信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

建材低估值，不止于修复

——建材行业深度点评

2020 年 07 月 04 日

娄永刚　首席分析师
黄礼恒　分　析　师

证券研究报告

行业研究——行业深度点评

建材行业

看好 | 中性 | 看淡

上次评级：看好，2020.05.21

娄永刚　首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

建材低估值，不止于修复

2020 年 07 月 04 日

- **地产韧性进一步体现，开工、竣工均较强**。6 月份 30 大中城市销售面积同比增加 9.4%，为年内首次实现正增长，环比 5 月的 -2.3%提升 11.7 Pct。在 4-5 月份前期受疫情影响延后的需求释放后，6 月依然能够实现同环比快速增长，年初至今成交面积呈“V 型”反转，现已经恢复至正常水平之上，房地产行业韧性进一步体现；销售数据大幅好转、上游拿地节奏加快以及地产资金来源较为顺畅为地产开工、施工提供有力保障。前 6 月 4 周百城土地溢价率为 16.6%，较 5 月 15.9%继续回升；开发商拿地节奏并未受到明显影响，前六月百城成交土地面积约为 2.89 亿平米，同比仅下降 2.3%左右。而房地产开工和施工面积 5 月单月同比分别为 2.5%、6.2%，我们预计下半年地产开工将继续改善，竣工呈加速趋势，对建材行业需求形成强力拉动。

- **建材主要品类供需格局持续改善。**水泥供需格局延续向好，续期延续强势，供给增量被严格抑制，行业自我修复调节能力进一步增强，新疆、内蒙、宁夏等局部区域错峰置换等进一步改善区域竞争格局，带来价格的修复。玻璃价格 2-4 月的大幅下跌促使厂商提前冷修，4-5 月关停 9 条线，在产产能预计净减少的 4.3%，其中河北沙河 5 条合计产能为 3950 吨/日。玻纤新投产能同比 2019 年有所下降，上半年龙头企业部分产线停产叠加 4-6 月良好的出货带动其库存下降至低位，价格处在绝对低位，有望在 3 季度伴随海外订单回暖触底反弹。防水材料、涂料及板材管材受益于行业集中度提升，头部企业利用品牌、渠道、资金及客户优势不断占据更大市场份额，地产集中度提升、精装房占比迈过 30%阈值后加速提升以及开发商集采带来的新合作模式，驱动订单进一步向龙头集中。

- **低估值价值凸显，修复及提升空间足。**截至 7 月 2 日，申万建材行业动态 PE 为 14.9x，位于 2016 年 8 月以来 14%的分位数；其中水泥、玻璃、玻纤和防水的 PE（TTM）为 10.0x、25x、19x、33.6x，均处于 11%、34.2%、29.4%和 100%位数；龙头公司海螺水泥、中国巨石、旗滨集团等估值水平从 2018 年 4 季度最低点修复至 35.8%、33.8%和 34%分位数水平。基建投资的高增速及地产行业的韧性保障下游需求恢复较好，我们预计中报及全年建材行业的业绩将持续超预期，给予行业估值持续修复坚实支撑。同时，业绩的增长性和确定性的持续，或将带来板块估值的进一步提升。

- **建议关注：板块性机会以及中报业绩较为确定标的。**水泥板块建议关注业绩确定性较强的海螺水泥、冀东水泥和格局改善价格上涨较多的西北水泥股祁连山、天山股份；玻璃及玻纤关注低估值龙头旗滨集团和中国巨石、中材科技等；消费建材关注稳健成长的东方雨虹、三棵树及估值修复空间较足的北新建材等。

- **风险因素：** 基建投资及地产投资不及预期，水泥、玻璃、玻纤等产品价格下滑，疫情反复等。

重点关注标的基本财务数据（亿元）

股票简称	股票代码	最新市值	营业收入			归母净利润			PE			2019 年
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	TTM	20E	21E	ROE
600585.SH	海螺水泥	2,931	1,570	1,678	1,783	335.93	352.0	375.5	9.3	8.33	7.81	27.0%
000401.SZ	冀东水泥	235	345	373	392	27.01	35.4	41.0	9.9	6.65	5.73	16.5%
600720.SH	祁连山	139	69	79	84	12.34	16.08	17.5	11.2	8.63	7.92	19.7%
000877.SZ	天山股份	168	97	104	113	16.36	18.85	21.4	11.6	8.90	7.85	18.2%
601636.SH	旗滨集团	173	93	100	111	13.46	15.17	17.6	13.3	11.41	9.83	17.2%
600176.SH	中国巨石	340	105	112	125	21.29	22.12	26.3	17.5	15.36	12.92	14.3%
002080.SZ	中材科技	259	136	158	170	13.80	16.76	19.4	18.4	15.47	13.39	12.4%
000786.SZ	北新建材	408	133	166	190	4.41	26.83	32.1	278.5	15.19	12.70	17.0%
002271.SZ	东方雨虹	691	182	223	268	20.66	28.99	33.7	33.4	23.83	20.48	22.0%
603737.SH	三棵树	238	60	75	98	4.06	5.56	7.7	84.3	42.76	31.05	23.6%

数据来源：万得，信达证券研发中心

（注：北新建材ROE 采用扣非净利润，股价为 2020 年 7 月 3 日收盘价）

目 录

地产和基建存超预期可能，需求支撑较强 5
地产销售数据持续改善 5
基建投资下半年将加速 6
建材各子行业格局持续优化 7
水泥行业格局将维持优化 7
玻璃行业：疫情加速年久产能冷修 9
玻纤价格有望在 3 季度反弹 11
消费建材受益下游集采，集中度提升加速 13
防水行业在 2 季度快速恢复 14
建材行业估值不止于修复 15
投资建议 19
风险因素 19

表 目 录

重点关注标的基本财务数据（亿元） 3
表 1. 2020 年 1-5 月国内玻璃产线停产冷修情况 11
表 2. 重点关注标的 19

图 目 录

图 1. 房地产开发资金来源 5 月单月同比 10% 6
图 2. 土地成交溢价率恢复至 16.6% 5
图 3. 前 6 月 100 城土地成交面积同比约 -2.3% 7
图 4. 地产开工和施工面积 5 月同比分别为 2.5%和 6.2% 6
图 5. 20H1 专项债发行额约 2.2 万亿元 7
图 6. 2020 年专项债和特别国债带来基建增量资金约为 2.15 万亿 6
图 7. 建材行业龙头公司营收增速高于行业平均 7
图 8. 水泥竞争格局良好、新增产能较少 8
图 9. 中南和西北水泥价格维持历史高位 8
图 10.全国玻璃总产能趋于平稳、运行产线数趋于稳定 9
图 11. 玻璃价格（右，元/重箱）和库存数据（万重箱） 10
图 12. 全国纯碱平均价（元/吨）和石油焦（元/吨）价位位于 2016 年以来的最低位 10
图 13. 无碱玻纤纱平均价（左）与电子纱均价（右）(元/吨) 12
图 14. 国内玻纤在产产能及开工率情况 12
图 15. 地产新开工到竣工时间间隔约 3 年（亿平米） 13
图 16. 开发商快速向头部集中 15
图 17. 预计到 2021 年精装房占比提升至 40% 14
图 18. 防水龙头厂商市占率持续提升 16
图 19. 规模以上防水企业数量和收入 14
图 20. 油价波动对防水材料企业毛利率影响将在 2 季度体现 15
图 21. 建材行业估值分位数位于底部水平 16
图 22. 水泥行业 PE 估值水平在 10%分位数 18
图 23. 在 PB-ROE 体系龙头水泥估值处于低谷状态 17
图 24. 旗滨集团和信义玻璃 PE 走势和分位数水平 17
图 25. 东方雨虹 PE（TTM）位于 2016 年以来高位 18
图 26. 玻纤行业估值处于低位水平 18

地产和基建存超预期可能，需求支撑较强

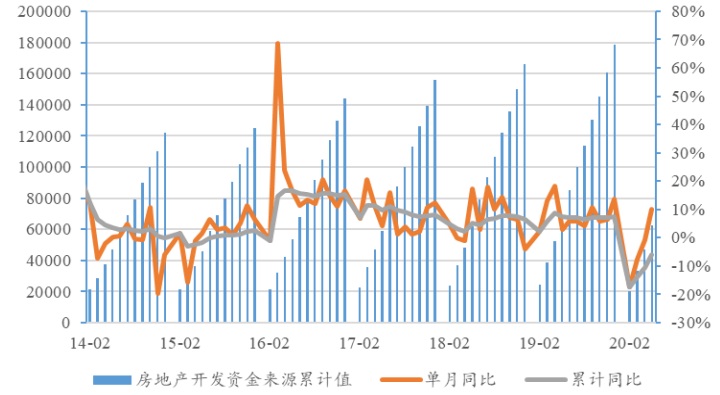
地产销售数据持续改善

6 月份 30 大中城市销售面积为 1815.65 万平米，同、环比分别增加 9.4%和 19.79%，同比增速为年内首次实现正增长，环比 5 月的 -2.3%提升 11.7 Pct。受疫情影响 2-3 月需求有一定延后，在 4-5 月份需求集中释放后，6 月依然能够实现同环比快速增长，一方面为开发商在销量下滑的情况下为回笼资金加快推盘，另一方面按揭利率持续下降部分刺激需求。年初至今成交面积呈“V 型”反转，现已经恢复至正常水平之上，房地产行业韧性进一步体现。

伴随销售数据大幅好转，上游拿地节奏加快；地产资金来源也较为顺畅，受疫情影响相对较小。6 月前 4 周百城土地溢价率为 16.6%，较 5 月 15.9%继续回升；前 6 月百城成交土地面积约为 2.89 亿平米，同比仅下降 2.3 %左右，预计随着下半年地方政府加快出让，土地成交面积全年将恢复正增长。1-5 月地产开发资金来源累计为 6.26 万亿元，同比下滑 6.05%，主要受到地产销售预售款下滑 10%拖累，5 月单月为 1.56 万亿元，同比增长 10.04%；从龙头开发商公布销售额数据观察，6 月销售将继续大幅改善，预计上半年地产开发资金来源降幅将收窄至 2%-3%左右，全年有望恢复至 4-%5%的正增长。

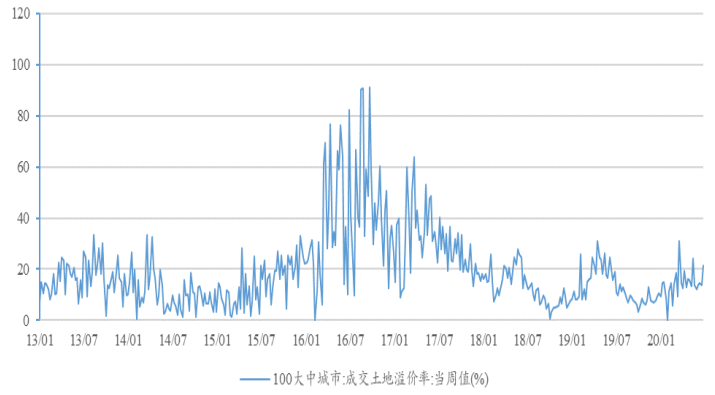
销售强劲和资金来源顺畅为地产开工、施工提供有力支撑，房地产开工和施工面积 5 月单月同比分别为 2.5%、6.2%，6 月将继续提升，我们预计下半年地产开工将继续改善，竣工呈加速趋势，对建材行业需求形成强力支撑。

图 1. 房地产开发资金来源 5 月单月同比 10%



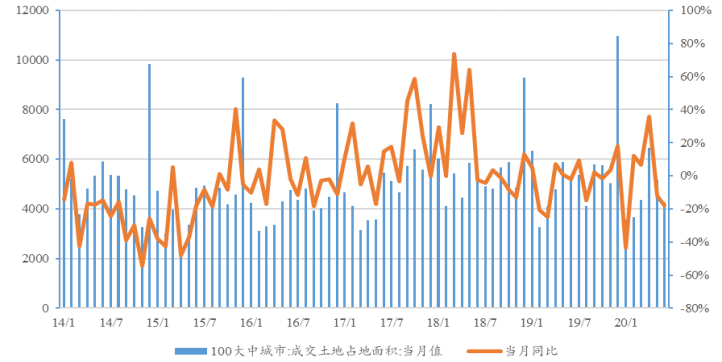
数据来源：万得，信达证券研发中心

图 2. 土地成交溢价率恢复至 16.6%



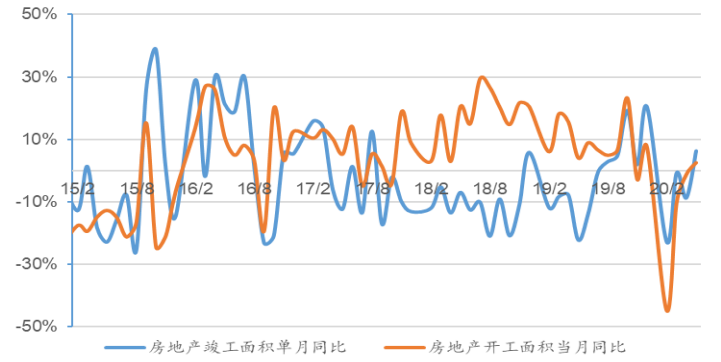
数据来源：万得，信达证券研发中心

图 3. 前 6 月 100 城土地成交面积同比约 -2.3%



数据来源：万得，国家统计局，信达证券研发中心

图 4. 地产开工和施工面积 5 月同比分别为 2.5%和 6.2%



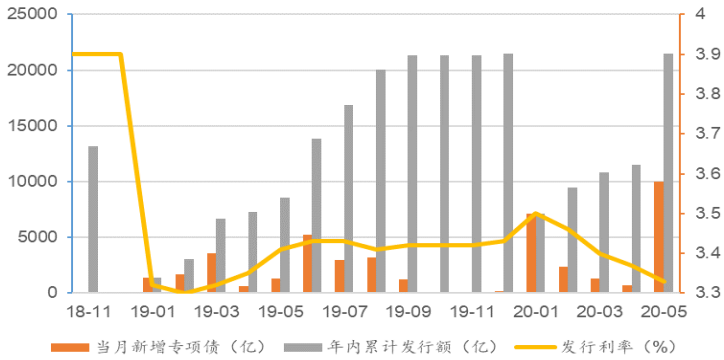
数据来源：万得，国家统计局，信达证券研发中心

基建投资下半年将加速

上半年专项债的大额发行支撑下半年基建投资增速。两会下达 2020 年专项债预期额度为 3.75 万亿元，上半年专项债发行速度快、期限均衡且发行利率低，大部分资金用于基础设施建设领域；截至 6 月 15 日专项债的发行 2.19 万亿元，超过 2019 年全年发行额的 2.15 万亿元。80%的专项债投交通基础设施、市政和产业园区基础设施、民生服务等 3 个领域，7897 亿元用于新建项目，占比 36%；14039 亿元用于在建项目，占比 64%，积极推荐在建项目建设，并加大对新项目的支持。

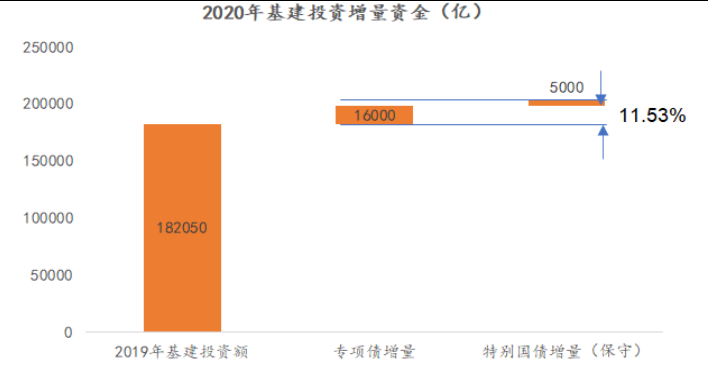
同时 1 万亿特别国债将在 7 月底之前发行完毕。根据要求，7000 亿元将投向公共卫生体系建设、产业链改造升级、城镇老旧小区改造等基础设施建设领域，对项目收益提出一定要求。叠加专项债额度 3.75 万吨，全年基建增量有望超过 4.3 万亿元，相对于 2019 年增量资金约为 2.15 万亿元，占 2019 年全年基建投资 18.2 万亿元的 11.8%。

图 5. 20H1 专项债发行额约 2.2 万亿元



数据来源：万得，信达证券研发中心

图 6. 2020 年专项债和特别国债带来基建增量资金约为 2.15 万亿

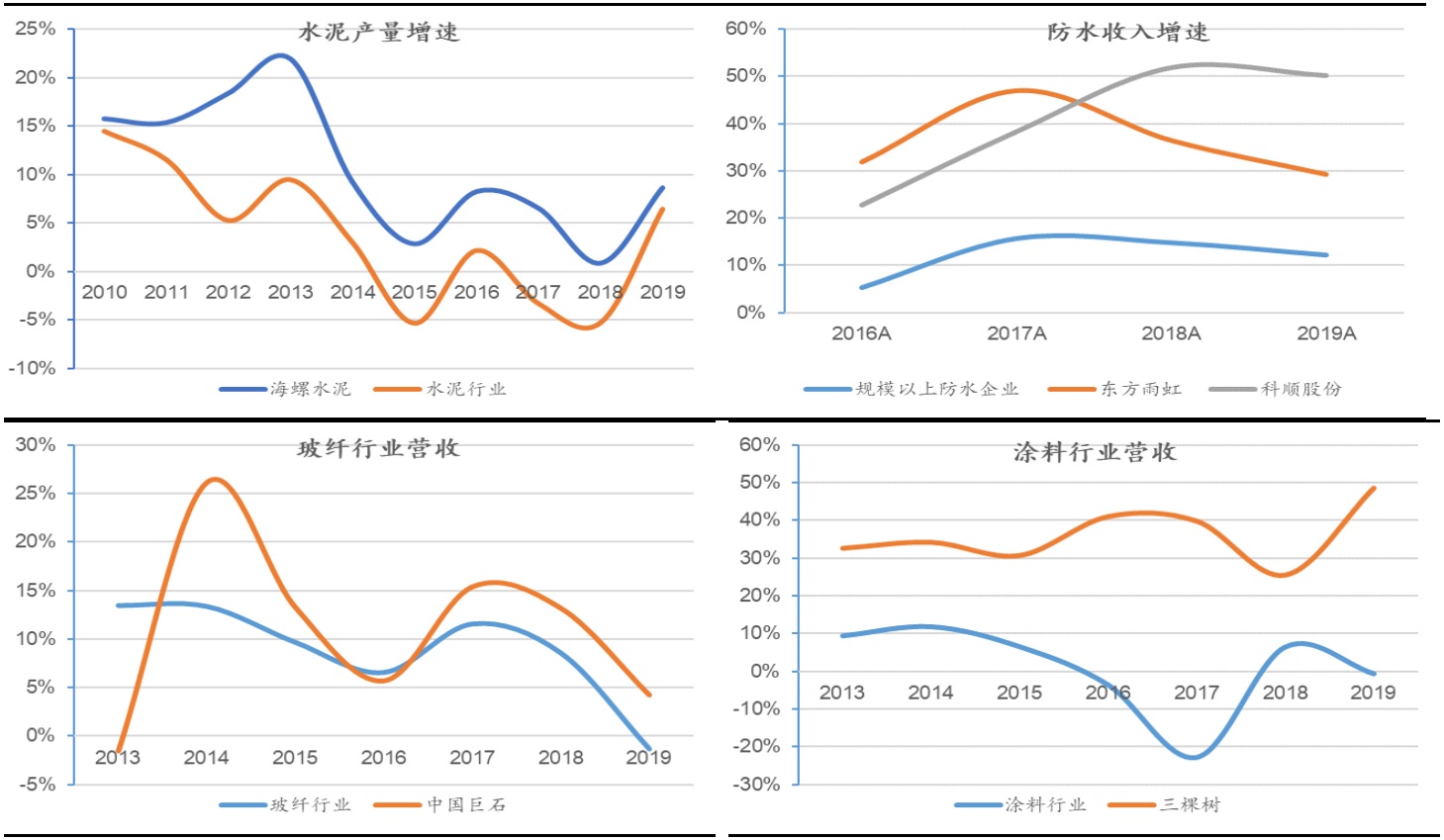


数据来源：万得，信达证券研发中心

建材各子行业格局持续优化

作为周期性行业中供给侧改革效果最为显著的行业，建材行业整体供给格局持续改善优化。2016 年-2019 年基建投资增速中枢逐步下移，地产开发建筑工程投资增速在 2018 年波动后迅速回升，总体需求环境温和增长；而供给端得到较好控制，大部分细分方向新增产能得到控制，同时环保政策加速淘汰尾部规模小、成本高的产能，加速行业整合。龙头厂商具有产能、客户、渠道、资源以及资金优势取得高于行业的营收和利润增速，市占率持续提升，定价能力和议价能力增强。

图 7. 建材行业龙头公司营收增速高于行业平均



数据来源：数字水泥网，中国防水协会，中国玻纤协会，中国涂料协会，信达证券研发中心

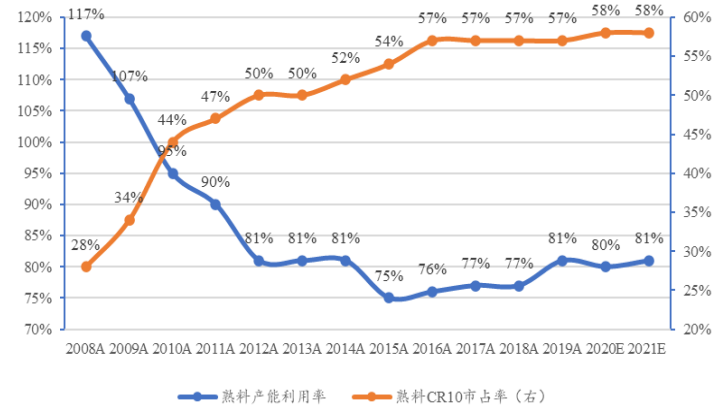
水泥行业格局将维持优化

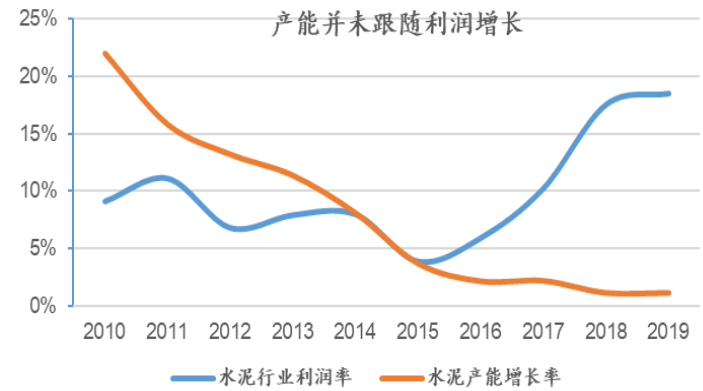
水泥行业优异市场格局将进一步强化，在整体市场格局较好的情况下，局部区域格局改善，市场极强的自我修复能力进一步体现。内蒙、宁夏及新疆电石渣熟料产能错峰置换顺利开展，华北和西北水泥价格逐步走出价值洼地，尤其为新疆地区，厂

商在产能错峰置换和博弈地区过剩问题达成一致后价格连续两轮上涨共 120 元/吨。我们预计全国范围内 2020 年错峰生产、淡季停产等行业协同政策将继续延续。进入 6 月下旬以来河南、辽宁以及西南等地区的淡季错峰政策执行效果良好。同时龙头企业加快企业内部产能置换进度，整合部分年久、成本高的产能置换为先进大产线。行业优异格局惠及中小厂商，带来各类厂商对行业政策执行的积极性；厂商之间合作进一步加强，步调一致，以海中贸易为代表的大型贸易平台，平抑价格波动，减少华东、华南等地区的恶性竞争，增强对价格的管控能力。

而水泥价格走出疫情影响，相对坚挺。虽然 5 月下旬以来，华东和华南地区降雨量较大，致使下游需求较弱，但其他地区需求恢复较高，加上格局改善，水泥价格维持在较高水平，其中中南、西北以及华中地区价格处于同期历史最好水平。

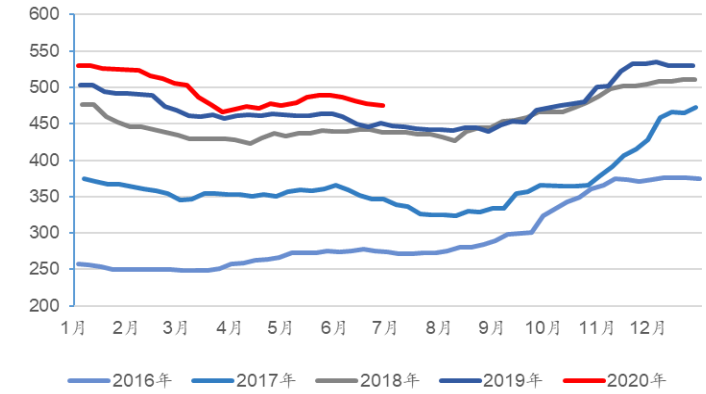
图 8. 水泥竞争格局良好、新增产能较少

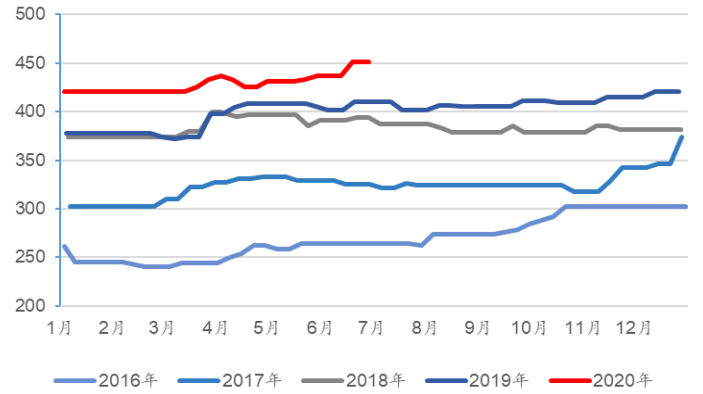




数据来源：数字水泥网，信达证券研发中心

图 9. 中南和西北水泥价格维持历史高位





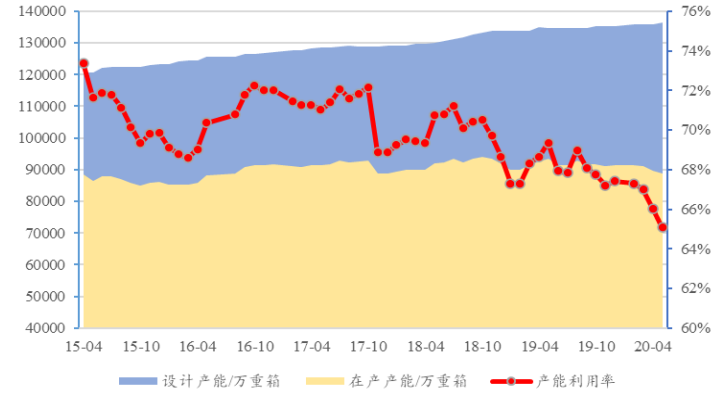
数据来源：数字水泥网，信达证券研发中心

玻璃行业：疫情加速年久产能冷修

玻璃行业停工较难的生产模式带来刚性供给，致使其行业格局略逊于水泥行业。但近年来在严格限制新增产能、环保政策淘汰落后产能以及减量置换（置换比例不低于 1: 1.25）推动行业格局逐步优化。我国玻璃产能上一轮产能投放周期在 2007-2013 年，期间投放总产能为 10.8 亿重箱，超过现在在产总产能；在行业政策及环保压力情况下，国内产能投放基本结束，新产能投放以置换产能维持；同时有占总产能约 35%冷修停产产能根据行业景气度情况选择复产或继续停产。

在产产能自 2015 年后基本维持稳定，总体维持在 8.5-9.4 亿重量箱左右；但产量则稳步增长，在产产能的利用率稳步提升（总产能利用率维持相对弱势），年产量从 2016 年的 7.74 亿重箱提升至 2019 年的 9.27 亿重箱，同比提升 1.52 亿重箱；而总在产产能从 2015 年 4 月底的 12.06 亿重箱增长到 2020 年 5 月的 13.65 亿/年重箱。

图 10.全国玻璃总产能趋于平稳、运行产线数趋于稳定





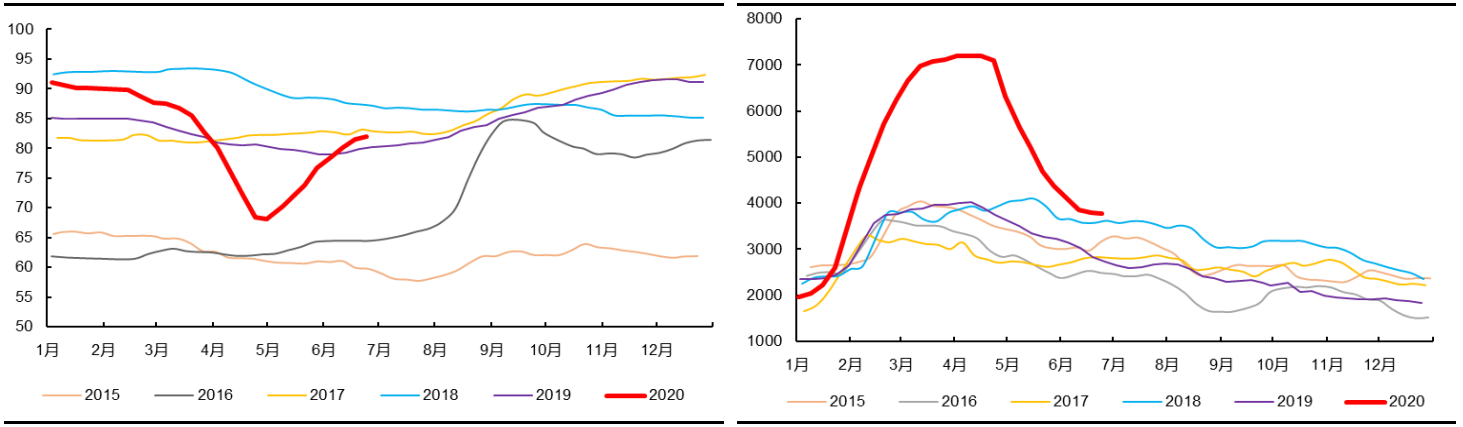
数据来源：万得，卓创资讯，信达证券研发中心

2020 年疫情影响需求暂时打破 2019 年之后的平衡状态，至 6 月底价格和库存分别经历“U 型”和“倒 U 型”反转，我们认为疫情只会延后需求，对总需求影响相对较小。3-4 月价格快速下跌、库存累积致使部分产线停产冷修，在产产线降低投料量等降低总产量，4-5 月国内玻璃总量为 7480、7845 万重箱，同比下降 6.8%和 0.6%；同时下游地产竣工从 3 月开始加速，前期推迟需求集中释放，4-5 月经历最陡峭去库存阶段，从最高的超过 7200 万重箱下降至 3700 万重箱附近，总库存仅高于去年同期月 1000 万重箱。

1-5 月全国有 15 条产线停产冷修，涉及总产能为 10700 吨/日，扣除部分产线点火复产，前 5 月净停产产能约在 7000 吨/日，约占在产产能在 4.5%左右；厂商通过进一步压低产能利用率，加速库存去化，全国玻璃均价自 5 月初的 1340 元/吨左右反弹至 1490 元/吨，涨幅约 150 元。地产竣工从 3 月份恢复正常后，5 月份迎来加速，自 2019 年地产竣工提速的趋势在疫情影响后得到延续。

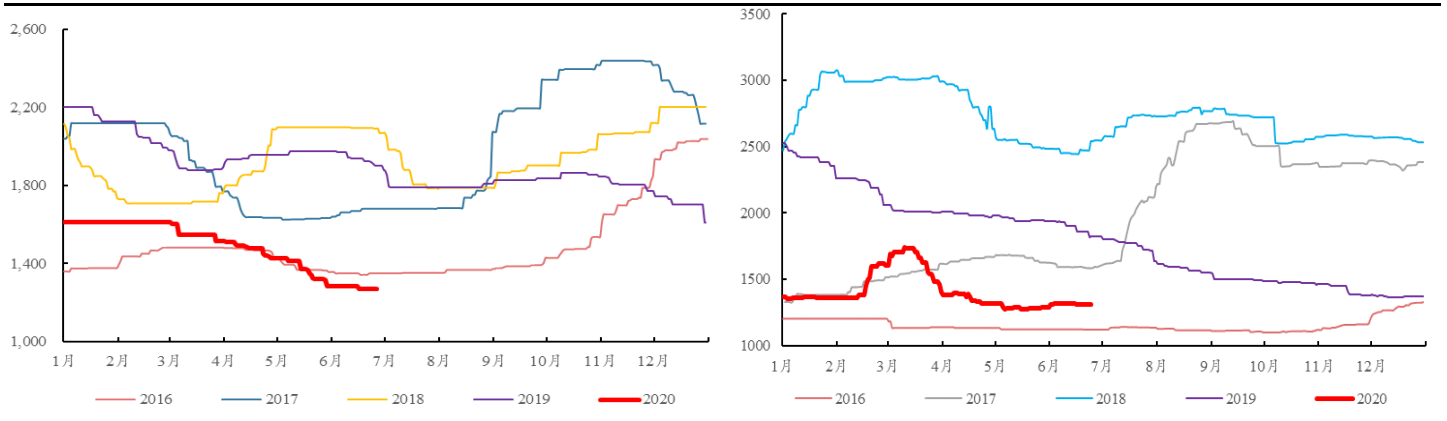
同时上游原材料价格维持在相对较低位置，纯碱、石油焦等价格受疫情影响下降较多。全国玻璃平均成本中原材料成本占比约在 40-50%左右，燃料占比在 35%左右，其中纯碱成本占原材料成本超过 50%；而 2020 年受疫情影响纯碱价格下降到 2016 年以来最低值，4#和 5#石油焦价格跌破 1000 元/吨。根据我们测算因纯碱和石油焦、重油等能源和原材料价格下跌带来的成本端降低为 3-4 元/重箱。到 6 月份单位重箱玻璃盈利水平已经恢复到 2019 年同期水平之上，下半年玻璃需要在地产竣工持续改善带动下有望复制 2019 年走势。

图 11. 玻璃价格（右，元/重箱）和库存数据（万重箱）



数据来源：万得，卓创资讯，信达证券研发中心

图 12. 全国纯碱平均价（元/吨）和石油焦（元/吨）价位位于 2016 年以来的最低位



数据来源：中国玻璃信息网，信达证券研发中心

表 1. 2020 年 1-5 月国内玻璃产线停产冷修情况

序号	生产线	地址	日熔量/吨	时间
1	洛玻集团龙玻超薄线	河南	250	2020.1.2
2	河北迎新集团四线	河北	600	2020.1.20
3	江门信义三线	广东	900	2020.1.21
4	天津信义一线	天津	1000	2020.1.29
5	武汉明达一线	湖北	700	2020.2.9
6	江西宏宇一线	江西	700	2020.3.5
7	成都台玻一线	四川	700	2020.4.2
8	本溪玉晶三线	辽宁	900	2020.4.12
9	河北金仓玻璃	河北	600	2020.4.21
10	河北鑫磊玻璃	河北	600	2020.4.27
11	秦皇岛耀华宏耀二线	河北	600	2020.5.2
12	河北长城玻璃八线	河北	1450	2020.5.4
13	唐山蓝欣二线	河北	500	2020.5.20
14	河北海生玻璃一线	河北	600	2020.5.26
15	河北海生玻璃二线	河北	600	2020.5.30
合计			10700	

数据来源：中国玻璃信息网，信达证券研发中心

玻纤价格有望在 3 季度反弹

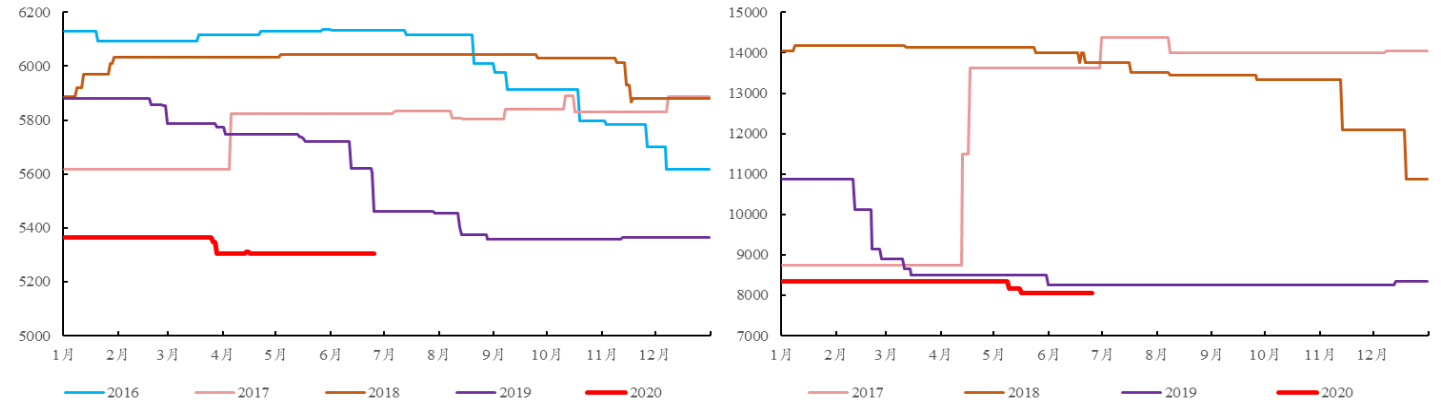
2018-2019 年合计超过 120 万吨的巨量产能投放导致全国玻纤产能过剩，价格从 2018 年高点 6100 元/吨连续下降到 2019Q3 的 5330 元/吨。我们预计 2020 年疫情将加速高成本产能停产冷修，甚至退出市场，同时影响新产能投放进度；巨石等龙头厂商凭借智能制造技术、规模、成本以及客户资源等优势将取得更多的市场份额。未来中建材集团整合加速，中国巨石若后续吸收合并泰山玻纤，合计在产产能将占到国内产能的 55%，有望复制水泥的竞争格局及头部厂商对价格的控制能力。

2 季度玻纤价格受到海外订单减少影响价格继续小幅下探 30 元至 5300 元/吨，中低端价格已经跌破中小厂商现金成本价格，继续下降的可能性较小。根据我们测算，全国市占率在 7%左右的第四大厂商山东玻纤的平均现金成本在 3300 元/吨左右，而 2400Tex 缠绕直接纱（不含税）跌至 3500 元/吨左右，小厂商成本处于劣势，较多厂商处于现金亏损阶段。

截止 6 月底，国内玻纤总产能为 558.7 万吨，在产产能为 498.8 万吨，新产能投放在 2020 年预计低于预期，上半年巨石成都

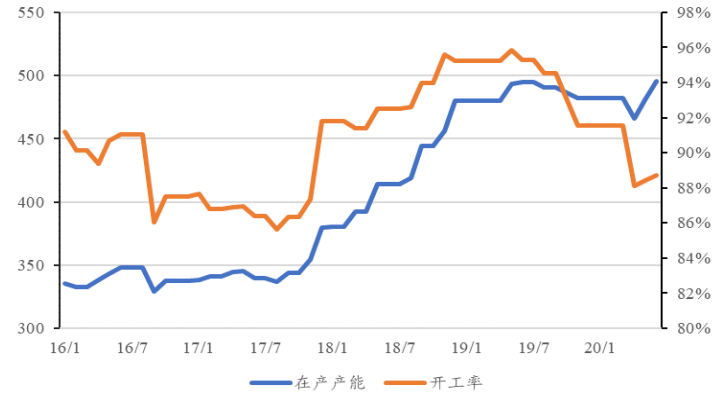
2、3 号线合计 16 万吨停产，而搬迁置换产线需要到 3、4 季度才能点火投产，成都分部 2020 年产量将同比减少 10 万吨。2019 年 8 月至 2020 年 2 月在产产能合计减少 34 万吨，2020 年 5-6 月新投产产能约 33 万吨，考虑到 3、4 季度巨石成都 12 万和 13 万吨合计 25 万吨的智能产线投产，预计 2020 年净新增产能为 44 万吨（上半年投产产能为巨石桐乡智能产线二期 15 万吨、淄博卓意 8 万吨技改（3 万扩建成 8 万吨）、重庆国际 H04 线 1.5 万吨等）。考虑投产时间，2020 年新点火产线需要经过产能爬坡期，贡献产量相对较小，同时考虑到 2019 年 Q4-2020 年 Q1 停产产能对产量影响，预计 2020 年产量将与 2019 年持平，年内供给压力相对较小。而龙头厂商 2 季度库存维持在较低位置，3 季度随着外需订单恢复叠加国内地产、汽车需求继续回暖，玻纤价格有望伴随海外国家开放出现触底反弹。

图 13. 无碱玻纤纱平均价（左）与电子纱均价（右）（元/吨）



数据来源：卓创资讯，信达证券研发中心

图 14. 国内玻纤在产产能及开工率情况（万吨）



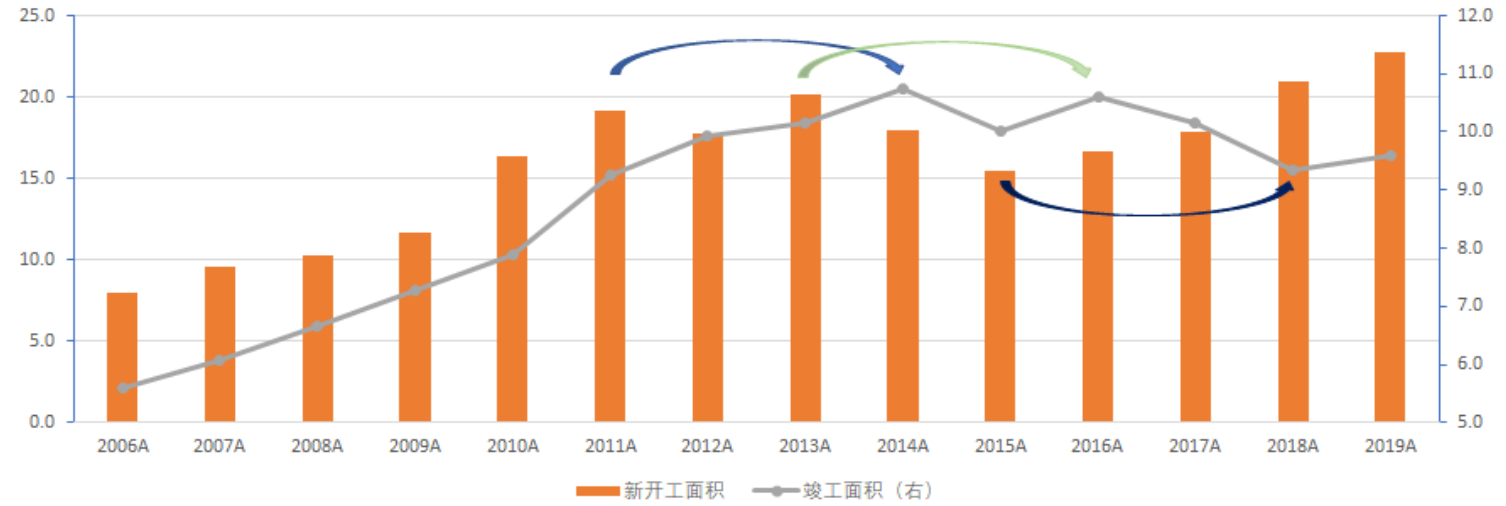
数据来源：卓创资讯，信达证券研发中心

消费建材受益下游集采，集中度提升加速

地产竣工面积 5 月同比增长 6.2%，从经验数据观察，地产开工到竣工的周期约为 3 年，17-19 年地产新开工面累计同比分别为 7%、12.9%和 8.5%，而 18-19 年竣工面积累计同比为-7.8%和 2.6%，若无疫情干扰，20 年地产竣工面积累计同比将回升至 8%-10%。20 年 5 月地产竣工面积单月同比恢复至 6.2%，我们预计下半年将呈现加速态势，支撑消费建材的需求。

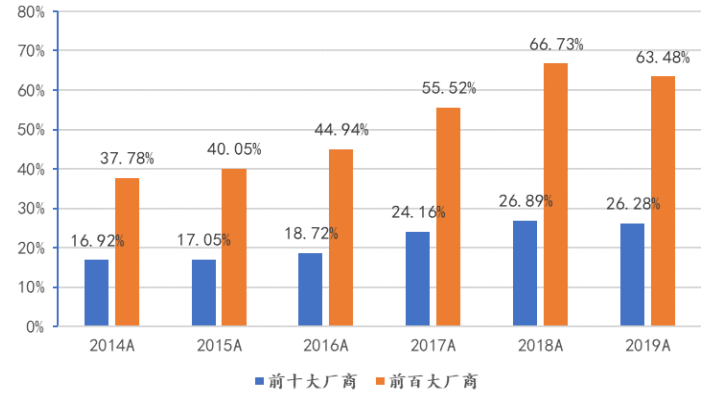
精装修占比趋势和开发商向头部集中带来 B 端集采占比提升，加速消费建材行业集中趋势，具有品牌、客户、产能及资源优势的厂商有望持续提升市占率、定价能力。2019 年我国精装房占比提升 4Pct 至 32%，相对于欧美日等国家超过 80%的水平仍有较大距离。我们预计在国家政策和开发商销售策略的带动下，到 2022 年我国新房中精装房渗透率将提升至 47%-50%。头部开发商销售占比持续提升，从 2014 年的不到 17%提升至 2019 年的 26.28%。大型开发商集采量大，为控制成本、保证品质和保障供应能力，对上游建材厂商的品牌、资质、产能以及资金实力均提出较好要求。碧桂园连续入股蒙娜丽莎、帝欧家居和惠达卫浴，开拓出上下游新的合作模式，预计未来上下游将有更多企业选择股权合作和支持。

图 15. 地产新开工到竣工时间间隔约 3 年（亿平米）



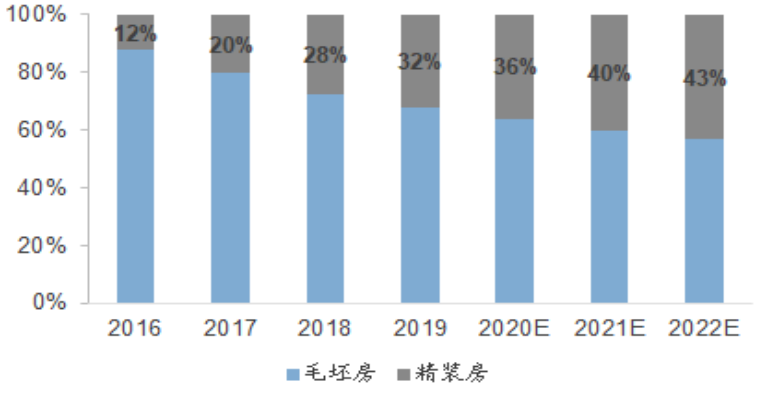
数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 16. 开发商快速向头部集中



数据来源：卓国家统计局，信达证券研发中心

图 17. 预计到 2021 年精装房占比提升至 40%



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

防水行业在 2 季度快速恢复

根据我们调研数据，龙头厂商东方雨虹 4-6 月发货量单月同比增速分别为 15%、25%、大于 25%，呈加速趋势。作为纯内需行业，直接受益于国内疫情率先得到控制，地产和基建对冲疫情对经济下滑。龙头厂商完成全国产能布局，新增产能以扩建为主，前期投资成本将大幅降低，改善现金流、降低成本；二线龙头上市后利用资本市场加快产能布局；在头部企业市占率迈过阈值之后集中度提升将迎来加速。同时头部厂商进行销售体系变革，更好承接大型项目、服务大客户。

图 18. 防水龙头厂商市占率持续提升

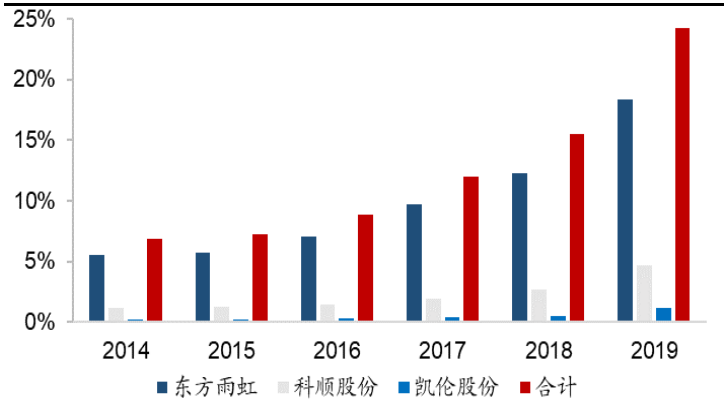
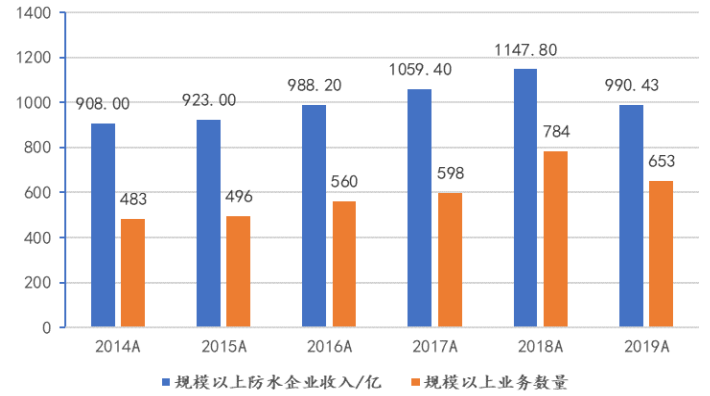


图 19. 规模以上防水企业数量和收入

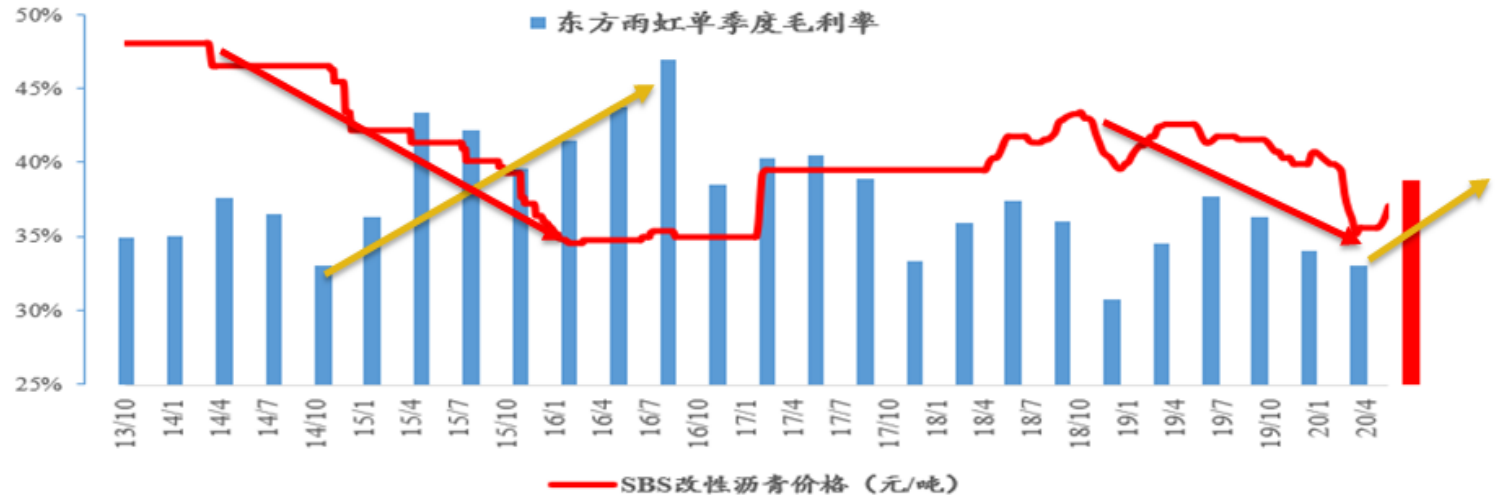


数据来源：万得，中国防水协会，信达证券研发中心

2020 年疫情大幅波动对防水材料成本端形成较大利好，占防水卷材成本约 35%-40%的改性沥青价格大幅下跌并维持低位，

推动成本快速下行，将显著提升盈利水平。考虑公司沥青库存情况，毛利率改善滞后原材料价格下滑约为 3 个月；上轮油价下跌周期，布伦特原油从 2014 年 6 月到 2016 年 1 月累计下跌 75%，带动东方雨虹毛利率从 2014Q4 的 33%提升约 14 pct 至 2016Q3 的 47%；我们预计本轮油价波动将有望提升毛利率 5-6 pct，防水卷材毛利率将提升至 42%左右，预计成本改善效应将从 2020Q2 逐步显现。

图 20. 油价波动对防水材料企业毛利率影响将在 2 季度体现



数据来源：万得，百川资讯，信达证券研发中心

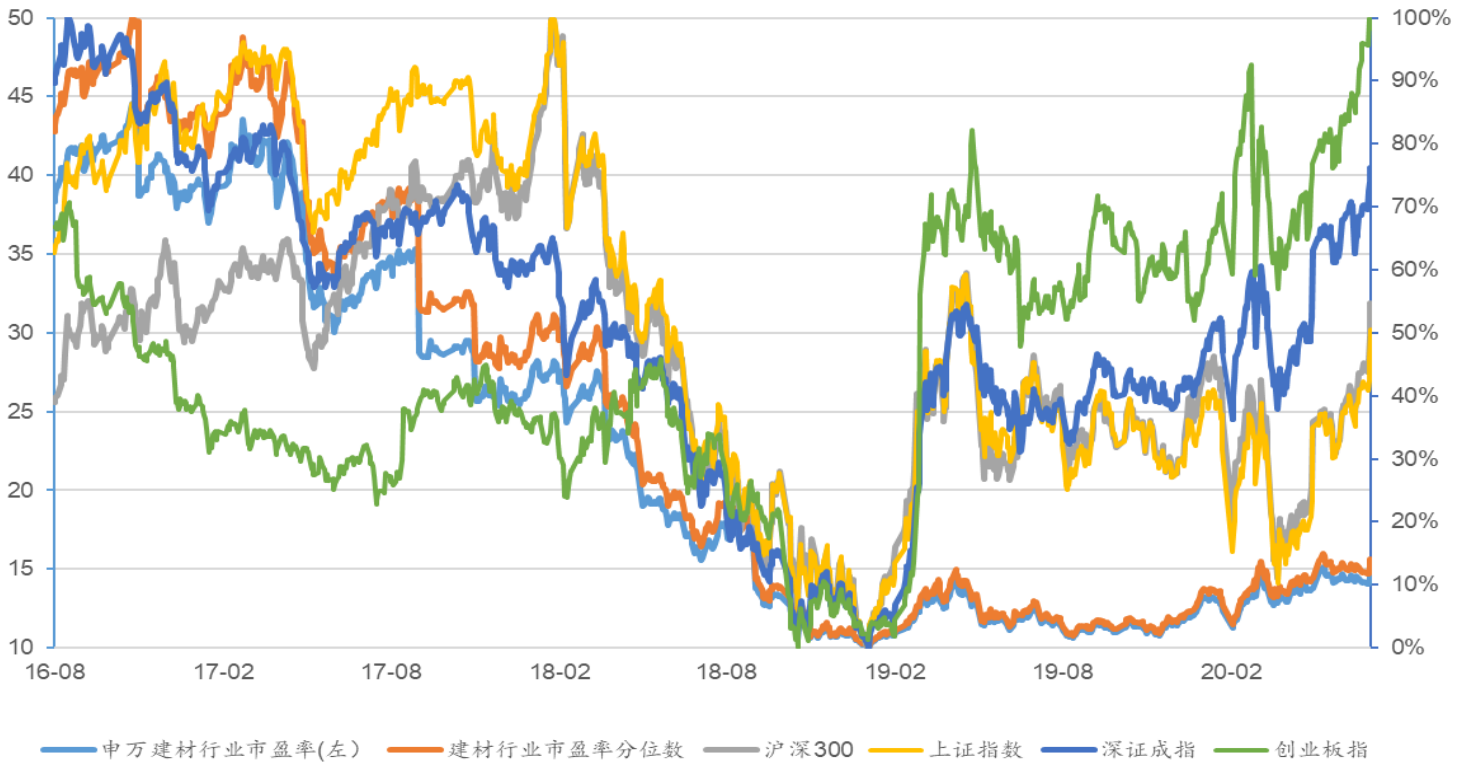
建材低估值，不止于修复

截至 7 月 2 日申万建材行业整体 PE（TTM）为 14.9x，位于 2016 年 8 月以来的 14%，处于历史低位水平。建材行业具有一定逆周期属性，2 季度率先从疫情影响中恢复，水泥、防水、玻纤及玻璃等需求、价格和盈利水平均已恢复至疫情前水平，甚至超过往年同期水平。我们预计水泥、防水行业上半年营收和净利润均超过行业 2019 年同期水平，而玻璃行业受益于成本端降低和价格反弹，2 季度盈利水平也将恢复至去年同期水平。良好的中报业绩确定性和下半年需求较好的增长弹性（地产销售传导至开工，竣工加速；基建新项目集中开工等），在市场估值切换过程中，建材行业估值将不止于修复，在业绩增长和确定性的支撑有有望提升至近 4 年平均水平。

水泥行业最新 PE 和 PB 水平为 10.1x 和 1.67x，2016 年 8 月以来的分位数分别为 11%和 44.6%水平。行业龙头海螺水泥 PE 水平长期维持在相对较低水平，PB 水平自 2016 年持续修复，最新分位数为 70%；但 2017 年 ROE 水平持续提高，支撑较

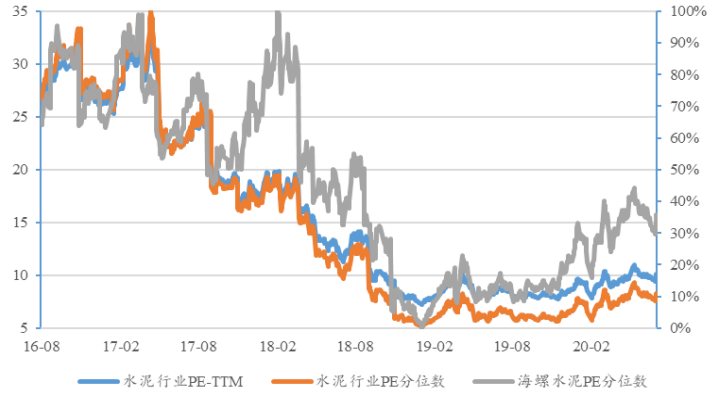
高的 PB 水平，在 PB-ROE 估值体系内，公司估值水平依然处于低谷状态。2 季度以来水泥行业出货率维持高位水平，5 月单月出货量创历史最高水平，上半年业绩取得同比正增长的确定性较高。

图 21. 建材行业估值分位数位于底部水平



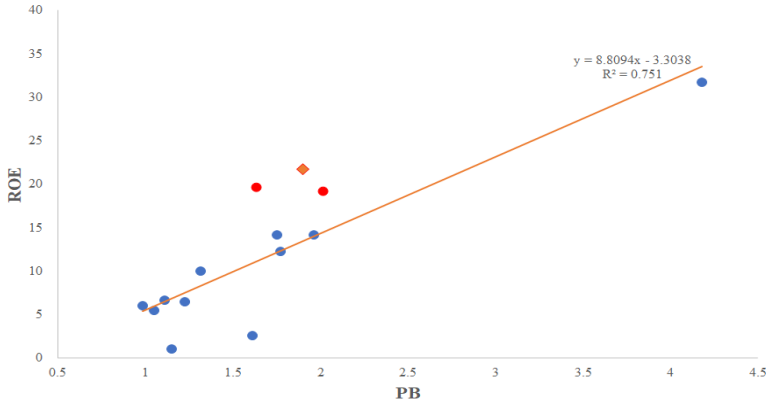
数据来源：万得，信达证券研发中心

图 22. 水泥行业 PE 估值水平在 10%分位数



数据来源：万得，信达证券研发中心

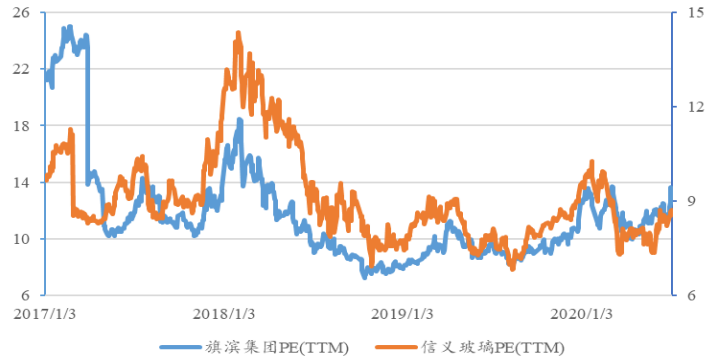
图 23. 在 PB-ROE 体系龙头水泥估值处于低谷状态



数据来源：万得，信达证券研发中心

由于玻璃行业处于格局逐步改善，盈利仍处于修复期，行业整体盈利性较差，但龙头企业超额收益能力较强，因此我们选择旗滨集团和信义玻璃双龙头来代表行业的估值水平。旗滨集团和信义玻璃最新 PE（TTM）分别为 13.3x 和 8.7x，位于 2017 年以来 34.4%和 25%的分位数水平。玻璃行业竞争格局持续改善，价格中枢从 2016 年逐年上移，头部企业盈利能力逐步提升是估值水平逐步回归的主要驱动因素。考虑到行业自我修复能力进一步增强，龙头企业高端化进程加速，以及下半年地产竣工提速，玻璃龙头企业估值水平有较大提升空间。

图 24. 旗滨集团和信义玻璃 PE 走势和分位数水平



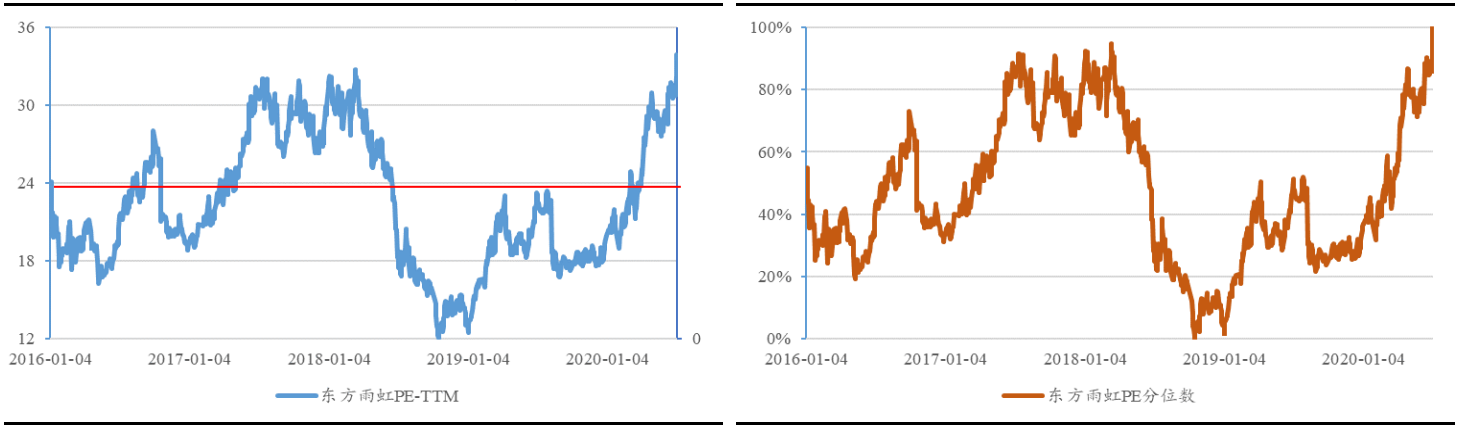


数据来源：万得，信达证券研发中心

防水行业上市公司在 2018 年之前仅有东方雨虹，随科顺股份和凯伦股份陆续上市，头部企业借助资本市场优势加速产能扩张，行业向头部集中趋势加速。东方雨虹估值水平最新 PE(TTM)水平位 33.8x，为 2016 年以来的最高水平。2020 年预测 PE 水

平在 23.8x 是 2016 年以来平均水平，考虑到公司 2020Q1 业绩受疫情影响、Q2 快速恢复以及前期现金流较差压制估值因素消除以及公司中长期维持 20%以上的业绩增速，或将带动估值进一步提升。。

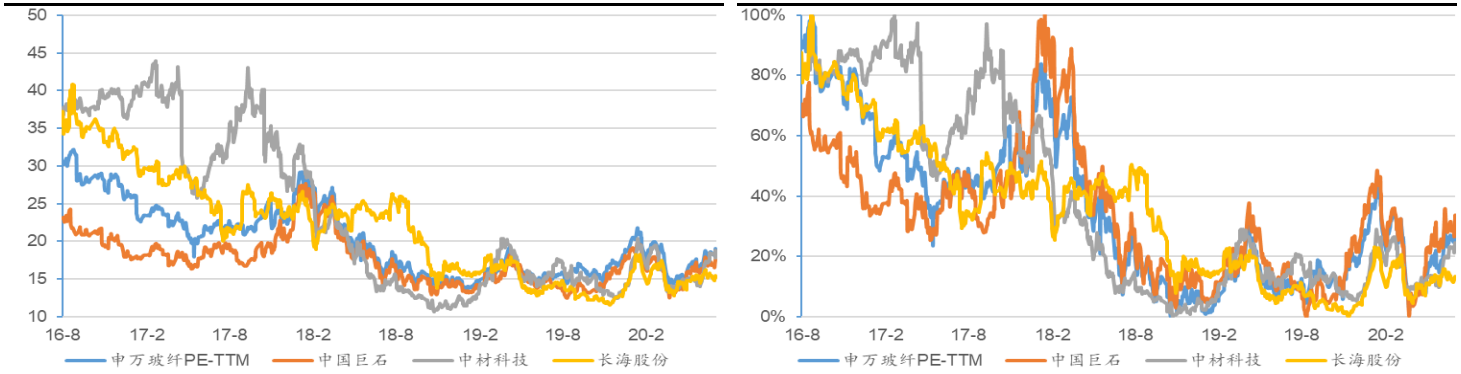
图 25. 东方雨虹 PE（TTM）位于 2016 年以来高位



数据来源：万得，信达证券研发中心

2018 年以来玻纤产能大幅投放致使价格和盈利水平承压，压制行业估值水平，申万玻纤行业、中国巨石、中材科技及长海股份最新 PE 水平为 19.04x、17.61x、18.84x 和 15.44x，2016 年 8 月份以来的分位数水平分别为 29.41%、33.78%、24.43%和 13.42%，均处于历史低位水平。2019 年上半年价格下滑后下半年持稳，2020 年经历了 1 季度国内市场冲击、2 季度海外订单大幅下滑，玻纤价格仅下滑 30 元/吨，不足 1%，说明玻纤价格已经为绝对底部。行业盈利水平也处于绝对低位水平，我们预计随着海外国家逐步解禁，出口订单恢复，价格在 3 季度出现反弹的可能性较大。6 月份北方地区出现对毡用纱提价 100 元/吨。玻纤行业现处于价格、估值和盈利水平的低点，边际改善弹性较大。

图 26. 玻纤行业估值处于低位水平



数据来源：万得，信达证券研发中心

投资建议

建议关注板块性机会，重点关注中报业绩较为确定的公司，推荐业绩确定性较强的海螺水泥、冀东水泥及格局改善、价格上涨较多的西北水泥标的祁连山、天山股份；玻璃关注低估值龙头旗滨集团；玻纤板块关注市占率持续提升的中国巨石及新材料业务持续扩张的中材科技；消费建材关注稳健成长的东方雨虹、三棵树及估值修复空间较足的北新建材等。

表 2. 重点关注标的

股票简称	股票代码	最新市值	营业收入			归母净利润			PE			2019 年
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	TTM	20E	21E	ROE
600585.SH	海螺水泥	2,931	1,570	1,678	1,783	335.93	352.0	375.5	9.3	8.33	7.81	27.0%
000401.SZ	冀东水泥	235	345	373	392	27.01	35.4	41.0	9.9	6.65	5.73	16.5%
600720.SH	祁连山	139	69	79	84	12.34	16.08	17.5	11.2	8.63	7.92	19.7%
000877.SZ	天山股份	168	97	104	113	16.36	18.85	21.4	11.6	8.90	7.85	18.2%
601636.SH	旗滨集团	173	93	100	111	13.46	15.17	17.6	13.3	11.41	9.83	17.2%
600176.SH	中国巨石	340	105	112	125	21.29	22.12	26.3	17.5	15.36	12.92	14.3%
002080.SZ	中材科技	259	136	158	170	13.80	16.76	19.4	18.4	15.47	13.39	12.4%
000786.SZ	北新建材	408	133	166	190	4.41	26.83	32.1	278.5	15.19	12.70	17.0%
002271.SZ	东方雨虹	691	182	223	268	20.66	28.99	33.7	33.4	23.83	20.48	22.0%
603737.SH	三棵树	238	60	75	98	4.06	5.56	7.7	84.3	42.76	31.05	23.6%

数据来源：万得，信达证券研发中心　　*（注：北新建材 ROE 采用扣非净利润，股价选取 7 月 3 日收盘价）*

风险因素

基建投资及地产投资不及预期，水泥、玻璃、玻纤等产品价格下滑，疫情反复等。

研究团队简介

娄永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色行业研究员。 2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士， 2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云　琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。