



建材行业周观点：回归商业常识看水泥 机会在“优等生” 砥砺前行



1、水泥：价格战“烽烟再起”，回归商业常识看水泥 2、疫后机会在“优等生”的砥砺前行，而不是摆烂博弹性，且再无弹性 3、消费建材，可以比照 2020 年疫情后的 Q2，但弹性在“优等生”

4、玻纤：市场重心由关注价格转向关注结构盈利差异扩大 5、建筑玻璃：供需盈利预期均见底，待冷修定反弹弹性汽车玻璃：底部已过，排产回暖

光伏玻璃：硅料产能释放，Q2 业绩环比回暖确定性较大 5、水泥：“手慢无”的行情已经得到印证

6、碳纤维：新能源和军工还是最确定的需求环节，关注神鹰，光威，碳谷 7、小票推荐石英、硅宝、金博股份

1、水泥：价格战“烽烟再起”，回归商业常识看水泥价格战“烽烟再起”，实时不是上周刚开始打，实际上已经拖拖拉拉进行了半年之久，今年熟料降两轮 100 元也不是上周的事，我们一直提示水泥买的是博弈预期，21 年开始任何水泥行情切记“手慢无”，得到充分印证；

聪明的投资者在 2020 年 4 季度就能看出，此轮开始自 2016 年下半年水泥的供给大周期，正反馈循环到 2020 年 Q3 已经基本行至峰值，16-20 年的 5 年的时间中水泥盈利年年创历史新高，在所有周期大宗品中走独立行情，而 2020Q4-2021H1 在几乎所有大宗品价格均创出历史新高的背景下水泥却独黯然失色，说明供给周期已经开始负反馈循环；2021Q3 的能

耗双控短期“救驾”，但最终如我们反复强调的“手慢无”快速跌回原位；2022 是负反馈循环的加速，屋漏偏逢连夜雨，需求的惨淡也是倒逼企业做出新战略选择的“最后一根稻草”，但是回归商业常识，周期本质上就是周期，是供求关系，所谓“行业自律”都是锦上添花，不可能改变趋势，且对企业而言，若销量腰斩则企业何言竞争力，何言龙头企业？何言生存？

借一句古诗“山外青山楼外楼，西湖歌舞几时休，暖风熏得游人醉，直把杭州作汴州”！

毕竟，不断提升的竞争力才是企业基业长青的根本。

水泥股大逻辑变化可以参考我们 21 年初发的报告【深度复盘】水泥股五年，逻辑嬗变之复盘，提示了水泥股大逻辑的重大改变，毕竟 2016-2020 年中我们是水泥股行情主要的推荐者；

2、疫后机会在“优等生”的砥砺前行，而不是摆烂博弹性，且再无弹性若实体经济呈现真实逐步改善的趋势，现在炒小炒烂的风格正在迎来最后也最疯狂的一段时间，应抓住市场每一轮回调的机会兑现题材，而逐步开始布局真正在现在环境中也表现出经营韧性的真正的龙头，砥砺前行的“优等生”。

伴随着上海解封，华东甚至全国建材需求筑底反弹修复的拐点已经出现。但是不能预期这种修复的预期会类似于 2020 年 4-5 月那么强，一方面因为 6 月华东在雨水和高温下将迎来传统淡季，施工强度存在天花板；

另一方面现在地产行业和基建资金等环境也远远不及 2020 年初的情况，因此建材基本面的大环境更多将呈现出一种温和修复的环境。温和修复的背景下，我们相信并不是高杠杆，强赌性公司的反转，而是优质公司进一步证明自己的好机会。我们还是延续重点关注一季度强势的公司，相信其在环境回暖下表现出进一步的弹性，并且从长期角度看有机会充分享受这一轮出清机遇。而建材板块暂时行情难以迅猛向上的压力主要也来自于高企不下的原材料压力，但我们相信这种压力已经被充分预期，更多风险在于亏时间而不在亏钱。

近期高频数据反映出两个特征：

1、开工端水泥恢复明显弱于消费建材，4 月全国单月水泥产量 1.95 亿吨，同比下降 18.9%，为 10 年来同期最低水平，且 5 月份头两周起色不明显，水泥和工程机械数据基本可以相互印证，而消费建材 4 月份偏功能性消费建材龙头出货能近同比持平，5 月份恢复显著，验证我们之前判断，一方面开工环节有明显季节性（错过了就要等下个季节），且未来稳增长抓手的包括城市更新、地下管网、城轨等项目单位投资额及对水泥需求拉动较小；2、同为消费建材，4 月底-5 月份的差异体现为，功能性消费建材恢复领先于装饰性家装建材，同为功能性消费建材龙头重点企业恢复明显较于小企业（工厂区位及工厂在地方重要性的差异，是否优先复工复产），另外下游客户主体恢复差异较大，下游同样是重点工程及优质地产国企央企情况好些，因此消费建材中体现为越大越强，越大越快；建材大行业首

选消费建材，最重要的变化是买一季报好的公司，而不是比烂博利空出尽：

对消费建材而言成长的商业模式已经发生巨大的方向性变化，惩治高杠杆，成长性分化的开始，过往绑定 H 等地产蒙眼狂奔的高杠杆模式已终结，过往的逻辑已经失去了一贯的逻辑，因此弹性不在更烂的资产负债表上，2022 年成长性的分化中最好的验证就是我们看一季度逆境中（实际上可从 2021 年 Q4 就开始看）仍然获得领先于行业的业绩增长、利润增长、现金流，这将指明 2022 年开始未来 3 年的真实成长方向；

长期价值来看，2021-2022 年需求端和成本端给行业大企业带来的压力是可观测的，而行业小企业发生的出清是不言而喻的，消费建材长期的投资价值在于集中度巨大提升潜力带来的成长性，而这种潜力在目前的逆境中是放大的；向下半年以及明年看，需求内生的改善以及中上游成本的企稳也将带来企业业绩逐步改善的持续性环境优势，甚至 2021H2 的低基数也将贡献中期的优势。

当前能买的品种不多，建议集中在一季报正增长或者后续预期弹性较好公司

我们整体判断消费建材领跑，其中功能性建材龙头领先（包括雨虹等防水龙头苏博特北新伟星等）装饰类建材侧应（兔宝宝等），玻纤具备较好的攻守兼备特征（巨石中材），玻璃板块蓄力下半年（信义旗滨），水泥板块仍偏博弈，周期上行量价齐升的石英股份，民品碳纤维板块延续高增长（神鹰碳谷）等

3、消费建材，可以比照 2020 年疫情后的 Q2，弹性在龙头“优等生”

2020 年 Q2 就是疫情影响复工后的典型案例，从当时的情况来看：水泥，防水，管道和大宗品需求恢复最快，因此工地启动前备货速度最快；陶瓷，涂料，装饰类家装建材速度相对较慢；C 端市场的修复相对 B 端更慢，本质原因在于小区场景恢复慢于工地场景。2022 年基本面恢复顺序，或类似 2020 年呈现较明显的板块差异，但我们认为和 2020 年最大的差异在于地产或以信用用风险解除和推竣工作为下半年主要方向而非 2020 年 Q2 的抢开工，因此消费建材弹性今年实际上将领先于水泥。

我们重申 2022 年 B 端消费建材行业的机会核心在龙头 1 龙 2 公司而非所谓弹性小票，短期地产风险的改善下我们依然不看好信用减值过大的公司，因为我们对杠杆重回高增长赛道的预期较低，从减值风险将变成失速风险。消费建材选股需要注意的是：惩治高杠杆，成长性分化的开始，机会在细分赛道龙头

消费建材选股逻辑：同时推荐雨虹等防水龙头，苏博特、兔宝宝、伟星、联塑、北新等我们对子赛道的选择思路非常简单：在 2021 年证明了自己都可以赚钱的中游行业，我们相信在 2022 年会持续有明显的优势；之前在 2020 年都无法兑现业绩的子行业，我们对 2022 年其依靠成本弹性赚取利润的预期应该大打折扣。

1.防水是最好子行业。这里 2021 都能赚钱的行业，最明显就是防水行业，雨虹等防水龙头业绩确定性较强，背后是行业竞争格局和龙头溢价

的明显优势；2.关注表现出阿尔法的优质公司。而从其他个股来说，伟星新材，苏博特、兔宝宝等在 2021 年业绩中显示出的优势，体现的是产品力，品牌力，商业模式的阿尔法优势，也将在 2022 年的环境中继续占优；

我们认为雨虹在 2021 年地产下行压力增大背景下，越大越快，逆境中尽显龙头本色，体现了公司行业优先级地位及多品类扩张及区域一体化公司带来的卓越成长性；同时营收质量有望在 2022 年持续提升，2022 在基建保增长背景下公司在基建领域拿单能力大幅领先带来远超行业的收入弹性，而平台型、类消费化的变化令有望长期估值中枢继续抬升。我们维持 2022 年雨虹归母净利在 53-56 亿，经营性净现金流将于净利润匹配，2023 年仍将 25%以上收入利润增速，年内目标维持 2000 亿市值！

雨虹这波始于我们 2018 年 11 月大作《变革中成长》架构大变革,2019 年 7 月《渠道变革的“降维打击”》开启新周期，至今逻辑未变。雨虹十年成长冠绝 a 股不可复制，十年独家复盘核心竞争优势。（点击阅读），最新逻辑参考：《扩品类降维打击，何谓建材之“天、立讯” 20200803》；

苏博特：我们认为公司主业减水剂竞争优势强劲，将受益于基建弹性和原材料压力缓解，而公司在功能材料以及 PEKK 等领域的储备将持续贡献新的增长点,预计 2022-2023 年公司归母净利为 7,8.6 亿元,对应 PE15x, 12.9x, 继续重点推荐；公司主业减水剂中 40%基建项目，交通，核电，港口，水利这些基建项目，60%搅拌站需求中也有部分市政需求，基建敞口明显。在稳增长有望逐步成为主线的背景下优势明显。功能性产品今年

40%+增速，包括刚性防水（2023 年将结合柔性防水一起发展），风电灌浆料，交通材料如半柔性路面，这三种大概可以占功能性产品比重的 60%，其他还有柔变剂，抗凝剂，抗冻剂等，多个增长点有望持续发力。

兔宝宝：强化零售+工程的业务布局，保持较快增长，零售端看公司大力开拓零售渠道专卖店建设，公司 2021 年定制家居业务收入约为 26.87 亿元，同比增长 35.08%。股权激励 22-24 年复合增长率目标 20.5%，考核要求以 2021 年扣非净利润为基数，我们保守预计公司 2022 年净利润 8.25 亿，对应 2022 年 PE11.6 倍；北新建材：治理改善是核心逻辑；我们观察到北新总经理、董事陈雨已于近期工作调动离职，而此次尹自波先生、贾同春先生接替离职的陈雨与独董谷秀娟进入董事会，或是北新管理层调整的开始。根据北新建材新一轮全球石膏板战略规划，计划将石膏板全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右（其中国内至 40 亿平方米左右、海外 10 亿平方米左右），未来国家化有望加速。我们预计公司 2022 年净利润 40 亿左右，对应 2022 年 PE12 倍，维持重点推荐。

伟星新材：公司零售业务占比 70%，工程 30%，市政工程、建筑工程

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42752

