



地产竣工有望加速回暖，看好后周期建材配置价值

建材行业2023年中期投资策略

姓名 张绪成（分析师）

证书编号：S0790520020003

邮箱：zhangxucheng@kysec.cn

2023年5月10日

核心观点

1. 行情回顾：2022年建材板块业绩承压，消费建材率先进入复苏通道

受疫情反复、房企资金承压、经济增速趋缓等因素的影响，2022年地产需求减弱，建材板块业绩整体承压。2023Q1建材板块业绩走势分化，分板块来看，消费建材板块业绩率先回暖，主要受益于企业渠道转型，零售业务表现亮眼所致；2022年玻璃板块营收同比+13.81%，归母净利润降幅收窄8.28pct，主要原因是企业大力拓展具有成长属性的光伏玻璃业务，新业务已逐步进入放量周期。

2. 下游需求：地产竣工有望加速回暖，基建落地或将加快

房地产行业：（1）短期来看，在房企资金承压以及销售尚未持续回暖的情况下，地产投资、开工端企稳回暖仍需时间，竣工端成为地产稳增长的重要抓手；2023年是保交楼的关键节点，随着各地政府加速推进保交楼工作，资金有望加速落地，竣工增速有望延续高速增长的态势；（2）中长期来看，地产投资属性或将持续弱化，叠加经济增速趋缓、人口结构变化等宏观因素的影响，地产行业或将进入存量时代。基建行业：2023年基建投资增速或将呈现“前高后低”的趋势，基建投资对建材需求的拉动主要体现在实物工作量中，观察两个数据指标，我们认为2023年基建落地量显著好于2022年，对建材需求的拉动作用有望延续。

3. 建材行业：玻璃基本面加速回暖，消费建材仍具备长期配置价值

基于行业基本面分析，我们认为短期逻辑竣工端好于开工端，长期逻辑C端好于B端，对应建材子板块投资策略：短期玻璃基本面有望加速回暖，中长期消费建材仍具备配置价值：（1）玻璃：展望2023Q2，4-5月是传统需求旺季，在保交楼政策催化下，2023Q2玻璃需求有望延续回暖趋势，价格和盈利有望同步回暖；展望2023年下半年，纯碱新增产能或将逐步落地，重质纯碱供给端有望趋于宽松，玻璃成本压力有望加速释放，盈利弹性可期。但考虑中小厂商复产决策主要取决于盈利情况，需持续关注下半年玻璃厂商复产节奏以及需求弹性，受益标的：信义玻璃、旗滨集团。（2）消费建材：短期来看，消费建材企业业绩弹性亟待释放；中长期来看，零售业务成长动力充足，且市占率提升的逻辑正逐步兑现，消费建材仍具备长期配置价值。受益标的：东方雨虹、三棵树、伟星新材、坚朗五金、北新建材。

4. 风险提示：经济增速下行风险；疫情反复风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

目录

CONTENTS

- 1 行情回顾：2022年板块业绩承压，消费建材率先进入复苏通道
- 2 下游需求：地产竣工有望加速回暖，基建实物量落地或将加快
- 3 建材行业：玻璃基本面加速回暖，消费建材具备长期配置价值
- 4 重点推荐公司盈利预测与估值
- 5 风险提示

1.1 2022年建材板块业绩整体承压，消费建材率先进入复苏通道

2022年建材板块业绩整体承压。受疫情反复、房企资金承压、经济增速趋缓等因素的影响，2022年地产需求减弱，建材板块业绩整体承压，2022年建材板块营业收入同比-12.24%，归母净利润同比-45.93%，毛利率同比-6.23pct，费用率同比+0.79pct，净利率同比-4.26pct。

消费建材渠道转型成效显著，率先进入复苏通道。2023Q1建材板块营收同比+1.15%，归母净利润同比-63.56%。分板块来看，消费建材板块业绩率先回暖，营收同比+5.05%，归母净利润同比+26.87%，主要受益于企业渠道转型，零售业务表现亮眼所致；2022年玻璃板块营收同比+13.81%，归母净利润降幅收窄8.28pct，主要原因：企业大力拓展具有成长属性的光伏玻璃业务，新业务已逐步进入放量周期。

表1：2022年建材板块业绩整体承压

建材细分行业	2022年				
	营业收入YOY	归母净利润YOY	毛利率	费用率	净利率
水泥	-17.41%	-58.40%	-2.19	1.16	-1.84
玻璃	13.81%	-39.72%	-16.10	-2.45	-7.81
玻璃纤维	5.26%	7.12%	-6.55	-2.38	0.39
消费建材	-4.61%	-26.64%	-2.19	1.16	-1.84
合计	-12.24%	-45.93%	-6.23	0.79	-4.26

数据来源：Wind、开源证券研究所

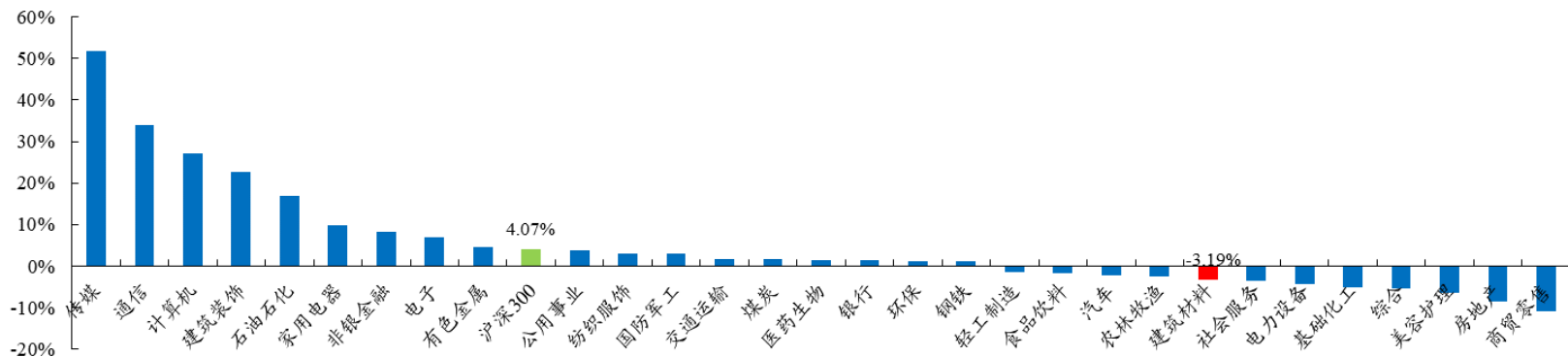
表2：消费建材率先进入复苏通道

建材细分行业	2023Q1				
	营业收入YOY	归母净利润YOY	毛利率	费用率	净利率
水泥	-0.86%	-87.21%	-8.31	0.42	-6.10
玻璃	26.85%	-42.67%	-7.82	-1.50	-6.51
玻璃纤维	-18.45%	-49.53%	-9.61	1.04	-9.54
消费建材	5.05%	26.87%	0.76	-0.04	0.96
合计	1.15%	-63.56%	-7.06	0.18	-5.42

数据来源：Wind、开源证券研究所

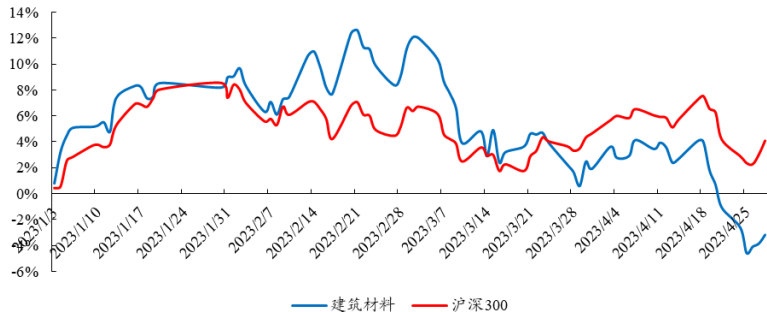
注：毛利率、费用率、净利率对应的表格数据为同比变动量，单位为pct

图1：2023年1-4月建材板块跑输沪深300指数7.26pct



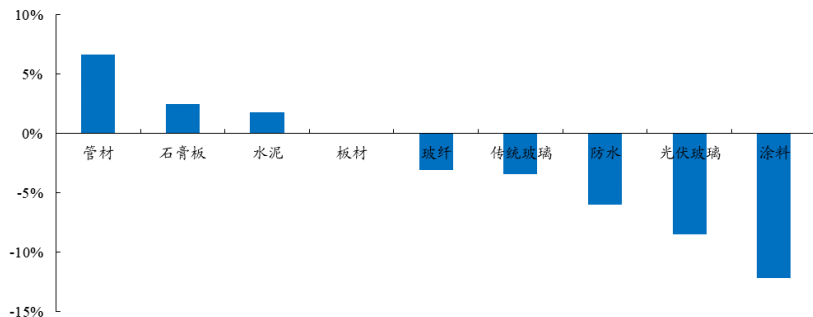
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：自2023年3月底建材板块走势弱于沪深300指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

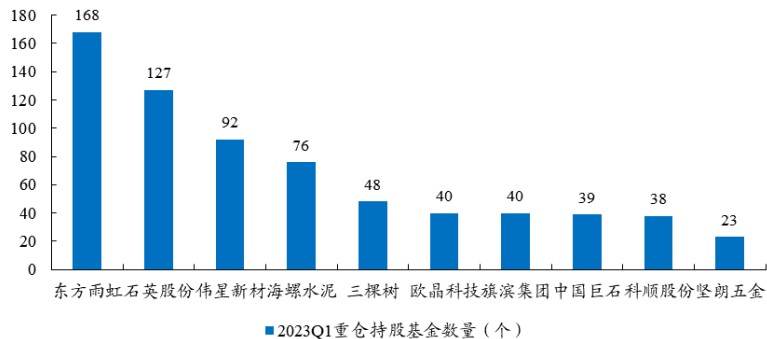
图3：在建材子行业中，2023年1-4月管材股份表现较亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

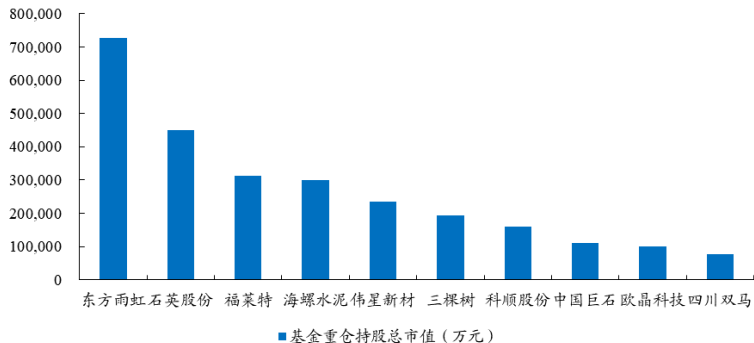
2023Q1基金重仓个股仍以龙头为主，重点增持与新能源相关的个股

图4：2023Q1基金重仓个股仍以建材龙头为主



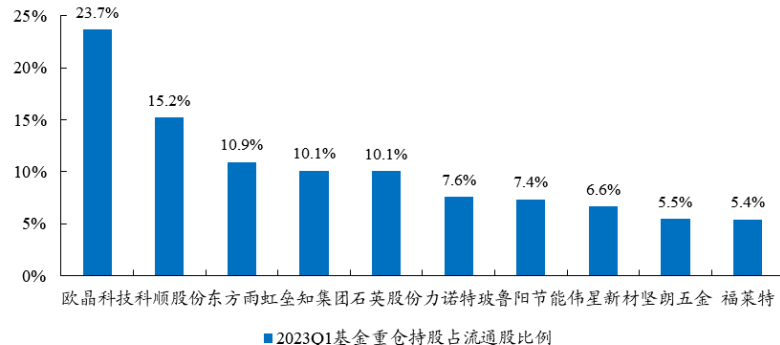
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023Q1基金重仓持股总市值最高的是东方雨虹



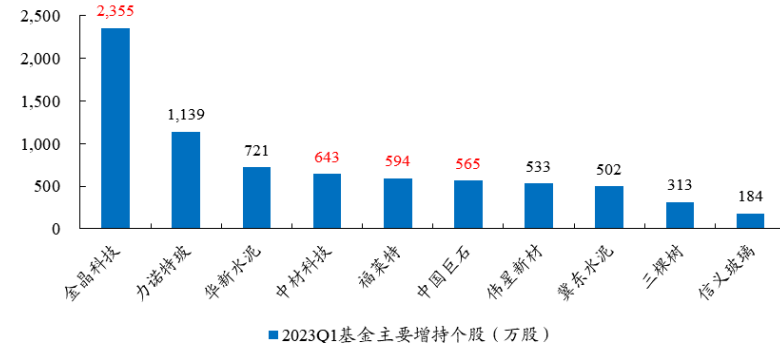
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023Q1基金重仓持股占流通股比例最高的是欧晶科技



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023Q1基金主要增持与新能源相关的个股



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

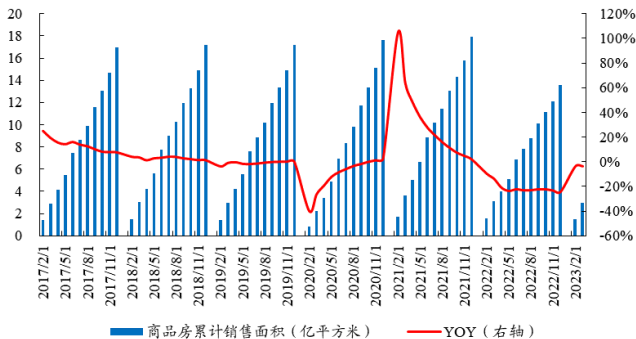
- 1 行情回顾：2022年板块业绩承压，消费建材率先进入复苏通道
- 2 下游需求：地产竣工有望加速回暖，基建实物量落地或将加快
- 3 建材行业：玻璃基本面加速回暖，消费建材具备长期配置价值
- 4 重点推荐公司盈利预测与估值
- 5 风险提示

2.1 2023Q1地产销售阶段性回暖，一线城市成交韧性较强

刚需刚改加速释放，2023Q1地产销售阶段性回暖。受益于疫情管控宽松以及激励政策加速落地，地产刚需刚改需求加速释放，2023Q1全国商品房销售面积同比-3.5%，降幅较2022Q4显著收窄26.37pct，地产销售阶段性回暖。

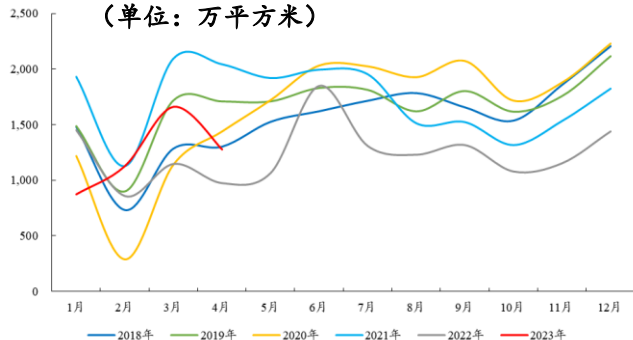
地产销售增长动能减弱，一线城市成交韧性较强。4月20日央行强调“既支持房地产市场面临较大困难的城市用足用好政策工具箱，又要求房价出现趋势性上涨苗头的城市及时退出支持政策”，地产投资属性或将持续弱化，叠加经济增速趋缓、人口结构变化等宏观因素的影响，地产销售增长动能或将减弱。由于2022Q2受疫情管控影响的低基数效应，2023年4月30大中城市销售面积同比+31%，但环比3月回落23%；其中一线城市成交韧性较强，二三线城市显著回落。

图8：2023年2-3月地产销售阶段性回暖



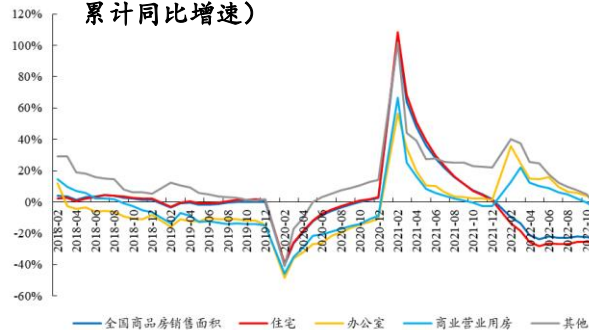
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023年4月30大中城市商品房成交面积环比回落（单位：万平方米）



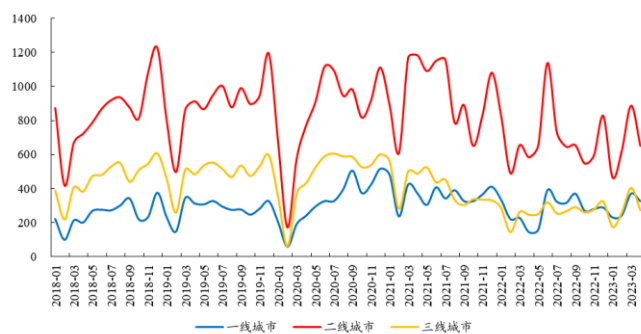
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023Q1住宅回暖节奏快于商业用房（销售面积累计同比增速）



数据来源：Wind、开源证券研究所

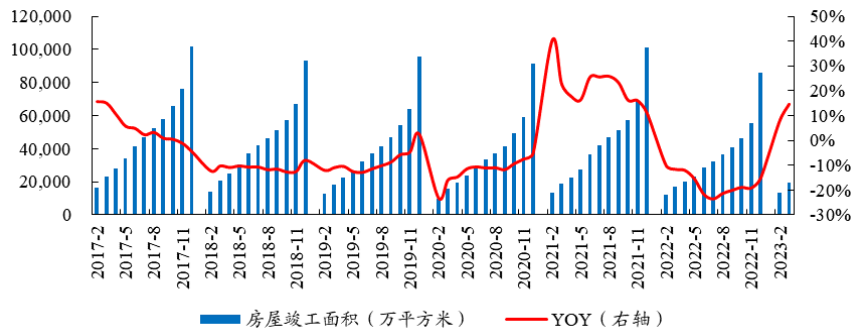
图11：一线城市成交韧性较强（单位：万平方米）



数据来源：Wind、开源证券研究所

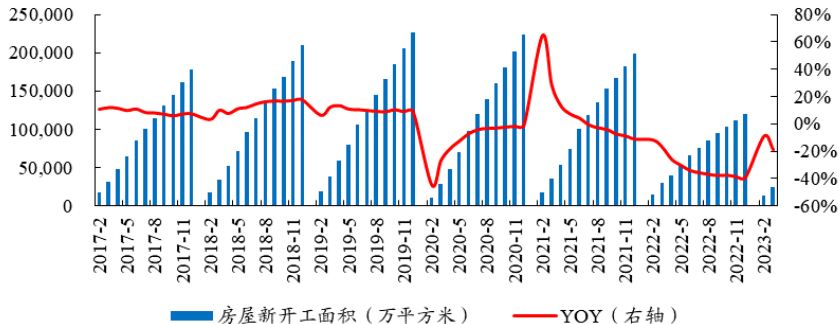
保交楼驱动竣工加速回暖，投资开工仍处于筑底阶段。保交楼政策持续发力，地产竣工端率先回暖，累计同比增幅持续扩大，2023Q1竣工同比增速达15%，环比1-2月增幅扩大7pct。受房企资金承压、2022年拿地大幅下降的影响，地产投资、开工增速仍承压，2023Q1房地产开发投资完成额同比-6.5%，降幅环比1-2月扩大0.7pct；房屋新开工面积同比-19.16%，降幅环比1-2月扩大9.81pct，地产投资、开工仍处于筑底阶段。

图12：2023Q1房屋竣工面积累计同比+15%



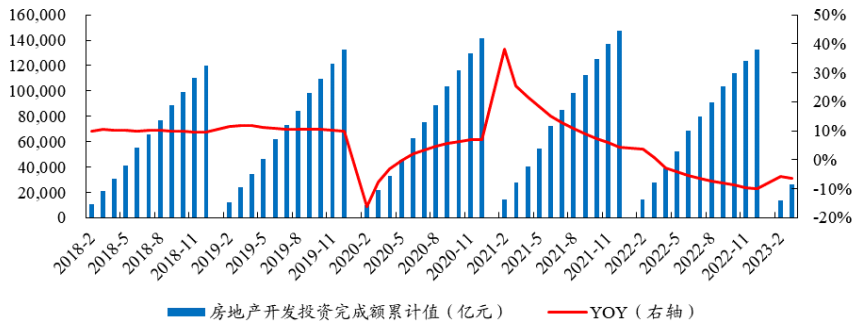
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2023Q1房屋新开工面积累计同比-19.16%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023Q1房地产开发投资完成额累计同比-6.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 短期地产竣工好于开工，中期地产或将进入存量阶段

短期来看，地产竣工端好于开工端。短期来看，在房企资金承压以及销售尚未持续回暖的情况下，地产投资、开工端企稳回暖仍需时间，竣工端成为地产稳增长的重要抓手。2023年是保交楼的关键节点，郑州、西安等地区已制定保交楼目标，随着各地政府加速推进保交楼工作，资金有望加速落地，竣工增速有望延续高速增长的态势。

中期来看，地产或将进入存量阶段。4月28日中共政治局召开会议，“房住不炒”长期基调不变，地产投资属性或将持续弱化，叠加经济增速趋缓、人口结构变化等宏观因素的影响，住房需求中枢或将下移，房企投资动能或将随之减弱。从中长期来看，地产或将进入存量阶段。

表2：从中长期来看，国家坚持“房住不炒”主基调

序号	机构	时间	政策/会议	地产政策基调
1	中共政治局	2023/4/28	中共中央政治局会议	坚持“房住不炒”定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产发展新模式。
2	人民银行、银保监会	2023/1/4	2023年中国人民银行工作会议	落实金融16条措施，支持房地产市场平稳健康发展
3	人民银行货币政策委员会	2022/12/28	2022年人民银行货币政策委员会第四季度（总第99次）例会	扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，确保房地产市场平稳发展
4	银保监会	2022/12/27	党委（扩大）会议	促进金融与房地产正常循环，做好“保交楼、保民生、保稳定”工作。同时明确坚持“房住不炒”定位，满足刚性和改善性住房需求
5	证监会	2022/12/21	党委会议	大力支持房地产市场平稳发展。加大力度、加快速度抓好资本市场各项支持政策措施落地见效，助力房地产发展模式转型
6	国务院	2022/12/21	国务院常务会议	支持民营企业提振信心，落实支持刚性和改善性住房需求和相关16条金融政策
7	人民银行	2022/12/20	中国人民银行行长召开会议	坚持“房住不炒”定位，支持刚性和改善性住房需求
8	中共中央、国务院	2022/12/15	中央经济工作会议	确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作；因城施策，支持刚性和改善性住房需求。坚持“房住不炒”定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
9	人民银行、银保监会	2022/11/21	全国性商业银行信贷工作座谈会	全面落实房地产长效机制，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求；推动保交楼工作加快落实，促进房地产平稳健康发展

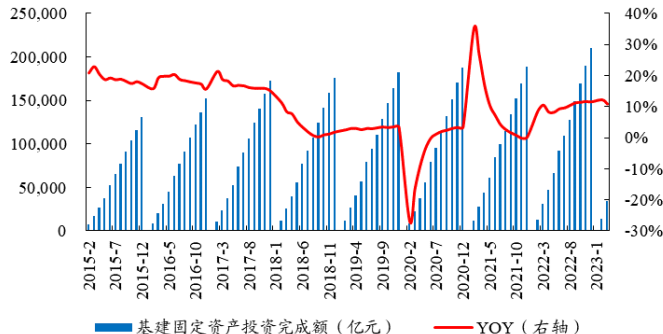
资料来源：中国房地产报、中证网、人民银行官网、人民政府官网、中国经济网、人民网、央视财经、中国教育新闻网、新京报、开源证券研究所

2.2 基建托底发力，投资延续快速增长态势

基建托底发力，投资延续快速增长态势。2023年2月国家发改委发布通知强调“申报项目的专项债资金总需求应是全年专项债额度的3倍”，且资金将优先支持在建项目，以“尽快形成实物工作量”为主要目标。国家持续加大政策支持力度，主要原因：（1）2022Q4疫情管控趋于宽松，消费复苏力度低于预期；

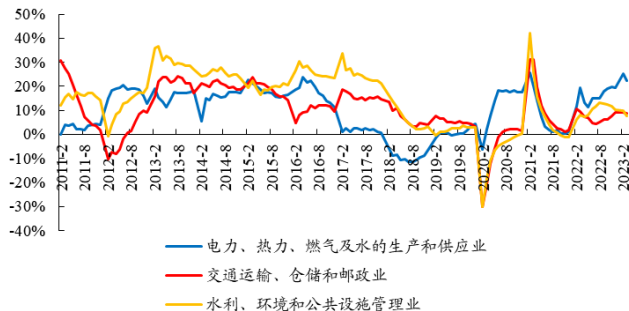
（2）融资端政策落地不及预期，地产基本面未见持续改善趋势。基建托底发力，基建投资延续快速增长的态势，2023Q1基建固定资产投资累计完成额同比增长10.82%；9月基建固定资产投资完成额同比增长9.89%。分行业分析，铁路运输业和水利管理业累计完成额增速较高，分别为17.60%、10.30%。

图15：广义基建固定资产投资完成额呈现快速增长的态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：电热气水固定资产投资完成额同比增速较高



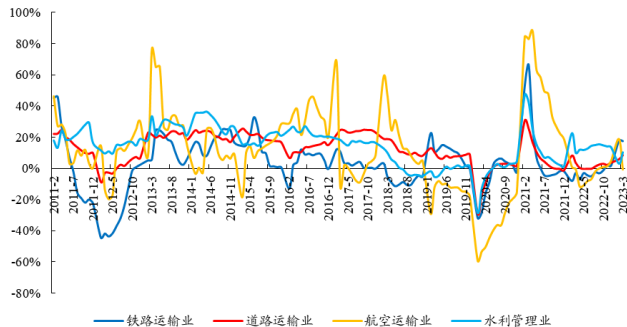
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：单月基建固定资产投资完成额持续快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：铁路和水利固定资产投资完成额同比增速较快



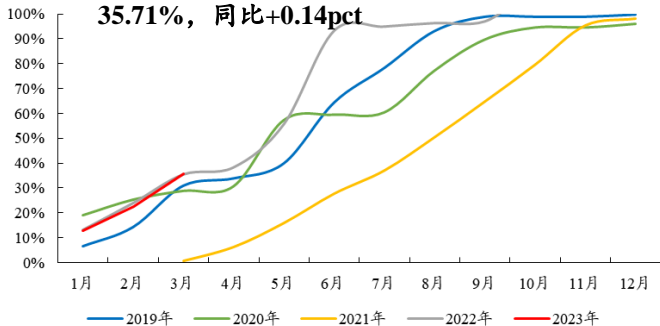
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 基建落地或加快，对建材需求的拉动作用有望延续

2023年财政前置节奏加快。2023年地方专项债政府预期目标为3.8万亿元，同比+4%。截至2023年3月末，累计发行新增地方政府专项债券1.36万亿元，占设定目标的35.71%，同比+0.14pct，2023年财政前置节奏或加快。

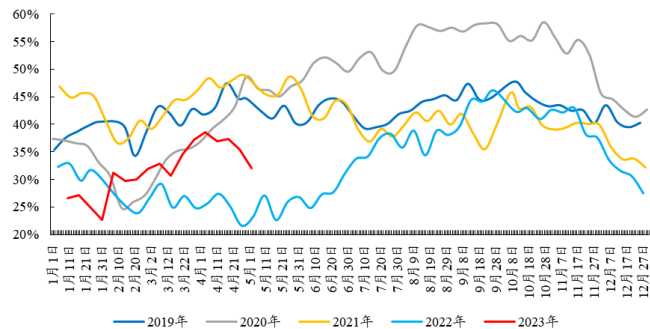
基建落地或将加快，对建材需求的拉动作用有望延续。受财政前置节奏加快的影响，2023年基建投资增速或将呈现“前高后低”的趋势。但基建投资对建材需求的拉动主要体现在实物工作量中，从基建投资到实物工作量落地存在时滞性。观察石油沥青开工率和水泥发运率两个指标，我们认为2023年基建落地量显著好于2022年，对建材需求的拉动作用有望延续。

图19：2023Q1新增专项债券发行额占全年发行目标的35.71%，同比+0.14pct



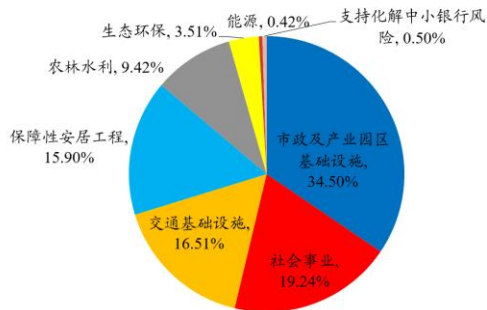
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：石油沥青开工率显著高于2022年同期水平



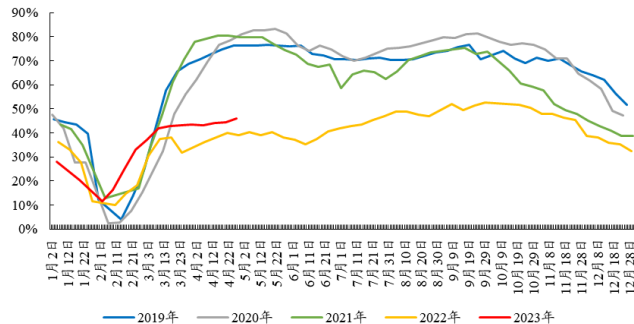
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：政府专项债主要应用于基建领域



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：水泥发运率显著高于2022年同期水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 行情回顾：2022年板块业绩承压，消费建材率先进入复苏通道
- 2 下游需求：地产竣工有望加速回暖，基建实物量落地或将加快
- 3 **建材行业：玻璃基本面加速回暖，消费建材具备长期配置价值**
- 4 重点推荐公司盈利预测与估值
- 5 风险提示

3.1 消费建材：渠道变革成效显著，率先进入复苏通道

2022年消费建材企业收入和盈利双重承压。消费建材需求与地产竣工面积的相关性较高。受地产景气度下行、原材料价格持续走高、地产信用风险蔓延的影响，2022年消费建材企业收入和盈利双重承压，收入同比降低4.61%，归母净利润同比降低26.64%。

渠道变革成效显著，率先进入复苏通道。从中长期来看，地产需求中枢或将持续下移，B端业务缺少持续增长动力，消费建材龙头加速渠道变革，三棵树、东方雨虹零售业务均实现较高速增长，成为公司业绩核心驱动力；在2022Q1高基数的基础上，2023Q1东方雨虹和三棵树营收和盈利均实现正增长，率先进入复苏通道。

表3：三棵树和东方雨虹渠道变革成效显著，收入和盈利均实现正增长

公司简称	2022年		2023Q1	
	营业收入YOY	归母净利润YOY	营业收入YOY	归母净利润YOY
凯伦股份	-17.72%	-321.09%	55.72%	300.26%
东宏股份	29.09%	12.15%	26.08%	10.74%
三棵树	-0.79%	179.04%	20.92%	168.20%
东方雨虹	2.26%	-49.57%	18.80%	21.53%
海螺新材	13.07%	35.73%	13.29%	26.15%
晶雪节能	-1.26%	-40.75%	11.19%	2.03%
科顺股份	-1.42%	-73.51%	7.59%	-41.37%
坚朗五金	-13.16%	-92.63%	4.83%	37.33%
中旗新材	-9.40%	-39.02%	3.06%	2.56%
北新建材	-5.46%	-10.65%	2.48%	5.58%
亚士创能	-34.09%	119.44%	0.72%	58.04%
公元股份	-10.16%	-85.89%	-6.68%	138.52%
友邦吊顶	2.58%	129.33%	-8.98%	-52.38%
伟星新材	8.86%	6.06%	-10.87%	48.19%
纳川股份	-25.29%	-181.50%	-13.00%	-17.16%
法狮龙	2.95%	-80.81%	-19.50%	-63.01%
顾地科技	-29.28%	77.16%	-23.18%	37.95%
兔宝宝	5.40%	-37.41%	31.65%	-21.47%
青龙管业	5.62%	17.60%	-32.43%	11.96%
雄塑科技	-24.97%	-101.54%	33.47%	108.10%
合计	-4.61%	-26.64%	5.05%	26.87%

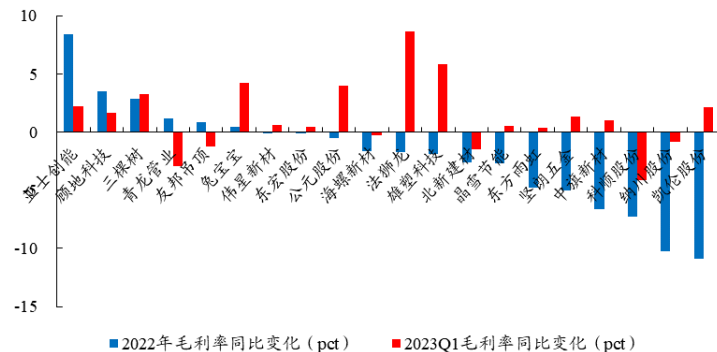
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 消费建材：成本压力或将同比显著缓解，毛利率有望延续改善趋势

成本压力或将同比显著缓解，防水企业毛利率有望改善。受俄乌冲突的影响，2022Q2原油价格持续高增，防水企业毛利率显著承压。我们认为，原油价格或将延续高位震荡趋势，但同比显著改善，毛利率有望延续修复趋势。

涂料企业毛利率率先回暖，2023年毛利修复仍有空间。涂料企业毛利率率先回暖，主要系2022年上游丙烯产能同比增长12%所致，2023年丙烯酸或将新增产能46万吨/年，同比增幅达13%，涂料企业毛利修复仍有空间。

图23：防水企业和坚朗五金毛利率显著承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：消费建材成本压力同比显著缓解（截至2023年5月6日，周频数据）

消费建材	原材料	价格 (元/吨)	周涨跌幅	同比涨跌幅	较年初涨跌幅
防水材料	原油 (2023/5/5)	79.54	-6.88%	-22.12%	-4.00%
	沥青	4590	-3.16%	-5.36%	4.56%
	SBS改性沥青	4460	-3.25%	-4.09%	3.72%
	聚酯瓶片	7350	-1.67%	-11.45%	4.63%
建筑涂料	MDI	18767	1.44%	-13.12%	7.24%
	丙烯酸	6450	0.00%	-51.14%	-0.77%
	钛白粉	15820	0.00%	-20.10%	5.68%
	TDI	19967	1.01%	15.41%	4.26%
石膏板	国废 (2023/4/21)	1570	0.51%	-35.55%	-36.18%
	聚丙烯PP	8013	-0.93%	-10.17%	-2.73%
管材	聚氯乙烯PVC (2023/5/5)	5925	-0.99%	-33.32%	-4.83%
	高密度聚乙烯HDPE	8770	-0.57%	-7.44%	5.60%
	环氧乙烷 (2023/4/30)	6567	-7.08%	-19.92%	-0.51%
减水剂	聚羧酸减水剂单体 (HPEG袋装) (2023/5/5)	7600	0.00%	-20.83%	1.33%
	甲基丙烯酸甲酯 (MMA)	12625	1.98%	-4.90%	20.53%

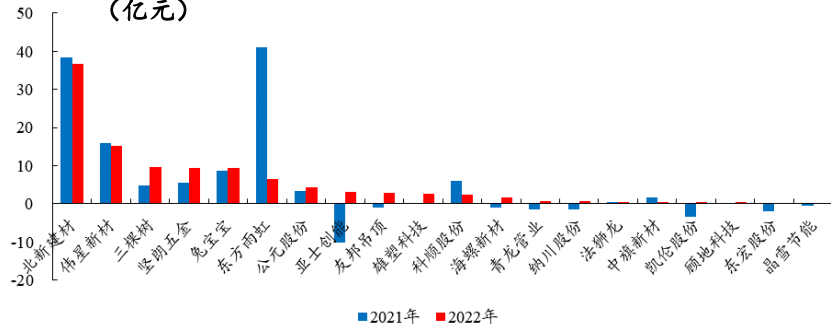
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 消费建材：信用减值风险有望大幅减弱，盈利弹性可期

消费建材企业采取偏谨慎赊账政策，现金流呈改善趋势。房企资金压力传导至上游，2021-2022年建材企业对地产客户计提大额应收款项坏账，拖累盈利。建材企业持续加强风控管理和回款力度，采取偏谨慎的赊账政策，2022年大部分消费建材企业收现比和经营活动现金流量净额呈改善趋势，应收账款和应收票据增速有所放缓。

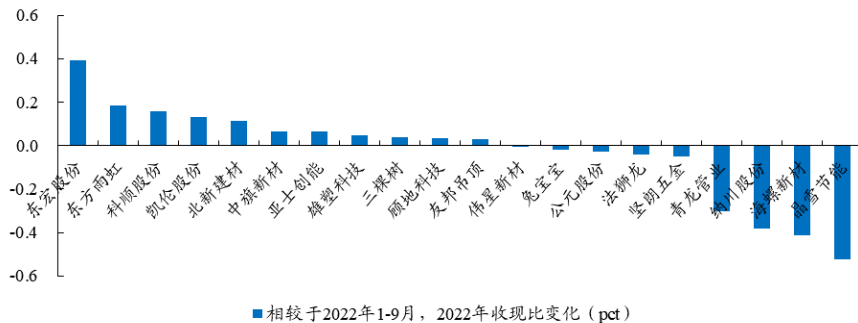
信用减值风险有望大幅减弱，盈利弹性可期。随着地产融资端政策逐步落地，信用风险或将筑底企稳，消费建材企业新增坏账的风险有望减弱，叠加前文分析，毛利率有望延续改善趋势，2023年消费建材盈利弹性可期。

图25：2022年大部分消费建材企业经营活动现金流量净额呈改善趋势（亿元）



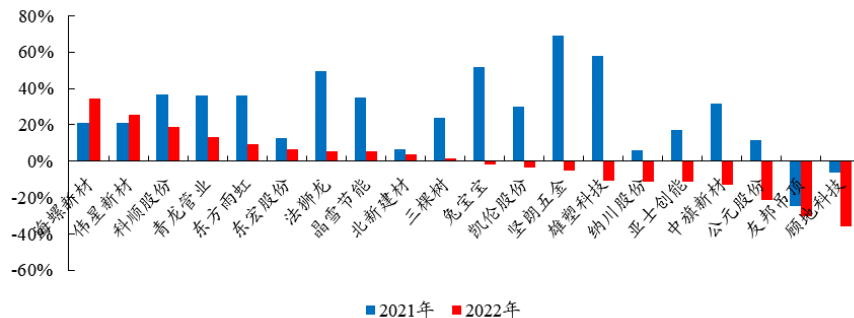
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：大部分消费建材企业2022年收现比呈改善趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2022年大部分消费建材企业应收账款增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

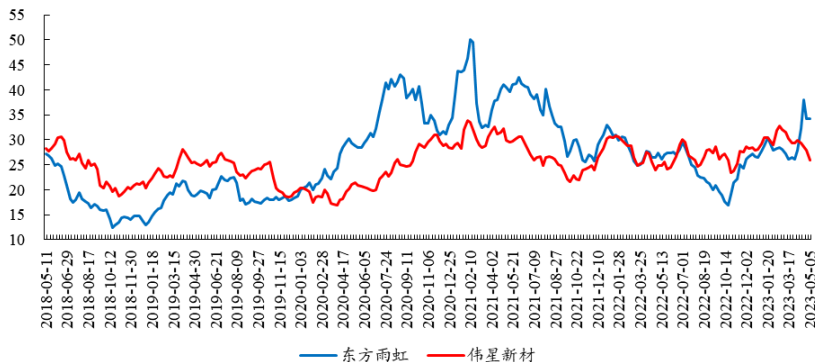
3.1 投资建议：短期业绩弹性亟待释放，长期仍具备配置价值

短期来看，消费建材企业业绩弹性亟待释放。短期来看，在保交楼政策驱动下，地产竣工端有望延续高速增长态势，同时2023Q1二手房加速回暖有望进一步提振C端需求；消费建材需求具有时滞性，且在2022Q2低基数效应下，收入弹性亟待释放。上游原材料价格同比或将显著改善，且随着融资政策落地，新增信用减值风险或将大幅减弱，2023年消费建材企业盈利弹性可期。

中长期来看，零售业务成长动力充足，消费建材仍具备长期配置价值。总长期来看，房地产行业步入存量时代，二手房装修和旧房翻新有望进一步扩容家装市场，叠加目前精装房渗透率增速放缓，零售市场有望成为行业新增长点。受益于行业景气度下行催化中小企业加速出清、国家政策和行业规范标准提高、土拍新规“竞品质”，龙头企业优势凸显，市占率提升的逻辑正逐步兑现。

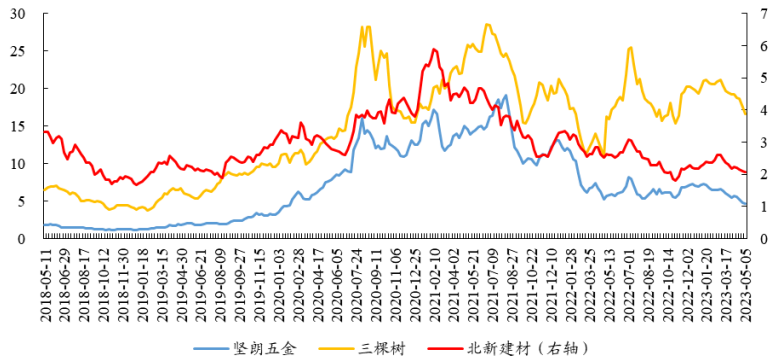
受益标的：（1）**东方雨虹、三棵树**：加速渠道布局且产能扩张意愿强烈，零售业务表现亮眼，成为公司业绩增速的核心驱动力。（2）**伟星新材**：深耕C端业务，业绩增速更具韧性，财务数据表现较稳健；（3）弹性组合：**坚朗五金、北新建材**，估值处于近五年较低水平。

图27：自2023年3月东方雨虹PE(TTM)平均值呈回调趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：北新建材和坚朗五金PB(LF)平均值处于近五年较低水平

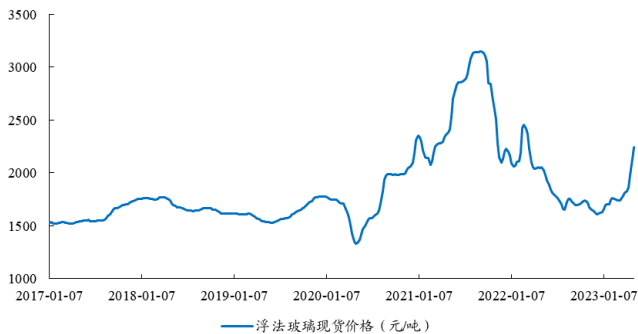


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 浮法玻璃：保交楼或将平滑淡旺季销售波动，玻璃需求或仍有改善空间

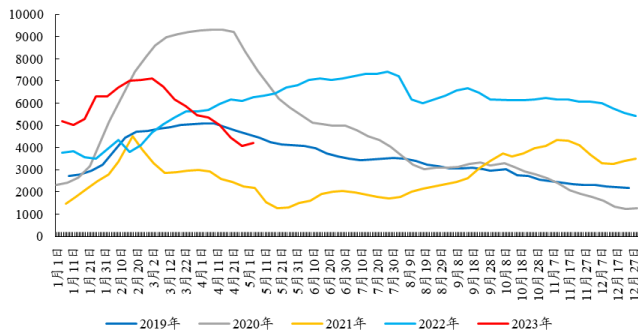
受五一放假影响玻璃阶段性累库，2023年需求上行趋势不改。随着保交楼资金逐步落地以及天气转暖，地产项目有序复工，浮法玻璃持续去库，现货价格加速上行。2023年4月28日-5月4日，玻璃厂库环比增长3%，自2023年3月首次累库，主要系五一部分加工厂商和贸易商放假所致。但从全年来看，前文分析竣工是地产稳增长的重要抓手，在保交楼政策驱动下，竣工有望延续快速增长的态势；同时，虽然玻璃需求季节性特征显著，4-5月、9-12月是传统需求旺季，但政府保交楼目标有望平滑2023年淡旺季销售波动，我们认为玻璃需求或仍有改善空间。

图29：自2023年4月玻璃现货价格加速回暖



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图31：受五一节假日影响，玻璃阶段性累库（万重量箱）



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图30：自2023年3月中旬玻璃期货价格震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：动力煤作为燃料的生产线盈利增幅更大



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

3.2 投资建议：重质纯碱供给端有望趋于宽松，玻璃盈利弹性可期

展望2023Q2，4-5月是传统需求旺季，在保交楼政策催化下，2023Q2玻璃需求有望延续回暖趋势，价格和盈利有望同步回暖。展望2023年下半年，纯碱新增产能或将逐步落地，重质纯碱供给端有望趋于宽松，玻璃成本压力有望加速释放，盈利弹性可期。但考虑中小厂商复产决策主要取决于盈利情况，需持续关注下半年玻璃厂商复产节奏以及需求弹性。

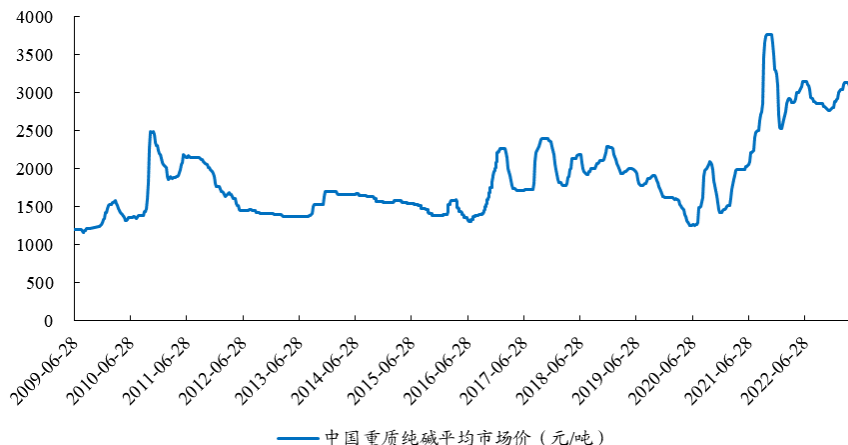
受益标的：**信义玻璃、旗滨集团**。随着房地产进入存量时代，长期来看玻璃需求存在持续走弱的可能。一方面，龙头企业低成本优势显著，资金实力和盈利能力显著高于同行，在经营环境严峻以及双碳双控政策催化下，有望率先受益于行业竞争格局优化。另一方面，龙头企业积极探索多元业务寻找新增长点，信义玻璃切入光伏玻璃领域，持有信义光能22.94%股权，2022年信义光能投资收益占归母净利润比例达17%；旗滨玻璃布局光伏、药用、电子玻璃业务，光伏玻璃与浮法玻璃业务协同性较强，公司加速布局产能，2023年有望进入放量期，成为营收增速的重要来源。

图45：2023年全国或将净增655万吨纯碱产能

生产商	生产工艺	年产能 (万吨)	时间
投产			
内蒙古远兴能源股份有限公司	天然碱法	500	一期150吨将于2023年6月投产，剩下将于下半年陆续投产
江苏德邦化学工业集团有限公司	联碱法	60	2023/9/30
重庆湘渝盐化有限责任公司	联碱法	20	2023/7/31
中盐安徽红四方股份有限公司	联碱法	20	2023/6/30
河南金山化工有限责任公司	联碱法	200	2023/9/30
总计		800	
停产			
广东南方碱业股份有限公司	氨碱法	60	2023年
四川广宇化工股份有限公司	联碱法	25	2023/1/10
大化集团大连化工股份有限公司	联碱法	60	2023/1/10
总计		145	

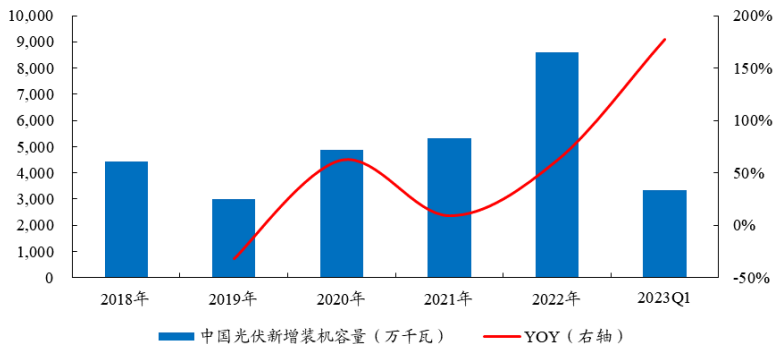
数据来源：卓创咨询、证券之星、观研天下、开源证券研究所

图33：自2022年中国重质纯碱价格持续高位运行



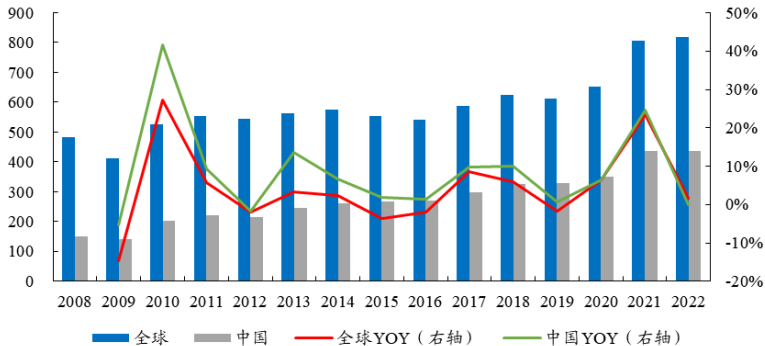
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2023Q1中国新增光伏装机量同比+178%



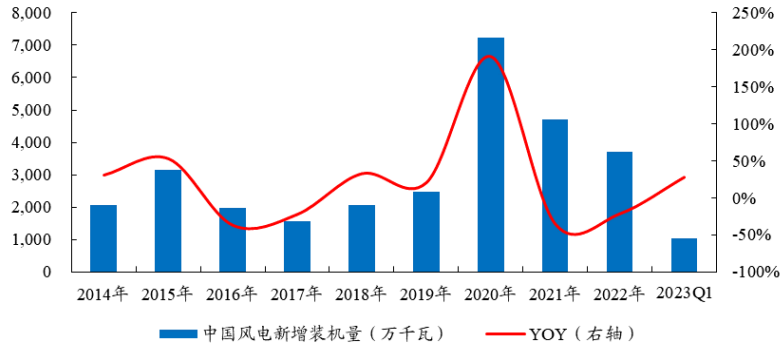
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2022年全球及中国PCB产值增速趋缓



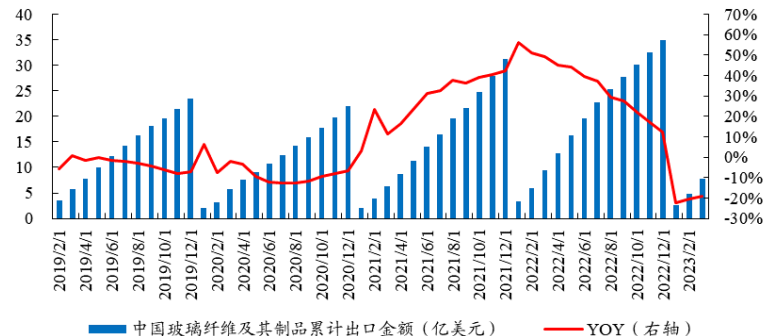
数据来源：Wind、Prismark、开源证券研究所

图35：2023Q1中国新增风电装机量同比+28%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2023年1-3月玻纤外贸需求环比1-2月降幅收窄1.51pct



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

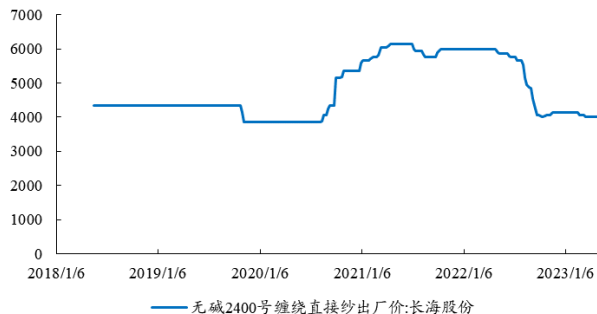
3.3 投资建议：龙头企业构筑宽深护城河，竞争格局持续优化

玻纤下游应用领域包含建材（34%）、电子电气（21%）、交通运输（16%）、管罐（12%）、工业应用（10%）、新能源环保（7%），玻纤行业兼具周期和成长属性。受疫情影响，2022年上半年国内需求较弱，海外需求强劲支撑粗纱价格维持高位运行；随着粗纱新增产能落地以及出口需求走弱，供给端压力逐步增加，推动库存走高，粗纱价格持续下降。在保交楼以及融资政策催化下，地产竣工端有望持续改善，叠加光伏、风电等多元化应用场景带来新增长动力，粗纱需求有望边际改善，库存已迎来向下拐点，我们预计粗纱价格有望在下半年逐步回升。

目前PCB市场开工率相对偏低，短期中下游备货意向偏淡。生产厂商大多处于亏损状态，电子纱成本对价格具有较强支撑，短期电子纱价格或维稳运行，后期需持续关注PCB开工节奏。

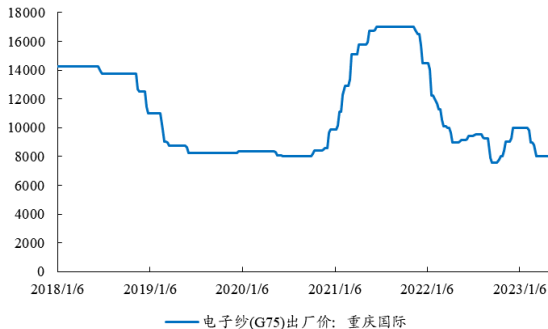
受益标的：中国巨石、长海股份。国内玻纤行业呈现寡头垄断特点，龙头企业具有研发优势、规模优势、资金实力雄厚、运营能力优异等核心竞争力，高端产品（电子纱）占比较高，构筑宽深护城河。2023年龙头产能逆势扩张，能耗双控有望逐步淘汰落后产能，龙头企业有望受益于竞争格局的逐步优化。

图32：近期无碱缠绕直接纱价格企稳（元/吨）



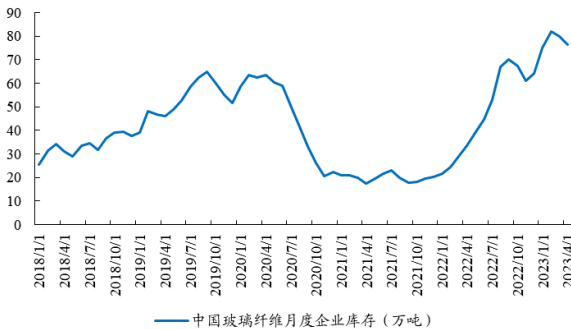
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图33：近期电子纱价格持续回暖



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图34：中国玻璃纤维库存迎来向下拐点



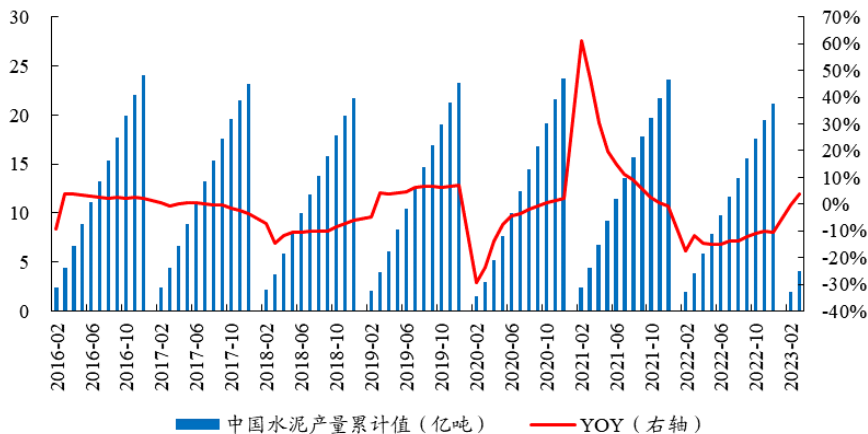
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

3.4 水泥：基建复苏节奏快于地产，对水泥需求形成一定支撑

水泥下游应用领域主要为房地产、基建、农村建设，占比分别为35%、43%、22%。2023年2月国家发改委发布通知，强调“申报项目的专项债资金总需求应是全年专项债额度的3倍”，且资金将优先支持在建项目，以“尽快形成实物工作量”为主要目标。2023年春节后，基建复苏节奏快于地产，对水泥需求形成一定支撑，且动力煤价格回落，2023Q1水泥产量为4.02亿吨，同比+3.97%，环比1-2月改善4.36pct；自2023年3月水泥开工率较稳定，基本维持在50%以上，整体维持缓慢复苏的态势。

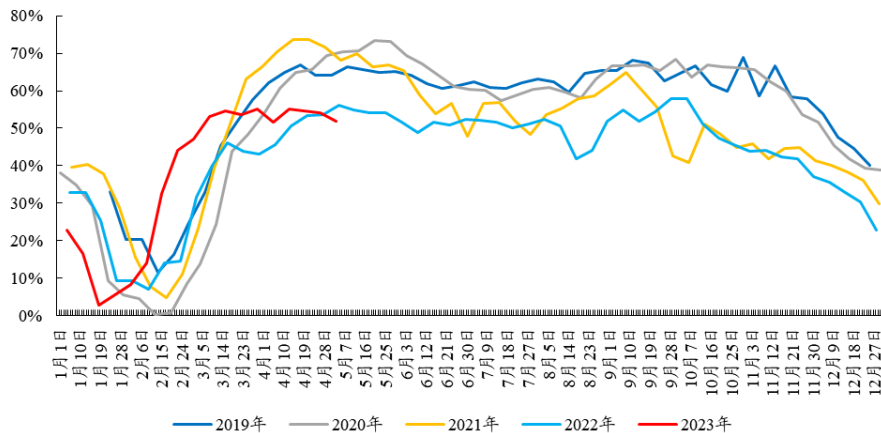
房地产领域：房企资金端仍面临较大压力，在地产销售尚未显著改善的情况下，房企资金优先用于工程建设施工，拿地新开工意愿仍较弱，同时2022年拿地收缩或将拖累2023年新开工数据。基建领域：2023年财政前置节奏加快，且“以尽快形成实物工作量”为主要目标，项目储备充足，有望支撑水泥需求复苏。综合来看，**我们认为2023年水泥需求有望筑底企稳，预计整体呈现弱复苏态势。**

图41：2023Q1水泥产量同比+3.97%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：自2023年3月水泥开工率维持在50%以上



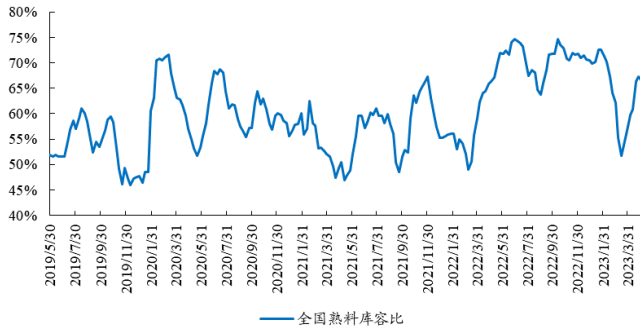
数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

3.4 水泥：预计2023年水泥行业基本面将呈现筑底企稳趋势

地产开工仍处于筑底阶段，水泥需求呈现弱复苏态势。由于动力煤价格回落推动水泥产量增长，水泥库存位于历史同期高位，2023年水泥价格呈现低位震荡态势，位于近五年较低水平。截至2023年3月末，累计发行新增地方政府专项债券占政府设定目标的比例为35.71%，随着各地持续推进基建项目建设，有望继续支撑水泥需求，但考虑地产开工仍处于筑底阶段，**我们预计2023年水泥行业基本面将呈现筑底企稳的趋势。**

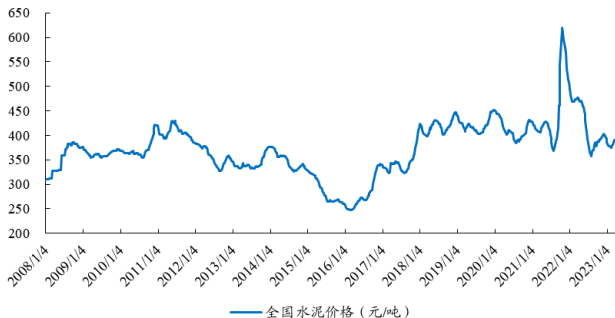
“一带一路”沿线地区外贸有望维持增长势头。新疆和甘肃是“一带一路”沿线重要地区，2022年新疆出口金额同比+57.8%。甘肃同比+27.2%。随着疫情管控区域宽松、外交持续升温，“一带一路”建设有望加速推进，沿线地区外贸有望维持增长势头。

图43：水泥库容比处于历史高位



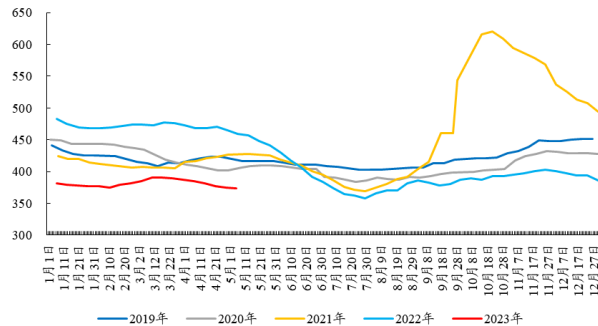
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图45：2023年水泥价格延续低位震荡态势



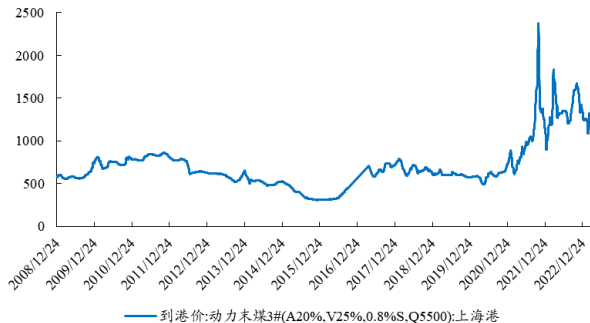
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图44：目前全国水泥价格位于历史低位(元/吨)



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图46：2023年动力煤成本压力有望缓解



数据来源：Wind、开源证券研究所

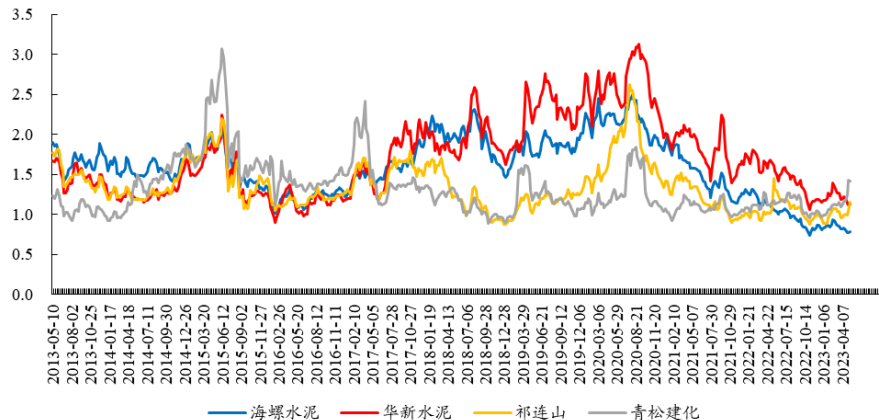
3.4 投资建议：基本面有望筑底企稳，龙头企业具备高投资性价比

短期来看，我们认为2023年水泥行业基本面将呈现筑底企稳的趋势。目前水泥板块估值处于历史低位，具有较强的安全边际；且龙头企业资金实力雄厚，分红率较高且有望进一步提升，彰显投资价值。

中长期来看，双碳和双控政策有望加速行业出清落后产能，助力市场格局持续优化。龙头企业资金实力雄厚，一方面通过收购和并购扩大市场份额；另一方面，延伸产业链布局骨料业务，骨料行业具有较高资金壁垒和资源壁垒，水泥企业拥有丰富的矿产资源，与骨料业务形成较强的业务协同性，因此骨料毛利率维持在较高水平，龙头企业切入骨料业务有望打造第二成长曲线。

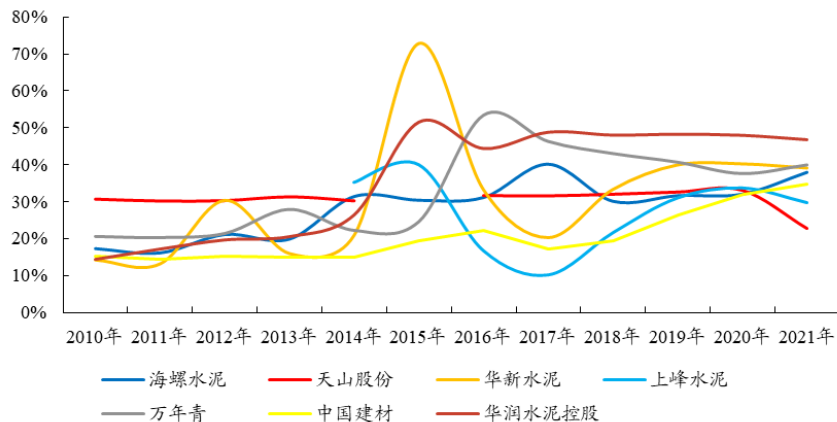
受益标的：海螺水泥、华新水泥、青松建化、祁连山。

图41：水泥企业PB(LF)估值较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：水泥企业分红率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 行情回顾：2022年板块业绩承压，消费建材率先进入复苏通道
- 2 下游需求：地产竣工有望加速回暖，基建实物量落地或将加快
- 3 建材行业：玻璃基本面加速回暖，消费建材具备长期配置价值
- 4 重点推荐公司盈利预测与估值
- 5 风险提示

表6：受益标的盈利预测与估值

股票代码	公司名称	评级	收盘价/元	总市值/亿元	归母净利润/亿元			P/E			PB
			2023/5/8	2023/5/8	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2023/5/8
603737.SH	三棵树	买入	99.00	372.67	3.30	9.06	12.16	113.10	41.13	30.65	16.21
002372.SZ	伟星新材	未评级	21.10	335.93	12.97	15.76	18.33	25.89	21.32	18.32	6.10
002271.SZ	东方雨虹	买入	29.04	731.36	21.20	36.23	52.19	34.49	20.19	14.01	2.69
002791.SZ	坚朗五金	买入	67.91	218.36	0.66	5.63	8.12	333.07	38.78	26.89	4.59
000786.SZ	北新建材	未评级	25.67	433.70	31.36	37.23	43.28	13.83	11.65	10.02	2.01
600176.SH	中国巨石	未评级	15.29	612.08	66.10	55.44	67.85	9.26	11.04	9.02	2.15
300196.SZ	长海股份	未评级	13.90	56.81	8.17	6.50	8.57	6.95	8.74	6.63	1.34
600585.SH	海螺水泥	未评级	27.43	1,379.98	156.61	178.94	200.74	9.28	8.12	7.24	0.78
600801.SH	华新水泥	未评级	14.77	251.71	26.99	36.96	43.81	11.47	8.38	7.07	1.13
0868.HK	信义玻璃	未评级	12.27	506.03	45.18	53.66	66.72	11.20	9.43	7.58	1.80
601636.SH	旗滨集团	未评级	9.27	248.76	13.17	21.77	54.93	18.89	11.42	4.53	1.99
600425.SH	青松建化	未评级	5.21	83.61	4.15	5.61	6.36	20.12	14.90	13.15	1.41
600720.SH	祁连山	未评级	12.88	99.99	7.58	8.66	14.51	13.18	11.55	6.89	1.15

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东方雨虹、坚朗五金、三棵树外，其他公司估值均来源于Wind一致性预期

目录

CONTENTS

- 1 行情回顾：2022年板块业绩承压，消费建材率先进入复苏通道
- 2 下游需求：地产竣工有望加速回暖，基建实物量落地或将加快
- 3 建材行业：玻璃基本面加速回暖，消费建材具备长期配置价值
- 4 重点推荐公司盈利预测与估值
- 5 风险提示

经济增速下行风险；
疫情反复风险；
原材料价格上涨风险；
房地产销售回暖进展不及预期风险；
国内保交楼进展不及预期；
房企流动性风险蔓延压力；
基建落地进展不及预期风险。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券