

建筑材料

建材行业 2022 中期策略：地产链迎右侧机会，工业建材或存供给预期差

板块估值已回调至低位，把握地产链/工业建材投资机会

截至 2022 年 6 月 30 日，CS 建材指数较年初下跌 4.8%，跑赢沪深 300 指数 4.0pct。21 年下半年以来地产产业链受政策层面及房企流动性危机影响，板块估值已回调至低位，21Q4 地产政策底出现，22 年 5 月迎来地产基本面底，我们认为 Q3 开始将逐步实现由地产基本面向地产链相关建材基本面改善传导的过程，下半年地产后端景气度或优于前端，首推消费建材（有望呈现 EPS 和 PE 双击）。另外当前周期品如水泥、玻璃均处在价格底部，我们认为需求边际改善+旺季赶工有望推动周期品价格上扬，股价有望迎来反弹。工业建材上半年景气度相对较高，下半年有望延续，供给端释放进度可能低于预期，行业中长期成长性更优，推荐工业玻璃（光伏、药玻）、玻纤以及电子新材料、碳纤维等优质龙头。

地产链：首推消费建材，关注玻璃、水泥反弹机会

上半年在地产需求大幅下滑的背景下，消费建材龙头企业凭借品牌+供应链+渠道优势，市占率实现逆势提升，α 充分体现。短期地产基本面边际改善催化估值修复，Q3 开始有望逐步带动消费建材需求回暖，且成本端原材料价格开始高位回落+年初继续提价，盈利能力有望出现拐点向上，叠加去年低基数因素，下半年龙头企业业绩改善弹性较大，有望迎来戴维斯双击；中长期改造市场有望逐步放量，消费建材仍拥有稳定的行业需求前景，龙头市占率提升逻辑将持续兑现，推荐蒙娜丽莎、三棵树、东方雨虹、坚朗五金、亚士创能、科顺股份等。

水泥 Q2 竞争加剧导致价格触底，本质系需求下滑幅度超预期引发的市场应对不足，淡季调整后新的竞合关系或将形成，旺季价格恢复有望带动股价反弹。中长期“双碳”+“双控”政策有望驱使行业供给格局进一步优化，龙头企业一方面通过兼并收购巩固市场低位，增强话语权，另一方面通过骨料等业务打造第二增长极。从股息率及估值角度，水泥股具投资性价比，推荐华新水泥、海螺水泥。浮法玻璃下半年有望受益于竣工改善，供给侧未来冷修增加有望对冲需求压力，当前单箱盈利具有较大修复空间。考虑均衡状态下浮法业务的盈利与估值，以及新业务带来的额外成长性，我们认为当前浮法龙头已具备较好的中长期投资价值，推荐旗滨集团、南玻 A。

工业建材：供给侧存在预期差，国产替代空间广阔

非地产链的工业建材上半年需求端景气度相对较高（其中光伏玻璃主要受益于国内分布式装机高增+海外加码，药用玻璃受益于中硼硅渗透率提升和预灌封高景气，玻纤受益于出口需求超预期），我们预期下半年需求端有望保持较高景气度。预期差或在于供给端，光伏玻璃 Q2 部分产线推迟点火，下半年供给端增量可能会继续低于预期，而玻纤上半年虽有较多产线点火，但考虑到国外产能退出以及国内冷修因素等，后续供给冲击动能将边际趋弱。中长期来看，工业建材的成长性相对更优，电子新材料、碳纤维等国产替代空间广阔。推荐福莱特（与电新联合覆盖）、亚玛顿、山东药玻（与医药联合覆盖）、中材科技，中国巨石，长海股份以及新材料龙头凯盛科技，中复神鹰。

风险提示：下游基建、地产需求不及预期，原材料价格超预期，产能投放超预期等。

证券研究报告

2022 年 07 月 12 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

王雯

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

林晓龙

联系人

linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周跟踪:电子纱布价格继续回升,粗纱价格暂稳》 2022-07-10
- 2 《建筑材料-行业研究周报:回调或受业绩预期影响,继续推荐消费建材》 2022-07-10
- 3 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周跟踪:本周粗纱新点火 25 万吨,粗纱细纱价格均稳定》 2022-07-03

内容目录

1. 上半年基本面及行情回顾	5
1.1. 行情表现：整体估值已回调至低位	5
1.2. 地产需求下行下，传统子行业供需格局分化	6
1.2.1. 水泥：需求扰动下竞争加剧，供给秩序有望重塑	6
1.2.2. 浮法玻璃：行业平均利润已为负，短期尚未出现集中冷修	9
1.2.3. 消费建材：龙头市占率逆势提升， α 持续体现	10
1.3. 非房链条景气相对较高	11
1.3.1. 光伏玻璃：成本需求共同推动价格上行，行业利润有所改善	11
1.3.2. 药用玻璃：国产替代稳步推进	12
1.3.3. 粗纱价格维持高位，电子纱大起大落后现阶段料有较好支撑	14
1.4. 股价复盘：周期品行情与价格周期正相关，消费建材与地产板块行情关联性高	15
2. 下半年展望：地产基本面边际改善，工业建材景气延续	19
2.1. 地产链条短期需求及盈利触底回升，中期仍具备供给侧逻辑	19
2.2. 工业建材下游景气仍处高位，关注供给端变化	24
2.2.1. 光伏玻璃：5月部分产线推迟投产，下半年供给增量或低于预期	24
2.2.2. 玻纤：产能点火集中在上半年，后续供给冲击动能料边际趋弱	25
3. 投资建议及推荐标的	29
3.1. 地产链：首推消费建材，关注玻璃、水泥反弹机会	29
3.2. 工业建材：供给侧存在预期差，国产替代空间广阔	29
4. 风险提示	30

图表目录

图 1：2022 年以来 CI 建材指数对沪深 300 指数相对收益	5
图 2：2022 年以来 CI 建材指数对万得全 A 指数相对收益	5
图 3：2022 年年初以来建材板块各细分行业绝对收益	5
图 4：2022 年年初以来建材板块各细分行业相对收益	5
图 5：2022 年以来主要建材公司绝对收益（前 10）	5
图 6：2022 年以来主要建材公司绝对收益（后 10）	5
图 7：2019 年以来 CS 建材指数 PE(TTM)估值走势	6
图 8：2019 年以来建材四大板块 PE(TTM)估值走势	6
图 9：水泥单月产量及同比增速	7
图 10：水泥产量与新开工面积走势	7
图 11：2018 年-2022 年 6 月全国水泥出货率	7
图 12：2018-2022 年 6 月全国水泥库存情况	7
图 13：2016-2022.6 全国水泥价格走势	8
图 14：2022 年以来水泥价格走势	8
图 15：2016-2022.6 全国熟料价格走势	8

图 16: 2016-2022.6 华东熟料价格走势	8
图 17: 浮法玻璃价格各年月度波动 (5mm 白玻)	9
图 18: 浮法玻璃单位利润 (元/吨)	9
图 19: 平板玻璃当月产量及同比增速	10
图 20: 浮法玻璃在产日熔量 (t/d)	10
图 21: 各消费建材龙头企业单季度收入增速	10
图 22: 2021 年主要消费建材企业前五大客户收入及占比	10
图 23: 2021 年主要消费建材公司直销/经销占比	10
图 24: 各消费建材龙头企业单季度毛利率	11
图 25: 光伏月度装机 (GW)	12
图 26: 光伏玻璃价格走势	12
图 27: 重质纯碱价格走势	12
图 28: 工业管道天然气价格走势	12
图 29: 药用玻璃上市公司近年营收及增速	12
图 30: 药用玻璃上市公司 21q1-4 及 22q1 单季度营收及增速	12
图 31: 药用玻璃上市公司近年归母净利及增速	13
图 32: 药用玻璃上市公司 21q1-4 及 22q1 单季度归母净利及增速	13
图 33: 正川股份近年管制瓶销量及增速	13
图 34: 力诺特玻近年管制瓶销量及增速	13
图 35: 山东药玻近年模制瓶、棕色瓶销量及增速	14
图 36: 山东药玻近年管制瓶等产品销量及增速	14
图 37: 2400tex 缠绕直接纱价格变化 (元/吨)	14
图 38: 玻纤重点企业玻纤纱库存 (吨)	14
图 39: G75(单股)玻璃纤维电子纱价格 (元/吨)	14
图 40: 7628 电子布价格 (元/米)	14
图 41: 水泥价格 vs 水泥指数走势	15
图 42: 玻璃价格 vs 玻璃指数走势	16
图 43: 21 年年初至 22 年 6 月 29 日消费建材指数和 SW 房地产指数定基收益率走势	17
图 44: 房地产土地购置面积累计同比增速	19
图 45: 房地产新开工面积累计同比增速	19
图 46: 房地产销售面积累计同比增速	19
图 47: 30 大中城市商品房成交面积当月同比	19
图 48: 房地产竣工面积累计同比增速	20
图 49: 新开工面积滚动均值 (万平方米)	20
图 50: 细分行业&公司毛利率	20
图 51: 不同年龄段人数占比 (人口抽查)	22
图 52: 年龄分段人口占比 (人口抽查)	22
图 53: 美国每年住宅存量净增量占存量的比重	22
图 54: 中国城镇每年住宅存量净增量占存量的比重	22
图 55: 近几年涂料行业内资市占率提升, 外资市占率下降	23
图 56: 防水行业市占率估计 (按收入/规模以上企业收入口径估计)	23

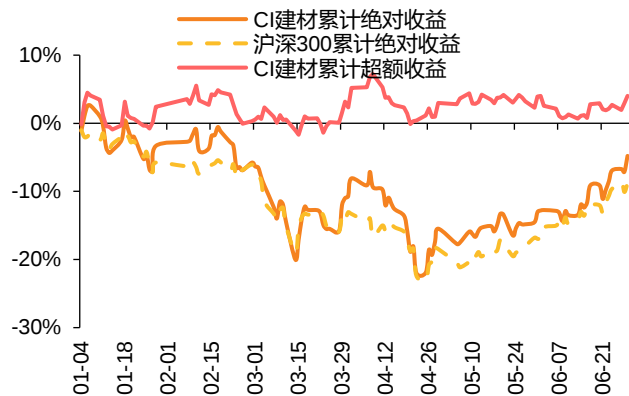
图 57: 管材行业上市公司集中度提升	23
图 58: 建筑陶瓷行业上市公司市占率 17 年起快速提升	23
图 59: 北新建材石膏板市占率	23
图 60: 光伏玻璃月度新点火产能	24
图 61: 主要光伏玻璃企业在产产能占比 (22M5)	24
图 62: 2022 年玻纤新增产能情况 (万吨)	25
图 63: 2021 年年初以来冷修及拟冷修线情况 (万吨)	25
图 64: 结合宏观经济指标对 22、23 年中国玻纤表观需求预测	26
图 65: 中国风电新增并网及增速	27
图 66: 风电公开招标价格变化 (元/kW)	27
图 67: 汽车及新能源汽车销量增速情况	27
图 68: 新能源汽车渗透率变化 (销量占比口径)	27
图 69: 我国玻纤产量及出口占比	28
图 70: 玻纤纱及制品当月出口量变化 (万吨)	28
图 71: 玻纤出口单价情况	28
图 72: 波罗的海航运指数 (BDI 指数) 变化	28
表 1: 基建投资、地产新开工、水泥产量同比情况	6
表 2: 22 年、21 年一季度南方省份错峰停产要求	8
表 3: 21 年年初至 22 年 6 月 30 日水泥指数表现分析	16
表 4: 21 年年初至 22 年 6 月 30 日玻璃指数表现分析	17
表 5: 21 年年初至 22 年 6 月 29 日建材指数表现分析	18
表 6: 按面积计算的城镇居民户住房的建造年	21
表 7: 我国不同收入家庭的收入平均值 (万元)	22
表 8: 下半年投产主力为福莱特、信义	24
表 9: 重点公司估值表	30

1. 上半年基本面及行情回顾

1.1. 行情表现：整体估值已回调至低位

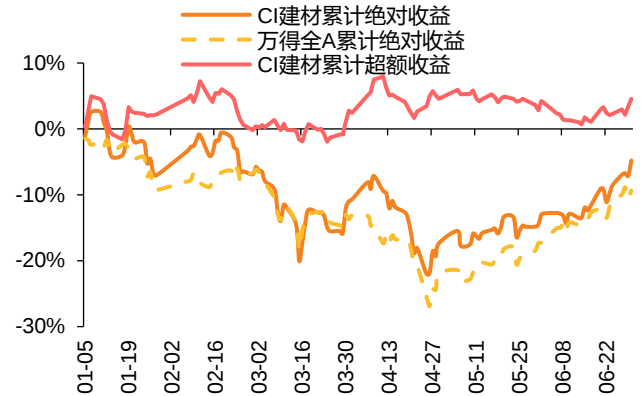
2022 年以来，建材指数大部分时间跑赢沪深 300 和万得全 A。截至 2022 年 6 月 30 日，CI 建材指数较年初下跌 4.8%，跑赢沪深 300 指数 4.0pct，跑赢万得全 A 指数 4.6pct。CI 建材指数年度最高录得 7.2%超额收益（较沪深 300，4 月 11 日），最大超额回撤为 -1.7%（较沪深 300，3 月 16 日）。

图 1：2022 年以来 CI 建材指数对沪深 300 指数相对收益



资料来源：Wind、天风证券研究所

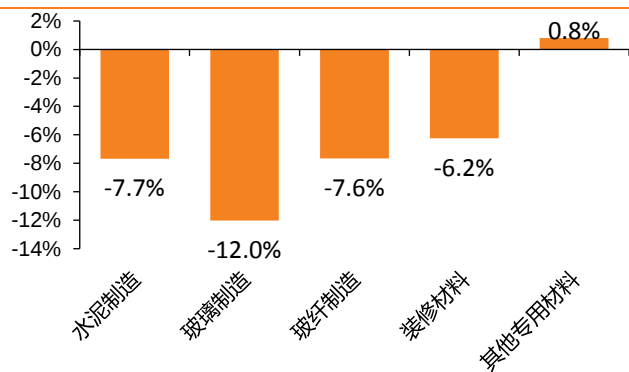
图 2：2022 年以来 CI 建材指数对万得全 A 指数相对收益



资料来源：Wind、天风证券研究所

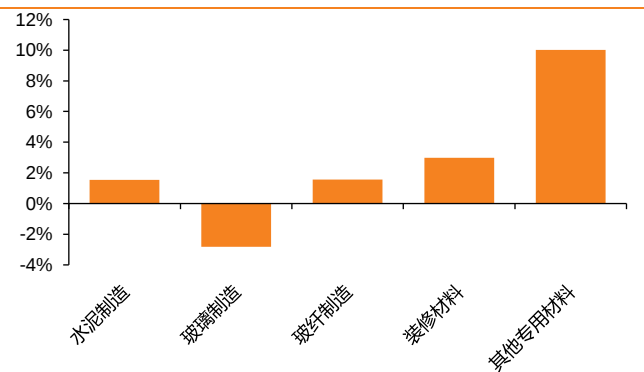
上半年除玻璃制造外，其他子板块相对收益均为正。截至 2022 年 6 月 30 日，建材细分行业中除其他专用材料外，绝对收益均为负，但从相对收益角度，除玻璃制造外，其他子板块相对收益均为正，其中其他专用材料相对收益最高。

图 3：2022 年年初以来建材板块各细分行业绝对收益



资料来源：wind，天风证券研究所，日期截至 6 月 30 日

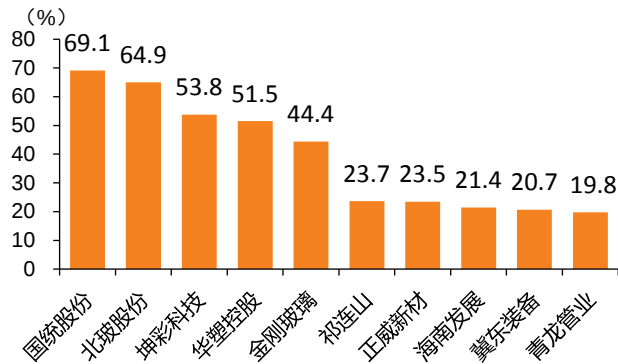
图 4：2022 年年初以来建材板块各细分行业相对收益



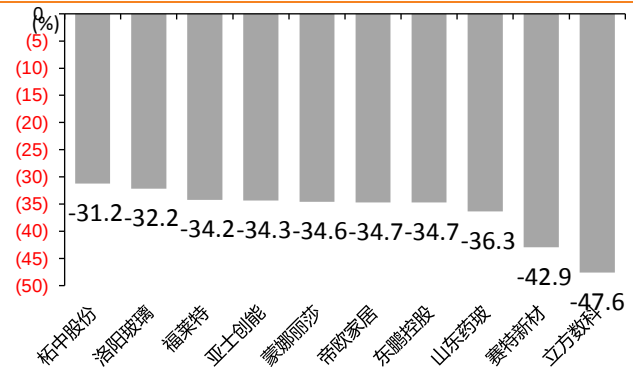
资料来源：wind，天风证券研究所，日期截至 6 月 30 日

图 5：2022 年以来主要建材公司绝对收益（前 10）

图 6：2022 年以来主要建材公司绝对收益（后 10）



资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

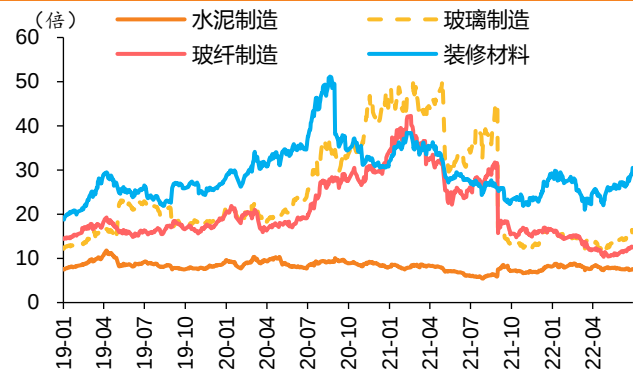
估值方面：截至 6 月 30 日，建材板块 PE 估值 13.5x 左右，基本回到 20 年初水平。分板块看，玻璃、玻纤、消费建材、耐火材料、水泥 PE 估值 21 年下半年以来基本处于下行通道。原因主要在于：大宗商品价格上升较快，叠加“恒大事件”引发市场对地产下游的担忧，以及国家层面的“房住不炒”强政策出台，导致建材公司 21 以来的 PE 估值下行，目前处于相对低位。我们认为随着地产基本面拐点的出现，板块整体估值有望迎来修复。

图 7：2019 年以来 CS 建材指数 PE(TTM)估值走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：2019 年以来建材四大板块 PE(TTM)估值走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 地产需求下行下，传统子行业供需格局分化

1.2.1. 水泥：需求扰动下竞争加剧，供给秩序有望重塑

地产新开工下滑拖累水泥需求，22 年下半年开始需求压力逐渐缓解。水泥下游主要分为基建、地产和新农村建设三部分，从历史经验来看，水泥产量和地产新开工面积的相关性更强，在新开工增速高的年份，水泥需求都不差，而在新开工比较差的年份，水泥需求都较为疲弱，比较典型的是 2015 年，虽然当年基建强势增长 17.2%，但新开工拖累下，水泥需求仍出现下滑。22 年 1-5 月房屋新开工面积同比下滑 30.6%，水泥 1-5 月产量 7.8 亿吨，同比下滑 15.3%，产量创下近十年次低，仅高于疫情影响的 2020 年。受疫情、资金短缺、雨水天气频繁等因素影响，4、5 月份需求旺季不旺，水泥出货率同比下滑 2-3 成，6 月份降幅有所收窄，但淡季特征明显，需求未见明显好转。21 年下半年开始水泥需求中枢开始下调，21 年 6 月-22 年 6 月是至暗时刻，我们认为 22 年下半年基建仍会继续发力，地产端环比或将出现好转，因此进入 22 年下半年，从同比角度，需求压力将开始逐渐缓解。

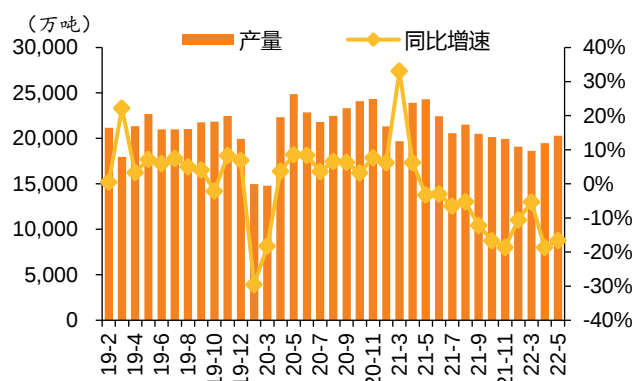
表 1：基建投资、地产新开工、水泥产量同比情况

年份	基建投资同比增速	房屋新开工面积同比增速	水泥产量同比增速
2010 年	18.5%	40.7%	15.5%
2011 年	3.3%	16.2%	16.1%

2012 年	15.3%	-7.3%	7.4%
2013 年	21.3%	13.5%	9.6%
2014 年	21.5%	-10.7%	1.8%
2015 年	17.2%	-14.0%	-4.9%
2016 年	17.4%	8.1%	2.5%
2017 年	19.0%	7.0%	-0.2%
2018 年	3.8%	17.2%	3.0%
2019 年	3.8%	8.5%	6.1%
2020 年	0.9%	-1.2%	1.6%
2021 年	0.4%	-11.4%	-1.2%
2022 年 1-5 月	6.7%	-30.6%	-15.3%

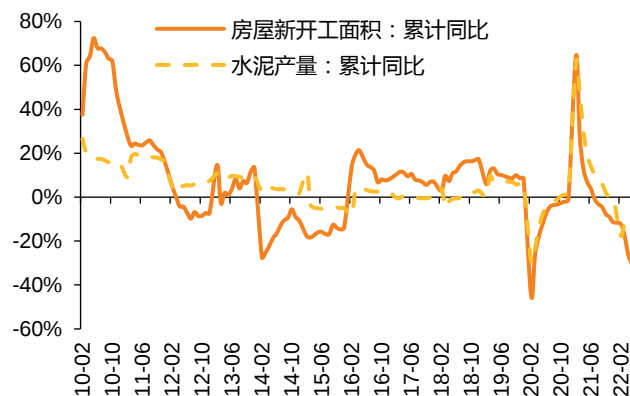
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：水泥单月产量及同比增速



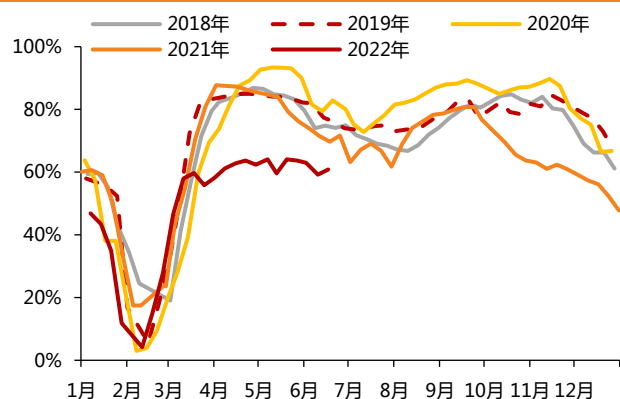
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 10：水泥产量与新开工面积走势



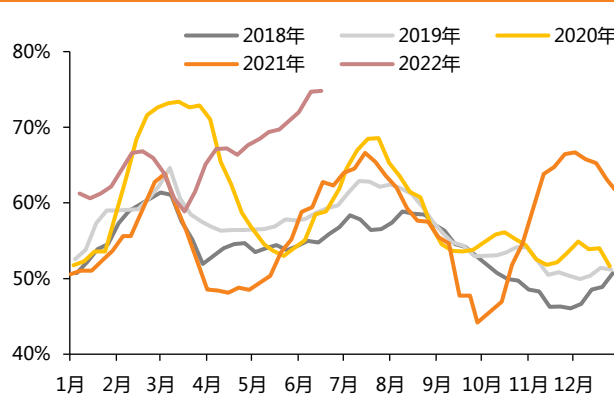
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：2018 年-2022 年 6 月全国水泥出货率



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 12：2018 年-2022 年 6 月全国水泥库存情况



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

供给端：年初错峰执行较好，但在需求超预期下滑的情况下，供给格局出现恶化。供给端，一季度错峰停产力度加大，使得在需求不佳的情况下，水泥价格仍保持高位，Q1 全国水泥均价 516 元，同比高 73 元，但是后续需求恢复持续不及预期，行业整体库存接近 7 成，部分小企业几乎满库，在这种情况下，以单个区域市场为主的小企业降价出货的诉求更强，同时由于部分地区疫情因素，影响出现分化，导致区域间流动加剧，头部企业为维护市场份额，采取价格手段竞争，导致供给格局阶段性恶化，5 月开始水泥价格加速下滑，5/6

月全国均价分别下滑 21/45 元,华东地区水泥价格分别下滑 35/52 元,幅度高于其他地区。我们认为此次价格竞争本质原因是需求下滑幅度超预期引发的市场应对不足,但并不意味着供给协同的破裂,在淡季之后新的竞合关系或将形成, Q3 旺季价格仍有望迎来快速提涨。

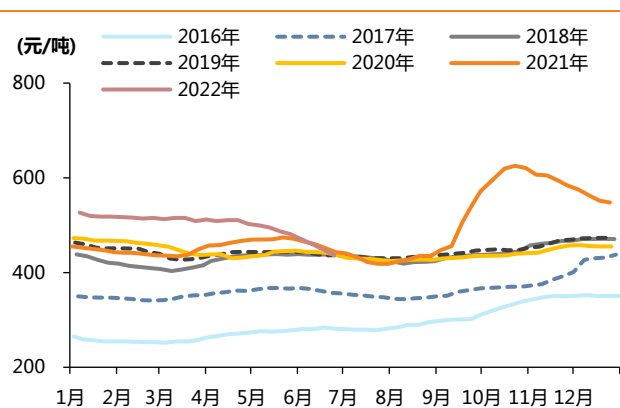
表 2: 22 年、21 年一季度南方省份错峰停产要求

区域	地区	21 年一季度	22 年一季度
华东	江西	30 天	40 天
	江苏	30 天	35 天
	安徽	B/C/D 级企业分别停 30/60/90 天不等 (12.1-次年 3.31)	B/C/D 级企业分别停 30/60/90 天不等 (12.1-次年 3.31)
	福建	1-4 月错峰停窑 40 天	1-5 月错峰停窑 45 天
中南	河南	65 天	约 48 天
	湖北	30 天	30 天
	湖南	45-50 天	45-50 天
	广西	/	40 天
	广东	/	30 天
西南	四川	30 天	50 天
	重庆	30-40 天	40-50 天
	云南	/	40 天
	贵州	不少于 40 天	60 天

资料来源:卓创资讯、天风证券研究所

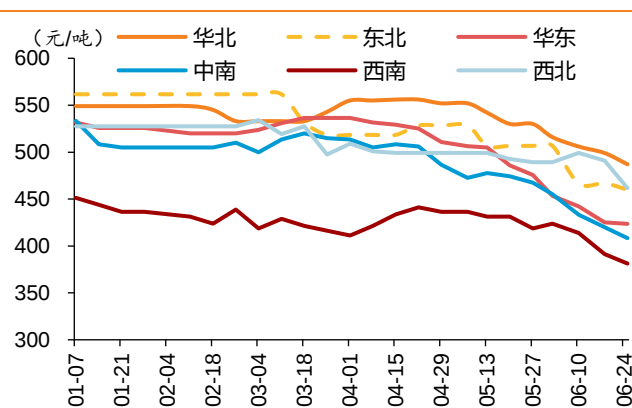
注:华北、西北、东北地区统一执行采暖季错峰停产,未单独统计一季度情况

图 13: 2016-2022.6 全国水泥价格走势



资料来源:数字水泥网、天风证券研究所

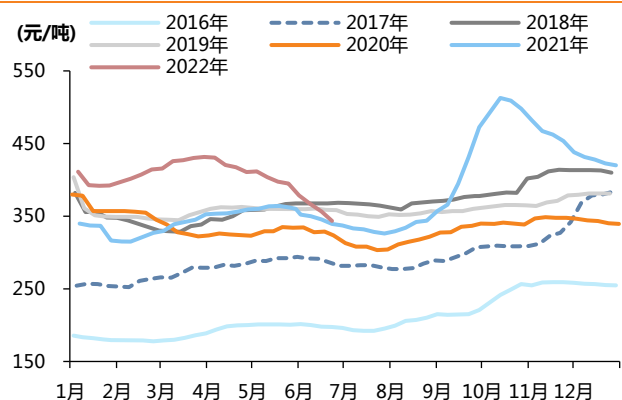
图 14: 2022 年以来水泥价格走势



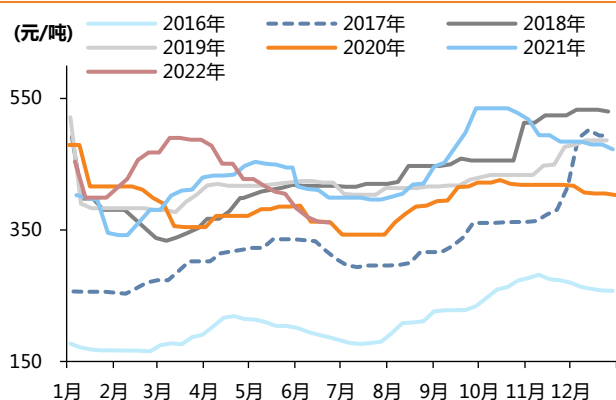
资料来源:数字水泥网、天风证券研究所

图 15: 2016-2022.6 全国熟料价格走势

图 16: 2016-2022.6 华东熟料价格走势



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所



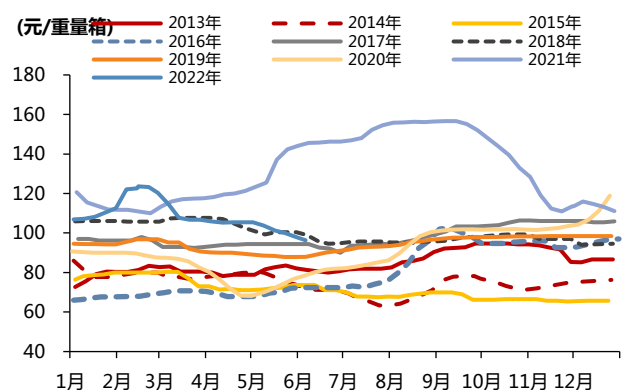
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

1.2.2. 浮法玻璃：行业平均利润已为负，短期尚未出现集中冷修

价格：22 年以来终端地产项目进度持续推后，目前浮法产能、库存处历史高位（截至 6 月 30 日 7129 万重量箱），市场供需矛盾持续增加，导致浮法玻璃价格持续走低。

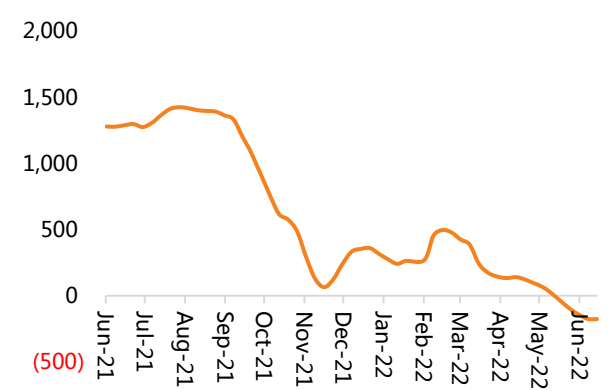
单位利润：截至 6 月 30 日，月内平均行业利润为 -199 元/吨，较上月下跌 159 元/吨。成本方面原料价格继续小幅走高，原片价格再次下调，整体利空行业利润水平持续压缩。后期看，成本端大概率仍高位维持，当前多数原片厂价格已低于成本线水平，雨季过后我们认为 Q3 需求有望迎好转，叠加高成本支撑下提价可期。

图 17：浮法玻璃价格各年月度波动（5mm 白玻）



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 18：浮法玻璃单位利润（元/吨）



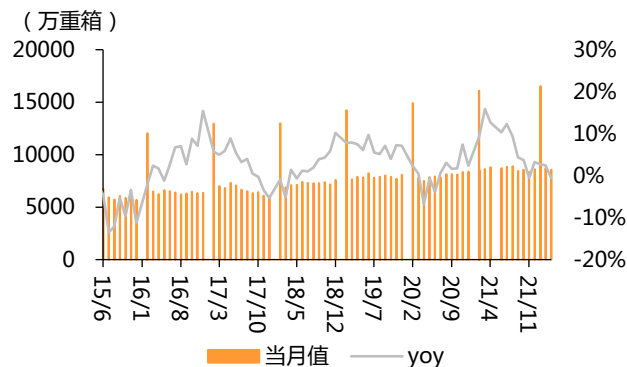
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

供给端冷修有限：浮法玻璃产能增量主要来自于产能置换新线投产、冷修线复产、产线转产等，产能减量主要来自于产线冷修和转产（如建筑超白转做光伏背板等）。2022 年计划冷修产线约 20 余条（截止 6 月底冷修 9 条共计 5350t/d），冷修进度略不及预期，计划点火产线 14 条左右（截止 6 月底共计 10 条 7250t/d）。

进一步看，造成冷修不及预期主要有两点原因：

- 1) 传统旺季未至：正常年份看，一般上半年为相对淡季，下半年进入传统旺季。传统“金九银十”尚未到来，虽然目前行业多数企业亏损，浮法玻璃厂家存一定观望情绪；
- 2) 现金流：浮法玻璃企业近年盈利良好，现金底气足可维持观望心态。

图 19：平板玻璃当月产量及同比增速



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 20：浮法玻璃在产日熔量（t/d）

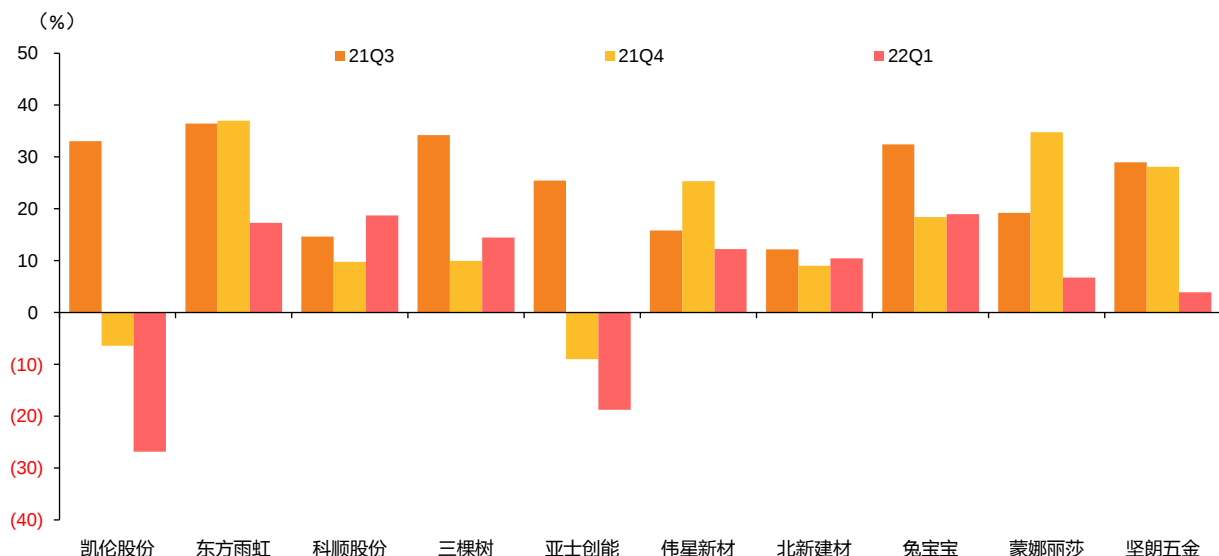


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

1.2.3. 消费建材：龙头市占率逆势提升， α 持续体现

21 年三季度以恒大为代表的大型房企开始出现信用违约问题，这使得大 B 客户收入占比高的建材类供应商主动收缩规模，从 Q4 收入表现来看，凯伦股份、亚士创能同比开始负增长，三棵树收入增速也出现环比较大下滑，而经销占比高，客户结构较优的企业在这一轮调整中受到的影响较小，22 年一季度虽然地产基本面依然较差，销售、新开工、竣工面积同比均两位数下滑，但消费建材龙头企业仍然实现收入的正增长，龙头 α 持续体现，一方面因为在此轮地产调整中，小企业由于对单一地产客户依赖程度较高，一旦其绑定的地产商出现暴雷问题，那么小企业直接被拖垮，被迫退出市场，另外大企业的品牌力、供应能力等优势突出，更容易快速获取新的优质客户，市占率进一步提升，另外龙头企业下游中非地产类客户占比较高，这一部分需求韧性较强，对收入也起到一定的支撑。

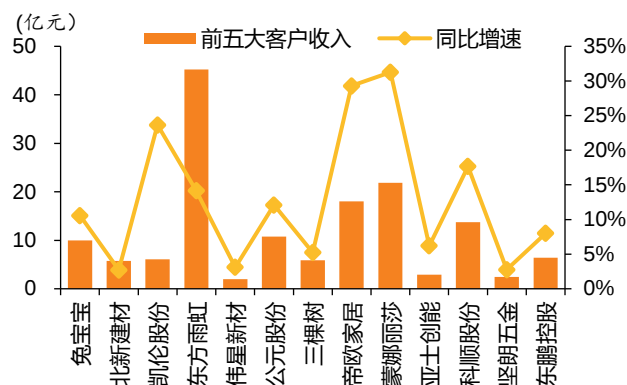
图 21：各消费建材龙头企业单季度收入增速



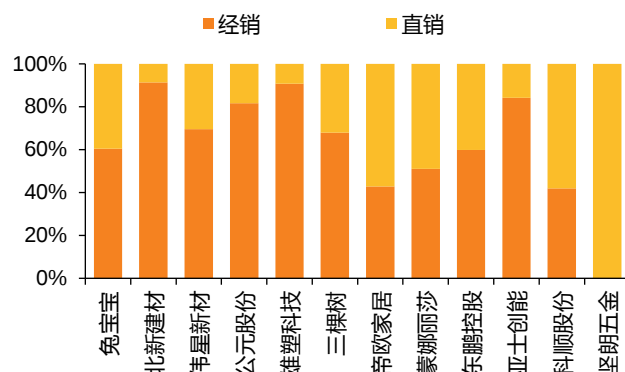
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 22：2021 年主要消费建材企业前五大客户收入及占比

图 23：2021 年主要消费建材公司直销/经销占比



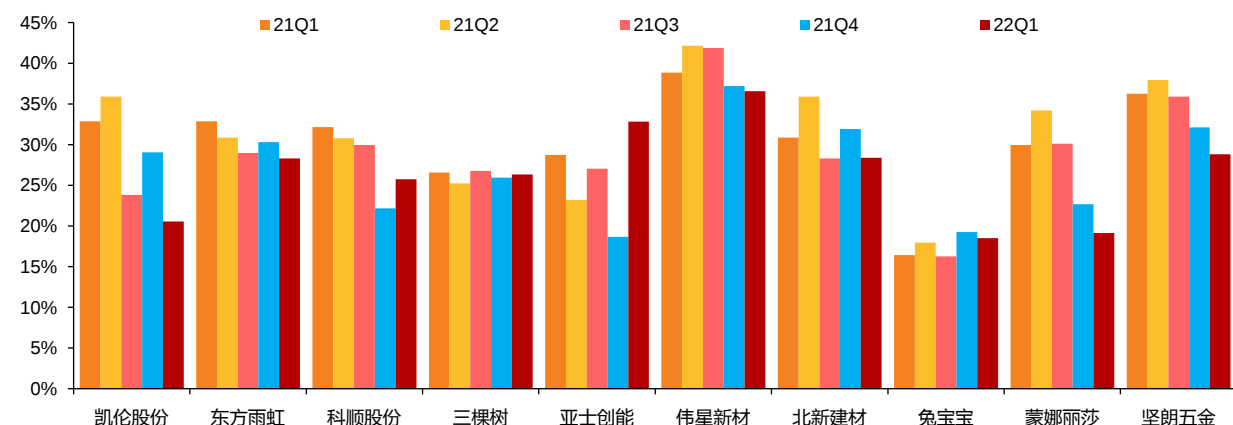
资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

2021 年原材料价格处于上行通道，企业 Q1-Q3 毛利率处于逐季探底过程，Q4 开始东方雨虹、北新建材、兔宝宝等企业毛利率出现向上拐点，22Q1 虽然原材料价格同比仍处于高位，但龙头企业毛利率已经企稳，部分企业如科顺股份、三棵树、亚士创能环比 Q4 实现上涨，面对原材料涨价问题时，龙头企业可通过控制原材料库存（东方雨虹、科顺，苏博特），产品提价（C 端占比高/市占率高的企业传导更顺畅，如伟星、北新）、原材料套保（如公元股份、东宏股份）、加大降本增效力度（蒙娜丽莎）等方式降低成本端影响，α 进一步体现，其他上市公司以及大部分的中小企业面临冲击或将较大。

图 24: 各消费建材龙头企业单季度毛利率



资料来源: Wind、天风证券研究所

1.3. 非房链条景气相对较高

1.3.1. 光伏玻璃：成本需求共同推动价格上行，行业利润有所改善

国内需求预期内强势延续，海外政策加码，欧洲需求超预期

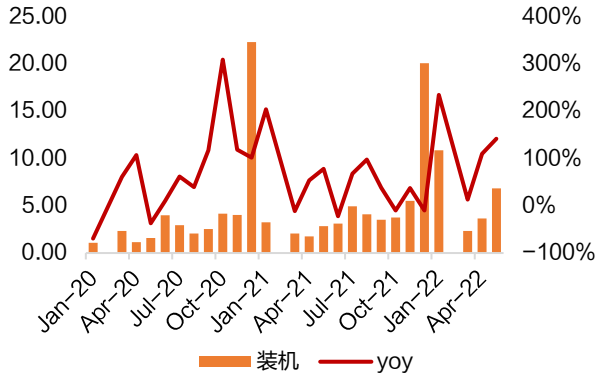
1) 国内市场，据中电联国内 1-5 月光伏新增装机量达到 23.71GW，其中 5 月份新增装机 6.83GW，同比+141%，环比+86%；从 Q1 具体的装机数据看，Q1 国能光伏装机 13.2GW，其中分布式占比 67%。

2) 海外市场，近期欧盟委员会公布名为“Repower EU”的能源计划，快速推进绿色能源转型，将欧盟“减碳 55%”政策组合中 2030 年可再生能源的总体目标从 40%提高到 45%；建立专门的欧盟太阳能战略，到 2025 年将太阳能光伏发电能力翻一番，到 2030 年安装 600GW。

价格方面，下限看成本上限看需求。在成本支撑以及海外需求超预期情况下，自 2022 年 2 月 25 日至 6 月 23 日价格有所反弹，其中 3.2mm 报价从 25 元/平米上升至 28.5 元/平米，

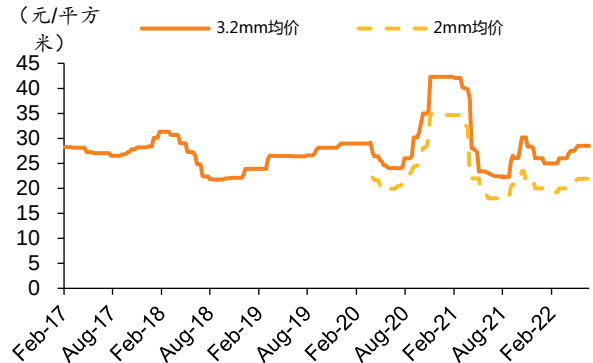
涨幅 14%，2.0mm 报价从 19 元/平米上升至 21.92 元/平米，涨幅 15%。成本端数据看，天然气价格和纯碱价格不断攀升，同时间段，重质纯碱涨幅 22.5%，天然气涨幅 3.5%，一般来说，纯碱和燃料的成本占比各约 40%，以此比例可计算得燃料涨幅不及价格涨幅，预计行业利润整体较 Q1 有所改善。

图 25：光伏月度装机 (GW)



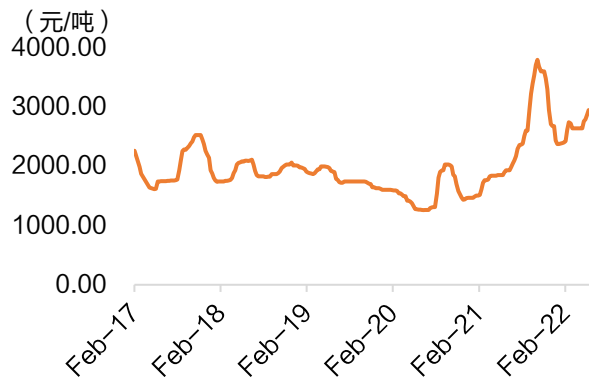
资料来源：中电联，天风证券研究所

图 26：光伏玻璃价格走势



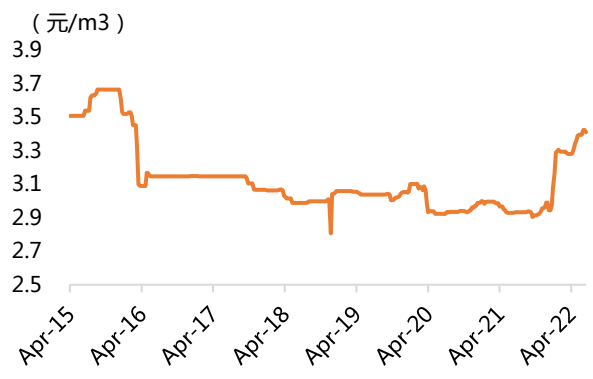
资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：重质纯碱价格走势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：工业管道天然气价格走势



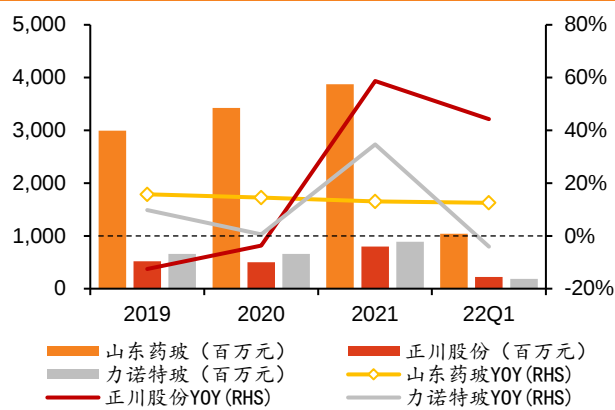
资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.2. 药用玻璃：国产替代稳步推进

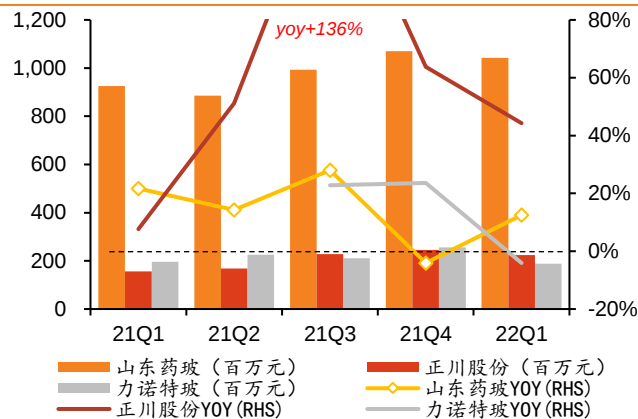
药用玻璃企业整体 21h2 以来收入边际加速，利润增长有一定分化。21fy 山东药玻、正川股份、力诺特玻收入分别为 38.8、8.0、8.9 亿元，yoy 分别为+13%、59%、35%。单季度来看，山东药玻、正川股份 21 q1-4 及 22q1 单季收入 yoy 分别+22%/14%/28%/-4%/ 13%、8%/51%/ 136%/64%/44%；力诺特玻 21q3-4 及 22q1 单季收入 yoy 分别+23%/24%/-4%。21fy 山东药玻、正川股份、力诺特玻归母净利分别为 5.9、1.1、1.3 亿元，yoy 分别+5%、101%、37%。单季度来看，山东药玻、正川股份 21q1-4 及 22q1 单季归母净利 yoy 分别+15%/14%/11%/-19%/-2%、4%/19%/372%/ 221%/31%；力诺特玻 21q3-4 及 22q1 单季归母净利 yoy 分别+13%/12%/28%。总体而言，21fy 原燃料（煤炭、天然气、纯碱等）价格上行及海运费上涨对主要药用玻璃企业利润率产生一定压制；另一方面，21h2 中硼硅渗透率提升节奏边际加速（需考虑山东药玻 20q4 收入及利润基数较高），主要企业收入边际均在加快，同时部分对冲传统产品利润率压力。

图 29：药用玻璃上市公司近年营收及增速

图 30：药用玻璃上市公司 21q1-4 及 22q1 单季度营收及增速



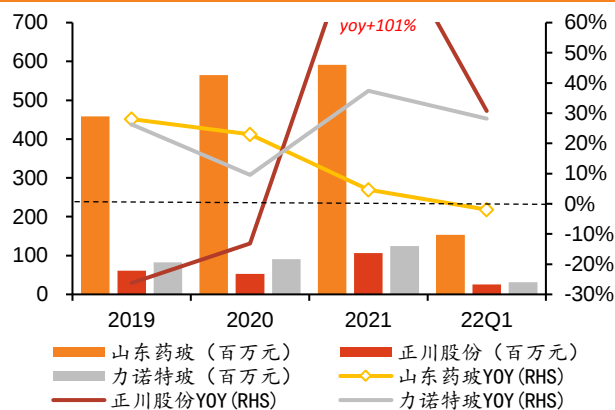
资料来源: wind, 天风证券研究所



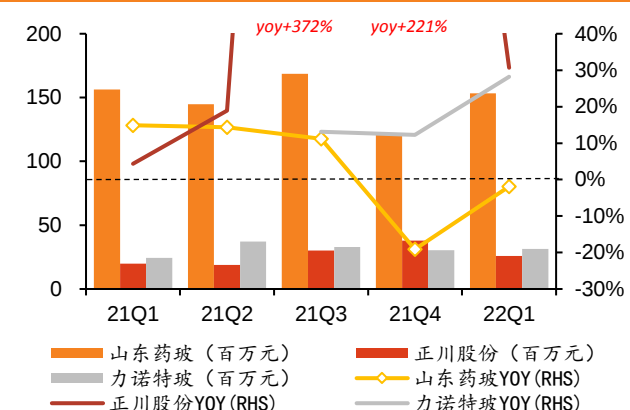
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 31: 药用玻璃上市公司近年归母净利润及增速

图 32: 药用玻璃上市公司 21q1-4 及 22q1 单季度归母净利润及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

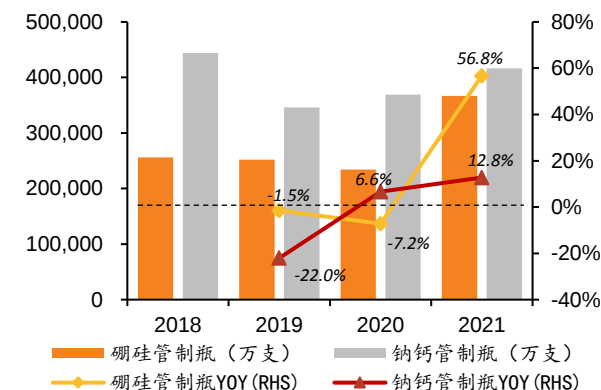


资料来源: wind, 天风证券研究所

中硼硅需求高景气, 支撑药用玻璃景气提升。21fy 力诺特玻硼硅管制瓶销量 25 亿支, yoy+34%; 中硼硅管制瓶销售 2.2 亿元, yoy+145% (占整体药用玻璃瓶收入比例 yoy +19pct 至 71%)。正川股份硼硅管制瓶销量 37 亿支, yoy +57%(vs 钠钙管制瓶 42 亿支, yoy+13%), 主要系中硼硅产品销售上升带动; 硼硅管制瓶收入 4.9 亿元, yoy+119% (vs 钠钙管制瓶 2.3 亿元, yoy+13%)。山东药玻模制瓶/棕色瓶销量分别 31/22 万吨, yoy 分别+7%/+3%, 其中中硼硅模制瓶销量接近翻倍; 管制瓶/安瓿销量分别 17/18 亿支, yoy 分别+6%/3%, 其中中硼硅管制瓶销量 1.9 亿支, yoy+235%, 中性安瓿销量 0.55 亿支, yoy+150%; 预灌封销量近 5,000 万支, yoy+145%。

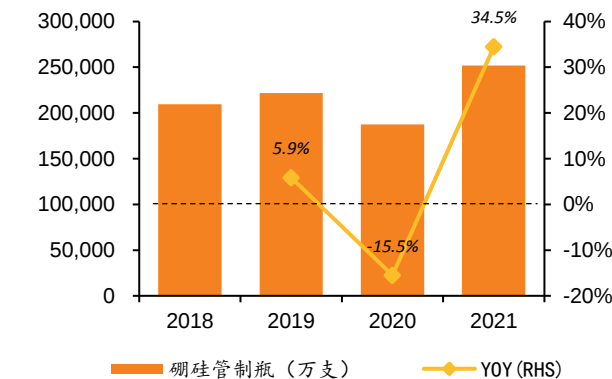
图 33: 正川股份近年管制瓶销量及增速

图 34: 力诺特玻近年管制瓶销量及增速



注: 硼硅管制瓶包括中硼硅、低硼硅管制瓶;

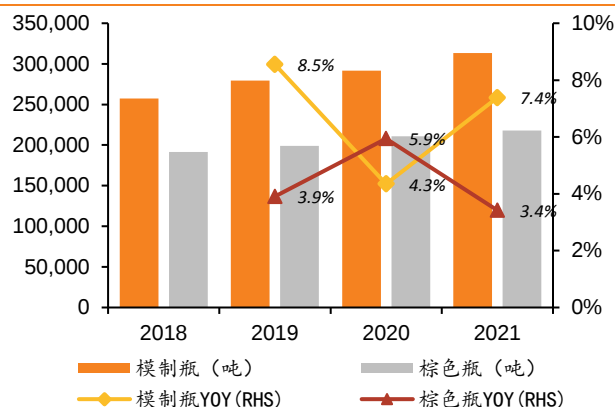
资料来源: 正川股份年报, 天风证券研究所



注: 硼硅管制瓶包括中硼硅、低硼硅管制瓶;

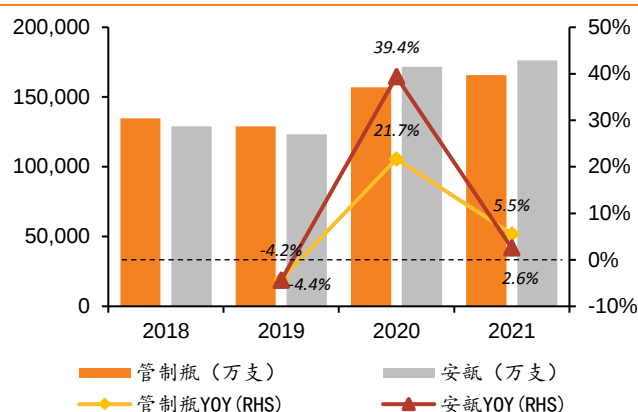
资料来源: 力诺特玻年报, 力诺特玻招股书, 天风证券研究所

图 35：山东药玻近年模制瓶、棕色瓶销量及增速



资料来源：山东药玻年报，天风证券研究所

图 36：山东药玻近年管制瓶等产品销量及增速

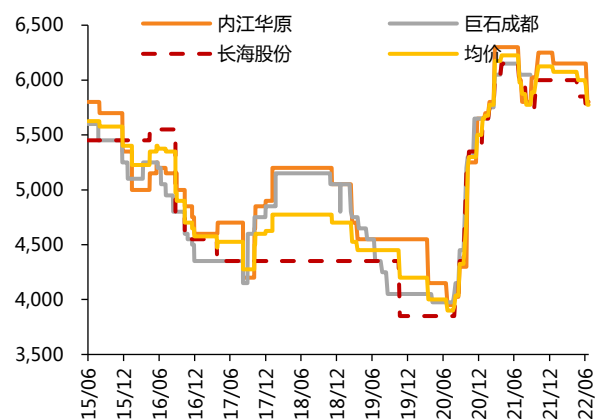


资料来源：山东药玻年报，天风证券研究所

1.3.3. 粗纱价格维持高位，电子纱大起大落后现阶段料有较好支撑

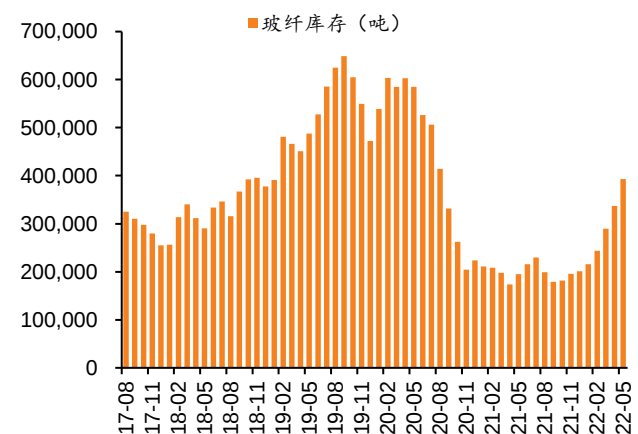
粗纱价格 20q3 以来延续高景气水平。20q3 以来，随着疫情影响及减弱，玻纤行业景气度快速提升，此后总体延续高景气状态。另一方面，我们注意到重点生产企业库存 22 年初以来持续上行，截至 22/05 末，重点企业玻纤纱库存为 39.3 万吨，环比+5.6 万吨/+16.6%，库存在底部位置基础上小幅环增，主因疫情、物流等影响，但总体库存仍处于历史合理水平位置。价格角度，22/06/30 2400tex 缠绕直接纱价格为 5,775 元/吨，周环比 0.0%、月环比 -3.8%、年同比 -7.2%，总体粗纱价格稳定于较高水平，近期出现一些小幅回落，反映 22q2 疫情对国内需求冲击，我们认为影响偏阶段性。

图 37：2400tex 缠绕直接纱价格变化（元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 38：玻纤重点企业玻纤纱库存（吨）

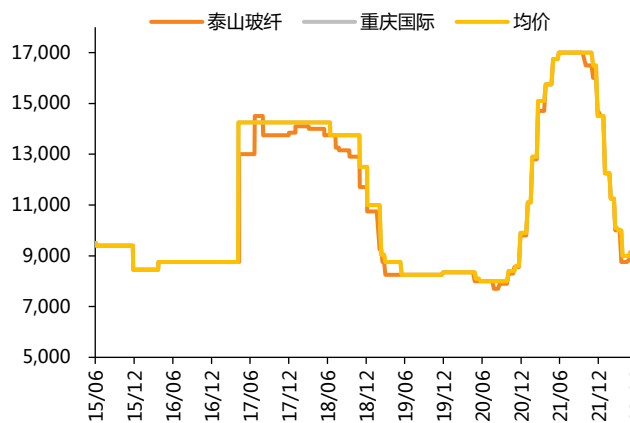


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

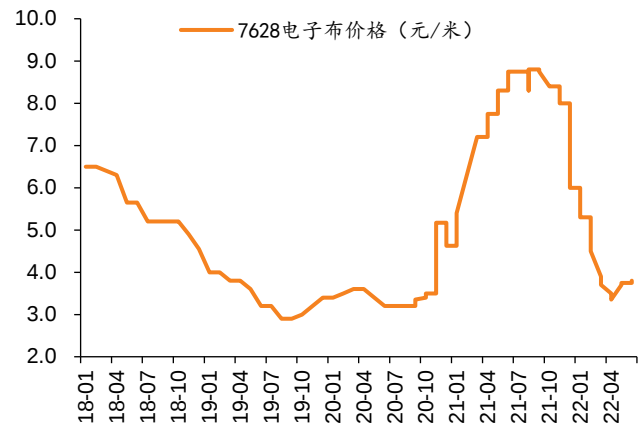
电子纱电子布价格 21 年经历了大起大落，现阶段价格料有较好支撑。电子纱电子布方面，21 年经历了大起大落，显示更强周期波动，主要反映行业容量仍偏小，阶段供给对行业供需格局有较大影响。22/06/30 G75 电子纱价格为 9,450 元/吨，周环比 0.0%、月环比 3.3%、年同比 -44.4%；22/06/30 7628 电子厚布价格为 3.80 元/米，周环比 0.0%、月环比 1.3%、年同比 -56.6%。近期交投趋稳，我们认为现阶段电子纱/布价格有较好成本支撑，关注后续 PCB 开工回升节奏。

图 39：G75(单股)玻璃纤维电子纱价格（元/吨）

图 40：7628 电子布价格（元/米）



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

1.4. 股价复盘：周期品行情与价格周期正相关，消费建材与地产板块行情关联性高

我们选取 2016 年至今全国重点城市水泥均价与水泥指数,发现二者走势相关性较高。2015 年底中央提出“三去一降一补”的供给侧改革,供给端严控新增产能,同时错峰生产有序执行,实际产能进一步收缩,水泥价格迎来新一轮上涨,20 年上半年淡季价格依旧保持韧性,且疫后抢开工提振需求端预期,水泥指数创下新高,但 Q4 旺季价格涨幅不及预期导致指数出现回撤,21 年价格底出现在 7 月末,8 月份指数随着水泥价格一同上涨,但在这一轮指数上行周期要明显短于水泥价格上行周期(水泥价格上涨持续了约 90 天,水泥指数仅持续 40 天),背后原因是需求环境发生改变,市场表现出更多的对价格持续性的担忧。21 年 12 月稳增长预期升温带动水泥板块阶段性走强,但年初至今稳增长的效果迟迟没有在水泥上兑现,期间水泥出货率持续低于去年同期。这一阶段市场主要是在交易稳增长的预期变化,但实际基本面并没有改观,因此水泥板块的行情也是宽幅震荡,上涨/下跌行情持续时间都比较短。近期局部地区价格竞争加剧引发市场悲观预期,但我们认为此次价格战本质原因是需求下滑幅度超预期引发的市场应对不足,但并不意味着供给协同的破裂,在淡季之后新的竞合关系或将形成, Q3 旺季价格仍可能会快速提涨, 指数拐点或伴随价格拐点一同出现。

图 41：水泥价格 vs 水泥指数走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 3：21 年年初至 22 年 6 月 30 日水泥指数表现分析

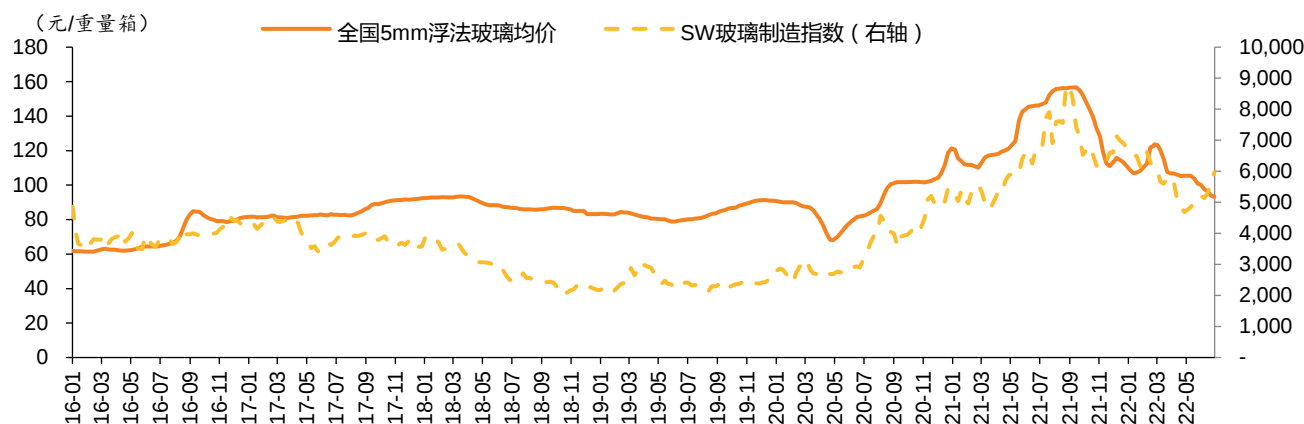
开始时间	结束时间	行情天数	走势特点	区间表现	相对沪深 300	相对 wind 全 A
2021/1/1	2021/4/30	119	窄幅震荡	期间最大涨跌幅在 10%左右		
2021/5/1	2021/7/30	90	持续下跌	-20%	-14%	-23%
2021/8/1	2021/9/13	43	快速反弹	39%	35%	32%
2021/9/14	2021/11/2	49	快速回调	-24%	-21%	-20%
2021/11/3	2022/6/30	239	宽幅震荡	期间最大涨跌幅在 17%左右		

资料来源：Wind、天风证券研究所

玻璃指数同样于玻璃价格有着较强的正相关性。20 年 5 月初受疫情后赶工影响，叠加地产竣工需求旺盛，玻璃价格从底部的 68 元/重量箱一路反弹，至 21 年初最高上涨到 115 元/重量箱，SW 玻璃制造指数由 2688 点涨至 5290 点，涨幅高达 97%。21 年受房地产竣工大年支撑、公共卫生事件影响消退，终端订单饱满，对需求端形成强劲支撑，指数继续跟随玻璃价格一同上涨，并于 8 月底触顶。在这个过程中指数出现两次短期调整，分别是年初至 3 月底的窄幅震荡（主要是淡季影响）以及 7 月下旬的政策驱动下跌（工信部原材料工业司拟邀请发改委产业发展司、建筑及工业玻璃协会及平板玻璃重点企业等召开“平板玻璃价格座谈会”引发市场对玻璃价格下降的担忧）。9 月份开始地产暴雷叠加成本上涨，导致玻璃降价，旺季累库，业绩预期下滑，指数开始大幅调整，虽然在 11 月中旬出现弱势反弹，但下游行业需求当时并无起色，12 月淡季叠加需求惨淡，12 月中旬后玻璃又回到了降价累库的周期。

2021 年四季度之后地产政策逐步释放宽松信号，在此支撑下，市场普遍认为需求将伴随着地产资金逐步得到改善，但事实上：1）地产资金改善不及预期，导致下游开工不及预期，经过春节前后中下游备货，22Q1 价格也呈现冲高回落的态势（由 109 元/重箱涨至 124 元/重箱回落至目前 93 元/重箱），行业利润不断被挤压；2）行业冷修不及预期，虽 22 年 3 月行业利润大幅度萎缩，到期产线较多，但产线冷修不积极，供需矛盾凸显，玻璃厂商库存日渐高企，创历史新高。因此造成了近半年的下跌区间，跌幅达 44%，相对沪深 300/Wind 全 A 收益分别为 -25%/-22%。5 月初指数开始反弹，主要受光伏玻璃板块带动，后期看，成本端大概率仍高位维持，当前多数原片厂价格已低于成本线水平，雨季过后我们认为 Q3 需求有望迎好转，叠加高成本支撑下提价可期，价格催化下，指数也有望进入上行通道。

图 42：玻璃价格 vs 玻璃指数走势



资料来源：Wind、卓创资讯、天风证券研究所

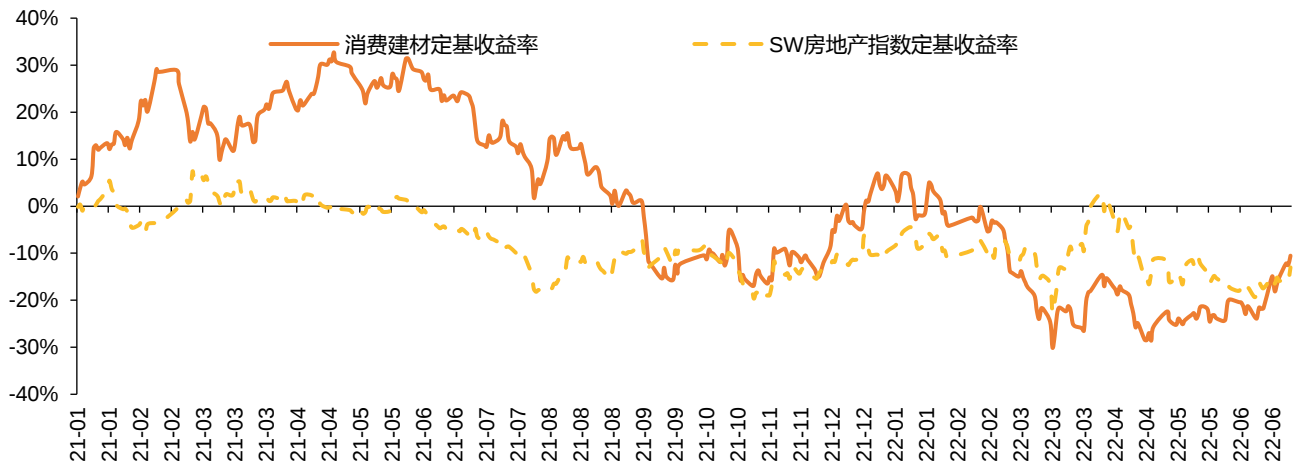
表 4：21 年年初至 22 年 6 月 30 日玻璃指数表现分析

时间区间	玻璃指数表现	行情天数	涨跌幅度	相对沪深 300 涨跌	相对 wind 全 A 涨跌	玻璃价格
21.1.4-3.24	下跌	47	-10.83%	-2.48%	-3.00%	1.63%
21.3.24-7.22	大幅上涨	81	72.11%	74.30%	61.48%	28.82%
21.7.22-7.28	政策驱动大跌	4	-25.45%	-18.02%	-18.20%	1.87%
21.7.28-8.31	迅速上涨见顶	24	40.93%	40.07%	35.29%	1.05%
21.8.31-11.5	大幅下跌	41	-55.18%	-55.73%	-53.75%	-23.22%
21.11.5-12.7	反弹	22	25.04%	23.52%	21.76%	-10.42%
21.12.8-22.4.30	震荡下跌	99	-43.81%	-24.79%	-21.95%	-8.63%
22.5.1-22.6.30	小幅反弹	62	23.03%	14.13%	9.51%	-10.14%

资料来源：Wind、卓创资讯、天风证券研究所

消费建材板块主要位于地产产业链，行情指数的变化一方面受到地产政策、需求等因素的影响，另一方面也受到行业基本面的催化，毛利率、发货量等基本面数据也决定了板块的涨跌情况。我们复盘了 2021 年年初至今消费建材板块走势，总体来看，在地产下游需求景气度较好的阶段，消费建材指数与地产指数相关度较低，但在地产需求较弱的阶段，消费建材基本面也偏弱，股价更多受到政策的驱动，因此在走势上和地产股接近。受到沥青、乳液、PVC 等大宗商品原材料价格大幅上涨、地产需求走弱等因素影响，21 年 5 月以来消费建材指数处于持续下探的过程，而在此阶段之后，消费建材指数和地产指数的相关性明显提升，我们详细地拆解了不同阶段的走势特征：

图 43：21 年年初至 22 年 6 月 29 日消费建材指数和 SW 房地产指数定基收益率走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：消费建材指数采用成分股市值加权平均；

1) **快速上涨 (2021.01.04-2021.02.18)**: 这一阶段，消费建材指数分别录得相对沪深 300、wind 全 A 20%、25% 的超额收益，显著跑赢大盘，整体呈现快速上涨的趋势，我们预计主要与年初新开工预期和两会政策催化的春季躁动行情有关，偏地产产业链的消费建材在历年春季行情中表现均较好。

2) **震荡下跌 (2021.02.19-2021.03.09)**: 这一阶段，消费建材指数震荡下跌，整体跌幅 15%，相对沪深 300 收益-1%，相对 Wind 全 A 收益-5%，表现跑输大盘。主因市场风格有所切换，水泥、玻纤等低估值周期品关注度或有所提升。

3) **震荡上涨 (2021.03.10-2021.04.30)**: 这一阶段，消费建材指数期间震荡上涨，相对沪

深 300/Wind 全 A 收益分别为 16%/14%。我们判断主要与一季报时点临近，在 20Q1 低基数情况下，大多数消费建材在 21Q1 维持较好的发货增速，同时 3 月销售面积继续保持高景气，反映出彼时地产景气度或仍然处于较好水平。

4) 快速下跌 (2021.05.06-2021.09.30): 这一阶段，是消费建材指数下探时间最长的阶段，从 21 年五一国庆节之后，直至三季报披露，消费建材指数处于持续下跌的过程，整体跌幅高达 33%，相对沪深 300、wind 全 A 的超额收益率分别为 -28%、-39%，其中大跌的开始是从 6 月初，主要与恒大等地产商暴雷谣言频传有关。这一阶段消费建材板块经历了成本上涨和需求走弱的双重压力，大宗商品原材料价格持续走高，防水、涂料、管材等细分子板块成本端承压明显，彼时地产销售持续走弱，一手房和二手房销售端的景气度均在回落，由于成本端的压力导致消费建材板块公司的毛利率下滑幅度较大，同时地产端现金流紧张导致的恒大等头部房企融资出现问题。

5) 底部震荡反弹 (2021.10.08-2021.12.01/2021.12.02-2022.01.20): 总体来看，这两个阶段消费建材指数的弹性较弱，行业 β 因素一定程度催化行业的反弹，但整体持续性较弱。第一阶段，消费建材仍受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，第二阶段指数处于底部震荡反弹的阶段，相对沪深 300、wind 全 A 的超额收益分别为 23%、26%，在此阶段，地产政策回暖和产业资本行动，消费建材迎来关注机会。

6) 持续探底 (2022.01.21-2022.04.29): 2022 年以来，地产需求的下滑导致消费建材公司经营数据表现较差，而俄乌冲突导致的原油价格大幅上涨带动的沥青等价格上涨也对成本端形成压力，此外，年初春季躁动行情之后，市场风格一定程度切换至稳增长主线，消费建材板块整体关注度较低，同时由于恒大等地产暴雷事件导致消费建材公司进行了大额应收账款的减值，年报业绩低于预期，而 3 月以来疫情反复对消费建材公司的经营状况影响仍较大，主要消费建材公司的发货数据基本持平，导致该阶段消费建材指数的整体表现较差，指数处于继续下探的阶段，区间跌幅 29%，相对沪深 300、wind 全 A 的超额收益分别为 -12%、-10%。

7) 底部反弹 (2022.5.1-2022.6.29): 5 月消费建材开始反弹，一方面因疫情得到控制，另一方面地产销售降幅首次出现收窄，基本面拐点出现，但消费建材发货数据仍较差，市场担心 5 月地产只是受基数和疫后因素短暂好转，5 月份整体反弹幅度不大，但 6 月 30 个大中城市销售面积延续回暖态势，坚定了市场的信心，消费建材开始快速反弹，5 月初至今消费建材涨幅 20%，相对沪深 300、wind 全 A 的超额收益分别为 8%、6%。

表 5: 21 年年初至 22 年 6 月 29 日建材指数表现分析

起始时间	结束时间	行情天数	阶段特征描述	消费建材相对沪深 300 超额收益率	消费建材相对 wind 全 A 超额收益率
2021.01.04	2021.02.18	29	快速上涨	19%	25%
2021.02.19	2021.03.09	13	震荡下跌	-1%	-5%
2021.03.10	2021.04.30	37	震荡上涨	16%	14%
2021.05.06	2021.09.30	103	持续下跌	-28%	-39%
2021.10.08	2021.12.01	39	底部震荡	-3%	-7%
2021.12.02	2022.01.20	35	震荡反弹	23%	26%
2022.01.21	2022.04.29	64	持续探底	-12%	-10%
2022.5.1	2022.06.29	61	底部反弹	8%	6%

注：超额收益率为消费建材指数相对于沪深 300/wind 全 A 的区间超额收益率；

资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 下半年展望：地产基本面边际改善，工业建材景气延续

2.1. 地产链条短期需求及盈利触底回升，中期仍具备供给侧逻辑

21 年 Q4 开始地产政策出现放松迹象，12 月政治局会议指出满足合理住房需求，确立本轮地产周期的政策底，2022 年初多地密集出台因城施策政策，3 月金融委会议提出要重视房地产风险化解，二季度央地政策协同发力（放松限购、下调首套房贷利率、5 年期 LPR 利率下降等），1-5 月销售/土地购置/新开工面积同比 -23.6%/-45.7%/-30.6%，单月同比 -31.8%/-43.1%/-41.9%，降幅均有一定收窄，我们判断总体上与疫情缓解、基数降低和需求缓慢改善有关，后续销售和新开工均将迎来低基数期。6 月 30 个大中城市销售面积同比下滑 7.4%，延续回暖态势，我们认为基本面底部或已出现，地产链建材后续发货端有望迎来逐步改善。

图 44：房地产土地购置面积累计同比增速



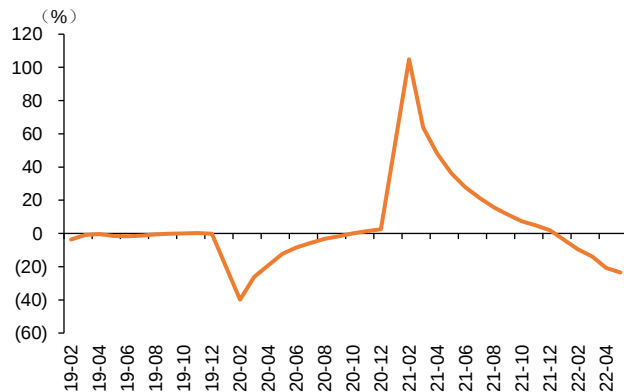
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 45：房地产新开工面积累计同比增速



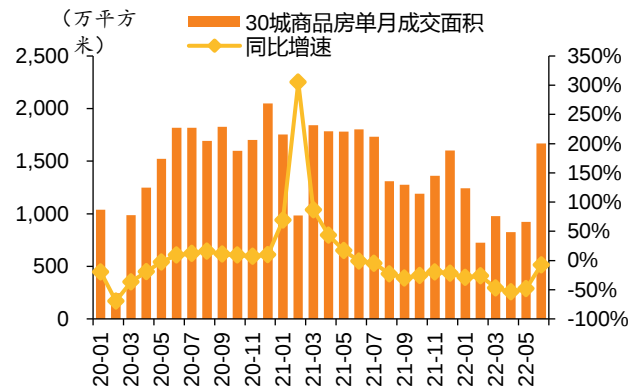
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 46：房地产销售面积累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

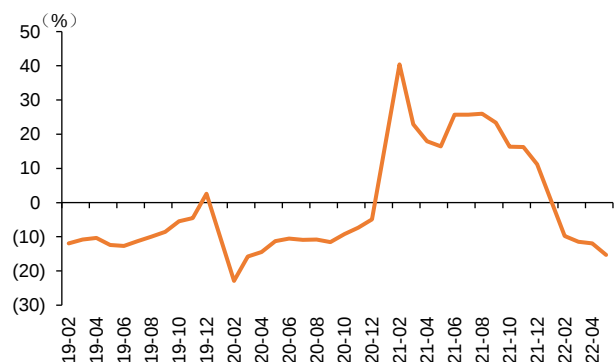
图 47：30 大中城市商品房成交面积当月同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

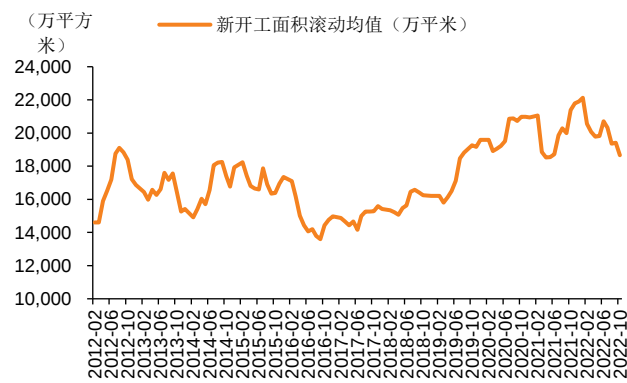
被延迟的竣工需求有望逐步释放，下半年有望出现小高峰，后端景气度或优于前端。我们以当月前第 12-18 个月的新开工面积的移动平均值表征潜在的竣工端的需求情况，从下图可以看出，在假设地产项目进度未受资金和其他因素影响的情况下，地产链条竣工的需求高点或出现在 22 年初，随后进入下行期。但我们考虑到近期地产行业受到此前资金紧张、融资困难，及年初疫情因素的影响，当前竣工需求或有所延后，在此情况下，我们预计竣工需求的高峰或有所延迟，1-5 月地产竣工面积同比下滑 15.3%，5 月单月下滑 31.3%，竣工面积的单月增速出现大幅恶化，一方面可能与行业层面的资金紧张相关，可能也和去年 5 月的高基数有关，从单月增速基数的角度来看，竣工则将在 6-8 月继续保持高基数，9 月开始基数明显回落，我们认为今年下半年竣工仍有望出现小高峰，后端景气度或优于前端。

图 48：房地产竣工面积累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 49：新开工面积滚动均值（万平方米）



资料来源：Wind、天风证券研究所

短期来看，成本压力明显回落，盈利能力有望回升。消费建材成本端和油价相关性较高，2021 年油价涨幅超过 50%，沥青、乳液、钛白粉等原材料采购价格高涨，导致消费建材企业毛利率承压，其中防水、涂料类企业首当冲，头部企业东方雨虹、三棵树毛利率同比分别下滑 6.5/7.8pct，二线企业下滑更多。22 年年初受俄乌战争影响，3 月份油价最高飙升到 128 美元/桶，但部分企业 22Q1 毛利率环比 21Q4 已基本企稳；Q2 沥青价格继续大幅上涨，防水企业盈利压力增加，但除此之外其他原材料价格出现松动，同时随着产品提价的效果开始显现 Q2 涂料企业毛利率环比可能有所改善。且 6 月国内原油期货下跌 7.55%，我们判断随着原油价格回落，下半年消费建材的原油链条原材料成本压力有望明显缓解。

图 50：细分行业&公司毛利率

防水	2017	2018	2019	2020	2021	22Q1	Q2 至今均价	最新价格
成本：沥青均价（元/吨）	3570	4163	4334	3407	3836	4269	4971	5410
同比	30.7%	16.6%	4.1%	-21.4%	12.6%	16.6%	30.7%	35.7%
东方雨虹毛利率	37.7%	34.6%	35.7%	37.0%	30.5%	28.3%		
科顺股份毛利率	38.0%	31.4%	33.5%	36.9%	28.5%	25.7%		
凯伦股份毛利率	37.6%	36.8%	39.1%	43.2%	30.3%	20.5%		
涂料	2017	2018	2019	2020	2021	22Q1	Q2 至今均价	最新价格
成本：钛白粉（元/吨）	17645	17128	15832	13912	19174	19718	19665	19400
同比	38.5%	-2.9%	-7.6%	-12.1%	37.8%	14.6%	-0.8%	-4.9%
成本：丙烯酸（元/吨）	8338	8364	7495	7078	11963	14088	12836	11300
同比	31.7%	0.3%	-10.4%	-5.6%	69.0%	50.6%	34.3%	4.6%
三棵树毛利率	40.6%	40.0%	38.8%	33.8%	26.0%	26.3%		
亚士创能毛利率	31.1%	29.5%	33.1%	32.5%	24.0%	32.8%		
管材	2017	2018	2019	2020	2021	22Q1	Q2 至今均价	最新价格
成本：PVC（元/吨）	6750	6946	6939	6828	9497	8935	8854	7779
同比	11.2%	2.9%	-0.1%	-1.6%	39.1%	7.4%	-5.6%	-15.0%
成本：HDPE（元/吨）	10568	11148	8997	7886	8880	9243	9528	9498
同比	9.9%	5.5%	-19.3%	-12.4%	12.6%	8.1%	5.6%	11.2%

成本：PPR（元/吨）	9863	10642	10184	8979	10277	9786	9855	9617
同比	-1.8%	7.9%	-4.3%	-11.8%	14.5%	-0.4%	-10.5%	-11.0%
伟星新材毛利率	46.7%	46.8%	46.4%	43.5%	39.8%	36.6%		
公元股份毛利率	23.0%	23.6%	25.8%	25.6%	18.8%	15.9%		
中国联塑毛利率	26.1%	26.2%	28.6%	29.9%	26.4%			
石膏板	2017	2018	2019	2020	2021	22Q1	Q2 至今均价	最新价格
成本：国废黄板纸（元/吨）	1947	2568	2037	2037	2414	2325	2375	2357
同比	55.7%	31.9%	-20.7%	0.0%	18.5%	-1.8%	2.5%	-3.0%
北新建材毛利率	37.2%	35.3%	31.9%	33.7%	31.8%	28.4%		
减水剂	2017	2018	2019	2020	2021	22Q1	Q2 至今均价	最新价格
成本：环氧乙烷（元/吨）	9767	10298	7751	7127	7773	7727	8014	7550
同比	14.7%	5.4%	-24.7%	-8.1%	9.1%	1.3%	2.8%	9.4%
苏博特毛利率	37.6%	37.4%	45.4%	38.3%	35.3%	39.2%		
垒知集团毛利率	26.0%	26.3%	29.8%	24.0%	18.3%	20.0%		
红墙股份毛利率	26.7%	27.2%	33.5%	31.9%	25.3%	27.2%		

资料来源：Wind、天风证券研究所

后期改造市场有望逐步放量，消费建材中长期仍拥有稳定的行业需求前景。我们认为随着城镇化速度边际下降，我国房地产新建市场后续增长放缓或进入负增长时代是较大概率事件，因此存量房改造支出对地产链下游的建筑建材需求稳定性具有重要意义。我们在报告《对比美国，我国的存量房时代能否开启》中，通过对美国存量房市场研究，认为影响改造支出的三主要因素为房屋特征、家庭收入和人口结构，对比美国存量房支出占比关键时点的数据，我国部分具备了存量房改造支出加速上行的条件，具体来看：1）我国当前的城镇住宅房龄在 16-17 年（vs 美国进入改造更换周期时房龄中位数 22 年），当前或仍处于临界点左侧；2）我国中高收入人群的比例已经具备了提升改造市场比例的条件（18 年达 34.72%，与 1970 年代美国存量房改造市场占比提升起点的比例已经非常接近），但收入水平仍有较大差距；3）我国的人口结构已经处于利于改造支出的较好水平（35-64 岁人口占比于 2009 年达到峰值 45.49%，当前仍处于高位），但后续边际上继续改善的动力不足，若多孩政策能够发力，则从短周期和长周期均利好改造市场。另一方面，每年新建面积占存量的比重逐步下降，也为存量改造对冲新建下行压力逐步创造条件。综合而言，我们认为虽然改造市场短期仍无法替代新建市场，但前景可期，综合农村、县城等需求改善，消费建材中长期仍拥有稳定的行业需求前景。

表 6：按面积计算的城镇居民户住房屋的建造年

	2015	2021
1949 年以前	0%	0%
1949 年-1959 年	0%	0%
1960 年-1969 年	1%	1%
1970 年-1979 年	3%	3%
1980 年-1989 年	13%	10%
1990 年-1999 年	25%	19%
2000 年-2009 年	39%	30%

2010 年-2015 年	18%	14%
2015 年之后		18%
建造年中位数	2001-2002	2005-2006

资料来源：中国统计局，艾瑞咨询，天风证券研究所

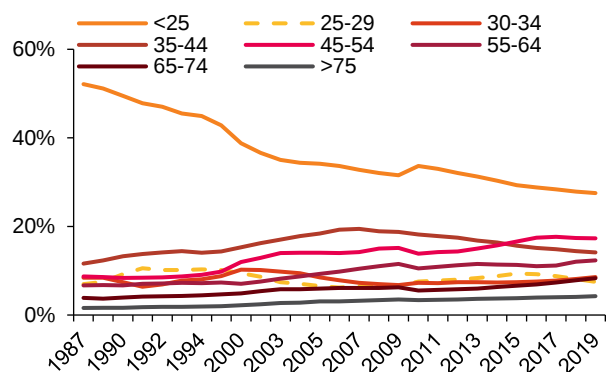
表 7：我国不同收入家庭的收入平均值（万元）

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
低收入	2.17	2.06	2.15	1.93	1.81	1.72	1.62
中低收入	4.80	4.31	4.61	4.31	4.19	4.01	3.69
中间收入	7.55	6.88	7.31	6.96	6.82	6.51	5.99
中高收入	11.69	10.79	11.46	10.94	10.47	9.95	9.13
高收入	22.32	21.04	22.31	21.19	19.68	18.43	16.91

注：2021 年的户均人数假设为 2.6 人，其余年份为统计局实际值

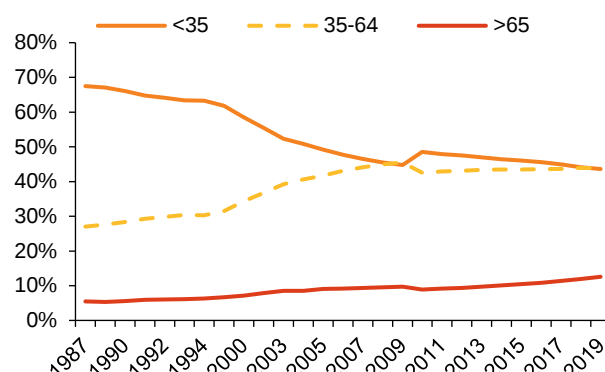
资料来源：中国统计局，CEIC，天风证券研究所

图 51：不同年龄段人数占比（人口抽查）



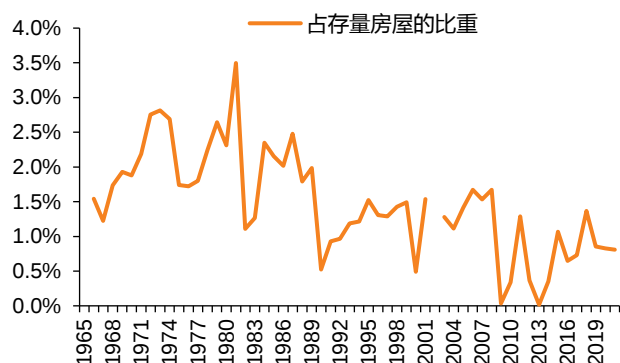
资料来源：中国统计局，天风证券研究所

图 52：年龄分段人口占比（人口抽查）



资料来源：中国统计局，天风证券研究所

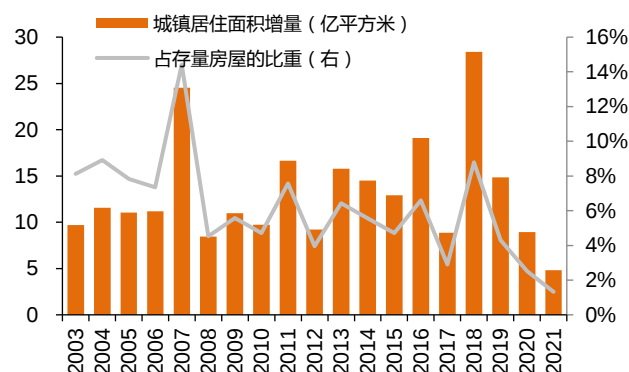
图 53：美国每年住宅存量净增量占存量的比重



注：计算方法为净增量*2/(本年存量+上一年存量)

资料来源：美国统计局，天风证券研究所

图 54：中国城镇每年住宅存量净增量占存量的比重



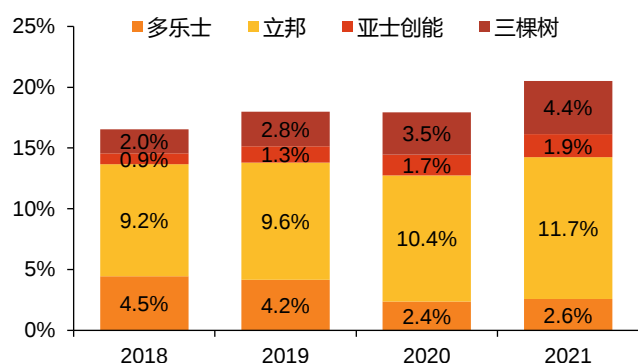
注：计算方法与美国相同，其中假设 2021 年城镇人居住面积 40 平方米，与 2020 年持平

资料来源：中国统计局，天风证券研究所

龙头市占率提升逻辑在持续兑现，中长期仍是主线。从消费建材竞争格局来看，只有石膏板行业龙头市占率较高，2021 年北新建材市占率达到 67.7%，行业呈垄断竞争格局，其他行业龙头市占率最高仅有 20% 左右，但从过去几年的变化趋势来看，行业集中度在持续提升，我们认为头部企业的提升空间仍然较大，21 年以来份额有望加快增长：1) 2021 年受

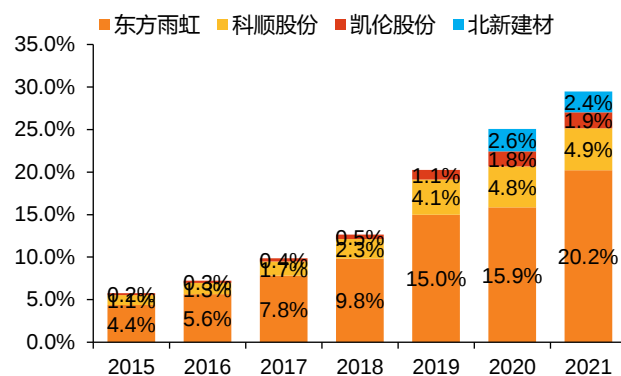
能耗双控、地产信用风险频发、原材料价格高涨等因素影响，部分客户结构单一、成本控制力不强、单耗较高的小企业主动或被迫退出市场，而大企业凭借渠道优势以及成本优势实现进一步扩张；2）涂料行业目前龙头仍是外资企业，但从 18 年以来，外资龙头多乐士市占率出现明显下降，或预示着以多乐士为代表的外资企业正在逐步退出中国市场，内资市占率提升更快，未来有望实现国产替代；3）全国性防水提标可能加快落地，下游客户对防水产品品质要求不断提高，传统的中小防水材料商或面临较大的转型压力，而具备柔性生产能力，且已提前布局高分子材料的龙头企业竞争优势将进一步凸显；4）能耗双控对瓷砖供给格局的影响要大于其他消费建材，21 年之后小企业拿到能耗指标的难度大大增加，未来扩张机会可能只存在于上市公司之间，且建材行业未来纳入碳交易后，小企业还将面临碳配额不足的问题，可能加快出清。

图 55：近几年涂料行业内资市占率提升，外资市占率下降



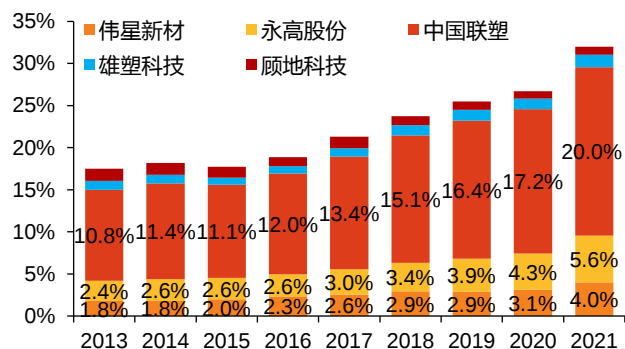
资料来源：中国涂料工业协会、天风证券研究所

图 56：防水行业市占率估计（按收入/规模以上企业收入口径估计）



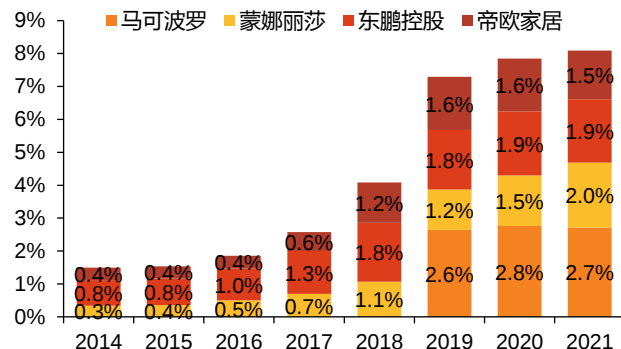
资料来源：中国建筑防水协会、公司公告、天风证券研究所

图 57：管材行业上市公司集中度提升



资料来源：中国塑料管道协会、天风证券研究所

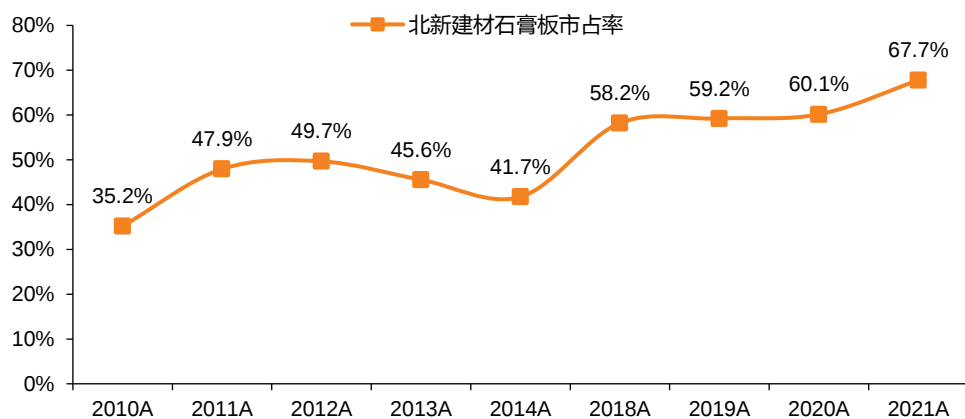
图 58：建筑陶瓷行业上市公司市占率 17 年起快速提升



资料来源：Wind，天风证券研究所（按收入/规模以上企业收入）

注：马可波罗 19 年之前数据未公开

图 59：北新建材石膏板市占率



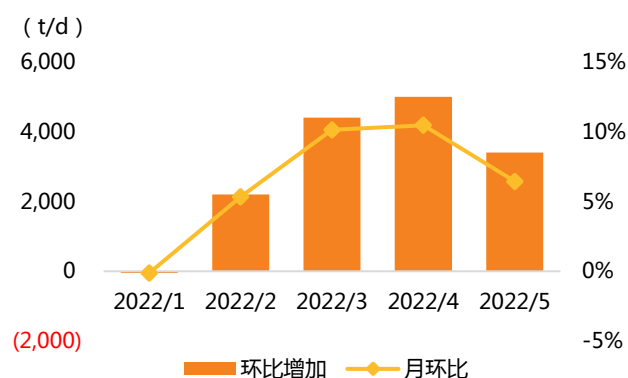
资料来源: Wind、天风证券研究所

2.2. 工业建材下游景气仍处高位，关注供给端变化

2.2.1. 光伏玻璃：5 月部分产线推迟投产，下半年供给增量或低于预期

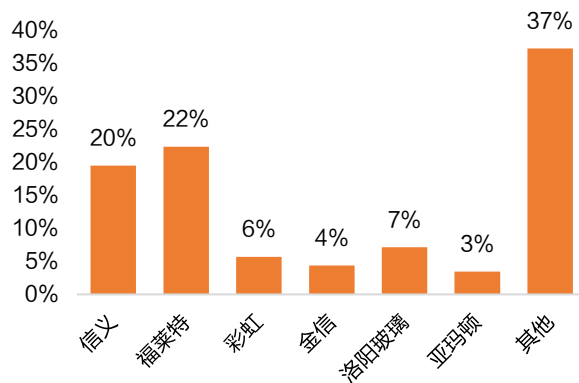
供给端，上半年共释放光伏玻璃产能 15850t/d, 6 月底产能达 57110t/d。其中，截至 22M5，福莱特占比 22%、信义光能占比 20%。通过卓创资讯的统计，我们发现，5 月光伏玻璃的投产不及预期，信义、中建材原计划 5 月投产的 1000、750t/d 产线，分别推迟至 6 月和 8 月。

图 60: 光伏玻璃月度新点火产能



资料来源: 卓创资讯，天风证券研究所

图 61: 主要光伏玻璃企业在产产能占比 (22M5)



资料来源: 卓创资讯，天风证券研究所

上半年装机预计主要以分布式为主，随着下半年硅料得产能释放带来的组件端价格的改善，我们认为集中式装机需求主要集中在下半年，目前随着前期产能投放爬坡，光伏玻璃库存已逐步开始累库，我们认为需持续关注供给端的释放情况，虽然计划投产产能较多，但实际落地或存在较大变数。据卓创资讯统计（5 月数据），光伏玻璃下半年或有 33050t/d 释放，但据上半年投产进度来看，供给端产能释放有不及预期可能。

表 8: 下半年投产主力为福莱特、信义

集团公司	企业名称	窑炉 (座)	日熔量 (吨/日)	预计点火时间
福莱特	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	一窑六线	1200	2022 年
		一窑六线	1200	
		一窑六线	1200	
		一窑六线	1200	
		一窑六线	1200	
信义	信义光伏 (苏州) 有限公司	一窑四线	1000	2022 年 6 月份

	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
安徽信义光伏玻璃有限公司	一窑四线	1000	2022 年
	一窑四线	1000	2022 年
南玻集团 中国南玻集团股份有限公司	一窑五线	1200	2022 年下半年

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2.2.2. 玻纤：产能点火集中在上半年，后续供给冲击动能料边际趋弱

我们认为玻纤行业或在逐步进入周期属性明显减弱的阶段，亦为现阶段市场对玻纤行业认知的最大预期差。行业周期属性或明显减弱，核心在于供给端变化，新增供给大幅冲击或成为过去时，同时我们对需求较好成长持续性（风电纱、新能源汽车渗透率提升等）保持乐观。

后续供给冲击动能料边际趋弱。据卓创资讯，截止 22 年 6 月末，我国国内在产产能约 649 万吨，此外我国企业在海外还拥有在产产能 30 万吨（巨石约 21.6 万吨）。根据卓创资讯及各公司动态，我们测算 22 年新增玻纤纱产能预计为 109 万吨（已点火 69 万吨）；截至 2022/07/02 有约 59 万吨玻纤产能处于冷修及拟冷修状态，测算 22 年或仍有一定产能存在冷修压力。此外，亦考虑到新增供给受政策扰动在加大（能耗指标等），行业进入门槛持续抬升（资金投入门槛等）及行业协会对新增供给有序投放积极引导，我们预计行业供给端 22 年及 23 年新增供给相对有限，新增产能增幅较“十三五”高峰年份有明显差距。

图 62：2022 年玻纤新增产能情况（万吨）

大区	省份	企业名称	基地	生产线	新增年产能	建设情况	22E 投产
华东	浙江	中国巨石	桐乡	细纱 3 期（电子纱）	10	电子纱	10
西南	四川	中国巨石	成都	3 线	15	玻纤短切原丝	15
华中	江西	中国巨石	九江		40	无碱粗纱	20
埃及	埃及	中国巨石（埃及）	苏伊士	4 线	12	拟建一条年产 12 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线	12
西南	重庆	重庆三磊玻纤	黔江区	2 线	10	无碱粗纱	10
华北	河北	邢台金牛	邢台	4 线	10	无碱玻璃纤维纱	10
华南	广东	建滔化工	n/a	6 线	6	电子纱	6
西南	重庆	重庆国际	长寿	F12 线	15	无碱粗纱	15
华中	江西	元源新材料	江西	2 线	8	无碱粗纱	8
西南	四川	裕达玻纤	成都		3	无碱粗纱	3
合计							109

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 63：2021 年年初以来冷修及拟冷修线情况（万吨）

企业名称	产线	产品	冷修产能	冷修日期	复产日期	备注
欧文斯科宁	余杭 1 线	8 万吨无碱粗纱	8	2020/11	2021/1 点火	
重庆国际	长寿 F08B 线	7.5 万吨无碱粗纱	7.5	2020/10	2021/4 点火	7.5 万吨提升至 12 万吨，其中 8 万吨 21/4 点火
江苏九鼎	如皋 1 线	1 万吨高硼硅陶瓷纱	1	2021 年前	2021/3 点火	3 月中旬左右点火，4 月下旬出产品
四川内江华原	威远 6 线	5 万吨无碱粗纱	5	2021/3	2021/5 点火	5 月初点火，6 月初正常生产
山东玻纤	沂水 3 线	6 万吨无碱粗纱	6	2021/7	2021/10 点火	沂水基地一窑两线共计 6 万吨，提升至 10 万吨

四川泸州天蜀	泸县 1 线	3 万吨无碱粗纱	3	2021/8	2021/9 点火	3 万吨提升至 5 万吨
邢台金牛	邢台 1 线	4 万吨无碱粗纱	4	2021/2	2021/3 点火	
合计（完成冷修）			34.5			
中国巨石	桐乡 1 线	8 万吨无碱粗纱	8	待定	预计建设期 1 年	8 万吨拟提升至 10 万吨
中国巨石	桐乡 3 线	12 万吨无碱粗纱	12	待定	预计建设期 1 年	12 万吨拟提升至 20 万吨
中国巨石	桐乡 6 线	4 万吨无碱粗纱	4	待定	预计建设期 6 个月	4 万吨拟提升至 5 万吨
中国巨石	原巨石攀登 2 线	3 万吨电子纱	3	待定	预计建设期 1 年	3 万吨拟提升至 5 万吨（1 亿米升至 1.6 亿米电子布）
中国巨石（埃及）	埃及 1 线	8 万吨无碱粗纱	8	2021/3	尚未明确	8 万吨拟提升至 12 万吨
重庆国际	长寿 F10B	12 万吨无碱粗纱	12	待定	预计建设期 1 年	12 万吨升至 15 万吨，产品全部为风电纱
山东玻纤	沂水 5 线	6 万吨无碱粗纱	6	待定	预计建设期 1 年	6 万吨拟升级为 17 万吨 EGER 数字化产线
泰山玻纤	邹城 4 线	6 万吨无碱粗纱	6	2022/5	预计建设期 8 个月	年产 12 万吨冷修改造项目
合计（冷修及拟冷修）			59			

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

我们预计中国玻纤需求增速与 GDP 增速比例短期将维持在较高水平，我们预计 22/23 年我国玻纤消费量增速分别为 13.2%、12.5%。鉴于：1）中国人均玻纤年消费量较发达国家人均玻纤年消费量仍有较大差异；2）在玻纤应用主要领域如建筑、汽车等玻纤渗透率远低于发达国家水平，且作为新型材料受政策引导推广，我们认为我国玻纤需求增速与 GDP 增速比例短期仍将维持在较高水平，中长期有望逐步向成熟市场靠拢。我们预计我国玻纤需求增速与 GDP 增速比值短期仍将维持在较高水平，中性情境假设下预计 22 年、23 年中国玻纤需求增速与 GDP 增速比例均为 2.4 倍，对应玻纤需求增速分别为 13.2%、12.5%，玻纤消费量分别为 546、615 万吨。

图 64：结合宏观经济指标对 22、23 年中国玻纤表观需求预测

	2020	2021	2022E			2023E		
中国 GDP 增速（不变价）	2.3%	8.1%	5.5%			5.2%		
			悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
中国玻纤需求增速/GDP 增速	3.8	1.7	2.0	2.4	2.8	2.0	2.4	2.8
中国玻纤需求增速	8.8%	14.0%	11.0%	13.2%	15.4%	10.4%	12.5%	14.6%
中国玻纤表观需求量（万吨）	423.4	482.6	535.7	546.3	557.0	591.4	614.5	638.1

资料来源：中国玻纤工业协会，IMF，Wind，中国政府网，天风证券研究所；中国 GDP 增速预测综合考虑我国经济增长目标及 IMF 数据

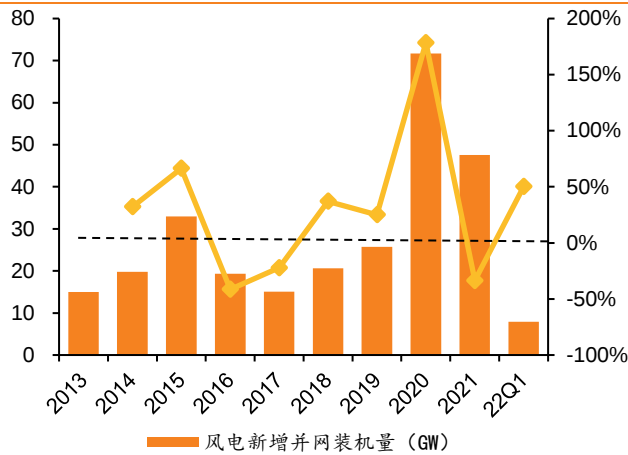
中观行业角度，玻纤现阶段主要应用领域均存在渗透率提升空间及动力，其中风电、汽车增量贡献值得期待。

具体而言：a）建筑领域，玻纤性能优势渗透率有逐步提升动力，且受益绿色建筑、建筑工业化两大行业趋势，高性能玻纤增强材料应用前景向好；b）电子电器领域，短期受益 5G 市场逐步释放、数据中心大规模建设带来的服务器需求放量，无人驾驶、AI 应用等长期趋势为 PCB 长期需求提供坚实支撑；c）交通运输领域，汽车轻量化/新能源渗透率提升或为长期趋势，或驱动单车玻纤消费量稳步提升，短期汽车行业逐步进入复苏周期；d）清洁能源替代为我国能源行业未来中长期发展趋势，风电成本仍有下降空间，政策支持料保持强度，对平价时代风电行业发展节奏不悲观。

1) 招标价格稳步下降，招标量同比高增支撑后续需求，风电装机及风电纱需求成长或有持续性。20 年陆上风电取消补贴催生 20 年风电抢装潮，20 年我国风电新增并网量高达 72GW，同比增幅达 179%。在风电抢装阶段透支需求的背景下，21 年及 22 年一季度风电装机规模优于预期，新增并网分别 47.6、7.9GW，yoy 分别 -34%、+50%；同时支撑未来需求的招标量数据显示，21 年及 22 年一季度国内公开招标市场新增招标分别 54.2、24.7GW，

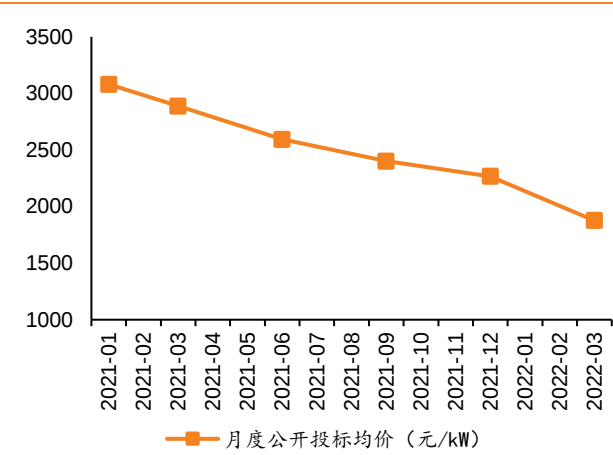
yoy 分别+74%、+74%。风电装机节奏及招标量均好于预期，我们认为主要源于：a) “双碳”背景下，政策推动能源结构调整力度加大，风电作为较成熟的新能源解决方案，在多地方政府中长期规划中扮演重要角色，配套政策支持力度保持强度；b) 风机价格稳步下降，风电经济性更加凸显。持续向好的政策环境叠加成本稳步下降，我们对中长期风电需求保持乐观，风电纱需求亦值得期待。

图 65：中国风电新增并网及增速



资料来源：国家能源局，天风证券研究所

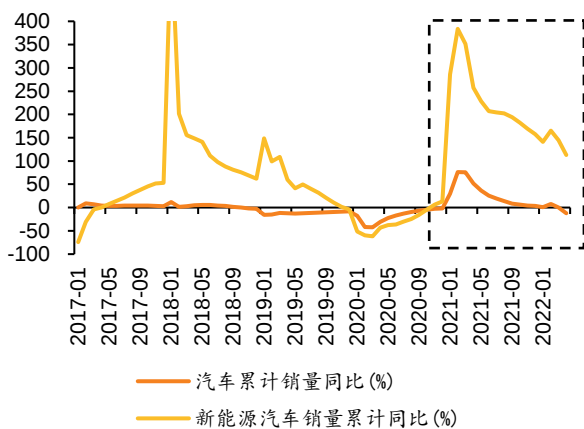
图 66：风电公开招标价格变化（元/kW）



资料来源：金风科技官网，天风证券研究所

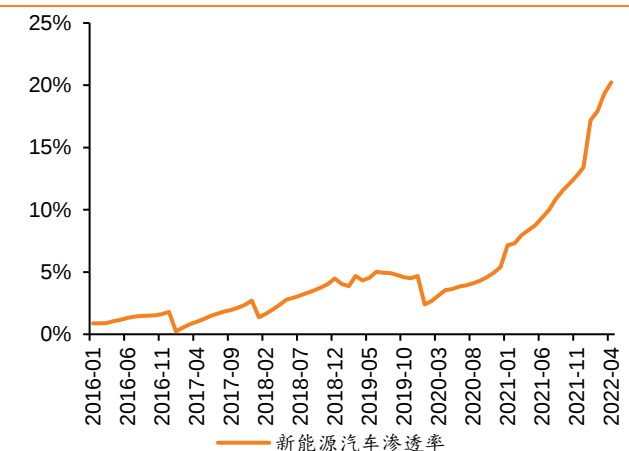
2) 新能源汽车渗透率提升或有延续性，汽车消费逐步回暖，汽车领域玻纤纱需求或延续较快增长节奏。汽车轻量化为长期趋势，其中新能源汽车因里程焦虑等减重诉求更为强烈。21 年以来汽车整体销量表现弱于预期，21 年汽车销量 2,628 万辆，在 20 年疫情影响的低基数背景下仅同增 3.8%；但另一方面新能源汽车产销两旺，21 年按销量口径，新能源汽车渗透率已提升至 13.4%（vs 20 年为 5.4%），总体保持较陡峭渗透率提升节奏，且结合最新数据其提升节奏有较好延续性。玻纤复合材料作为汽车轻量化的重要基础材料，21 年以来需求延续高景气（一个佐证案例为，因 21 年主要用于汽车领域的热塑短切纱需求旺盛，21 年中国巨石在前期规划外于桐乡以较快速度投产 1 条年产 15 万吨热塑短切原丝池窑），我们认为新能源汽车需求高景气是重要驱动力。21 年汽车销量相对疲弱部分源于汽车芯片供应紧缺，汽车整体销量或逐步回暖；同时在政策呵护、消费观念转变有延续性背景下，新能源汽车渗透率料进一步提升，后续汽车领域玻纤消费量或延续较快增长节奏。

图 67：汽车及新能源汽车销量增速情况



资料来源：中汽协，Wind，天风证券研究所

图 68：新能源汽车渗透率变化（销量占比口径）

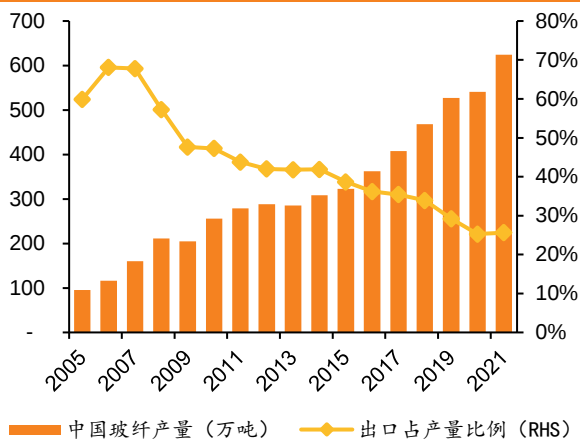


资料来源：中汽协，Wind，天风证券研究所

新形势下玻纤出口亦值得重视。20 年以来，反映全球航运运费的 BDI 指数有两波明显上涨，影响因素包括疫情及海运周期等，海运资源紧张的局面下，玻纤纱及制品 21 年总体呈量

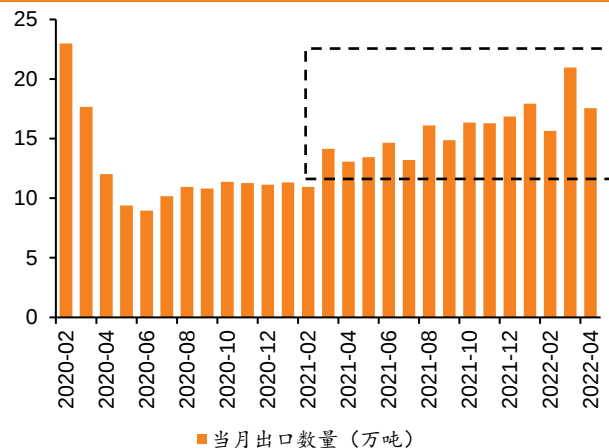
价齐增局面，且有较好持续性，反映海外对于国内玻纤的强劲需求。我们认为海外强劲的需求主要源于：1）部分海外供给退出历史舞台（原因较为多元，包括海外天然气成本上涨更快削弱盈利能力及前景、部分企业基于发展战略考量聚焦技术附加值更高的制品及复合材料等），全球玻纤产能延续向国内转移；2）海外新能源汽车、风电等产业发展亦较快，支撑海外玻纤产品需求较好增长。尽管近年出口占我国玻纤产量比例总体呈下降趋势，20 年到达历史低点约 25%，21 年观察到小幅回升。玻纤产品出口景气度对于我国玻纤行业整体景气度仍有较大影响，我们看好后续玻纤出口支撑。此外，海运价格现阶段仍偏紧，随着新增运力逐步释放及疫情影响边际趋弱等，海运资源紧张局面或逐步回归正常水平，部分被抑制的海外需求亦有释放潜力。

图 69：我国玻纤产量及出口占比



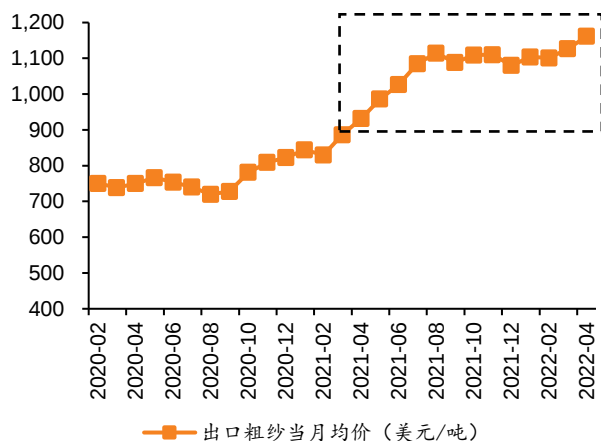
资料来源：中国玻纤工业协会，海关总署，天风证券研究所

图 70：玻纤纱及制品当月出口量变化（万吨）



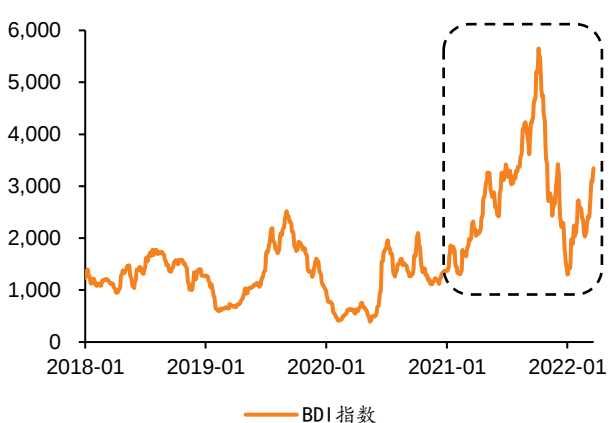
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 71：玻纤出口单价情况



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 72：波罗的海航运指数（BDI 指数）变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 投资建议及推荐标的

3.1. 地产链：首推消费建材，关注玻璃、水泥反弹机会

21 年下半年以来地产产业链受政策层面及房企流动性危机影响，板块估值已回调至低位，地产端于 21Q4 出现政策底，2022 年初多地密集出台因城施策政策，二季度央地政策协同发力，5 月地产销售拐点出现，6 月份数据延续好转，我们判断地产基本面底部或已出现。Q3 开始将逐步实现由地产基本面向地产链相关建材基本面改善传导的过程，9 月开始将迎来竣工低基数期，叠加保交付要求，我们判断下半年地产后端景气度或优于前端，首推消费建材（有望呈现 EPS 和 PE 双击）。另外当前周期品如水泥、玻璃均处在价格底部，我们认为需求边际+旺季因素有望带动周期品价格上扬，股价有望迎来反弹。

1) 消费建材：21 年 Q3 以来消费建材在地产景气度下滑、资金链、成本压力等影响下，龙头市占率实现逆势提升， α 充分体现；短期来看，地产基本面边际改善有望带动需求回暖，成本端随着原材料价格开始高位回落+公司年初继续提价，盈利能力有望回升，叠加去年低基数因素，下半年龙头企业业绩改善弹性较大，有望迎来戴维斯双击；中长期改造市场有望逐步放量，消费建材仍拥有稳定的行业需求前景，龙头市占率提升逻辑将持续兑现。推荐**蒙娜丽莎、三棵树、东方雨虹、坚朗五金、亚士创能、科顺股份**等。

2) 水泥：22Q1 水泥产量同比下滑 12%，但价格仍高于去年同期，体现出较好的供给协同性，5 月行业价格竞争加剧引发市场悲观预期，但我们认为此次价格战本质原因是需求下滑幅度超预期引发的市场应对不足，并不意味着供给协同的破裂，在淡季之后新的竞合关系或将形成，Q3 旺季价格仍可能会快速提涨。上半年水泥板块遭受需求下滑与煤价上涨双重压力，下半年均有望得到缓解（基建投资有望继续提速，同时地产边际好转，共同提振水泥需求且煤炭价格同比压力减弱），中长期看“双碳”+“双控”政策有望带动行业供给格局进一步优化，龙头企业一方面通过兼并收购巩固市场低位，增强话语权，另一方面通过骨料等业务打造第二增长极。从股息率及估值角度，水泥股具投资性价比，推荐**华新水泥、海螺水泥**。

3) 浮法玻璃：我们预计 22 年下半年地产竣工有望逐步改善，需求端仍有支撑，供给侧未来冷修的增加或使得浮法玻璃供需压力得到缓解，当前多数原片厂价格已低于成本线水平，若后续下游开工率上升，补库需求或带动玻璃价格上行，单箱盈利具有较大修复空间。浮法龙头股价已大幅调整，考虑均衡状态下其浮法业务的盈利与估值，以及新业务带来的额外成长性，我们认为当前浮法龙头已具备较好的中长期投资价值，推荐**旗滨集团、南玻 A**。

3.2. 工业建材：供给侧存在预期差，国产替代空间广阔

非地产链的工业建材上半年需求端景气度相对较高（其中光伏玻璃主要受益于国内分布式装机高增+海外加码，药用玻璃受益于中硼硅渗透率提升和预灌封高景气，玻纤受益于出口需求超预期），我们预期下半年需求端有望保持较高景气度。预期差在于供给端，光伏玻璃 Q2 部分产线推迟点火，下半年供给端增量可能会继续低于预期，而玻纤上半年虽有较多产线点火，但考虑到国外产能退出以及国内冷修等，后续供给冲击动能将边际趋弱。中长期来看，工业建材的成长性相对更优，电子新材料、碳纤维等国产替代的空间仍然较大。

1) 光伏玻璃：需求端受分布式装机支撑，上半年国内新增装机量保持高速增长，同时海外政策加码，欧洲需求超预期，下半年随着硅料产能释放带来的组件端价格的改善，国内集中式装机需求有望接力，而供给端 Q2 部分产线推迟点火，下半年供给端增量可能会继续低于预期，现阶段价格受行业成本中枢支撑较强，已出现底部回暖趋势。推荐**福莱特（与电新团队联合覆盖）、亚玛顿**。

2) 药用玻璃：21 年注射剂过评药品放量驱动中硼硅渗透率提升，预灌封需求高景气，企业端扩产保持强度，21 年下半年以来主要药企收入边际加速，22 年全年成本压力有望比边际缓解，业绩增长料有持续性，推荐**山东药玻（与医药团队联合覆盖）**。

3) 玻纤：玻纤 Q2 粗纱价格小幅下调，但整体仍稳定在较高水平，电子纱触底回升，需求

端 Q1 海外超预期，下半年国内或开始发力，中长期成长持续性（风电纱、新能源汽车渗透率提升等）仍较为乐观，供给端虽有较多产能投产，但考虑到国外产能退出以及国内冷修等，后续供给冲击动能将边际趋弱。推荐**中材科技、长海股份、中国巨石**。

4) 电子新材料、碳纤维：下游需求渗透率在持续提升，中长期增长前景更好，同时国产龙头通过自主研发已打破国外技术垄断，随着产能的落地，国产替代进程有望加快。推荐**凯盛科技、中复神鹰**。

表 9：重点公司估值表

行业	公司	收盘价	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
消费建材	蒙娜丽莎	15.6	0.75	0.97	1.54	2.33	21.6	16.7	10.5	7.0
消费建材	三棵树	123.66	-1.11	3.16	4.01	4.98	-113.1	39.7	31.3	25.2
消费建材	东方雨虹	44.49	1.67	2.09	2.58	3.17	27.6	22.1	17.9	14.6
消费建材	坚朗五金	109.88	2.77	3.49	4.59	5.76	39.7	31.5	23.9	19.1
消费建材	亚士创能	10.57	-1.82	1.11	1.91	2.68	-6.1	9.9	5.8	4.1
消费建材	科顺股份	11.66	0.57	0.85	1.09	1.4	21.2	14.2	11.1	8.6
消费建材	兔宝宝	9.88	0.92	1.02	1.24	1.49	11.1	10.0	8.2	6.8
消费建材	北新建材	31.47	2.08	2.48	2.85	3.16	15.6	13.1	11.4	10.3
玻璃	旗滨集团	11.22	1.58	1.13	1.49	1.91	7.3	10.2	7.7	6.0
玻璃	南玻 A	6.87	0.5	0.73	1.02	1.17	14.2	9.7	7.0	6.1
水泥	华新水泥	18.28	2.56	2.86	3.2	3.51	7.3	6.5	5.8	5.3
水泥	海螺水泥	35.15	6.28	6.63	6.88	7.06	5.6	5.3	5.1	5.0
光伏玻璃	福莱特	36.24	0.99	1.39	1.96	2.55	37.1	26.4	18.7	14.4
光伏玻璃	亚玛顿	44.4	0.27	0.9	1.58	2.28	161.5	48.4	27.6	19.1
药用玻璃	山东药玻	26.43	0.99	1.45	1.8	2.13	26.9	18.4	14.8	12.5
玻纤	中材科技	25.88	2.01	2.23	2.67	3.28	13.5	12.2	10.2	8.3
玻纤	中国巨石	15.19	1.51	1.46	1.69	1.97	10.4	10.8	9.3	8.0
玻纤	长海股份	18.16	1.4	1.71	2.06	2.4	13.6	11.1	9.2	7.9
新材料	凯盛科技	10.32	0.21	0.33	0.61	0.83	49.1	31.3	16.9	12.4
新材料	中复神鹰	37.7	0.31	0.61	0.93	1.35	121.6	61.8	40.5	27.9

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：收盘价为 2022 年 7 月 11 日，EPS 预测均来自天风建材团队

4. 风险提示

1、下游基建、地产需求不及预期：建材下游需求主要集中在地产和基建领域，上半年虽然基建投资增速维持较高增长，但由于地产下滑较多导致整体建材下游需求较为疲软，虽然 5、6 月份地产销售出现向上拐点，但同比仍是下降状态，后续恢复仍需进一步观察，若地产端复苏的力度较小或者基建未能继续发力，则建材下游需求可能仍然较差。

2、原材料涨价超预期：21 年下半年至今大宗商品价格全线上涨，而部分建材子行业中化工类原材料、煤炭、天然气成本占比较高，这对建材公司利润空间形成挤压，若海外局势进一步发酵，原材料和能源价格可能仍会上涨，或使得公司毛利率继续下行，导致利润承压。

3、产能投放超预期：前期的供给短缺使得部分子行业如玻纤、光伏玻璃加快产能布局脚步，若未来产能持续投放较多，可能导致行业供给过剩，使得价格大幅下滑。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com