民生证券 MINSHENG SECURITIES

建材

行业研究/投资策略报告

周期向上，紧抓竣工逻辑等三条投资主线

报告摘要：

- **2020年建材行业市场行情回顾**

建材行业（申万）指数上涨 21.69%。截止 2020 年 12 月 11 日，建材行业指数（申万）上涨 21.69%，同期沪深 300 上涨 19.36%，建材行业指数跑赢沪深 300 指数 2.3 百分点；创业板指数上涨 49.48%，建材行业指数跑输创业板指 27.8 百分点。

- **业绩回顾：业绩已于 Q3 从疫情中恢复**

疫情影响已基本消除，2020Q3 建材板块业绩恢复正增长。建材板块 2020Q3 营收和归母净利润重归正增长，其中营收 4613 亿，同比+5.2%，归母净利润 570 亿元，同比+5.4%。

- **展望2021年，关注三条投资主线**

1、投资主线一：竣工逻辑继续演绎，推荐后周期建材

（1）房地产销售端到竣工端的传导时间在2-3年左右，而2016年为房地产销售增速顶点，据此外推，房屋竣工面积增速有望在2021年内持续向上；（2）2016-2019年房屋销售面积和房屋竣工面积的差值累计达272862.5万平方米，为消解2016-2019年积累的销售竣工面积差值，未来两年竣工数据有望持续向好。所以我们判断，2021年竣工数据将持续向好。受益于销售竣工剪刀差的修复，看好地产后周期的玻璃和瓷砖。

2、投资主线二：从周期角度看，2021年中美房地产周期有望共同向上，建议关注地产早周期的水泥

从房地产周期的角度判断，2021年，美国已经处于房地产周期的上升阶段，而中国也将迈入新一轮房地产周期的上升阶段。因此，我们认为从2021年开始，中美房地产周期有望形成向上共振。中国房地产周期拐点已至，处于地产早周期的水泥行业需求将领先复苏。

3、投资主线三：关注突破技术壁垒、核心竞争优势强的高成长性个股

(1)坤彩科技凭借其钛白粉萃取法的高技术壁垒、高经济性和较低的成本铸就了强大的核心竞争力；(2)随着公司第一条10万吨高端二氧化钛于2020年投产，且远期产能可达50万吨，公司在钛白粉业务的产能充足。因此，我们认为，坤彩科技未来高成长性可期。

- **投资建议**

展望2021年，紧抓三条投资主线，优选建材核心资产：

（1）竣工逻辑继续演绎，推荐玻璃、瓷砖行业，关注**旗滨集团、蒙娜丽莎**；

（2）中美房地产周期共同向上，推荐地产早周期的水泥，关注**海螺水泥、华新水泥和塔牌水泥**；

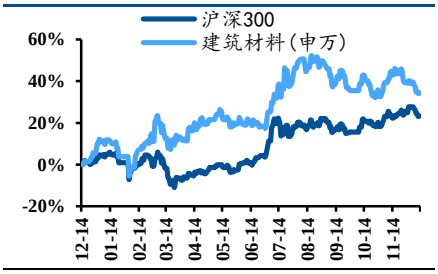
（3）关注突破技术壁垒、核心竞争优势强的高成长性个股，关注**坤彩科技**。

- **风险提示**

房屋竣工面积增速回暖速度慢，房地产周期拐点推迟。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001
电话： 0755-22662010
邮箱： yangkan@mszq.com

相关研究

1、《地产韧性+基建加码，建材景气有望持续走高》20200904

2、《地产韧性，基建加码，水泥有望持续景气》20200701

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120
电话： 0755-22662201
邮箱： yangkan@msz

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120
电话： 0755-22662201
邮箱： yangkan@msz

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		12 月 11 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601636.sh	旗滨集团	11.39	0.52	0.59	0.70	21.9	19.3	16.2	推荐
002918.sz	蒙娜丽莎	27.79	1.08	1.43	1.79	25.7	19.5	15.5	推荐
600585.sh	海螺水泥	52.45	6.34	6.91	7.67	8.3	7.6	6.8	推荐
600801.sh	华新水泥	22.96	3.03	3.11	3.31	7.6	7.4	6.9	推荐
002233.sz	塔牌集团	12.88	1.46	1.64	1.91	8.8	7.9	6.7	推荐
603826.sh	坤彩科技	39.94	0.31	0.55	1.27	128.8	72.6	31.4	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、2020 年建材行业市场行情回顾及行业状况 4
（一）2020 年建材行业市场行情回顾 4
1. 2020 年，建材行业（申万）指数上涨 21.69% 4
2. 估值：玻璃和其他建材板块估值有所修复，水泥板块估值仍处于历史低位 6
（二）2020 年建材行业状况 6
1. 水泥：错峰限产+产能置换，行业持续景气 6
2. 玻璃：2020 年，玻璃价格呈“V”字形走势 10
二、业绩回顾：业绩已于 Q3 从疫情中恢复 13
（一）水泥子板块：疫情影响基本消除，2020Q3 营收恢复正增长 13
（二）玻璃子板块：玻璃子板块 2020Q3 业绩触底反弹 15
（三）其他建材：防水板块业绩表现较好 16
三、展望 2021 年，关注三条投资主线 19
（一）投资主线一：竣工逻辑继续演绎，推荐后周期建材 19
（二）投资主线二：从周期角度看，2021 年中美房地产周期有望共同向上，建议关注地产早周期的水泥 22
1.房地产周期判断：2021 年，中美有望同时处于周期上升阶段 22
2.中美房地产周期共振向上，关注地产早周期产品——水泥 24
（三）投资主线三：关注突破技术壁垒、核心竞争优势强的高成长性个股 25
四、投资建议 29
1、旗滨集团（2020 Q1-3 净利 12 亿） 29
2、蒙娜丽莎（2020 Q1-3 净利 3.8 亿） 29
3、海螺水泥（2020 Q1-3 净利 247 亿） 29
4、华新水泥（2020 Q1-3 净利 40 亿） 29
5、塔牌集团（2020 Q1-3 净利 14 亿） 30
6、坤彩科技（2020Q1-3 净利 1.2 亿） 30
五、风险提示 31
插图目录 32
表格目录 32

一、2020 年建材行业市场行情回顾及行业状况

（一）2020 年建材行业市场行情回顾

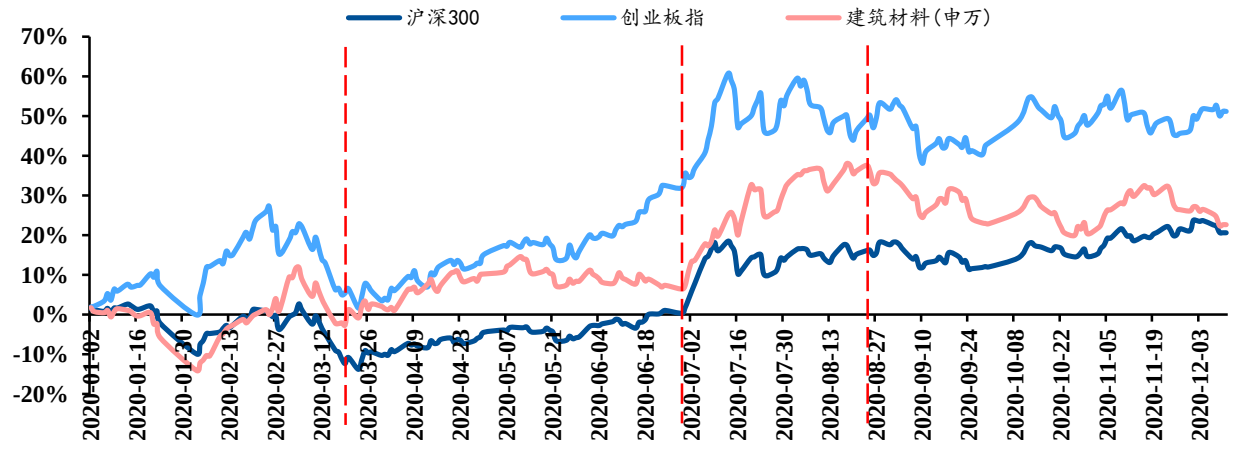
1. 2020 年，建材行业（申万）指数上涨 21.69%

截止 12 月 11 日，2020 年建材行业(申万)指数跑赢沪深 300 指数 2.3 百分点，跑输创业板指 27.8 百分点。2020 年（2020.1.1-2020.12.11），建材行业指数（申万）上涨 21.69%，同期沪深 300 上涨 19.36%，建材行业指数跑赢沪深 300 指数 2.3 百分点；创业板指数上涨 49.48%，建材行业指数跑输创业板指 27.8 百分点。

分阶段看，2020.7.1-2020.8.19 上涨了 30%左右，主要系板块轮动和估值修复。根据建材行业（申万）累计涨跌幅，2020 年建材行业可分为四个部分：

- **2020.1.1-2020.3.18，上下波动期：**先后经历了下跌（国内新冠疫情爆发）、上涨（国内刺激政策）和下跌（海外疫情爆发）。
- **2020.3.19-2020.6.30，缓慢上升期：**国内疫情逐步得到控制，复工复产推进，基建等重点工程领先复工。
- **2020.7.1-2020.8.19，快速拉升期：**基本面上，市场流动性宽松，政策预期好；配置面，板块轮动，周期行业估值修复。
- **2020.8.20-2020.12.11，平稳波动期：**房地产“三条红线”，年末经济加速回暖，顺周期行情来临。

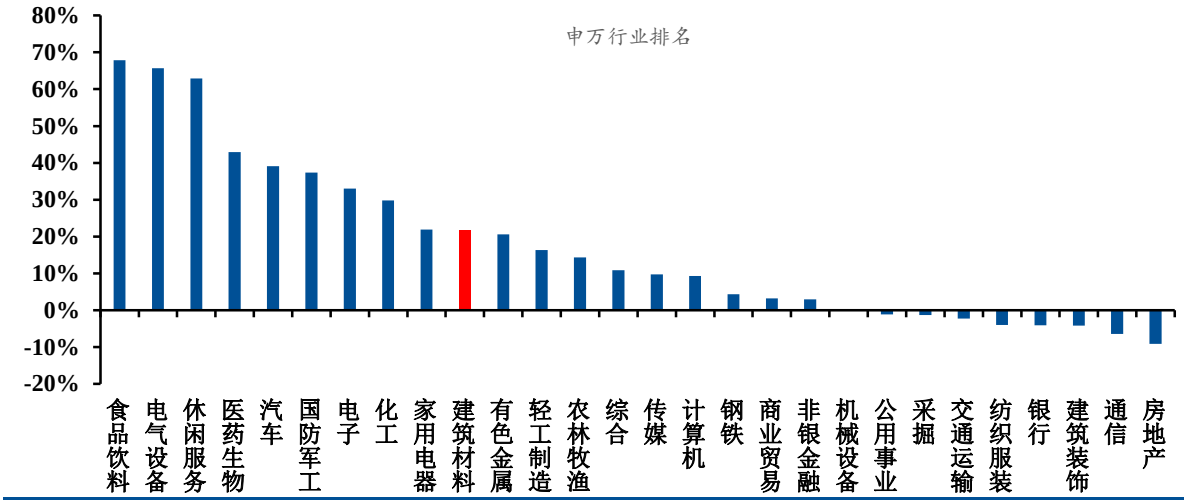
图1：2020 年(2020.1.1-2020.12.11)建材行业（申万）指数上涨 21.69% （单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

行业对比看，年初至 2020 年 12 月 11 日，建材行业涨幅位居全市场 10/28，行业相对收益和配置价值排名较前。

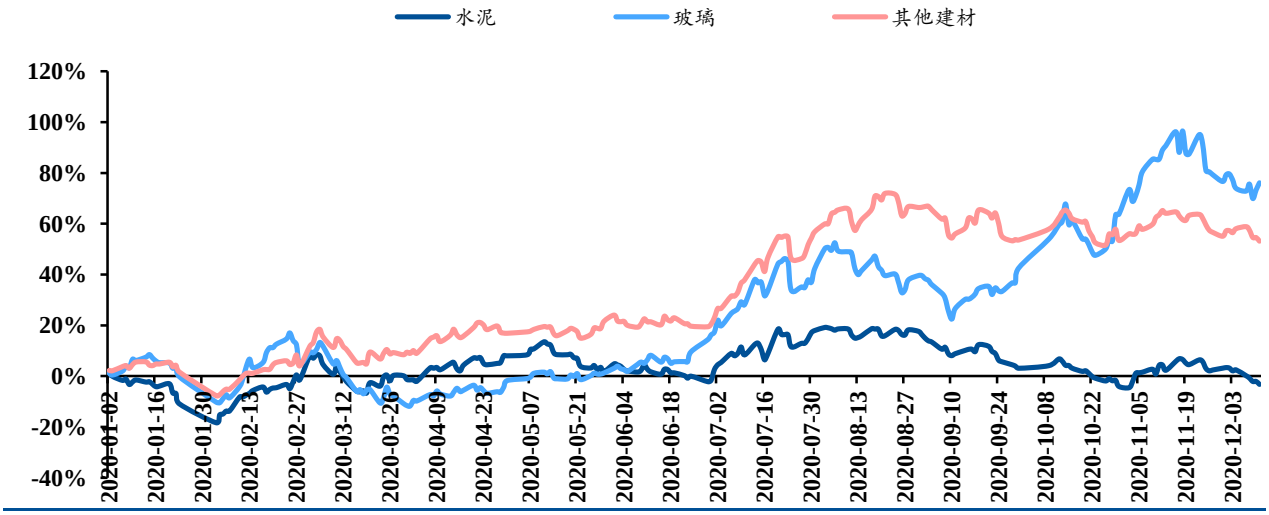
图2：2020 年建材行业涨幅位居全市场 10/28（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

从细分行业看，行业分化明显，玻璃及其他建材涨幅超 58%，水泥走势稳健。截止 2020 年 12 月 11 日，玻璃子行业（申万）及其他建材（申万）涨幅较大，分别达到 76.14%和 53.15%，振幅分别为 108.30%和 79.66%；相比而言，水泥子行业（申万）走势较为稳健，下降 3.24%，振幅为 37.53%。其中，玻璃子行业大幅上涨主要来源于行业基本面改善，即行业供需格局改善下，价格提升，行业盈利能力提升。

图3：行业分化明显，玻璃及其他建材涨幅超 50%，水泥走势稳健（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

从个股层面看，涨幅前十公司均来自玻璃和其他建材，跌幅前十公司中水泥子版块公司占 4 席。截止 2020 年 12 月 11 日，在申万建材行业 75 个成分股中，坚朗五金(+372.58%)领涨，海南发展(+245.95%)、福莱特(+168.75%)、旗滨集团(117.97%)、东方雨虹(98.13%)等个股涨幅居前。金圆股份(-24.26%)、韩建河山(-24.15%)、帝欧家居(-22.81%)等跌幅居前。其中，涨幅前十公司均来自玻璃和其他建材，跌幅前十公司中水泥子版块公司占 4 席。

表1：2020 年建材（申万）成分股涨跌幅前十

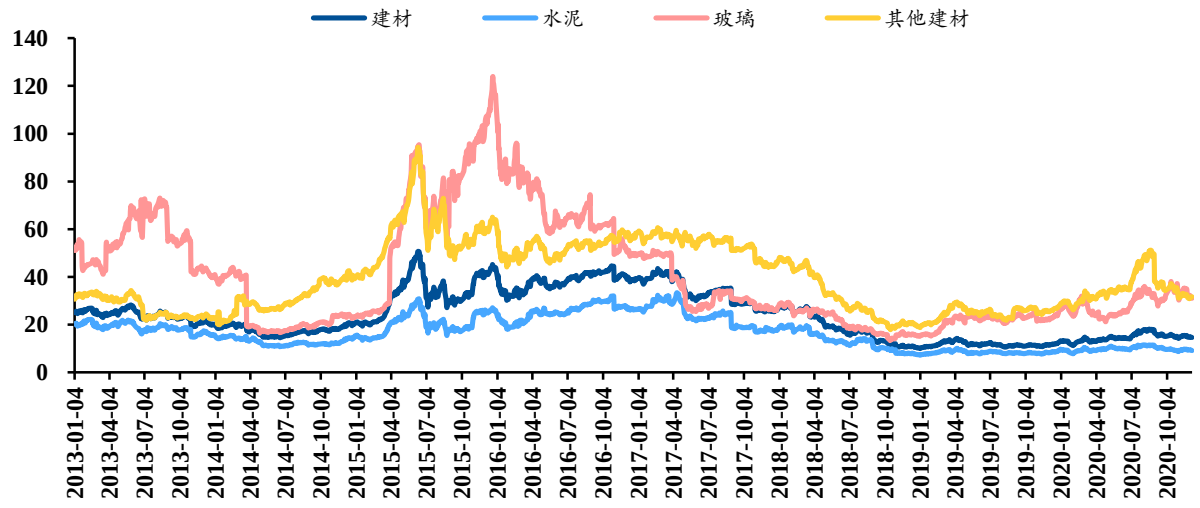
2020 年建材（申万）成分股涨幅前十				2020 年建材（申万）成分股跌幅前十			
股票代码	股票简称	2020 年涨跌幅（%）	所属子行业	股票代码	股票简称	2020 年涨跌幅（%）	所属子行业
002791.SZ	坚朗五金	372.58%	其他建材	000546.SZ	金圆股份	-24.26%	水泥
002163.SZ	海南发展	245.95%	其他建材	603616.SH	韩建河山	-24.15%	其他建材
601865.SH	福莱特	168.75%	玻璃	002798.SZ	帝欧家居	-22.81%	其他建材
601636.SH	旗滨集团	117.97%	玻璃	600678.SH	四川金顶	-20.87%	其他建材
002271.SZ	东方雨虹	98.13%	其他建材	000935.SZ	四川双马	-19.52%	水泥
300715.SZ	凯伦股份	92.62%	其他建材	900918.SH	耀皮 B 股	-19.36%	玻璃
600586.SH	金晶科技	82.20%	玻璃	002302.SZ	西部建设	-17.59%	其他建材
002623.SZ	亚玛顿	76.91%	玻璃	601992.SH	金隅集团	-14.74%	水泥
300737.SZ	科顺股份	74.73%	其他建材	002694.SZ	顾地科技	-14.46%	其他建材
836149.OC	旭杰科技	73.30%	其他建材	002596.SZ	海南瑞泽	-10.46%	水泥

资料来源：Wind，民生证券研究院

2. 估值：玻璃和其他建材板块估值有所修复，水泥板块估值仍处于历史低位

水泥板块估值仍处于历史低位。从子版块估值来看，截止 12 月 11 日，玻璃和其他建材板块整体估值有所提升，分别从年初的 26、29 倍提升至 12 月 11 日的 31、32 倍，但是提升幅度仍较小，我们认为该两个板块估值仍处于合理区间内。12 月 11 日，水泥板块估值为 9.2 倍，较年初的 9.7 倍有所下降，估值处于历史低位。

图4：玻璃和其他建材板块估值有所修复，水泥板块估值仍处于历史低位（单位：倍）



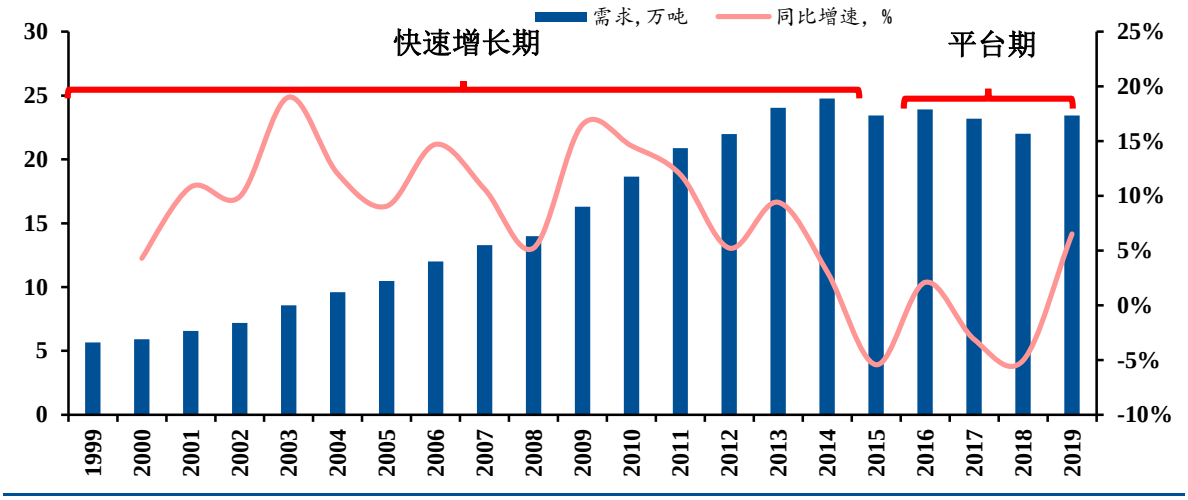
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）2020 年建材行业状况

1. 水泥：错峰限产+产能置换，行业持续景气

长期来看，中国水泥需求已进入平台期。中国的水泥表观需求量从 1999 年以来经历了快速增长期和平台期两个阶段：快速增长期的年化复合增速为 10%，峰值 24.8 万吨出现在 2014 年；平台期的需求约为 22-24 亿吨。

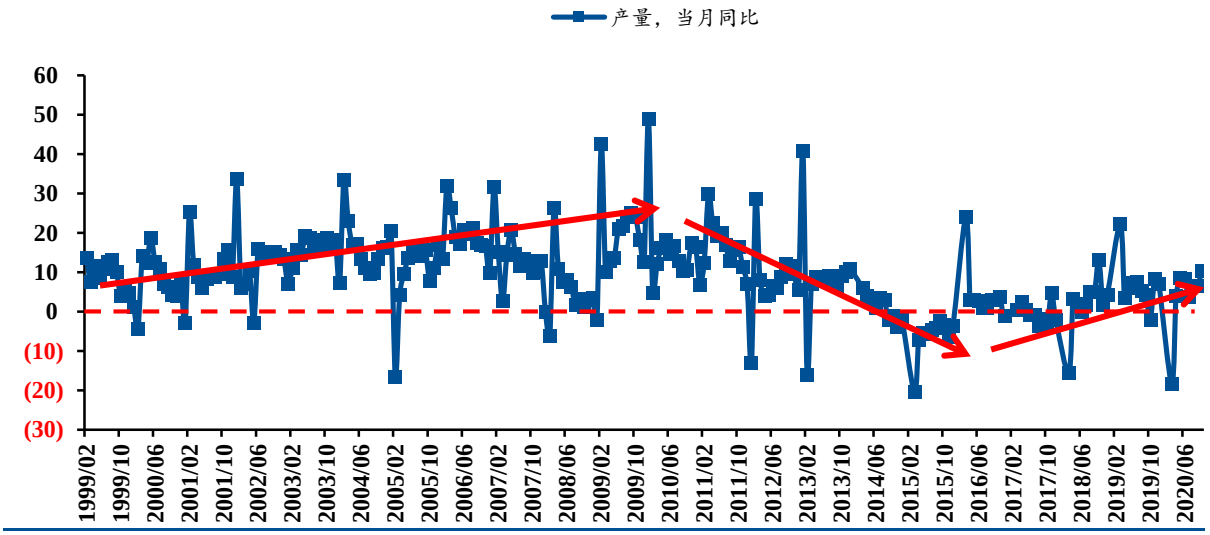
图5：1999 年以来我国水泥需求由快速增长期转入平台期（单位，左轴：万吨；右轴：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

从 2018 年 6 月起，水泥月度产量增速逐步回暖。从月度产量同比增速数据来看，我们认为水泥产量自 1999 年经历了三阶段：第一阶段是 1999 年到 2010 年，月度产量同比增速上升；第二阶段是 2010 年到 2014 年，月度产量同比增速持续下滑至负值；第三阶段是 2018 年至今，月度产量同比增速回暖到正值，在 2018 年 6 月以来有加速上升的趋势。

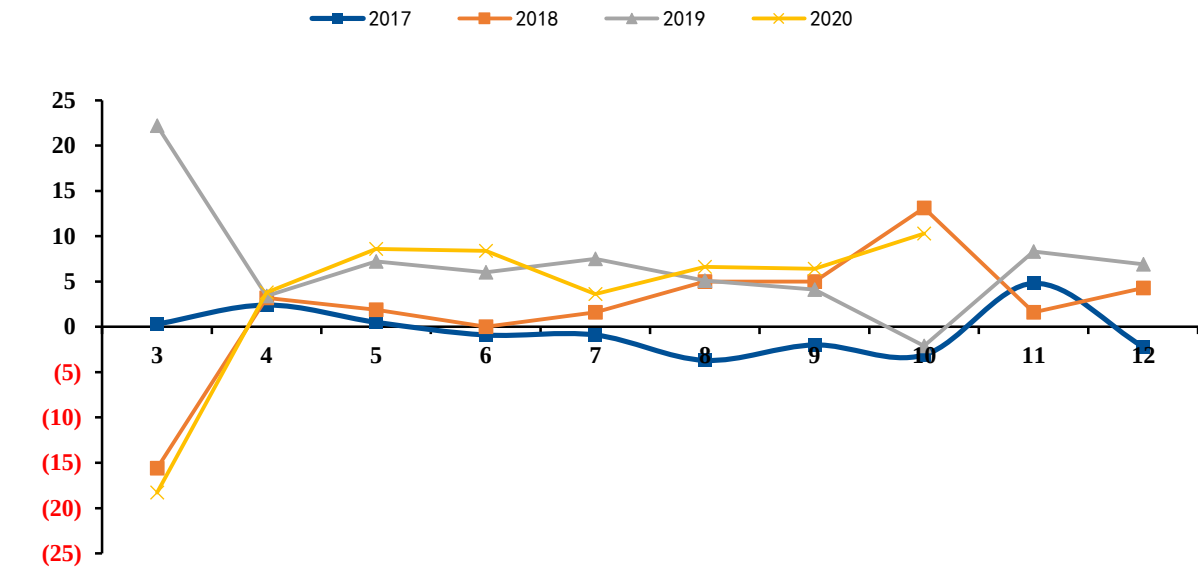
图6：我国水泥产量月度同比数据自 18 年以来进入新一轮回暖期（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

水泥产量回暖势头明显。从水泥产量的月度同比数据来看，受疫情影响，2020 年 3 月增速为-18.3%，低于 2018 年和 2019 年，但是水泥产量已触底反弹，2020 年的 8-10 月增速分别为 6.6%、6.4%和 10.3%，高于 2018 和 2019 年，水泥产量回暖势头明显。

图7：我国水泥产量月度同比数据(季节图)（单位：%）

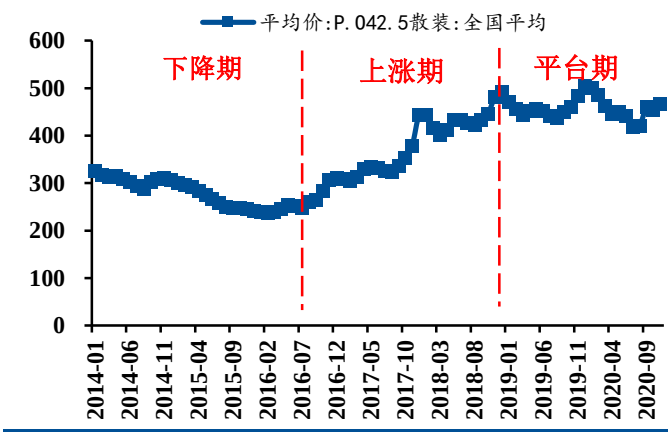


资料来源：wind，民生证券研究院

长期来看，错峰限产常态化+产能置换，水泥价格持续保持在高位。我国的水泥价格受到错峰限产+产能置换（供给）和地产增速扩张（需求）两个主要方面的影响，可以分为三个个时期：（1）平台期(2013-2016)，水泥行业产能过剩，地产及基建增速放缓，水泥价格缓慢下降；（2）上涨期(2016-2018)，供给端错峰限产+产能治黄，叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的持续上涨；（3）平台期（2018 至今），错峰限产常态化+产能置换比例提升，水泥价格维持在高位。

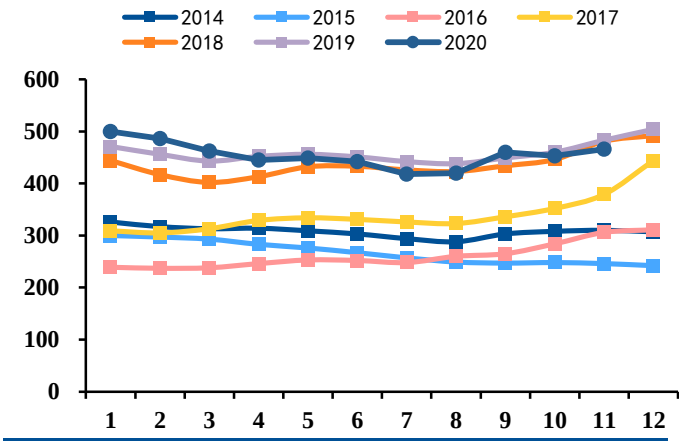
短期来看，年内水泥价格走势呈“U”字型，但周期性逐步弱化。看水泥价格的季节性变化，年内水泥价格走势呈“U”字型，年初及年末为水泥旺季、价格高，年中由高温、雨水影响，价格处于年内的低位。

图8：水泥价格历史变化（单位：元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：水泥价格季节变化（单位：元/吨）

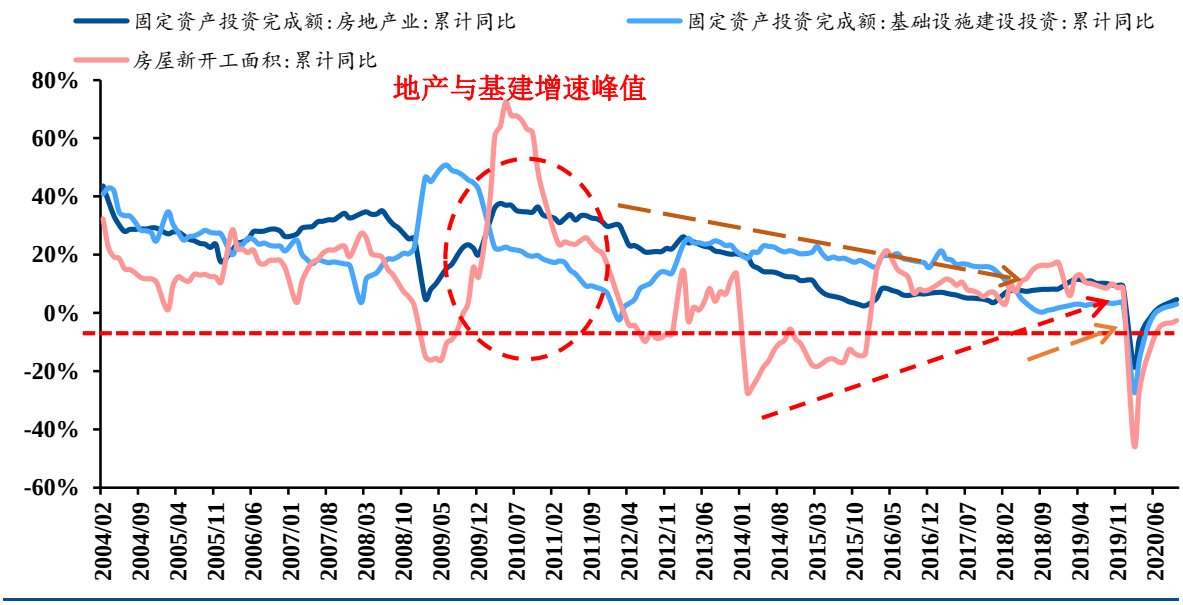


资料来源：Wind，民生证券研究院

地产是本轮（2015 年至今）水泥需求回暖的主因。水泥产量同比增速受到地产和基建双

重影响。从历史数据上看，地产与基建的同比增速峰值大致出现在 2009-2010 年，这与水泥产量的月度同比增速峰值是基本一致的。从房屋新开工面积的口径看，本轮回暖开始于 2014 年，而从房地产固定投产完成额看，本轮回暖开始于 2015 年底，这与水泥产量数据的回暖从 2015 年初开始是基本一致的。值得注意的是本轮回暖期（2015 至今）基建同比增速是持续下滑的，而地产和水泥的同比增速是同比上升的，由此可以判断地产是本轮需求回暖的主因。此外，2018 下半年以来基建同比增速开始反转，这使得水泥产量同比增速更高了。

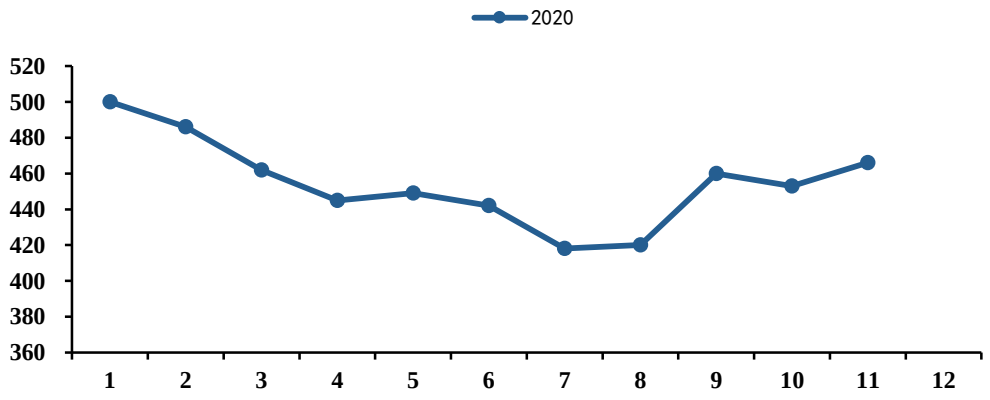
图10：　地产与基建的固定资产投资完成额累计同比与房屋新开工累计同比（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

回顾 2020 年，水泥价格仍维持在高位。从月度数据看，虽有疫情影响，但 2020 年 1-3 月份的价格仍高于 2019 年，月度同比的价差分别为 29 元，30 元，19 元；年中（6-8 月），由于雨水、高温等天气影响，水泥价格有所下跌；从 9 月份起，传统旺季到来，水泥价格逐步回升。整体而言，水泥价格仍呈”U”型走势，但年内的周期性逐步弱化。

图11：　2020 年，水泥价格呈“U”字型走势，仍维持在高位（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

展望 2021 年，错峰限产常态化+产能置换比例提升，水泥价格将稳定在高位。

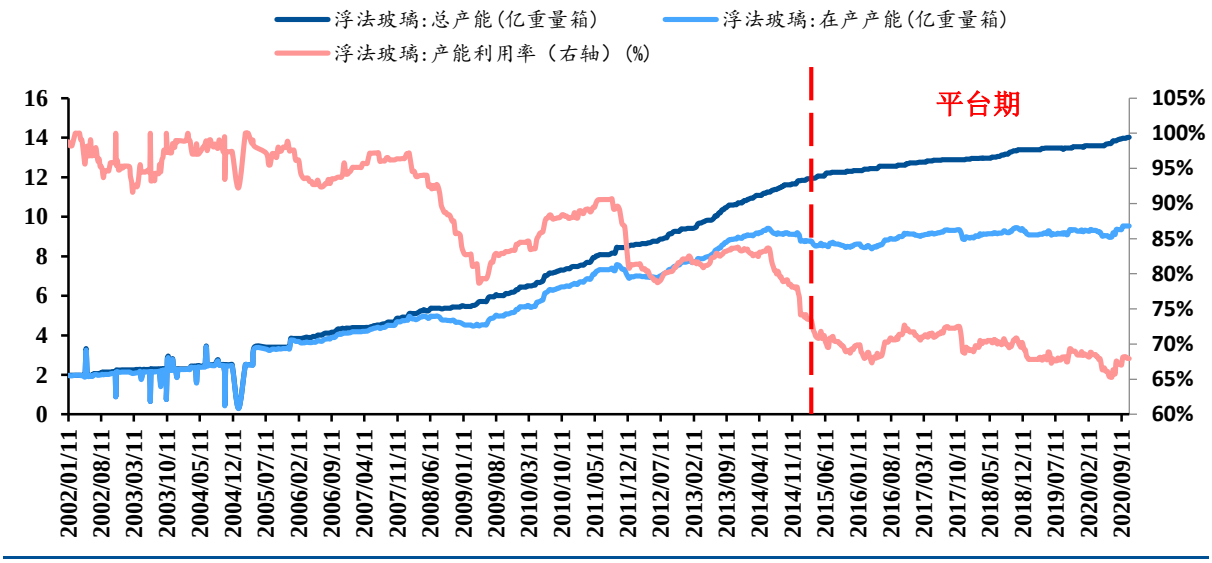
- **产能置换比例提升，置换范围缩减，继续化解水泥过剩产能：**根据 2021 年最新政策，工信部将大气污染防治重点区域和其他区域的置换比例由原来的 1.5:1 和 1.25:1 提升至 2:1 和 1.5:1，并规定连续停产三年及以上的水泥熟料生产线不能用于置换；
- **进一步推动错峰限产常态化。**根据工信部最新表述，水泥行业错峰限产措施取得很好的效果。未来，水泥行业将进一步推动错峰限产常态化。

2. 玻璃：2020 年，玻璃价格呈“V”字形走势

回溯历史，目前我国玻璃行业已进入平台期。长期来看，我国玻璃行业的发展大概可以分为两个时期：

- **2002-2015 年：**第一阶段总产能和在产产能同步快速增长期，总产能年化复合增速为 15%；
- **2015 年至今：**第二阶段为在产产能的平台期，具体特点为在产产能保持约 9 亿吨，与此同时总产能还在扩张，产能利用率持续下滑。

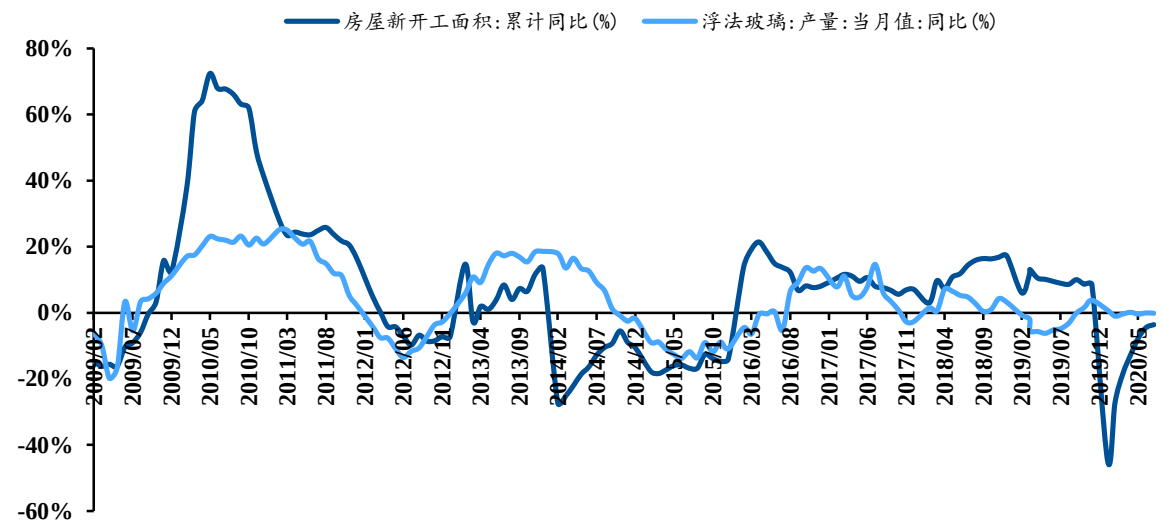
图12：　我国浮法玻璃在产产能自 2015 年进入平台期（单位：左轴：亿重量箱；右轴：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

玻璃行业需求与地产强相关。玻璃行业作为一个周期性较强的行业，其下游需求市场较为单一，在玻璃下游需求中地产行业占比高达 75%。因此，玻璃行业与地产行业的周期密切相关。从历史房屋新开工面积累计同比增长和浮法玻璃产量同比增长数据来看，二者的历史走势基本一致，反映了玻璃下游需求较为单一，与地产周期密切相关的特点。

图13: 房屋新开工面积与浮法玻璃产量同比增长数据走势基本一致（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

价格端，当前玻璃价格历史百分位为 87.9%，处于历史较高位置。过去 10 年浮法玻璃价格走势对应了我国玻璃行业发展的两个时期，从 09 年到 15 年的产能快速扩张期，价格一路走低；到在产能产能平台期（15 年至今），价格开始反弹。过去 10 年，浮法玻璃价格平均值为 72.7 元/重量箱，最大值为 99.7，最小值为 53.3，当前的历史百分位为 87.9%，处于较高的位置。

图14: 浮法玻璃价格 15 年见底后反弹（单位：元/重量箱）

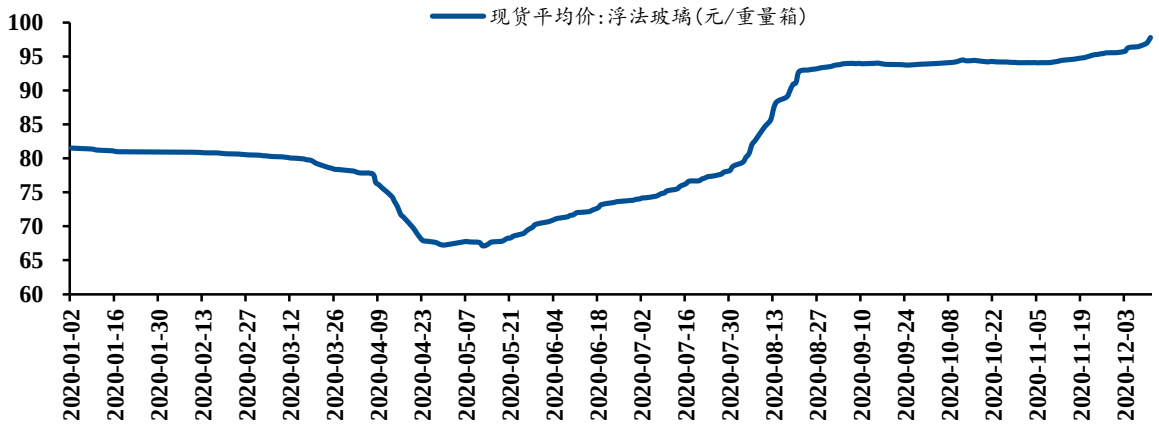


资料来源：wind，民生证券研究院

回顾 2020 年，玻璃价格呈“V”字形走势。从高频数据看，2020 年浮法玻璃现货价格呈明显的“V”字形走势，5 月份之前，由于疫情的影响，玻璃需求受到压制，库存较高，部分中小企业破产；5 月份开始，国内经济开始快速复苏，地产竣工端数据向好，玻璃需求提升，

供给有限下，玻璃价格快递提升。整体而言，2020 年，玻璃价格呈”V”型走势，并且年末价格远超年初价格。

图15: 2020 年，玻璃价格呈“V”字形走势（单位：元/重量箱）



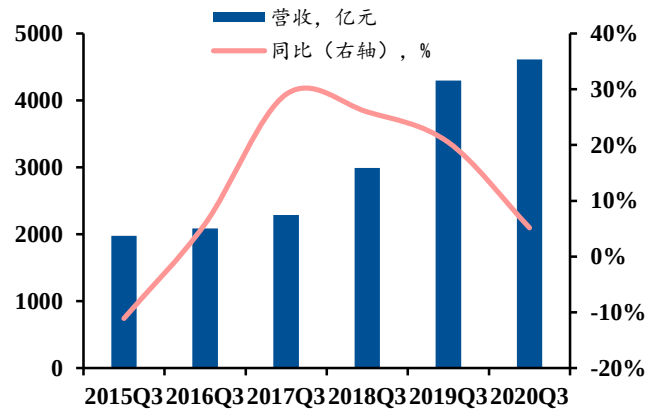
资料来源：wind，民生证券研究院

展望 2021 年，我们认为，由于地产竣工端数据向好，玻璃价格有望稳定在高位。

二、业绩回顾：业绩已于 Q3 从疫情中恢复

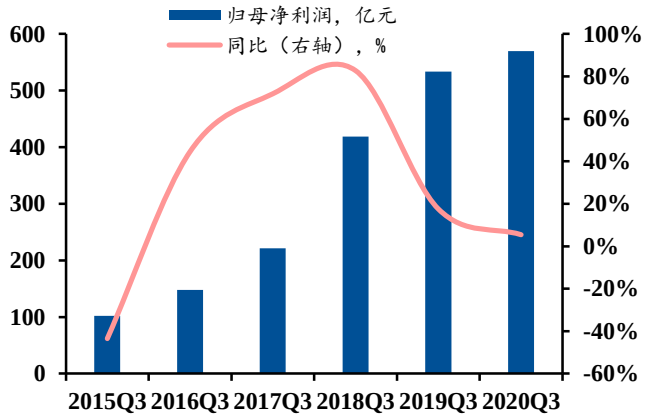
疫情影响已基本消除，2020Q3 建材板块业绩恢复正增长。建材板块 2020Q3 营收和归母净利润重归正增长，其中营收 4613 亿，同比+5.2%，归母净利润 570 亿元，同比+5.4%。2020Q3 板块 ROE 为 12.1%（同比下降 0.9 个百分点），毛利率为 27.9%（同比下降 1.7 个百分点）。2020Q3，板块整体资产负债率仅为 48%，相对 2019Q3 的 50%，略有下降。整体来看，2020Q3 建材板块基本从疫情中恢复过来。

图16：　建材板块营业收入及增速



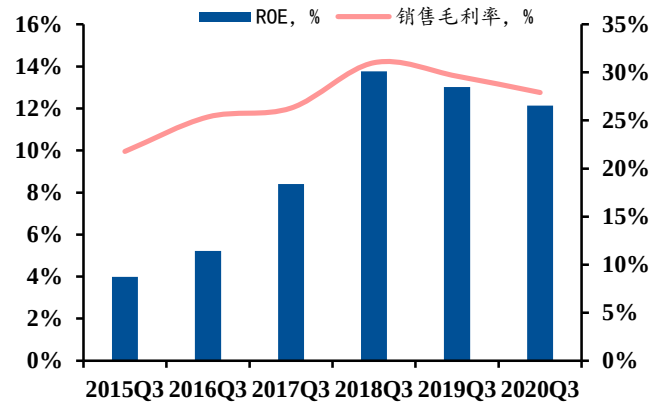
资料来源：Wind，民生证券研究院

图17：　建材板块归母净利润及增速



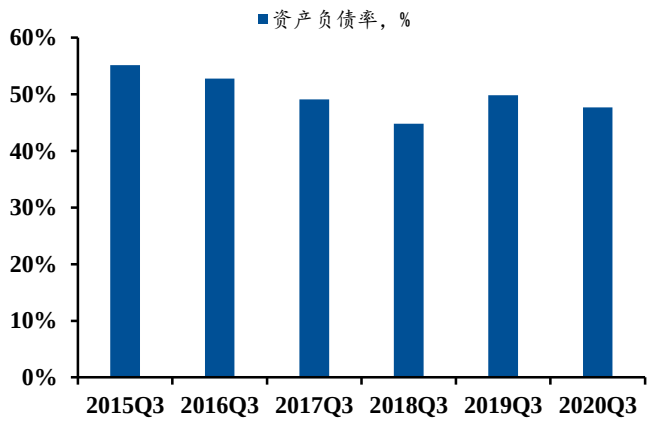
资料来源：Wind，民生证券研究院

图18：　建材板块 ROE 及毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图19：　建材板块资产负债率

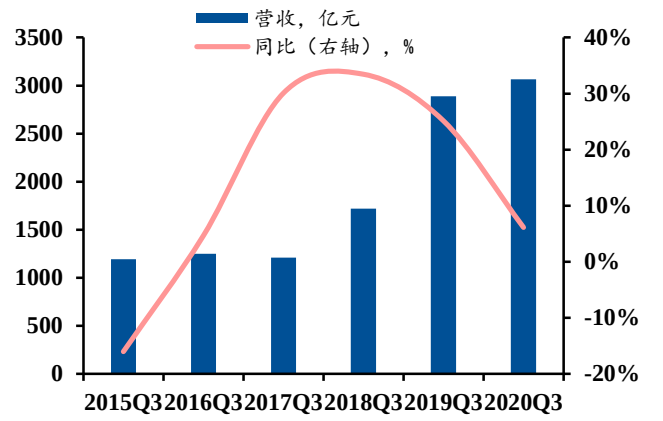


资料来源：Wind，民生证券研究院

（一）水泥子板块：疫情影响基本消除，2020Q3 营收恢复正增长

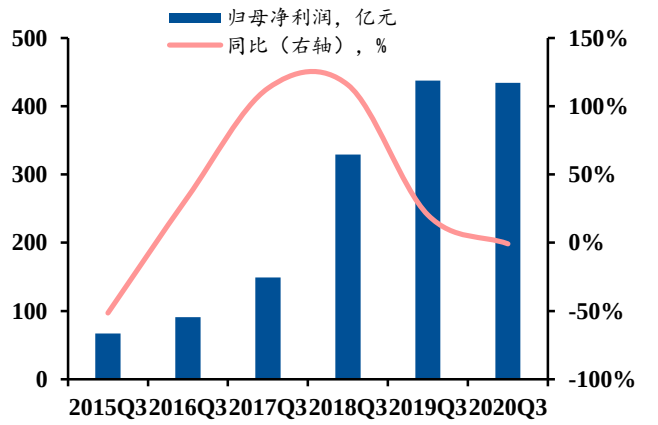
疫情影响已基本消除。2020Q3，水泥子板块营收和归母净利润基本恢复至去年水平，其中营收 2066 亿，同比增长 6.1%，归母净利润 434 亿，同比下降 0.8%。2020Q3 板块 ROE 为 13.3%（同比下降 2 个百分点），毛利率为 28.8%（同比下滑 3.7 个百分点）。

图20： 水泥子板块营收及增长率



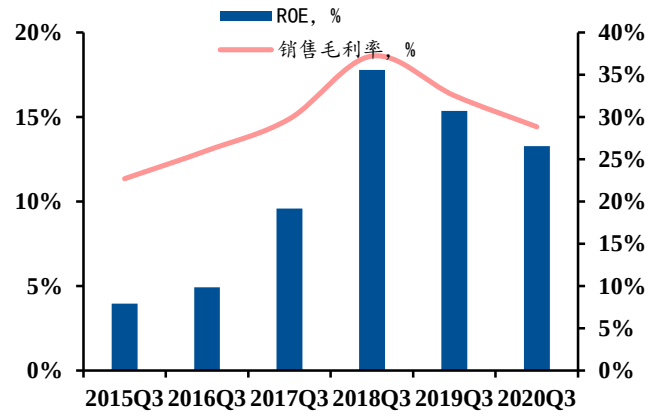
资料来源：Wind，民生证券研究院

图21： 水泥板块归母净利润及增长率



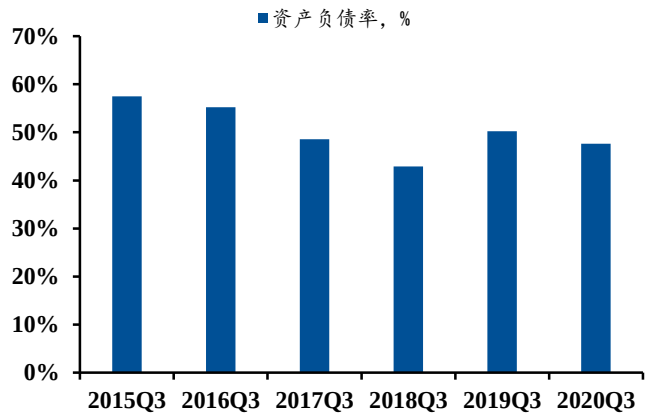
资料来源：Wind，民生证券研究院

图22： 水泥子板块 ROE（左轴）及毛利率（右轴）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图23： 水泥子板块资产负债率



资料来源：Wind，民生证券研究院

2020Q3，水泥子板块的上市公司营收增速有一定分化，万年青、祁连山和宁夏建材等西北水泥股逆势增长。其中，营收增长最快的万年青（20.4%），而博闻科技净利润同比+86.4%。

表2：申万行业分类水泥公司营收、净利润增速等数据

证券代码	证券简称	营业收入(Q3 同比增长率)，%	净利润(Q3 同比增长率)，%	ROE%	PE	PB
000789.SZ	万年青	20.4	12.6	19.0	7.4	2.0
600720.SH	祁连山	15.3	39.0	19.8	6.7	1.4
600881.SH	亚泰集团	14.2	85.1	1.1	80.6	0.7
600326.SH	西藏天路	13.6	-27.7	8.2	21.5	1.8
600585.SH	海螺水泥	11.9	3.8	17.1	8.1	1.8
600449.SH	宁夏建材	6.7	34.8	14.0	6.9	1.1
601992.SH	金隅集团	6.6	-26.9	4.3	12.2	0.7
000546.SZ	金圆股份	6.3	1.4	9.4	10.7	1.2
002233.SZ	塔牌集团	5.5	30.8	13.8	7.5	1.5
600802.SH	福建水泥	3.5	-15.3	15.2	8.9	2.6
000672.SZ	上峰水泥	-2.8	-1.7	26.0	7.6	2.8
000401.SZ	冀东水泥	-4.8	-16.0	13.1	8.8	1.5
600801.SH	华新水泥	-9.2	-16.9	18.6	8.7	2.2

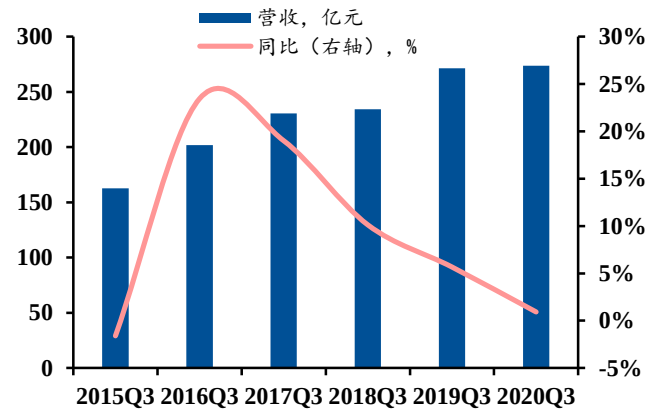
900933.SH	华新 B 股	-9.2	-16.9	18.6	5.4	1.4
600425.SH	青松建化	-11.7	3.4	5.0	23.2	1.1
600668.SH	尖峰集团	-12.7	-16.0	12.8	7.8	1.1
000935.SZ	四川双马	-13.4	24.2	15.4	11.6	2.1
000877.SZ	天山股份	-15.6	-3.1	11.5	9.9	1.5
600883.SH	博闻科技	-35.8	86.4	2.0	154.5	3.1
平均		-0.6	9.5	12.9	21.5	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）玻璃子板块：玻璃子板块 2020Q3 业绩触底反弹

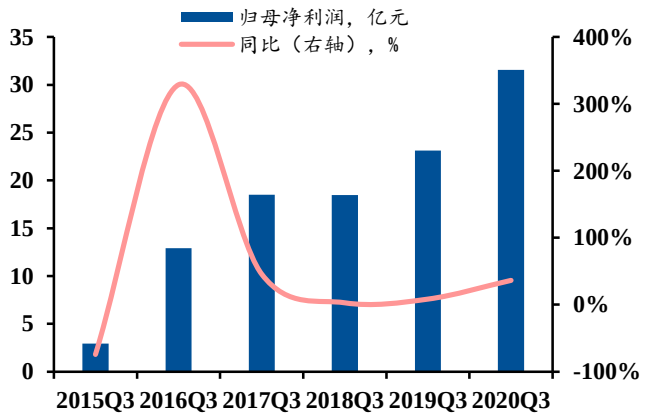
受益于玻璃价格上涨，玻璃子板块 2020Q3 业绩触底反弹，全年呈“V”型走势。2020Q3，玻璃子板块 ROE 为 9.0%（同比上升 1.9 个百分点），毛利率为 29.6%（同比增长 4.8 个百分点）。2020Q3，受玻璃价格上涨影响，玻璃子版块 ROE、毛利率均有较大幅度提升。此外，玻璃板块整体资产负债率处于下降趋势，2020Q3 的资产负债率为 46.5%，相对 2019Q3 年的 48.5%，下降了 2 个百分点。

图24：玻璃板块营收及增长率



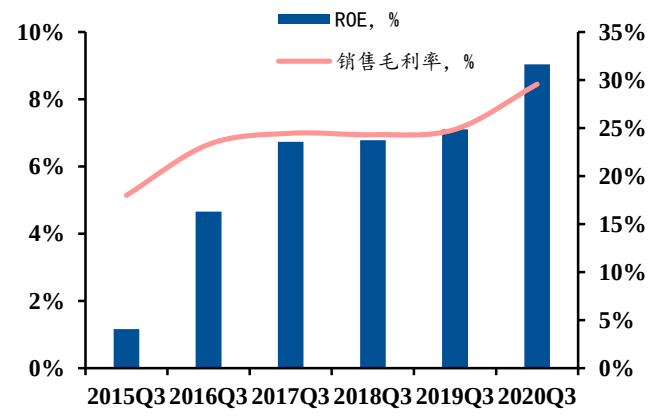
资料来源：Wind，民生证券研究院

图25：玻璃板块归母净利润及增长率



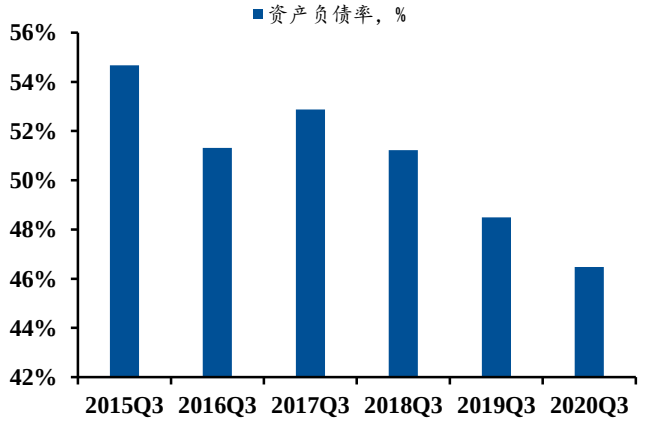
资料来源：Wind，民生证券研究院

图26：玻璃板块 ROE（左轴）及毛利率（右轴）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图27：玻璃板块资产负债率



资料来源：Wind，民生证券研究院

受益于玻璃价格上涨，2020Q3 玻璃板块部分公司盈利大增。2020Q3，玻璃子板块营收增长最快的是亚玛顿(同比增长 41.4%)，而净利润增速最快的也是亚玛顿（同比增长 4046.8%）。

表3：申万行业分类玻璃公司营收、净利润增速等数据

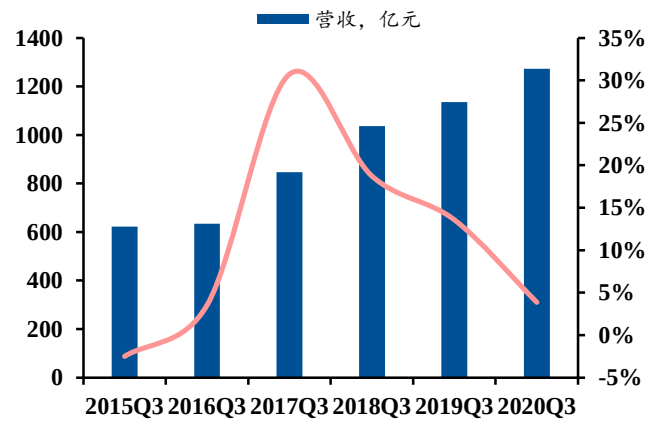
证券代码	证券简称	营业收入(Q3 同比增长率)，%	净利润(Q3 同比增长率)，%	ROE%	PE	PB
002623.SZ	亚玛顿	41.4	4,046.8	3.4	-234.6	2.9
600876.SH	洛阳玻璃	28.0	76.7	6.1	101.1	6.6
601865.SH	福莱特	18.8	59.9	16.1	62.3	12.0
601636.SH	旗滨集团	0.4	31.1	14.3	18.7	3.5
000012.SZ	南玻 A	-2.5	33.5	7.4	29.4	2.1
200012.SZ	南玻 B	-2.5	33.5	7.4	9.9	0.7
600586.SH	金晶科技	-8.4	31.2	4.4	52.4	1.8
600819.SH	耀皮玻璃	-13.1	-17.9	3.4	24.7	1.3
900918.SH	耀皮 B 股	-13.1	-17.9	3.4	13.9	0.8
300093.SZ	金刚玻璃	-47.1	-570.3	-8.0	-15.9	4.0
平均		0.2	370.7	5.8	6.2	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）其他建材：防水板块业绩表现较好

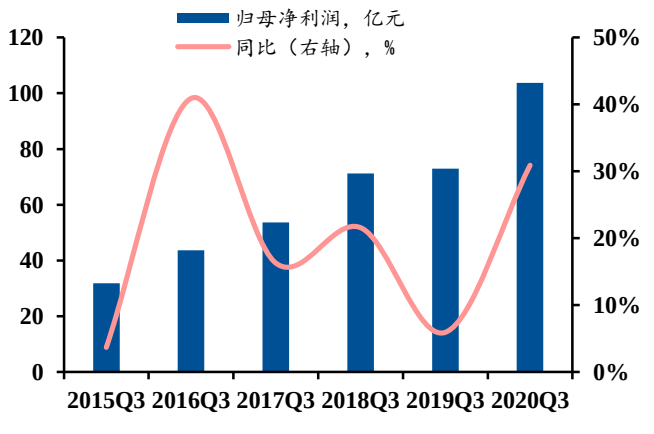
其他建材子板块 2020Q3 营收 1273 亿，同比增长 3.9%，净利润 104 亿，同比增长 30.9%。2020Q3 其他建材子板块 ROE 为 9.7%（同比增长 1.8 个百分点），毛利率为 25.3%（同比上涨 1.9 个百分点）。2020Q3，其他建材版块已基本从疫情中走出，营收恢复正增长，毛利率提升 1.9 个百分比，进而带动归母净利润大涨 30.9%。此外，2020Q3 板块资产负债率为 48.3%，相对 2019Q3 年的 49.1%，下降了 0.8 个百分点。

图28：其他建材板块营收及增长率



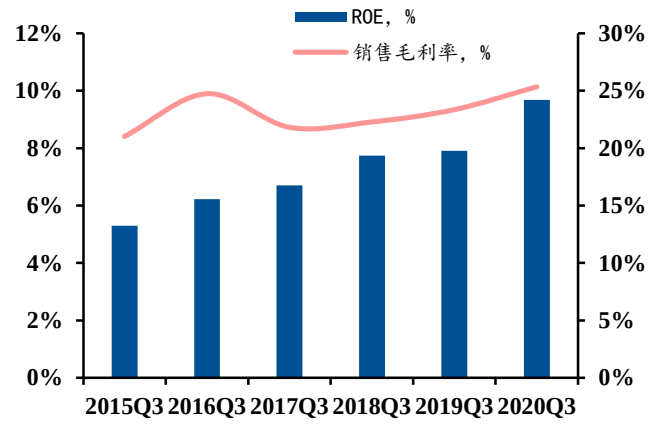
资料来源：Wind，民生证券研究院

图29：其他建材板块归母净利润及增长率



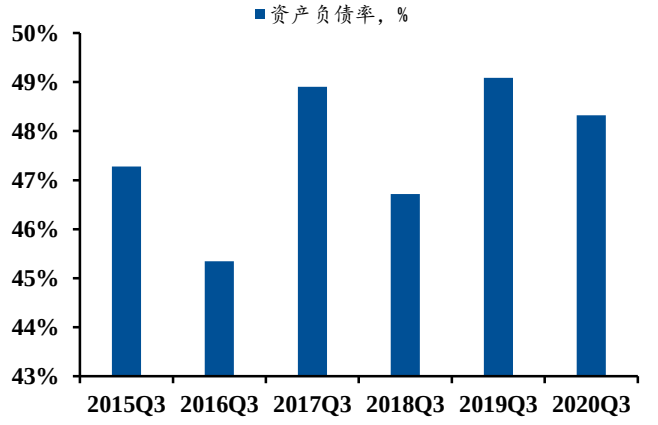
资料来源：Wind，民生证券研究院

图30： 其他建材板块 ROE（左轴）及毛利率（右轴）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图31： 其他建材板块资产负债率



资料来源：Wind，民生证券研究院

防水公司表现最好。2020Q3，其他建材子板块中营收增长最快的为凯伦股份，其营收增速为 88.1%；而净利润增速最快的是北新建材（18611.1%，主要系防水业务放量）。

表4：申万行业分类其他建材类公司营收、净利润增速等数据

证券代码	证券简称	营业收入(Q3 同比增长率)，%	净利润(Q3 同比增长率)，%	ROE%	PE	PB
300715.SZ	凯伦股份	88.1	141.4	2.5	28.9	5.6
300737.SZ	科顺股份	30.3	113.2	0.9	18.1	3.2
300374.SZ	恒通科技	26.7	-17.5	0.1	50.3	1.9
002791.SZ	坚朗五金	26.4	86.3	0.3	68.8	12.6
002392.SZ	北京利尔	25.2	20.5	2.5	11.9	1.4
002918.SZ	蒙娜丽莎	24.7	24.7	1.3	22.2	3.5
002323.SZ	*ST 百特	24.0	144.7	-5.3	-9.0	27.4
603856.SH	东宏股份	23.6	45.8	2.1	12.6	1.8
000786.SZ	北新建材	23.0	18,611.2	0.2	25.8	4.0
002043.SZ	兔宝宝	19.7	-23.8	-1.6	20.0	4.1
002271.SZ	东方雨虹	16.2	43.3	1.2	30.9	6.2
002398.SZ	垒知集团	9.0	-8.9	1.9	15.1	1.8
002641.SZ	永高股份	7.9	64.3	1.1	12.1	2.3
300198.SZ	纳川股份	7.5	-88.1	0.3	-64.7	3.7
002066.SZ	瑞泰科技	5.2	12.4	-2.2	78.7	4.6
000619.SZ	海螺型材	4.9	97.6	-1.5	70.6	0.9
002652.SZ	扬子新材	3.9	-255.9	-2.6	-5.5	4.6
002372.SZ	伟星新材	3.2	6.0	2.2	28.5	7.6
002088.SZ	鲁阳节能	1.4	-7.7	1.8	13.3	1.9
002718.SZ	友邦吊顶	-1.1	24.1	-1.7	20.7	1.7
603038.SH	华立股份	-1.5	-85.2	-1.9	52.8	1.9
002162.SZ	悦心健康	-1.6	55.8	-2.0	59.2	3.3
002225.SZ	濮耐股份	-1.7	20.5	2.7	17.7	1.8
300599.SZ	雄塑科技	-2.3	-10.2	1.9	16.9	2.2
002302.SZ	西部建设	-2.6	6.3	-1.5	16.7	1.5
002163.SZ	中航三鑫	-4.8	1,068.6	1.0	162.2	21.6
002596.SZ	海南瑞泽	-5.2	-45.4	-0.5	-15.3	2.1
603937.SH	丽岛新材	-5.5	-9.9	0.7	20.9	1.5
002082.SZ	万邦德	-10.1	-34.7	2.3	40.7	3.4

002785.SZ	万里石	-15.0	-4.9	0.3	-89.5	5.1
002694.SZ	顾地科技	-16.1	-872.5	-3.4	-62.6	1.7
002742.SZ	三圣股份	-16.7	-41.0	1.3	32.8	2.0
000023.SZ	深天地 A	-17.7	-107.1	-2.5	-323.7	5.0
002333.SZ	*ST 罗普	-19.4	-137.0	-2.0	-820.8	2.1
600678.SH	四川金顶	-22.6	25.1	1.8	46.3	13.7
002457.SZ	青龙管业	-22.7	-66.2	-1.8	29.5	1.3
300234.SZ	开尔新材	-29.1	9.9	5.2	55.0	3.9
603616.SH	韩建河山	-35.8	-4,194.9	-3.2	-15.1	2.8
002671.SZ	龙泉股份	-43.4	-11,937.5	-2.5	-51.5	1.1
300117.SZ	嘉寓股份	-48.6	-114.4	-3.0	-7.0	2.0
600321.SH	正源股份	-54.0	-1,621.3	-1.3	-24.4	1.3
平均		-5.0	-157.3	-0.1	-10.0	4.4

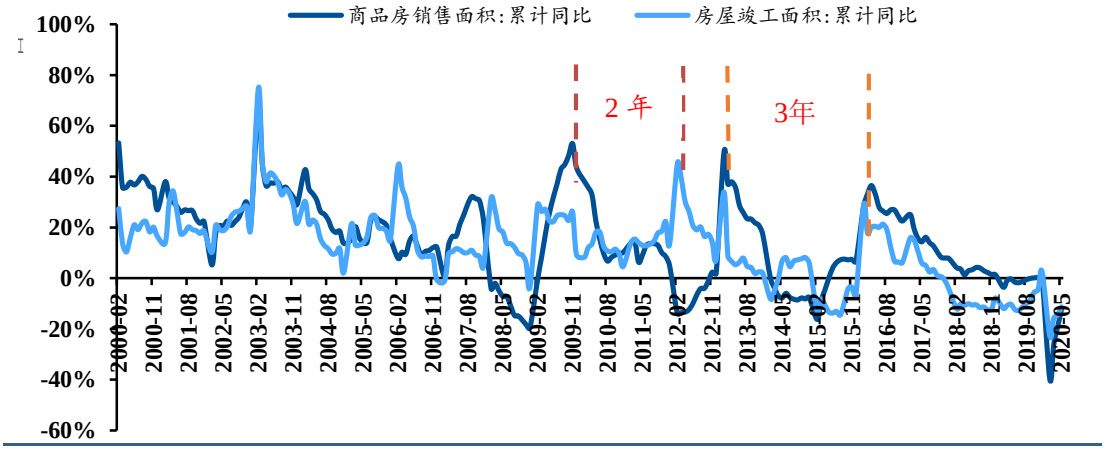
资料来源：Wind，民生证券研究院

三、展望 2021 年，关注三条投资主线

（一）投资主线一：竣工逻辑继续演绎，推荐后周期建材

房地产销售端到竣工端的传导时间在 2-3 年左右。从历史数据来看，房地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为 2-3 年左右；从前两轮传导周期来看，2009 年 10 月房屋销售面积累计同比达到顶点，而竣工面积累计同比在 2012 年 3 月达到顶点，传导时间为 2 年 3 个月；2013 年 2 月房屋销售面积累计同比达到顶点，而竣工面积累计同比在 2016 年 2 月达到顶点，传导时间为 3 年。

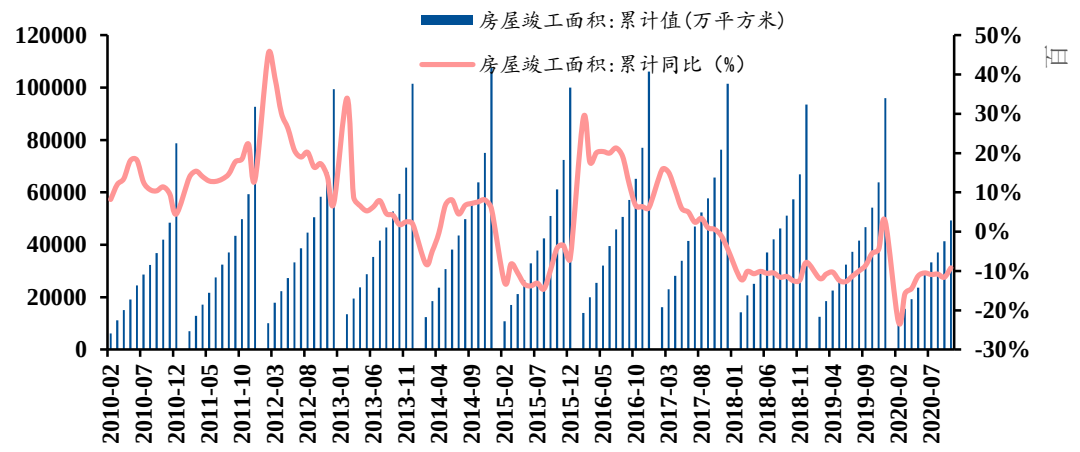
图32：　地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为 2-3 年左右（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

竣工面积单月同比转正，累计同比降幅持续收窄。根据统计局数据，2020 年 1-10 月房屋竣工面积 49,239.7 万平方米，累计同比为-9.2%，较 1-9 月累计同比增速收窄 2.4 个百分点，10 月单月竣工面积 7901.5 万平方米，同比增速达+5.9%，较 9 月单月同比增速大幅提升。若从 2019 年开始看，房屋竣工面积累计同比值降幅从 8 月份开始已呈现收窄趋势，并于 12 月由负转正。受疫情停工影响，2020 年 2 月累计同比降幅达到 22.9%，但是，随着疫情的缓解和复工复产节奏的加速，竣工面积累计同比降幅持续收窄。我们认为，疫情恢复，经济复苏，且年末竣工面积一般会大幅增加，房屋竣工面积累计同比有望于 2021 年上半年转正，并且持续正增长。

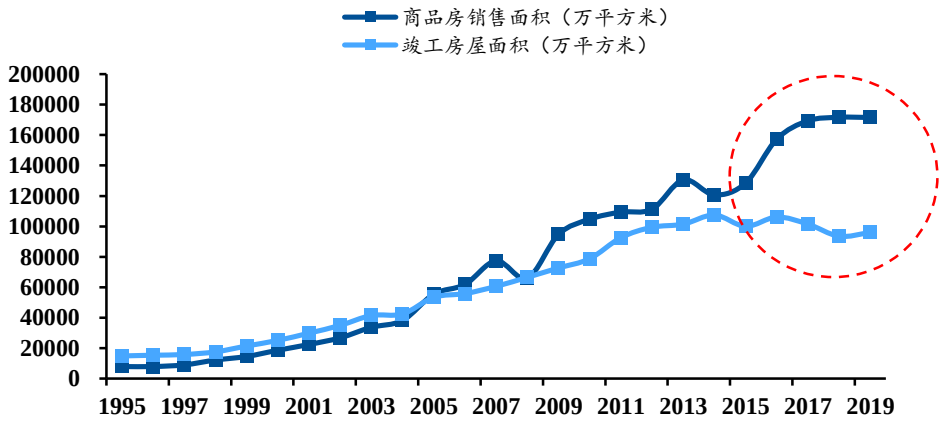
图33: 房屋竣工面积累计值及累计同比（单位，左轴：万平方米；右轴：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

商品房销售面积与竣工面积差值较大。从数据来看，从 2016 年开始，商品房销售面积出现较大幅度增长，竣工面积略有回落，以致于 2017 年-2019 年，商品房销售面积与竣工面积差值持续扩大，已达到历史最大值，后续预计将慢慢收窄。

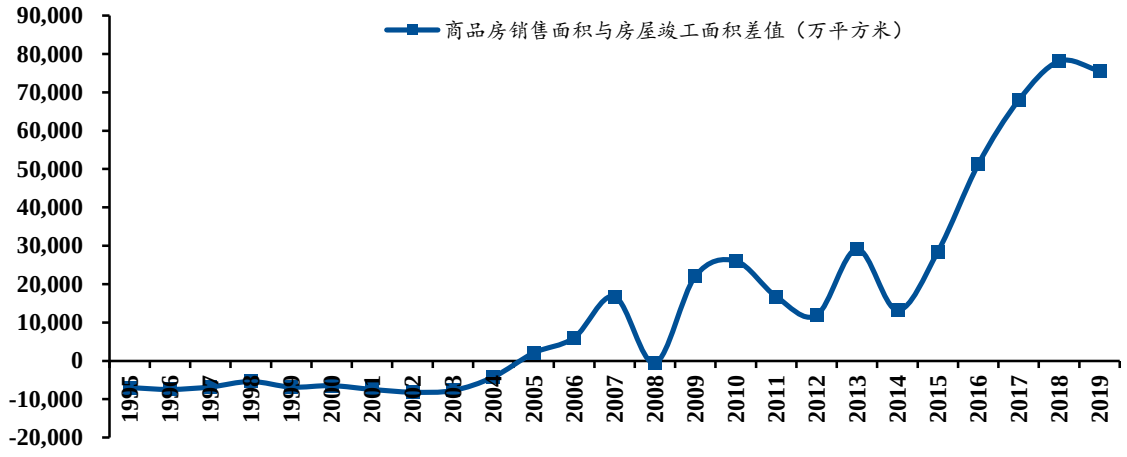
图34: 商品房销售面积与竣工面积差值较大（单位：万平方米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

为消解 2016-2019 年积累的销售竣工面积差值，未来两年竣工数据有望持续向好。根据我们的简单测算，2016 年-2019 年，房屋销售面积和房屋竣工面积的差值达 272862.5 万平方米，而 2019 年房屋竣工面积合计为 95942 万平方米。因此，我们判断，为消解 2016-2019 年积累的销售竣工面积差值，未来两年竣工数据有望持续向好。

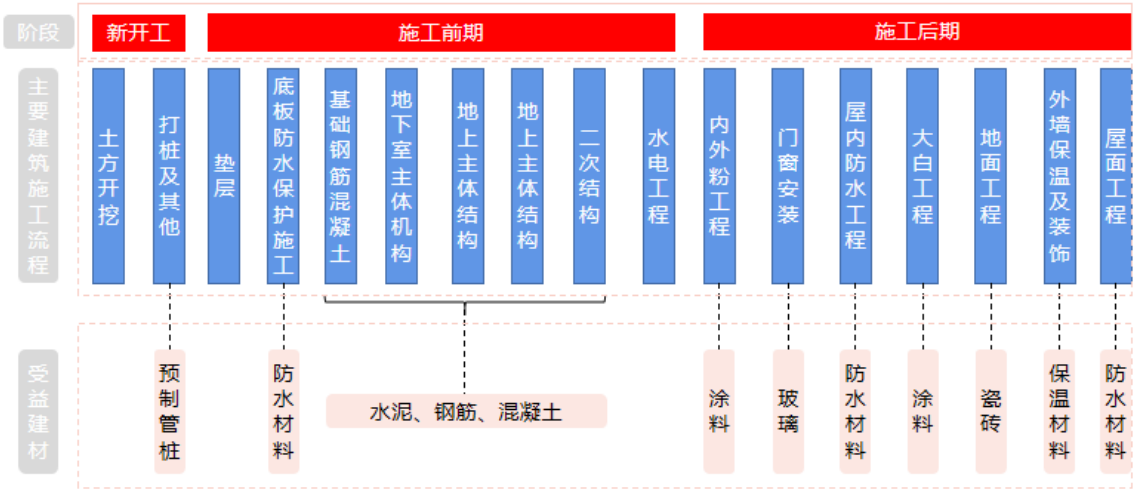
图35： 商品房销售面积与房屋竣工面积差值于 2016 年开始快速上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

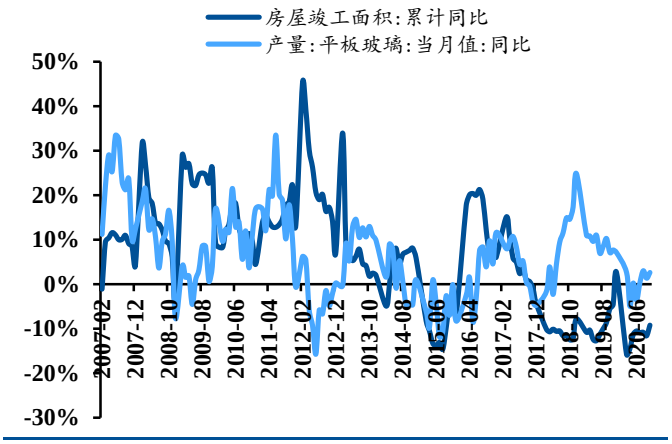
受益于销售竣工剪刀差的修复，看好地产后周期的玻璃和瓷砖。从房地产建筑施工流程来看，建筑玻璃和瓷砖的进场发生于四场建筑施工的后期。因此，根据地产施工流程判断，玻璃与瓷砖的景气度与地产施工面积的增速较为同步，并且将领先于地产竣工数据。另外，从房屋施工、竣工面积累计同比数据与平板玻璃产量增速的对比来看，“玻璃与瓷砖的景气度与地产施工面积的增速较为同步，并且将领先于地产竣工数据”的逻辑得到了验证。因此，由于房屋销售、竣工剪刀差的修复压力（核心压力为地产商的合同约束），地产后周期的玻璃和瓷砖将在 2021 年里保持高景气。

图36： 地产建筑施工流程及受益建材



资料来源：民生证券研究院整理

图37： 竣工面积累计同比领先平板玻璃产量同比（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图38： 施工面积累计同比同比平板玻璃产量同比（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）投资主线二：从周期角度看，2021 年中美房地产周期有望共同向上，建议关注地产早周期的水泥

1.房地产周期判断：2021 年，中美有望同时处于周期上升阶段

美国一轮房地产周期的持续时间约为 20.5 年。我们在《从周期嵌套理论看未来长丝景气度走势》的深度报告中，选取了两种指标对美国历史房地产周期各阶段进行划分，发现美国一轮房地产周期的持续时间约为 20.5 年。

表5：两类指标下，美国房地产周期各阶段持续时长

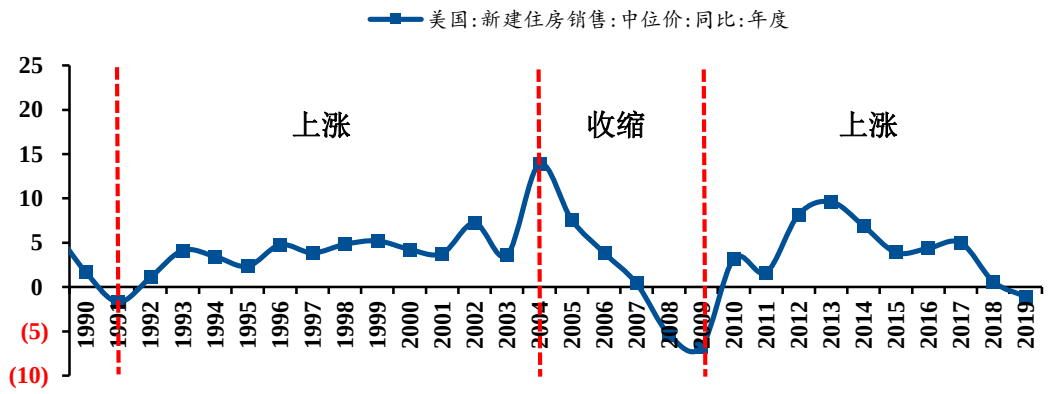
指标	上涨（年）	收缩（年）	合计（年）
新建住房销售价格同比	15	4.5	19.5
房屋空置率	11	10.5	21.5

资料来源：民生证券研究院整理

2021 年，美国房地产周期将处于上升阶段。通过对美国新建住房销售价格同比（%）和美国房屋空置率（%）两种指标的分析，我们得到美国目前处于房地产周期的上涨阶段，该轮房地产周期起于 2008-2009 年左右，并根据历史房地产周期持续时间长短推断预计将持续至 2030 年左右。

- **新建住房销售价格同比（%）：**目前，美国正处于新一轮房地产周期中，该轮房地产周期始于 2009 年，根据历史周期持续时间推算，预计美国该轮房地产周期将持续至 2030 年。此外，从历史数据中可以看到，每轮房地产周期中会包含两个小周期波动，因此，从数据看，目前美国房地产市场正处于第二小周期的上升启动阶段。

图39： 美国新建住房销售价格同比指标下美国当前房地产周期阶段（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

- **基于美国房屋空置率（%）：**目前，美国正处于新一轮房地产周期中，该轮房地产周期始于 2008 年，根据历史周期持续时间推算，预计美国该轮房地产周期将持续至 2030 年，且根据各阶段市场和市场状况判断，目前美国房地产周期正处于上涨阶段，也就是说处于房屋空置率的收缩阶段。

图40： 美国房屋空置率下美国当前房地产周期阶段（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

中国一轮房地产周期的持续时间约为 19 年。在划分中国历史房地产周期时，我们选取了中国商品房价格同比（%）作为核心指标，并得到了中国房地产周期各个阶段的平均持续时间为 19 年。

表6：中国房地产周期各阶段持续时长

指标	上涨（年）	收缩（年）	合计（年）
商品房价格同比（%）	8	11	19

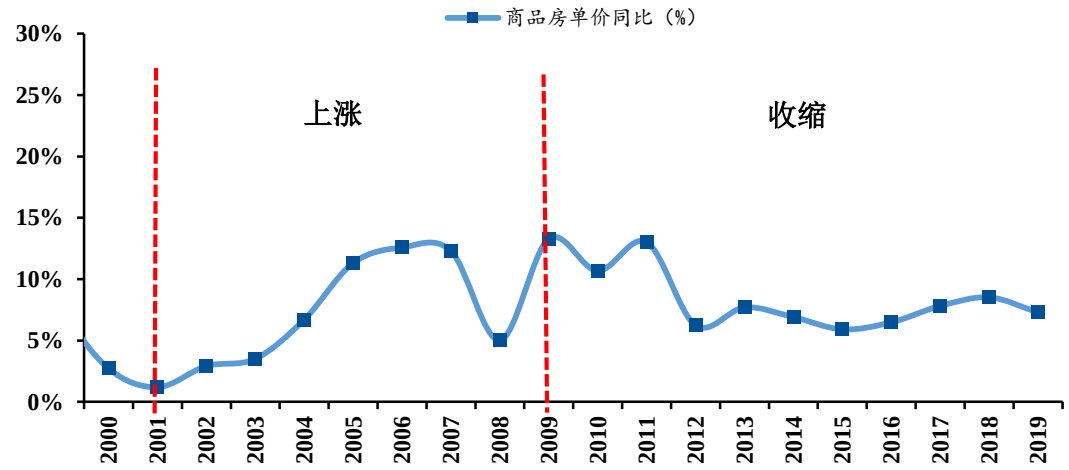
资料来源：民生证券研究院整理

2021 年，中国房地产周期有望进入新一轮周期的上升启动阶段。通过对中国商品房价格

同比增速指标的分析，我们得到中国该轮房地产周期始于 2001 年，现在处于房地产周期的收缩阶段（下降阶段），且已经处于该阶段的尾部；根据国外房地产周期的平均持续时间判断，预计该轮房地产周期将于 2020 年左右结束，并进入新一轮上涨周期。

- **商品房价格同比（%）：**目前，中国正处于始于 2001 年的该轮房地产周期中，根据历史周期持续时间推算，预计中国该轮房地产周期将持续至 2020 年左右。也就是说，目前。目前中国正处于房地产周期的尾部，处于房地产周期的下降阶段，并将于 2020 年左右转入新一轮房地产周期的上升阶段。

图41：　商品房价格同比下当前房地产周期位置（单位：%）



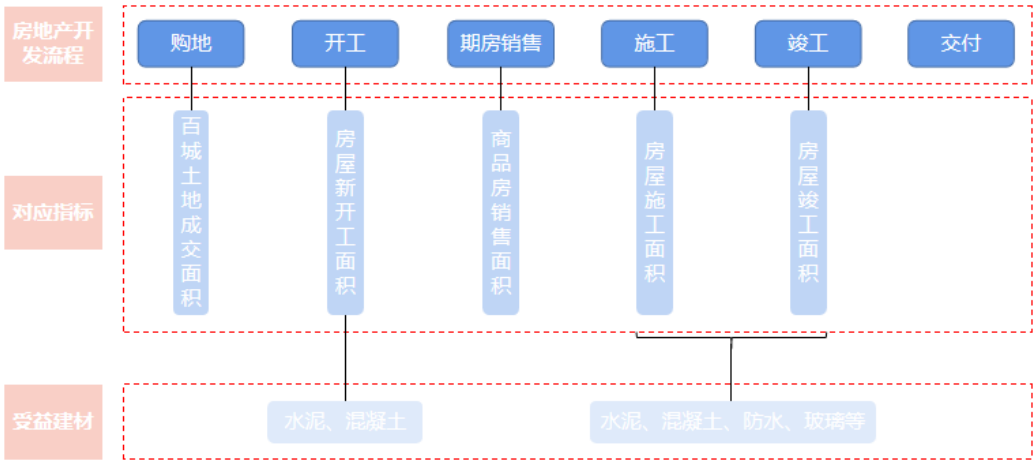
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.中美房地产周期共振向上，关注地产早周期产品——水泥

中美房地产周期有望形成向上共振。从房地产周期的角度判断，2021 年，美国将处于房地产周期的上升阶段，而中国也将买入新一轮房地产周期的上升阶段。因此，我们认为从 2021 年开始，中美房地产周期有望形成向上共振。

中国房地产周期拐点已至，处于地产早周期的水泥行业需求将复苏。首先，根据我们判断，中国房地产周期已到有下降向新一轮周期的上升阶段转化的拐点，并且该转变有望于 2021 年开始并逐步完成。其次，根据地产开发流程看，地产早周期的建材产品主要有水泥和混凝土。因此，受益于中国房地产新周期的启动，地产链中的建材子行业的景气度将沿着地产开发链逐步上行，而处于地产链早期的水泥行业将最早开始复苏。所以，我们判断，2021 年来自地产端的水泥需求将复苏。

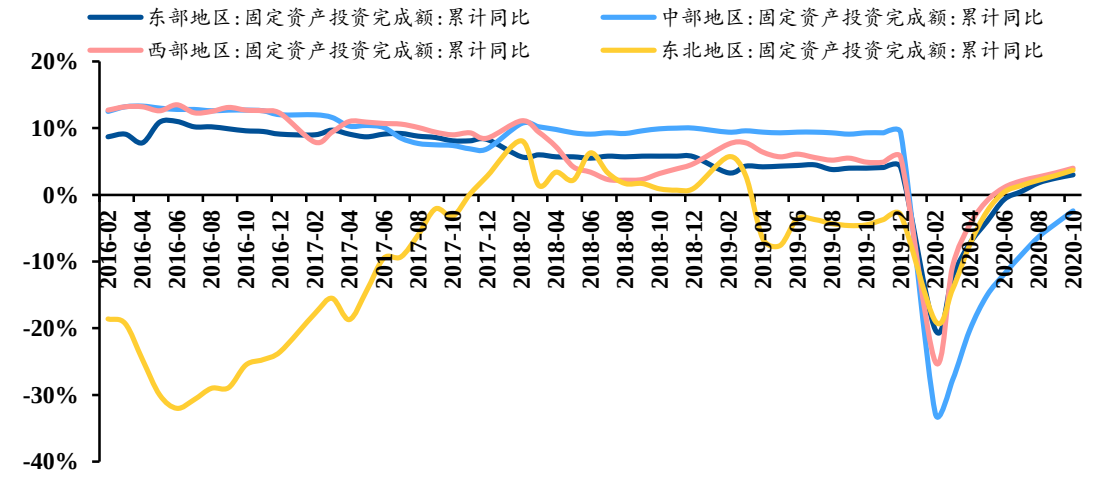
图42： 房地产开发流程



资料来源：民生证券研究院整理

区域来看，关注位于长三角、珠三角和中部两湖区域的优质水泥企业。从国内外城市发展历史看，大都市群的建设是大势所趋，大都市群的建设将带来基建完善和人口集中、房地产持续景气，从而带动大都市群中的水泥需求。因此，我们在判断 2021 年将是中国房地产新周期起点的情况下，建议优选位于国家推进建设的长三角、珠三角和中部两湖区域城市群中的高确定性水泥企业。

图43： 固定资产投资完成额累计同比（分区域）（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

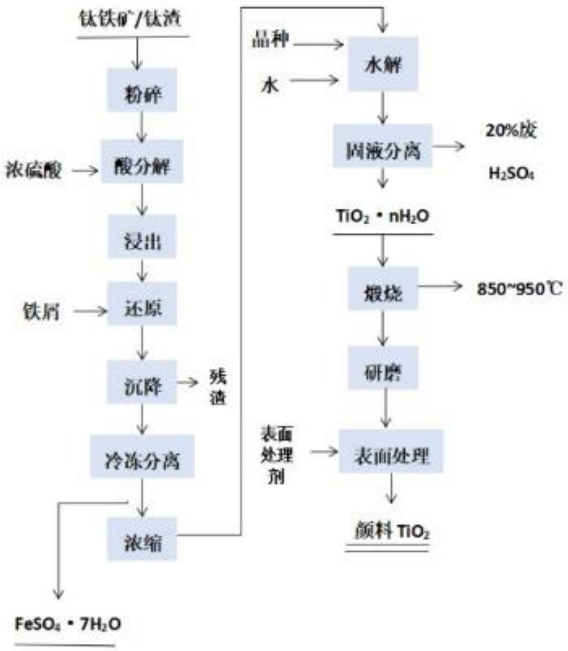
（三）投资主线三：关注突破技术壁垒、核心竞争优势强的高成长性个股

成熟的钛白粉生产工艺主要有硫酸法和氯化法两种。钛白粉又名二氧化钛，具有折射率高、遮盖力大、分散性好、白度好、无毒、物理和化学性质稳定等一系列优良性能，被认为是目前世界上性能最好的一种白色颜料，被广泛应用于涂料、塑料、造纸、橡胶和油墨等工业领域和食品

领域。目前世界上成熟的钛白粉生产工艺主要有硫酸法和氯化法两种。近年来，中国钛白粉行业面临着产业结构调整、产品升级的关键时期，各钛白粉企业环保压力愈来愈中重，氯化法的一系列优点使其成为中国钛白粉行业的热点，引得无数企业趋之若鹜。

- **硫酸法：**主要以钛铁矿或酸溶性钛渣为原料，用硫酸将钛原料分解成 TiOSiO4 溶液再进行除杂、分离，最终获得成品钛白粉。

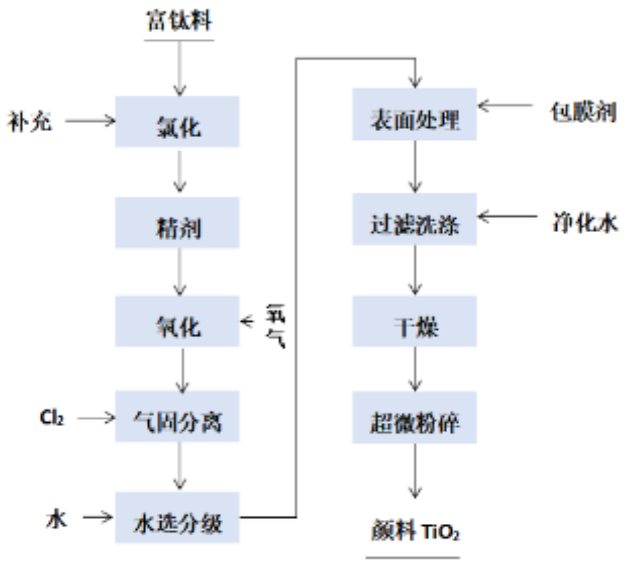
图44：　钛白粉硫酸法流程



资料来源：中国粉体网，民生证券研究院

- **氯化法：**氯化法工艺用富钛料，如天然金红石、人造金红石、高钛渣或 UGS 渣等，与氯气反应生四氯化钛等，再将精制后的四氯化钛进行气相氧化获得粗二氧化钛，后处理获得高品质的钛白粉。

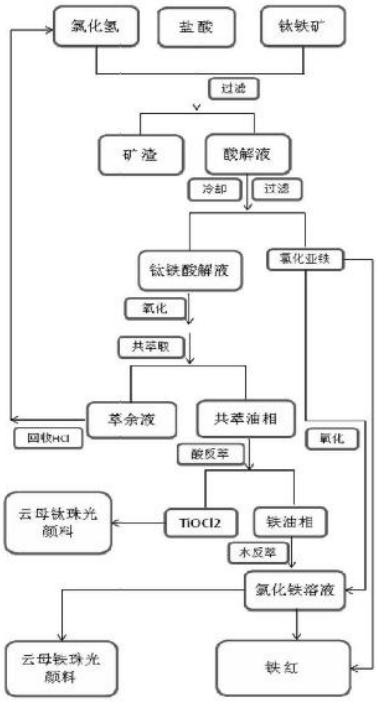
图45：　钛白粉氯化法流程



资料来源：中国粉体网，民生证券研究院

坤彩科技率先实现萃取法制钛白技术，打破原有硫酸法和氯化法制钛白的行业格局。该技术中，盐酸在一定温度和压力下将钛铁矿中的钛铁离子溶解后，通过补加氯化氢气体使酸解液中的氯化亚铁沉淀出来，经氧化后用萃取剂对剩余钛铁离子进行共萃取的方式，使其与其他有色离子分离，并采用分步反萃和富集的方法，获得富集氯化钛酰的溶液和含铁的水合氧化物。

图46：　氯氧化钛萃取分离技术流程



资料来源：国家知识产权局，民生证券研究院

相比于硫酸法和氯化法，萃取法制钛白技术具有技术、成本、经济性和环保优势：

- **技术优势：萃取法是不同与硫酸法和氯化法的新型钛白生产工艺，拥有独家专利，技术壁垒高。**就硫酸法和氯化法而言，硫酸法发展时间较长，技术相对成熟，但是生产工艺较为复杂，每一步都需要精确的控制，这些都需要企业的积累才能逐步的完善；氯化法生产工艺难度较大，对设备要求较高。而萃取法为坤彩科技完全具有自主知识产权和全球首套工艺论证的方法，具有高行业技术壁垒。

- **成本优势：萃取法和硫酸法原材料成本远远低于氯化法的原料成本。**萃取法和硫酸法一样，所用原料均为钛精矿，而氯化法使用的原料多为金红石；根据 2018 年全年均价来看，钛精矿价格在每吨 1250 元左右，金红石价格在每吨 6650 元左右。

- **经济性优势：萃取法可得到副产品铁红，经济性由于只有钛白粉的硫酸法和氯化法。**根据萃取法专利上的技术流程看，通过氯氧化钛萃取分离技术流程得到的最终产品除了二氧化钛之外，还有副产品铁红，其具有较高的售卖价值。

- **环保优势：由于萃取法中的萃余液和氯化铁溶液可循环使用，其废液和废渣少于硫酸法和氯化法，环保性更好。**硫酸法一方面钛铁矿需要大量用水来冲刷杂质和生产后的废酸，另一方面生产一吨钛白粉需要产生约 8 吨 20%的废酸，2 万立方米左右的酸性含尘废气和 4 吨左右的含钛石膏产物，由此造成的“三废污染”严重。氯化法由于原料矿石纯度高，、生产一吨钛白粉仅需排放 15 吨废水和 0.15 吨左右的废渣。而萃取法中的萃余液和氯化铁溶液可循环使用个，其废液和废渣少于硫酸法和氯化法。

表7：钛白粉三种生产工艺对比

	硫酸法	氯化法	萃取法
原料	钛铁矿或酸溶性钛渣。其中，钛铁矿价格低、来源稳定；酸溶性钛渣价格较高，品质好	金红石，价格高，工艺要求不高	钛铁矿，价格低、来源稳定
产品类型	锐钛型，金红石型	金红石型	锐钛型
生产技术	运用时间长，较为成熟	技术较新，有一定技术壁垒	最新技术，有高技术壁垒
产品质量	一般	好	好
工艺流程	非连续生产，工艺长且复杂	连续生产，流程长且简单	连续生产，较为简单
污染和废料	三费多，环保压力大	废水、废渣较少，环保压力小	萃余液和氯化铁溶液可循环使用，环保压力小
工厂安全	主要危害来源于热浓硫酸的处理，液体储存较容易，泄露容易处理	危害来源于氯气和高温下的氯化钛气体，气体泄露对环境危害大	危害来源于氯气和高温下的氯化钛气体
国家政策	限制	鼓励	鼓励

资料来源：中国粉体网，民生证券研究院

高行业壁垒、高经济性和低成本铸造强大的核心竞争力，高成长性可期。一方面，坤彩科技凭借其钛白粉萃取法的高技术壁垒、高经济性和较低的成本铸就了强大的核心竞争力；另一方面，随着公司第一条 10 万吨高端二氧化钛于 2020 年投产，且远期产能可达 50 万吨，公司在钛白粉业务的产能充足。因此，我们认为，坤彩科技未来的高成长性可期。

四、投资建议

1、旗滨集团（2020 Q1-3 净利 12 亿）

核心业务：公司从事玻璃产品制造与销售，包括优质浮法玻璃原片、节能建筑玻璃等玻璃产品。2019 年，公司生产各种优质浮法玻璃原片 11885 万重箱，同比+8.1%；生产节能建筑玻璃 1160 万平方米，同比+202.9%。

业绩与估值：19 年归母净利 13.5 亿，预计 20-22 年 15.8 亿，18.9 亿，22.5 亿，对应 PE19.3，16.2，13.6 倍。（申万水泥行业 PETTM 为 31.6）

推荐逻辑：

1）节能玻璃开始发力，未来电子玻璃、药用玻璃将成为新的增长点。

2）玻璃行业加大供给侧改革力度，供需格局未来持续向好。

2、蒙娜丽莎（2020 Q1-3 净利 3.8 亿）

核心业务：公司主要产品为陶瓷砖等，下游广泛应用于住宅装修装饰、公共建筑装修装饰。

业绩与估值：19 年归母净利 4.3 亿，预计 20-22 年 5.8 亿，7.2 亿，8.6 亿，对应 PE19.5，15.5，13.0（申万其他建材 PETTM 为 30.6）

推荐逻辑：

1）品牌优势、网络渠道优势、技术壁垒等打造公司牢固护城河。

2）瓷砖领军企业，持续受益产能集中度提升及精装渗透率提升。受益于集中度提升，公司作为头部企业营收增速及利润水平好于行业平均水平。随着国内房地产精装、整装、“互联网+”家装等比例的不断提升，公司在“零售+工程”双轮驱动的品牌营销战略下，业绩有望快速增长。

3、海螺水泥（2020 Q1-3 净利 247 亿）

核心业务：2019 年水泥熟料自产销量 3.23 亿吨，同比增长 8.6%。2019 年全国累计水泥产量 23.3 亿吨，同比增长 6.1%，公司水泥销量增速高于全国平均水平

业绩与估值：19 年归母净利 336 亿，预计 20-22 年 346 亿，377 亿，411 亿，对应 PE8.0，7.4，6.8（申万水泥行业 PETTM 为 8.9）

推荐逻辑：

1）国内水泥领军企业，未来持续受益供给收缩及基建回暖。

2）海螺核心竞争力是生产低成本和低费用率。实现水泥吨成本 179 元/吨大幅低于行业水平（208 元/吨）。费用端其 6.0%的费用率远低于平均水平 12.6%。

4、华新水泥（2020 Q1-3 净利 40 亿）

核心业务：公司水泥产能近 1 亿吨/年　　**护城河：**处于区位垄断地位，中西部。

业绩与估值：2019 供给净为 63 亿，20-22 年净利为 65 亿，69 亿，74 亿，PE 为 7.4，6.9，6.5（申万水泥行业 PETTM 为 8.9）

推荐逻辑：

1）规模及完整产业链优势、技术壁垒、品牌优势、区位等打造牢固护城河；

2）看好地产和基建的逆周期增长，叠加错峰限产政策的执行等。

3）估值处于相对低位。

5、塔牌集团（2020 Q1-3 净利 14 亿）

核心业务：2000 万吨水泥产能，2020 年预计 2400 万吨。　**护城河：**区位垄断，粤东地区。

业绩与估值： 19 年净利 17 亿，20-22 年净利 20 亿，23 亿，26 亿，PE7.9，6.7 和 5.9 倍（申万水泥行业 PETTM 为 8.9）。

推荐逻辑：（1）粤港澳大湾区建设在即，公司业绩有望稳定增长。（2）两条万吨线陆续投产，吨水泥成本下降提升盈利能力。（3）现金流优秀，资本开支减少，高股息支付率有望成为常态。

6、坤彩科技（2020Q1-3 净利 1.2 亿）

核心业务：珠光材料+钛白粉。　**护城河：**渠道网络，成本优势。

业绩与估值： 19 年净利 1.5 亿，20-22 年净利 2.6 亿，6.0 亿，9.2 亿，PE73，31，和 20 倍（PEG<1）。

推荐逻辑：（1）珠光材料行业壁垒高，国内 CR3 企业市占率达 43%。2020 年国内珠光材料市场空间 32 亿元，过去 5 年复合增速 15%；（2）公司逻辑：公司萃取法钛白技术具有明显成本优势。产能扩张公司盈利能力上行。我们测算，50 万吨萃取法钛白项目可获毛利 47 亿元。

表8：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		12 月 11 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601636.sh	旗滨集团	11.39	0.52	0.59	0.70	21.9	19.3	16.2	推荐
002918.sz	蒙娜丽莎	27.79	1.08	1.43	1.79	25.7	19.5	15.5	推荐
600585.sh	海螺水泥	52.45	6.34	6.91	7.67	8.3	7.6	6.8	推荐
600801.sh	华新水泥	22.96	3.03	3.11	3.31	7.6	7.4	6.9	推荐
002233.sz	塔牌集团	12.88	1.46	1.64	1.91	8.8	7.9	6.7	推荐
603826.sh	坤彩科技	39.94	0.31	0.55	1.27	128.8	72.6	31.4	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

五、风险提示

房屋竣工面积增速回暖速度慢，房地产周期拐点推迟。

房屋竣工面积增速回暖速度慢：受国内外疫情、国内货币政策环境以及地产调控影响，房屋竣工面积回暖速度有变慢的风险。

房地产周期拐点推迟：受新冠疫情以及房地产“三条红线”影响，中国房地产周期由下降向上升转变的拐点有推迟的风险。

插图目录

图 1: 2020 年(2020.1.1-2020.12.11)建材行业（申万）指数上涨 21.69% （单位：%） 4
图 2: 2020 年建材行业涨幅位居全市场 10/28（单位：%） 5
图 3: 行业分化明显，玻璃及其他建材涨幅超 50%，水泥走势稳健（单位：%） 5
图 4: 玻璃和其他建材板块估值有所修复，水泥板块估值仍处于历史低位（单位：倍） 6
图 5: 1999 年以来我国水泥需求由快速增长期转入平台期（单位，左轴：万吨；右轴：%） 7
图 6: 我国水泥产量月度同比数据自 18 年以来进入新一轮回暖期（单位：%） 7
图 7: 我国水泥产量月度同比数据(季节图) （单位：%） 8
图 8: 水泥价格历史变化（单位：元/吨） 8
图 9: 水泥价格季节变化（单位：元/吨） 8
图 10: 地产与基建的固定资产投资完成额累计同比与房屋新开工累计同比（单位：%） 9
图 11: 2020 年，水泥价格呈“U”字型走势，仍维持在高位（单位：元/吨） 9
图 12: 我国浮法玻璃在产产能自 2015 年进入平台期（单位：左轴：亿重量箱；右轴：%） 10
图 13: 房屋新开工面积与浮法玻璃产量同比增长数据走势基本一致（单位：%） 11
图 14: 浮法玻璃价格 15 年见底后反弹（单位：元/重量箱） 11
图 15: 2020 年，玻璃价格呈“V”字形走势（单位：元/重量箱） 12
图 16: 建材板块营业收入及增速 13
图 17: 建材板块归母净利润及增速 13
图 18: 建材板块 ROE 及毛利率 13
图 19: 建材板块资产负债率 13
图 20: 水泥子板块营收及增长率 14
图 21: 水泥板块归母净利润及增长率 14
图 22: 水泥子板块 ROE（左轴）及毛利率（右轴） 14
图 23: 水泥子板块资产负债率 14
图 24: 玻璃板块营收及增长率 15
图 25: 玻璃板块归母净利润及增长率 15
图 26: 玻璃板块 ROE（左轴）及毛利率（右轴） 15
图 27: 玻璃板块资产负债率 15
图 28: 其他建材板块营收及增长率 16
图 29: 其他建材板块归母净利润及增长率 16
图 30: 其他建材板块 ROE（左轴）及毛利率（右轴） 17
图 31: 其他建材板块资产负债率 17
图 32: 地产期房销售数据到房屋竣工数据之间的传导时间为 2-3 年左右（单位：%） 19
图 33: 房屋竣工面积累计值及累计同比（单位，左轴：万平方米；右轴：%） 20
图 34: 商品房销售面积与竣工面积差值较大（单位：万平方米） 20
图 35: 商品房销售面积与房屋竣工面积差值于 2016 年开始快速上升 21
图 36: 地产建筑施工流程及受益建材 21
图 37: 竣工面积累计同比领先平板玻璃产量同比（%） 22
图 38: 施工面积累计同比同比平板玻璃产量同比（%） 22
图 39: 美国新建住房销售价格同比指标下美国当前房地产周期阶段（单位：%） 23
图 40: 美国房屋空置率下美国当前房地产周期阶段（单位：%） 23
图 41: 商品房价格同比下当前房地产周期位置（单位：%） 24
图 42: 房地产开发流程 25
图 43: 固定资产投资完成额累计同比（分区域）（单位：%） 25
图 44: 钛白粉硫酸法流程 26
图 45: 钛白粉氯化法流程 27
图 46: 氯氧化钛萃取分离技术流程 27

表格目录

表 1: 2020 年建材（申万）成分股涨跌幅前十 6

表 2: 申万行业分类水泥公司营收、净利润增速等数据 14
表 3: 申万行业分类玻璃公司营收、净利润增速等数据 16
表 4: 申万行业分类其他建材类公司营收、净利润增速等数据 17
表 5: 两类指标下，美国房地产周期各阶段持续时长 22
表 6: 中国房地产周期各阶段持续时长 23
表 7: 钛白粉三种生产工艺对比 28
表 8: 盈利预测与财务指标 30

分析师简介

杨侃，南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石油化工及建材等方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。