

建筑材料行业 2022 年度策略报告

静待产业链修复，关注“碳中和”机遇

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*建筑&建材*绿色建筑系列（三）：能耗双控推动水泥涨价，后续盈利修复可期》

2021-11-02

《行业深度报告*建筑&建材*绿色建筑系列（二）：玻璃供需延续紧平衡，绿色节能空间广阔》

2021-07-15

《行业深度报告*建筑&建材*绿色建筑系列（一）：绿色建筑大势所趋，行业升级孕育新机》 2021-06-21

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

研究助理

郑南宏 一般证券从业资格编号
S1060120010016
ZHENGNANHONG873@pingan.com.cn



平安观点：

- 回顾：受地产困局拖累，板块上下半年分化。2021 年初至 9 月上旬，建材板块在玻璃等细分领域带动下表现较好，但此后受地产投资开工承压、房企信用事件频发、成本涨价影响，建材板块整体下挫。截至 2021/12/3，申万建材板块下降 3.8%，跑赢沪深 300 指数 2.2pct，在 28 个行业中排名第 19。其中玻璃、防水板块高开低走，水泥板块相对平淡。截至 2021/12/3，玻璃板块累计上涨 40%，优于水泥板块（-1.4%）、防水板块（4.1%）。
- 地产产业链：关注房企流动性改善带来的产业链估值修复。1）水泥：展望 2022 年，尽管逆周期调节下基建投资有望提速，但考虑中央坚持“房不刺经”、市场信心恢复仍需时间，预计地产投资下行压力更大，水泥整体需求将弱于 2021 年，但考虑煤价下跌，后续盈利端有望改善。2）防水：展望 2022 年，考虑成本压力下东方雨虹等陆续提价，行业利润率有望逐步改善，同时关注房企资金端改善带来防水行业估值修复机会；中长期看，防水行业提标是大势所趋，住建部“防水新规”亦蓄势待发，有望带来行业集中度与整体需求提升。3）平板玻璃：玻璃需求短期仍然承压，但若后续地产资金端出现明显改善，2022 年交房高峰期有望延续，叠加下半年以来积压需求释放等，预计玻璃需求仍有支撑；但考虑玻璃价格中枢或将回落、原材料价格上涨，利润率相比 2021 年将有所回落。
- “碳中和”：光伏玻璃高成长可期，节能玻璃空间广阔。1）光伏玻璃：2022 年随着硅料价格回落、光伏装机需求向好，对光伏玻璃量价形成支撑，长期看光伏产业成长确定性高，叠加双玻渗透率提高，光伏玻璃将充分受益。2）节能建筑玻璃：国内建筑尤其是门窗能耗高，Low-E 玻璃普及率远低于欧美国家。“碳中和”目标下发展低碳环保的绿色建筑乃大势所趋，随着国内政策法规趋严、消费者节能环保理念提升，未来节能玻璃市场空间不容小觑，渗透率有望逐步提升。
- 投资建议：展望 2022 年，维持行业“强于大市”评级，建议关注两条主线，一是地产产业链估值、盈利修复机会，包括受益地产政策修复、盈利端改善的防水板块，建议关注具备提价能力、低估值的防水龙头如科顺股份；受益地产政策修复、基建复苏、盈利端改善的水泥板块，建议关注业绩稳健、低估值的水泥龙头，如海螺水泥；以及受益竣工高峰延续的玻璃板块；二是关注“碳中和”下绿色建材中长期行业机会，包括绿色低碳理念下节能建筑玻璃领域发展，建议关注平板玻璃龙头如旗滨集团；以及光伏装机需求向好、成长性较优的光伏玻璃板块，建议关注光伏玻璃龙头福莱特。

■ 风险提示： 1) 基建、房地产投资低于预期； 2) 原材料、燃料价格继续上涨； 3) 应收账款回收不及时与坏账计提风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2021-12-8	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E		2023E
科顺股份	300737	15.50	0.77	0.88	1.20	1.53	20.04	17.64	12.91	10.10	推 荐
东方雨虹	002271	44.81	1.44	1.70	2.17	2.76	26.90	26.32	20.65	16.21	暂 无 评 级
海螺水泥	600585	39.27	6.63	6.55	6.90	7.08	7.79	5.99	5.69	5.55	暂 无 评 级
福莱特	601865	48.17	0.80	1.10	1.49	1.84	50.00	43.80	32.32	26.11	暂 无 评 级
旗滨集团	601636	18.91	0.68	1.80	2.05	2.37	18.84	10.50	9.22	7.99	暂 无 评 级

注： 公司股价、EPS 均为人民币；除科顺股份外，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预测（180 天）

正文目录

前言 6

一、 回顾：受地产困局拖累，板块上下半年分化..... 6

1.1 前三季度板块表现较佳，九月以来受地产困局拖累 6

1.2 玻璃、防水高开低走，水泥板块相对平淡..... 7

二、 产业链：地产政策修复提振估值，关注防水、水泥盈利修复..... 8

2.1 水泥：地产需求疲弱掣肘，盈利修复仍可期 8

2.2 防水：涨价对冲成本压力，估值修复可期 13

2.3 平板玻璃：盈利能力承压，竣工逻辑未完结 17

三、 “碳中和”：光伏玻璃高成长可期，节能玻璃空间广阔..... 21

3.1 光伏玻璃：光伏需求放量无忧，“碳中和”下高成长可期 21

3.2 节能建筑玻璃：门窗耗能不容小觑，“碳中和”或加速推广 23

四、 投资建议与风险提示..... 24

4.1 投资建议 24

4.2 风险提示 24

图表目录

图表 1	投资逻辑图.....	6
图表 2	2021 年各板块涨跌幅情况对比	7
图表 3	9 月中旬以来建材板块整体下挫	7
图表 4	目前建材板块估值仍处于历史 34%分位.....	7
图表 5	各细分板块涨跌情况	8
图表 6	各细分板块估值情况	8
图表 7	全国商品房单月销售增速下行斜率创近十年之最	8
图表 8	第二批集中供地流拍率大幅上升.....	8
图表 9	2021 年基建投资表现低迷	9
图表 10	广东、山东、江苏等为水泥生产大省.....	9
图表 11	各地限电限产政策一览.....	10
图表 12	2021 年前十月水泥产量同比增 2%	10
图表 13	10 月单月全国水泥产量同比减 17.1%.....	10
图表 14	九月以来供需本三方因素推动水泥快速涨价（元/吨）	11
图表 15	西南、东北、华北水泥涨幅居前	11
图表 16	2021 年下半年以来地方专项债发行提速.....	12
图表 17	10 月个人按揭贷款环比上升，但开发贷依旧低迷.....	12
图表 18	水泥价格与煤炭价格之差持续上升	13
图表 19	煤炭价格自 10 月 20 日以来快速下跌.....	13
图表 20	东方雨虹营收增速与房地产新开工增速走势相近.....	14
图表 21	防水企业应收账款及票据情况.....	14
图表 22	2021 年沥青价格较 2020 年显著上升.....	15
图表 23	2021 年二三季度防水企业毛利率显著下行	15
图表 24	部分防水公司上调产品价格.....	15
图表 25	各地陆续出台政策文件提高防水行业标准	16
图表 26	流动性危机之下房企分化	16
图表 27	浮法玻璃冷修规模逐步提升	17
图表 28	浮法玻璃产能变化	17
图表 29	浮法玻璃生产线数量近年基本稳定	17
图表 30	房地产竣工与平板玻璃产量走势相近.....	18
图表 31	2021 年前十月平板玻璃产量较上年增加.....	18
图表 32	平板玻璃单月产量增速连续 3 个月下滑.....	18
图表 33	9 月以来平板玻璃价格持续回落.....	19

图表 34	2016 年以来期房销售与竣工面积剪刀差扩大.....	19
图表 35	2012-2019 年汽车全景天窗渗透率从 2%升至 41%.....	19
图表 36	11 月下旬以来玻璃期货价格有所反弹	20
图表 37	下半年以来纯碱价格明显上涨.....	20
图表 38	下半年以来天然气价格持续上涨	20
图表 39	2021 年旗滨、南玻毛利率大幅提高	21
图表 40	历年国内光伏新增装机规模.....	21
图表 41	历年国内光伏玻璃产量.....	21
图表 42	2021 年以来多晶硅价格快速上涨.....	22
图表 43	光伏玻璃价格自 2021Q1 以来明显回落	22
图表 44	国内光伏新增装机预测 (GW)	22
图表 45	全球光伏新增装机预测 (GW)	22
图表 46	双面组件渗透率将快速提升	23
图表 47	我国 Low-E 玻璃使用率远低于德国、韩国与波兰.....	24
图表 48	近年来我国建筑节能规模明显增加	24

前言

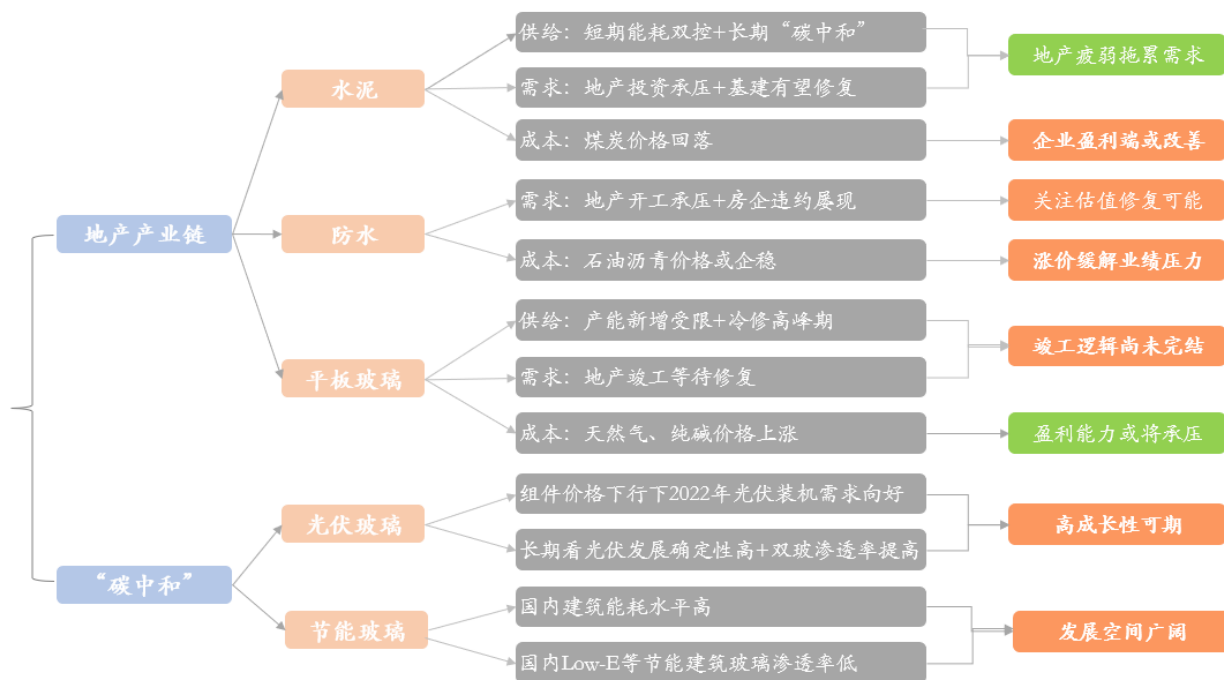
建材行业作为地产上下游，其诸多细分子行业包括水泥、防水、平板玻璃等下游需求很大程度上来自地产端。2021 年下半年受地产投资开工持续下行、房企信用事件频发影响，叠加成本大幅上涨等，建材行业表现持续受挫。

展望 2022 年，建议关注两条主线：

第一条主线是关注地产产业链估值、盈利修复机会：水泥板块尽管因地产投资下行压力大，但基建需求有望托底，利润率亦将有所改善；防水需求同样受下游地产拖累，但防水企业陆续涨价对冲业绩压力，地产政策持续修复、资金环境改善亦有望带来防水行业需求与估值修复，中长期看防水仍是“大行业、小格局”的优质赛道；平板玻璃需求与地产竣工密切相关，短期竣工压力犹存，但随着房企资金端压力逐步缓和，地产竣工高峰逻辑尚未完结。

第二条主线是关注“碳中和”下绿色建材行业机会：“碳中和”目标下发展低碳环保的绿色建筑乃大势所趋，Low-E 等节能建筑玻璃应用空间广阔，未来渗透率有望逐步提升；光伏发电作为能源结构改革和能源替代的重要方向，2022 年随着硅料价格回落、光伏装机需求向好，对光伏玻璃量价形成支撑，长期看光伏终端需求持续成长确定性高，叠加双玻渗透率提高，光伏玻璃将充分受益。

图表1 投资逻辑图



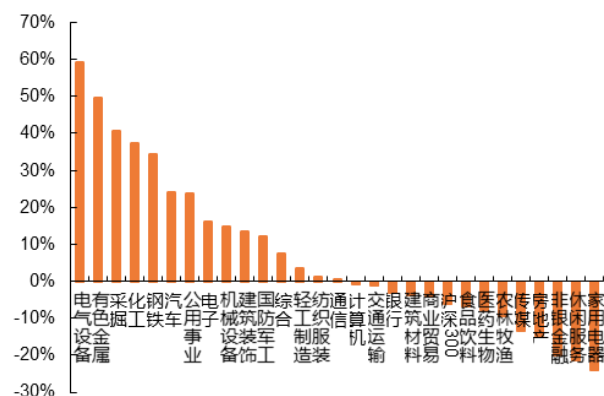
资料来源：平安证券研究所

一、回顾：受地产困局拖累，板块上下半年分化

1.1 前三季度板块表现较佳，九月以来受地产困局拖累

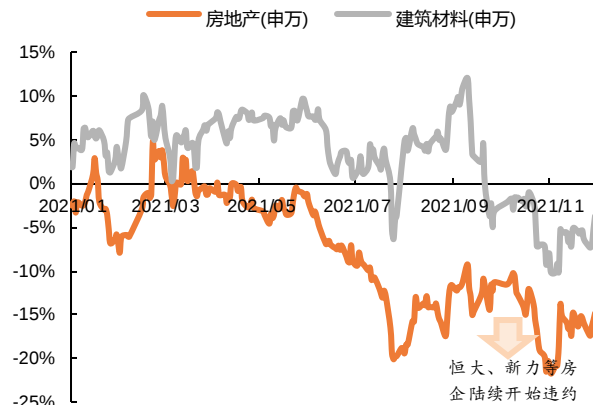
2021 年初至 9 月上旬，建材板块在玻璃等细分领域带动下表现较好，但此后受地产投资开工承压、房企信用事件频发，以及原材料、燃料涨价等影响，建材板块整体下挫。截至 2021/12/3，申万建筑材料板块下降 3.8%，跑赢沪深 300 指数 2.2pct，在 28 个申万行业中排名第 19。

图表2 2021年各板块涨跌幅情况对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

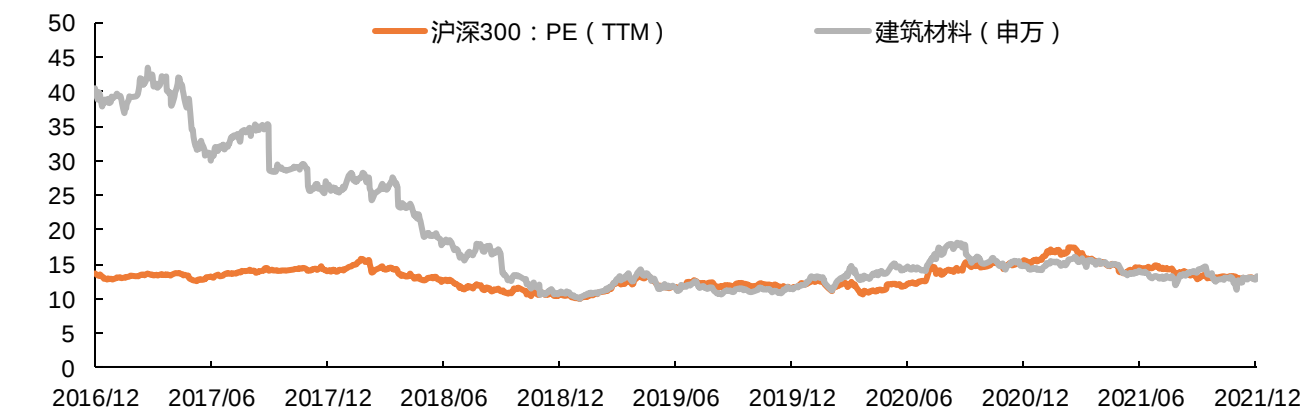
图表3 9月中旬以来建材板块整体下挫



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从估值看,截至2021/12/3,申万建筑材料板块PE(TTM)约13倍,估值处于近五年34%分位,处于申万28个行业中第22位。

图表4 目前建材板块估值仍处于历史34%分位

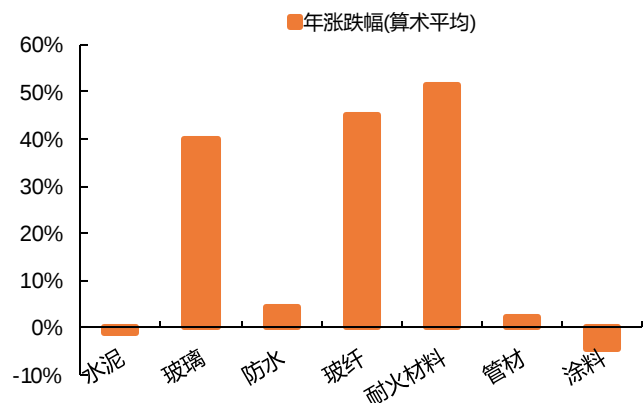


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 玻璃、防水高开低走,水泥板块相对平淡

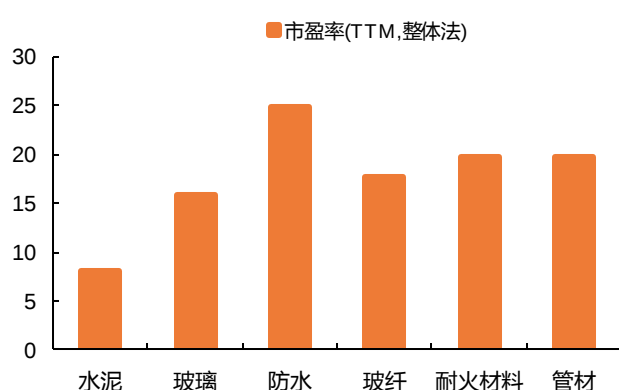
分细分行业看,玻璃、防水板块高开低走,水泥板块相对平淡。尽管玻璃价格回落影响下半年股价表现,但截至2021/12/3,玻璃板块仍累计上涨40%,优于水泥板块(-1.4%)、防水板块(4.1%),后两者主要受原材料价格上涨、下游房企资金环境紧张、地产与基建投资低迷影响;其他板块中,玻纤板块受益行业高景气以及风电发展预期,表现较为亮眼,累计上涨45%。

图表5 各细分板块涨跌情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 各细分板块估值情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、产业链：地产政策修复提振估值，关注防水、水泥盈利修复

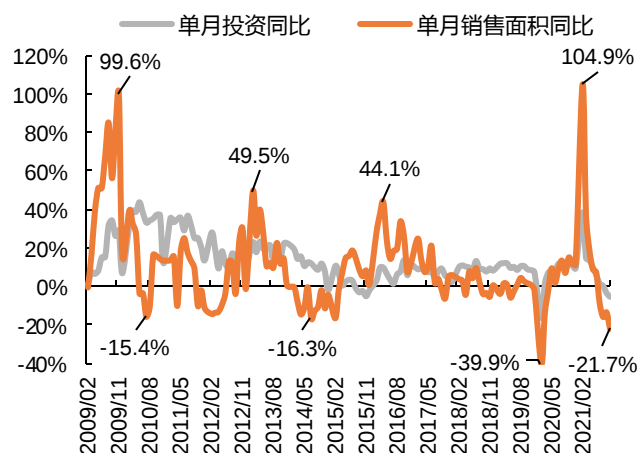
2.1 水泥：地产需求疲弱掣肘，盈利修复仍可期

■ 基建低迷而地产承压，水泥需求整体不振

水泥下游需求主要来自地产、基建与农村建设，2021年基建投资低迷，地产投资下半年亦显著承压，水泥下游需求整体不振。

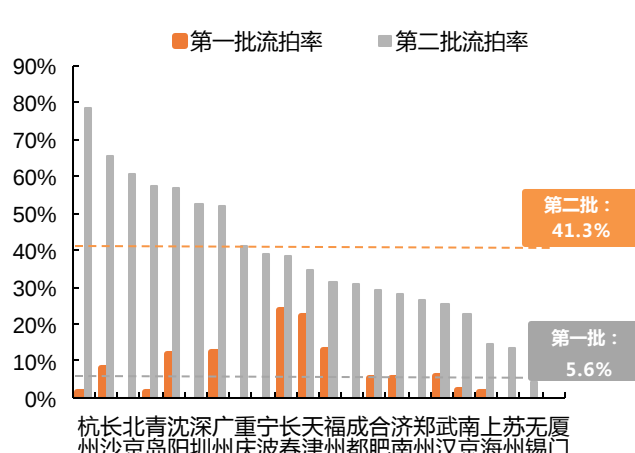
地产方面，上半年销售、投资呈现韧性，首批集中土拍热度高；但随着资金环境收紧、房企信用事件频发，地产基本面显著承压，10月单月销售面积、投资、新开工分别同比降21.7%、5.4%、33.1%，前10月累计同比增7.3%、增7.2%、降7.7%，第二批集中土拍亦出现大规模流拍、底价成交等情况。

图表7 全国商品房单月销售增速下行斜率创近十年之最



资料来源: Wind, 平安证券研究所

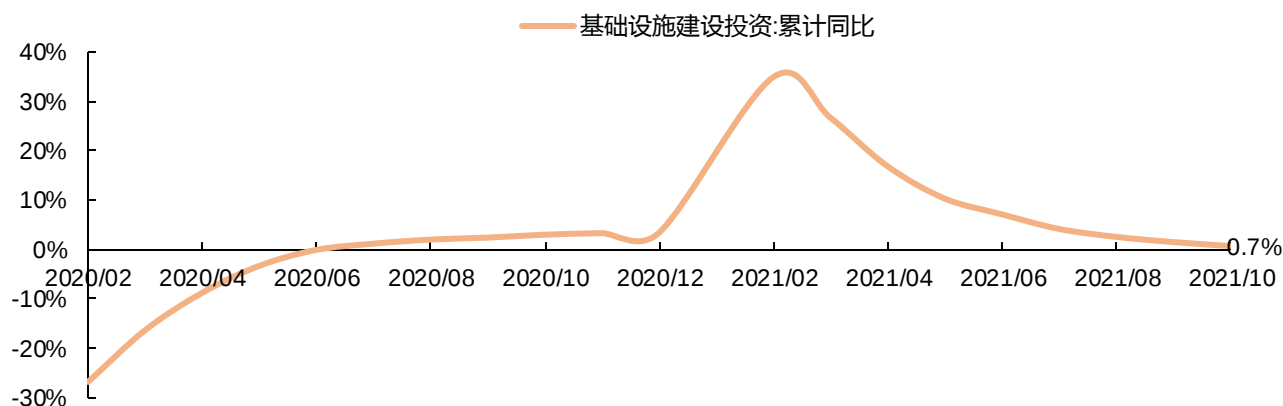
图表8 第二批集中供地流拍率大幅上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

基建方面，受专项债发行速度不及预期、优质储备项目不足等影响，年初以来基建投资表现低迷，前10月仅同比增长0.7%。

图表9 2021 年基建投资表现低迷



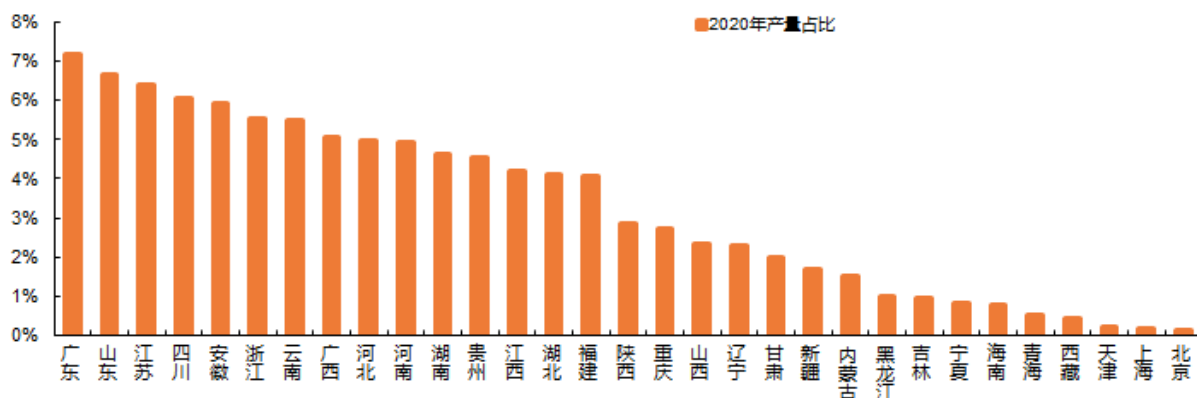
资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 水泥新增产能受限, 能耗双控加剧生产压力

近年中央严控水泥新增产能, 2021 年 7 月产能置换比例进一步提高。7 月工信部发文提高水泥项目产能置换比例, 将大气污染防治重点区域水泥项目由 1.5:1 调整至 2:1, 非大气污染防治重点区域由 1.25:1 调整至 1.5:1, 产能供给持续收缩。

能耗双控压力下, 9 月以来多地限电限产、制约水泥生产。2021 年 8 月发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》, 显示 19 省能耗强度降低进度目标为红色及橙色预警, 包括广西、广东、福建、云南、江苏、浙江、河南、安徽等水泥大省, 2020 年 19 省水泥产量合计占全国比重为 72.8%, 其中 9 个红色预警省份合计占比 34.0%。能耗双控压力下, 广西规定 9 月用电负荷不超过上半年平均月负荷 40%、水泥产量不超过上半年月产量 40%, 云南要求 9 月水泥产量较 8 月压降 80%以上, 广东、江苏、陕西、宁夏亦出台限电限产等能耗双控措施。

图表10 广东、山东、江苏等为水泥生产大省



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 各地限电限产政策一览

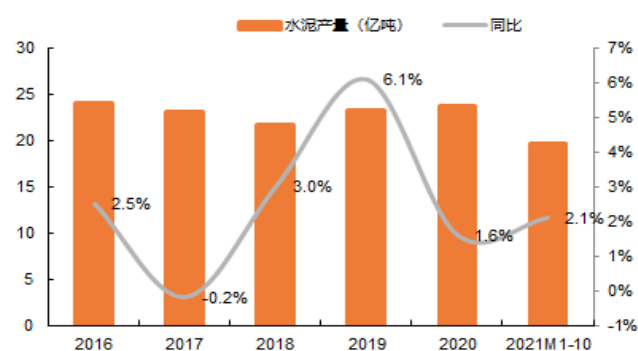
省份	时间	主要双控措施
广西	8-30	9 月份用电负荷，不超过上半年的平均月负荷的 40%。水泥行业 9 月份产量，不得超过 2021 年上半年平均月产量的 40%。
	10-3	未取得生产许可证的水泥熟料生产企业全部停止试产；各市水泥熟料生产实施总量控制的总原则，生产总量按协同处置的企业批复产能的 60%和其他批复产能的 50%。
广东	8-19	对能耗强度不降反升的地市，2021 年暂停“两高”项目节能审查（国家规划布局的重大项目除外）。切实采取有力措施，迅速扭转工作被动局面，确保完成今年能耗双控目标特别是能耗强度降低目标任务。
江苏	-	水泥协会副秘书长陈柏林指出，江苏自 9 月中上旬起限产 30%-50%，后逐渐加大力度。10 月 8-10 号水泥恢复生产，水泥价格暂稳
云南	9-11	9 月份水泥产量在 8 月产量基础上压减 80%以上，10-12 月全部水泥企业错峰生产时间不少于 40 天。
陕西	-	发布《关于报送确保完成能耗双控目标任务措施的函》《关于坚决遏制“两高”项目盲目发展确保完成“十四五”能耗双控目标任务的通知》确保完成年度能耗双控目标任务。榆林市对部分重点用能企业实施限产、停产等调控措施，调控时间为 2021 年 9 月-2021 年 12 月。
宁夏	8-18	全面分析研判重点行业和重点项目用能情况，按月发布能耗双控目标完成情况晴雨表，督促各地根据双控进度目标情况及时采取有效管控措施
辽宁	10-8	2021 年 10 月 9 日 8:00 起，对全省水泥行业企业实施有序用电措施，期间水泥熟料生产停止用电。有序用电时间预计不低于 15 天，结束时间另行通知。
四川	10-9	四川省水泥熟料生产线统一参加错峰生产，10 月份每条线错峰生产不少于 8 天。在此之前所欠错峰生产计划任务在 10 月份补齐
山西晋城	10 月	要求 4 家水泥熟料生产企业 2021 年 10 月 1-10 日停产 10 天,2021 年 11 月 15 日至 2022 年 3 月 15 日停产 121 天，合计 131 天。其他粉磨站和商砼等水泥制品企业 2022 年 1 月 25 日至 3 月 15 日停产 50 天，其余时段按照国家指南和重污染预警级别响应。

资料来源：Wind，广东电网，水泥网，数字水泥网，平安证券研究所

■ 能耗双控制约产量，水泥价格大幅上涨

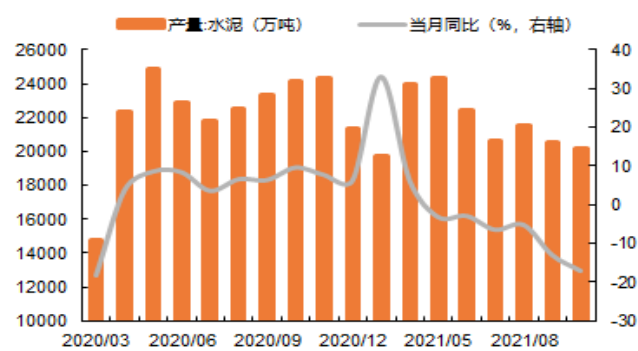
能耗双控背景下，九、十月全国水泥产量显著下滑。2021 年 9 月、10 月单月全国水泥产量分别同比降 13.0%、17.1%，降幅环比明显扩大；1-10 月全国水泥产量 19.7 亿吨，同比增 2.1%，增速较 2020 年全年上升 0.5pct。

图表12 2021 年前十月水泥产量同比增 2%



资料来源：Wind，平安证券研究所

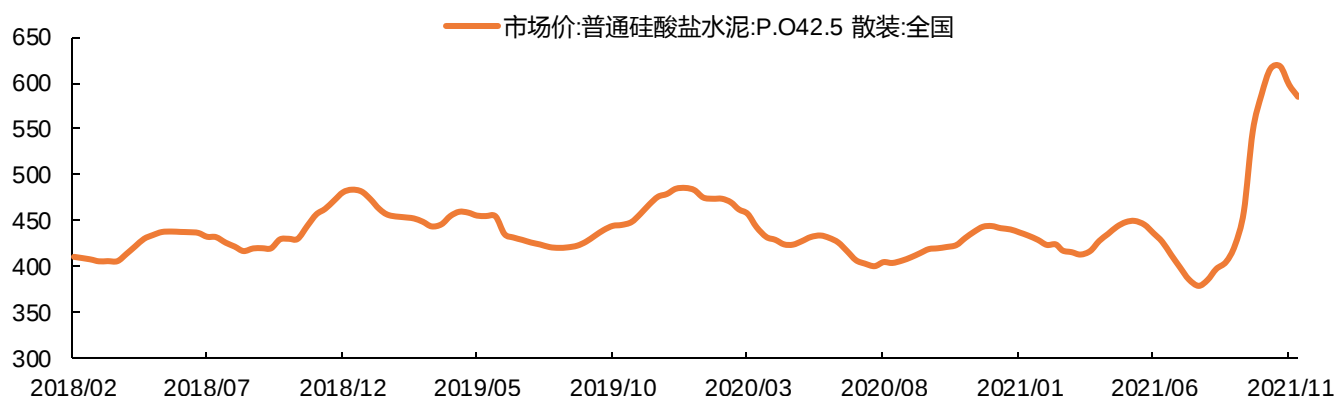
图表13 10 月单月全国水泥产量同比减 17.1%



资料来源：Wind，平安证券研究所

供需本三方因素推动水泥快速涨价，11 月以来有所回调。供给显著收缩，叠加九、十月传统施工旺季，以及煤炭大幅涨价，9 月以来全国水泥价格快速上涨。10 月 8 日国务院常务会议提出，要纠正有的地方一刀切停产限产或运动式减碳，反对不作为、乱作为，促使各地双控政策有所松动。供给增加而地产投资持续下行、叠加水泥价格高企抑制下游需求，导致 11 月以来水泥价格有所回落。但截至 11 月 20 日，普通硅酸盐水泥 P.O42.5 散装市场价仍达 585.7 元/吨，同比上涨 34%。

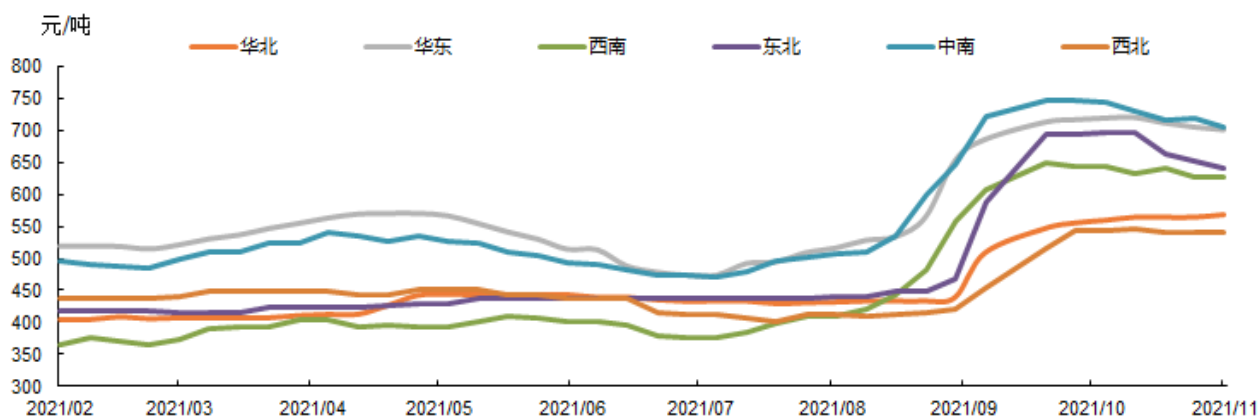
图表14 九月以来供需本三方因素推动水泥快速涨价（元/吨）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

分区域看，西南、东北、华北水泥涨幅居前，与限电限产力度相一致。截至 11 月 26 日，五大区域 42.5 级袋装普通水泥价格涨幅分别为西南 66%、东北 54%、华北 32%、中南 31%、华东 28%、西北 25%，区域涨幅与限电限产力度基本一致。

图表15 西南、东北、华北水泥涨幅居前



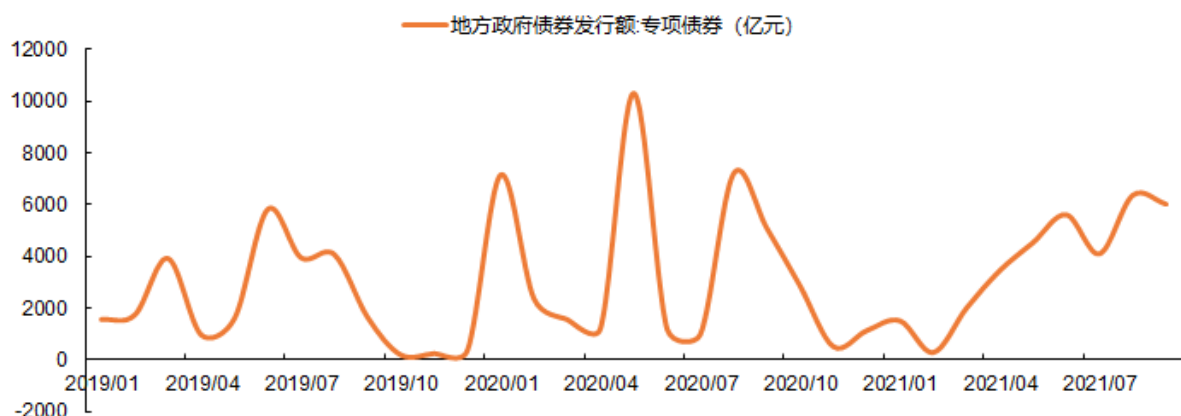
资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 量的维度：地产投资下滑或拖累 2022 年水泥整体需求

展望 2022 年，尽管逆周期调节下基建投资有望提速，但考虑地产投资下行压力更大，地方政府土地出让收入减少亦可能对基建投资形成掣肘，预计 2022 年水泥整体需求将弱于 2021 年。

一方面，财政发力下基建需求有望改善。政治局 7 月 30 日会议提出“积极的财政政策要提升政策效能”、“加快推进“十四五”规划重大工程项目建设”；10 月财政部在新闻发布会表示“2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕，持续发挥专项债券对地方经济社会发展的积极作用”。政治局 12 月 6 日会议提出“明年经济工作要稳字当头、稳中求进”、“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”。经济下行压力加大背景下，国家逆周期调节预期增强，预计 2021Q4 与 2022 年基建投资有望提速。

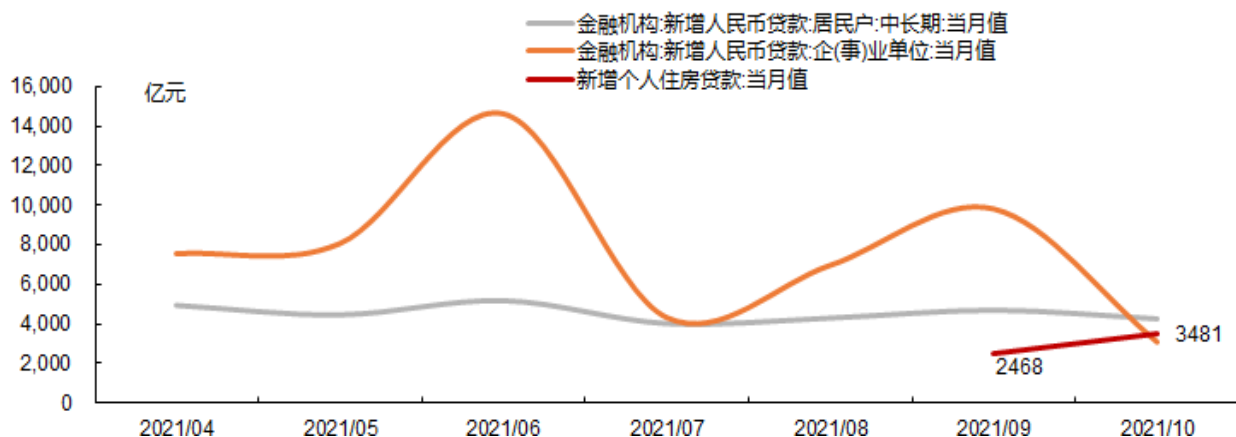
图表16 2021年下半年以来地方专项债发行提速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

另一方面, 2022 年地产投资增速或继续下行。尽管政策对于地产融资端表态趋于缓和, 但考虑当前资金环境仍然偏紧, 销售表现仍然低迷, 库存则逐步积累, 房企信用事件蔓延影响行业投资信心, 预计短期地产开工投资仍将承压, 土地市场热度亦难以恢复。平安证券地产团队预计中性条件下, 2022 年房地产投资同比下降 2.6%, 新开工同比降 12%。

图表17 10月个人按揭贷款环比上升, 但开发贷依旧低迷



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 价的维度: 水泥价格大跌概率不大, 盈利修复仍可期

展望 2022 年, 预计水泥价格大幅回落概率不大。考虑近期双限政策松动带动供给增加、地产投资继续承压、水泥价格高企一定程度抑制下游需求, 叠加煤炭价格回落打开水泥企业让利空间, 预计短期水泥价格或将承压。但考虑本轮水泥涨价受供给侧影响较大, 而水泥新增产能受限、财政发力下基建需求亦有望对冲地产下行压力, 预计水泥价格大幅回落概率不大。

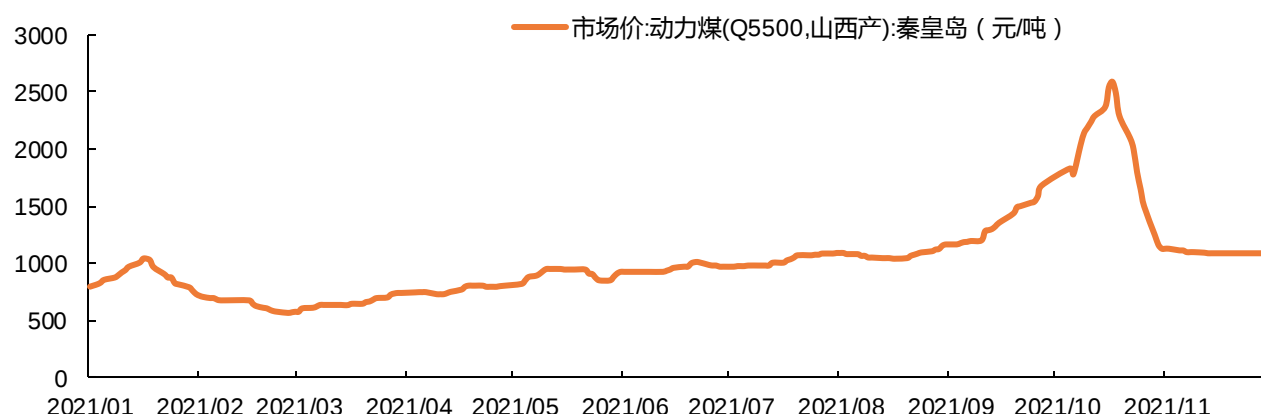
煤价大幅回落, 后续企业盈利端有望改善。受煤炭价格大幅上涨等冲击, 二三季度水泥企业业绩普遍承压。10月19日, 发改委组织召开专题座谈会, 研究依法对煤炭价格实施干预措施; 10月中下旬以来全国煤炭日均产量连续数日保持 1150 万吨以上, 较 9 月底增加近 110 万吨, 受此影响, 煤炭价格自 10 月 20 日以来快速回落至每吨千元左右。随着成本端压力逐步释放, 预计后续水泥企业盈利端或有所改善。

图表18 水泥价格与煤炭价格之差持续上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所 单位: 元/吨

图表19 煤炭价格自10月20日以来快速下跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

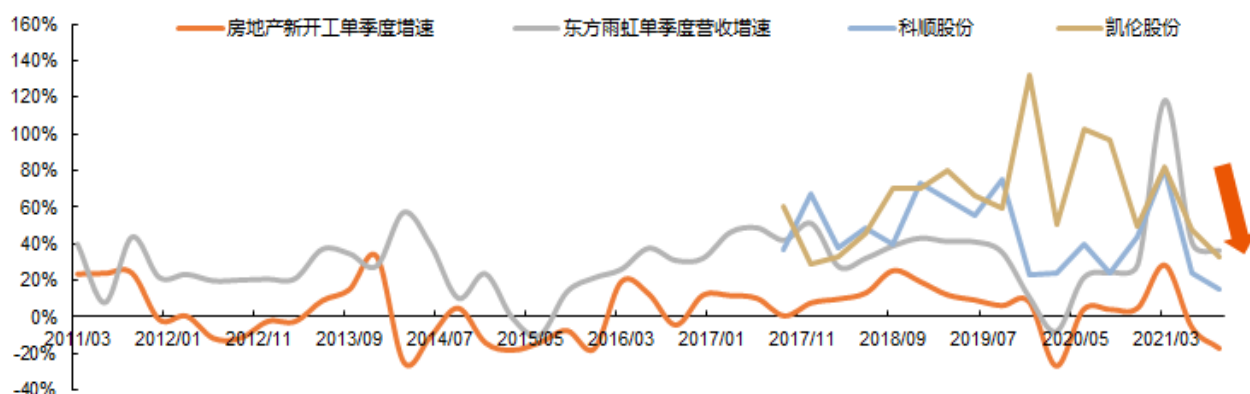
2.2 防水: 涨价对冲成本压力, 估值修复可期

■ 需求疲弱叠加成本高企, 防水企业业绩承压

2021年防水企业业绩普遍承压, 主要有三方面因素:

一是下游地产投资低迷影响防水需求, 二三季度防水企业营收增长放缓。防水材料下游应用以住宅和民用建筑为主、基建为辅。从历史走势看, 行业龙头东方雨虹单季度营收增速与房地产新开工单季度增速走势较为相近。2021年地产开工持续下行、基建表现疲弱, 导致防水企业收入增速逐步下行。

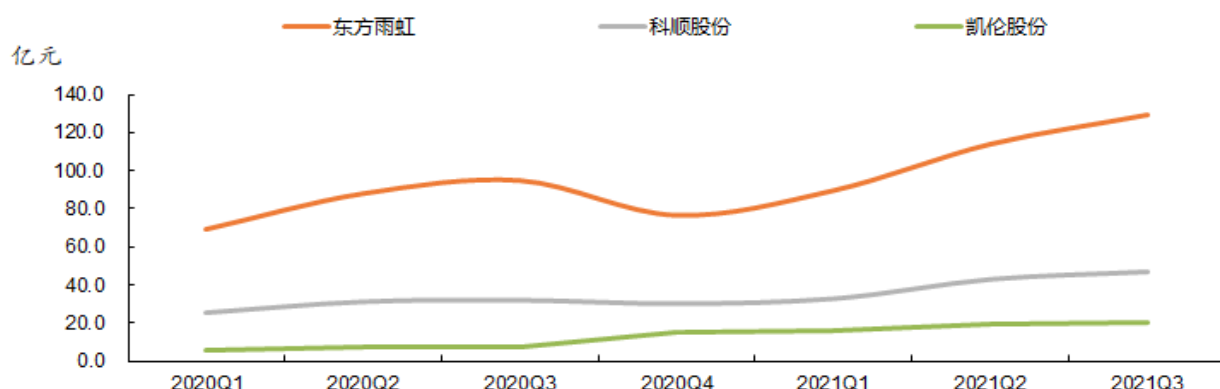
图表20 东方雨虹营收增速与房地产新开工增速走势相近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是房企信用违约事件频发, 防水企业坏账计提压力加大。防水企业通常会给予地产直销客户一定账期, 即到货验收后支付大部分货款, 剩余部分根据工程进度进行支付。随着恒大、蓝光、阳光城等多家大型房企爆发信用事件, 相关房企的防水业务供应商将面临坏账计提压力。

图表21 防水企业应收账款及票据情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

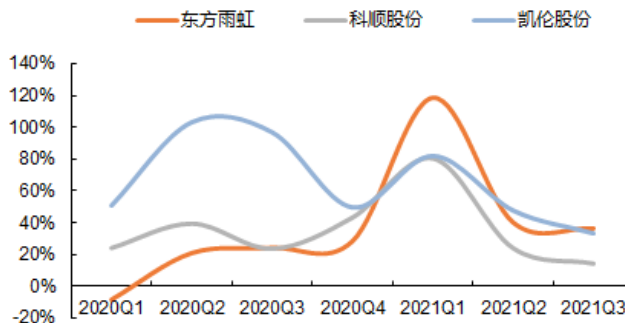
三是年初以来沥青价格大幅上涨, 防水生产成本压力骤增。防水企业销售方式包括直销与经销模式, 其中经销模式面向经销商, 防水企业议价能力强, 价格传导路径较为顺畅; 但直销客户群体的产品价格通常提前一段时间锁定, 导致年初以来沥青价格大幅上涨难以及时传导至下游直销客户。2021年二三季度东方雨虹、科顺股份等防水龙头毛利率普遍下行。

图表22 2021年沥青价格较2020年显著上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 2021年二三季度防水企业毛利率显著下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 涨价对冲成本压力, 估值修复可期

展望 2022 年, 防水产品涨价有望带来利润率逐步改善, 同时房企资金端压力缓和, 亦有望带来防水板块估值修复。

利润端: 成本大涨压力下防水企业陆续提价, 行业龙头东方雨虹年内已四次提价, 11 月 2 日东方雨虹民用建材发布调价通知函, 决定对全线产品价格进行上调, 预计涨价幅度在 10%-20%之间。成本方面, 随着全球经济复苏速度放缓、石油供给逐步增加等, 2022 年油价中枢有望企稳回落, 一定成本缓和防水成本端压力。

估值端: 下游地产困局冲击下, 当前防水板块估值已回调至较低水平。12 月 6 日中共中央政治局强调“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 促进房地产业健康发展和良性循环”, 同日央行全面降准, 预计 2022 年房企资金压力将有所缓和, 有望带来防水行业估值修复机会。

图表24 部分防水公司上调产品价格

公司	防水产品涨价情况
东方雨虹	11 月 15 日起刚性防水价格涨幅 7%~15%; 柔性防水涨幅 15%~20%; 瓷砖胶产品价格上涨 5~10%; 背胶产品价格上涨 5~10%; 加固剂产品价格上涨 15~25%
蓝海防水	11 月 8 日起改性沥青防水卷材上调 10%~15%; 水性涂料上调 15%~20%
上海尧帝	11 月 15 日起刚性防水价格涨幅 7%~15%; 柔性防水涨幅 15%~20%

资料来源: Wind, 腾讯网, 平安证券研究所

■ 防水提标大势所趋, 行业需求、集中度有望双升

成都、苏州陆续提高防水标准, 行业提标渐成趋势。防水属于典型的隐蔽性工程, 大量中小企业生产非标伪劣产品进行低价竞争, 因此行业规模尽管多达 2000 亿元左右, 但市场集中度仍低。2019 年住建部发布《建筑与市政工程防水通用规范》征求意见稿, 拟大幅提高行业防水标准。2021 年 5 月, 成都发文拟要求防水质保由 5 年提升至 10 年, 禁用热熔型 SBS 防水卷材、溶剂型建筑防水涂料; 6 月苏州亦发文要求轻质隔墙应采取整体防水措施。

防水提标有望带来行业需求、集中度双升。一方面防水标准提高将增加单位施工面积防水材料用量, 提振行业整体需求, 另一方面将促使大量低端、伪劣防水材料产能逐步退出, 加速行业集中度提升。

图表25 各地陆续出台政策文件提高防水行业标准

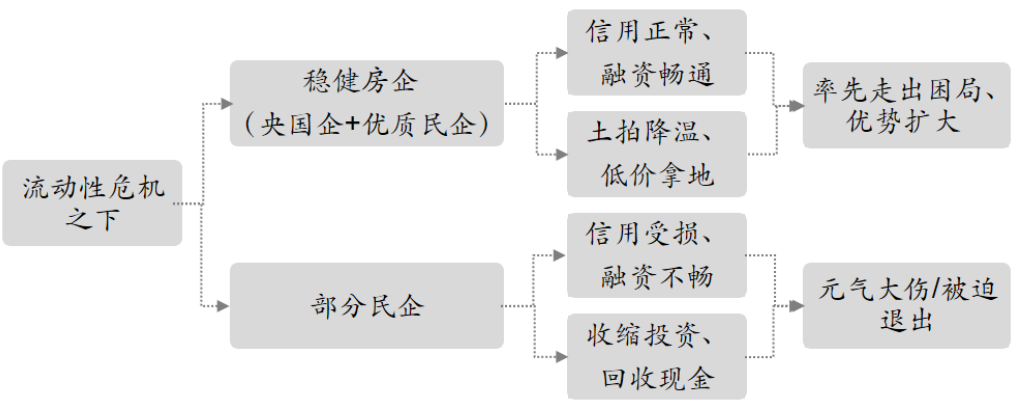
时间	部门/城市	文件	主要内容
2019-6	北京	《北京市禁止使用建筑材料目录（2018年版）》	焦油聚氨酯防水涂料、焦油型冷底子油等八种防水材料被禁止使用
2019-9	住建部	《建筑与市政工程防水通用规范》（征求意见稿）	对不同使用环境下的防水设计工作年限有明确要求，如屋面不低于20年、外墙不低于25年、室内工程不低于15年、地下工程不低于工程结构设计工作年限。
2021-5	成都	《成都市重点管控区域施工工地大气污染防治技术导则》、《关于提升新建商品住宅建设品质的技术规定（征求意见稿）》和《关于政府投资项目使用水性建筑涂料、高分子防水材料的通知》	防水质保由5年提升至10年，禁止使用热熔施工的SBS改性沥青类防水卷材及溶剂型建筑防水涂料、湿铺防水卷材的与水泥砂浆剥离强度无处理是必须大于等于2.0N/mm以及政府投资项目要求使用高分子卷材。
2021-6	苏州	《苏州市住宅品质提升设计指引（试行）》	住宅外墙应采取墙面整体防水措施；当住宅卫生间采用轻质隔墙（墙板）时，内墙面应采取整体防水措施；住宅阳台顶棚应设防水层

资料来源：各地官网，平安证券研究所

■ 地产行业格局迎来重塑，防水龙头产品、资金优势凸显

从下游房地产趋势看：1) 地产困局房企间分化加剧，央国企为代表的稳健房企相对受益。由于信用事件冲击，部分房企可能会信用受损、融资不畅，或被动出清或收缩投资下规模萎缩；央国企更能受益信贷端松动，把握土地市场降温带来的拿地机会。行业调整阶段或迎来新一轮洗牌，“劣币”出清后行业格局有望重塑。2) 央国企等稳健型的全国性房企更注重品牌形象，倾向于与大型防水企业合作，特别是供地新政下北京等热点城市愈发重视建筑品质问题，促使房企愈加重视防水等材料工程质量。3) 全国性房企亦普遍采用集采模式，汇总各地分公司项目材料需求集中采购，防水业务拓展空间更大。

图表26 流动性危机之下房企分化



资料来源：平安证券研究所

防水龙头兼具产品、资金、布局优势，更契合大型房企要求：一是科顺股份等大型防水企业产品质量佳，更契合稳健型的全国性房企建筑品质要求；二是大型房企集采普遍有一定账期且订单金额大，对防水企业资金要求实力高；三是大型房企多为全国化布局，同为全国化布局的防水龙头在供货、售后方面更具保障。值得一提的是，近期房企信用事件频发，导致产业链对民营房企担忧加剧，房企话语权减弱背景下，防水企业出于业务安全性考虑，势必提高项目质量与回款周期要求，产品议价能力亦可能有所增强。

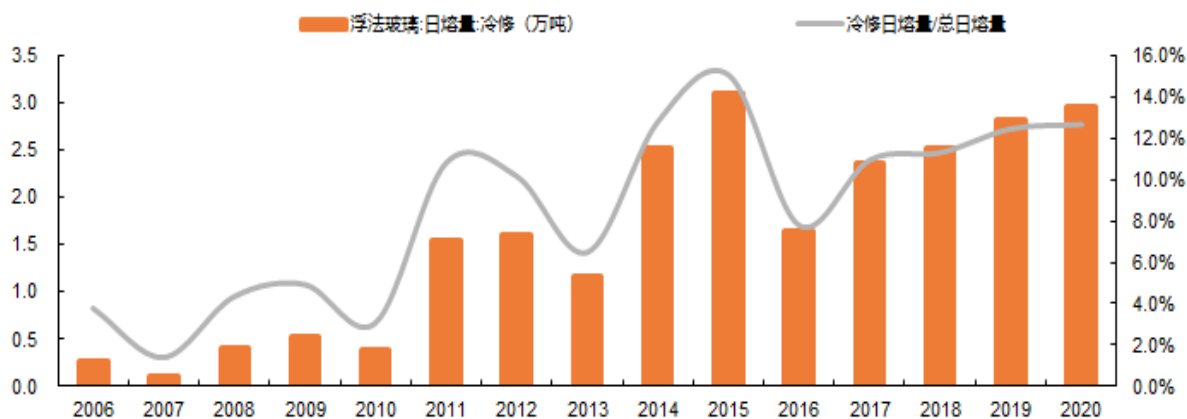
2.3 平板玻璃：盈利能力承压，竣工逻辑未完结

■ 政策严限玻璃新增产能，近年产能保持稳定

2016年以来，国家严格限制玻璃行业新增产能。2016年5月，国务院发文提出2020年底前严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2020年1月，工信部发文要求位于环境敏感区的平板玻璃建设项目，产能置换比例至少为1.25:1，已停产两年或三年内累计生产不超过一年的平板玻璃生产线不能用于产能置换；2021年7月工信部明确严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃项目。

行业进入冷修高峰期，亦对玻璃在产产能形成约束。浮法玻璃制造具有高温、连续、不间断的生产特性，玻璃熔窑寿命一般为8-10年，到期需进行冷修且复产成本较高，一旦开窑难以随时关停。2009-2014年玻璃生产线投产较多，推算2017-2024年玻璃行业将处于冷修高峰期。2016-2020年全国浮法玻璃冷修日熔量从1.65万吨升至2.96万吨，占玻璃总日熔量比重从7.8%升至12.7%。

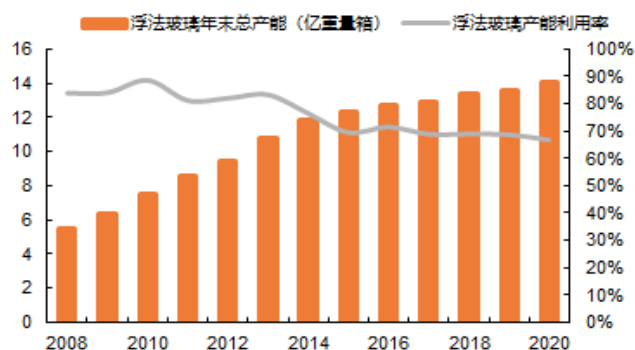
图表27 浮法玻璃冷修规模逐步提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

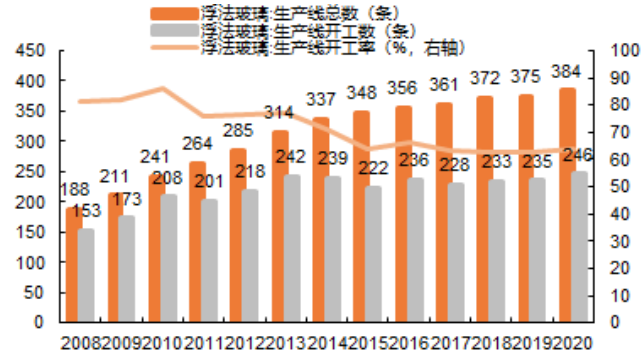
近年玻璃在产产能增幅不大、整体稳定。2015-2020年浮法玻璃总产能从12.33亿重量箱微增至14.02亿重量箱，在产产能从8.6亿重量箱微增至9.4亿重量箱，产能利用率从70%降至67%；生产线总数从348条增至384条，其中开工数从222条增至246条。

图表28 浮法玻璃产能变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表29 浮法玻璃生产线数量近年基本稳定

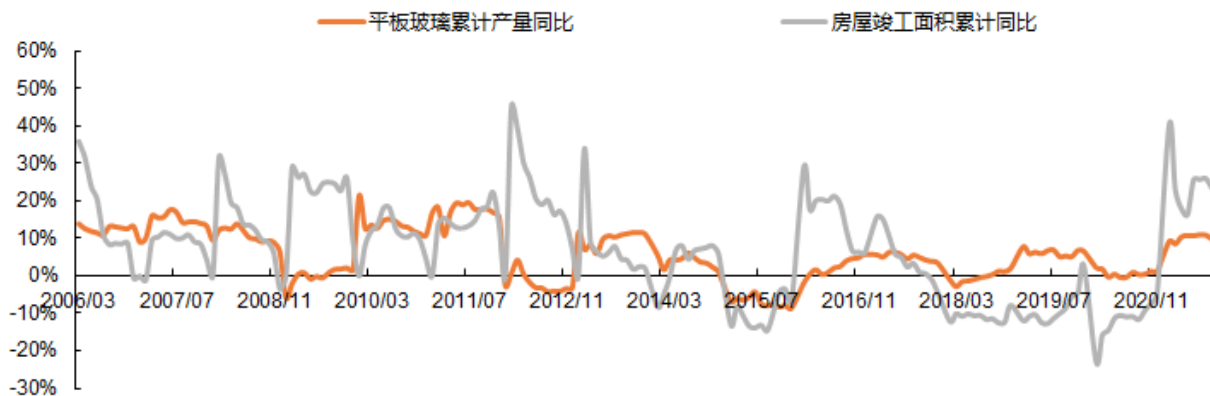


资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 地产竣工支撑玻璃需求，下半年资金压力下节奏放缓

下游地产竣工迎来高峰期，支撑平板玻璃需求。平板玻璃下游应用领域以地产为主，2017年以来全国期房销售远高于同期竣工，且剪刀撑持续扩大。按照2-3年的交付周期，前期销售期房将逐步步入到竣工周期，2021年1-10月全国房屋竣工面积5.7亿平，同比增长16.3%，增速较2020年全年提高21.3pct。

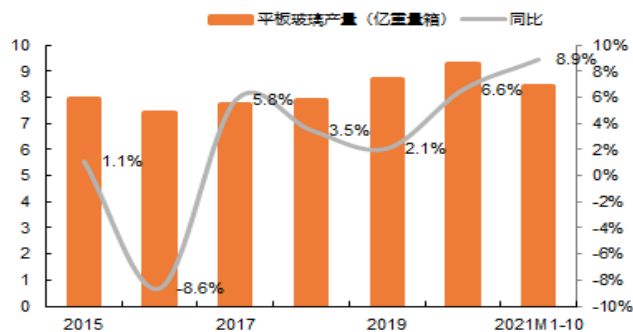
图表30 房地产竣工与平板玻璃产量走势相近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

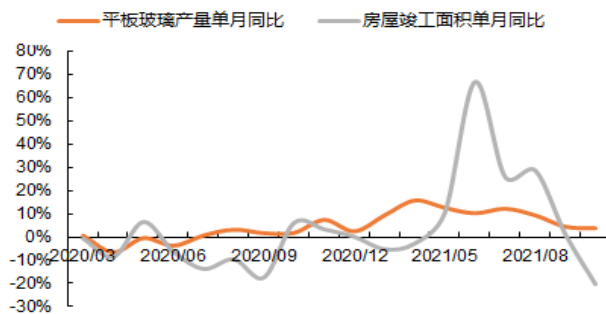
地产竣工支撑玻璃需求，但下半年房企资金压力制约需求释放。2021年1-10月全国平板玻璃产量8.4亿重量箱，同比增长8.9%，增速较2020年全年上升2.3pct。下半年地产资金环境偏紧、部分房企信用事件频发，对竣工节奏形成扰动（10月单月竣工同比降20.6%，增速环比降21.6pct），下游拿货节奏放缓，导致玻璃需求放缓。10月平板玻璃产量同比增长3.7%，增速连续3个月下滑。

图表31 2021年前十月平板玻璃产量较上年增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

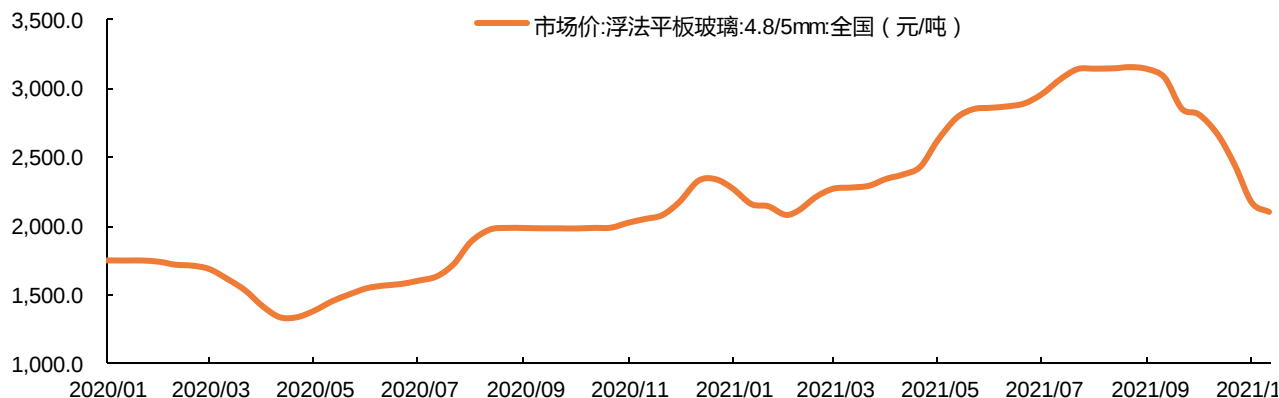
图表32 平板玻璃单月产量增速连续3个月下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

价格方面，前三季度平板玻璃价格屡创新高，九月以来持续回落。供给侧玻璃产能整体稳定，需求侧迎来地产竣工高峰期背景下，前三季度平板玻璃价格持续上涨，9月10日全国4.8/5mm浮法平板玻璃市场价一度攀升至3151.7元/吨，同比增长59%。随着下游地产资金端压力加大，玻璃库存持续累积，叠加期货价格大幅调整，玻璃价格显著回落，截至11月30日4.8/5mm浮法平板玻璃市场价回落至2103元/吨，同比上涨2%，较9月份高点回落33%。

图表33 9月以来平板玻璃价格持续回落

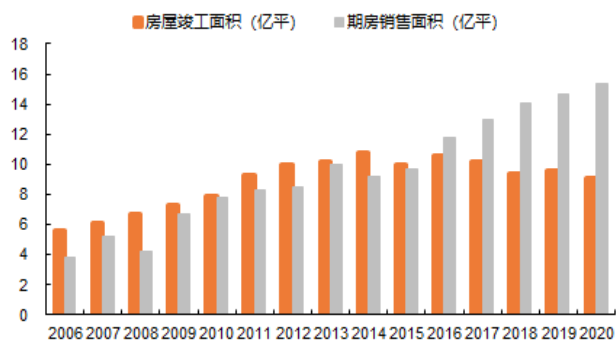


资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 短期玻璃需求仍然承压, 但竣工逻辑尚未完结

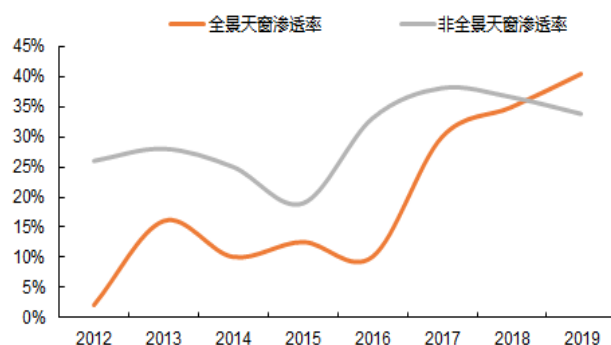
展望 2022 年, 玻璃需求短期仍然承压, 但竣工逻辑尚未完结, 重点关注地产资金端变化。考虑地产政策存在时滞、市场信心恢复仍需时间, 短期竣工与玻璃需求仍然承压; 但若后续地产资金端出现明显改善, 交房高峰期压力下, 预计竣工修复速度将快于开工; 叠加下半年以来积压玻璃需求逐步释放、老旧小区改造加速、购房者对采光要求提高, 来自地产端的玻璃需求或维持高位; 此外全景天幕等技术普及亦有望增加车用平板玻璃需求。

图表34 2016年以来期房销售与竣工面积剪刀差扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

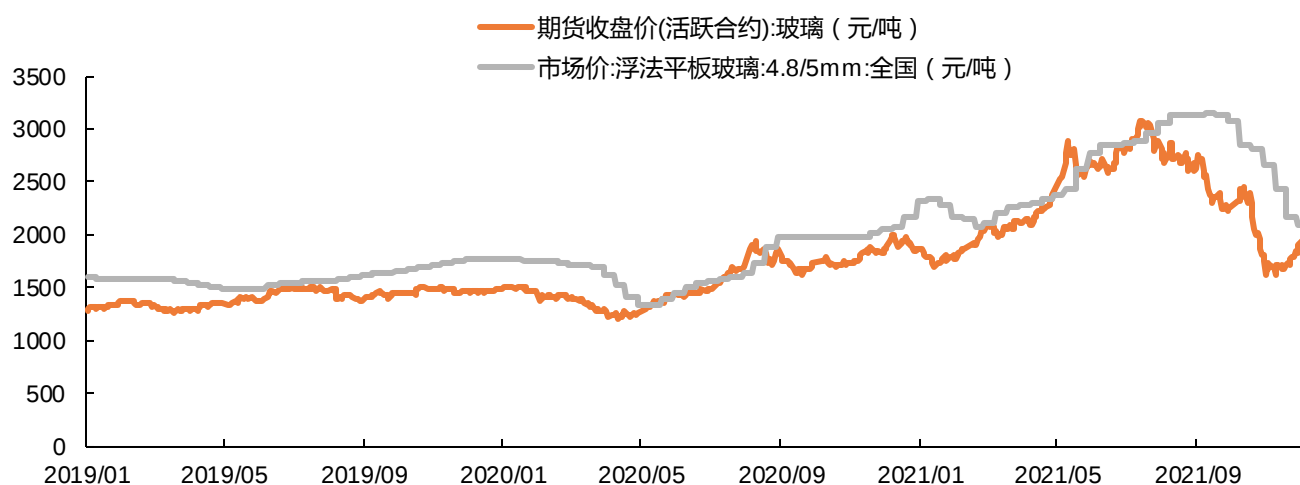
图表35 2012-2019 年汽车全景天窗渗透率从 2% 升至 41%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

玻璃价格短期同样承压, 后续关注竣工修复节奏。考虑玻璃供给端变动不大, 价格主导因素为需求侧, 库存累积下短期价格仍存下行压力; 但若后续房企竣工回归正轨、下半年以来积压玻璃需求释放, 玻璃价格将具备有力支撑, 不排除小幅反弹的可能。实际上, 玻璃期货收盘价自 11 月下旬以来已有所反弹。

图表36 11月下旬以来玻璃期货价格有所反弹

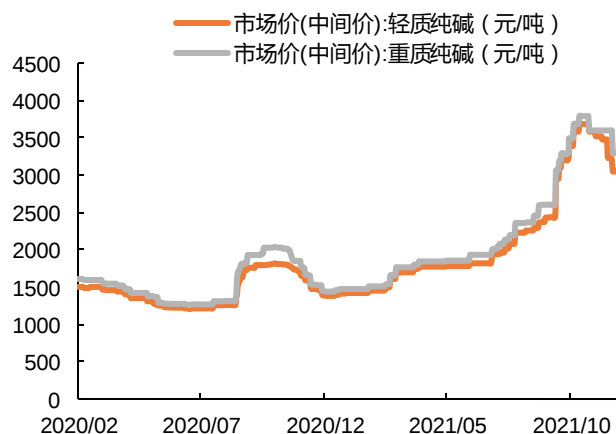


资料来源: Wind, 平安证券研究所

■ 成本端压力增大，玻璃利润率或将回落

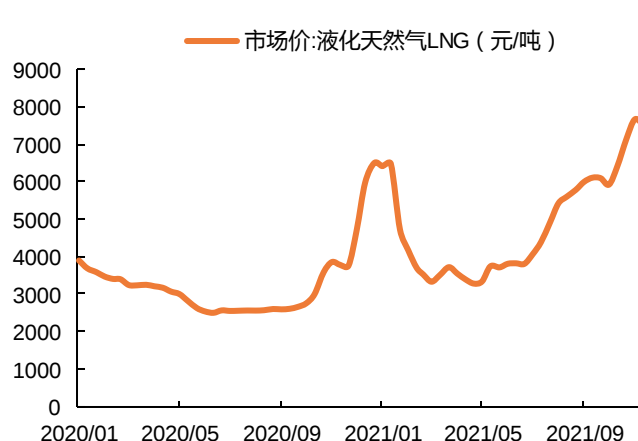
成本方面，纯碱、天然气等价格明显上涨，制约玻璃企业利润率。从浮法玻璃成本结构看，占比高且弹性较大的项目为石油化工类，纯碱占 20%-30%，燃料占 30%-40%，其中燃料以天然气居多。受供给不足、经济修复、冷冬预期等影响，2021 年下半年以来天然气价格持续上涨；纯碱作为高耗能行业亦受产能约束，下半年以来价格亦明显上涨。

图表37 下半年以来纯碱价格明显上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

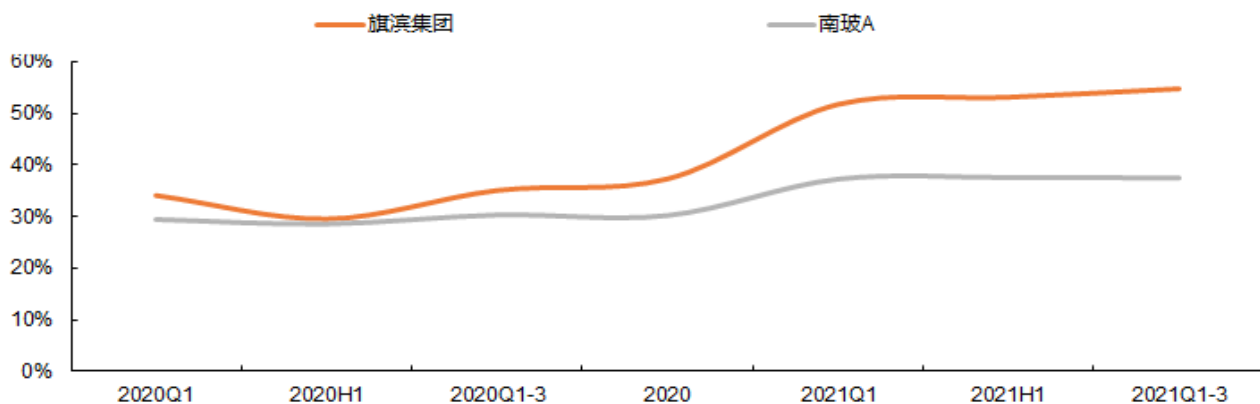
图表38 下半年以来天然气价格持续上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

玻璃价格中枢回落，叠加成本端涨价，预计 2022 年玻璃利润率将有所回落。受玻璃大幅涨价带动，2021 年前三季度行业龙头旗滨集团、南玻 A 销售毛利率分别高达 55%、38%，同比提高 20pct、7pct。考虑 9 月以来玻璃价格回落，成本端尽管玻璃企业会通过长协锁定价格，但原材料价格大幅上涨势必导致成本端承压，预计 2022 年玻璃企业利润率将有所回落。

图表39 2021年旗滨、南玻毛利率大幅提高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、“碳中和”：光伏玻璃高成长可期，节能玻璃空间广阔

“碳中和”、“碳达峰”目标在限制水泥与平板玻璃等传统行业新增产能、支持防水行业提标的同时，亦给建材行业发展带来更多机遇，一方面，国内发展低碳环保的绿色建筑乃大势所趋，Low-E等节能建筑玻璃应用空间广阔，未来渗透率有望逐步提升；另一方面，光伏发电作为能源结构改革和能源替代的重要方向，2022年随着硅料价格回落、光伏装机需求向好，对光伏玻璃量价形成支撑，长期看光伏终端需求持续成长确定性提升，叠加双玻组件渗透率提高，光伏玻璃将充分受益。

3.1 光伏玻璃：光伏需求放量无忧，“碳中和”下高成长可期

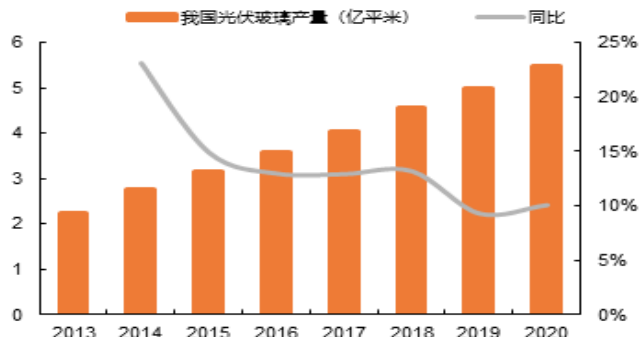
受益光伏产业快速发展，我国光伏玻璃产量持续增长。光伏玻璃亦称“光电玻璃”，指应用在太阳能光伏组件上的玻璃，具有保护电池片和透光的重要价值。光伏玻璃作为光伏组件不可或缺的材料，需求端与光伏组件的装机量密切相关。随着光伏发电技术不断成熟，光伏平价上网逐渐成为现实，推动光伏产业快速发展。截至2020年底，中国光伏发电累计并网装机量253GW，远超“十三五”规划105GW目标。受光伏组件装机量带动，2013-2020年，我国光伏玻璃产量从2.2亿平米升至5.5亿平米，CAGR达13.7%。

图表40 历年国内光伏新增装机规模



资料来源: 国家能源局, 平安证券研究所

图表41 历年国内光伏玻璃产量

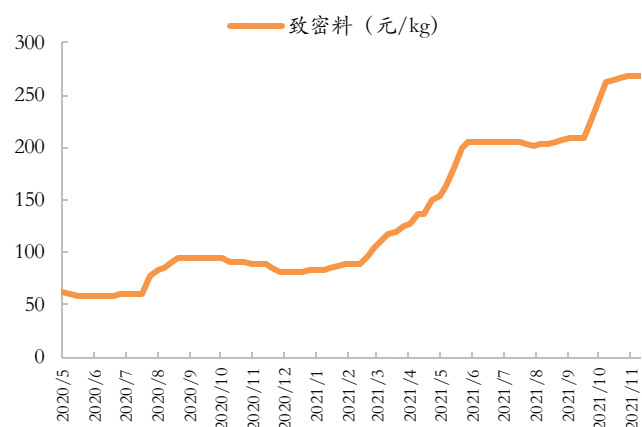


资料来源: 光伏测试网、中商产业研究院, 平安证券研究所

光伏玻璃价格自一季度以来回落，近期略有回升。2021年一季度以来光伏玻璃价格显著回落，3.2mm玻璃价格一度跌至22元/平米；尽管9月以来价格有所反弹，但仍处低位。光伏玻璃价格下跌主要因上游硅料价格大幅上涨抑制组件厂开工率、

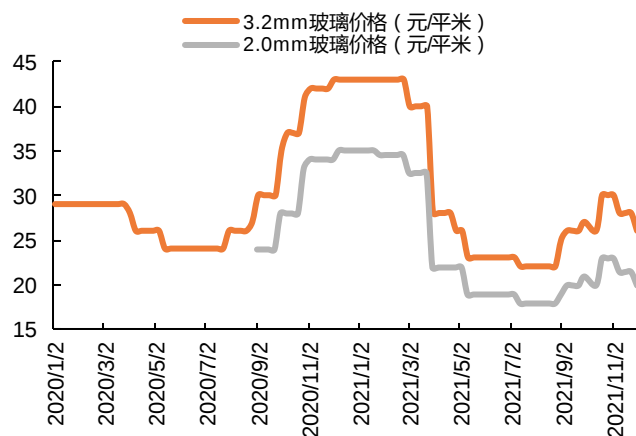
装机节奏明显放缓，同时光伏玻璃产能快速释放，导致二三季度行业供需处于偏宽松状态。

图表42 2021年以来多晶硅价格快速上涨



资料来源: PV Infolink, 平安证券研究所

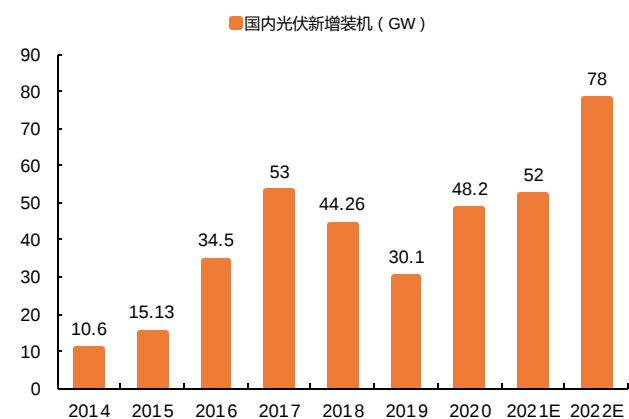
图表43 光伏玻璃价格自2021Q1以来明显回落



资料来源: 光伏测试网、中商产业研究院, 平安证券研究所

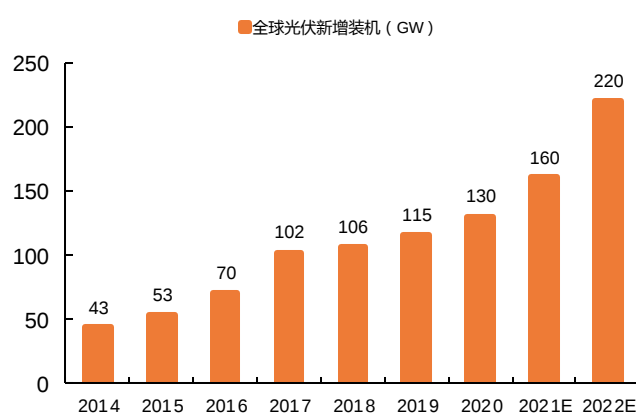
随着硅料组件价格下行，2022 年光伏装机需求向好，对光伏玻璃量价形成支撑。考虑 2021 年四季度以来主要新建硅料产能逐步释放，上游原材料高价格对光伏装机需求的压制因素逐步缓解，预计光伏装机需求向好。根据平安证券电力设备团队预计，2021-2022 年国内光伏新增装机约 52GW、78GW，全球光伏新增装机约 160GW、220GW。随着组件价格的下降，预计 2023 年全球及国内光伏新增装机有望实现 20%及以上的增速。

图表44 国内光伏新增装机预测 (GW)



资料来源: CPIA, 平安证券研究所

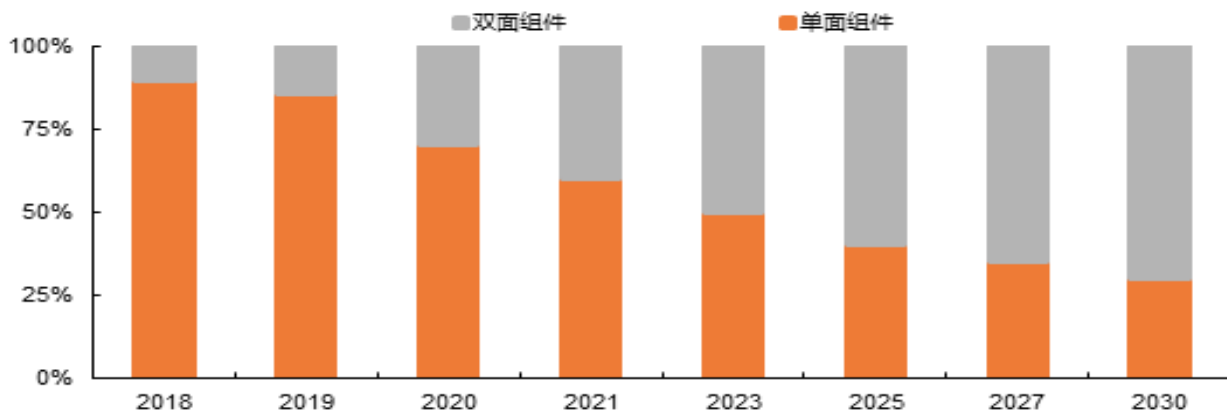
图表45 全球光伏新增装机预测 (GW)



资料来源: CPIA, 平安证券研究所

中长期看，“碳中和”下光伏终端需求成长更具确定性，叠加双玻组件渗透率提升，光伏玻璃亦将充分受益。碳中和”大背景下，光伏发电作为能源结构改革和能源替代的重要方向，光伏终端需求持续成长确定性进一步提升。同时，性能更加优越的双玻组件逐步替代单玻光伏组件，亦将带动光伏玻璃需求持续增长。根据中国光伏行业协会的统计，2018 年双玻组件的市场占有率仅为 10%，2020 年的双玻渗透率已上升为 29.7%，预计 2023 年占比将进一步提升至 50%。

图表46 双面组件渗透率将快速提升



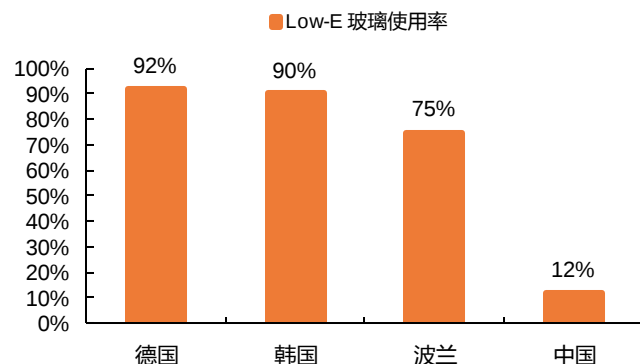
资料来源：中国光伏行业协会，平安证券研究所

3.2 节能建筑玻璃：门窗耗能不容小觑，“碳中和”或加速推广

国内建筑能耗水平高，Low-E 玻璃使用率低。我国建筑能耗约占全国总能耗三分之一以上，建筑单位能耗水平约为欧洲 4 倍、美国 3 倍。节能建筑玻璃是以玻璃原片为基材，采用物理方法、化学方法及其组合对玻璃进行再加工，制成具有新的结构、功能或形态和高附加值的玻璃制品，具有美观、安全、节能等优点，主要应用于建筑门窗、玻璃幕墙等领域，可以有效降低建筑物能耗；根据制成工艺主要分为镀膜玻璃、中空玻璃、夹层玻璃等，镀膜玻璃中应用最广泛的为 Low-E 玻璃。据《我国 Low-E 节能玻璃推广应用现状分析》张萌、陈旭等测算，按全国每年新安装门窗 4 亿平米估算，若都采用 Low-E 玻璃，相比普通中空玻璃窗，每年可节能 870 万吨标煤、减少 NOX 和 SO2 排放 8 万吨、减少温室气体 CO2 排放 2100 万吨，16 个月的节能量相当于我国浮法玻璃行业 1 年总能耗量。据张萌、陈旭等估计，节能玻璃在欧美发达国家普及率已超过 80%，远高于国内（约 12%）。

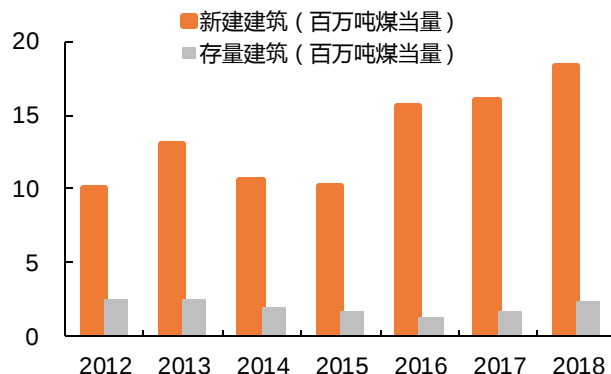
“碳中和”目标下政策有望继续支持，未来节能玻璃市场潜力巨大。为实现“碳达峰”、“碳中和”目标，降低建筑能耗和碳排放量，大力发展绿色建筑刻不容缓。住建部、工信部早在 2015 年《促进绿色建材生产和应用行动方案》中就提出大力推广节能门窗；2016 年国务院办公厅在《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中，亦提出推广应用低辐射镀膜（Low-E）玻璃板材、真（中）空玻璃等。2021 年 10 月住建部出台《建筑节能与可再生能源利用通用规范》，提出新建建筑群及建筑的总体规划应为可再生能源利用创造条件，建设项目可行性研究报告、建设方案和初步设计文件应包含建筑能耗、可再生能源利用及建筑碳排放分析报告。随着国家相关法规陆续出台和监管不断趋严、消费者对节能环保重视程度不断提高，未来节能玻璃在建筑领域渗透率有望不断提升，除公共建筑、民用住宅新建项目之外，庞大的存量建筑节能改造、二次装修亦存在大量需求，未来节能玻璃市场空间不容小觑。

图表47 我国 Low-E 玻璃使用率远低于德国、韩国与波兰



资料来源：《我国 Low-E 节能玻璃推广应用现状分析》，平安证券研究所

图表48 近年来我国建筑节能规模明显增加



资料来源：华经情报网，平安证券研究所

四、投资建议与风险提示

4.1 投资建议

2021 年受到地产信用事件拖累，下半年各建材子行业不同程度回调，展望 2022 年，地产政策端持续转暖，房企资金端缓和有望带来地产产业链估值修复，同时中长期“双碳”目标下绿色新材料发展前景可期，维持行业“强于大市”评级，沿用此前分析，建议关注两条主线：

第一条主线是关注地产产业链估值、盈利修复机会：水泥板块尽管地产投资下行压力大，但财政压力下基建有望托底，叠加煤炭价格回落带来利润率改善，建议关注业绩稳健、低估值的水泥龙头，如海螺水泥。防水需求同样受下游地产拖累，但防水龙头陆续涨价缓解成本压力，房企资金环境改善亦有望带来防水行业需求与估值修复，中长期看防水亦是“大行业、小格局”的优质赛道，建议关注具备提价能力、低估值的防水龙头，如科顺股份；平板玻璃与地产竣工密切相关，短期竣工压力犹存，但随着房地产政策持续修复，房企资金端压力逐步缓和，竣工修复节奏将快于开工投资，且竣工高峰逻辑尚未完结。

第二条主线是关注“碳中和”下绿色建材行业机会：“碳中和”目标下发展低碳环保的绿色建筑乃大势所趋，Low-E 等节能建筑玻璃应用空间广阔，未来渗透率有望逐步提升，建议关注平板玻璃龙头旗滨集团；光伏发电作为能源结构改革和能源替代的重要方向，2022 年随着硅料价格回落、光伏装机需求向好，对光伏玻璃量价形成支撑，长期看光伏终端需求持续成长确定性高，叠加双玻渗透率提高，光伏玻璃将充分受益，建议关注光伏玻璃龙头福莱特。

短期考虑地产政策持续修复，建议关注地产产业链估值修复机会，长期来看，建议关注提标机遇下的防水板块，以及“双碳”目标下光伏玻璃、节能玻璃等新材料投资机会。

4.2 风险提示

1、基建、房地产投资低于预期，影响建材行业需求：地产基本面承压背景下，若后续政策支持力度过小或出台时间过于滞后，将影响地产投资、开工与竣工修复水平与速度，既而影响水泥、防水、玻璃需求规模与价格表现；基建投资同理，若未能及时发挥稳经济作用，亦可能导致水泥等建材需求释放不及预期。

2、原材料、燃料价格继续上涨，制约行业利润率：若后续煤炭、石油化工、天然气等原材料及燃料价格继续上涨，将对水泥与防水产品涨价，导致水泥、防水、玻璃企业利润率进一步承压。

3、应收账款回收不及时与坏账计提风险：若后续地产资金环境与房企违约情况未出现明显好转，将导致防水等消费建材行

业出现应收账款回收不及时、坏账计提压力增大的风险，拖累防水企业等业绩表现。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新