

# 非金属建材行业 2022 年中期投资策略

## 处变守定，行稳向新

超配

### 核心观点

宏观积极政策持续累积，前端数据回暖信号已现。上半年“稳增长”政策持续加码，基建政策持续发力，地产政策维稳信号明确，近期前端数据改善信号已现，行业运行触底回暖可期。因此我们判断建材板块下半年景气回升可期。投资方面建议关注三条主线：

**主线一：关注地产业链复苏机会。**通过对历次房地产周期的观察，房地产销售面积同比增速对于地产链头部企业的二级市场股价超额收益表现以及企业营业利润同比增速等指标均有引领性作用。目前，前端数据改善信号已现，大宗商品价格初现调整迹象，后续地产链头部企业盈利增长恢复可期，同时各子板块估值已至历史低位，建议关注优势赛道，优选强 $\alpha$ 头部企业。推荐**东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、三棵树、兔宝宝、伟星新材**

**主线二：周期再均衡，把握风光电相关投资机会。**1) **玻纤行业：**风电、汽车等领域被滞后的需求有望加速回补，叠加出口向好带来的增量贡献，预计下半年需求端有韧性，供给端仍有投产预期的生产线主要集中在年末，叠加能耗双控以及冷修动态调节，预计整体冲击可控。中长期受益风电、汽车、电子等领域需求持续增长，玻纤有望迎来更大市场空间，行业景气周期持续性或有望超预期。推荐**中国巨石、中材科技**。2) **玻璃行业：**目前行业盈利水平已降至历史低位，受益地产竣工韧性以及高龄窑炉冷修预期，下半年行业景气有望修复。中长期看，头部企业积极布局光伏、电子、药用玻璃等新领域，打开成长空间。推荐**旗滨集团、南玻 A**。3) **水泥行业：**“稳增长”政策效果有望逐步显现，期待行业再均衡。中长期看，水泥企业积极推进产业转型升级，探索第二成长曲线，未来发展可期。现阶段，行业 PE、PB 估值均处于历史低位，高分红提供安全边际，推荐**海螺水泥、华新水泥、天山股份、塔牌集团、万年青、冀东水泥**。

**主线三：关注新材料及其他细分成长领域。**1) **碳纤维行业：**国民经济和国防建设中不可或缺的战略新材料。在政策大力支持下，国产碳纤维研发和产业化进程加速推进，应用领域不断拓展，进口替代趋势明显。受益于技术突破叠加需求放量，碳纤维迎来历史性发展机遇。推荐**光威复材**；2) **专业照明行业：**市场空间广阔，竞争格局分散，龙头企业凭借高标准的销售服务、产品品质、技术研发等，有望在目前分散的行业格局中脱颖而出，通过加大市场开拓力度，业绩有望保持加速，竞争优势将进一步凸显，推荐**海洋王**；3) **铝模板行业：**行业正处于快速扩展期，目前地产销售已初现回暖迹象，核心原材料铝锭价格亦出现高位回落，积极因素正在积累，行业拐点有望来临。龙头企业有望凭借高质量的精细化管理，构建更深的成本、管理护城河，并通过合并中小企业产能，整合区域资源，扩大企业规模，未来有望进一步脱颖而出。

**风险提示：**地产基建运行不及预期；大宗商品上涨超预期；疫情反复。

### 行业研究 · 行业投资策略

#### 建筑材料

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《建材行业 2022 年年度投资策略：聚势谋远，向新而生》——2021-12-24
- 《建材行业 2021 年中期投资策略：分化与进化》——2021-07-21
- 《建材行业 2021 年年度投资策略：新结构，新机遇》——2020-11-30
- 《建材行业 2020 年中期投资策略：恰逢其时，大有可为》——2020-07-08
- 《建材行业 2020 年投资策略：行稳致远，进而有为》——2019-12-10

## 内容目录

<b>观点回顾：聚势谋远，向新而生</b> .....	7
<b>宏观分析：积极政策持续累积，前端数据回暖信号已现</b> .....	7
上半年经济增速修复仍有反复，地产行业震荡余波未了.....	7
积极政策持续累积：基建“稳增长”决心坚定，需求释放确定性高.....	9
积极政策持续累积：房地产政策持续转暖，前端数据改善信号已现.....	13
<b>投资主线一：关注地产产业链复苏机会</b> .....	16
前端数据改善信号已现，地产链头部企业迎来做多机会.....	18
大宗商品价格初现调整迹象，成本压力有望缓解，盈利修复可期.....	19
估值降至历史低位，优质企业与优势赛道更受市场青睐，优选强 $\alpha$ 头部企业.....	20
<b>投资主线二：周期再均衡，把握风光电相关投资机会</b> .....	21
玻纤：供需博弈，景气周期持续性有望超预期.....	21
玻璃：竣工依旧可期，光伏中长期向好.....	30
水泥：把握需求释放窗口，行业再均衡可期.....	36
<b>投资主线三：关注新材料及其他细分成长领域</b> .....	41
碳纤维行业：多应用催生成长空间，行业迎来历史性发展机遇.....	41
专业照明行业：行业空间广阔，龙头企业增长提速.....	47
铝模板行业：行业拐点已现，头部企业开启新一轮成长.....	49
<b>投资建议：处变守定，行稳向新</b> .....	52
<b>风险提示</b> .....	54
<b>免责声明</b> .....	55

## 图表目录

图 1: 今年一季度 GDP 同比增长 4.8%.....	7
图 2: 5 月份工业增加值同比增速转正至 0.7%.....	7
图 3: 1-5 月房地产开发投资额累计同比下降 4%.....	8
图 4: 100 大中城市供应及成交规划建筑面积累计增速.....	8
图 5: 1-5 月商品房销售面积累计同比下降 23.6%.....	8
图 6: 1-5 月房屋新开工面积累计同比下降 30.6%.....	8
图 7: 1-5 月房屋施工面积累计同比下降 1%.....	8
图 8: 1-5 月房屋竣工面积累计同比下降 15.3%.....	8
图 9: 18Q1-22Q1 建材行业单季营收及增速(剔除天山股份) .....	9
图 10: 18Q1-22Q1 建材行业单季归母净利润及增速(剔除天山股份) .....	9
图 11: 1-5 月广义基建投资完成额累计增长 8.16%.....	10
图 12: 今年单月广义基建投资增速保持提升.....	10
图 13: 已披露的全国各省市 1-5 月基建投资增速.....	10
图 14: 1-5 月水利管理业固定资产投资累计增长 11.8%.....	11
图 15: 1-5 月交通固定资产投资累计增长 4.9%.....	11
图 16: 1-5 月公路水路交通固定资产投资累计增长 7.2%.....	11
图 17: 新增专项债投向交通基础设施方向累计金额(亿) .....	11
图 18: 广义货币 M2 余额增速今年持续回升.....	11
图 19: 基础设施贷款需求指数提升.....	11
图 20: 2022 年专项债发行规模显著高于去年同期.....	12
图 21: 2022 年专项债发行进度高于历史同期.....	12
图 22: 1-5 月一般公共预算支出累计同比增长 5.9%.....	12
图 23: 1-5 月国家政府性基金累计同比增长 35.2%.....	12
图 24: 各省市 2022 年重点项目计划完成额及增速.....	13
图 25: 重点城市房贷平均放款周期持续减少.....	14
图 26: 首套平均房贷利率今年以来持续下降.....	14
图 27: 央行今年两次下调 5 年期以上 LPR.....	15
图 28: 央行今年一次下调金融机构人民币存款准备金率.....	15
图 29: 5 月商品房销售面积降幅环比收窄.....	15
图 30: 5 月房屋新开工面积降幅环比收窄.....	15
图 31: 30 大中城市分年度商品房当周成交面积(万平米) .....	16
图 32: 30 大中城市中一线城市商品房当周成交面积(万平米) .....	16
图 33: 30 大中城市中二线城市商品房当周成交面积(万平米) .....	16
图 34: 30 大中城市中三线城市商品房当周成交面积(万平米) .....	16
图 35: 房地产开发建设流程及建材需求.....	17
图 36: 在房地产周期波动中, 销售、新开工、投资运行之间的传导关系.....	17
图 37: 2011-2013 年房地产销售面积累计同比增速与地产链头部企业平均超额收益对比.....	18

图 38: 2011-2013 年房地产销售面积单季度同比增速与地产链头部企业合计累计利润同比增速对比.....	18
图 39: 2014-2016 年房地产销售面积累计同比增速与地产链头部企业平均超额收益对比.....	19
图 40: 2014-2016 年房地产销售面积单季度同比增速与地产链头部企业合计累计利润同比增速对比.....	19
图 41: 2018-2021 年房地产销售面积累计同比增速与地产链头部企业平均超额收益对比.....	19
图 42: 2018-2021 年房地产销售面积单季度同比增速与地产链头部企业合计累计利润同比增速对比.....	19
图 43: 2009 年以来布伦特原油现货价.....	20
图 44: 18Q1-22Q1 其他建材单季度毛利率.....	20
图 45: 估值已处历史低位, 优质企业与优势赛道未来有望更受市场青睐.....	21
图 46: 国内部分主流企业缠绕直接纱价格.....	22
图 47: 国内主流缠绕直接纱均价同期对比.....	22
图 48: 国内部分主流企业 G75 电子纱价格.....	22
图 49: 国内主流 G75 电子纱均价同期对比.....	22
图 50: 国内重点池窑企业库存.....	23
图 51: 国内重点池窑企业库存同期比较.....	23
图 52: 全国新增陆上/海上风电装机容量.....	24
图 53: 风机产品功率加速迭代, 风电叶片大型化趋势明显.....	24
图 54: 全国新增并网风电装机容量及累计同比.....	24
图 55: 全国公开招标市场新增风电招标量.....	24
图 56: 全球汽车领域轻量化材料需求占比提升.....	25
图 57: 全国新能源汽车渗透率加速提升.....	25
图 58: 全国汽车产量及累计同比.....	25
图 59: 全国汽车销量及累计同比.....	25
图 60: 全国新能源汽车产量及累计同比.....	26
图 61: 全国新能源汽车销量及累计同比.....	26
图 62: 全球 PCB 产值及同比增速.....	26
图 63: 中国大陆 PCB 产值及同比增速.....	26
图 64: 全球 PCB 产品下游应用市场占比.....	27
图 65: 服务器、通讯、汽车电子等是增速较高细分领域.....	27
图 66: 去年以来欧洲地区天然气价格快速上涨.....	27
图 67: 玻纤粗纱出口均价显著高于国内价格水平.....	27
图 68: 全国玻纤及其制品累计出口数量及累计同比.....	28
图 69: 全国玻纤及其制品单月出口数量及单月同比增速.....	28
图 70: 浮法玻璃国内主流市场平均价.....	31
图 71: 历史同期浮法玻璃价格走势 (元/吨) .....	31
图 72: 重点监测省份生产企业浮法玻璃库存 (万重箱) .....	31
图 73: 历史同期浮法玻璃生产企业库存 (万重箱) .....	31
图 74: 2022 年浮法玻璃在产产能保持高位.....	32
图 75: 2022 年浮法玻璃开工率保持较高水平.....	32
图 76: 行业月度生产线冷修产能 (万重箱) .....	32
图 77: 行业月度净增加产能 (万重箱) .....	32
图 78: 重质纯碱全国主流平均价 (元/吨) .....	33

图 79: 石油焦现货平均价 (元/吨)	33
图 80: 重点监测省份生产企业浮法玻璃库存 (万重箱)	33
图 81: 历史同期浮法玻璃生产企业库存 (万重箱)	33
图 82: 1-5 月国内累计新增装机量同比增长 139.25%	34
图 83: 1-4 月国内光伏组件出口量同比大幅增长	34
图 84: 今年国内光伏玻璃在产产能快速增长	34
图 85: 今年光伏玻璃窑炉产能有望大幅增长	34
图 86: 光伏玻璃价格今年小幅回升	36
图 87: 2022 年 1-5 月全国水泥产量同比下降 15.3%	37
图 88: 2022 年单月全国水泥产量持续同比负增长	37
图 89: 全国水泥平均库容比二季度后持续积累至高位	37
图 90: 全国水泥出货率二季度后明显低于往年同期	37
图 91: 全国水泥平均价格走势 (元/吨)	38
图 92: 各年同期水泥价格走势比较 (元/吨)	38
图 93: 水泥板块 PE Band	39
图 94: 水泥板块 PB Band	39
图 95: 水泥样本企业分红规模逐年提升	40
图 96: 水泥样本企业整体分红率	40
图 97: 水泥行业构建固定资产等支付现金持续增长	41
图 98: 2021 年水泥行业构建固定资产等支付现金排名前十企业	41
图 99: PAN 基碳纤维产业链及技术链条	42
图 100: 2021 年全球碳纤维企业理论运行产能及扩产计划	42
图 101: 2021 年国内碳纤维企业原丝及碳纤维理论产能	43
图 102: 2020-2021 年国内碳纤维企业理论产能	43
图 103: 2017-2021 年全球碳纤维市场需求结构	44
图 104: 2017-2021 年中国碳纤维市场需求结构	44
图 105: 2008-2021 年中国碳纤维需求全球占比	44
图 106: 2008-2021 年中国碳纤维市场中进口和国产占比	44
图 107: 2017-2021 年全球碳纤维市场需求结构	45
图 108: 2017-2021 年中国碳纤维市场需求结构	45
图 109: 2019-2021 全球和中国碳纤维应用对比	45
图 110: 干喷湿纺工艺流程图及单根纤维表面结构图对比	46
图 111: 国内大丝束原丝及碳纤维关键化技术突破时间点	46
图 112: 2021-2025 全球碳纤维各应用领域市场规模及预测	47
图 113: LED 产品价格大幅下降 (美元)	48
图 114: LED 产业化光效持续提升	48
图 115: LED 产品价格大幅下降 (美元)	48
图 116: LED 产业化光效持续提升	48
图 117: 照明行业公司毛利率对比	49
图 118: 照明行业公司研发费用率对比	49
图 119: 海洋王近年收入稳步增长	49

图 120: 海洋王近年归母净利润快速增长.....	49
图 121: 中国铝合金模板企业 PMI 指数.....	50
图 122: 中国铝合金模板企业新订单指数.....	50
图 123: 中国铝合金模板企业销售和租赁价格指数.....	50
图 124: 中国铝合金模板企业利润水平指数.....	50
图 125: 30 城大中城市销售面边际回暖.....	51
图 126: 铝锭价格今年二季度高位回落.....	51
图 127: 铝模板租赁业务链条环节多且复杂.....	51
表 1: 2021Q1-2022Q1 建材行业与地产相关度较高的子板块营收及归母净利润情况（剔除天山股份）.....	9
表 2: 今年以来中央多次针对房地产行业释放积极信号.....	13
表 3: 多地出台一系列措施促进居民购房消费.....	14
表 4: 今年多份监管文件对房地产行业进行适度松绑.....	14
表 5: 近期大批能源项目集中开工.....	24
表 6: 2021 年国内新建投产玻纤生产线.....	28
表 7: 2021 年国内冷修复产玻纤生产线.....	29
表 8: 2022 年国内新建投产及拟投产的玻纤生产线.....	29
表 9: 2022 上半年国内已冷修关停的玻纤生产线.....	29
表 10: 国内主要玻纤企业已公布冷修停产计划的生产线.....	30
表 11: 2022 年国内玻纤企业海外新建投产及拟投产生产线.....	30
表 12: 2022 年全国浮法玻璃生产线冷修、复产情况.....	32
表 13: 2022 年全国光伏玻璃生产线点火复产情况.....	35
表 14: 2022 年一季度错峰停窑强度较上年有所加强.....	38
表 15: 2022 年各省水泥行业二季度错峰安排.....	39
表 16: 今年以来水泥上市公司在新能源、新材料、产业链等方面积极拓展.....	41
表 17: 国内主要碳纤维生产企业产品技术水平及进展.....	43
表 18: 专业照明差异化程度高, 对照明方案和产品都有较高要求.....	47
表 19: 不同铝模板市占率情形下市场规模测算.....	50
表 20: 重点公司盈利预测及估值.....	54

## 观点回顾：聚势谋远，向新而生

我们于 2021 年 12 月发布年度策略《聚势谋远，向新而生》，其中提到：“我们或正经历着新一轮的工业革命，处在能源革命与制造业升级的浪潮之中，而这两股力量或将成为新一轮经济增长的新动能。”“但经济增长的新旧动能转换非一蹴而就，”“展望 2022 年，面对需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力的经济背景，传统经济动能对经济增长的支撑作用仍不可忽视，或又阶段性成为经济增长的稳定剂。”

回顾上半年经济运行，宏观经济增长承压、“稳增长”政策持续加码、地产政策边际回暖，市场整体表现基本符合我们年初的判断。

## 宏观分析：积极政策持续累积，前端数据回暖信号已现

### 上半年经济增速修复仍有反复，地产行业震荡余波未了

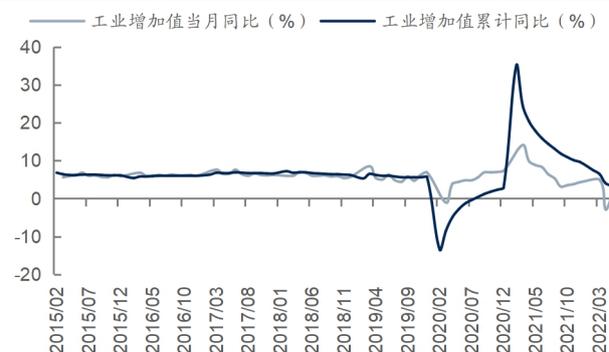
今年一季度我国经济运行保持恢复态势，总体实现平稳开局，一季度 GDP 同比增长 4.8%，累计工业增加值同比增长 6.5%，但随着全国疫情多点散发，部分地区疫情防控形势严峻，对工业生产短期造成较大冲击，工业增加值出现下降，5 月份后，国内疫情防控形势总体向好，工业生产保持恢复，并呈现一定积极变化，1-5 月累计工业增加值同比增长 3.3%，5 月单月增速转正至 0.7%。

图1：今年一季度 GDP 同比增长 4.8%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

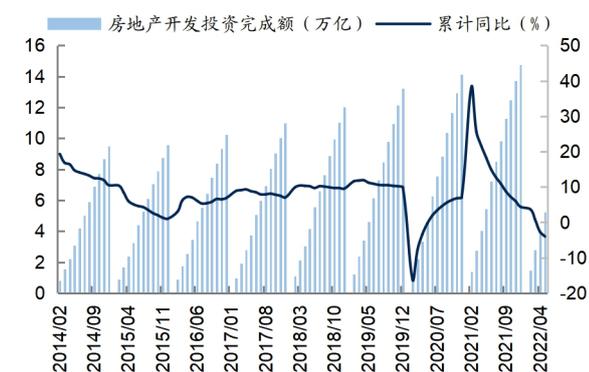
图2：5 月份工业增加值同比增速转正至 0.7%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

在经历了去年地产密集监管调控和部分房企信用风险事件后，房企资金压力明显，市场信心受到明显冲击，今年以来房地产行业景气度延续去年下半年的低迷走势，各项行业运行数据承压明显。从地产行业运行数据表现来看，今年 1-5 月，全国房地产开发投资额累计同比下降 4%，具体来看，土地市场方面，100 城大中城市供应和成交土地规划建筑面积分别累计同比减少 23.95%和减少 33%；前五个月商品房销售面积累计同比下降 23.6%，房屋新开工面积同比减少 30.6%，房屋施工面积和竣工面积分别同比降低 1%和降低 15.3%。

图3: 1-5月房地产开发投资额累计同比下降4%



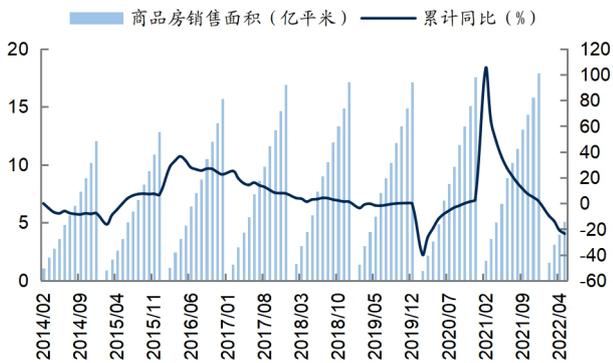
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 100大中城市供应及成交规划建筑面积累计增速



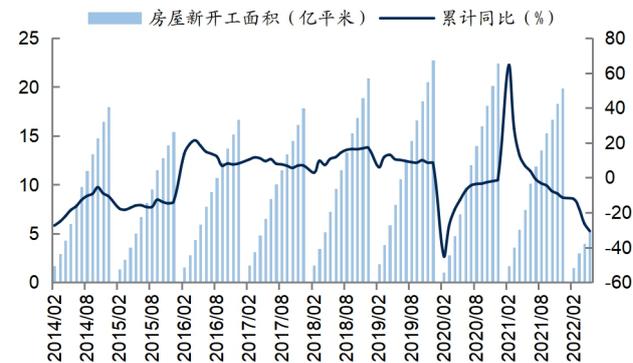
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 1-5月商品房销售面积累计同比下降23.6%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 1-5月房屋新开工面积累计同比下降30.6%



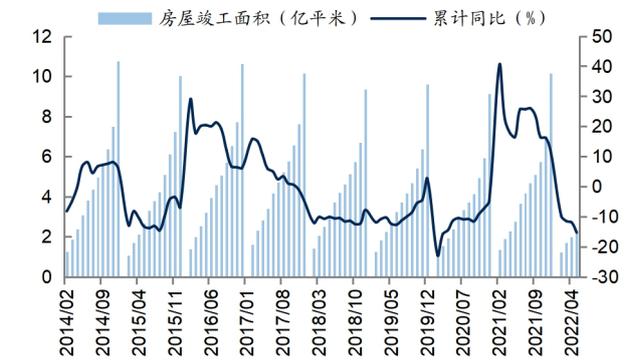
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 1-5月房屋施工面积累计同比下降1%



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 1-5月房屋竣工面积累计同比下降15.3%

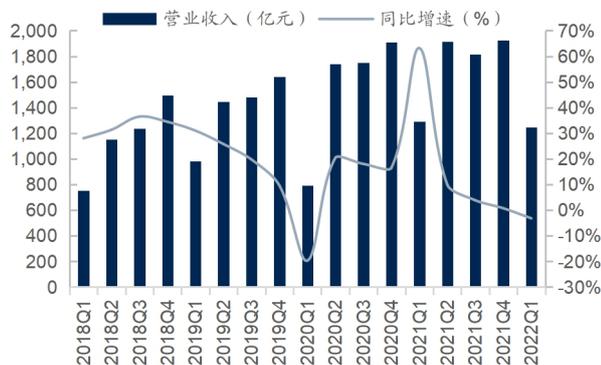


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

上半年，地产行业系统性调整对建材行业企业业绩影响仍在持续。从建材板块分季度营业收入、净利润增长数据看（剔除天山股份，下同），2021Q1-2022Q1建材行业分别实现营业收入1290/1915/1817/1925/1249亿元，同比+63.2%/+9.9%/+3.9%/+0.74%/-3.2%，实现归母净利润154/295/224/178/123亿

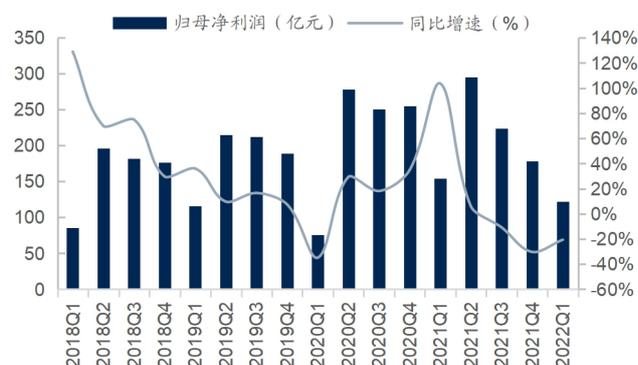
元，同比+103.7%/+6.0%/-10.8%/-30.3%/-20.6%，收入增速逐季回落，盈利同步承压；其中与地产行业景气相关度较高的水泥/玻璃/其他建材等子行业，2022Q1营业收入增速分别为-14.6%/+13.3%/+1.4%，归母净利润增速分别为-24.3%/-43.1%/-37.9%，经营压力凸显。

图9：18Q1-22Q1 建材行业单季营收及增速(剔除天山股份)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：18Q1-22Q1 建材行业单季归母净利润及增速(剔除天山股份)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1：2021Q1-2022Q1 建材行业与地产相关度较高的子板块营收及归母净利润情况（剔除天山股份）

行业分类	2021Q1	同比增速 (%)	2021Q2	同比增速 (%)	2021Q3	同比增速 (%)	2021Q4	同比增速 (%)	2022Q1	同比增速 (%)
营业收入	1290.17	63.19%	1915.03	9.93%	1816.76	3.85%	1924.88	0.74%	1249.03	-3.19%
水泥	596.32	51.16%	928.41	-3.93%	844.09	-8.81%	902.86	-7.22%	509.34	-14.59%
玻璃	135.42	81.94%	154.21	41.01%	162.11	28.32%	155.94	5.53%	153.36	13.25%
其他建材	461.30	79.65%	713.46	22.90%	686.54	15.00%	730.53	8.42%	467.54	1.35%
归母净利润	154.20	103.65%	295.37	5.96%	223.62	-10.75%	178.04	-30.29%	122.51	-20.55%
水泥	75.21	29.68%	162.71	-13.50%	116.69	-21.96%	148.33	0.28%	56.96	-24.26%
玻璃	28.86	482.17%	31.34	199.54%	27.97	65.94%	7.54	-61.50%	16.43	-43.06%
其他建材	30.70	407.20%	69.47	2.97%	50.69	-29.12%	-5.13	-107.40%	19.06	-37.91%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 积极政策持续累积：基建“稳增长”决心坚定，需求释放确定性高

**基建政策持续蓄力：**面对经济下行压力，自去年四季度中央经济工作会议提出“稳增长”的工作要求后，今年以来，政策持续发力，基础设施领域投资获得较好支撑。今年1-5月，基建投资完成6.6万亿，同比增长8.16%，受益于疫情管控逐步缓解，5月份单月基建投资增速实现7.9%，环比上月提高3.55个百分点。从区域上来看，截至今年5月，已披露的基建投资增速表现居前的地区包括辽宁、安徽、湖北、福建、云南等。

图 11: 1-5 月广义基建投资完成额累计增长 8.16%



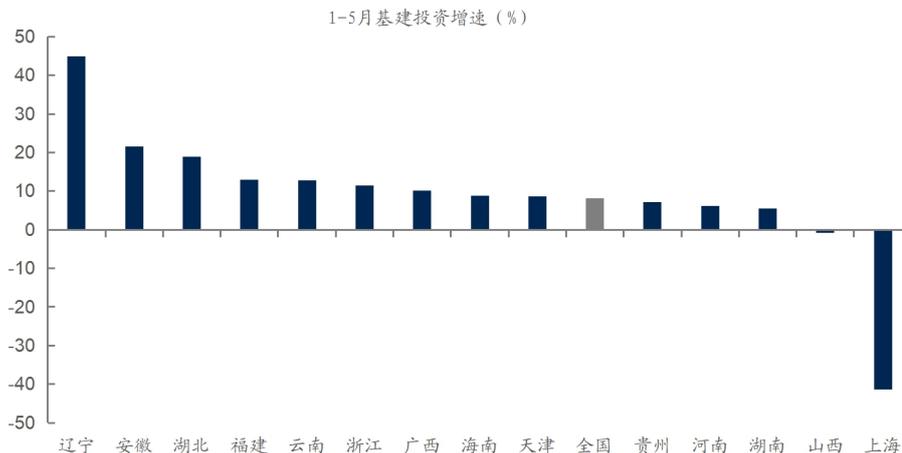
资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理（2021 年增速使用两年复合增速）

图 12: 今年单月广义基建投资增速保持提升



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理（2021 年增速使用两年复合增速）

图 13: 已披露的全国各省市自治区 1-5 月基建投资增速



资料来源：各地统计局、国信证券经济研究所整理

按照适度超前开展基础设施投资要求，重点水利工程、综合立体交通网、管网更新改造等方面的推进政策上半年持续出台，实际建设力度在各地疫情反复的不利背景下均呈现较好表现。1-5 月份，基础设施投资建设中水利管理业投资同比增长 11.8%，较去年累计增速提高 10.5 个百分点；根据水利部数据，前五个月全国已落实水利投资 6061 亿，同比增长 34.5%，完成投资 3108 亿，同比增长 54%。1-5 月，交通固定资产投资同比增长 4.9%，其中公路水路部分同比增长 7.2，较去年末提高 15.13 个百分点；今年前 4 月新增专项债投向交通基础设施方向的累计金额同比增加约 500%。

图 14: 1-5 月水利管理业固定资产投资累计增长 11.8%



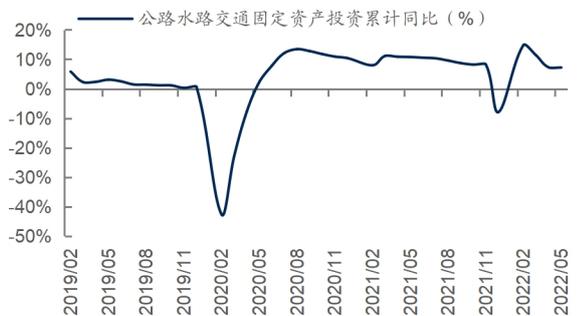
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理 (2021 年增速使用两年复合增速)

图 15: 1-5 月交通固定资产投资累计增长 4.9%



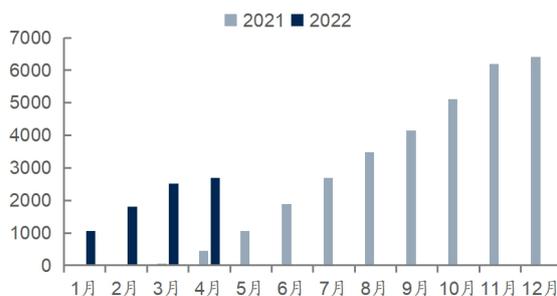
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理 (2021 年增速使用两年复合增速)

图 16: 1-5 月公路水路交通固定资产投资累计增长 7.2%



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理 (2021 年增速使用两年复合增速)

图 17: 新增专项债投向交通基础设施方向累计金额 (亿)



资料来源: 财政部、国信证券经济研究所整理

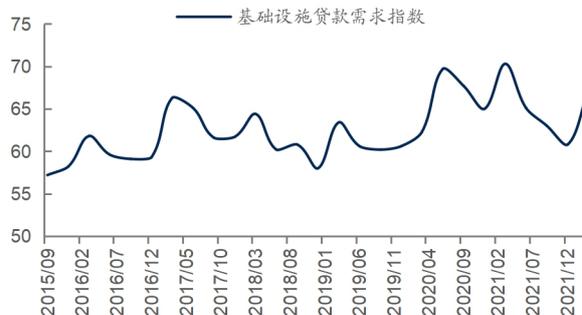
**货币政策持续边际改善, 基建贷款意愿增强: 今年以来, 货币政策主动应对国内外复杂局势, 靠前发力, 基建端贷款需求在一系列政策拉动下改善明显。截至 5 月末, 广义货币 M2 余额同比增长 11.1%, 触及 2020 年高点水平, 增速整体呈现环比改善趋势。截至今年一季度末, 基础设施贷款需求指数为 67.3%, 较去年末提高 6.5 个百分点, 本外币基础设施中长期贷款余额 30.26 万亿, 同比增长 13.2%, 增速比其他各项贷款高 2.2 个百分点。**

图 18: 广义货币 M2 余额增速今年持续回升



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

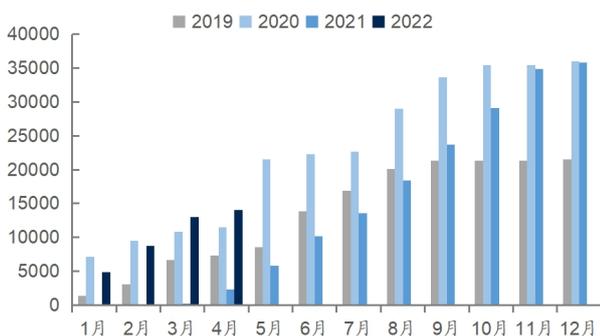
图 19: 基础设施贷款需求指数提升



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

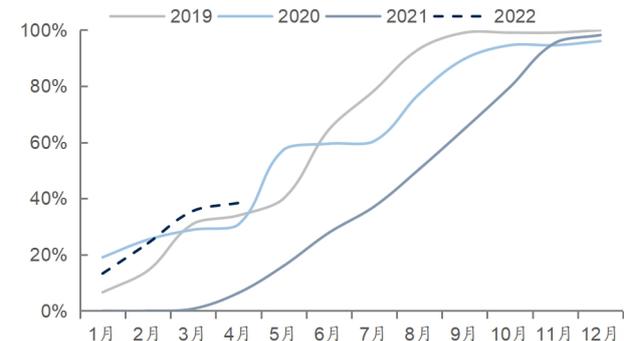
政策支持仍在积累，下半年需求有望集中释放：今年以来，财政方面对于基建方面支持力度加大，并有望继续为下半年基建投资持续提供有力支撑。专项债方面，年初以来发行进度显著快于去年同期，截至4月份，累计新增发行专项债1.4万亿，同比增长504%，完成全年限额的38.4%，较去年同期进度快32个百分点，按照要求，6月底前将基本完成今年新增专项债发行工作，根据初步统计，目前目标任务已基本完成。同时，可用于基建投资的财政资金较为充足，1-5月，全国一般公共预算支出9.9万亿，同比增长5.9%，投资到位资金中，政府性基金支出3.1万亿，同比增长35.2%，较快的增长有利于未来基建项目快速稳定落地。

图20：2022年专项债发行规模显著高于去年同期



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图21：2022年专项债发行进度高于历史同期



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图22：1-5月一般公共预算支出累计同比增长5.9%



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

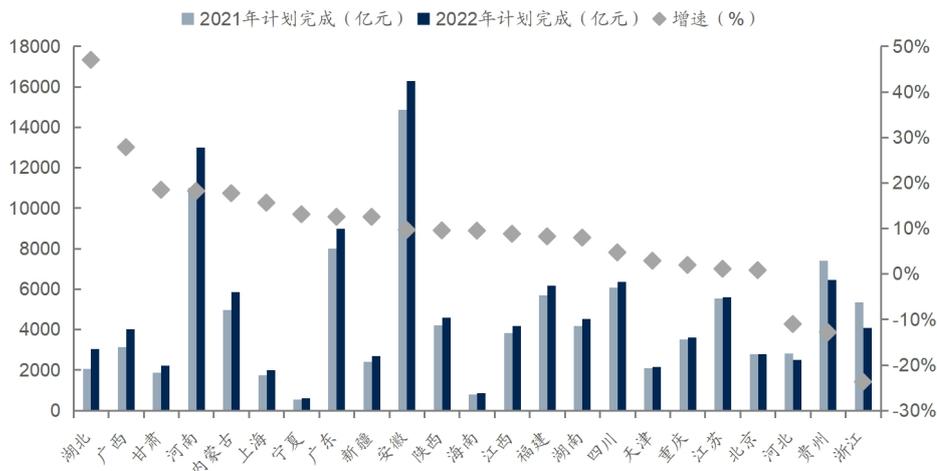
图23：1-5月国家政府性基金累计同比增长35.2%



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

上半年以来，多地陆续公布重点项目建设规划，整体计划完成规模保持7.5%的增长，财政端专项债发行显著加速，财政支出加大支持力度，受疫情反复影响，整体项目建设进度偏慢。展望下半年，在宏观经济“稳字当头、稳中求进”的重要任务下，基建作为传统经济动能有望继续发挥一定托底经济的作用，随着疫情防控力度逐步放松，多地加快复工复产力度，上半年累积的续建、新开工和规划项目建设需求有望在下半年集中落地释放，全年基建投资力度仍然值得期待。

图24: 各省市2022年重点项目计划完成额及增速



资料来源: 各地政府官网、国信证券经济研究所整理

## 积极政策持续累积：房地产政策持续转暖，前端数据改善信号已现

**政策持续边际回暖，维稳信号不断释放：**今年年初以来，中央多次释放积极信号，维稳地产行业运行，各地加大稳定房地产市场政策措施的实施力度，促进房地产健康发展。从消费者购房需求来看，多地因城施策，通过适度放松限购限贷、降低首付比例、下调房贷利率、公积金首付降低、贷款额度增加、购房补贴等各类政策促进居民购房消费。

表2: 今年以来中央多次针对房地产行业释放积极信号

时间	部门/会议	主要内容
2022/2/24	国新办	坚决有力处置个别房企因债务违约所引发的房地产项目逾期交付风险，以“保交楼、保民生、保稳定”为首要目标
2022/2/24	住建部	保持调控政策的连续性和稳定性，增强调控政策的精准性协调性。继续稳妥实施房地产长效机制，保障住房的刚需，同时满足合理的改善性需求，促进房地产业良性循环和健康发展，努力稳地价、稳房价、稳预期。
2022/3/4	银保监会、央行	满足新市民合理购房信贷需求，因城施策执行好差别化住房信贷政策
2022/3/5	两会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022/3/16	国务院金融委	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施
2022/4/24	住建部	坚持底线思维，高度重视房地产领域风险，防范化解城乡建设领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线
2022/4/29	中央政治局会议	支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022/5/23	央行、银保监会	加大金融支持力度，保持房地产信贷平稳增长，支持中小微企业、个体工商户、货车司机贷款和受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还本付息

资料来源: 各政府网站、国信证券经济研究所整理

表3: 多地出台一系列措施促进居民购房消费

措施类型	城市
放松限购限贷限售	广州、佛山、厦门、长沙、武汉、荆门、衢州、宜昌、常州、济南、哈尔滨、西安、郑州、福州、苏州、大连、兰州、重庆、柳州、襄阳、银川、太原、石家庄、沈阳、宁波、南昌、合肥、海口
给予购房补贴	沈阳、长春、太原、郑州、淮安、廊坊、盐城、宜昌、无锡、淄博、泰州、义乌、连云港、德州、滁州、咸宁、黄山、岳阳、宜宾、遂宁、泸州、绵阳、雅安、资阳、乐山、自贡、达州、眉山
提高公积金贷款额度	昆明、西安、沈阳、南宁、南昌、兰州、银川、福州、常州、湛江、遵义、襄阳、淮安、廊坊、绵阳
降低公积金贷款首付比例	长春、兰州、西安、银川、太原、青岛、海口、廊坊、常州、泉州、泰安、襄阳
降低商业贷款首付比例	长春、兰州、济南、银川、太原、石家庄、沈阳、南昌、海口、廊坊、菏泽、襄阳、张家口
下调房贷利率下限	北京、广州、深圳、上海、天津、青岛、郑州、苏州、重庆、廊坊、赣州、济南、昆明、沈阳、日照、濮阳、常熟、胶州、南通、宜宾、无锡、常州、阜阳、西昌

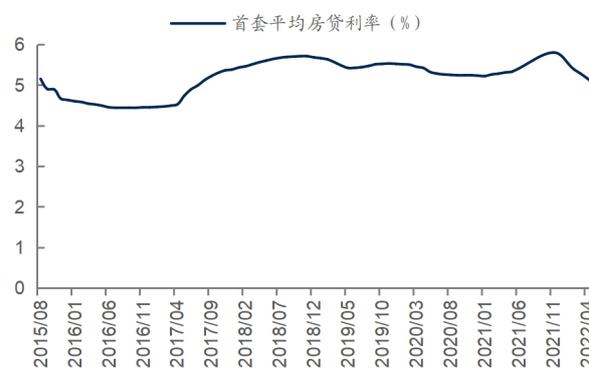
资料来源: 各政府部门网站、国信证券经济研究所整理

图25: 重点城市房贷平均放款周期持续减少



资料来源: 贝壳研究院、国信证券经济研究所整理

图26: 首套平均房贷利率今年以来持续下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

同时, 监管政策对于房企融资、预售资金监管等方面也进行了适度松绑, 信贷政策方面亦呈现边际宽松。今年1月6日, 承债式并购贷款政策落地, 相关并购贷款不再计入“三道红线”相关指标; 2月8日, 央行、银保监会发布通知, 明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理; 4月29日中央政治局会议明确提出优化商品房预售资金监管; 央行、银保监会等多部分提出保持房地产融资平稳有序, 支持房企发债等合理融资需求; 央行今年分别两次下调5年期以上LPR和进行一次降准。

表4: 今年多份监管文件对房地产行业进行适度松绑

时间	地区	文件	内容
2022/1/29	住建部、央行、银保监会	《关于规范商品房预售资金监管的意见》	为了保障房地产项目竣工交付, 维护购房人合法权益, 要求预售款包含购房人缴交的定金、首付款、按揭贷款和其他形式的购房款等, 应当全部直接存入监管账户。监管账户内的资金达到监管额度后, 超出部分可由房企提取使用
2022/2/8	央行、银保监会	《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》	明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022/4/18	央行、外汇局	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	要求因城施策实施好差异化住房信贷政策, 合理确定辖区内商业性个人住房贷款的最低首付比例、最低贷款利率要求; 金融机构要区分项目风险与企业集团风险, 加大对优质项目的支持力度, 不盲目抽贷、断贷、压贷, 不搞“一刀切”, 保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022/5/15	央行、银保监会	《关于调整差异化住房信贷政策有关问题的通知》	对于贷款购买普通自住房的居民家庭, 首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点

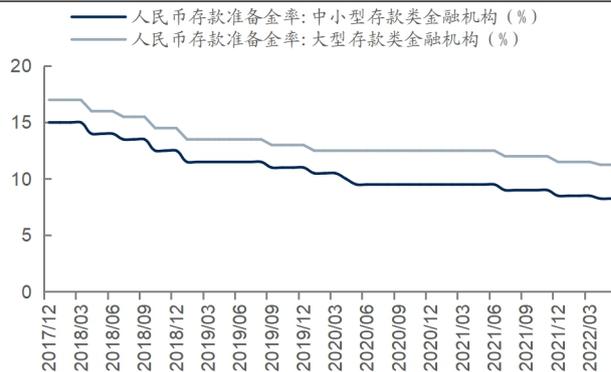
资料来源: 各政府部门网站、国信证券经济研究所整理

图27: 央行今年两次下调5年期以上LPR



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图28: 央行今年一次下调金融机构人民币存款准备金率

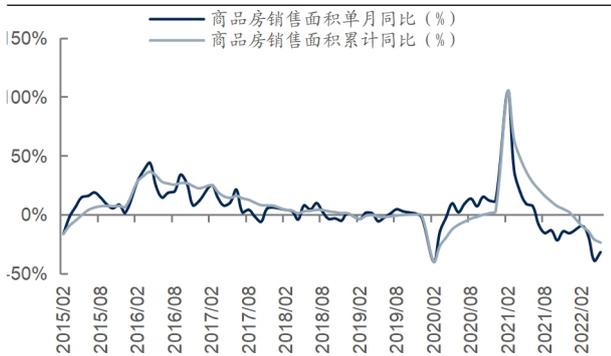


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**核心数据边际改善，行业触底回暖可期：通过去年四季度以来地产政策的持续推进，近期行业运行已出现一定的边际改善。**根据统计局数据，今年1-5月，商品房销售面积累计下降23.6%，其中5月单月同比下降31.77%，降幅环比收窄7.23pct，新开工面积累计下降30.6%，5月单月同比下降41.85%，降幅环比收窄2.35pct。高频数据跟踪方面，截至6月18日，30大中城市商品房当周成交面积实现429.55万平，为今年以来周度最高值，同比增长34.23%，同比增速为今年2月下旬以来首次转正，环比增速高达61.99%，其中一二线城市当周成交面积分别同比增长42.71%和55.46%。

整体来看，近期周度、月度数据均呈现出在政策持续引导下的基本面趋稳改善运行态势，未来行业运行有望逐步修复，考虑到房地产产业链较长，且当前各项核心数据仍处于同期较低水平，需求回暖或仍需一定时间。在全年“保交楼、保民生、保稳定”为首要目标的背景下，预计产业链偏后端的施工及竣工端推进有望得到一定支撑，前端土地、销售、新开工有望获得一定程度企稳回升，行业投资端仍存一定韧性。

图29: 5月商品房销售面积降幅环比收窄



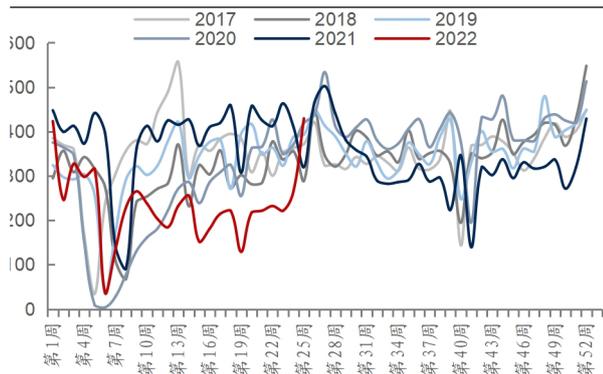
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图30: 5月房屋新开工面积降幅环比收窄



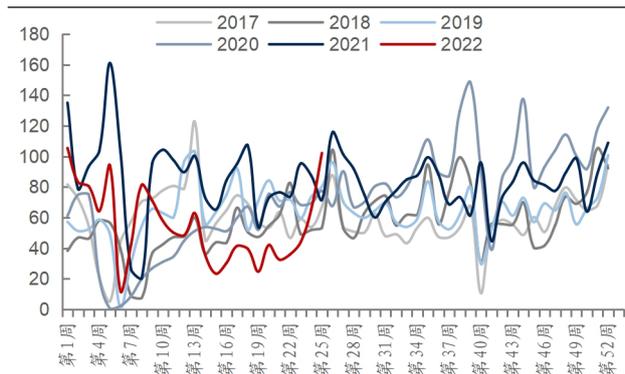
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图31: 30大中城市分年度商品房当周成交面积(万平方米)



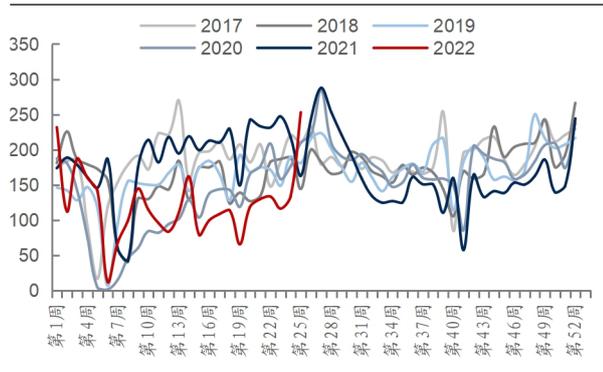
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图32: 30大中城市中一线城市商品房当周成交面积(万平方米)



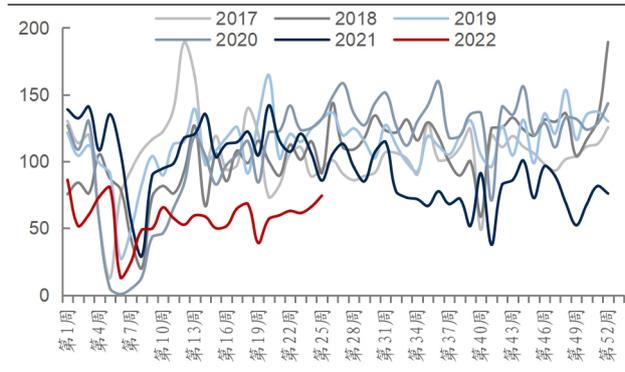
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图33: 30大中城市中二线城市商品房当周成交面积(万平方米)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图34: 30大中城市中三线城市商品房当周成交面积(万平方米)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

综合分析,我们认为虽然上半年宏观经济修复仍有反复,且房地产行业震荡余波未了,但“稳增长”政策持续加码,积极的政策因素在不断累积。从基建端看,政策持续发力,重点水利工程、综合立体交通网、管网更新改造等政策持续出台,基建端贷款需求亦在一系列政策拉动下明显回升,随着全国疫情逐步改善,多地加快复工复产,下半年基建投资回升力度值得期待;从地产端看,政策维稳信号明确,中央多次释放积极信号维稳行业运行,各地亦不断加大政策力度促进房地产市场的健康发展,近期前端数据改善信号已现,行业运行触底回暖可期。因此我们判断,建材板块需求底部已现,下半年景气回升可期。

## 投资主线一: 关注地产产业链复苏机会

从产业链角度看,多数建材细分子行业属于房地产、基建产业链上游,其需求随房地产、基建行业景气度在开工、施工、竣工等环节的传导而轮动。

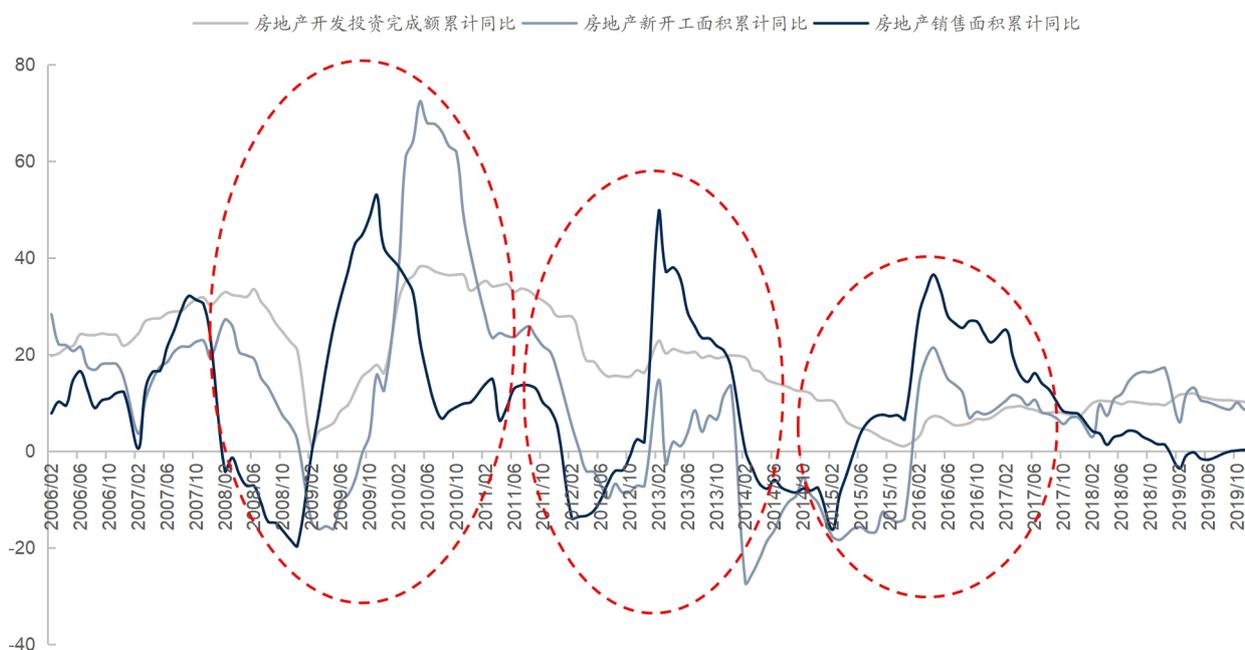
从历次房地产周期运行中,房地产行业数据的运行规律上看,销售面积累计同比增速往往领先于新开工累计同比增速、投资累计同比增速提前见底,是房地产新开工、投资景气度的先行指标。

图35：房地产开发建设流程及建材需求



资料来源：国信证券经济研究所整理

图36：在房地产周期波动中，销售、新开工、投资运行之间的传导关系



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

## 前端数据改善信号已现，地产链头部企业迎来做多机会

我们通过观察 2010 年以来的三次房地产周期中，房地产销售面积累计同比增速与地产链头部企业的二级市场股价超额收益之间的相关性，以及房地产销售面积单季度同比增速与地产链头部企业单季度利润同比增速之间的相关性，来分析房地产销售面积的增速变动是否对地产链头部企业的二级市场超额收益的变动方向以及经营业绩增速的变动方向有指引性作用：

周期一（2011-2013 年）：政策于 2011 年四季度见底，全国商品房销售面积累计同比增速于 2012 年一季度末企稳回升，地产链头部企业超额收益亦于同期见底，稳步抬升；全国商品房销售面积单季度同比增速于 2012 年一季度末企稳回升，地产链头部企业单季度利润同比增速亦于同期见底，企稳回升；

周期二（2014-2016 年）：政策于 2014 年二季度转暖，全国商品房销售面积单季度同比增速于 2014 年三季度开始企稳回升，累计同比增速于 2015 年一季度开始企稳回升，受地产政策转暖影响，地产链头部企业超额收益于 2014 年三季度初现回升迹象，并于 2014 年四季度和 2015 年一季度出现首次加速，地产链头部企业单季度利润同比增速于 2015 年二、三季度筑底回升；

周期三（2018-2021 年）：政策于 2018 年四季度转向，全国商品房销售面积单季度同比增速、累计同比增速首次在 2019 年三季度初现见底回升迹象，后又因疫情因素影响于 2020 年一季度深度探底并于二季度急速回升；地产链头部企业超额收益于 2018 年四季度和 2019 年一季度间首次出先触底回升迹象，并于 2019 年四季度开始呈现加速上升走势，地产链头部企业单季度利润同比增速于 2019 年三季度首次触底回升，并于 2020 年一季度受疫情影响再次探底，随后强势上升。

图 37：2011-2013 年房地产销售面积累计同比增速与地产链头部企业平均超额收益对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 38：2011-2013 年房地产销售面积单季度同比增速与地产链头部企业合计累计利润同比增速对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图39：2014-2016年房地产销售面积累计同比增速与地产链头部企业平均超额收益对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图40：2014-2016年房地产销售面积单季度同比增速与地产链头部企业合计累计利润同比增速对比



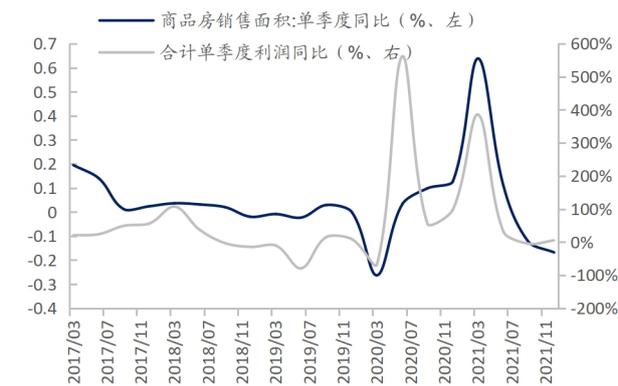
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图41：2018-2021年房地产销售面积累计同比增速与地产链头部企业平均超额收益对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图42：2018-2021年房地产销售面积单季度同比增速与地产链头部企业合计累计利润同比增速对比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

综合分析，2010年以来的三次房地产周期，房地产销售面积同比增速对于地产链头部企业的二级市场股价超额收益表现以及企业营业利润同比增速等指标均有引领性作用，结合上文宏观部分分析结论，全国商品房销售面积类同比增速已初现触底迹象，30城房地产销售数据亦展现出回暖势头，后续地产链头部企业盈利增长恢复可期，二级市场投资机会值得重视。

### 大宗商品价格初现调整迹象，成本压力有望缓解，盈利修复可期

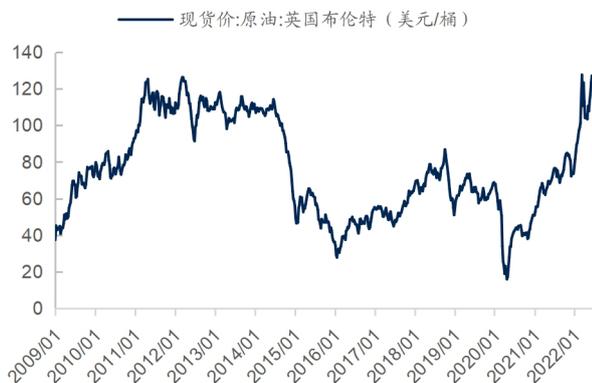
从成本端来看，防水、涂料、管材等其他建材的生产成本中原材料占比较高，大部分占比达到80%及以上，其中主要原材料沥青、乳液、树脂、有机溶剂等，大都属于石油化工及其下游产品，其价格受国际原油市场价格影响明显。

2021年随着全球经济复苏加速，国际油价震荡上行，2022年以来受俄乌冲突影响，油价继续大幅攀升，并创十年新高；分季度来看，以布伦特原油价格为例，2021年以来季度均价分别同比上涨21.9%/132.4%/70.9%/80.2%/67.2%/65%。成本上升叠加提价滞后，其他建材毛利率显著承压，基于我们跟踪的56家其他建材上市公司来看，2021全年毛利率23.7%，同比2020年-4.15pp，2022Q1继续承压，毛利

率 22.4%，同比-2.95pp。

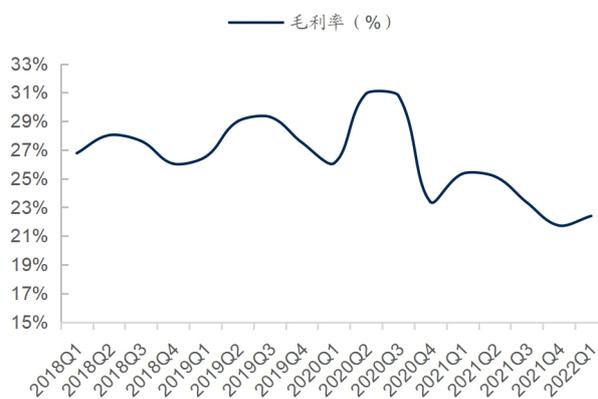
目前，以原油为代表的大宗商品价格已初现调整迹象，随着美联储加息等政策影响，未来有望回归合理区间，预计 Q3 开始原材料降价效应有望逐步向下游传导，成本压力有望逐步缓解，其他建材具备盈利修复基础。

图43：2009年以来布伦特原油现货价



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图44：18Q1-22Q1 其他建材单季度毛利率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：统计数据基于跟踪的56家其他建材上市公司）

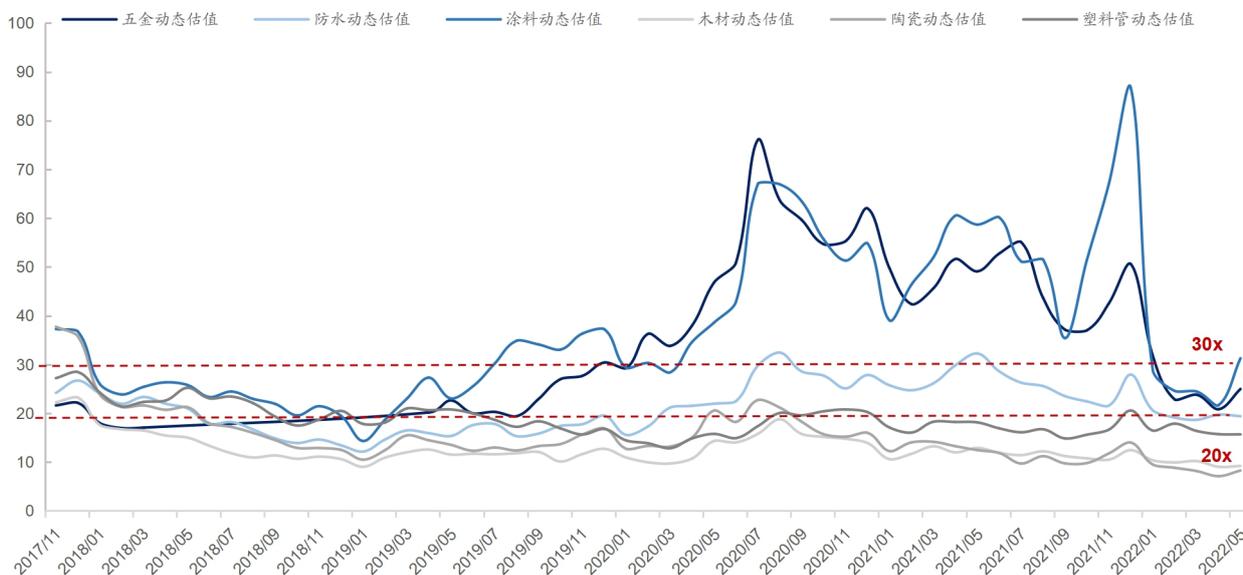
## 估值降至历史低位，优质企业与优势赛道更受市场青睐，优选强α头部企业

2021年以来，房地产行业下行叠加疫情影响，其他建材行业经营压力明显加大，二级市场股价亦出现明显调整，从目前各细分子行业情况看，目前估值水平均已处在近5年来的历史低位，风险得到较好的释放。

从未来发展角度看，本轮地产行业调整幅度较大，企业暴雷事件频出，建材行业许多中小企业将在本轮地产行业调整下加速淘汰出局，行业两级分化加速，进一步拉开优质企业与行业其他企业之间的距离。龙头企业凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势，能够获得更快成长，市场集中度进一步提升。

具体到细分子行业，由于产品属性、发展阶段、竞争格局不同，在成长能力、盈利能力及经营质量等方面也表现出明显差异，防水、涂料、建筑五金过去几年收入、业绩增速持续超越行业平均。目前，其他建材各细分品类行业格局依旧普遍分散，“大行业、小公司”特点明显，龙头企业可提升空间依旧较大，同时巨大的存量房市场有望进一步带来充足成长空间，长期发展路径清晰，在下一轮周期开启时，优势赛道、优质企业有望持续胜出，更受资本市场青睐。

图45：估值已处历史低位，优质企业与优势赛道未来有望更受市场青睐



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

综合分析，通过对历次房地产周期的观察，房地产销售面积同比增速对于地产链头部企业的二级市场股价超额收益表现以及企业营业利润同比增速等指标均有引领性作用。目前，全国商品房销售面积类同比增速已初现触底迹象，30城房地产销售数据亦展现出回暖势头，同时大宗商品价格初现调整迹象，成本压力有望缓解，后续地产链头部企业盈利增长恢复可期。考虑到本轮地产调整有望加速中小企业的淘汰出局，加速行业两极分化，龙头企业凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势，能够获得更快成长，同时各子板块估值已降至5年以来的历史低位，安全边际凸显，建议关注优势赛道，优选强 $\alpha$ 头部企业。推荐东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、三棵树、兔宝宝、伟星新材

## 投资主线二：周期再均衡，把握风光电相关投资机会

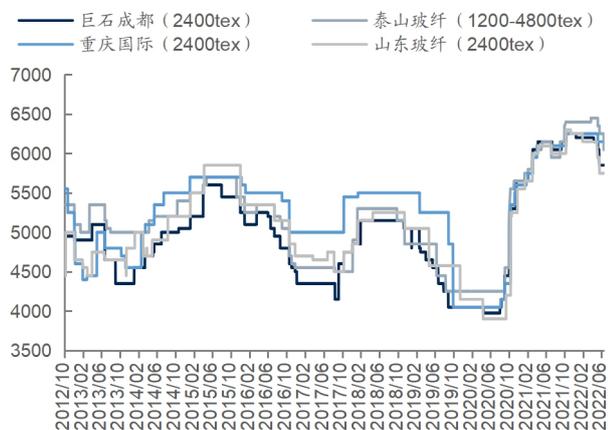
### 玻纤：供需博弈，景气周期持续性有望超预期

1) 22Q2 粗纱高位有所回落，电子纱筑底小幅反弹：22Q1 欧洲能源危机导致海外供应不足、产品价格远高于国内，在出口景气持续强劲提振下，粗纱整体延续去年以来的高景气，价格高位坚挺；Q2 以来受疫情等因素影响，国内需求释放不及预期，叠加新增产能投放，库存持续增加，价格承压回落。截至6月17日，主流产品缠绕直接纱价格5700-6000元/吨，较年初降幅250-500元/吨，均价较年初下降约4%，合股纱产品降幅相对明显，其中板材、毡用产品较年初下降约15%。

电子纱自21Q4开始调整，从高位17000元/吨快速回落至21年底的14500元/吨水平，2022年以来延续下行趋势，在PCB下游开工有限且疫情反复影响下进一步下探至8500-9000元/吨，基本贴近成本线附近，个别企业已跌至成本水平；5月

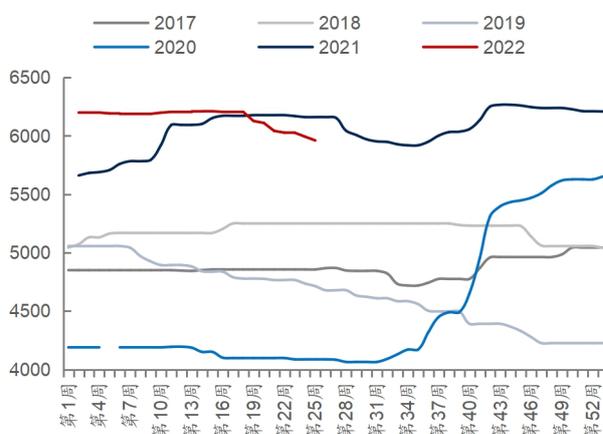
以来受益局部供应减量，价格呈现小幅反弹，月内涨幅 300-500 元/吨，6 月延续小幅提涨，涨幅 500-800 元/吨。截至 6 月 17 日，G75 价格 9500-9600 元/吨，较年初下降约 35%，电子布主流报价 3.8 元/米（年初 6.0 元/米）。

图 46: 国内部分主流企业缠绕直接纱价格



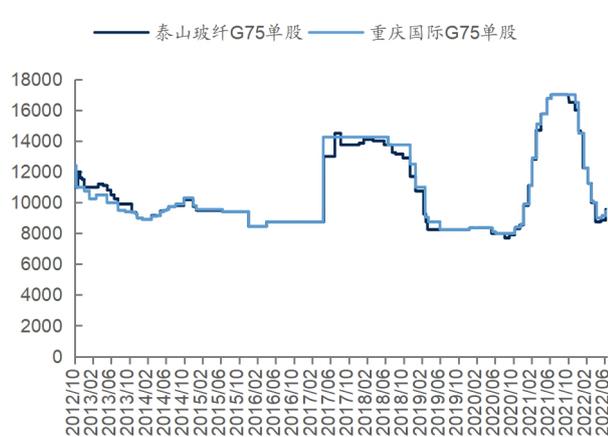
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 47: 国内主流缠绕直接纱均价同期对比



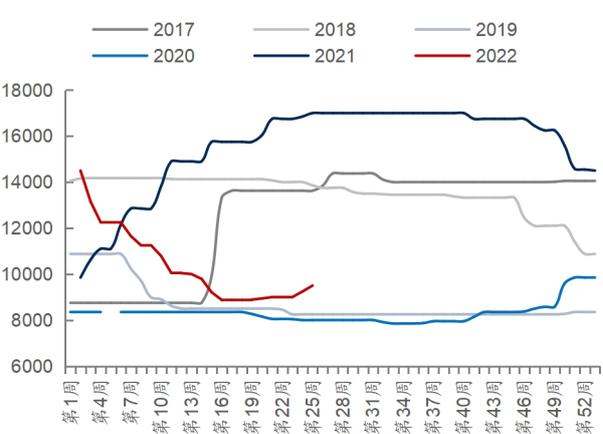
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理（缠绕直接纱均价计算包含邢台金牛、泰山玻纤、山东玻纤、OC 中国、长海股份、巨石成都、内江华原、重庆国际）

图 48: 国内部分主流企业 G75 电子纱价格



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 49: 国内主流 G75 电子纱均价同期对比



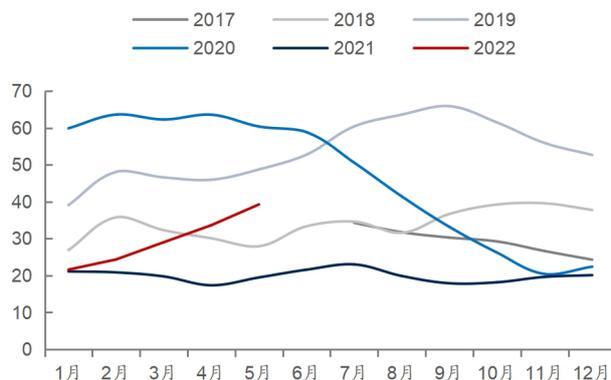
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理（电子纱均价计算包含泰山玻纤、重庆国际）

图50：国内重点池窑企业库存



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理（注：样本企业产能占比超过75%）

图51：国内重点池窑企业库存同期比较



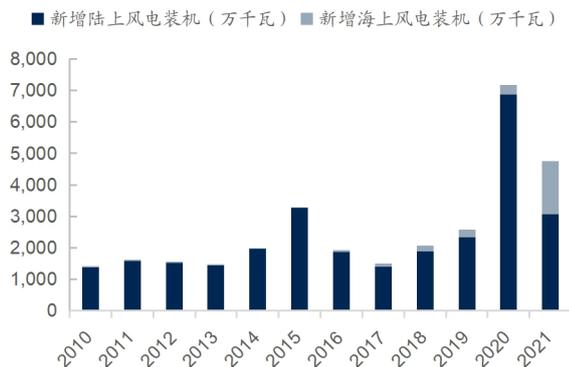
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理（注：样本企业产能占比超过75%）

**2) 多领域挹注成长动能，玻纤需求端有韧性：**玻璃纤维下游细分市场领域众多，需求增长整体保持相对稳定，应用范围的不断扩展和下游细分市场的容量提升是推动玻纤需求增长的直接原因。在双碳目标背景以及大数据时代背景下，细分市场风电、汽车、电子等领域需求有望持续增长，玻纤有望迎来更大市场空间，看好玻纤需求中长期向上有支撑。**短期来看，随着国内疫情影响减弱、复工复产加速，上半年风电、汽车等领域被滞后的需求有望加速回补，叠加出口向好带来的增量贡献，玻纤需求端有韧性。**

① **风电：项目建设加速推进，滞后需求有望集中释放：**能源转型需求驱动风电行业迎来长景气周期，中长期受益陆风平价以及海上风电放量接力，风电装机量有望延续较快增长，2020年底《风能北京宣言》提出保证“十四五”期间风电年均新增装机50GW以上。风电叶片作为核心零部件，成本约占风力发电系统总成本的20%-30%，叶片材料成本占叶片成本约80%，其中玻纤作为目前用于制造风电叶片、机舱罩、轮毂罩的主要材料之一，将持续受益风电快速发展，风电叶片大型化趋势有望进一步带动玻纤需求增长。

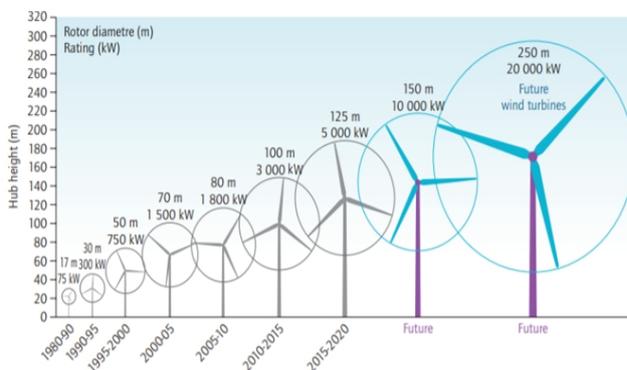
短期来看，2022年1-5月，全国新增并网风电装机10.82GW，同比+38.9%。同时，据金风科技统计2022Q1国内公开招标市场新增招标量24.7GW，同比+74%，创单季度历史新高，风电招标量大幅增长，增加了风电确定性的向好预期，随着近期大批新能源项目陆续密集开工，预计下半年风电建设有望加速推进，上半年受疫情扰动的滞后需求有望集中释放。

图52: 全国新增陆上/海上风电装机容量



资料来源: 国家能源局、CWEA、国信证券经济研究所整理

图53: 风机产品功率加速迭代, 风电叶片大型化趋势明显



资料来源: IEA、国信证券经济研究所整理

图54: 全国新增并网风电装机容量及累计同比



资料来源: 国家能源局、国信证券经济研究所整理

图55: 全国公开招标市场新增风电招标量



资料来源: 金风科技、国信证券经济研究所整理

表5: 近期大批能源项目集中开工

时间	公司	开工规模 (GW)	事件
2022年4月26日	华能集团	13+	华能集团举行2022年二季度新能源项目集中开工仪式, 超1300万千瓦新能源项目实现实体开工和施工准备, 其中实体开工近600万千瓦, 本次实现集中开工和施工准备的新能源项目共计155个, 涉及全国24省, 重点推动北线清洁能源基地、东线海上风电基地、西南“风光水储”一体化基地, 以及中东部光伏项目的建设开发
2022年5月18日	国家能源集团	12.38	国家能源集团举行2022年电源项目集中开工(预开工)仪式, 宣布包括陆上新能源基地、海上风电、大型水电、煤电扩容升级和天然气发电等5类11个、总装机1238万千瓦的电力项目开工和预开工
2022年6月15日	大唐集团	11	大唐集团一批能源大基地和“风光水火储”项目开工建设, 开工的项目共64个, 包括陕西渭南、河北蔚县、广西红水河、湖南娄底等国家第一批风电光伏基地项目, 以及西部北部“风光火储”、内陆“风光储”、西南“风光水储”一体化等新能源和多能互补高效清洁煤电项目, 总容量1100万千瓦

资料来源: 北极星电力网、国信证券经济研究所整理

② **汽车：政策、供给和成本等多因素共振，产销持续修复：**随着经济稳步复苏和消费需求恢复，汽车需求恢复性增长，尤其“双碳”背景下能源技术加速转型，新能源汽车受益于政策支持，需求景气度有望持续向上，市场渗透率加速提升。同时，在汽车轻量化的背景下，车用复合材料需求不断增加，尤其新能源汽车减重诉求更强，作为铝、钢铁等部分传统车用材料的轻量化替代材料，有望进一步拉动玻纤需求。

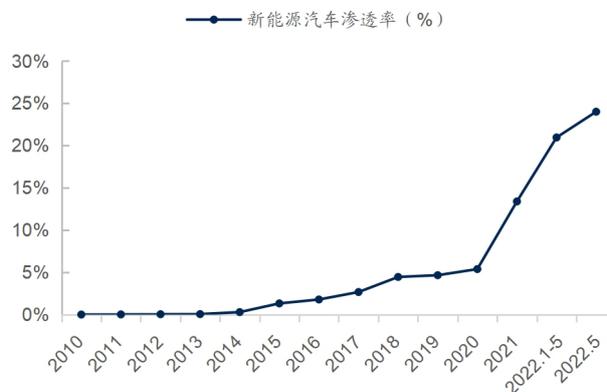
根据中汽协数据，2022年1-5月全国汽车产销量分别为961.8/955.4万辆，同比-9.6%/-12.2%，其中新能源汽车产销量分别为207.1/200.3万辆，同比+114.2%/+110.9%。短期来看，尽管受疫情、燃油价格上涨、消费信心不足等多重因素影响，汽车产销出现较大波动，但随着疫情防控稳定、复工复产加速推进，尤其5月下旬一系列促消费、稳增长政策措施的出台，产销环比明显好转，尤其新能源汽车始终保持高速增长，预计下半年有望持续恢复。

图56: 全球汽车领域轻量化材料需求占比提升



资料来源：Lucintel、国信证券经济研究所整理

图57: 全国新能源汽车渗透率加速提升



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

图58: 全国汽车产量及累计同比



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

图59: 全国汽车销量及累计同比



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

图60: 全国新能源汽车产量及累计同比



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

图61: 全国新能源汽车销量及累计同比



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

③ **电子：PCB 市场结构性高景气，5G、汽车电子等领域提供增长新动能：**在智能化、低碳化等因素驱动下，5G、云计算、大数据、人工智能、工业 4.0、物联网、智能汽车等新技术新应用不断涌现并加速渗透，通讯、服务器及数据中心、汽车电子等领域增量需求和存量替换需求双重作用下，将带动 PCB 产业链持续受益。电子纱/电子布作为覆铜板及 PCB 产业链不可或缺的基础材料，有望持续受益 PCB 景气向上，尤其高频高速 PCB 需求将进一步带动高端电子纱/电子布渗透率提升。据 PrismaMark 预测，2025 年全球 PCB 市场规模将达 863 亿美元，年均复合增长率为 5.8%，其中服务器、通讯、汽车电子等贡献主要增长方向。

短期来看，虽然受疫情、国际局势紧张等因素扰动，PCB 景气度有所放缓，尤其以 PC、智能手机为代表的消费电子市场需求明显走弱，但服务器、通讯及车用等相关 PCB 需求仍维持较好增长，随着疫情影响趋弱、复工复产加速，预计下半年有望进一步改善。据工信部数据，2020/2021 我国累计建成并开通 5G 基站 71.8/142.5 万个，2022 年目标将超过 200 万个；截至 2022 年 5 月底已建成 5G 基站数量超 160 万个，5G 基站占移动基站总数比例 16%，5G 基站总数占全球 60% 以上。同时，根据 TrendForce 预测，受益疫后加速上云需求持续支撑，2022Q2 全球服务器出货量季增 15.6%，Q3 仍有 6.5% 增幅，全年预计同比增长 5.1%。

图62: 全球 PCB 产值及同比增速



资料来源: PrismaMark、国信证券经济研究所整理

图63: 中国大陆 PCB 产值及同比增速



资料来源: PrismaMark、国信证券经济研究所整理

图64: 全球 PCB 产品下游应用市场占比



资料来源: Prisma、国信证券经济研究所整理

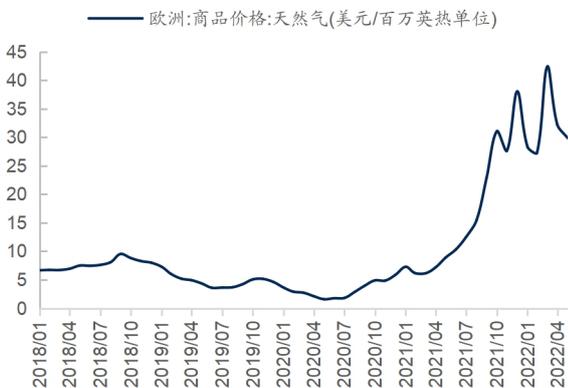
图65: 服务器、通讯、汽车电子等是增速较高细分领域



资料来源: Prisma、国信证券经济研究所整理

④ **出口: 海外市场提供增量支撑, 出口持续强劲:** 海外需求复苏叠加欧洲能源危机导致海外玻纤供应不足, 产品价格远高于国内, 玻纤及制品出口量持续强劲, 为国内玻纤行业提供增量支撑。根据海关总署数据, 以玻纤无捻粗纱为例, 今年以来出口价格持续走高, 5月出口均价为7380元/吨, 1-5月出口均价为7200元/吨, 显著高于国内价格水平; 同时根据卓创数据, 1-5月我国玻纤及制品出口量90.93万吨, 同比+44.5%, 1-5月单月同比增速分别为+58.2%/+42.9%/+48.3%/+34.2%/+40.0%, 增速始终维持较高水平。

图66: 去年以来欧洲地区天然气价格快速上涨



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图67: 玻纤粗纱出口均价显著高于国内价格水平



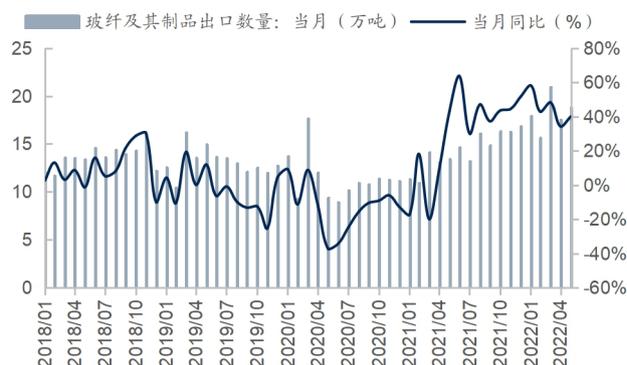
资料来源: 卓创资讯、WIND、国信证券经济研究所整理

图 68: 全国玻纤及其制品累计出口数量及累计同比



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 69: 全国玻纤及其制品单月出口数量及单月同比增速



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**3) 头部企业积极扩张，供给冲击可控，集中度有望进一步提升：**2021 年以来受益行业持续高景气，供需紧张推升玻纤价格持续上涨并创历年新高，企业扩产意愿大幅提升，其中头部企业扩产积极，产能释放进度明显加速，从紧张的供不应求转向供需稳定及节点性局部供过于求。

从新建投产情况来看，根据卓创资讯及公司公告，2021 年新增粗纱产能 60 万吨，其中短切原丝 15 万吨，电子纱及细纱 9 万吨，产能释放多集中在下半年，目前均以正常生产，预计 2022 年粗纱有效产能增量 33.8 万吨，电子纱及细纱 2 万吨。2022 上半年新增粗纱产能 50 万吨，电子纱及细纱产能 16 万吨，年内实际贡献有效产能 28.8 万吨和 10.5 万吨，粗纱投放节奏总体符合计划预期，电子纱略有延后，下半年粗纱仍有投产预期的 56 万吨，但主要集中在年末点火，预计前期集中释放产能有望逐步消化。

从冷修停产情况来看，泰山玻纤邹城 1 线（1.5 万吨/电子纱）、邹城 4 线（6 万吨/粗纱）和昆山必成 3 线（3.8 万吨/电子纱于 4 月）分别于 2022 年 1 月和 4 月关停/冷修，通过冷修动态对冲部分产能压力。目前，已公布冷修停产计划的生产线，预计国内粗纱仍有 43 万吨，电子纱及细纱 4.5 万吨，有望进一步调节阶段性供给冲击。

考虑到能耗双控影响以及冷修动态调节，预计下半年整体冲击可控，同时海外产能建设和冷修技改稳步推进，而海外企业生产线大多窑龄较老且规模较小，生产效率低于国内企业水平，考虑到海外企业部分产能的减少及退出，国内龙头企业优势有望进一步扩大，集中度有望进一步提升。

表 6: 2021 年国内新建投产玻纤生产线

企业	生产线	产能 (万吨)	投产时间	产品	2021 年有效产能 (万吨)	2022 年有效产能 (万吨)
宏和科技	湖北黄石线	3	2021.02	电子纱	2.5	3
邢台金牛	3 线	10	2021.03	粗纱	7.5	10
中国巨石	桐乡智能制造电子纱 2 线	6	2021.03	电子纱	4.5	6
中国巨石	桐乡智能制造 3 线	15	2021.05	粗纱	8.8	15
中国巨石	桐乡智能制造 4 线	15	2021.08	粗纱 (短切原丝)	5.0	15
长海股份	10 万吨无碱粗砂池窑拉丝技术生产线	10	2021.09	粗纱	2.5	10
中材科技	F09	10	2021.09	粗纱	2.5	10
<b>粗纱合计</b>		<b>60</b>			<b>26.3</b>	<b>60</b>
<b>电子纱及细纱合计</b>		<b>9</b>			<b>7</b>	<b>9</b>

资料来源：卓创资讯、公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

**表7：2021年国内冷修复产玻纤生产线**

企业	生产线	冷修产能(万吨)	冷修时间	复产产能(万吨)	复产时间	产品	2021年有效产能(万吨)	2022年有效产能(万吨)
OC	余杭1线	8	2020.11	8	2021.01	粗纱	6.0	8
邢台金牛	1线	4	2021.02	4	2021.03	粗纱	3.0	4
重庆国际	F08B线	7	2020.10	8	2021.04	粗纱	5.3	8
四川威玻	6线	3	2021.03	5	2021.05	粗纱	3.0	5
山东玻纤	3线	6	2021.07	10	2021.10	粗纱	4.7	10
中材科技	邹城1线	1.5	2020.10	6	2021.12	细纱	0	6
<b>粗纱合计</b>		<b>28</b>		<b>35</b>			<b>22</b>	<b>35</b>
<b>电子纱及细纱合计</b>		<b>1.5</b>		<b>6</b>			<b>0</b>	<b>6</b>

资料来源：卓创资讯、公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

**表8：2022年国内新建投产及拟投产的玻纤生产线**

企业	生产线	产能(万吨)	计划投产时间	实际投产时间	产品	2022年有效产能预计(万吨)
建滔化工	6线	6	预计2021年底	2022.01	电子纱	5.5
邢台金牛	4线	10	预计2022Q1	2022.03	粗纱	7.5
重庆三磊	S02	10	计划2022.04	2022.06	粗纱	5
中国巨石	成都3线	15	计划2022H1	2022.05	粗纱(短切原丝)	8.8
中国巨石	桐乡智能制造电子纱3线	10	预计2022Q1	2022.06	电子纱	5
重庆国际	F12智能制造生产线	15	预计2022H1	2022.06	粗纱	7.5
中国巨石	九江4线	20	计划2022H2		粗纱	5
中材科技	邹城6万吨高强高模生产线	6	预计2022年底		粗纱	0
长海股份	4线	15	计划2022年底		粗纱	0
长海股份	5线	15	计划2022年底		粗纱	0
丹凤集团	3线	3	时间暂不确定			0
<b>粗纱合计</b>		<b>106</b>				<b>33.8</b>
<b>电子纱及细纱合计</b>		<b>19</b>				<b>10.5</b>

资料来源：卓创资讯、公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

**表9：2022上半年国内已冷修关停的玻纤生产线**

企业	生产线	冷修/停产产能(万吨)	冷修/停产时间	复产产能(万吨)	复产时间	产品
中材科技	邹城1线	1.5	2022.01	关停		电子纱
中材科技	邹城4线	6	2022.04	12	预计2022年底	粗纱
昆山必成	3线	3.8	2022.04			电子纱
<b>粗纱合计</b>		<b>6</b>				
<b>电子纱及细纱合计</b>		<b>5.3</b>				

资料来源：卓创资讯、公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

**表 10: 国内主要玻纤企业已公布冷修停产计划的生产线**

企业	生产线	冷修/停产产能 (万吨)	冷修/停产时间	复产产能 (万吨)	产品
中国巨石	桐乡 1 线	8	2021 年 8 月公告, 时间待定	10	粗纱
中国巨石	桐乡 3 线	12	2022 年 4 月公告, 时间待定	20	粗纱
中国巨石	桐乡 6 线	4	2021 年 3 月公告, 时间待定	5	粗纱
中国巨石	攀登 1.5 万吨电子纱生产线	1.5	2022 年 4 月公告, 时间待定	关停	电子纱
中国巨石	攀登 3 万吨电子纱生产线	3	2022 年 4 月公告, 时间待定	5	电子纱
中国巨石 (埃及)	埃及 1 线	8	2021 年 3 月公告, 时间待定	12	粗纱
山东玻纤	天炬节能 6 万吨 ECER 生产线	6	2021 年 12 月公告, 时间待定	17	粗纱
重庆国际	F10B 线	7.5	时间待定	15	粗纱
长海股份	天马集团 3 万吨改扩建	3	2022 年 4 月公告, 时间待定	8	粗纱
<b>国内粗纱合计</b>		<b>43</b>		<b>75</b>	
<b>国内电子纱及细纱合计</b>		<b>4.5</b>		<b>5</b>	
<b>国外粗纱合计</b>		<b>8</b>		<b>12</b>	

资料来源: 卓创资讯、公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

**表 11: 2022 年国内玻纤企业海外新建投产及拟投产生产线**

企业	生产线	产能 (万吨)	计划投产时间	实际投产时间	产品	2022 年有效产能预计 (万吨)
中国巨石	埃及 4 线	12	预计 2022Q4	预计 2022 年底前	粗纱	0
四川威玻	泰国 1 线	5	计划 2022.03	2022.06	粗纱	2.5

资料来源: 卓创资讯、公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

综上所述, 上半年受疫情反复等因素影响, 国内需求释放不及预期, 叠加新增产能投放, 粗纱价格整体高位有所回落, 电子纱筑底小幅反弹, 展望下半年, 随着国内疫情影响减弱、复工复产加速, 上半年风电、汽车等领域被滞后的需求有望加速回补, 叠加出口向好带来的增量贡献, 玻纤需求端有韧性; 供给端头部企业积极扩张, 上半年来看粗纱投放节奏总体符合计划预期, 电子纱略有延后, 同时下半年仍有投产预期的生产线主要集中在年末点火, 预计前期集中释放产能有望逐步消化, 叠加能耗双控影响以及冷修动态调节, 预计下半年整体冲击可控。此外, 考虑到海外企业部分产能的减少及退出, 国内龙头企业优势有望进一步扩大, 集中度有望进一步提升。中长期来看, 在双碳目标背景以及大数据时代背景下, 细分市场风电、汽车、电子等领域需求有望持续增长, 玻纤有望迎来更大市场空间, 看好玻纤需求中长期向上有支撑, 玻纤景气周期持续性或有望超预期。**推荐中国巨石、中材科技。**

## 玻璃: 竣工依旧可期, 光伏中长期向好

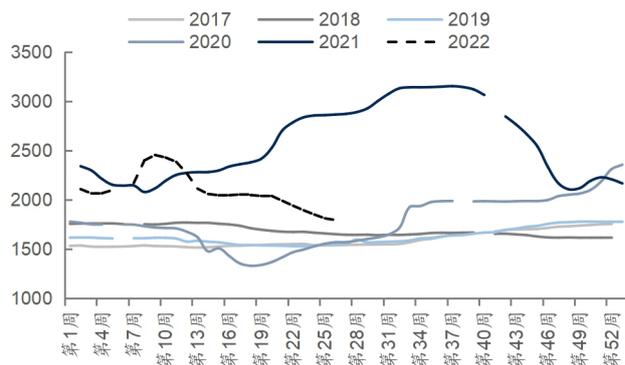
**1) 浮法玻璃行业运行先扬后抑, 关注竣工恢复节奏: 今年上半年, 浮法玻璃行业运行整体呈现先扬后抑的走势。**一季度, 市场表现淡季不淡, 受中下游贸易商、加工商提前备货, 以及生产线冷修影响, 浮法企业库存出现较为罕见的淡季下降趋势, 春节前后价格出现淡季持续上涨趋势, 但实际下游终端需求恢复相对缓慢, 为二季度运行压力埋下一定伏笔。进入 3 月下旬后, 全国多地疫情反复导致区域运输受限, 前期下游终端资金紧张问题仍未完全解决, 需求端新增订单不足, 同时, 在产产能逐步恢复至较高水平, 浮法玻璃企业保持累库状态, 价格呈现回落趋势。截至 6 月 25 日, 浮法玻璃国内主流市场平均价为 1794.24 元/吨, 同比下降 37.35%, 与过去五年同期均值基本持平; 国内重点省份库存为 5624 万重箱, 较过去五年中枢水平高 94.94%。

图70：浮法玻璃国内主流市场平均价



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图71：历史同期浮法玻璃价格走势（元/吨）



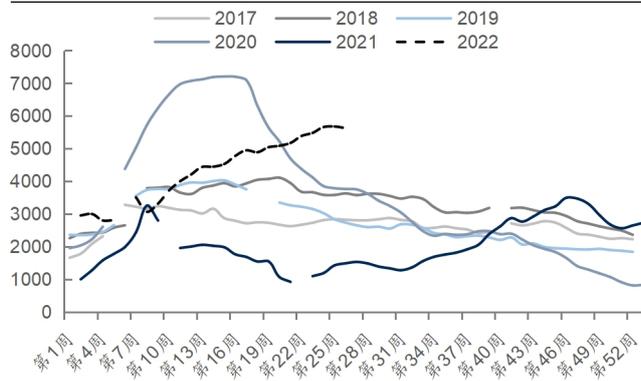
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图72：重点监测省份生产企业浮法玻璃库存（万重箱）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图73：历史同期浮法玻璃生产企业库存（万重箱）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

供给端方面，今年上半年，冷修生产线9条，复产新建生产线8条，合计产能净增加335万重箱。截至6月24日，浮法玻璃在产产能为5167.5万吨/年，开工率87.33%，略低于去年四季度最高位水平。

目前行业供给仍然处于较高水平，冷修意愿并未明显增加，主要由于一方面，经历了过去将近两年的行业高景气后，企业资金状况相对充裕，另一方面，冷修费用较高，常规600t/d的窑炉冷修费用约5000万左右，且今年冷修需要更换的耐火砖在光伏玻璃产能投放较为集中的背景下供应紧张，冷修可能需要更长时间且费用更高，而企业对于下半年景气改善抱有一定预期，因此目前整体浮法玻璃供应仍保持相对高位水平。

图 74: 2022 年浮法玻璃在产产能保持高位



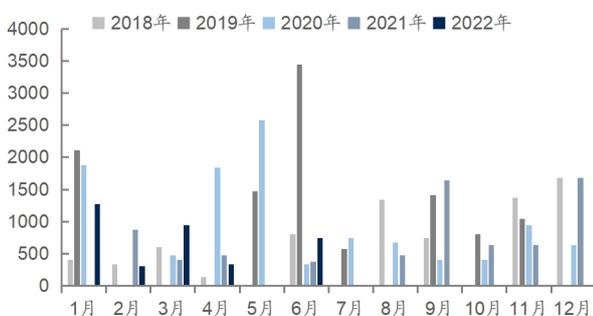
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图 75: 2022 年浮法玻璃开工率保持较高水平



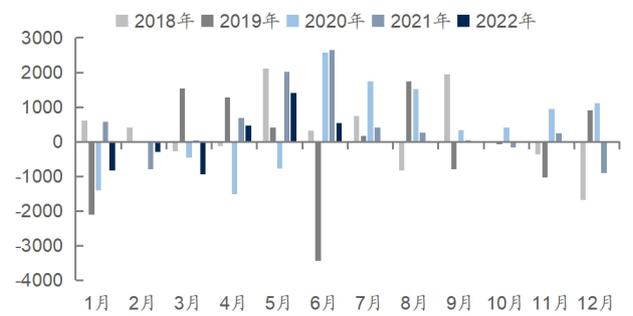
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图 76: 行业月度生产线冷修产能 (万重箱)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 77: 行业月度净增加产能 (万重箱)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

表 12: 2022 年全国浮法玻璃生产线冷修、复产情况

序号	生产线	状态	产能 (t/d)
1	重庆市赛德化工有限公司一线	冷修	400
2	湖北明弘玻璃有限公司一线	冷修	900
3	东台中玻特种玻璃有限公司二线	冷修	600
4	威海中玻股份有限公司浮法二线	冷修	450
5	河源旗滨玻璃集团有限公司一线	冷修	800
6	信义玻璃(海南)有限公司二线	冷修	600
7	台玻集团青岛浮法玻璃有限公司一线	冷修	500
8	东台中玻特种玻璃有限公司一线	冷修	600
9	信义节能玻璃(芜湖)有限公司芜湖一线	冷修	500
10	漳州旗滨玻璃有限公司浮法四线	复产	800
11	湖北三峡新型建材股份有限公司三线	复产	650
12	湖北亿钧耀能新材料有限公司三线	复产	900
13	重庆市凯源玻璃有限公司(原重庆赛德)	复产	300
14	广东英德市鸿泰玻璃有限公司二线	复产	900
15	山东金晶科技股份有限公司博山三线	复产	600
16	湖北明弘玻璃有限公司	复产	900
17	福耀集团福清浮法玻璃有限公司福耀一线	汽车转浮法	600
18	滕州金晶玻璃有限公司浮法四线	浮法转超白	800
19	湖南雁翔湘实业有限公司一期一窑两线浮法线	新建	1000

资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

受浮法玻璃价格回落和成本端价格高位上行叠加影响，今年以来行业盈利水平持续降低，目前已有部分浮法玻璃生产企业陷入亏损状态，行业景气表现明显承压。

图78: 重质纯碱全国主流平均价（元/吨）



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图79: 石油焦现货平均价（元/吨）



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图80: 重点监测省份生产企业浮法玻璃库存（万重箱）



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图81: 历史同期浮法玻璃生产企业库存（万重箱）



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

展望下半年，如前文分析，需求端方面，我们认为目前房地产行业已经出现销售景气边际改善迹象，前期政策边际回暖有望持续推进，在“保交楼”的要求下，竣工端下半年改善可期，总体玻璃需求仍然具备一定支撑，同时，随着近年来消费升级，多层玻璃的使用和单位开窗面积增加有望对玻璃使用量起到一定提振作用；若下半年需求改善相对缓慢，在浮法玻璃价格、成本和库存压力之下，生产企业或存在一定冷修、减产或限产意愿，提振行业运行，建议积极关注下半年传统旺季需求改善节奏及力度。

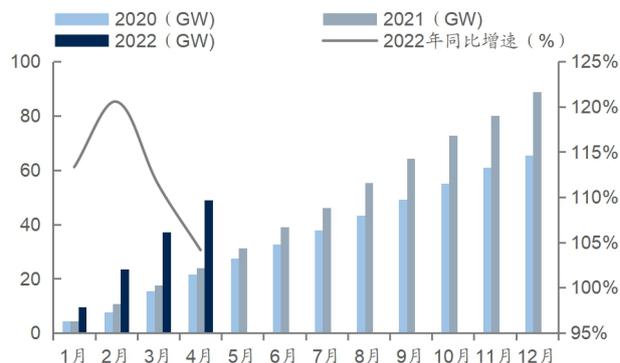
**2) 光伏玻璃价格触底回升，看好行业中长期发展：**今年上半年，我国光伏产业继续保持较好增长势头，海外市场需求逐渐回暖，光伏组件出口表现良好，为光伏玻璃需求提供一定支撑。根据最新数据，今年1-5月，国内累计新增太阳能光伏装机量23.71GW，同比大幅增长139.25%，全年新增装机量目标为75-90GW，1-4月，我国光伏组件累计出口约49GW，同比增长约104%。

图82: 1-5月国内累计新增装机量同比增长 139.25%



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图83: 1-4月国内光伏组件出口量同比大幅增长



资料来源：PV Infolink、国信证券经济研究所整理

2020年下半年，光伏玻璃市场呈现供不应求状态，价格快速上涨，同时行业产能限制放开，市场投资光伏玻璃生产线热情显著提升，**今年以来，新建生产线加速投产，整体供应端压力较明显**。根据卓创资讯数据，今年上半年，国内新增点火和复产的生产线产能约15500t/d，占在产总产能的27.14%，目前多数已正常达产。截至5月底，国内超白压延玻璃在产基地41个，窑炉82座，生产线301条，日熔量57110t/d，同比增加58.90%，同时，根据不完全统计，预计今年下半年至2023年仍有4-5万吨生产线可具备点火条件，若后期正常推进，未来供应端压力将进一步增加。

图84: 今年国内光伏玻璃在产产能快速增长



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图85: 今年光伏玻璃窑炉产能有望大幅增长



资料来源：集邦新能源网、国信证券经济研究所整理

**表 13: 2022 年全国光伏玻璃生产线点火复产情况**

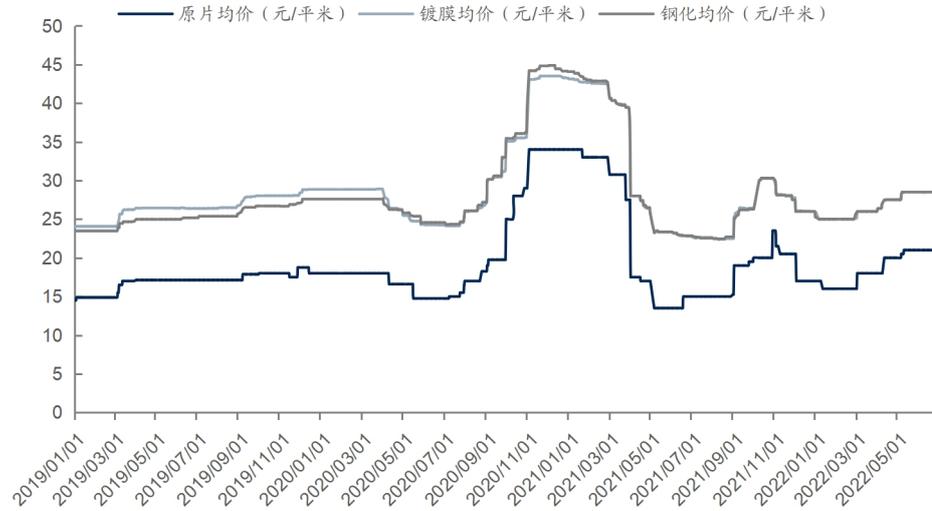
企业名称	窑炉	日熔量 (吨/日)	点火时间	新点火/复产
福莱特玻璃集团股份有限公司 (浙江)	一窑四线	1200	2022/2/16	新点火
广西新福兴硅科技有限公司	一窑五线	1200	2022/2/18	新点火
福莱特玻璃集团股份有限公司 (浙江)	一窑四线	1200	2022/3/15	新点火
武骏光能 (和邦生物)	一窑五线	1000	2022/3/27	新点火
安徽燕龙基新能源科技有限公司	一窑四线	800	2022/3/28	新点火
中国建材桐城新能源材料有限公司	一窑八线	1200	2022/3/29	新点火
郴州旗滨光伏	一窑五线	1200	2022/4/8	新点火
湖北亿钧耀能有限公司	一窑五线	1200	2022/4/8	新点火
河南安彩高科股份有限公司	一窑四线	800	2022/4/18	新点火
河南安彩新能科技有限公司	一窑五线	900	2022/4/28	新点火
湖北亿钧耀能有限公司	一窑五线	1200	2022/4/29	新点火
中国南玻集团股份有限公司	一窑五线	1200	2022/5/8	新点火
福莱特玻璃有限公司	一窑四线	600	2022/1/20	复产
信义光能控股有限公司	一窑五线	900	2022/4/22	复产
信义光能控股有限公司	一窑五线	900	2022/6/13	复产

资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

整体来看, 今年上半年国内光伏玻璃市场运行相对平稳, 价格出现一定提升, 主要原因包括: ①海外市场回暖, 为需求提供一定支撑, 尽管国内新增装机量受制于硅料价格上涨, 推进不及预期, 但仍具备一定增量; ②生产企业库存压力可控, 具备价格上涨条件; ③原燃材料纯碱、天然气等成本上涨, 微薄利润下企业推涨心态较为积极。截至 6 月 21 日, 3.2mm 原片主流价格约 21 元/平米, 同比上涨 40%, 较年初提高 23.53%, 3.2mm 镀膜和钢化主流价格均为 28.5 元/平米, 分别同比上涨 24.6%和 24.7%, 较年初分别提高 10.14%和 12.87%。

展望下半年, 我们预计行业需求有望保持稳步增长, 但随着下半年新增产能的持续投放, 行业供给端仍将面临较明显增量, 尤其近期行业库存增加明显, 市场采购心态趋缓, 未来行业运行或仍将承受一定压力, 而在成本端支撑下, 价格或具备一定支撑。长期来看, 在全球低碳化以及能源结构转型过程中, 新能源占比持续提升, 太阳能光伏发电产业发展仍有较大提升空间, 光伏玻璃中长期市场前景依然良好, 布局较早的龙头企业已积累较丰富的生产、技术经验、客户资源等, 竞争优势有望进一步巩固; 同时, 部分新进入该细分行业的企业中, 若已在上游资源布局、资金实力、技术研发储备等方面具备一定竞争力, 有望在此轮时代浪潮下的行业变革中占据一定席位。

图86: 光伏玻璃价格今年小幅回升



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

综上所述, 今年上半年浮法玻璃行业运行整体呈现先扬后抑的走势, 目前行业处于传统淡季, 供给和成本高位下行业运行压力明显, 展望下半年, 高产能和高库存仍将对市场形成一定压力, 而需求改善的节奏和力度将成为决定下半年行业运行的关键因素, 目前房地产行业已经出现销售景气边际改善迹象, 前期政策边际回暖有望持续推进, 在“保交楼”的要求下, 竣工端下半年改善可期, 总体玻璃需求仍然具备一定支撑, 同时, 随着近年来消费升级, 多层玻璃的使用和单位开窗面积增加有望对玻璃使用量起到一定提振作用, 整体来看, 预计下半年行业景气有望获得修复, 可积极跟踪下游需求改善情况。中长期来看, 头部企业积极开拓新的成长领域, 持续推动产业升级, 包括进军光伏玻璃领域, 挑战电子(盖板)玻璃、药用玻璃等高端细分市场, 打开未来成长空间。推荐旗滨集团、南玻A。

## 水泥: 把握需求释放窗口, 行业再均衡可期

**1) 疫情推迟需求释放, 下半年再均衡值得期待:** 受疫情多点扩散和复发、地产项目资金紧张、局部天气不利等多重因素影响, 今年水泥需求表现低迷, 出货情况在二季度传统旺季显著低于往年同期。今年1-5月, 全国水泥产量7.83亿吨, 同比下降15.3%, 由于水泥库存持续增加且处于同期最高位, 因此实际水泥销量降幅比产量降幅更大。出货率情况方面, 在今年二季度后, 全国平均水平基本维持在6成左右, 较往年旺季水平低2成左右, 导致库存持续攀升, 截至6月24日, 全国水泥平均库容比为74.1%, 同比提高11.8个百分点。

图87: 2022年1-5月全国水泥产量同比下降15.3%



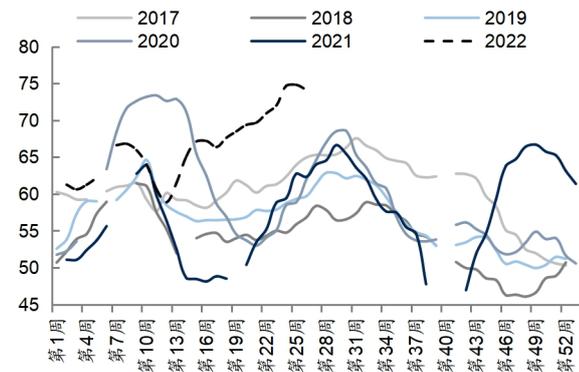
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图88: 2022年单月全国水泥产量持续同比负增长



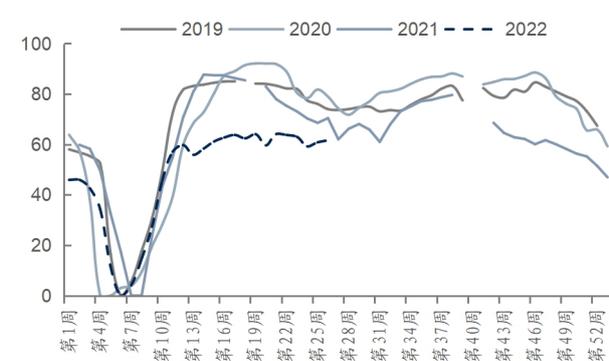
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图89: 全国水泥平均库容比二季度后持续积累至高位



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图90: 全国水泥出货率二季度后明显低于往年同期



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

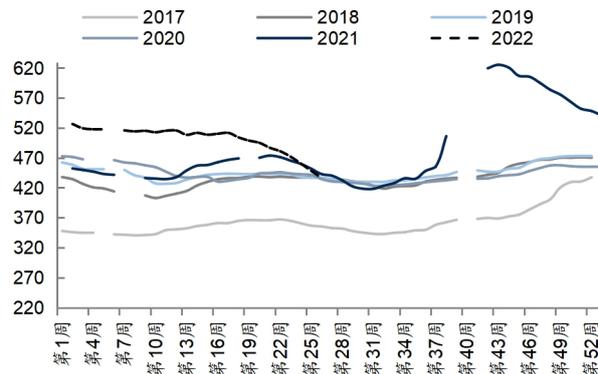
**受需求复苏节奏缓慢影响，水泥行业今年上半年整体运行承压。**尽管1-2月，全国进一步加强错峰生产力度，行业价格维持稳定，但随着春节过后，全国多地轮流出现疫情反复和扩散，区域管控严格，道路运输不畅，同时，社会资金紧张问题尚未完全解决，尽管多地企业通过延长错峰时间缓解供需压力，但今年传统旺季水泥价格推涨难度显著加大，高库存下行业竞争有所加剧，价格在5月份后持续回落至今。截至6月24日，全国高标水泥平均价为436.2元/吨，同比下降1.5%，较年初以来下降15.44%。

图91: 全国水泥平均价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图92: 各年同期水泥价格走势比较 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

表 14: 2022 年一季度错峰停窑强度较上年有所加强

区域	地区	2022 年	2021 年	2022 年天数增减	备注
东北	辽宁	69	69	0	
	吉林	74	69	5	
	黑龙江	74	69	5	
	陕西	69	69	0	
西北	甘肃	69	69	0	
	宁夏	69	69	0	
	青海	90	90	0	
华北	新疆	90	90	0	
	河北	74	74	0	2021 年停窑率低
	山西	74	90	-16	2021 年停窑率低
	内蒙古	90	90	0	
华东	山东	74	90	-16	2021 年停窑率低
	江西	40	30	10	
	江苏	35	30	5	
	浙江	40	35	5	
	安徽	20	15	5	
	福建	45	40	5	
中南	河南	47	65	-18	2021 年停窑率低
	湖北	30	30	0	
	湖南	45	45	0	
	广西	40	20	20	
	广东	30	20	10	
西南	四川	50	30	20	
	重庆	50	40	10	
	西藏	74	60	14	
	云南	40	25	15	
	贵州	60	40	20	

资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

表 15: 2022 年各省水泥行业二季度错峰安排

省份	错峰时间	时长	停产安排
河南	5月21日-6月10日	21天	所有水泥熟料生产线
河北	5月20日-6月20日	10天	承德市、唐山市、秦皇岛市、廊坊市、张家口市5月22-31日停10天；保定市、石家庄市、邢台市、邯郸市5月20-29日停产10天 晋中、晋北、晋南、晋东南片区：4月16日-4月30日停15天，6月1日-6月15日停15天，7月16日-7月30日停15天，9月1日-9月14日停15天； 吕梁片区：4月26-5月15日停20天，6月26-7月15日停20天，8月26-9月14日停20天
山西	4月16日-9月14日	60天	
江西	5月10日-5月19日	10天	涉及生产熟料的49条生产线全部参与错峰生产
陕西	6月1日-7月31日	30天	关中地区所有水泥熟料生产线（陕南和陕北地区根据区域实际情况参照执行）
贵州	4月1日-6月30日	45天	二季度每条生产线在错峰生产停窑40天基础上再增加5天错峰生产停窑时间
云南	4月1日-6月30日	30天	所有水泥熟料生产线
四川	4月1日-6月30日	35天	所有水泥熟料生产线
湖南	4月1日-6月30日	30天	4月1日至5月31日期间全省每条新型干法熟料生产线错峰停窑15天的计划不变的基础上，增加6月份停窑15天
江苏	6月1日-9月30日	20天	涉及熟料生产的23家企业，39条生产线梅雨高温季节（6月1日-9月30日）停窑20天
浙江	6月1日-8月31日	20天	涉及熟料生产的32家企业，45条生产线梅雨高温季节停窑20天

资料来源：中国水泥网、国信证券经济研究所整理

展望下半年，我们认为下游需求释放将是决定行业运行的关键因素，在前文分析中我们提出，随着近期全国疫情防控形势的逐步好转，复工复产正在加快推进，前期一系列“稳增长”相关的政策效果有望在未来2-3个季度集中显现，下半年水泥需求具备较好弹性，行业运行再均衡值得期待。目前板块整体估值低廉且处于历史底部区间，高分红为企业提供良好安全边际，建议提前逢低布局板块低估值优质龙头，静待政策效果显现。

图 93: 水泥板块 PE Band



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 94: 水泥板块 PB Band



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图95：水泥样本企业分红规模逐年提升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（剔除天山重组影响后为2021年增速为14.9%）

图96：水泥样本企业整体分红率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**2) 产业转型升级，龙头企业先行：**面对“双碳”目标要求和水泥行业产能过剩的问题，水泥企业积极推进产业升级转型，加大投资力度，龙头企业率先从各方面探索新的发展思路和第二成长曲线，主要包括：

**①布局新能源，发展新材料：**3月份，海螺水泥发布2022年新能源投资计划，将投资50亿元用于发展光伏电站、储能项目等新能源业务，预计到年底光伏发电装机容量可达1GW，年发电能力可达10亿度；冀东水泥与中化学建投公司、中国五环公司签署合作协议，将氢能领域开展合作。

**②积极拓展产业链：**今年3月，万年青与玉兔新材料签订合作协议，双方将围绕白水泥、砂石骨料、石灰等产业链上下游业务拓展合作空间；5月，海螺水泥以底价68.2亿元竞得广东省储量超2亿方花岗岩大矿，6月，海螺水泥拟控股收购海螺环保，通过海螺环保水泥窑协同处置工业固废及危废业务，与水泥业务形成高度协同，加强资源整合和产业融合；华新水泥各大绿色建材产业园陆续开工，建设内容包括绿色新材料生产线、余热发电系统、生活垃圾环保项目等，目前包括阳新亿吨机制砂项目等10个骨料项目正在稳步建设中，后续将陆续投产。

**③加强资产整合，提升产能集中度：**今年二季度，中国建材进一步完善旗下水泥资产整合，其中，祁连山的水泥业务将托管给天山股份经营管理，同时宁夏建材向天山股份剥离其水泥资产，未来有望进一步解决区域内竞争问题。5月，海螺水泥内蒙古奈曼旗宏基水泥签署项目合作协议，海螺以3.72亿元收购后者80%股权，进一步巩固产能规模。

图97：水泥行业构建固定资产等支付现金持续增长



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（剔除天山股份）

图98：2021年水泥行业构建固定资产等支付现金排名前十企业



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表16：今年以来水泥上市公司在新能源、新材料、产业链等方面积极拓展

时间	公司	业务拓展	描述
2022/2/8	华新水泥	产业链	总投资30亿元的华新（恩施）绿色新材料产业园项目开工，除主要建设一条熟料生产线外，还将配套建设余热发电、生活垃圾、生物质处理系统，以及其他绿色新材料生产线。
2022/2/17	上峰水泥	新能源、新材料	计划使用不超过5亿元进行新经济产业股权投资，投资方向聚焦新能源储能、芯片半导体、新材料、环保等行业优质成长性项目。
2022/3/7	万年青	产业链	与江西玉兔新材料股份有限公司签订合作框架协议，围绕白水泥、砂石骨料、石灰等产业链上下游业务拓展合作空间。
2022/3/9	海螺水泥	新能源	2022年新能源投资计划：将投资50亿元用于发展光伏电站、储能项目等新能源业务，实现下属工厂光伏发电全覆盖，预计到2022年底，光伏发电装机容量可达1GW，年发电能力10亿度。
2022/3/16	冀东水泥	新能源	冀东水泥与中国化学工程集团旗下全资子公司中化学建投公司、中国五环公司签署战略合作协议，在氢气制、储、运、用等领域及氢能产业示范园区建设开展合作。
2022/3/23	天山股份	新能源	因地制宜实施光伏发电项目建设，提升清洁能源占比，并试点建设生物燃料替代项目。
2022/5/24	海螺水泥	产业链	以底价68.2亿元成功竞得广东省封开县古利山矿区饰面用花岗岩矿，该矿区储量超2亿方，生产规模800万立方米/年。
2022/6/3	海螺水泥	产业链	拟控股收购海螺环保，通过海螺环保水泥窑协同处置工业固废及危废业务，与水泥业务形成高度协同。

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

综上所述，上半年水泥行业需求启动缓慢且表现不及预期，目前高库存的背景下，行业淡季竞争有所加剧，价格表现略有承压，展望下半年，随着全国疫情逐步好转，复工复产加快推进，前期一系列“稳增长”相关的政策效果有望在下半年集中显现，下半年水泥需求具备较好弹性，行业运行再均衡值得期待。中长期来看，在“双碳”目标指引下，水泥企业积极推进产业升级转型，加大投资力度，龙头企业率先从各方面探索新的发展思路和第二成长曲线，未来发展值得期待。现阶段，行业PE、PB估值均处于历史低位，高分红为企业良好安全边际，推荐海螺水泥、华新水泥、天山股份、塔牌集团、万年青、冀东水泥。

## 投资主线三：关注新材料及其他细分成长领域

### 碳纤维行业：多应用催生成长空间，行业迎来历史性发展机遇

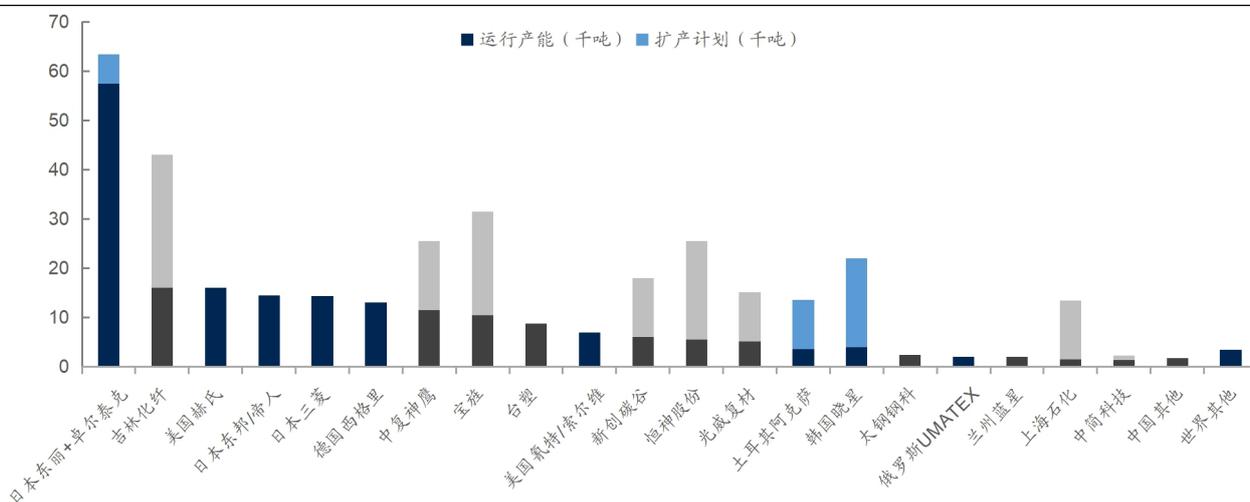
1) 碳纤维是国民经济和国防建设不可或缺的战略新材料：碳纤维被称为“黑色黄金”、“新材料之王”，是目前已大量生产的高性能纤维中具有最高比强度和比模量的纤维，广泛应用于国防军工、航空航天、风电叶片、体育休闲、交通运输、能源装备、建筑及结构补强等领域，是国民经济和国防建设不可或缺的战略新材料，也是国外长期技术封锁和产品垄断的敏感材料。

图99: PAN 基碳纤维产业链及技术链条



资料来源: 新材料在线、中科院宁波材料所、国信证券经济研究所整理

图100: 2021 年全球碳纤维企业理论运行产能及扩产计划



资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理 (注: 蓝色表示国外企业, 灰色表示中国企业)

① **从产品技术看: 我国已形成相对稳定的碳纤维国产化技术体系。**T300 级碳纤维已经实现产业化, 在国防领域应用渐趋成熟, 民用领域的应用仍有待开拓; T700 级碳纤维正在进行产业化推广并已完成部分装备的应用研究, T800 级碳纤维已进入重点型号考核验证和试用阶段; 部分企业已实现 T1000 级碳纤维百吨级工程化生产, T1100 级碳纤维在实验室条件下已突破关键制备技术; M40 级碳纤维已应用于航天领域, M40J 级碳纤维已完成工程化研制, 进入地面考核验证阶段, 并突

破了十吨级 M55J 碳纤维关键技术。

表 17: 国内主要碳纤维生产企业产品技术水平及进展

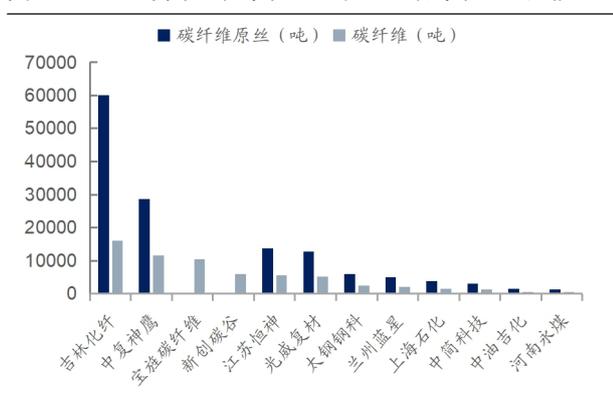
级别	类型	公司	技术水平及进展	工艺
T300	高强型	光威复材	T300 产业化工程项目于 2008 年建成投产, 2009 年通过验收, 目前已在航空航天领域稳定供货	湿法
		中复神鹰	SYT45 (高于 T300 级) 于 2012 年正式下线并开始稳定运行	干湿法
		恒神股份	HF10 (T300 级) 技术成熟, 产品性能和稳定性通过了航空鉴定, 已批量供应	湿法
T700	高强型	中简科技	ZT7 系列于 2014 年开始批量稳定生产, 目前已在航空航天领域稳定供货	湿法
		光威复材	T700S 于 2016 年末小批量试生产, 2020 年对外实现销售过千吨	湿法/干湿法
		中复神鹰	SYT49 (T700 级) 于 2012 年突破千吨级干喷湿纺关键技术, 目前已批量供应市场	干湿法
T800	高强中模型	恒神股份	HF30G (T700G 级) 技术成熟, 可稳定实现产业化生产; HF30S (T700S 级) 干喷湿纺生产线于 2015 年投入生产, 产品经国内权威机构检测, 性能达到标准要求	湿法/干湿法
		光威复材	T800H 级一条龙项目完成批次性能评价和相关标准等工作, 开始小批量供货	湿法/干湿法
		中简科技	ZT8 系列通过了科技部专家现场取样评价, 产品性能达到科技部“863”项目指标	湿法
T1000	高强中模型	中复神鹰	SYT55S (T800 级) 于 2017 年突破千吨级规模化生产和稳定供应	干湿法
		恒神股份	HF40H (T800H 级) 于 2014 年研制成功; HF40S (T800S 级) 于 2016 年实现规模化稳定生产, 可批量供应	湿法/干湿法
		光威复材	T1000 级已突破关键技术, 产品性能经第三方检测, 在工程化生产线上实现连续生产	湿法
M40J	高强高模型	中简科技	ZT9 系列 (T1000/T1100 级) 已通过第三方取样和北京航空航天大学检测	湿法
		中复神鹰	SYT65 (T1000 级) 百吨工程化 2019 年实现连续稳定运行, 总体技术达到国际先进水平	干湿法
		恒神股份	HF50 (T1000 级) 于 2016 年突破干喷湿纺生产技术, 产品通过国内权威机构检测	干湿法
M50J	高强高模型	光威复材	M40J 一条龙项目完成评审验证, 并开展批次稳定性取样评价, 历经多个航天应用场景的应用验证	湿法
		中简科技	M40J 级于 2013 年实现工程化稳定制备	湿法
		光威复材	M50J 级于 2016 年突破关键技术	湿法
M55J	高强高模型	光威复材	M55J 级突破关键技术和工程化生产, 并通过科技部 863 项目课题验收, 在某直升机和数个航天型号开展验证工作	湿法
		中简科技	M55J 级突破制备技术, 正在进行工程规模化转化, 通过科技部组织的课题验收	湿法
		中简科技	M60J 级已突破制备技术, 通过北京航空航天大学检测	湿法

资料来源: 各公司招股说明书、年报、官网、国信证券经济研究所整理

② 从产品规模看：产能规模快速释放，国产碳纤维市场占比逐年提升。从产能规模来看，国内碳纤维已进入快速发展阶段，根据赛奥碳纤维数据，2021 年中国大陆运行产能约 7.9 万吨，同比增长 121.5%。

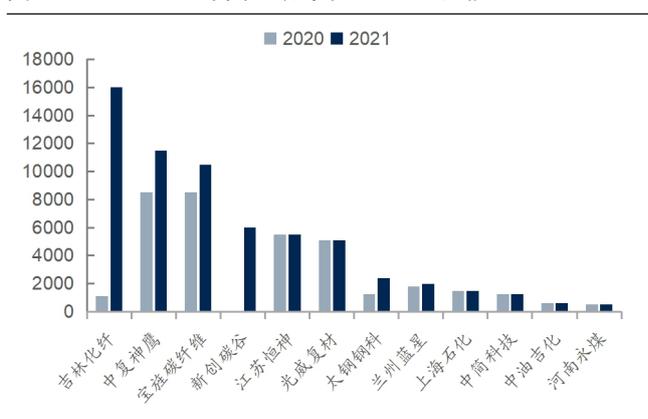
从市场规模来看，2008-2021 年我国碳纤维应用市场规模从 0.82 万吨增加到 6.2 万吨，CAGR 达 17%，增速显著高于全球平均水平的 9.5%，占全球市场规模的比例从 22.5%提升到 52.9%，其中国产碳纤维用量从 200 吨增加到 2.9 万吨，占比从 2.4%提升到 46.9%，国产碳纤维市场认可度持续提高，国产替代进口趋势明显。

图 101: 2021 年国内碳纤维企业原丝及碳纤维理论产能



资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 102: 2020-2021 年国内碳纤维企业理论产能



资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 103: 2017-2021 年全球碳纤维市场需求结构



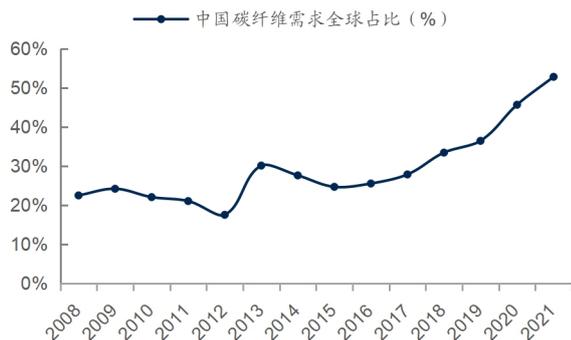
资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 104: 2017-2021 年中国碳纤维市场需求结构



资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 105: 2008-2021 年中国碳纤维需求全球占比



资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 106: 2008-2021 年中国碳纤维市场中进口和国产占比

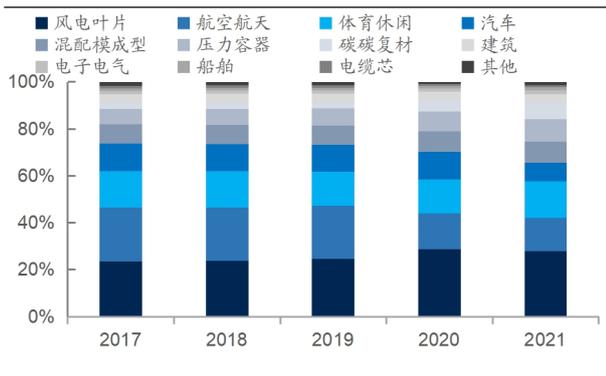


资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

③ **从应用领域看：市场应用不断拓展，但高附加值领域占比仍较低。**全球范围来看，2021 年碳纤维的四大应用领域分别是风电叶片、航空航天、体育休闲和压力容器，占比 28.0%、14.0%、15.7%、9.3%，合计 67%。国内碳纤维随着技术进步、成本降低，下游应用领域也不断拓展，从航空航天、体育休闲逐步延伸到风电叶片、压力容器、建筑补强等一般工业领域，其中风电叶片已成为拉动国内碳纤维应用的主要驱动力。

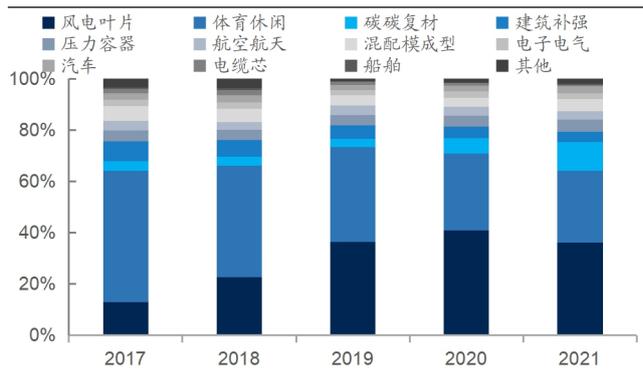
目前，国内碳纤维需求主要来源于风电叶片和体育休闲，2021 年需求量占比分别为 36.1%和 28.1%，与全球应用情况相比，国内在航空航天等高附加值领域应用占比远低于全球水平，未来发展潜力大。

图 107：2017-2021 年全球碳纤维市场需求结构



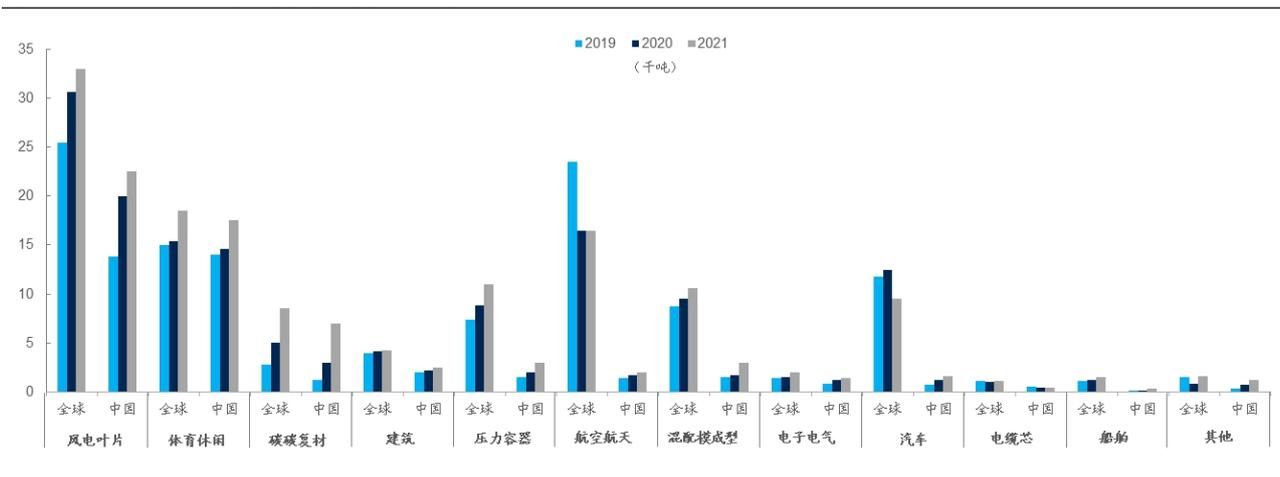
资料来源：赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 108：2017-2021 年中国碳纤维市场需求结构



资料来源：赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 109：2019-2021 全球和中国碳纤维应用对比

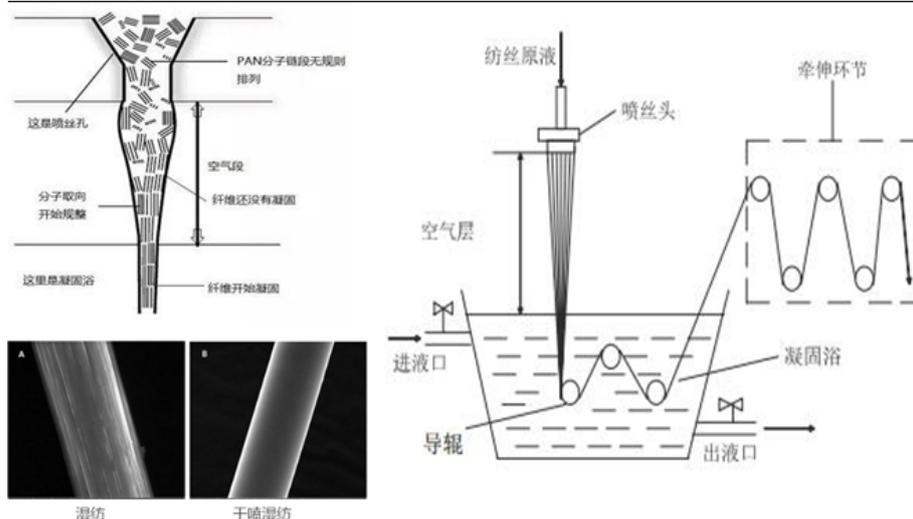


资料来源：赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

**2) 技术突破叠加需求放量，碳纤维迎来历史性发展机遇：从技术端来看：**作为以军工为牵引不断发展起来的新兴战略材料，成本一直是阻碍碳纤维扩大应用范围和市场规模的重要障碍。从国际碳纤维技术看，“提束&提速”是降低成本的有效途径：

- ① **工艺路线的干喷湿纺：**中复神鹰是国内首家掌握碳纤维干喷湿纺技术工艺的企业，2013 年率先突破千吨级碳纤维原丝干喷湿纺制造技术并于 2015 年实现稳定运行，随后光威复材、中简科技、恒神股份等陆续实现干喷湿纺工艺。
- ② **产品路线的大丝束：**近年来国内大丝束碳纤维技术得到突破性发展，大丝束产能扩张随之开启。目前，国内具备大丝束生产能力的企业主要包括吉林碳谷、吉林宝旌、上海石化、兰州蓝星、光威复材等，其中吉林碳谷以原丝生产为主。2018 年上海石化大丝束碳纤维技术通过鉴定标志着国内在大丝束领域突破了技术壁垒；2019 年吉林化纤集团大丝束碳纤维原丝首次走出国门标志着国内在该领域实现产品稳定。

图 110: 干喷湿纺工艺流程图及单根纤维表面结构图对比



资料来源:《基于群智能求解带约束问题的时域鲁棒优化算法》、山西煤化所、国信证券经济研究所整理

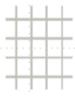
图 111: 国内大丝束原丝及碳纤维关键化技术突破时间点



资料来源: 各公司官网、年报、招股书、国信证券经济研究所整理

**从市场端来看:** 随着市场结构调整,工业领域应用需求主导地位提升,碳纤维进入航空航天与工业应用双引擎驱动模式。根据《2021年全球碳纤维复合材料市场报告》预测,2021-2025增长最快的市场来自风电叶片、压力容器和碳碳复材,CAGR分别为25%、20%和30%。在航空航天、体育休闲等传统领域需求保持稳定增长基础上,风电、光伏、氢能等领域的需求发展将成为新的增长驱动力。

图 112: 2021-2025 全球碳纤维各应用领域市场规模及预测

应用市场 (吨)											
	风电叶片	航空航天	体育休闲	汽车	混配横成型	压力容器	碳碳复材	建筑	电子电气	船舶	电缆芯
2021	33000	16500	18500	9500	10600	11000	8500	4200	2000	1500	1100
2025E	80566	20635	22487	12645	15519	22810	24277	6149	2928	2196	1611
CAGR	25%	5.7%	5%	7.4%	10%	20%	30%	10%	10%	10%	10%

资料来源：赛奥碳纤维技术《2021 年全球碳纤维复合材料市场报告》、国信证券经济研究所整理

综合分析，碳纤维是目前已大量生产的高性能纤维中具有最高比强度和最高比模量的纤维，是国民经济和国防建设不可或缺的战略新材料，也是国外长期技术封锁和产品垄断的敏感材料。碳纤维产业链较长，生产工艺流程复杂，技术关键点多，长期以来技术创新和发展方向一直被海外主导。随着政策大力支持碳纤维发展，近年来国产碳纤维研发和产业化进程加速推进，产业规模、产品性能、技术水平都得到了较大提升，同时应用领域不断拓展，国产替代进口趋势明显。受益于技术突破叠加需求放量，碳纤维迎来历史性发展机遇。推荐光威复材。

## 专业照明行业：行业空间广阔，龙头企业增长提速

**1) 行业产品专业性强，客户认知提升中：**在工业生产过程中，不同行业领域对于照明有不同要求，特殊环境下的场景对于照明方案要求更加苛刻，对灯具的各项参数均要求较高，同时根据具体应用的环境不同，需要有相关的专业安全认证。在早年较为粗放的经济增长背景下，多数工业企业对环境照明的重要性认知不足，对灯具采购和照明环境的构建还停留在“照亮即可”的较浅的需求层次。此外，专业照明的产品体系和解决方案体系具备一定的技术和认知壁垒，现阶段，多数工业企业使用者主要依靠专业照明企业销售人员进行认知的培养和实际案例的展示，客户对于专业照明的认知仍然处于提升过程中。

表 18: 专业照明差异化程度高，对照明方案和产品都有较高要求

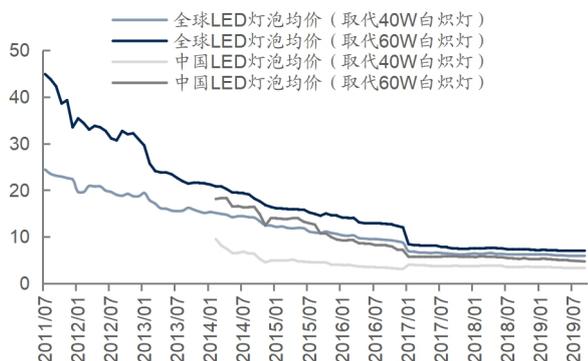
应用领域	应用场所	照明差异化要求
煤炭	矿井、煤化工、选煤厂、原煤仓等煤矿系统	良好的防爆性能，优异的防护性能
油田	石油行业钻探、采油、炼化、联合站等易燃易爆场所	防爆、防腐性能，对安全性要求较高
石化	炼油、化工等企业生产装置区	防爆、耐腐蚀、抗振动、宽电压等
冶金	炼钢、炼铁、铝厂及其他有色金属矿山企业生产装置区	抗高温、抗粉尘、抗振动，抗电压波动，防腐、节能等
厂电	锅炉、汽机房、煤棚等	防尘、防腐、防爆、防振动、抗高温、宽电压等
网电	变电站、配电所及巡检系统等	抗电磁干扰、便携和应急等
水泥	破碎、原料粉磨、烧成等区域	防腐、抗震、防粉尘、部分区域需要粉尘防爆
铁路	铁路的车务、机务、工务、电务、供电等场所	无电磁干扰、防腐蚀
船舶港口	龙门吊、高杆灯、涂装厂房、油库、船用、海洋平台等场所	抗振、防爆、防盐雾等
公安消防	公安的单警装备、消防的个人防护装备及现场救援照明设备	可靠、便携、工作时长等

资料来源：紫光照明招股书、国信证券经济研究所整理

**2) 市场空间广阔，行业竞争格局分散：**LED 照明在节能、智能控制等方面较传统

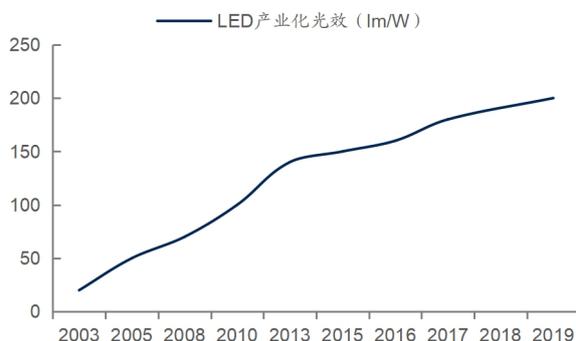
光源具有明显优势。随着技术突破和价格下降，LED照明自2010年开始在民用和商用领域进入快速发展阶段，并持续快速占领市场。2016年后，LED光源开始渗透进入工业领域，受重视程度逐步提升，LED光源专业照明市场空间正在打开，一方面，能耗双控背景下，技术升级、结构化改革、效率提升等要求使得工业企业节能、提效、安全生产等诉求日趋迫切，另一方面，我国工业企业智能制造正在加快推进，专业照明LED灯具独有的信号传输、控制功能较传统灯具拥有明显优势，相关服务正在逐步受到市场认可。我们测算，目前工业领域存量照明市场的LED改造空间约为700亿，如果考虑未来“照明+”相关产品和服务升级，市场空间有望进一步提升。目前我国专业照明市场竞争格局仍然较为分散，龙头企业市占率低，国内主要知名品牌企业市占率多为0-3%。

图 113: LED 产品价格大幅下降 (美元)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 114: LED 产业化光效持续提升



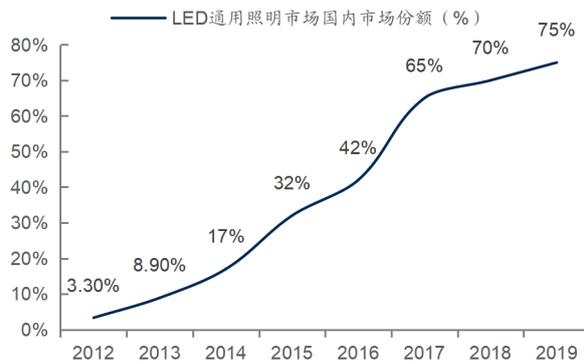
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 115: LED 产品价格大幅下降 (美元)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 116: LED 产业化光效持续提升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**3) 龙头企业竞争优势明显, 业绩有望持续加速:** 专业照明行业竞争过程中, 企业能够同时做到高标准的销售服务、产品品质、技术研发等至关重要。销售服务方面, 龙头企业选择直销模式, 通过驻点客户现场, 进行面对面交流沟通, 第一时间深入了解客户需求, 可为客户提供有针对性的安全、节能、环保照明产品和解决方案, 随时解决售后问题, 同时, 可直接深入地了解市场, 持续开发更加贴近市场的产品, 通过长期高质量服务积累, 帮助客户提升产品认知, 有助于未来更加快速地接受专业照明产品和方案。产品品质方面, 由于专业照明面对的下游应用环境的复杂性和特殊性, 产品高质量和高稳定性成为下游客户选择产品的重要

因素之一，具备持续提供高品质和高稳定性产品能力的企业有望塑造良好的品牌形象，并获得更高的议价能力。技术研发方面，专业照明较传统照明要求更高，需要对光学、电子、材料、化工、智能控制等多门技术结合，针对客户需求和行业长期发展分别进行研发，全方面充分满足不同下游领域客户的个性化需求，有助于建立稳定的多元化客户结构。因此，在行业认知持续提升的过程中，龙头企业有望在目前分散的行业格局中脱颖而出，竞争优势进一步凸显，通过加大市场开拓力度，业绩有望保持加速。

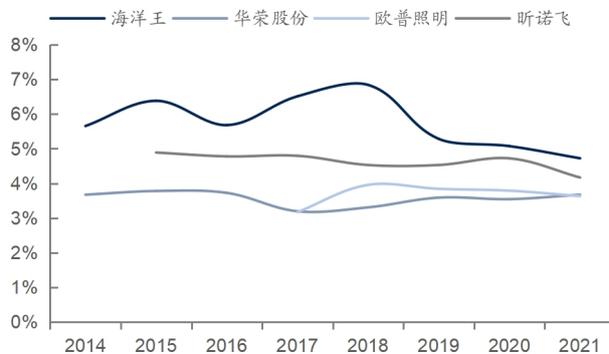
综上所述，目前专业照明行业客户认知仍在提升中，市场空间广阔，且竞争格局仍然较为分散，龙头企业市占率低，国内主要知名品牌企业市占率多为0-3%。龙头企业凭借高标准的销售服务、产品品质、技术研发等，有望在目前分散的行业格局中脱颖而出，通过加大市场开拓力度，业绩有望保持加速，竞争优势将进一步凸显，推荐海洋王。

图 117: 照明行业公司毛利率对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 118: 照明行业公司研发费用率对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 119: 海洋王近年收入稳步增长



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 120: 海洋王近年归母净利润快速增长



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

铝模板行业：行业拐点已现，头部企业开启新一轮成长

**1) 市场空间持续增长，行业发展未来可期：**根据中建租协数据，2021年，全国建筑铝合金模板生产销售、租赁承包收入约383亿元。目前，国内铝模板使用渗透率较低，我们测算当铝模板在新开工面积市占率达20%时，行业空间有望达约593亿元，若实现市占率50%，则空间有望达1482亿元（具体测算假设和过程详见我们深度报告《志特新材：推动建筑产业革新，打造模架行业典范》）。如果考虑铝合金模板向其他细分领域的渗透，如地下管廊等公共项目建设，则市场规模有望更大。根据安泰科对2020-2024年铝模板新增需求量测算，四年需求复合增速约15%，预计到2024年铝模板市场新增需求将达到1.14亿平米，对应上文测试的市场空间约575亿元。

表19：不同铝模板市占率情形下市场规模测算

铝模板市占率 (%)	12%	14%	17%	20%	25%	30%	40%	50%	60%
租赁模式占比 (%)	70%	73%	77%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
铝模使用量 (亿平米)	0.71	0.82	1.00	1.18	1.47	1.76	2.35	2.94	3.53
市场空间 (亿)	375	430	513	593	741	889	1185	1482	1778
铝模板市占率 (%)	12%	14%	17%	20%	25%	30%	40%	50%	60%

资料来源：Wind、中国模板脚手架协会、国信证券经济研究所整理

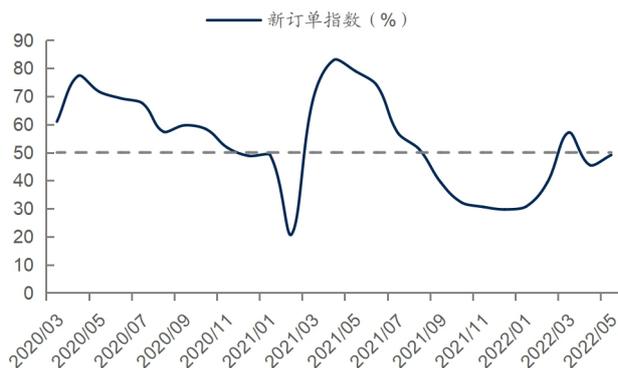
**2) 行业进入洗牌期，部分中小企业退出竞争：**随着近年来行业快速发展，目前我国铝模行业总体呈现“大行业，小企业”的分散竞争格局。去年以来，受大宗商品原材料价格大幅上涨、房地产行业强监管下房企资金困难、以及限电减产、疫情反复等一系列原因，铝模板行业景气度受到明显影响，企业回款难度增加，中小企业利润恶化明显，并遏制行业快速扩张，在阻止外部新增产能进入的同时，甚至导致部分中小企业退出行业竞争，铝模板行业逐步告别了过去高扩张、高杠杆、先建工厂、再争市场的发展模式。2021年末，我国铝模企业PMI降至34.1%，新订单指数降至29.7%。截至2021年12月底，全国规模以上建筑铝合金模板研发设计、生产加工、租赁承包企业数量为700余家，较2020年减少100家左右，部分企业抛售资产，逐步退出市场。

图121：中国铝合金模板企业PMI指数



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图122：中国铝合金模板企业新订单指数



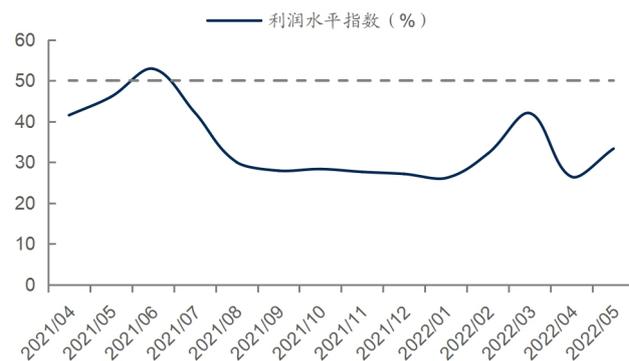
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图123：中国铝合金模板企业销售和租赁价格指数

图124：中国铝合金模板企业利润水平指数



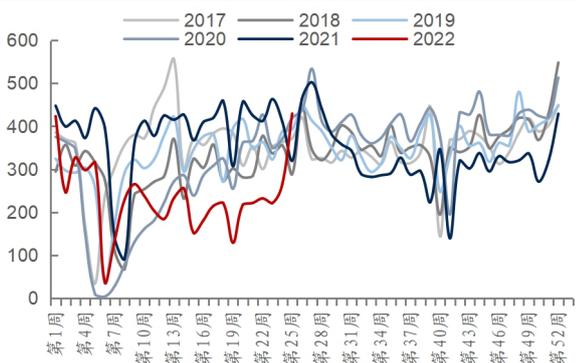
资料来源：中建租协、国信证券经济研究所整理



资料来源：中建租协、国信证券经济研究所整理

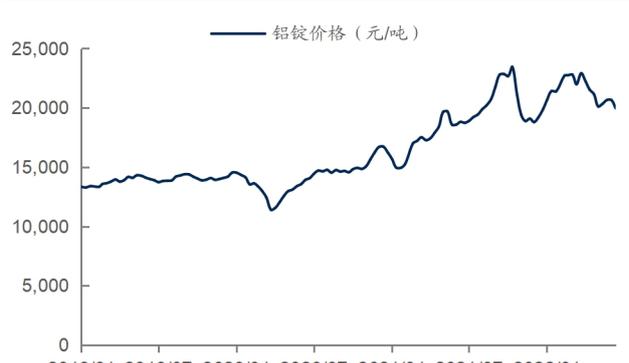
**3) 积极因素正在积累, 行业拐点已初步显现:** 作为铝模板下游重要应用领域, 房地产行业在上半年以来一系列政策边际改善的作用下, 近期前端销售已初现回暖迹象, 6月18日, 30大中城市商品房当周成交面积实现今年以来周度最高值。同时, 自4月份以来, 铝模板核心原材料铝锭价格保持回落, 目前价格约2万元/吨, 较月末高点已下降12.84%, 促进铝模板行业运行的积极因素正在积累。

图125: 30城大中城市销售面边际回暖



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

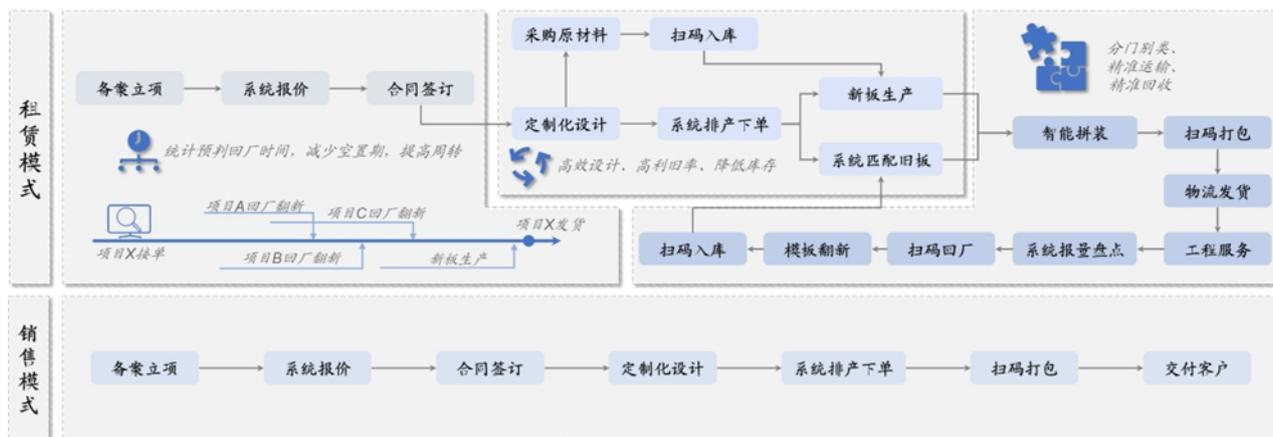
图126: 铝锭价格今年二季度高位回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**4) 精细化管理时代到来, 优质企业大有可为:** 根据中国模板脚手架协会数据, 当前铝模企业新、旧铝模板配比大约30%:70%左右, 行业进入“旧板为王”的行业洗牌阶段, 旧模板管理的精细化管理时代到来, 传统粗放式的管理无法统筹设计、制造、施工运维, 在维护翻新、施工管理、进场堆场等重要环节中无法精确做到细节管控和优化成本。铝模板产品全生命周转使用周期长, 租赁业务链条长且复杂, 铝模板高质量的精细化管理体现在采购、设计、制造、材料、人、物等多方面, 必须对采购、设计、制造、材料、人、物消耗、物流、翻新、施工管理等各个环节实施管理, 深入产品每个环节、每块组件、每轮翻新的精确运维, 做到铝模板全周期的可追溯、产品质量环节节点保障, 因此, 行业在全流程管理上具有明显壁垒。在行业洗牌过程中, 提前进行数字化、信息化、精细化布局的企业将具备更深的成本、管理护城河, 未来有望通过合并中小企业产能, 整合区域资源, 扩大企业规模, 并逐步脱颖而出。

图127: 铝模板租赁业务链条环节多且复杂



资料来源：志特新材公司官网、国信证券经济研究所整理

综上所述，我国铝模板行业正处于快速扩展期，总体呈现“大行业、小企业”的竞争格局。去年以来，受大宗商品原材料价格大幅上涨、房地产行业强监管等一系列因素的影响，铝模板行业进入洗牌期，部分中小企业逐步退出。目前，地产行业前端销售已初现回暖迹象，核心原材料铝锭价格亦出现高位回落，积极因素正在积累，行业拐点已初步显现。龙头企业有望凭借高质量的精细化管理，构建更深的成本、管理护城河，并通过合并中小企业产能，整合区域资源，扩大企业规模，未来有望进一步脱颖而出。

## 投资建议：处变守定，行稳向新

综上所述，我们认为虽然上半年宏观经济修复仍有反复，且房地产行业震荡余波未了，但“稳增长”政策持续加码，积极的政策因素在不断累积。从基建端看，政策持续发力，重点水利工程、综合立体交通网、管网更新改造等政策持续出台，基建端贷款需求亦在一系列政策拉动下明显回升，随着全国疫情逐步改善，多地加快复工复产，下半年基建投资回升力度值得期待；从地产端看，政策维稳信号明确，中央多次释放积极信号维稳行业运行，各地亦不断加大政策力度促进房地产市场的健康发展，近期前端数据改善信号已现，行业运行触底回暖可期。因此我们判断，建材板块需求底部已现，下半年景气回升可期。投资方面建议关注三条主线：

### 主线一：关注地产产业链复苏机会

**前端数据改善信号已现，地产链头部企业迎来做多机会：**通过对历次房地产周期的观察，房地产销售面积同比增速对于地产链头部企业的二级市场股价超额收益表现以及企业营业利润同比增速等指标均有引领性作用。目前，全国商品房销售面积类同比增速已初现触底迹象，30城房地产销售数据亦展现出回暖势头，同时大宗商品价格初现调整迹象，成本压力有望缓解，后续地产链头部企业盈利增长恢复可期。考虑到本轮地产调整有望加速中小企业的淘汰出局，加速行业两极分化，龙头企业凭借在技术、品质、品牌和渠道等方面形成的竞争优势，能够获得更快成长，同时各子板块估值已降至5年以来的历史低位，安全边际凸显，建议关注优势赛道，优选强α头部企业。**推荐东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、三棵树、兔宝宝、伟星新材**

### 主线二：周期再均衡，把握风光电相关投资机会

**供需博弈，玻纤行业景气周期持续性有望超预期：**上半年受疫情反复等因素影响，国内需求释放不及预期，叠加新增产能投放，粗纱价格整体高位有所回落，电子纱筑底小幅反弹，展望下半年，随着国内疫情影响减弱、复工复产加速，上半年风电、汽车等领域被滞后的需求有望加速回补，叠加出口向好带来的增量贡献，玻纤需求端有韧性；供给端头部企业积极扩张，上半年来看粗纱投放节奏总体符合计划预期，电子纱略有延后，同时下半年仍有投产预期的生产线主要集中在年末点火，预计前期集中释放产能有望逐步消化，叠加能耗双控影响以及冷修动态调节，预计下半年整体冲击可控。此外，考虑到海外企业部分产能的减少及退出，国内龙头企业优势有望进一步扩大，集中度有望进一步提升。中长期来看，在双碳目标背景以及大数据时代背景下，细分市场风电、汽车、电子等领域需求有望持续增长，玻纤有望迎来更大市场空间，看好玻纤需求中长期向上有支撑，玻纤景气周期持续性或有望超预期。**推荐中国巨石、中材科技。**

**建筑玻璃受益地产竣工韧性，光伏玻璃中长期向好：**今年上半年浮法玻璃行业运行整体呈现先扬后抑的走势，目前行业处于传统淡季，供给和成本高位下行业运行压力明显，展望下半年，高产能和高库存仍将对市场形成一定压力，而需求改善的节奏和力度将成为决定下半年行业运行的关键因素，目前房地产行业已经出现销售景气边际改善迹象，前期政策边际回暖有望持续推进，在“保交楼”的要求下，竣工端下半年改善可期，总体玻璃需求仍然具备一定支撑，同时，随着近年来消费升级，多层玻璃的使用和单位开窗面积增加有望对玻璃使用量起到一定提振作用，整体来看，预计下半年行业景气有望获得修复，可积极跟踪下游需求改善情况。中长期来看，头部企业积极开拓新的成长领域，持续推动产业升级，包括进军光伏玻璃领域，挑战电子（盖板）玻璃、药用玻璃等高端细分市场，打开未来成长空间。**推荐旗滨集团、南玻 A。**

**把握需求释放窗口，水泥行业再均衡可期：**上半年水泥行业需求启动缓慢且表现不及预期，目前高库存的背景下，行业淡季竞争有所加剧，价格表现略有承压，展望下半年，随着全国疫情逐步好转，复工复产加快推进，前期一系列“稳增长”相关的政策效果有望在下半年集中显现，下半年水泥需求具备较好弹性，行业运行再均衡值得期待。中长期来看，在“双碳”目标指引下，水泥企业积极推进产业升级转型，加大投资力度，龙头企业率先从各方面探索新的发展思路和第二成长曲线，未来发展值得期待。现阶段，行业 PE、PB 估值均处于历史低位，高分红为企业提供良好安全边际，**推荐海螺水泥、华新水泥、天山股份、塔牌集团、万年青、冀东水泥。**

### 主线三：关注新材料及其他细分成长领域

**多应用催生成长空间，碳纤维行业迎来历史性发展机遇：**碳纤维是目前已大量生产的高性能纤维中具有最高比强度和最高比模量的纤维，是国民经济和国防建设不可或缺的战略新材料，也是国外长期技术封锁和产品垄断的敏感材料。碳纤维产业链较长，生产流程复杂，技术关键点多，长期以来技术创新和发展方向一直被海外主导。随着政策大力支持碳纤维发展，近年来国产碳纤维研发和产业化进程加速推进，产业规模、产品性能、技术水平都得到了较大提升，同时应用领域不断拓展，国产替代进口趋势明显。受益于技术突破叠加需求放量，碳纤维迎来历史性发展机遇。**推荐光威复材。**

**专业照明行业市场空间广阔，龙头企业增长提速：**目前专业照明行业客户认知仍在提升中，市场空间广阔，且竞争格局仍然较为分散，龙头企业市占率低，国内主要知名品牌企业市占率多为 0-3%。龙头企业凭借高标准的销售服务、产品品质、技术研发等，有望在目前分散的行业格局中脱颖而出，通过加大市场开拓力度，业绩有望保持加速，竞争优势将进一步凸显，**推荐海洋王。**

**铝模板行业拐点已现，头部企业开启新一轮成长：**我国铝模板行业正处于快速扩展期，总体呈现“大行业、小企业”的竞争格局。去年以来，受大宗商品原材料价格大幅上涨、房地产行业强监管等一系列因素的影响，铝模板行业进入洗牌期，部分中小企业逐步退出。目前，地产行业前端销售已初现回暖迹象，核心原材料铝锭价格亦出现高位回落，积极因素正在积累，行业拐点有望来临。龙头企业有望凭借高质量的精细化管理，构建更深的成本、管理护城河，并通过合并中小企业产能，整合区域资源，扩大企业规模，未来有望进一步脱颖而出。

## 风险提示

- (1) 宏观经济下行超预期
- (2) 房地产恢复进程低于预期；
- (3) 大宗商品价格持续高位。

表 20: 重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	最新
600585	海螺水泥	买入	35.56	6.28	6.46	6.69	5.66	5.51	5.31	1.00
600801	华新水泥	买入	19.46	2.56	2.97	3.33	7.61	6.55	5.84	1.49
002233	塔牌集团	买入	8.87	1.54	1.61	1.69	5.76	5.50	5.25	0.89
000401	冀东水泥	买入	10.55	1.06	1.51	1.62	9.98	6.99	6.51	0.89
000789	万年青	买入	11.01	2.00	2.11	2.23	5.51	5.22	4.95	1.16
000877	天山股份	买入	12.56	1.45	1.58	1.69	8.68	7.93	7.42	1.34
600720	祁连山	买入	12.38	1.22	1.38	1.49	10.14	8.95	8.33	1.17
600449	宁夏建材	买入	12.24	1.68	1.89	2.00	7.31	6.48	6.12	0.86
601636	旗滨集团	买入	12.69	1.58	1.38	1.62	8.05	9.21	7.83	2.43
000012	南玻 A	买入	7.28	0.50	0.62	0.72	14.62	11.66	10.10	1.89
000786	北新建材	买入	34.63	2.08	2.41	2.77	16.67	14.37	12.52	3.00
600176	中国巨石	买入	17.42	1.51	1.52	1.62	11.57	11.45	10.74	2.86
603601	再升科技	买入	6.34	0.24	0.31	0.39	25.88	20.70	16.30	3.15
002080	中材科技	买入	27.11	2.01	2.38	2.74	13.49	11.41	9.90	3.05
002271	东方雨虹	买入	50.83	1.67	2.09	2.68	30.46	24.34	18.96	4.82
300737	科顺股份	买入	13.44	0.57	0.81	1.09	23.59	16.60	12.30	2.90
002372	伟星新材	买入	23.56	0.77	0.95	1.10	30.67	24.81	21.37	7.46
300599	雄塑科技	买入	8.51	0.61	0.73	0.87	13.98	11.61	9.77	1.34
002641	永高股份	买入	4.89	0.56	0.65	0.73	8.71	7.53	6.65	1.18
002791	坚朗五金	买入	126.84	2.77	3.39	4.68	45.87	37.45	27.07	8.63
603737	三棵树	买入	129.19	-1.11	2.02	2.82	-116.63	64.07	45.80	25.54
300699	光威复材	买入	57.94	1.46	1.81	2.19	39.60	31.94	26.48	6.90
002724	海洋王	买入	12.10	0.50	0.66	0.89	24.06	18.23	13.59	3.22
300986	志特新材	买入	37.16	1.15	1.73	2.24	32.19	21.52	16.59	4.92
002043	兔宝宝	买入	11.60	0.92	1.05	1.32	12.60	11.08	8.78	3.97
002398	垒知集团	买入	6.37	0.38	0.52	0.62	16.87	12.36	10.27	1.32

资料来源：WIND、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032