



政策宽松利多，底部反转可期

建材行业2023年度投资策略

姓名 张绪成（分析师）

证书编号：S0790520020003

邮箱：zhangxucheng@kysec.cn

姓名 朱思敏（联系人）

证书编号：S0790122050026

邮箱：zhusimin@kysec.cn

1. 地产竣工有望迎来修复期，基建支撑作用持续提升

房地产行业：目前政策组合拳已起到一定效果，房地产市场或处于筑底阶段。近期地产融资端利好政策频出，交易商支持民企发债以及预售资金新规将在一定程度上缓解房企资金压力，同时增强购房信心，提振市场需求。但债券发行存在实物资产抵押、额度分配等问题，需持续关注发债资金落地情况。房企资金压力尚未得到有效缓解，2023Q1将迎来偿债高峰期，我们预计地产宽松政策仍有进一步拓展的空间，有望持续至2023Q1。在保交楼主基调下，销售回款资金将优先用于后端施工竣工阶段，且四季度房企加快推盘节奏，为Q4竣工端修复提供较强的支撑。2023年房企到期债务规模依旧较大，在销售端没有显著改善的前提下，我们认为房企流动性风险存在蔓延的可能，预计保交楼仍为2023年地产政策的主基调，竣工端有望持续改善，预计2023年竣工面积同比增速为-5%。基建行业：政府以“尽快形成实物工作量”为主要目标，加速推动配套融资落地，充分释放政策效能，但考虑到冬季疫情扰动，我们预计基建投资对建材需求的拉动作用有望延续至2023Q1。

2. 板块估值处于历史低位，把握地产后周期投资机会

（1）消费建材：2022Q4地产竣工端有望持续边际修复，进一步带动地产后周期消费建材需求回暖；上游原材料价格呈现回调趋势，同时企业提价措施逐步落地，信用减值风险出尽的企业有望率先迎来盈利拐点；目前消费建材估值处于历史低位，安全边际凸显，龙头企业或将率先受益于行业估值修复。受益标的：①三棵树、伟星新材：多元渠道布局，深耕C端业务，收入更具韧性；②东方雨虹：加速布局小B端和C端业务，基建对防水需求的拉动有望在2022Q4以及2023Q1逐步释放；防水新规的出台加速优化竞争格局；③弹性组合：科顺股份、坚朗五金、北新建材。（2）玻璃纤维：地产竣工端有望持续改善以及年底进入风电抢装潮，支撑粗纱需求持续边际改善，库存已迎来向下拐点，我们预计Q4粗纱需求持续改善有望支撑粗纱价格企稳回升。受益标的：中国巨石、长海股份。2022年下半年龙头产能逆势扩张，能耗双控有望逐步淘汰落后产能，龙头企业有望受益于竞争格局的逐步优化。（3）水泥：短期来看，延迟的基建需求或将在Q4逐步释放，同时2022年冬季错峰生产力度增强，我们预计Q4库存将回落，支撑价格延续回暖趋势。目前水泥板块估值处于历史低位，龙头企业分红率较高且有望进一步提升，彰显投资价值；受益标的：海螺水泥、华新水泥。（4）玻璃：我们预计2022Q4以及2023年地产竣工端有望持续修复，下游深加工订单趋势向好，玻璃需求或将逐步释放，价格有望企稳回暖；龙头企业低成本优势显著，且多元化业务布局强化业绩韧性，目前估值处于历史地位，配置投资价值凸显，受益标的：信义玻璃、旗滨集团。

3.风险提示：原材料价格上涨风险；经济增速下行风险；房地产销售不及预期的风险；疫情反复风险；基建落地进展不及预期风险。

目录

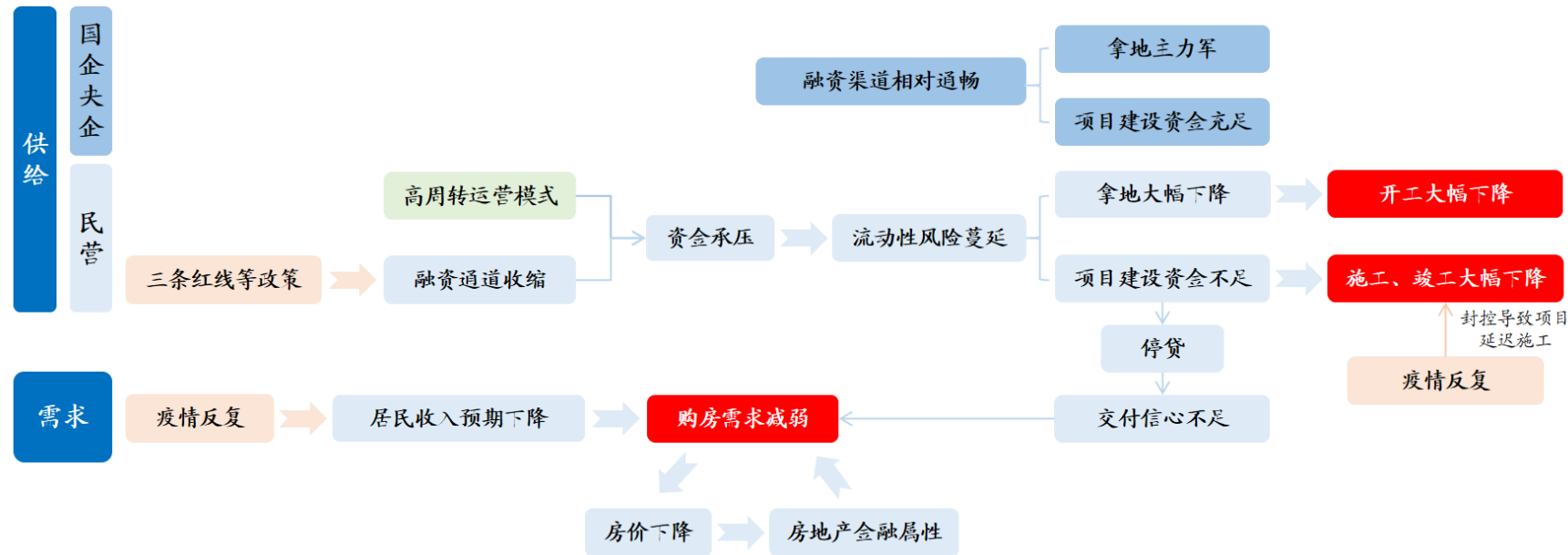
CONTENTS

- 1 下游需求：地产竣工有望迎来修复期，基建支撑作用持续提升
- 2 消费建材：Q4地产基本面有望边际改善，龙头企业估值修复可期
- 3 玻璃纤维：价格企稳回升，关注风电投资机会
- 4 水泥：供需有望迎来修复，龙头企业具备高投资性价比
- 5 玻璃：地产竣工修复逻辑有望延续，支撑玻璃价格企稳回升
- 6 风险提示

1.1 地产已处底部时刻，政策调控及疫情影响已充分释放

2016年12月国家首次确定“房住不炒”的主基调，2021年“三条红线”政策和房地产贷款集中度管理制度相继落地，进一步压缩涉房贷款、按揭贷款、开发贷，房企融资通道加速收紧，房企债务规模增速显著下降；受高周转运营模式的影响，2021年房企到期债务规模突破万亿，叠加2021年下半年地产销售动能减弱，房企资金压力凸显，部分民营房企美元债相继违约，流动性风险蔓延。2022年疫情呈现点多、面广、频发的特征，居民收入预期下降，叠加停贷事件导致消费者对房企交付信心不足，市场信心受到较大冲击，购房者大多持观望态度，购房意愿下降，房企销售回款困局难解，流动性风险蔓延。

图1：房地产行业供需双重承压



资料来源：开源证券研究所

1.2 地产维稳政策发力：提振需求&疏通融资

受房企资金承压和疫情的双重影响，项目存在停工或延期交付的风险，叠加经济增速趋缓和疫情反复导致购房者收入预期下降，2022年7月发生停贷事件。国家聚焦“保交楼、稳民生”，疏通房企资金和提振市场需求协同发力：

第一类，针对房企——疏通资金，一方面，交易商协会、六大国有银行等金融机构通过增信工具助力房企融通资金，提振市场信心；另一方面，地方成立纾困基金，精准聚焦保交楼，进一步控制停贷风险；同时，地方政府可适当优化预售资金监管政策，提高预售资金的使用效率。

第二类，针对购房者——刺激消费，在疫情反复以及停贷风险尚未完全出清的情况下，购房者观望情绪浓厚，国家密集出台政策组合拳稳地产：中央层面，通过降息、降准、下调首套住房商贷利率、个税退税优惠降低购房和换房成本；地方层面，以满足刚需和改善性住房需求为核心，因城施策用好政策工具箱，进一步激活地方楼市需求。

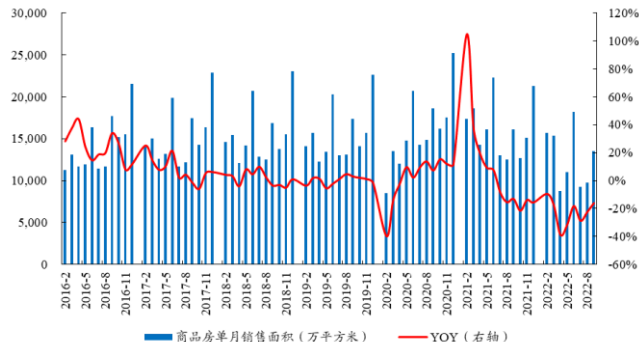
表1：国家频出地产利好政策

激励措施	部门	政策内容
疏通房企资金	债券融资	上交所、中债公司、交易商协会
	银行融资	央行、银保监会
	政策性银行专项借款	住建部、财政部、人民银行等
	制定政策，地方设立专项基金	制定政策，地方设立专项基金
提振市场需求	预售资金	住建部制定政策，地方根据情况优化
	降息	中国人民银行
	下调商贷利率	央行、银保监会
	释放流动性	中国人民银行
政策工具箱	个税退税优惠	财政部、税务总局
	政策工具箱	地方政府

资料来源：中国人民银行官网、住建部官网、上交所官网、财政部官网、开源证券研究所

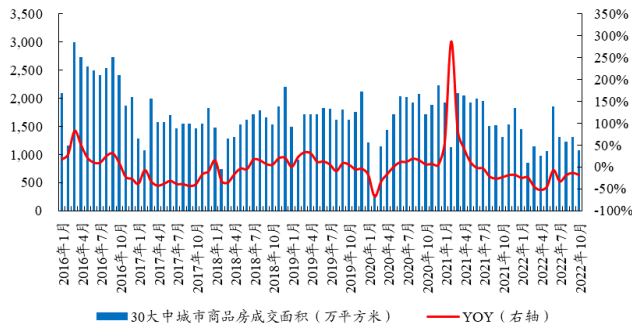
随着高温雨季以及疫情等不利因素逐渐消失，2022年9月销售数据阶段性回暖，同比降低16.16%，降幅较8月缩小6.42pct。2022年10月国内疫情反复，呈现点多、面广、频发的特征，叠加停贷风险尚未完全出清，购房者观望情绪浓厚，30大中城市商品房成交面积同比下降18.03%，降幅较8月扩大4.53pct。从整体来看，购房者对期房交付信心尚未恢复，叠加疫情反复、经济低速运行、人口增速趋缓等因素影响，住宅市场持续降温对地产形成较大拖累，且一二线城市销售修复速度快于三四线城市。

图2：全国商品房单月销售面积阶段性回暖



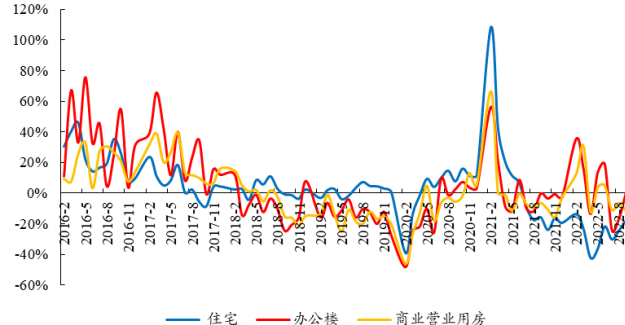
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：30大中城市商品房成交面积10月同比降幅扩大



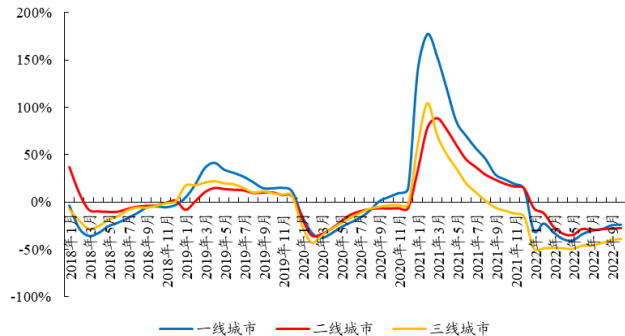
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：住宅单月销售面积同比降幅较大（万平方米）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：一二线城市修复速度快于三四线城市（万平方米）

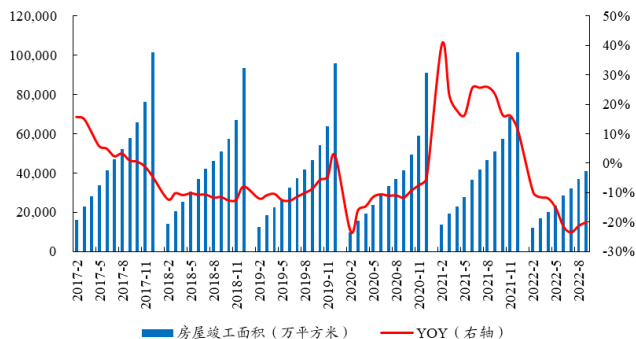


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 地产保交楼致竣工面积边际改善，投资开工尚需等待

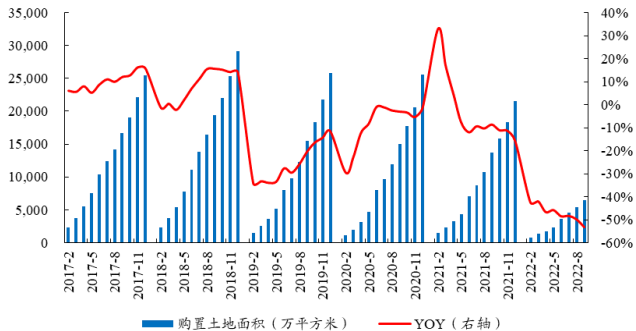
随着纾困基金逐步落地以及预售资金监管仍趋严，停贷风险得到有效控制，地产项目陆续复工复产，1-9月房屋累计竣工面积为40,879 万平方米，同比降低19.87%，较1-8月降幅缩小1.27pct，竣工数据边际改善，保交楼政策初显成效。房企拿地开工尚显低迷，仍需更多的支持政策，其原因包括：（1）销售整体仍呈现疲软态势，在保交楼主基调下，资金优先用于项目建设；（2）2021年7月，监管部门要求试点房企拿地销售比不超过40%，拿地金额受限；（3）2023Q1将迎来偿债高峰期，房企拿地趋于保守。房地产开发投资延续低迷态势，1-9月房地产开发投资完成额为103,559亿元，同比降低8%，较1-8月降幅扩大0.61pct。

图6：保交楼政策支持房屋竣工面积边际改善



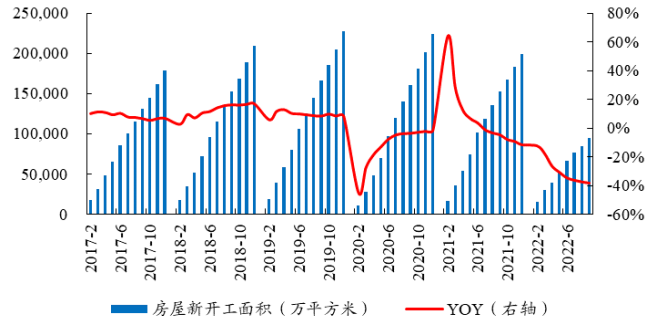
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：购置土地面积持续低迷



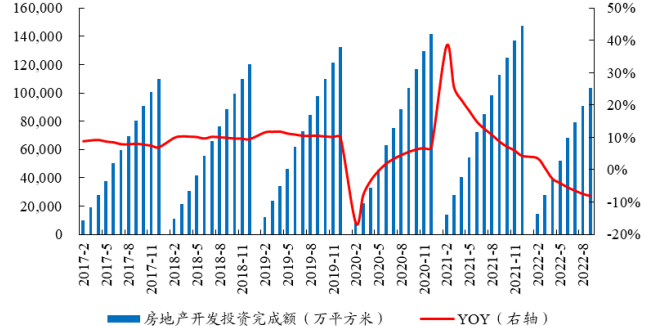
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：房屋新开工面积持续低迷



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：房地产开发投资完成额持续低迷



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5 地产政策延续宽松态势，竣工面积有望持续改善

政策端：地产宽松政策有望延续。目前政策组合拳已起到一定效果，房地产市场或处于筑底阶段。近期地产融资端利好政策频出，11月8日交易商协会宣布将支持民营企业发行债券，金额约2500亿元，中债信已同意为龙湖集团、新城控股和美的置业发债提供担保，金额分别为200、150、50亿元；11月14日，银保监会发布预售资金监管新规，保函可用于置换预售资金，置换金额不得超过确保项目竣工交付所需金额的30%，保函置换优先用于项目工程建设和偿还项目债务，不得用于新增投资、购买土地等。交易商支持民企发债以及预售资金新规将在一定程度上缓解房企资金压力，同时增强购房信心，提振市场需求，加速企业销售回款。但债券发行存在实物资产抵押、额度分配等问题，需持续关注发债资金落地情况。目前房企资金压力尚未得到有效缓解，且地产销售尚未有明显改善，2023Q1房企将迎来偿债高峰期，我们预计地产宽松政策仍有进一步拓展的空间有望持续。

销售端：需重点关注地产销售的修复情况。增信融资金额和纾困基金规模有限且具有时效性，中长期来看，房企流动性困境能否破局仍取决于销售端的复苏态势。近期地产融资端利好政策频出有望缓释地产信用风险，进一步支撑市场信心边际修复；叠加疫情防控政策持续优化调整，疫情对地产销售的冲击或将逐步减弱；后期需持续关注地产销售的修复情况。

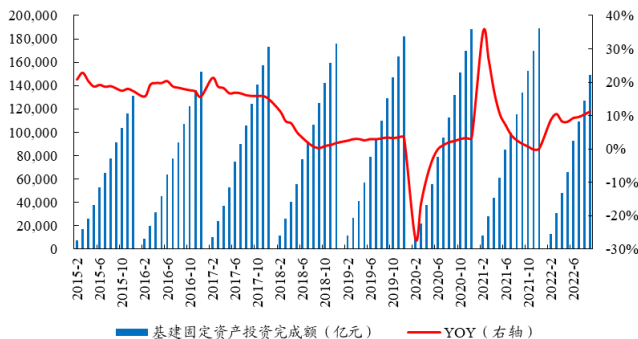
竣工端：保交楼和预售资金监管政策支撑竣工端持续改善。受行业高周转运营模式的影响，施工面积处于历史高位，在保交楼主基调下，销售回款资金将优先用于后端施工竣工阶段；近期出台预售资金新规，保函置换优先用于项目工程建设和偿还项目债务，在严格控制风险的基础上提高资金使用效率，为Q4竣工端修复提供较强的支撑。2023年房企到期债务规模依旧较大，在销售端没有显著改善的前提下，我们认为房企流动性风险存在蔓延的可能，预计保交楼仍为2023年地产政策的主基调，竣工端有望持续改善，预计2023年竣工面积修复至同比个位数下降。

拿地和开工端，在销售持续疲软的情形下，房企拿地较谨慎，预计2022Q4以及2023年拿地和新开工面积将延续低迷态势。

1.6 基建投资持续提速，成为稳增长的重要抓手

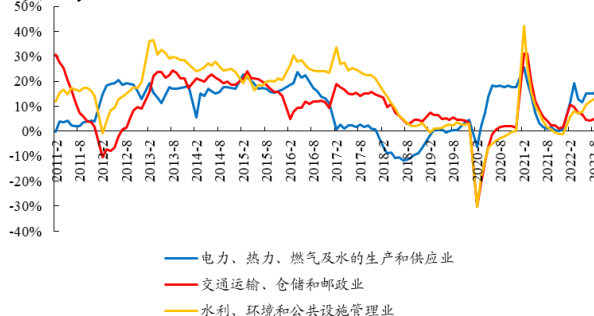
基建作为逆周期调节工具，成为稳增长、扩内需的重要抓手。随着疫情、高温雨季等阶段性因素消失，基建投资持续提速，2022年1-9月基建固定资产投资累计完成额为14.91万亿元，同比增长11.20%，较1-8月增幅扩大0.83pct；9月基建固定资产投资完成额为2.19万亿元，同比增长16.28%，较8月增幅扩大0.88pct。分行业分析，水利管理业累计完成额增速显著高于铁路、道路、航空运输业，增速分别为15.50%、-3.10%、2.50%、0.00%，较1-8月增幅分别扩大0.50pct、-0.70pct、1.20pct、1.90pct。

图10：广义基建固定资产投资完成额呈现稳健增长的态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：电热气水和水利固定资产投资完成额同比增速较高



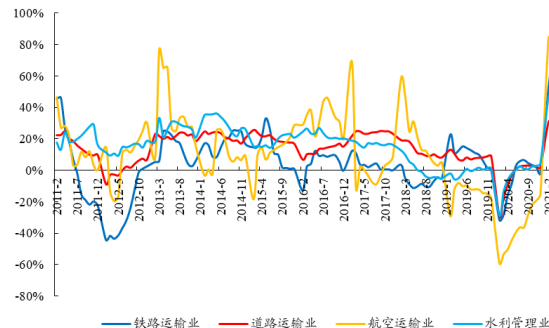
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：单月基建固定资产投资完成额持续提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：水利管理业固定资产投资完成额同比增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

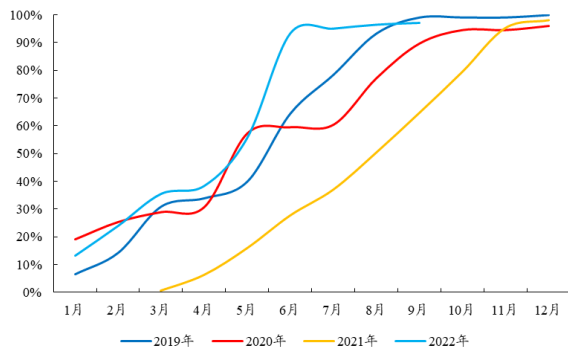
1.7 基建投资对建材需求的拉动作用有望延续

地方政府专项债是基础设施建设项目投资资金的重要来源之一。2022年地方政府专项债设定目标为3.65万亿元，与2021年持平，截至2022年6月末，累计发行新增地方政府专项债券金额为3.41万亿元，占设定目标的93.32%，相较于2021年6月末的27.79%，2022年财政支出节奏加快，财政前置是基建投资快速增长的重要驱动力。

新增政府专项债主要应用于基建领域。广义基建包括市政建设及产业园区、交通、农林水利、生态环保、能源、城乡冷链物流基础设施。2022年1-9月，累计使用地方政府专项债3.51万亿元，其中2.29亿元专项债应用于基建领域，占使用总额的65.23%。

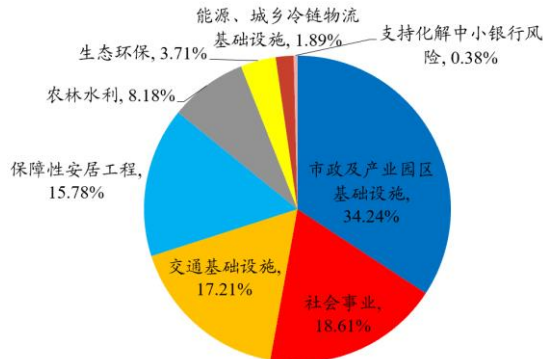
基建实物工作量落地存在时滞，基建投资对需求的拉动作用有望延续。地方政府专项债券发行后，财政部门将债券募集资金拨付至项目单位，项目单位施工形成实物工作量，因此从基建投资到实物工作量落地存在时滞性，而基建投资对上游需求的拉动主要体现在实物工作量中。随着上海疫情、高温雨季等阶段性因素逐渐消退，基建项目迎来赶工潮，石油沥青开工率自6月加速提升，目前已恢复至2021年同期水平。针对基建领域，政府以“尽快形成实物工作量”为主要目标，加速推动配套融资落地：新增政策性银行信贷额度8000亿元、政策性开发性金融工具3000亿元、地方结存专项债限额5000多亿元，充分释放政策效能；但考虑到冬季疫情扰动，我们预计基建投资对建材需求的拉动作用有望延续。

图14：2022年6月地方政府专项债基本发行完毕



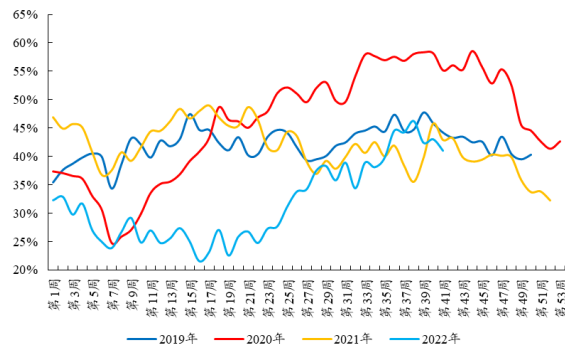
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：政府专项债主要应用于基建领域



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：目前石油沥青开工率已恢复至2021年同期水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

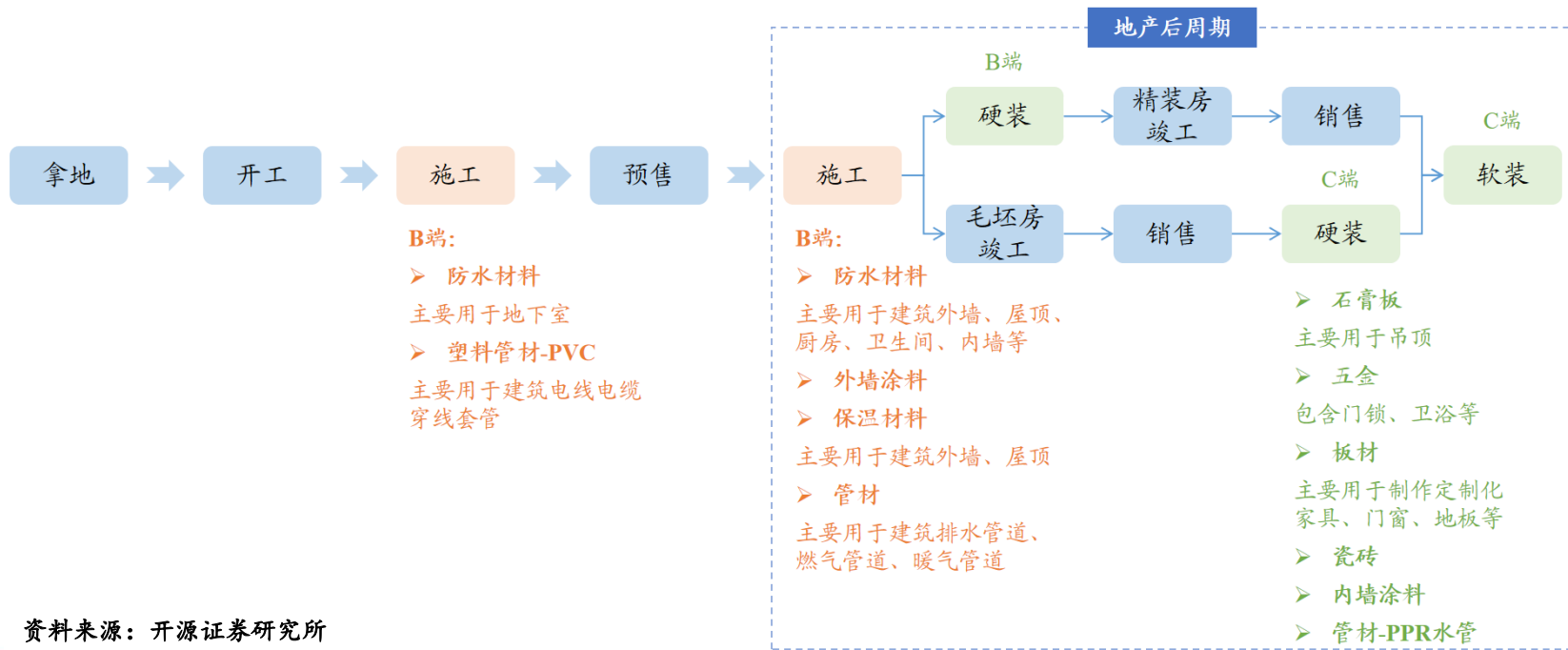
CONTENTS

- 1 下游需求：地产竣工有望迎来修复期，基建支撑作用持续提升
- 2 消费建材：Q4地产基本面有望边际改善，龙头企业估值修复可期
- 3 玻璃纤维：价格企稳回升，关注风电投资机会
- 4 水泥：供需有望迎来修复，龙头企业具备高投资性价比
- 5 玻璃：地产竣工修复逻辑有望延续，支撑玻璃价格企稳回升
- 6 投资建议及风险提示

2.1 消费建材需求在地产后周期集中释放

消费建材的下游应用领域主要为房地产市场。地产前周期主要包含新房建设中地基基础和主体结构工程，形成对水泥、防水卷材、PVC电线管材等建材的需求，与开工面积相关性较高；地产后周期主要包含新房建设的装饰装修工程（B端）、针对精装房的精装修工程（B端）、毛坯房或精装房竣工交付后的家装（C端），与竣工面积和销售面积相关性较高。随着房地产市场步入存量时代，二手房装修和旧房翻新将进一步带动家装市场扩容。因此，消费建材需求主要在地产后周期集中释放。

图17：消费建材主要应用于地产项目施工阶段和装修阶段



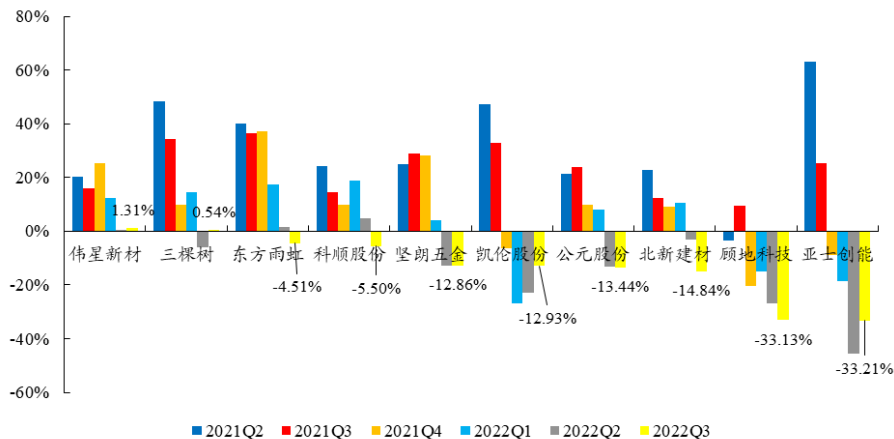
资料来源：开源证券研究所

2.2 深耕零售业务助力业绩逆势增长

受地产调控政策持续收紧以及流动性风险蔓延的影响，房地产行业景气度持续下行，消费建材企业大B端业务订单量持续缩减，营收增速自2021Q4显著下降。2022年上半年华东和华南两大核心市场疫情较为严重，叠加房地产流动性风险尚未完全出清，7月发生停贷事件，消费建材需求再度受到抑制，2022Q3仅三棵树和伟星新材两家企业营收实现同比正增长。

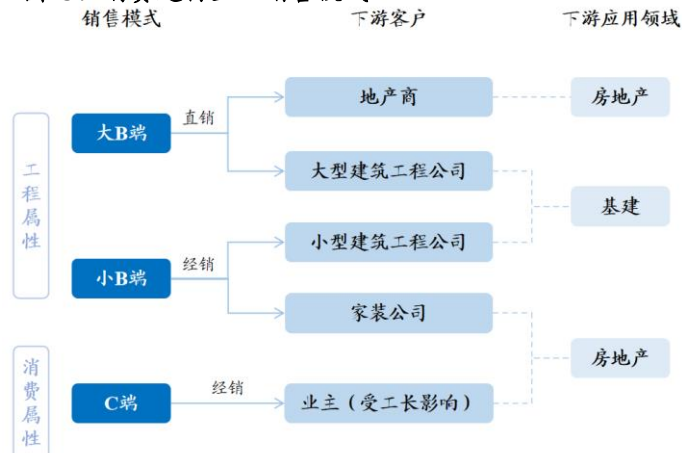
在房地产基本面数据持续疲软、基建项目落地不及预期的背景下，**深耕零售业务的企业收入更具韧性**。相较于大B端业务，C端业务受下游房企流动性风险的影响较小，毛利率较高且成长性更强。三棵树、伟星新材坚持差异化发展战略，深耕零售业务，持续拓展和优化渠道布局，2021年C端业务营收占比已达到19%、48%，远高于亚士创能的5%、公元股份的15%；2021年C端业务营收增速分别达103%、28%，成为公司收入增长的主力军。多渠道布局有助于企业分散风险，平滑业绩波动，相较于B端业务占比较高的企业，深耕零售业务的三棵树和伟星新材收入呈现较强的韧性，2022Q3实现逆势增长，收入同比增速分别为1.31%、0.54%。

图18：2022Q3仅伟星新材和三棵树收入实现同比正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：消费建材企业销售模式



资料来源：开源证券研究所

2.3 龙头优势凸显，行业格局持续优化的逻辑正逐步兑现

消费建材细分行业呈现“大市场、小企业”的格局，**龙头市占率提升的逻辑正逐步兑现**：（1）行业景气度下行催化中小企业加速出清，中小企业大多针对某个区域开展业务，对单一客户依赖性较强，抗风险能力较弱；自2021年下游需求持续疲软，且2022年原材料有色金属、原油价格维持高位，行业利润率显著下滑，持续亏损的中小企业退出市场；（2）**国家政策和行业规范加速淘汰落后产能**，防水新规将于2023年4月1日正式实施，防水设计使用年限由旧规的5年提升至20-25年，有望加速出清非标产品；绿色建材政策频出，对环保生产和产品品质提出更高的要求，从中长期来看将逐步淘汰低端产能，具有研发优势、品牌优势、优秀运营管理能力的龙头企业将进一步扩大市场份额；（3）**“竞品质”成为土拍新规则**，当房企拍地价格达到竞价上限后，各竞买方上报新房建设方案，根据设定的建筑品质标准打分，分数较高者获得土地使用权；各地区资规局设定的品质标准包含建筑材质、绿色建材、低能耗建筑等方面，将促进建材行业结构优化升级。

图20：“竞品质”成为土拍新规则（以合肥市为例）

序号	评审项目	子项	标准	分值
1	规划设计（50分）	建筑层高	建筑层高2.90米-3米之间，每增加0.05米，加4分；超过3米后，每增加0.05米，加1分。	10
		建筑外立面	住宅建筑外立面美观大气，沿街、主次干道两侧外立面采用公建化处理。	5
		建筑材质	住宅基底以上重要部位外立面采用石材、陶板、金属板、一体板等富有质感、高品质的建筑装饰面材料。	5
			公共服务配套的建筑（学校、邻里中心等）全部采用石材、陶板、金属板、一体板等富有质感、高品质的建筑装饰面材料。	5
		海绵城市建设	地块年径流总量控制率达到85%以上，加3分；达到90%以上加4分。	4
		配套停车位配比	在规划设计条件规定的基础上，停车位配建指标每提高10%加2分。	6
		景观绿化	绿地率超过规定标准的，每增加1%，加1分，最高分2分。	2
			绿地布局、功能分区合理，以植物造景为主，乔、灌、花、草(地被)合理配置，集中绿地覆土深度>1.5米，乔木覆盖面积占绿地总面积比例>50%；每100平方米的绿地上乔木>3株；乔木与建筑有窗阳台最小间距>5米，乔木常绿、落叶比<3:1，乔木胸径>12cm，最高分2分。	2
			居住区内幼儿园等6层以下公共建筑设置屋顶绿化，覆土深度满足种植规范要求，种植设计合理，最高分2分。	2
			居住区采用通透式围墙，设置垂直绿化，栽种藤本植物，最高分2分。	2
			亭、廊和儿童游乐设施满足居民功能需要，最高分2分	2
2	工程建设（65分）	人车分流	住宅小区实现人车分流	5
		绿色建筑	全面实施绿色建筑，一星级加3分，二星级加6分，三星级加10分	10
		装配式建筑	装配率55%，得5分；装配率60%，得10分；装配率65%，得15分	15
		超低能耗建筑	实施超低能耗建筑面积达到2000平方米，加2分，每增加2000平方米，加1分	5
		可再生能源建筑应用	全面采用建设运营一体化方式应用地(水)源热泵可再生能源技术供暖制冷	10
		配建充电设施	安装充电设施占总车位比例达到15%（含增加相应的电力负荷）加3分，达到20%及以上加5分	5
		绿色建材	使用通过星级认证（评价）的绿色建材产品。每选用1类且100%应用二星级的，加1分，每选用1类且100%应用三星级的，加2分	8
		工程质量保险	购买工程质量保险（竣工备案之后2年开始计算保险期），受益人为住宅产权人（保险期内权益随产权转移）。地基基础、主体结构保险期不低于10年且安装、装修（含外保温、防水）工程保险期不低于5年；地基基础、主体结构保险期每增加1年加0.5分，最多加至3分。安装、装修工程保险期每增加1年加0.5分，最多加至3分。	6
3	开发企业（5分）	分户验收	已销售房屋，分户验收邀请业主参加，参与率达50%的，加2分，每增加5%加0.5分。	6
		资质等级	房地产开发一级资质	5
			房地产开发二级资质及以下	4
总分				120

资料来源：第一房研究院、开源证券研究所

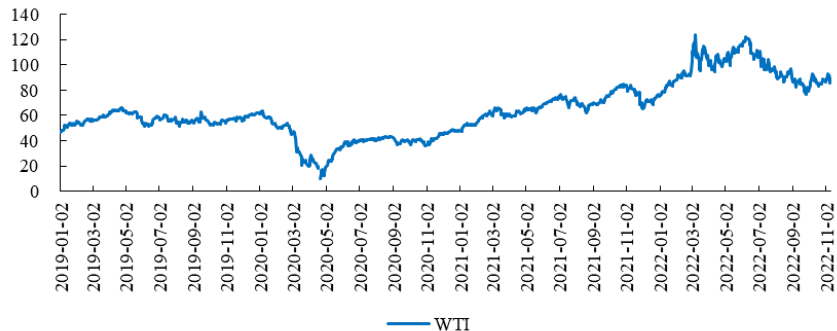
2.4 提价对冲原材料成本压力，盈利有望改善

防水材料：受俄乌冲突的影响，2022年原油价格大幅上涨，6月WTI原油现货价格达到峰值122美元/桶，较年初增长60.5%。由于全球经济增速预期放缓，自6月底原油价格回调，但目前仍处于历史高位，11月4日WTI价格较年初增长约22%，防水企业毛利持续承压。东方雨虹、三棵树、科顺股份、凯伦股份、北新建材等陆续发布涨价通知，同时部分企业通过储备原材料库存的方式降低涨价影响，但企业的库存计价方式拖累Q3毛利率。随着三季度原油价格回调以及涨价逐步落地，防水企业Q4毛利率有望环比改善。

五金：有色金属价格持续走高，坚朗五金毛利率呈现下降态势。

涂料：除五金和防水行业，其他原材料价格均进入下行通道，涂料原材料降幅较大，三棵树和亚士创能毛利率显著改善。

图21：目前原油现货价格维持高位运行（美元/桶）



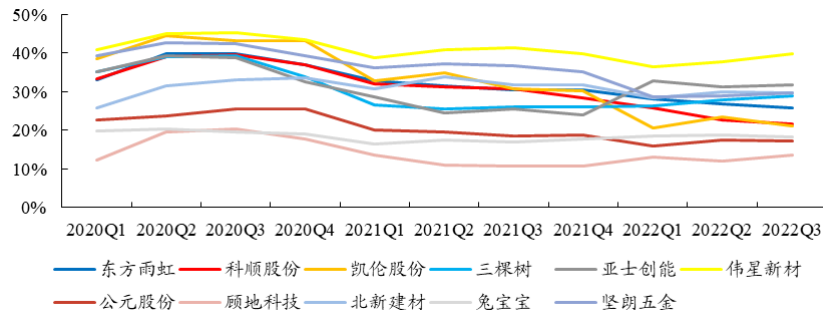
数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：消费建材主要原材料价格（2022/11/4）

消费建材	原材料	价格 (元/吨)	周涨跌幅	同比涨跌幅	较年初涨跌幅
防水材料	原油	95	5.36%	17.51%	21.73%
	沥青	5320	-1.85%	23.15%	22.30%
	SBS改性沥青	5100	-1.92%	28.30%	24.39%
建筑涂料	丙烯酸	6700	0.00%	-60.36%	-43.22%
	钛白粉	15000	0.00%	-25.37%	-23.47%
石膏板	固废				
	(2022/10/21)	1996	-0.30%	-21.48%	-18.86%
管材	聚丙烯PP	8410	-1.52%	-7.58%	-3.22%
	聚氯乙烯PVC	6040	1.49%	-37.51%	-29.00%
	高密度聚乙烯HDPE	8305	0.36%	-6.63%	-5.55%
减水剂	环氧乙烷				
	(2022/10/30)	7000	-2.78%	-30.00%	-6.67%
	聚羧酸减水剂单体 (HPEG袋装)	8000	0.00%	-28.57%	-9.09%
胶黏剂	甲基丙烯酸甲酯 (MMA)	11175	0.22%	-12.87%	-5.89%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2022年以防水、五金为主营业务的企业毛利率持续下降



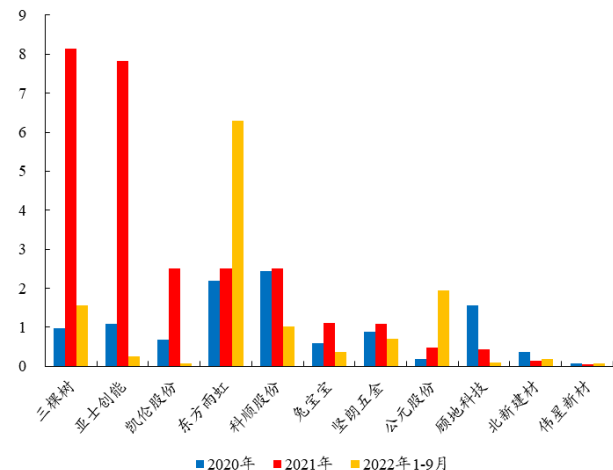
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5 信用减值风险大幅释放的企业有望率先迎来盈利拐点

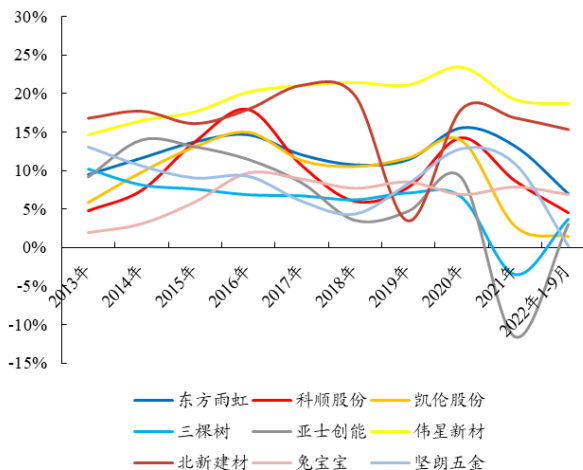
房企资金压力传导至上游，自2021Q3建材企业陆续对地产客户计提大额应收账款坏账准备，拖累盈利。针对大B端业务，建材企业坚持风控优先，相应措施包含：（1）加大与国央企地产客户的合作；（2）选择与优质民企合作，采用现货现结的结算方式，严禁新增风险敞口；（3）定期评定正在合作的民营地产客户的风险；（4）要求已合作且存在风险的民营地产客户提供担保措施。同时将应收账款回款作为员工业绩考核范围，督促销售回款。

龙头企业积极拓展非房业务以及地产优质客户，前五大客户营收占比普遍下降，企业对大客户依赖度逐渐降低，风控效果逐渐显现。三棵树和亚士创能在2021年集中计提坏账准备，风险已大幅释放，2022年盈利率先回暖。东方雨虹在2022年计提大额坏账准备，且上游原油价格维持高位运行的态势，产品提价仍处于逐步落地的阶段，预计将于2023年迎来盈利拐点。

图23：消费建材企业计提大额应收账款坏账准备（亿元）图24：消费建材企业计提坏账拖累盈利

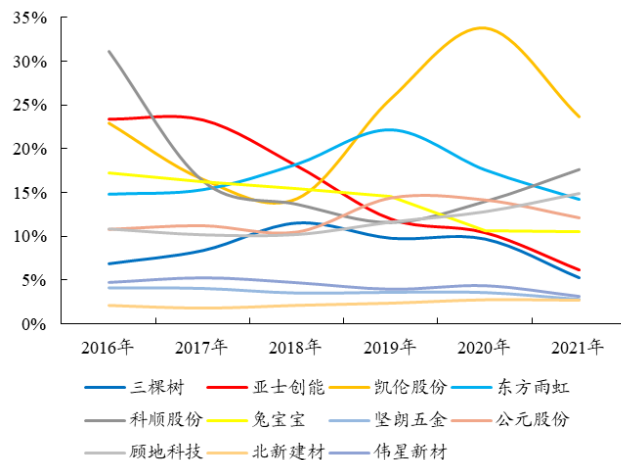


数据来源：Wind、开源证券研究所



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：消费建材企业前五大客户集中度降低



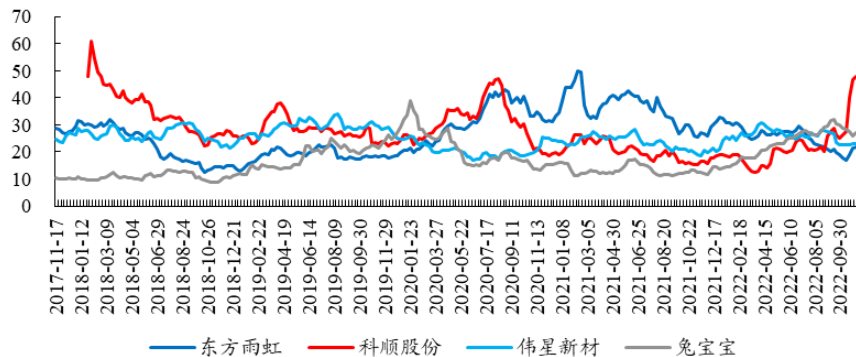
数据来源：Wind、开源证券研究所

短期来看，随着保交楼政策逐步落地，叠加2023Q1偿债高峰期的临近，融资端利好政策有望持续加码，2022Q4地产竣工端有望边际修复，进一步带动地产后周期消费建材需求回暖。上游原材料价格呈现回调趋势，同时企业提价措施逐步落地，信用减值风险出尽的企业有望率先迎来盈利拐点。目前消费建材估值较低，安全边际凸显，龙头企业凭借多元渠道布局、较强的议价能力、较强运营能力等核心优势或将率先受益于行业估值修复。

中长期来看，房地产行业步入存量时代，二手房装修和旧房翻新有望进一步扩容家装市场，叠加目前精装房渗透率增速放缓，零售市场有望成为行业新增长点。受益于行业景气度下行催化中小企业加速出清、国家政策和行业规范标准提高、土拍新规“竞品质”，龙头企业优势凸显，市占率提升的逻辑正逐步兑现。

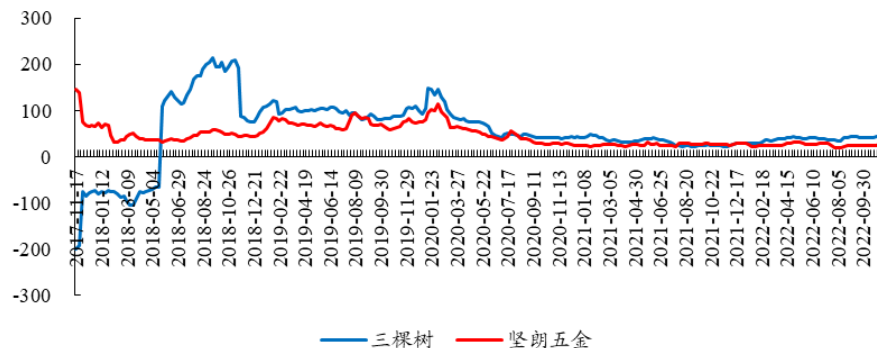
受益标的：（1）**三棵树、伟星新材**：多元渠道布局，深耕C端业务，收入更具韧性。（2）**东方雨虹**：加速布局小B端和C端业务，基建对防水需求的拉动有望在2022Q4以及2023Q1逐步释放；研发优势凸显，防水新规的出台加速优化竞争格局。（3）弹性组合：**科顺股份、坚朗五金、北新建材**。

图26：东方雨虹、伟星新材、兔宝宝估值较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：自2020年三棵树和坚朗五金估值大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 下游需求：地产竣工有望迎来修复期，基建支撑作用持续提升
- 2 消费建材：Q4地产基本面有望边际改善，龙头企业估值修复可期
- 3 玻璃纤维：价格企稳回升，关注风电投资机会
- 4 水泥：供需有望迎来修复，龙头企业具备高投资性价比
- 5 玻璃：地产竣工修复逻辑有望延续，支撑玻璃价格企稳回升
- 6 风险提示

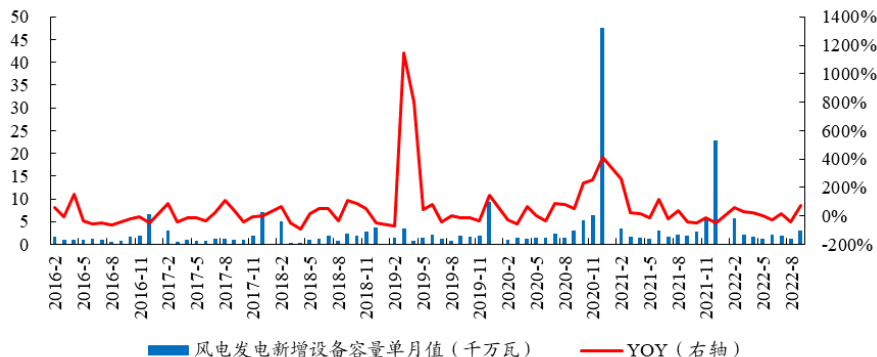
3.1 风电高景气度和汽车轻量化为粗纱需求提供增长动力

内需方面，风电高景气度和汽车轻量化为粗纱需求提供增长动力：

1. 内需-风电领域：风电叶片占风力发电系统总成本的22%，玻纤作为增强材料占风电叶片成本的28%；玻纤性价比优势凸显，成为主流风电叶片的增强材料。在碳中和政策导向下，风电行业步入高景气周期。2020年10月《风能北京宣言》提出“十四五期间年均新增风电装机50GW以上”，2022年1-9月风电新增设备容量19.24GW，同比增长17.10%，按照规划Q4至少新增风电发电设备容量30.76GW，1GW风电装机所需玻纤用量约1吨，风电高景气度以及风电大型化趋势有望持续支撑玻纤需求。

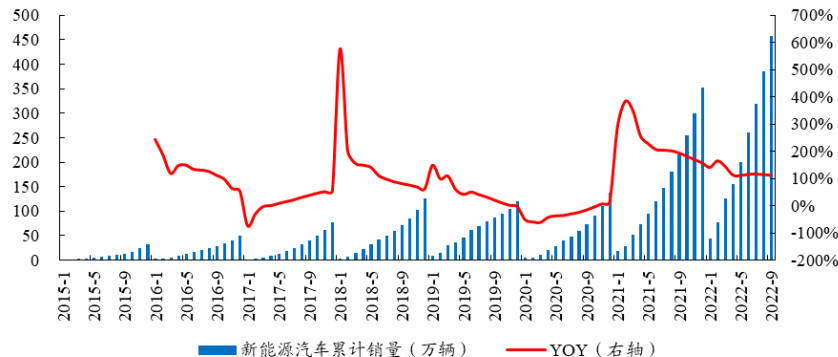
2. 内需-汽车领域：轻量化是新能源汽车实现节能减排的重要途径，2015年国务院印发的《中国制造2025》提出汽车轻量化重点推广应用合金、塑料及非金属复合材料，2020年中国塑料改性化率仅21.7%，远低于全球50%，改性化率提升空间较大；2019年工信部出台《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》征求意见稿提出2025年新能源汽车渗透率达25%，2021年新能源汽车销量为352.05万辆，同比增长157.48%，渗透率为14.8%，较2020年渗透率扩大9pct；随着新能源汽车渗透率快速提升以及改性化率潜在提升空间较大，玻纤有望持续放量。

图28：自2022年7月风电发电新增设备容量单月值维持高速增长的趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：新能源汽车销量呈现高速增长的趋势



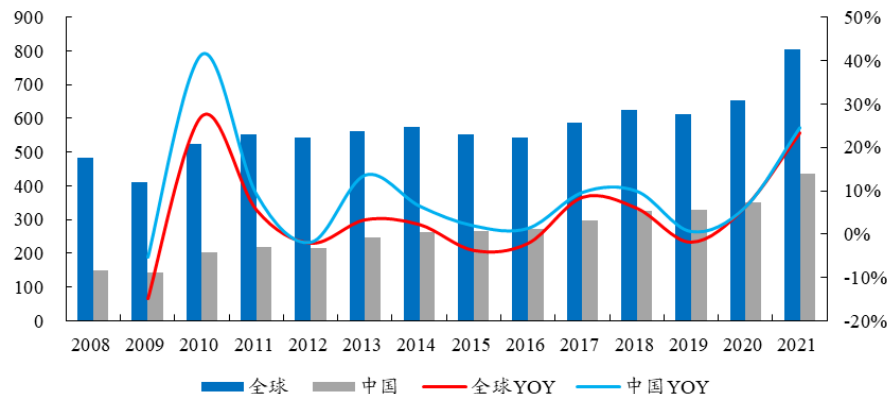
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 PCB丰富的应用场景支撑电子纱需求

内需方面，**PCB丰富的应用场景支撑电子纱需求**。电子纱所处产业链为“电子纱—电子布—覆铜板—印刷电路板（PCB）”，PCB下游应用领域广泛，主要应用于通讯、计算机、消费电子、汽车电子等领域。全球PCB产能向中国转移，中国成为全球最大的PCB生产商，产值占比由2010年的38.44%增长至2021年54.21%。近几年受益于消费电子的快速发展，中国PCB产值增速快于全球。受疫情、国际形势紧张的影响，消费电子需求走弱，但随着各领域电子化程度不断提高，新一代信息技术、汽车电子等新应用领域不断涌现，将有力支撑PCB需求，进一步带动电子纱需求增加。

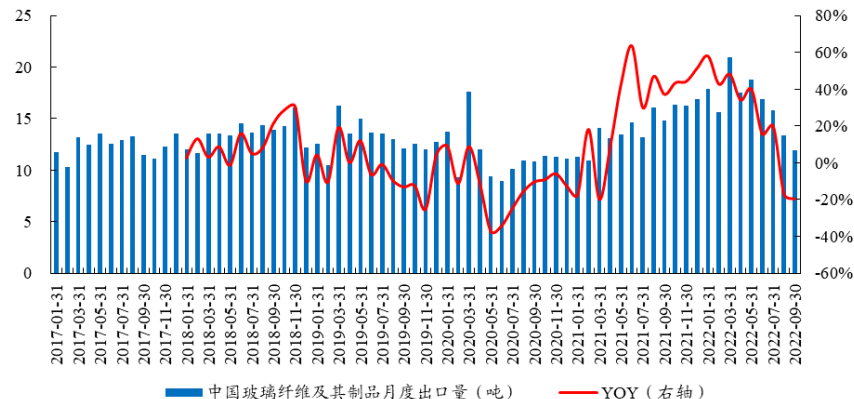
外贸方面，在全球经济下行压力较大的背景下，海外市场需求下降，自2022年8月中国玻纤及其制品出口量呈现负增长，9月同比降幅达19.74%，相较于8月降幅扩大2.62pct。随着美国CPI见顶回落，加息幅度放缓从而有利经济恢复，我们认为未来玻纤出口将有所好转。

图30：中国PCB产值增速较高于全球增速（亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：自2022年8月玻纤及其制品月度出口呈现负增长



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

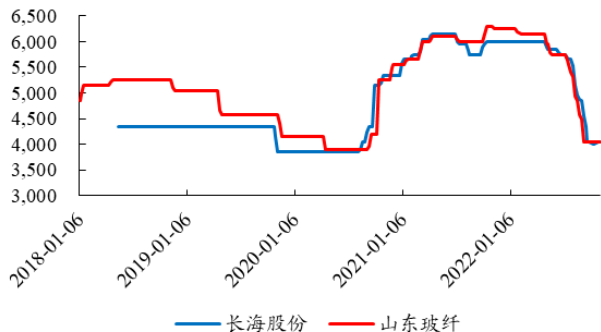
3.3 投资建议：龙头企业构筑宽深护城河，竞争格局持续优化

玻纤下游应用领域包含建材（34%）、电子电气（21%）、交通运输（16%）、管罐（12%）、工业应用（10%）、新能源环保（7%），玻纤行业兼具周期和成长属性。受疫情影响，国内需求较弱，海外需求强劲支撑粗纱价格维持高位运行；随着邢台金牛10万吨、重庆三磊10万吨、上海天玮1.8万吨粗纱产能分别于2022年4月30日、6月27日、6月30日投产以及出口需求走弱，供给端压力逐步增加，推动库存走高，粗纱价格持续下降。在保交楼以及融资政策催化下，地产竣工端有望持续改善，叠加年底进入风电抢装潮，支撑粗纱需求持续边际改善，库存已迎来向下拐点，我们预计Q4需求持续改善有望支撑粗纱价格企稳回升。

受疫情影响，PCB开工情况较弱，电子纱需求持续疲软，且2022年上半年国内新增10万吨电子纱产能，供增需缩拖累电子纱价格持续下行。近期中下游刚需提货以及局部适当备货带动整体产销有所好转，且电子纱市场成本端对当前价格形成较强支撑，生产商提价意愿较强，电子纱价格持续边际改善。但考虑冬季疫情频发，后期需持续关注PCB开工节奏。

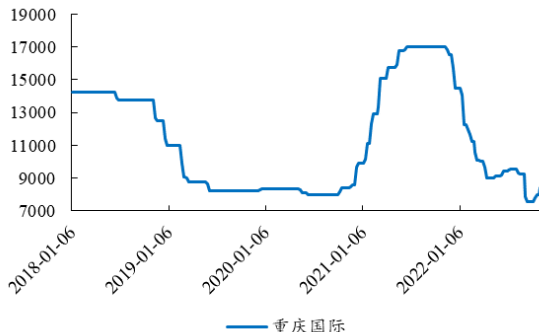
受益标的：中国巨石、长海股份。国内玻纤行业呈现寡头垄断特点，龙头企业具有研发优势、规模优势、资金实力雄厚、运营能力优异等核心竞争力，高端产品（电子纱）占比较高，构筑宽深护城河。2022年下半年龙头产能逆势扩张，能耗双控有望逐步淘汰落后产能，龙头企业有望受益于竞争格局的逐步优化。

图32：近期无碱缠绕直接纱价格企稳（元/吨）



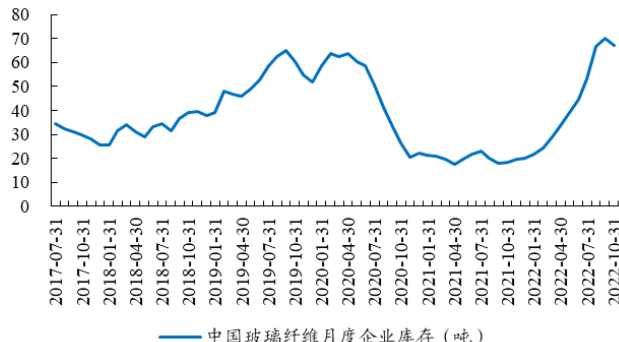
数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

图33：近期电子纱价格持续回暖



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

图34：中国玻璃纤维库存迎来向下拐点



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

目录

CONTENTS

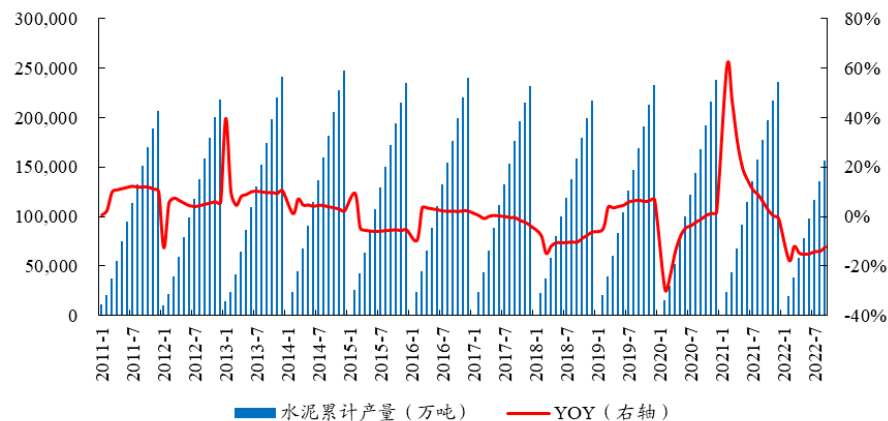
- 1 下游需求：地产竣工有望迎来修复期，基建支撑作用持续提升
- 2 消费建材：Q4地产基本面有望边际改善，龙头企业估值修复可期
- 3 玻璃纤维：价格企稳回升，关注风电投资机会
- 4 水泥：供需有望迎来修复，龙头企业具备高投资性价比
- 5 玻璃：地产竣工修复逻辑有望延续，支撑玻璃价格企稳回升
- 6 风险提示

4.1 新开工疲软拖累需求，基建有望支撑水泥需求弱复苏

水泥下游应用领域主要为房地产、基建、农村建设，占比分别为35%、42%、23%。随着疫情、高温雨季结束，水泥产量边际改善，1-9月水泥产量为15.63亿吨，同比降低12.09%，较1-8月降幅缩小1.79pct；开工率持续回暖，9月23日-29日，水泥开工率为57.98%，较9月初改善6.13pct；但整体恢复节奏缓慢。10月受疫情冲击，水泥开工率承压回落，降至过去5年最低水平，制约水泥需求复苏。整体来看，受房企新开工数据持续疲软、基建实物工作量不及预期、疫情反复的影响，水泥整体需求仍呈现低迷态势。

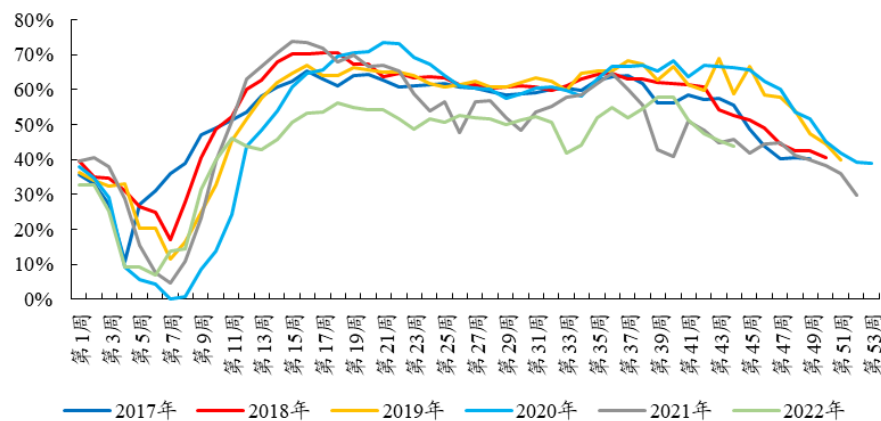
房地产领域：房企资金端仍面临较大压力，在地产销售尚未显著改善的情况下，房企资金优先用于工程建设施工，拿地新开工意愿仍较弱，拿地收缩或将拖累2023年新开工数据。基建领域：受疫情、高温雨季延迟的基建需求亟待释放，有望支撑水泥需求复苏。但考虑今年冬季疫情形势严峻，疫情呈现点多、面广、频发的特征，我们预计2022Q4-2023Q1水泥需求将呈现弱复苏态势。

图35：自2022年5月中国水泥产量累计值持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：近期水泥开工率持续下降



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

4.2 库存压力有望缓解，支撑价格延续回暖趋势

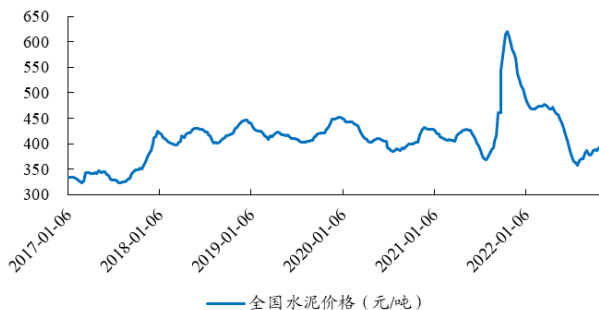
水泥下游需求不振导致库存处于历史同期高位，行业竞争加剧，生产商在需求淡季采取降价竞争的策略，二季度水泥价格大幅下降，截至7月30日水泥价格为357.88元/吨，相较于年初降幅为25.48%。8月受高温雨季的影响，企业阶段性减产、停产，水泥库存回落，支撑价格短期上行。9月水泥供给端限电解除，且错峰生产执行力度下降，库容比回升至70%；同时自9月动力煤价格持续走高，推涨水泥价格。随着北方采暖季来临，水泥行业迎来冬季错峰，在供需双弱的背景下错峰力度有所增强，叠加延迟的基建需求将逐步释放，我们预计Q4水泥库存压力有望得到缓解，支撑价格将延续回暖趋势。

图37：水泥库容比处于历史高位



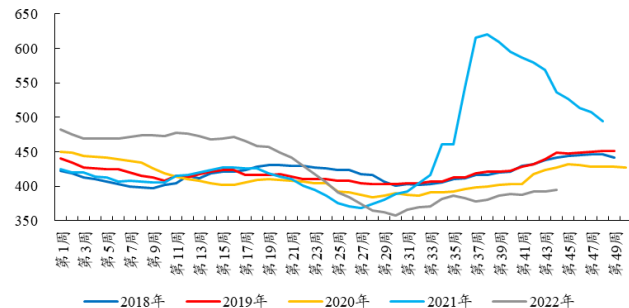
数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

图39：自2022年9月全国水泥价格持续上涨



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

图38：目前全国水泥价格位于历史低位（元/吨）



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

图40：2022年动力煤价格维持高位运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

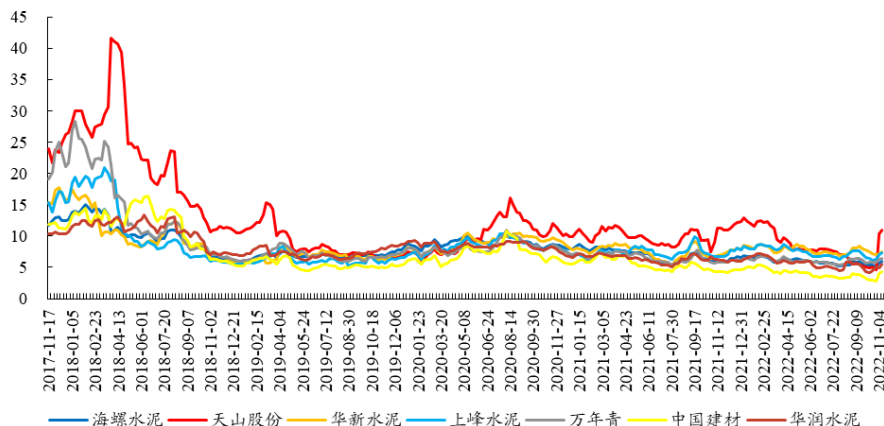
4.3 投资建议：供需有望迎来修复，龙头企业具备高投资性价比

短期来看，延迟的基建需求将在Q4逐步释放，但考虑冬季疫情频发，我们预计Q4水泥需求弱复苏；考虑到库存持续维持高位，今年冬季错峰生产力度增强，我们预计Q4库存将回落，支撑价格延续回暖趋势。目前水泥板块估值处于历史低位，具有较强的安全边际；且龙头企业资金实力雄厚，分红率较高且有望进一步提升，彰显投资价值。

中长期来看，双碳和双控政策有望加速行业出清落后产能，助力市场格局持续优化。龙头企业资金实力雄厚，一方面通过收购和并购扩大市场份额；另一方面，延伸产业链布局骨料业务，骨料行业具有较高资金壁垒和资源壁垒，水泥企业拥有丰富的矿产资源，与骨料业务形成较强的业务协同性，因此骨料毛利率维持在较高水平，龙头企业切入骨料业务有望打造第二成长曲线。

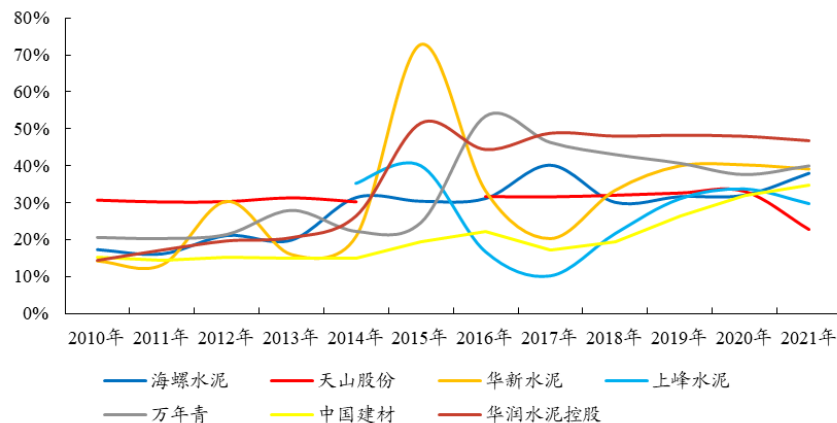
受益标的：海螺水泥、华新水泥。

图41：中国水泥企业估值较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：水泥企业分红率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

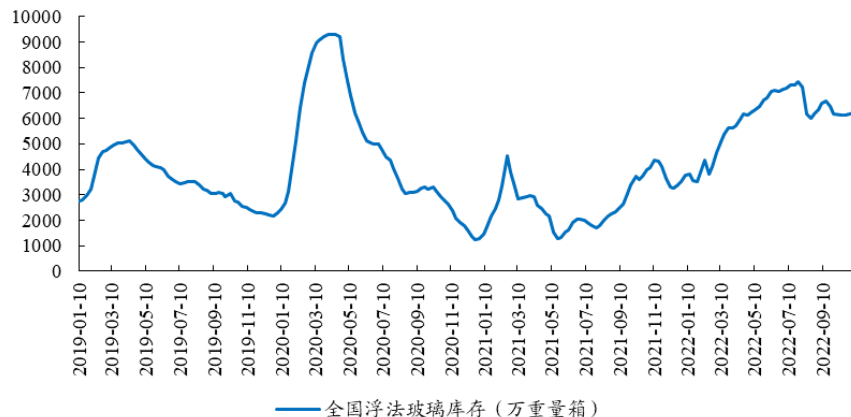
- 1 下游需求：地产竣工有望迎来修复期，基建支撑作用持续提升
- 2 消费建材：Q4地产基本面有望边际改善，龙头企业估值修复可期
- 3 玻璃纤维：价格企稳回升，关注风电投资机会
- 4 水泥：供需有望迎来修复，龙头企业具备高投资性价比
- 5 玻璃：地产竣工修复逻辑有望延续，支撑玻璃价格企稳回升
- 6 风险提示

5.1 冷修不及预期+地产项目延迟交付，玻璃供需两端承压

地产延期交付拖累玻璃需求。浮法玻璃下游应用领域为房地产、汽车、电子电器，需求占比分别为74%、18%、8%，浮法玻璃需求与地产竣工相关性较高。受疫情、房企资金持续承压、高温雨季的影响，地产项目延期交付，拖累玻璃需求。

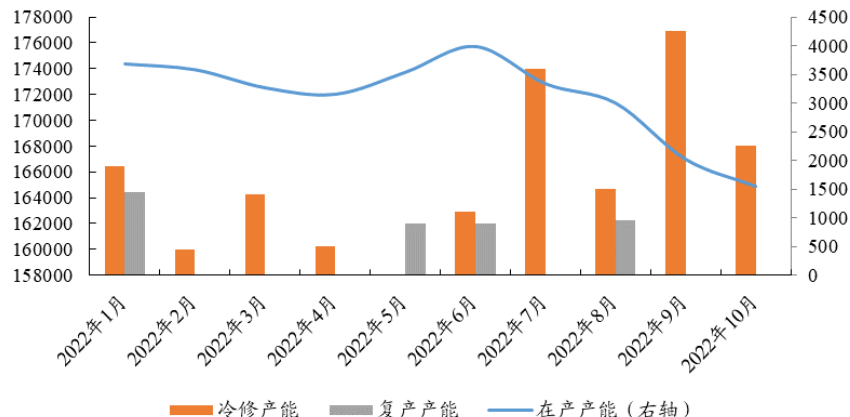
冷修不及预期，供给端压力仍存：玻璃生产具有连续性，窑炉生产周期约8年，目前窑龄超过8年的浮法玻璃产能占比约20%，玻璃产线冷修成本较高，福耀玻璃每条产线冷修技改支出约3亿元。由于下游需求疲软且原材料价格持续走高，玻璃厂商大多处于亏损状态，但上半年玻璃企业冷修意愿较低，主要系：①2021年玻璃企业盈利状况较好，现金流充沛；②传统旺季“金九银十”预期市场需求乐观，企业观望情绪较浓。受7月停贷事件催化，三季度需求呈现“旺季不旺”的态势，企业冷修意愿显著上升，2022年1-10月冷修产能日熔量为16950吨/日，仅占年初在产产能的9.70%。但从整体来看，玻璃冷修仍不及预期，供给端压力仍存，库存持续高位运行。

图43：浮法玻璃库存持续高位运行



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

图44：浮法玻璃生产商冷修意愿持续加强（吨/日）



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

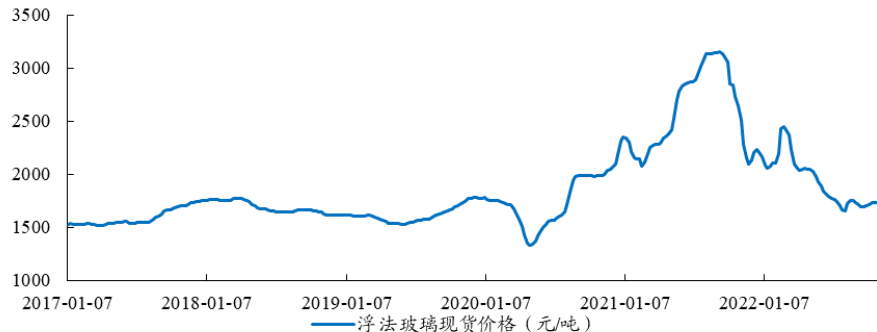
5.2 投资建议：地产竣工修复逻辑有望延续，支撑玻璃价格企稳回升

浮法玻璃供需两端承压，库存持续走高，价格震荡下行。8月玻璃原片企业以涨促销，中下游提货量有所增加，但多为适当备货，玻璃库存阶段性回落。纯碱是浮法玻璃成本占比最大的原材料，目前纯碱价格仍处于历史高位，叠加玻璃厂商冷修意愿增加，价格下跌阻力增强，支撑浮法玻璃价格企稳。

展望明年，房企资金仍存在较大压力，且明年偿债规模近万亿元，在地产销售端尚未显著好转的背景下，我们预计明年房地产主基调仍为“保交楼”。随着保交楼政策逐步落地以及利好政策持续加码，我们预计2022Q4以及2023年地产竣工端有望持续修复，下游深加工订单趋势向好，玻璃需求或将逐步释放，价格有望企稳回暖。

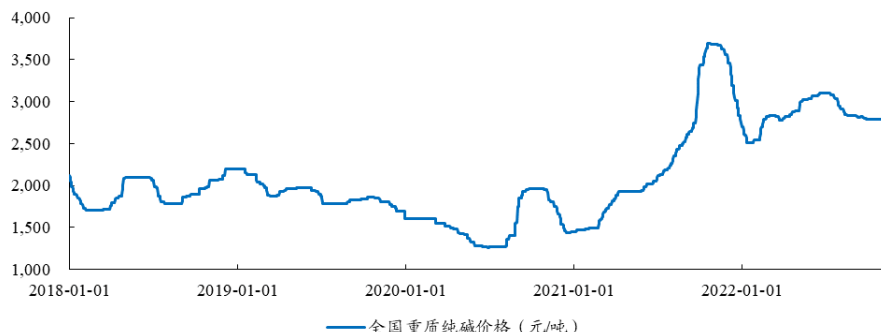
受益标的：信义玻璃、旗滨集团。随着房地产进入存量时代，长期来看玻璃需求存在持续走弱的可能。一方面，龙头企业低成本优势显著，盈利能力显著高于同行，在经营环境严峻以及双碳双控政策催化下，有望率先受益于行业竞争格局优化。另一方面，龙头企业积极探索多元业务寻找新增长点，信义玻璃切入光伏玻璃领域，持有信义光能22.94%股权，2021年信义光能投资收益占归母净利润比例达10%；旗滨玻璃布局光伏玻璃、药用玻璃业务，根据公司2022年半年度业绩说明会，2023年公司预计新增光伏玻璃产能6200t/d，中性硼硅药玻良率逐步提升。

图45：浮法玻璃价格企稳



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

图45：中国重质纯碱价格位于高位



数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 下游需求：地产竣工有望迎来修复期，基建支撑作用持续提升
- 2 消费建材：Q4地产基本面有望边际改善，龙头企业估值修复可期
- 3 玻璃纤维：价格企稳回升，关注风电投资机会
- 4 水泥：供需有望迎来修复，龙头企业具备高投资性价比
- 5 玻璃：地产竣工修复逻辑有望延续，支撑玻璃价格企稳回升
- 6 风险提示

6 重点推荐公司盈利预测与估值

表3：重点推荐公司盈利预测

股票代码	公司名称	评级	收盘价/元 2022/11/14	总市值/亿元 2022/11/14	归母净利润/亿元				P/E			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603737.SH	三棵树	未评级	112.80	424.62	-4.17	4.03	11.32	16.51	-27.06	28.00	9.96	6.83
002372.SZ	伟星新材	未评级	20.77	330.68	12.23	13.26	15.62	17.98	1.70	1.57	1.33	1.15
002271.SZ	东方雨虹	买入	32.60	821.45	42.05	28.93	36.04	46.21	0.78	1.13	0.90	0.71
300737.SZ	科顺股份	未评级	12.51	147.73	6.73	10.58	14.32	18.70	1.86	1.18	0.87	0.67
002791.SZ	坚朗五金	买入	97.82	314.53	8.89	7.61	10.77	15.41	11.00	12.85	9.08	6.35
000786.SZ	北新建材	未评级	25.68	433.87	35.10	38.34	45.86	52.86	0.73	0.67	0.56	0.49
600176.SH	中国巨石	未评级	13.23	529.61	60.28	55.80	62.26	69.09	0.22	0.24	0.21	0.19
300196.SZ	长海股份	未评级	14.84	60.65	5.72	5.54	6.76	7.96	2.59	2.68	2.20	1.86
600585.SH	海螺水泥	未评级	27.58	1,410.50	332.67	343.92	360.99	369.30	0.08	0.08	0.08	0.07
600801.SH	华新水泥	未评级	15.00	256.52	53.64	60.05	71.17	79.69	0.28	0.25	0.21	0.19
0868.HK	信义玻璃	未评级	14.98	556.31	94.48	62.35	75.40	85.08	0.16	0.24	0.20	0.18
601636.SH	旗滨集团	未评级	9.60	257.62	42.34	48.47	54.93	63.32	0.23	0.20	0.17	0.15

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东方雨虹、坚朗五金外，其他公司估值均来源于Wind一致性预期

原材料价格上涨风险；

经济增速下行风险；

房地产销售不及预期的风险；

疫情反复风险；

基建落地进展不及预期风险。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券