

布局稳增长共识 展望业绩估值双重修复

——建材行业研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈: 年报及一季报点评: 营收增长依旧 盈利处底部

建材板块: 21 年业绩稳健增长, 22 年 Q1 受疫情影响开局偏弱。21/22Q1 板块整体实现营收 9110 亿元/1612 亿元, 同增 24%/5%。净利润增速低于营收增速, 21/22Q1 分别同比增长 16%/-12%。建材行业属利润受挤压的中游, 2021 年毛利率小幅下滑 0.88pcts, 2022 年 Q1 进一步下滑 2.91pcts。板块构成来看, 水泥依旧是盈利规模最大的子版块, 水泥、玻璃玻纤、装修建材依次占比 70%、19%、11%。

玻璃玻纤: 21 年景气度较高, 22 年有望延续。玻璃玻纤板块业绩弹性较大, 21 年营收及净利润分别增长 25%/119%, 进入 2022 年产品价格有所回落, 净利润增速略落后于营收增速。展望 2022 年供需偏紧格局仍将延续, 龙头相对于落后产能的成本优势赋予传统业务较稳基本盘, 此外新材料增量瞩目, 下半年以旗滨为首的玻璃龙头股价或有较大弹性。

水泥: 盈利能力处在近几年低位。水泥及煤炭等原材料价格双双提涨, 营收高增而盈利增长弹性较低。水泥板块 21 年营收及净利润分别为 6380 亿元、661 亿元, 同比增长 44%、12%。2022 年水泥价格仍处在相对高位, 但由于煤炭同样价格偏高, 导致利润空间有所缩窄, Q1 盈利有所下滑。展望今年供给管控偏松, 需求端偏弱, 盈利弹性有限。稳增长情绪是行情催化剂。近期高层密集发声强调基建及稳增长重要性, 水泥板块的配置机遇就在眼前。

装修建材: 集中度提升逻辑未变 盈利受多重因素挤压。装修建材板块 2021 年营业收入 1702 亿元, 同比增长 27%, 增速较前三年有所提升, 主要受益于地产竣工维持较高增长, 市场份额加速向上市企业集中。盈利能力受到较大冲击, 2021 年板块净利润下降至 106 亿元, 同比下降 22%。22 年 Q1 板块低迷状况延续。一方面原材料成本上涨使得毛利率下降, 另一方面地产信用减值拖累业绩, 21 年板块整体计提约 39.88 亿元, 较前一年多计提 76.17%, 其中工程涂料巨头双双计提近 8 亿元。展望今年, 基本面延续低迷至 Q2, 然而布局地产链复苏正当时。稳地产也是稳增长重要部分, 需求端有望修复, 而今年全年原材料成本及减值风险均有望较 21 年大幅改善, 建议积极布局地产链复苏带来的估值修复。

重点子行业跟踪:

- ◆ **玻璃: 盈利能力触底 需求端逐渐进入旺季。**至 4 月 29 日, 全国最新玻璃均价为 2050.31 元/吨, 较上一周价格基本持平。需求恢复相对往年缓慢, 下游加工工厂新增订单无明显改善, 开工率不及预期。整体库存小幅削减, 重点监测省份生产企业库存总量为 6116 万重量箱, 较上周环比减少 66 万重箱, 降幅 1.07%。价格预期恢复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, 短期内震荡市或占主导。竣工需求客观存在但需要地产资金链改善催化。上周平均行业净利润低位运行, 部分区域厂家价格已贴近成本线, 成本压力下进一步降价意愿并不强烈。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: 基本面边际改善 配置机会偏情绪性。**截止 2022 年 4 月 29 日, 全国水泥均价 463.42 元/吨, 环比下跌 0.39%。水泥价格暂无向上弹性, 需求仍然偏弱。本周熟料库存继续增长, 全国熟料库容比均值为 65.91%, 与上周相比上升 1.52 pcts。磨机开工负荷为 53.51%, 较上周上升 0.1pcts。本期水泥-煤炭价格差均值为 307.59 元/吨, 较上周四下跌 2.86%, 与去年同期相比, 水泥煤炭价格差均值下跌 9.22%。
- ◆ **消费建材: 高层表态后稳地产或迎来催化, 消费建材有望迎来业绩与估值的双重修复。**低谷期行业内分化的形势仍在继续, 但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

敬请参阅最后一页免责声明

评级

增持 (维持)

2022 年 05 月 04 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	12.16
市场平均市盈率	11.85

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: 《多乐士建涂高增 展现零售家装韧性》2022-04-24
- 2、建材行业研究周报: 《地产链弱于地产 风险出清后有望补涨》2022-04-17
- 3、建材行业研究周报: 《稳增长预期向基本面传导 中游仍在左侧》2022-04-10
- 4、建材行业研究周报: 《需求向上成本向下 建材进入短期乐观期》2022-04-03

证券研究报告

然是稀缺品种，成本端上升只是短期扰动。继续推荐消费建材龙头东方雨虹、伟星新材。

市场回顾：截至4月29日收盘，建材板块周上涨1.06%，沪深300指数上涨0.07%。从板块排名来看，建材板块上周在申万31个板块中位列第3位，年初至今涨幅为-17.73%，在申万31个板块中位列第13位。

- ◆ 个股涨幅前五名：三和管桩、长海股份、东宏股份、鲁阳节能、宁波富达。
- ◆ 个股跌幅前五名：宏和科技、垒知集团、北京利尔、中旗新材、坚朗五金。

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、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

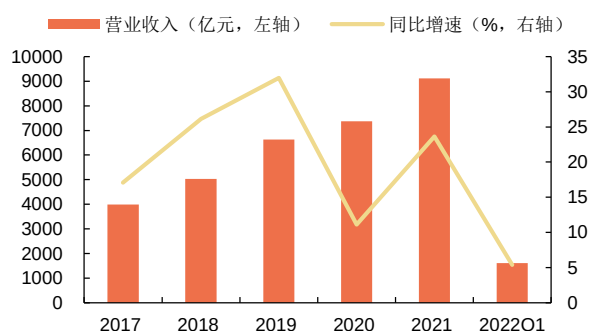
证券简称	EPS(元)			PE			投资评级
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
旗滨集团	1.61	1.48	1.59	6.90	7.51	6.99	买入
伟星新材	0.78	1.05	1.16	24.35	18.09	16.37	买入
鸿路钢构	2.19	2.76	3.49	16.56	13.14	10.39	买入

资料来源：公司财报、申港证券研究所

1. 每周一谈：年报及一季报点评：营收增长依旧 盈利处底部

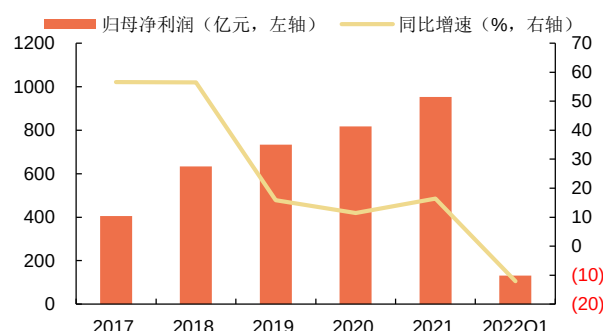
21 年业绩稳健增长，22 年 Q1 受疫情影响开局偏弱。2021 年下游基建及房地产开工竣工增速前高后低，全年累计增速处在高位，使得建材板块营收增长较为显著，2021/2022Q1 板块整体实现营收 9110 亿元/1612 亿元，同增 24%/5%。净利润增速低于营收增速，2021/2022Q1 分别同比增长 16%/-12%。

图1：建材板块营业收入及增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

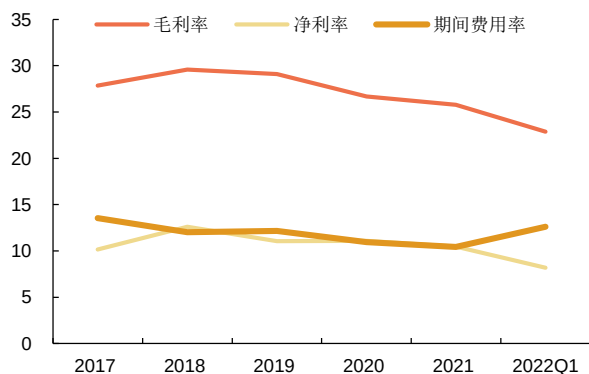
图2：建材板块归母净利润及增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

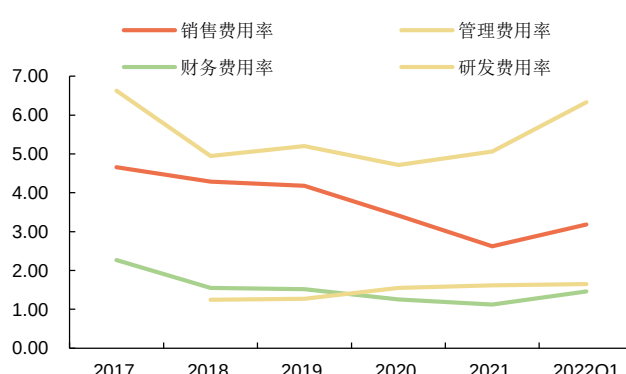
21 年上游原材料涨幅较大，建材行业属利润受挤压的中游，控费降本不敌原材料成本压力，盈利能力整体下滑，盈利压力延续至 22 年 Q1。2021 年毛利率小幅下滑 0.88pcts，2022 年 Q1 进一步下滑 2.91pcts。

图3：建材行业盈利能力承压 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

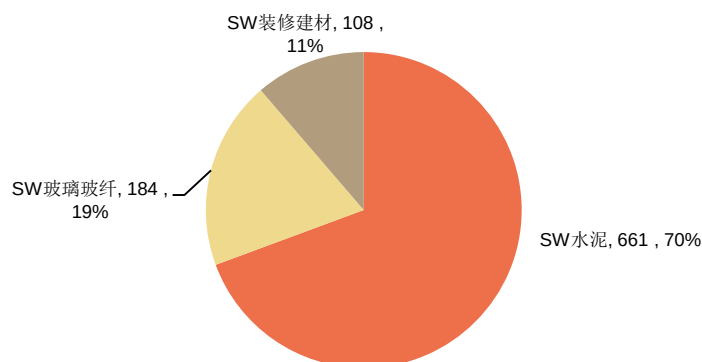
图4：期间费用略有下降 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

水泥依旧是盈利规模最大的子版块，水泥、玻璃玻纤、装修建材依次占比 70%、19%、11%。

图5：建材二级行业净利润占比 (亿元)

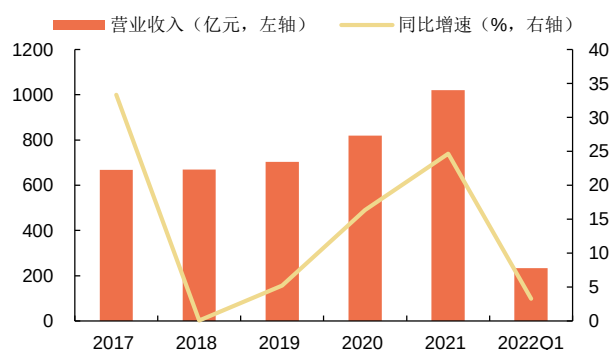


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.1 玻璃玻纤: 2022 年高景气有望延续

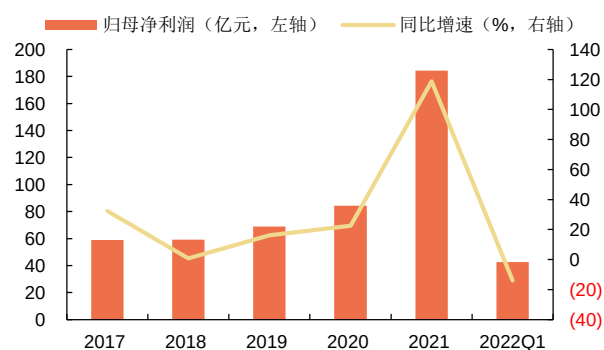
2021 年玻璃玻纤板块有着较高景气度, 增长主要源自于产品价格大幅提涨, 营收与净利润双双高速增长。玻璃玻纤是建材中仅有的 2021 年盈利能力未下滑的子板块。21 年营收及净利润分别增长 25%/119%, 进入 2022 年产品价格有所回落, 净利润增速落后于营收增速。

图6: 玻璃玻纤板块营收维持增长



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图7: 玻璃玻纤净利高速增长



资料来源: Wind, 申港证券研究所

盈利能力强劲, 盈利现金含量一如既往处在高位。毛利率 2021 年显著提升, 2022 年开局有小幅回落, 主要由于原材料成本仍较高, 而产品处在淡季, 价格偏低导致。玻璃玻纤板块产生现金流能力十分强劲, 净现比常年大于 1。

图8: 玻璃玻纤板块盈利能力较强 (%)

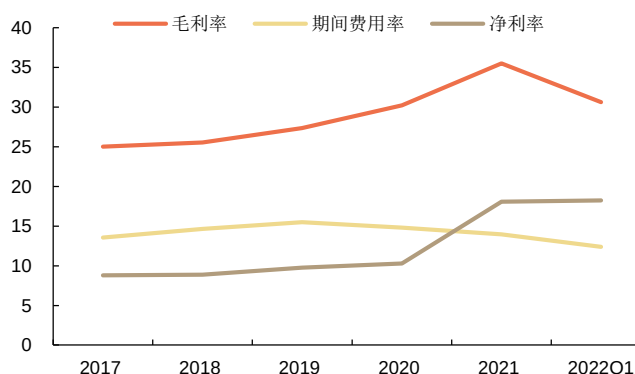
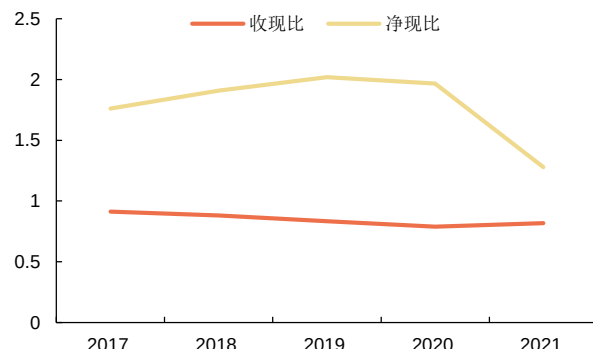


图9: 玻璃玻纤经营质量优异 (%)



展望：传统业务基本盘稳健，新材料增量瞩目。

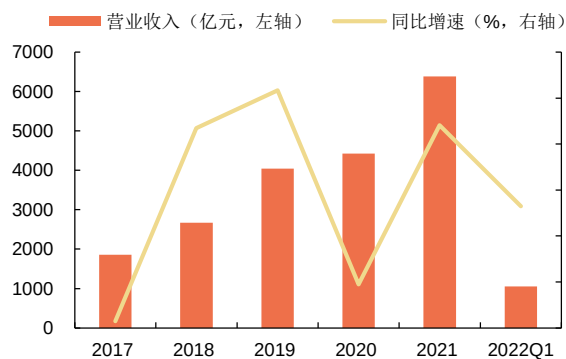
玻璃板块受原材料价格影响利润中枢有所下移，全年利润或同比小幅下滑。但未来新材料增量显著，估值切换下股价具备较大弹性，下半年迎来布局机遇。龙头旗滨集团、南玻均有较多光伏玻璃产能规划，至 2023 年末或双双跻身光伏玻璃行业前五强，而当前浮法龙头与光伏玻璃龙头市值差距超过两倍，未来估值差异有望收敛，考虑到旗滨集团新建光伏玻璃产能将在 2023 年上半年密集投产，我们建议 22 年下半年提前布局。

玻纤板块将继续受益于内需及出口的双重景气，供给格局良好，全年并无大量产能增量，周期属性弱化，全年高景气可期。

1.2 水泥：盈利能力处在近几年低位

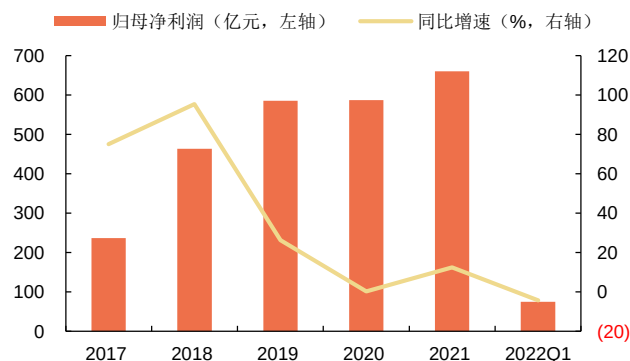
水泥及煤炭等原材料价格双双提涨，营收高增而盈利增长弹性较低。水泥板块 21 年营收及净利润分别为 6380 亿元、661 亿元，同比增长 44%、12%。2021 年下半年以来水泥产能受到能耗双控影响，此外供给端协同取得较好成效，价格自 7 月底起大幅提涨，有效应对上游原材料成本压力。2022 年水泥价格仍处在相对高位，但由于煤炭同样价格偏高，导致利润空间有所缩窄，Q1 盈利有所下滑。

图10：水泥板块营收高增



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11：水泥盈利增长乏力

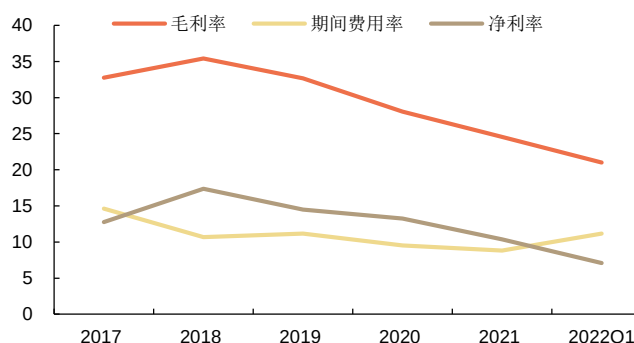


资料来源: Wind, 申港证券研究所

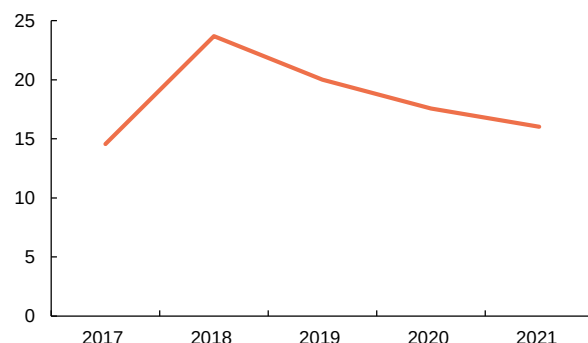
水泥板块毛利率自 2018 年触顶后逐年下滑，供需格局是关键因素。水泥产能供大于求使得长期供需格局偏松，供给端收缩是使得价格稳定的关键，近几年供给端约束多通过区域内水泥企业协同或环保管控错峰停窑实现。盈利能力并无较大弹性，净利率、ROE 连续三年下滑。

图12：毛利率下滑趋势延续 (%)

图13：ROE 有所下滑 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

展望：供给管控偏松，需求端偏弱，盈利弹性有限。稳增长情绪是行情催化剂。

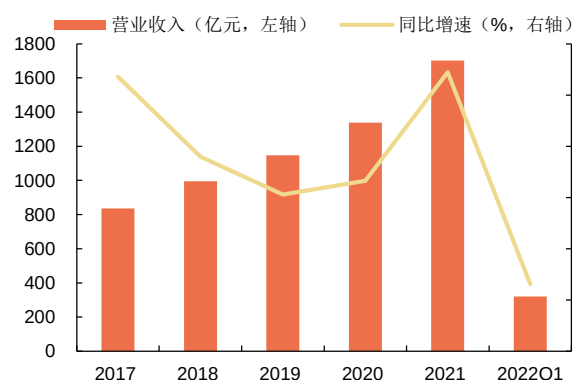
我们认为 2022 年水泥供给端受到的约束少于 2021 年，而需求端由于开年地产开工持续低迷受到一定压力，供需格局并无太大优化，整体盈利能力偏弱。但水泥板块有望受益稳增长情绪催化迎来阶段性行情，近期高层密集发声强调基建及稳增长重要性，水泥板块的配置机遇就在眼前。

1.3 装修建材：集中度提升逻辑未变 盈利受多重因素挤压

集中度提升的大逻辑未发生改变，营收增速依旧耀眼。装修建材板块 2021 年营业收入 1702 亿元，同比增长 27%，增速较前三年有所提升，主要受益于地产竣工维持较高增长，市场份额加速向上市企业集中。

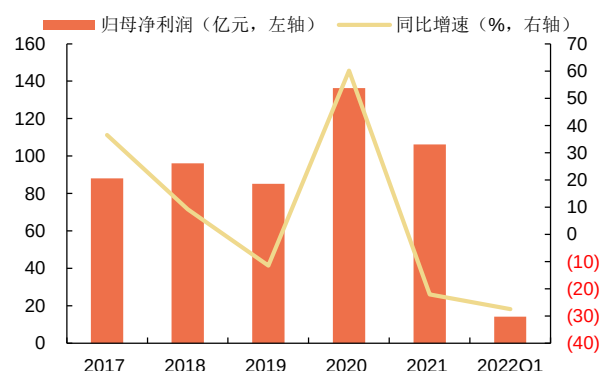
净利润增速与营收增速背离，地产行业大考背景下，装修建材整体盈利能力受到较大冲击。2021 年板块净利润下降至 106 亿元，同比下降 22%。2022 年 Q1 板块低迷状况延续。

图14：装修建材增长延续



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图15：装修建材盈利波动较大

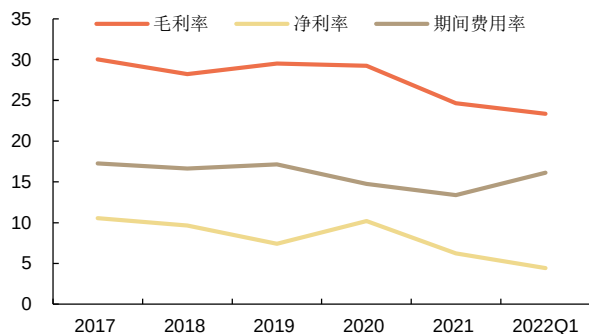


资料来源: Wind, 申港证券研究所

*2021 年瓷砖等板块调出，历史数据采用新的板块划分统计

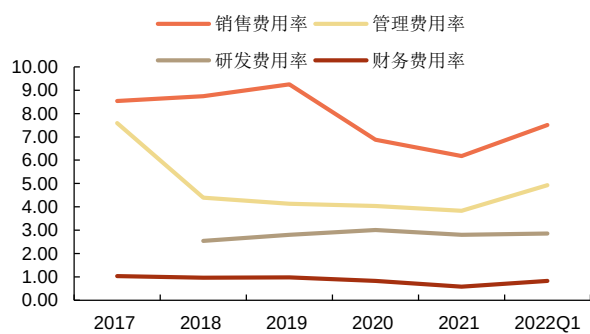
盈利能力下滑的主要原因之一是原材料成本上涨使得毛利率下降。2021 年板块毛利率为 24.64%，同比下降 4.61pcts。期间费用率下行 1.38pcts 未能逆转净利率下行的趋势，2021 年净利率整体下降 3.95pcts。22 年 Q1 原材料成本仍处在高位，板块毛利率继续下滑至 23.36%。

图16: 装修建材毛利率、净利率均有所下滑 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

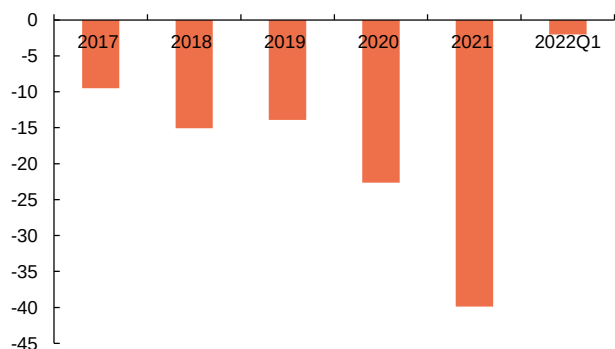
图17: 费用率管控良好 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

盈利能力下滑的主要原因之二是减值拖累业绩。由于下游房地产及大型建筑企业话语权较强使得享受较长账期, 装修建材板块应收账款有较大幅度增长, 此外建材企业参与房地产企业集采, 支付保证金使得其他应收款同样大幅增长。2021 年地产资金链收紧, 部分地产企业经营出现问题, 使得装修建材企业大幅计提减值, 2021 年板块整体计提约 39.88 亿元, 较前一年多计提 76.17%, 对业绩形成较大冲击。

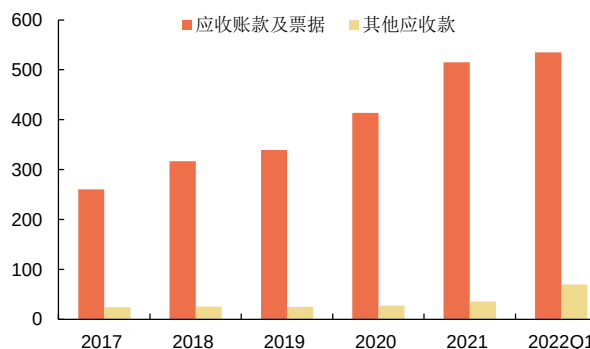
图18: 装修建材信用减值增长较快 (亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

*2021 年不含瓷砖等子版块

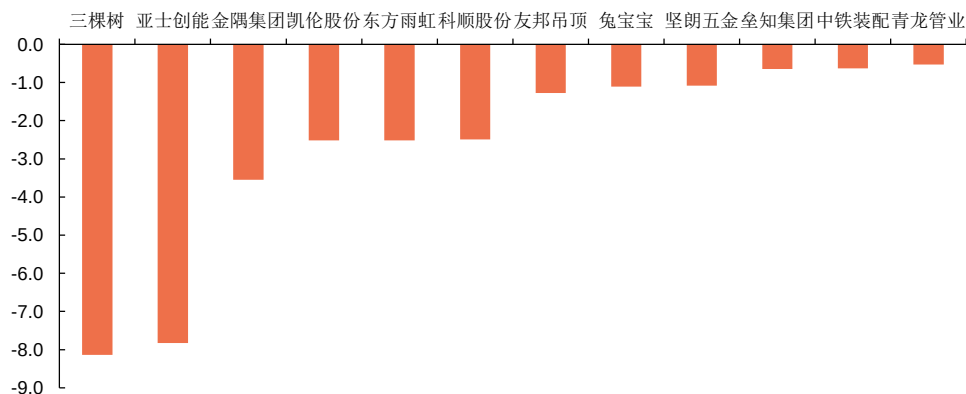
图19: 装修建材应收款仍处高位 (亿元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

装修建材各子版块中涂料行业减值额最高, 三棵树、亚士创能减值额均接近 8 亿元。此外防水子行业计提较多, 凯伦股份、东方雨虹、科顺股份各计提超 2 亿元。

图20: 21 年装修建材企业信用减值额 (亿元)



资料来源：Wind，申港证券研究所

展望：基本面延续低迷，然而布局地产链复苏正当时。

疫情影响需求节奏，原材料价格高位延续，业绩底或延续至 Q2，但最悲观的时点已过。从行业环境来看，稳地产也是稳增长重要部分，政策面愈加清晰，基本面反转只待时间。从需求端来看，竣工需求只是受到疫情影响而并未消失，保交楼仍是重点方向，我们认为竣工端建材需求无忧，从一季度地产后周期涂料、板材、家具等上市企业营收逆势增长可观察到竣工需求仍在演绎。从盈利能力来看，虽然原材料价格仍处在高位，但防水、涂料等子板块均已展开提价向下游传导成本压力，盈利能力边际回升。此外减值风险有望随着地产融资端改善而逐步改善，展望全年地产信用环境将有较大改善。最悲观时点已是过去式，我们建议积极布局装修链建材共享地产链复苏带来的估值修复。

2. 市场回顾

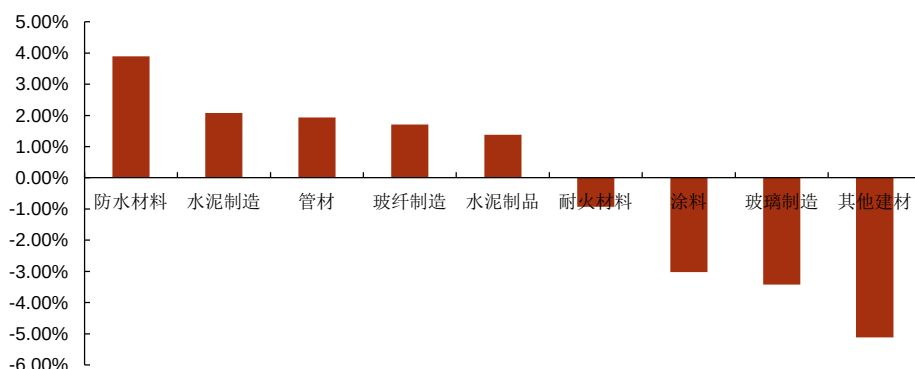
截至 4 月 29 日收盘，建材板块周上升 1.06%，沪深 300 指数上涨 0.07%。从板块排名来看，建材板块上周在申万 31 个板块中位列第 3 位，年初至今涨幅为-17.73%，在申万 31 个板块中位列第 13 位。

- ◆ 个股涨幅前五名：三和管桩、长海股份、东宏股份、鲁阳节能、宁波富达。
- ◆ 个股跌幅前五名：宏和科技、垒知集团、北京利尔、中旗新材、坚朗五金。

稳增长逐渐成为共识，政策预期指引下基建端建材显著领跑。高层在中央财经委员会第十一次会议明确了全面加强基础设施建设的重要意义，政策预期推动了基建端建材表现，防水、水泥、管材等基建相关建材领涨。地产链建材仍偏低迷，主要由于预期及业绩的双重底：一方面地产基本面持续低迷需求端未见好转，另一方面一季度地产链建材企业业绩仍处底部。我们认为稳增长离不开稳地产，地产基本面扭转只是时间问题，调控政策有望进一步放松，一季度业绩底过后地产链建材可以更为乐观。

高层在中央经济工作会议上的讲话打消了对基建缺项目、缺资金的两大疑虑，而地产端关于鼓励因城施策的表态也有着重要的指引意义，稳增长成为市场主线。我们认为基建端建材行情仍将持续，地产链建材也有望于业绩底后强势反弹，我们维持对建材板块的重点推荐。

图21：建材申万子行业表现



资料来源: Wind, 申港证券研究所

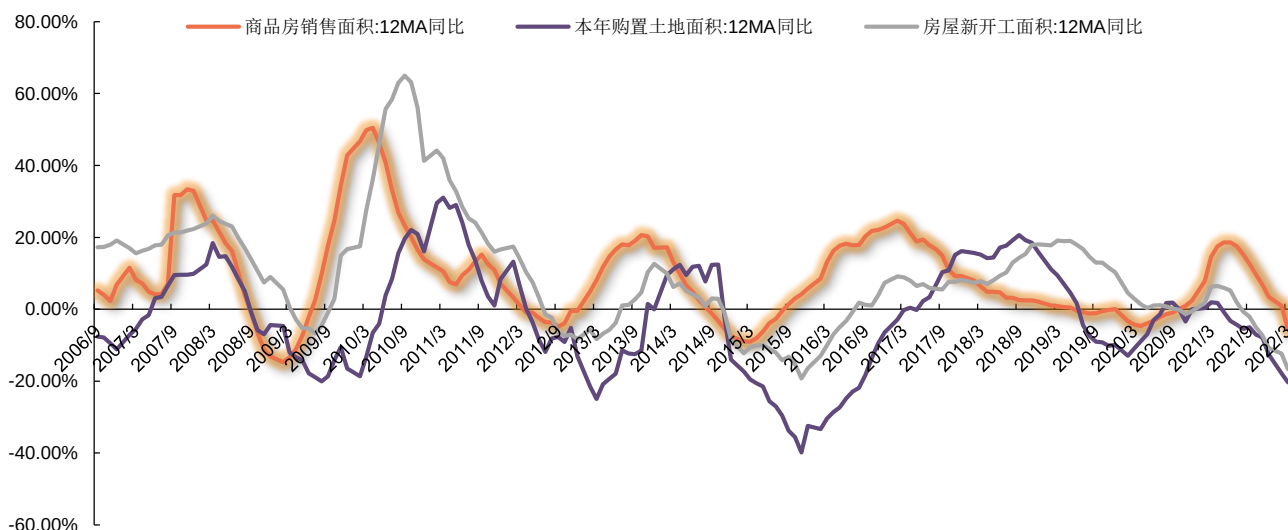
3. 宏观数据: 基建高增 地产低迷基本面待扭转

3.1 地产调控放松 预期好转

2022 年一季度地产各项数据继续下滑。竣工面积同比下滑 11.5%，销售面积同比下滑 13.8%，销售金额下滑 22.7%。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 20.3%，环比前两月增速进一步下滑 8.2pcts；土地购置面积累计同比下滑 41.8%，仅为 1339 万平米。

微观数据反映的情况更为悲观。根据克而瑞研究，2022 年 1 月百强地产企业权益销售额 4111 亿元，同比下滑 42.2%；2 月百强地产企业权益销售额 3223 亿元，同比下滑 47.8%；3 月百强地产企业权益销售额 5115.4 亿元，同比下降 52.7%。一季度百强房企业绩同比大幅降低 47%，低于 2020 年疫情期间同期水平，市场情绪降至冰点。

图22: 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，新的支持政策或持续孕育。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。

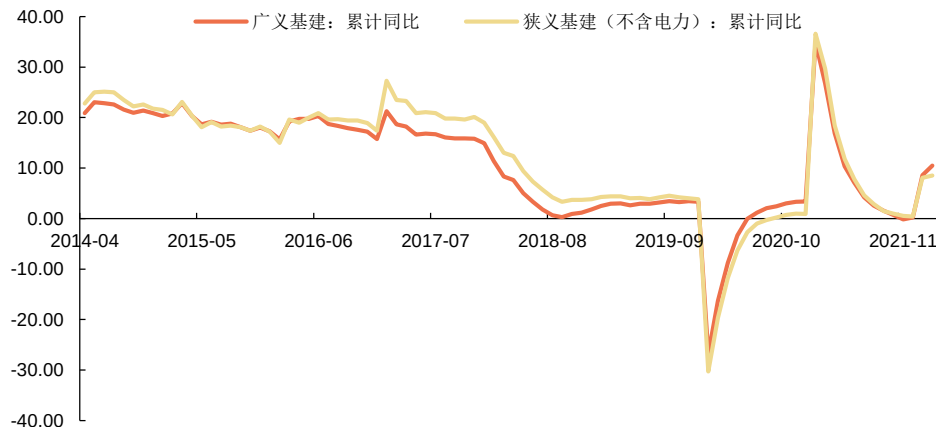
因城施策背景下，地产支持政策迎来高峰，地产基本面修复只待时间。4 月政治局会议首次提到在房住不炒基调下支持各地从实际出发完善房地产政策，传递出对地方放松部分调控政策的认可，我们认为各地方将有更积极的地产支持政策出台，包括但不限于限售限购解除、宽松的预售资金监管、下调首付比例、适当放宽房企融资等支持政策，地产基本面修复无需疑虑。

3.2 稳增长重要性凸显 基建保持较高增速

基建投资增速较高，稳增长逐步兑现。2022 年一季度广义基建同比上升 10.48%，

狭义基建（不含电力）同比上升 8.5%，3 月较前两月明显加速。一季度，投资新开工项目 3.5 万个，比去年同期增加 1.2 万个，同增 52%；新开工项目计划总投资增长 54.9%；国家预算资金增长 34.7%，自筹资金增长 15%，3 月资金到位情况优于前两月，环比加速。

图23：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，一季度制造业固定资产投资同增 15.6%，其中来自民间的制造业投资同比增长 24.8%。

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%。中国化学一季度新签合同额 1039.14 亿元，同比增长 90.05%。中国中冶一季度新签合同额 3191.1 亿元，同比增长 13.7%。中国建筑一季度新签合同额 8350 亿元，同增 12.6%，其中 3 月新签 4508 亿元，同增 39.29%。

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唯有投资端最具确定性。

4. 本周重点子行业跟踪

4.1 玻璃：盈利能力触底 需求端逐渐进入旺季

产线变动情况：根据卓创资讯，全国产线共计 304 条，当前在产产线 259 条，与上周持平，产线利用率 85.20%，周内漳州旗滨玻璃 600t/d 浮法四线原产水晶灰改产欧洲灰，暂无点火及冷修线。

价格与库存：需求表现一般，价格小幅波动。至 4 月 29 日，全国最新玻璃均价为 2050.31 元/吨，较上一周价格基本持平。周内国内市场需求表现一般，加工厂开工率难以得到支撑，新增订单仍相对有限，暂无明显改善。整体库存小幅削减，局部出货好转。成品交付较为迟缓，厂家生产积极性较低。

成本已对当前价格形成支撑，进一步降价动力偏弱。华北地区涨跌互现，京津唐区域部分小涨，沙河区域出货受限，产销一般。华东地区稳中上涨，市场走货好转，但局部地区运输仍受限。华中地区交投清淡，部分价格承压下滑，需求端支撑乏力。华南地区产销偏弱，库存有所增加，价格下行。其他区域均有价格回暖趋势。刚需成为市场主要推动力，但缺单问题仍显突出，目前深加工工厂整体开工率仍偏低，玻璃真实需求一般。华东部分地区限制逐步解除，加工厂开工得到一定恢复，我们建议重点关注下游加工厂的复工景气度。期货价格震荡，跌幅 7.34%。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	1955.06	1946	0.47%
华东地区	2178.24	2172.96	0.24%
华中地区	2060	2060	0.00%
华南地区	2051.2	2094.72	-2.08%

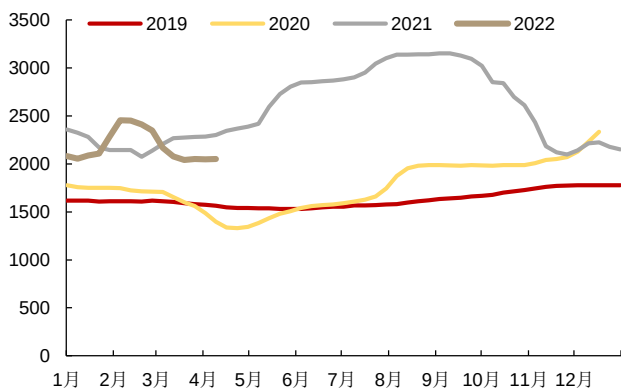
资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

需求释放有限，库存小幅削减。本周重点监测省份生产企业库存总量为 6166 万重量箱，较上周减少 66 万重量箱，降幅 1.07%，库存天数为 29.56 天，较上周减少 0.32 天。沙河区域车辆运输受限，库存约 1268 万重量箱，较上周小增 4 万重量箱，库存增速放缓。市场需求释放相对有限，加之短期部分地区运输仍受限，一定程度影响出货。本周重点省份整体库存环比下降，除山东、江苏、安徽、广东、山西省库存轻微上涨，其他重点省份库存均存在不同程度的下降。

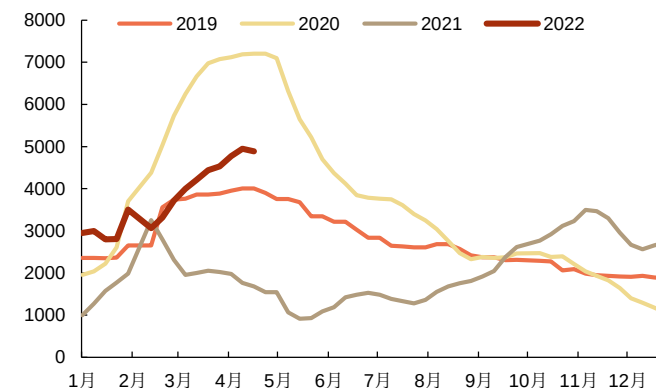
4 月库存走势以累库为主，疫情扰动结束后或恢复去库。当前四月库存仍处高位，对市场形成压力，价格明显的回暖短期或难以显现。需求启动较缓慢，短期内维持增库趋势，但下行的风险也已逐步触底。后期随着运输逐渐恢复，厂家库存增加或告一段落。

图24：全国玻璃销售价格（元/吨）

图25：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

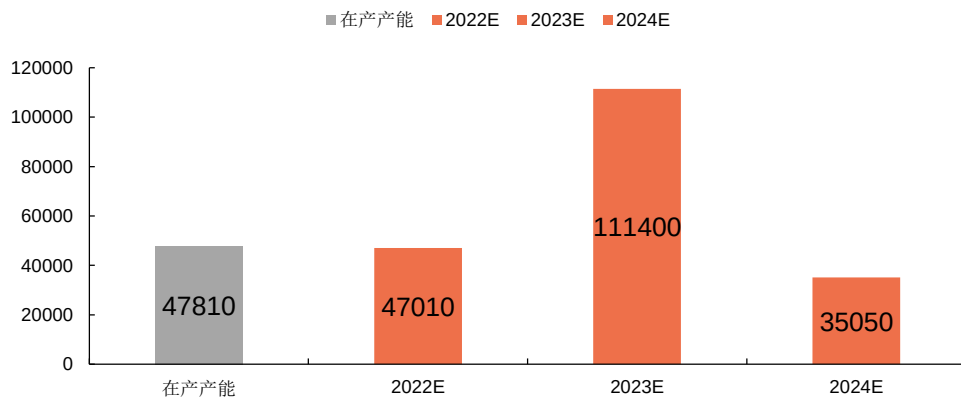


资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

光伏玻璃：稳态微微向上倾斜。据卓创资讯，全国 2.0mm 镀膜面板主流大单价格 21.15 元/平方米，环比持平；3.2mm 镀膜主流大单价格 27.5 元/平方米，环比持平。本周国内光伏玻璃市场交投平稳，组件厂家开工稳定，备货积极性尚可，随着招标项目推进，需求端存一定支撑。目前光伏玻璃库存天数约 16.20 天，环比减少 4.01%。全国光伏玻璃在产产线共计 283 条，日熔量合计 52810 吨，环比增加 1.73%。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。

光伏玻璃听证会制度实施后，新建项目数量井喷，短期关注大量新增产能对企业盈利预期的扰动，以及对上游原材料需求预期的催化。

图26：光伏玻璃新建产能投产规模 (t/d)

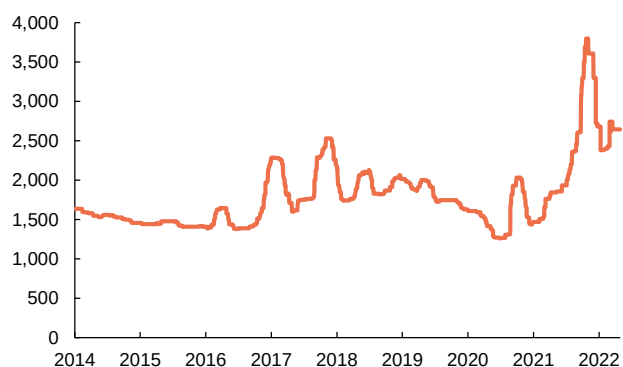


资料来源：各省工信厅光伏玻璃听证会公示，申港证券研究所

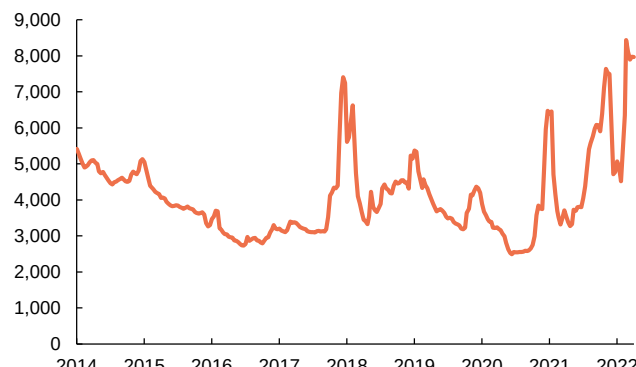
成本及利润：本周国内重碱新单送到终端价格在 2900-3000 元/吨，环比上涨。纯碱市场稳中向好。液化天然气价格呈下降趋势。本周国内浮法玻璃平均行业利润维持低位运行，约 124.34 元/吨，环比上一周平均利润（140.13）小幅减少 15.79 元/吨，周内综合行业利润环比下跌 11.27 %。

图27：纯碱价格 (元/吨)

图28：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。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。价格向上运行的首个观察节点是 5 月进入旺季后去库存节奏，去库节奏超预期可催化上涨。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，届时供需格局方可支撑上涨。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。另一条关注盈利能力修复的主线是成本端的修复，一季度原材料价格仍处在高位，预计二季度成本端难有根本性好转，关注原材料下行带来盈利能力预期的修复。

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，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。成本端高企及落后产能比例高导致玻璃价格有支撑，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，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，当前盈利预期下降对公司的未来的空间并不重要。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：属地产链行情的第二阶段

一季报后积极布局地产链估值修复。

业绩探底期，行业内分化的形势仍在继续，我们建议优选业绩更具确定性的防水及管材龙头。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。当前我们仍建议优选具备业绩确定性的消费建材龙头企业。从短期细分景气度来看，我们推荐地产与基建重叠品种防水、管材。首推东方雨虹、伟星新材。

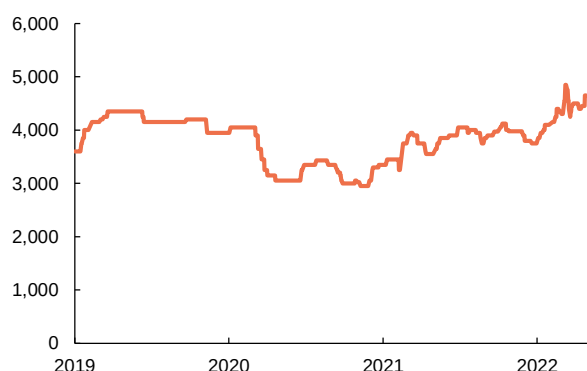
成本端高企是消费建材估值修复的掣肘，大宗降价在加息周期里终将到来，提前布局站在大宗反面的中游制造业。海外冲突对原油价格的刺激逐步企稳，消费建材企业盈利预期有望逐步修复。现阶段乳液、沥青等原材料涨幅较大，树脂类原

材料总体相对稳定。PVC 原材料最新价格 8862.78 元/吨，PP 最新价格 8705 元/吨。

防水行业涨价潮来临，将有效应对原材料价格冲击，行业格局改善龙头最为受益。东方雨虹 3 月 11 日公告将上调防水类产品价格 10%~20%，其中沥青类卷材上调 15%~20%，高分子卷材上调 10%。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。企业迫于原材料压力集体涨价将改善竞争格局，行业内低价无序竞争或有所缓解，行业整体盈利能力得到修复。2021 年东方雨虹在防水行业营收占比为 25.3%，但净利润占比达到 67.42%。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。龙头做出涨价姿态后全行业跟进，低价竞争趋缓，预计龙头价格调整落地程度最高，因此最为受益。

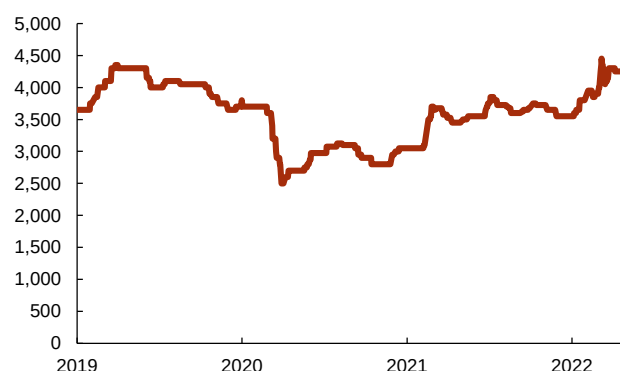
关注竣工端建材的需求韧性。保交楼仍是全年需求主线，我们认为地产竣工端具备强于地产开工端的韧性，竣工端建材短期业绩或显著强于开工端。2022Q1 家装建材、轻工家具等板块营收大多逆势增长，正是源自地产竣工端的韧性。

图29：市场价：SBS 改性沥青：华东地区（元/吨）



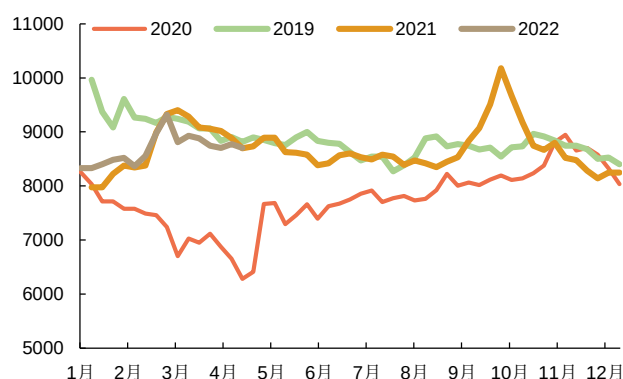
资料来源：Wind，申港证券研究所

图30：市场价：SBS 改性沥青：华北地区（元/吨）



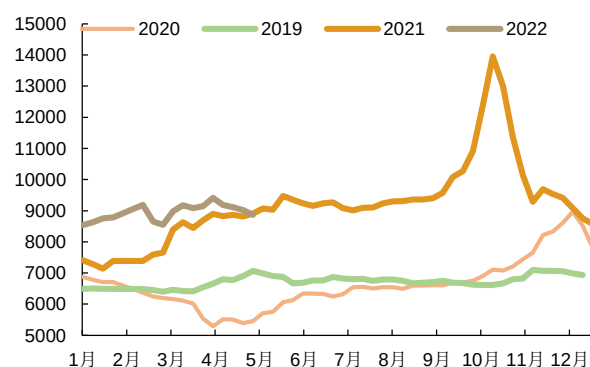
资料来源：Wind，申港证券研究所

图31：PP 市场价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

图32：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：基本面边际改善 关注情绪性配置机会

根据卓创资讯，截止 2022 年 4 月 29 日，全国水泥均价 463.42 元/吨，环比下跌 0.39%。本周水泥价格维持下跌表现，各区域价格跌多涨少，且涨价普遍难以执行。

全国各省区制定和开展二季度停窑计划，整体熟料线运转率高于3月份。川渝、云贵4月份计划停窑10-20天，广东计划在4月份执行停窑10天。山东、河北、山西、河南部分熟料线4月中下旬要求补停15天，整体停窑率在40%-50%。福建省内水泥协会要求4-5月熟料线追加停窑7天，但基本未有企业执行。湖南要求4月中下旬错峰停窑15天。

与上周相比，本周熟料库存继续增长。全国熟料库容比均值为65.91%，与上周相比上升1.52个百分点。北方少数省份停窑，库存有一定下降，其他区域库存上升比较多。与上周相比，本周磨机开工负荷有轻微上升，全国水泥磨机开工负荷均值53.51%，较上周上升0.1个百分点。华东和西北磨机开工略有提升，需求有一定好转，华北、西南和东北下降，局部是天气影响。本周四水泥-煤炭价格差均值为307.59元/吨，较上周四下跌2.86%。与去年同期相比，水泥煤炭价格差均值下跌9.22%。煤炭成交价格弱稳运行，水泥价格继续回落，行业盈利水平环比继续下降，同比仍然较差。

水泥需求仍处于较低位置，从农历口径来看需求复苏节奏落后于往年一个月，我们判断与局部疫情扰动施工节奏有关。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；地产复苏首推建材中消费属性占优的伟星新材、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