

# 关注龙头变革，聚焦业绩成长

## ——建材行业2023年中期策略报告

### 行业评级

建材 强于大市（维持）

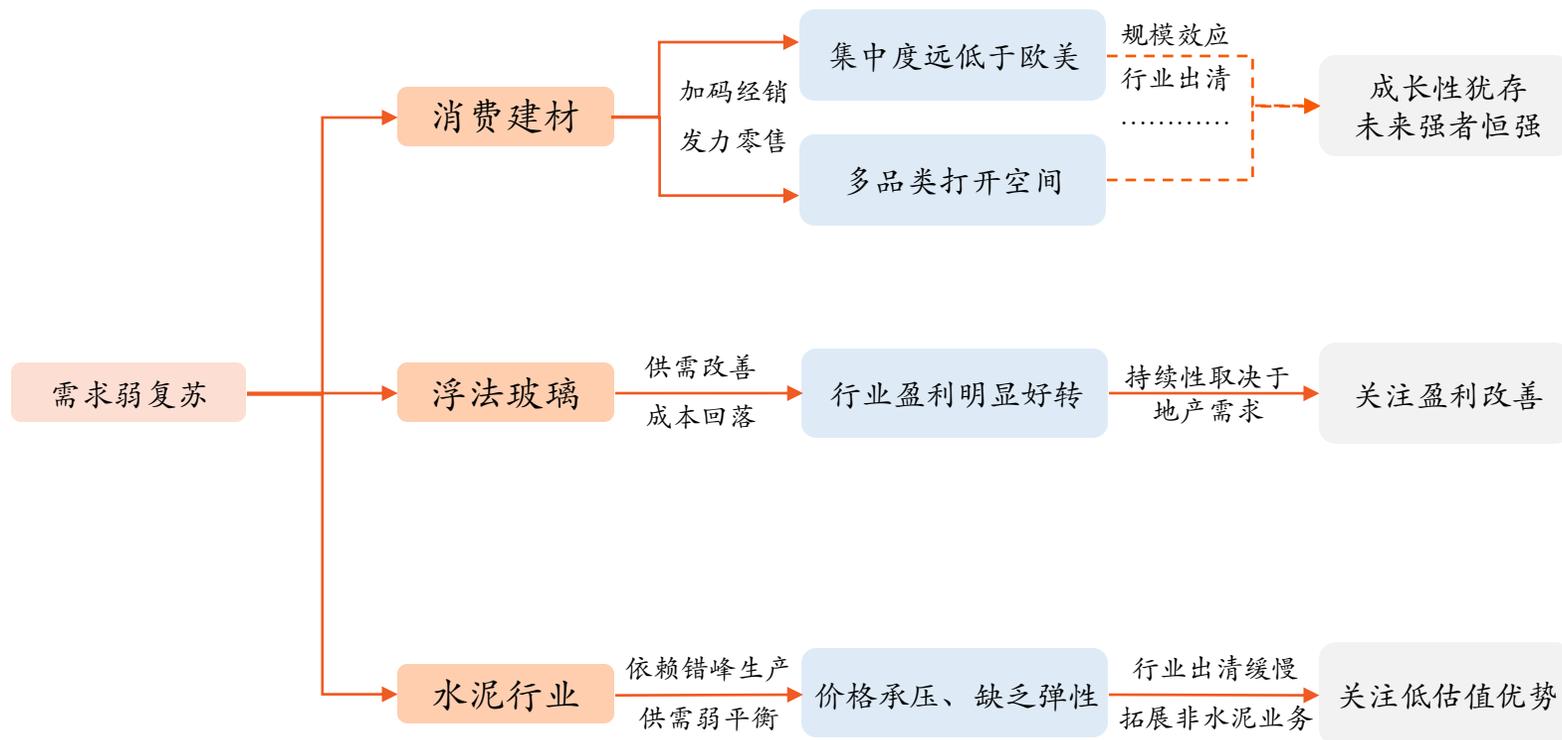
### 证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑南宏 投资咨询资格编号：S1060521120001

2023年6月15日

- **市场需求：地产脉冲式复苏，开竣工表现分化。** 复盘2020年以来建材股价走势，板块表现与地产政策、销售密切相关。上年11月“三支箭”等出台叠加防疫政策调整、经济预期向好，建材板块触底反弹。但随着积压需求释放殆尽、收入预期与信心不足导致Q2销售热度持续走低，新开工亦持续低迷，建材股价承压回落。尽管保交付推进带动竣工增长，但资金紧张问题仍值得关注。考虑当前经济、楼市下行压力大，后续政策有望适度加码，带动销售回暖与竣工改善延续，同时修复产业链信心。
- **消费建材：渠道变革见成效，份额提升空间大。** 地产规模萎缩且回款不佳背景下，消费建材企业积极变革渠道，加大经销尤其零售领域拓展，进一步下沉市场、挖掘中小经销商。2022年雨虹、科顺、三棵树、伟星与蒙娜经销收入占比明显提升。23Q1市场弱复苏背景下，雨虹、三棵树等业绩表现不俗，印证公司 $\alpha$ 能力。未来成长性一是来自份额提升，国内消费建材集中度相比欧美提升空间仍大，二是品类扩张，雨虹、伟星、坚朗非传统主业收入贡献超过10%。从美国消费建材龙头历史看，短期业绩增长亦受地产周期下行影响，但拉长时间看，尽管地产规模较历史高点有所萎缩，但其业绩仍能屡创新高，ROE保持两位数以上，印证优秀企业可穿越牛熊、长期成长性无忧。
- **周期建材：玻璃盈利迎修复，水泥供需弱平衡。** 2022H2玻璃加速冷修、需求修复叠加下游囤货，三四月玻璃降库涨价，五月远兴产能投产导致纯碱价格明显回落，当前行业已回到普遍盈利状态，旗滨等龙头Q2盈利明显修复。考虑四五月玻璃冷修放缓、在产产能回升，后续盈利弹性取决于下游地产复苏尤其保交楼进展。尽管上半年基建表现不俗，但地产拖累需求，水泥价格震荡走低。四月基建投资放缓且仍存下行压力，叠加新开工继续承压，后续水泥价格维稳仍依赖各地错峰生产。考虑利润或是水泥企业考量重点之一，供需弱平衡下水泥价格继续承压，但不必过度担忧价格战。
- **投资建议：** 复盘历史，建材板块股价与下游地产政策、销售强相关。当前经济、楼市下行压力大，政策改善仍可期，有望带动市场逐步修复，叠加估值降至历史低位，板块投资价值凸显，维持建材行业“强于大市”评级。其中，消费建材企业渠道变革初见成效，未来份额提升、品类扩张是主要增长路径，参考海外建材龙头发展情况，企业 $\alpha$ 能力不容忽视，具备较强渠道拓展实力、零售布局抢先的公司更值得看好；浮法玻璃企业受益纯碱等成本下行，盈利有望明显修复，头部企业光伏玻璃产能放量亦值得期待。综上，推荐东方雨虹、坚朗五金、科顺股份、伟星新材、海螺水泥，建议关注旗滨集团、三棵树。
- **风险提示：** 1) 下游地产复苏、基建投资低于预期；2) 建材产能收缩或行业格局出清低于预期；3) 渠道资源竞争激烈导致拓展进度慢。





# CONTENT 目录

- ◎ 一、市场需求：地产脉冲式复苏，开竣工表现分化
- ◎ 二、消费建材：渠道变革见成效，份额提升空间大
- ◎ 三、周期建材：玻璃盈利迎修复，水泥供需弱平衡
- ◎ 四、投资建议与风险提示

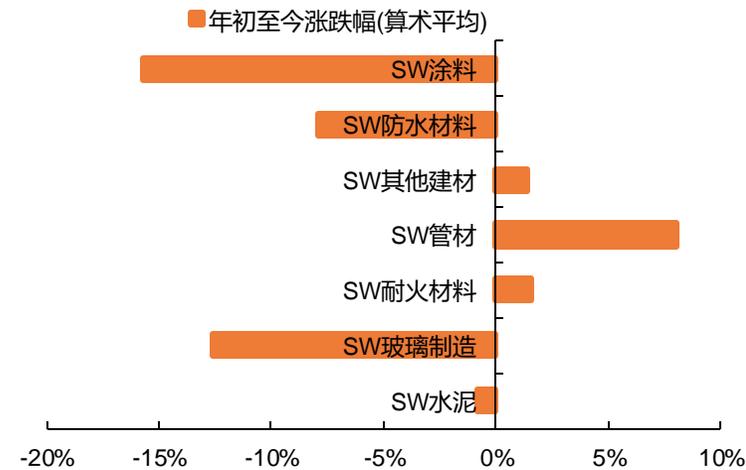
# 1.1 回顾2023H1表现，建材板块跑输大盘

➤ 截至2023/6/12，申万建筑材料板块累计下降7.1%，跑输沪深300指数6.4pct，在31个申万行业中排名第24。

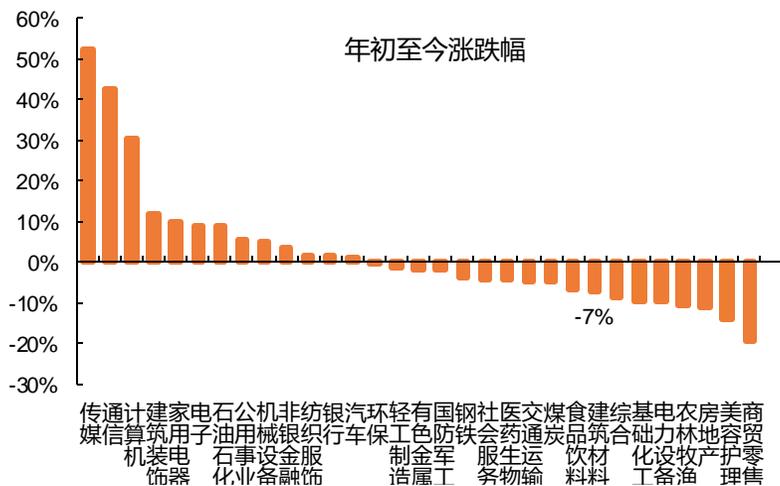
目前建材板块PE(TTM)处于历史底部



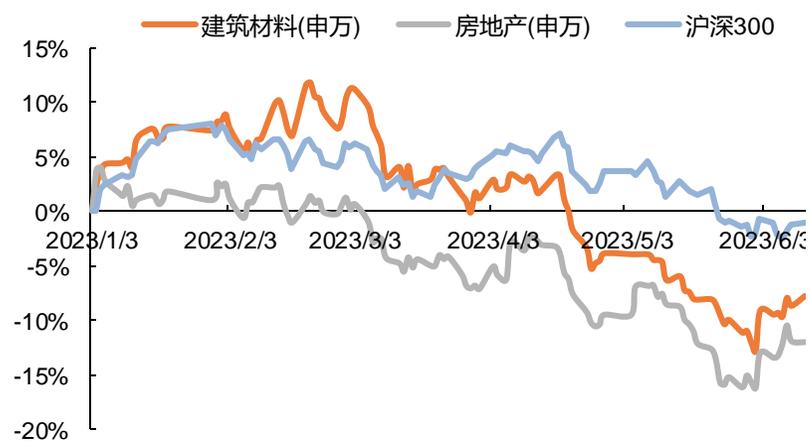
建材各细分板块涨跌情况（截至6/12）



建材板块股价表现靠后（截至6/12）



建材板块股价表现



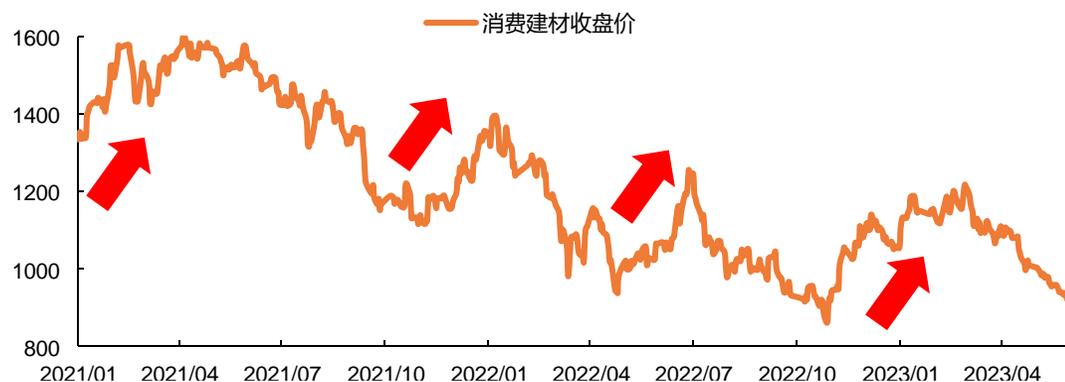
建材各细分板块业绩情况

	2022年营收合计同比 (%)	2022年归母净利润合计同比 (%)	2023Q1营收合计同比 (%)	2023Q1归母净利润合计同比 (%)
SW 建筑材料	-12.75	-46.19	0.08	-64.55
SW 水泥	-17.43	-58.35	-0.89	-87.21
SW 玻璃制造	1.99	-51.13	18.22	-63.78
SW 防水材料	-3.05	-56.77	17.91	12.50
SW 涂料	-10.52	145.30	16.41	113.62
SW 管材	-5.02	-23.44	-9.13	81.75
SW 耐火材料	5.38	17.59	3.66	-16.57
SW 其他建材	-6.00	-22.06	-2.03	12.54

## 1.2 建材β源于地产，与政策销售密切相关

- 复盘2020年以来建材股价，板块表现与地产政策、销售息息相关。建材下游需求以房地产为主，新开工、竣工走势决定当前建材需求，而政策、销售作为开竣工领先指标，从预期上影响建材股价表现。
- 2020-2021H1：疫后楼市快速复苏，尽管“三道红线”等政策收紧，但地产销售、竣工持续走强，同时消费建材企业紧抓地产集采、精装修带来的工程市场红利，β与α共振带动股价屡创新高。随着房企频繁违约、销售大幅走弱，建材企业业绩与股价承压。
- 2021.11-2022.4：11月地产政策迎来拐点，央行、银保监等密集表态，政策预期改善带动情绪修复、建材板块触底反弹；但进入22年后融创等更多房企违约、销售未见明显改善，基本面修复逻辑证伪，叠加疫情反弹加剧市场悲观情绪，建材板块持续回调。
- 2022.5-2022.10：随着上海等地疫情改善、各地因城施策，市场情绪转暖，尤其6月30城商品房销售明显改善，以及消费建材企业订单亦好转，情绪高涨促使板块快速反弹；但7月地产销售与建材发货转弱，叠加个别地产事件，基本面修复逻辑再被证伪。
- 2022.11-现在：11月地产“三支箭”等政策密集出台，叠加防疫政策调整、经济预期向好，建材板块再次触底反弹；但23年3月以来销售热度回落、复苏担忧加剧、建材企业业绩指引相对谨慎，板块亦持续回落。

2021年以来消费建材（866094.WI）股价走势



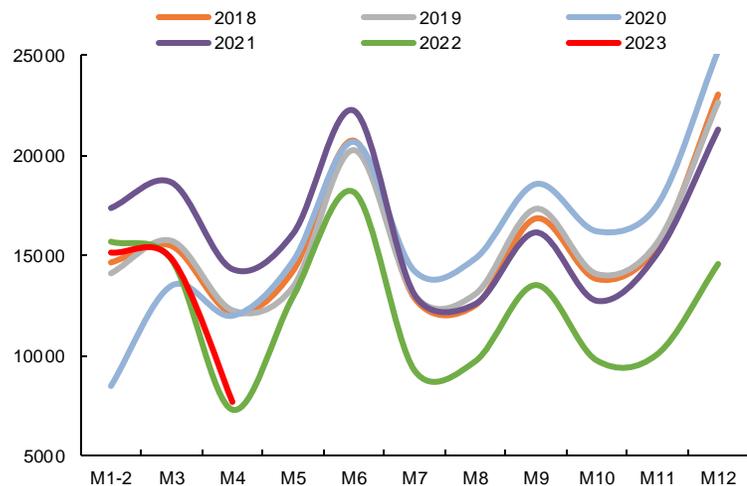
2021年底以来三波反弹中消费建材板块表现

开始	结束	持续时间	板块涨幅	涨幅靠前标的
2021-11-08	2022-01-07	2M+	25%	兔宝宝 (49%)、蒙娜丽莎 (43%)、北新建材 (40%)、科顺股份 (33%)、伟星新材 (33%)
2022-04-28	2022-06-30	2M	34%	三棵树 (87%)、坚朗五金 (78%)、蒙娜丽莎 (42%)、亚士创能 (38%)、兔宝宝 (36%)
2022-10-31	2023-01-17	2M+	37%	兔宝宝 (109%)、蒙娜丽莎 (68%)、亚士创能 (76%)、东方雨虹 (51%)、三棵树 (49%)

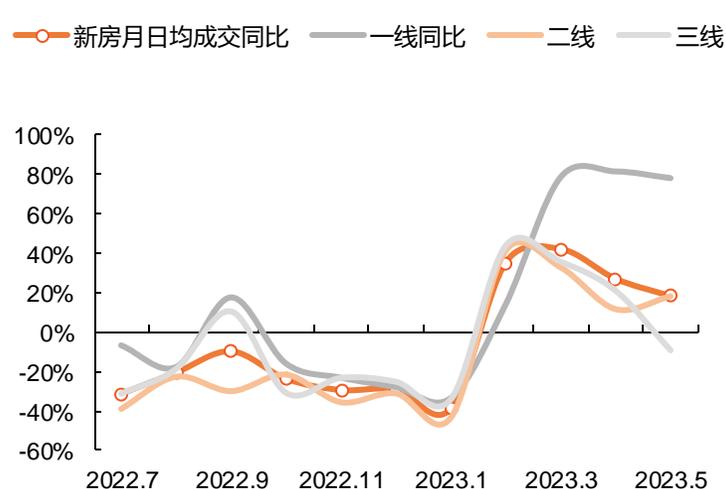
## 1.3 地产脉冲式复苏，二季度热度走低

- ▶ **下游地产脉冲式复苏，二季度热度走低。**受上年疫情期间积压需求释放、政策环境宽松影响，一季度楼市恢复热度较好，尤其二手房成交火热。随着积压需求释放殆尽、收入预期担忧加重，四月全国商品房销售面积、销售额同比增5.5%、28.0%，但环比下滑48.1%、39.0%，降幅明显高于18-21年同期；五月克而瑞百强房企销售面积、销售额同比增速分别降至-23.0%、5.8%。
- ▶ **收入与信心仍待修复，复苏斜率或平缓且存波折。**往后看，考虑收入预期改善及居民信心修复需要时间，加上尽管大部分城市房价止跌，但短期缺乏大幅上行基础，意味着居民购房需求释放并不急迫，均将导致楼市复苏斜率更缓且过程波动。

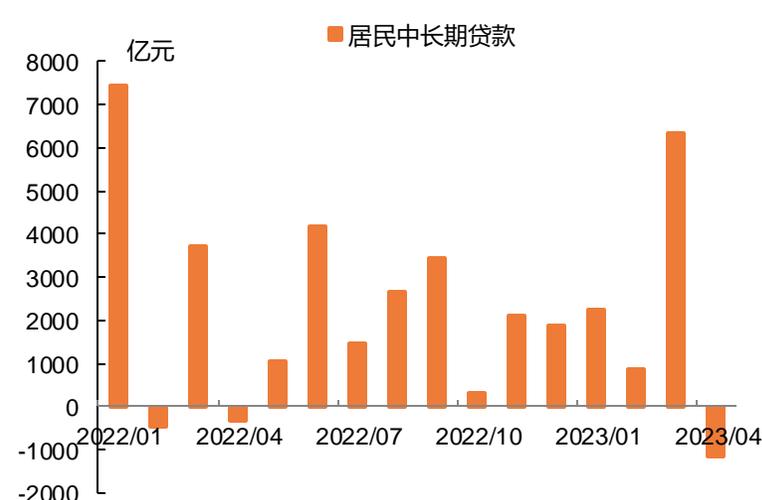
四月以来地产销售走弱（单位 万平方米）



4月以来重点50城市新房日均成交增速回落



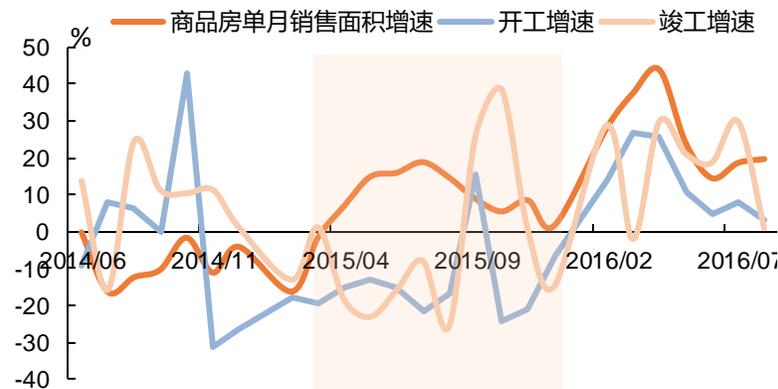
居民持续提前还房贷反映信心仍显不足



## 1.4 新开工持续走弱，短期延续承压

- **新开工持续走弱，销售谨慎、库存去化周期不低等形成制约。**因房企后续预期相对谨慎、市场仅结构性复苏、库存去化周期不低背景下，2023年地产新开工进一步走弱，1-4月新开工3.1亿平米，同比降21.2%。其中，地方国企在2022年积极托底各地土拍市场，但其开发能力弱，项目开工率及入市率偏低，拖累全国新开工。
- 销售作为新开工的领先指标，上一轮地产周期中销售面积同比转正（2015年）领先新开工约3个季度。考虑当前复苏热度下滑、各地去化周期不低、土拍成交大幅萎缩，预计领先周期将被拉长，短期新开工延续承压。

2015年销售增速转正领先开工、竣工2-3个季度



22个集中供地城市开工情况

企业性质	2021年			2022年		
	成交地宗数	开工项目数量	开工率	成交地宗数	开工项目数量	开工率
央国企	556	431	78%	369	156	42%
混合所有制	102	97	95%	44	34	77%
<b>地方国企</b>	<b>420</b>	<b>163</b>	<b>39%</b>	<b>812</b>	<b>58</b>	<b>7%</b>
民企	885	602	68%	339	114	34%
<b>合计</b>	<b>1851</b>	<b>1210</b>	<b>65%</b>	<b>1466</b>	<b>327</b>	<b>22%</b>

22个集中供地城市入市情况

企业性质	2021年			2022年		
	成交地宗数	入市项目数量	入市率	成交地宗数	入市项目数量	入市率
央国企	556	366	66%	369	160	43%
混合所有制	102	89	87%	44	35	80%
<b>地方国企</b>	<b>420</b>	<b>106</b>	<b>25%</b>	<b>812</b>	<b>53</b>	<b>7%</b>
民企	885	496	56%	339	107	32%
<b>合计</b>	<b>1851</b>	<b>968</b>	<b>52%</b>	<b>1466</b>	<b>318</b>	<b>22%</b>

2023年4月主要城市商品住宅库存及去化周期

城市	库存	出清周期	城市	库存	出清周期
杭州	245	2.5	南京	814	13
南昌	157	3.9	东莞	407	13.5
上海	585	4.3	宁波	811	13.6
合肥	328	6.9	武汉	1720	13.9
昆山	152	7.4	厦门	297	14
长沙	558	8.9	贵阳	886	14.1
西安	643	9.7	济南	1208	14.3
佛山	768	10.7	无锡	458	15.9
苏州	542	11.2	广州	1222	17.3
成都	1497	11.6	昆明	661	18.1
南宁	606	11.6	北京	1219	19
重庆	678	12.3	深圳	607	21.1

## 1.5 地产竣工同比增长，保交付持续推进

➤ **地产竣工同比增长，保交付持续推进。**统计局房屋竣工1-4月同比增长19%，但考虑一二季度统计局竣工占全年比重低，结合竣工端消费建材企业一季度业绩，我们判断不宜高估竣工端真实需求增长。据百年建筑网调研统计，1114个保交楼样本中，3月保交楼中已交付251个，占比23%；5月保交楼中已交付380个，占比34%。若去除5月保交楼中已交付380个，目前存量方面50.4%处于装饰装修阶段；主体结构占比33.7%，封顶占比接近13%。

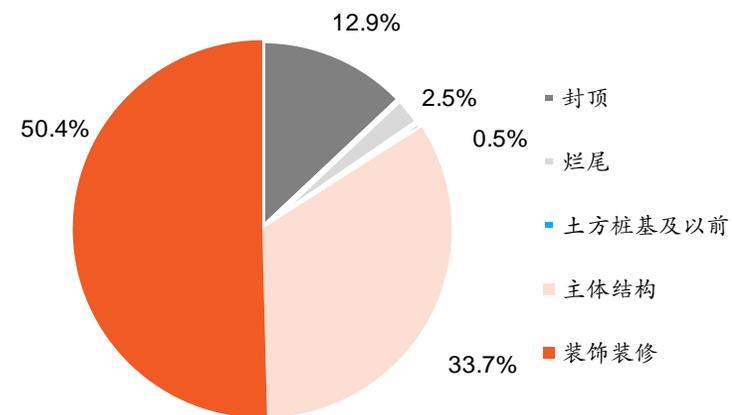
3-5月保交楼已交付占比

区域	3月	5月	差值
全国	23%	34%	11%
华东	27%	40%	13%
华南	27%	56%	19%
西南	5%	15%	10%
华中	11%	16%	5%
华北	28%	32%	4%
东北	29%	33%	4%
西北	19%	26%	7%

重点业主单位保交楼已交付进度

业主	3月	5月	差值
恒大	16.4%	30.8%	14.4%
金科	6.2%	18.7%	12.5%
绿地	2%	12.2%	10.2%
融创	18.3%	30%	11.7%
世茂	23.5%	41.1%	17.6%
泰禾	11.1%	12.7%	1.6%
鑫苑	14.2%	28.5%	14.3%
阳光	23%	41.1%	18.1%
保利	33%	41.6%	8.6%
碧桂园	7.4%	21%	13.6%

保交楼存量占比（单位：%）



## 1.6 政策延续宽松基调，潜在空间仍存

- 据平安证券地产团队分析，对比2014年“930”新政、2015年“330”新政，核心一二线城市政策空间犹存，下半年进一步宽松仍值得期待。

	频繁表态，但无实质举措	二线政策放松 政策进入实质宽松期	930普惠性政策出台	供给端政策转向 “金融16条” “三支箭”	防风险、促需求
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
中央	<p>两会政府工作报告：房住不炒，探索新发展模式，支持合理住房需求，“三稳”，促行业良性循环</p> <p>金融委：关于房地产企业，及时研究和提出有力有效防范化解风险应对方案</p> <p>央行：政策要充足、精准和靠前发力</p> <p>住建部：坚决守住不发生系统性风险的底线，充分释放居民住房需求</p> <p>银保监会：保租房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理</p> <p>财政部：今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件</p>	<p>中央政治局会议：保持房地产融资平稳有序</p> <p>国务院：出台33项一揽子稳经济措施</p> <p>银保监会：做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务</p> <p>央行：降准0.25个百分点，非对称降息，5年期以上LPR下调15个基点</p>	<p>中央政治局会议：因城施策用足用好政策工具箱，压实地方政府责任，保交楼、稳民生</p> <p>住建部&amp;财政部&amp;央行等：通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付</p> <p>央行&amp;银保监会：阶段性调整差别化住房信贷政策</p> <p>央行：下调首套公积金贷款贷款利率0.15个百分点</p> <p>财政部&amp;税务总局：一年内换房退个税</p>	<p>二十大报告：房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度</p> <p>中央经济工作会议：有效防范化解重大经济金融风险</p> <p>央行&amp;银保监会等：“金融16条”，“三支箭”先后落地</p>	<p>央行&amp;银保监会：开展资产激活、负债接续、权益补充、预期提升四项行动支持优质房企，“金融17条”支持租赁市场</p> <p>住建部：精准施策</p> <p>证监会：启动不动产私募投资基金试点，进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行</p> <p>自然资源部&amp;银保监会：“带押过户”</p>
地方	60余城出台政策超百次，主要在三四线城市	需求端政策不断发力，热点一二线城市渐进式优化政策	9月政策节奏明显加快	多地下调房贷利率至4%以下，热点城市政策优化保持一定频次	因城施策保持一定频次



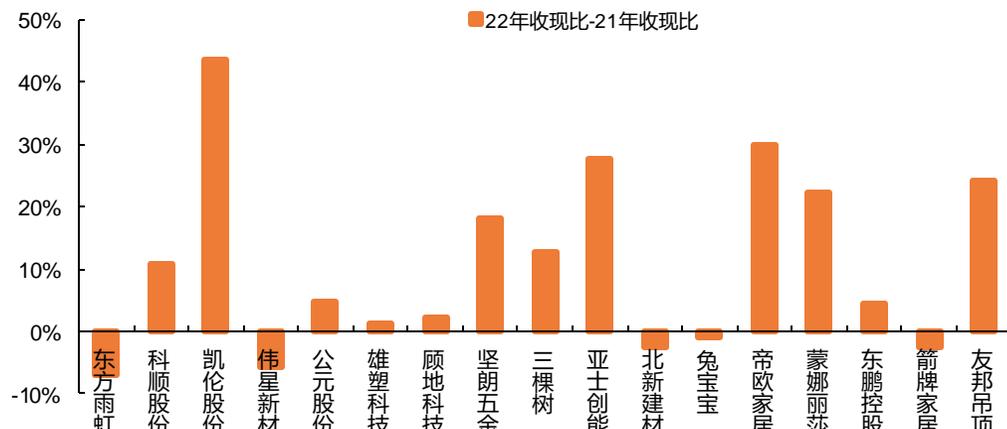
# CONTENT 目录

- ◎ 一、市场需求：地产脉冲式复苏，开竣工表现分化
- ◎ 二、消费建材：渠道变革见成效，份额提升空间大
- ◎ 三、周期建材：玻璃盈利迎修复，水泥供需弱平衡
- ◎ 四、投资建议与风险提示

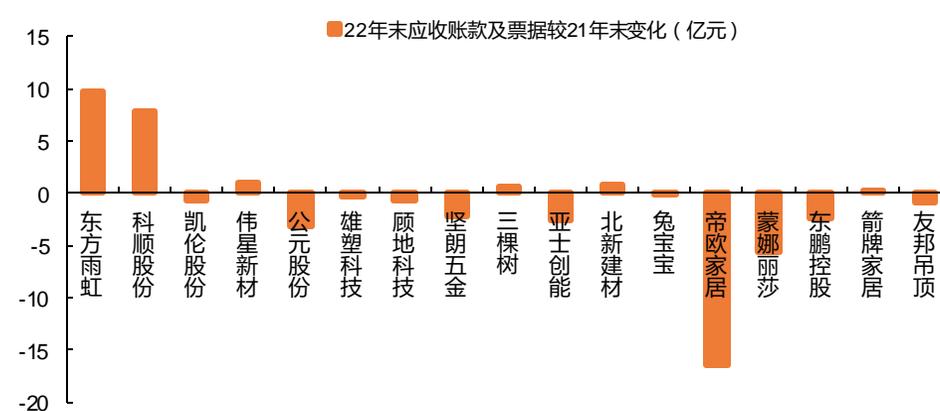
## 2.1 渠道变革正发力，经销零售占比提升

- **消费建材企业积极变革渠道，加大经销尤其零售领域拓展。**2021H2以来，地产销售、开工规模萎缩，且房企频繁违约、回款难的背景下，消费建材企业积极变革销售渠道、降低直销比重。在工程集采方面，主动收缩问题房企业务，加大与高信用房企、建筑央企合作力度；同时重点发力渠道业务，尤其是零售渠道，主要措施为进一步下沉市场、挖掘中小经销商。2022年上市公司经销收入占比普遍提升，例如，雨虹工程渠道与零售收入占比明显提升，科顺经销收入占比升至50%左右，三棵树、伟星、蒙娜丽莎经销收入占比亦有明显提升。
- **渠道变革符合行业趋势，经营回款质量更佳。**一是，地产格局迎来重塑，央国企与区域民企或成主流玩家，未来区域民企规模体量小，集采模式适用度不高，而央国企业务竞争日趋激烈、利润率与回款质量亦有压力，地产直销模式增长乏力；二是，相比直销较长的回款周期，经销商尤其合伙人往往会在年底前缴清款项，有助于缓解公司应收款项压力；三是，随着业务布局更加下沉，地级市与县城市场业务分散，碎片化项目增加导致业务获取难度增大，通过下沉市场拓展经销资源有助于提高获取几率；四是相比房企等工程市场客户，零售客户更注重品牌效应，头部企业在产品口碑、售后服务等方面较二三线品牌优势更大。

① 多数消费建材公司22年收现比好于21年



② 22年末多数消费建材公司应收账款及票据不再增加



## 2.1 渠道变革正发力，经销零售占比提升

### 消费建材公司普遍加大经销尤其零售业务布局

类型	公司	2022年经销收入占比	工程渠道拓展计划	零售业务布局计划
防水	东方雨虹	——	工程业务坚持合伙人优先，升级合伙人机制，加大对合伙人的扶持力度，进一步发展小微合伙人和专项领域合伙人。	零售业务优先。22年末民建集团灭空白、拓品类、强分销，经销商突破4000家，分销网点16余万家，分销门头近4万家；与万余家装饰公司达成合作。“虹哥汇”会员数量突破200万人。德爱威涂料实现加盟逾1600家经销商合伙人，终端销售网点达到18000家。2022年民建集团实现营业收入60.78亿元，同比增58%。
	科顺股份	经销收入占比约50%，同比约升13pct	抢占政府类、总包类集采的新阵地；继续加大经销商开发和培育，提高经销商全国地级市覆盖率，并逐步向县级城市渗透，加大高铁等非房领域拓展。22年末与全国30个省市2500多家经销商建立长期合作关系。	努力实现民建业务裂变，升级民建产品体系，努力实现2023年民建收入超10亿的目标。
涂料	三棵树	经销收入占75.82%，同比升10.58pct	家装内墙涂料要精耕渠道，并在大力发展新经销商客户的同时不断探索公司高端零售转型新模式，坚持零售高端化、年轻化、服务化和线上化，以家居卖场体验店、艺术涂料体验店等模式拉动高端零售转型；公司美丽乡村门店数持续增加，电商新零售模式成长迅速。工程外墙涂料要优化渠道结构，重视与优质地产合作，聚焦央国企、城建城投、工业厂房拓展，逐步发力旧改、学校、医院等小B端，并下沉县级渠道。	
	亚士创能	经销收入占84.33%，同比升0.09pct	加快建设经销主航道，做大、做透、做精经销商渠道；2022年末注册经销商数量达到26419家，比2021年底增长约50.28%；零售经销商1541家，覆盖终端门店约4366家。	
管材	伟星新材	经销收入占76.26%，同比升6.64pct	严控工程风险，加快结构性调整，提升经营质量。	持续深耕零售，加大渠道下沉力度，多维度提高市占率；设立装企事业部负责开发和维护全国性和跨区域的大型家装公司。22年末在全国设立40多家销售公司，拥有1700多名专业营销人员，营销网点3万多个，计划每年净增加1000-2000家
	公元股份	经销收入占83.93%，同比升2.22pct	继续完善经销网络和渠道网点下沉，抢抓市场份额。22年末国内外拥有一级经销商2600多家	
瓷砖	蒙娜丽莎	经销收入占57.87%，同比升6.77pct	对战略工程仍然保持一种乐观谨慎的态度，在风险可控前提下，保持与挖掘优质地产客户的合作，整体占比控制在一定比例。	C经历过去几年渠道下沉，经销渠道大幅提升，但相较同行还有提升空间，2023年公司将持续渠道下沉，开拓空白市场，提升C端占比。
	东鹏控股	经销收入占59.24%，同比升0.27pct		借助营销网络渠道优势，狠抓零售主战场。提升线下网点数量和质量

## 2.1 渠道变革正发力，经销零售占比提升

- 2023Q1需求弱复苏且高基数背景下，优质公司业绩表现不俗。
  - 防水：尽管地产新开工萎缩两成，雨虹Q1收入增长19%，科顺增长8%，凯伦增长56%。
  - 涂料：三棵树Q1收入增长21%。
  - 管材：伟星新材因上年底积极促销、Q1收入同比下滑。
  - 瓷砖：东鹏控股Q1增长18%，蒙娜丽莎增长4%。

### 消费建材公司业绩一览

行业	公司	营收增速			归母净利润增速		
		2022	2022Q4	2023Q1	2022	2022Q4	2023Q1
防水	东方雨虹	-2%	-15%	19%	-50%	-70%	22%
	科顺股份	-1%	-18%	8%	-74%	-12591%	-41%
	凯伦股份	-18%	-10%	56%	-321%	-70%	300%
管材	伟星新材	9%	18%	-11%	6%	17%	48%
	公元股份	-10%	-16%	-7%	-86%	-93%	139%
	雄塑科技	-25%	-32%	-33%	-102%	-3551%	108%
	顾地科技	-29%	-38%	-23%	77%	91%	38%
五金	坚朗五金	-13%	-21%	5%	-93%	-67%	37%
涂料	三棵树	-1%	-4%	21%	179%	106%	168%
	亚士创能	-34%	-25%	1%	119%	105%	58%
石膏板	北新建材	-5%	-10%	2%	-11%	1%	6%
板材	兔宝宝	-5%	-2%	-32%	-37%	-70%	-21%
瓷砖	帝欧家居	-33%	-35%	-20%	-2283%	-297%	12%
	蒙娜丽莎	-11%	-25%	4%	-221%	88%	109%
	东鹏控股	-13%	-16%	18%	32%	103%	102%
卫浴	箭牌家居	-10%	-19%	-2%	3%	-33%	-88%
吊顶	友邦吊顶	-3%	-7%	-9%	129%	101%	-52%

## 2.2 市占率提升空间仍大，未来强者恒强

- 随着下游地产规模萎缩、大型房企集采红利消退，市场对于消费建材企业成长性有所担忧。但我们认为，参考欧美经验，一是随着存量房翻新增加，行业中长期需求犹大，二是市占率提升空间较大，三是品类拓展亦打开成长空间，头部企业α不应被低估。未来尽管增长中枢或有所下移但不至于失速、优质公司有望穿越牛熊、业绩长青，叠加估值大幅下滑，投资价值凸显。
- 对比欧美国家，国内消费建材企业集中度提升空间较大。国内防水、涂料、管材行业呈现一超多强局面，但东方雨虹、立邦涂料、中国联塑作为行业领军者，市占率均不超过20%，而TOP3市占率不超过30%，瓷砖行业集中度更加分散，四家头部瓷砖公司市占率仅9%。而美国作为成熟市场，防水龙头GAF市占率25%，建筑涂料龙头宣伟市占率高达50%，瓷砖龙头莫霍克市占率55%。

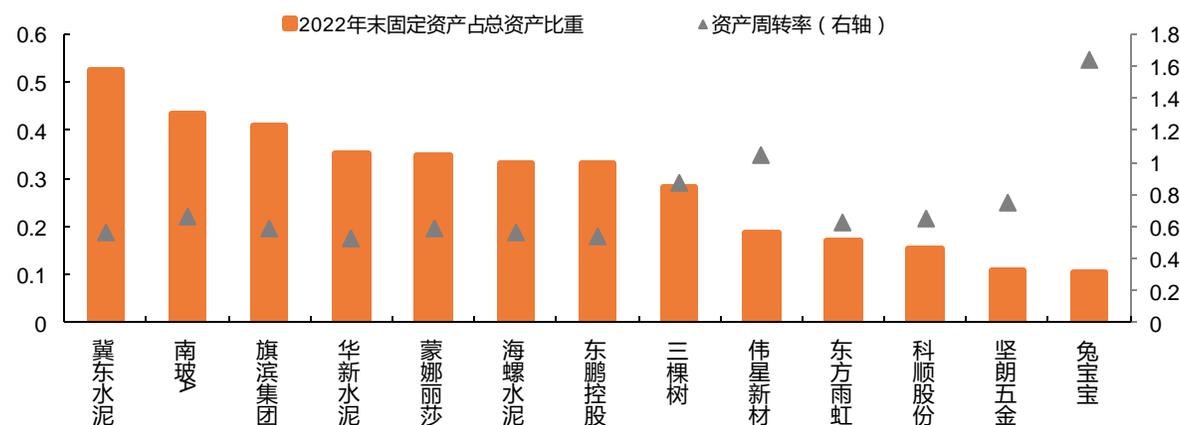
### 国内外防水等消费建材行业集中度对比

行业	国内集中度	海外集中度
防水	防水行业2021年市场规模约2000亿，考虑地产占比六成左右、22年新开工萎缩4成，估算22年防水规模萎缩至1500亿左右。22年东方雨虹防水业务收入约244亿元，市占率16%，科顺市占率约5%，凯伦股份约1%	<ul style="list-style-type: none"> <li>奥地利碧谢霍夫曼(Btisscher&amp;Hoffmann)2014年营收8.19亿欧元；防水卷材年产量5亿平，占有奥地利85%市场份额(2002)；</li> <li>GAF营收超过32亿美元，美国市场占有率25%</li> </ul>
涂料	2021年国内建筑涂料前五市占率29%，立邦、三棵树、多乐士排名前三，金额为172亿元、80亿元、57亿元，市占率为13.3%、6.2%、4.4%	北美建筑涂料市场规模179亿美元，美国建筑涂料市场CR3超过80%，CR5超过95%，其中宣伟市占率达50%左右
瓷砖	马可波罗、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居2021年瓷砖业务总营收280亿元，合计市占率9.0%，其中马可3.0%、东鹏2.1%、蒙娜2.2%、帝欧1.6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>美国莫霍克2019年瓷砖业务收入36.31亿美元，在美国市占率约55%</li> <li>泰国SCG集团2018年瓷砖销售额6.87亿欧元，在泰国市占率58%</li> </ul>

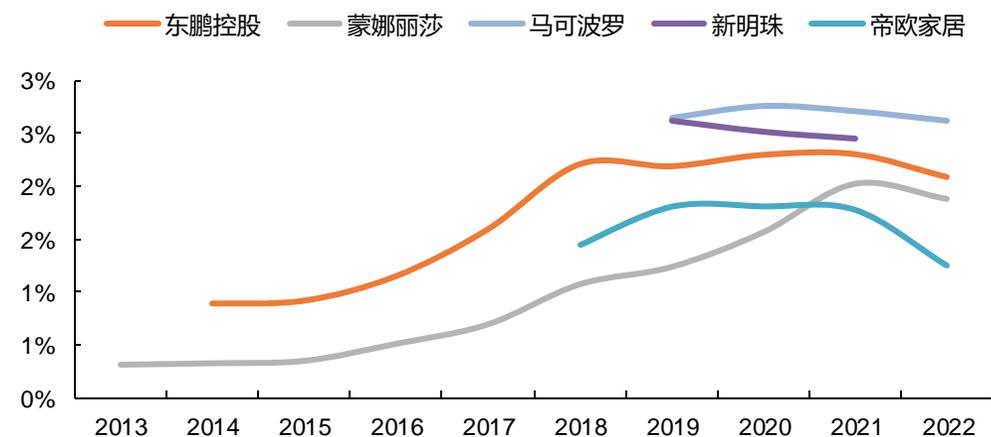
## 2.2 市占率提升空间仍大，未来强者恒强

- 国内消费建材集中度低，主要因需求好、门槛低、规范不严。一是受益过去房地产快速发展，消费建材需求旺盛；二是生产技术壁垒不高，以涂料为例，生产主要涉及配料、研磨、调漆、过滤等，工艺复杂度不高，而核心的原材料技术如树脂、助剂、乳液等多掌握在外资品牌手中；三是资金门槛较低，消费建材企业固定资产占比处于建材行业较低水平、资产周转率则相对较高；四是行业制度规范较为宽容，以防水为例，由于防水质保期只有5年要求，且防水质量高度依赖施工、发生漏水问题容易推诿，因此涌现大量中小企业与小作坊、通过生产低端甚至伪劣产品进行低价竞争。
- 相比防水、涂料行业，瓷砖行业集中度更低，主要因：一是生产方面，瓷砖产品类型、花纹多样，标准化程度低；二是运输方面，瓷砖易磕碰损坏、运输难度大导致运输半径小、成本高，市场外拓难度大；三是销售方面，国内瓷砖品牌尚处培育发展阶段，消费者对瓷砖产品选择时亦重视花纹、尺寸、价格等，品牌非决定性因素。

相比水泥、玻璃，消费建材资金门槛不高



上市瓷砖公司营收占瓷砖行业规上企业收入比重

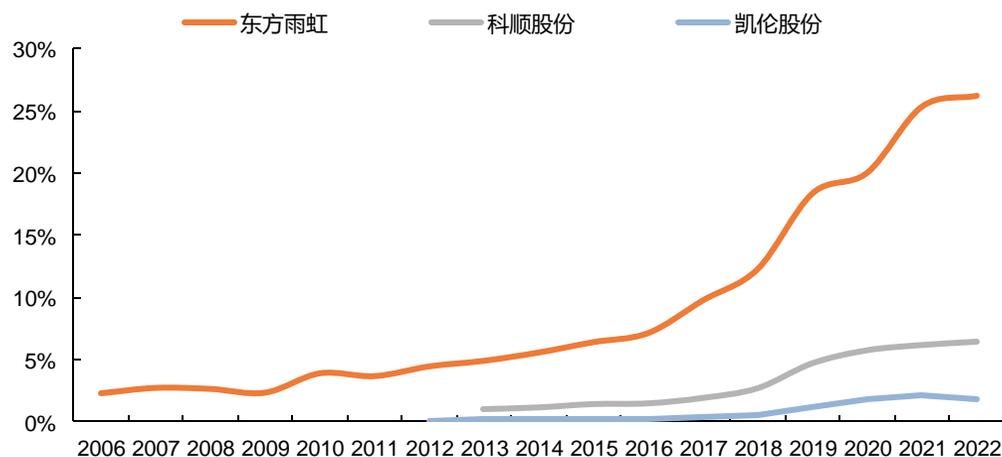


## 2.2 市占率提升空间仍大，未来强者恒强

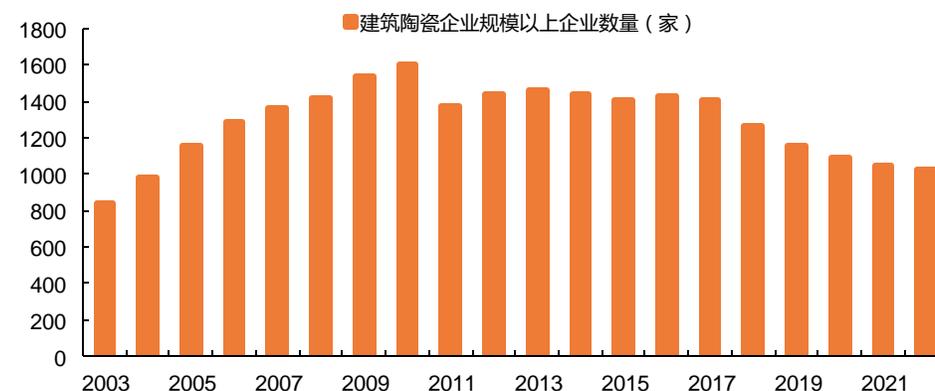
➤ 消费建材集中度提升动力包括如下六点，提升速度取决于头部企业的规模诉求程度，以及政策规范的落地节奏。

- ① 近年疫情冲击、地产困局与成本上涨三重冲击下，行业格局或加速出清，中小企业未来经营或更趋谨慎、渠道资源亦存流失压力。
- ② 建材产品技术升级较慢且房企集采红利消退，后来者弯道超车难，头部企业凭借规模化带来成本、研发与品牌优势有望强者恒强。
- ③ 2022年以来头部企业积极变革渠道，进一步下沉市场，通过品牌、资金、服务支持吸引经销商加盟，渠道资源持续强化。
- ④ 行业制度与环保要求趋严，如防水新规落地、对产品质量要求明显提升，陶瓷行业“煤改气”正持续推进、环保整治力度加大。
- ⑤ 消费升级大趋势下，居民愈发重视产品质量、口碑与后期服务，头部企业品牌服务相比中小企业更具优势。
- ⑥ 市场集中度提升后期，收并购将推动龙头规模继续扩张。美国建筑涂料行业历史悠久，最早企业诞生已超150年，在多层周期浮沉、环保淘汰、消费升级洗礼下，行业出清与淘汰持续演绎。根据涂界，1989年行业前10中有6家企业最终被宣伟、PPG收购；1995-2004年的10年时间内有9年涂料企业年并购次数达到10次及以上。2017年宣伟收购威士伯一举成为全球最大的涂料企业。

上市防水公司营收占防水行业规上企业收入比重



2010-2022年瓷砖行业规上企业从1597家降至1026家



## 2.3 品类扩张打开成长空间，考验企业渠道、拓客能力

➤ 除了份额提升，品类扩张亦成为公司未来增长重要途径。近年多数消费建材公司加大品类拓展力度，其中雨虹、伟星非传统主业收入贡献均超过10%，助力公司打开收入增长空间。例如，家庭装修中防水产品支出一般不超过两千元，但加上瓷砖胶、美缝剂等雨虹“七朵金花”，户均销售额可达到四五千元。实际上，伍尔特等海外消费建材龙头的收入结构普遍呈现多元化特征。当然，品类拓展并非水到渠成，新品类拓展面临客户对品牌接受度不高、跨界竞争难度大等问题，更加考验企业渠道、品牌等实力，而具备较强的渠道资源、业务协同性较好的建材公司更值得看好。

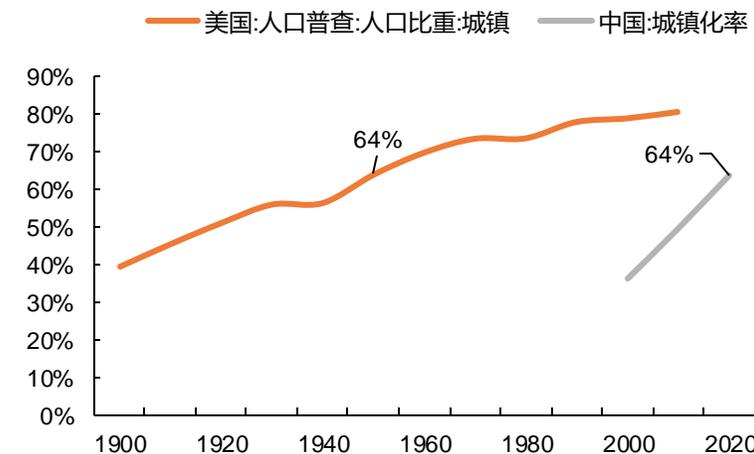
### 部分消费建材公司多品类拓展情况

公司	22年多元品类收入	多品类业务发展类型	拓品类的优势
东方雨虹	估算非防水产品收入68亿元，同比增长28%，收入占比22%	公司主要产品包括建筑防水材料、建筑装饰涂料、特种砂浆、建筑粉料、建筑节能材料、非织造布、特种薄膜等。	<ul style="list-style-type: none"> <li>品牌背书：雨虹为防水龙头、产品口碑好，砂浆、涂料等产品亦入选房企综合实力TOP500首选服务商品品牌</li> <li>业务具备协同性：防水为家庭装修的前置工序，导入瓷砖胶、美缝剂、建筑涂料等品类，具备一定优势</li> <li>经销网点众多且持续拓展：2022年末民建集团经销商已突破4000家，分销网点16余万家</li> <li>拥有大量掌握基础辅材采购权的工长资源：2022年末“虹哥汇”会员数量已突破200万人(2021年末超过百万)</li> </ul>
科顺股份	减隔震产品2.6亿元，占比3%	2022年收购丰泽股份，目前公司产品和服务涉及工程防水、家庭防水、建筑修缮、减隔震、光伏能源、雨水管理、抹灰石膏等。	<ul style="list-style-type: none"> <li>与保利资本强强联合：公司与保利资本签署战略合作协议，拟在产业业务、多元化发展、新能源开发建设开展合作</li> <li>减隔震市场广阔：减隔震领域新规落地后、行业迎来提标扩容，同时市场竞争格局高度分散</li> <li>减隔震业务具备协同性：公司在基础设施建设市场收入占比低，可借助丰泽的营销网络和客户资源实现业务协同</li> </ul>
三棵树	防水卷材9.9亿元，同比减少22%，收入占比9%	公司主营业务为建筑涂料（墙面涂料）、防水材料、地坪材料、木器涂料、保温材料及保温一体化板、基辅材的研发、生产和销售	渠道资源丰富：2022H1末公司小B渠道客户数量约20,043家，截至2022H1公司共有“马上住”服务授权网点681家，项目启动至今已经走进约21万个家庭。
伟星新材	防水、净水及其他产品6.8亿元，同比增64.8%，占比10%	全面推进“同心圆”产品链战略，加快防水、净水等业务拓展	<ul style="list-style-type: none"> <li>品牌形象好：公司以家装管道起家，品牌服务常年处于行业领先，消费者口碑较好</li> <li>渠道把控强与市场应对强：公司渠道扁平化，对经销商把控与市场营销、应对能力强，同时销售渠道资源多</li> <li>业务具备协同性：防水、净水施工属于管道安装的后续工序，尤其是净水器安装涉及管道铺设。</li> </ul>
坚朗五金	家居类产品、门窗配套件、其他建筑五金产品共29亿元，同比减少9%，收入占比38%	公司致力于成为领先的建筑配套件集成供应商，产品品类多，达130种	<ul style="list-style-type: none"> <li>上市以来持续搭建渠道、构筑直销大平台，近两年下沉至县城，长尾市场公司产品、品牌优势更加凸显；</li> <li>针对品类繁多、销售难度大痛点，公司坚持信息化建设，构筑精细化管理的壁垒</li> </ul>

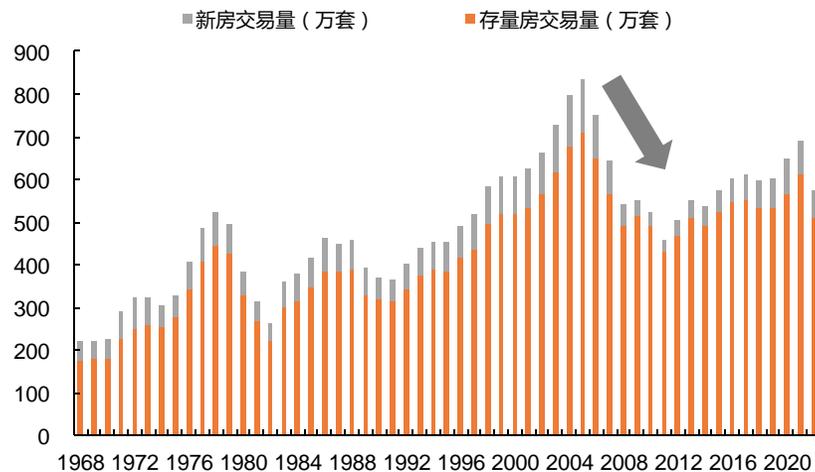
## 2.4 参考海外经验，优秀公司可穿越牛熊

- 从美国防水龙头卡莱尔、瓷砖龙头莫霍克、涂料龙头宣伟的历史表现看，消费建材公司收入增速与地产景气度具有较强的相关性，跟随地产行业呈现周期性波动。
- 回顾08年次贷危机，美国房屋交易规模在2005年达历史顶峰，此后6年累计降幅达45%，2012年成交规模重回上升通道，但尚未回到历史高点。在此背景下，莫霍克营收从2006年79.1亿美元高点降至2010年53.2亿美元，累计下滑33%，2011年重回上涨通道；卡莱尔2009年营收同比降27%至22.6亿美元，2012年从28.5亿美元开始重回上升通道；宣伟仅在2009年收入明显下滑（同比降11%），其余年份保持正增长。

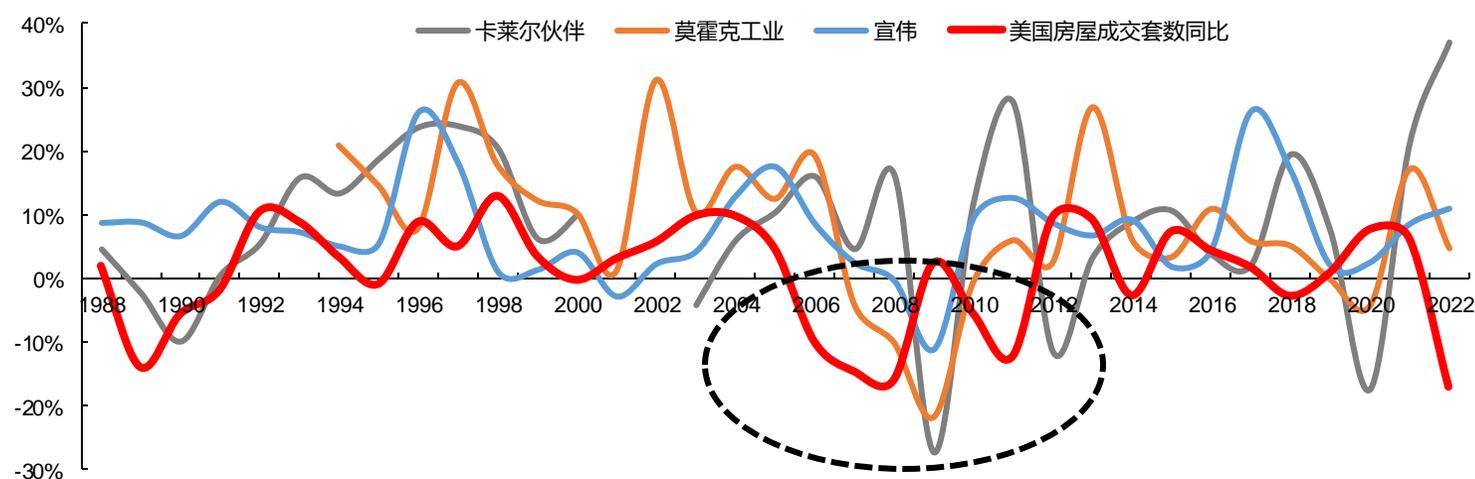
当前国内城镇化率与美国50年代接近



次贷危机后美国房屋成交规模仍未回到05年高点



美国消费建材龙头营收增速与美国房屋销售规模增速具有一定相关性



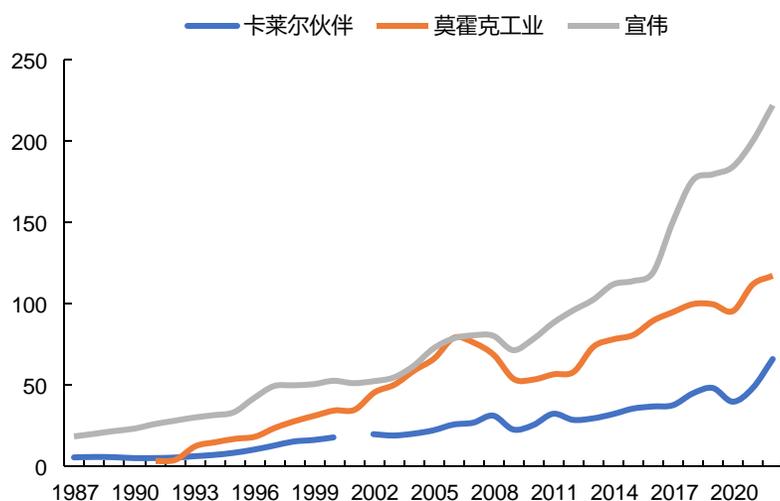
## 2.4 参考海外经验，优秀公司可穿越牛熊

- 对比国内情况看，2022年全国商品房销售面积下滑24%、克而瑞百强房企操盘面积下滑46%、新开工下滑44%、竣工下滑15%，在此背景下，雨虹、科顺、三棵树、伟星等收入仅小个位数下滑甚至正增长，足以说明公司较强的抗风险能力。
- 拉长周期看，尽管当前美国房地产规模仍低于2005年历史高点，但建材公司卡莱尔、莫霍克与宣伟的收入、利润屡创新高，ROE长期保持两位数以上，印证优秀企业可穿越牛熊、长期成长性无忧。

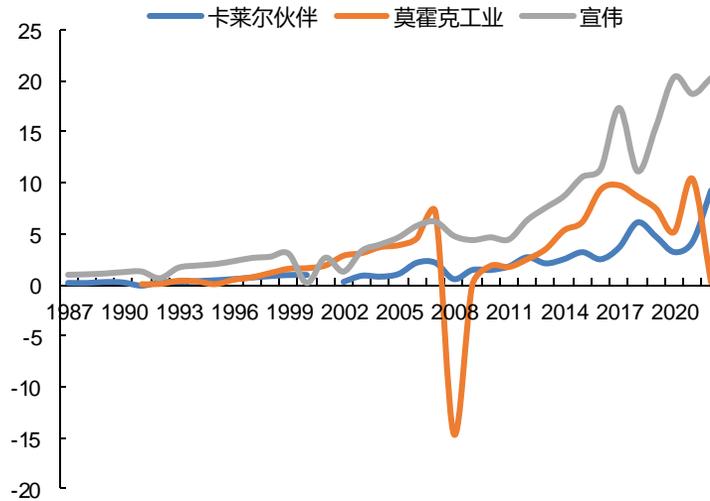
三家海外建材企业过去三十年业绩增速

		卡莱尔	莫霍克	宣伟
营收 CAGR	1990-2000年	14%	32%	9%
	2000-2010年	4%	5%	4%
	2010-2020年	5%	6%	9%
净利润 CAGR	1990-2000年	16%	43%	11%*
	2000-2010年	4%	1%	4%*
	2010-2020年	8%	11%	16%

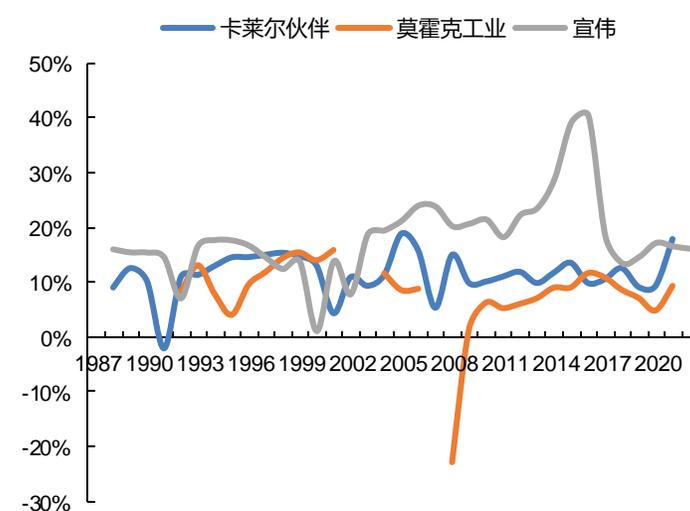
三家海外建材企业营收再创新高（亿美元）



卡莱尔与宣伟净利润再创新高（亿美元）



三家海外建材企业ROE长期保持两位数以上



## 2.5 原材料成本下行，利润率正触底改善

➤ 2021-2022年全球大宗商品价格上涨叠加下游需求弱势，消费建材毛利率大幅下滑，降至历史较低水平。随着2022H2以来油价明显回落，叠加经济下行背景下供需格局转至宽松，多数消费建材原材料价格下行。2023Q1以涂料、防水、板材为代表的消费建材企业毛利率均企稳回升，瓷砖、卫浴、吊顶、五金等亦环比企稳。另一方面，随着“三支箭”出台、房企融资政策得以支持、暴雷风险降低，消费建材公司应收款与存货减值压力亦得到有效缓解。

◎ 2023年以来多数消费建材原材料价格下行（2023Q2统计范围为4-5月）

消费建材	原材料	原材料/燃料均价（元/吨）						走势图	同比增速					
		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2
	布伦特原油期货结算价（美元/桶）	98	112	98	89	82	79		60%	62%	33%	11%	16%	29%
防水材料	沥青（期货结算价）	3573	4269	4259	3931	3783	3752		27%	39%	36%	31%	6%	12%
建筑涂料	现货价：钛白粉（金红石型）	19716	19649	17127	15030	15166	15798		14%	1%	12%	24%	23%	20%
	现货价：丙烯酸丁酯	15188	13656	9949	9115	9926	8761		3%	19%	46%	42%	35%	36%
	现货价：苯乙烯	9229	10195	9508	8349	8475	8289		14%	5%	5%	5%	8%	19%
管材	PVC电石法市场价	8693	8541	6530	6059	6226	5879		10%	5%	31%	38%	28%	31%
	HDPE市场价（燕山石化5000S）	8816	9245	8656	8958	8840	8669		2%	1%	5%	1%	0%	6%
	PP期货结算价	8682	8685	7945	7711	7810	7321		0%	2%	7%	10%	10%	16%
瓷砖	LNG市场价	6466	7240	6718	6679	5914	4388		48%	101%	25%	4%	9%	39%
五金	不锈钢期货结算价	18758	18803	16197	16890	16413	15044		31%	24%	13%	6%	13%	20%

◎ 多数消费建材公司23Q1毛利率企稳甚至回升

行业	公司	毛利率		
		2022	2022Q4	2023Q1
防水	东方雨虹	26%	26%	29%
	科顺股份	21%	20%	22%
	凯伦股份	19%	15%	23%
管材	伟星新材	40%	39%	37%
	公元股份	18%	21%	20%
	雄塑科技	14%	14%	19%
	顾地科技	14%	16%	15%
五金	坚朗五金	30%	31%	30%
涂料	三棵树	29%	29%	30%
	亚士创能	32%	34%	35%
石膏板	北新建材	29%	27%	27%
板材	兔宝宝	18%	18%	23%
	帝欧家居	18%	18%	20%
瓷砖	蒙娜丽莎	24%	25%	25%
	东鹏控股	30%	32%	25%
	箭牌家居	33%	30%	30%
卫浴	箭牌家居	33%	30%	30%
吊顶	友邦吊顶	27%	27%	27%



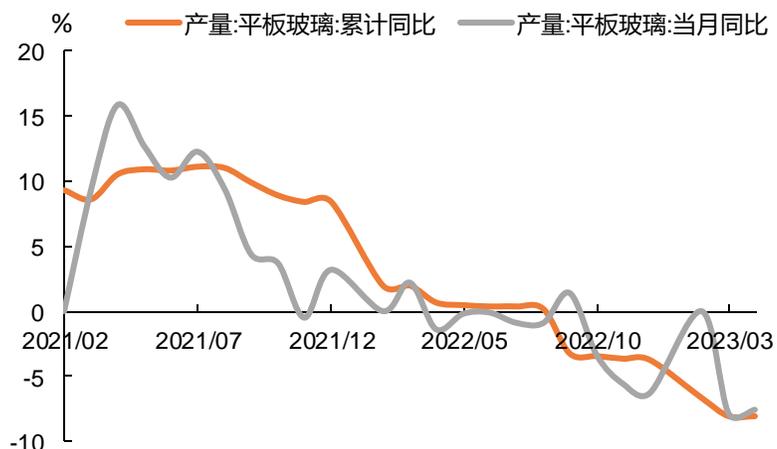
# CONTENT 目录

- ◎ 一、市场需求：地产脉冲式复苏，开竣工表现分化
- ◎ 二、消费建材：渠道变革见成效，份额提升空间大
- ◎ 三、周期建材：玻璃盈利迎修复，水泥供需弱平衡
- ◎ 四、投资建议与风险提示

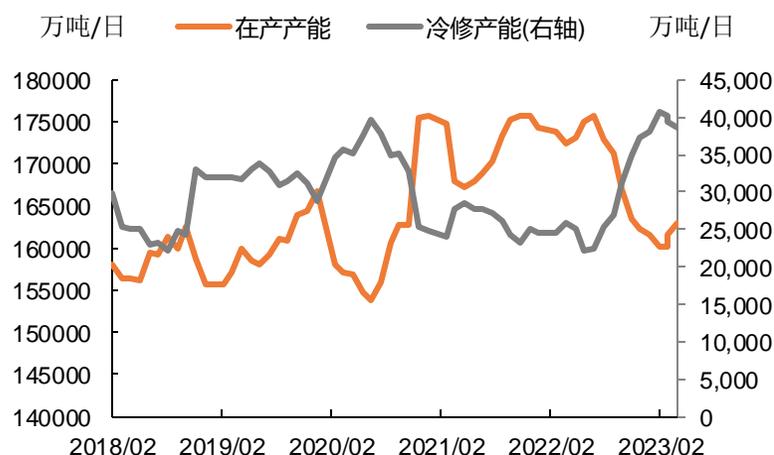
## 3.1 供需改善叠加下游囤货，三四月玻璃降库涨价

- **供给收缩，2022H2玻璃产能收缩1.6万吨日熔量。**2020-2021年玻璃生产大幅盈利、企业在手现金较多，叠加对交房高峰期与“保交付”预期高，2022H1玻璃产线冷修数量少、产能过剩严重、价格持续下滑。直到2022年Q3行业跌破盈亏平衡线后、冷修才明显加速，在产产能（日熔量）从2022年6月17.6万吨的历史高点降至2023年1月的16.0万吨。
- **需求回暖，三四月复工叠加下游囤货拉动需求。**随着三四月房地产项目陆续复工复产、叠加保交付项目推进，玻璃终端需求改善，叠加涨价预期促进下游加工厂、贸易商囤积玻璃，三四月玻璃生产商大幅降库涨价。截至5月底，浮法玻璃4.8/5mm市场价2174元/吨，同比增长13%，显著高于2022年12月低点1620元/吨，当前玻璃库存5554万重箱，同比下滑26%。

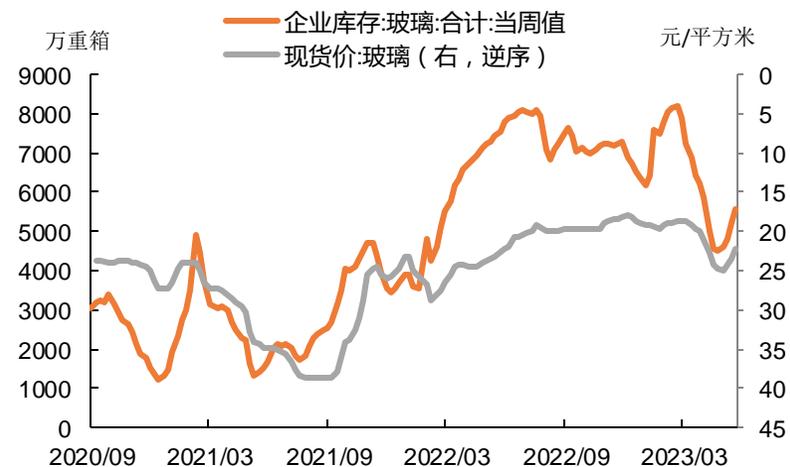
● 产能收缩促使1-4月玻璃产量同比降8%



● 2022H2以来玻璃在产产能明显回落



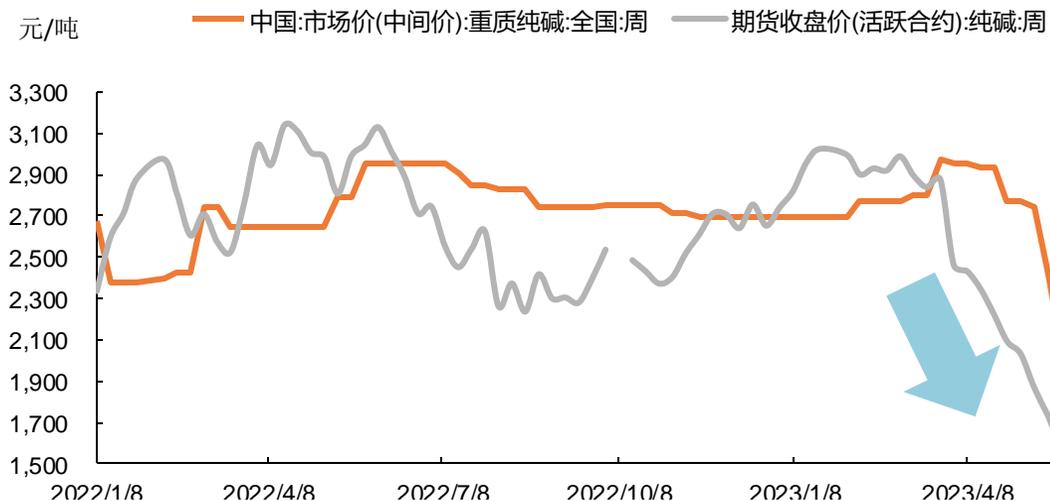
● 三四月玻璃库存明显回落



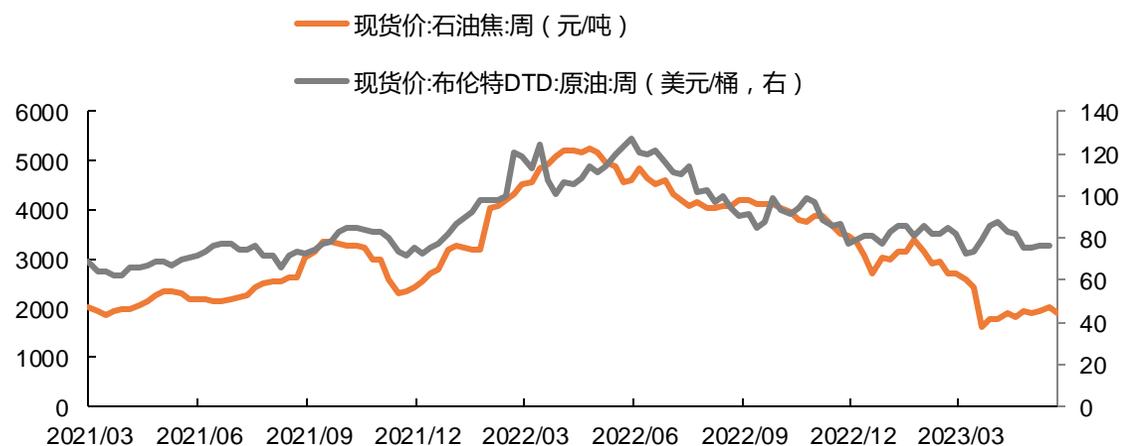
## 3.2 纯碱成本大幅回落，玻璃盈利明显改善

- 玻璃原材料主要包括纯碱、石英砂、石灰石、白云石、长石等，其中纯碱占比较高。
- 随着远兴产能投产，纯碱价格有望明显回落。1吨玻璃生产约耗0.2吨纯碱，2022年纯碱价格高居2500-3000元/吨，加剧玻璃企业盈利压力。随着远兴能源阿碱项目1号锅炉于5月20日成功点火，纯碱供需宽松预期下，5月纯碱价格大幅回落，期货收盘价从4月底2094元/吨左右跌至5月底1610元/吨。
- 玻璃燃料包括天然气、重油、石油焦、煤制气等，其中天然气占比高，“煤改气”亦是未来趋势。
- 天然气：年初以来价格保持平稳，同比高于上年同期。统计的66城1-5月工业管道燃气均价3.86元/立方米，同比增长12%。
- 石油焦：四五月现货价回落至1900元/吨左右，低于2023Q1约2800元/吨，更大幅低于2022年4200元/吨左右均价。

5月纯碱价格大跌



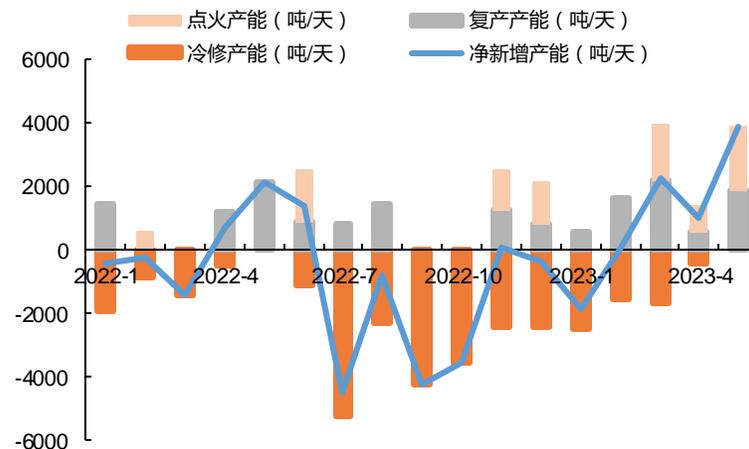
石油焦价格跟随油价先涨后跌



### 3.3 玻璃盈利弹性取决于地产复苏程度

➤ 看好玻璃企业盈利修复，弹性取决于下游地产复苏情况。玻璃价格上升叠加纯碱成本回落，三四月玻璃厂商盈利明显好转，当前行业已处于普遍盈利状态。考虑玻璃整体产能利用率存在提升空间，盈利改善或提高玻璃厂商复产意愿、拖延冷修时间，供给或将增加、扭转供需平衡局面，纯碱成本回落亦打开玻璃企业让利空间。实际上，玻璃在产日熔量由4月下旬16.2万吨增至5月下旬16.6万吨，重点监测省份库存止跌反弹，玻璃期货价格亦出现回落，后续重点关注下游地产销售与保交付尤其保交楼进展。

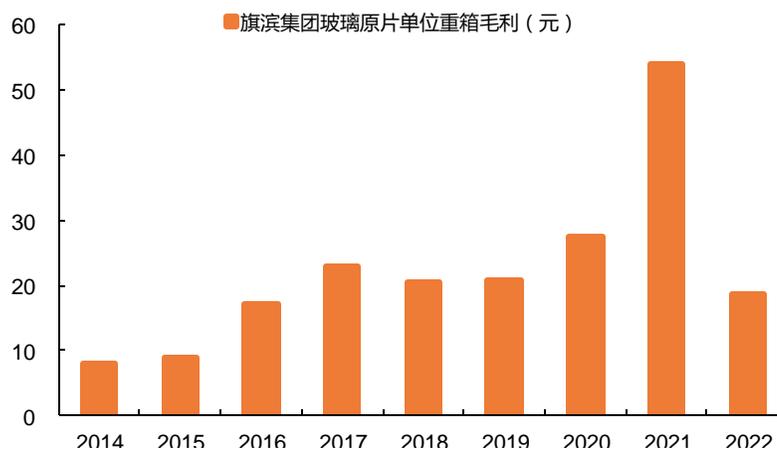
2月以来玻璃在产产能持续回升



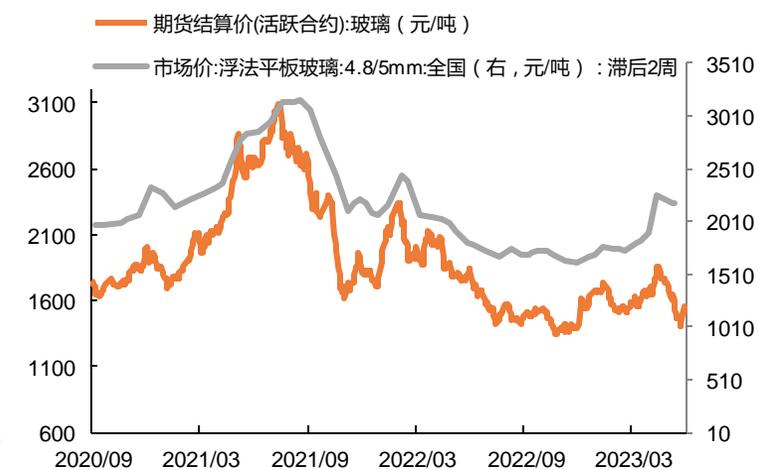
行业已回到普遍盈利 (石油焦与纯碱系数假设0.22)



旗滨集团玻璃原片单位重箱的毛利变化



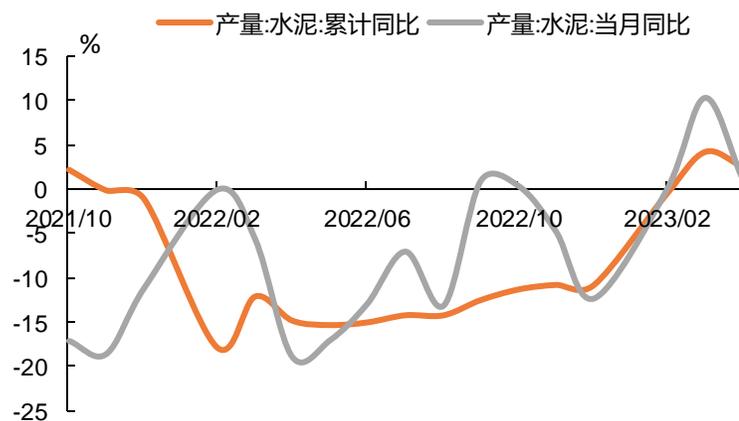
玻璃期货价格作为领先指标、已出现回落



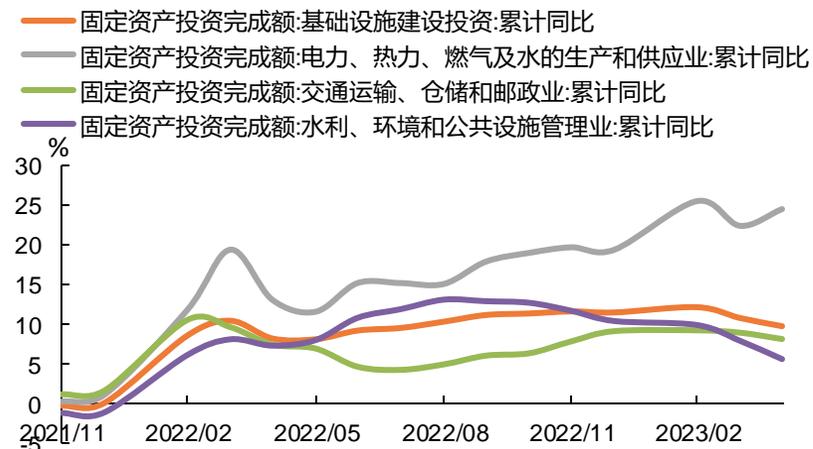
### 3.4 水泥供需弱平衡，价格震荡走低

- ▶ 尽管基建表现不俗，但地产拖累需求。2023年1-4月水泥产量同比增2.5%，库存有所累积。
  - 基建方面，1-4月广义基建投资同比增9.8%，连续两年维持高增速，其中铁路、道路、管道运输业均表现较好。
  - 地产方面，1-4月商品房销售面积同比降0.4%，新开工、施工面积分别同比降21.2%、5.2%，4月以来楼市热度持续下滑。
- ▶ 各地积极错峰生产，缓解水泥供需矛盾。2023Q1为水泥生产淡季，各地普遍开展错峰生产。4月后随着错峰生产结束、基建需求增长放缓，水泥供需矛盾有所加大。

1-4月水泥产量同比增2.5%



1-4月广义基建投资同比增9.8%



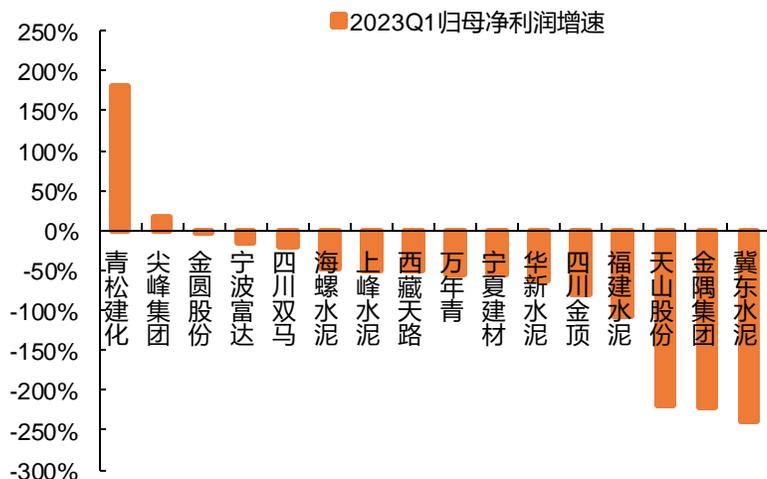
3月中旬以来水泥熟料库容比走高



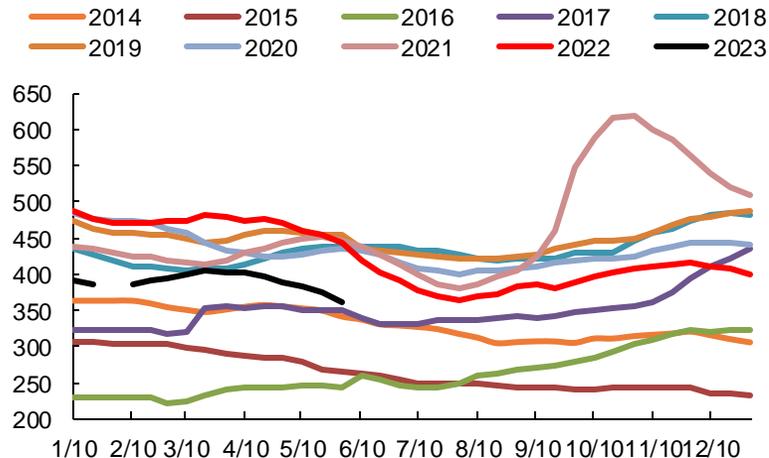
### 3.4 水泥供需弱平衡，价格震荡走低

- 2023Q2水泥价格震荡走低，上半年水泥均价与2022H2接近。截至2023/5/31，全国P.042.5散装水泥市场价降至360元/吨，同比减少82元/吨；上半年水泥均价390元/吨，与2022H2接近（394元/吨），低于2022H1均价459元/吨，表明2022H2以来水泥行业供需维持弱平衡态势。水泥价格同比下滑，叠加煤价维持高位，导致水泥企业2023Q1业绩普遍下滑较多。
- 分区域看，年初以来华东、中南、西南地区水泥先升后降，华北、东北价格延续下滑，西北价格稳中略升。

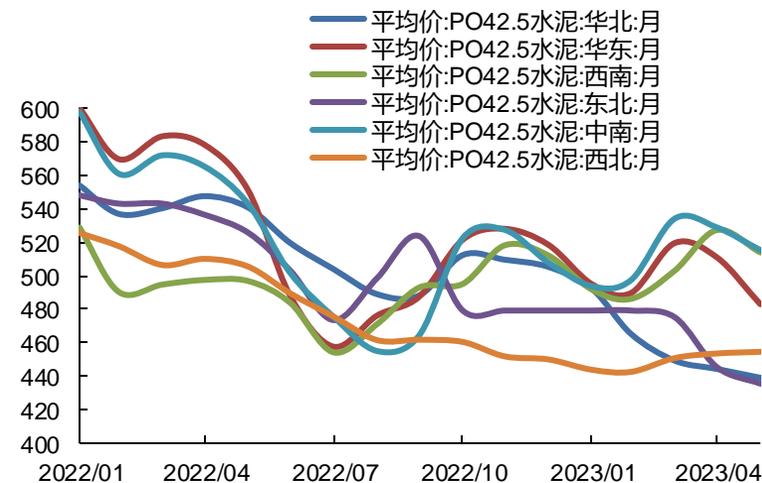
2023Q1水泥企业盈利同比普遍下滑较多



年初以来水泥价格显著下行 (单位 元/吨)



分区域水泥价格走势 (元/吨)



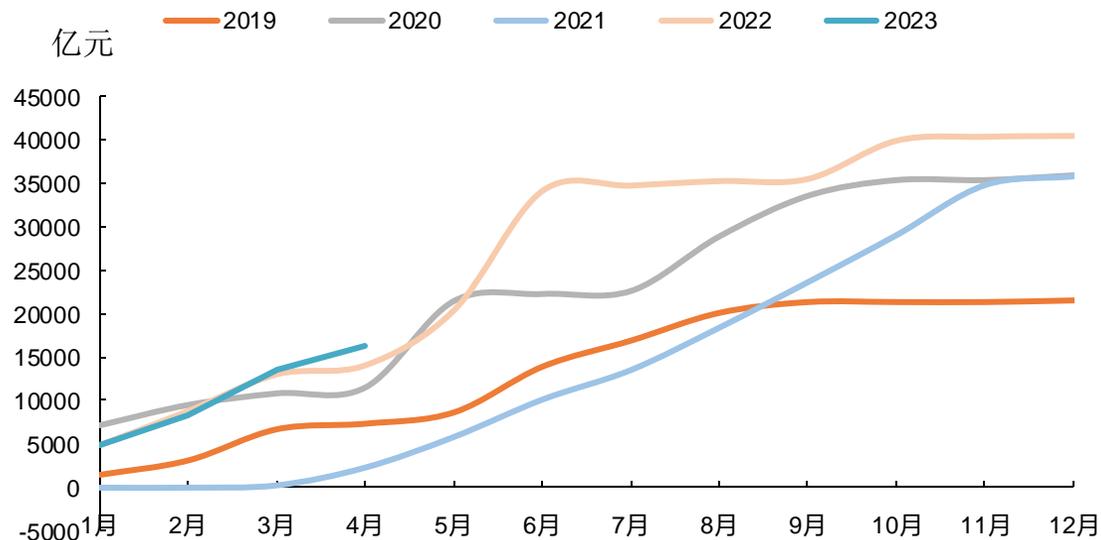
### 3.5 短期难言乐观，水泥价格仍承压

- ▶ 短期而言，水泥需求端难言乐观，错峰生产或推动行业延续弱平衡。
- ▶ 需求端：1) 基建方面，4月基建投资有所放缓，且后续仍存下行压力。据平安证券宏观团队分析，1-4月公共财政投向狭义基建的分项增速不及上年上半年，基建投资对地方债资金的依赖度提升；1-4月地方债发行进度比上年同期更快，但直到5月中下旬才下达剩余批次地方债额度，造成5-6月地方债发行节奏可能放缓；财政政策对基建的支持力度可能不稳，也蕴含了财政加码的诉求。2) 地产方面，考虑当前销售复苏热度持续下滑、各地库存周期不低、土拍成交规模大幅萎缩，预计滞后周期将被拉长、短期新开工延续承压。

4月以来石油沥青开工率回落，低于2021年同期40-50%左右（单位 %）



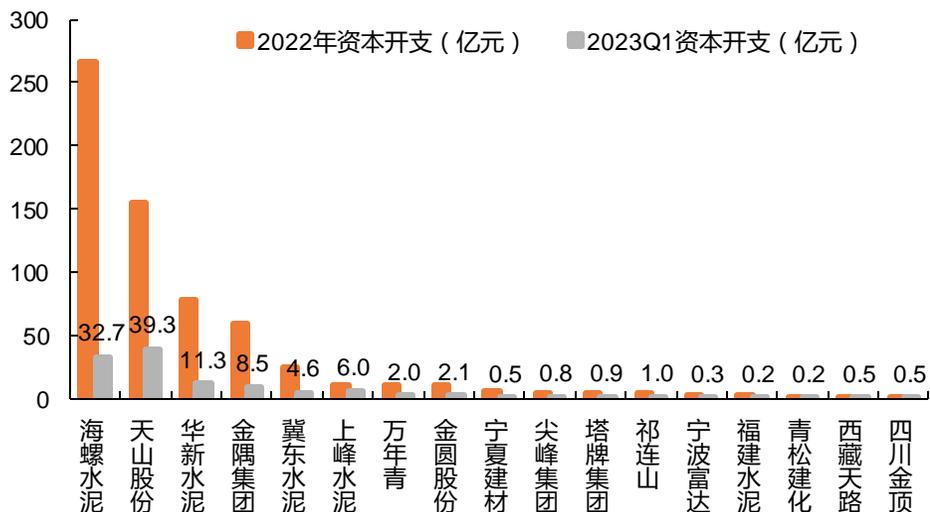
前四月地方新增专项债发行4.3万亿



### 3.5 短期难言乐观，水泥价格仍承压

- **供给端：**水泥行业产能过剩毋庸置疑，需求恢复弹性有限背景下，水泥价格供给取决于错峰生产力度，而错峰生产取决于水泥企业、尤其是头部企业是要利润亦或是通过价格战要份额。我们认为，考虑利润或是水泥企业考量重点之一，供需弱平衡下价格继续承压，但不必过度担忧价格战。
- 一是当前各地经济压力大、土地财政大幅萎缩，而水泥企业中央国企较多，对地方财政利润贡献不可或缺，实际上近两年央企考核均包括确保利润总额增速高于全国GDP增速；
- 二是水泥企业普遍在积极转型，延伸砂石骨料等产业链，资本开支较重；
- 三是本轮格局出清或耗时较久，打价格战加速提升市占率的方式面临较高的时间与资金成本。

水泥企业资本开支情况



近两年央企考核内容均包括利润总额增长要求

时间	会议名称	会议要求
2019/12/24	2019年中央企业负责人会议	突出对企业净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入强度等指标的考核
2020/12/25	2020年中央企业负责人会议	进一步完善考核体系，突出对中央企业“两利四率”指标的考核，“两利”即净利润、利润总额，“四率”即营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率
2021/12/18	2021年中央企业负责人会议	“两利四率”要努力实现“两增一控三提高”，“两增”即利润总额和净利润增速高于国民经济增速，“一控”即控制好资产负债率，“三提高”即营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高。
2023/1/5	中央企业负责人会议	2023年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升

## 3.5 短期难言乐观，水泥价格仍承压

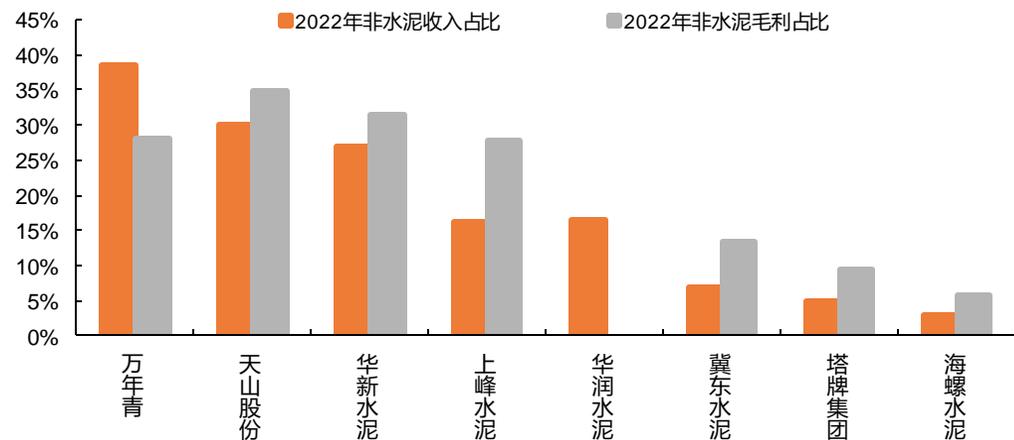
### 各地二季度错峰生产安排

地区	停窑限产安排
辽宁	4月27日至5月27日,停产15天
陕西	提前启动夏季错峰生产, 5~7月停产30天
宁夏	计划于5月1日起增加错峰生产30天。
浙江	4月至5月份错峰停窑12天。
安徽	雨季伏天错峰生产安排以中南部城市企业为主, 4~5月环巢湖地区将执行错峰生产10~15天。
江西	2023年5月份全省在产48条熟料生产线统一错峰生产5天, 所有错峰计划须在5月31日之前全部落实。
福建	二季度计划执行错峰生产25天。
山东	5~7月分两次执行错峰生产30天。
河南	4月20日起河南地区多数熟料生产线企业陆续开始执行停窑20天。
湖南	一、二季度在原有35天基础上增加5天错峰停窑时间, 其中一季度未停窑到位的单位在二季度补停到位, 即二季度停40天N天(补停天数)。
湖北	水泥生产企业根据绩效分级进行差异化停窑, 全年时间在35-80天不等。
广东	全年计划错峰生产停窑暂定60+20天/窑, 其中第一阶段:2023年1月1日至4月30日, 错峰停窑天数为40+10
广西	二季度计划执行错峰生产30天。
四川	二季度计划安排错峰生产30天, 其中, 5月份每条熟料生产线错峰生产不少于10天。
重庆	4月份企业错峰生产13天, 5月份错峰生产12天。
云南	昭通市、西双版纳州、迪庆州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数100天;怒江州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数130天;其余地区每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数150天。错峰生产执行时间为2023年1月1日至2023年12月31。协同处置条线可酌情减少错峰时间。

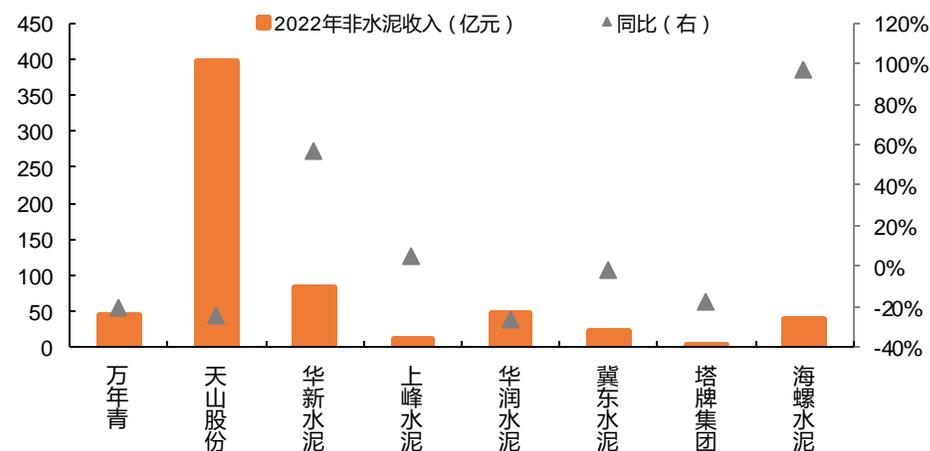
### 3.6 水泥企业积极转型，拓展第二成长曲线

▶ 行业供需修复缓慢背景下，水泥企业积极拓展非水泥业务。2022年万年青、天山股份、华新水泥、上峰水泥非水泥业务毛利占比均超过25%，业务拓展逐见成效。海螺水泥尽管非水泥业务占比低，但近两年积极延伸产业链、拓展新能源与节能环保等，2022年新增骨料产能4480万吨，商品混凝土产能1080万立方米，光储发电装机容量275兆瓦；期末骨料产能1.08亿吨，商品混凝土产能2550万立方米，在运行光储发电装机容量475兆瓦；2023年公司计划资本性支出193亿元，预计全年新增熟料产能（海外）180万吨、水泥产能1,020万吨、骨料产能4020万吨、商品混凝土产能780万立方米。

2022年水泥公司非水泥业务收入与毛利占比



2022年水泥公司非水泥业务收入金额与增速





# CONTENT 目录

- ◎ 一、市场需求：地产脉冲式复苏，开竣工表现分化
- ◎ 二、消费建材：渠道变革见成效，份额提升空间大
- ◎ 三、周期建材：玻璃盈利迎修复，水泥供需弱平衡
- ◎ 四、投资建议与风险提示

## 4.1 投资建议

- 复盘历史，建材股价与下游地产政策、销售强相关。当前经济、楼市下行压力大，政策改善仍可期，有望带动市场逐步修复，叠加估值降至历史低位，板块投资价值凸显，维持建材行业“强于大市”评级。其中，消费建材企业渠道变革逐见成效，未来份额提升、品类扩张是主要增长路径，参考海外建材龙头发展情况，企业α能力不容忽视，具备较强渠道拓展实力、零售布局抢先的公司更值得看好；浮法玻璃企业受益纯碱等成本下行，盈利有望明显修复，头部企业光伏玻璃产能放量亦值得期待。综上，推荐东方雨虹、坚朗五金、科顺股份、伟星新材、海螺水泥，建议关注旗滨集团、三棵树。
- 东方雨虹：防水新规已于4月正式实施，深圳、广州等多城陆续发文实施，行业逐步提标扩容；成本端沥青回落、行业格局亦出清；公司渠道变革与新品类逐见成效，Q1业绩侧面印证；长期看建材行业空间广阔，雨虹作为领军企业，未来领跑概率大，维持“推荐”评级。
- 坚朗五金：受益“保交付”下竣工需求回暖、成本端亦有望改善，公司业务以B端为主，近年渠道逆势扩张并下沉、品类继续扩充培育，业绩弹性较大，维持“推荐”评级。
- 科顺股份：受益防水新规落地、原材料成本回落、行业格局出清，叠加公司加速拓展经销渠道与建筑央企客户，并与保利资本达成合作，坏账计提亦相对充分，维持“推荐”评级。
- 伟星新材：受益“保交付”下竣工需求回暖、成本端亦有望改善，公司在零售市场竞争力强、“同心圆”拓展逐见成效，22年业绩逆势增长印证公司管理团队卓越、渠道与获客能力强，维持“推荐”评级。
- 海螺水泥：水泥供需维持弱平衡背景下，公司重点布局的华东、华南市场更具韧性，T型战略下成本管控行业领先，叠加估值降至历史低位，维持“推荐”评级。

## 4.2 风险提示

- **下游地产复苏、基建投资低于预期：**当前居民收入预期与信心偏弱，后续若无政策进一步支持，销售复苏或存波折且进度较慢，同时影响竣工与开工修复，既而制约建材需求复苏；2023H1基建投资表现较好，但增速呈现放缓趋势，后续亦存在进一步下行的压力。
- **建材产能收缩或行业格局出清低于预期：**水泥玻璃产能过剩问题仍较严重，近期玻璃盈利大幅改善可能导致冷修放缓、复产增加，扭转行业供需平衡态势；水泥行业错峰生产若落实不到位，亦将加大供需矛盾；消费建材随着市场需求复苏，中小企业存在卷土重来的可能。
- **渠道资源竞争激烈导致拓展进度慢：**近年头部消费建材企业积极变革渠道，通过下沉市场与拓展中小经销商提升市场份额，可能存在市场竞争激烈导致经销资源或下沉市场进度不及预期的风险。

🕒 **重点公司盈利预测（注：三棵树、旗滨集团盈利预测来自Wind一致预测（180天））**

股票名称	股票代码	股票价格（元） 2023-6-12	EPS(元/股)				PE(倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
东方雨虹	002271	29.90	0.84	1.44	1.97	2.43	35.5	20.8	15.2	12.3	推荐
坚朗五金	002791	67.30	0.20	1.64	2.33	2.90	336.5	41.0	28.9	23.2	推荐
科顺股份	300737	10.19	0.15	0.55	0.71	0.78	67.9	18.5	14.4	13.1	推荐
伟星新材	002372	21.91	0.81	1.00	1.16	1.28	27.0	21.9	18.8	17.1	推荐
海螺水泥	600585	25.56	2.96	3.59	4.02	4.42	8.6	7.1	6.4	5.8	推荐
三棵树	603737	98.08	0.88	2.48	3.61	4.71	111.5	39.5	27.2	20.8	暂无评级
旗滨集团	601636	9.56	0.49	0.81	1.13	1.40	19.5	11.8	8.5	6.8	暂无评级

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数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。

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。

## 免责声明：

此报告旨在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2023版权所有。保留一切权利。