

建材行业2022中期策略

天风证券研究所

副所长/建筑建材首席 鲍荣富

执业证书编号：S1110520120003

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，股价有望迎来底部反弹，7、8月淡季或是较好的布局时点。工业建材上半年景气度相对较高，下半年有望继续延续，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）、玻纤等优质龙头。
- **地产链：首推消费建材，关注玻璃、水泥底部机会。**1) 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，推荐亚士创能、东方雨虹、坚朗五金、三棵树、蒙娜丽莎、科顺股份等。2) 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。3) 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平滑需求压力，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、亚玛顿、山东药玻、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。

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8日），最大超额回撤为-1.7%（较沪深300，3月16日）。

图：2022年以来CI建材指数对沪深300指数相对收益



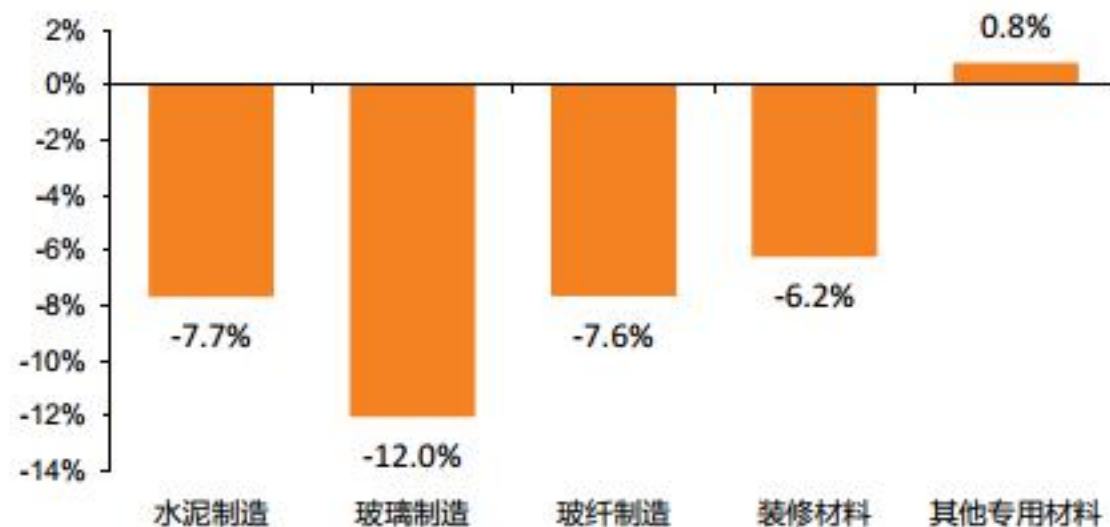
图：2022年以来CI建材指数对万得全A指数相对收益



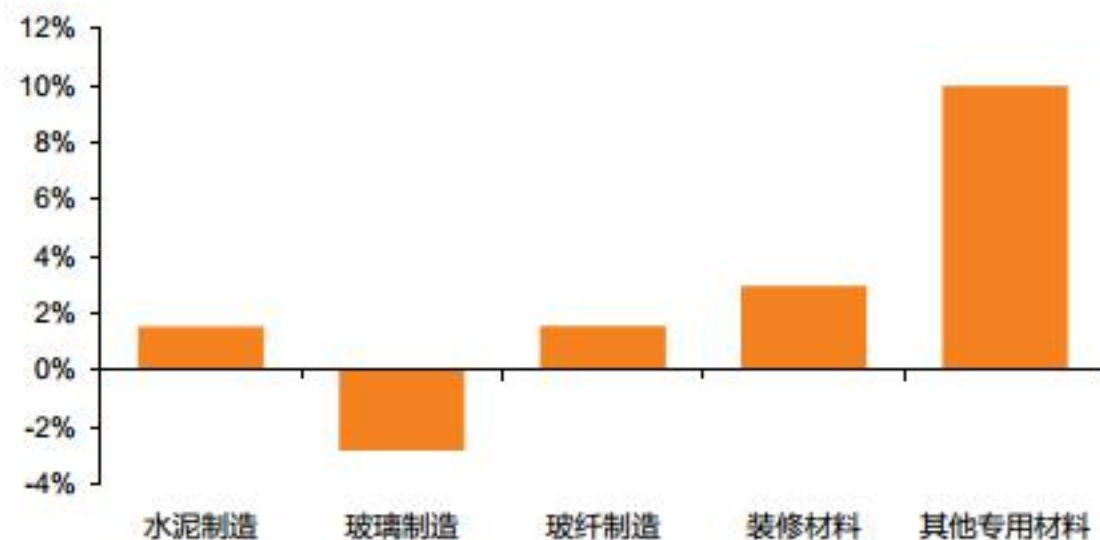
1.1 行情表现：整体估值已回调至低位

- 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，其他子板块绝对收益均为正，其中其他专用材料绝对收益最高。

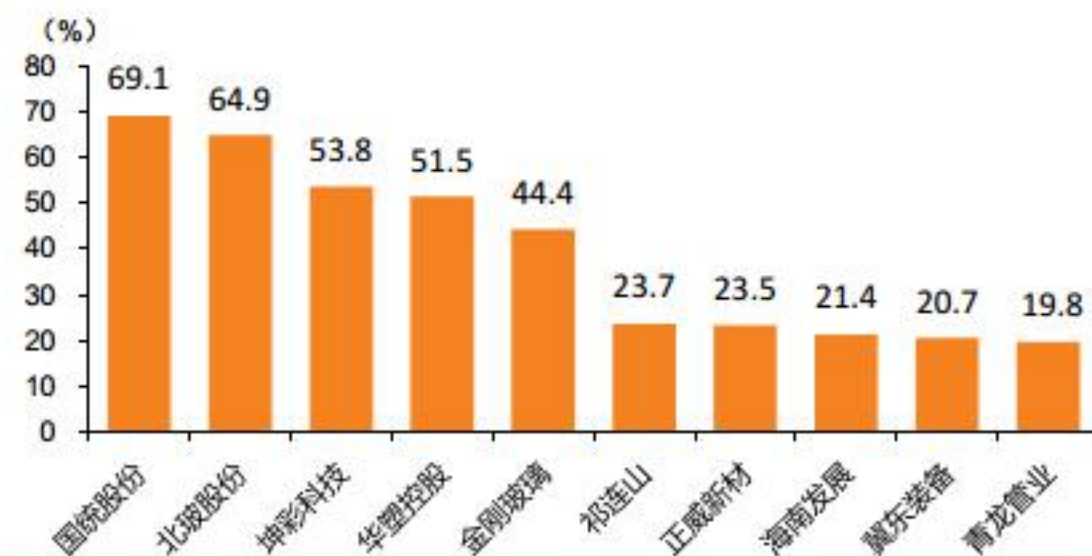
图：2022年年初以来建材板块各细分行业绝对收益



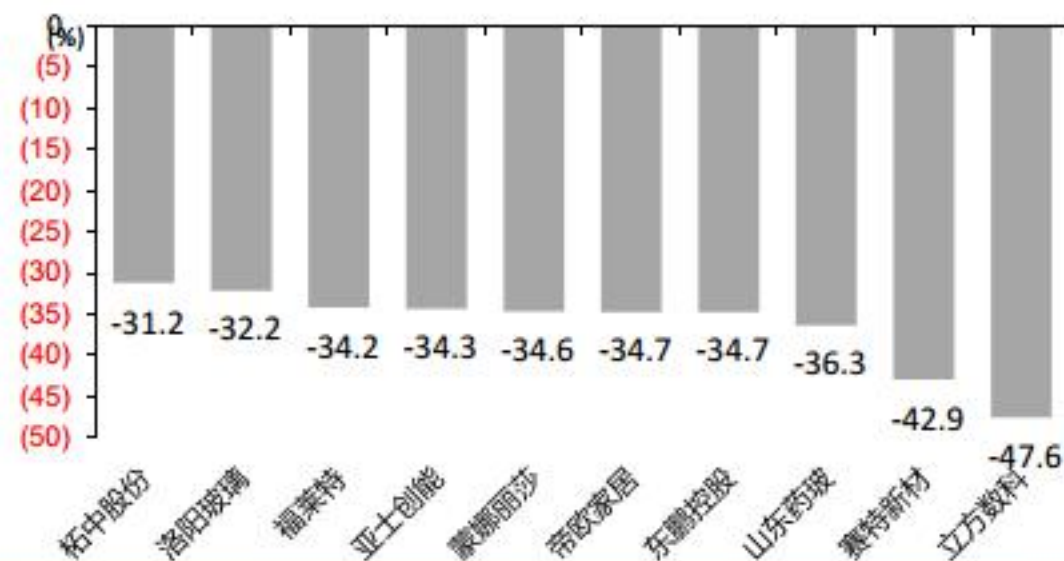
图：2022年年初以来建材板块各细分行业相对收益



图：2022年以来主要建材公司绝对收益（前10）



图：2022年以来主要建材公司绝对收益（后10）



1.1 行情表现：整体估值已回调至低位

- **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“住房不炒”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： 2019年以来CS建材指数PE(TTM)估值走势



图： 2019年以来建材四大板块PE(TTM)估值走势



1.2.1 水泥：需求扰动下竞争加剧，供给秩序有望重塑

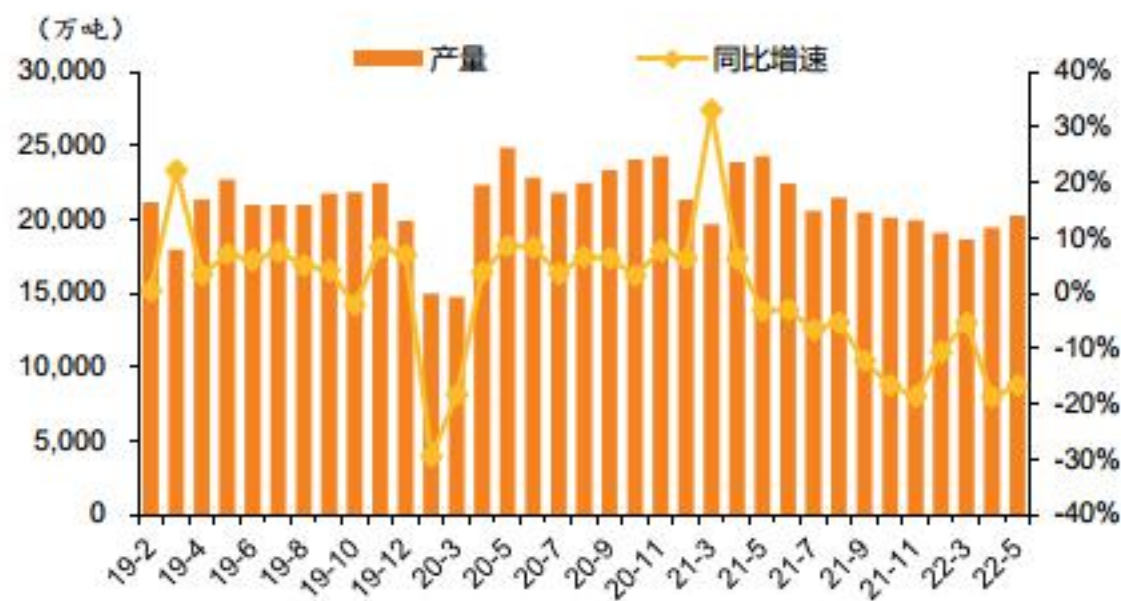
- **地产新开工下滑拖累水泥需求，22年下半年开始需求压力逐渐缓解。**水泥下游主要分为基建、地产和新农村建设三部分，从历史经验来看，水泥产量和地产新开工面积的相关性更强，在新开工增速高的年份，水泥需求都不差，而在新开工比较差的年份，水泥需求都较为疲弱，比较典型的是2015年，虽然当年基建强势增长17.2%，但新开工拖累下，水泥需求仍出现下滑。22年1-5月房屋新开工面积同比下滑30.6%，水泥1-5月产量7.8亿吨，同比下滑15.1%，产量创下近十年次低，仅高于疫情影响的2020年。受疫情、资金短缺、雨水天气频繁等因素影响，4、5月份需求旺季不旺，水泥出货率同比下滑2-3成，6月份降幅有所收窄，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：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%

1.2.1 水泥：需求扰动下竞争加剧，供给秩序有望重塑

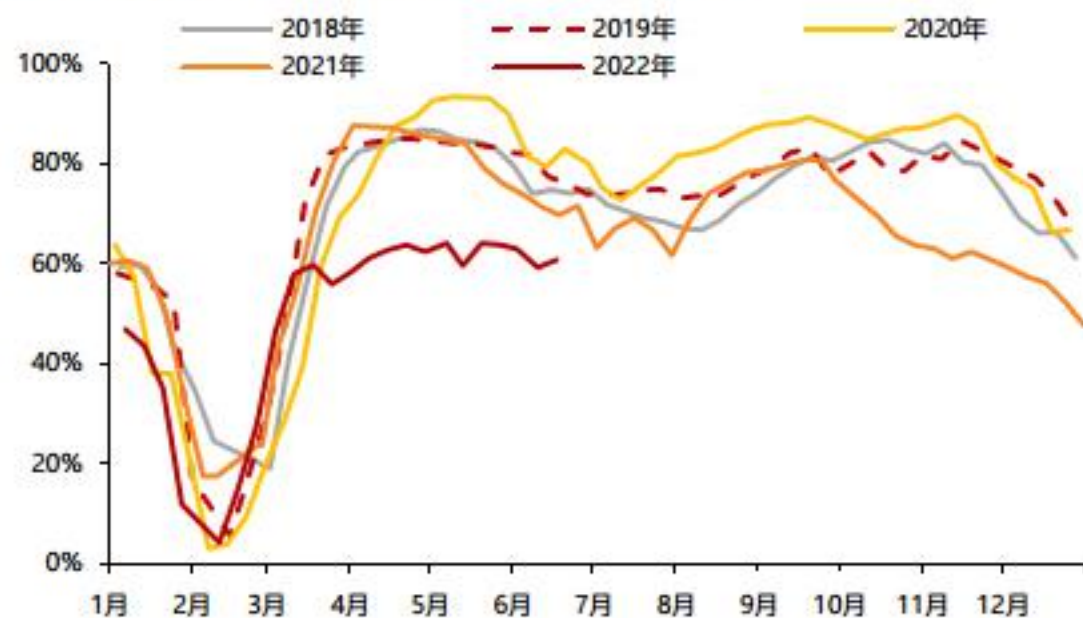
图：水泥单月产量及同比增速



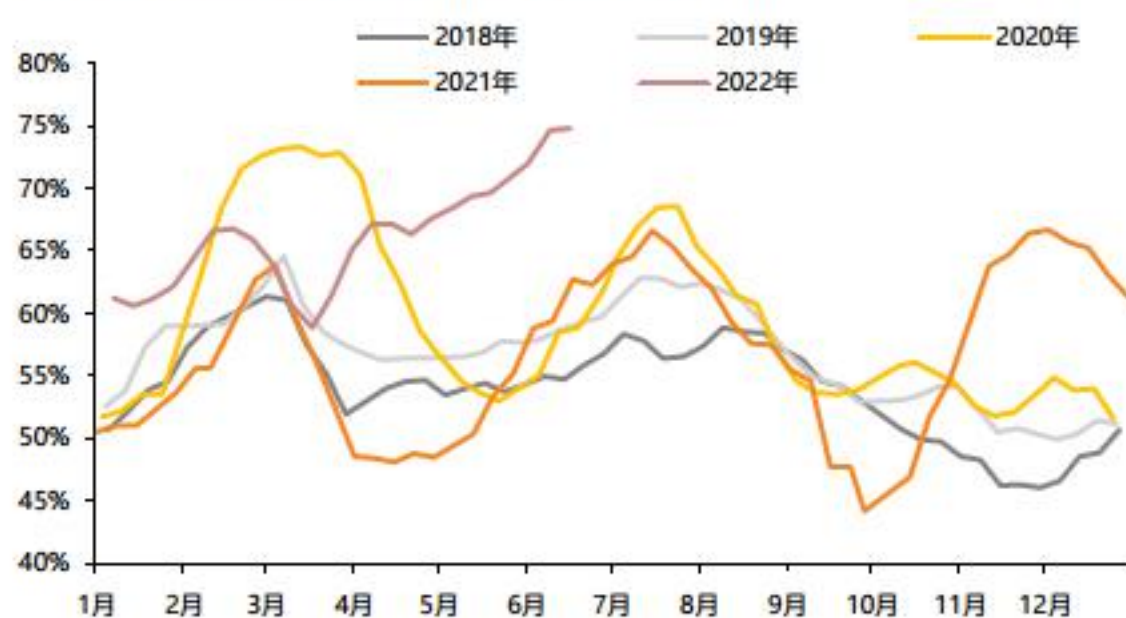
图：水泥产量与新开工面积走势



图：2018年-2022年6月全国水泥出货率



图：2018-2022年6月全国水泥库存情况



1.2.1 水泥：需求扰动下竞争加剧，供给秩序有望重塑

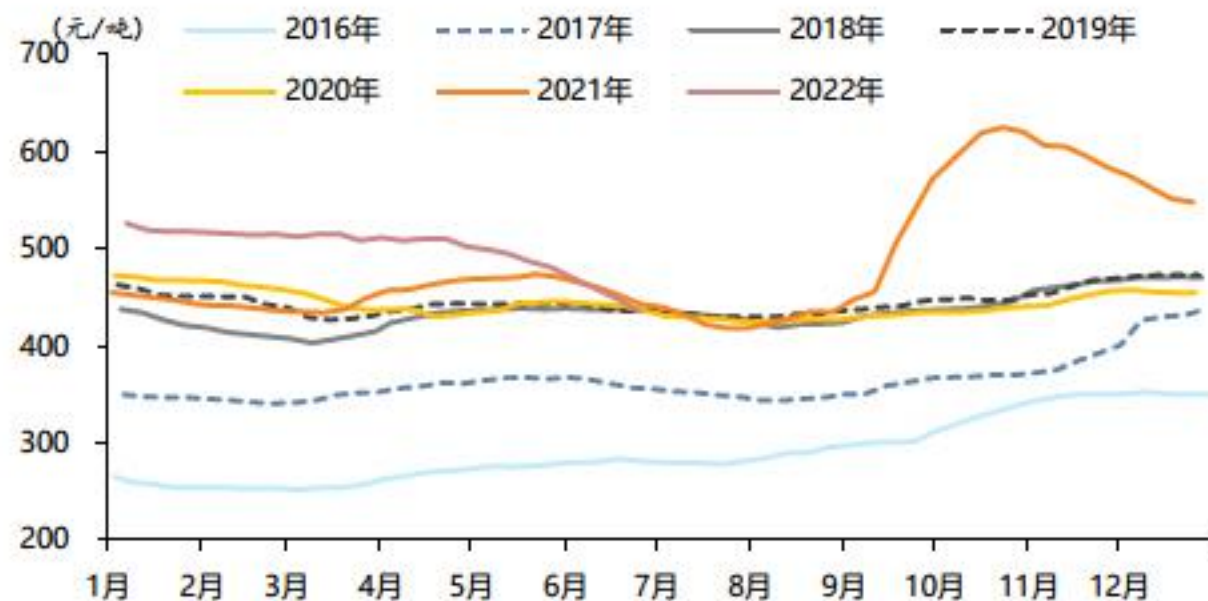
- **供给端：年初错峰执行较好，但在需求超预期下滑的情况下，供给格局出现恶化。**供给端，一季度错峰停产力度加大，使得在需求不佳的情况下，水泥价格仍保持高位，Q1全国水泥均价516元，同比高73元，但是后续需求恢复持续不及预期，行业整体库存接近7成，部分小企业几乎满库，在这种情况下，以单个区域市场为主的小企业降价出货的诉求更强，同时由于部分地区疫情因素，影响出现分化，导致区域间流动加剧，头部企业为维护市场份额，采取价格手段竞争，导致供给格局阶段性恶化，5月开始水泥价格加速下滑，5/6月全国均价分别下滑21/45元，华东地区水泥价格分别下滑35/52元，幅度高于其他地区。我们认为此次价格竞争本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：22年、21年一季度南方省份错峰停产要求

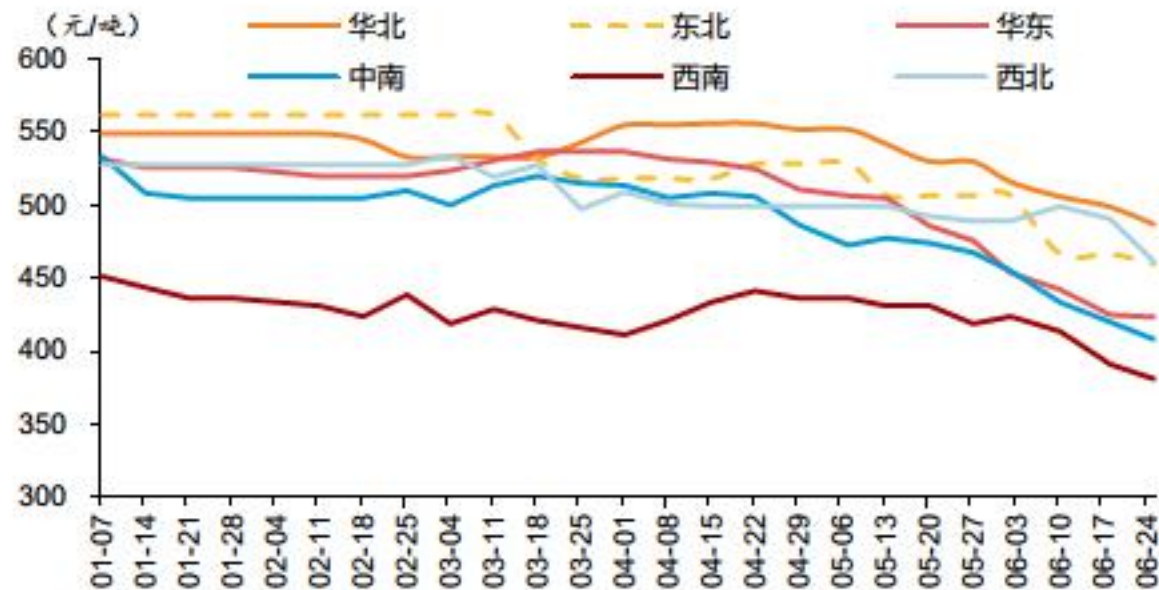
区域	地区	21年一季度	22年一季度
华东	江西	30天	40天
	江苏	30天	35天
	安徽	B/C/D级企业分别停30/60/90天不等（12.1-次年3.31）	B/C/D级企业分别停30/60/90天不等（12.1-次年3.31）
	福建	1-4月错峰停窑 40天	1-5月错峰停窑 45天
中南	河南	65天	约48天
	湖北	30天	30天
	湖南	45-50天	45-50天
	广西	/	40天
	广东	/	30天
西南	四川	30天	50天
	重庆	30-40天	40-50天
	云南	/	40天
	贵州	不少于40天	60天

1.2.1 水泥：需求扰动下竞争加剧，供给秩序有望重塑

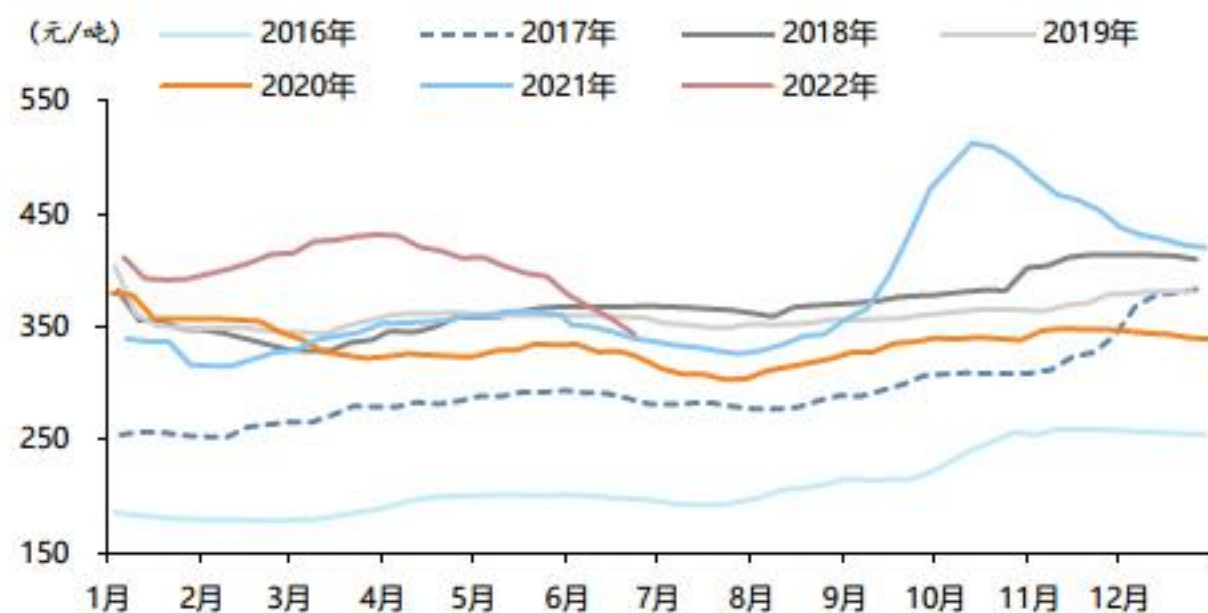
图：2016-2022.6全国水泥价格走势



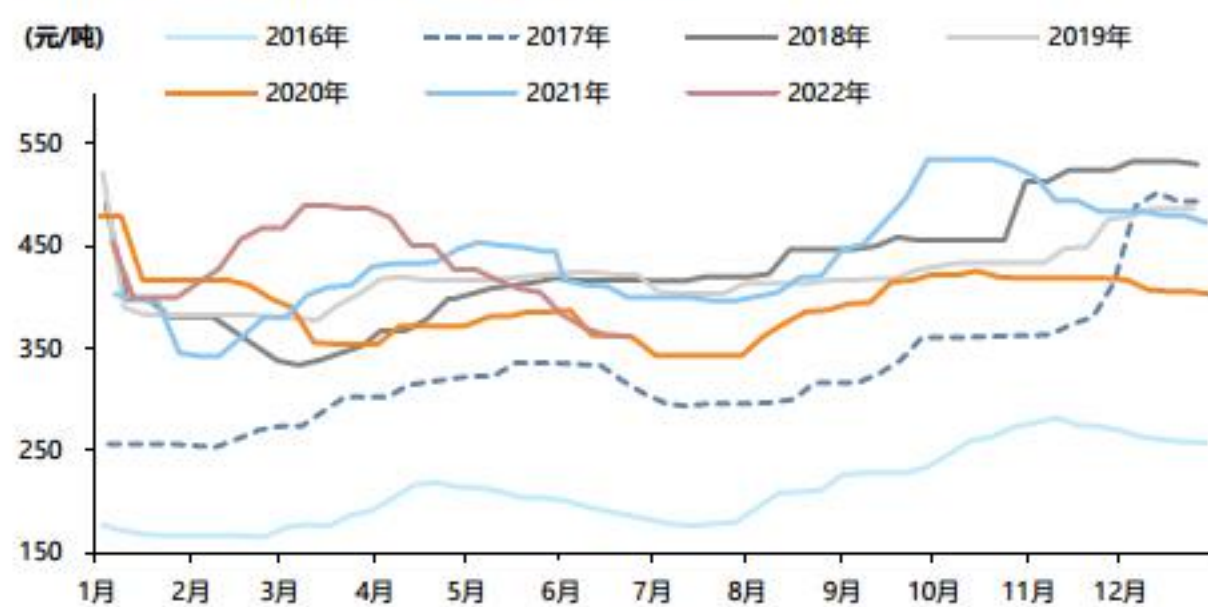
图：2022年以来水泥价格走势



图：2016-2022.6全国熟料价格走势



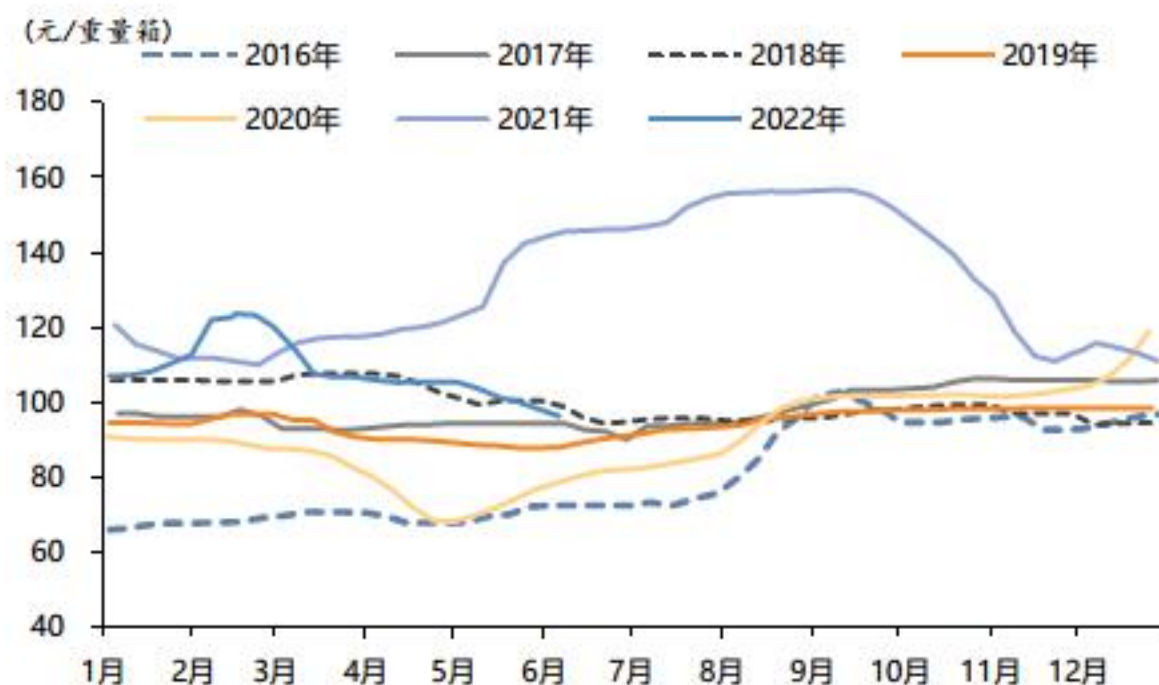
图：2016-2022.6华东熟料价格走势



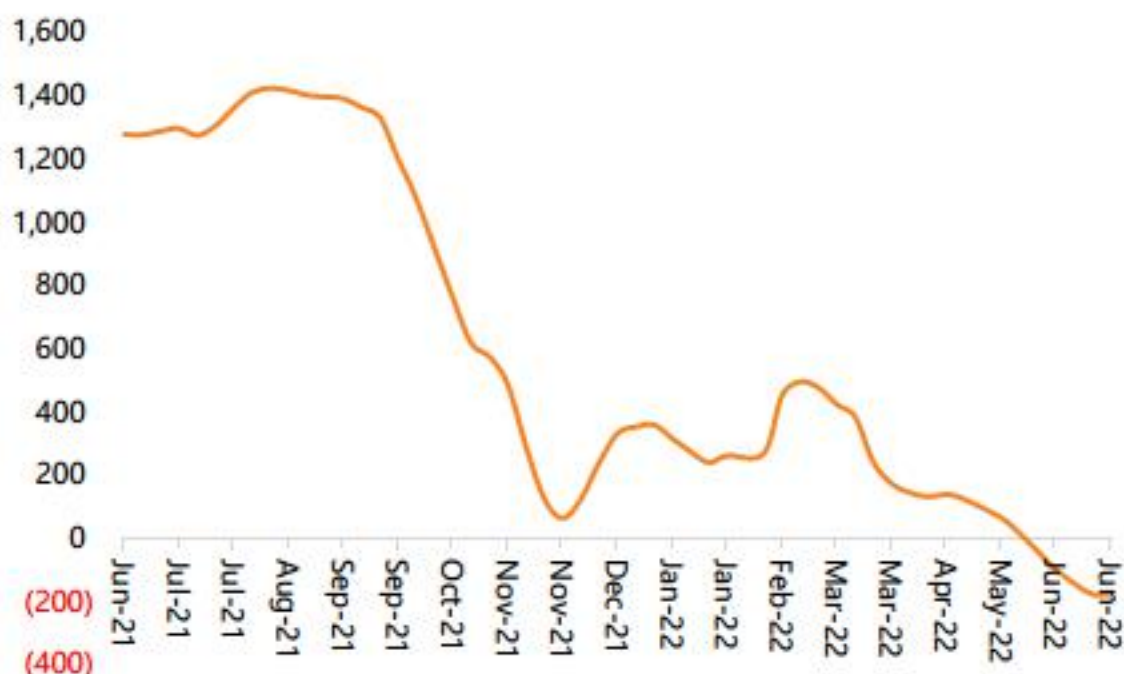
1.2.2 浮法玻璃：行业平均利润已为负，短期尚未出现集中冷修

- 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28日7093万重量箱），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28日，月内平均行业利润为-166元/吨，较上月下跌178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：浮法玻璃价格各年月度波动（5mm白玻）



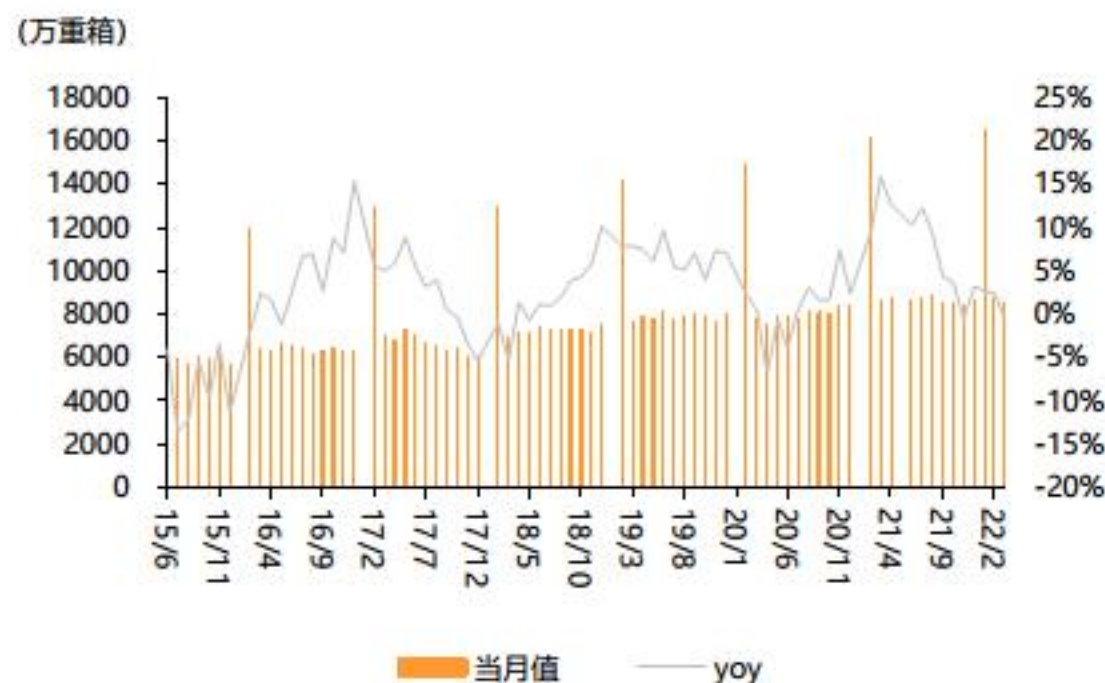
图：浮法玻璃单位利润（元/吨）



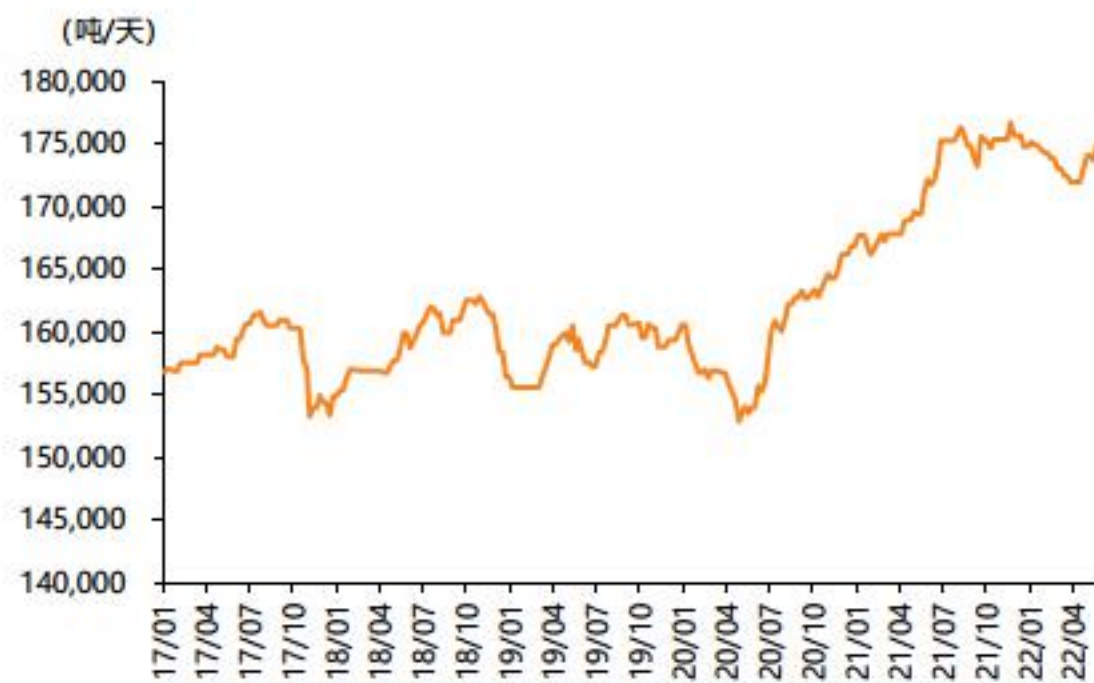
1.2.2 浮法玻璃：行业平均利润已为负，短期尚未出现集中冷修

- 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9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：平板玻璃当月产量及同比增速



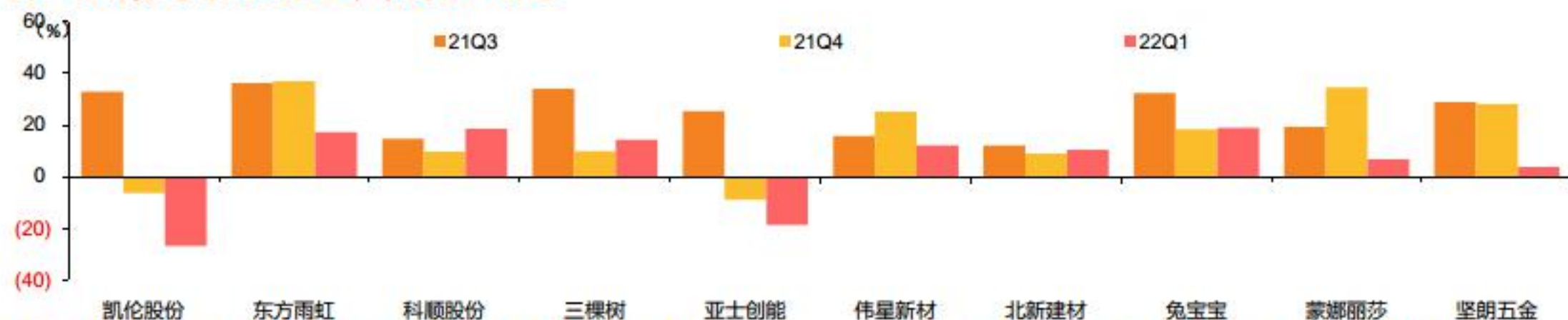
图：浮法玻璃在产日熔量（t/d）



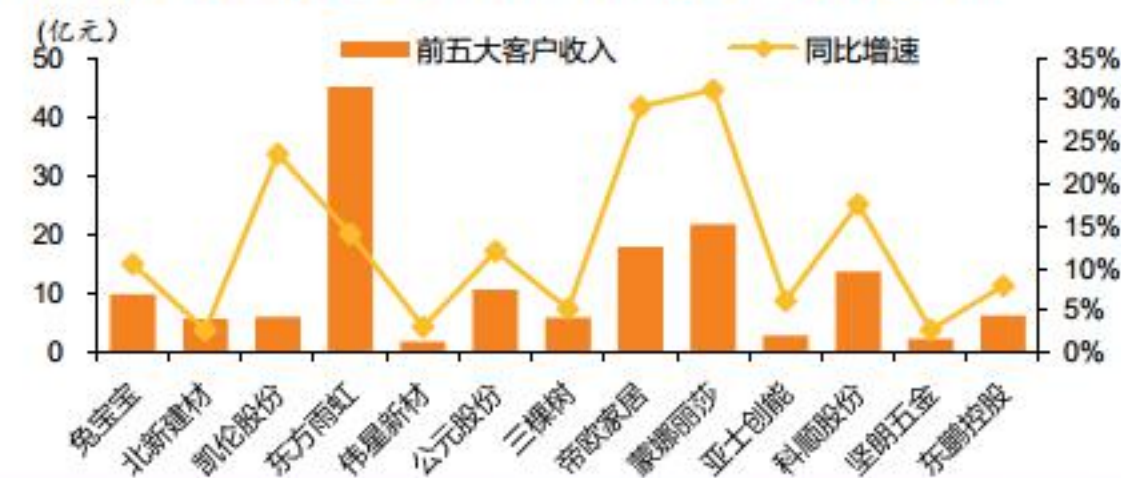
1.2.3 消费建材：龙头市占率逆势提升， α 持续体现

- 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。

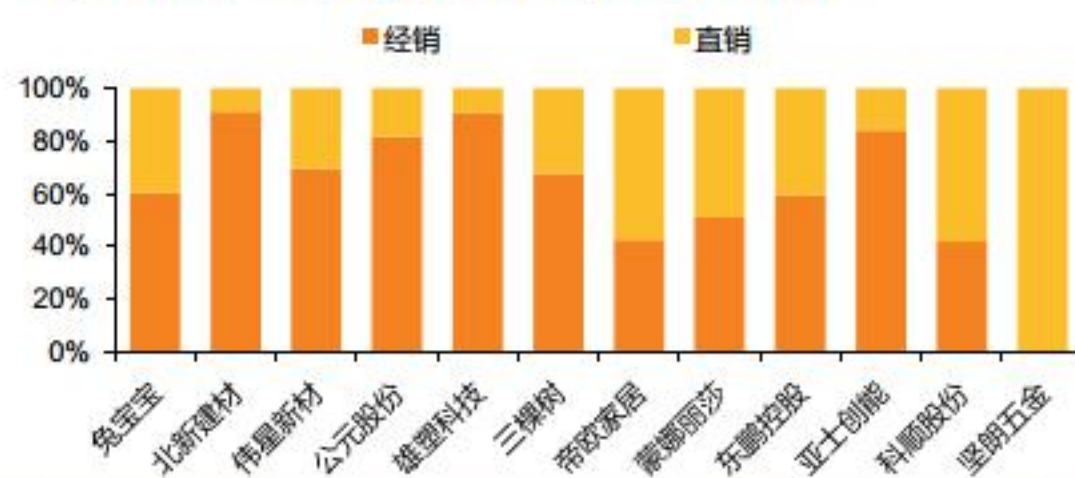
图：各消费建材龙头企业单季度收入增速



图：2021年主要消费建材企业前五大客户收入及占比



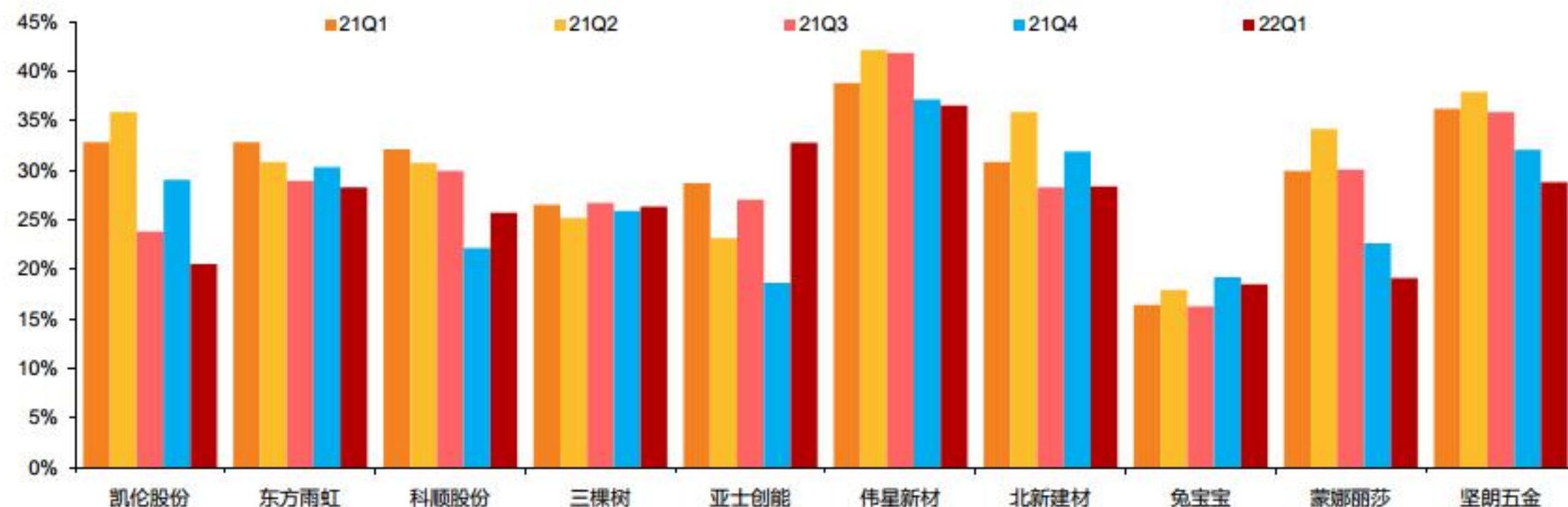
图：2021年主要消费建材公司直销/经销占比



1.2.3 消费建材：龙头市占率逆势提升， α 持续体现

- 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：各消费建材龙头企业单季度毛利率



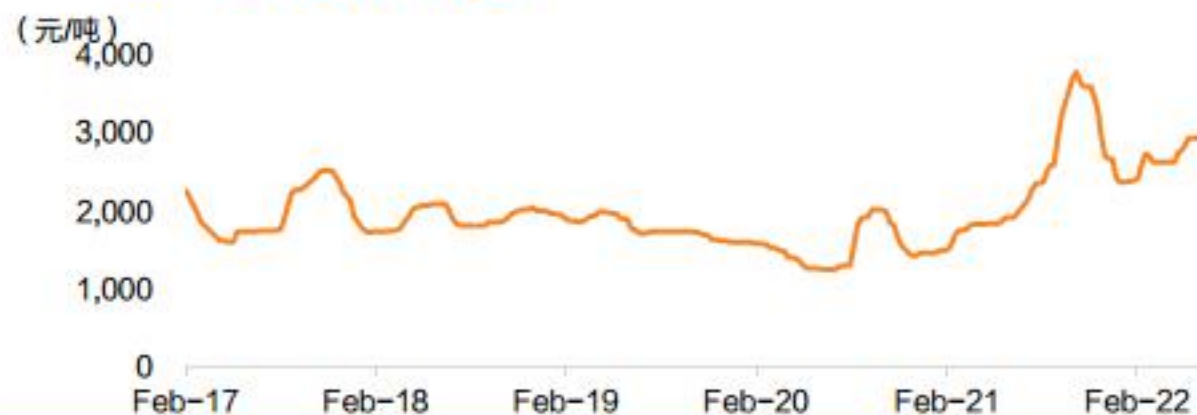
1.3.1 光伏玻璃：成本需求共同推动价格上行，行业利润有所改善

- **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，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%。**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。

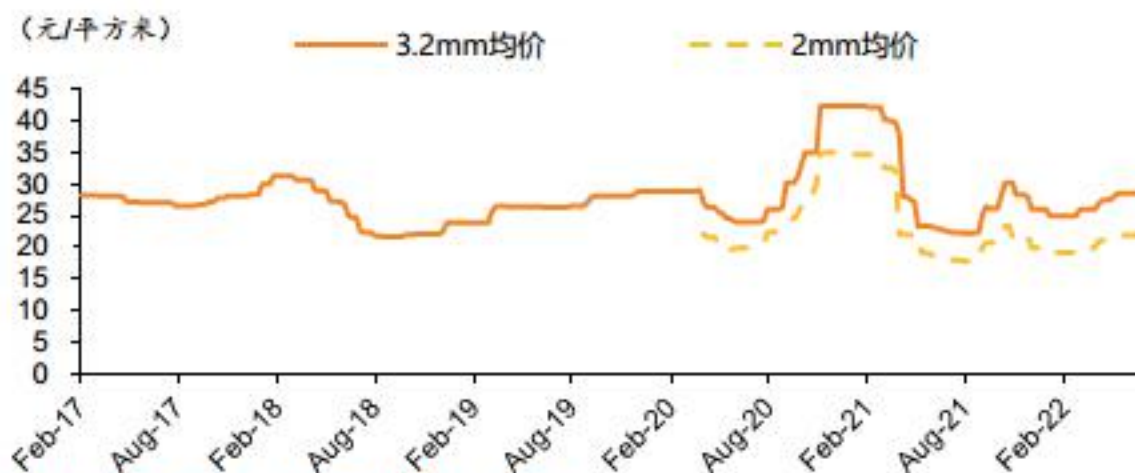
图：光伏月度装机 (GW)



图：重质纯碱价格走势



图：光伏玻璃价格走势



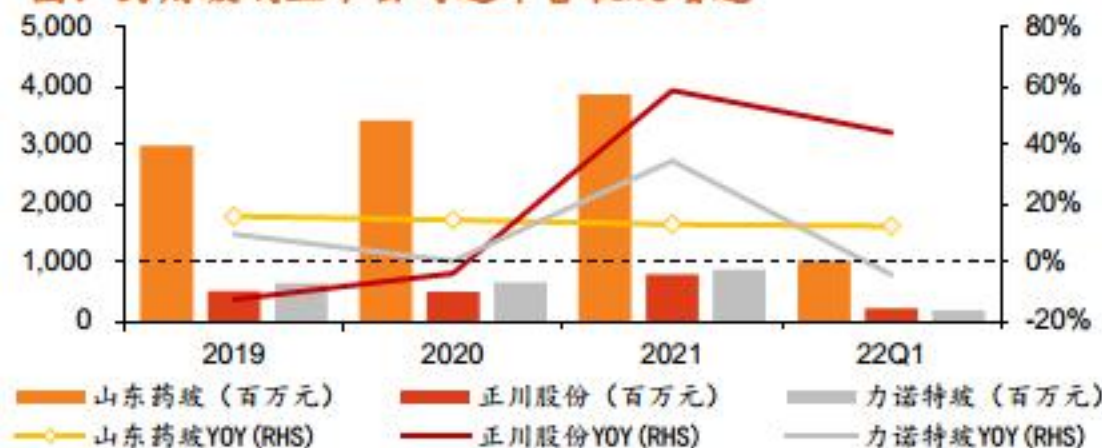
图：工业管道天然气价格走势



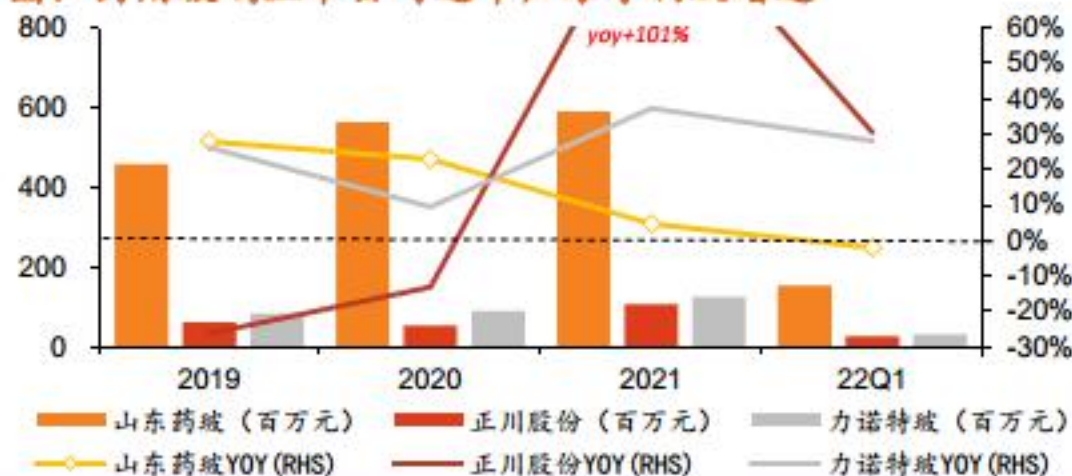
1.3.2 药用玻璃：国产替代稳步推进

➤ 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21q1-4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、力诺特玻归母净利润分别为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：药用玻璃上市公司近年营收及增速



图：药用玻璃上市公司近年归母净利及增速



图：药用玻璃上市公司21q1-4及22q1单季度营收及增速



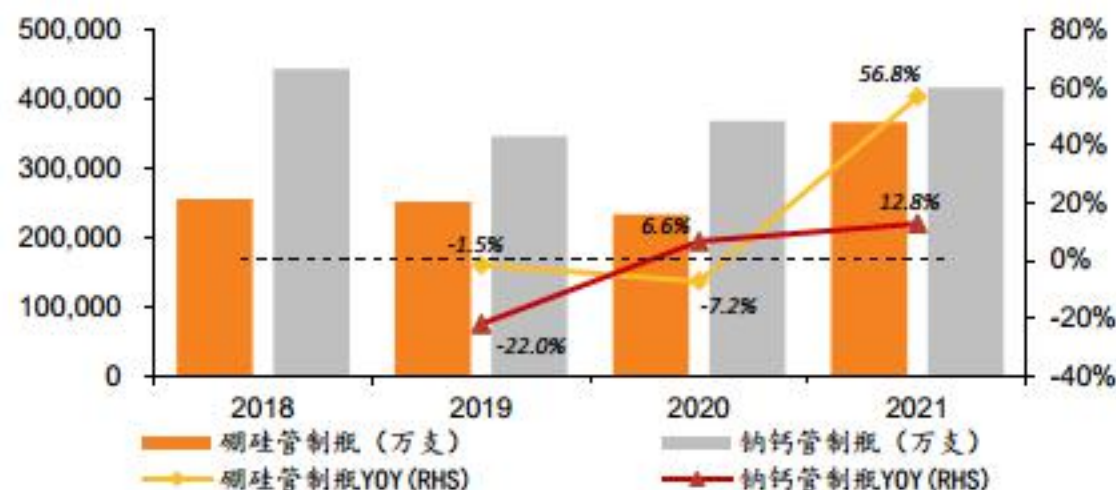
图：药用玻璃上市公司21q1-4及22q1单季度归母净利及增速



1.3.2 药用玻璃：国产替代稳步推进

➤ 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：正川股份近年管制瓶销量及增速



图：山东药玻近年模制瓶、棕色瓶销量及增速



图：力诺特玻近年管制瓶销量及增速



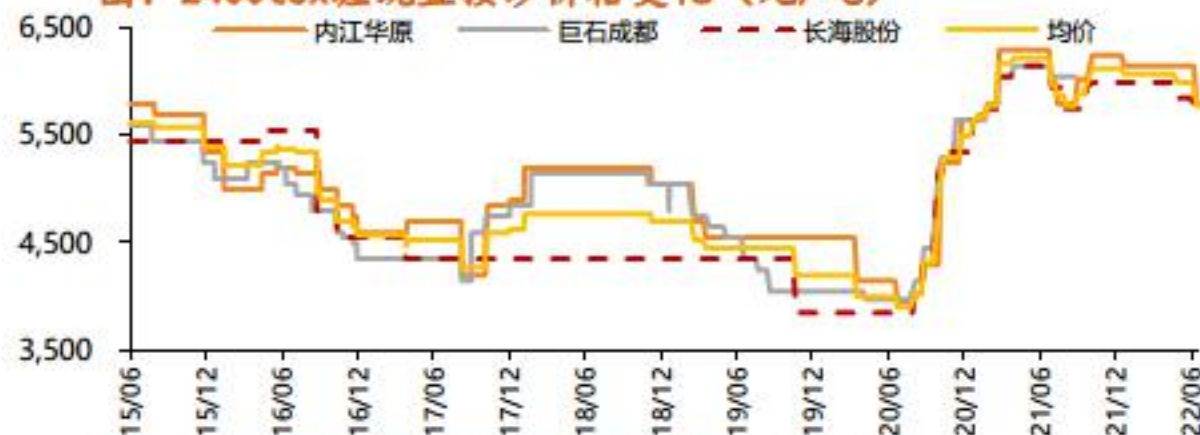
图：山东药玻近年管制瓶等产品销量及增速



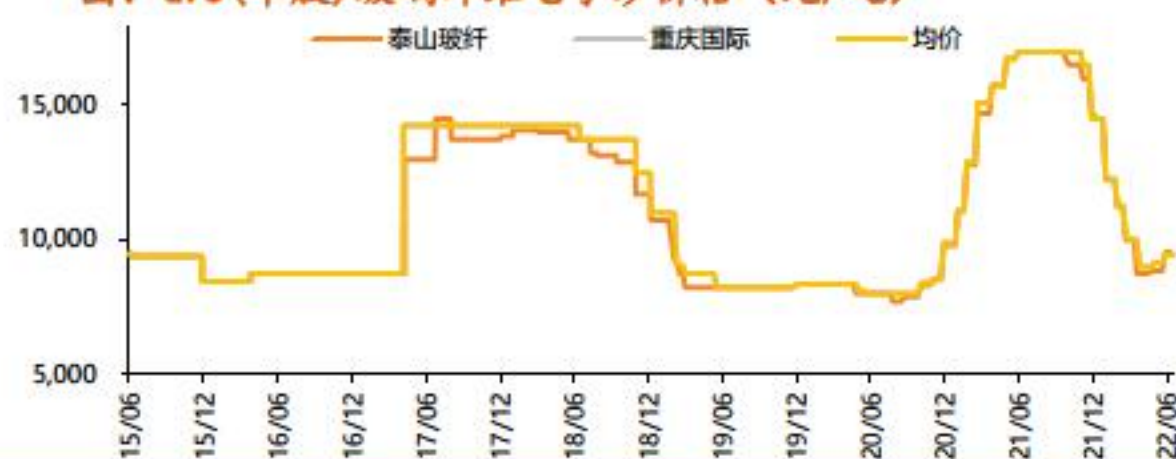
1.3.3 玻纤：粗纱价格维持高位，电子纱大起大落后现阶段料有较好支撑

- **粗纱价格20q3以来延续高景气水平。**20q3以来，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。
- **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：2400tex缠绕直接纱价格变化（元/吨）



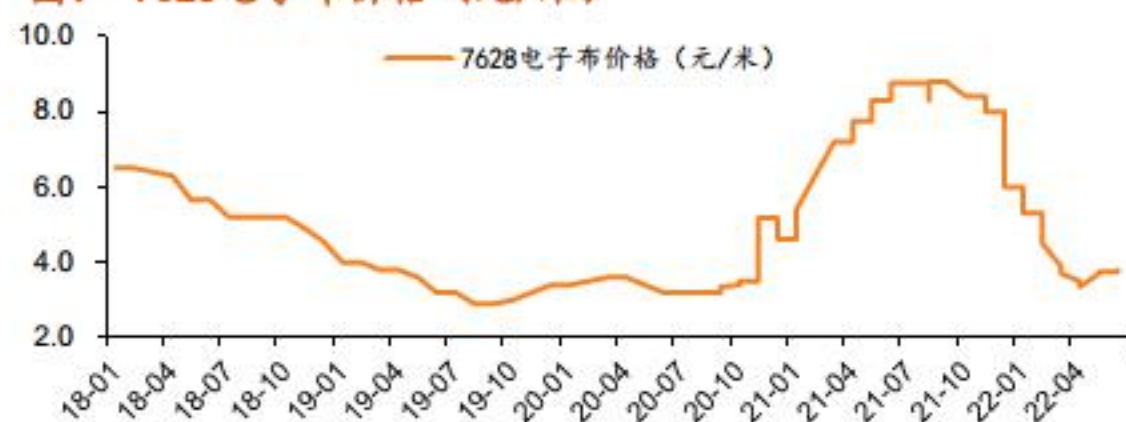
图：G75(单股)玻璃纤维电子纱价格（元/吨）



图：玻纤重点企业玻纤纱库存（吨）



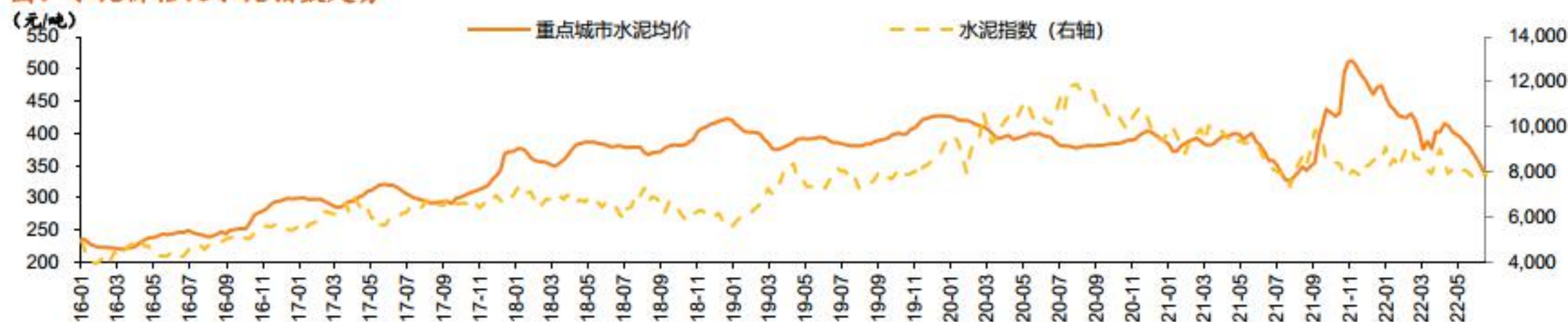
图：7628电子布价格（元/米）



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。2016年中央提出“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兑现，水泥需求持续疲软，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：水泥价格vs水泥指数走势



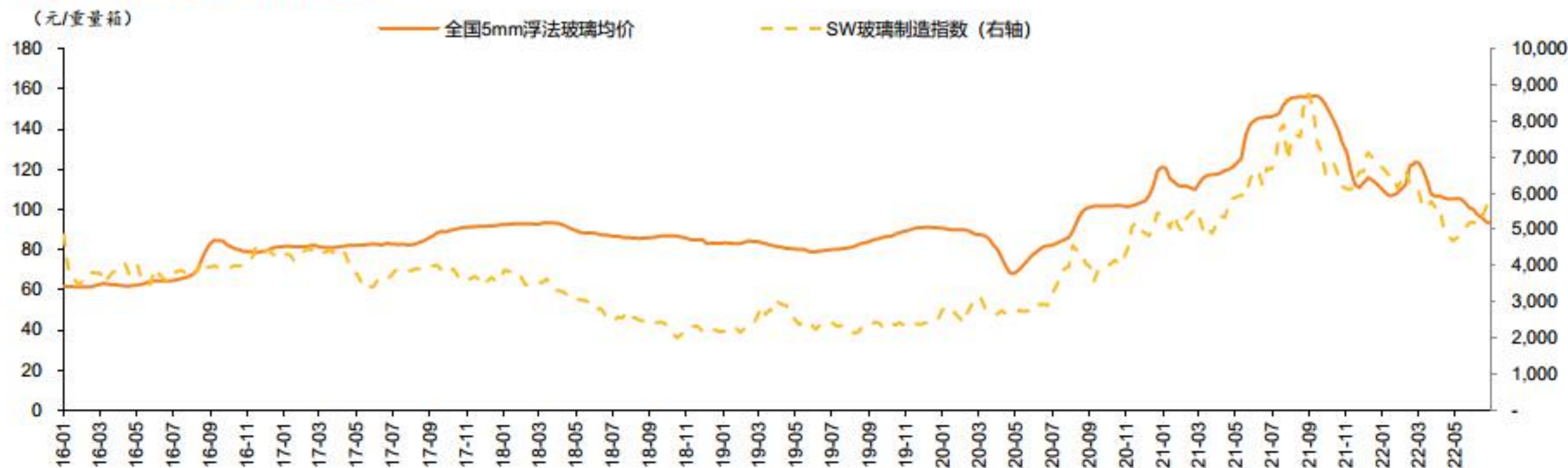
表：21年年初至22年6月30日水泥指数表现分析

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		

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

- **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。

图：玻璃价格vs玻璃指数走势



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度高

- 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。

表：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%

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

- 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。

图：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



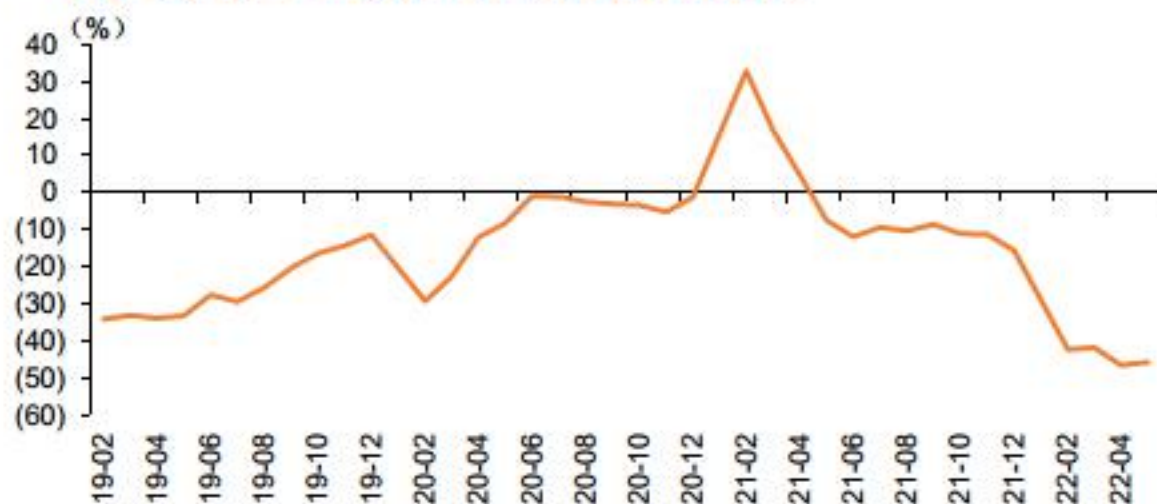
表：21年年初至22年6月29日建材指数表现分析

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%

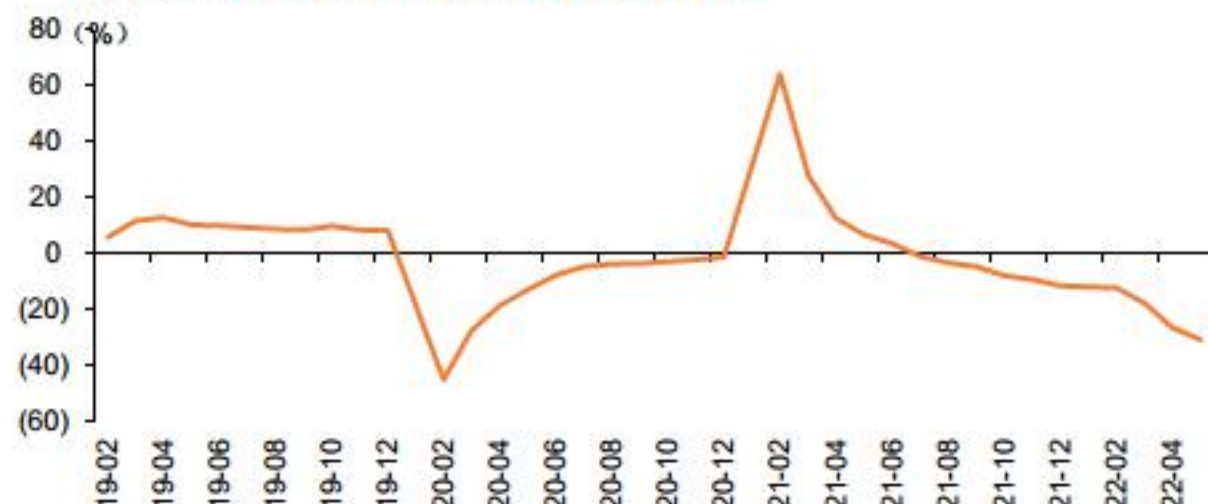
2.1 地产链条短期需求及盈利触底回升，中期仍具备供给侧逻辑

- 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。

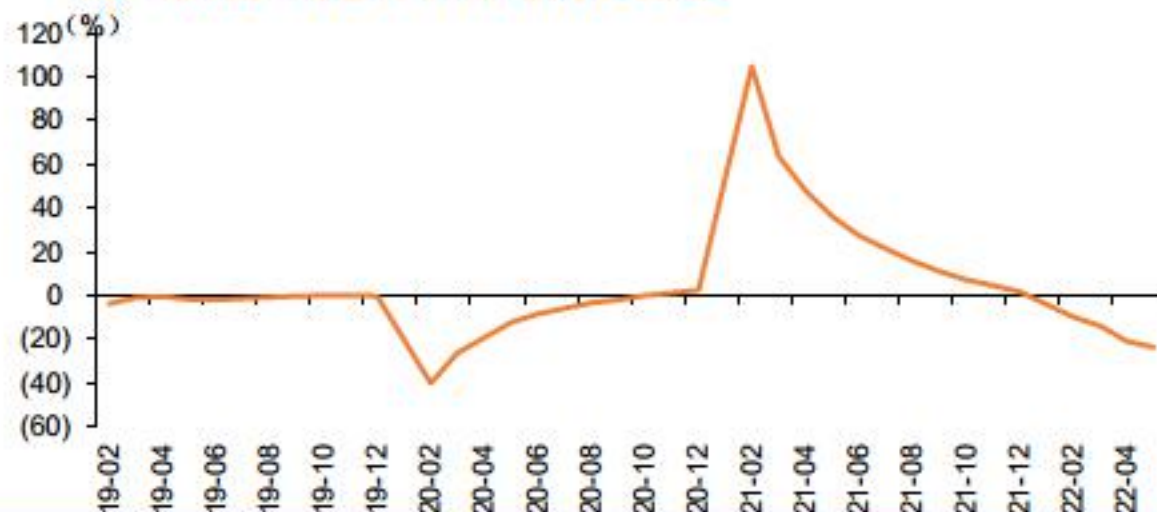
图：房地产土地购置面积累计同比增速



图：房地产新开工面积累计同比增速



图：房地产销售面积累计同比增速



图：30大中城市商品房成交面积当月同比



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

- **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：房地产竣工面积累计同比增速



图：新开工面积滚动均值（万平方米）



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

- 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：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%		

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

- 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。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，我国部分具备了存量房改造支出加速上行的条件：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）；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）。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。

图：按面积计算的城镇居民户居住房屋的建造年

	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

图：美国每年住宅存量净增量占存量的比重



图：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

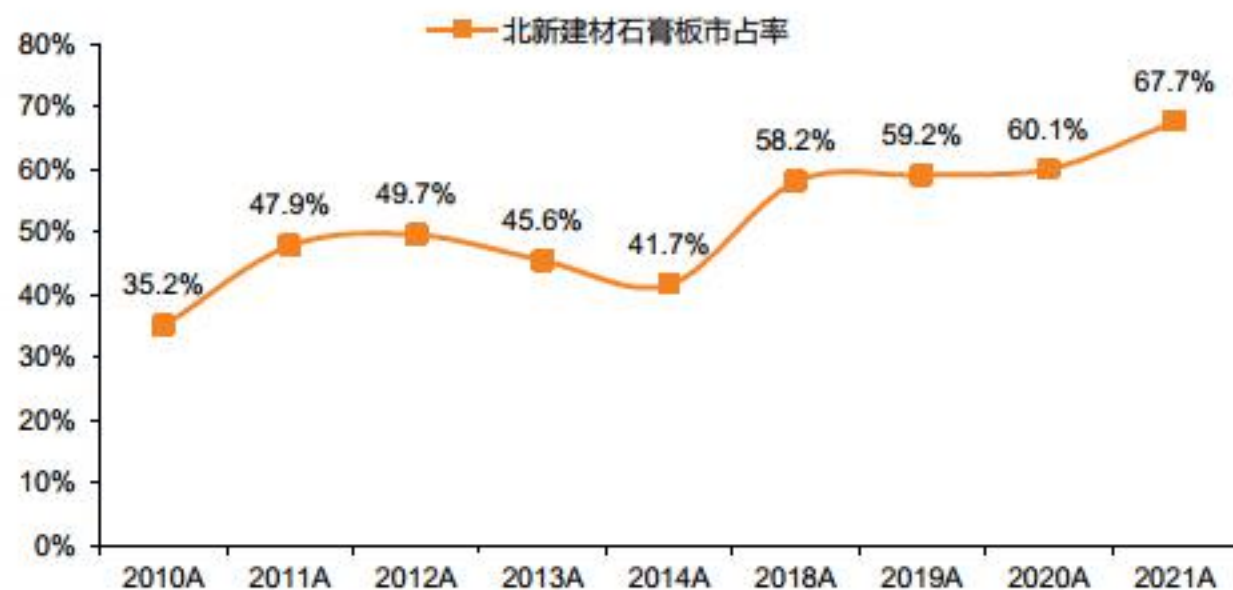
图：中国城镇每年住宅存量净增量占存量的比重



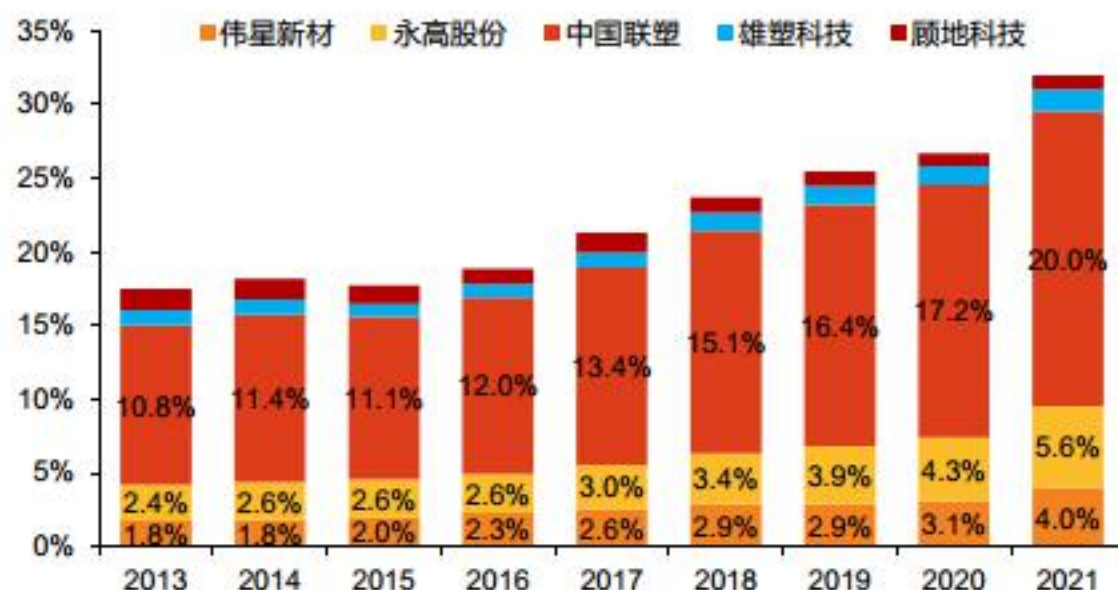
2.1 地产链条短期需求及盈利触底回升，中期仍具备供给侧逻辑

- **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。

图：北新建材石膏板市占率



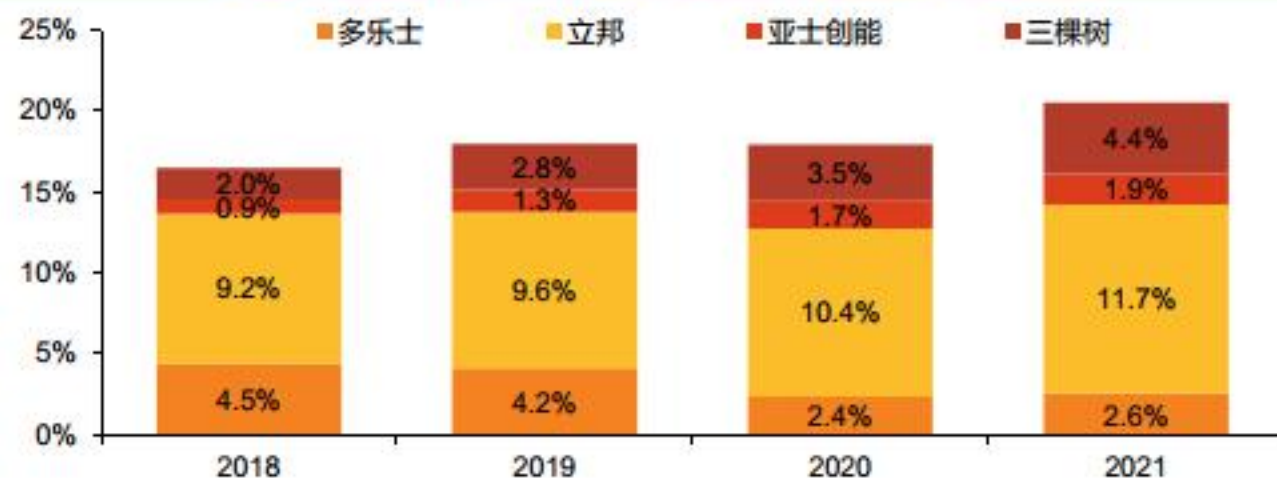
图：管材行业上市公司集中度提升



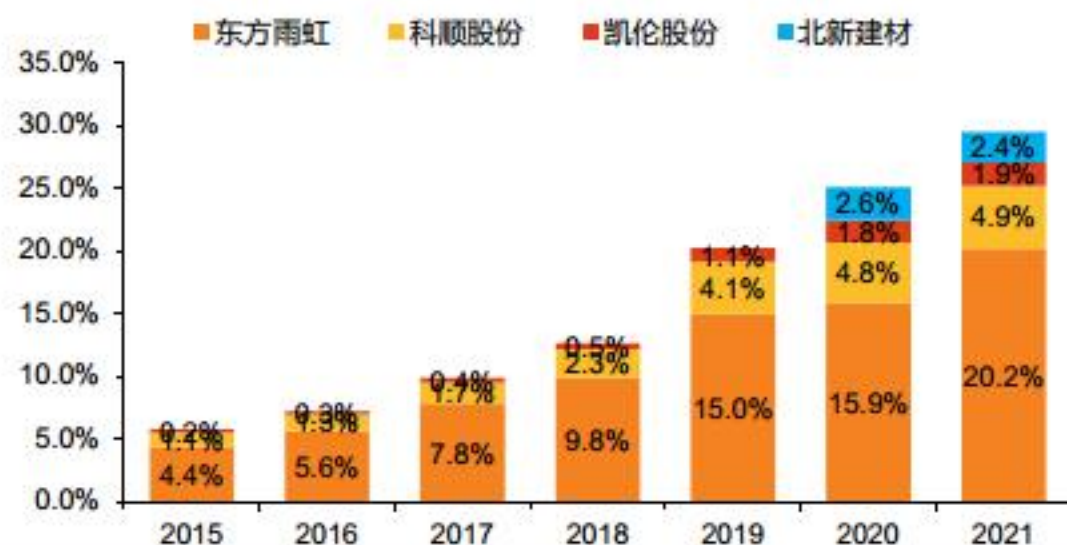
2.1 地产链条短期需求及盈利触底回升，中期仍具备供给侧逻辑

- 2) 涂料行业目前龙头仍是外资企业，但从18年以来，以多乐士为代表的外资企业逐步退出市场，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：近几年涂料行业内资市占率提升，外资市占率下降



图：防水行业市占率估计（按收入/规模以上企业收入口径估计）



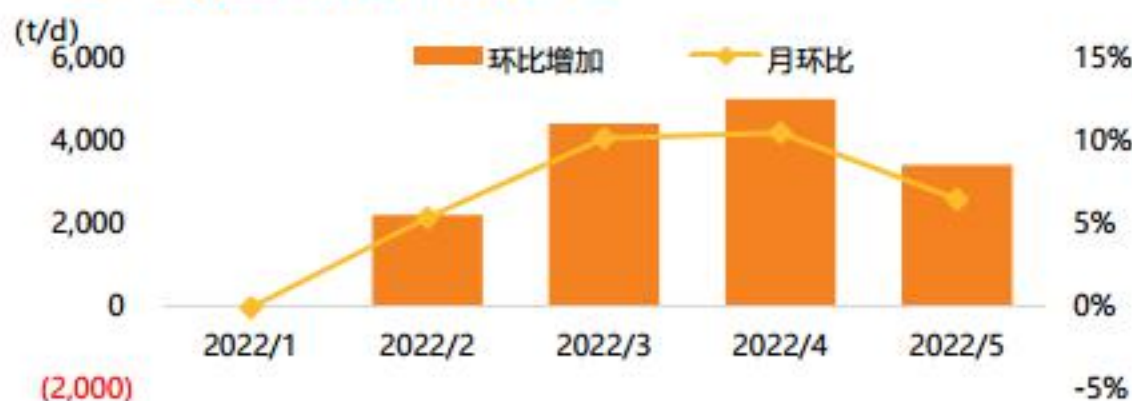
图：建筑陶瓷行业上市公司市占率17年起快速提升



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。
- 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。

图：光伏玻璃月度新点火产能



图：主要光伏玻璃企业在产产能占比（22M5）



图：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
南玻集团	中国南玻集团股份有限公司	一窑四线	1000	2022年
		一窑四线	1000	2022年
		一窑五线	1200	2022年下半年

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：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

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

图：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ECER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			

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

- 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，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：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

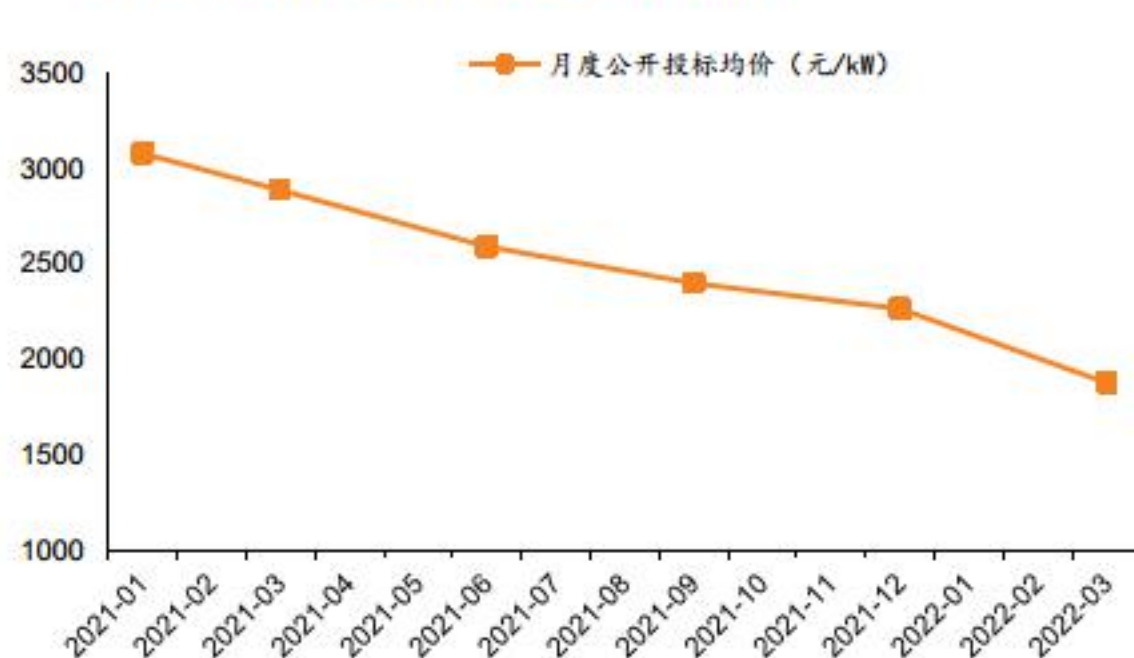
2.2.2 玻纤：产能点火集中在上半年，后续供给冲击动能料边际趋弱

- 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。
- **风电：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：中国风电新增并网及增速



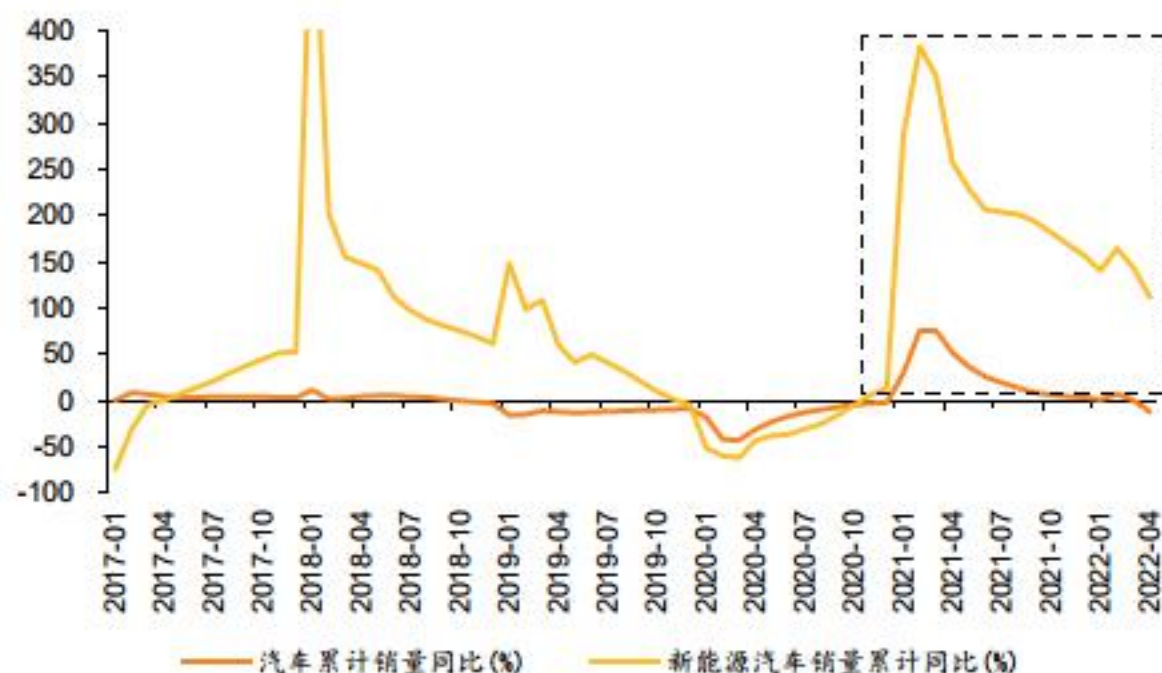
图：风电公开招标价格变化（元/kW）



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

- 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：汽车及新能源汽车销量增速情况



图：新能源汽车渗透率变化（销量占比口径）



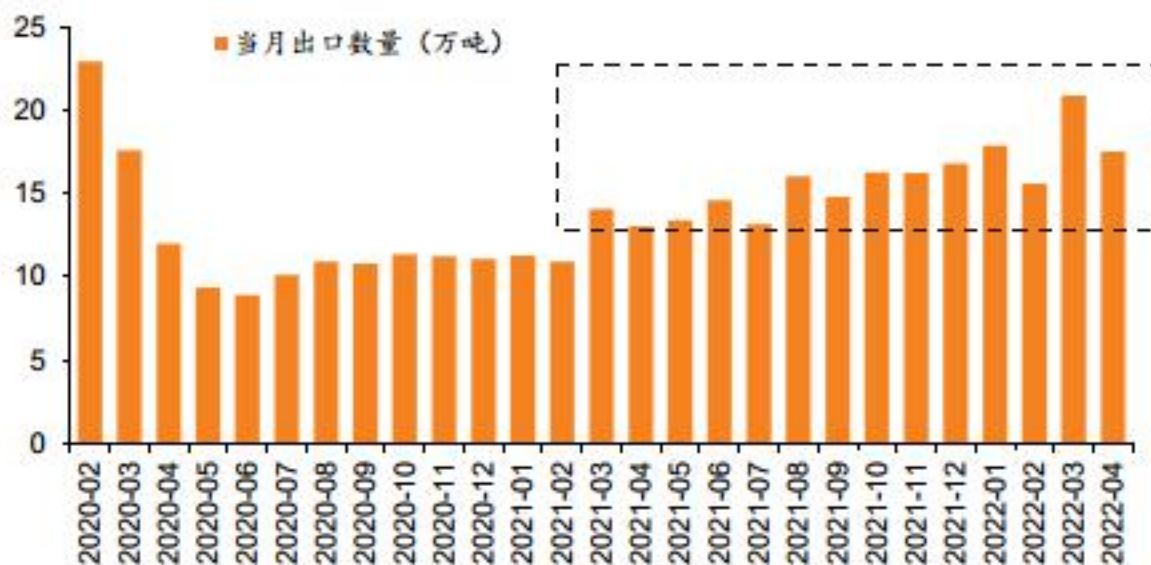
2.2.2 玻纤：产能点火集中在上半年，后续供给冲击动能料边际趋弱

➤ **新形势下玻纤出口亦值得重视。**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。

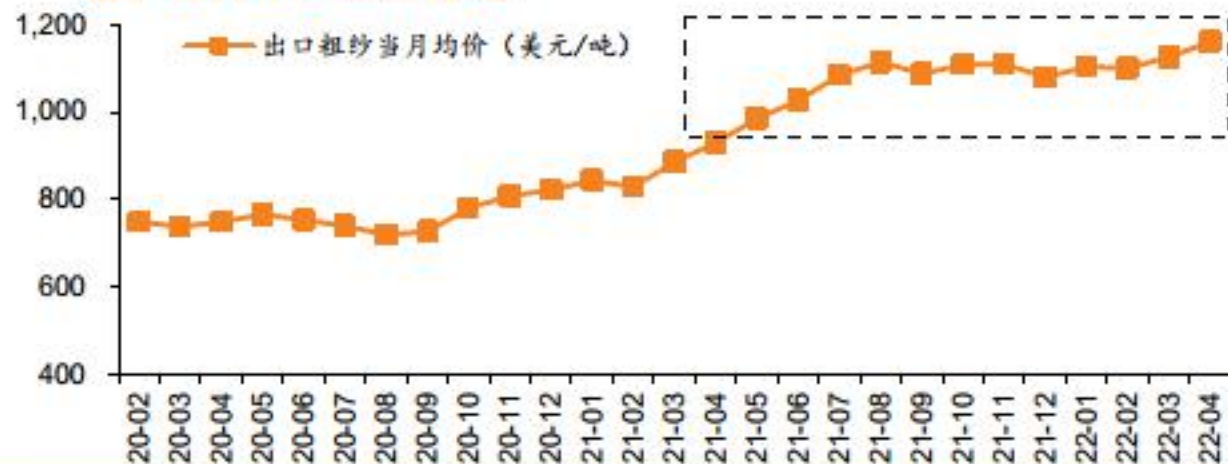
图：我国玻纤产量及出口占比



图：玻纤纱及制品当月出口量变化（万吨）



图：玻纤出口单价情况



图：波罗的海航运指数（BDI指数）变化



■ 建材投资观点：1) 地产链：首推消费建材，关注玻璃、水泥底部机会

- 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，股价有望底部反弹，7、8月淡季或是较好的布局时点。
- 1) **消费建材**：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**亚士创能、东方雨虹、坚朗五金、蒙娜丽莎、三棵树、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**。

■ 建材投资观点：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**。

■ 重点标的估值表

表：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

THANKS