

建筑建材行业：内需之重下的新启航

——2023年建筑建材行业报告

2022年11月29日

看好/维持

建材

行业报告

分析师

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

执业证书编号：S1480512070003

投资摘要：

回顾：2022年基建和制造业带动固定资产投资，地产拖累继续。下半年基建项目继续落地托底经济。在专项债上半年集中发行和下半年落地的情况下基建投资增速持续向上，在疫情影响和地产拖累经济的情况下基建成为稳增长的主要抓手。中国的制造业地位高，固定资产投资的占比高，作为内生动力为经济稳定起到重要作用。但是在前瞻性稳杠杆政策下，地产行业景气度出现历史罕见的大幅和持续性下滑，导致建筑建材需求出现较大下滑，对中国经济增长形成拖累。

内需发力是2023年应对外部环境不确定的重要路径，地产改善和基建仍为重要方向。欧美经济衰退和增速下滑，带来全球经济发展的不确定性。欧洲经济在紧缩政策下正在出现衰退风险。美国经济增速回落和衰退的风险也在增加，美联储的加息和缩表政策快速推进，并且力度将进一步较大和持续，带来美国经济的制约，同时带来全球经济的外溢性的负面影响。中国作为出口大国，2022年经济受出口拉动较大，特别是欧美出口占比大，以欧美为主的全球经济不确定性带来出口对中国经济拉动的不确定性。消费受居民收入的约束，对经济拉动相对稳定。制造业受周期影响对经济拉动也趋于稳定。2023年需要内需发力对冲外需的变化。2023年需要宽松的政策环境，在消费和制造业稳定情况下，地产拖累需要改善，和基建托底成为内需发力的重要力量。

2023年地产健康发展可期，基建仍为重要托底力量。地产正处在防风险政策发力阶段，政策力度越来越大，范围越来越广，从供给和需求端的两方面来防范地产风险的发生。从刺激购房到房企风险防范，从“保交楼”到保证优秀民营企业度过难关等，从因城施策到全国系统性的政策指引等。但地产行业的恶性负向循环还没有完全被政策打破，仍处在：地产低迷->影响行业良性自循环->地产企业风险暴露->地产行业悲观预期->抑制购房意愿，这样恶性的循环当中。2022年1-10月地产数据依然是大幅下滑，所以，政策的起效还需要一个过程，这种负循环也是稳杠杆政策必然要经历的过程。地产已对政府收入和稳增长产生很大的负面影响，也必须遏制下滑来防范对经济的影响。2022年稳杠杆政策下，地产行业资产负债率已经出现稳定和下降，为2023年地产改善提供基础，2023年地产探底后改善可期，成为内需正动力可期。在地产拖累没有改善的情况下特别是2023年上半年，基建仍还会是内需发力的重要方面，宽松的货币政策和积极的财政政策为内需发力提供资金支持。

2023年建筑建材需求总体仍弱，但趋势向好。地产行业长期高速增长阶段已经过去。随着中国人口已接近峰值和购房主力人群峰值已经过去对总体购房需求产生负面影响。同时中国人均住房面积和城镇化率水平已处于较高水平，地产行业总体上进入高品质和改善需求阶段。建筑建材行业需求受地产行业影响较大，随着地产行业探底后进入到较低景气的长期健康发展趋势当中，建筑建材行业需求会同步探底后进入景气不高的改善趋势当中。在“保交楼”政策、销售竣工大“剪刀差”和存量房时代到来的情况下，地产改善会先带动消费建材等后周期建材改善。然后，在地产平缓的改善趋势下带来水泥等前周期品种需求的持续改善。同时，也要关注制造业和基建链相关建筑建材。

建筑建材需求探底后形成低位改善趋势助力行业集中度提升。建筑建材行业最大的、长期的趋势是集中度提升，这是中国经济发展新阶段的要求。2022年受地产影响，很多建筑建材行业的盈利水平出现大幅的下滑，并从两年前的高利润率快速回到利润率的历史低位。行业竞争加剧，市场优胜劣汰加剧。优秀和龙头公司货币资金充裕，具备很强的抗风险和扩张能力，低景气环境有利于优秀和龙头公司市占率的较快提升，加速行业集中度提升。

2023年迎接行业优秀和龙头的成长和估值提升。地产行业经过政策的调控后，风险得到释放，实现软着陆。行业进入到长期健康的发展趋势有利于建筑建材行业估值中枢的提升。建筑建材行业中优秀和龙头公司在较低景气度的地产行业改善趋势下，能够更好地提升市场占有率水平，获得逆势的成长，带来公司估值修复，甚至业绩和估值的双升。继续建议关注消费建材受益地产调控下需求的稳定以及长期健康发展；关注水泥、防水材料、管材等前周期建材龙头和优秀公司市占率提升带来的发展弹性；关注建筑公司资产结构优化带来的估值修复。

风险提示：房地产政策调控效果不及预期和基建发力的持续性不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
伟星新材	0.77	0.83	1.02	1.26	28.12	26.08	21.23	17.18	7.27	强烈推荐
东鹏控股	0.13	0.31	0.65	0.81	63.00	26.42	12.60	10.11	1.34	强烈推荐
北新建材	2.08	1.85	2.22	2.71	12.67	14.24	11.87	9.73	2.21	强烈推荐
山东药玻	0.99	1.17	1.31	1.73	30.37	25.70	22.95	17.38	2.92	强烈推荐
美畅股份	1.91	2.87	3.61	4.58	28.92	19.24	15.30	12.06	5.71	强烈推荐
旗滨集团	1.58	0.57	0.85	1.57	6.04	16.74	11.22	6.08	2.12	强烈推荐
东方雨虹	1.67	1.17	1.67	2.15	19.46	27.78	19.46	15.12	3.12	强烈推荐
海螺水泥	6.28	3.12	3.72	4.5	4.49	9.04	7.59	6.27	0.83	强烈推荐
中国巨石	1.51	1.62	1.67	2.2	9.27	8.64	8.38	6.36	2.11	强烈推荐
中国交建	1.11	1.27	1.37	1.5	7.91	6.91	6.41	5.85	0.60	强烈推荐
中国建筑	1.23	1.37	1.49	1.62	4.67	4.19	3.85	3.54	0.67	-

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（未评级数据参考 WIND 行业一致预期）

目 录

1. 回顾：2022 年基建和制造业带动固定资产投资，地产拖累继续	6
1.1 下半年基建项目继续落地托底经济	6
1.2 制造业责任重，内生增长推动固定资产投资增速向上	7
1.3 地产行业出现历史罕见的下滑，对建筑建材需求形成拖累	7
1.4 地产拖累导致建筑建材需求出现下滑	8
1.5 地产行业下滑还拖累经济的增长	9
2. 内需发力是 2023 年应对外部环境不确定性的重要路径	9
2.1 欧美经济增速下滑和衰退，带来全球经济发展的不确定性	9
2.2 中国外需出口面临着不确定性，对经济拉动不具备持续性	12
2.3 消费和制造业对内需和经济影响相对稳定	13
2.4 2023 年宽松环境保经济稳增长，内需发力下地产改善和基建仍为重要方向	14
3. 2023 年地产健康发展可期，基建仍为重要托底力量	15
3.1 政策发力阶段，地产继续探底后改善需要一个过程	15
3.2 2023 年房地产探底后改善和长期健康发展可期，由拖累成为内需拉动力可期	16
3.3 2023 年基建仍是内需发力的重要方面，宽松政策环境下和地产助力内需释放	18
4. 2023 年建筑建材需求总体仍弱，趋势向好	18
4.1 地产行业长期高增长阶段已经过去	18
4.2 2023 年建筑建材行业需求同步将呈现出探底后，进入到较低景气的改善趋势	20
4.3 地产先消费建材然后前周期品种，同时关注基建和制造业相关链条	21
5. 建筑建材需求探底后形成低位改善趋势，助力行业集中度提升加速	22
5.1 建筑建材行业最大的、长期的趋势是集中度提升	22
5.2 需求持续疲弱行业盈利降至历史低位，有利优秀和龙头外延式发展	23
6. 2023 年迎接行业优秀和龙头公司的成长和估值提升	25
7. 风险提示	26
相关报告汇总	27

插图目录

图 1： 地方政府专项债单月发行情况（亿元）	6
图 2： 基础设施固定资产累计投资增速	6
图 3： 中国制造业固定资产投资增速	7
图 4： 制造业、房地产和基建固定资产投资占比	7
图 5： 房地产行业累计固定资产投资和增速（右轴）	7
图 6： 房地产行业累计土地购置面积和增速（右轴）	7
图 7： 房地产行业新开工、施工和竣工面积增速	8
图 8： 全国固定资产投资和增速（右轴）	8
图 9： 全国水泥累计产量和增速（右轴）	9

图 10: 浮法玻璃开工率变化	9
图 11: 三驾马车对经济的当季贡献率	9
图 12: 三驾马车对经济的当季同比拉动	9
图 13: 欧元区通胀情况	10
图 14: 欧元区的加息操作	10
图 15: 欧元区制造业和服务业 PMI 指数	10
图 16: 欧元区消费者和投资信心指数变化	10
图 17: 美国失业率变化	11
图 18: 美国 CPI 当月同比变化	11
图 19: 美国联邦基金目标利率变化	11
图 20: 美国制造业和服务业 PMI 指数	11
图 21: 美国 GDP 变化	12
图 22: 美国消费和投资信心指数	12
图 23: 货物和服务净出口对当季 GDP 的拉动	12
图 24: 货物和服务净出口对当季 GDP 的贡献率变化	12
图 25: 中国出口额度区域占比	13
图 26: 中国当月出口额和同比变化 (右轴)	13
图 27: 居民人均收入实际累计同比增速	13
图 28: 最终消费对 GDP 的拉动相对稳定	13
图 29: 固定资产投资占比较高的细分行业	14
图 30: 制造业细分行业增速	14
图 31: 房地产需求拉动政策	15
图 32: 房地产供给端调控政策	15
图 33: 房地产销售面积和增速	16
图 34: 地产行业防风险和当前负反馈影响	16
图 35: 供给和需求齐发力政策打破负向反馈循环	17
图 36: 政府地产相关收入的同比变化	17
图 37: 房地产上市公司资产负债率的变化	17
图 38: 房地产上市公司有息负债/归属母公司股东权益	17
图 39: 基础设施建设依然是扩内需重要力量	18
图 40: 2023 年中国内需驱动力	18
图 41: 中国人口自然增长率和出生率	19
图 42: 25-49 岁购房主力人群人数变化	19
图 43: 中国人均居住面积	19
图 44: 中国城镇化率水平变化	19
图 45: 水泥需求占比情况	20
图 46: 水泥熟料价格变化	20
图 47: 瓷砖价格指数变化	20
图 48: 玻璃价格变化	20
图 49: 销售和竣工面积剪刀差	21

图 50: 中国城镇存量房面积（不考虑在施工和待售面积）	21
图 51: 建材行业集中度提升驱动因素	23
图 52: 建筑行业集中度提升驱动因素	23
图 53: 海螺水泥单季净利润率变化	23
图 54: 旗滨集团单季净利润率变化	23
图 55: 东方雨虹第三季度净利润率水平变化	24
图 56: 垒知集团单季净利润率变化	24
图 57: 海螺水泥货币资金占比	24
图 58: 旗滨集团货币资金占比	24
图 59: 建材行业集中度加速提升	25

表目录

表 1: 社会资本参与投资相关政策	22
-------------------------	----

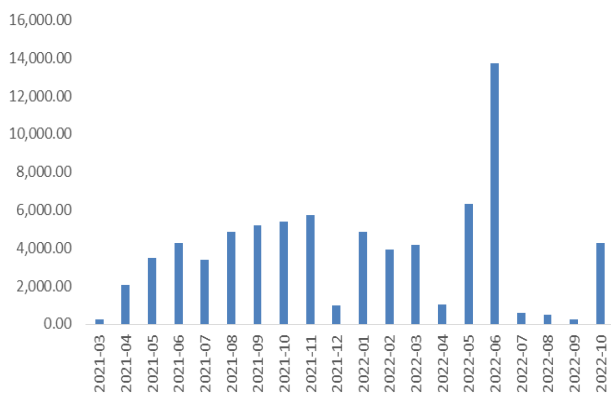
2022 年中国经济经历了跌宕起伏和艰难的一年，经受了房地产行业景气度大幅下行拖累的考验，经受了原材料和能源价格高位挤压和疫情的冲击。在主动的基建稳增长、制造业投资内生增长、汇率下行及外需带动的出口超预期改善的推动下，中国经济前三季度增长 3%。地产行业出现了历史上罕见的景气度下行，地产链相关建筑材料行业受到很大的影响，景气度也跌至历史低位。2022 年地产行业的稳杠杆政策取得阶段性成果，地产防风险政策取得阶段性的成功，保证了地产行业长期健康的发展。面对 2023 年美联储继续加息缩表政策下的外部需求变弱，出口面临着不确定性；虽然地产需求刺激和供给端防风险政策正在逐步起效，但地产对于内需和经济仍在拖累；基建稳增长增量减弱，消费的释放也存在约束，如何激发内需有效释放成为 2023 年的关键。基建和地产作为内需的主要方面，在地产政策的作用下，地产将探底后逐步恢复，基建仍将是重要的拉动内需的力量。建筑建材行业需求将探底后逐步恢复到稳定水平，虽然需求中枢下移，但低景气的行业环境更进一步优化产业的结构，为行业集中度的更好提升，为优秀及龙头公司的市占率提升和成长提供更好的行业环境。

1. 回顾：2022 年基建和制造业带动固定资产投资，地产拖累继续

1.1 下半年基建项目继续落地托底经济

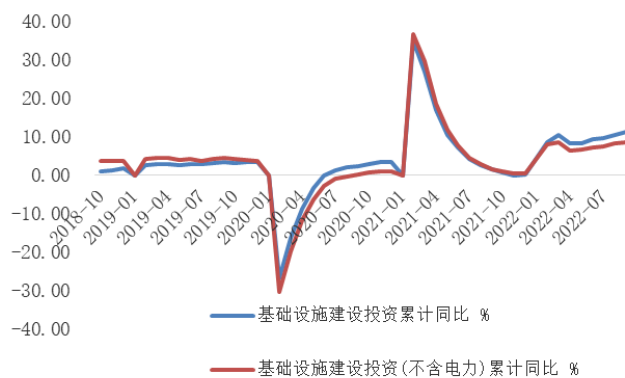
专项债发行和落地保证基建投资增速持续向上。为了提前完成实物量，上半年地方政府专项债集中发行 3.4 万亿，达到了全年计划总额度的 97.2%。并且到 10 月份，结存的 5000 多亿限额专项债中发行了 4279 亿元，地方政府专项债发行额度达到 3.95 万亿。随着 2022 年下半年专项债资金向项目单位的拨付和项目建设的落地，基础设施投资同比增速持续向上，2022 年 1-10 月基础设施建设固定资产累计投资额同比增长 11.39%，增速从 6 月份保持持续向上的态势。

图1：地方政府专项债单月发行情况（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：基础设施固定资产累计投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2022 年是稳增长的一年，在地产景气下行和疫情的影响下，基础设施投资成为稳增长的主要抓手。2022 年经济受到房地产行业拖累的情况下，基建投资作为外生的经济变量，对稳增长起到了积极的作用。地方政府专项债的发行成为进行基础设施建设筹集资金的重要途径，上半年集中发行和下半年加快落地既体现了政府稳增长的决心，又对地方政府的债务管理进行约束，对基础设施项目的质量进行了控制，保证了基础设施建设的投入和产出效益，保证了经济刺激的效果，实现拉动内部需求，托底经济的作用。

1.2 制造业责任重，内生增长推动固定资产投资增速向上

受全球货币宽松、俄乌军事冲突和全球疫情影响，能源和原材料价格高企，叠加工业品周期和外需的拉动，中国 PPI 价格指数高企。在 2021 年 11 月全部工业品 PPI 指数当月同比创出历史新高，达到 12.90%，累计同比在 2022 年 2 月创出历史新高，达到 8.9%。在工业品高景气和相关供需紧张的推动下，制造业固定资产投资同比增速保持两位数的增长，2022 年 1-10 月累计投资同比增速为 10.10%，连续 2 个月同比增速保持向上，两年的复合增速为 12.43%。

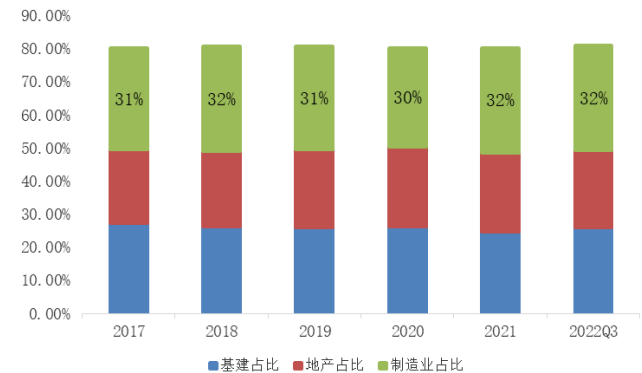
中国作为制造业大国，在全球的制造业产业链中承担着重要的角色，制造业固定资产投资在全国固定资产投资中的占比在 2007 年已经达到 30% 以上的水平，超过了基础设施建设和房地产投资的占比水平，2022 年 1-10 月制造业固定资产投资占比约为 32%。中国的制造业为中国经济的发展做出了重要的贡献，作为中国经济增长的内生动力，中国制造业固定资产投资对于中国经济的稳定发展起到重要的作用。

图3：中国制造业固定资产投资增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图4：制造业、房地产和基建固定资产投资占比

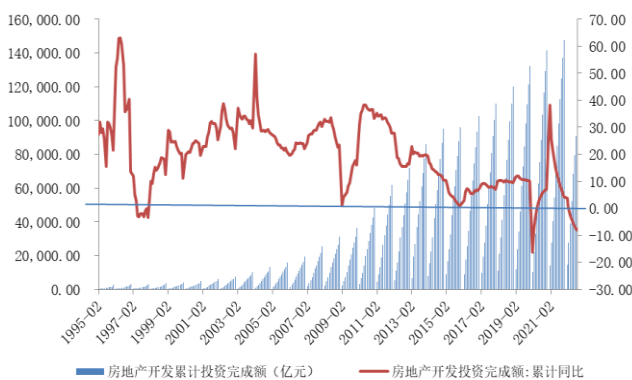


资料来源：WIND，东兴证券研究所

1.3 地产行业出现历史罕见的下滑，对建筑建材需求形成拖累

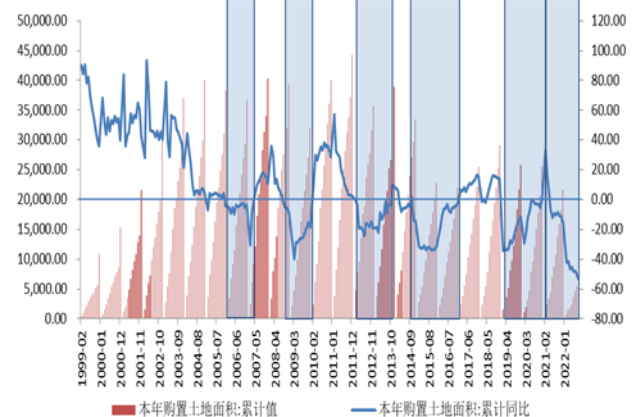
2022 年房地产稳杠杆进入重要阶段，行业固定资产投资出现历史罕见下滑。2020 年 8 月以来，具有前瞻性的房地产“三条红线”融资政策对行业稳定杠杆起到重要作用。

图5：房地产行业累计固定资产投资和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：房地产行业累计土地购置面积和增速（右轴）



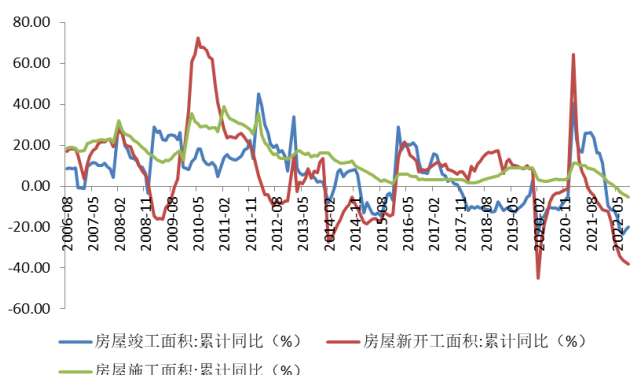
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2022年9月以来，“三条红线”政策执行已经超过了两年。在融资的约束下一些高杠杆、非理性扩张的地产企业面临极大的资金压力，出现流动性风险和债务危机。同时，房地产行业固定资产投资也进入萎缩阶段，2022年1-10月房地产固定资产累计投资同比下滑8.8%，从4月份以来连续六个月负增长，并且逐月下滑幅度越来越大。房地产行业固定资产投资出现同比下滑是历史上罕见的，唯一两次是在1997年亚洲金融危机和2020年新冠疫情爆发期间出现过4个月的同比下滑外，历史上从未有过固定资产投资增速下滑的情况。

房地产行业从土地购置到竣工面积等均出现历史罕见的大幅下滑。房地产累计土地购置面积2022年1-10月为7432.25万平方米，同比大幅下滑53%，从2019年以来，土地购置面积同比增速除了2021年的2-4月三个月是正增长，其他月份均为同比下降，并且降幅越来越大，下滑幅度创出历史新高。

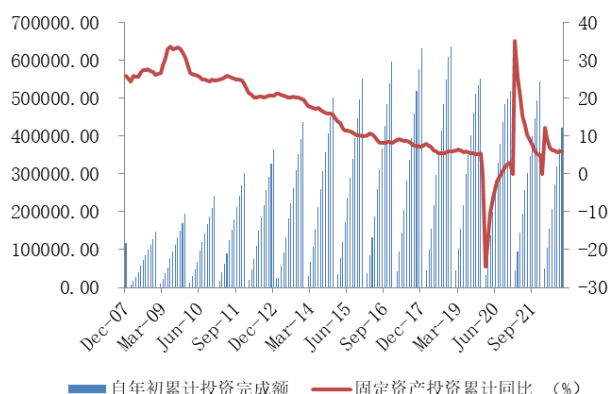
房地产施工、新开工和竣工面积2022年1-10月同比分别下滑5.7%、37.8%和18.70%，施工面积增速出现了历史上少有的第二次下滑（第一次也是在1997年亚洲金融危机期间）的情形，从5月份以来已经连续六个月的同比下滑，并且逐月的下滑幅度不断扩大；新开工面积也是连续十五个月的同比下滑，并且前十四个月降幅是不断地扩大，下滑的连续性和幅度属历史上罕见；而竣工面积则是从年初同比降幅不断扩大六个月后，由于“保交楼”政策的推动，降幅从8月份开始有所收窄。

图7：房地产行业新开工、施工和竣工面积增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图8：全国固定资产投资和增速（右轴）

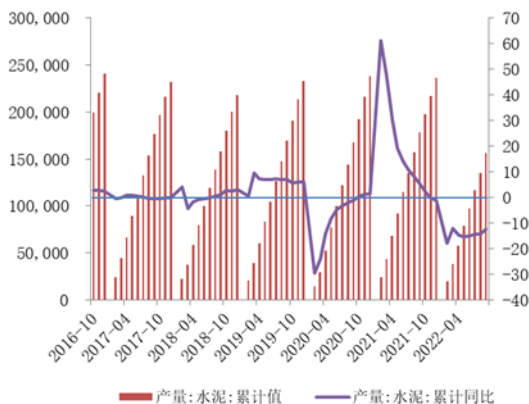


资料来源：WIND，东兴证券研究所

1.4 地产拖累导致建筑建材需求出现下滑

固定资产投资正增长下建筑建材需求依然下滑。在地产行业累计投资萎缩的情况下，建材需求也受到了很大的影响。在稳增长政策下，虽然基建和制造业固定资产投资保持较好的增长势头，带动全国固定资产投资增速保持了个位数的正增长。2022年1-10月全国固定资产累计投资为47.15万亿，同比增长5.8%。但是由于建材行业的总需求受地产的影响较大，受地产行业的景气度大幅下滑影响，建材行业需求出现总体的下滑态势。

传统建筑建材需求下滑明显。水泥行业需求大幅下滑，2022年1-10月全国水泥累计产量仅有17.59亿吨，同比下降11.3%，从年初开始保持同比15%左右的下滑。受需求低迷的影响，浮法玻璃行业的生产线开工率持续下降，从2021年最高的89.80%回落至2022年11月中旬的80.46%，降幅为9.34个百分点。需求下降叠加燃料和原料的挤压，水泥和玻璃等主要的建材行业景气度快速下行，进入到行业的冬天。

图9：全国水泥累计产量和增速（右轴）


资料来源：WIND，东兴证券研究所

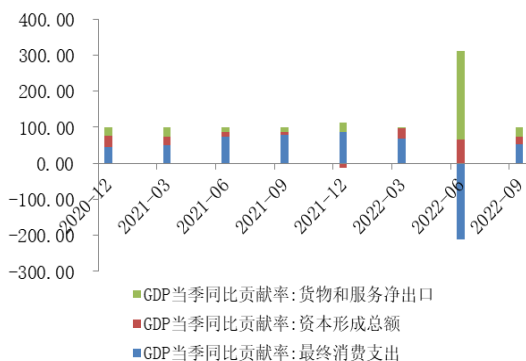
图10：浮法玻璃开工率变化


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

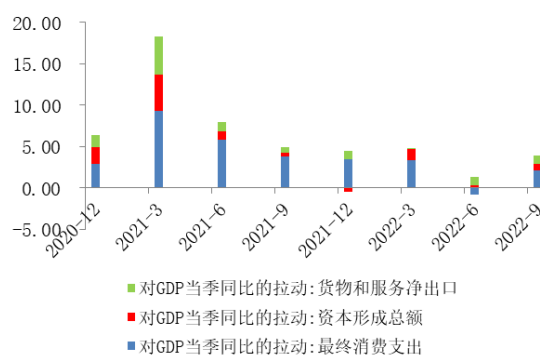
1.5 地产行业下滑还拖累经济的增长

地产行业产业链长，涉及到金融、建材等各个行业，是中国内需的重要部分。在当前地产行业景气度低迷和投资萎缩的情况下，中国经济也受到较大的影响。叠加疫情的因素，消费也受到很大的影响，2022年中国前三季度GDP增速回落至3%。

从2022年第三季度的GDP分项数据看，资本形成总额对当季GDP的贡献率下降到20.20%，较第二季度下降46.20个百分点，当然这和最终消费支出在第三季度的恢复也有关，但资本形成总额对GDP的同比拉动仅为0.79%，处于较低水平。在制造业和基建固定资产投资增速持续向上，拉动经济的情况下，房地产行业的下滑影响资本形成总额，对经济的增长形成拖累。

图11：三驾马车对经济的当季贡献率


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：三驾马车对经济的当季同比拉动


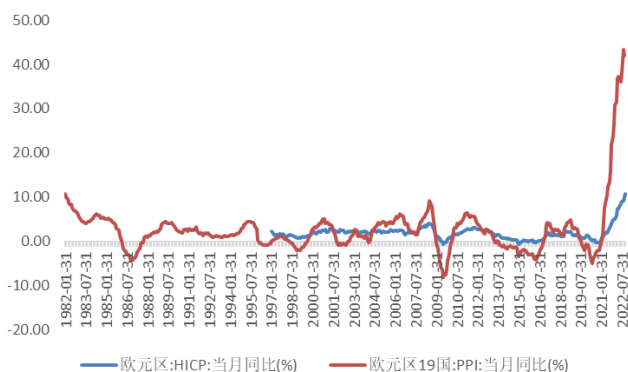
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 内需发力是2023年应对外部环境不确定性的重要路径

2.1 欧美经济增速下滑和衰退，带来全球经济发展的不确定性

欧洲经济正面临着衰退。俄乌冲突带来欧洲欧能源危机，疫情应对下欧洲极度宽松的货币政策，导致欧洲地区的通胀高企，面临历史从未有过的高通胀情况。

图13：欧元区通胀情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

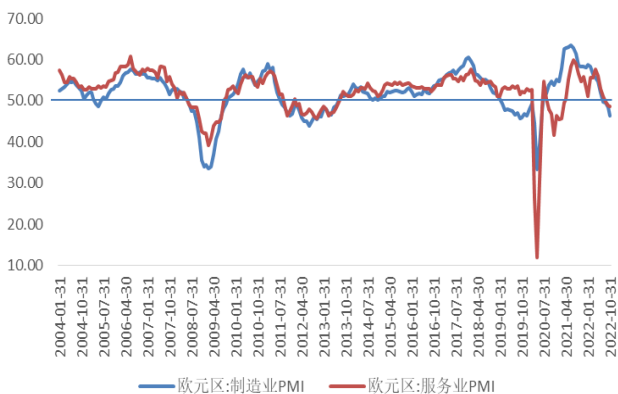
图14：欧元区的加息操作



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

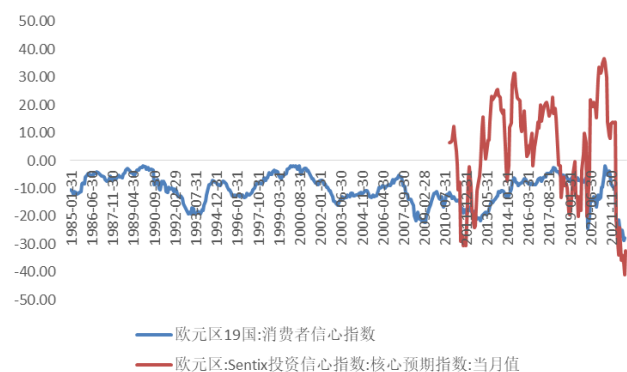
2022年10月欧元区消费价格指数HICP当月同比达到10.70%，8月欧元区19国PPI同比达到43.40%，均创出历史新高。虽然7月份制造业PMI已回落至49.8，但是欧元区还是不得不从7月开启加息操作，7月、9月和11月连续三个月加息，欧元区隔夜贷款利率直接从0.25%提升至2.25%。2022年9月欧元区19国消费者信心指数下降至-28.8，10月Sentix投资信心核心预期指数降至-41，均为历史新高。面对高企的通胀，欧洲的收紧的货币政策将影响到欧洲经济的增长，导致欧洲经济出现衰退的风险。

图15：欧元区制造业和服务业PMI指数



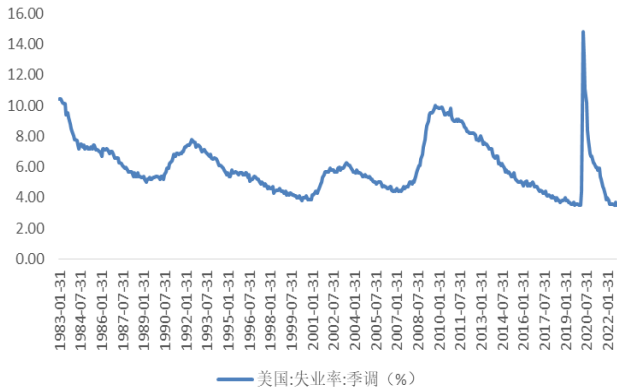
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：欧元区消费者和投资信心指数变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

美国经济增速回落和衰退风险正在增加，影响全球经济。2022年美国的经济持续强劲复苏态势，失业率大幅下降，但疫情期间极度宽松的货币和财政政策也同样导致美国出现很高的通货膨胀。2022年美国失业率降至4%以下，并在10月达到3.7%，处于50多年来的历史低位水平。但是2022年CPI水平也创出了40年来的新高，6月份达到9.1%，美国面临着严重的通货膨胀压力。

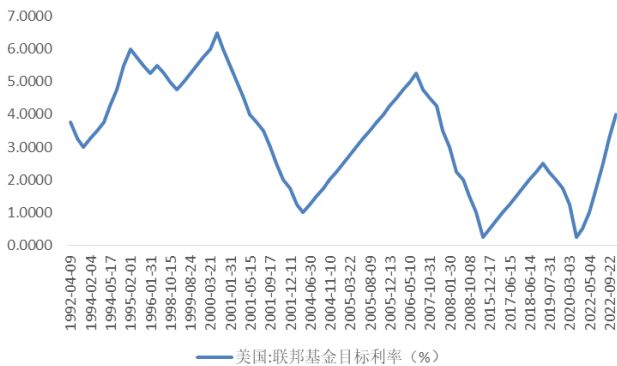
图17：美国失业率变化


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

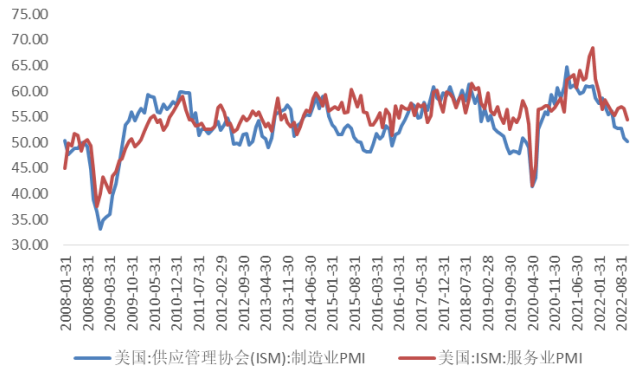
图18：美国 CPI 当月同比变化


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

所以，从 2022 年 3 月美联储开始加息操作，截止到 11 月份已经进行了六次的加息，美联储目标利率从 0.5% 提升到 4%，累计提高了 350 个基点。同时从 6 月 1 日开始缩表，6-8 月减少 300 亿国债和 175 亿 MBS，以后每月减少 600 亿国债和 350 亿 MBS 的上限。通过加息缩表来矫正疫情期间过度宽松的货币和财政政策，来抑制高企的通货膨胀，达到回归 2% 的通胀目标。

图19：美国联邦基金目标利率变化


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：美国制造业和服务业 PMI 指数


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

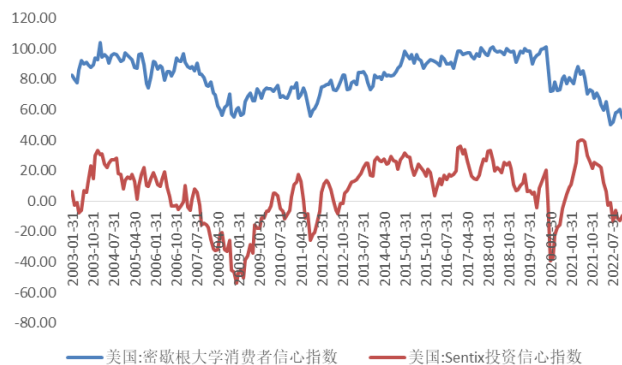
当前美国通胀水平还很高，较 2% 还有很大的差距，美国的加息和缩表政策还将继续。随着美国利率的提升和资产负债表的收缩，对美国经济的抑制作用也会逐步增加。美国制造业 PMI 指数从 2021 年 3 月的 64.7，已经回落到 2022 年 10 月的 50.2；服务业 PMI 从 2021 年 11 月的 68.4 回落到 2022 年 10 月份的 54.4，形成持续回落的趋势。

图21：美国 GDP 变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：美国消费和投资信心指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

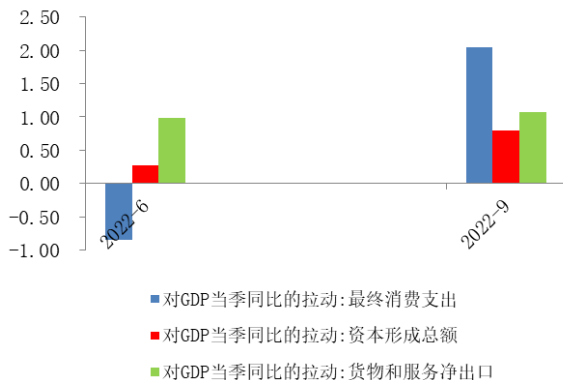
在流动性收紧的政策大环境下,美国 2022 年 3 季度 GDP 当季增速为 1.77%,较 2 季度回落 0.03 个百分点。同时,消费者信心指数和投资信心指数均出现回落趋势,密歇根大学消费者信心指数从疫情前的 90 以上,到 2022 年 9 月回落至 54.7;美国:Sentix 投资信心指数从 2021 年 5 月的高点 40.1 回落到 2022 年 11 月份的-9.4,连续七个月为负值。在当前的美国货币和财政政策基调下,美国经济增速存在持续下滑,存在着衰退的不确定性风险。

美国政策和经济对全球经济产生外溢影响。在美元加息和美联储缩表的情况下,全球其他经济体也面临着外溢的影响,特别是负债率高和贸易逆差较大的国家影响最大。为了应对高通胀,随着美联储的加息和缩表,将进一步推高美元利率和汇率,这不但是对美国,包括全球经济都会受到外溢的负面影响。

2.2 中国外需出口面临着不确定性,对经济拉动不具备持续性

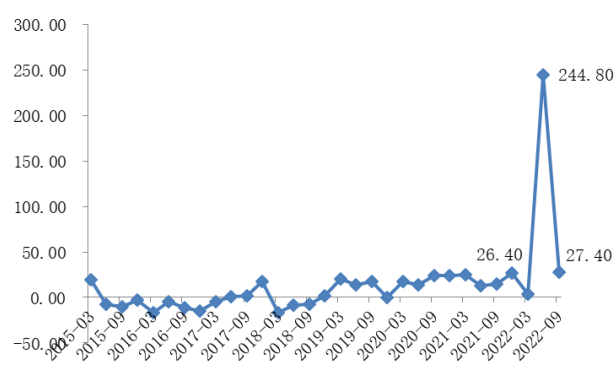
2022 年中国出口超预期拉动经济增长。以天然气为代表的能源等生产成本的高企加大了欧洲对进口的依赖,美国经济依然较好需求较旺,叠加人民币兑美元汇率的贬值,中国出口在 2022 年出现超预期的增长,特别是在二季度。2022 年中国出口保持较好的增长,对中国经济的增长起到重要的作用。

图23：货物和服务净出口对当季 GDP 的拉动



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

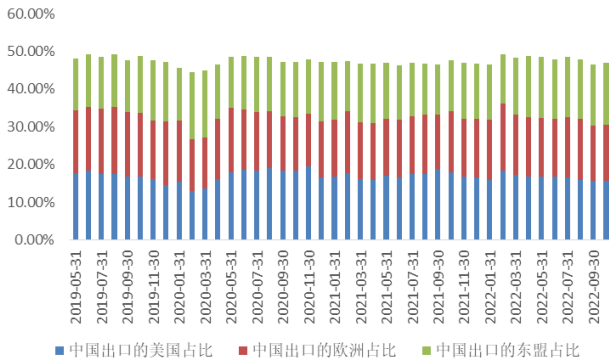
图24：货物和服务净出口对当季 GDP 的贡献率变化



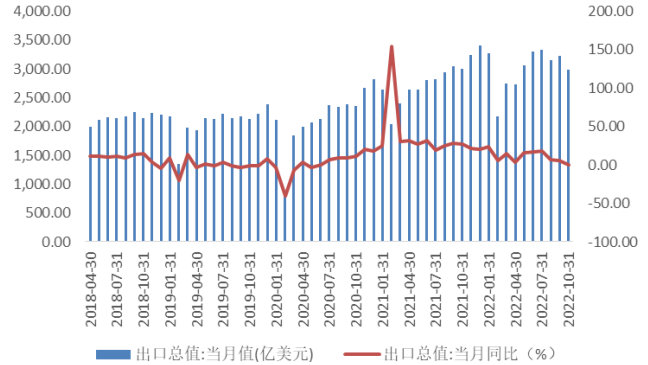
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

货物和服务净出口在 2022 年第二季度对经济的拉动超过了资本形成总额和最终消费支出，在第三季度仍超过了资本形成总额。第三季度货物和服务净出口对经济增长的拉动达到 1.07 个百分点，贡献率达到 27.4%，贡献率超出以往的水平。

图25：中国出口额度区域占比


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图26：中国当月出口额和同比变化（右轴）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

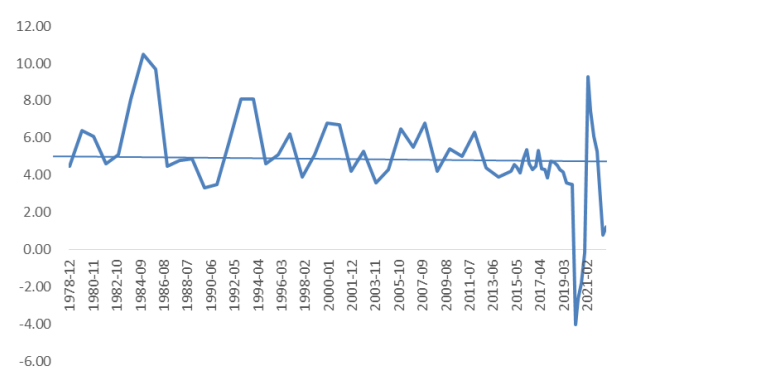
中国出口的增长和对经济拉动具有不确定性。但是随着欧洲经济逐渐步入衰退和美国经济受制于加息缩表的影响，以及欧美政策对全球经济的外溢性影响，2023 年全球经济面临着增速下滑的不确定性。出口作为 2022 年中国经济增长拉动的力量，在 2023 年持续性不强。从 8-10 月的出口数据看，中国出口的增速正在下降，特别是 2022 年 10 月中国出口（美元计价）当月增速已经出现下滑，同比下降 0.30%，中国出口持续保持较好增长具有不确定性。

2.3 消费和制造业对内需和经济影响相对稳定

消费对内需和经济拉动稳定有约束。在地产的拖累和疫情的影响下，2022 年前三季度 GDP 增速下降至 3%，居民人均可支配收入实际累计同比 3.20%，处于较低水平，收入增速的下降不利于内需消费对经济的拉动。消费作为内需拉动的重要力量，但是考虑到在经济增速下行的情况下，消费的稳定性和约束，对于内需和经济的拉动相对稳定。消费作为经济的内生变量对于经济的拉动也会相对稳定并且受到约束。

图27：居民人均收入实际累计同比增速


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

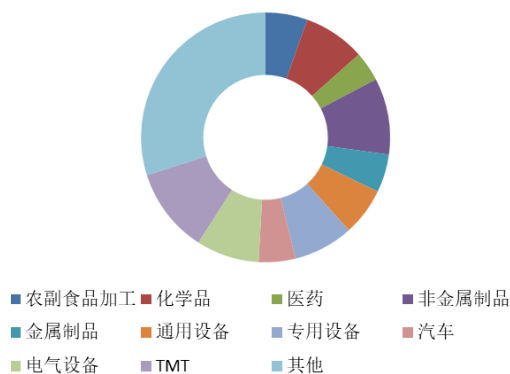
图28：最终消费对 GDP 的拉动相对稳定


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

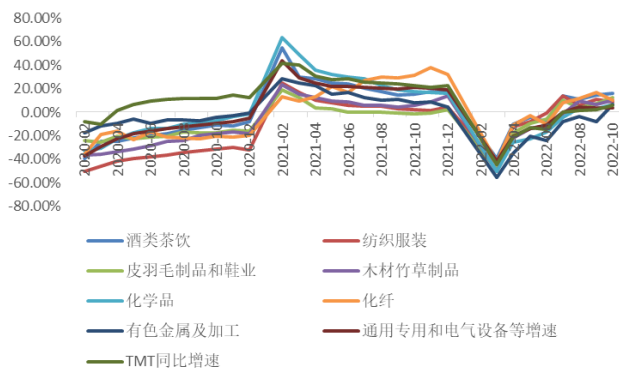
制造业固定资产投资作为行业周期的内生变量，对内需和经济影响趋于稳定。制造业投在 2022 年对固定资产投资的增长起到了积极的作用，和基建及出口一样也是拉动经济的重要力量。从细分行业看，工业品、机械设备制造和电气设备等固定资产投资占比较高的行业 2022 年的增速较好。2022 年 1-10 月工业品中的化工品、有色行业的累计固定资产投资保持较好的增长分别增长 7.09% 和 6.39%，电气设备和仪表制造固定资产投资增速达到 18.63% 和 23.34%，TMT 行业固定资产投资增速保持正增长为 5.88%，专用和通用设备行业固定资产投资同比增长 3.46%。甚至在 10 月份，消费和医药行业累计固定资产投资也转正增，同比增长 0.65%，其中酒类茶饮行业投资同比增长 15.91%，纺织服装同比增长 8.57%，皮羽毛制品和鞋业同比增长 12.43%。在这些细分行业的带动下制造业投资固定资产增速保持 10% 左右的增长，对稳定经济增长起到重要作用。

图 29：固定资产投资占比较高的细分行业



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 30：制造业细分行业增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

但是考虑到行业周期的变化，制造业固定资产投资的增长随着周期的变化也会趋于稳定，作为经济的内生变量在拉动内需和经济上具有一定的周期约束。

2.4 2023 年宽松环境保经济稳增长，内需发力下地产改善和基建仍为重要方向

内需发力是保证稳定经济增长，对冲外需不确定的主要方向。2022 年 5 月国务院出台了一揽子稳增长举措：从企业退税，中小企业减费和贷款支持，促进消费，支持刚性和改善性住房需求，以及新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通老旧小区改造、地下综合管廊等项目等各方面政策，这些为中国经济的 2022 年下半年增长提供重要支持。二十大报告提出中国要“加快构建以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局”。这不仅是对中国面临长期发展环境的预判，对于 2023 年内需发力也具备很重要的意义。特别是 2023 年中国外需的不确定性风险在增加，必须要让内需释放对冲外需变弱的不确定性影响，才能保证中国经济复苏的持续性和稳定性。

宽松政策环境下，消费和制造业稳定改善，地产的拖累需要改善，基建托底的作用还将继续。2023 年必须有一个宽松的货币和财政政策环境来保证内需的释放。由于消费需求释放和制造业投资作为经济内生变量具备一定的稳定性，所以，在刺激消费需求释放和制造业持续的同时，地产和基建对相关内需需求的拉动依然是重要的方向，特别是地产行业产业链长，并且行业经过两年的调整 and 政策的持续发力，2023 年地产政策累计效应在 2023 年推动地产行业探底后改善。虽然地产行业长期增长中枢下移，但长时间的调整也为后续相关需求的释放带来打开了较好的空间。

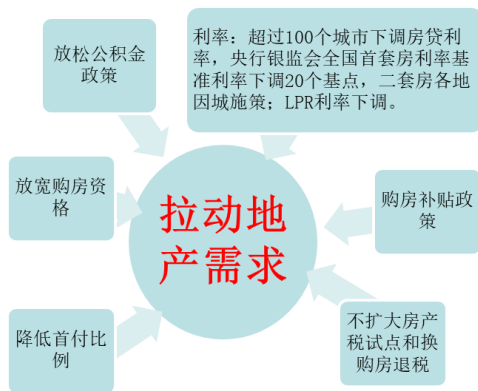
3. 2023 年地产健康发展可期，基建仍为重要托底力量

3.1 政策发力阶段，地产继续探底后改善需要一个过程

地产政策密集出台防风险,保证地产行业的健康发展。房地产调控的目的是防范地产行业的系统性风险,保证地产行业的长期健康发展。地产行业的高杠杆和一些房地产企业的盲目无序扩张但又缺少必要的约束,如果不加以防范容易造成行业系统性的风险。在地产行业“三条红线”政策进行稳杠杆的同时,也对地产行业风险前瞻性的进行了化解。

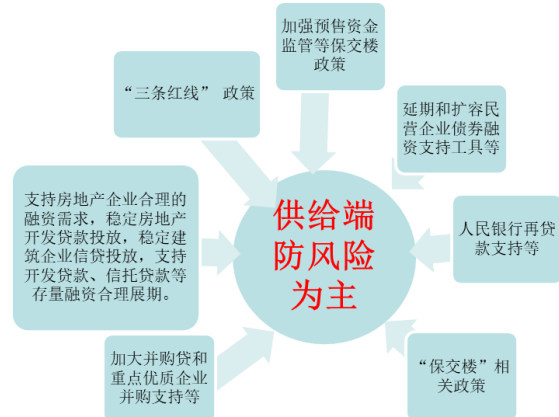
地产的防风险政策从供给和需求两方面着手,范围越来越广力度越来越大。在“三条红线”政策实施一年后的2021年底,需求刺激政策因城施策在一些城市开始出台,同时供给端也出台了像加强预售资金的监管、加大并购贷和重点优质企业并购等支持和支持房地产企业合理的融资需求等政策。随着进入2022年,在需求端出台刺激政策的城市也越来越多,力度也越来越大,包括央行也出台了全国房贷利率下调的政策,以及和银监会共同出台的全面指导要求《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》。通过出台降低购房利率、降低购房首付、放宽购房资格、放松放宽公积金贷款、购房进行补贴和换房增值税减免等政策来刺激不断下滑的购房需求,通过需求端的拉动形成地产行业自身的内部循环,加快地产行业的周转速度,改善现金流状况。

图31：房地产需求拉动政策



资料来源：东兴证券研究所

图32：房地产供给端调控政策



资料来源：东兴证券研究所

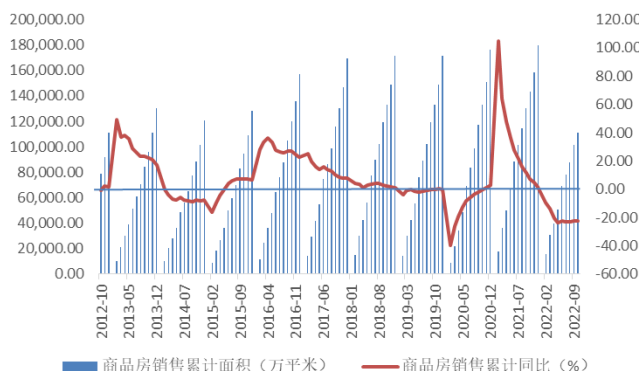
供给端的防风险政策也是在逐步地加大力度。从开始预售资金监管到“保交楼”政策的推进,以及后续放宽对民营地产企业的融资像延期并扩容民营企业债券融资支持工具、以及人民银行再贷款支持等各种政策,防范地产企业“烂尾楼”风险的发生,防范地产行业出现系统性风险,保证优秀的企业特别是优秀的民营企业能够渡过阶段性的难关。

通过需求和供给端的双重发力,来达到房地产行业风险的管控,达到房地产行业风险平稳释放,最终达到“稳房价、稳地价、稳预期、稳杠杆、降风险”的目标,从而保证地产行业能够长期健康的发展。

地产行业的负向循环还没有因政策刺激而打破。虽然需求和供给端政策的不断出台，但由于地产行业前期政策调控的惯性和政策目标是防范地产行业的风险，保证地产行业长期健康发展为目标。所以，地产行业的景气度还在持续的下降，达到了历史未有的下滑态势，虽然这些都是未来防范地产风险的需要，但是阶段性导致地产行业进入一个景气度下降的风险释放过程。

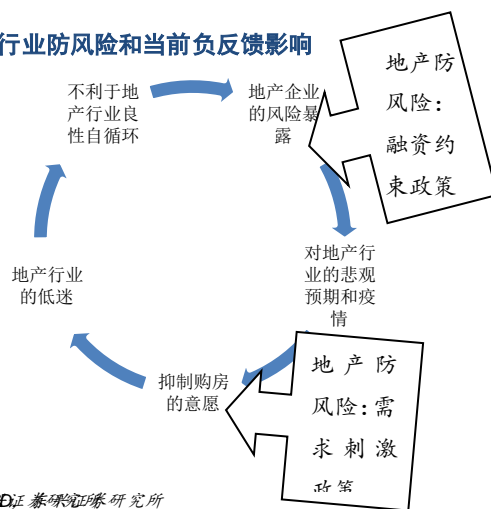
虽然地产刺激政策频出和力度不断加大，但是由于地产风险释放需要一个过程，同时刺激政策的见效也需要一个过程。地产对于内需和经济的拖累还在继续，地产需求刺激政策对销售需求没有出现明显的推动，销售依然低迷。2022年1-10月全国商品房累计销售面积同比依然大幅下滑22.3%，仅低于2020年1季度新冠疫情初始爆发时的历史最差情况。2022年成为商品房销售在历史上以较大跌幅下滑、持续时间最长的阶段，这和地产行业景气度低迷、烂尾楼事件的爆发以及对地产前景的预期等各种因素影响了购房的需求。

图33：房地产销售面积和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图34：地产行业防风险和当前负反馈影响



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

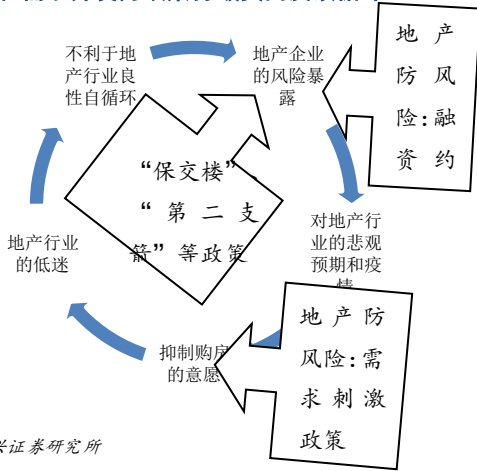
当前地产行业仍处在风险释放的负反馈阶段，需求刺激政策起效需要一个过程。由于前期稳杠杆防风险政策的作用，地产行业仍处在风险的释放当中，地产的融资受到限制。地产融资受限导致一些盲目扩张的地产企业出现债务违约，出现烂尾楼等事件。而违约和烂尾楼等又导致市场对地产行业的预期悲观，这对于市场的购房意愿产生负面影响，进而导致地产行业进一步的低迷。低迷的销售更不利于地产企业通过自身的内循环来化解现金流危机，又进一步导致地产企业风险的暴露。这又更进一步加大市场对地产行业的悲观预期，进而形成一个负向的反馈循环。同时，2022年的疫情防控又助推了这个负反馈。在这个负反馈的循环下，地产行业通过刺激需求来达到打破这个负面循环的作用较弱，也导致地产政策的起效需要一个过程。

3.2 2023年房地产探底后改善和长期健康发展可期，由拖累成为内需拉动力可期

地产行业负向反馈循环和对政府财政和经济的影响需要得到控制，能够得到改善。地产行业的这种负向反馈循环虽然是地产行业稳杠杆必须要经历的过程，但是这种负向循环的自我收敛机制较弱，如果不进行主动控制必然会导致地产行业的低迷程度不断地加剧，反而会使得地产行业出现更大的风险，带来经济的风险和拖累。在地产“三条红线”的政策下，地产行业已经出现了历史未有的深度下滑，对中国经济形成较大的拖累。

地产负反馈影响政府的财政收入，影响稳增长发力。2022年1-10月政府房地产相关的基金收入同比下滑25.90%，从年初已经连续10个月持续下滑。这部分收入在地方政府的财政收入中占比高，达到约20%以上，对地方政府的财力产生很大的负面影响，也不利于政府的主动投资的开展。如果继续持续下滑的态势不能够得到有效的控制，对于地方政府主动的稳增长政策推进也会产生约束，从而进一步加大对于经济的拖累。

图35：供给和需求齐发力政策打破负向反馈循环



资料来源：东兴证券研究所

图36：政府地产相关收入的同比变化



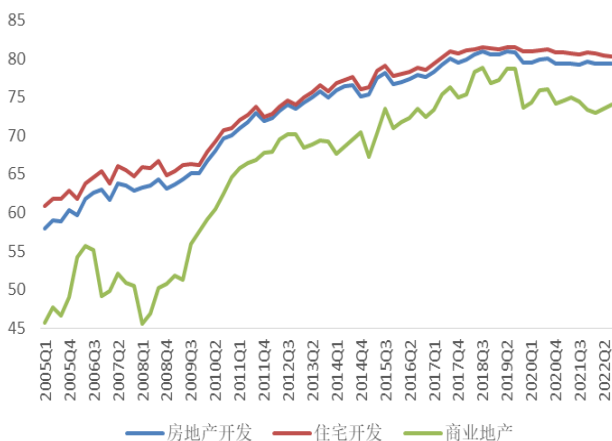
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

资料来源：iFinD

在防风险的目标下，相关政策在不断地推出进行对冲像“保交楼”、“第二只箭”等。随着针对性的防风险政策实施，保证地产风险的有序释放，在这些政策的持续推进下，地产行业的负向反馈将受到政策抑制，推动循环进入到健康发展的态势当中。从房地产竣工和新开工数据看已经略有改善，2022年1-10月两者同比下滑幅度分别为-37.8%和-18.7%，分别较9月分别收窄1.2和0.2个百分点，其中竣工面积已经出现连续三个月的收窄。

稳杠杆政策已见成效，为2023年地产行业改善提供基础。地产行业经过防风险政策的调控，“三条红线”政策前瞻性地对地产企业的盲目无序扩张进行了约束，提前释放行业风险，地产行业的高杠杆率情况已经得到有效的控制。

图37：房地产上市公司资产负债率的变化



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图38：房地产上市公司有息负债/归属母公司股东权益



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

资料来源：iFinD

截止到2022年三季度，房地产开发上市公司整体资产负债率水平回落至79.29%，较2020年三季度回落0.70个百分点，其中住宅整体资产负债率下降0.92个百分点，商业地产下降1.99个百分点。有息负债/归属母公

司股东权益较 2020 年二季度的高位回落 0.17 个百分点，其中住宅回落 0.25 个百分点，商业地产回落 0.21 个百分点。上市公司作为房地产行业相对优秀的公司，资产负债率水平已经出现了明显的回落，如果推广到全国所有的地产公司，这个资产负债率回落的幅度估计会更大。房地产稳杠杆政策起到了有效稳定房地产公司杠杆率的作用，为地产行业的长期健康发展奠定基础。

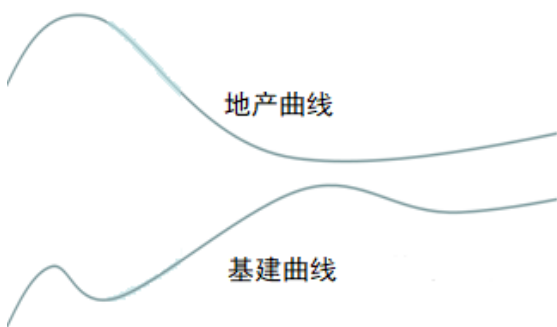
地产行业 2023 年软着陆可期，成为内需正动力可期。在地产企业通过稳杠杆和降杠杆后，风险得到逐步地释放，地产行业软着陆可期。随着地产供给端和需求端刺激政策的不断出台，地产行业在政策的刺激下必然会经历一个惯性的探底后，恢复到稳健发展态势，进入到一个长期健康发展的阶段。在稳健发展的态势下，随着政策的进一步推进，房地产行业将进入到一个逐步改善的过程，房地产行业也将从经济的拖累变成内需拉动的正动力。2023 年地产行业成为内需拉动的正能量可期，在地产拉动内需的情况下中国经济的长期健康发展可期。

3.3 2023 年基建仍是内需发力的重要方面，宽松政策环境下和地产助力内需释放

当前地产行业依然是下滑的态势，对经济的拖累依然较大，在外需不确定性的情况下，基建发力仍是扩内需的重要力量。2022 年下半年以来，随着上半年地方政府专项债的集中发行，下半年进入落地阶段。并且在 10 月份仍发行了 4279 亿元地方政府专项债，同时设立专项基金、定向发债和补充资本金等政策性开发性金融工具，截止到 2022 年 11 月 7399 亿金融工具资金已经投放完毕，助力重大项目的推进和实施。

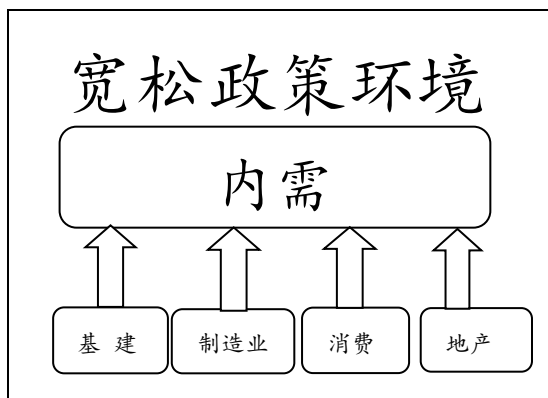
当前在外需出口拉动经济的情况下，由于地产对于经济的拖累，基础设施项目建设是政府稳定经济增长的重要抓手。2023 年在外需变弱和地产拖累的情况下，基础设施建设的力度不会变弱。基础设施建设作为经济增长的外生变量，仍是 2023 年政府拉动内需的重要抓手。特别是在 2023 年上半年地产的拖累还没有根本改善的情况下，基建发力还将成为主要的稳增长力量。在外需不确定性变化的情况下，2023 年形成由基建、制造业、地产以及消费共同发力形成内需释放的动力。同时，宽松的货币和积极的财政政策为 2023 年内需的发力提供资金的支撑。

图39：基础设施建设依然是扩内需重要力量



资料来源：东兴证券研究所

图40：2023 年中国内需驱动力



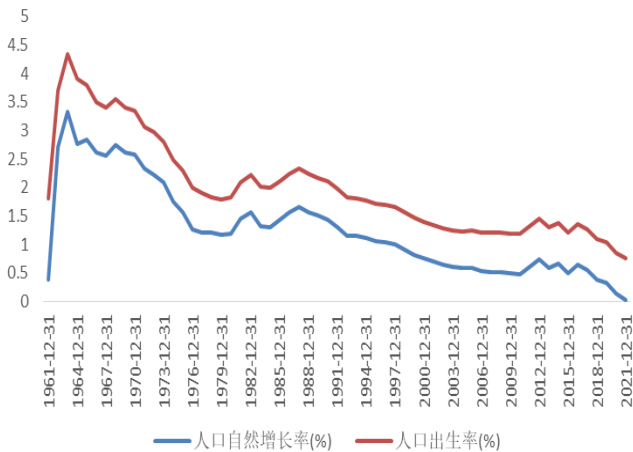
资料来源：东兴证券研究所

4. 2023 年建筑建材需求总体仍弱，趋势向好

4.1 地产行业长期高增长阶段已经过去

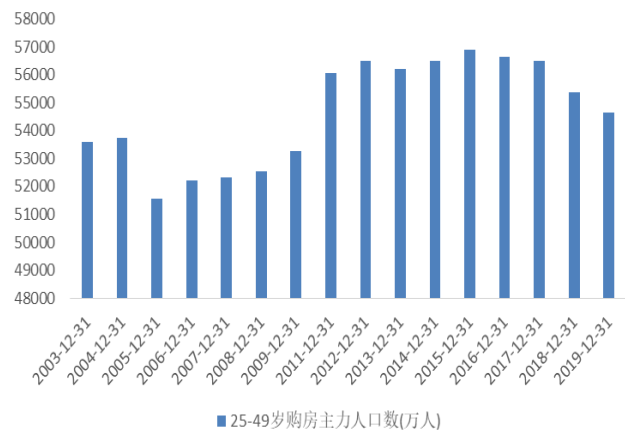
中国人口已近峰值，购房主力人口峰值已经过去。中国人口数已经接近峰值水平，2021年全国人口达到14.13亿人同比增长仅有0.034%。同时，全国有13个省份人口出现了负增长。并且2021年全国人口出生率仅为0.752%，为1949年建国以来的最低点，并且是1961年以来首次降到0.1%以下。中国购房主力人数也已经处于下降当中。25-49岁的人群是购房的主要力量，根据统计局数据推算，全国购房主力人群的总人数在2015年达到最高峰为5.69亿人。从2015年以后，这个群体的总人数一直处于下降当中。人口总数和购房主力人群人数的下降对于购房的需求会产生负面的影响。

图41：中国人口自然增长率和出生率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图42：25-49岁购房主力人群人数变化

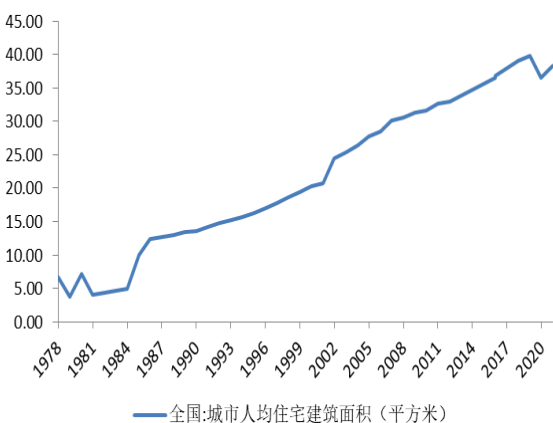


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

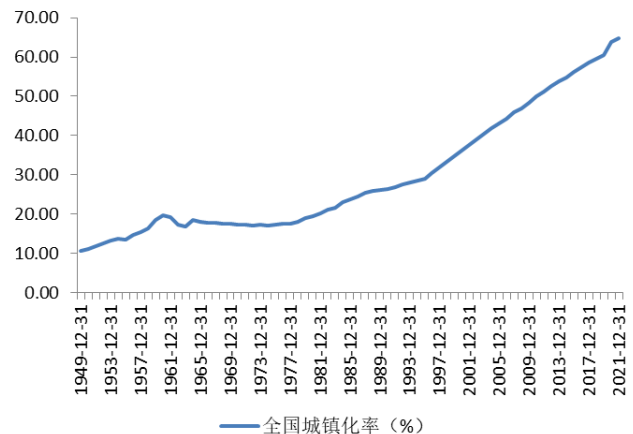
人均居住面积和城镇化率水平影响购房需求。中国房地产经过20多年的快速发展，人均居住面积也得到了较快的提升。2021年全国城镇人均住宅建筑面积已达到38.37平方米，如果加上待售5.1亿平米和待完工的87.40亿平方米，人均面积达到约49.04平方米，在全球人均居住面积中已经处于较高水平。

图43：中国人均居住面积



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图44：中国城镇化率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

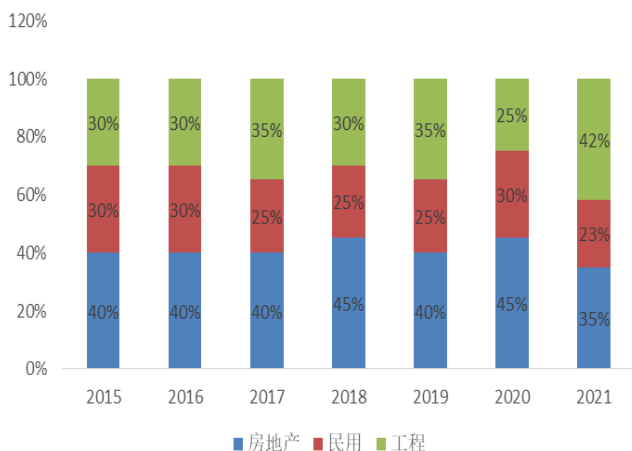
资料来源：iFinD

2021年中国的城镇化率水平已经达到64.72%，虽然较发达国家的稳定水平还有10%以上的差距，但是也属于较高的水平。在这些因素下地产行业的粗放式高速增长阶段已经过去，进入到高品质和改善的发展阶段。所以，2023年房地产行业会经过一轮景气度的探底后，进入到长期健康发展的轨道上。

4.2 2023年建筑建材行业需求同步将呈现出探底后，进入到较低景气的改善趋势

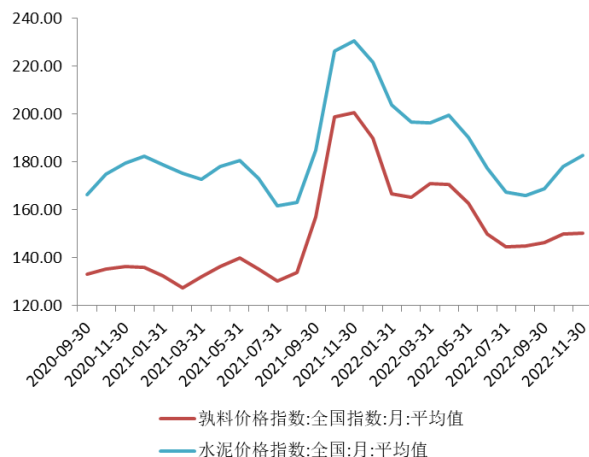
基建增量建筑建材需求难以对冲地产下行带来的需求下降。建筑建材行业需求虽然也受基础设施建设的提振，但是地产行业链条上的建筑建材需求大，占比相对高。所以，2022年在地产行业景气下行的过程当中，基建带来的需求还难以对冲地产相关需求的萎缩。即使像水泥这样的建材品种，在公路、铁路、机场、港口和水利等基建项目的建设需求较大，但是基建需求的增量也不能对冲地产相关的需求下降部分。2022年水泥等建筑建材产品需求受到较大的影响，呈现出需求弱甚至大幅下降的态势，像水泥产量同比出现大幅下降，价格大幅下降。

图45：水泥需求占比情况



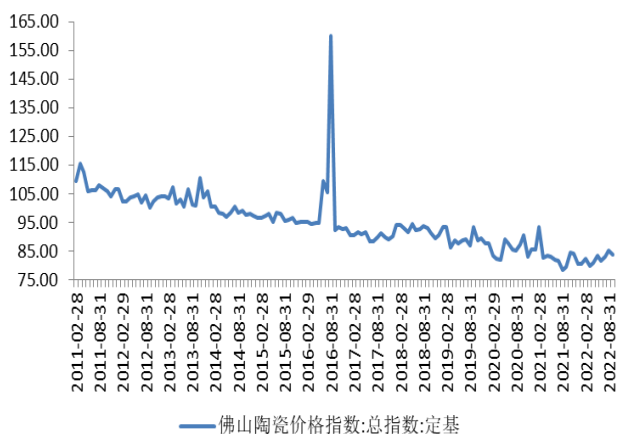
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图46：水泥熟料价格变化



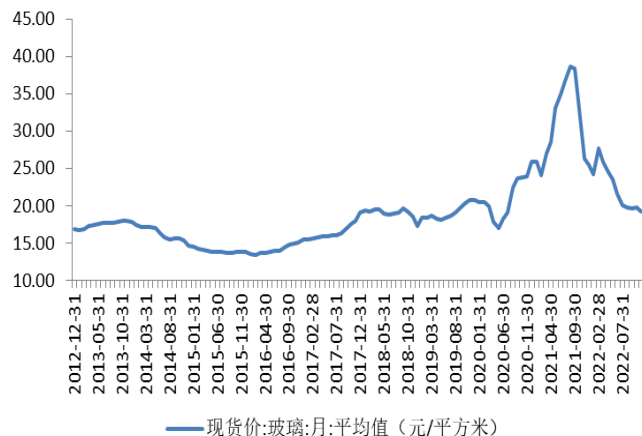
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图47：瓷砖价格指数变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图48：玻璃价格变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

对于主要是地产链的相关建筑建材需求影响更大，特别是地产前周期的一些建筑材料。即使地产后周期的建筑材料像瓷砖、玻璃和石膏板等在能源和原材料成本的挤压下，价格依然呈现出大幅下跌的态势。

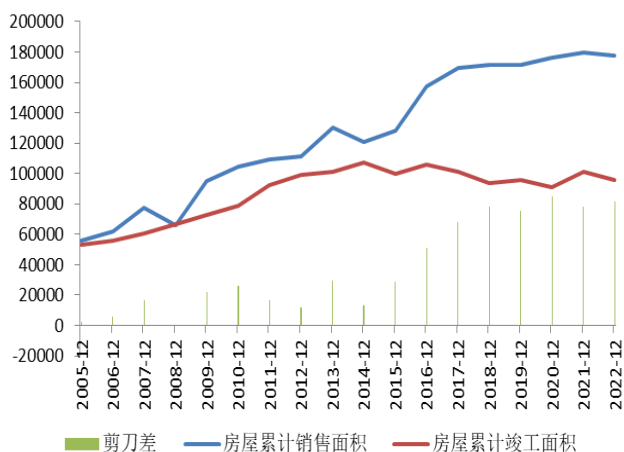
2022 年地产行业景气度的继续回落，建筑建材行业的需求受到拖累，也会继续呈现出向下的态势。随着 2023 年地产行业景气度的探底改善，建筑建材行业需求也将呈现出探底改善的趋势。但是受地产行业发展新阶段的影响，建筑建材行业的需求也将在逐步改善后也很难恢复到很高的景气阶段，进入到相对较低景气度的恢复改善趋势当中。

4.3 地产先消费建材然后前周期品种，同时关注基建和制造业相关链条

“保交楼”政策和大“剪刀差”助力是消费建材和后周期建材需求释放的基础。地产行业政策以防风险为目标，保证地产长期健康发展为基础。所以，地产行业政策把保交楼作为首先发力的目标，首先防止烂尾楼带来的各种问题。同时从销售和竣工面积的剪刀差，当前仍处于较高的水平。从 2016 年以来剪刀差开始出现较大的缺口，虽然这和项目的具体情况和统计因素等有关系，也反映出销售可以更快地回笼现金流，在预售资金监管不严的情况下，拖延竣工有助于地产企业拿到更多的资金。所以，随着“保交楼”政策的进一步推进，有助于剪刀差收窄，有助于地产竣工情况得到改善。同时在这个很大的剪刀差下，竣工的改善具备较大的空间，有助于建筑玻璃和消费建材的需求改善。

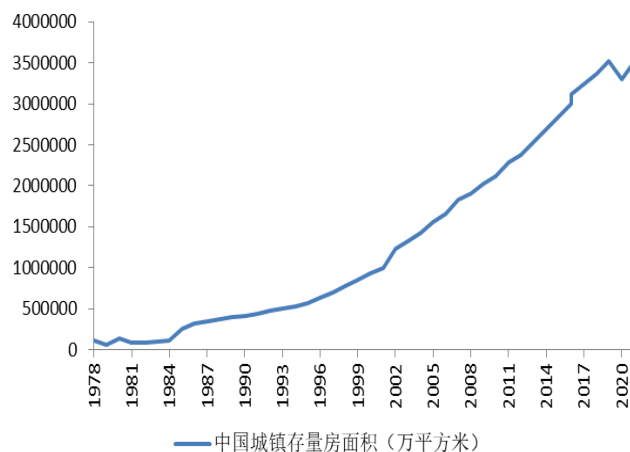
“房住不炒”政策有助存量房时代消费建材需求释放。“二十大”再一次强调“房住不炒”，提出加快多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，强调房子的居住属性。同时政策上对二手房的购买上同样有信贷和税收上的优惠，促进改善性需求，二手房的交易情况出现明显改善。2022 年预计中国存量房面积将达到 425.97 亿平方米，巨大的存量房市场带来的消费建材需求空间大且具有持续性。还有保障性住房、棚户区改造和危房改造等政策都对消费建材需求有积极的促进作用。相关的建筑材料包括：装饰管材、板材、涂料、瓷砖、石膏板等受益需求改善。

图49：销售和竣工面积剪刀差



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图50：中国城镇存量房面积（不考虑在施工和待售面积）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

地产政策持续发力带动前周期建筑建材需求探底，然后形成平缓的改善趋势。随着地产政策的持续作用，2023 年房地产行业探底后将出现改善的趋势，虽然受中国房地产行业大周期的影响，这个趋势的坡度平缓，但是这会带动地产前周期相关建材需求的改善趋势，比如像水泥、建筑管材和防水材料等。

基建和制造业投资产业链建筑建材需求也将继续保持较好的水平。在 2023 年，基建的托底作用还是不可或缺的。特别是一些大型的建设项目受益各种政策性开发金融工具，项目落地具备扎实的资金基础。地方政府项目建设虽然受地产影响大，但是在专项债发行下还将继续保持。同时，民间资本介入项目建设也将促进基建项目的落地和持续性。2022 年 10 月 28 日发改委发布《国家发展改革委关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》，为民间投资进入项目提供条件和便利；11 月 11 日财政部发布《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》推进 PPP 项目的健康落地和实施。这些都助力中国基建的稳增长，为基建链的相关的建筑建材需求释放的持续性提供基础。同时，在制造业投资增长较好的情况下，相关的建筑建材行业受益，建议关注钢构等。

表 1：社会资本参与投资相关政策

政策文件	时间	内容	发布单位
《国家发展改革委关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》	2022 年 10 月 28 日	根据“十四五”规划 102 项重大工程、国家重大战略等明确的重点建设任务，选择具备一定收益水平、条件相对成熟的项目，多种方式吸引民间资本参与。已确定的交通、水利等项目要加快推进，在招标投标中对民间投资一视同仁。支持民营企业参与铁路、高速公路、港口码头及相关站场、服务设施建设。在安排各类政府性投资资金时，对民营企业一视同仁，积极利用投资补助、贷款贴息等方式，支持符合条件的民间投资项目建设。用好政府出资产业引导基金，加大对民间投资项目的支持力度。推动政府和社会资本合作（PPP）模式规范发展、阳光运行，引导民间投资积极参与基础设施建设。	发改委
《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》	2022 年 11 月 11 日	地方财政部门应会同有关方面科学把握 PPP 模式的适用范围，对于属于公共服务领域、需求长期稳定、回报机制清晰、收益水平合理、具有运营内容的项目，可采用 PPP 模式实施，优先实施具有强运营属性、具有长期稳定经营性收益的项目。	财政部

资料来源：国家发改委、财政部、东兴证券研究所

5. 建筑建材需求探底后形成低位改善趋势，助力行业集中度提升加速

5.1 建筑建材行业最大的、长期的趋势是集中度提升

集中度提升是建筑建材行业长期的趋势。我们在 2020 年 8 月 6 日发布的《集中度提升孕育老建材核心资产》、2021 年 12 月 28 日的年度行业报告《建材行业：内需之变和绿色增长的行业走向-2022 年建材行业发展综述报告》和 2022 年 5 月 31 日的 2022 年下半年建筑建材产业发展报告《建筑建材行业：先基建后地产，行稳致远强者愈强》中多次论述：作为传统的建筑建材行业，集中度提升是行业的长期趋势和最大逻辑，这也是中国经济发展进入新阶段的要求。

建材行业集中度提升主要的驱动因素包括：行业竞争的加剧、环保政策、落后产能淘汰政策、产能控制政策、行业产品质量标准的提升、下游客户集中度的提升和客户消费升级的要求等。甚至作为服务业的建筑行业也因为优秀和龙头公司自身的各种优势：资质优势、资金优势、经验优势、品牌优势、人才科研技术优势以及投资设计施工运营一体化优势等也形成了市占率提升的趋势。

图51：建材行业集中度提升驱动因素



资料来源：东兴证券研究所

图52：建筑行业集中度提升驱动因素



资料来源：东兴证券研究所

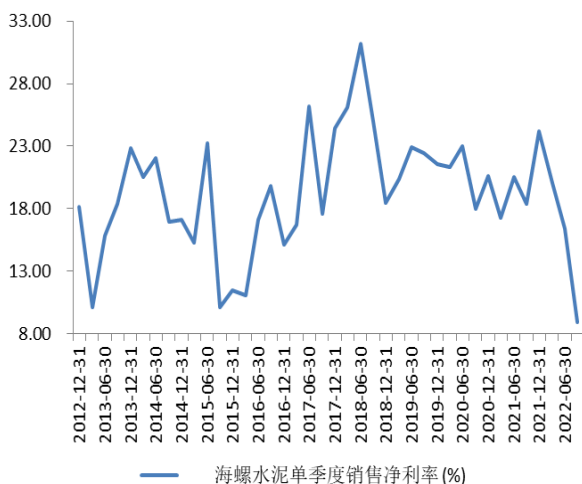
5.2 需求持续疲弱行业盈利降至历史低位，有利优秀和龙头外延式发展

2022年很多的建筑建材行业，特别是和地产相关度大的细分行业，受到需求疲软和能源原料价格高位的双重挤压，行业利润率水平都下降较大，甚至是亏损的状态，行业盈利水平从前两年的高利润快速回落到了利润率水平的历史低位。行业竞争开始加剧，市场化淘汰力度加大。

从水泥行业看，2022年下半年行业一些小企业开始有亏损。作为龙头的海螺水泥在煤炭价格高位和水泥价格快速下跌的挤压下盈利水平也降至历史低位，2022年第三季度净利润率水平为8.94%，同比下降9.48个百分点，跌至十年来的历史低位。

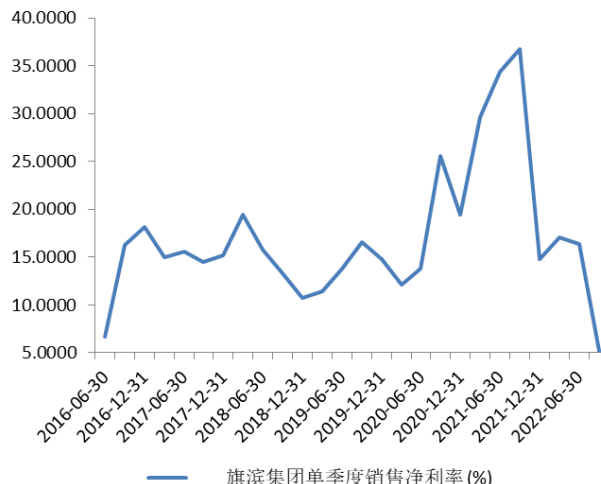
浮法玻璃行业也是随着燃料油和纯碱价格的上涨和玻璃价格的回落，盈利水平出现大幅的回落。甚至是浮法玻璃龙头的旗滨集团也处于微利状态。2022年第三季度旗滨集团净利润水平仅为5.2%，同比大幅下降31.54个百分点，跌至六年来的历史低位。

图53：海螺水泥单季净利润率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图54：旗滨集团单季净利润率变化

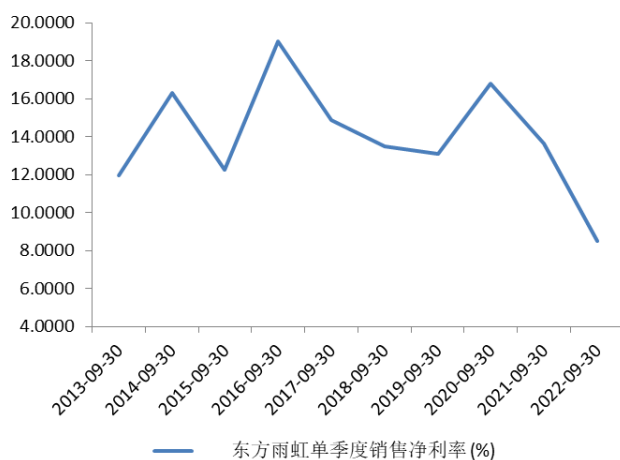


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

具备规模成本优势的防水材料龙头公司东方雨虹在 2022 年第三季度净利润率水平降至 8.52%，创出十年来第三季度净利润率的历史最低。作为减水剂龙头的垒知集团，2021 年第四季度净利润率水平已经跌到 2.75%，创出上市以来的历史最低。

图55：东方雨虹第三季度净利润率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图56：垒知集团单季净利润率变化

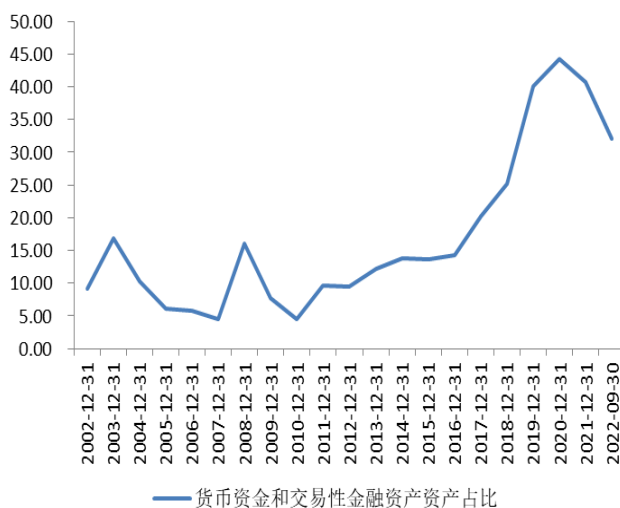


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

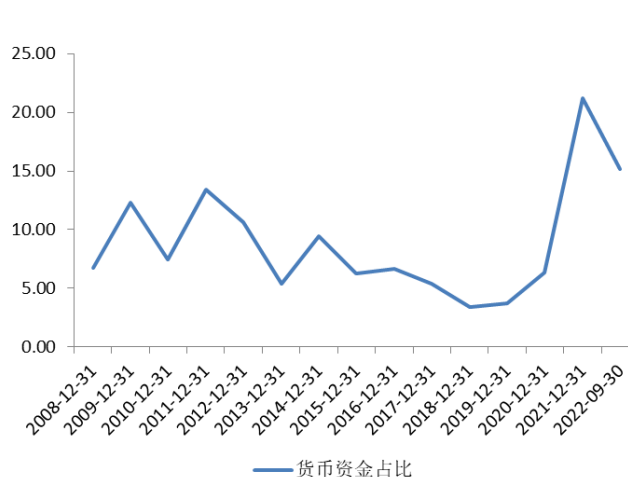
龙头和优秀公司货币资金充足，抗风险和扩张能力强。在建筑建材行业景气度低迷的情况下，龙头公司的货币资金还是非常的充裕，保证了公司在行业低迷的情况下具备很强的抗风险能力和外延式扩张的基础。2022 年前三季度水泥行业龙头海螺水泥货币资金和交易性金融资产的资产占比为 32.10%，旗滨集团货币资金资产占比为 15.15%，均处于历史的高位水平。

图57：海螺水泥货币资金占比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图58：旗滨集团货币资金占比

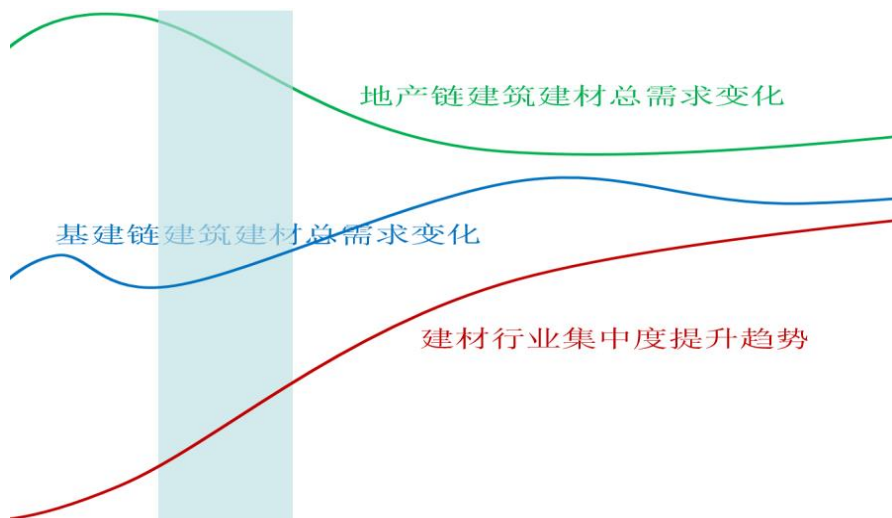


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

即使货币资金占比不高的建筑建材行业龙头和优秀公司，也具备较强的抗风险能力，在行业出现持续低迷时仍能保证公司的有序经营，顺利度过难关，并在行业复苏初期能够更快地增长和成长。所以，在 2023 年建筑建材行业需求探底后低位改善的趋势下，建筑建材行业集中度将加速提升，优秀和龙头公司将会更快地成长。

图59：建材行业集中度加速提升



资料来源：东兴证券研究所

6. 2023 年迎接行业优秀和龙头公司的成长和估值提升

地产行业长期健康发展带来建筑建材行业估值提升。地产行业防风险作为政策的重中之重，随着政策的不断推进和演变，风险释放处于进行当中，保证了地产行业的软着陆，保证了地产行业长期健康发展，为地产行业发展腾挪出空间。从地产企业融资风险的控制到“保交楼”以及民营地产企业“第二支箭”等供给端的政策处于有序稳健的推进当中。同时需求端的刺激政策，从因城施策到央行贷款利率的调整也在有序的推进。供给端和需求端政策的双重发力，有效控制了地产行业的不可控风险，保证了地产行业的软着陆。2023 年地产行业的长期健康发展可期，虽然地产行业很难重现历史上的高速发展态势，但是地产行业稳定的长期的健康的发展将有效降低建筑建材行业的风险，有利于建筑建材行业估值中枢的提升。

建筑建材行业公司龙头和优秀公司更好地成长提升公司估值中枢。在行业需求探底回升的过程当中，建筑建材龙头和优秀建材公司抗风险能力强、具备外延式扩张能力。在 2023 年有利的外延式扩张环境下，这些公司能够更好地提升市占率水平，享受行业长期健康发展的成果，获得逆势发展和更好地成长，从而进一步提升公司的估值中枢。优秀和龙头公司获得估值修复，然后获得估值和业绩双击的推动。建筑龙头和优秀公司在基建继续发力的情况下，不但能够更好地落地业绩释放，还会继续迎来资产结构优化的机遇期。

我们继续坚持一直以来观点：继续看好消费建材受益地产调控下需求的稳定以及长期健康发展；继续看好水泥、防水材料、管材等前周期建材龙头和优秀公司市占率提升带来的发展弹性；看好建筑公司资产结构优化带来的估值修复。

7. 风险提示

房地产政策调控效果不及预期和基建发力的持续性不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	伟星新材 (002372):行业低迷中优势显现	2022-10-28
公司深度报告	山东药玻 (600529): 药玻龙头聚焦核心优势, 深挖护城河	2022-09-30
行业深度报告	建材行业: 立足后周期, 着眼新变化	2022-08-31
行业普通报告	建材行业 2022 年 2 季度基金重仓股分析: 着眼集中度提升和业绩弹性	2022-07-26
行业普通报告	建材行业报告: 水泥价格持续下跌哪家强?	2022-06-30
行业深度报告	2022 年中期建筑建材产业发展报告: 先基建后地产, 行稳致远强者愈强	2022-05-30
行业普通报告	建材行业报告: 着眼周期新变化, 龙头和优秀公司仍是重要方向	2022-03-07
行业深度报告	2022 年建材行业发展总述报告: 内需之变和绿色增长下的行业走向	2021-12-28
行业普通报告	中央经济工作会议点评: 关注高效绿色稳增长模式下基建的相关机会	2021-12-15
行业普通报告	建材行业报告: 地产政策边际松动有助 2B 模式及后周期建材基本面改善	2021-11-29

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

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

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

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

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

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

行业评级体系

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

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

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

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526