

建筑建材行业：回归下的修复与成长

——2023年中期建筑建材行业报告

2023年7月6日

看好/维持

建材

行业报告

分析师

赵军胜 电话：010-66554088 邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480512070003

投资摘要：

回顾：2023年上半年疫情后投资增速仍好，但总体处于回归的态势当中。2023年上半年地方政府专项债保持平稳发行，基建增速略有回落，依然较好；制造业对经济的影响大，固定资产投资增速逐月回落，呈回归态势；稳杠杆后时代地产投资增速继续下滑，主要是建筑工程投资下滑的影响，施工和新开工受到的影响最大，保交楼政策推进竣工情况改善明显。固定资产投资增速回归到略低于疫情前水平。受地产影响建筑建材行业需求依然疲弱，水泥5月单月产量同比下降0.4%，浮法玻璃开工率依然在低于80%的较低水平。

地产行业政策效果低于预期，但无收敛负反馈正在改善，在系统政策落地和新调控持续发力下健康回归确定。2022年地产一系列的政策组合和因城施策，对需求的刺激效果低于市场预期。但是在住宅销售额的带动下，商品房销售总额同比增速已经开始转正。包括同口径的住宅销售面积同比增速也已经转正，政策的效果正在显现。特别是保交楼政策效果突出，从年初同比转正后保持高增长态势，随着地产预期的改善，保交楼政策效果的持续性也会得到改善。房地产个人按揭贷款、定金和预付款累计额同比增速已经开始从四、五月份转正，房地产自身造血功能开始改善。地产行业因为融资约束导致的无收敛的负反馈正在得到改善和控制。从“金融16条”到“第三支箭”等政策具备前瞻性和系统性，更大力度的落地保障地产的健康发展。同时，更大范围和力度的因城施策和更丰富的政策储备也会确保房地产行业回归长期健康发展的轨道上。

地产发展新阶段和存量房时代建议继续关注消费建材。从短期看，近几年房地产销售面积和竣工面积的较大剪刀差，保证了保交楼政策的效果。随着这些面积的竣工，带来消费建材需求的释放，从而平滑新开工的不足导致的后续需求影响。同时，中国房地产已经从粗放式的发展阶段，进入到改善性和存量房时代的新时代。改善性、高品质的居住需求和巨大的存量房会带来消费建材需求的稳定释放和新空间。拥有高标准的产品品质、得到市场认可的品牌力以及完善成熟的销售渠道的消费建材公司受益大，在地产回归的情况下这些公司的成长性更加确定。

着眼行业集中度的提升、业绩改善和建筑央企的资产优化。2023年传统建筑建材行业的总体盈利水平仍处于历史的低位，行业竞争依然激烈，在建筑建材行业长期集中度提升的大趋势下，优秀和龙头公司市占率的提升将会加快。并且一旦需求改善也会带来较好的业绩弹性，我们在下半年需要等待需求的改善带来相关公司的业绩改善和成长性。央企建筑公司资产优化还在继续：优质订单的获得、存量资产的盘活、国资委的新考核标准、股权激励和一带一路等均会提升资产质量，带来估值的修复。

2023年下半年继续建议关注消费建材等优秀和龙头公司的成长以及央企公司资产优化。我们继续坚持一直以来观点：继续看好消费建材受益地产调控下阶段需求的平稳以及地产新发展阶段的需求的持续性和优秀公司确定的成长性，关注装修管材、瓷砖、涂料和石膏板等；继续建议关注水泥、减水剂和防水材料等，等待地产探底后的新周期的变化；看好建筑央企资产结构和质量优化带来的估值修复。

风险提示：房地产行业回归时间超出市场预期和政策调控节奏的不确定性。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
伟星新材	0.8200	1.01	1.24	1.51	25.41	20.63	16.81	13.80	7.29	强烈推荐
东鹏控股	0.1700	0.65	0.81	0.9	47.24	12.35	9.91	8.92	1.33	强烈推荐

北新建材	1.8560	2.18	2.5	3.33	13.18	11.22	9.78	7.35	2.02	强烈推荐
山东药玻	1.0300	1.14	1.48	1.91	26.23	23.70	18.26	14.15	2.52	强烈推荐
美畅股份	3.0685	3.61	4.58	5.89	14.10	11.98	9.45	7.34	3.80	强烈推荐
旗滨集团	0.4927	0.85	1.2	1.4	17.43	10.11	7.16	6.14	1.84	强烈推荐
东方雨虹	0.8500	1.17	1.58	1.97	32.53	23.63	17.50	14.04	2.59	强烈推荐
海螺水泥	2.9600	3.13	3.63	4.6	8.00	7.57	6.52	5.15	0.70	强烈推荐
中国巨石	1.6512	1.3	1.67	2.2	8.61	10.94	8.51	6.46	2.16	强烈推荐
中国交建	1.0900	1.33	1.5	1.62	10.04	8.23	7.29	6.75	0.71	强烈推荐
中国建筑	1.2300	1.35	1.49	1.62	4.86	4.43	4.01	3.69	0.66	-
中国中铁	1.1980	1.43	1.62	1.81	6.29	5.27	4.65	4.16	0.71	-

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（未覆盖和评级数据参考 IFinD 行业一致预期）

目 录

1. 回顾：上半年基建和制造业回归带动固投，地产回归中继续下滑	5
1.1 2023年上半年基建增速虽降，但依然较好.....	5
1.2 制造业投资增速仍好但逐月回落，呈现回归态势.....	5
1.3 稳杠杆后时代地产投资增速继续下降，处回归态势.....	6
1.4 地产继续拖累固定资产投资增速下降，建筑工程投资影响大.....	7
1.5 2023年上半年地产拖累下建筑建材需求依然疲弱.....	7
2. 地产行业投资虽下滑，但正走向长期健康发展轨道	8
2.1 需求刺激政策效果有所显现.....	8
2.2 保交楼政策作用表现突出，地产需求改善会提升效果持续性.....	9
2.3 地产自身造血功能开始恢复.....	9
2.4 全面的政策和丰富的政策工具储备保证地产行业长期健康发展.....	10
3. 地产新阶段和存量房时代建议继续关注消费建材	11
3.1 保交楼带来阶段性需求的改善.....	11
3.2 地产行业正进入新发展阶段：改善和存量房的时代.....	11
3.3 消费建材受益于地产新发展阶段.....	13
4. 继续着眼行业集中度的提升、业绩改善和建筑央企的资产优化	13
4.1 建筑建材行业盈利水平仍处历史低位，等待市占率提升和业绩弹性.....	14
4.2 一带一路等政策继续优化央企建筑公司资产带来估值改善.....	15
5. 2023年下半年在行业需求回归底部的情况下，关注业绩估值修复和成长	17
6. 风险提示	17
相关报告汇总	18

插图目录

图 1： 地方政府专项债单月发行情况（亿元）	5
图 2： 基础设施固定资产累计投资增速（%）	5
图 3： 中国制造业固定资产投资增速	6
图 4： 制造业、房地产和基建固定资产投资占比	6
图 5： 房地产行业累计固定资产投资和增速（右轴）	6
图 6： 房地产行业累计新开工和施工面积增速	6
图 7： 房地产投资中建筑工程投资同比增速	7
图 8： 全国固定资产投资（亿元）和增速（右轴）	7
图 9： 全国水泥累计产量和增速（右轴）	7
图 10： 浮法玻璃开工率变化（%）	7
图 11： 房地产累计销售额和同比变化（右轴）	8
图 12： 商品住宅累计销售额和同比变化（右轴）	8
图 13： 商品住宅累计销售面积和同比变化（右轴）	8

图 14: 2022 年出台的相关需求刺激政策	8
图 15: 房地产竣工面积和增速 (右轴)	9
图 16: 保交楼和购房需求良性互动	9
图 17: 房地产个人按揭贷款和同比增速 (右轴)	9
图 18: 房地产定金和预付款和同比 (右轴)	9
图 19: 地产行业无收敛负反馈变化	10
图 20: 地产行业负反馈的收敛	10
图 21: 房屋销售和竣工面积剪刀差 (万平方米)	11
图 22: 商品住宅销售和竣工面积剪刀差	11
图 23: 中国人口总数变化	12
图 24: 中国人口自然增长率	12
图 25: 中国城镇化率	12
图 26: 中国城市人均住宅建筑面积	12
图 27: 中国城镇存量住宅面积	13
图 28: 中国房地产发展阶段	13
图 29: 建材行业集中度提升驱动因素	14
图 30: 建筑行业集中度提升驱动因素	14
图 31: 海螺水泥毛利率变化	14
图 32: 旗滨集团毛利率变化	14
图 33: 东方雨虹毛利率变化	15
图 34: 垒知集团毛利率变化	15
图 35: 2023 年中国内需驱动力	15
图 36: 三架马车对 GDP 的拉动 (%)	15
图 37: 国资委对央企考核指标和目标	16

表目录

表 1: 房地产回归长期健康发展的相关政策和政策工具储备	10
------------------------------------	----

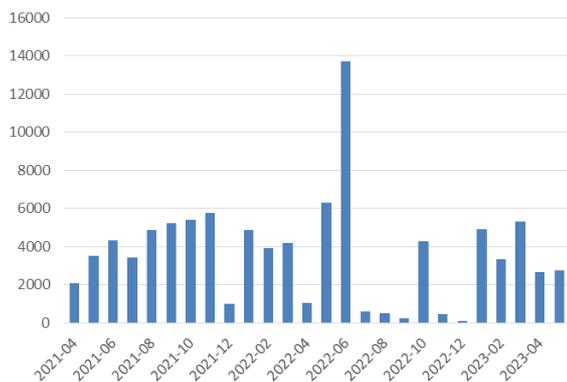
2023 年上半年中国经济在疫情防控放开后，呈现出温和复苏态势，第 1 季度 GDP 增长 4.5%。外需变弱的情况下，制造业、消费、基建和地产成为拉动内需的重要动力，建筑建材行业总体需求依然疲弱，符合我们 2022 年年底发布的报告《2023 年建筑建材行业报告-内需之重下新启航》中的观点。2023 年下半年我们依然坚持我们之前的观点：地产行业回归长期健康发展带来优秀上市公司的业绩估值修复和成长，作为疫情放开后的 2023 年，内需之重下筑牢防范系统风险底线，回归正常态成为下半年的主要方向。

1. 回顾：上半年基建和制造业回归带动固投，地产回归中继续下滑

1.1 2023 年上半年基建增速虽降，但依然较好

2023 年 1-5 月地方政府专项债发行低于去年同期水平，额度平稳。2023 年 1-5 月地方政府专项债累计额度为 1.90 万亿，同比下降 6.73%，从 4 月份同比高增 15.67%变为负增长，主要是去年 5 月和 6 月份的集中发行导致同期的基数较高，而 2023 年各月发行额度相对平稳。

图1：地方政府专项债单月发行情况（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：基础设施固定资产投资增速（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

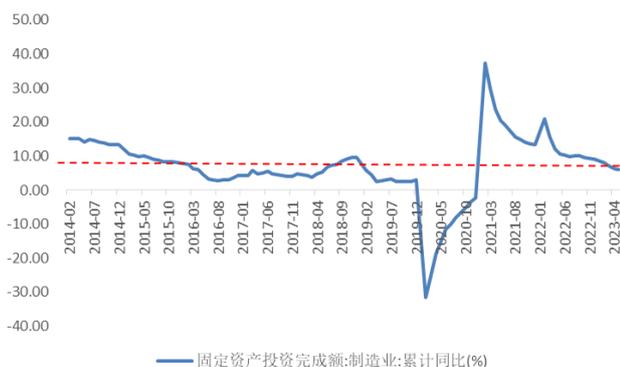
2023 年是回归的一年，基建依然保持着较高的增速。2023 年上半年房地产依然下滑的情况下，基建投资作为依然起着积极的作用。2023 年 1-5 月基建累计投资增速达到 9.53%，不含电力为 7.5%，依然保持较高的增速。但是我们也可以看到 2023 年专项债的发行更趋向于各月平稳，而不是像 2022 年那样在上半年进行专项债的突击发行，2023 年是疫情后回归的一年。

1.2 制造业投资增速仍好但逐月回落，呈现回归态势

中国作为制造业大国，在全球的制造产业链中承担着重要的角色。中国制造业固定资产投资在全国固定资产投资中的占比在 2007 年已经达到 30% 以上的水平，超过基础设施建设和房地产投资的占比水平，2022 年制造业固定资产投资占比约为 31.48%。

中国制造业为中国经济发展做出了重要贡献，制造业固定资产投资在 2022 年的高速增长后，增速也开始回归。2023 年 1-5 月制造业固定资产累计投资增速为 6%，虽然增速逐月回落但仍然保持较高的增速。在需求预期不明确和基数较高的情况下，制造业增速的回归是经济发展的必然过程。

图3：中国制造业固定资产投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：制造业、房地产和基建固定资产投资占比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 稳杠杆后时代地产投资增速继续下降，处回归态势

2023年上半年地产投资增速依然下滑。2023年1-5月房地产固定资产投资为4.57万亿，虽然同比下降7.2%，但基本上和2020年的4.59万亿的投资额水平相当。在购房需求启动较慢和地产公司债务压力的情况下，地产固定资产投资继续保持着下滑的态势。

从房地产新开工面积看，2023年1-5月累计为3.97亿平方米，同比下降22.60%，而施工面积为77.95亿平方米，同比下降6.20%。从增量角度看，地产行业的投资依然处于收缩的态势当中。当前地产投资的收缩，仍然是前期地产行业稳杠杆的调控政策作用的延续，来保证地产行业能够长期健康发展。

图5：房地产行业累计固定资产投资和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：房地产行业累计新开工和施工面积增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

“保交楼”政策推进地产竣工情况同比高增。随着保交楼政策推进，2023年房地产竣工情况同比改善突出。2023年1-5月全国房地产竣工面积为2.78亿平方米，同比增长19.60%，从1月份增速转正以来，增速逐月提升。虽然“保交楼”政策的全面推进会面临着这样和那样的问题和困难，但是政策效果还是比较明显。随着地产行业的改善，保交楼政策的推进也将会有更多的有利条件，持续性也会提升。

1.4 地产继续拖累固定资产投资增速下降，建筑工程投资影响大

地产行业投资增速下滑拖累固定资产投资增速，其中建筑工程分项投资增速下滑较大，拖累较多。2023年1-5月房地产固定资产投资中建筑工程投资额为2.53万亿(占房地产固定资产投资额的比重为55.47%)，同比下降10.9%。在基建投资和制造业投资的带动下，在地产投资（主要是建筑工程项）的继续拖累下，2023年全国固定资产投资依然保持正增长。1-5月份累计固定资产投资为18.88万亿，同比增长4%，较4月份下降0.7个百分点，增速呈现逐月回落的态势，同比增速略低于疫情前2018年和2019年的增速水平。

图7：房地产投资中建筑工程投资同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：全国固定资产投资（亿元）和增速（右轴）

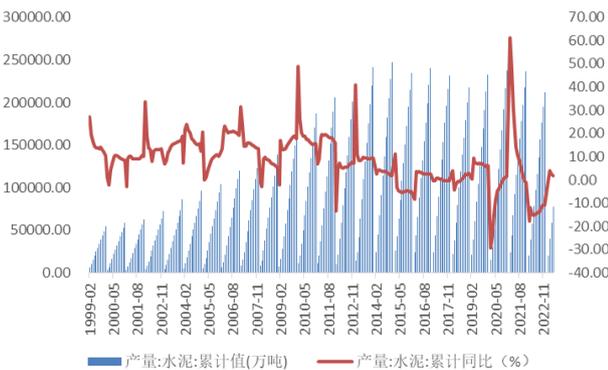


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.5 2023年上半年地产拖累下建筑建材需求依然疲弱

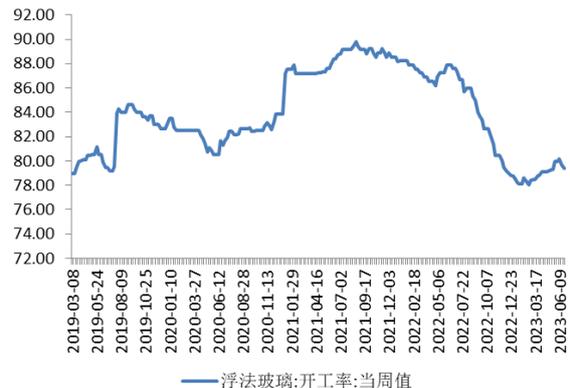
传统建筑建材需求依然疲弱。2023年建材的需求在地产的拖累下，继续呈现出疲弱的态势。2023年1-5月全国水泥累计产量为7.71亿吨，同比增长1.9%，其中5月单月水泥产量仅为1.96亿吨，同比下降-0.4%。浮法玻璃行业的生产线开工率虽然从2023年3月份开始有所回升，但开工率依然不高，低于80%。行业需求总体上依然处于较弱的态势当中。

图9：全国水泥累计产量和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：浮法玻璃开工率变化（%）



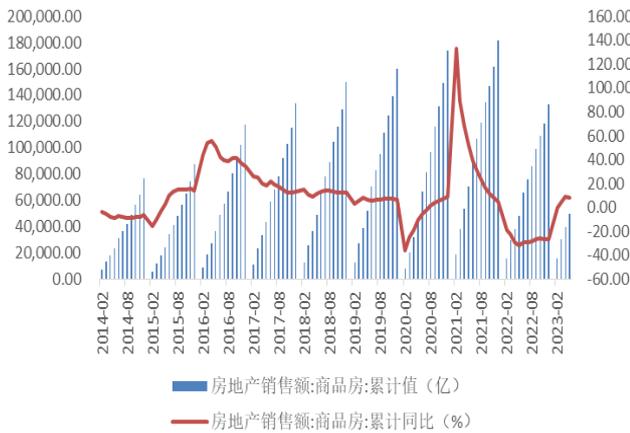
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 地产行业投资虽下滑，但正走向长期健康发展轨道

2.1 需求刺激政策效果有所显现

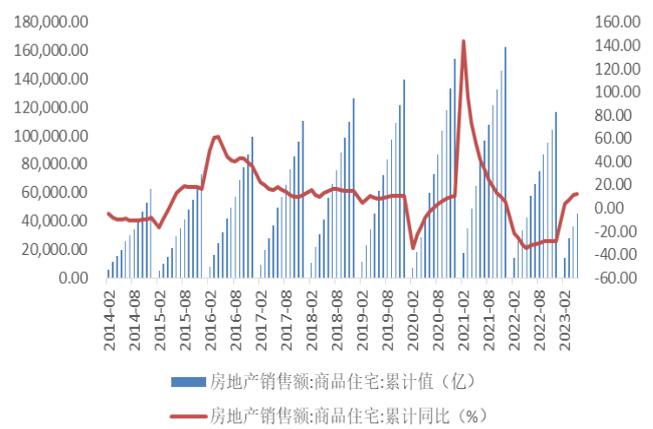
2023年房地产销售额同比增速从3月份开始转正，住宅销售额表现突出。2022年4季度房地产需求刺激政策不断地推出，从以前的因城施策到全国性的利率下调，从降低首付到购房补贴，从放松公积金和购房资格到换购房退税等等。一系列政策的推出，对于购房需求的刺激作用在2023年上半年已经有所显现。2023年1-5月房地产销售额为4.98万亿元，同比增长8.4%，同比增速从3月转正后，保持持续的正增长。其中，住宅销售额从2023年初以来一直保持正增长，2023年1-5月商品住宅累计销售额为4.51万亿元，同比增长11.90%。

图11：房地产累计销售额和同比变化（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

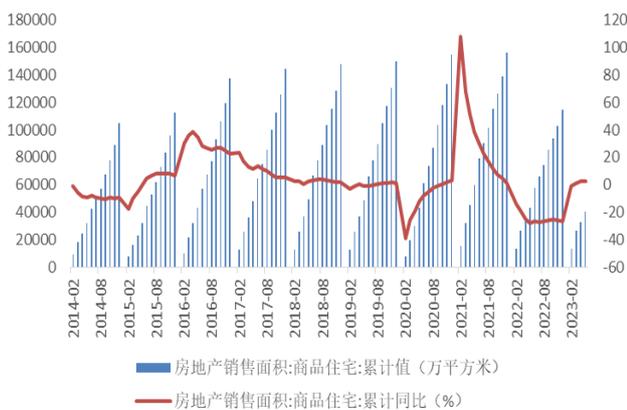
图12：商品住宅累计销售额和同比变化（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

甚至从同口径的住宅销售面积看，2023年也出现微幅的正增长。2023年1-5月商品住宅销售面积为4.07万亿平方米，同比增长2.30%，从2023年3月就已经开始转正。2023年上半年需求刺激政策效果虽然低于市场预期，但是效果确实正在逐步显现。

图13：商品住宅累计销售面积和同比变化（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：2022年出台的相关需求刺激政策

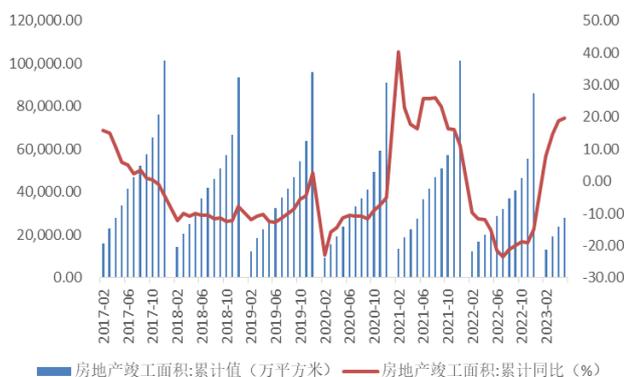


资料来源：东兴证券研究所

2.2 保交楼政策作用表现突出，地产需求改善会提升效果持续性

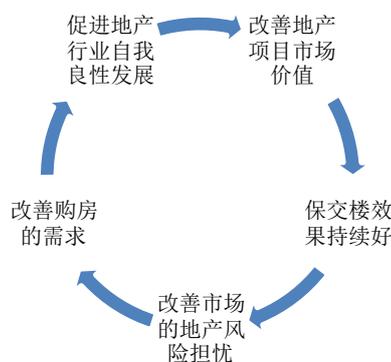
保交楼政策下房地产竣工面积出现高增长，需求改善推进政策持续性。保交楼政策的落地虽然有这样和那样的困难，但是总体上效果还是比较明显。2023年1-5月房地产累计竣工面积为2.78亿平方米，同比增长19.6%，而2022年还同比下滑15%。保交楼政策主要是针对一些烂尾楼项目，以保民生防风险为主要目标。所以，在市场机制的影响下虽然会存在不同的困难和问题，但是随着地产需求的改善，也会进一步破解保交楼中的各种问题，让保交楼政策效果具备持续性。保交楼政策效果的持续性也会进一步改善市场对于地产风险的预期，有利于购房需求的改善。

图15：房地产竣工面积和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：保交楼和购房需求良性互动

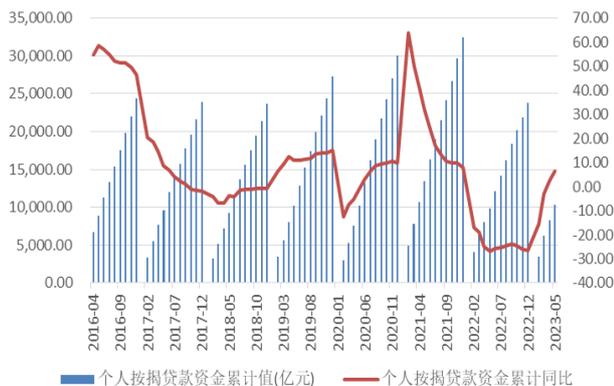


资料来源：东兴证券研究所

2.3 地产自身造血功能开始恢复

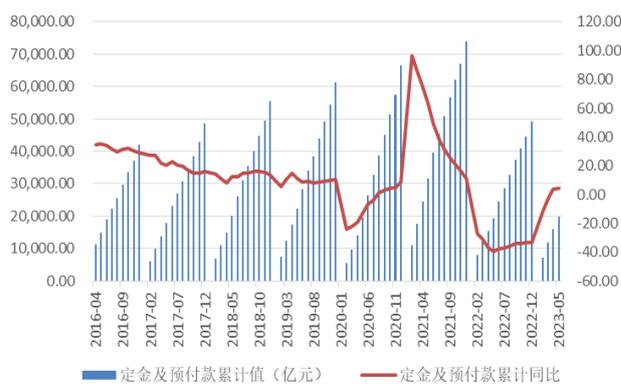
我们在2022年11月29日发布的年度行业报告中提出房地产行业正在面临着没有收敛性的负反馈循环：地产低迷->影响行业良性自循环->地产企业风险进一步暴露->地产行业悲观预期->抑制购房意愿->地产行业更加低迷。。。。。。，循环没有收敛，会越来越差。但是从2023年以来我们看到地产行业的自身造血功能开始恢复，上述的负反馈循环开始收敛。2023年1-5月房地产企业资金来源于地产销售的累计个人按揭贷款为1.04万亿元，同比增长6.5%；定金和预付款为1.99万亿，同比增长4.4%，地产行业自身造血功能开始逐步地得到恢复。

图17：房地产个人按揭贷款和同比增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

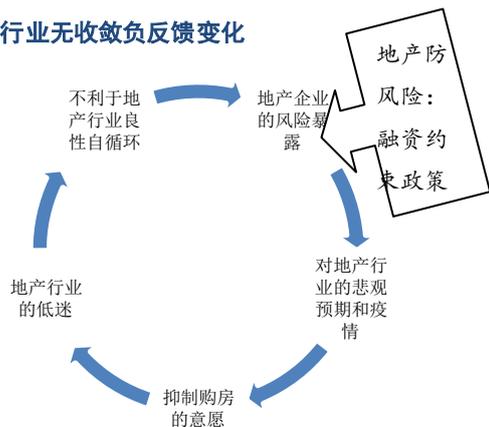
图18：房地产定金和预付款和同比（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

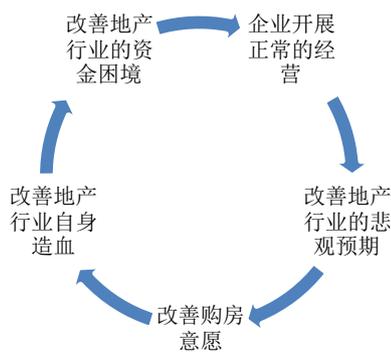
2023年地产行业的自身造血功能的改善，正在逐步地让前期无收敛的负反馈正在变得逐渐能够收敛。能够有利于逐步改善地产行业的资金困境，有利于企业能够恢复到正常的经营状态，有利于改善地产行业的悲观预期，悲观预期的改善也能够改善购房意愿，从而进一步提升地产行业的自身造血功能。

图19：地产行业无收敛负反馈变化



资料来源：东兴证券研究所

图20：地产行业负反馈的收敛



资料来源：iFinD证券研究所

资料来源：iFinD证券研究所

2.4 全面的政策和丰富的政策工具储备保证地产行业长期健康发展

我们看到在供给端，各种地产行业防范系统性风险的政策举措也在进一步落地。从“保交楼”到“三支箭”等供给端的一系列防风险政策，防范了地产行业在向长期健康轨道上发展的过程当中一些局部和个别情况引发系统性风险，对地产行业的健康回归提供安全垫，房地产行业正在向长期健康发展的轨道上发展。

表 1：房地产回归长期健康发展的相关政策和政策工具储备

时间	文件	内容	发布单位
2022年11月23日	关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知（金融16条）	1、保持房地产融资平稳有序： 稳定房地产开发贷款投放；支持个人住房贷款合理需求；稳定建筑企业信贷投放；支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；保持债券融资基本稳定；保持信托等资管产品融资稳定； 2、积极做好“保交楼”金融服务： 支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；鼓励金融机构提供配套融资支持； 3、受困房地产企业风险处置： 做好房地产项目并购金融支持；积极探索市场化支持方式； 4、依法保障住房金融消费者合法权益： 鼓励依法自主协商延期还本付息；切实保护延期贷款的个人征信权益； 5、阶段性调整部分金融管理政策： 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排；阶段性优化房地产项目并购融资政策。 6、加大住房租赁金融支持力度： 优化住房租赁信贷服务；拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。。	中国人民银行 中国银行 中国银保监会 保险监督管理委员会
2022年11月28日	支持房地产企业股权融资	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。	中国证监会
2022年-2023年	其他各种因城施策的政策，更大区域范围的因城施策的政策	降低首付、放松购房资格等	各城市

2023 年- 其他更多的调控政策等 待出

资料来源：中国人民银行，中国证监会，东兴证券研究所

政策的前瞻性和系统性起到了稳房价、稳地价和稳预期的作用。短期起到了防风险的作用。长期则保证房地产行业从原先粗放式的发展阶段向高质量、改善性的更高居住需求的新发展阶段过渡。房地产的问题关系到民生和经济大盘的风险，所以，保证房地产行业的长期健康发展是首要的问题，更多更丰富的政策工具和储备确保了房地产行业的长期健康发展。

3. 地产新阶段和存量房时代建议继续关注消费建材

3.1 保交楼带来阶段性需求的改善

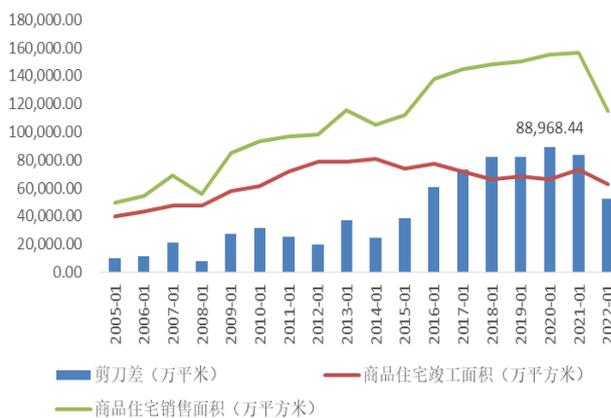
2023 年保交楼政策效果显著，前瞻性和针对性的政策解决了烂尾楼的痛点。同时，也有较多的待完工项目楼盘需要去“保交”去竣工。从 2016 年以来，我们可以看到房屋销售面积和竣工面积的剪刀差，每年都很大。即使有保交楼政策的 2022 年，房屋销售面积和竣工面积的剪刀差也达到 4.96 亿平方米，2020 年最高时达到 8.49 亿平方米。其中，商品住宅的销售面积和竣工面积的剪刀差更大，最低的也是 2022 年的 5.21 亿平方米，最高是 2020 年的 8.9 亿平方米。从 2016 年到 2022 年房屋销售面积和竣工面积的剪刀差值合计达到 48.54 亿平方米，商品住宅销售和竣工面积的剪刀差合计为 52.20 亿平方米，虽然有统计误差等因素，但确实存在较大的需要待竣工的房屋面积。这些剪刀差面积在保交楼政策下会逐步释放，带来消费建材需求的阶段性释放和总体需求的平滑。

图21：房屋销售和竣工面积剪刀差（万平方米）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：商品住宅销售和竣工面积剪刀差

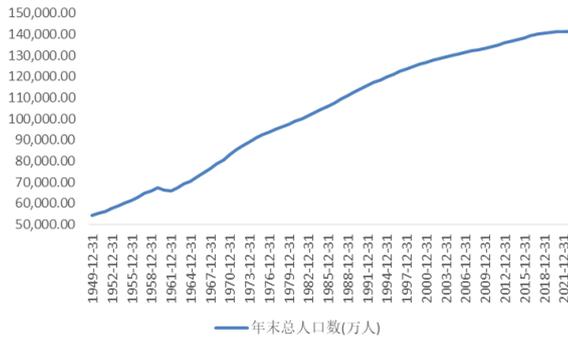


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.2 地产行业正进入新发展阶段：改善和存量房的时代

中国人口已达到峰值阶段。2022 年随着中国人口生育率的下降，人口自然增长率已经为负值，达到-0.6%。中国人口的总人数开始出现下降，2022 年底中国人口总人数为 14.12 亿，较 2021 年减少 85 万人。当前中国人口处于峰值区域阶段。

图23：中国人口总数变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

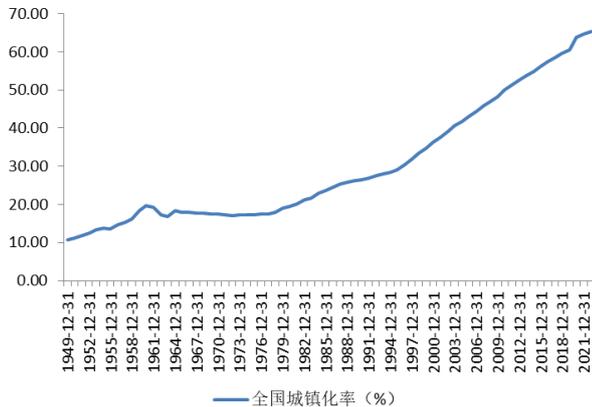
图24：中国人口自然增长率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

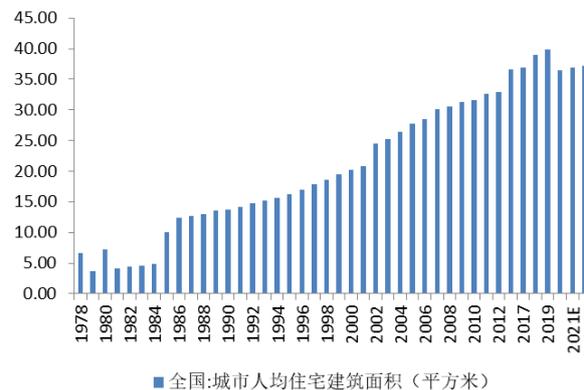
中国城镇人均住宅面积水平不低。按照统计局抽样调查数据，2020年中国城镇人均住宅面积为36.52平方米，根据2021年和2022年的房屋竣工增量情况，不考虑折旧（中国住宅使用年限都是几十年）的情况下，我们估算2022年中国人均城镇住宅面积约为37.26平方米，甚至在2019年中国城市人均住宅建筑面积达到40平方米，中国人均居住面积水平处于较高的水平。

图25：中国城镇化率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

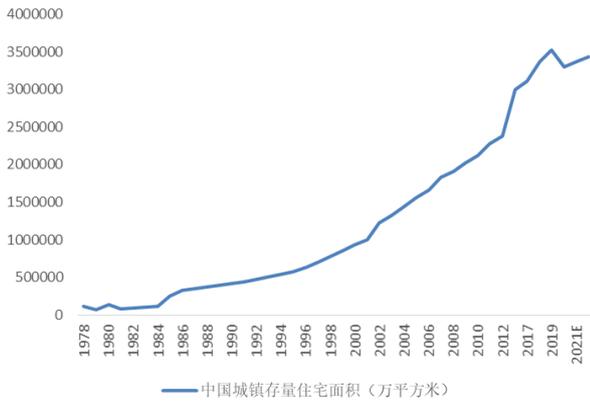
图26：中国城市人均住宅建筑面积



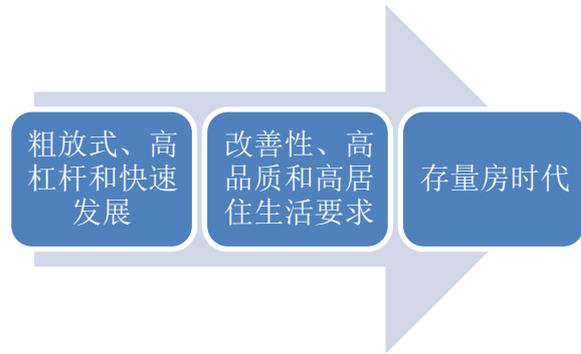
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

当前在建和建完待售的房子较多，基本能够满足中国城镇化的需求。2022年底在建的商品住宅面积已经达到57.72亿平方米。同时，待售的商品住宅面积为2.70亿平方米，也就是说2022年底在建的商品住宅加上待售的商品住宅面积总和为60.42亿平方米。

如果按照2022年中国城镇人均住宅面积37.26平方米来计算，当前的在建和待售的商品住宅供应量可以满足1.622亿人口的居住需求，占到2022年总人口数的11.49%。2022年中国城镇化率已达到65.22%，当前的住宅供给如果保持人均居住面积不变和总人口不变的情况下，能够满足中国城镇化率达到76.71%的目标，基本上能够满足中国城镇化的需求。

图27：中国城镇存量住宅面积


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：中国房地产发展阶段


资料来源：东兴证券研究所

中国房地产进入改善和存量房时代。按照统计局抽样数据和近年来的房地产数据，我们测算 2022 年中国城镇房地产存量住宅面积达到约 343 亿平方米。如果加上其他房屋，中国有着巨大的存量房基数。同时，在住宅供给基本满足中国城镇化率需要的情况下，未来新房的建设更多地要着眼于改善性居住需求的提升，着眼于不断地去提高人均居住面积。中国房地产进入了存量和改善性需求的发展新阶段，进入到高品质居住生活需求提升的阶段。

3.3 消费建材受益于地产新发展阶段

消费建材不但受益阶段性保交楼政策带来的阶段性需求释放，能够更好地平滑前期新开工不足带来的需求影响。同时从长期看，中国进入到存量房时代，消费建材的长期需求更稳定。叠加消费升级带来消费建材更大的需求空间。

特别是一些优秀和龙头的消费建材企业，拥有高标准的产品品质、得到市场认可的品牌力以及完善成熟的销售渠道。在房地产行业风险释放，回归长期健康发展的轨道上，会进一步提升这些优秀和龙头公司的成长确定性。同时，棚户区改造、城中村改造和危旧房改造等也都会带来消费建材需求增量。我们继续建议关注消费建材的相关行业像装饰管材、板材、涂料、瓷砖、石膏板等。

4. 继续着眼行业集中度的提升、业绩改善和建筑央企的资产优化

我们在 2022 年 11 月 29 日发布的年度行业报告《2023 年建筑建材行业报告-内需之重下新启航》中提出：建筑建材行业最大的发展趋势是行业集中度的提升，是优秀和龙头公司市场占有率的提升。这是中国经济发展、中国房地产行业发展和建筑建材行业发展的阶段所决定的。我们可以看到以下因素会驱动建材和建筑行业集中度的提升，这些驱动因素有：行业竞争加剧、产品质量标准提升、环保能耗等等。

图29：建材行业集中度提升驱动因素



资料来源：东兴证券研究所

图30：建筑行业集中度提升驱动因素

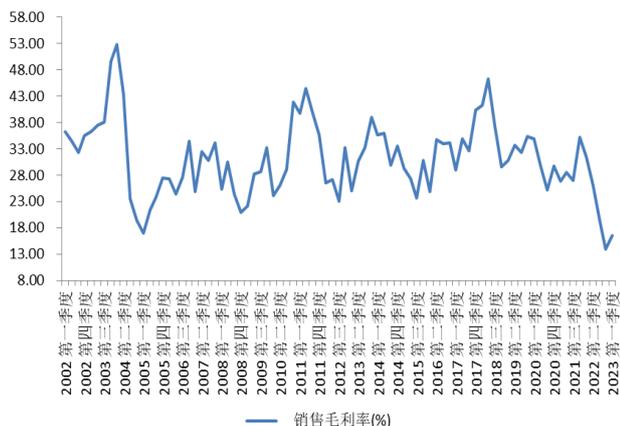


资料来源：东兴证券研究所

4.1 建筑建材行业盈利水平仍处历史低位，等待市占率提升和业绩弹性

2023 年的一季度上市公司数据看，公司盈利水平虽然略有改善，但仍处于历史最低水平区域。海螺水泥作为水泥行业龙头公司 2023 年 1 季度毛利率仅为 16.50%，较去年第四季度提高 2.62 个百分点，相对于去年四季度的 20 多年的历史最低，属于次新低。旗滨集团作为浮法玻璃龙头公司，2023 年 1 季度毛利率水平为 13.41%，较去年第四季度提高 3.60 个百分点，也是 10 多年的历史次新低。

图31：海螺水泥毛利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图32：旗滨集团毛利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

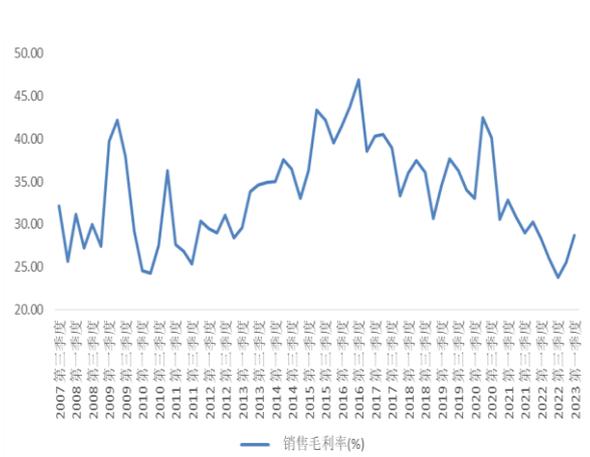
资料来源：iFinD

防水材料龙头东方雨虹，2023 年 1 季度毛利率为 28.66%，虽然较去年三、四季度有所改善，但是仍处于历史最低水平区域。减水剂龙头垒知集团，2023 年 1 季度毛利率水平为 20.16%，较去年第四季度下降 5.28 个百分点，仍处于历史最低区域。

上市公司盈利水平处于历史低位区域，反映了行业竞争的加剧。上市公司是行业中的相对优秀的公司，作为行业的优秀的龙头盈利处于历史低位的情况下，行业中的其他公司的盈利水平更差，行业中公司的市场竞争

压力更大。在当前需求疲弱的情况下，行业竞争加剧的持续将会提升行业的集中度水平。我们建议关注行业中的龙头和优秀的公司，在行业依然低迷的情况下，有利于龙头和优秀公司市场占有率的提升。等待优秀和龙头市占率提升后，在地产探底后改善后带来的较好业绩弹性。

图33：东方雨虹毛利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图34：垒知集团毛利率变化



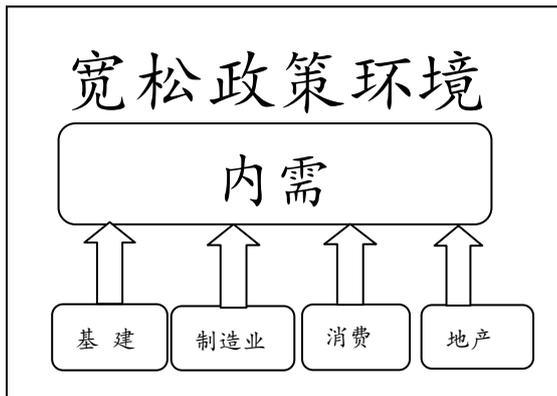
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

4.2 一带一路等政策继续优化央企建筑公司资产带来估值改善

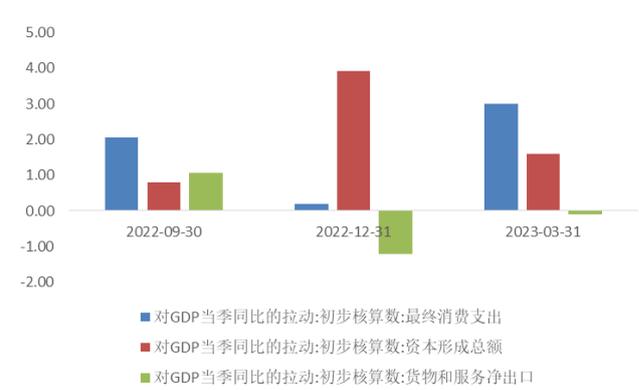
我们在 2022 年 11 月 29 日发布的年度行业报告《2023 年建筑建材行业报告-内需之重下新启航》中提出在外需受到欧美经济影响的情况下，出口疲弱叠加房地产的拖累经济和内需，基建仍然是拉动内需的主要力量。

图35：2023 年中国内需驱动力



资料来源：东兴证券研究所

图36：三架马车对 GDP 的拉动 (%)



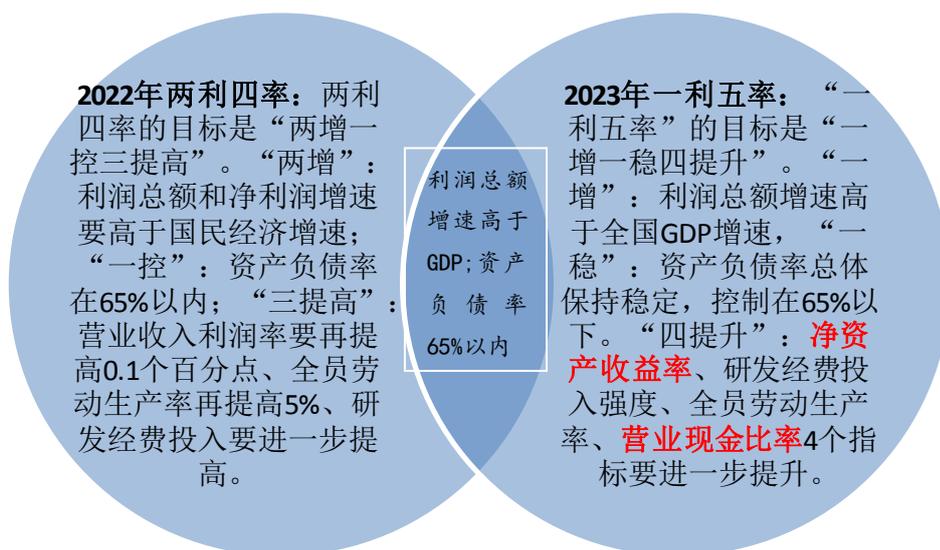
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

出口影响符合预期，2023 年 1 季度基建继续拉动内需。从 2023 年 1 季度的情况看，最终消费和支出对于 GDP 的拉动为 3%，资本形成总额对 GDP 的拉动是 1.6%，而货物和服务净出口的拉动是-0.1%，基本上符

合我们前期的预期。其中，基建累计投资 2023 年 1 季度增速依然保持 10.82%较高的增长，继续起到了拉动内需的作用。

下半年基建拉动内需的作用仍然需要。2023 年下半年，受美欧经济的影响中国总体出口情况依然相对较弱。消费持续性乏力，地产投资依然在下滑，所以，作为财政政策中最直接的内需拉动方式，基建拉动内需的作用仍然需要。

图37：国资委对央企考核指标和目标



资料来源：国资委，东兴证券研究所

央国企资产优化进一步提升估值水平。央国企资产优化的路径如下：

- 1、在基建继续发挥拉动内需作用的情况下，央国企建筑企业在当前的环境中可以获得更多的订单。同时，订单结构也可以进一步的优化，从而优化未来资产的结构。
- 2、在央企友好的政策环境下，对于央国企建筑公司的存量资产也有了更多的盘活途径，比如 REITS 等，进一步优化公司的资产结构。
- 3、2023 年国资委从央企的考核标准看，也针对资产质量的提升在 2022 年“两利四率”的标准上做了针对性的调整，改为“一利五率”。增加了净资产收益率和营业现金比率的考核指标，对资产收益率提出明确的要求，对企业的经营现金流提出要求，表明了国资委不但要求利润的增长，更对央国企资产质量提出要求，这将促进央企公司的资产质量的提升。
- 4、央企的激励机制也在进一步的完善，很多央企公司都实施了股权激励的机制，提升公司高管和核心人员的动力，提升人力资源的资产效能。
- 5、随着“一带一路”政策的推进，央企建筑公司作为全球布局的建筑龙头，受益于政策的推进，带来估值的提升。

所以，我们继续建议关注央国企公司资产结构优化，关注资产优化和“一带一路”政策带来的央国企建筑公司的估值中枢的提升。

5. 2023 年下半年在行业需求回归底部的情况下，关注业绩估值修复和成长

地产和基建变化影响需求的情况下，带来建筑建材行业的修复和成长。地产投资虽然仍在下滑，但总体正在向长期健康发展轨道改善，特别是保交楼政策效果明显。上半年政策的效果虽然不及市场预期，但是确实实实在在地把地产行业从无收敛的负反馈循环向正反馈方向推动。毕竟，中国的房地产行业已经过了粗放式发展的阶段，改善性和高品质的住房才是供给端的真正意义所在，保证地产长期健康发展才是政策的最终目标。

基建虽然受投资增速下降以及地方政府资金压力的影响，但是仍保证了较好的增长，特别是地产景气度回落还没有结束的情况下。中央政府的政策在基建发力的过程当中作用正在变大，央企作为国家资产，提升资产价值能够更好地为政策发力打开空间。

2022 年建筑建材行业经历了需求的大幅下滑，行业盈利水平处于历史低位，2023 年上半年虽然略有改善，但依然处于底部区域。随着地产行业逐步向长期健康发展轨道上演进的情况下，2023 年下半年将带来建筑建材优秀和龙头公司的业绩估值修复和成长。

继续建议关注消费建材等优秀和龙头公司的成长以及央企公司资产优化。建筑建材行业最大的趋势就是行业集中度的提升，特别是优秀和龙头在当前的环境下更能够较好地提升自身市占率的水平，成长性更确定。消费建材不管是从短期保交楼政策的推进还是从存量房需求的释放，以及消费升级等，需求相对稳定且持续。在基建拉动内需和“一带一路”政策的推进下，央企资产优化还在继续，有利于估值的提升。

我们继续坚持一直以来观点：继续看好消费建材受益地产调控下阶段需求的平稳以及地产新发展阶段的需求的持续性和优秀公司确定的成长性，关注装修管材、瓷砖、涂料和石膏板等；继续关注水泥、减水剂和防水材料等，等待地产探底后的新周期变化；看好建筑央企公司资产结构和质量优化带来的估值修复。

6. 风险提示

房地产行业回归时间超出市场预期和政策调控节奏的不确定性。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航	2022-11-29
行业深度报告	建材行业：立足后周期，着眼新变化	2022-08-31
行业普通报告	建材行业 2022 年 2 季度基金重仓股分析：着眼集中度提升和业绩弹性	2022-07-26
行业普通报告	建材行业报告：水泥价格持续下跌哪家强？	2022-06-30
公司普通报告	北新建材（000786）：石膏板为基，轻装蓄力待出发	2023-03-23
公司普通报告	北新建材（000786）：石膏板龙头地位稳固，行稳致远	2022-08-23
公司深度报告	伟星新材（002372）：探寻稳定高盈利和成长的秘密	2023-05-29
公司普通报告	伟星新材（002372）：同心圆业务稳定成长可期	2023-04-28
公司普通报告	旗滨集团（601636）：玻璃龙头孕育业绩改善和新方向	2022-09-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师、选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名。2021年wind金牌分析师第2名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526