

地产链基本面修复首选竣工端建材

——建材行业研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈: 地产开工低谷期水泥产量涨跌不一

水泥需求主要来自于固定资产投资以及房地产开发投资共同驱动, 总量自 2013 年起已较为平稳, 总体波动取决于地产及基建的相对景气度。2022 年地产开工偏弱, 我们意图通过复盘历史上地产低谷期水泥需求变动来研判 2022 年水泥需求的变动。

2012 年: 地产与基建增速呈现剪刀差, 水泥需求逆势增长。全年水泥产量达 21.93 亿吨, 同比增长 6.57%。2012 年初地产开工增速及基建投资增速的剪刀差持续扩大, 地产累计开工面积同比增速至 7 月触及低点-9.8%, 全年同比下滑 7.3%。而基建维持较高增速且逐月提升, 全年同增 13.7%, 有效对冲地产开工下滑对需求端的拖累。然而需求景气并不等同于业绩景气, 价格是胜负手。水泥价格大幅下行, 水泥制造板块上市公司全年净利润 122.87 亿元, 同比下滑 45.66%。在水泥需求总量提升时, 相关产业有着较为优异业绩表现, 减水剂企业录得优异业绩, 垒知集团、红墙股份 2012 年归母净利润同增 42.01%、39.54%。

2015 年: 地产疲弱, 基建开工增速下行, 水泥需求低迷。轮地产低谷从 2014 年便已开始, 新开工面积同比下滑 10.7%, 2015 年开工端低迷延续, 在 2014 年基础上再度下滑 14%。2015 年基建投资处在高位, 但结构上来看开工端颇为低迷, 导致基建对水泥需求支撑不足, 上半年新开工固定资产投资项目总投资额同比增速趋于 0。2015 年全年水泥产量 23.48 亿吨, 同比下滑 5.18%。在 2015 年水泥需求处于低位时, 水泥企业业绩难有超预期表现, 上市公司全年净利润 70.49 亿元, 同比下滑 61.5%。总量逻辑缺失时, 减水剂企业营收同样较为不理想, 苏博特、垒知集团、红墙股份营收分别同比-23.69%、-24.81%、-17.39%。

审视当前所处的宏观环境, 我们认为本轮地产开工冲击强于 2015 年(销售修复时点更为滞后), 虽然基建拖底亦强于 2015 年, 但水泥需求总体并不乐观。2015 年销售面积增速在 5 月便已回正, 开工面积增速全年下滑 14%, 反观今年年地产销售面积仍处于深度低迷中, 开工端的修复通常滞后于销售修复约 6 个月, 因此本轮地产开工端的冲击预计也将强于 2015 年, 我们预计 2022 年地产新开工或下滑 20%左右。在稳增长的推动下, 固定资产投资项目已初见起色, 前四月新开工项目总投资额累计增长 28%, 预计将对下半年水泥需求带来一定支撑。但从全年的角度来看, 新开工项目总投资额总体增速或难以维持在 20%以上水平, 难以完全对冲地产端开工的拖累, 水泥需求总体或略低于 2015 年。

重点子行业跟踪:

- **玻璃: 更好的配置机遇在 Q2 业绩底充分定价后。**至 6 月 10 日, 全国最新玻璃均价为 1834.21 元/吨, 较上周均价小降 2.36%。需求以刚需采购为主, 开工率保持低位。整体库存延续上涨趋势, 重点监测省份生产企业库存总量为 7051 万重量箱, 较上周库存增加 235 万重量箱, 增幅 3.45%。浮法玻璃进入盈亏平衡期, 部分落后产能已亏损。下一阶段需求回升盈利能力改善, 若需求复苏证伪则行业冷修将加剧, 边际上看都将迎来更光明的时点。短期震荡不改玻璃行业的长景气周期, 继续重点推荐步入新成长期的旗滨集团。
- **水泥: 基本面仍承压, 配置机会偏情绪性。**截止 2022 年 6 月 10 日, 全国水泥均价 414.5 元/吨, 环比上周下跌 1.82%。水泥需求仍会小幅下降, 淡季水泥价格仍有下跌空间, 市场预期较差。本周熟料库存继续增长, 全国熟料库容比均值为 72.49%, 与上周相比下降 0.68 pcts。磨机开工负荷为 48.77%, 较上周下降 2.73 pcts。本期水泥-煤炭价格差均值为 235.41 元/吨, 较上周四上下跌 7.30%。与去年同期相比, 水泥燃料价格差均值下跌 27.38%。

评级

增持(维持)

2022 年 06 月 12 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

刘宇栋

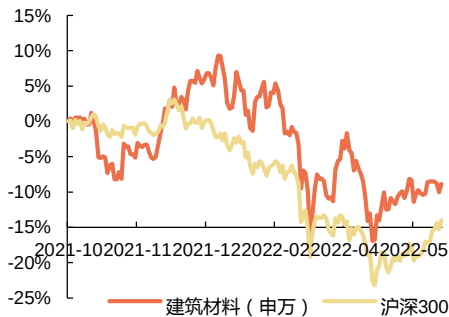
研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121110016

行业基本资料

股票家数	76
行业平均市盈率	12.91
市场平均市盈率	17.57

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:《业绩底更清晰 重视消费建材趋势性行情》2022-06-05
- 2、建材行业研究周报:《稳经济聚焦稳投资 复工复产建材引领》2022-05-29
- 3、建材行业研究周报:《地产链修复为主线 重点布局消费建材》2022-05-22
- 4、建材行业研究周报:《地产低迷而政策强化 消费建材反弹可期》2022-05-15

- ◆ **消费建材：**重点提示重视消费建材趋势性行情的开端，5月基本面探底，地产销售同样有望探底，我们展望持续的边际改善，股价底或已经出现，率先布局原材料成本已企稳的子行业（更大业绩改善幅度）。我们认为扩品类以及集中度提升的大逻辑并未发生改变，具备 Alpha 属性的优质企业如雨虹、伟星依然是稀缺品种。继续推荐消费建材龙头东方雨虹、伟星新材、三棵树。

市场回顾：截至6月10日收盘，建材板块本周下跌0.39%，沪深300指数上涨3.65%。从板块排名来看，建材板块上周在申万31个板块中位列第26位，年初至今涨幅为-14.67%，在申万31个板块中位列第18位。

- ◆ 个股涨幅前五名：中旗新材、凯伦股份、纳川股份、青龙管业、金刚玻璃。
- ◆ 个股跌幅前五名：瑞泰科技、祁连山、晶雪节能、宁夏建材、中铁装配。

投资策略：稳增长链条重点推荐强者恒强的东方雨虹、规模红利持续兑现的钢结构龙头鸿路钢构；地产复苏首推建材中消费属性占优的伟星新材、逆境反转的三棵树、建议关注业绩稳健增长的板材龙头兔宝宝；新材料推荐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

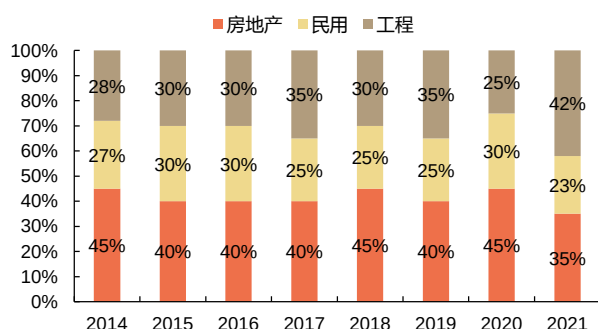
证券简称	EPS(元)			PE			投资评级
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
旗滨集团	1.61	1.48	1.59	6.79	7.39	6.87	买入
伟星新材	0.78	1.05	1.16	25.83	19.19	17.37	买入
鸿路钢构	2.19	2.76	3.49	19.52	15.49	12.25	买入
三棵树	-1.11	2.86	4.29	/	33.50	22.33	买入

资料来源：公司财报、申港证券研究所

1. 每周一谈：地产开工低谷期水泥产量涨跌不一

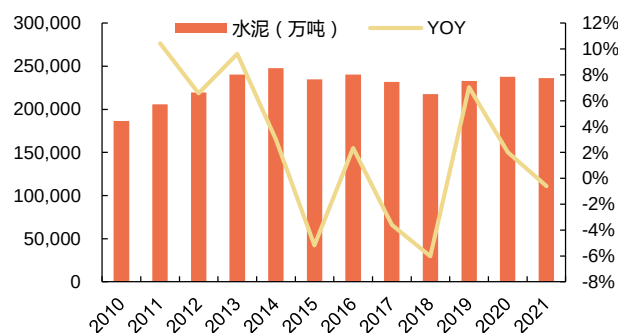
水泥需求主要来自于下游建筑业，由固定资产投资以及房地产投资共同驱动。从大趋势上来看，水泥需求总量自 2013 年起已较为平稳，进入成熟期，总体波动取决于地产及基建的相对景气度。历史上水泥需求的波动均与地产周期、基建周期有关，而地产周期与基建周期并非一定同步，因此在地产低迷时，水泥需求亦有不同变化。2022 年地产开工偏弱，我们意图通过复盘历史上地产低谷期水泥需求变动来研判 2022 年水泥需求的变动。

图1：水泥需求结构



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

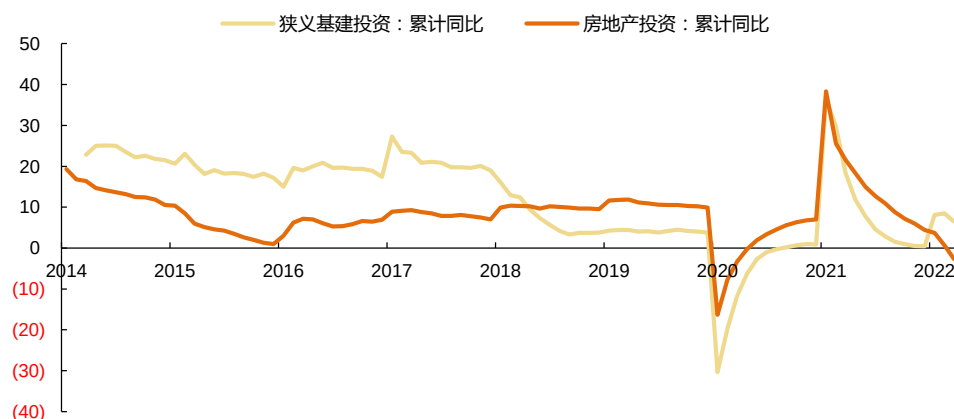
图2：水泥年度产量（万吨）



资料来源：国家统计局，申港证券研究所

历史上地产周期开工低点并不等同于水泥需求低点，关键点在于基建周期，如逆周期调节发力，来自于基建投资的需求景气超越来自于地产低迷的拖累时，水泥需求仍可保持较好增长，例如 2012 年。如地产低迷时正逢基建平稳期或是基建下行期，则水泥需求承受较大压力，如 2015 年、2018 年。我们以地产开工面积增速以及基建投资增速两项数据来观测地产与基建景气度，从而分析水泥需求变动。

图3：基建投资及房地产投资增速 (%)



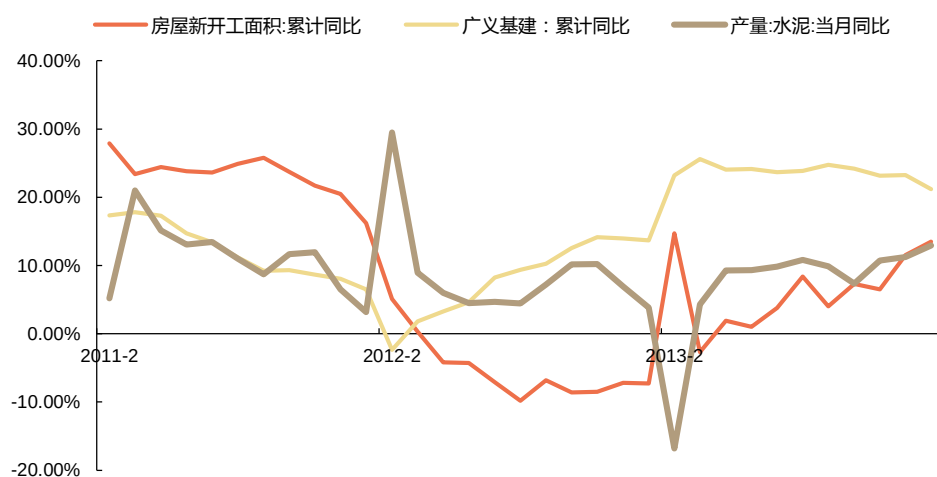
资料来源：国家统计局，申港证券研究所

- ◆ **2012 年：地产与基建增速呈现剪刀差，水泥需求逆势增长。**当年地产疲弱，稳增长迅速发力对冲地产下行压力，水泥产量稳健增长，全年产量达 21.93 亿吨，同比增长 6.57%。2012 年初地产开工增速及基建投资增速的剪刀差持续扩大，地产累计开工面积同比增速至 7 月触及低点-9.8%，全年同比下滑 7.3%。而基建维持较高增速且逐月提升，全年同增 13.7%，有效对冲地产开工下滑对需求端

的拖累。

- ◆ **水泥行业经营情况：需求景气并不等同于业绩景气，价格是胜负手。**2012 年虽水泥需求处在高位，总量有增长，但行业竞争格局在这一年恶化，水泥价格大幅下行，主要企业盈利水平平均有不同程度下滑，水泥制造板块上市公司全年净利润 122.87 亿元，同比下滑 45.66%。
- ◆ **水泥相关产业经营情况：**在水泥需求总量提升时，相关产业有着较为优异业绩表现，减水剂企业录得优异业绩，垒知集团、红墙股份 2012 年归母净利润同增 42.01%、39.54%。

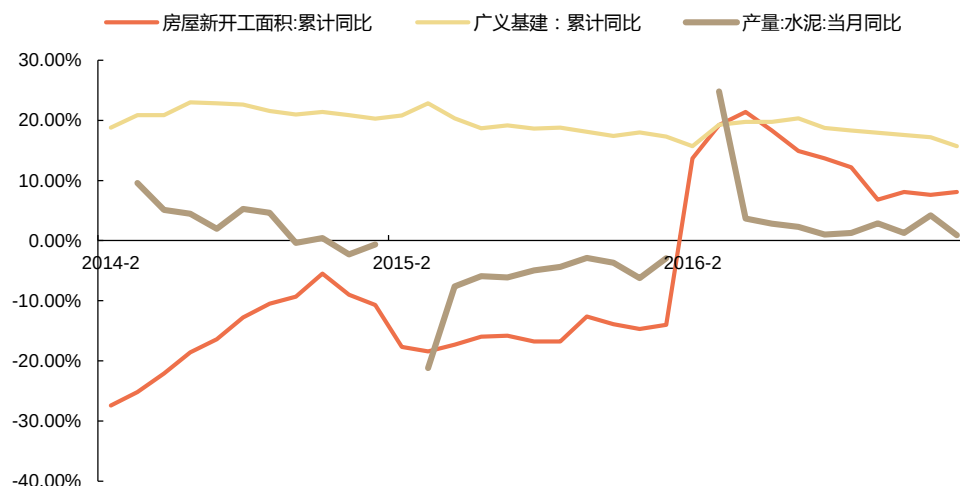
图4：2012 年需求复盘



资料来源：Wind，国家统计局，申港证券研究所

- ◆ **2015 年：地产疲弱，基建开工增速下行，水泥需求低迷。**本轮地产低谷从 2014 年便已开始，新开工面积同比下滑 10.7%，2015 年开工端低迷延续，在 2014 年基础上再度下滑 14%。开工低迷情况持续时间越久，存量施工面积降低幅度越大，对水泥需求造成更大冲击。水泥需求面临较大下行压力，自 2014 年中旬转为负增长，低迷一直延续至 2015 年末，2015 全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下滑 5.18%。
- ◆ **水泥行业经营情况：**需求低迷致业绩承压。在 2015 年水泥需求处于低位时，业绩难有超预期表现，主要企业盈利水平平均有不同程度下滑，水泥制造板块上市公司全年净利润 70.49 亿元，同比下滑 61.5%。
- ◆ **水泥相关产业经营情况：**减水剂企业营收同样较为不理想，苏博特、垒知集团、红墙股份营收分别同比-23.69%、-24.81%、-17.39%。

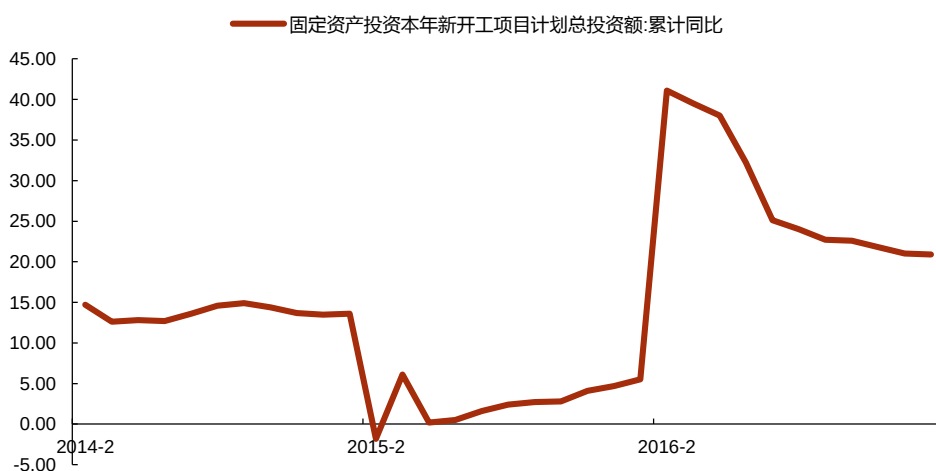
图5：2015 需求复盘



资料来源: Wind, 国家统计局, 申港证券研究所

2015 年基建投资处在高位, 但结构上来看开工端颇为低迷, 导致基建对水泥需求支撑不足。2015 年广义基建同比增速达 17.29%, 从数据上看似乎大于地产开工面积-14%的下滑幅度, 但却未对水泥需求形成支撑, 主要原因在于 2015 年固定资产投资结构上以存量为主, 新开工不足。我们利用全国固定资产投资全年新开工计划总投资额同比来观测开工增速, 可见 2015 年开工增速显著下台阶。不难得出 2015 年基建对水泥的拉动偏中性。

图6: 固定资产投资本年新开工项目计划总投资额:累计同比 (%)

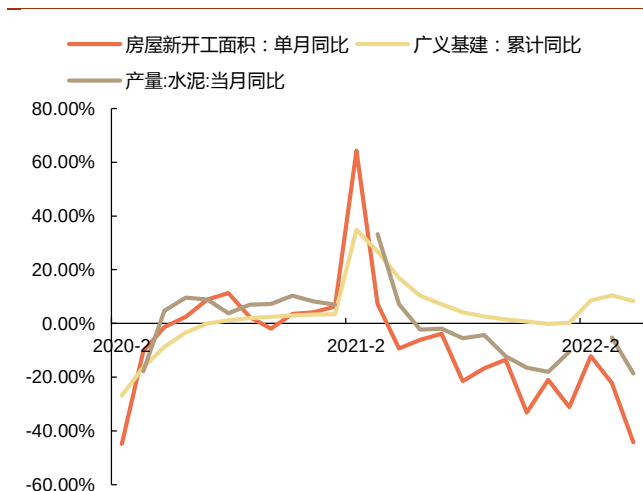


资料来源: Wind, 申港证券研究所

审视当前所处的宏观环境, 我们认为本轮地产开工冲击远强于 2015 年 (销售修复时点更为滞后), 虽然基建拖底亦强于 2015 年, 但水泥需求总体并不乐观。今年与 2015 年相似点在于, 地产开工面积在前一年就已开启负增长, 2021 年新开工面积同比下滑 11.38%。不同点在于 2015 年销售面积增速在 5 月便已回正, 开工面积增速全年下滑 14%, 反观今年年地产销售面积仍处于深度低迷中, 开工端的修复通常滞后于销售修复约 6 个月, 因此本轮地产开工端的冲击预计也将强于 2015 年, 我们预计 2022 年地产新开工或下滑 20% 左右。在稳增长的推动下, 固定资产投资项目已初见起色, 前四月新开工项目总投资额累计增长 28%, 预计将对下半年水泥需求带来一定支撑。但从全年的角度来看, 新开工项目总投资额总体增速或难以维持在 20% 以上水平, 难以完全对冲地产端的拖累, 水泥需求总体

或略低于 2015 年。

图7：2021 需求复盘及展望



资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：固定资产投资本年新开工项目计划总投资额:累计同比 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 市场回顾

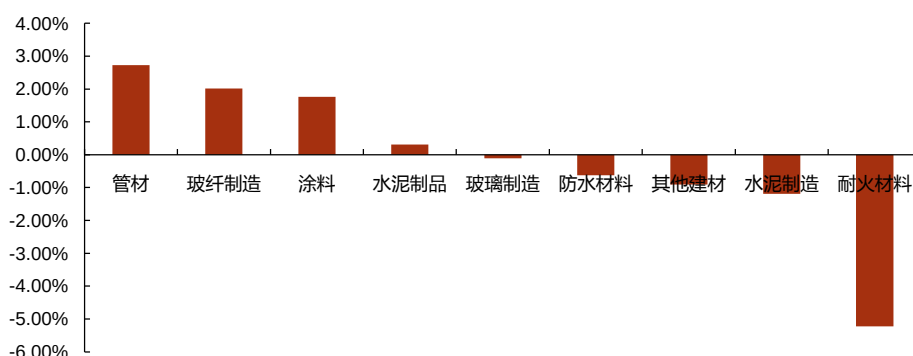
市场回顾：截至 6 月 10 日收盘，建材板块周下跌 0.39%，沪深 300 指数上涨 3.65%。从板块排名来看，建材板块上周在申万 31 个板块中位列第 26 位，年初至今涨幅为-14.67%，在申万 31 个板块中位列第 18 位。个股涨幅前五名：中旗新材、凯伦股份、纳川股份、青龙管业、金刚玻璃。

◆ 个股跌幅前五名：瑞泰科技、祁连山、晶雪节能、宁夏建材、中铁装配。

本周管材板块引领建材各子行业，核心方向在于地产链建材的修复。耐火材料波动主要来自于国改题材的影响。本周消费建材中管材、涂料继续领跑，我们继续提示重视竣工端建材需求韧性、复工复产后竣工端率先修复，此外原材料成本企稳的子行业有望在消费建材估值修复初期领跑。

重点提示重视消费建材趋势性行情的开端，5月基本面探底，地产销售同样有望探底，我们展望持续的边际改善，股价底或已经出现，率先布局原材料成本已企稳的子行业（更大业绩改善幅度）。

图9：建材申万子行业表现



资料来源: Wind, 申港证券研究所

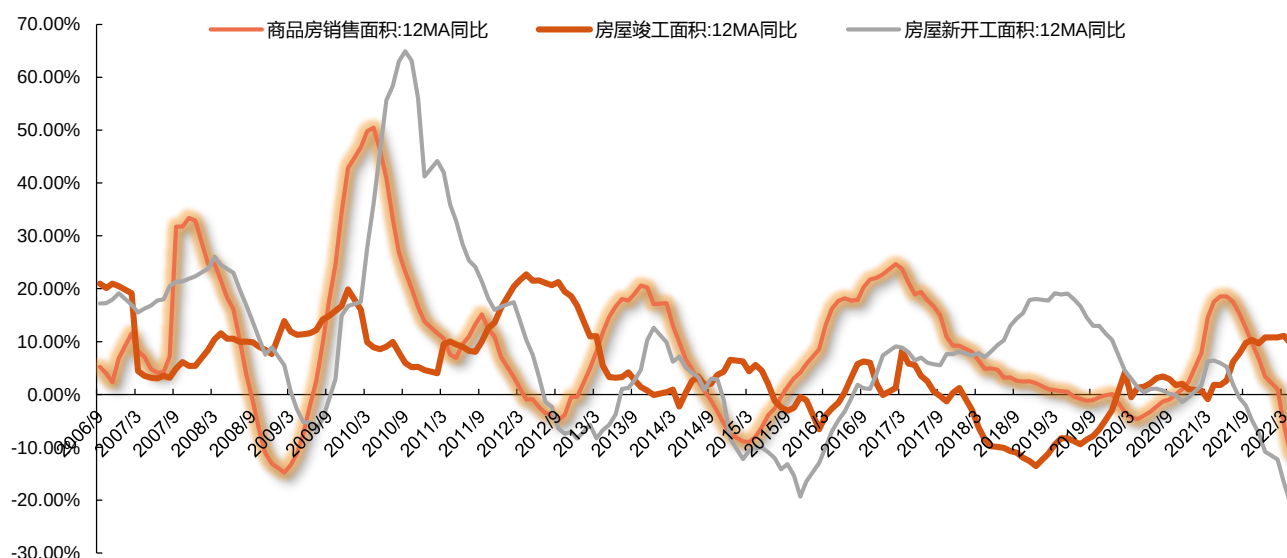
3. 宏观数据: 基建高增 地产低迷基本面待扭转

3.1 地产进入基本面边际改善的关键期

地产基本面进入谷底。2022 年前四月商品房累计销售 3.98 亿平米, 同比下滑 20.95%; 新开工 3.97 亿平米, 同比下滑 26.28%; 竣工面积 2 亿平米, 同比下滑 11.9%。

2022 年 4 月各项数据加速下滑, 竣工整体强于开工销售。单月竣工面积同比下滑 14.21%, 单月销售面积同比下滑 39%。销售端不景气导致房企拿地开工节奏放缓, 土地购置及开工面积仍然承压, 开工同比下滑 44.19%, 土地购置面积单月同比下滑 57.28%。

图10: 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

悲观的现实与明确的施政方向持续矛盾, 基本面修复前新的支持政策持续孕育。

我们认为当前各项数据改善只是时间问题, 随着地产资金流改善, 开工端及土地购置将逐步修复。历年来房屋销售引领地产周期, 房企销售取得资金, 随之加快推开工及土地购置, 最后才向竣工传导。在销售复苏的背景下, 地产各个环节都将逐步修复。

因城施策背景下, 地产支持政策迎来高峰, 地产基本面修复只待时间。4月政治局会议首次提到在房住不炒基调下支持各地从实际出发完善房地产政策, 传递出对地方放松部分调控政策的认可, 我们认为各地方将有更积极的地产支持政策出台, 包括但不限于限售限购解除、宽松的预售资金监管、下调首付比例、适当放宽房企融资等支持政策。根据克而瑞研究, 全国 134 个省市已出台 231 次地产纾困政策, 地产基本面修复只是时间问题。

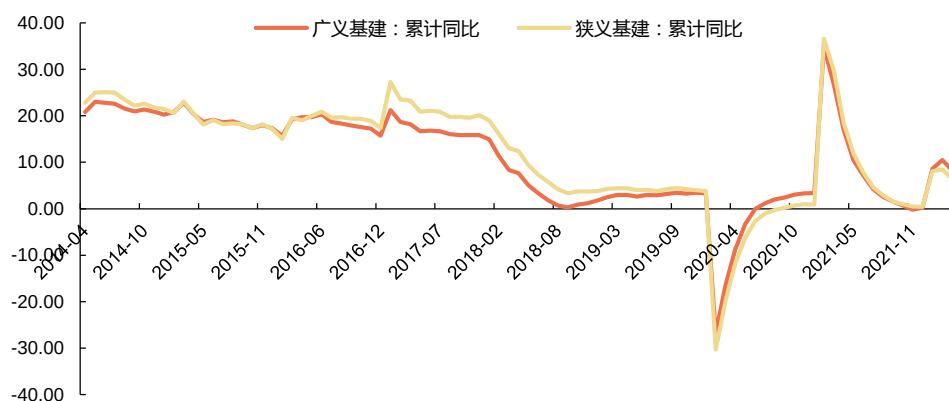
5年期 LPR 调降 15BP, 进一步刺激融资需求, 地产基本面有望加速改善。4月住户贷款减少 2170 亿元, 同比少增 7453, 其中住房贷款减少 605 亿元, 同比少增

4022 亿元。而前 4 月住户存款增加 7.12 万亿元，同比多增 2.01 万亿元。信心低迷驱使下居民部门大幅去杠杆。5 月 20 日 5 年期 LPR 调降 15 个基点，彰显高层稳增长决心。本次地产反弹优先选择地产链中游，前期压制中游的减值、原材料成本风险已逐渐清晰，消费建材估值处在低位而业绩反转具备弹性，值得重点布局。

3.2 稳增长重要性凸显 基建保持较高增速

基建投资增速仍维持较高位，受疫情影响增速较上月有所回落。2022 年前四月广义基建同比上升 8.26%，狭义基建（不含电力）同比上升 6.5%，4 月较前三月增速回落，主要受到疫情扰动。1-4 月新开工项目计划总投资增长 28%，开工延续较高增长，投资稳增长维持高景气。

图11：固定资产投资（基础设施）同比增速（%）



资料来源：Wind，国家统计局，申港证券研究所

制造业投资将是全年固定资产投资增速最高方向。2021 年制造业企业利润同比增速高达 13.5%，将驱动 2022 年全年投资高增。此外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。我们看好全年制造业固定资产投资需求，前四月制造业固定资产投资同增 12.2%。

建筑央企订单增速预示稳增长只是迟到，并不会缺席，建筑业的景气度看得越来越清晰，向中游传导具备确定性。4 月 8 日中国中铁公布一季度经营数据，新签合同额 6057.4 亿元，较去年同期大幅增长 84%。其中基础设施建设订单 5434.5 亿元，同比增长 94.1%。中国化学 1-4 月新签合同额 1240.55 亿元，同比增长 76.52%。中国中冶 1-4 月新签合同额 4057.3 亿元，同比增长 12.2%。中国建筑 1-4 月建筑业新签合同额 10451 亿元，同增 16.56%，其中 4 月新签 2101 亿元，同增 35.4%。

全年 5.5 增长目标不变，疫情及海外变局等多重影响下消费与出口承压，稳投资重要性更为突出。总书记在中央财经委员会第十一次会议时强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，指出基础设施建设与国家发展相比仍有不足，要适度超前开展基础设施建设，同时强化保障支撑解决资金来源。我们认为总书记的讲话解释了对于基建缺项目及缺资金两大疑虑，基础设施仍有不足因此不缺项目，各部门将加大筹划力度超前开展建设。在财经委员会上的对于加大基建支撑保障发言也有着重要意义，我们展望财政、信用等多个方面更大力度的资金支持。4 月 29 日召开的中央政治局会议上指出，要加大宏观政策调节力度，稳住经济，

努力实现全年 5.5%的经济社会发展目标，拉动经济的三驾马车短期来看投资端最具确定性。

4. 本周重点子行业跟踪

4.1 玻璃：更好的配置机遇在 Q2 业绩底充分定价后

产线变动情况：根据卓创资讯，全国浮法玻璃生产线共计 301 条，在产 263 条，日熔量共计 174925 吨，较上周持平。周内暂无产线变化。

价格与库存：需求表现一般，价格小幅波动。至 6 月 10 日，全国最新玻璃均价为 1834.21 元/吨，较上周均价小降 2.36%。周内国内市场需求表现一般，加工厂新增订单仍相对有限，保持刚需采购为主。供需矛盾较为突出，浮法厂库存进一步积累，整体库存仍处高位，暂无改善迹象。

成本已对当前价格形成支撑，进一步降价动力偏弱。华北地区偏弱，交投一般，沙河区域周内价格进一步走低。华东地区价格持续承压，加工厂新增订单较为有限，外围区域价格下调影响出货。华中地区成交一般，多数加工厂坚持按需补货，需求难见明显起色。华南地区价格下滑，整体交投清淡。其他区域均以淡稳运行为主。刚需成为市场主要推动力，但缺单问题仍显突出，目前受不确定因素影响深加工整体开工率保持低位，需求端仍显低迷。短期内难有明显好转。我们建议重点关注下游加工厂的复工景气度。行业平均价格已低至成本线以下，整体行业亏损逐步明显，对大幅下调价格的意向或减弱，我们认为短期震荡市仍将延续，但价格底部已逐步探明。

表1：地区间玻璃均价（元/吨）

区域	本周均价	上周均价	环比
华北地区	1705.1	1739.78	-2.03%
华东地区	1930	1978.56	-2.52%
华中地区	1806.8	1845.44	-2.14%
华南地区	1920.4	2000.8	-4.19%

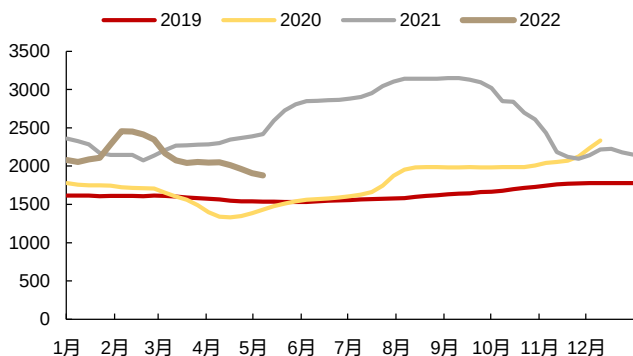
资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

短期需求改善有限，库存小幅上涨。本周重点监测省份生产企业库存总量为 7051 万重量箱，较上周库存增加 235 万重量箱，增幅 3.45%，库存天数约 33.78 天，较上周增加 1.12 天。沙河区域库存约 1338 万重箱，较上周涨 36 万重箱。终端订单释放有限，下游刚需进货，需求端支撑乏力下短期库存预期仍将延续增加。本周重点省份总体产销偏弱，出货不及预期，其余各省份库存仍延续上升趋势，但增速略有放缓。

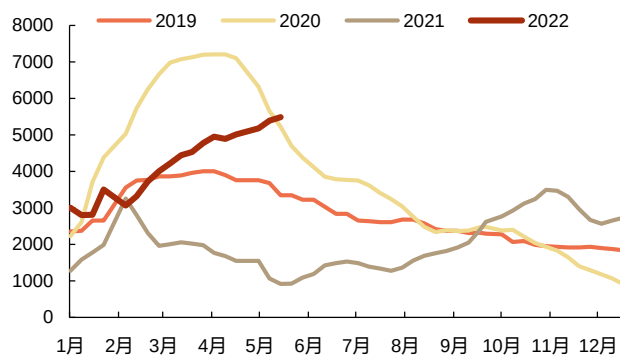
6 月进入复工后需求恢复关键观察期，如果库趋势延续，预期将继续转弱。当前产能和库存仍处高位，对市场形成压力，价格明显的回暖短期或难以显现。疫情反复下市场观望情绪偏浓，以刚需采购为主，出货需求启动较缓慢，短期内维持增库趋势。

图12：全国玻璃销售价格（元/吨）

图13：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

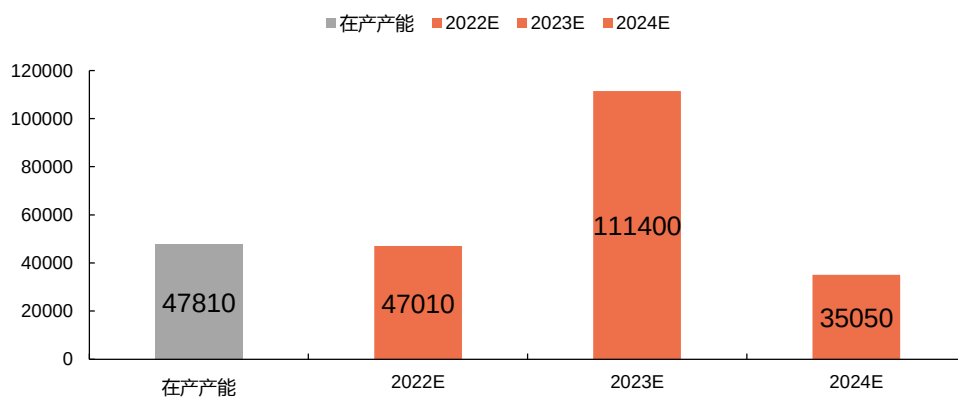


资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

光伏玻璃：投资价值在行业整体预期，不在盈利端弹性。据卓创资讯，全国2.0mm镀膜面板主流大单价格21.92元/平方米，环比持平；3.2mm镀膜主流大单价格28.5元/平方米，环比持平。本周国内光伏玻璃组件厂家消化部分成品库存，采购略有放缓，需求端支撑一般。目前光伏玻璃库存天数约17.36天，较上周增加6.54%。全国光伏玻璃在产生产线共计297条，日熔量合计56210吨，环比持平。前期点火产线陆续达产，加之部分有未来点火计划，供应呈现持续增加趋势。

光伏玻璃板块行情主要受到光伏景气度催化，展望全年盈利端并无较大弹性。新增产能将制约玻璃产品价格上行，需求量增加使得上游纯碱、燃料等原材料价格仍有上涨预期。短期炒作行情过后优选低估值且有望在光伏玻璃领域实现突破的浮法玻璃龙头。

图14：光伏玻璃新建产能投产规模（t/d）

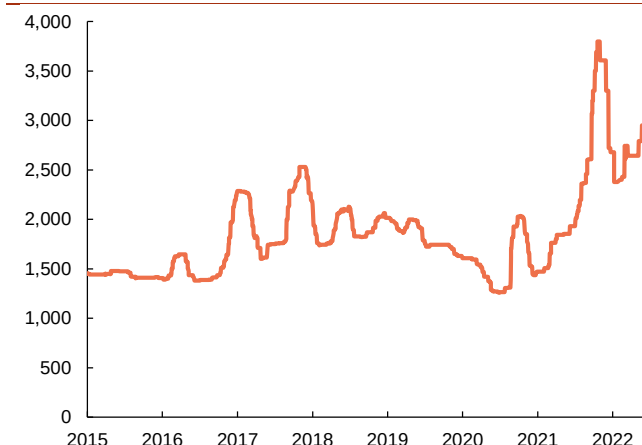


资料来源：各省工信厅光伏玻璃听证会公示，申港证券研究所

成本及利润：成本端压力加大，部分产能出现亏损。本周国内重碱新单送到终端价格在3030-3150元/吨，环比上升。纯碱市场呈上涨趋势。液化天然气价格呈波动下降趋势。本周国内浮法玻璃平均行业利润承压下滑，约-142.62元/吨，进一步下跌，环比上周平均利润(-97.62)减少45元/吨，周内综合行业利润环比下跌46.10%。行业整体亏损进一步加剧，需求启动缓慢下，部分厂存让利吸单可能，短期行业利润或维持较弱走势。

图15：纯碱价格（元/吨）

图16：液化天然气价格（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

玻璃后市展望：盈利能力已触及底部，当前盈利水平或延续至 2 季度末，谨慎看待 2 季度利润底定价情况。玻璃价格继续大幅上涨需要下游真实需求超预期或供给端收缩两条主线逻辑催化，当前库存处于 20 年疫情后高位，短期内价格向上弹性或难以出现。当前浮法玻璃在产产线数量处于近五年高位，如供给量保持现有水平，全年供给将较 2021 年有 5% 以上增长，玻璃供不应求概率不高。我们认为玻璃价格进一步上涨需要辅之以供给端收缩。当前超 10 年窑龄产线占在产产能比重超 10%，供给端不确定消除了价格大幅下行的风险，在行业盈利能力承压及需求低迷的大背景下，冷修可能性愈发加强。另一条关注盈利能力修复的主线是成本端的下行，目前来看较为不乐观，国际局势使得燃料成本处在高位，重油、石油焦环比仍有较大幅度上行，而纯碱端由于光伏玻璃投产规模较大，价格预计有需求端支撑。

最悲观之时或存一线生机，关注龙头超跌的配置机遇，短期震荡不改我们对于玻璃长景气周期的判断，建议 2 季度利润底充分定价后进行配置。落后产能是玻璃价格的安全垫，玻璃龙头全年净利润有望维持在高位，并无周期下行之虞。当前价格已触及部分落后产能成本线，而浮法龙头旗滨集团与信义玻璃较行业平均利润水平有 300 元/吨以上之优势。行业格局赋予龙头企业较为稳固的利润空间，并无周期向下之虞，传统玻璃业务具备中长期盈利确定性（产能稀缺），高分红比率赋予安全边际，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，旗滨集团光伏玻璃产能远期或达到 18000t/d，再造一个新旗滨。公司近期将在辽宁本溪进行 4800t/d 光伏玻璃产能听证会，产能布局再次加速，当前盈利预期下降对公司的未来的空间并不重要。我们认为在光伏玻璃产能指标获得难度大幅降低的情况下，原光伏玻璃龙头与旗滨的市值差距终将弥合，我们继续重点推荐步入新的成长期的旗滨集团以及市占率持续提升的产业一体化龙头信义玻璃。

4.2 消费建材：地产链修复的重要性愈加凸显

地产政策愈加密集后展望地产销售加速回暖，消费建材反弹机遇就在眼前。央行调降 LPR 释放稳地产的重磅信号，不排除未来再出现央行层面调降房贷首付比例的政策。当前对地产链信心仍处在低位，叠加疫情扰动影响施工节奏，消费建材板块整体预期偏弱，但反弹的机会就在眼前，央行层面政策愈加清晰，疫情扰动逐渐消退亦将提振业绩预期，我们维持对消费建材板块的重点推荐。

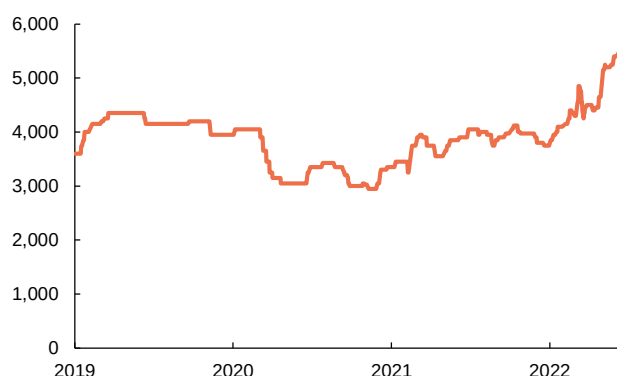
Q2 预计是业绩底，展望此后逐季向上。4-5 月疫情对建筑产业影响延续，需求端较为不理想，企业承载较大业绩压力，预计疫情冲击结束后逐月修复向上，且前期迟滞的需求将加速集中释放。**2022 年 Q1 伟星、雨虹业绩逆疫情大势增长是企业优秀质地的又一次印证，二三线企业明显跑输龙头，我们认为这一趋势短期仍将延续。**

成本端高企是消费建材估值修复的掣肘，率先布局原材料成本已企稳的子行业。原油或维持在高位，但消费建材上游原材料价格已出现分化，沥青仍有涨价压力，但管材、涂料等子行业上游原材料由于供给端的修复，价格已进入下行通道。**PVC 原材料最新价格 8731.11 元/吨，PP 最新价格 8980 元/吨。**

防水行业的重点不在盈利改善弹性，而在于行业成本与市场承压期下，集中度加速向龙头集中，首推东方雨虹。原材料成本冲击短期业绩或使得股价继续波动，但短期扰动并不改长期趋势。**2022 年沥青原材料继续上涨，原油价格冲击下多数沥青产能处亏损状态，后续仍有上行压力，防水企业毛利率仍面临压力。**然而行业格局在持续改善，龙头优势愈加凸显。东方雨虹继 3 月 11 日公告上调防水类产品价格 10%~20%后，与 6 月 1 日再次上调产品价格，对冲原材料成本压力。此外行业内宣布提价的防水企业还有三棵树防水、北新防水、科顺防水、豫源防水、卓邦明达、雨神、中奥防水等企业。强者恒强的态势延续，也意味着行业内价格竞争已处在极限，大多中小型企业利润非常微薄，龙头的优势愈加凸显。通过复盘我们发现市场对于原材料价格冲击业绩的定价趋于滞后，警惕业绩冲击更明确后的补跌。

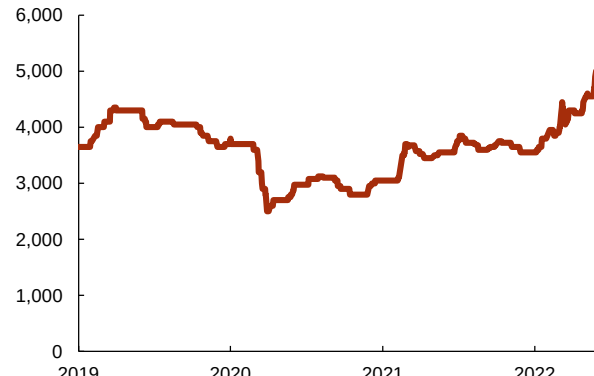
关注竣工端建材的需求韧性。保交楼仍是全年需求主线，我们认为地产竣工端具备强于地产开工端的韧性，竣工端建材短期业绩或显著强于开工端，疫后有望迎来显著修复，重点推荐零售家装建材领域。**2022Q1 家装建材、轻工家具等板块营收大多逆势增长，正是源自地产竣工端的韧性。**

图17：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

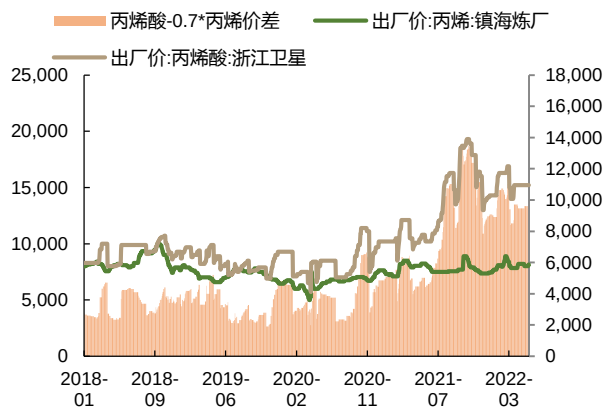
图18：市场价：SBS 改性沥青：华北地区（元/吨）



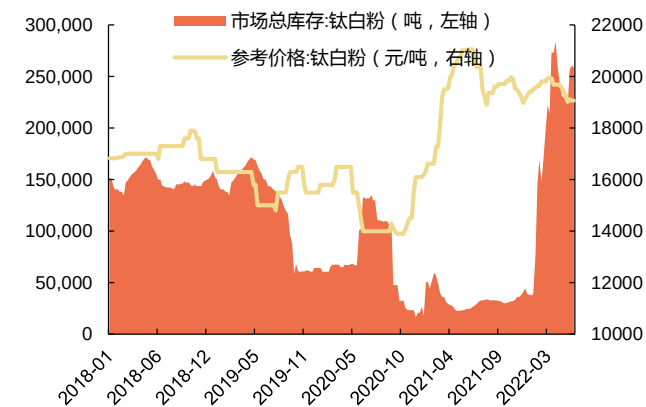
资料来源：Wind，申港证券研究所

图19：丙烯酸价格及价差（元/吨）

图20：钛白粉价格及库存

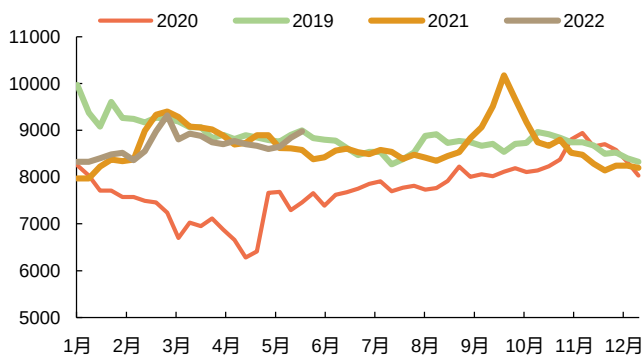


资料来源: Wind, 申港证券研究所



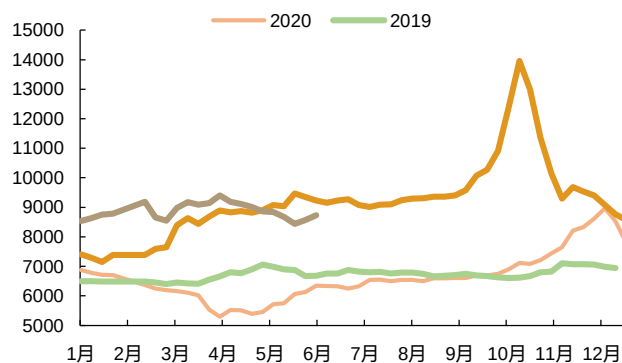
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图21: PP 市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 申港证券研究所

图22: PVC 市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 申港证券研究所

4.3 水泥: 展望下半年需求修复 关注情绪性配置机会

根据卓创资讯, 截止 2022 年 6 月 10 日, 全国水泥均价 414.5 元/吨, 环比上周下跌 1.82%。本周水泥价格与上周相比有所下跌, 市场处于淡季, 出货压力加大, 部分主导企业降价以扩大市场占有率。全国各省区 6 月错峰停窑计划继续执行, 多数省份计划停窑 10-20 天。实际大部分省份熟料线处于持续轮流停窑状态, 多数企业上半年停窑天数已经超过错峰计划天数。但广东、山西等部分省份仍在追加错峰天数。

与上周相比, 本周熟料库存略微增长。全国熟料库容比均值为 72.49%, 与上周相比上升 0.68 个百分点。部分省份有错峰停窑, 对库存增长有抑制作用, 但需求较弱, 库存仍然小幅上涨。本周磨机开工负荷有明显下降。全国水泥磨机开工负荷均值 48.77%, 较上周下降 2.73 个百分点。全国大部分区域水泥需求都在趋弱。本周水泥燃料价格差均值为 235.41 元/吨, 较上周四上下跌 7.30%。与去年同期相比, 水泥燃料价格差均值下跌 27.38%。燃料采购价格相对平稳, 水泥价格则持续回落, 行业盈利水平环比、同比均有所下降。

水泥逐步开启需求淡季, 短期来看价格竞争仍将加剧。从基本面来看, 水泥企业上半年或无较大盈利弹性, 整体盈利能力弱于去年。强基建弱地产的大环境下, 水泥全年需求或较去年小幅缩窄, 叠加煤炭价格仍偏高, 我们判断水泥行业的投资机会偏情绪性, 适合在稳增长情绪升温时阶段性配置。

5. 本周投资策略及重点推荐

稳增长链条重点推荐强者恒强的东方雨虹、规模红利持续兑现的钢结构龙头鸿路钢构；地产复苏首推消费属性占优的伟星新材、逆境反转的三棵树、建议关注业绩稳健增长的板材龙头兔宝宝；新材料推荐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