太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

证券研究报告
2021年12月17日

新时代，新机遇

——建材行业2022年投资策略

建材建材分析师 丁士涛
执业资格证书编码：S1190521080001

报告摘要

- **建材的下游主要与国内的地产和基建有关，属于典型的周期性行业。周期性行业拐点一般指宏观政策拐点和微观业绩拐点，我们判断政策拐点已经出现。但是我们需要认识到，继续依靠基建和地产拉动经济的模式已经不复存在，新发展模式下建材行业面临新的投资机会。**

- **碳中和背景下耐火材料需求增长：**耐火材料的下游主要是钢铁、石化、有色等高耗能行业，双控政策和碳交易的推行将会提升对耐火材料需求，估值体系有望从周期切换为成长。**建议关注：鲁阳节能。**

- **绿色建筑提升铝模板渗透率：**铝模板属于绿色建材，政策支持力度大，综合性价比优于传统模板。2020年全国铝模板渗透率为20%，2025年渗透率有望增至45%，行业规模五年CAGR为14%。**建议关注：志特新材。**

- **受益海外地产高景气的PVC地板：**PVC 地板用于房屋铺地材料，受益于美欧地产高景气周期。随着影响收入和利润的不利因素逐步消除，业绩拐点有望出现。**建议关注：海象新材。**

- **地产政策纠偏后消费建材投资机会：**随着产品价格的上调和原材料价格回落，2022年企业毛利率有望改善，叠加费用率下滑，消费建材企业利润增速有望超过收入增速。**建议关注：东方雨虹、坚朗五金。**

- **传统建材阶段性行情：**水泥的机会来自于政策边际变化，玻璃的机会来自于产线集中冷修导致的供需错配。

- **风险提示：全球疫情加重；全球经济下滑；原材料价格大幅上涨；限电政策持续；地产企业流动性恶化。**

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

目录

一 行情与政策回顾

二 主线一：碳中和背景下耐火材料需求增长

三 主线二：绿色建筑提升铝模板渗透率

四 主线三：受益海外地产高景气的PVC地板

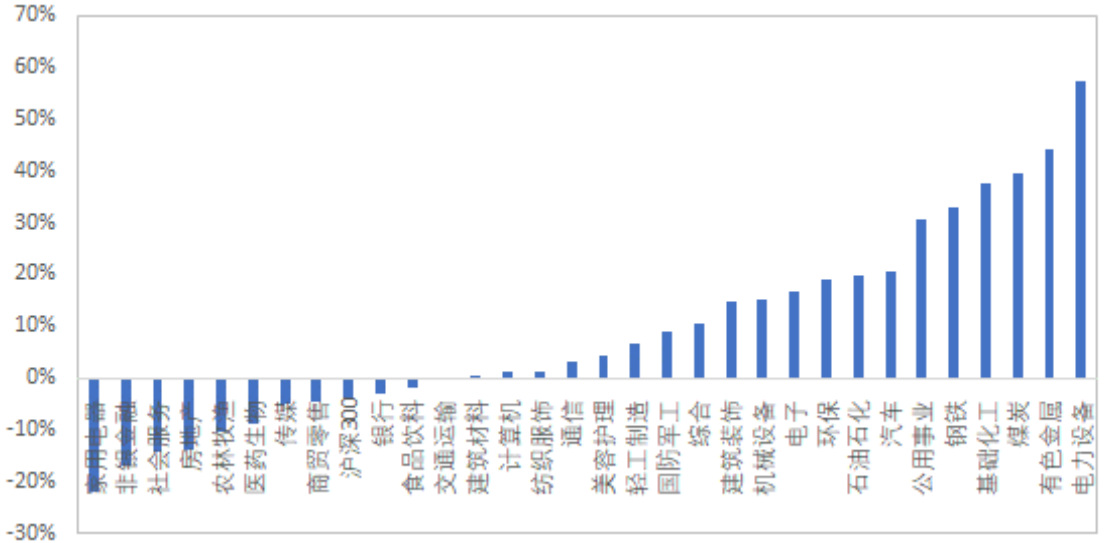
五 主线四：地产政策纠偏后消费建材投资机会

六 主线五：政策带来传统建材阶段性行情

一、行情与政策回顾

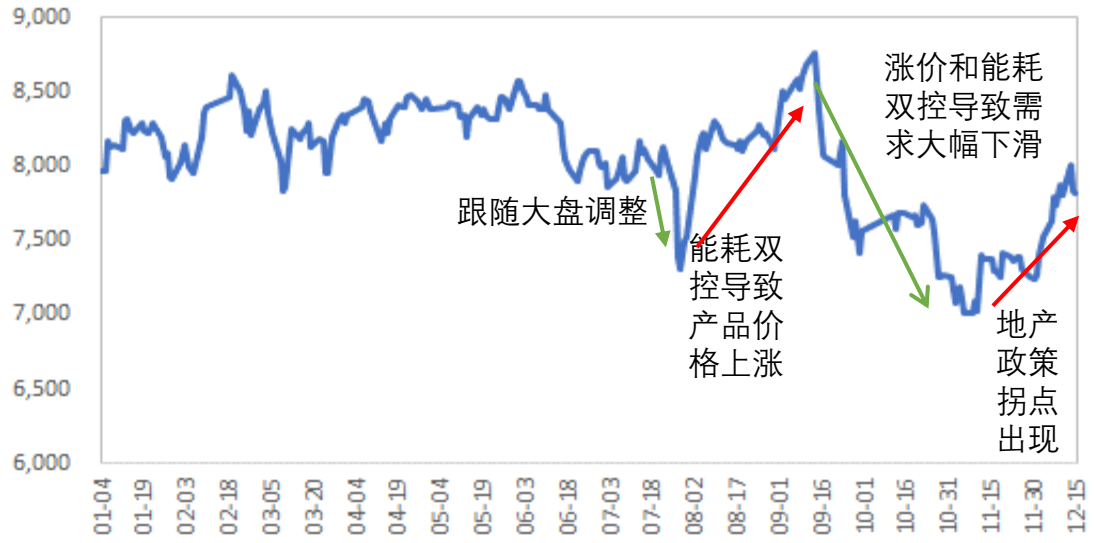
- 2021年以来，申万建材板块涨幅0.05%、位列申万一级板块涨跌幅第20位，同期沪深300指数跌幅3.94%，建材板块跑赢沪深300指数3.99个百分点。
- 2021年建材板块表现平稳，上半年板块区间震荡走势明显，下半年受地产企业债务问题、能耗双控、需求下滑等因素影响，板块波动明显加大。从全年走势看，政策是决定板块走势的最关键因素。
- 建材的下游主要与国内的地产和基建有关，属于典型的周期性行业。周期性行业拐点一般指宏观政策拐点和微观业绩拐点，我们判断政策拐点已经出现。

图1：2021年申万一级子行业走势



资料来源：Wind，太平洋研究院整理　注：数据截止2021年12月15日

图2：2021年申万建材板块走势



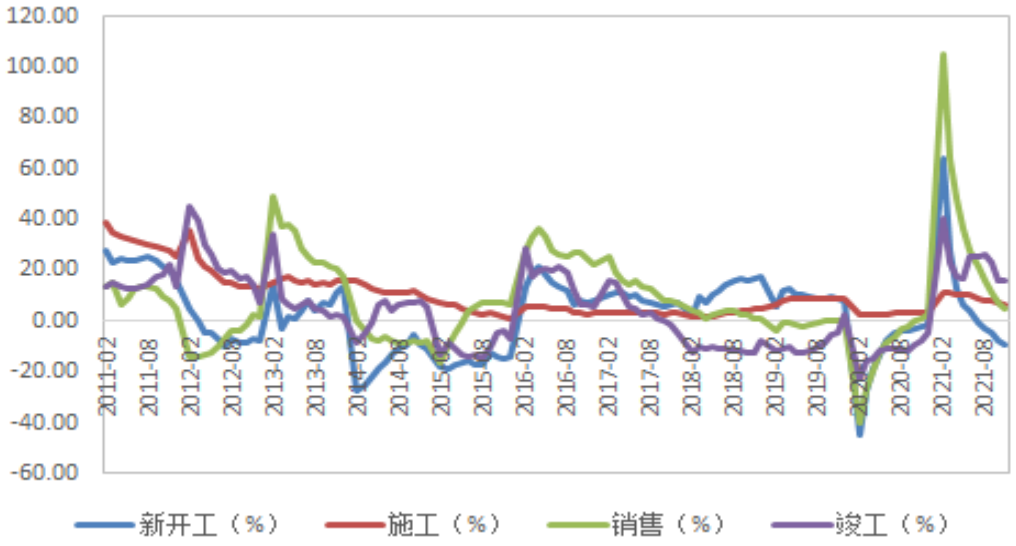
资料来源：Wind，太平洋研究院整理　注：数据截止2021年12月15日

一、行情与政策回顾

□ “房住不炒”的定位不变，近期支持房地产市场政策陆续出台后，需求有望边际改善。

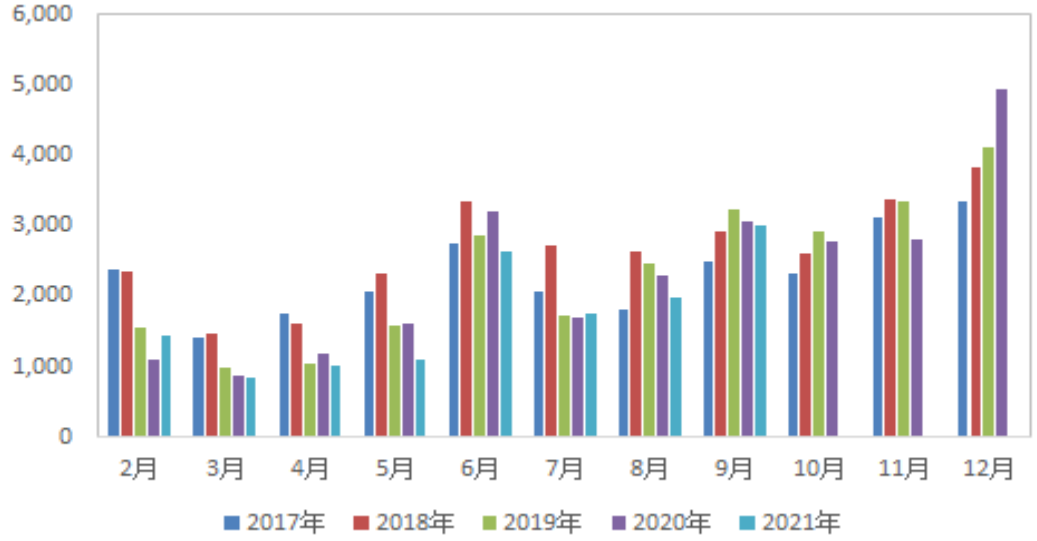
- **银保监会：**要根据各地不同情况，重点满足**首套房、改善性住房按揭需求**，合理**发放房地产开发贷款、并购贷款**，加大保障性租赁住房支持力度，促进房地产行业和市场平稳健康发展。
- **交易商协会：**将优先支持符合房地产调控政策的企业注册债务融资工具**用于并购项目或已售在建项目建设。**
- **中央经济工作会议：**要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，坚持租购并举，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业**良性循环和健康发展。**

图3:地产累积需求增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图4:月度土地购置面积（万平方米）



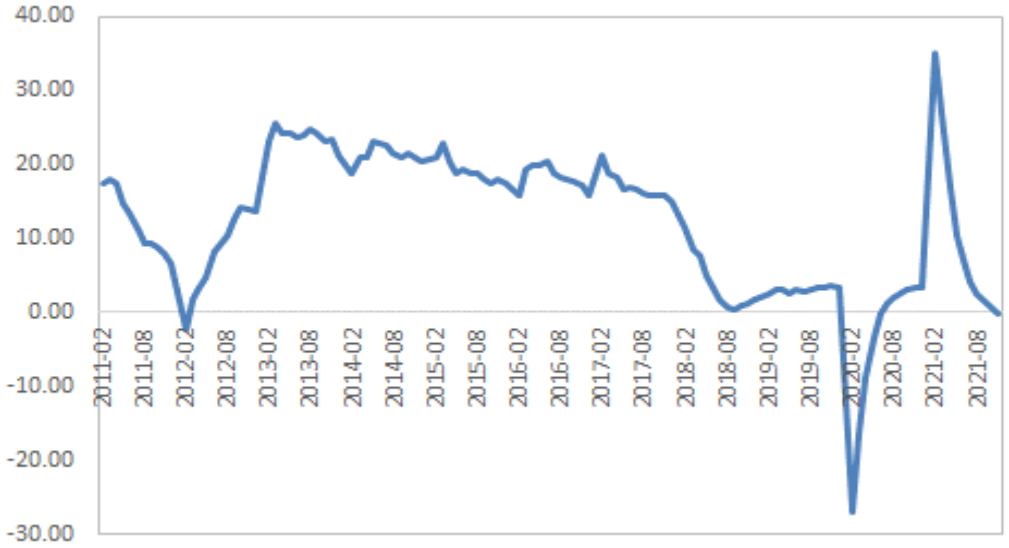
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

一、行情与政策回顾

□ 2021年下半年以来，宏观政策多次提及“稳定”、“跨周期调节”、“专项债”等。

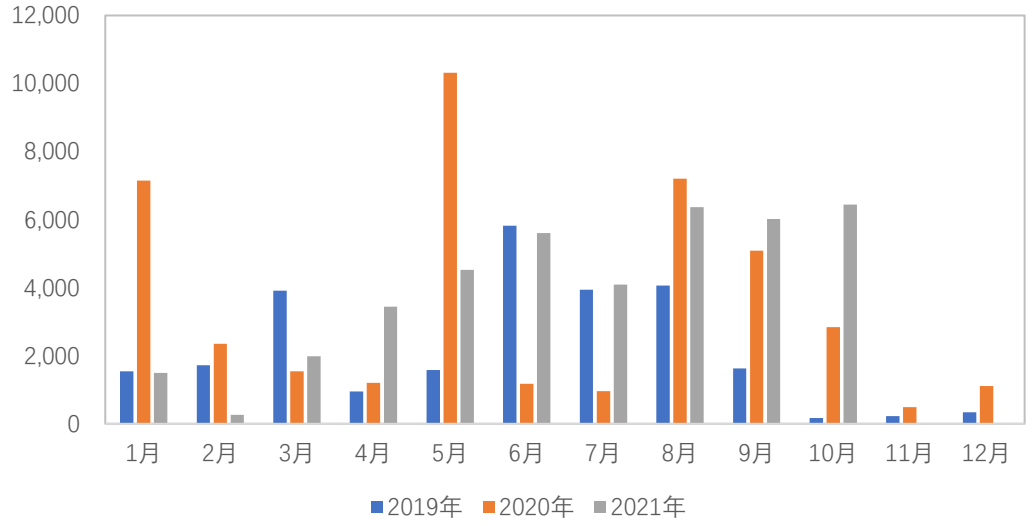
- **730政治局会议：**要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性。
- **816国常会：**加强跨周期调节，用好地方政府专项债带动扩大有效投资等具体细化措施。
- **922国常会：**要求做好跨周期调节，稳定合理预期，保持经济平稳运行；审议通过“十四五”新型基础设施建设规划，推动扩内需、促转型、增后劲；部署加快中小型病险水库除险加固，提升供水和防灾减灾能力。
- **中央经济工作会议：**22年经济工作要“稳字当头，稳中求进”，积极扩大有效投资，适度超前基础设施建设。

图5:基建累积投资增速(%)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图6:月度地方债券发行额度（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

目录

一 行情与政策回顾

二 主线一：碳中和背景下耐火材料需求增长

三 主线二：绿色建筑提升铝模板渗透率

四 主线三：受益海外地产高景气的PVC地板

五 主线四：地产政策纠偏后消费建材投资机会

六 主线五：政策带来传统建材阶段性行情

二、耐火材料

- **政策要求“两高一剩”行业实施节能减排，后续将会纳入全国碳交易平台。通过减少碳排放量和降低能耗强度，可以实现对产量的“保护”，政策的持续推出会提升企业节能减排需求。**

- 2020年9月22日，国家主席习近平宣布，中国力争于2030年前二氧化碳排放达到峰值、争取在2060年前实现碳中和。

- 2021年7月14日，国务院政策例行吹风会，全国碳排放权交易市场覆盖行业范围将逐步扩大到钢铁、有色、石化、航空等更多的高排放行业。

- 2021年12月3日，工信部表示已完成编制钢铁、有色、石化、建材等行业碳达峰实施方案。

- 2021年12月10日，中央经济工作会议提出要引导能耗双控向碳排放总量和强度双控转变。

二、耐火材料

- **电力市场化交易提升高耗能企业的用电成本，纳入碳交易后企业的碳税成本增加。如果耗电量超出行业标准，还会被征收惩罚性电价。高耗能企业成本增加将提升企业对降低能耗的需求，带来耐火材料需求增长。**

- 2021年8月27日，发改委提出完善电解铝行业阶梯电价政策的通知，将按照铝液综合交流电耗对电解铝企业阶梯电价进行分档，高于分档标准的企业的用电价格将出现上浮。

- 2021年10月12日，国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，燃煤发电电量全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。

- 以欧洲为例：欧洲碳价88.88欧元/吨二氧化碳，导致：燃煤发电成本+0.535元，吨钢成本+1167元，吨水泥成本+568元，吨电解铝成本+8023元。

- 以中国为例：国内碳价48元/吨二氧化碳，导致：燃煤发电成本+0.038元，吨钢成本+84元，吨水泥成本+41元，吨电解铝成本+577元。

二、耐火材料

- **耐火材料本身属于“两高一剩”行业，在政策鼓励兼并重组、淘汰落后产能、成本增加的背景下，行业集中度有望提升。**

- **政策鼓励兼并重组：**2013年工信部提出，2020年前十大企业集中度提高到45%的目标（未完成）。随着中国宝武和中国建材耐火材料业务的整合，未来行业集中度提升将是大概率事件。

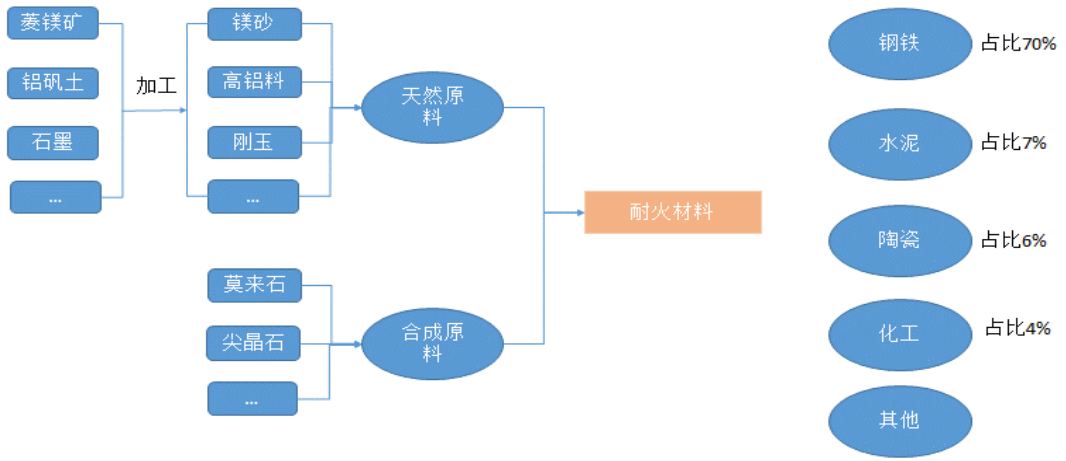
- **环保政策推动落后产能退出：**陶瓷纤维行业能耗标准制订工作已经启动，行业能耗标准的确定将会进一步规范行业竞争格局，落后产能的竞争力会减弱，将会被市场逐步淘汰。国内陶瓷纤维生产企业约200家，大多是小规模企业。

- **能源成本增加倒逼产能退出：**电价上涨一方面会导致下游高耗能企业增加节能需求，另一方面会倒逼耐火材料行业内高成本产能退出。

二、耐火材料

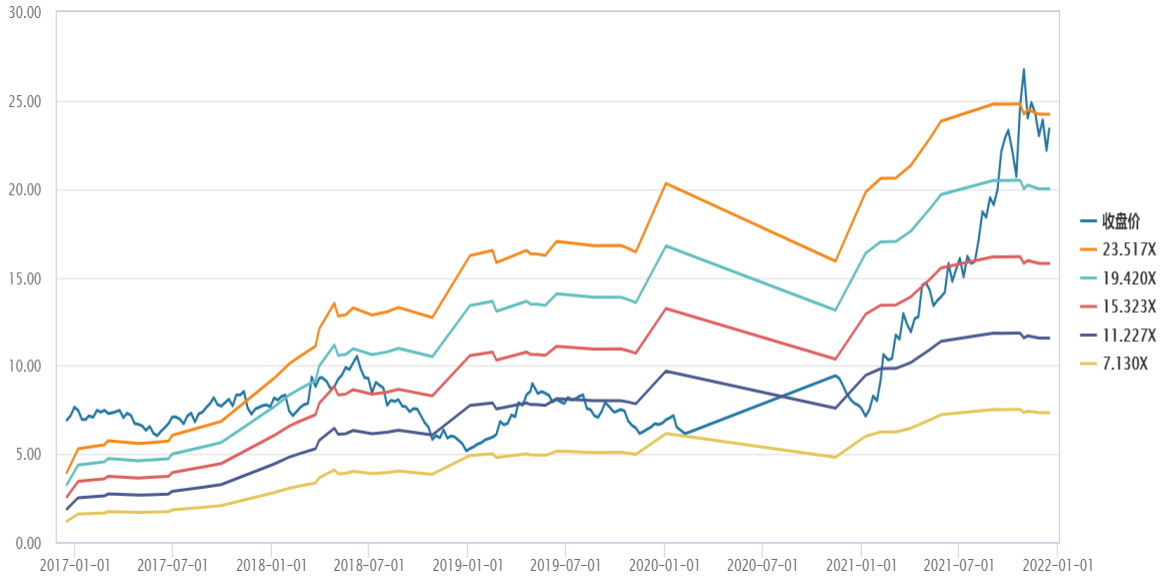
- 耐火材料的下游集中在“两高一剩”行业，能源消耗大且碳排放量高。耐火材料分为重质耐火材料和陶瓷纤维耐火材料，前者应用在水泥、玻璃、钢铁行业，后者应用在石化、有色、钢铁行业。
- 由于下游客户产能受限，意味着耐火材料的需求见顶，因此被贴上“周期股”的标签。随着高耗能企业节能减排需求的增加，耐火材料的需求将不再依赖于下游客户产量的增长，估值有望从“周期”切换为“成长”。

图7:耐火材料产业链上下游



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图8:鲁阳节能PE估值变化（倍）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

目录

一 行情与政策回顾

二 主线一：碳中和背景下耐火材料需求增长

三 主线二：绿色建筑提升铝模板渗透率

四 主线三：受益海外地产高景气的PVC地板

五 主线四：地产政策纠偏后消费建材投资机会

六 主线五：政策带来传统建材阶段性行情

三、铝模板

- **铝为可再生金属，可循环使用。用铝模板代替木模板，可大幅减少施工中的建筑垃圾排放。以2013年为例，我国建筑模板用量超过8亿平方米，如果其中20%使用铝模板替代，可以节约1.6亿平方米木模板，相当于40万吨标准煤、减排100万吨二氧化碳排放。**

- 2020年5月8日，住建部发布《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》，文件中提出**推广使用铝模板**等周转材料，减少建筑垃圾产生量。

- 2021年10月21日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推动城乡建设绿色发展的意见》，文件中提出实施**建筑领域碳达峰、碳中和行动**。

- 2021年10月24日，国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，文件中提出全面推广绿色低碳建材，**推动建筑材料循环利用**。

- 2021年12月15日，生态环境部等18部门印发《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》，文件中提出全面**推广绿色低碳建材**，落实建设单位建筑垃圾减量化的主体责任，将建筑垃圾减量化措施费用纳入工程概算。

三、铝模板

- 铝模板的施工成本与其他模板差异不明显。由于铝模板施工周期更快，铝模板的施工天数较其他模板少1-2天，可以进一步节约人工成本及费用。施工后的铝模板回收价值高，其他模板基本没有回收价值。因此，铝模板的综合成本低于其他模板。

图9：不同模板成本和性能对比

性能	塑料模板	竹胶板	木模板	大钢模板	铝模板
市场价格（元）	150	48	42	租1.5元/天	出租24元/天
周转次数	30	6	6	拆模周期7天	
单次成本（元）	5	8	7	10.5	24
辅料成本（元）	8	钢管扣件+木方8	钢管扣件+木方8	机械费5	0
单次平米劳务成本（元）	36	33	33	28	28
综合成本	50	53	52	43.5	52
阻燃性	不阻燃	不阻燃	不阻燃	阻燃	阻燃
耐腐蚀性	优良	差	差	差	优良
脱模过程	容易	适中	适中	困难	容易
脱模剂	不使用	使用	使用	使用	使用
指定尺寸	可以	不可以	不可以	不可以	可以
回收性	回收	不回收	不回收	回收	回收价值高
吸水后	不变形	易变形损坏	易变形损坏	易吸水生锈	不变形
表面硬度	一般	一般	一般	高	高
环保	无污染	污染环境	污染环境	污染环境	无污染
施工周期（天/层）	6	6	6	7	4-5
其他		需二次抹灰	需二次抹灰	只用于竖向墙体	无需抹灰

资料来源：昌宜（天津）网站，太平洋研究院整理

三、铝模板

- 截止2020年12月底，全国建筑铝合金模板市场保有量6,200万平方米，2020年全国建筑铝合金模板生产销售、租赁承包收入约364亿元，其中：租赁市场规模134亿元、销售市场规模230亿元。

- 我们假设“十四五”期间铝模板渗透率每年提升五个百分点，至2025 年中国铝模板的市场渗透率为45%；我们假设“十四五”期间房屋新开工面积复合增速为-3%。在此假设下，2021-2025年铝模板行业市场空间441/514/581/644/703亿元，复合增速14%。

图10:未来五年铝模板市场空间测算

指标	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
房屋新开工面积（亿平方米）	22.44	21.77	21.11	20.48	19.87	19.27
铝模板渗透率	20%	25%	30%	35%	40%	45%
铝模板市场空间（亿元）	364	441	514	581	644	703
增速		21%	16%	13%	11%	9%

资料来源：太平洋研究院整理

三、铝模板

- 一套铝模板系统应用于一个租赁项目的周期为 1 年左右。企业的租赁模板会计折旧次数为120次，残值率35%。假设1栋楼包含30层，即：每年周转30次，会计折旧年限为4年。当模板折旧计提完毕，后续使用不再计提折旧费用时，租赁业务的成本将大幅下降，利润率提升。

图11：旧模板会计折旧结束后企业利润率测算

项目（层，万元）	2016 A	2017 A	2018 A	2019 A	2020 A	2021E	2022E
旧板发货率	19.29%	27.86%	25.32%	44.80%	67.67%	75.00%	80.00%
当年完工层数	22.73	29.55	24.77	24.54	26.46	25	25
累计完工层数	22.73	52.28	77.05	101.59	128.05	153.05	178.05
租赁收入	43,255.19	56,233.65	47,137.31	46,699.62	50,353.38	47,575.00	47,575.00
租赁营业成本	19,620.56	21,094.18	19,334.96	19,968.94	19,907.72	15,217.41	15,003.08
其中：旧板折旧成本	1,526.63	2,736.52	2,028.68	3,544.43	4,570.86	0	0
翻新成本折旧成本	733.02	1,058.68	962.16	1,702.45	2,571.38	2,850.00	3,040.00
毛利率	54.64%	62.49%	58.98%	57.24%	60.46%	68.01%	68.46%
对毛利率的影响	7.85%	-3.51%	-1.74%	3.22%	7.55%	0.45%	

资料来源：志特新材招股说明书，太平洋研究院整理

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

目录

一 行情与政策回顾

二 主线一：碳中和背景下耐火材料需求增长

三 主线二：绿色建筑提升铝模板渗透率

四 主线三：受益海外地产高景气的PVC地板

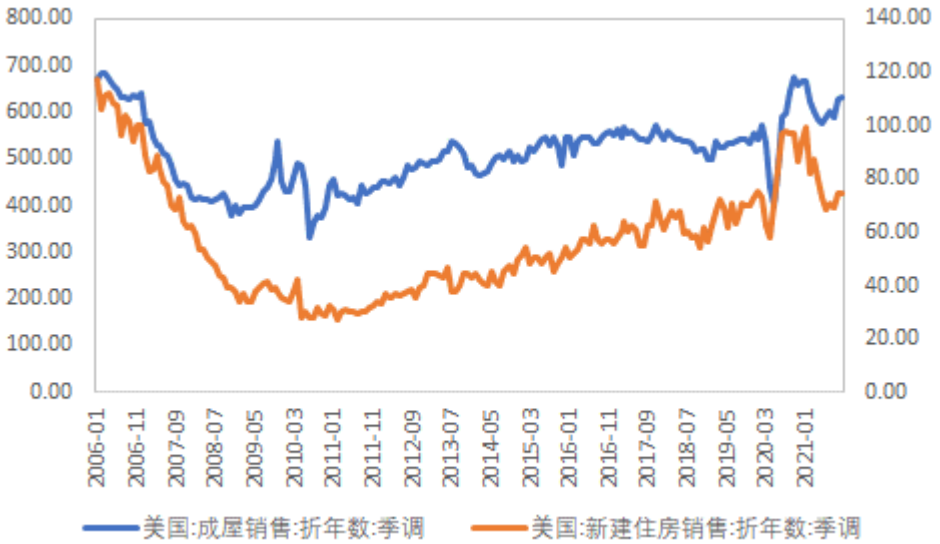
五 主线四：地产政策纠偏后消费建材投资机会

六 主线五：政策带来传统建材阶段性行情

四、PVC地板

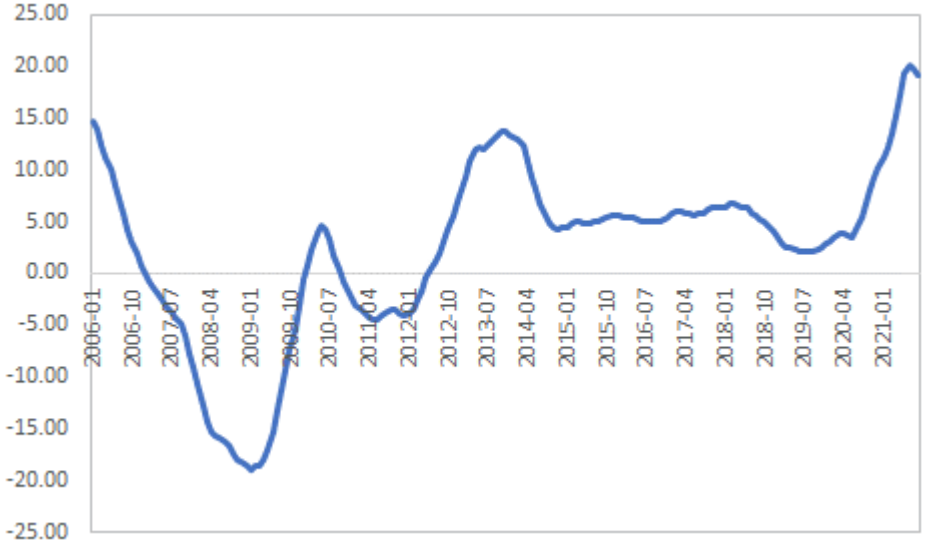
- 以国内地产为需求的企业面临需求下滑和应收款账期延长的风险。海外地产需求处于景气周期，海外客户的账期60-90天，并可以通过保险公司承保，可以规避需求下滑和账期延长的风险。
- 疫情后的央行“放水”导致海外地产处于景气周期，海外房价大幅上涨、新房和二手房交易活跃。
- 在美国，PVC地板在住宅二次装修占比58.5%、住宅一次装修占比23.5%、商业建筑占比18%。海外地产高景气将带动与地产需求相关的装修、装饰产品需求。

图12:美国住宅销售情况（万套）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图13:美国房价指数同比涨幅（%）

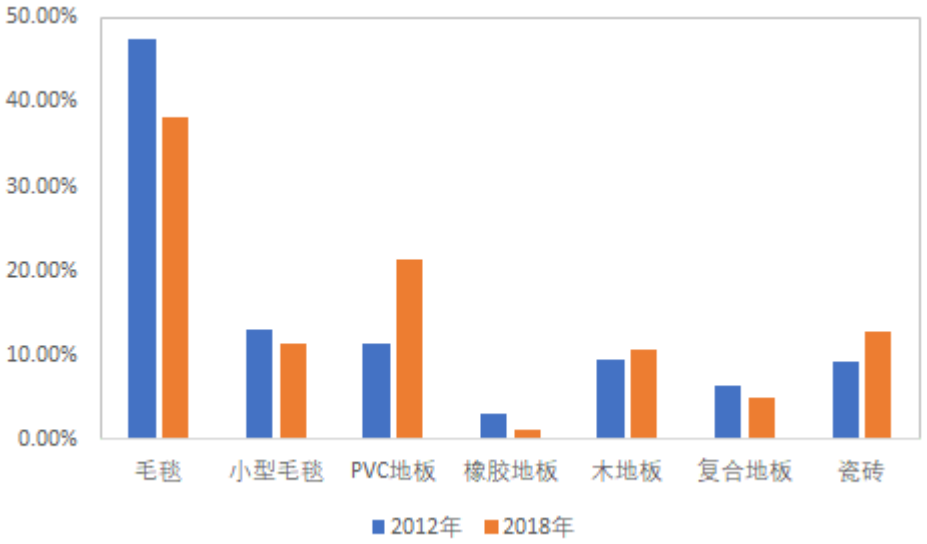


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、PVC地板

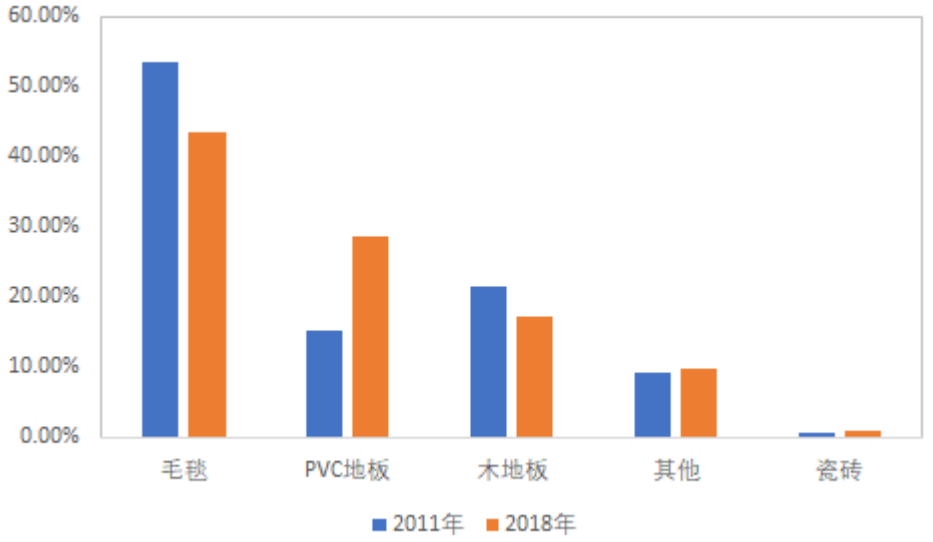
- PVC地板的特点：价格便宜；彩膜种类多，满足欧美消费者多元化的需求；安装简便、节约人力成本；环保无甲醛；可以回收。
- 美国PVC地板在地面装饰材料中的比重由2012年11.3%提高到2018年21.4%，仅次于毛毯，已经成为美国第二大地面装饰材料。
- PVC 地板在欧盟进口的地面装饰材料中的比重，由2011年15.16%提升至2018年28.53%。

图14:美国PVC地板渗透率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图15:欧洲PVC地板渗透率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、 PVC地板

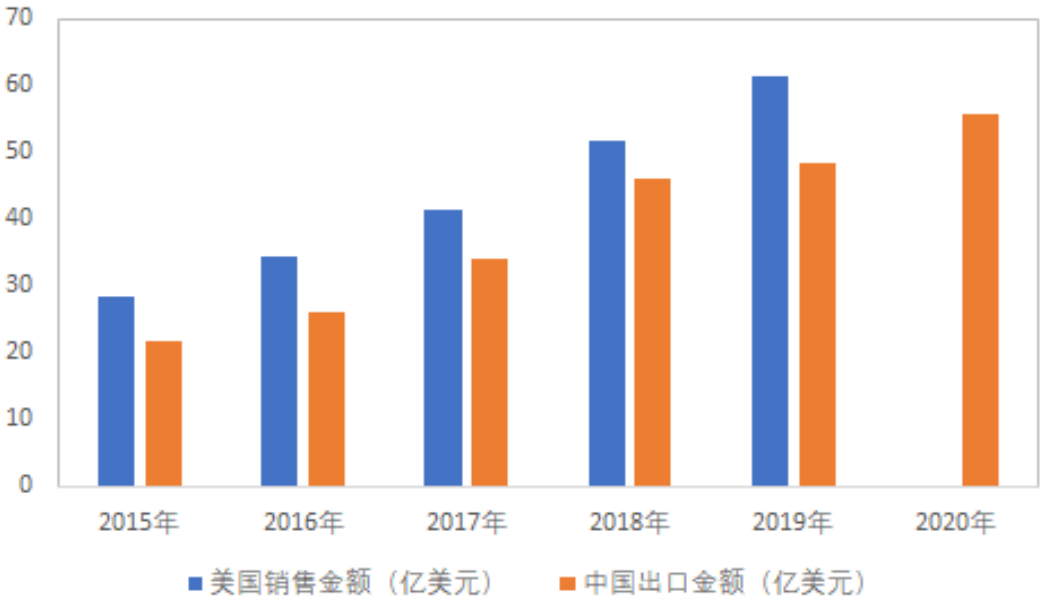
- 房地产行业的快速发展以及二次装修市场的稳定需求为 PVC 地板在北美地区的销售增长创造条件。2015年美国PVC地板销售金额从28.32亿美元增长至2019年61.24亿美元，CAGR=21.27%。

- 国内居民传统思维认为传统地板更天然、更环保，甚至将PVC地板和塑料等同，导致PVC地板在国内渗透率低。

- 欧美企业将生产环节交给中国等发展中国家，完工后直接向其采购进口的 OEM 或 ODM 地板成品，而欧美等国家的地板品牌商可以专注于营销渠道和地板品牌的经营管理。

- 根据中国海关相关数据统计，2015-2020 年我国出口 PVC 地板金额从 21.75亿美元增长到 55.56 亿美元，CAGR=20.63%。疫情导致的供应链中断使得中国企业市占率出现提升。

图16:美国PVC地板销售金额和中国出口金额



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

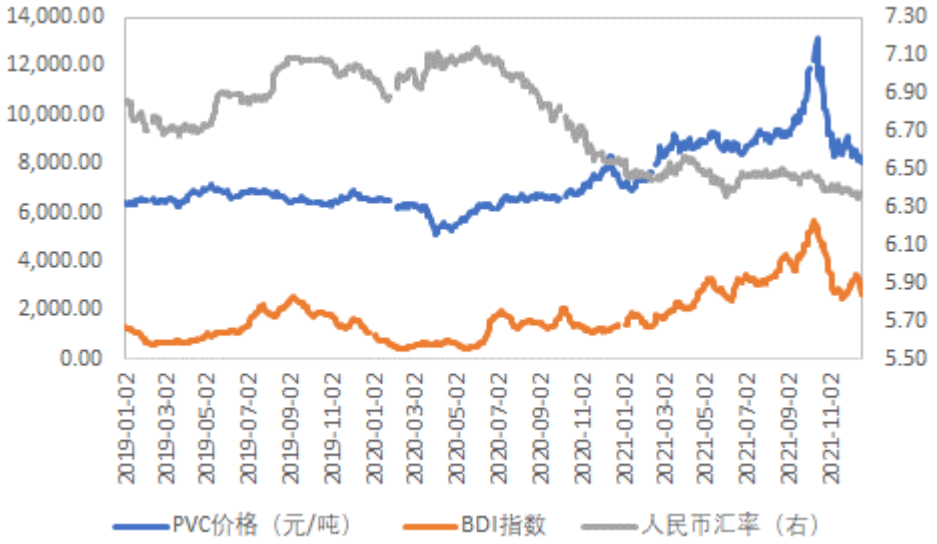
四、 PVC地板

- 在订单饱满状态下，影响PVC地板企业收入的主要变量是海运运力。2020年以来，运力紧张及海运费上涨导致企业发货率偏低，影响收入确认。

- 影响PVC地板企业利润的主要变量是PVC价格及人民币汇率。PVC在生产成本中占比接近60%，原材料大幅上涨导致企业利润率下滑；人民币升值对毛利率和财务费用率有负面影响。

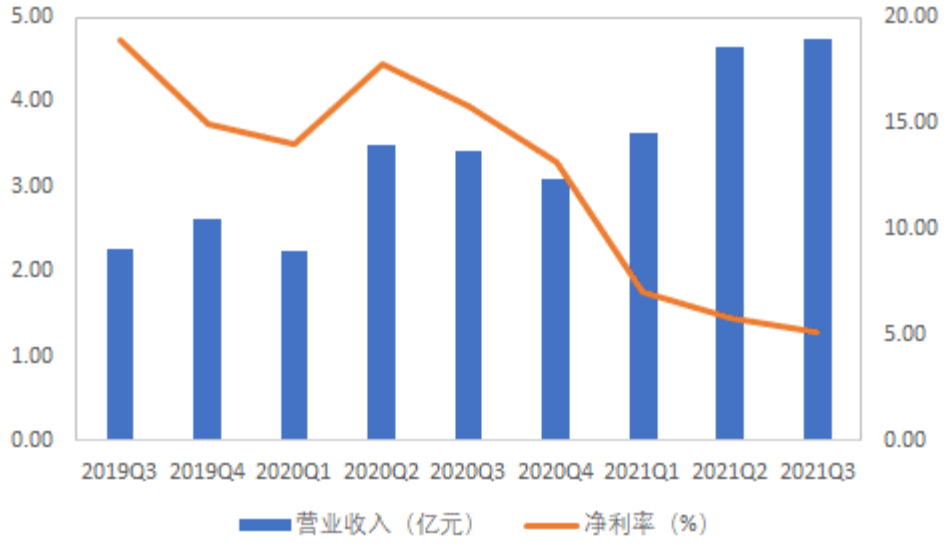
- 随着海运运力逐步缓解、PVC价格见顶回落、美联储加息周期启动，PVC地板企业的业绩拐点即将出现。

图17:影响PVC地板企业业绩的三个主要变量



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图18:海象新材单季收入和净利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

目录

一 行情与政策回顾

二 主线一：碳中和背景下耐火材料需求增长

三 主线二：绿色建筑提升铝模板渗透率

四 主线三：受益海外地产高景气的PVC地板

五 主线四：地产政策纠偏后消费建材投资机会

六 主线五：政策带来传统建材阶段性行情

五、消费建材

- **收入增速放缓：**受地产需求下滑影响，消费建材企业收入增速放缓，针对可能出现违约风险的地产企业，消费建材企业主动减少发货量。

- **利润大幅下滑：**受原材料上涨影响，消费建材企业成本大幅上涨。虽然针对小B和C端客户进行提价，提价幅度无法覆盖成本上涨，大B价格调整滞后性明显。

- **费用率下降：**为了抵御成本增加影响，消费建材企业修炼内功降低费用率，与2020年相比费用率降幅明显。

图19:消费建材企业单季收入同比变化（%）

证券简称	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
东方雨虹	28.4	118.1	40.1	36.5
科顺股份	43.5	80.6	24.3	14.6
凯伦股份	49.4	81.8	47.4	33
三棵树	50.2	241.2	48.2	34.2
亚士创能	69.6	163.7	63.2	25.5
东鹏控股	23.7	135.3	17.2	-2.2
蒙娜丽莎	35.4	105.6	59.9	19.2
帝欧家居	13.8	46.2	3.1	16.8
伟星新材	22	59	20.1	15.8
永高股份	21.1	86.6	21.2	24
雄塑科技	14.3	50.6	6.6	22.4
北新建材	34.8	100	22.5	12.2
坚朗五金	32	55.4	24.8	29

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图20:消费建材企业单季利润同比变化（%）

证券简称	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
东方雨虹	117.1	126.1	28.5	10.4
科顺股份	236.3	469.6	16.2	-28.6
凯伦股份	66.1	104	34.3	-51.5
三棵树	32.1	106.4	-55.4	-122.7
亚士创能	129.2	89.8	-60.2	-46.3
东鹏控股	41.5	147.5	3	-98.8
蒙娜丽莎	45.5	18.9	32.9	-16.9
帝欧家居	15.3	49.8	-2.2	-49.9
伟星新材	57.6	31	11.2	-4.8
永高股份	24.4	98.3	-25.7	-58.8
雄塑科技	-5.5	46.2	-44.7	-51.6
北新建材	89	1468.4	51.2	-19.7
坚朗五金	85.6	415.7	50.9	20.4

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图21:消费建材企业单季度费用率同比变化（%）

证券简称	2020年	2021Q1	2021Q2	2021Q3
东方雨虹	17.9	19.9	15.1	14.6
科顺股份	15.1	14.7	14.3	14.9
凯伦股份	24	16.4	18	18.4
三棵树	25.1	29.9	22.7	21.8
亚士创能	19.1	35.2	20.2	20.3
东鹏控股	18.5	23.6	17.3	17.9
蒙娜丽莎	20	23.4	19.8	20
帝欧家居	18.7	21.7	18.2	18.8
伟星新材	18.1	22.8	19.7	17.8
永高股份	12.5	13.7	12	11.8
雄塑科技	10.5	9.2	9.6	9
北新建材	13	15.7	13.3	12.4
坚朗五金	22.4	29.2	22	20.4

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、消费建材

- **应收账款账期延长：**地产企业现金流恶化导致建材企业应收账款账期延长。
- **应付账款账期缩短：**原材料涨价导致建材企业采购原材料话语权下降，应付账款账期缩短。
- **经营性现金流大幅恶化：**应收账款账期延长叠加应付账款账期缩短导致经营性净现金流恶化。

图22:消费建材应收账款周转天数（天）

证券简称	2018	2019	2020	2021Q3
东方雨虹	112.7	100.6	97.2	101.3
科顺股份	137.3	128.5	123.2	152.9
凯伦股份	140.3	142	131.9	171.1
三棵树	63.2	68.7	94	111.3
亚士创能	122.6	109.9	117.7	140.3
东鹏控股	40.4	49	53.6	58.3
蒙娜丽莎	57.9	55.1	52.7	61.3
帝欧家居	66.5	124.5	171.5	190.7
伟星新材	19.4	21	19.6	20.4
永高股份	56.1	54.3	45.2	45.9
雄塑科技	27.3	30.5	30.2	33.8
北新建材	2.5	18.1	34.2	44.9
坚朗五金	83.2	75.6	79.6	126

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图23:消费建材应付账款周转天数（天）

证券简称	2018	2019	2020	2021Q3
东方雨虹	78	88.3	75.7	55.3
科顺股份	86	81.8	87.2	80.3
凯伦股份	60	59	113.1	95.7
三棵树	87.9	104.9	134.9	145.8
亚士创能	140.9	142.8	153.3	133.6
东鹏控股	112.8	115.1	96.6	91.7
蒙娜丽莎	112.5	101.4	94.3	105.3
帝欧家居	46.5	71.6	60.2	52.1
伟星新材	37.3	42.5	44.8	41.3
永高股份	28.4	28.7	30.1	30.5
雄塑科技	28.8	33.6	46.9	43.8
北新建材	33.5	44.8	49	43.8
坚朗五金	74.2	69	67.4	93.6

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、消费建材

- **产品价格有望上调。**大B定价基于上一年原材料均价作为下一年定价基础，由于21年原材料价格大幅上涨，22年产品售价有望上调。

- **大宗商品政策顶出现。**政府对于大宗商品调控挤出投机资金，企业面临的成本压力减轻，应付账款账期缩短问题有望随着大宗商品价格稳定而改善。

- **利润增速有望超过收入增速。**毛利率改善叠加费用率下滑，22年消费建材利润增速有望超过收入增速。

- **行业集中度提升有望加速。**中小企业面临的经营压力远大于头部企业，地产企业集中度提升加速上游建材企业集中度提升的进度。

- **多品类扩展提升收入稳定性。**“六位一体”、“一体两翼” 、“同心圆”等战略的实施降低单一品类的经营风险，向综合建材集团迈进。

- **静待政策纠偏后的产业链修复。**首选收入增速快且费用率控制强的企业，后期的利润弹性更大。

五、消费建材

从需求、供给、客户体验、行业集中度四大维度考虑，消费建材子行业中首选防水。

- **需求：**防水产品的下游与基建和地产相关，在地产需求中又与新开工和竣工相关。防水行业提标会带来需求的增长，旧城改造的推进和光伏屋顶防水等新领域也将带来需求的增长。
- **供给：**2021年11月29日，山东省将沥青防水列为高耗能、高排放项目，新建项目必须碳排放减量替代，否则不能投产。未来供给端的收紧将是大势所趋。
- **客户体验：**房住不炒的背景下，消费者对于居住环境品质的要求提高。防水属于隐蔽工程，试错成本高，直接影响消费者的居住体验，头部防水企业有望受益。
- **集中度：**防水行业提标后，部分企业由于资质原因可能无法进入客户采购体系，行业集中度会伴随政策的执行进一步提高。

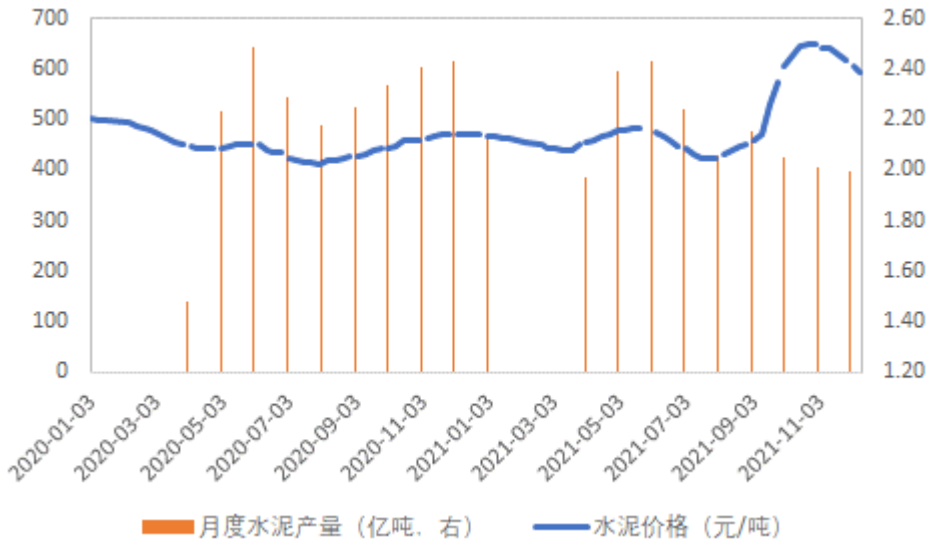
目录

一 行情与政策回顾
二 主线一：碳中和背景下耐火材料需求增长
三 主线二：绿色建筑提升铝模板渗透率
四 主线三：受益海外地产高景气的PVC地板
五 主线四：地产政策纠偏后消费建材投资机会
六 主线五：政策带来传统建材阶段性行情

六、传统建材

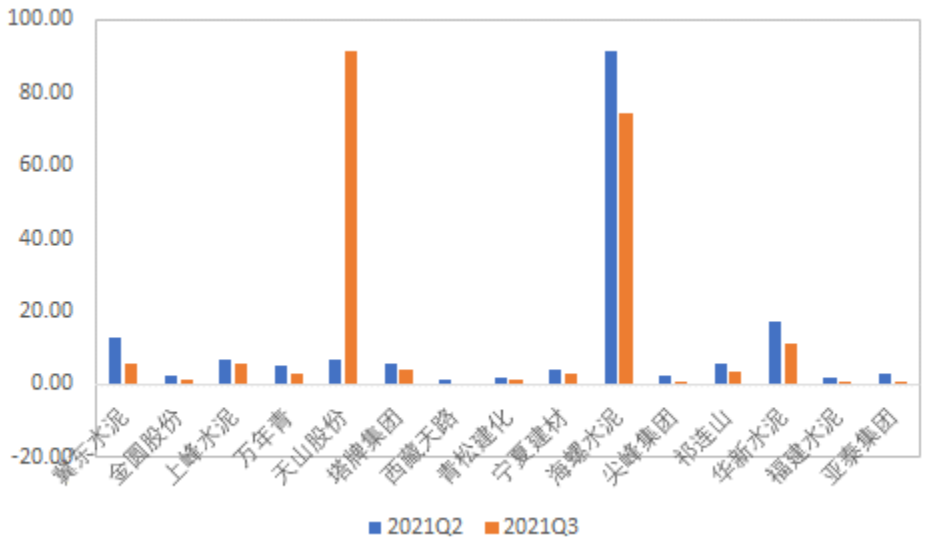
- **价格上涨和业绩下滑同时出现，周期股逻辑被破坏。未来传统建材（水泥、玻璃）的机会来自于政策边际变化及短期的供需错配（玻璃产线集中冷修）带来阶段性行情。**
  - **供给端持续承压。**16年以来水泥价格上涨和行业利润好转的核心因素为合理政策推动，21年开始政策走向极端化。作为“两高一剩”的水泥行业，减少碳排放和能耗双控导致供给下滑。
  - **价格上涨无法弥补产量减少。**产品涨价前，受原材料上涨影响，水泥企业吨毛利持续下降；价格上涨后，产量下滑导致固定费用分摊增加，减少的产量无法通过价格上涨弥补。水泥上市公司Q3净利润（不考虑天山股份合并范围变化）环比下滑27%。发改委对于价格管控导致价格存在下降风险，盈利难以出现明显改善。
  - **关注政策带来的交易性机会。**基建和地产的政策底已经出现，政策的变化有望催生传统建材的交易性机会。

图24:水泥价格和月度水泥产量



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图25:水泥上市公司单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理 注：天山股份合并范围三季度有变化

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

风险提示

七、风险提示

- 全球疫情进一步恶化，影响下游施工进度。
- 全球经济下滑，海外地产景气度回落。
- 原材料价格大幅上涨，中游企业利润被吞噬。
- 阶段性限电对企业产量和下游需求的不利影响。
- 地产企业流动性进一步恶化。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

法律声明

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由太平洋证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被太平洋证券认为可靠，但太平洋证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，太平洋证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，太平洋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。

太平洋证券的销售人员、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。太平洋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。太平洋证券的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。

在法律许可的情况下，太平洋证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到太平洋证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为太平洋证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。