

# 非金属建材行业 2023 年年度投资策略

## 新的开始，新的征程

超配

### 核心观点

**“稳增长”仍需发力，地产是关注重点。**展望 2023 年，经济回稳向上基础仍需巩固，基建投资有望保持稳中有增的运行态势；地产方面，政策转暖、利率下行、购买力积累等因素为行业运行修复改善奠定良好基础，触底回暖可期。基于上述宏观判断，我们建议建材板块投资关注三条主线：

**主线一：重点把握地产产业链做多机遇。**通过对历次房地产周期的观察，政策对地产链头部企业的超额收益运行周期具有较强引领性作用，当前地产政策转向，头部企业或迎来新一轮做多机遇。此外建材行业近期多政策出台推动产业升级，积极因素持续积累利于板块做多。同时，本轮调整加速行业洗牌，头部企业阿尔法确定性高，长期成长空间和潜力依旧，推荐**东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、三棵树、伟星新材、兔宝宝**等优质细分领域头部企业

**主线二：复苏或有反复，期待周期再均衡。**1) **玻纤行业：**粗纱和电子纱价格均已至底部区间，库存下行拐点初显。展望 23 年，需求端结构性景气可期，不同企业因产品布局差异会带来业绩的进一步分化，产品结构更好的企业有望率先受益，但供给释放或仍有阶段性扰动，建议密切关注投产节奏；中长期看，双碳目标背景以及大数据时代背景下，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成长性。推荐**中国巨石、中材科技**；2) **建筑玻璃行业：**目前行业盈利处历史低位，供给收缩正在进行时；展望 23 年，供给端有望呈净减少趋势，需求具备一定韧性，库存压力或在明年 Q1 后逐步缓解，供需格局有望边际改善。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) **光伏玻璃行业：**今年行业在新增产能投产和成本高企背景下震荡运行。展望 23 年，光伏装机量增长促进需求进一步提升；供给虽仍呈扩张趋势，但多重因素将共同引导产能投放回归理性；展望未来，龙头企业有望凭借规模、成本、客户资源等优势，进一步巩固地位，新进企业，亦有部分具有资金、技术实力的，有望在竞争中突围，实现跨越式发展，建议关注头部企业；4) **水泥行业：**23 年行业供需格局有望获得一定边际改善，再均衡可期。中长期看，“双碳”有望进一步优化行业产能结构，同时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，推荐**海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、万年青、天山股份、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：**我国碳纤维进入快速扩张阶段，但目前整体仍处于高端不足、低端过剩的局面，结合国内相关企业扩产计划，产能达产后或将对碳纤维价格带来不利冲击，但现阶段增量仍主要以大丝束产品为主，预计高端小丝束产品有望保持较强韧性，推荐**光威复材**；2) **铝模板行业：**去年以来，原材料价格大幅上涨、房地产行业深度调整等一系列因素的影响，铝模板行业进入洗牌期，中小企业持续退出市场。目前地产政策转向，核心原材料价格回落，积极因素正在积累，铝模板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。

**风险提示：**宏观经济下行超预期；房地产恢复进程低于预期；大宗商品价格持续高位。

### 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 年中期投资策略：处变守定，行稳向新》——2022-07-02
- 《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>宏观需求：“稳增长”仍需发力，地产是关注重点</b> .....	<b>9</b>
宏观经济回稳向上基础仍需巩固.....	9
基建：“稳增长”发力效果明显，未来增长有望延续.....	10
地产：年内调控政策影响余波延续，行业景气降至历史低点.....	14
地产：政策转向并加速落地，积极因素不断积累.....	16
地产：竣工有望保持韧性，前端弱复苏可期.....	19
<b>投资主线一：重点把握地产产业链做多机遇</b> .....	<b>21</b>
政策转向，地产链头部企业迎来做多机遇.....	21
三季报显露积极信号，地产链建材底部基本确认.....	24
未来市场结构更加多元，竞争从增量走向存量.....	25
中小企业加速出清，集中度有望迎来新一轮提升.....	27
头部企业 $\alpha$ 进一步增强，拓品类+扩渠道构建多维度成长曲线.....	28
<b>投资主线二：复苏或有反复，期待周期再均衡</b> .....	<b>31</b>
玻纤：周期筑底，结构性景气可期，关注供给节奏.....	31
建筑玻璃：竣工需求有支撑，行业景气有望修复.....	36
光伏玻璃：需求增长确定性高，供给扩张有望回归理性.....	41
水泥：借力复苏行业有望再均衡，龙头企业加速绿色转型升级.....	51
<b>投资主线三：关注新材料及其他细分成长领域</b> .....	<b>59</b>
碳纤维：应用场景持续拓展，产能扩张加速.....	59
铝模板：行业拐点已现，头部企业开启新一轮成长.....	64
<b>投资建议：新的开始，新的征程</b> .....	<b>66</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>68</b>
<b>免责声明</b> .....	<b>69</b>

## 图表目录

图 1: 今年前三季度 GDP 同比增速呈现 V 形走势.....	9
图 2: 今年我国 PMI 指数多处于荣枯线下方.....	9
图 3: 失业率处于较高水平, 大城市表现更为明显.....	9
图 4: 全球能源、粮食价格大幅上涨处于高位.....	9
图 5: 国内主要经济数据运行仍有衰退隐忧.....	10
图 6: 2022 年专项债发行规模显著高于去年同期.....	11
图 7: 2022 年专项债发行进度快于历史同期.....	11
图 8: 今年前 10 月新增专项债主要投向.....	11
图 9: 1-10 月一般公共预算支出累计同比增长 6.4%.....	11
图 10: 广义基建投资额累计和单月增速均保持良好增长.....	12
图 11: 狭义基建投资增速保持提升.....	12
图 12: 基建投资细分项累计增速.....	12
图 13: 1-10 月水利管理业固定资产投资累计增长 14.8%.....	12
图 14: 1-10 月公路水路交通固定资产投资累计增长 9.5%.....	13
图 15: 新增专项债投向交通基础设施方向累计金额(亿).....	13
图 16: 今年基建对投资贡献度到达高位.....	13
图 17: 今年基建对投资增长贡献度提升明显.....	13
图 18: 广义货币(M2)增速.....	14
图 19: 近期金融机构存款准备金率下调.....	14
图 20: 此轮房地产调控下行强度显著强于历史.....	15
图 21: 商品房销售面积单月同比已持续 16 个月为负.....	15
图 22: 房地产开发投资额单月同比已持续 8 个月为负.....	15
图 23: 全国房地产开发投资额累计同比增速降至低位.....	15
图 24: 房屋新开工面积累计同比增速降至低位.....	15
图 25: 房屋施工面积累计同比增速降至低位.....	16
图 26: 房屋竣工面积累计同比增速降至低位.....	16
图 27: 历史基建和房地产投资增速此消彼长.....	16
图 28: 基建-房地产投资增速差达到十年高位.....	16
图 29: 今年央行实施两次降准.....	18
图 30: 今年 5 年期以上 LPR 调降次数和强度高于 1 年期 LPR.....	18
图 31: 个人住房贷款加权平均利率今年持续下行.....	18
图 32: 重点城市主流首套和二套房贷利率下行.....	18
图 33: 重点城市房贷平均放款周期持续减少.....	18
图 34: 住房贷款利率变化与商品房销售面积增速.....	18
图 35: 城镇居民人均可支配收入实际增速已高于百城住宅价格指数同比增速 7 个季度.....	19
图 36: 房屋竣工面积单月和累计增速均有一定边际修复.....	20
图 37: 房屋新开工面积和竣工面积轧差缺口较大.....	20

图 38: 商品房销售面积单月和累计同比增速边际改善.....	20
图 39: 100 大中城市供应和成交土地规划建筑面积极累计同比.....	20
图 40: 房地产开发资金来源国内贷款单月和累计同比.....	21
图 41: 房地产开发贷款余额同比增速 (%).....	21
图 42: 房地产开发建设流程及建材需求.....	22
图 43: 政策是影响房地产行业周期波动的核心变量之一, 销售增速是行业景气度的先行指标.....	22
图 44: 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.....	23
图 45: 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.....	23
图 46: 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.....	23
图 47: 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.....	23
图 48: 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.....	24
图 49: 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.....	24
图 50: 2022Q3 部分其他建材子板块毛利率已获得改善.....	24
图 51: 2022Q3 其他建材子板块净利率分化仍较明显.....	24
图 52: 2022 前三季度其他建材经营性净现金流同比改善.....	25
图 53: 2022Q3 其他建材单季经营性净现金流改善显著.....	25
图 54: 2022Q3 其他建材信用减值损失明显收敛.....	25
图 55: 2022Q3 建材行业基金配置比例大幅下降.....	25
图 56: 2021 年建筑业口径房屋建筑各细分领域竣工面积构成占比.....	26
图 57: 1985 年以来我国房屋建筑竣工面积.....	26
图 58: 2004 年以来我国房屋住宅竣工面积.....	26
图 59: 1999 年以来我国商品房住宅竣工面积.....	27
图 60: 2020 年中国城镇存量住房建成时间分布.....	27
图 61: 截至 2020 年中国城镇住宅来源分布.....	27
图 62: 2014-2018 年我国住宅装饰市场结构.....	27
图 63: 截至 2022 年 4 月底防水企业开工率.....	28
图 64: 截止 2022 年 4 月底防水企业现金流可维持的时长.....	28
图 65: 其他建材各细分领域头部企业市占率提升潜力依旧巨大.....	28
图 66: 东方雨虹各产品收入增长贡献结构.....	29
图 67: 三棵树各产品收入增长贡献结构.....	29
图 68: 坚朗五金各产品收入增长贡献结构.....	29
图 69: 北新建材各产品收入增长贡献结构.....	29
图 70: 传统工程、零售渠道面临深度变革.....	30
图 71: 东方雨虹 C 端零售业务收入快速扩张.....	30
图 72: 2022H1 科顺股份直销渠道中非房地产业务占比大幅提升.....	30
图 73: 科顺股份经销商数量快速提升.....	31
图 74: 坚朗五金销售联络点布局数量快速提升.....	31
图 75: 国内缠绕直接纱及部分合股纱产品均价.....	32
图 76: 国内 G75 电子纱产品均价.....	32
图 77: 国内重点池窑企业库存 (万吨).....	32
图 78: 国内 LNG 液化天然气市场价 (元/吨).....	32

图 79: 全国新增并网风电装机容量及累计同比.....	33
图 80: 全国公开招标市场新增风电招标量.....	33
图 81: 全球汽车领域轻量化材料需求占比持续提升.....	33
图 82: 全国新能源汽车渗透率加速提升.....	33
图 83: 全国汽车销量及累计同比.....	34
图 84: 全国新能源汽车销量及累计同比.....	34
图 85: 全球 PCB 产值及同比增速.....	34
图 86: 中国除港澳台地区外 PCB 产值及同比增速.....	34
图 87: 全球 PCB 产品下游应用市场占比.....	35
图 88: 服务器及数据中心、汽车电子等是增速较高细分领域.....	35
图 89: 浮法玻璃国内主流市场平均价.....	37
图 90: 历史同期浮法玻璃价格走势（元/吨）.....	37
图 91: 重点监测省份生产企业浮法玻璃库存（万重箱）.....	37
图 92: 历史同期浮法玻璃生产企业库存（万重箱）.....	37
图 93: 重质纯碱全国主流平均价（元/吨）.....	37
图 94: 石油焦现货平均价（元/吨）.....	37
图 95: 天然气价格今年价格处于高位（元/吨）.....	38
图 96: 浮法玻璃行业盈利水平今年以来持续下行.....	38
图 97: 下半年在生产线条数随着价格下行快速减少.....	38
图 98: 浮法玻璃生产线开工率下半年持续回落.....	38
图 99: 行业月度生产线冷修产能（万重箱）.....	39
图 100: 行业月度净增加产能（万重箱）.....	39
图 101: 玻璃行业供给和需求增速（%）.....	39
图 102: 玻璃行业供需轧差（%）.....	39
图 103: 行业研发费用率整体呈现提升趋势（%）.....	41
图 104: 龙头企业毛利率稳定性近年有所增强（%）.....	41
图 105: 国内 3.2mm 光伏玻璃价格走势（元/平米）.....	41
图 106: 3.2mm 光伏玻璃原片历史同期周度价格（元/平米）.....	41
图 107: 3.2mm 光伏镀膜玻璃历史同期周度价格（元/平米）.....	42
图 108: 光伏玻璃库存天数.....	42
图 109: 过去十余年我国太阳能光伏装机量全球占比持续提升.....	42
图 110: 近年来中国光伏新增装机量规模较大.....	43
图 111: 近年中国光伏新增装机量在全球占比较高.....	43
图 112: 2009-2021 光伏组件功率不断提升.....	43
图 113: 2009-2021 光伏发电度电成本持续下降.....	43
图 114: 我国光伏产业链产品产量均位居全球第一.....	43
图 115: 今年 1-10 月国内光伏新增装机量同增 98.7%.....	44
图 116: 今年单月光伏新增装机量均高于近年同期（万千瓦）.....	44
图 117: 今年 1-10 月中国光伏组件累计出口同增 89%.....	44
图 118: 今年单月中国光伏组件出口均高于近年同期.....	44
图 119: 2022-2030 年中国光伏新增装机预测（GW）.....	44

图 120: 2022-2030 年全球光伏新增装机预测 (GW) .....	44
图 121: 各国纷纷调高光伏装机目标.....	45
图 122: 常规组件和双玻组件结构示意图.....	45
图 123: 单晶硅片未来市场份额快速提升.....	46
图 124: 双玻组件未来市占率有望进一步提升.....	46
图 125: 大尺寸硅片组件 BOS 总体更低.....	47
图 126: 大尺寸硅片组件 LCOE 总体更低.....	47
图 127: 2020 年以来硅料价格持续上涨.....	47
图 128: 未来大尺寸硅片市场占比有望进一步提升.....	47
图 129: 近两年光伏玻璃产能快速增加.....	48
图 130: 近两年光伏玻璃在产产能快速增加.....	48
图 131: 纯碱价格去年以来持续上涨并处于高位 (元/吨) .....	49
图 132: 天然气价格去年以来持续上涨后处于较高位 (元/吨) .....	49
图 133: 石油焦价格近年来持续上行并处于高位 (元/吨) .....	49
图 134: 行业中小企业光伏玻璃业务毛利率降至十年低位.....	49
图 135: 2021 年光伏玻璃产能占比 (%) .....	50
图 136: 2021 年主要光伏玻璃企业产能情况.....	50
图 137: 主要企业规划在建产能情况.....	50
图 138: 龙头企业盈利水平明显高于行业平均.....	50
图 139: 龙头企业单窑产能近年来提升速度加快.....	50
图 140: 龙头企业但要产能显著高于行业平均水平.....	50
图 141: 全国高标水泥均价自年初高位回落 (元/吨) .....	51
图 142: 历年同期全国高标水泥均价运行 (元/吨) .....	51
图 143: 全国水泥平均库容比震荡上行.....	51
图 144: 今年水泥平均库容比处于历史高位 (%) .....	51
图 145: 今年全国水泥出货率水平明显偏低.....	52
图 146: 历年同期全国水泥出货率水平 (%).....	52
图 147: 2022 年 1-10 月全国水泥产量同比下降 11.3%.....	52
图 148: 水泥产量单月同比增速降幅逐步收窄.....	52
图 149: 今年动力煤价格快速上涨并处于高位.....	52
图 150: 水泥煤炭价格差快速下行.....	52
图 151: 水泥供需增速变化.....	53
图 152: 水泥供需轧差.....	53
图 153: 2021 年中国水泥产量占全球比重 (%) .....	54
图 154: 2021 年中国水泥产量占全球比重 (%) .....	54
图 155: 水泥行业 CO <sub>2</sub> 主要排放环节.....	54
图 156: 水泥行业脱碳重要技术示意.....	55
图 157: 我国新型干法生产线分规模结构图.....	55
图 158: 水泥行业前十产能集中度缓慢提升.....	55
图 159: 世界各地每吨熟料用于热能的能源消耗构成.....	56
图 160: 我国水泥行业替代燃料热值替代率排名靠后.....	56

图 161: 水泥上市公司非水泥业务收入平均占比呈上升趋势.....	58
图 162: 水泥上市公司非水泥业务毛利平均占比呈上升趋势.....	58
图 163: 国内碳纤维主流市场均价 (元/kg) .....	59
图 164: 碳纤维进口价格 (元/kg) .....	59
图 165: 国内大丝束和小丝束碳纤维价格走势 (元/kg) .....	59
图 166: 国内碳纤维不同品种价格走势 (元/kg) .....	59
图 167: 2017-2021 年全球碳纤维市场需求结构.....	60
图 168: 2017-2021 年中国碳纤维市场需求结构.....	60
图 169: 全球碳纤维需求量及增速.....	61
图 170: 中国碳纤维需求量及增速.....	61
图 171: 2008-2021 年中国碳纤维需求全球占比.....	61
图 172: 2008-2021 年中国碳纤维市场中进口和国产占比.....	61
图 173: 2021-2025 全球碳纤维各应用领域市场规模及预测.....	61
图 174: 2021 年全球碳纤维分区域运行产能.....	62
图 175: 2014-2021 年中国除港澳台地区外碳纤维产能全球占比.....	62
图 176: 2021 年国内碳纤维企业原丝及碳纤维理论产能.....	62
图 177: 2020-2021 年国内碳纤维企业理论产能.....	62
图 178: 2021 年全球碳纤维竞争格局 (按运行产能) .....	63
图 179: 2021 年中国碳纤维竞争格局 (按运行产能) .....	63
图 180: 中国铝合金模板企业 PMI 指数.....	64
图 181: 中国铝合金模板企业新订单指数.....	64
图 182: 中国铝合金模板企业销售和租赁价格指数.....	65
图 183: 中国铝合金模板企业利润水平指数.....	65
图 184: 铝锭价格今年二季度高位回落.....	65
图 185: 钢材价格指数震荡下行.....	65
图 186: 铝模板租赁业务链条环节多且复杂.....	66
表 1: 今年以来政策对基建方面给予大力支持.....	10
表 2: “三道红线” 出台后房地产行业迎来密集调控.....	14
表 3: 今年以来中央针对房地产行业表述和措施逐步转向积极.....	17
表 4: 2022 年以来玻纤生产线变动情况.....	35
表 5: 国内主要玻纤企业 2023 年底前有投产预期的生产线.....	36
表 6: 国内主要玻纤企业已公布冷修停产计划的生产线.....	36
表 7: 2022 年国内玻璃企业继续加大电子玻璃业务投入.....	40
表 8: 2022 年国内药用玻璃行业产能建设仍在持续推进.....	40
表 9: 单玻组件和双玻组件中的面板及背板的性能差异.....	46
表 10: 2022 年多地加强非采暖季错峰生产.....	53
表 11: 水泥生料替代来源及应用现状.....	56
表 12: 全球水泥行业 CCUS 主要技术及应用现状.....	57
表 13: 国内部分已开工建设的碳纤维扩产项目.....	63

表 14：不同铝模板市占率情形下市场规模测算..... 64

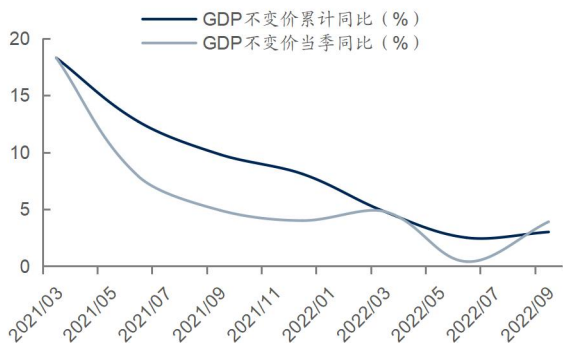


## 宏观需求：“稳增长”仍需发力，地产是关注重点

### 宏观经济回稳向上基础仍需巩固

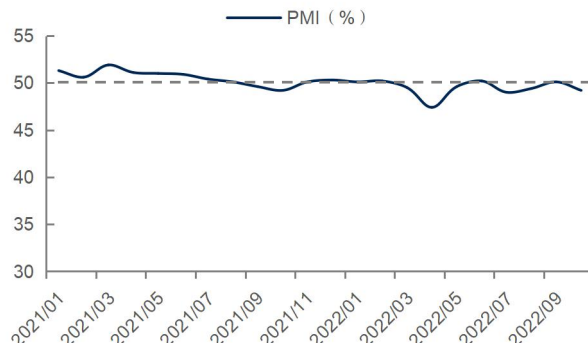
2022年，国际环境复杂严峻，全球政治局势动荡，美联储开启加息周期，国内疫情点多面广频发，在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力叠加之下，我国宏观经济运行承受一定压力，工业增加值增速放缓，PMI指数多处于荣枯线下方，固定资产投资和社零增速回落。在“稳字当头、稳中求进”的指导方针下，各部门高效统筹疫情防控和经济社会发展，及时推出并加力落实政策措施，下半年宏观经济呈现一定恢复态势，但国内消费恢复并非一蹴而就，海外通胀高位运行，美联储加息周期影响持续，四季度国内经济恢复发展趋势仍有一定反复。为巩固经济回稳向上的基础，“稳增长”仍是未来工作重点，作为传统经济动能代表的基建和房地产将继续发挥重要作用。

图1：今年前三季度 GDP 同比增速呈现 V 形走势



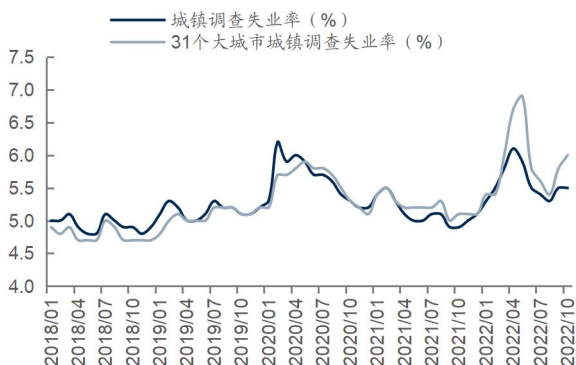
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：今年我国 PMI 指数多处于荣枯线下方



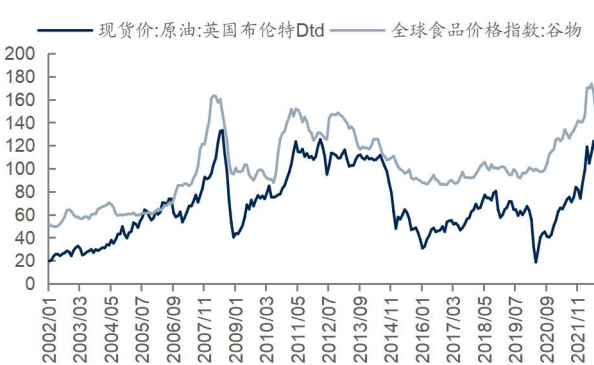
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：失业率处于较高水平，大城市表现更为明显



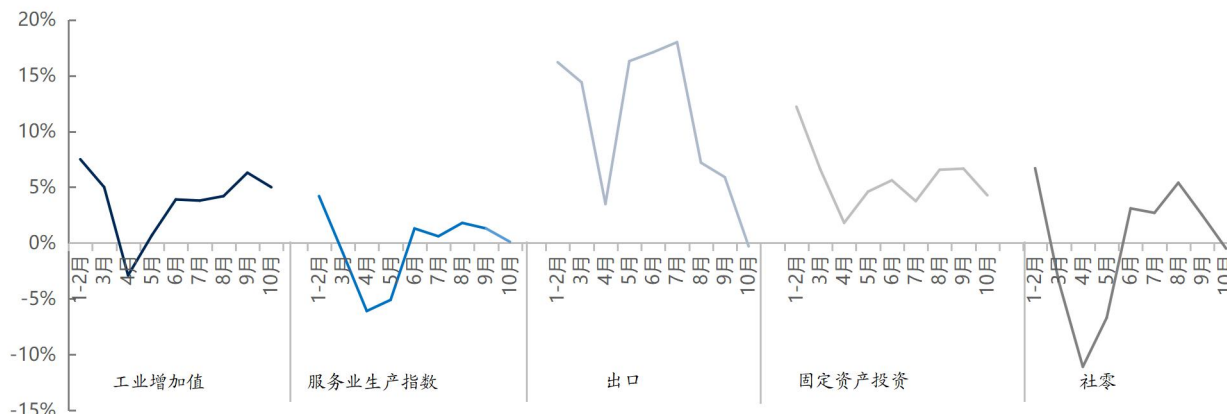
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：全球能源、粮食价格大幅上涨处于高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 国内主要经济数据运行仍有衰退隐忧



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 基建：“稳增长”发力效果明显，未来增长有望延续

自去年四季度中央经济工作会议提出今年“稳增长”的工作要求后，作为宏观经济“稳增长”的重要抓手之一，今年以来基建方面受到大力支持。从政策面来看，今年两会即提出“适度超前开展基础设施投资”，并对重点建设方面提出建议，随后国常会、中央政治局会议等反复强调加强基础设施建设、扩大有效投资，相关部门出台一系列对应政策，包括《扎实稳住经济一揽子政策措施》、《稳经济一揽子政策的接续政策措施》等。

表1: 今年以来政策对基建方面给予大力支持

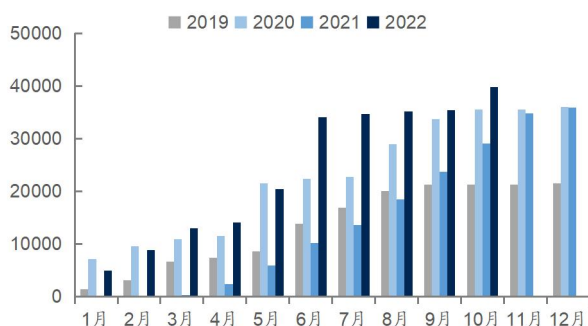
时间	部门/会议	基建相关内容
2022年3月	两会	适度超前开展基础设施投资，建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道等官网更新改造，继续推进地下综合管廊建设；深入实施区域重大战略和区域协调发展战略，加强县城基础设施建设，稳步推进城市群、都市圈建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2022年3月	国常会	部署用好政府债券扩大有效投资，促进补短板增后劲和经济稳定增长，并决定新开工一批条件成熟的水利工程，全年完成约8000亿，提高水资源保障和防灾减灾能力
2022年4月	中央政治局会议	全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设
2022年4月	“十四五”规划102项重大工程实施部联席会议	区分项目类型分类有序推进，加快推动项目实施；要在防范化解各类风险基础上，扎实做好推进项目前期工作，加大资金、用地等要素保障力度，加快在建项目建设，尽快形成实物工作量
2022年4月	政府债券使用情况例行吹风会	加快专项债券发行使用工作，支持各地保证财政支出强度，更好发挥专项债券拉动有效投资的积极作用
2022年4月	中央财经委员会第十一次会议	全面加强基础设施建设，对保障国家安全、畅通国内大循环、促进国内国际双循环、扩大内需，推动高质量发展，都具有重大意义
2022年5月	中共中央办公厅、国务院办公厅	发布台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，促进新型城镇化建设
2022年5月	国务院	印发《扎实稳住经济一揽子政策措施》，在财政政策方面，要求加快财政支出，加快地方政府专项债发行使用；在稳投资方面，要求加快推进一批论证成熟的水利工程项目，加快推动交通基础设施投资，因地制宜继续推进城市地下综合管廊建设等
2022年6月	国常会	调增政策性8000亿元信贷额度支持基础设施建设；运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金
2022年7月	交通部、发改委、住建部	《国家公路网规划》《“十四五”新型城镇化实施方案》《“十四五”全国城市基础设施建设规划》等相继印发
2022年7月	中央政治局会议	宏观政策要在扩大需求上积极作为；财政政策方面，要求要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债资金货币政策方面；要保持流动性合理充裕，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金
2022年8月	发改委	进一步加大项目前期工作和建设实施推进力度，努力保持全年投资稳定增长
2022年8月	国常会	部署《稳经济一揽子政策的接续政策措施》，在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度；依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕；核准开工一批条件成熟的基础设施等项目

表1：今年以来政策对基建方面给予大力支持

2022年9月 财政部 在扎实稳住经济一揽子政策措施出台后，每周跟进政策落实进展，并要求加快地方政府专项债发行使用  
资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理

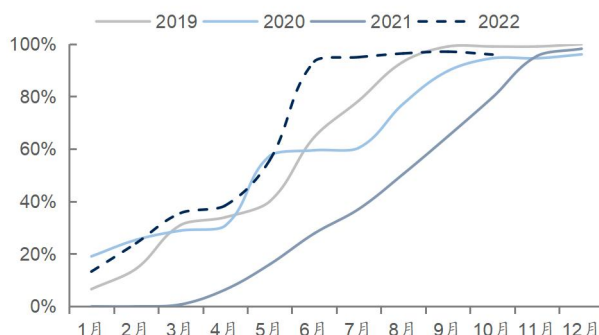
从资金面来看，财政方面对于基建方面支持力度加大，专项债发行速度显著快于往年同期。两会时将全年财政支出规模较去年扩大2万亿以上，多次会议指出加快专项债发行使用，调增政策性银行8000亿元信贷额度，支持基础设施建设。今年1-10月，一般公共预算支出累计同比增长6.4%，增速较去年全年提高6.1个百分点。截止今年7月，各地新增发行专项债即基本全部完成，比去年提前近半年，主要用于交通基础设施、市政建设和产业园区基础设施、保障性安居工程等重大项目。10月份，5000多亿元专项债结存限额“开闸”，并迎来下半年专项债发行高峰。

图6：2022年专项债发行规模显著高于去年同期



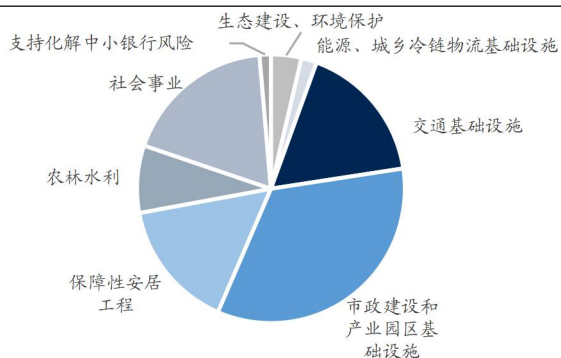
资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图7：2022年专项债发行进度快于历史同期



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图8：今年前10月新增专项债主要投向



资料来源：财政部、国信证券经济研究所整理

图9：1-10月一般公共预算支出累计同比增长6.4%



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

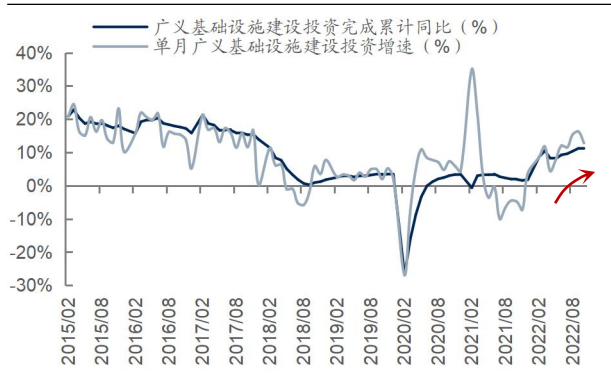
政策组合拳助力之下，基建投资在今年表现突出，最大程度协助稳定经济发展基本盘。今年1-10月，广义基建投资完成16.96万亿，同比增长11.39%，为2018年以来最高水平（2021年采用两年复合增速），下半年后，在一揽子政策加码支持下，单月广义基建投资同比增速均保持在11%以上。

从结构上来看，水利方面持续表现亮眼，下半年交通端提速接续发力。今年上半年，重点水利工程、管网更新改造等方面推进政策持续出台，并对整体今年基建投资起到良好支撑作用。1-10月份，基础设施投资建设中水利、环境和公共设施

管理业累计同比增长 12.6%，其中水利管理业投资同比增长 14.8%，较去年累计增速提高 11.91 个百分点；根据水利部数据，前 10 月全国已完成水利建设投资 9211 亿，同比增长 63.3%，创同期历史新高。下半年以来，交通基础设施建设开启提速，前 10 月交运、仓储和邮政业投资额累计增速 6.3%，较上半年提高 1.7 个百分点，公路水路交通固定资产投资同比增长 9.54%。截至 10 月份，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 45.2%。

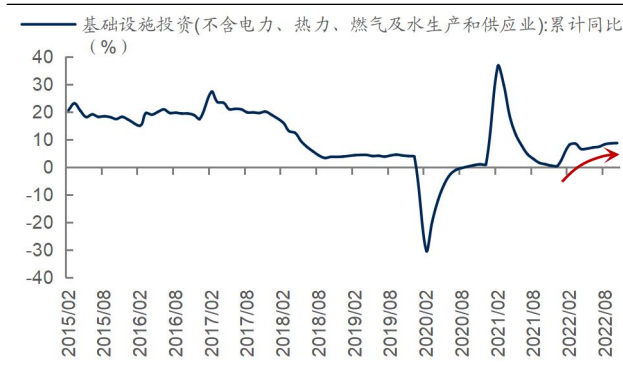
整体来看，今年前 10 月，基建对固定资产投资及其增长的贡献度均达到高位水平。

图 10: 广义基建投资额累计和单月增速均保持良好增长



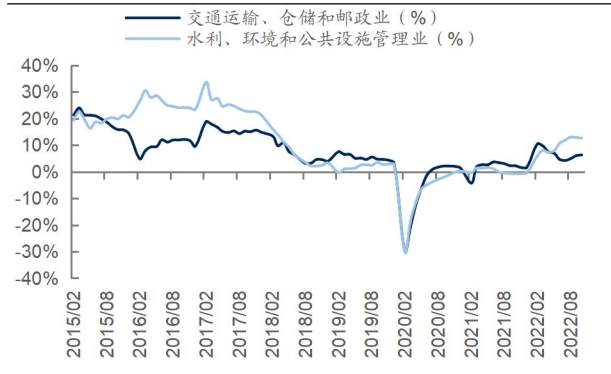
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理 (2021 年增速使用两年复合增速)

图 11: 狭义基建投资增速保持提升



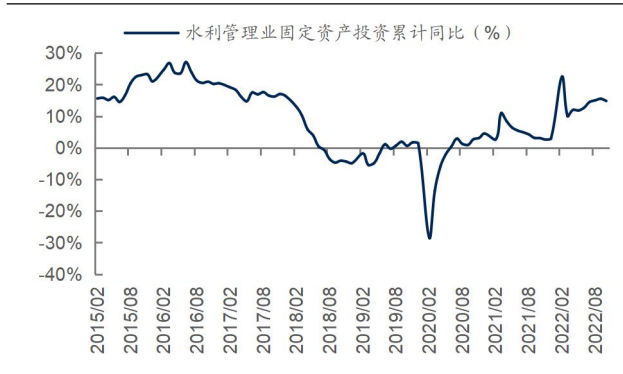
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图 12: 基建投资细分项累计增速



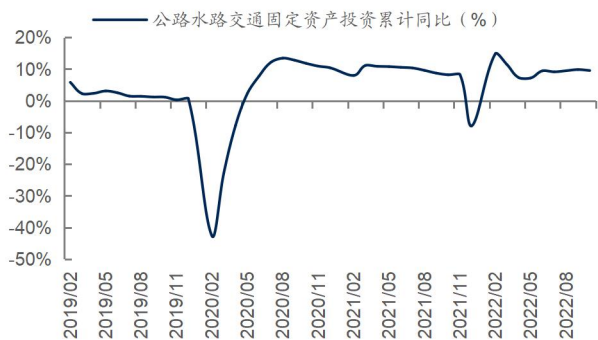
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理 (2021 年增速使用两年复合增速)

图 13: 1-10 月水利管理业固定资产投资累计增长 14.8%



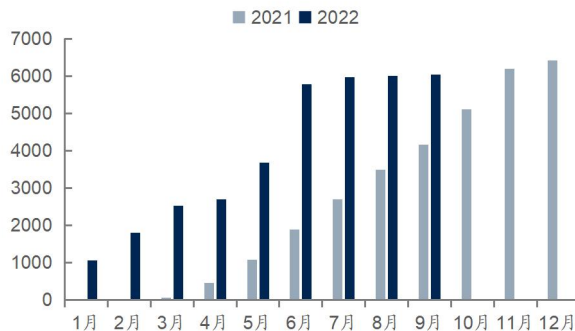
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理 (2021 年增速使用两年复合增速)

图14: 1-10月公路水路交通固定资产投资累计增长9.5%



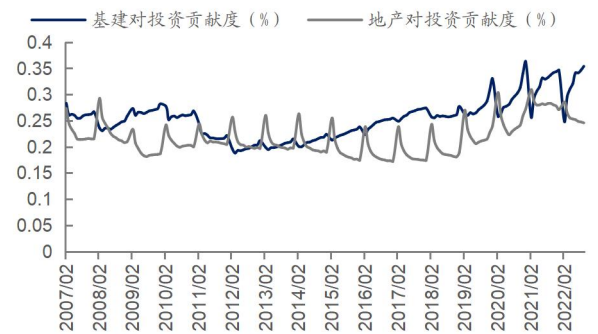
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理 (2021年增速使用两年复合增速)

图15: 新增专项债投向交通基础设施方向累计金额(亿)



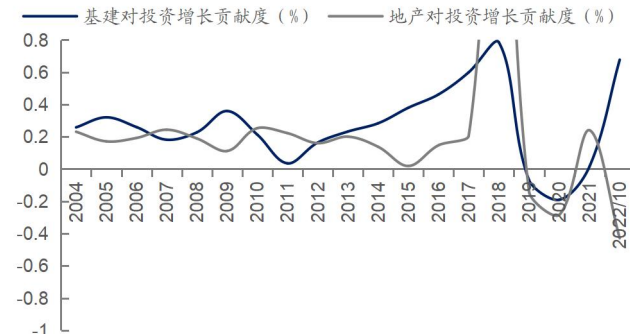
资料来源: 财政部、国信证券经济研究所整理

图16: 今年基建对投资贡献度到达高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 今年基建对投资增长贡献度提升明显

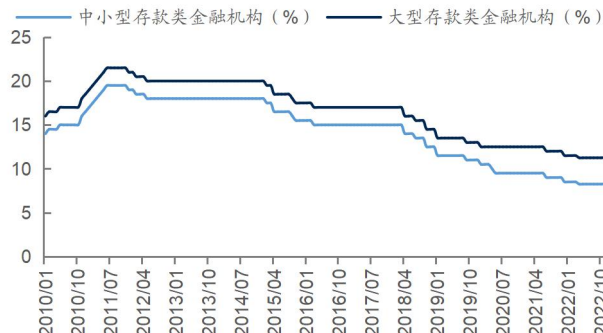


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (2019、2020为负主因固投增长为负)

展望 2023 年,我国宏观经济回稳向上趋势基础仍需巩固,通过基建拉动有效投资仍将是“稳增长”的重要手段,宏观政策支持有望延续。货币政策方面,近期央行已实行年内第二次降准,流动性合理充裕仍将保持;财政政策方面连续性有望保持,近期,部分省份已收到财政部提前下达的 2023 年新增专项债限额,且限额增长明显,预计 2023 年新增专项债发行有望延续今年的前置发行,并对明年投资形成拉动作用。考虑到专项债发行到实际开工落地仍需要 1-2 季度时间,同时,今年以来受疫情、极端天气、资金短缺等因素影响,项目施工情况仍有滞后,预计积累的大量项目和未来新增项目仍有望对明年基建投资起到良好的支撑作用,整体明年基建增长有望延续。

**图18: 广义货币 (M2) 增速**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图19: 近期金融机构存款准备金率下调**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 地产：年内调控政策影响余波延续，行业景气降至历史低点

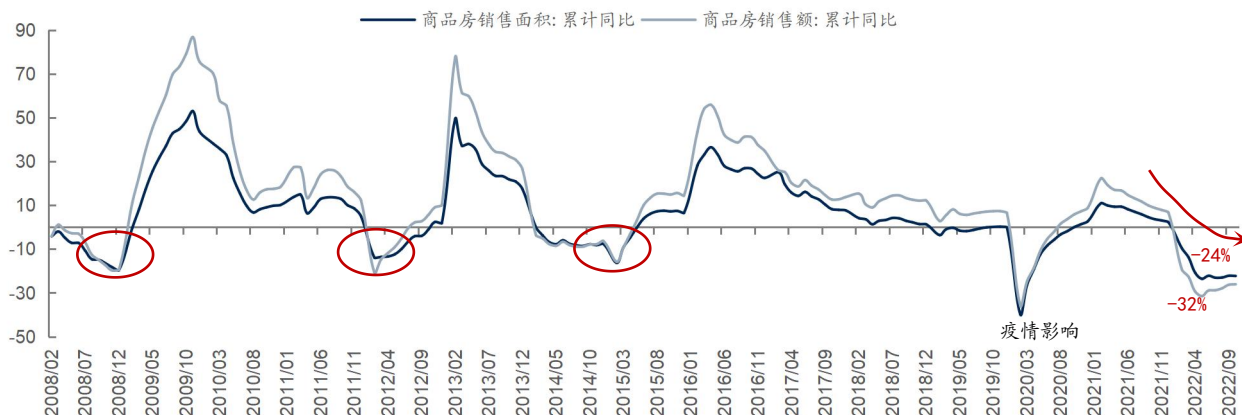
2020年下半年“三道红线”融资监管新规正式出台，随后房地产行业迎来密集调控，包括贷款集中度管理制度、加强预售资金监管、收紧房地产供应链融资等多方面，加强房地产金融审慎管理。随着政策持续加码并严格执行，去年下半年，房企信用事件频发，今年7月，全国多地出现楼盘“停工停贷”风波事件，进一步加剧市场担忧。今年以来，在前期市场密集调控影响余波下，房地产行业运行数据加速回落，回调强度和持续时间显著强于历史，同时，基建和地产投资差缺口达到十年最高水平。

**表2: “三道红线” 出台后房地产行业迎来密集调控**

时间	部门/地区	主要政策文件/措施/事件
2020年8月	住建部、央行	在北京召开重点房地产企业座谈会，传达“三道红线”要求
2020年12月	央行、银保监会	《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》
2021年2月	国土资源部	发布住宅用地分类调控文件，要求22个重点城市住宅用地“两集中”：集中发布出让公告，集中组织出让
2021年3月	央行、银保监会、住建部	《关于防治经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》
2021年5月	深圳	深圳多家银行上调房贷利率
2021年5月	财政部、住建部、国家税务总局等	在京主持召开房地产税改革试点工作座谈会
2021年5月	基金业协会	叫停备案基金子公司地产类供应链产品，房地产供应链“非标”融资被封堵
2021年5月	杭州	杭州多家银行上调房贷利率
2021年6月	央行	将房地产开发商、贵金属交易商等纳入反洗钱调查范围
2021年6月	财政部、自然资源部、税务总局、央行	《关于将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金四项政府非税收入划转税务部门征收有关问题的通知》
2021年6月	央行上海总部	与在沪银行召开会议，确定首套房贷利率从4.65%调整至5%，二套房贷利率从5.25%上调至5.7%
2021年8月	深圳	公布“深房理”炒房调查进展，2名犯罪嫌疑人被逮捕，3名犯罪嫌疑人被刑事拘留
2021年8月	央行、银保监会	约谈恒大集团高管
2022年7月	全国	多地出现地产楼盘“停工停贷”风波

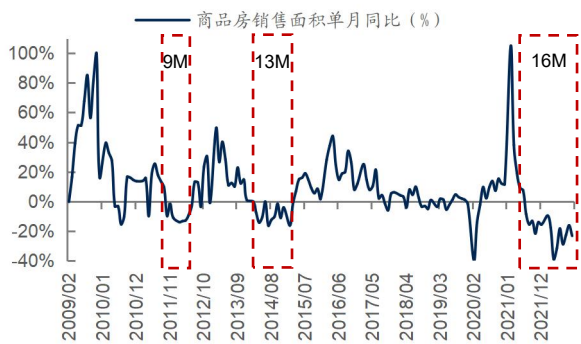
资料来源: 各政府网站、楼兰财经、国信证券经济研究所整理

图20: 此轮房地产调控下行强度显著强于历史



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (2021年增速为两年复合增速)

图21: 商品房销售面积单月同比已持续16个月为负



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 房地产开发投资额单月同比已持续8个月为负



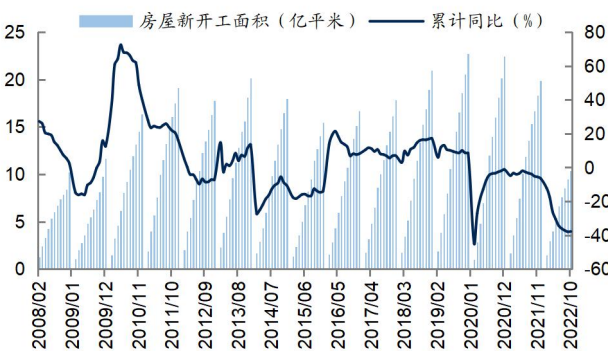
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图23: 全国房地产开发投资额累计同比增速降至低位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (2021年增速为两年复合增速)

图24: 房屋新开工面积累计同比增速降至低位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (2021年增速为两年复合增速)

图25：房屋施工面积累计同比增速降至低位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（2021年增速为两年复合增速）

图26：房屋竣工面积累计同比增速降至低位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（2021年增速为两年复合增速）

图27：历史基建和房地产投资增速此消彼长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（2021年增速为两年复合增速）

图28：基建-房地产投资增速差达到十年高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（2021年增速为两年复合增速）

## 地产：政策转向并加速落地，积极因素不断积累

房地产行业基本面运行显著承压背景之下，市场担忧情绪不断上升，为促进房地产行业健康平稳发展，四季度开始，行业政策全面转向，积极信号持续释放并不断积累。

**1) 政策转向并加速落地：**今年7月，全国多地发生“停工停贷”现象，行业基本面运行数据承压显著，市场担忧情绪进一步加剧，政策方向逐步转向积极呵护，7月份中央政治局会议提出“因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善型住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，9月份，部分城市首套住房贷款利率取消、首套个人住房公积金贷款利率下调，11月份，信贷、债券融资、股权融资“三支箭”先后快速落地，为房企融资给予充足支持。



**表3：今年以来中央针对房地产行业表述和措施逐步转向积极**

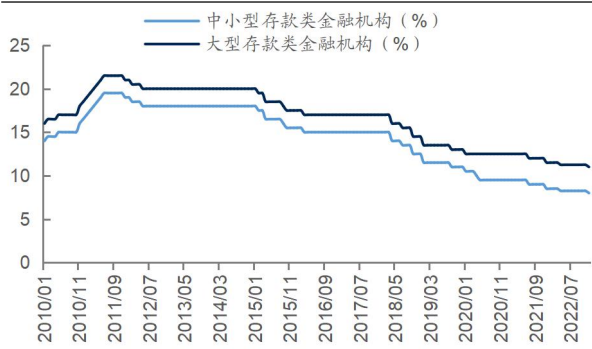
时间	部门/会议	主要内容
2022年1月29日	住建部、央行、银保监会	发布《关于规范商品房预售资金监管的意见》， <b>监管账户内的资金达到监管额度后，超出部分可由房企提取使用</b>
2022年2月24日	国新办	<b>坚决有力处置个别房企因债务违约所引发的房地产项目逾期交付风险</b> ，以“保交楼、保民生、保稳定”为首要目标。
2022年2月24日	住建部	<b>保持调控政策的连续性和稳定性，增强调控政策的精准性协调性</b> 。继续稳妥实施房地产长效机制，保障住房的刚需，同时满足合理的改善性需求，促进房地产业良性循环和健康发展，努力 <b>稳地价、稳房价、稳预期</b> 。
2022年2月8日	央行、银保监会	发布《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年3月4日	银保监会、央行	满足新市民合理购房信贷需求， <b>因城施策执行好差异化住房信贷政策</b> 。
2022年3月5日	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， <b>因城施策促进房地产业良性循环和健康发展</b> 。
2022年3月16日	国务院金融委	关于房地产企业，要及时 <b>研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案</b> ，提出向新发展模式转型的配套措施。
2022年4月18日	央行、外汇局	发布《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款比例、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， <b>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</b> 。
2022年4月24日	住建部	<b>坚持底线思维，高度重视房地产领域风险</b> ，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年4月29日	中央政治局会议	<b>支持各地从当地实际出发完善房地产政策</b> ，支持刚性和改善性住房需求， <b>优化商品房预售资金监管</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年5月15日	央行、银保监会	发布《 <b>关于调整差异化住房信贷政策有关问题的通知</b> 》，将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LPR减20个基点
2022年5月23日	央行、银保监会	<b>加大金融支持力度，保持房地产信贷平稳增长</b> ，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。
2022年7月28日	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>因城施策用足用好政策工具箱</b> ，支持刚性和改善性住房需求， <b>压实地方政府责任，保交楼、稳民生</b> 。
2022年8月31日	国常会	支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱， <b>灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款</b> 。
2022年9月29日	央行、银保监会	阶段性调整差异化住房信贷政策，符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前 <b>阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限</b> 。对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在2022年底前， <b>阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限</b> 。
2022年9月30日	财政部	自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内市场重新购买住房的纳税人， <b>对其出售现房已缴纳的个人所得税予以退税优惠</b> 。
2022年9月30日	央行	自2022年10月1日起， <b>下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点</b> ，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。同时，第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。
2022年11月10日	中国银行间交易商协会	<b>继续并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）</b> ，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022年11月13日	央行、银保监会	发布《 <b>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（金融16条）</b> 》，通知涉及保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度等6方面，共16条具体措施。
2022年11月14日	银保监会、住建部、央行	发布《 <b>关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知</b> 》，支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险
2022年11月28日	证监会	<b>股权融资方面调整优化5项措施</b> ，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许符合条件的房地产企业实施重组上市；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；恢复H股上市房企再融资；发挥REITs盘活房企存量资产，推动保障性租赁住房REITs常态化发行；开展不动产私募投资基金试点，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。

资料来源：各政府网站、国信证券经济研究所整理

**2) 房贷利率下行为销售托底：**今年以来，我国稳健的货币政策保持灵活适度，房贷利率呈现下行走势。今年4月和12月，央行分别进行两次降准，5月和8月，5年期LPR均非对称下调15bp，金融机构个人住房贷款加权平均利率呈现持续回落至4.34%，为过去十年最低水平。重点城市主流首套和二套房贷利率自去年四季度后持续下行，并于今年5月后降幅进一步加大，重点城市房贷平均放款周期从去年10月高点74天下降至目前的26天。

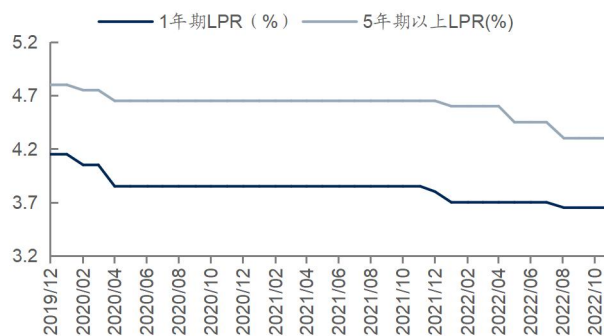
房贷利率是影响购房人购房成本的核心要素之一，从历史数据上看，全国商品房销售面积增速与平均房贷利率的变化呈现较强的负相关关系。今年二季度后，房贷利率已经呈现同比下降趋势，放款周期亦持续缩短，为后续销售回升提供了有利的条件。

图29：今年央行实施两次降准



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图30：今年5年期以上LPR调降次数和强度高于1年期LPR



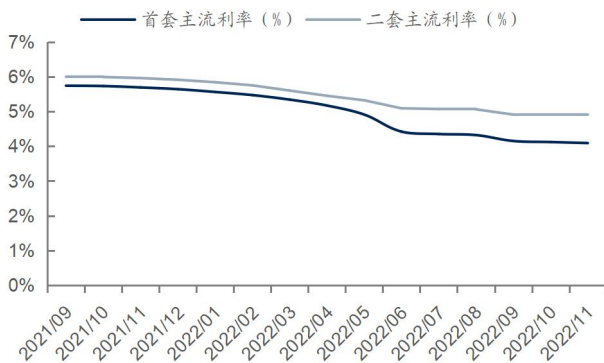
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：个人住房贷款加权平均利率今年持续下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图32：重点城市主流首套和二套房贷利率下行



资料来源：贝壳、国信证券经济研究所整理

图33：重点城市房贷平均放款周期持续减少



资料来源：贝壳、国信证券经济研究所整理

图34：住房贷款利率变化与商品房销售面积增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

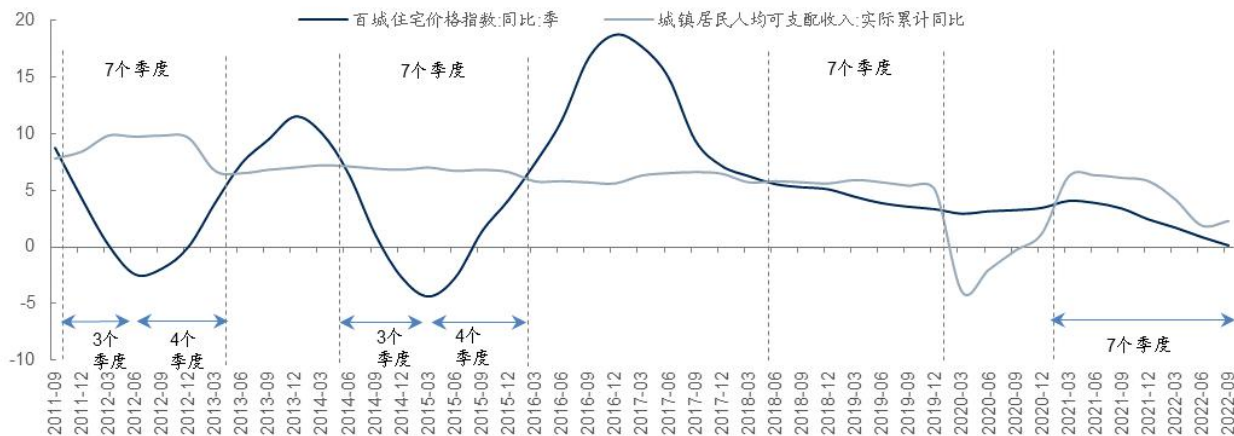
**3) 刚需购买力持续积累助力销售市场修复：**我们认为，居民对于商品房的购买力由两个部分构成，其一为可支配收入积累后形成的基础购买力，其二为在基础购买力之上，通过银行信贷对基础购买力的放大，上文关于探讨的房贷利率可以

认为是基础购买力的放大成本，而此段文字我们将对基础购买力进行讨论。

我们通过对 2011 年以来百城住宅房价同比指数和城镇居民可支配收入实际累计同比增速进行比较发现，在 2011-2013 年和 2014-2016 年两轮周期中，城住宅房价同比指数在下穿城镇居民可支配收入实际累计同比增速 3 个季度之后，出现反转迹象，在下穿后 7 个季度，房价同比指数会回到可支配收入实际累计同比增速之上；在 2018-2020 年的周期中，房价同比指数下穿可支配收入实际累计同比增速同样约 7 个季度（三轮周期均历时七个季度或许有政策调控周期时点、疫情突发事件带来的巧合因素，但购买力的波动规律依旧值得参考）。

在 2021 年至今的此轮房地产周期中，百城住宅房价同比指数下穿城镇居民可支配收入实际累计增速已超过 7 个季度，尽管房价下行强度不及前两轮周期，且持续反复的疫情影响因素导致居民可支配收入增速偏弱，但只要可支配收入实际累计同比增速高于房价同比指数即证明居民对房地产的基础购买力在累积，同时，随着时间推移和行业积极政策的积累，预计未来刚需购买力积累将对商品房销售增速的支撑作用将逐步显现。

图35：城镇居民人均可支配收入实际增速已高于百城住宅价格指数同比增速 7 个季度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（2021 年人均可支配收入为复合增速）

## 地产：竣工有望保持韧性，前端弱复苏可期

经历 2021 年以来的密集、严格的政策调控后，房地产行业运行压力在今年进一步显现，随着政策态度逐步从打压走向呵护，我们预计 2023 年，“保交付”效果将继续显现，后端竣工表现有望保持较强韧性，前端销售、新开工、土地市场有望呈现弱复苏趋势。

1) “保交付”逐步落实，竣工端具备韧性：自 7 月份全国多地“停工停贷”风波发生后，中央高度重视并作出指导，7 月中央政治局会议首次提出“保交楼、稳民生”，监管、地方政府、房企等多方面共同探索纾困模式，并出台相关政策措施，包括设立纾困基金，引进信托公司、政策性银行专项借款、房企制定计划推动施工复工等。随着“保交付”相关措施和资金持续落地，效果已逐步显现，截至今年 10 月，全国房屋竣工面积累计同比增速已连续三个月降幅收窄。

从过去数年数据看，房地产新开工面积处于历史高位运行，但实际竣工面积受资金、疫情等因素影响有所滞后，两者轧差进一步扩大。我们认为，在“保交付”

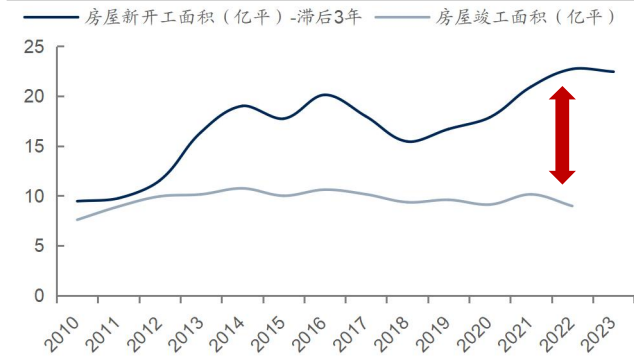
政策指引下，前期累计新开工-竣工缺口有望有序释放，为2023年房地产竣工端需求提供较强韧性。

图36: 房屋竣工面积单月和累计增速均有一定边际修复



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图37: 房屋新开工面积和竣工面积轧差缺口较大



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2) 结构性修复已然开启，需求端政策仍有施展空间，前端数据明年有望呈现弱复苏态势：在今年政策不断呵护和加码的背景下，下半年地产运行数据的结构性修复已然开启。今年1-10月，商品房销售面积累计同比下降22.17%，从前5月增速低点-23.57%呈现一定企稳趋势；100大中城市土地供应和成交土地规划建筑面积降幅二季度以来持续收窄，前十月分别同比下降9.39%和10.30%；前10月，房地产开发资金国内贷款同比下降26.61%，已连续三个月降幅收窄，其中10月单月同比下降18.33%，为今年以来最小降幅；截至三季度末，房地产开发贷款余额同比增长2.2%，较上半年高2.4个百分点，较上年末高1.3个百分点。

从目前已出台的政策类型来看，多集中于为房企供给端创造更加宽松的环境，包括房企融资端、信贷政策等方面。尽管部分核心数据已呈现结构性改善迹象，但目前整体房地产行业基本面运行仍偏弱。为促进房地产行业健康平稳发展，我们预计，未来需求端宽松呵护政策仍有进一步出台预期和发挥空间，近期，已出现包括北京通州解除“双限购”、杭州恢复“认房不认贷”且二套房首付降至四成等措施发布。随着各项积极因素的积累与传导，预计明年房地产前端销售、新开工等数据有望呈现弱复苏趋势，投资端亦将出现一定边际修复。

图38: 商品房销售面积单月和累计同比增速边际改善

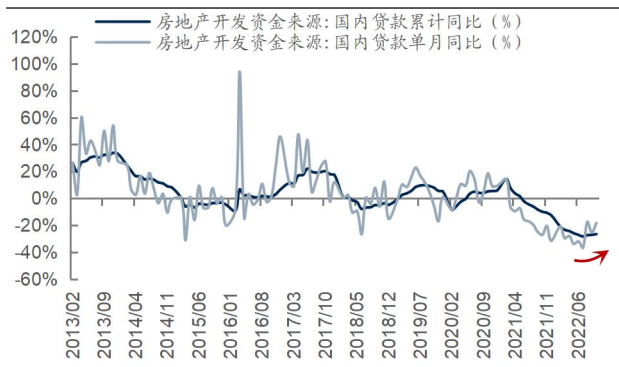


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

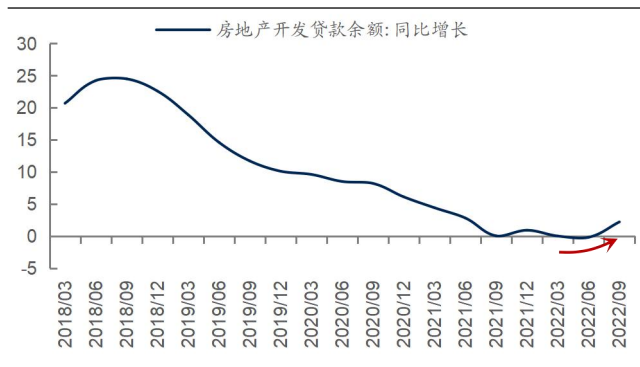
图39: 100大中城市供应和成交土地规划建筑面积累计同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图40: 房地产开发资金来源国内贷款单月和累计同比**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图41: 房地产开发贷款余额同比增速 (%)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

综上所述, 2022年, 基建承担起“稳增长”重要任务, 助力宏观经济保持稳定, 房地产运行持续承压后迎来政策转向。展望2023年, 我国经济运行回稳向上基础仍需巩固, 通过基建拉动有效投资仍将是“稳增长”的重要手段, 货币、财政政策支持有望延续, 前期积累项目和未来新增项目有望共同驱动明年基建投资整体保持稳中有增的运行态势; 房地产方面, 政策转暖、利率下行、居民购买力积累等积极因素为未来行业运行修复改善奠定良好基础, 现阶段看, 政策未来仍有发挥空间, 预计明年前端销售、新开工有望呈现弱复苏的运行态势, 竣工端在“保交付”重任下将具备较强韧性。

## 投资主线一：重点把握地产产业链做多机遇

### 政策转向，地产链头部企业迎来做多机遇

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。

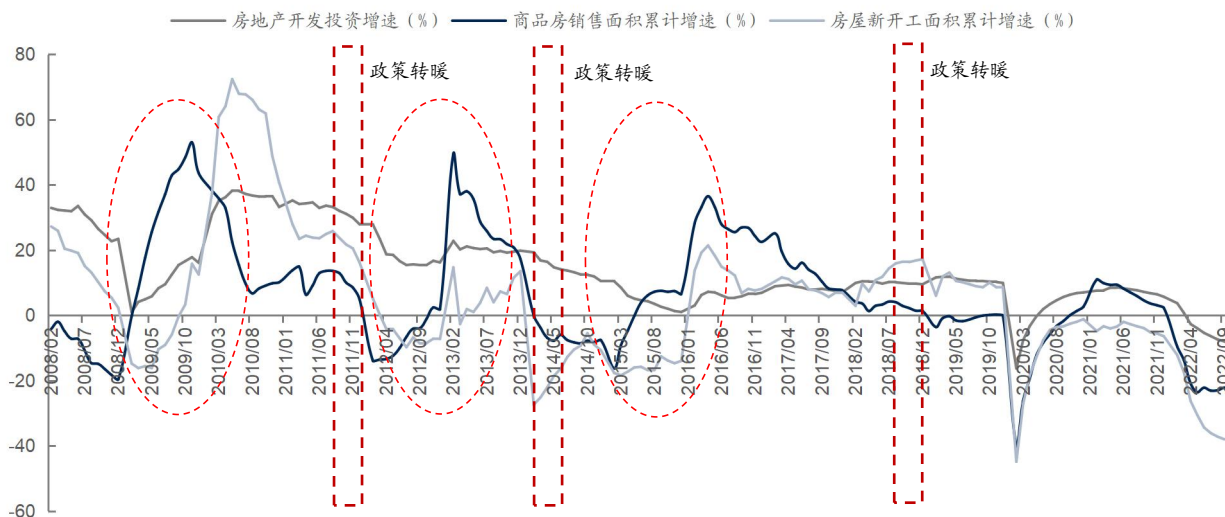
从历次房地产周期运行中, 政策是影响房地产行业周期波动的核心变量之一, 而从房地产行业自身数据的运行规律上看, 销售面积累计同比增速往往领先于新开工累计同比增速、投资累计同比增速提前见底, 是房地产新开工、投资景气度的先行指标。

图42：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43：政策是影响房地产行业周期波动的核心变量之一，销售增速是行业景气度的先行指标



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们通过观察 2010 年以来的三次房地产周期中，政策转向时点、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，以及政策转向时点、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，来分析政策转向时点、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；

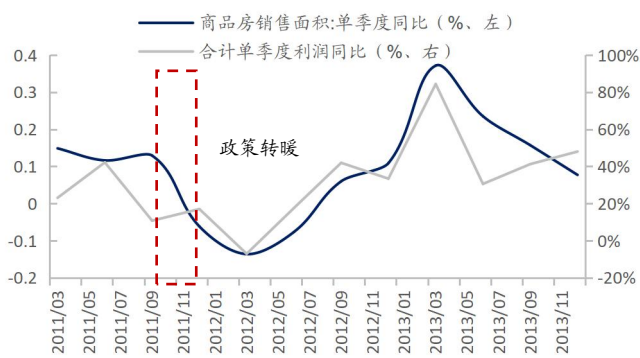
周期三（2018-2021年）：政策于2018年四季度转向，全国商品房销售面积单季度同比增速、累计同比增速首次在2019年三季度初现见底回升迹象，后又因疫情因素影响于2020年一季度深度探底并于二季度急速回升；地产链头部企业超额收益于2018年四季度和2019年一季度间首次出先触底回升迹象，并于2019年四季度开始呈现加速上升走势，地产链头部企业单季度利润同比增速于2019年三季度首次触底回升，并于2020年一季度受疫情影响再次探底，随后强势上升。

图44：2011-2013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45：2011-2013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



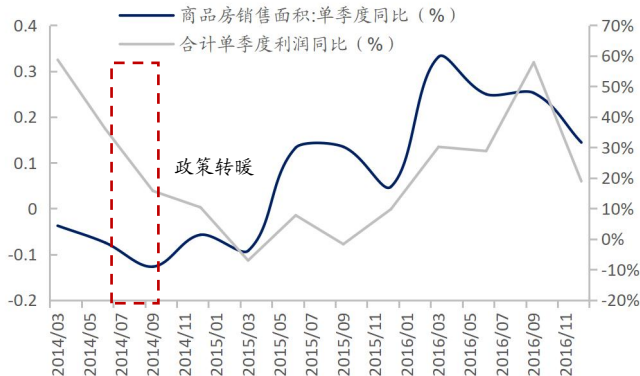
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图46：2014-2016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47：2014-2016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



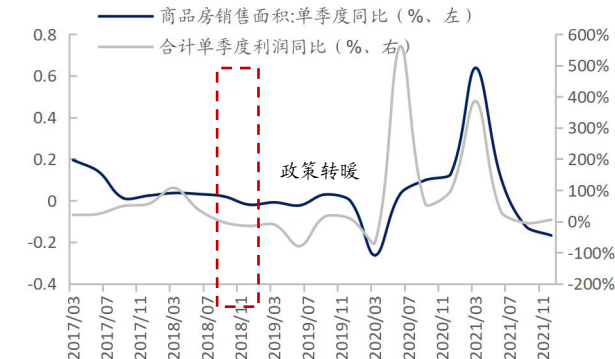
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 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49: 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

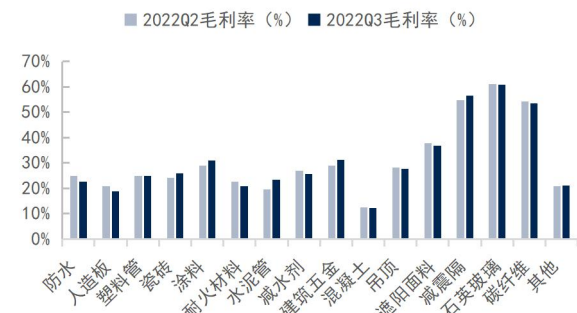
综合分析, 2010年以来的三次房地产周期, 政策转向的同时, 地产链头部企业股价即同步出现超额收益, 而在后续基本面和股价超额收益表现上看, 随着房地产销售面积同比增速的回升以及景气向产业链传导, 地产链头部企业的二级市场股价超额收益有望逐步放大, 结合上文宏观部分分析结论, 当前房地产政策已转向, 后续地产链头部企业盈利增长恢复可期, 二级市场投资机会值得重视。

### 三季报显露积极信号, 地产链建材底部基本确认

虽然地产数据持续筑底, 其他建材 Q3 报表营收端整体仍有承压, 但原燃料价格下行带来成本端压力缓解, 企业布局和业务模式的差异, 带来经营成果的进一步分化, 部分地产链标的在 Q3 完成探底、磨底过程, 整体来看 B 端业绩仍有承压, C 端或非房业务占比较高的企业环比改善。从经营质量上看, 收入结构的优化和成本端压力缓解带来 Q3 现金流显著改善, 同时应收账款风险已经得到明显释放, 信用减值损失计提金额大幅收敛。

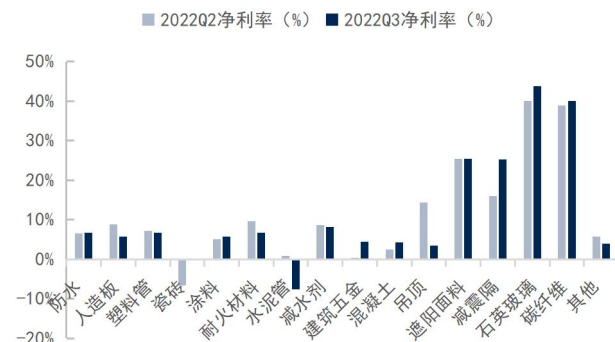
此外, 从三季报基金持仓情况来看, 2022Q3 建材行业配置比例大幅下降, 并处于 2017 年以来的历史低位, 而近期房地产政策密集出台, 有利于恢复地产链信心, 预计下游需求不会更差, 也印证了我们此前“最差时候已经过去”的判断, 其他建材底部基本确认。

图50: 2022Q3 部分其他建材子板块毛利率已获得改善



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图51: 2022Q3 其他建材子板块净利率分化仍较明显



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

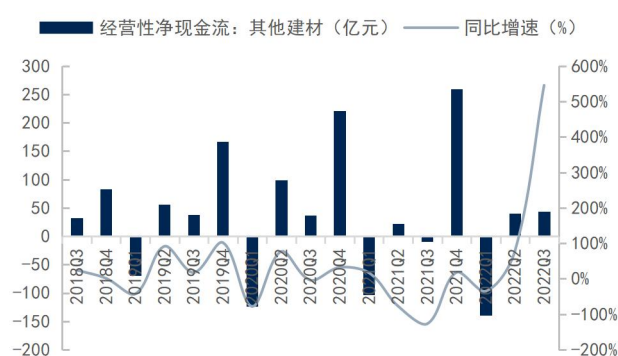


图52: 2022 前三季度其他建材经营性净现金流同比改善



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图53: 2022Q3 其他建材单季经营性净现金流改善显著



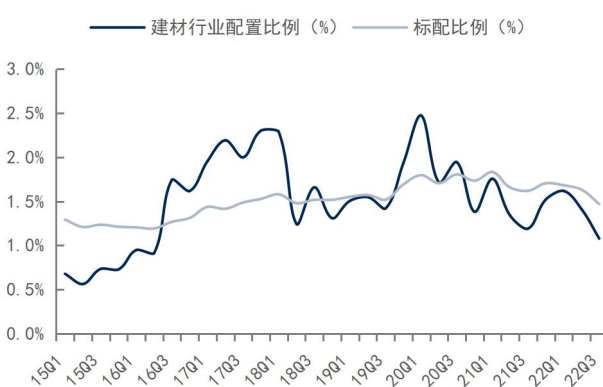
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图54: 2022Q3 其他建材信用减值损失明显收敛



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图55: 2022Q3 建材行业基金配置比例大幅下降

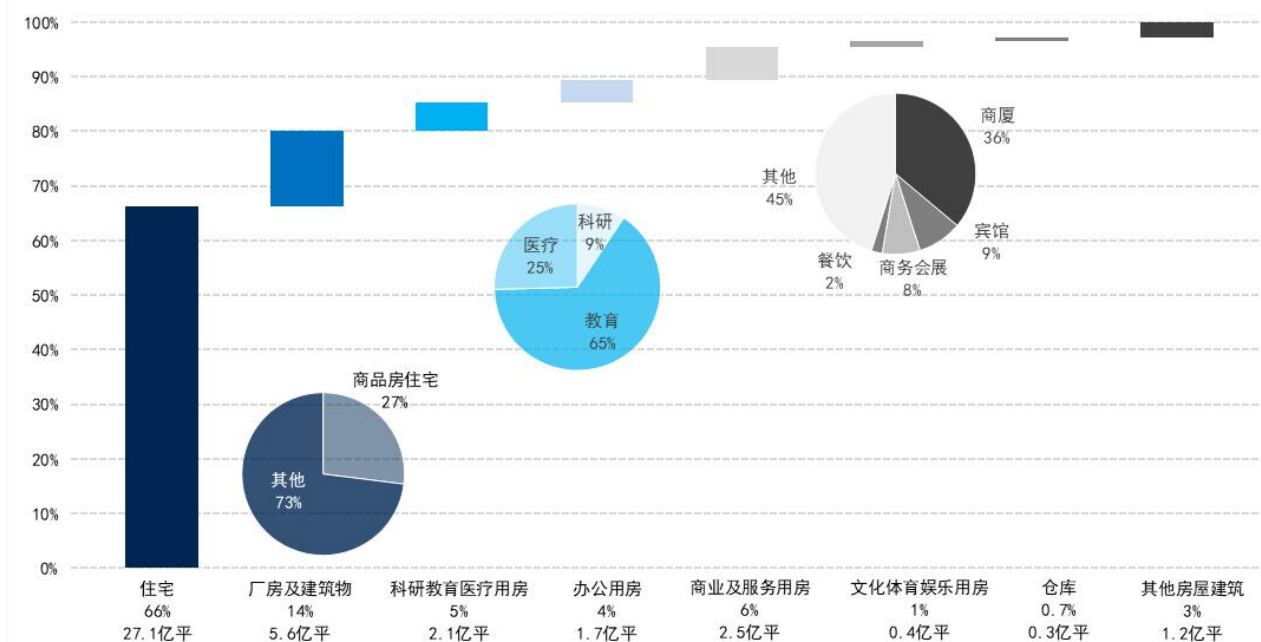


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 未来市场结构更加多元，竞争从增量走向存量

过去我们研究建材行业下游地产需求时，更多关注在房地产开发的商品房领域，但从房屋住宅供给结构来看，商品房住宅只是其中一小部分，还有大部分的保障房住宅和自建住宅等，同时建筑业口径下的应用场景范畴更加丰富和多元，除住宅房屋外，还包括很多其他业态房屋，如厂房、仓库、商厦、宾馆、商务会展、科研、教育、医疗、办公用房等。从2021年建筑业口径房屋建筑各细分领域竣工面积构成比例来看，主要包括住宅/66%（其中商品房住宅占比约18%）、厂房及建筑物/14%、商业及服务用房/6%、科研教育医疗用房/5%、办公用房/4%、其他房屋建筑/3%、文化体育娱乐用房/1%以及仓库/0.7%。

图56：2021年建筑业口径房屋建筑各细分领域竣工面积构成占比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从七普调查数据来看，截至2020年我国21年以上房龄的住房面积已达27.6%，11-20年房龄的占比最高为34%，即按照当前国内建筑寿命25-30年以及10-15年的住房翻新周期来看，90年代的建筑已面临大修，2000年以后完成的建筑也将逐步进入修缮期，**维修和二次装修带来的存量更新需求预计将逐步释放并成为建材下游需求的重要组成部分。**

目前，我国每年新增房屋建筑面积约40亿平，其中住宅面积约27亿平（商品房住宅约7亿平），既有建筑面积约700亿平，其中2004年以来建成的存量住宅已达380亿平，同时根据中国建筑装饰协会统计数据，2018年住宅装修市场中改造性住宅装修的比例已达34%，且呈现持续增长趋势，维修翻新将带来巨大的市场空间。

图57：1985年以来我国房屋建筑竣工面积



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图58：2004年以来我国房屋住宅竣工面积



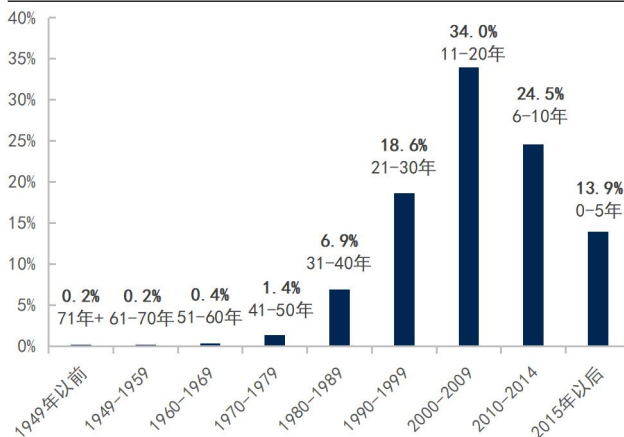
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 59：1999 年以来我国商品房住宅竣工面积



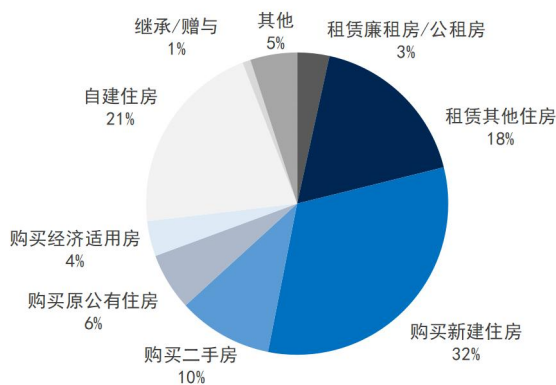
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 60：2020 年中国城镇存量住房建成时间分布



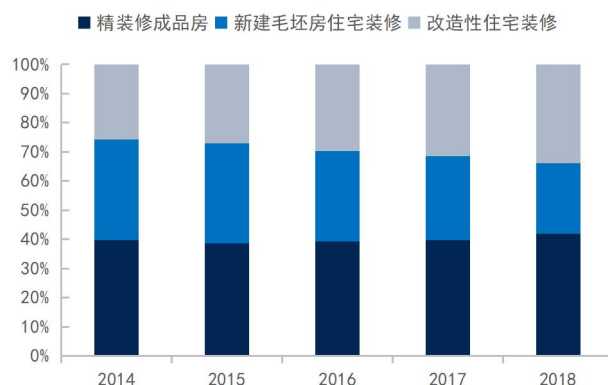
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 61：截至 2020 年中国城镇住宅来源分布



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 62：2014-2018 年我国住宅装饰市场结构



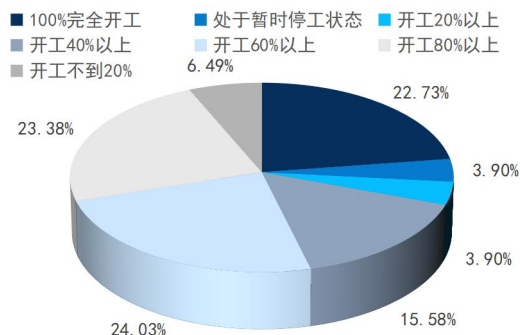
资料来源：中国建筑装饰协会、国信证券经济研究所整理

## 中小企业加速出清，集中度有望迎来新一轮提升

地产调控叠加疫情影响导致需求下行、信用崩塌，同时原燃料价格大幅上涨进一步侵蚀企业利润，其他建材经营压力凸显，尤其中小企业生存空间被进一步压缩，许多中小企业加速淘汰出局。根据中国涂料工业协会调查情况，截止 2022 年 3 月初，由于上游原材料价格快速上涨，我国涂料行业大部分企业已经出现亏损情况；同时根据中国建筑防水材料协会 5 月初调查，4 月底 100%完全开工的防水企业仅占 22.73%，开工 60%以上的防水企业合计占 70.13%，资金链紧张企业大概占三层，约 30%企业现金流仅供企业生存 3 个月。

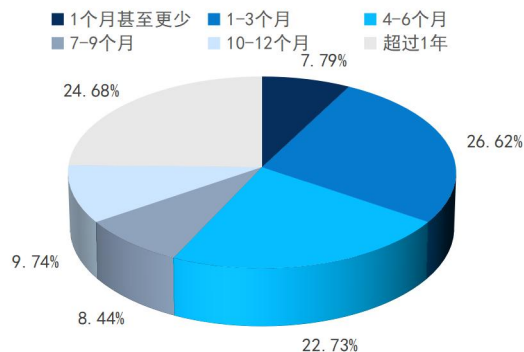
同时，2022 年 10 月政府绿色建材采购支持+防水新规落地，建材行业高质量发展转型升级持续推进，对建材产品性能、品质等均提出更高要求，也有利于加速中小劣质品牌的进一步退出。目前，其他建材各细分品类行业格局仍普遍分散，“大行业、小公司”特点明显，优质头部企业集中度有望迎来新一轮提升。

图 63: 截至 2022 年 4 月底防水企业开工率



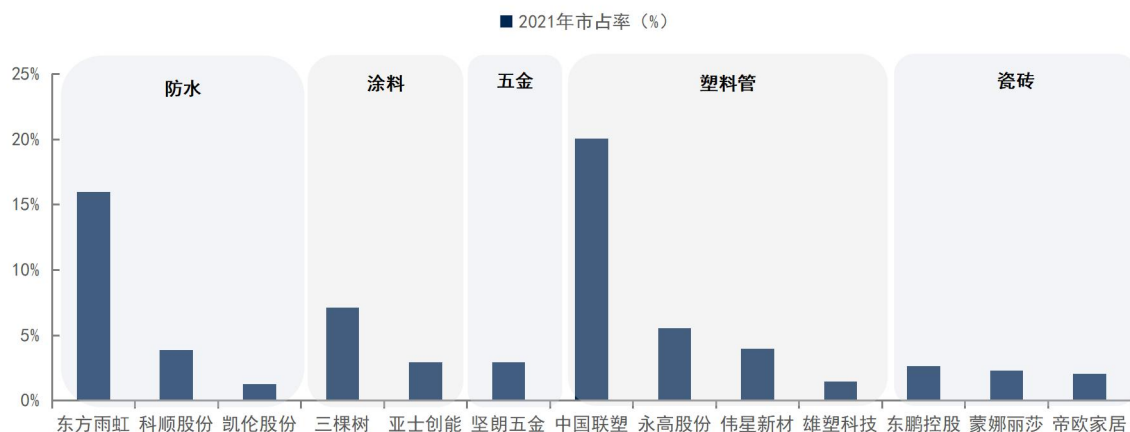
资料来源: 中国建筑防水协会、国信证券经济研究所整理

图 64: 截止 2022 年 4 月底防水企业现金流可维持的时长



资料来源: 中国建筑防水协会、国信证券经济研究所整理

图 65: 其他建材各细分领域头部企业市占率提升潜力依旧巨大



资料来源: 中国建筑装饰协会、公司公告、国信证券经济研究所整理

### 头部企业 α 进一步增强，拓品类+扩渠道构建多维度成长曲线

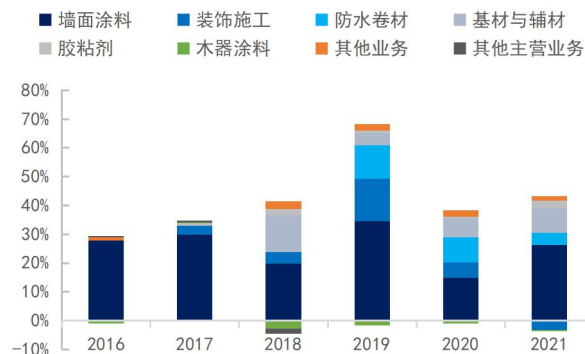
过去数十年的竞争过程中，建材行业已逐渐形成一批在各自细分领域具有规模优势、产品优势、成本优势、管理优势等竞争力较强的优势企业，随着主业快速发展逐渐步入稳定期，企业逐步开始进行跨领域渗透，利用已有的品牌、渠道和客户资源，拓品类布局新增长点，进一步打开成长空间。目前，东方雨虹、三棵树、坚朗五金、北新建材等龙头企业均通过内生培育或外延并购进行了新品类的扩张探索，从近几年收入增长贡献结构来看，新业务贡献比例提升明显，对业绩增长形成有利支撑，扩品类成果初步显现。

图 66: 东方雨虹各产品收入增长贡献结构



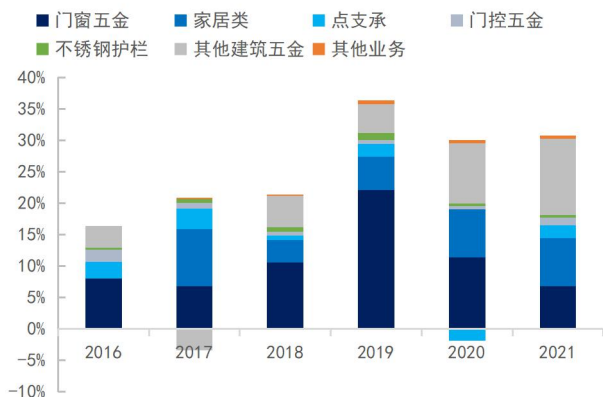
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 67: 三棵树各产品收入增长贡献结构



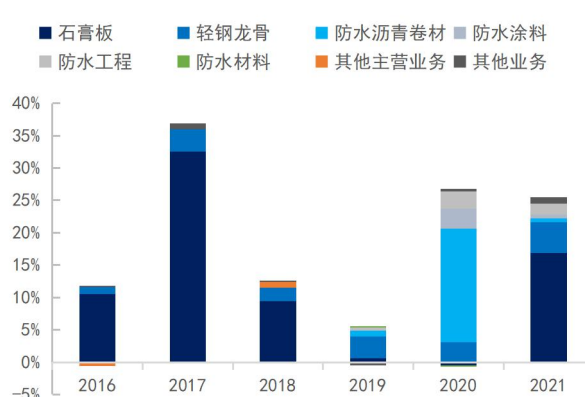
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 68: 坚朗五金各产品收入增长贡献结构



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

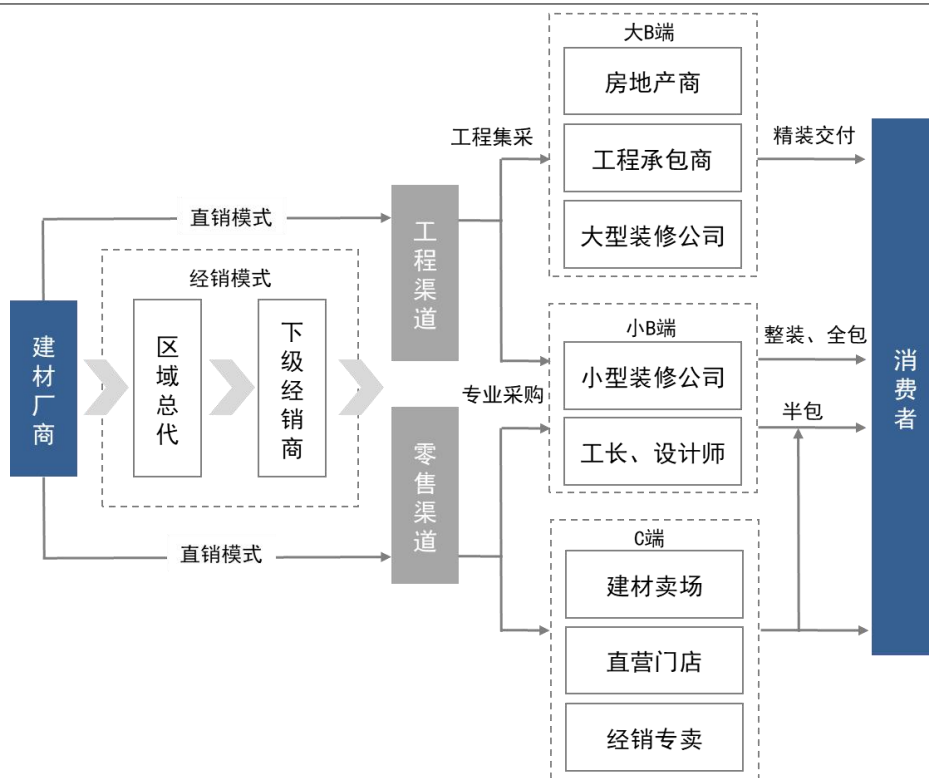
图 69: 北新建材各产品收入增长贡献结构



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

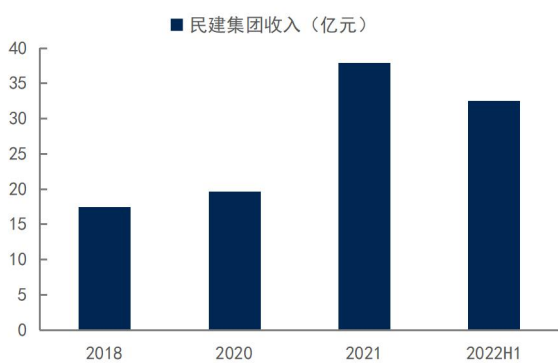
同时, 随着地产行业逐步进入存量时代, 住宅供给结构变动带来需求端变局, 与以往通过地产集采 (to B) 介入新房精装的模式不同, 存量房二次装修与改造需求更为零散, 建材企业面对的是需求更为多元的消费者, 同时家装公司、门店、工长、设计师等更为专业的采购方逐渐进入主流销售渠道, 对消费者的决策产生重要影响, 使得部分 C 端需求转由小 B 端承接。总体来看, 工程与零售两大传统渠道面临深度变革, 建材企业通过多渠道布局拓宽收入来源, 一方面加大渠道调整力度, 提高非房业务占比, 另一方面加快开拓 C 端和小 B 端, 积极对接零散市场需求, 并加速渠道下沉获得进一步的增长突破点。

图70：传统工程、零售渠道面临深度变革



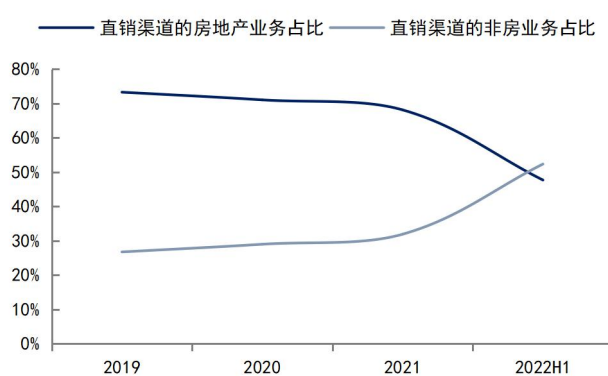
资料来源：国信证券经济研究所整理

图71：东方雨虹 C 端零售业务收入快速扩张



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图72：2022H1 科顺股份直销渠道中非房业务占比大幅提升



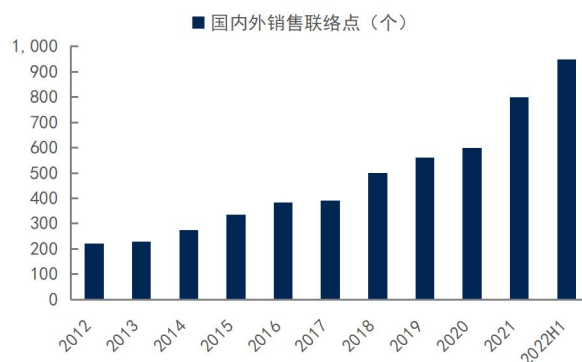
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 73: 科顺股份经销商数量快速提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 74: 坚朗五金销售联络点布局数量快速提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

综上所述, 通过对历次房地产周期的观察, 宏观政策对地产链头部企业的超额收益运行周期具有较强引领性作用, 当前宏观地产政策转向并加速落地, 地产链头部企业或迎来新一轮做多的历史性机遇。此外建材行业关于扩大政府采购绿色建材实施范围、防水新规等政策发布推动产业升级, 积极因素持续积累, 利于板块做多。同时, 本轮调整加速了行业洗牌, 头部企业阿尔法确定性高, 长期成长空间和潜力依旧。建议积极把握地产产业链做多机遇, 推荐东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、三棵树、伟星新材、兔宝宝等优质细分领域头部企业

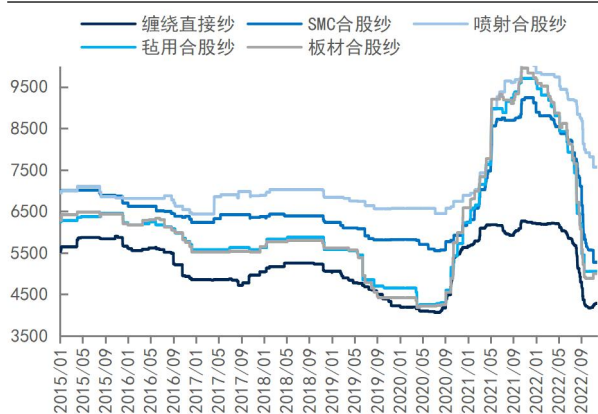
## 投资主线二: 复苏或有反复, 期待周期再均衡

### 玻纤: 周期筑底, 结构性景气可期, 关注供给节奏

1) 玻纤价格已至底部区间, 库存下行拐点显现: 2022 年粗纱价格高位走低, 尤其 Q3 以来受国内需求释放不及预期及出口景气回落, 叠加新增产能集中释放, 价格持续大幅回落; 电子纱/电子布自 21Q4 开始调整, 2022 年亦延续下行趋势并持续磨底。10 月以来供需边际修复, 各主要品种玻纤价格整体保持稳定并小幅提涨, 截至 11 月 30 日, 主流产品缠绕直接纱价格 4200 元/吨, 较年初下降约 30%, 合股纱产品降幅明显, 其中板材、毡用、SMC 合股纱降幅超 40%; G75 电子纱价格 9250 元/吨, 较年初下降近 40%, 7628 电子布 4 元/米 (年初 6.0 元/米)。

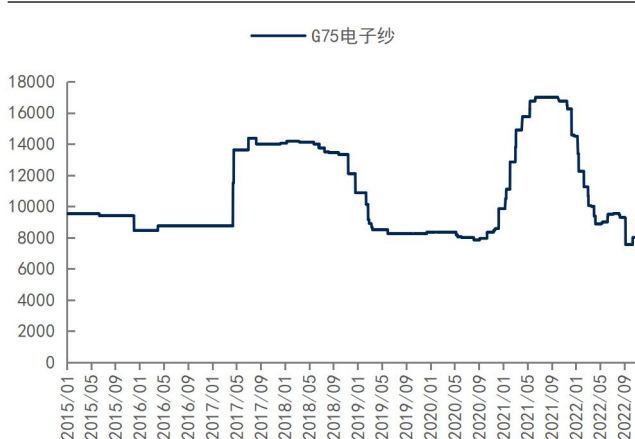
目前, 粗纱和电子纱价格基本都已回落到前几轮周期的低点, 而成本端原材料价格、能源价格比上一轮周期明显抬高, 预计中小企业已普遍处于亏损状态, 同时近期各大池窑生产企业已基本实现产销平衡, 库存下行拐点初显, 预计玻纤价格有望逐步触底企稳。

图 75: 国内缠绕直接纱及部分合股纱产品均价



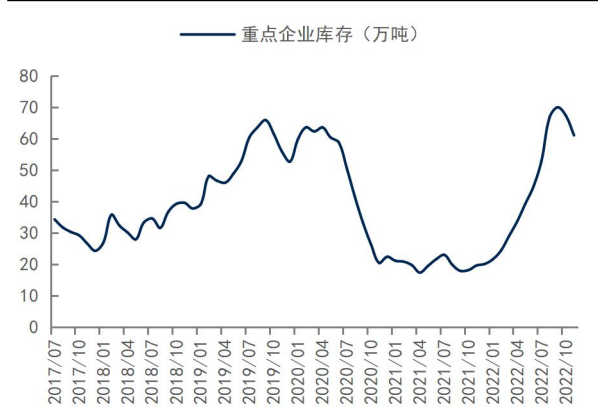
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 76: 国内 G75 电子纱产品均价



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图 77: 国内重点池窑企业库存 (万吨)



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 78: 国内 LNG 液化天然气市场价 (元/吨)



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

**2) 下游市场结构性景气可期, 23 年需求向上有支撑:** 玻璃纤维下游细分市场领域众多, 兼具“周期”与“成长”属性, 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成长性; 短期随着国内疫情影响减弱, 预计需求端有望持续改善, 23 年玻纤需求向上仍有良好支撑。

① **风电领域:** 风电作为玻纤下游需求的重要组成, 1GW 风电叶片约需 1 万吨玻纤用量。2022 年以来受疫情等多重因素影响, 风电并网装机增长不及预期, 据国家能源局统计, 1-10 月全国新增并网风电装机 21.1GW, 同比+10.2%, 但招标需求持续旺盛, 据金风科技统计 2022 年 1-9 月国内公开招标市场新增招标量 76.3GW, 同比+82.5%, 已超过去年全年水平, 高招标量支撑明年风电装机增量预期, 提升玻纤需求向好的确定性。

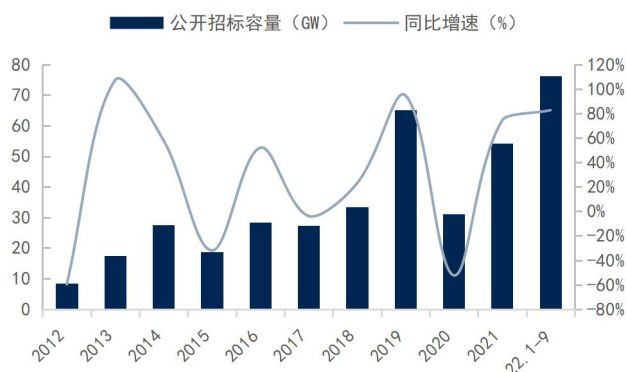


图79：全国新增并网风电装机容量及累计同比



资料来源：国家能源局、国信证券经济研究所整理

图80：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

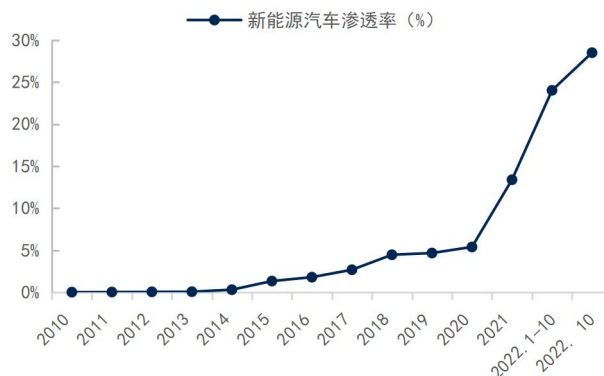
② **汽车领域：**汽车轻量化背景下，车用复合材料需求不断增加，尤其新能源汽车减重诉求更强，作为铝、钢铁等部分传统车用材料的轻量化替代材料，有望进一步拉动玻纤需求。2022年以来尽管受疫情、燃油价格上涨、消费信心不足等多重因素影响，汽车产销出现较大波动，但新能源汽车渗透率持续提升逻辑不减，并始终保持高速增长。据中汽协数据，2022年1-10月全国汽车销量2197.5万辆，同比+4.6%，其中新能源汽车销量528万辆，同比+107.7%，预计2023年仍有望贡献重要增长并为玻纤需求提供支撑。

图81：全球汽车领域轻量化材料需求占比持续提升



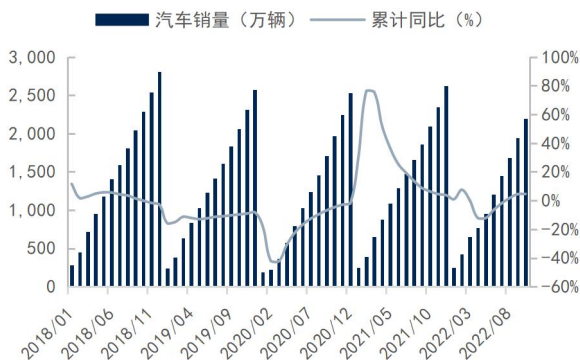
资料来源：Lucintel、国信证券经济研究所整理

图82：全国新能源汽车渗透率加速提升



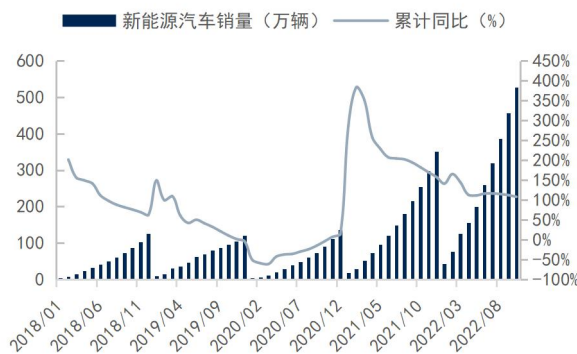
资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

图83: 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

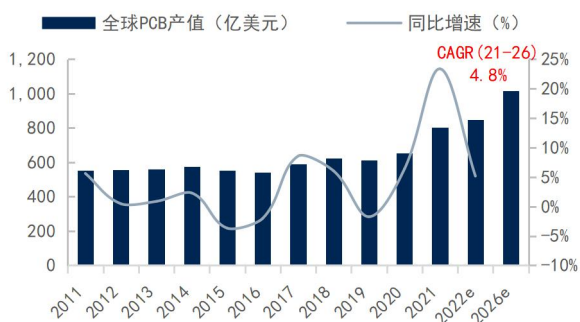
图84: 全国新能源汽车销量及累计同比



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

③ **电子领域：**作为电子元器件的重要支撑体，PCB是电子元器件电气连接的载体，而电子纱/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需求量提升，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。根据Prismark数据，2021年全球PCB行业产值约804.5亿美元，同比+23.4%，预计2026年有望增长至1016亿美元，2021-2026年CAGR约为4.8%。2022年以来虽受多重因素扰动，PCB需求有所弱化，尤其以PC、智能手机为代表的消费电子持续疲软，但服务器、通讯及车用等相关PCB需求仍维持较好增长，预计2023年消费电子下行趋势有望逐步修复，服务器及数据中心、汽车电子继续提供增长动能，并为玻纤需求提供重要支撑。

图85: 全球PCB产值及同比增速



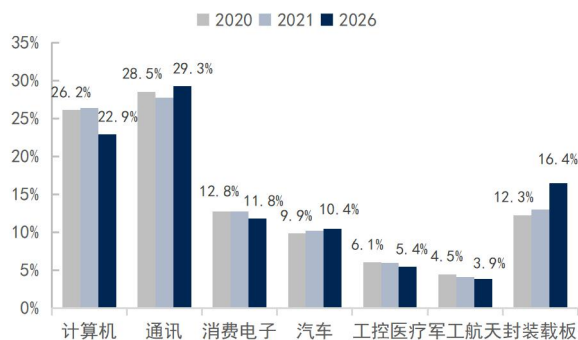
资料来源：Prismark、国信证券经济研究所整理

图86: 中国除港澳台地区外PCB产值及同比增速



资料来源：Prismark、国信证券经济研究所整理

图87: 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88: 服务器及数据中心、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

**3) 供给释放或仍有阶段性扰动, 关注投产节奏:** 受行业持续高景气影响, 企业扩产意愿大幅提升, 产能释放明显加速, 截至 2022 年 11 月, 年内已投产粗纱产能 65 万吨、电子纱 16 万吨, 目前均已陆续达产。但 Q3 以来受市场供需格局变化影响, 产能快速扩张势头明显趋缓, 以中国巨石、泰山玻纤等为代表的头部企业陆续提出冷修停产计划并推迟在建项目投产计划, 有效调控了产能释放的冲击, 目前国内已公布冷修计划的粗纱产能仍有 31 万吨, 有望阶段性对冲产能压力。

结合目前在建和缓建项目, 预计 22-23 年国内有投产预期的粗纱产能 77 万吨、电子纱 3 万吨, 考虑到目前玻纤价格已到底部, 预计整体扩产计划会更趋于理性, 但供给释放或仍有阶段性扰动, 关注投产时间和节奏。

表4: 2022 年以来玻纤生产线变动情况

企业	生产线	投产产能 (万吨)	冷修/停产产能 (万吨)	投产时间	冷修/停产时间	产品	状态
建滔化工	6 线	6		2022. 01		电子纱	新建点火
邢台金牛	4 线	10		2022. 03		粗纱	新建点火
重庆三磊	S02 (一期)	10		2022. 06		粗纱	新建点火
四川裕达	1 线	3		2022. 05		粗纱	新建点火
中国巨石	成都 3 线	15		2022. 05		粗纱 (短切原丝)	新建点火
中国巨石	桐乡智能制造电子纱 3 线	10		2022. 06		电子纱	新建点火
九江华源	1 线	6		2022. 06		粗纱	新建点火
重庆国际	F12 智能制造生产线	15		2022. 06		粗纱	新建点火
中材科技	邹城 6 万吨高强高模生产线	6		2022. 07		粗纱	新建点火
中材科技	邹城 4 线	12	6		2022. 04	粗纱	冷修技改
昆山必成	3 线		3.8		2022. 04	电子纱	冷修技改
中国巨石	攀登 1.5 万吨电子纱生产线		1.5		2022. 07	电子纱	停产
中国巨石	攀登 3 万吨电子纱生产线	5	3		2022. 07	电子纱	冷修技改
重庆国际	F02 线		5		2022. 09	粗纱	冷修技改
中国巨石	桐乡 2 线	20	12		2022. 09	粗纱	冷修技改
台嘉成都	TCD-1		3		2022. 10	电子纱	停产
粗纱已投产合计		65					
电子纱已投产合计		16					
粗纱已冷修/停产合计			23				
电子纱已冷修/停产合计			11.3				

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 (截至 2022 年 11 月末)

**表5: 国内主要玻纤企业 2023 年底前有投产预期的生产线**

企业	生产线	产能 (万吨)	拟投产时间	产品	备注
中国巨石	九江 3 线	20	预计 22 年年底或 23 年 Q1	粗纱	在建
中国巨石	埃及 4 线	12	预计 22 年年底	粗纱	在建
邢台金牛	5 线	12	23 年有投产预期	粗纱	22 年 4 月环评获批
长海股份	4 线	15	23 年有投产预期	粗纱	在建, 点火时间延迟
重庆国际	F13	15	23 年有投产预期	粗纱	在建
泰山玻纤	山西 1 线	15	23 年有投产预期	粗纱	22 年 8 月签约启动建设
丹凤集团	3 线	3	时间暂不确定	电子纱	
<b>国内粗纱合计</b>		<b>77</b>			
<b>国内电子纱合计</b>		<b>3</b>			
<b>国外粗纱合计</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6: 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 6 线	4	2021 年 3 月公告, 时间待定	5	粗纱
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 EGER 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>31</b>		<b>55</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

综合分析, 受疫情反复等因素影响, 年内玻纤国内需求释放不及预期, 叠加新增产能投放, 粗纱价格整体高位快速回落, 电子纱亦呈现下行趋势并持续磨底, 当前价格均已至底部区间, 库存下行拐点初步显现。展望 23 年, 随着国内疫情影响减弱, 预计需求端有望持续改善, 结构性景气可期, 不同企业因为产品布局的差异会带来业绩的进一步分化, 产品结构更好的企业有望率先受益, 但供给释放或仍有阶段性扰动, 建议密切关注投产节奏; 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成长性。推荐**中国巨石**、**中材科技**。

### 建筑玻璃: 竣工需求有支撑, 行业景气有望修复

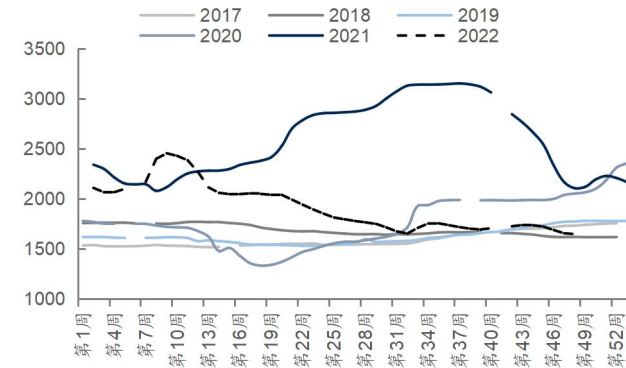
**1) 22 年需求支撑不足, 价格盈利双双承压:** 今年年初, 浮法玻璃行业受中下游贸易商、加工商提前备货, 以及生产线冷修影响, 经历短暂的淡季不淡偏强运行, 但在终端需求支撑不足背景下, 新增订单不足, 行业景气持续回落, 企业保持累库状态, 价格呈现持续持续回落趋势。截至 11 月下旬, 浮法玻璃国内主流市场平均价为 1646.58 元/吨, 较年初下降 21.54%, 全年价格中枢 1914.47 元/吨, 较去年全年下降 25.60%; 国内重点省份库存为 4647 万重箱, 较年初增加 57.37%, 较过去五年平均中枢水平高约一倍。受浮法玻璃价格回落和原燃材料价格高位上行叠加影响, 今年以来行业盈利水平持续降低并触及近年来低位, 部分浮法玻璃生产企业陷入亏损状态。

图89: 浮法玻璃国内主流市场平均价



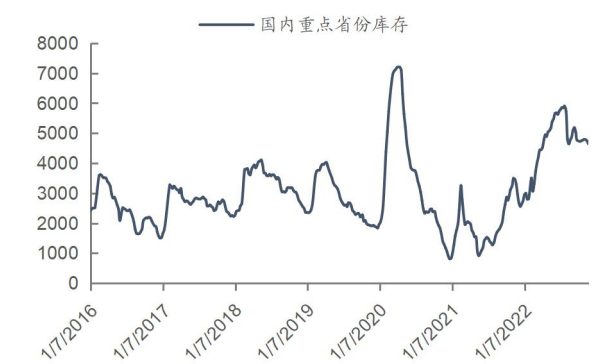
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图90: 历史同期浮法玻璃价格走势(元/吨)



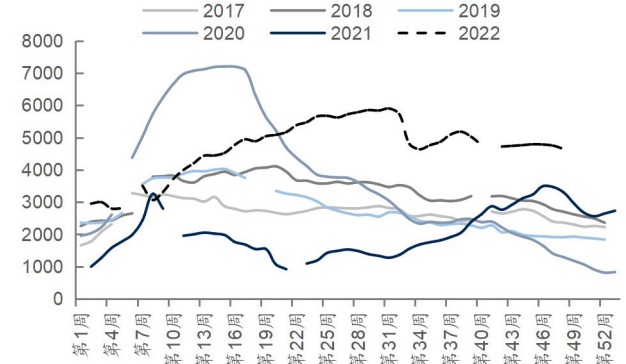
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图91: 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92: 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

图93: 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94: 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95: 天然气价格今年价格处于高位 (元/吨)



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图96: 浮法玻璃行业盈利水平今年以来持续下行



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

**2) 供给收缩进行中, 竣工端支撑值得期待:** 受去年玻璃行业高景气影响, 行业复产产能明显增加, 尽管去年四季度后玻璃价格总体呈现下行趋势, 但在企业资金状况积累相对充裕、对景气改善的预期、以及耐火砖紧张带来的高昂冷修停产成本背景下, 今年上半年行业冷修产能并未明显增加, 整体仍维持较高的在产产能规模。

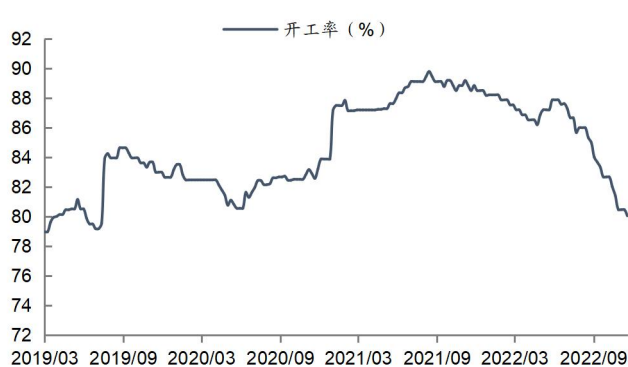
随着今年二季度后浮法企业库存持续攀升, 价格和盈利水平不断下行并出现亏损, 多数企业售价跌破现金流成本, **供需矛盾持续显现, 浮法企业悲观心态增加, 并逐步开启达到条件的生产线冷修, 缓解供应压力, 下半年冷修生产线规模远超近年同期水平。**截至 11 月末, 全年累计冷修生产线 37 条, 复产新建生产线 13 条, 合计产能净减少 8824 万重箱, 为 2016 年以来产能净减少最高水平, 且目前仍有生产线有冷修计划, 为未来行业运行提供更好的基础。

图97: 下半年在产产线条数随着价格下行快速减少



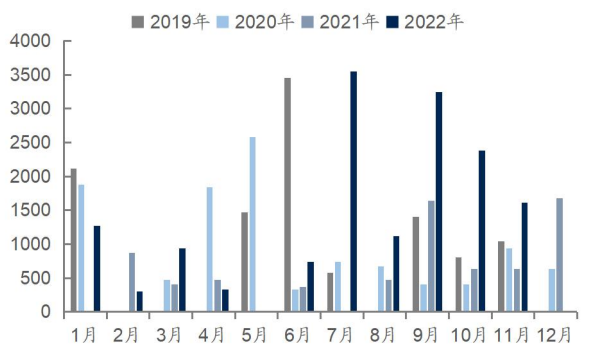
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图98: 浮法玻璃生产线开工率下半年持续回落



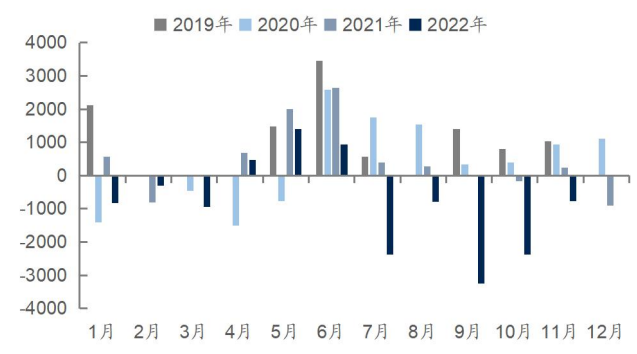
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图99：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100：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

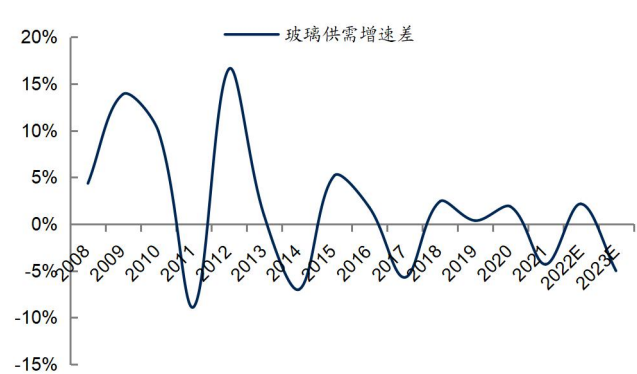
目前行业运行仍存一定压力，供给收缩仍在进行时，展望2023年，预计浮法玻璃供给端有望继续呈现净减少趋势；需求端方面，今年下半年房地产重磅政策不断出台并加速落地，“保交付”受到多方支持，明年地产竣工端将呈现较好韧性，并有望对玻璃需求形成较良好的支撑。综合上述供求分析，我们判断，当前浮法玻璃行业已处于底部区间运行，随着供给端的收缩持续和地产竣工需求的逐步释放，行业高库存压力或将在明年一季度后逐步缓解，玻璃行业供需格局有望获得边际改善，行业景气修复可期，实际竣工需求释放的进度和强度值得重点关注。

图101：玻璃行业供给和需求增速（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图102：玻璃行业供需轧差（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**3) 积极布局科技升级，龙头企业高质量发展可期：**随着经济发展，玻璃的应用场景除了传统的建筑基础材料外，已经在其他领域广泛应用，并且对其性能、功能、组分和制造技术、工艺等方面要求越来越高。我国玻璃工业经过近年来的科技升级和自主创新，龙头企业在主流产品领域已经获得一定技术成果，通过把握行业变革和技术升级带来的机遇，逐步在电子（盖板）玻璃、药用玻璃等领域突破国外技术封锁，随着规模扩张和市场认可度的提升，未来有望加快实现国产替代。

电子玻璃方面，旗滨集团在今年将醴陵旗滨电子玻璃有限公司增资扩股，并进行股份制改造，并宣布将分拆湖南旗滨电子玻璃股份有限公司至创业板上市，发挥资本市场融资功能和优势，进一步做大做强，此外，公司宣布在浙江绍兴电子玻

璃三期项目，进一步扩大公司在电子玻璃领域的市场份额。南玻 A 河北视窗电子玻璃二期生产线点火，同时，高铝二代 KK6-P 锂铝硅电子玻璃成功突破搭载 OLED 屏幕高端应用。亚玛顿今年 8 月宣布在湖北十堰投资设立全资子公司亚玛顿（湖北）高清显示科技有限公司，实施高端电子玻璃产品及原材料研发、生产、销售，提升公司在消费电子领域竞争力。

药用玻璃方面，力诺特玻于去年 11 月正式登陆创业板，其中约 61.5% 的募集资金（3.3 亿）用于中性硼硅药用玻璃扩产项目，该项目于今年 5 月已正式投产，此外，7-10 月，多个药用玻璃项目成功点火；东旭集团、正川股份、山东药玻等亦有相应药玻项目规划或点火。旗滨集团中性硼硅药用玻璃一期项目于去年 10 月进入商业化运营，部分产品已批量化生产和销售，良品率逐步提升，二期项目于今年 11 月正式点火，目前三期、四期项目正在选址筹建中，规模有望持续扩大。

表 7：2022 年国内玻璃企业继续加大电子玻璃业务投入

时间	公司	事件
2022 年 6 月	旗滨集团	拟在浙江绍兴建设 2 条高性能电子玻璃生产线，总投资约 7.8 亿元
2022 年上半年	南玻 A	高铝二代 KK6-P 锂铝硅酸盐电子玻璃成功打在 OLED 屏实现高端屏幕应用突破
2022 年 7 月	旗滨集团	醴陵电子玻璃二期项目 65t/d 点火，并筹建电子玻璃三期
2022 年 8 月	亚玛顿	设立全资子公司亚玛顿（湖北）高清显示科技有限公司，实施高端电子玻璃产品及原材料的研发、生产与销售
2022 年 10 月	旗滨集团	拟分拆子公司湖南旗滨电子玻璃股份有限公司至创业板上市
2022 年 11 月	南玻 A	子公司河北视窗超薄电子玻璃生产线二期 110t/d 点火，实现六代基板及超大尺寸产品生产，将打破国外技术垄断，主要围绕 TP-Sensor 触控玻璃、ITO 导电玻璃进行开发、生产与销售

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

表 8：2022 年国内药用玻璃行业产能建设仍在持续推进

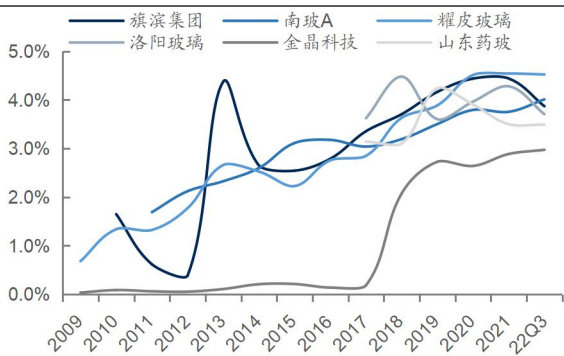
时间	公司	事件
2022 年 5 月	力诺特玻	中性硼硅药用玻璃扩产项目投产
2022 年 7 月	力诺特玻	全电智能药用玻璃生产线项目点火，此项目为药用玻璃管生产改造项目，主要生产低硼硅药用玻璃管
2022 年 7 月	东旭集团	与甘肃省天水市深度合作的中硼硅药玻项目首台窑炉点火投产，经过几个月测试后良品率突破 70%
2022 年 7 月	正川股份	自主设计和建造的第二座中硼窑炉点火；首座中硼窑炉已经实现了达产达效，累计生产玻管近 6000 吨
2022 年 8 月	力诺特玻	中硼硅模制瓶生产的节能新型玻璃熔化全电熔窑炉成功点火
2022 年 10 月	力诺特玻	中硼硅玻璃管生产的新型节能全氧燃烧窑炉点火成功；拟发行可转债不超过 5 亿元用于投资轻量化药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目；拟以首次公开发行的 6000 万元超募资金，投资 M2 轻量化药用模制玻璃瓶（I 类）项目
2022 年 11 月	旗滨集团	中性硼硅药用玻璃二期项目投产，总投资近 2.5 亿元，另外 2 条中性硼硅药用玻璃生产线筹建中
2022 年 11 月	山东药玻	非公开发行 A 股股票募集 18.66 亿元通过，将用于年产 40 亿只一级耐水药用玻璃瓶项目和年产 5.6 亿只预灌封注射器扩产改造项目，其中一级药用玻璃瓶项目基本建设已有序展开

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

随着玻璃产业在高端化产品方向上的持续积累、突破，产业升级将成为未来行业发展的重要方向。头部企业通过向高端产品的研究和布局，一方面有助于研发积累，加速未来成果转化，为头部企业中长期发展带来更多可能性和成长空间，另一方面，企业经营质量和盈利能力有望得到提升，业绩周期波动有望得到一定熨平，整体经营稳定性和抗风险能力将持续增强。

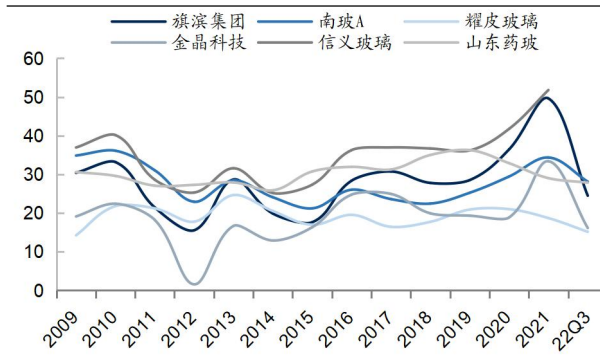


图103: 行业研发费用率整体呈现提升趋势 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图104: 龙头企业毛利率稳定性近年有所增强 (%)



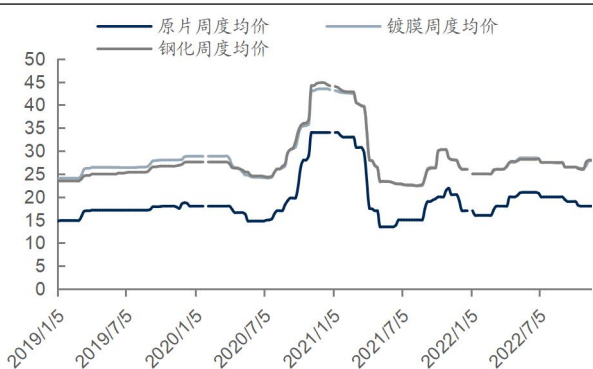
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

综合分析, 22年浮法玻璃行业在需求不足、库存高位、成本上行的背景下整体呈现较明显运行压力, 目前行业盈利水平处历史低位, 供给收缩正在进行时; 展望23年, 预计浮法玻璃供给端有望继续呈现净减少趋势, 地产竣工需求具备一定韧性, 行业高库存压力或将在明年一季度后逐步缓解, 供需格局有望获得边际改善。中长期来看, 行业变革和技术升级成为趋势, 龙头企业逐步在电子(盖板)玻璃、药用玻璃等领域突破国外技术封锁, 随着规模扩张和市场认可度的提升, 未来有望加快实现国产替代, 企业高质量发展可期。推荐旗滨集团、南玻A。

### 光伏玻璃: 需求增长确定性高, 供给扩张有望回归理性

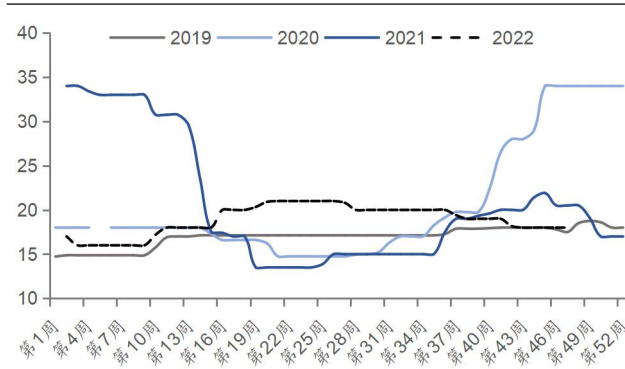
1) 价格全年震荡运行, 景气边际改善: 今年上半年, 国内光伏产业保持较好发展势头, 一方面, 海外加速能源转型、俄乌冲突带来的能源危机等因素使得海外市场表现良好, 国内出口需求获得明显提振, 另一方面, 价格敏感度相对较低的分布式光伏拉动光伏玻璃市场需求, 同时, 叠加成本端上涨因素, 光伏玻璃价格呈现小幅上行趋势。随着今年以来光伏玻璃新建生产线的陆续投产, 二季度后产能逐步释放, 光伏玻璃供需格局偏弱, 库存持续增加, 行业运行呈现一定压力。进入四季度传统地面电站装机旺季, 同时, 持续处于价格高位的硅料价格边际松动, 组件厂家开工率提升, 成本支撑下, 光伏玻璃企业积极推涨价格并触及上半年高位。截至11月末, 3.2mm原片主流价格约18元/平米, 同比下降12.2%, 较年初小幅上涨5.88%, 3.2mm镀膜主流价格为27.9元/平米, 同比下跌0.45%, 较年初上涨11.6%, 库存天数为16.61天, 同比下降28.85%。

图105: 国内3.2mm光伏玻璃价格走势(元/平米)



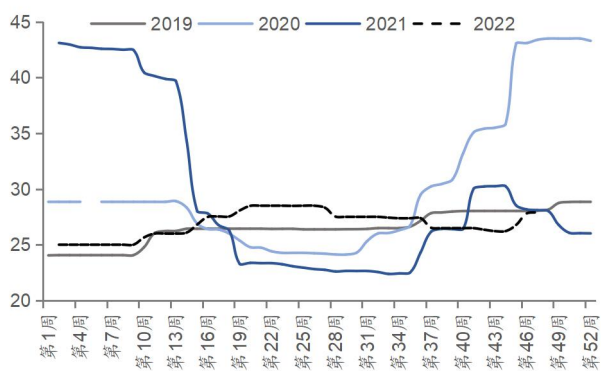
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图106: 3.2mm光伏玻璃原片历史同期周度价格(元/平米)



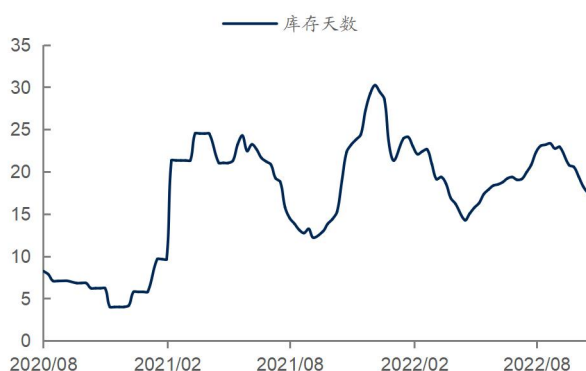
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 107: 3.2mm 光伏镀膜玻璃历史同期周度价格 (元/平米)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

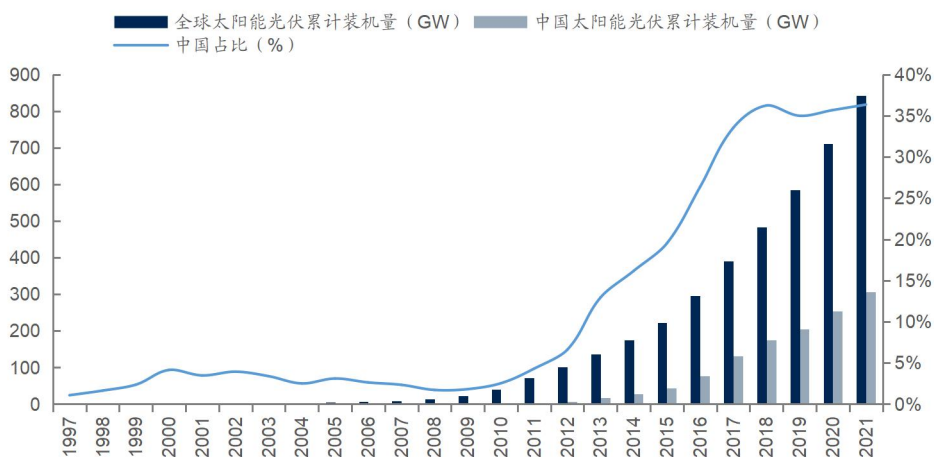
图 108: 光伏玻璃库存天数



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**2) 产业发展+行业趋势驱动, 需求增长确定性强:** 在全球范围“碳中和”的能源结构转型驱动下, 加快构建清洁能源、安全高效的能源体系成为各国重要任务。作为能源结构改革的重要手段, 在技术进步和政策刺激推动下, 我国太阳能光伏产业近年来快速发展, 规模和技术水平实现全球领先, 并成为我国重要战略新兴产业, 行业未来发展前景广阔, 在新的行业发展趋势下, 光伏玻璃需求有望实现持续增长。

图 109: 过去十余年我国太阳能光伏装机量全球占比持续提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 110: 近年来中国光伏新增装机量规模较大



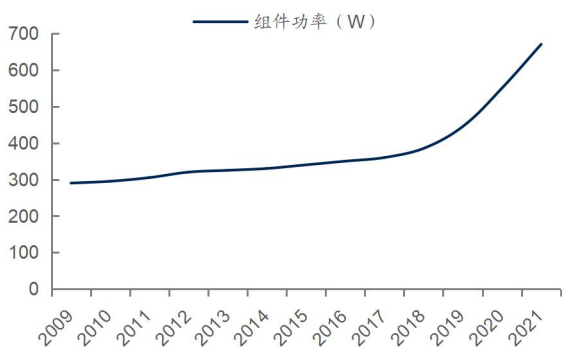
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 111: 近年中国光伏新增装机量在全球占比较高



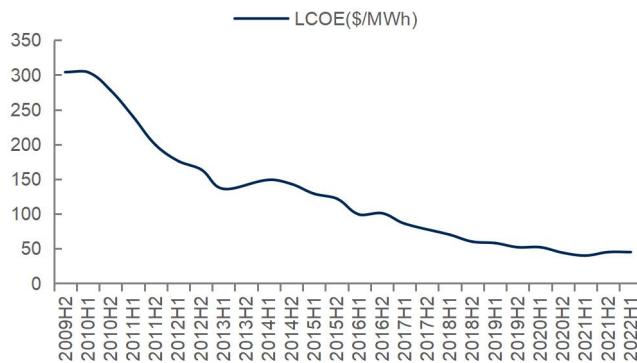
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 112: 2009-2021 光伏组件功率不断提升



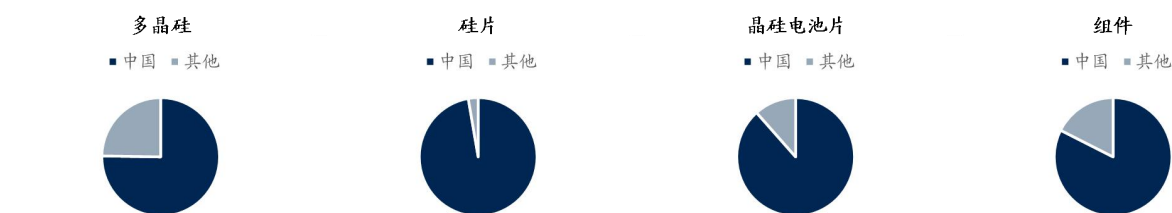
资料来源: 天合光能、国信证券经济研究所整理

图 113: 2009-2021 光伏发电度电成本持续下降



资料来源: BloombergNEF、国信证券经济研究所整理

图 114: 我国光伏产业链产品产量均位居全球第一



资料来源: CPIA、国信证券经济研究所整理

①**多国上调装机量目标，新增装机量有望持续增长**：根据国家能源局数据，今年 1-10 月，国内光伏新增装机量实现 58.24GW，接近去年全年水平，同比增长 98.7%；前三季度，PV Infolink 统计我国光伏组件累计出口 121.5GW，同比增长 89%，整体全球市场需求表现旺盛。今年 7 月，CPIA 将今年全国新增装机量预测调高上调 10GW，预计全年实现 85-100GW，相应上调全年全球新增装机量至 205-250GW；随

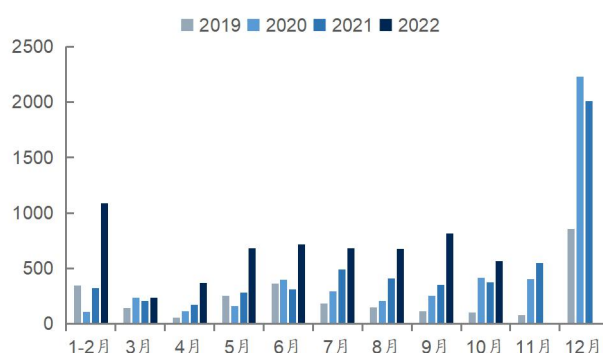
随着全球各国继续纷纷调高未来长期光伏装机目标，预计 2030 年，全球新增装机量持续提升至 315-366GW，中长期光伏装机量有望持续增长。

图 115: 今年 1-10 月国内光伏新增装机量同增 98.7%



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图 116: 今年单月光伏新增装机量均高于近年同期（万千瓦）



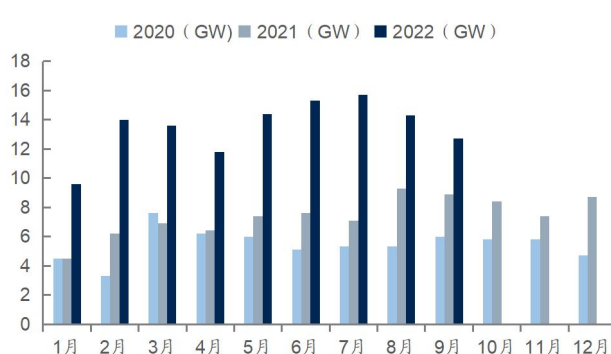
资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图 117: 今年 1-10 月中国光伏组件累计出口同增 89%



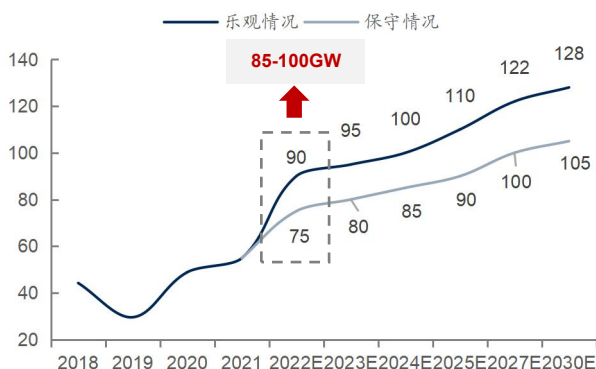
资料来源：PV Infolink、国信证券经济研究所整理

图 118: 今年单月中国光伏组件出口均高于近年同期



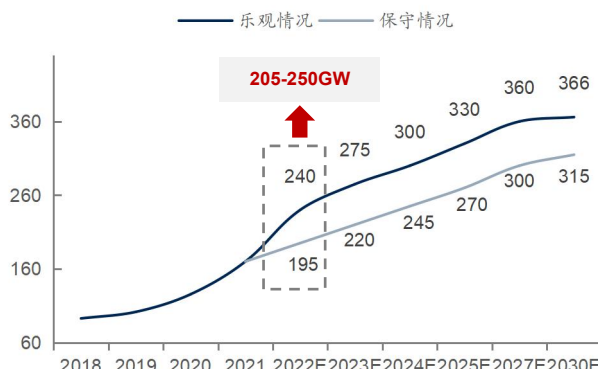
资料来源：PV Infolink、国信证券经济研究所整理

图 119: 2022-2030 年中国光伏新增装机预测（GW）



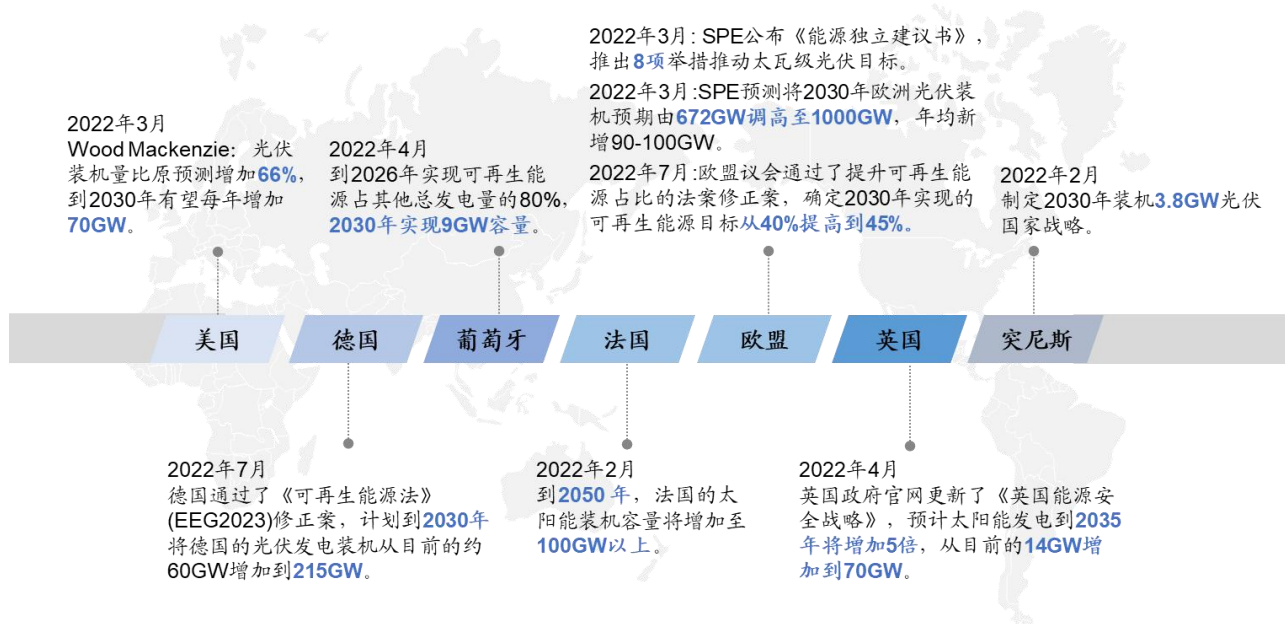
资料来源：CPIA、国信证券经济研究所整理

图 120: 2022-2030 年全球光伏新增装机预测（GW）



资料来源：CPIA、国信证券经济研究所整理

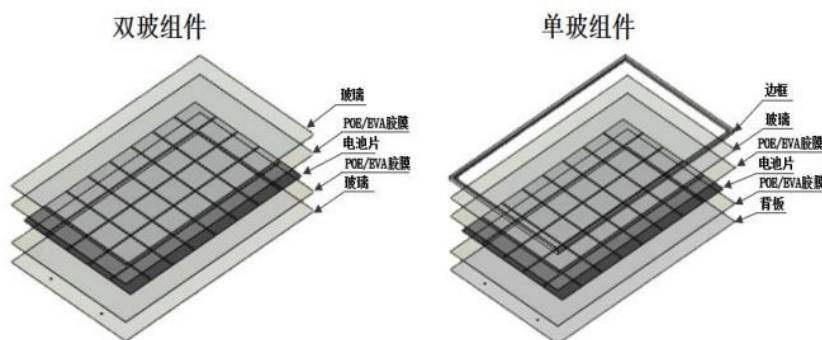
图 121：各国纷纷调高光伏装机目标



资料来源：CPIA、国信证券经济研究所整理

**②双玻组件优势明显，市占率提升趋势有望延续：**双玻光伏组件是指由光伏盖板玻璃、光伏背板玻璃和太阳能电池片组成复合层，电池片之间由导线串、并联汇集到引线端所形成的光伏电池组件，主要由五层组成：玻璃-EVA胶膜-太阳能电池-EVA胶膜-背板玻璃，与常规组件相比，主要变化为将背板、铝边框改换成玻璃背板。与传统单玻组件相比，主流结构的双玻双面组件发电效率更高，同时具有生命周期较长、低衰减率、耐候性、防火等级高、散热性好、绝缘好、易清洗等优势。

图 122：常规组件和双玻组件结构示意图



资料来源：彩虹新能、国信证券经济研究所整理

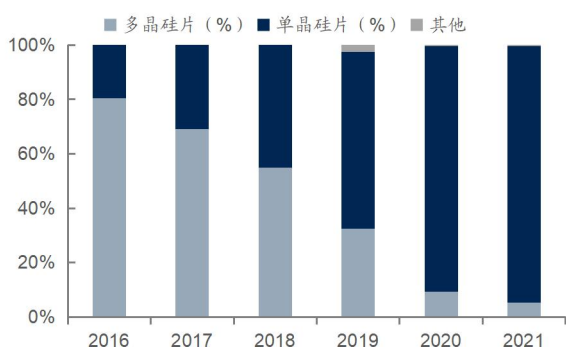
表9：单玻组件和双玻组件中的面板及背板的性能差异

项目	面板		背板	
	单玻组件	双玻组件	单玻组件	双玻组件
透光率/反射率	透光率大于 93.80%		不透光	反射率大于 76%
厚度	2.8mm-4.0mm	2.0mm-2.5mm	0.25mm	2.0mm-2.5mm
尺寸	尺寸长度≤2400mm, 宽度≤1300mm		与面板一致	
弓形弯曲度	≤0.2%		/	≤0.2%
波形弯曲度	≤0.5mm/300mm		/	≤0.5mm/300mm

资料来源：彩虹新能、国信证券经济研究所整理

双玻组件此前并未得到大面积普及，主要由于双玻组件需要的双面高效电池技术尚未成熟造成的推广困难。2015 年光伏领跑者计划推出，国家通过此项计划引导光伏行业有序升级，行业积极响应并顺势加快高效电池技术从研发走向量产的步伐，高效电池成为市场主导，发电效率更高的单晶硅电池市场占有率快速提升，根据中国光伏行业协会统计，截至 2021 年，单晶硅片市场份额已经从 2016 年的 19.5% 加速提高至 94.5%，对于双玻组件的普及起到明显推动作用，目前双面组件已经从 2017 年的 2% 市占率提升至 37.4%，预计 2023 年后将超越单玻组件，逐步成为市场主流，并有助于光伏玻璃的需求提升。

图 123：单晶硅片未来市场份额快速提升



资料来源：CPIA、国信证券经济研究所整理

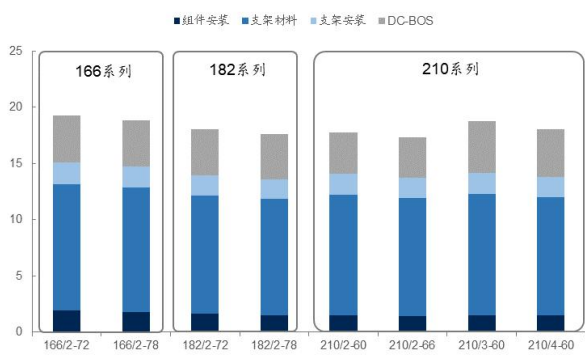
图 124：双玻组件未来市占率有望进一步提升



资料来源：CPIA、国信证券经济研究所整理

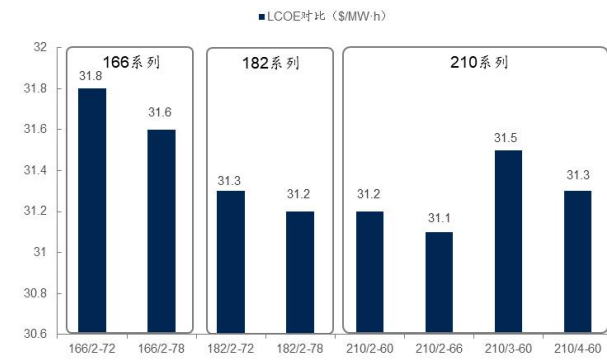
**③大尺寸组件加速渗透，未来占比有望进一步提升：**从光伏硅片的发展历史来看，整体持续沿着大尺寸的方向推进，主要由于一方面 提高硅片尺寸可提升单位时间产出的电池、组件功率，另一方面，有助于组件生产商的单位生产、运营成本，以及其电站客户的支架、桩基、电缆、运输安装等方面的单位成本降低。

图 125: 大尺寸硅片组件 BOS 总体更低



资料来源: 正泰新能源、国信证券经济研究所整理

图 126: 大尺寸硅片组件 LCOE 总体更低



资料来源: 正泰新能源、国信证券经济研究所整理

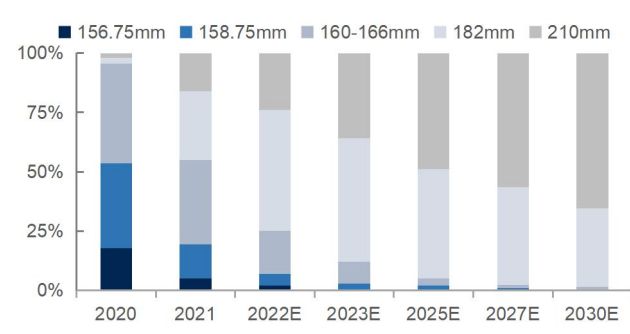
根据中国光伏行业协会数据, 2021 年, 156.75mm 尺寸占比已下降至 5%, 158.75mm 和 166mm 尺寸占比合计下降至 50%, 未来将继续降低, 182mm 和 210mm 尺寸合计占比快速从 2020 年的 4.5% 增长至 2021 年的 45%, 预计未来占比仍将快速扩大; 由于 166mm 是现有电池产线可升级的最大尺寸方案, 因此将是近 2 年的过渡尺寸。整体来看, 大尺寸正在快速占据市场主流地位, 未来大尺寸占比仍有进一步提升空间。

图 127: 2020 年以来硅料价格持续上涨



资料来源: CPIA、国信证券经济研究所整理

图 128: 未来大尺寸硅片市场占有率有望进一步提升



资料来源: CPIA、国信证券经济研究所整理

**3) 产能扩张有望回归理性, 格局有望边际改善:** “双碳” 背景下, 2020 年后光伏行业景气快速提升, 光伏玻璃行业吸引众多企业进行产能扩张, 包括行业龙头和产业链相关企业等。考虑到光伏玻璃扩产周期为 1-1.5 年, 因此, 2021-2023 年整体光伏玻璃产能呈现加速投放趋势。根据工信部数据显示, 截至 2022 年 10 月, 我国光伏玻璃行业在产企业共 39 家, 投产产能 120 窑 402 条生产线, 产能为 7.1 万吨/日, 新增在产产能同比增加 70.5%, 我们预计到 2022 年末总产能约 7.4 万吨/日, 2023 年规划产能增速仍将实现约 60%。

图 129: 近两年光伏玻璃产能快速增加



资料来源: CPIA、维科网、国信证券经济研究所整理

图 130: 近两年光伏玻璃在产产能快速增加



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

尽管目前规划产能较多，但在政策和行业景气制约下，行业未来扩产节奏有望一定程度上放缓并回归理性，主要由于：

①**加强产能预警，促进未来供给有序释放**：尽管 2020 年 12 月工信部发布的《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》中取消新建压延光伏玻璃产能置换的要求，但其中明确新建项目应委托全国性的行业组织或中介机构召开听证会，且项目建成投产后企业履行承诺不生产建筑玻璃。今年二季度，全国多地相继举办相关项目听证会，大量产能建设规划为市场对未来行业供给带来一定担忧。

但从下半年相关部门举措来看，未来产能扩张节奏存在一定放缓预期，并有望有序释放。8 月份，中国建筑玻璃与工业协会组织召开光伏压延玻璃行业运行分析座谈会，会议提出当前光伏压延玻璃产能新增过快，对于企业方面，呼吁高度重视潜在产能过剩风险，建议企业在投资光伏压延玻璃项目时要慎重决策，认清行业发展形势，按照政策要求有序开展投资建设、有序释放产能；对于行业方面，建议继续协助政府部门做好产能风险预警机制建设，加强行业自律、有序竞争，共同推动行业健康发展。11 月，工信部等三部门联合印发《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》，其中明确指出要求开展光伏压延玻璃产能预警，指导光伏压延玻璃项目合理布局。结合 9-10 月，宁夏、江苏工信厅针对上半年听证会披露建设项目公示，存在部分项目未通过或点火投产时间延迟的结果来看，产能预警制度未来将继续发挥一定产能调控作用，降低行业无序竞争，助力行业健康运行。

②**行业盈利下行，抑制中小企业扩产意愿**：随着去年下半年以来产能的持续投放，光伏玻璃价格下行后保持低位震荡运行，叠加成本端原燃材料价格持续上涨，行业盈利承压，一定程度上抑制资金实力偏弱的中小企业扩产意愿。



图 131: 纯碱价格去年以来持续上涨并处于高位 (元/吨)



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图 132: 天然气价格去年以来持续上涨后处于较高位 (元/吨)



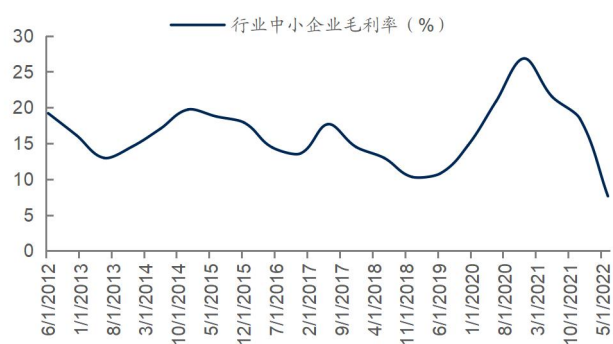
资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图 133: 石油焦价格近年来持续上行并处于高位 (元/吨)



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图 134: 行业中小企业光伏玻璃业务毛利率降至十年低位

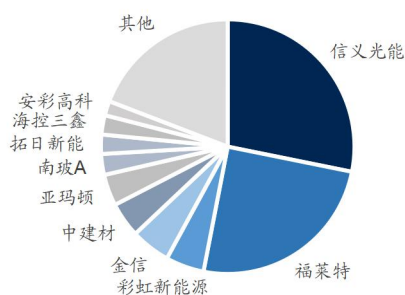


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**4) 龙头企业地位有望巩固, 优质企业有望突围:** 光伏玻璃产业具有明显的重资产属性, 行业运行呈现较明显的周期性。我国光伏压延玻璃产业经过十余年的发展, 工艺方面已经相对成熟, 企业之间的差异主要体现在规模、资源等方面带来的成本差异。目前我国光伏玻璃行业呈现“两超多强”格局, 在 2020 年下半年后至今的新一轮扩展周期中, 不仅包括已有的光伏玻璃企业, 还有浮法玻璃企业、电子日用玻璃企业、以及光伏产业链相关企业等。

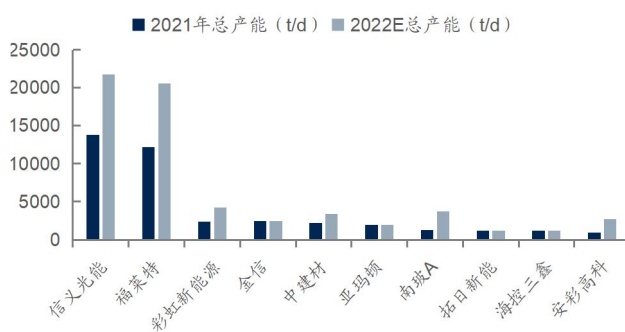
现有的光伏玻璃企业中, 龙头企业在早期的发展中已经具备有较明显的规模、成本、客户资源优势, 在今年行业盈利水平有所承压时与中小企业的盈利水平拉开明显差距, 同时, 在当前新一轮的加速扩产过程中, 进一步提高单窑产能规模, 加强资源布局, 未来行业地位有望持续巩固。新进入企业中, 部分企业具备良好的资金和技术实力, 在大力推进产能建设的同时, 积极配套布局上游硅砂资源, 未来有望在竞争中突围, 实现跨越式发展。

图 135: 2021 年光伏玻璃产能占比 (%)



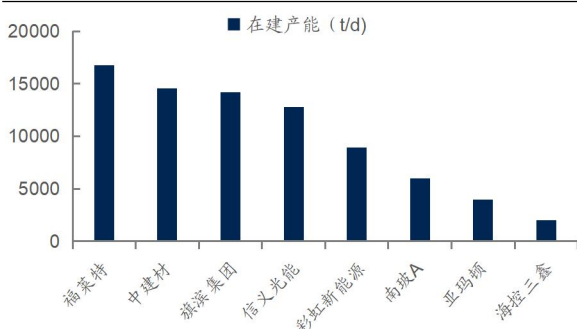
资料来源: 各公司年报和官网, 国信证券经济研究所整理

图 136: 2021 年主要光伏玻璃企业产能情况



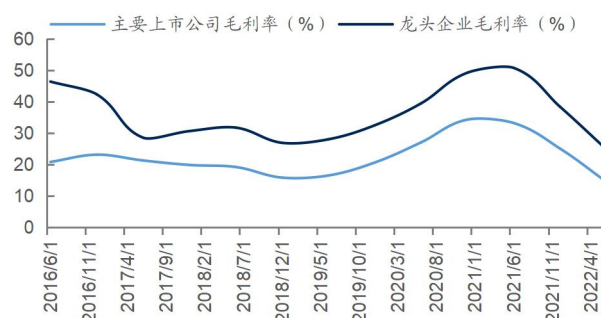
资料来源: 各公司年报和官网, 国信证券经济研究所整理

图 137: 主要企业规划在建产能情况



资料来源: 各公司年报和官网, 国信证券经济研究所整理

图 138: 龙头企业盈利水平明显高于行业平均



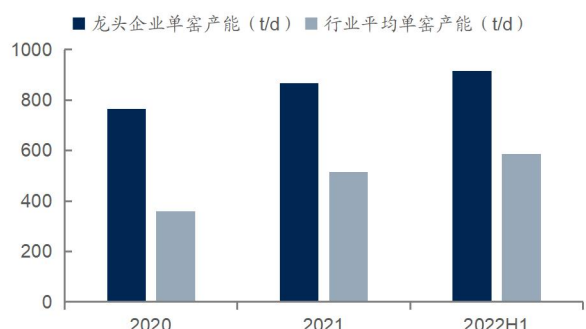
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 139: 龙头企业单窑产能近年来提升速度加快



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 140: 龙头企业但要产能显著高于行业平均水平



资料来源: 公司年报, CPIA, 国信证券经济研究所整理

综合分析, 2022 年上半年, 海外出口、国内分布式光伏装机以及下半年的地面集中式电站装机共同驱动光伏玻璃行业需求增长, 在供给端新建生产线陆续投产和成本端高位背景下, 行业呈现震荡运行趋势。展望 2023 年, 需求端方面, 全球“碳中和”能源结构转型背景下, 光伏新增装机量有望保持持续增长, 同时, 双玻组件和组件大尺寸化趋势已逐步确立, 光伏玻璃需求将进一步提升; 行业供给端仍有望呈现扩张趋势, 但在听证会、产能预警机制、以及行业盈利承压等叠加的多

重因素下，中小企业产能建设投放或将更加审慎，产能扩张节奏有望回归理性；在新一轮的扩产周期中，现有龙头企业有望凭借规模、成本、客户资源等方面优势，进一步巩固行业地位，新进入企业中，部分具有良好资金、技术实力的企业有望在竞争中突围，实现跨越式发展，建议关注头部企业。

## 水泥：借力复苏行业有望再均衡，龙头企业加速绿色转型升级

**1) 全年行业景气偏弱，量价下行盈利承压：**今年以来，受疫情全国多点扩散复发、地产项目资金紧张、局部天气不利、工程施工受限等多重因素影响，水泥需求较往年明显偏少，价格自年初的高位持续回落，并触及近四年来低位，出货率自二季度后持续低于往年同期，下半年传统旺季需求略有改善，但整体仍不及往年同期，库存表现持续处于高位，在企业协同下，价格虽呈现季节性小幅回升，但运行表现仍较为疲弱。

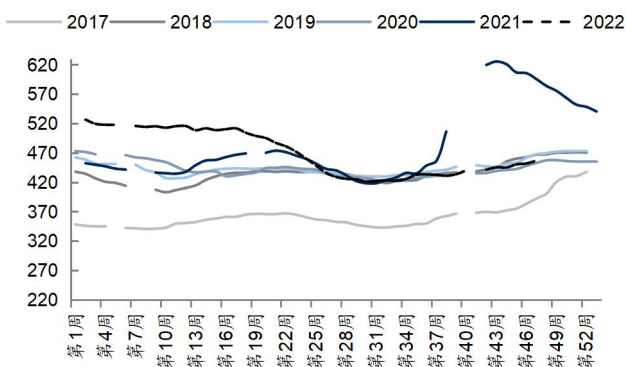
截至 11 月末，全国高标水泥均价为 456.6 元/吨，较年初下降 13.26%，今年以来价格中枢约 470.3 元/吨，较去年全年中枢下降 3.14%。同时，今年以来，受国际政治局势动荡、煤炭出口大国印尼出口禁令等因素影响，动力煤价格自去年高位进一步上行，水泥价格下跌的同时，盈利水平持续回落，并达到 2017 年左右水平。

图 141：全国高标水泥均价自年初高位回落（元/吨）



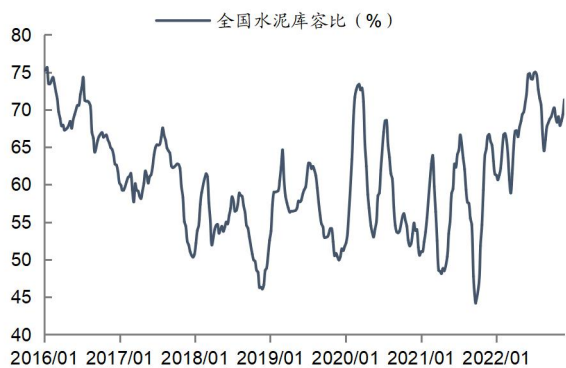
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 142：历年同期全国高标水泥均价运行（元/吨）



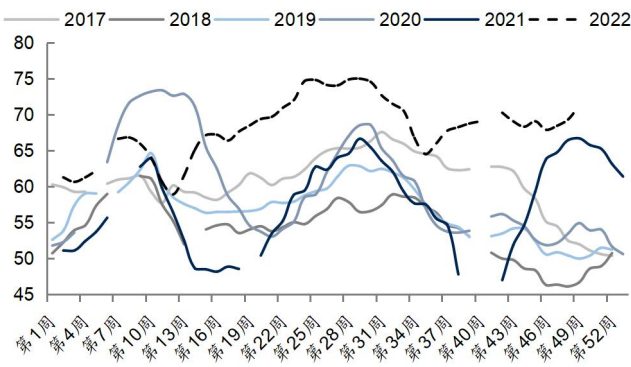
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 143：全国水泥平均库容比震荡上行



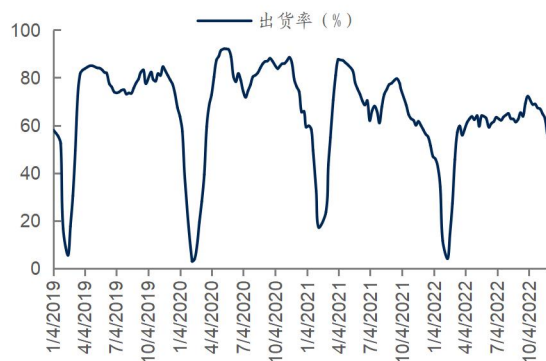
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 144：今年水泥平均库容比处于历史高位（%）



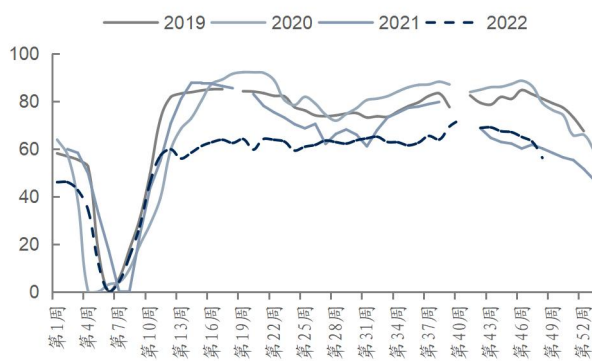
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 145: 今年全国水泥出货率水平明显偏低



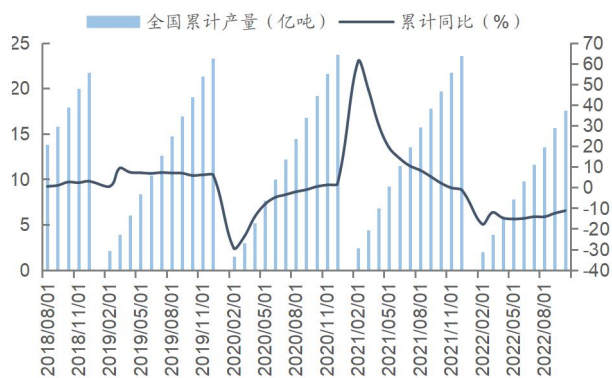
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 146: 历年同期全国水泥出货率水平 (%)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 147: 2022 年 1-10 月全国水泥产量同比下降 11.3%



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 148: 水泥产量单月同比增速降幅逐步收窄



资料来源: Choice、国信证券经济研究所整理

图 149: 今年动力煤价格快速上涨并处于高位



资料来源: 同花顺、国信证券经济研究所整理

图 150: 水泥煤炭价格差快速下行



资料来源: 同花顺、数字水泥网、国信证券经济研究所整理

**2) 行业加强自律，错峰生产约束供给，行业再均衡可期：**面对今年需求端的下行压力，行业进一步深化供给侧改革，多地企业加强自律协同。除了进行冬季常态化错峰生产外，多地非采暖季错峰限产天数也有不同程度增加和延长。

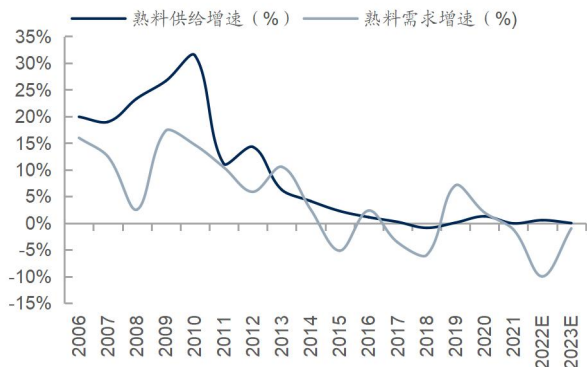
表10: 2022年多地加强非采暖季错峰生产

省份	2021年	2022年
黑龙江	15	30
辽宁	15	30
吉林	15	30
山东	40	50
江苏	30	35
江西	55	70
福建	55	65
河南	21	36
湖南	30	65
四川	50	65
重庆	50	65
贵州	30	45

资料来源：数字水泥网、中国水泥网、国信证券经济研究所整理

展望 2023 年，水泥需求有望获得一定支撑，一方面，今年因施工、资金条件受限的滞后项目明年有望逐步落地，另一方面，基建增长有望延续，房地产新开工需求有望获得边际修复；供给端方面，预计 2023 年全年总产能有望维持今年持平状态，同时，行业自律协同仍有望继续保持，整体明年供需格局有望边际改善，行业运行“再均衡”值得期待。

图 151: 水泥供需增速变化



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 152: 水泥供需轧差



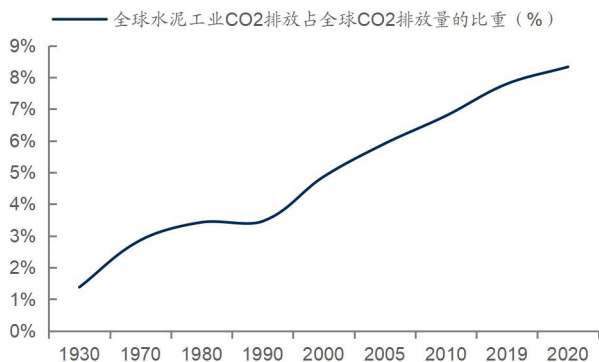
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

**3) 持续推进绿色转型升级，行业集中度有望进一步提升：**随着全球工业化的推进，水泥行业碳排放量在全球 CO<sub>2</sub> 排放量中占比持续提升，并成为全球碳中和的重要领域。我国水泥产量全球占比约 57%，是水泥工业碳排放的主要国家。

水泥行业的碳排放主要来自于熟料煅烧环节，其碳排放占比 95% 以上，其中 60% 来自于碳酸盐原料（主要为石灰石）煅烧分解产生的过程排放，35% 来自于化石燃料燃烧排放。针对水泥行业减排，主要方法包括：淘汰落后、过剩产能，新能源技术应用，提高替代燃料，寻求技术突破（使用低碳原材料、低钙水泥）、研究推广碳捕集技术等。

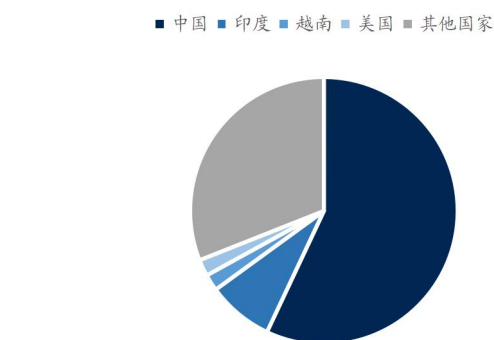
今年 11 月，工信部等四部门发布《建材行业碳达峰实施方案》，其中对“十五五”期间建材行业绿色低碳循环发展提出要求，确保 2030 年建材行业实现碳达峰。目前水泥行业相关部门和龙头企业正在积极落实和布局，推动水泥工业实现高质量达峰。

图 153: 2021 年中国水泥产量占全球比重 (%)



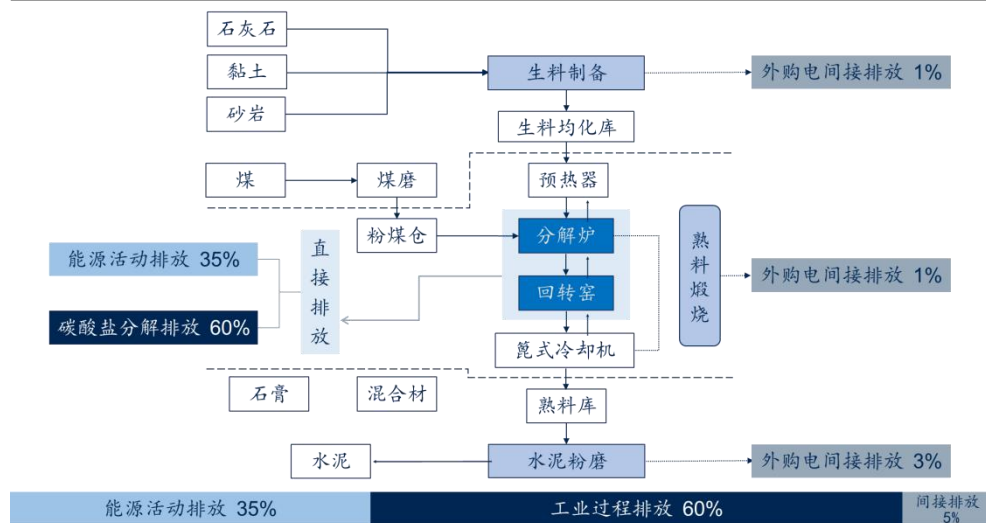
资料来源：《中国水泥工业碳达峰、碳中和实现路径研究》、国信证券经济研究所整理

图 154: 2021 年中国水泥产量占全球比重 (%)



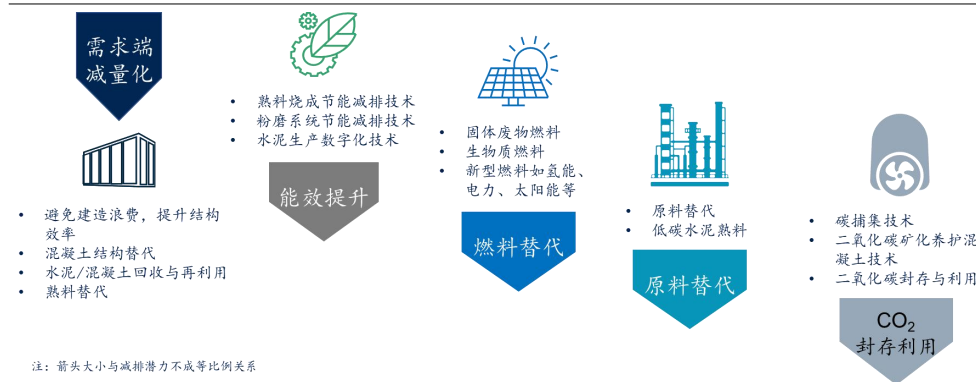
资料来源：RMI、中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

图 155: 水泥行业 CO<sub>2</sub> 主要排放环节



资料来源：RMI、中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

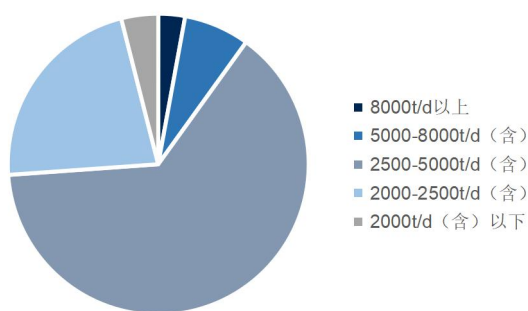
图 156: 水泥行业脱碳重要技术示意



资料来源: RMI、中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

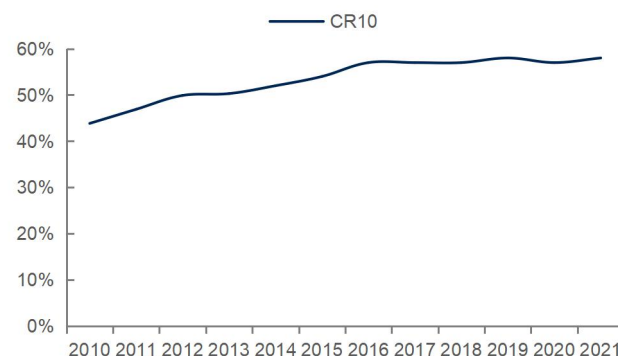
①**淘汰落后产能, 提升行业集中度:**从短期来看, 加快水泥行业淘汰落后和低效产能退出, 进一步促进产能置换政策的落实, 有助于加快实现水泥行业碳达峰, 同时, 有利于未来新技术的集中研发与大规模部署。《建材行业淘汰落后产能指导目录》中明确需要淘汰 2500t/d 及以下规模水泥熟料生产线, 截至 2021 年, 全国日产 2500 吨水泥熟料生产线占比约 26%。同时, 截至 2020 年底, 我国水泥行业能效优于标杆水平的产能约占 5%, 能效低于基准水平的产能约占 24% (约 4.5 亿吨), 按照 2025 年, 能效达到标杆水平的产能比例超过 30% 的目标, 约有 5 亿吨熟料生产线需要进行改造提升, 而部分单体企业通过技术改造实现能效水平提升的投资回报空间有限。因此, 通过淘汰落后产能, 整合、产能置换 2500t/d 及以下生产线并建设单线大规模水泥熟料项目, 促进生产线能效提升, 有望成为未来行业调整趋势, 未来行业集中度有望进一步提升。

图 157: 我国新型干法生产线分规模结构图



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 158: 水泥行业前十产能集中度缓慢提升



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

②**推进原燃料替代技术, 发展水泥窑协同处置:**从短中期角度来看, 发展和研究原燃料替换可降低熟料生产的燃烧排放和过程排放, 水泥窑协同处置废弃物成为企业优选, 其中处置固体废弃物可替代熟料, 处置有机废弃物可作为燃料。低碳原料方面, 钢渣、电石渣、硅钙渣、煤粉灰等含钙的工业废渣可以替代一部分石灰石原料, 例如, 水泥生料中电石渣配料比为 60% 时刻实现 40% 的 CO<sub>2</sub> 减排量, 钢渣配料比为 4% 时刻实现吨熟料 CO<sub>2</sub> 排放量降低 4.4kg。

燃料替代方面, 目前可应用的材料超过 100 种, 如城市生活垃圾、轮胎、废油及熔剂、固体回收燃料等, 其中较有潜力的包括固体废弃物、生物质等。目前我国

熟料煅烧阶段化石燃料主要依赖煤炭，替代燃料使用的比例较欧美国家显著偏低。

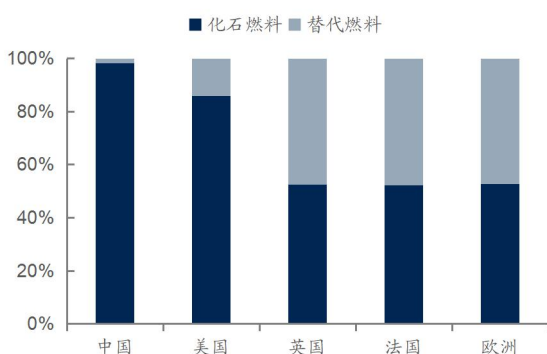
截至 2020 年底，我国已有约 17% 的水泥生产线配备了协同处置能力，近年来，**龙头企业响应政策号召，积极参与布局，促进未来协同固体废弃物替代原燃料技术发展的同时，进一步实现企业绿色可持续发展，巩固水泥主业竞争力。**今年 10 月，海螺水泥完成控股收购海螺环保，通过海螺环保水泥窑协同处置工业固废及危废业务，与水泥业务形成高度协同，加强资源整合和产业融合，加快绿色转型升级步伐；华新水泥在已有技术积累上，今年加大对钢渣、炉渣等工业副产品等替代原料对天然钙基材料的替代；塔牌集团于去年底收购惠塔环保，主营工业废弃物收集与处理，目前具备不锈钢污泥处理能力 25 万吨/年，此外，公司还在部分生产线上配置铝灰渣替代原料项目，未来还将考虑配置含有生物质替代燃料固废项目。

表 11: 水泥生料替代来源及应用现状

替代来源	主要成分	优势	劣势	应用程度
电石渣	Ca(OH) <sub>2</sub>	Ca 含量高	水分高	稳定运行生产线
钢渣	Ca、Mg、Fe 等	改善生料易烧性	熟料质量不稳定	实验室研究
硅钙渣	SiO <sub>2</sub> 、CaO、Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	熟料易磨性好	厂址要求高，运输成本难以控制	工业试验
石英污泥	CaO、SiO <sub>2</sub>	生料稳定，易烧	厂址要求高，运输成本难以控制	稳定运行生产线
造纸污泥	CaO、SiO <sub>2</sub> 、Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Al 含量高，热值高	厂址要求高，运输成本难以控制	实验室研究

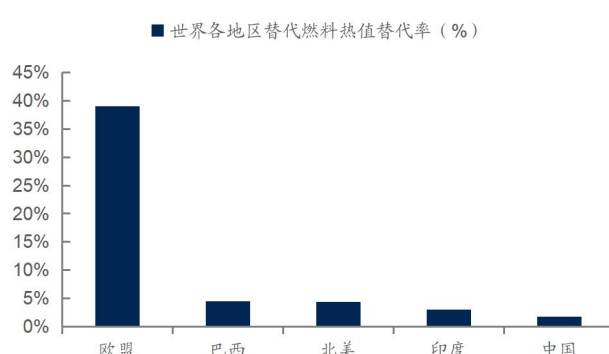
资料来源：《面向双碳的低碳水泥原料 / 燃料替代技术综述》、国信证券经济研究所整理

图 159: 世界各地每吨熟料用于热能的能源消耗构成



资料来源：RMI、中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

图 160: 我国水泥行业替代燃料热值替代率排名靠后



资料来源：RMI、中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

**③布局新能源新技术，龙头企业先行：从中长期目标来看，发展绿色清洁能源、加速推动碳捕集、封存与利用（CCUS）技术研发等，有望成为未来水泥行业碳减排的重要抓手。**随着政策支持和技术进步，以风电光伏为代表的新能源电力已实现对煤电的成本优势，探索氢能在工业领域替代应用也被明确列入产业发展中长期规划中。长期来看，CCUS 将是水泥行业实现碳中和的关键技术，目前大规模采用 CCUS 还存在一定的成本和技术挑战，但国内已经有头部企业试点示范项目，随着技术成熟和规模化效应的逐步显现，CCUS 有望成为未来水泥产业实现碳中和的核心技术之一。

**针对清洁能源和 CCUS，部分龙头企业已经走在行业前列。**今年 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；同期，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；海螺水泥已建成世界首条水泥窑烟气二氧化碳捕集纯化环保示范项目，将水泥厂中的烟气二氧化碳转化为二氧化碳产品，可用于工业、食品、医药等领域，年捕集 5 万吨二氧化碳，今年 6 月，海螺集团投资成立安徽碳合能科技发展有限公司，注册资本 2.5 亿元，经营范围包括碳减排、碳转化、碳捕捉、碳封存技术研发等；华新水泥计划将在 2025 年开展 CO<sub>2</sub> 捕集、利用项目，2030 年在川渝、广东、鄂西等地区开展（全氧燃烧+）CCUS 试点项目，并于 2035 年二代 CCUS 技术逐渐成熟后，在公司适宜的生产线逐步推广 CCUS。

表 12：全球水泥行业 CCUS 主要技术及应用现状

技术名称	技术就绪度	预计商业化年度（紧迫度）	国内外应用现状
化学吸收	7	2024 年（非常紧迫）	①预计 2023—2024 年挪威的 Noreem 水泥厂将建成碳捕集规模为 40×104 t/a 的示范工程； ②2019 年加拿大 Lehigh 水泥厂完成碳捕集规模为 60×104 t/a 的可行性研究； ③2018 年中国海螺水泥建成碳捕集规模为 5×104 t/a 的示范工程
钙循环	7	2025 年（非常紧迫）	①2017 年中国台湾和平水泥厂建成碳捕集规模为 1 t/h 的中试工程，预计 2025 年可完成碳捕集规模为 40×104 t/a 的示范工程建设； ②2020 年意大利 GLENKER 计划开始进行碳捕集规模为 130×104 t/a 的商业化改造
固体吸附	6	2035 年（高紧迫）	①2019 年加拿大拉法基水泥的 CO <sub>2</sub> MENT 计划开展吸附法碳捕集相关工程研究工作； ②2020 年美国克罗地亚水泥厂计划开展碳捕集规模为 72.5×104 t/a 的工作，目前处于起步阶段
膜分离	4-5	—（中等紧迫）	2017 年欧洲水泥研究院（ECRA）设置专项计划支持实验室或小试相关研究
混凝土固碳	9	现在（中等紧迫）	2016 年中国中材国际工程股份有限公司和中国建筑材料集团有限公司开展固碳规模为 5×104 t/a 的研究工作
氢/太阳能	4-6	—（中等紧迫）	①2021 年英国开展等离子体与生物质氢能技术研究； ②预计 2025 年法国完成太阳能反应器计划

资料来源：《碳中和下水泥行业低碳发展技术路径及预测研究》、国信证券经济研究所整理

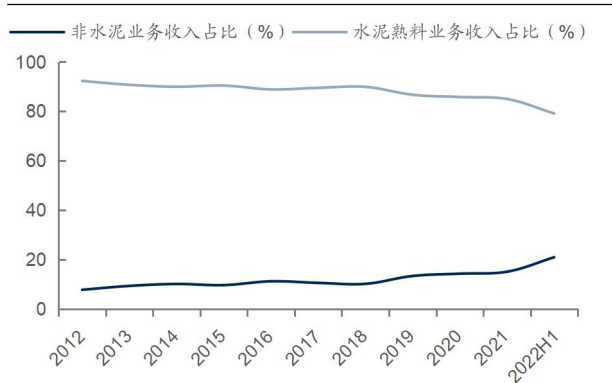
总体来看，在“双碳”目标下，水泥行业积极探索绿色转型发展新路径，一方面，通过淘汰落后产能、落实产能置换等行政措施，约束总产量和碳排放，倒逼行业出清落后、低效产能，行业集中度有望进一步提升；另一方面，龙头企业提前探索布局发展包括替代原燃料、清洁能源、CCUS 等技术，随着未来绿色低碳转型的持续推进，中小企业或将面临减排方面成本增加，龙头企业有望不断拉开行业差距，并进一步促进行业集中度提升。

**4) 积极拓展产业链上下游，打造企业第二成长曲线：**随着我国水泥产业进入平台期，近年来，水泥企业以水泥主业为核心，加速发展以骨料、混凝土等为代表的产业链上下游业务，推动未来企业高质量增长。

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；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，上半年骨料新增产能 1350 万吨/年，9 月份阳新亿吨机制砂项目（一期）宣布投产并已开始小批量对外销售，10 月份，控股子公司黄石华新竞得储量 21.35 亿吨、规划产能 9500 万吨的石灰岩矿采矿权，进一步拓展矿山-骨料-混凝土产业链一体化建设。

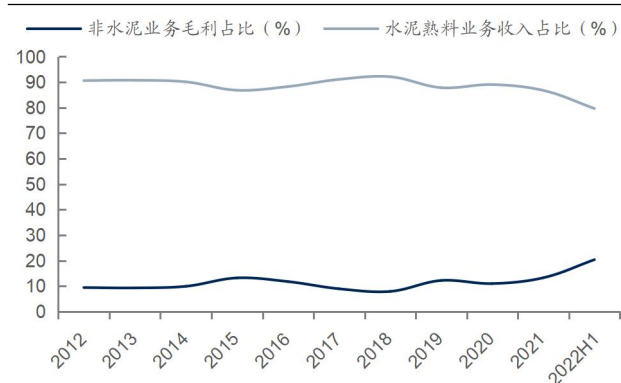
从过去几年水泥行业上市公司非水泥业务情况来看，截至今年上半年，非水泥业务收入和毛利平均占比分别达到 20.9%和 20.4%，较五年前分别提高 10.4 和 11.4 个百分点，整体均呈现较明显上升趋势，且今年提升速度较快。随着企业在非水泥产业链上下游业务上的进一步拓展，未来非水泥业务占比仍有提升空间，并有望在一定程度上与水泥业务发挥良好协同作用，促进行业可持续发展，打造企业第二成长曲线。

图161: 水泥上市公司非水泥业务收入平均占比呈上升趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图162: 水泥上市公司非水泥业务毛利平均占比呈上升趋势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

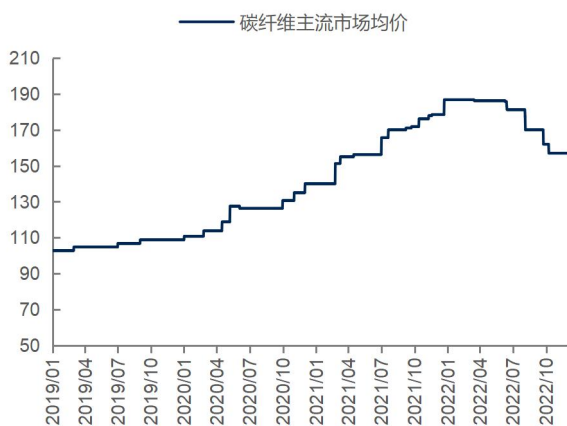
综合分析,我们认为2023年水泥行业供需格局有望在基建增长稳中有进、房地产缓慢复苏、供给严控持续的背景下获得一定边际改善,行业再均衡仍然值得期待。随着双碳目标渐行渐近,水泥行业积极探索绿色转型发展新路径,加快淘汰、整合、产能置换落后产能,发展水泥窑协同处置以推进原燃料替代,布局新能源、CCUS等先进技术,龙头企业已提前探索并具有一定先发优势,未来胜出可期,行业集中度有望进一步提升。此外,头部企业为应对经济增长新动能的宏观环境变化,积极转变发展思路,加速发展以骨料、混凝土等为代表的产业链上下游业务,与水泥主业形成协同的同时,打造企业第二成长曲线,后续发展值得期待。推荐海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、万年青、天山股份、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：应用场景持续拓展，产能扩张加速

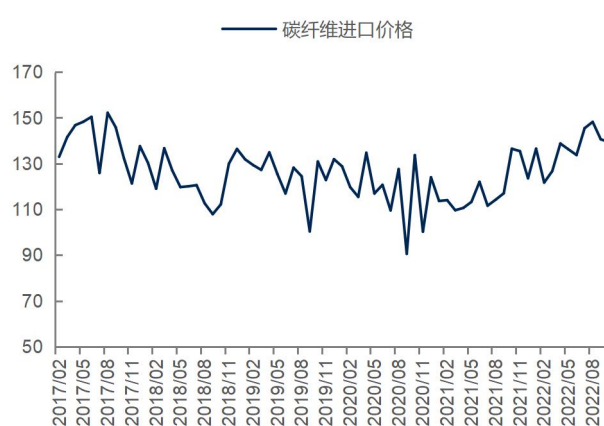
1) **碳纤维价格逐步松动下滑，T700 级韧性相对更强**：2020 年以来受益以风电为代表的下游市场需求大幅增长，叠加禁运、疫情影响，同时国内有效供给不足导致供需失衡，碳纤维价格大幅上涨并持续走高。2022 上半年国内主要碳纤维价格基本保持高位稳定，均价维持在 180 元/kg 以上，下半年以来受供给增加以及风电和体育休闲等需求阶段性下滑的双重因素影响，不同品种碳纤维价格开始逐步呈现下滑趋势，其中截至 11 月末国产 T700 级 12K、T300 级 12K、T300 级 24/25K、T300 级 48/50K 碳纤维分别较年初-11.5%/-26.3%/-11.8%/-14.6%，年初至今均价分别较上年同期+44.4%/+6.6%/+5.1%/+5.1%，整体来看 T700 价格涨幅更高、韧性相对更强。

图 163: 国内碳纤维主流市场均价（元/kg）



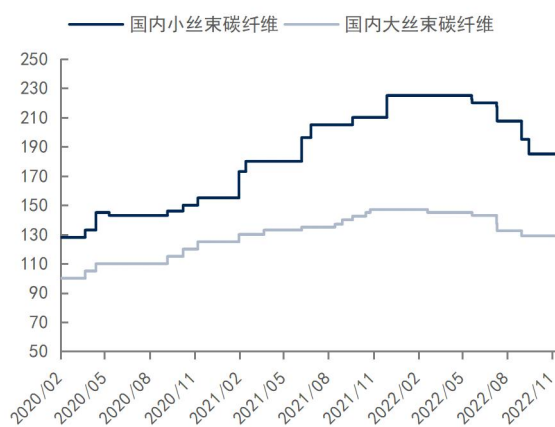
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 164: 碳纤维进口价格（元/kg）



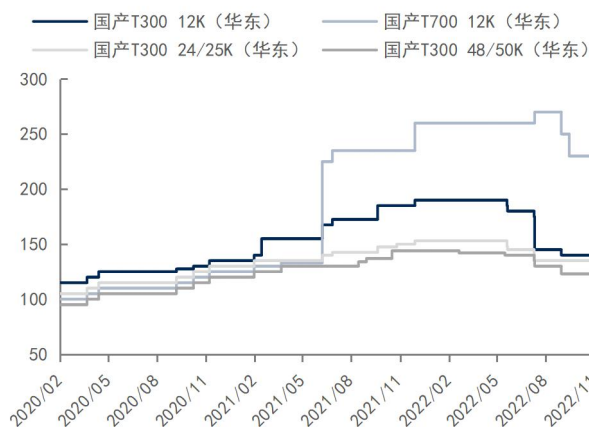
资料来源：中国海关、国信证券经济研究所整理

图 165: 国内大丝束和小丝束碳纤维价格走势（元/kg）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 166: 国内碳纤维不同品种价格走势（元/kg）

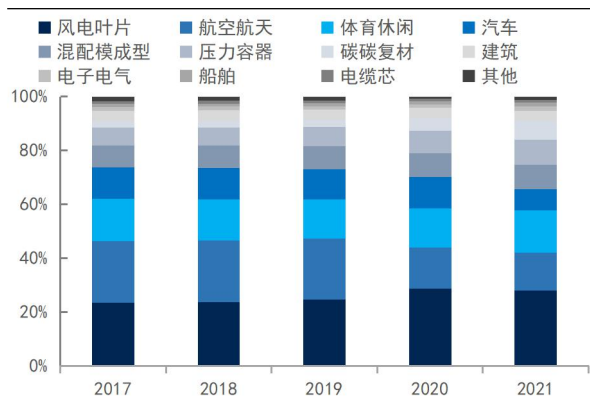


资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

**2) 碳纤维应用场景不断拓展, 风光氢贡献新增长动能:** 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。从全球范围来看, 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, 2021 年国内碳纤维前三大应用市场为风电叶片、体育休闲和碳碳复材, 需求量占比分别为 36.1%、28.1%和 11.2%。

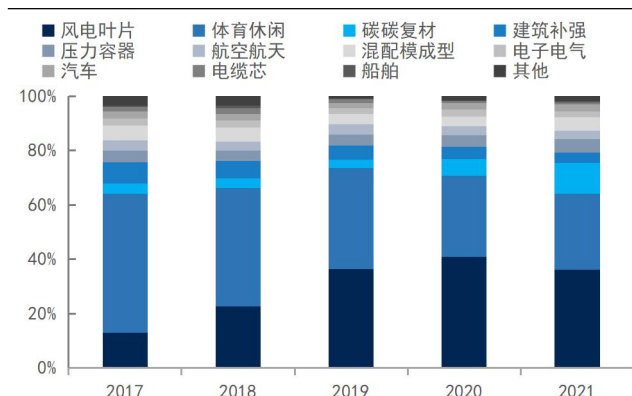
在“双碳”目标下, 新能源、轻量化、节能降耗发展趋势强劲, 轻质、高强度的碳纤维复合材料作为轻量化技术领域中的首选材料, 在风电领域的叶片制造、太阳能领域硅片生产的热场材料、氢能领域的储运装备等领域有明显的技术性能优势, **预计航空航天、体育休闲等传统领域需求贡献稳定支撑, 风电、光伏、氢能等应用市场将持续提供新的增长动能, 碳纤维市场成长潜力巨大。**

图 167: 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 168: 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

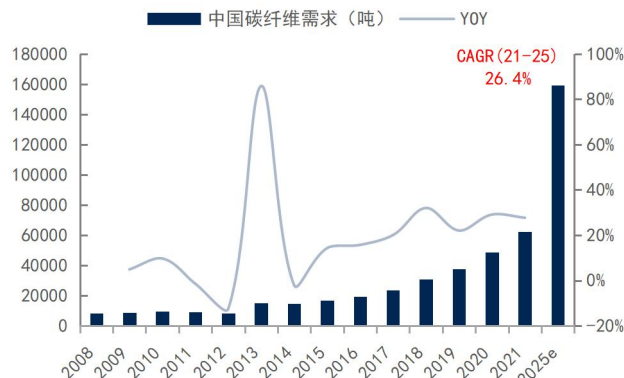
从市场规模来看, 我国已成为碳纤维全球最大的需求市场, 2008-2021 年我国碳纤维需求量从 0.82 万吨增加到 6.2 万吨, CAGR 达 17%, 增速显著高于全球平均水平的 9.5%, 占全球比例从 22.5%提升到 52.9%, 并处于持续上升趋势。根据奥赛碳纤维数据, 预计 2025 年我国碳纤维需求量有望达 15.9 万吨, 2021-2025 年 CAGR 为 26.4%, 同期全球需求量 20 万吨, CAGR 为 14.1%, 增长最快的市场为风电叶片、压力容器和碳碳复材, CAGR 分别为 25%、20%和 30%。

图 169: 全球碳纤维需求量及增速



资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 170: 中国碳纤维需求量及增速



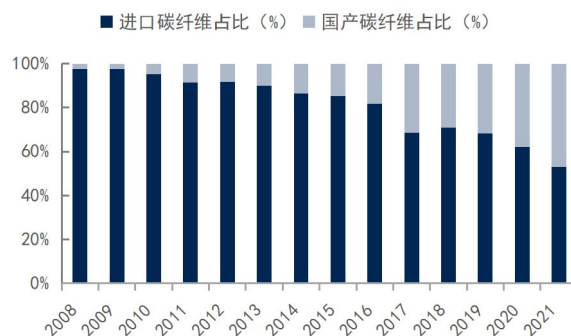
资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 171: 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 172: 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

图 173: 2021-2025 全球碳纤维各应用领域市场规模及预测

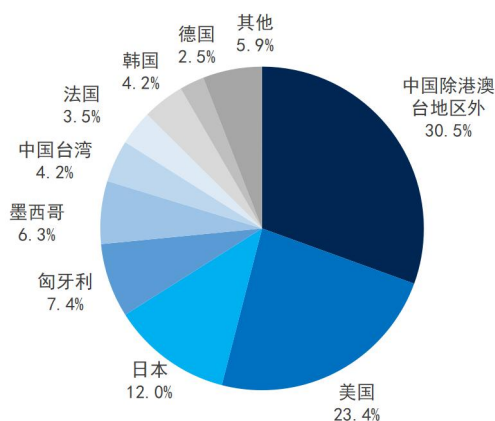
应用市场 (吨)	风电叶片	航空航天	体育休闲	汽车	混配横成型	压力容器	碳碳复材	建筑	电子电气	船舶	电缆芯
2021	33000	16500	18500	9500	10600	11000	8500	4200	2000	1500	1100
2025E	80566	20635	22487	12645	15519	22810	24277	6149	2928	2196	1611
CAGR	25%	5.7%	5%	7.4%	10%	20%	30%	10%	10%	10%	10%

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

**3) 碳纤维进入快速扩张阶段，增量主要以大丝束产品为主：**2020 年以来受益下游应用市场拓展及国内大丝束工艺技术的突破，我国碳纤维进入快速扩张阶段，并已成为全球碳纤维供给的重要区域；根据赛奥碳纤维数据，2021 年中国除港澳台地区外运行产能 6.34 万吨，同比+75.4%，占全球比例 30.5%，增加的产能主要为吉林化纤集团（+16000 吨/大丝束）、新创碳谷（+6000 吨/大丝束）、中复神鹰（+6000 吨/小丝束），宝旌碳纤维（+2000 吨/大丝束），增量主要以大丝束产品为主。

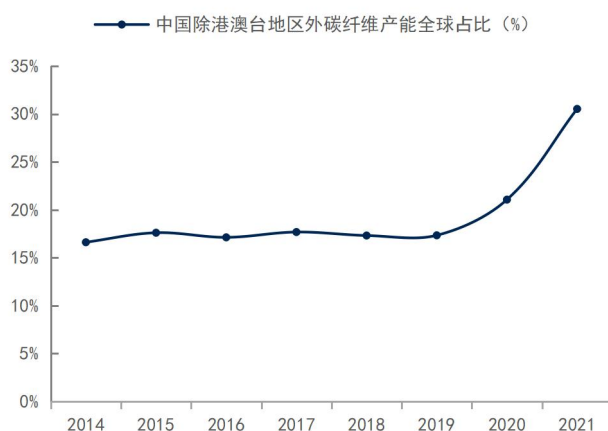
据不完全统计，截至 2022 年 11 月，国内相关企业新增产能年内新增产能约 2.5 万吨，未来仍有计划投产的产能合计 15 万吨，供给大部分仍以大丝束产品为主，但 T700 及更高等级碳纤维供应仍相对紧缺。

图 174：2021 年全球碳纤维分区域运行产能



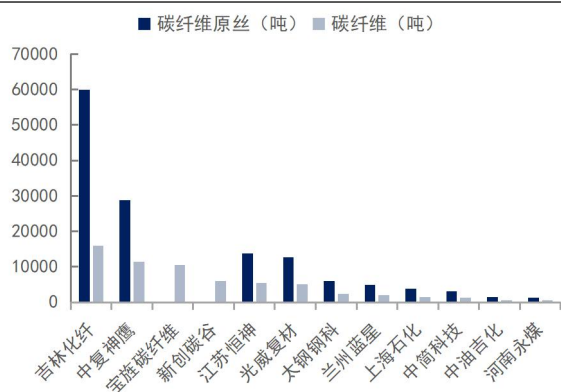
资料来源：赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 175：2014-2021 年中国除港澳台地区外碳纤维产能全球占比



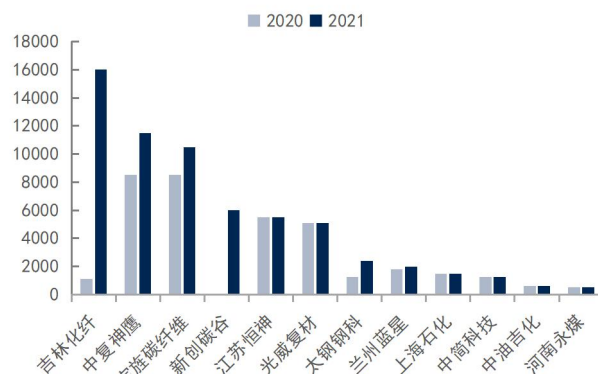
资料来源：赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理（注：2019-2021 为运行产能，之前为理论产能）

图 176：2021 年国内碳纤维企业原丝及碳纤维理论产能



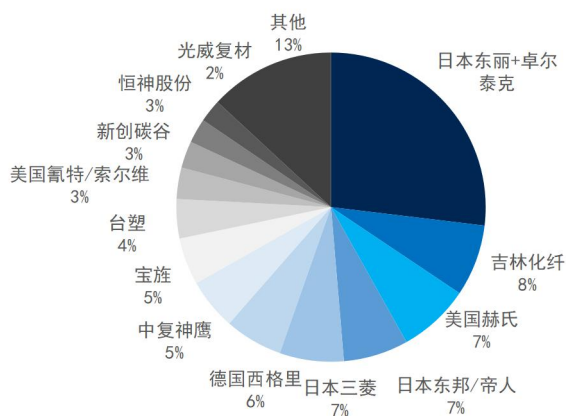
资料来源：赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 177：2020-2021 年国内碳纤维企业理论产能



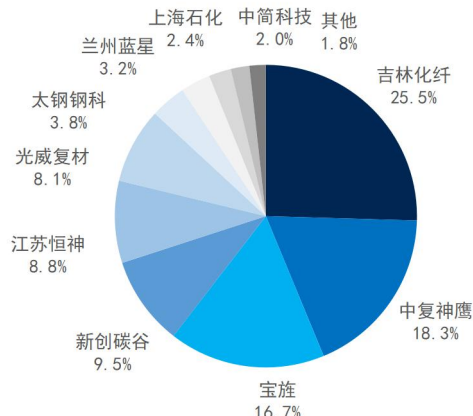
资料来源：赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 178: 2021 年全球碳纤维竞争格局 (按运行产能)



资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

图 179: 2021 年中国碳纤维竞争格局 (按运行产能)



资料来源: 赛奥碳纤维技术、国信证券经济研究所整理

表 13: 国内部分已开工建设的碳纤维扩产项目

公司	项目	产能 (吨)	产品	启动/开工时间	(预计)全部投产时间
吉林化纤集团 (凯美克)	年产 600 吨碳纤维项目	600	1K、3K 小丝束	2021 年 4 月	2022 年 6 月
中复神鹰	西宁万吨高性能碳纤维及配套原丝一期项目	11000	T700、T800 级高性能小丝束	2019 年 5 月	2022 年 5 月
中复神鹰	西宁二期年产 1.4 万吨高性能碳纤维及配套原丝项目	14000	T700、T800 级高性能小丝束	2021 年 10 月	2023 年
光威复材	包头一期 4000 吨碳纤维	4000	12K/24K 中小丝束 T700S/T800S	2020 年 7 月	2023H1
浙江宝旌	年产 2000 吨高性能 PAN 基碳纤维	2000	12K、24K 小丝束		2023 年
中简科技	年产 1500 吨 (12K) 高性能碳纤维及织物	1500	12K 高性能小丝束	2021 年 12 月	2025 年
恒神股份	年产 2 万吨高性能碳纤维一期 5000 吨	5000	一条干湿纺碳化线及一条大丝束碳化线		2024 年
吉林化纤集团 (吉林国兴)	年产 1.5 万吨大丝束碳纤维项目	15000	25K 及以上大丝束	2020 年 8 月	2022 年 8 月
吉林化纤集团 (吉林化纤)	年产 1.2 万吨碳纤维复材项目	12000	25K 及以上大丝束	2021 年 9 月	2022 年
吉林化纤集团 (吉林国兴)	年产 6 万吨碳纤维项目	60000	35K 以上大丝束	2022 年 7 月	2025 年
吉林化纤集团 (吉林国兴)	年产 6000 吨碳纤维项目	6000	35K 以上大丝束		2022 年 6 月
上海石化	1.2 万吨大丝束碳纤维项目	12000	48K 大丝束	2021 年 1 月	2022 年 (一期) 2024 年 (二期)
新创碳谷	1.9 万吨大丝束碳纤维	19000	25K 大丝束	2020 年 9 月	2022 年
兰州蓝星	年产 2500 吨碳纤维生产线	2500	50K 大丝束		2023 年 6 月
国泰大成	年产 25000 吨原丝、10000 吨碳纤维一期	3000		2020 年 5 月	2023 年
新疆隆炬	年产 5 万吨碳纤维一期	6000		2021 年 7 月	2023 年
	合计	173600			

资料来源: 公司公告、公司官网、各地政府网站、《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, 碳纤维应用场景广泛并不断拓展、持续渗透, 受益下游风光氢领域带动, 行业需求有望保持较快速增长, 成长空间大。我国已成为碳纤维全球最大的需求市场, 同时国产碳纤维市场认可度持续提高, 国产替代进口趋势明显, 我国碳纤维进入快速扩张阶段, 但目前整体仍处于高端不足、低端过剩的局面, 结合国内相关企业扩产计划, 产能达产后或将对碳纤维价格带来不利冲击, 但现阶段增量仍主要以大丝束产品为主, 预计高端小丝束产品有望保持较强韧性, 推荐光

威复材。

## 铝模板：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14：不同铝模板市占率情形下市场规模测算

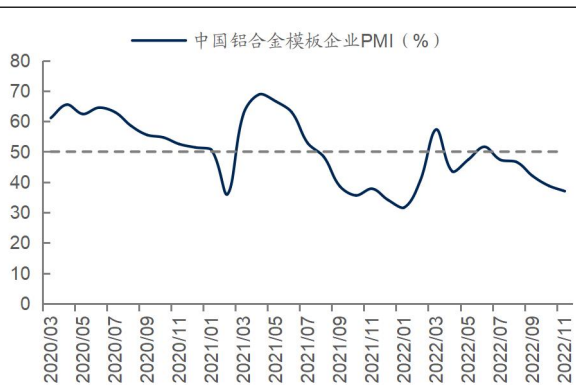
铝模板市占率 (%)	12%	14%	17%	20%	25%	30%	40%	50%	60%
租赁模式占比 (%)	70%	73%	77%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
铝模使用量 (亿平米)	0.71	0.82	1.00	1.18	1.47	1.76	2.35	2.94	3.53
市场空间 (亿)	375	430	513	593	741	889	1185	1482	1778
铝模板市占率 (%)	12%	14%	17%	20%	25%	30%	40%	50%	60%

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) 行业运行承压，部分中小企业退出竞争：**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，今年铝模板行业景气度延续低迷状态。截至今年11月，中国铝合金模板行业运行发展指数为37%，低于荣枯线13pct；企业新订单指数为33.7%，市场总体需求仍然为收缩状态；铝模销售价格、租赁价格和行业利润水平指数分别为20.7%、19.6%和18.5%，整体均处于底部低位运行。

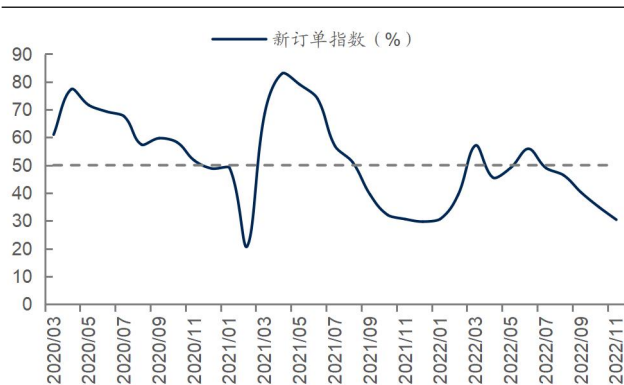
行业运行承压背景之下，企业回款难度增加，中小企业利润恶化明显，并遏制行业快速扩张，在阻止外部新增产能进入的同时，甚至导致部分中小企业退出行业竞争，铝模板行业逐步告别了过去高扩张、高杠杆、先建工厂、再争市场的发展模式。截至2021年12月底，全国规模以上建筑铝合金模板研发设计、生产加工、租赁承包企业数量为700余家，较2020年减少100家左右，2022年上半年进一步减少至600余家，部分企业抛售资产，逐步退出市场。

图180：中国铝合金模板企业 PMI 指数



资料来源：中建租协、国信证券经济研究所整理

图181：中国铝合金模板企业新订单指数



资料来源：中建租协、国信证券经济研究所整理

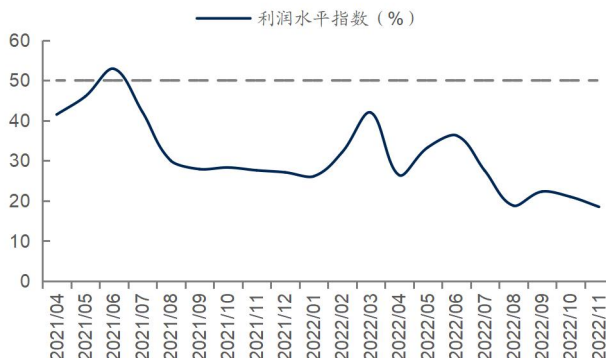


图 182: 中国铝合金模板企业销售和租赁价格指数



资料来源: 中建租协、国信证券经济研究所整理

图 183: 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

**3) 积极因素正在积累, 行业拐点已初步显现:** 一方面, 作为铝模板下游重要应用领域, 房地产行业今年以来政策逐步转向积极, 核心数据已出现结构性边际修复; 另一方面, 铝模板核心原材料铝锭价格保持回落, 目前价格约 1.9 万元/吨, 较年初高点已下降约 17%, 钢材价格今年价格同样保持回落, 促进铝模板行业景气改善的积极因素正在积累。

图 184: 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

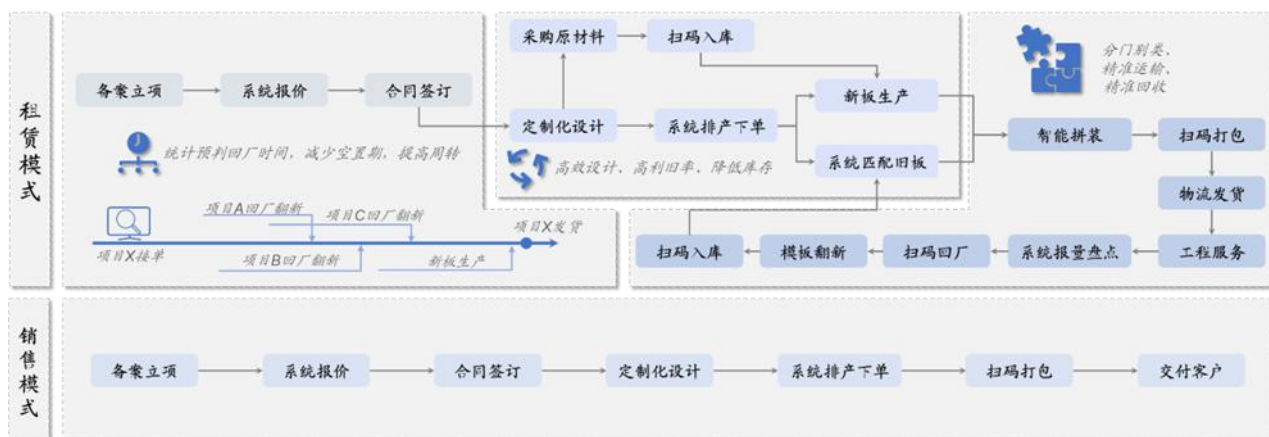
图 185: 钢材价格指数震荡下行



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186：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，部分中小企业今年仍在陆续退出市场。目前，地产行业政策逐步转向积极，核心原材料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：新的开始，新的征程

综上所述，2022年，基建承担起“稳增长”重要任务，助力宏观经济运行保持稳定，房地产运行持续承压后迎来政策转向。展望2023年，我国经济运行回稳向上基础仍需巩固，通过基建拉动有效投资仍将是“稳增长”的重要手段，货币、财政政策支持有望延续，前期积累项目和未来新增项目有望共同驱动明年基建投资整体保持稳中有增的运行态势；房地产方面，政策转暖、利率下行、居民购买力积累等积极因素为未来行业运行修复改善奠定良好基础，现阶段看，政策未来仍有发挥空间，预计明年前端销售、新开工有望呈现弱复苏的运行态势，竣工端在“保交付”重任下将具备较强韧性。基于上述宏观判断，我们对建材板块投资建议如下：

### 主线一：重点把握地产产业链做多机遇

**政策转向，地产链头部企业迎来做多机遇：**通过对历次房地产周期的观察，宏观政策对地产链头部企业的超额收益运行周期具有较强引领性作用，当前宏观地产政策转向并加速落地，地产链头部企业或迎来新一轮做多的历史性机遇。此外建材行业关于扩大政府采购绿色建材实施范围、防水新规等政策发布推动产业升级，积极因素持续积累，利于板块做多。同时，本轮调整加速了行业洗牌，头部企业阿尔法确定性高，长期成长空间和潜力依旧。建议积极把握地产产业链做多机遇，推荐东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、三棵树、伟星新材、兔宝宝等优质细分领域头部企业

## 主线二：复苏或有反复，期待周期再均衡

**玻纤周期筑底，结构性景气可期，关注供给节奏：**受疫情反复等因素影响，年内玻纤国内需求释放不及预期，叠加新增产能投放，粗纱价格整体高位快速回落，电子纱亦呈现下行趋势并持续磨底，当前价格均已至底部区间，库存下行拐点初步显现。展望 23 年，随着国内疫情影响减弱，预计需求端有望持续改善，结构性景气可期，不同企业因为产品布局的差异会带来业绩的进一步分化，产品结构更好的企业有望率先受益，但供给释放或仍有阶段性扰动，建议密切关注投产节奏；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成长性。推荐中国巨石、中材科技。

**建筑玻璃竣工需求有支撑，行业景气有望修复：**22 年浮法玻璃行业在需求不足、库存高位、成本上行的背景下整体呈现较明显运行压力，目前行业盈利水平处历史低位，供给收缩正在进行时；展望 23 年，预计浮法玻璃供给端有望继续呈现净减少趋势，地产竣工需求具备一定韧性，行业高库存压力或将在明年一季度后逐步缓解，供需格局有望获得边际改善。中长期来看，行业变革和技术升级成为趋势，龙头企业逐步在电子（盖板）玻璃、药用玻璃等领域突破国外技术封锁，随着规模扩张和市场认可度的提升，未来有望加快实现国产替代，企业高质量发展可期。推荐旗滨集团、南玻 A。

**光伏玻璃需求增长确定性高，供给扩张有望回归理性：**2022 年上半年，海外出口、国内分布式光伏装机以及下半年的地面集中式电站装机共同驱动光伏玻璃行业需求增长，在供给端新建生产线陆续投产和成本端高位背景下，行业呈现震荡运行趋势。展望 2023 年，需求端方面，全球“碳中和”能源结构转型背景下，光伏新增装机量有望保持持续增长，同时，双玻组件和组件大尺寸化趋势已逐步确立，光伏玻璃需求将进一步提升；行业供给端仍有望呈现扩张趋势，但在听证会、产能预警机制、以及行业盈利承压等叠加的多重因素下，中小企业产能建设投放或将更加审慎，产能扩张节奏有望回归理性；在新一轮的扩产周期中，现有龙头企业有望凭借规模、成本、客户资源等方面优势，进一步巩固行业地位，新进入企业中，部分具有良好资金、技术实力的企业有望在竞争中突围，实现跨越式发展，建议关注头部企业。

**水泥借力复苏行业有望再均衡，龙头企业加速绿色转型升级：**2023 年水泥行业供需格局有望在基建增长稳中有进、房地产缓慢复苏、供给严控持续的背景下获得一定边际改善，行业再均衡仍然值得期待。随着双碳目标渐行渐近，水泥行业积极探索绿色转型发展新路径，加快淘汰、整合、产能置换落后产能，发展水泥窑协同处置以推进原燃料替代，布局新能源、CCUS 等先进技术，龙头企业已提前探索并具有一定先发优势，未来胜出可期，行业集中度有望进一步提升。此外，头部企业为应对经济增长新动能的宏观环境变化，积极转变发展思路，加速发展以骨料、混凝土等为代表的产业链上下游业务，与水泥主业形成协同的同时，打造企业第二成长曲线，后续发展值得期待，推荐海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、万年青、天山股份、冀东水泥。

## 主线三：关注新材料及其他细分成长领域

**碳纤维应用场景持续拓展，产能扩张加速：**碳纤维应用场景广泛并不断拓展、持续渗透，受益下游风光氢领域带动，行业需求有望保持较快速增长，成长空间大。我国已成为碳纤维全球最大的需求市场，同时国产碳纤维市场认可度持续提高，国产替代进口趋势明显，我国碳纤维进入快速扩张阶段，但目前整体仍处于高端不足、低端过剩的局面，结合国内相关企业扩产计划，产能达产后或将对碳纤维

价格带来不利冲击，但现阶段增量仍主要以大丝束产品为主，预计高端小丝束产品有望保持较强韧性，推荐**光威复材**。

**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，部分中小企业今年仍在陆续退出市场。目前，地产行业政策逐步转向积极，核心原材料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。

## 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。

## 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