华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2020年11月24日

穿越周期，找寻成长

—2021建材行业年度投资策略

分析师：石林　SAC职业证书号：S0010520060001

核心观点

- 2020年建材板块跑赢沪深300，在申万一级行业中涨幅居前，年初至今周期类建材和消费类建材均有不错表现。**顺周期建材方面水泥领涨2020H1，玻璃、玻纤H2发力；消费建材方面五金、防水、涂料是涨幅最大的三个细分行业。**2020Q3建材板块业绩普遍转正，消费建材、玻璃、玻纤和减水剂Q3业绩涨幅居前。
- 当前建材板块整体估值仍处低位，我们预计在流动性不出现显著收紧的情形下，**国内经济持续向好、市场风险偏好提升叠加外需复苏将使得顺周期建材估值修复趋势延续；消费建材强者恒强的态势将越发明显，我们认为具备成长属性的龙头将持续享有估值溢价**，而**报表质量**或将成为下一阶段影响消费建材企业估值水平的关键因素。
- **投资主线一：风险偏好提升，优选成长赛道。**我们认为**2021年主题投资机会将提升市场风险偏好，成长赛道将受到更多关注。**而在传统成长类板块溢价进一步提升空间不大的情况下，包括建材在内的周期类板块中的成长股，或将吸引到更多高风险偏好的资金。
- **投资主线二：寻找高质量增长的消费建材龙头。**目前消费建材整体逻辑较顺，B端龙头仍处于业绩加速上升期，C端龙头进入业绩和估值修复期。我们认为**消费建材企业在增长的同时“质”的提升将更为关键**，建议从营收质量、盈利质量、现金流三个角度寻找能够穿越周期，更好地面对未来存量市场博弈的龙头企业。
- **投资主线三：顺周期景气向好。我们认为供需格局持续优化叠加全球经济复苏预期，顺周期建材将保持高景气度。**其中水泥、浮法玻璃供给端收缩将持续，行业周期性弱化；全球经济若2021年普遍回暖则对对外需占比较高的玻纤板块将构成催化；减水剂板块在顺周期建材中Beta与Alpha投资机会共存。
- **投资主线四：政策利好打开中长期需求空间。“十四五”期间我国城镇化建设预计将进一步加速，将从中长期带动全国各地区的基建和地产投资。**与此同时，专项债加码、REITs试点、西部大开发、旧改等政策利好都将从短、中、长期提振建材行业需求。
- **重点推荐标的：**【海螺水泥】、【苏博特】、【东方雨虹】、【中国巨石】、【伟星新材】

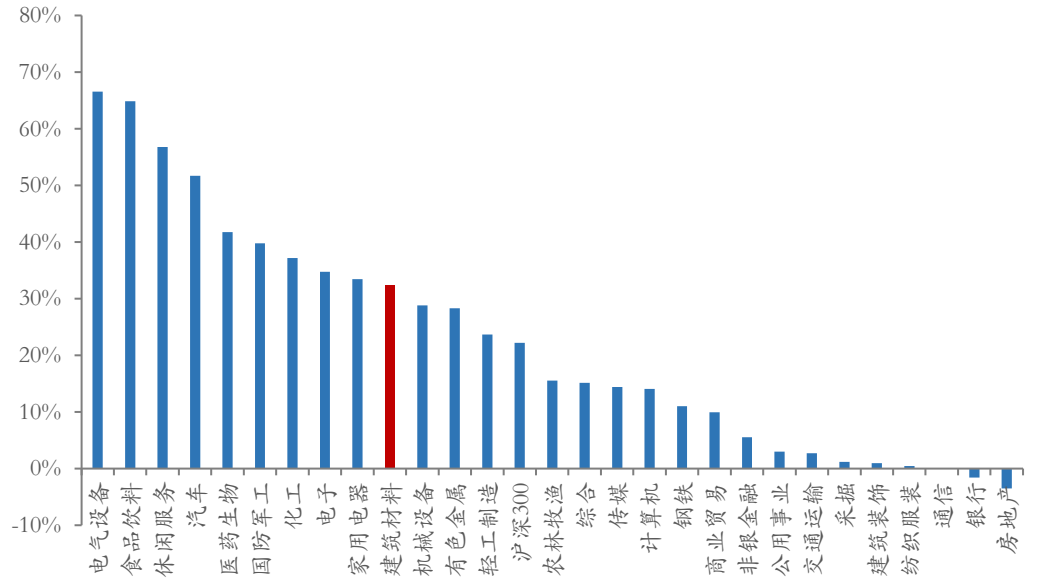
目录

1 2020年复盘：周期与成长共振
2 风险偏好提升，优选成长赛道
3 寻找高质量增长的消费建材龙头
4 顺周期景气向好
5 政策利好打开中长期需求空间
6 重点推荐标的

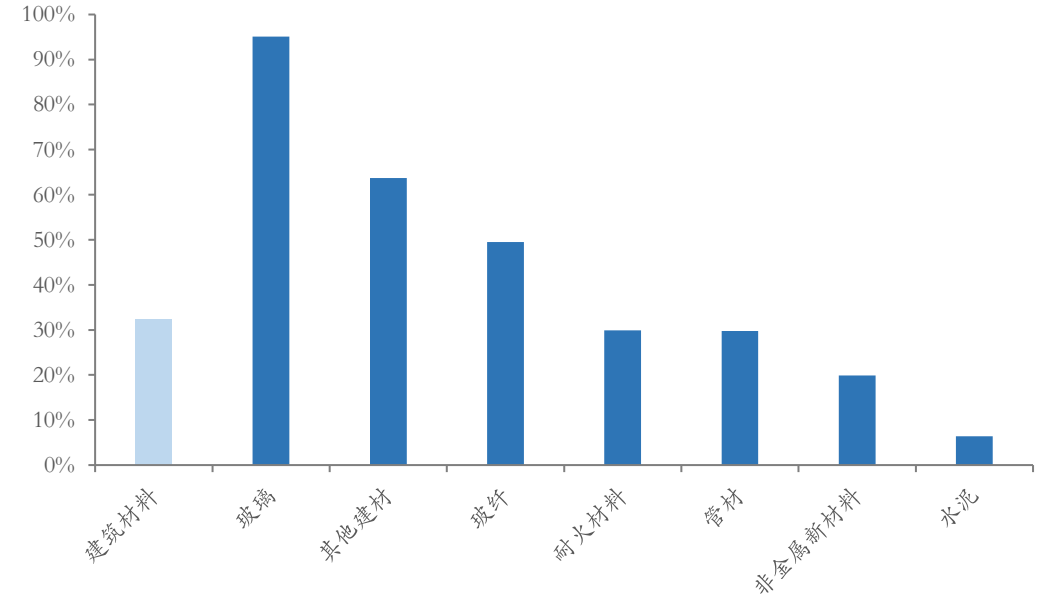
建材板块涨幅居前，周期与成长共振

- 以申万行业指数为标准，**2020年以来建材板块区间涨跌幅（2020/1/2-2020/11/23）为32.35%，跑赢沪深300指数10.18%**，在28个申万一级行业中位列第10，表现相对较好。
- 值得注意的是，年初至今周期类建材和消费类建材均有不错表现。2020Q2开始基建和地产需求的复苏、2020Q3至Q4玻璃和玻纤的涨价与去库带动顺周期建材整体景气度高涨；由于国内疫情基本得到控制，2020Q3起装修旺季和竣工旺季也带动消费建材业绩显著修复。
- 我们认为2020年建材板块呈现结构性行情，资金更重视成长性与确定性，龙头溢价较为明显。

年初至今申万一级行业指数涨跌幅情况



年初至今建材各细分板块涨跌幅情况

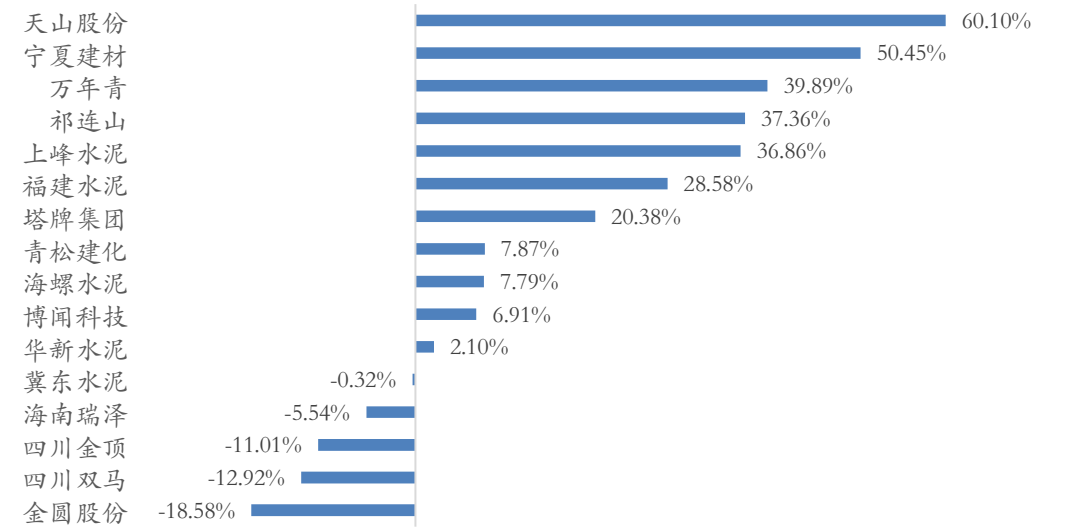


资料来源：wind，华安证券研究所

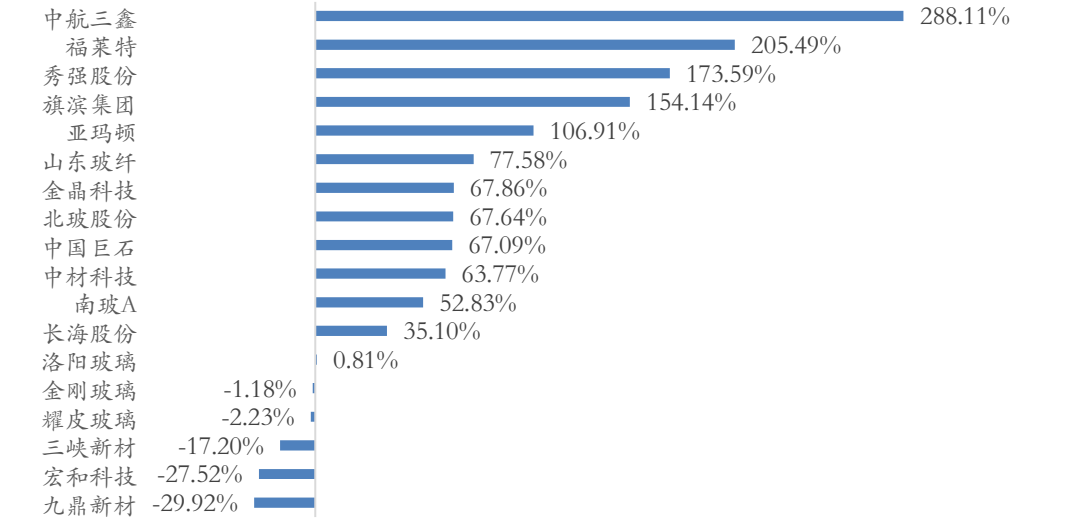
顺周期建材：水泥领涨H1，玻璃玻纤H2发力

- 从建材细分板块来看，**2020年表现相对较好的为玻璃（+95.10%）/其他建材（+63.70%）/玻纤（+49.53%）**。
- 受益基建和地产需求的快速复苏，水泥板块2020H1领涨建材行业，全年来看仍然呈现明显的季节性波动。雨季影响叠加前期高估值，2020Q3起板块经历较大幅度调整，但从11月开始重新进入上升通道。**由于2020Q4的全国性涨价及可预见的2021H1需求高增速，我们认为水泥板块的估值修复将延续至2021年。**
- 玻璃和玻纤板块2020H2起领涨建材行业，我们认为主要由于：1）资金对传统竣工旺季的布局；2）玻璃玻纤的持续涨价显示行业高景气度，推升情绪；3）从市场对2021年预期来看，供不应求的光伏玻璃既为板块提供成长性又从中长期进一步优化浮法供需格局；玻纤行业已进入底部向上通道，且显著受益下游和外需复苏的催化。**而以上逻辑在2021年均可持续。**

2020年水泥板块主要个股走势



2020年玻璃玻纤板块主要个股走势

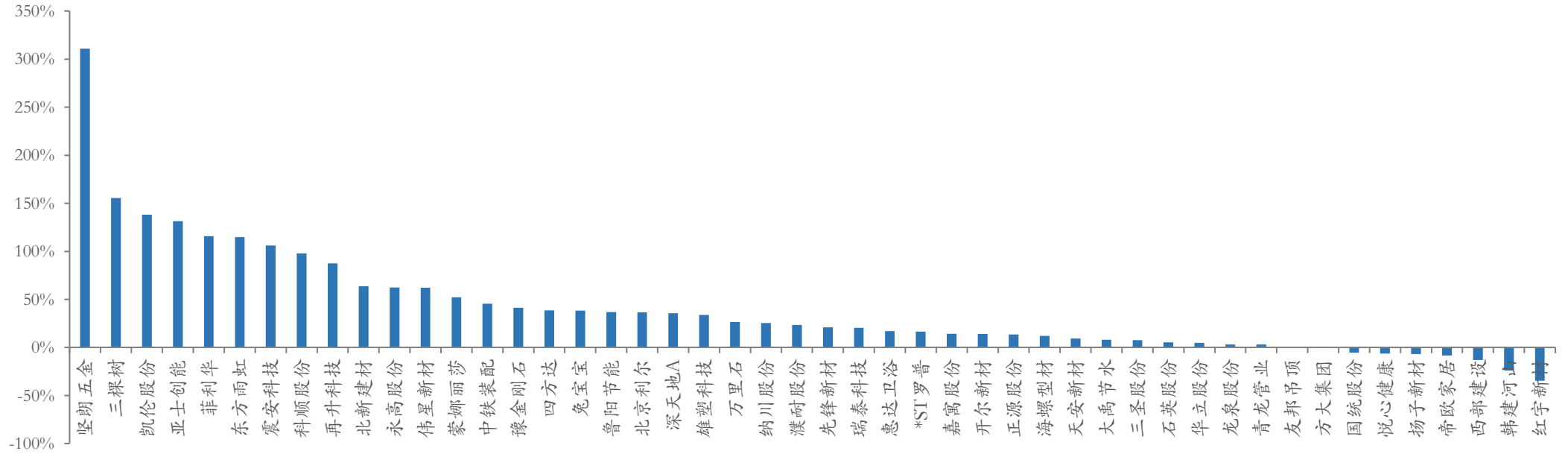


资料来源：wind，华安证券研究所

消费建材：防水领跑，龙头强者恒强

- 消费建材板块行情分化较大，优质赛道和优质龙头表现强势。**五金、防水、涂料是涨幅最大的三个细分行业，相关龙头坚朗五金、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、三棵树、亚士创能2020年涨幅均超过100%。**
- 我们认为消费建材板块2020年走势主要受三个因素驱动：1）**工程渠道仍是主要逻辑**，显著受益B端带来的份额提升的赛道受到青睐，同时C端建材的优质报表和业绩改善也带来了投资机会；2）**2020年消费建材企业的原材料成本普遍低位运行**，带来盈利水平提升；3）**在“大行业小公司”格局下**，疫情加速中小企业出清，龙头份额逆势提升，alpha属性凸显。

2020年消费建材和其他建材板块主要个股走势



资料来源：wind，华安证券研究所

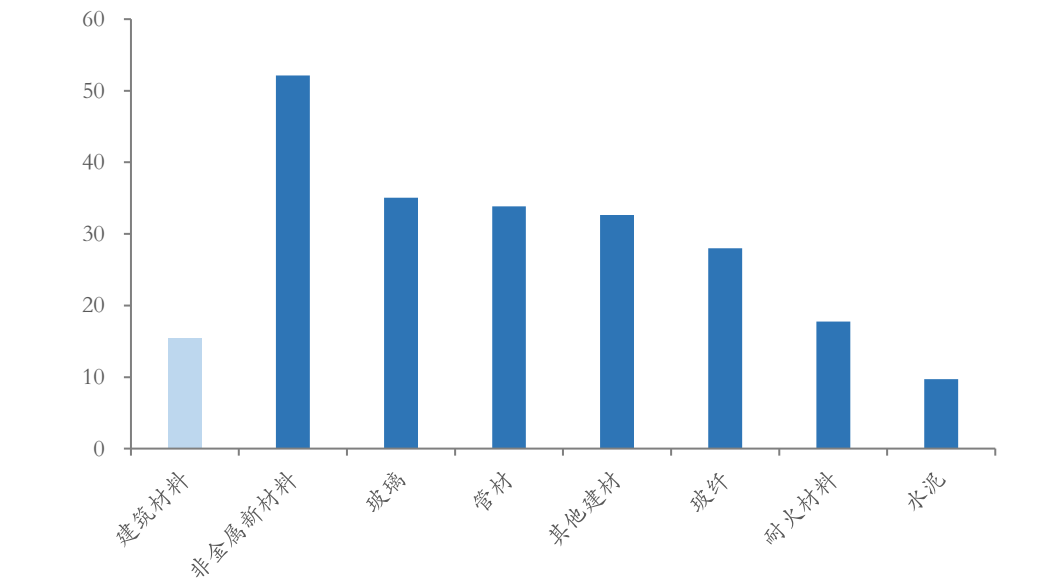
板块整体估值仍处低位，预计结构性分化将延续

- 从估值水平来看，当前建材板块整体PE（TTM）仅15倍，低于过去5年PE（TTM）中位数21倍，仍处于较低水平。我们认为顺周期建材与消费建材的估值分化、以及消费建材板块个股之间的估值分化仍将延续。
- 当前时点顺周期板块估值较低，**我们预计在流动性不出现显著收紧的情形下，国内经济持续向好、市场风险偏好提升叠加外需复苏将使得包括水泥、玻璃、玻纤在内的顺周期建材估值修复趋势延续。**
- 消费建材板块强者恒强的态势将越发明显，我们认为具备成长属性的龙头将持续享有估值溢价，而**报表质量**或将成为下一阶段影响消费建材企业估值水平的关键因素。

建材板块当前估值水平仍较低



建材各细分板块估值水平

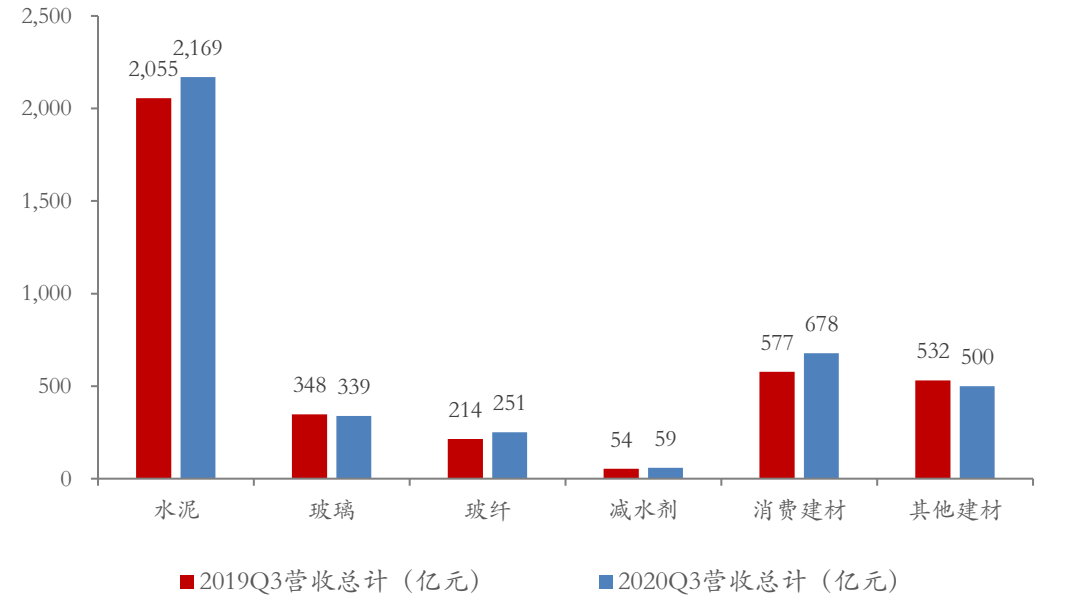


资料来源：wind，华安证券研究所

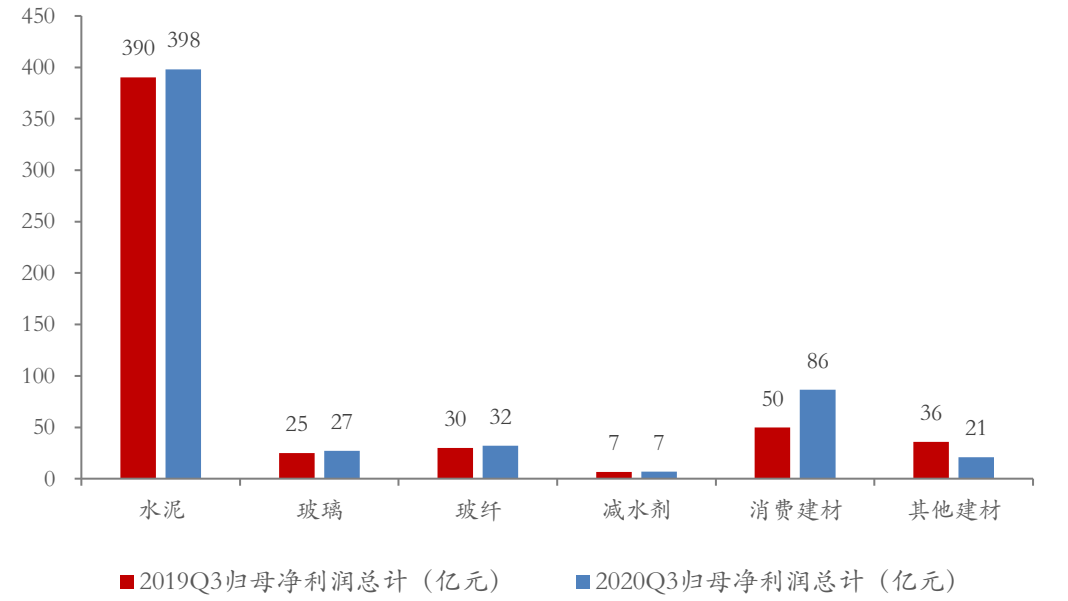
2020Q3建材板块业绩普遍转正，Q4需求释放较好

- 根据我们的建材板块样本（85家上市公司），**2020Q3归母净利润涨幅居前的细分板块为消费建材（+73.8%）、玻璃（+8.9%）、玻纤（+7.4%）和减水剂（+5.14%）**。其中消费建材板块基本全部实现业绩增速转正；顺周期建材Q3为传统淡季且遭遇雨水，业绩受到一定影响，但从Q4需求释放和涨价的情况来看，全年业绩仍将保持逐季抬升。
- 2021H1由于低基数原因，建材板块业绩增速亮眼应已在市场预期之内。我们认为**对于顺周期建材，2021H1可关注基建新增项目落地情况，**同时供需格局的进一步改善将使板块周期性弱化；**对于消费建材，龙头仅维持业绩增速或不足以支撑其高估值，建议关注业绩增长的同时报表质量改善的情况。**

建材各细分板块2020Q3营收情况



建材各细分板块2020Q3归母净利润情况



资料来源：wind，华安证券研究所

目录

1 2020年复盘：周期与成长共振
2 风险偏好提升，优选成长赛道
3 寻找高质量增长的消费建材龙头
4 顺周期景气向好
5 政策利好打开中长期需求空间
6 重点推荐标的

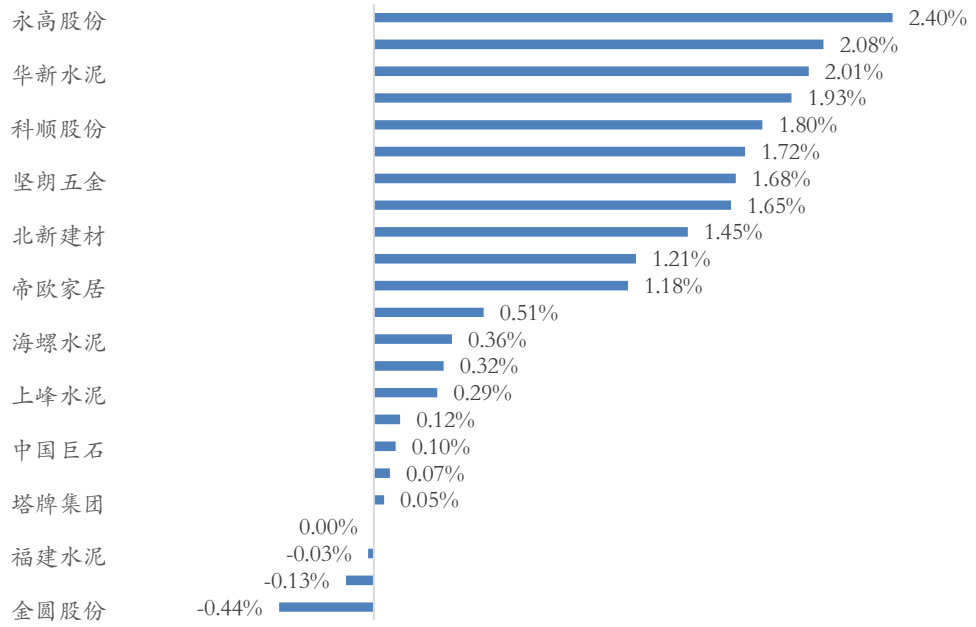
“十四五”规划与“双循环”提升市场风险偏好

- “十四五”规划推涨情绪，带来新基建等主线投资机会；“双循环”政策助力消费升级，扩大对外开放。2021年作为“十四五”开局之年，**我们认为相关主题投资机会将提升市场风险偏好，成长赛道将受到更多关注。**
- 建材板块兼具周期类和成长类投资机会，建材中的成长赛道一方面将从基本面上迎接产业政策催化，另一方面或将较以往受更多资金青睐。

预计2021年主题投资机会将集中于成长风格

相关主线	重点产业	投资机会
“十四五”规划	5G、电子、新能源、高端制造等	科技、高端制造
“双循环”政策	能源、农业、消费、数字经济等	消费、科技
供给侧改革	国企改革、金融体制改革、对外开放等	消费、金融

2020Q3建材板块外资持仓环比变动情况

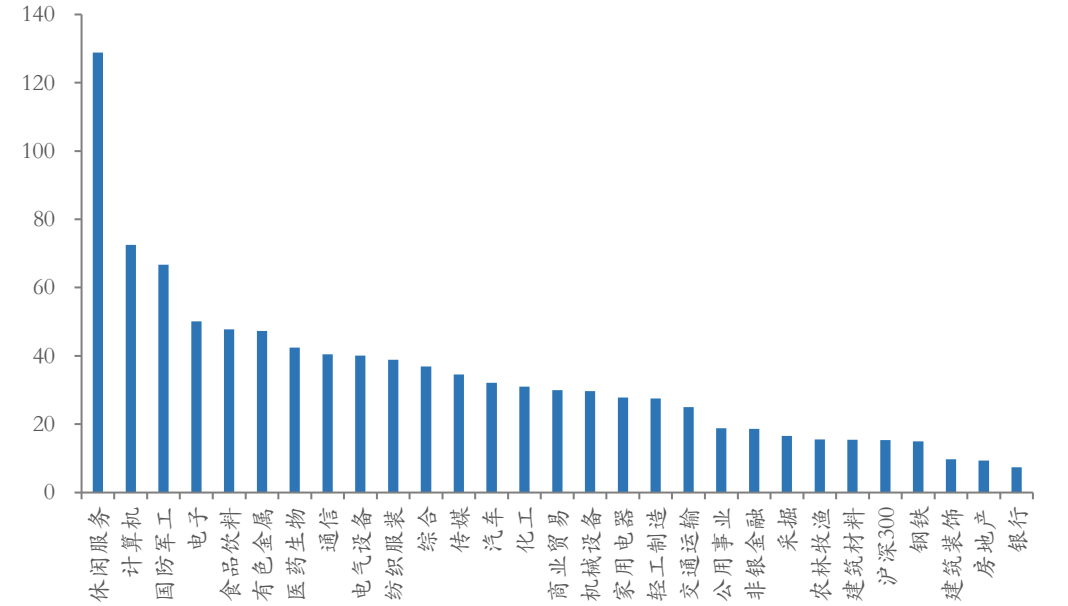


资料来源：wind，华安证券研究所整理

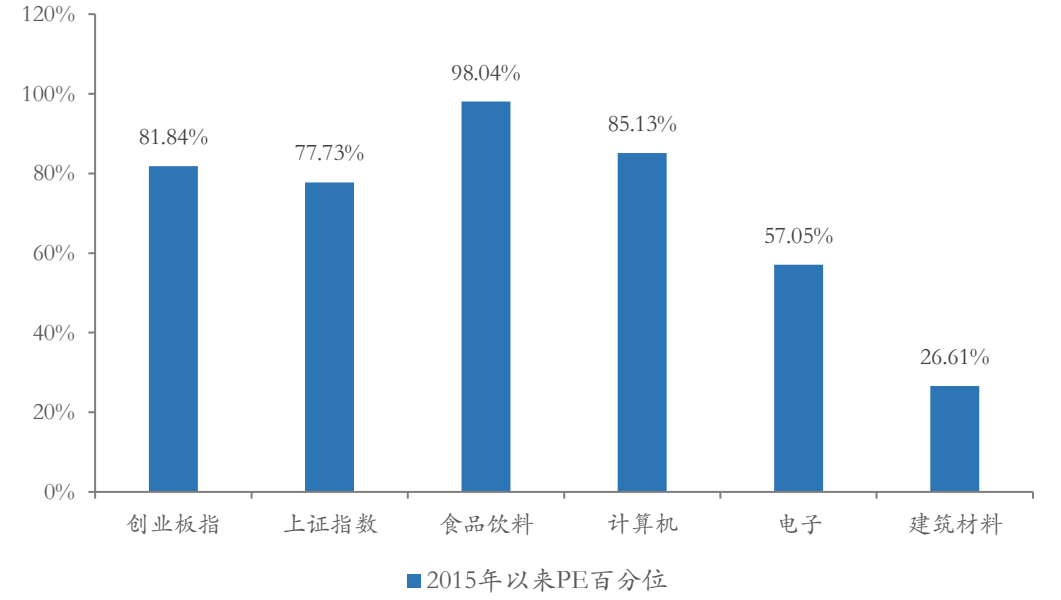
当前热门板块估值较高，建材成长股性价比凸显

- 当前A股各个行业估值分化较明显，传统成长类板块（TMT、消费等）溢价较高，估值接近历史高点；而周期类板块估值普遍偏低。
- 消费建材作为建材板块中成长股较多的细分领域，当前估值也低于10年以来中位数。**我们认为在传统成长类板块溢价进一步提升空间不大的情况下，包括建材在内的周期类板块中的成长股，或将吸引到更多高风险偏好的资金。**

当前A股各行业估值分化明显



建材板块估值百分位相对较低

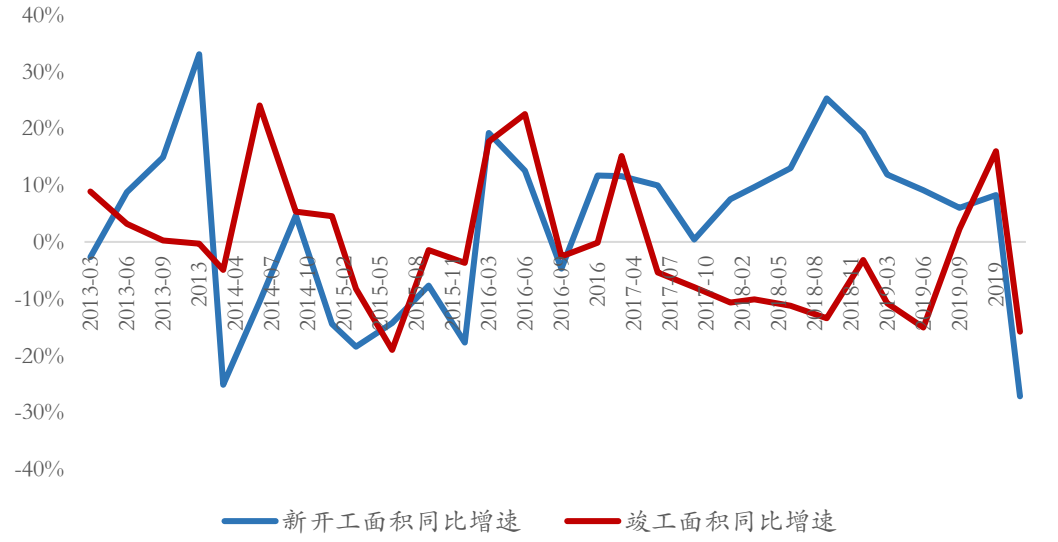


资料来源：wind，华安证券研究所

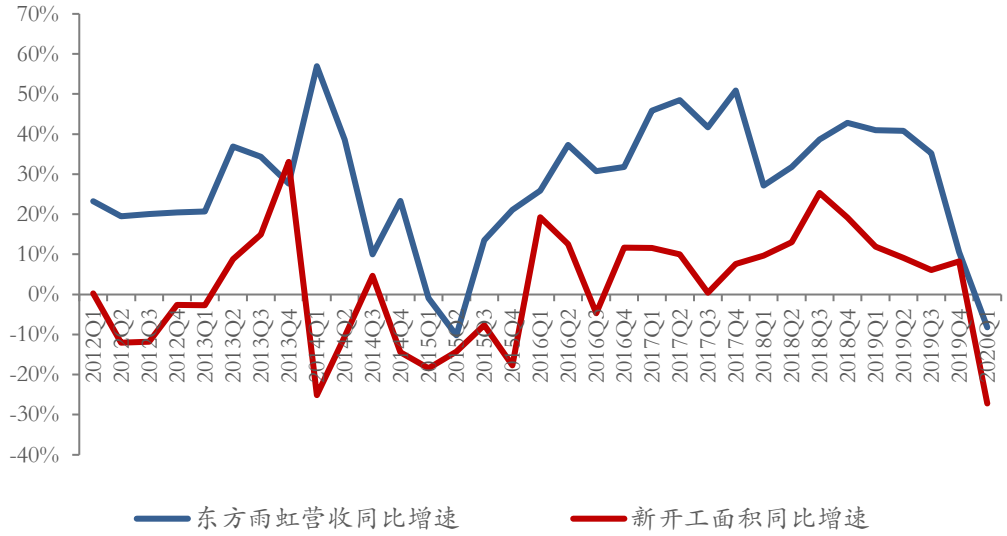
消费建材是建材板块的传统成长赛道

- **竣工缺口修复是贯穿2-3年的成长逻辑。**2019Q2开始，竣工面积增速显著回升。考虑到长期以来新开工面积大幅高于竣工面积的事实，竣工面积保持较高增速的趋势也将维持2-3年以上，大量潜在竣工房屋在未来中短期内对相关上游建材供应商的业绩拉动具有很大的确定性。
- **精装房趋势会在未来深刻改变消费建材企业的渠道逻辑**，相当一部分C端需求会被移至B端，推动消费建材行业进入龙头公司最擅长的赛道。
- **大型地产商的战略集采模式引领消费建材商业模式变革**，供应商获客门槛大幅增加，龙头企业市场份额加速提升。

竣工缺口自2019Q2起加速修复



消费建材龙头具备显著高于下游增速的alpha

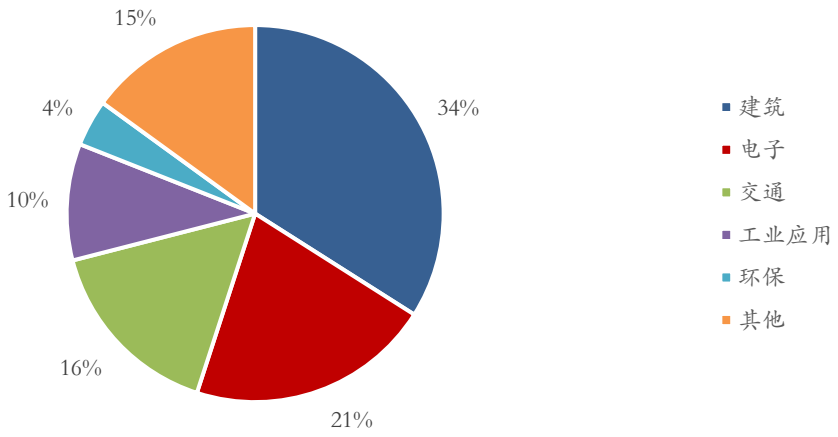


资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

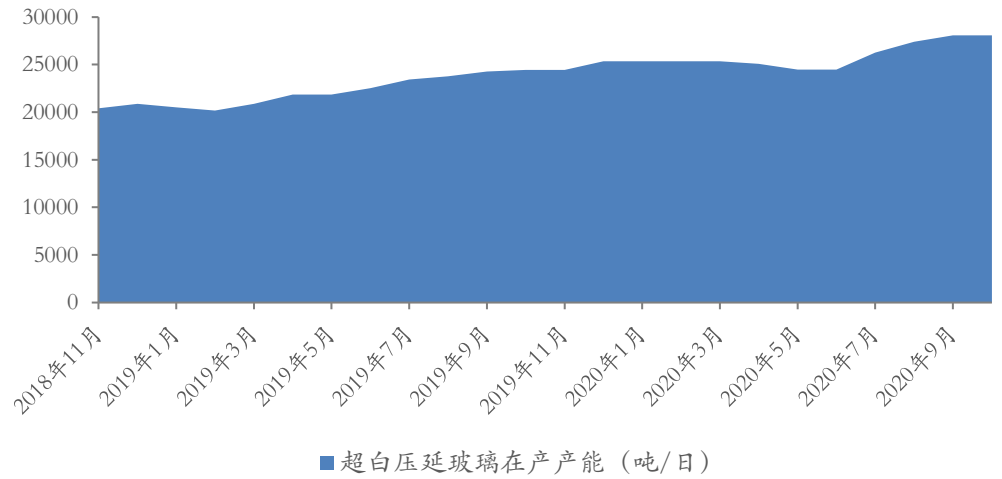
产业政策催化下，部分建材细分板块被赋予成长属性

- 在“十四五”规划带来的相关产业政策、“双循环”布局、全球经济复苏预期等多重催化下，一些建材细分板块的基本面也发生了重大变化，**成长属性增强。**
- 玻纤行业下游需求多样，包括建筑、电子、汽车、风电等，中长期具备广阔成长空间。**我们认为“十四五”期间下游相关产业政策的落地将带动玻纤的成长性加速兑现。**
- 光伏玻璃2020年供需紧张局面加剧，2021年随着光伏装机和双面组件渗透率的双重增长，**预计光伏玻璃仍将维持供不应求状态，行业高景气度带来成长性大于周期性。**
- **耐火材料、密封胶、UHPC、混凝土外加剂均是关注度较低的“大行业小公司”赛道**，预计“十四五”期间政策将推动装配式建筑、大基建等相关下游打开新的需求空间，行业高景气度可期。

当前我国玻纤内需结构



我国光伏玻璃在产产能情况



资料来源：wind，华安证券研究所

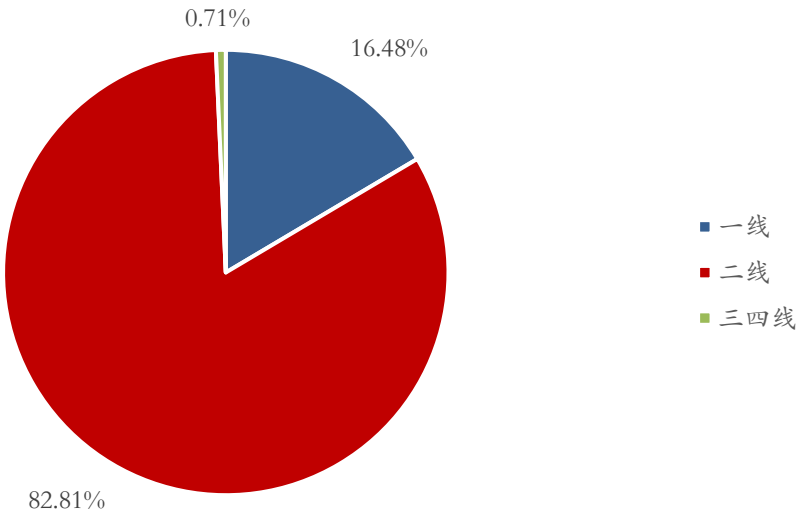
目录

1 2020年复盘：周期与成长共振
2 风险偏好提升，优选成长赛道
3 寻找高质量增长的消费建材龙头
4 顺周期景气向好
5 政策利好打开中长期需求空间
6 重点推荐标的

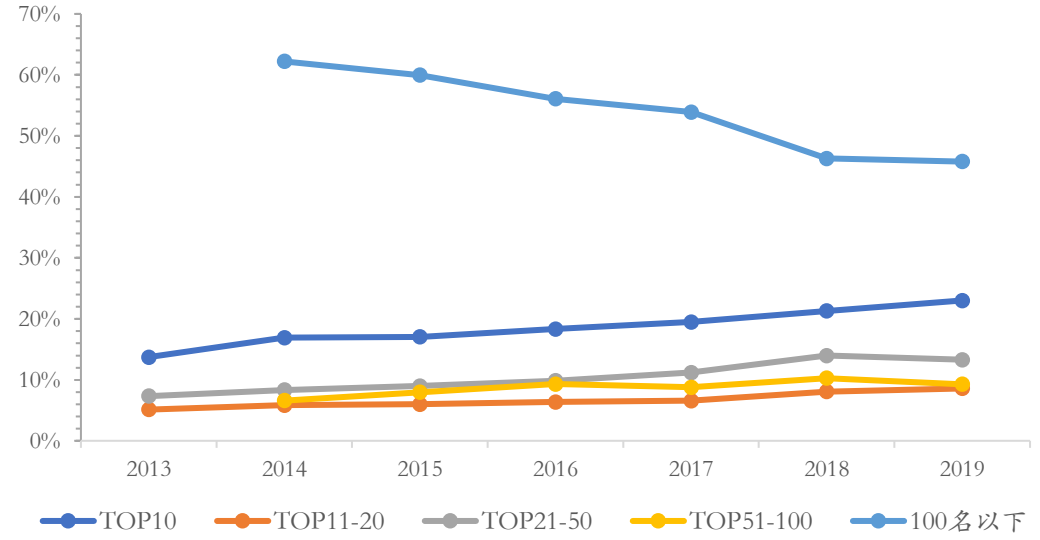
B端龙头仍处于业绩加速上升期

- 目前一线城市的精装修（或全装修）的渗透率已较高，二线城市进入精装渗透率快速上升期，后续预计精装修趋势将继续扩展至三四线城市。因此**我们认为精装修渗透率仍有上升空间，**具备工程渠道优势的后端建材（瓷砖、防水涂料、建筑涂料）龙头将继续受益。
- **房企集中度提升的逻辑将加速演绎。**2020年地产政策收紧预计将使房地产行业加速洗牌，在下游“赢者通吃”的格局下，地产集采模式将推动B端消费建材龙头扩大市场份额。
- **基建领域也在逐步采用集采模式。**工程项目招标逐渐从单一价格考量转向对供应商综合实力的考量，同时采购权上移，集采模式可以保证采购的低价高质，优势凸显。

2019年全国重点70城全装修建面城市分布情况



我国房企市场份额变化情况（销售金额口径）

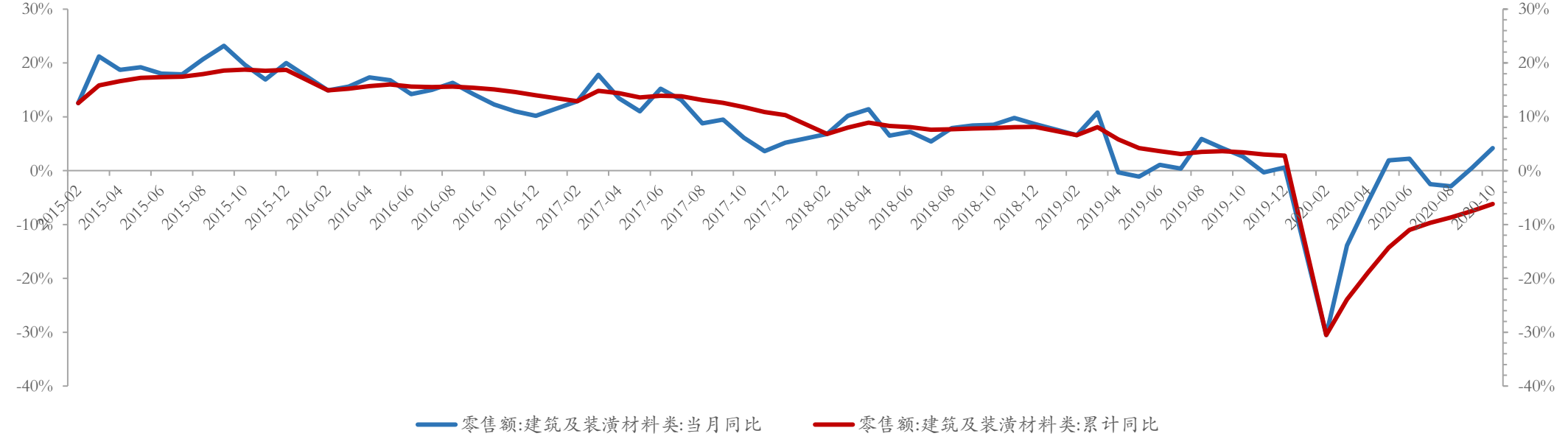


资料来源：优采大数据，CRIC，wind，华安证券研究所

C端龙头进入业绩和估值修复期

- 随着一线城市精装房渗透率到达高点，C端消费建材受到的冲击有所缓解。
- 2020年10月家装建材零售额强势回暖，传统装修旺季C端需求释放依然较好。
- 展望2021年，在全球经济复苏预期下，叠加2020年积压的装修需求，我们预计C端消费建材需求将加速释放。
- **优秀的C端消费建材龙头（如伟星新材等），具备品牌、渠道、商业模式壁垒，以及优质的报表，预计业绩和估值将持续修复。**

2020年装修旺季，建筑及装潢材料类零售增速强势反弹

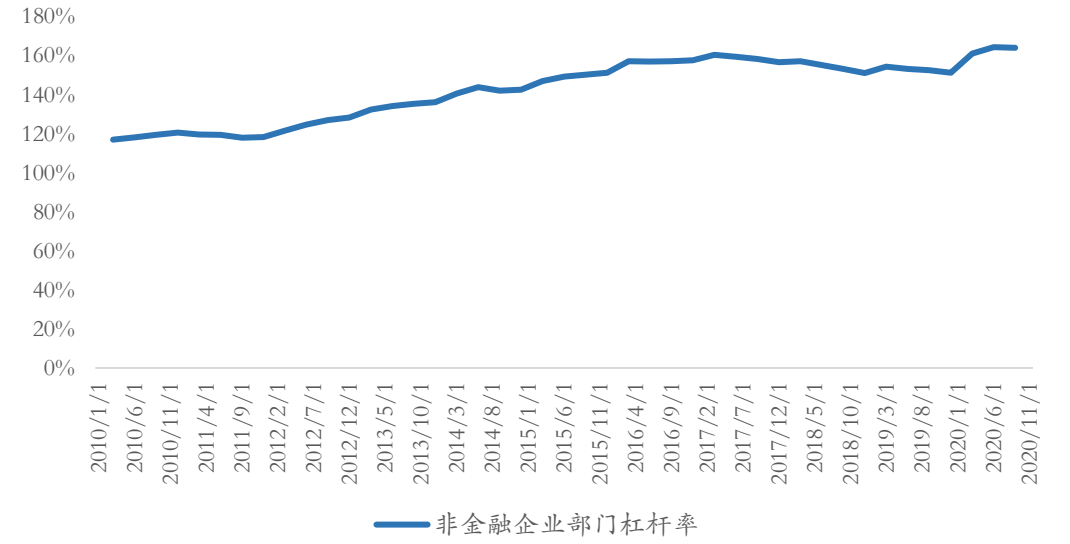


资料来源： wind，华安证券研究所

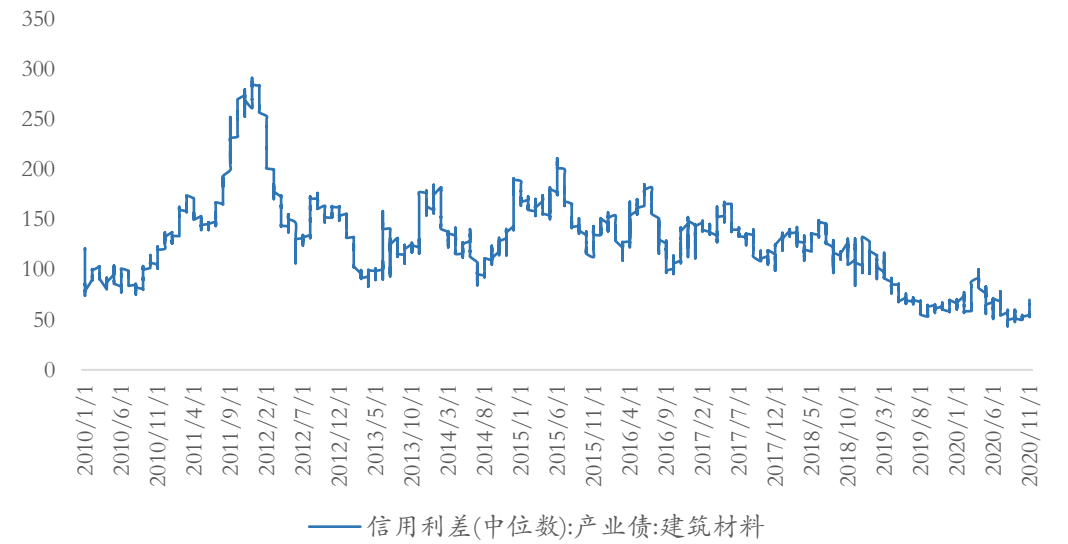
消费建材龙头增长已进入重“质”的阶段

- 2019-2020年，以B端逻辑为主的消费建材龙头估值抬升明显，很大程度上得益于市场对其业绩高增速的预期，属于以“量”驱动的行情；我们认为业绩持续性是支撑消费建材龙头估值溢价的核心因素之一，由于宏观环境和行业基本面的变化，**消费建材企业在增长的同时“质”的提升将更为关键**，反映了下一阶段公司业绩持续性和其市场份额天花板。
- **逻辑一：**我国经济进入“L型”发展阶段，主要受基建和地产投资需求拉动的消费建材行业蛋糕增量有限，**在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期，更好地面对存量市场博弈；**
- **逻辑二：**消费建材龙头均或早或晚地经历过“以报表换增速”的发展阶段。2020年市场环境竞争残酷且信用宽松，**此时在业绩增长的同时实现报表改善的企业，或说明其战略领先竞争对手，或说明其具有显著的护城河。**
- **逻辑三：**2020年地产政策进一步收紧，将加速地产行业洗牌，部分地产企业的出清可能对与其绑定的建材供应商造成严重打击。**重视客户质量、重视回款、重视渠道广度的消费建材企业方能在新阶段保障稳健增长。**

2020年我国企业部门杠杆率再次攀升



2020年信用利差仍处低位

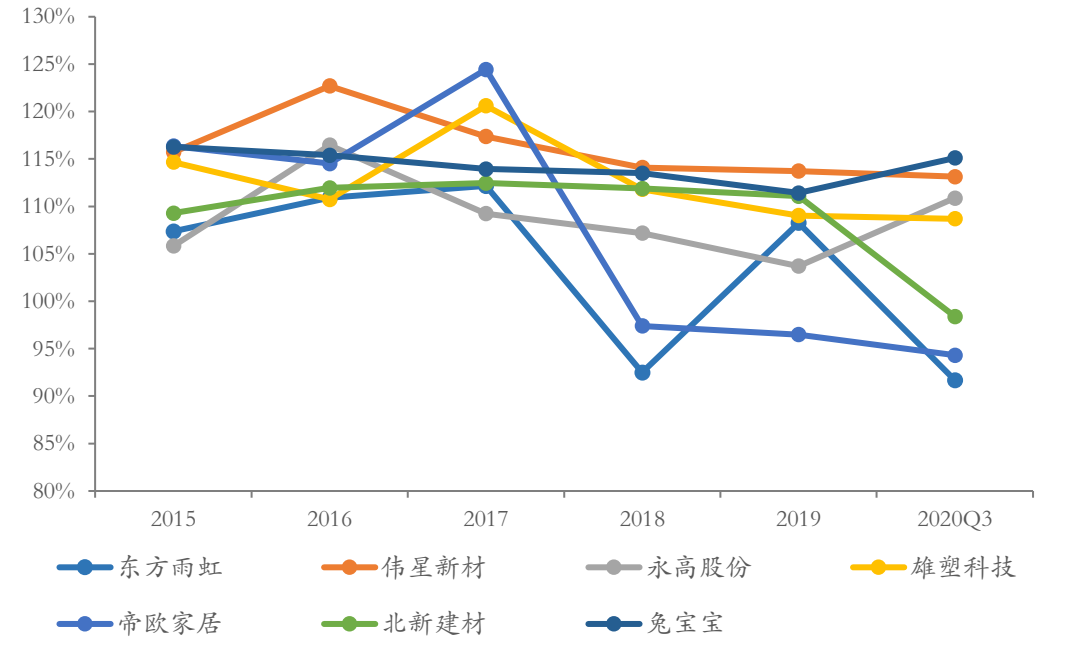


资料来源：优采大数据，CRIC，wind，华安证券研究所

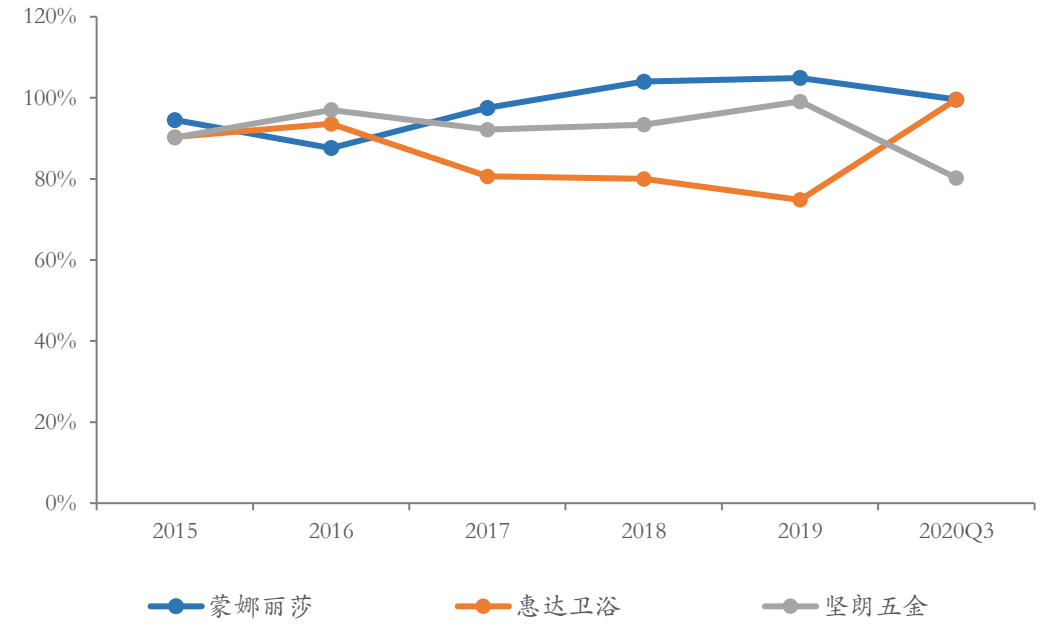
营收角度：收现比体现企业收入变现能力

- 从细分行业看，管材的收现比普遍更高；从公司看，防水的**东方雨虹**、陶瓷的**帝欧家居**、涂料的**三棵树**、板材的**兔宝宝**、石膏板的**北新建材**具备较高的收现比。
- 管材行业收现比较高主要由于C端销售占比高以及经销占比高；而其他细分行业公司的较高收现比则体现了其较强的**渠道控制能力**和**议价能力**。

消费建材板块收现比较高的龙头企业



消费建材板块收现比改善较大的龙头企业

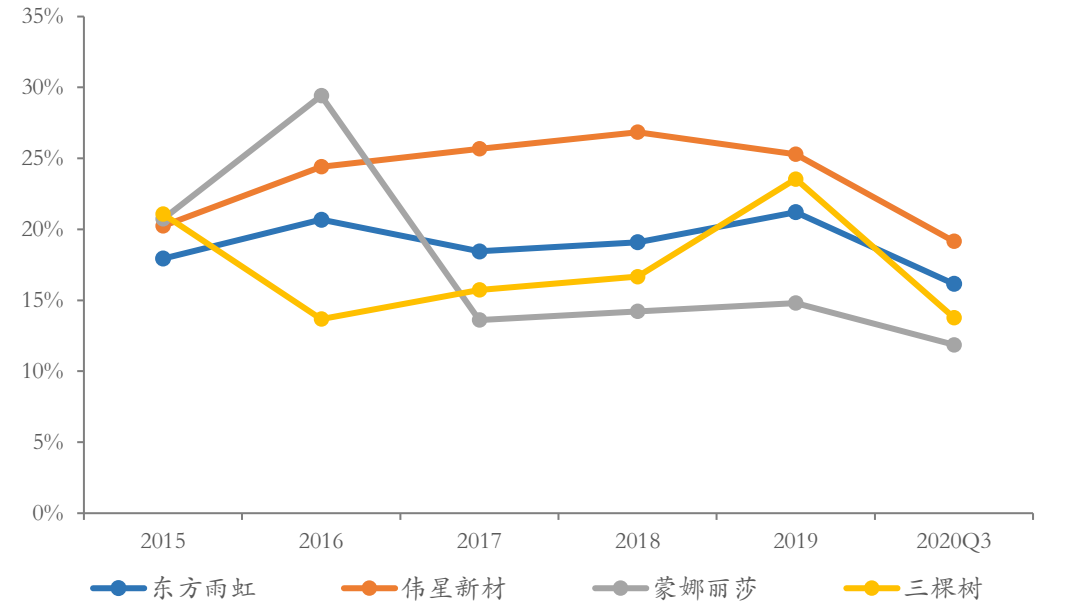


资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

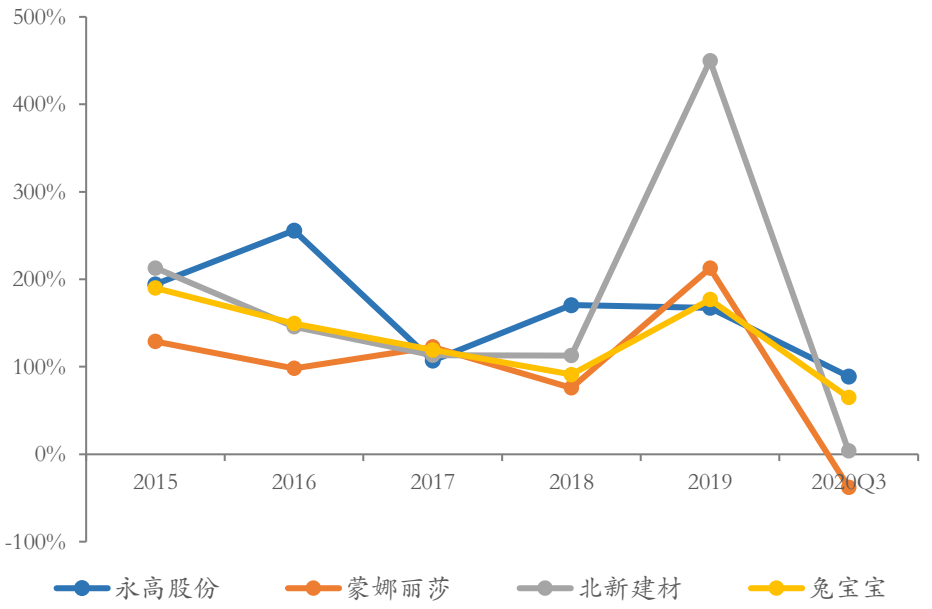
盈利质量角度：关注利润水平和净现比

- 从毛利率和净利率来看，防水、管材、涂料、五金毛利率较高，净利率行业间和公司间均有分化。其中管材中的**伟星新材**毛利水平显著高于竞争对手，主要是C端占比高、高毛利产品占比高、扁平化销售模式带来；五金行业的**坚朗五金**和涂料行业的**三棵树**均因较高的销售费用率使净利水平承压。
- 从ROE来看，防水、管材相对较高，瓷砖中的**蒙娜丽莎**和**帝欧家居**、涂料中的**三棵树**相比竞争对手ROE水平更高且更稳定。
- 从净现比来看，管材、瓷砖、石膏板、板材相对更优，主要是由于C端占比高、经销占比高或议价能力强。

消费建材板块ROE较高的龙头企业



消费建材板块净现比较高的龙头企业

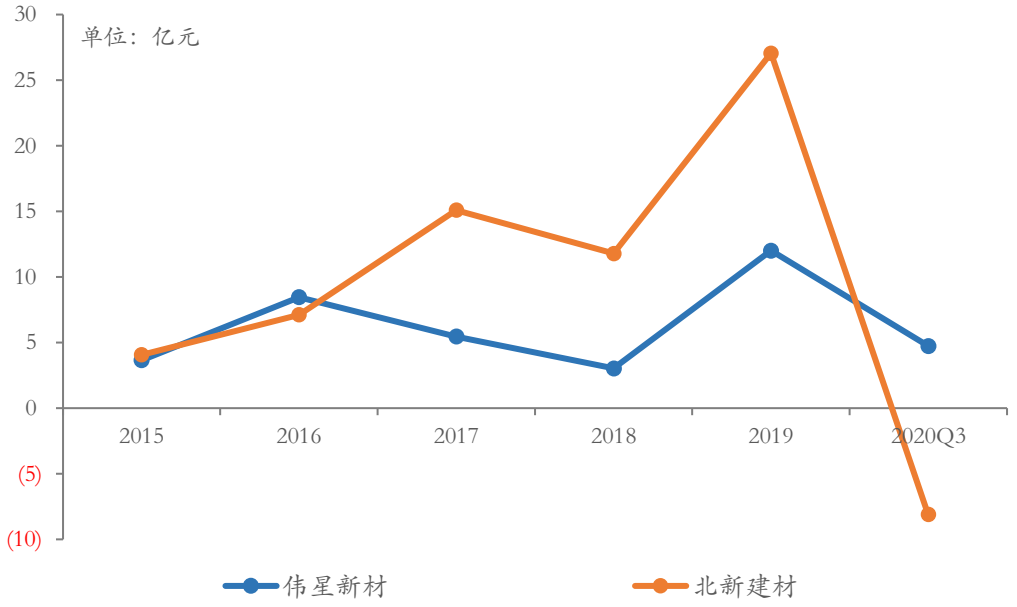


资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

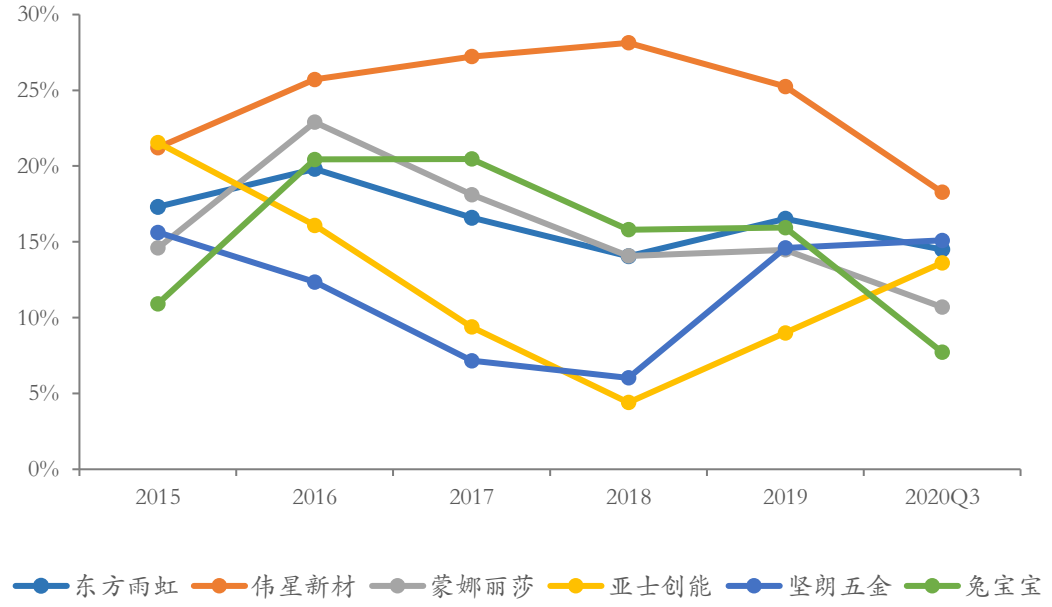
现金流角度：关注自由现金流和ROIC

- 从企业自由现金流来看，管材、石膏板现金流情况较好，其中C端占比高的**伟星新材**现金流情况显著好于竞争对手。
- ROIC反映企业价值创造能力，与现金流状况的持续性和改善预期息息相关。防水、管材、涂料行业龙头相对拥有较高的ROIC水平，其中防水的**科顺股份**、管材的**永高股份**、涂料的**亚士创能**、五金的**坚朗五金**ROIC水平有明显改善趋势。

消费建材板块FCFF较好的龙头企业



消费建材板块ROIC较高的龙头企业



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

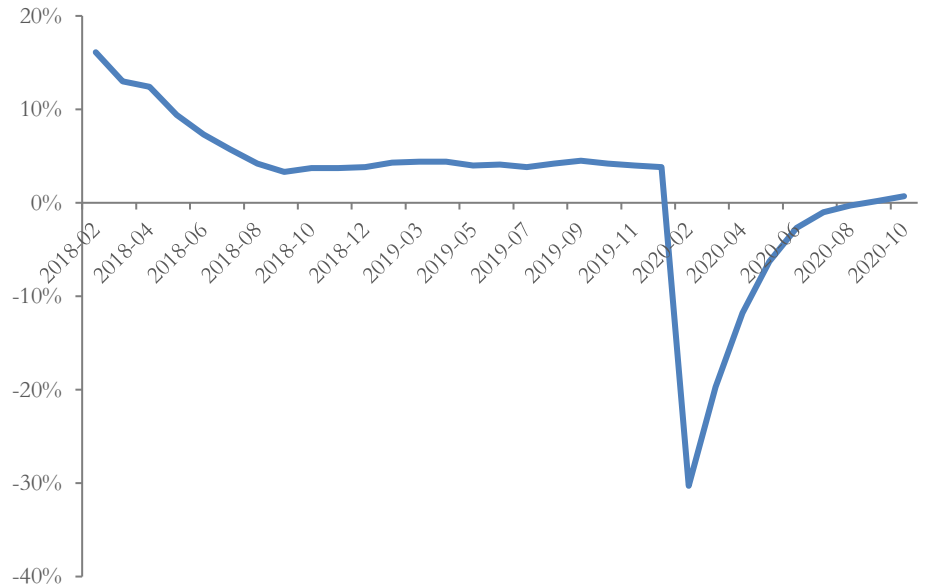
目录

1 2020年复盘：周期与成长共振
2 风险偏好提升，优选成长赛道
3 寻找高质量增长的消费建材龙头
4 顺周期景气向好
5 政策利好打开中长期需求空间
6 重点推荐标的

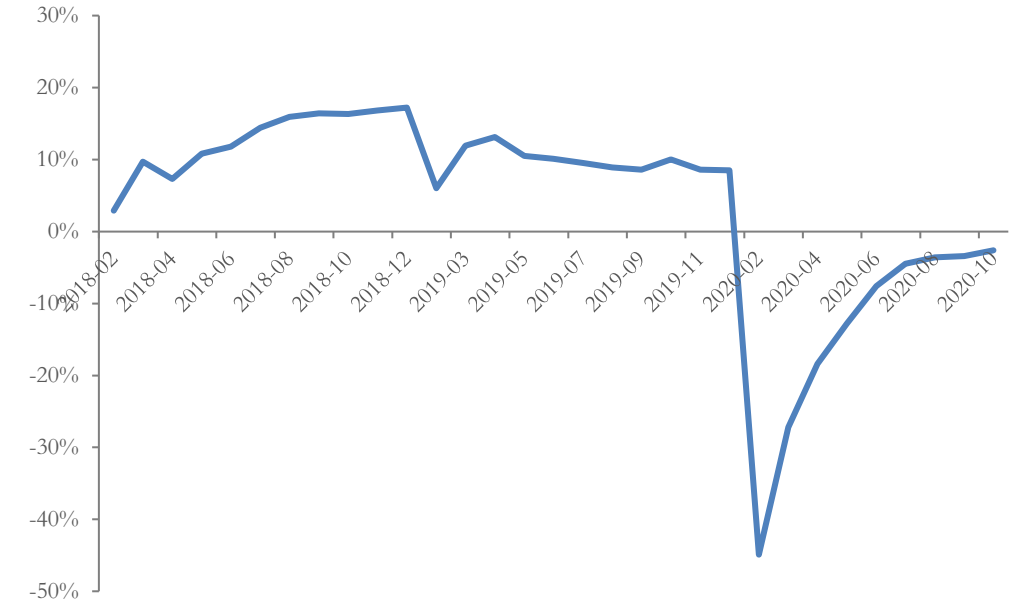
供需优化、经济复苏，助推顺周期景气向好

- 工信部印发产能置换办法的修订稿，供给端管控趋严：1）**在适用范围上，**首次纳入光伏玻璃、汽车玻璃等工业玻璃原片；首次明确了“僵尸产能”不得用于置换；2）**在置换比例上，**水泥由1.25:1/1.5:1上调至1.5:1/2:1。叠加光伏玻璃供不应求可能对传统浮法产能造成的冲击，我们认为“十四五”期间水泥、玻璃供需格局将进一步优化。
- 2021年预计我国经济仍将延续复苏，2021H1基建开工高峰可能带动需求超出预期，显著利好水泥、减水剂板块；美国经济逐步进入复苏通道，若疫苗进展顺利则全球经济2021年普遍回暖可期，对外需占比较高的玻纤板块将构成催化。

我国基建投资累计同比增速



我国房屋新开工面积累计同比增速

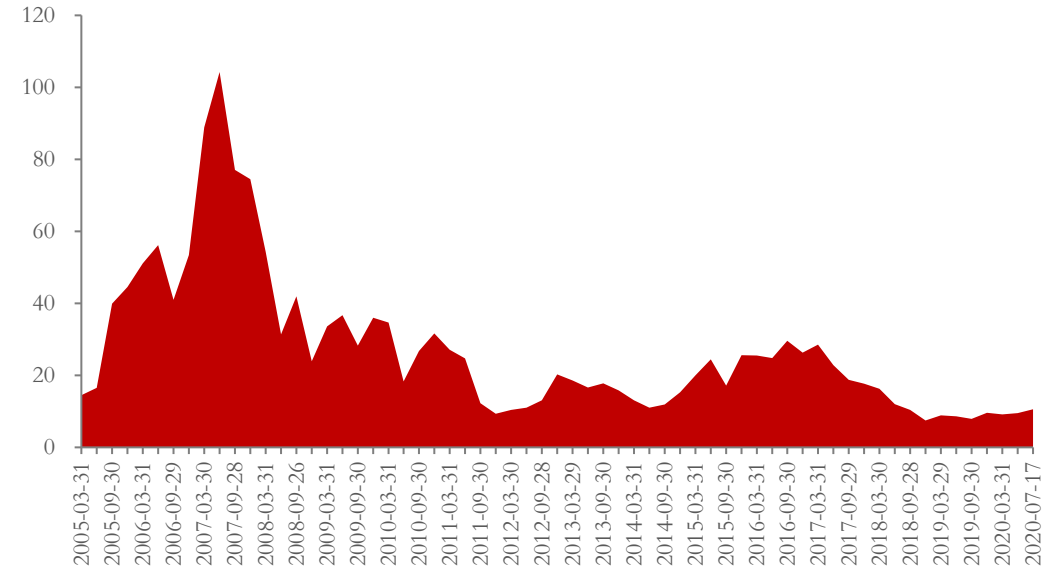


资料来源：wind，华安证券研究所

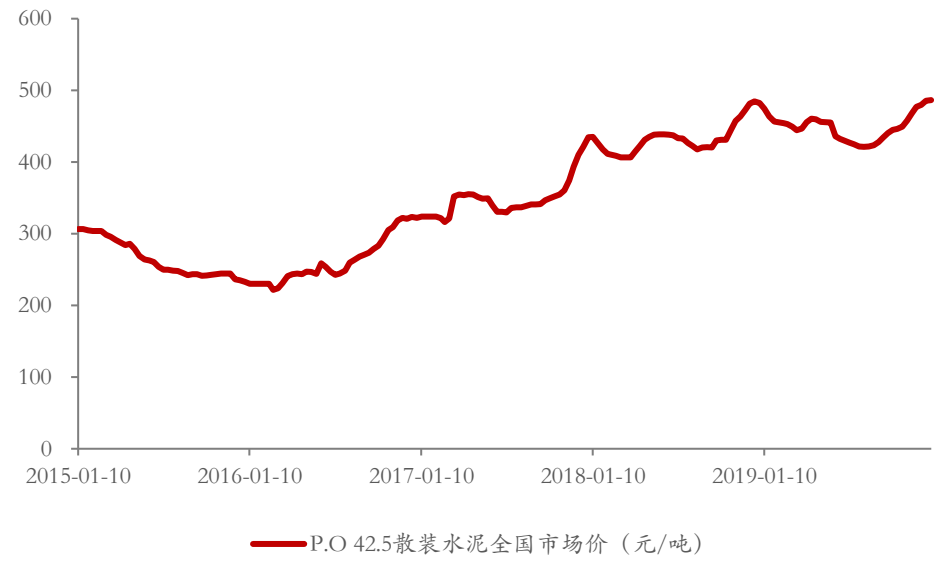
水泥：周期性弱化，估值存提升空间

- 2018年之后，水泥行业的PE水平基本稳定在7-10倍，反映出**行业主要上市公司的盈利水平已经稳定。**
- 我国部分区域水泥市场集中度已经较高，区域内价格呈螺旋上升，**相对经济周期的波动性已经很弱。**
- 当前供需格局使得水泥淡旺季切换时的价差缩小：**总量上，**行业产能在持续收缩；**边际上，**由于错峰限产等措施，需求不旺时供给端可以及时调整匹配，旺季来临时产能利用率又有较大幅度的释放空间。因此水泥以季节为单位的小周期波动也在减弱。

水泥制造（申万）PE（TTM）稳定在7-10倍



基准利率已至低位，扩表速度有放缓迹象



资料来源：wind，华安证券研究所

水泥：关注区域分化和独立行情

- **2020年水泥市场区域分化进一步加大，**如11月华东旺季更旺，而西北、东北、西南等地区景气度下滑已较为明显。虽有季节因素影响，但我们认为**主导因素仍是区域需求和竞争格局。从投资角度建议优先关注集中度高、需求旺盛、供需格局较好的华东、华南地区龙头。**
- 水泥板块虽以整体行情居多，但2020年以西北水泥龙头为代表的部分个股走出独立行情，我们认为主要可以关注两个维度的差异化投资机会：1）**基建拉动。**重点关注2020年基建投资额大幅提升的地区，以及与国家重点规划的项目或战略相关的地区；2）**供需改善。**如西北地区供需两端的边际改善比较突出，长期更将重塑区域市场的竞争格局。

部分地区水泥市场景气度将受政策、投资因素催化

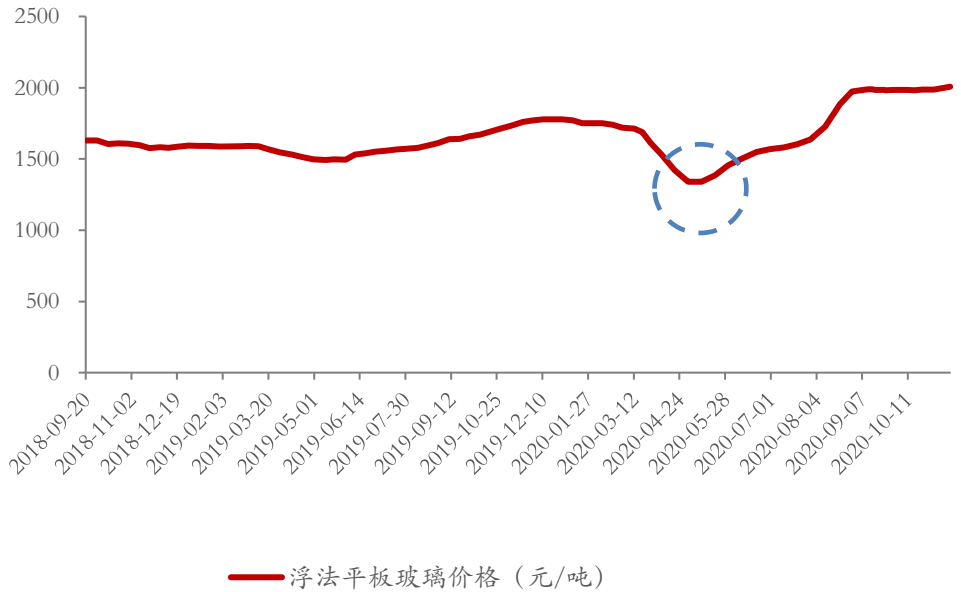
利好因素	受益地区	相关内容
基建投资额提升	上海、重庆、安徽、甘肃等	2020年重大项目计划投资总额较2019年各提升2000-5000亿元不等
2020“西部大开发”政策	云南、广西、新疆、甘肃、青海等	提高省会面向毗邻国家的次区域合作支撑能力；深化国内外生态合作，推动绿色丝绸之路建设
雄安新区建设	京津冀	新增需求来源：交通基建、智能城市、新基建
粤港澳大湾区建设	广东	新增需求来源：高端制造、重大基建项目、地产、新基建
海南自贸港建设	海南	新增需求来源：交通基建、地产、新基建
政策驱动供需格局优化	宁夏、甘肃、青海等	《2020年水泥行业去产能行动计划》、《2020年自治区利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》、《自治区经信委关于进一步促进自治区水泥行业健康发展指导意见的通知》等

资料来源：政府官网，华安证券研究所

玻璃：涨价去库超出预期，格局显著优化

- 2020H1受疫情影响，玻璃供给端收缩明显；而在需求端拐点到来后，涨价和去库力度超出预期。虽然2020Q3复产产线增加，玻璃行业2020年仍出现了较显著的供需格局优化。
- 2021年供给端扩张将受限，主要由于：**1）行业仍处产线冷修高峰期；2）产能置换政策趋严；3）光伏玻璃产能扩张预计将进一步对传统浮法产能形成压缩。**同时，需求端的竣工修复逻辑仍存。
- 随着包括旗滨集团在内的浮法龙头不断开拓深加工业务，玻璃板块的成长属性加强。“十四五”期间产业政策将对各类深加工玻璃的需求带来明显提振，在原材料成本不出现大幅上行的情况下，龙头企业将具备较大盈利弹性。

玻璃价格2020Q2拐点明显，当前仍高位运行



2020年玻璃行业呈现加速去库态势

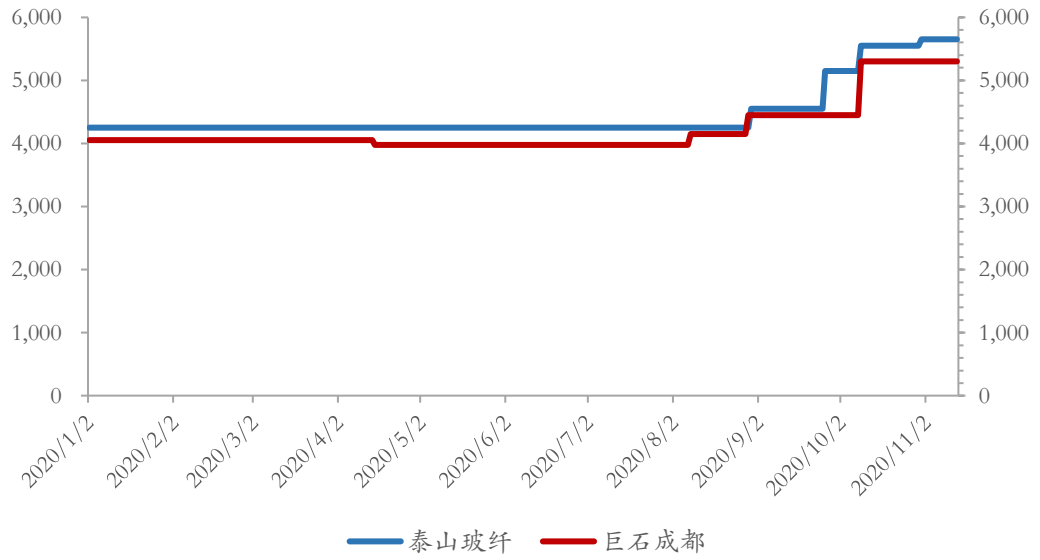


资料来源：wind，财联社，华安证券研究所

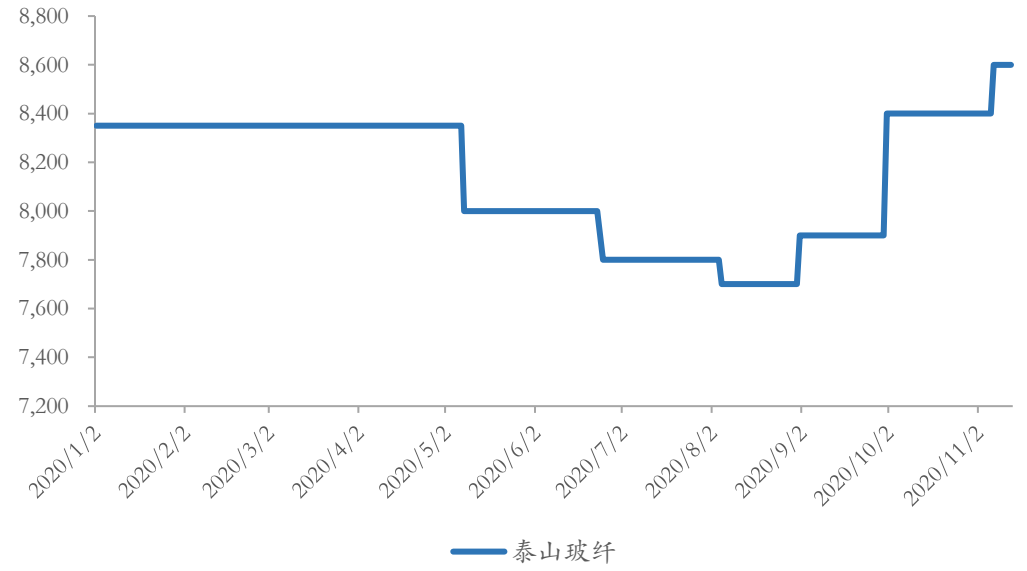
玻纤：已进入上行通道，景气度逐季改善

- 2020H1海外疫情的加速蔓延对需求端造成较大影响，龙头企业价格承压，但逆势扩大了市场份额。
- 2020Q4行业连续出现提价，当前已进入景气上行通道。我们认为短期内玻纤下游需求将逐季改善，主要催化因素包括：**1）外需逐步恢复；2）汽车、电子等制造业需求持续回暖；3）风电、基建等下游需求景气度仍高。**中期来看，供给端未来1-3年产能边际影响有限，且更多产线进入冷修，供需格局将进一步优化。

粗纱（无碱2400tex缠绕）2020Q4价格跳涨



电子纱（G75）价格大幅上涨

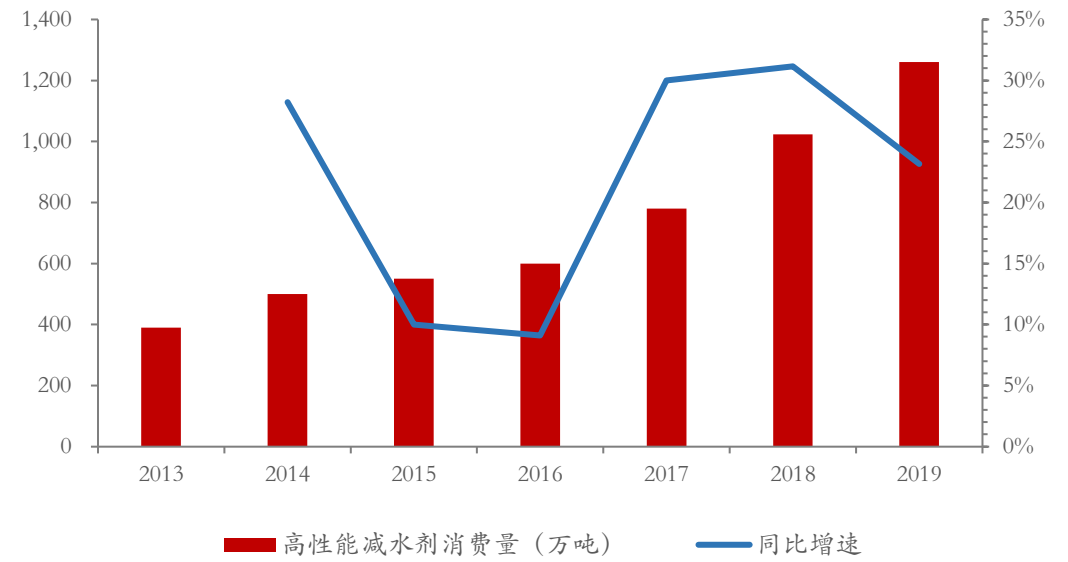


资料来源：wind，公告全文，华安证券研究所

减水剂：Beta与Alpha投资机会共存

- 需求端驱动因素与水泥相同，都将充分受益2021H1基建开工高峰；供给端存在差异化，高端产品产能饱和，且能够通过技术服务获得溢价。我们认为减水剂是顺周期建材中具备较强成长性和业绩确定性的赛道。
- 对于行业龙头（苏博特、垒知集团等），成长性大于周期性，主要受益：**1）行业加速出清，龙头市场份额迅速提升；2）机制砂渗透率及混凝土商品化率提升带来需求总量提升；3）下游的产品定制化率、技术服务需求不断提升，龙头企业议价能力增强。**

高性能减水剂近三年需求CAGR超过28%



国家“退城入园”等政策加速减水剂行业出清

时间	相关政策	具体内容
2011年	《国务院关于坚持科学发展安全发展促进安全生产形势持续稳定好转的意见》	“严格危险化学品安全管理……各地区要积极研究制定鼓励支持政策，加快城区高风险危险化学品生产、储存企业搬迁。”
2015年	《国务院关于印发水污染防治行动计划的通知》	“推动污染企业退出。城市建成区内现有钢铁、有色金属、造纸、印染、原料药制造、化工等污染较重的企业应有序搬迁改造或依法关闭。”
2016年	《国务院关于印发土壤污染防治行动计划的通知》	“严格控制在优先保护类耕地集中区域新建有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业企业，现有相关行业企业要采用新技术、新工艺，加快提标升级改造步伐。”
2016年	《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	“全面启动城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园或转产关闭工作。新建炼化项目全部进入石化基地，新建化工项目全部进入化工园区。”

资料来源：中国混凝土网，wind，华安证券研究所

目录

1 2020年复盘：周期与成长共振
2 风险偏好提升，优选成长赛道
3 寻找高质量增长的消费建材龙头
4 顺周期景气向好
5 政策利好打开中长期需求空间
6 重点推荐标的

城镇化建设加速将全面带动基建和地产投资需求

- **“十四五”期间我国城镇化建设预计将进一步加速。**2020年十九届五中全会提出“区域结构优化重塑”，中央财经委第七次会议提出“发展网络型城市群”等，均指明了城市化建设的重要战略地位。
- 根据《2019年新型城镇化建设重点任务》，国家要求深入推进城市群发展，京津冀、长三角和粤港澳大湾区成为国家战略性发展的重点地区，并且有另外10大城市群被同时提及。
- **我们认为城镇化建设加速将从中长期带动全国各地区的基建和地产投资。**伴随着城镇化率的进一步提升，下一阶段地产开发投资将从总量上由国家战略托底，同时面临比以往更好的政策和资金环境。

国家新型城镇化建设规划（2014-2020）》的部分目标

主要指标	2020年目标
常住人口城镇化率	60%
户籍人口城镇化率	45%
城镇常住人口保障性住房覆盖率	不小于23%
百万以上人口城市公共交通占机动化出行比例	60%
城镇公共供水普及率	90%
城市社区综合服务设施覆盖率	100%
人均城市建设用地	不大于100平方米
城镇绿色建筑占新建建筑比例	50%
城市建成区绿地率	38.90%

新型城镇化建设的13个重点城市群



资料来源：政府官网，wind，华安证券研究所整理

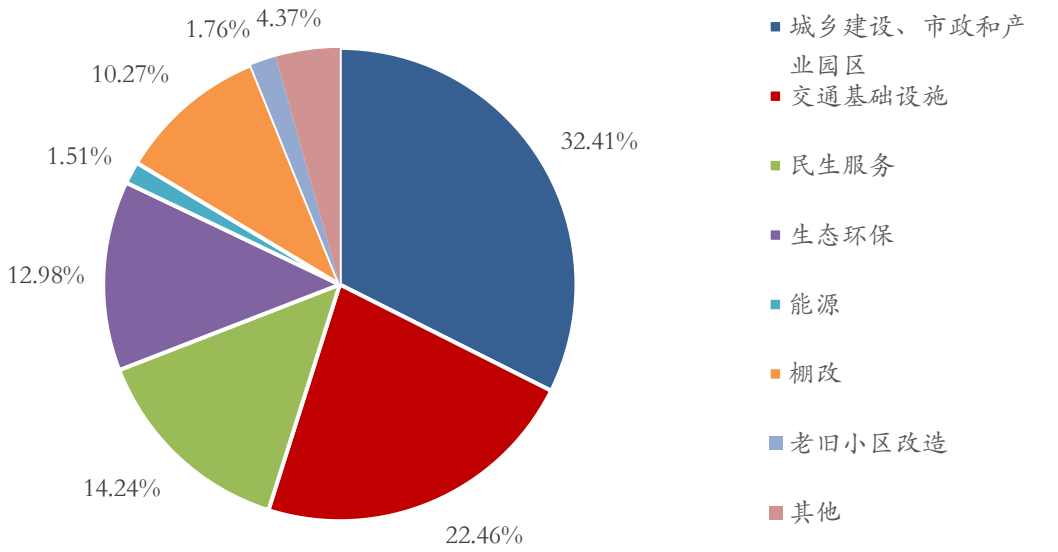
专项债：额度不断加码，重点投向基建领域

- **专项债一直以来是基建项目最重要的资金来源和驱动力之一。**2020年专项债体现出了规模扩大、放量提前和结构变化等特点，对于基建领域构成了显著利好。
- 截至2020年10月底，专项债共发行3.54万亿元，完成全年额度的94.39%。从地方债口径来看，2020年1-10月募集资金投向基建领域的占比超过70%。
- 由于基建项目审批及资金到位时间问题，**我们预计2021H1或将出现一波基建开工高峰，2020年专项债对基建投资的催化作用将开始显现。**

2020年与2019年专项债发行情况对比

	2020年	2019年
专项债新增额度	拟安排3.75万亿元	2.15万亿元
新增使用条件	提高专项债可用作项目资本金的比例	可作为项目资本金
新增支持范围	应急医疗救治设施、公共卫生设施、城市供热供气等市政设施、城镇老旧小区	国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目
投向棚改和土储比例	不得用于土储，棚改预计较少	65.32%
投向基建比例	目前为77%	34.68%

2020年1-10月专项债投向占比情况

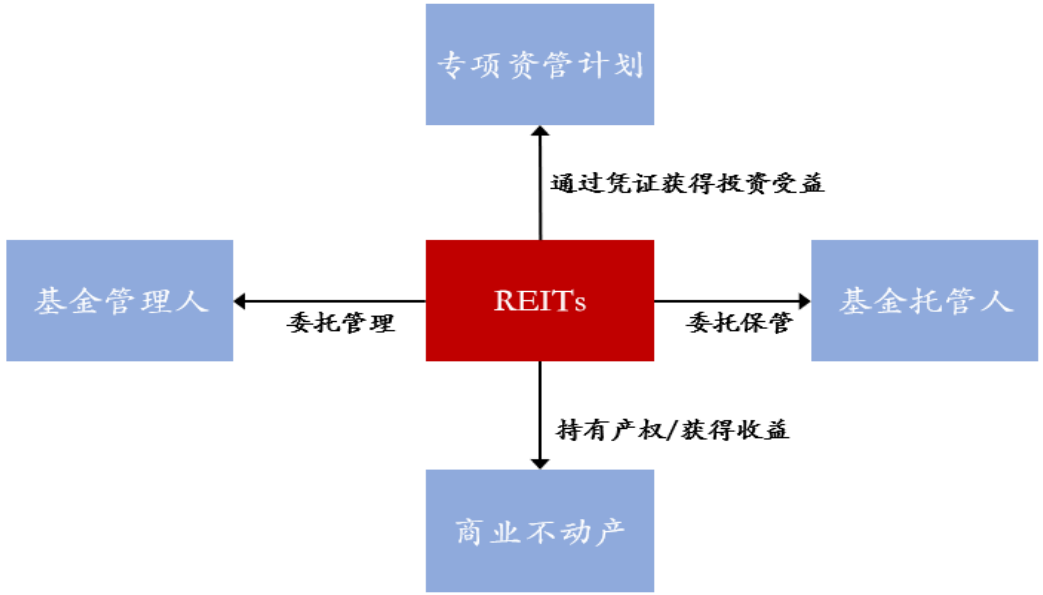


资料来源：中国债券信息网，wind，华安证券研究所

REITs试点：从资金端盘活基建项目

- 2020年4月证监会、发改委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，拉开了我国在基础设施领域建设公募REITs市场的帷幕。
- 我们认为，国家此时推出基建REITs将创造多赢局面，对于地方政府和各类投资者来说都是有益的尝试。从实际作用来说，我们认为主要有两点值得关注：**1）为现有优质存量项目提供退出通道，有效帮助地方政府去杠杆；2）从长期来看，拓宽融资渠道，能够为未来的新项目提供增量资金。**

一种常见的REITs交易结构示意



REITs相关政策脉络

时间	相关政策	主要内容
2018年1月	《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》	允许实施机构发起设立私募股权投资基金开展市场化债转股
2018年2月	深交所《发展战略规划纲要》	研究推进REITs产品，形成具有深市特色的REITs板块
2019年3月	两会专题	人大代表建议出台针对REITs的专项法律法规
2019年4月	《2019年新型城镇化建设重点任务》	支持发行有利于住房租赁产业发展的房地产投资信托基金等金融产品
2020年4月	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	明确以“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的架构进行试点

资料来源：wind，华安证券研究所

西部大开发：全面释放西部地区长期需求空间

- 2020年5月17日国家发布了《中共中央、国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，明确了西部大开发的总体要求，全方位对西部地区加大了政策支持力度。
- **水泥是优先受益板块，关注基建+地产产业链。**在西北地区中长期水泥需求扩张确定性较大的背景下，《意见》同时明确了“坚持以供给侧结构性改革为主线”，因此供给端同步扩张的可能性很小，相关地区水泥市场的供需格局将进一步优化。西北地区主要水泥、混凝土企业有望优先受益，同时以基建类为主的建材需求空间全面打开，也将带动相关开工端和竣工端建材同步受益。

西部地区主要水泥企业

区域	所辖省份	优势企业
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	中国建材（新疆天山、甘肃祁连山、宁夏建材集团、中材水泥）、海螺水泥、西部水泥（尧柏水泥）、金隅股份（冀东水泥）
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏	中国建材（西南水泥）、海螺水泥、四川峨胜、拉法基豪瑞、四川双马、台泥国际、昆钢水泥、红狮集团、东方希望、华新水泥

资料来源：wind，华安证券研究所

旧改：接棒棚改，2020年是全面推行元年

- 2020 年4月国家在专项债方面首次提出将旧改纳入支持范围，同时指出专项债不用于土储和地产项目；在5月份两会发布的政府工作报告中，国家进一步明确了新开工改造城镇老旧小区3.9万个的目标。
- 我们认为2020年以来旧改领域释放的信号表明，2020年将是旧改全面起步，正式接力棚改的元年，**而2021年将是旧改建设全面加速的一年。**
- 在政策支持力度加强和各级政府全面推动下，2020年旧改领域需求将全面打开，资金端也会得到全面改善。我们认为，从相关建材需求来看，主要受益的有4大板块：水泥、防水材料、建筑涂料、管材。**我们测算此轮旧改可拉动的防水材料需求近3000亿元、管材需求超过2000亿元、水泥需求超过4000亿元。**

老旧小区改造对相关建材的需求拉动测算

改造项目	相关材料	每平米消耗量	单价	对应需求
多层住宅抗震加固工程	防水涂料	0.745kg	5元/kg	119亿元
	水泥	166.08kg	0.5元/kg	2657亿元
多层住宅节能改造工程	防水涂料（含砂浆）	0.757kg	5元/kg	121亿元
多层住宅平改坡工程	防水卷材	1.013m2	20元/m^2	871亿元
	防水涂料	0.554kg	5元/kg	89亿元
	水泥	20.7kg	0.5元/kg	331亿元
多层住宅屋面板更换工程	防水卷材	2.715m2	20元/m^2	1738亿元
	水泥	69kg	0.5元/kg	1104亿元
高层住宅节能改造工程	防水卷材	0.044m2	20元/m^2	28亿元
	防水涂料	0.718kg	5元/kg	29亿元
多层住宅给排水系统改造工程	塑料管材	0.64m	10元/m	205亿元
高层住宅给排水系统改造工程	塑料管材	0.263m	10元/m	21亿元
小区热力外线更换工程	塑料管材	2.31m	10元/m	924亿元
小区污水外线更换工程	塑料管材	1.025m	10元/m	410亿元
小区污水、雨水合槽外线更换工程	塑料管材	1.906m	10元/m	762亿元
总计需求空间（亿元）				
防水卷材				**2637**
防水涂料				**358**
塑料管材				**2322**
水泥				**4092**

资料来源：wind，华安证券研究所

目录

1 2020年复盘：周期与成长共振
2 风险偏好提升，优选成长赛道
3 寻找高质量增长的消费建材龙头
4 顺周期景气向好
5 政策利好打开中长期需求空间
6 重点推荐标的

海螺水泥

- **行业供需格局稳步向好，需求已进入高位平台期。**中长期来看，水泥熟料产能将从总量上得到优化，行业产能利用率有望同步回升，从成本端进一步增厚利润空间。需求方面，2013年水泥需求增速达到10.55%的阶段性高点，从人均GDP维度看，需求平台期或将继续维持2-3年，从城市化率维度看，需求平台期或能持续5-10年。

- **公司通过三大竞争优势构筑坚实壁垒。**1）资源优势：从发展水泥产业而言，安徽省的矿产和水路优势得天独厚。公司依托本地资源禀赋，创造性地实施了业内独一无二的“T型战略”，且该模式具有不可复制性；2）成本优势：与华东区域的竞争对手相比，公司拥有区域内最大的单体产能和最低的吨成本，来源于生产成本、运输成本、投资成本三方面的优势；3）规模优势：吨费用指标显著领先竞争对手，极致的管理效率不仅带来低管理费用率，也是公司一直以来在业内的标签。

- **从估值水平上，目前行业和公司均被低估。**1）从水泥行业来看，其周期性正在逐步弱化。从行业集中度、议价能力、价格波动趋势等因素考虑，我们认为水泥行业盈利水平的向上弹性明显大于向下弹性，估值水平有提升空间；2）从公司来看，目前公司拥有大量在手现金，ROE和分红率军有提升预期。

- **投资建议：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为353.76/381.28/410.68亿元，对应EPS分别为6.68/7.19/7.75元，给予“买入”评级。

- **风险提示：**基建和地产投资不及预期；公司骨料和混凝土业务拓展不及预期，或海外业务拓展不及预期；相关政策实施力度不及预期。

苏博特

- **多因素驱动行业格局优化，下游出现积极变化。**减水剂行业受机制砂渗透率提升、环保政策趋严等因素影响，行业迎来二次出清，格局进一步改善。另外，我们认为减水剂行业下游已经出现一些值得关注的积极变化，其一是大客户的集采趋势导致中小减水剂企业的中标难度提升；其二是基建领域受多项政策催化，巨大的需求空间已被打开。

- **技术实力是公司核心壁垒，新材料和新技术带来巨大潜力。**公司在许多工程项目中通过定制化功能性材料、工程技术攻关等方式全方位参与其中，发挥极为关键的作用。我们认为公司凭借自身强大的技术实力，正在从减水剂企业成长为综合性的新型土木工程技术和材料供应商。随着未来数年我国基建领域掀起新一轮高潮，公司多项新材料和新技术的商业化前景潜力巨大，有望再造一个苏博特。

- **产能处于扩张期，有力支撑后续增长。**2020Q3公司于泰兴建设的年产62万吨高性能混凝土外加剂项目完成全部工程建设与调试，我们认为该项目从自动化改造、生产效率提升方面具有示范作用。同时四川大英项目规划产能30万吨，2021年开始放量，后续公司在华南也将进行扩产。若产能投放进度符合预期，则公司近年来的业绩高速增长势头将得以延续。

- **投资建议：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为4.47/6.11/7.58亿元，对应EPS分别为1.44/1.97/2.44元，给予“买入”评级。

- **风险提示：**环氧乙烷价格波动；房地产及基建需求不及预期；相关政策实施力度不及预期。

东方雨虹

- **公司是防水行业绝对龙头，成长空间远未见顶。**防水行业受多因素驱动，龙头份额加速上升，根据我们测算，未来三年公司市场份额将再次翻倍。防水修缮服务带来的存量市场预计每年也达千亿规模，公司是该市场最早切入和实力最强的专业防水企业。从新品类来看，公司培育的几类重点新产品建筑涂料、保温材料、砂浆各自都拥有百亿乃至千亿级别的大市场，公司通过自身的渠道优势和综合服务实力有望迅速打开成长空间。

- **公司报表迎来修复，估值提升可期。**我们认为2020年是公司报表显著修复元年，主要受益于四大因素：1）履约保证金2020年后不再新增，且预计未来将逐步退出；2）规模带来议价能力提升，公司应付账期逐年升高；3）募投项目土地储备已近尾声，公司将进入轻资产扩张阶段，资本开支下降；4）预计债务结构将逐步优化，流动比率回升至2-3，抗风险能力显著改善。公司在保持高速增长的同时，报表持续改善，并开始优化客户结构，体现出发展阶段全面领先竞争对手。

- **定增产能扩张，全品类+全国布局，先发优势牢不可破。**2020Q4公司发布定增募投计划，共有多达11个项目涉及到产能扩建，范围基本涵盖了公司目前所有品类。我们认为，随着国家对工业用地、尤其是涉及到化工生产的用地供给持续收紧，后发企业进行全国布局的难度会越来越大。此次定增将继续强化公司全国布局带来的壁垒，通过竞争对手难以企及的系统化服务能力、供货能力加速提升市场份额。

- **投资建议：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为28.90/36.98/43.73亿元，给予“买入”评级。

- **风险提示：**公司产能投放不及预期；房地产及基建需求不及预期。

中国巨石

- **行业2020H2供需加速再平衡，龙头充分受益。**随着需求端逐步回暖，且未来2-3年行业进入冷修高峰期进一步收紧供给，玻纤行业持续逾两年的供大于求格局已处于底部上升通道。公司多年以来已形成牢固的成本优势壁垒，在疫情时行业景气度下行的市场环境中竞争优势进一步凸显。在低端市场竞争加剧、落后企业亏损幅度扩大的背景下，行业出清已经开始加速，公司有望充分发挥自身优势继续扩大市场份额。

- **2020Q3公司连续提价，行业景气度回升明显。**2020Q3公司连发涨价函，且两次调价均执行情况良好，目前行业整体库存维持低位，供需格局反转已来临，行业景气度显著回升。我们认为2020Q3至Q4玻纤需求端受多重因素催化，主要包括外需逐步恢复、汽车/电子等下游需求回暖、风电/基建等下游需求景气度仍高；中期来看，供给端未来1-3年产能增加的边际影响有限，且更多产线进入冷修，供需格局将进一步优化。

- **以“智能制造”为基础，产能继续扩张。**公司基于“智能制造”战略稳步推进产能投放进程，进一步实现降本增效、缩短产品研发周期。我们认为，公司在智能化基础上进行的扩产，短期内将巩固自身成本优势，长期是为抢占高端市场积蓄力量。同时行业经历下一波冷修之后，预计也将迎来成本中枢的整体下降，增厚利润空间。

- **投资建议：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为20.03/24.92/29.83亿元，对应EPS分别为0.57/0.71/0.85元，给予“买入”评级。

- **风险提示：**海外需求波动；新产能投放不及预期；降本增效不及预期。

伟星新材

- **公司消费属性强且报表优秀，享有估值溢价空间。**公司核心业绩指标上市以来均持续增长，且在行业整体增速出现大幅下降时，显示出优秀的穿越周期能力。公司的“星管家”增值服务和扁平化经销模式建立起了牢固的品牌壁垒，特色商业模式赋予其消费股属性，可以长期维持较高的产品溢价，有力支撑高利润水平。

- **B端业务保持韧性，C端业务预计将不断修复。**公司PE管材业务2020Q2即实现明显复苏，同时新品类防水、净水业务在疫情下仍然实现正增长。我们认为公司高端的品牌形象、优异的产品品质、强大的销售渠道、良好的定制化能力和售后服务等核心竞争力在开拓B端渠道的过程中仍将具备比较优势，而一线城市的精装房渗透率已经较高，对C端业务的冲击基本告一段落，公司以PPR为主的C端业务将重新回到良性上升通道。

- **双轮驱动支撑业绩，业务扩张空间可期。**从品类看，公司积极践行“同心圆”战略，防水、净水等新业务2020H1逆势增长，体现公司家装零售市场的渠道优势。同时公司对经销商和分销商的把控能力可以有效防止竞争对手在零售市场的渗透；从地区看，公司在中西部业务开拓力度加大，我们测算重庆和西安项目尚有5-6亿元的年营收空间待释放。

- **投资建议：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为10.82/13.42/14.84亿元，对应EPS分别为0.69/0.85/0.94元，给予“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不及预期；新品类拓展不及预期；工程渠道开拓不及预期。

重点公司盈利预测表

证券代码	公司简称	总市值（亿元）	净利润（百万）				eps			pe		
			2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600585.SH	海螺水泥	3018	33593	35376	38128	41063	6.68	7.19	7.75	7.9	7.3	6.8
603916.SH	苏博特	93	354	447	611	758	1.44	1.97	2.44	24.1	17.6	14.2
002271.SZ	东方雨虹	881	2066	2890	3698	4373	1.84	2.36	2.79	29.5	23.1	19.5
600176.SH	中国巨石	625	2129	2003	2492	2983	0.57	0.71	0.85	25.1	20.2	16.9
002372.SZ	伟星新材	323	983	1082	1342	1484	0.69	0.85	0.94	21.4	17.3	15.6

注：总市值为截至2020年11月23日收盘数据

资料来源：wind，华安证券研究所

谢谢！

风险提示：经济复苏严重不及预期；下游需求不及预期；原材料价格大幅波动；政策实施情况不及预期。

分析师与研究助理简介

石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，四年投资研究经验。2020年加入华安证券，任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。