度或许无法带来一轮强劲且持续的玻璃涨价行情, 此时应更聚焦开工周期的缓慢回升而非竣工周期的强劲延续, 超预期因素集中在开工侧。

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 30 日, 全国最新玻璃均价为 1815.12 元/吨, 较上周五均价环比上涨 1.38%。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 5476 万重量箱, 较上周减少 389 万重量箱, 降幅 6.63%, 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, 目前良好经营情况延续。至 3 月 30 日, 全国水泥均价 388 元/吨, 环比上周下降 0.17%。全国熟料库容比均值为 56.68%, 与上周相比上升 2.81 个百分点。全国水泥磨机开工负荷均值 55.17%, 较上周下降 1.62 个百分点, 生产受雨水影响有所波动。本期水泥-煤炭价格差均值为 267.26 元/吨, 较上周四上涨 1.44%。与去年同期相比, 水泥燃料价格差均值下跌 0.19%。
- ◆ **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 31 日收盘, 建材板块本周下跌 1.92%, 沪深 300 指数上涨 0.59%, 从板块排名来看, 建材板块上周在申万 31 个板块中位列第 27 位。年初至今涨幅为 1.92%, 在申万 31 个板块中位列第 21 位。

- ◆ 个股涨幅前五名: 海南瑞泽、金刚光伏、中旗新材、科顺股份、万里石。
- ◆ 个股跌幅前五名: 宁夏建材、友邦吊顶、亚士创能、东宏股份、四川金顶。

敬请参阅最后一页免责声明

评级

增持 (维持)

2022 年 04 月 02 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

刘宇栋

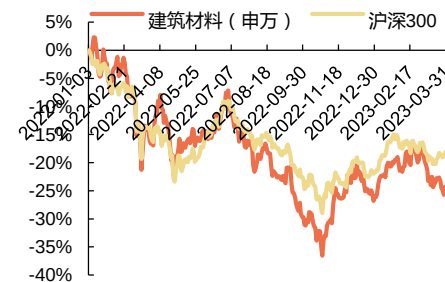
研究助理

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	16.94
市场平均市盈率	17.92

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: 《水泥跟踪指标显示复苏进程良好》2023-03-26
- 2、建材行业研究周报: 《弱复苏弱复苏迎来降准及原料下行等积极变化》2023-03-19
- 3、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
- 4、建材行业研究周报: 《从预期走向现实》2023-03-05

证券研究报告

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	31.17	27.01	20.60	买入
鸿路钢构	2.07	1.85	2.46	15.98	17.90	13.46	买入
三棵树	-1.11	0.94	2.95	/	123.84	39.46	买入
东方雨虹	1.74	1.24	1.85	19.24	27.00	18.10	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：玻璃消费量继续上升需要开工周期助推	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	6
3.1 竣工超预期增长 弱复苏进程已经开启	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：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	14
6. 风险提示	14

图表目录

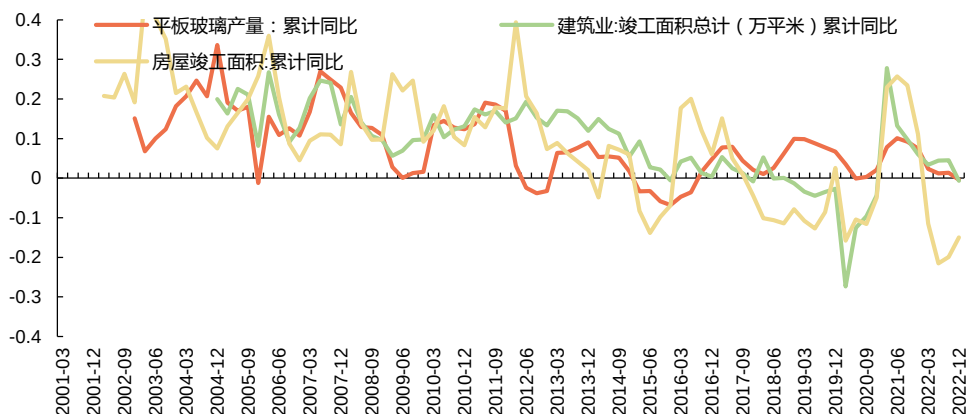
图 1：平板玻璃产量与竣工周期	4
图 2：建筑业玻璃需求	4
图 3：建筑业玻璃内需与开工周期（累计同比口径）	5
图 4：建筑业玻璃内需与开工周期（当季同比口径）	5
图 5：建筑业玻璃内需与竣工周期（累计同比口径）	5
图 6：建筑业玻璃内需与竣工周期（当季同比口径）	5
图 7：建材申万子行业表现	6
图 8：销售面积增速引领地产周期（12 月移动平均同比）	6
图 9：30 大中城市商品房成交面积（7 日移动平均，万平米）	7
图 10：固定资产投资（基础设施）同比增速（%）	8
图 11：全国玻璃销售价格（元/吨）	9
图 12：重点八省玻璃库存（万重量箱）	9
图 13：纯碱价格（元/吨）	9
图 14：液化天然气价格（元/吨）	9
图 15：丙烯酸及丙烯酸丁酯价格变动（元/吨）	10
图 16：钛白粉（金红石型）价格（元/吨）	10
图 17：市场价：SBS 改性沥青：华东地区（元/吨）	10
图 18：市场价：SBS 改性沥青：华北地区（元/吨）	10
图 19：PP 市场价（元/吨）	11
图 20：PVC 市场价（元/吨）	11
图 21：水泥量利指数	12
图 22：水泥量利指数与主要标的股价（前复权）	12
图 23：水泥量利指数与主要标的相对沪深 300PB 估值	12
图 24：水泥量利指数与主要标的股价（前复权）	12
图 25：水泥量利指数与主要标的相对沪深 300PB 估值	12
图 26：磨机开工率	13
图 27：水泥价格（元/吨）	13
图 28：水泥煤炭价格差（元/吨）	13

表 1：地区间玻璃均价（元/吨）	8
------------------------	---

1. 每周一谈：玻璃消费量继续上升需要开工周期助推

本文重点讨论开工周期对玻璃需求周期的重要意义，玻璃需求波动更大程度跟随开工周期而非竣工端。传统的产业视角在于玻璃的需求周期与竣工周期相关，毕竟玻璃安装的阶段已处在地产接近竣工的节点。然而从宏观数据来看，拟合效果并不明显，竣工甚至在多个周期的关键位置提示错误方向，例如 2018 年平板玻璃产量的上行与竣工周期低迷严重背离，此外还有 09、12 等年份中趋势相反。

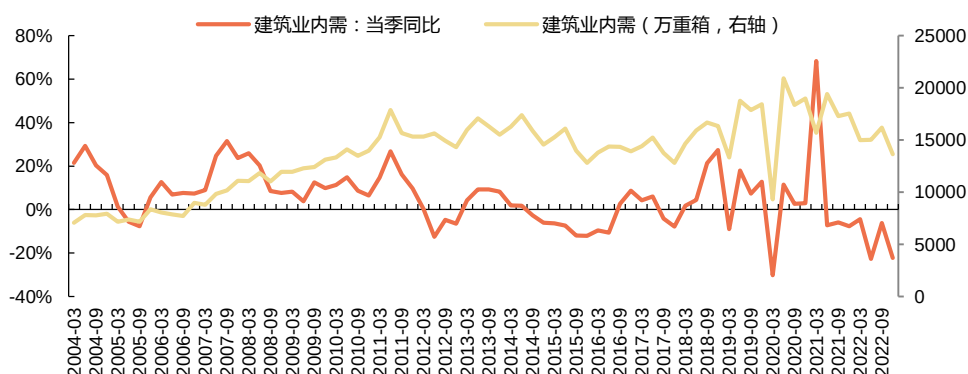
图1：平板玻璃产量与竣工周期



资料来源：Wind，申港证券研究所

以上分析直接运用产量进行分析并不准确，国家统计局平板玻璃产量统计范围即包括建筑业用玻璃、也包含汽车玻璃、光伏玻璃等其他类型，同时库存周期波动使得生产端对需求的指示意义不足，此外还有出口扰动。为准确衡量我国建筑业玻璃内需与地产、建筑业周期的关系，我们将建筑业玻璃内需从平板玻璃产量中拆分，剔除其他类型玻璃、库存、出口等因素的影响，得到较为准确的玻璃内需周期。

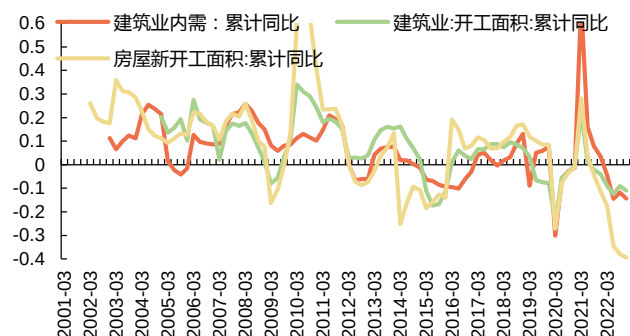
图2：建筑业玻璃需求



资料来源：Wind，申港证券研究所

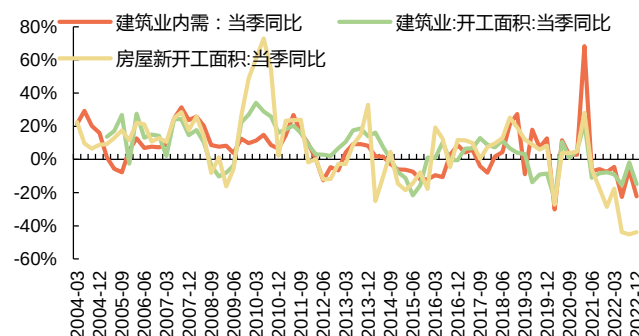
出人意料的是，经拆分后的建筑业玻璃需求周期与建筑业及地产的开工周期高度重合，在关键拐点位置展现的趋势几乎完全一致，而与竣工周期趋势在多个关键位置背离。例如 05、09、12、16、20 等年份中开工周期的变化准确反映玻璃需求周期性变化，而竣工周期与玻璃需求在 05、12、18 等年份出现趋势背离。

图3：建筑业玻璃内需与开工周期（累计同比口径）



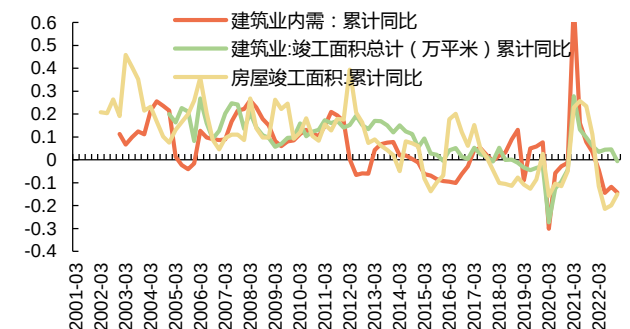
资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：建筑业玻璃内需与开工周期（当季同比口径）



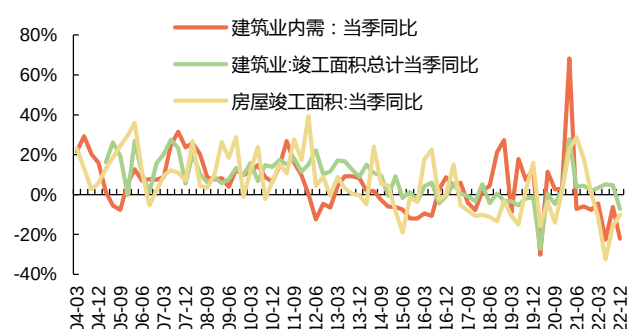
资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：建筑业玻璃内需与竣工周期（累计同比口径）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：建筑业玻璃内需与竣工周期（当季同比口径）



资料来源：Wind，申港证券研究所

我们思考以上分析得到反行业直觉结论的原因或许如下：

- ◆ **行业视角：**玻璃安装领先竣工数个月，原片、深加工、组框等环节上的生产及库存周期领先实际需求数个月，多个环节叠加下导致玻璃生产更接近开工而相对远离竣工。
- ◆ **地产视角：**开工周期实际隐含地产销售周期，是行业景气度的直观反映，在景气阶段地产企业资金链较为充裕，推动竣工交楼往往更为积极。
- ◆ **数据有效性：**宏观竣工数据的有效性较低。一方面结构上竣工数据集中在年尾，导致年中数据数值较低，也许偏离实际值，存在对周期波动反映不准确的可能；另一方面竣工数据长期大幅低于开工数据，或许存在样本覆盖不全面的可能。开工周期可能反映实际的竣工周期。

回到当下，本轮周期中的特异性因素是保交楼带来的额外资金，或许带来地产开工及销售景气以外的增量竣工动能，近期玻璃加速去库或许是这一因素的反馈。当然我们并不认为当下地产腰斩式的开工周期能准确反映玻璃需求，建筑业整体的开工情况才是有效的反映指标。建筑业开工指标更完整反映地产周期下行拖累及逆周期投资加力的综合影响，事实上 2022 年建筑业开工对玻璃需求也做出了较为准确的指引。

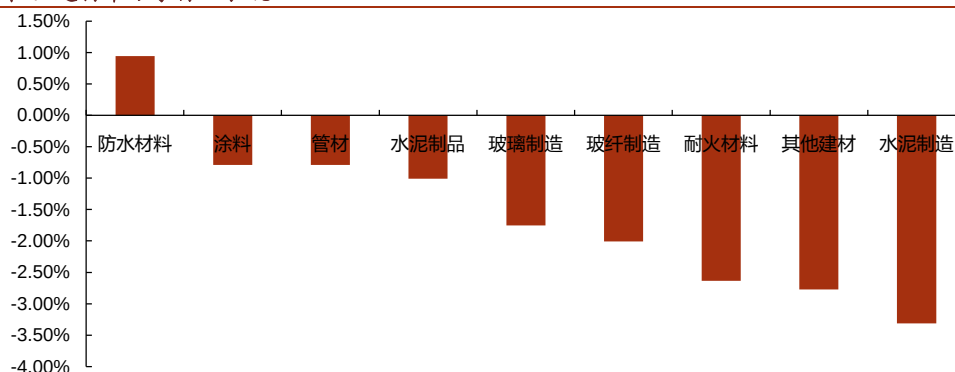
展望未来，我们仍维持弱复苏判断，即需求端的景气度在基准情景下较难带来一轮强劲且持续的玻璃涨价行情，此时应更聚焦开工周期的缓慢回升而非竣工周期的强劲延续，超预期因素集中在开工侧。

2. 市场回顾

市场回顾：截至 3 月 31 日收盘，建材板块本周下跌 1.92%，沪深 300 指数上涨 0.59%，从板块排名来看，建材板块上周在申万 31 个板块中位列第 27 位。年初至今涨幅为 1.92%，在申万 31 个板块中位列第 21 位。

- ◆ 个股涨幅前五名：海南瑞泽、金刚光伏、中旗新材、科顺股份、万里石；
- ◆ 个股跌幅前五名：宁夏建材、友邦吊顶、亚士创能、东宏股份、四川金顶。

图7：建材申万子行业表现



资料来源：Wind，申港证券研究所

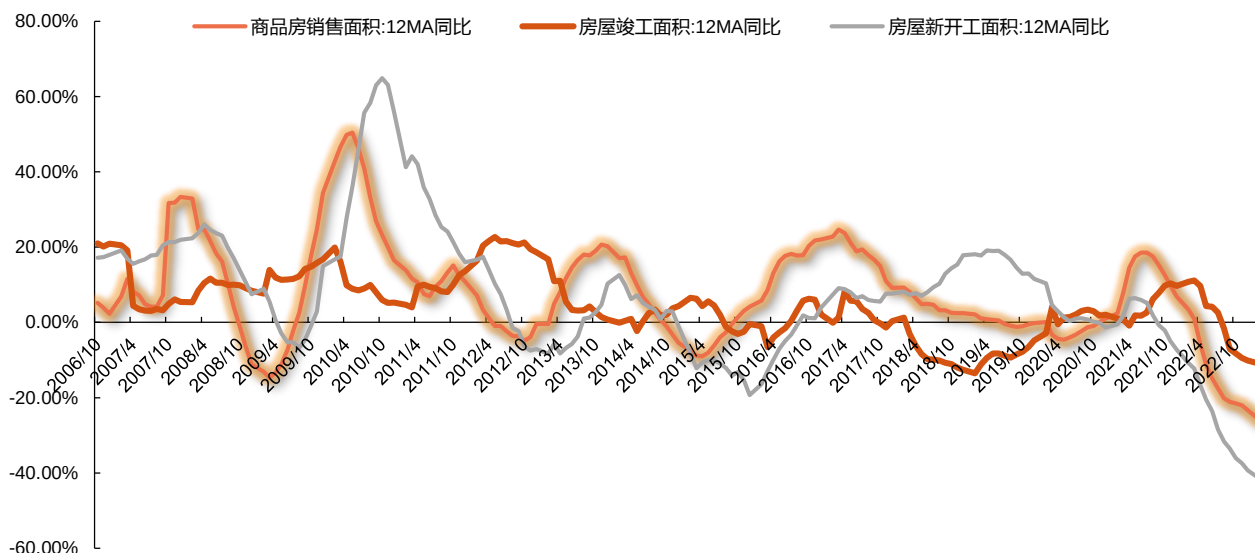
3. 宏观数据：基建维持高增 地产周期底蓄力

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8：销售面积增速引领地产周期（12月移动平均同比）

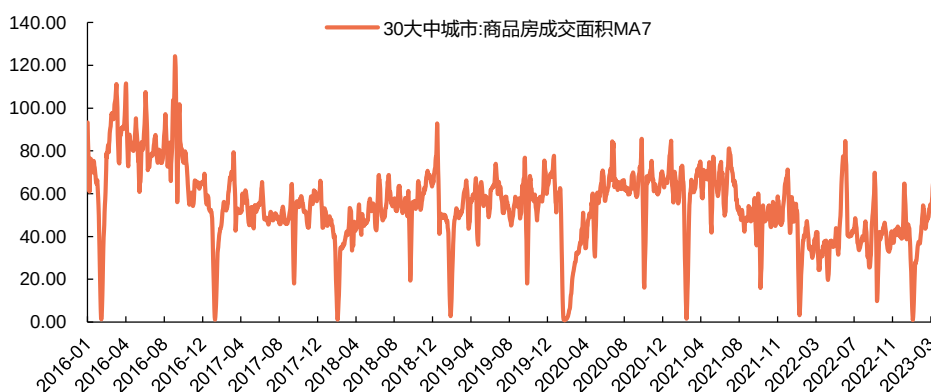


资料来源: Wind, 申港证券研究所

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。在有限的时间内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9: 30 大中城市商品房成交面积 (7 日移动平均, 万平米)

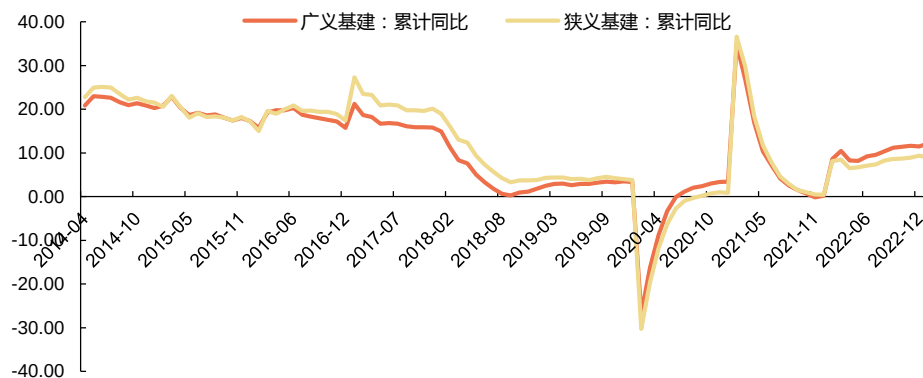


资料来源: Wind, 申港证券研究所

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。2023 年 1-2 月广义基建同比上升 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10：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 306 条，在产 239 条，日熔量共计 161580 吨，较上周减少 150 吨。周内产线新点火 1 条，冷修 2 条。

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 30 日，全国最新玻璃均价为 1815.12 元/吨，较上周五均价环比上涨 1.38%。

华中、华东价格补涨，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）

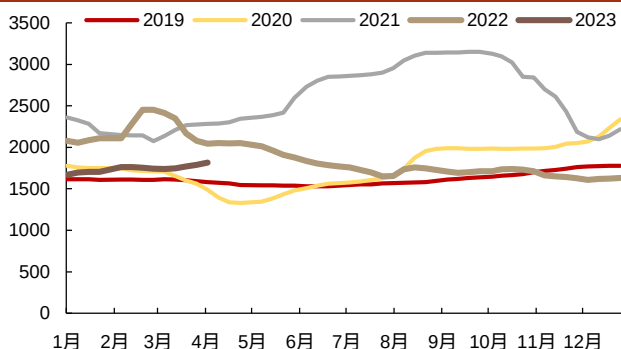
区域	本周均价	上周均价	环比
华北	1578.73	1563.95	0.94%
华东	1868.8	1843.36	1.36%
华中	1736.64	1696.16	2.33%
华南	2026.08	2021.92	0.21%

资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

库存继续明显降低，需求复苏强度具有较大波动性，或为中下游库存周期影响，当下仍处在去库持续性的分歧阶段。根据卓创资讯，至 3 月 30 日，重点监测省份生产企业库存总量为 5476 万重量箱，较上周减少 389 万重量箱，降幅 6.63%，库存天数约 28.41 天，较上周减少 2.02 天。本周重点监测省份产量 1232.61 万重量箱，消费量 1615.17 万重量箱，产销率 131.04%。当下库存降至低于 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

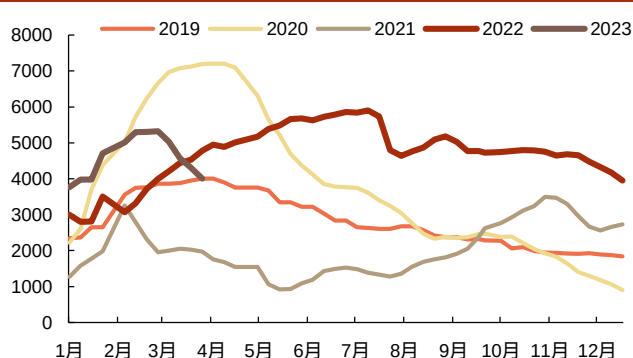
确，短期的巨幅波动或来自于库存向中下游转移。同时权益类资产经过一轮调整后再次具备配置性价比，若股价与基本面趋势持续背离，则存在现阶段配置机会。

图11：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12：重点八省玻璃库存（万重量箱）



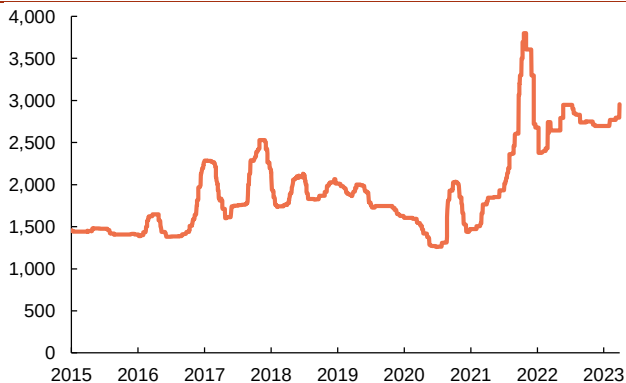
资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

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 3000-3150 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-10.47 元/吨，较上周增加 42.66 元/吨；华北动力煤玻璃本周毛利-57.01 元/吨，较上周增加 34.94 元/吨；石油焦为燃料玻璃本周毛利 91.89 元/吨，较上周增加 39.4 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 23.39 天，环比减少 6.89%。全国光伏玻璃在产生产线共计 423 条，日熔量合计 83580 吨，环比持平。

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13：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 31 日

图14：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 31 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，再造一个新旗滨。

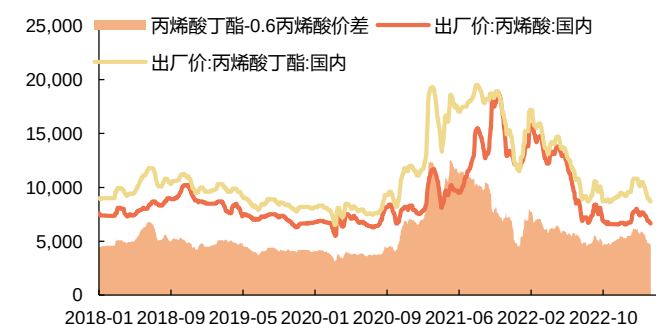
4.2 消费建材：地产预期主导估值修复

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。

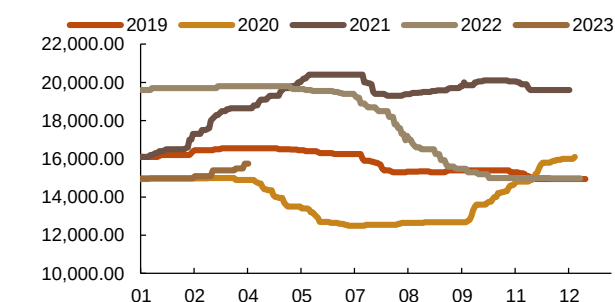
当前配置主线是业绩修复弹性，首选需求较强的竣工端（上一轮地产销售传导及存量改造），且成本下行最显著的管材、涂料行业。伟星、三棵树 Q3 业绩已扭转颓势向上，并符合我们长期以来对净利润增速跑赢营收增速的判断，由于成本端采取加权平均法，低成本并未完全在报表端体现。近期价格筑底环比改善的丙烯酸丁酯、玻璃、塑料等原材料或显示竣工端需求处在加强进程中。

图15：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

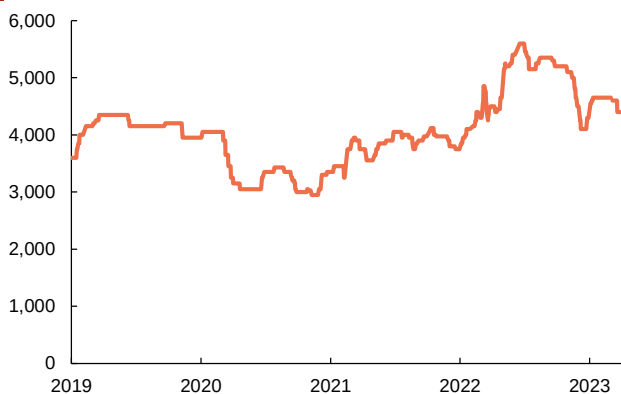
图16：钛白粉（金红石型）价格（元/吨）



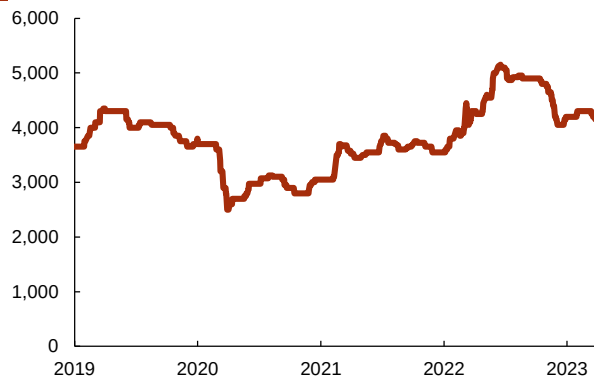
资料来源：Wind，申港证券研究所

图17：市场价：SBS 改性沥青：华东地区（元/吨）

图18：市场价：SBS 改性沥青：华北地区（元/吨）

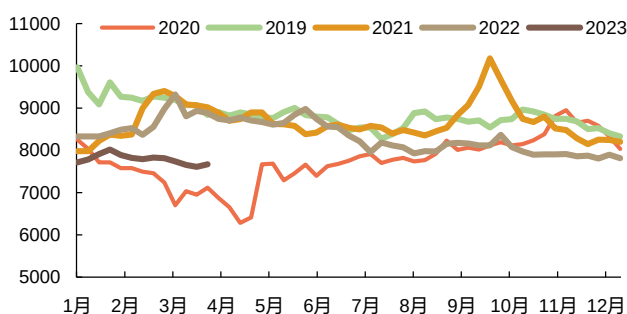


资料来源: Wind, 申港证券研究所
*数据截止 2023 年 3 月 31 日



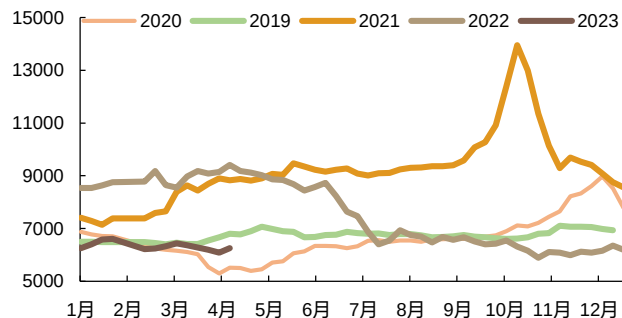
资料来源: Wind, 申港证券研究所
*数据截止 2023 年 3 月 31 日

图19: PP 市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 申港证券研究所

图20: 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 30 日，全国水泥均价 388 元/吨，环比上周下降 0.17%，多地错峰生产陆续结束后价格维持一定韧性。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 56.68%，与上周相比上升 2.81 个百分点。全国水泥磨机开工负荷均值 55.17%，较上周下降 1.62 个百分点，生产受降雨影响有所波动。本周水泥燃料价格差均值为 267.26 元 /吨，较上周四上涨 1.44%。与去年同期相比，水泥燃料价格差均值下跌 0.19%。下一阶段观察错峰生产结束后供需两端匹配情况。

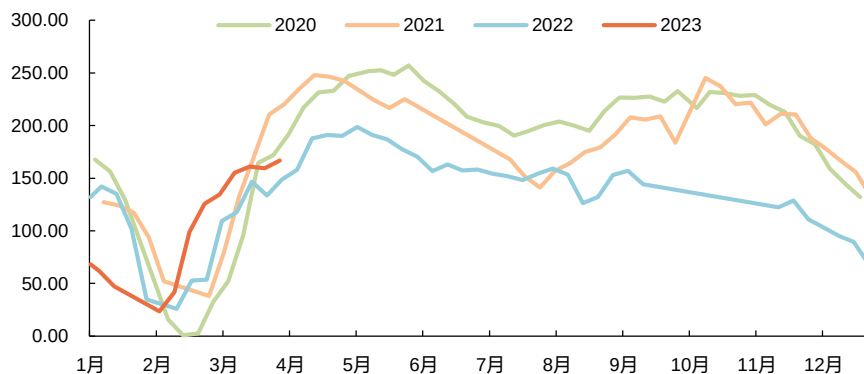
水泥企业估值及股价均锚定盈利水平。我们可根据水泥行业运行的量、利构建跟踪水泥企业经营情况的高频指标，用以支持水泥股投资。水泥行业盈利波动来自于三个方面，一是产品销售价格的波动，二是产品销售量的波动，三是成本端的变化；这三个方面的公开数据较为丰富，因此也可以凭借数据构建水泥盈利高频

指标。我们利用利润 $\approx$ 量 $\times$ 毛利这一朴素关系，采用水泥煤价差 $\times$ 磨机开工率粗略估计水泥企业的盈利情况。

$$\text{水泥量利指数} = (\text{水泥价格} - 0.13 \times \text{煤炭价格}) \times \text{磨机开工率}$$

2023 年伊始，水泥行业盈利进入缓慢复苏态势，量利指标高于往年同期。

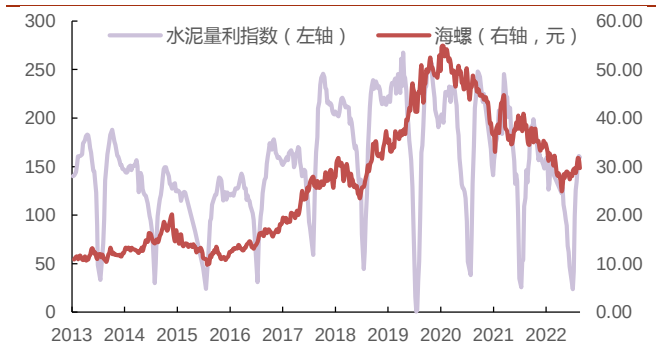
图21：水泥量利指数



资料来源：Wind，卓创资讯，申港证券研究所

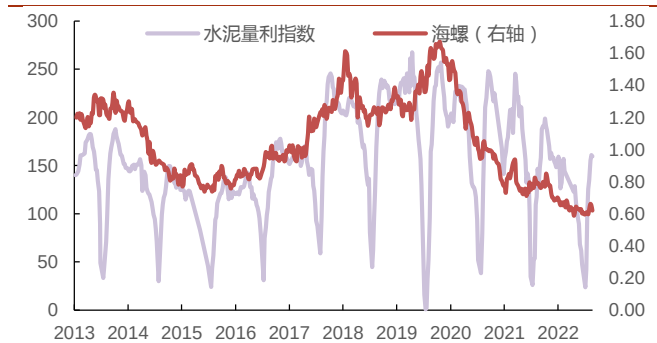
量利指标对股价同步性指示意义较强，反映资产定价逻辑但前瞻性欠缺。通过筛选主要标的在过去十年的股价以及估值运行规律，我们发现水泥量利指标对水泥股投资的同步性指示意义较强，但前瞻性不足。前瞻性欠缺在周期拐点位置尤其明显。例如周期顶 2020 年末，量利指数显示水泥基本面依然强劲，基建预期以及地产行业运行情况并不低迷，但水泥股却遭遇了极为明显的杀估值，相对沪深 300 的 PB 估值水平快速下降。我们反思在周期板块边际盈利变动趋缓时，也就是盈利不再增长时，是需要警惕的。同样在周期底部，2016 年量利指数由前一年的前高后低转为前低后高，基本面确认从底部改善，但 2016 年全年水泥行业的超额收益仍然极为有限，由于当期的较好盈利并不能确认未来持续上行。周期品种容易展现对上一个周期定价的粘性，而此时市场通常并未意识到周期已经悄然发生改变。

图22：水泥量利指数与主要标的的股价（前复权）



资料来源：Wind，卓创资讯，申港证券研究所

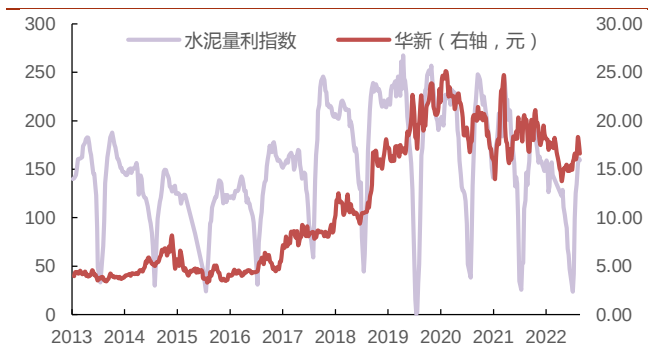
图23：水泥量利指数与主要标的的相对沪深 300PB 估值



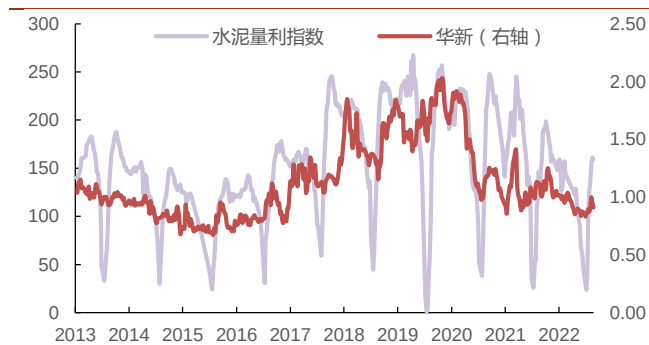
资料来源：Wind，卓创资讯，申港证券研究所

图24：水泥量利指数与主要标的的股价（前复权）

图25：水泥量利指数与主要标的的相对沪深 300PB 估值



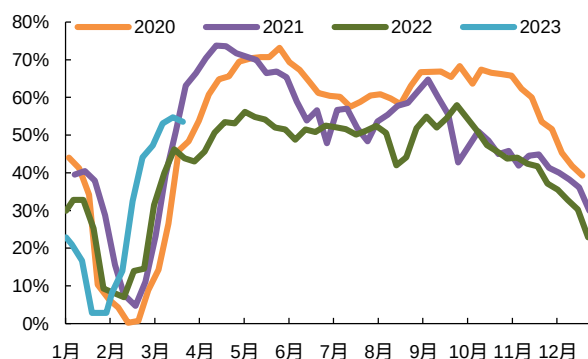
资料来源: Wind, 卓创资讯, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 卓创资讯, 申港证券研究所

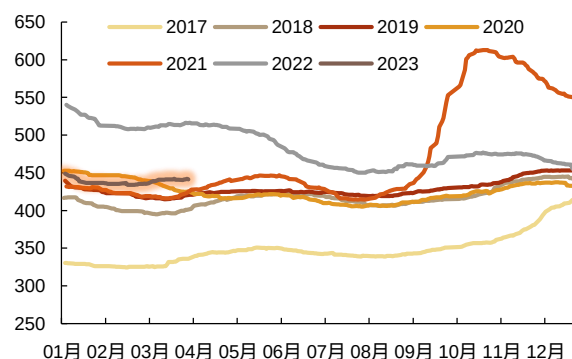
今年以来对水泥基本面复苏的主要贡献来自于量的较快修复，疫后修复及去年延后的基建实物工作量或贡献主要支撑。由于今年同期并没有疫情扰动，水泥磨机开工率好于往年，叠加错峰生产执行较为良好，库存快速去化，使得价格较往年有明显修复。二者共同贡献了量利指标的正向支撑。而成本端煤炭仍处在周期较高位置，导致水煤价差承受压力。煤炭或许也仍在定价上一轮周期中的状态，而海外原油、天然气等能源价格正在快速下行，扭转 2022 年初国外能源紧缺对国内煤炭价格的拉动，并变为拖累。届时水泥行业盈利有望被动上行。

图26: 磨机开工率



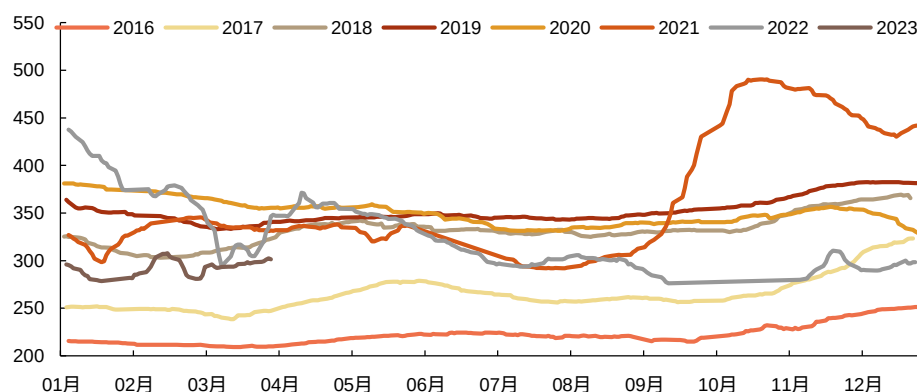
资料来源: 卓创资讯, 申港证券研究所

图27: 水泥价格（元/吨）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图28: 水泥煤炭价格差（元/吨）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

*吨水泥煤耗按照 0.13t 考虑，煤炭价格采用秦皇岛港:平仓价:动力末煤

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