

建筑材料行业 2023 年度策略报告

政策提振需求，盈利修复可期

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业点评报告*建材*建材研究框架系列之三：防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化》
2022-08-04

《行业中期策略报告*建材*基本面筑底改善，消费建材龙头成长无忧》 2022-06-13

《行业深度报告*建材*建材研究框架系列之二：塑料管道：多点开花支撑行业需求，龙头强者恒强》
2022-05-07

《行业深度报告*建材*建材研究框架系列之一：玻璃行业研究方法、历史复盘与未来展望》 2022-03-30

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNAANHONG873@pingan.com.cn



平安观点：

- **消费建材：地产宽松提振需求，防水提标行业扩容。**需求萎缩叠加成本攀升，2022年消费建材业绩显著承压。近期地产政策频出且后续支持仍可期，利于2023年地产基本面尤其竣工修复，同时防水新规落地有望提振防水需求（估算增幅超50%）；成本端考虑2023年油价中枢或将回落，带动沥青等成本走低，防水等利润率有望改善。中长期看，存量房翻新或可对冲新房规模萎缩（估算21世纪20年代家装管材翻新需求较10年代增加4亿平米）；同时过去高度依赖房企客户、垫资换份额难以为继，未来行业将更注重现金流安全、经营更趋稳健。考虑渠道竞争愈发激烈、疫情与地产冲击下小企业被迫出清、政策扶持品牌企业，未来格局或继续优化，龙头积极扩张渠道与零售市场、品牌与资金实力俱佳，发展仍值得看好。
- **浮法玻璃：保交楼叠加冷修提速，盈利修复或可期。**复盘历史，玻璃供需主导价格，行业周期性显著。2021H2以来，受竣工需求大幅走弱、冷修不及预期、成本攀升影响，玻璃盈利大幅承压。展望2023年，考虑政策强调“保交付”、玻璃亏损导致冷修加速、成本压力有望缓解（油价中枢回落、纯碱产能增加），玻璃盈利或将小幅改善。按照2023年竣工增5-10%假设，估算玻璃继续冷修5-13条有望促进供需走向相对平衡。
- **水泥行业：景气回升任重道远，碳中和促进新平衡。**水泥周期性同样显著，2021H2以来，需求端地产下行与疫情冲击，供给端水泥产能不减反增，成本端煤价维持高位，导致水泥盈利显著承压。展望2023年，地产新开工或延续下滑、需求端难言乐观，错峰生产有望推动水泥行业延续弱平衡，但景气度回升任重道远。中长期看，“双碳”目标下水泥供给侧改革有望延续，促进供需格局逐步走向平衡。
- **投资建议：**随着地产政策持续发力、尤其“保交付”下竣工有望修复，防水新规促进行业提标扩容，叠加沥青等成本端回落，后续建材板块尤其消费建材基本面有望改善；中长期行业从粗放式转向高质量发展，存量房翻新需求规模较大，消费建材龙头积极抢占渠道与零售市场、扩充品类，未来发展仍值得看好。推荐科顺股份、伟星新材、坚朗五金、海螺水泥，建议关注东方雨虹。考虑行业基本面逐步改善，估值降至历史较低水平，维持行业“强于大市”评级。
- **风险提示：**1) 基建、房地产投资低于预期；2) 原材料、燃料价格继续上涨；3) 应收账款回收不及时与坏账计提风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2022-12-7	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E		2024E
坚朗五金	002791	103.73	2.77	0.57	1.42	2.31	37.5	182.0	73.0	44.9	推荐
科顺股份	300737	13.23	0.58	0.34	0.63	0.90	22.6	38.9	21.0	14.7	推荐
伟星新材	002372	21.40	0.77	0.77	0.85	0.91	27.9	27.8	25.2	23.5	推荐
海螺水泥	600585	28.80	6.28	3.10	3.59	4.02	4.6	9.3	8.0	7.2	推荐
东方雨虹	002271	33.01	1.67	1.18	1.72	2.23	19.8	27.9	19.2	14.8	暂无评级
旗滨集团	601636	10.34	1.58	0.69	0.98	1.28	6.6	15.1	10.6	8.1	暂无评级

注：东方雨虹、旗滨集团盈利预测来自 Wind 一致预测（180 天）

正文目录

一、 消费建材：需求修复可期，长期回归高质量增长	7
1.1 需求萎缩叠加成本攀升，消费建材业绩承压	7
1.2 地产政策加码提振信心，竣工需求有望修复	9
1.3 防水新规正式落地，行业迎来提标扩容	10
1.4 油价中枢有望回落，带动防水等毛利率改善	13
1.5 存量改造需求释放，中长期空间无须过度担忧	14
1.6 品类扩张打开成长空间，考验企业渠道、品牌实力	15
1.7 垫资模式难以持续，行业回归高质量发展	16
1.8 竞争格局加速优化，行业或强者恒强	17
二、 浮法玻璃：保交楼叠加冷修提速，盈利或迎修复	17
2.1 玻璃复盘：供需主导价格，行业周期性显著	17
2.2 玻璃现状：需求显著走弱但冷修不及预期	19
2.3 玻璃展望：保交楼与冷修带来价格弹性，盈利有望修复	21
三、 水泥行业：景气回升任重道远，碳中和促进新平衡	21
3.1 水泥复盘：地产周期带来水泥量价波动	21
3.2 水泥现状：需求明显萎缩，产能矛盾突出	22
3.3 水泥展望：2023年供需或维持弱平衡，价格弹性有限	24
四、 投资建议与风险提示	25
4.1 投资建议	25
4.2 风险提示	26

图表目录

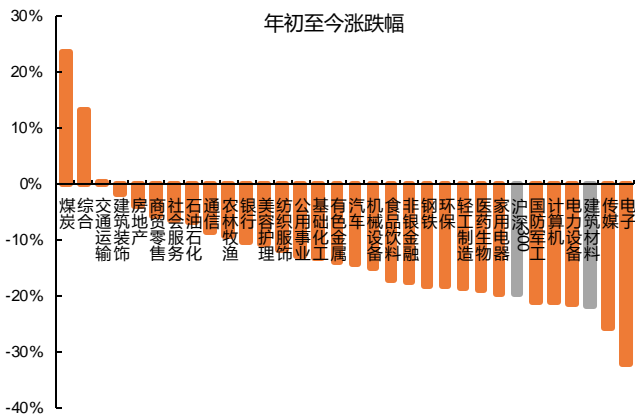
图表 1	建材板块表现排名靠后	6
图表 2	建材板块股价表现	6
图表 3	目前建材板块 PE(TTM)处于历史底部	6
图表 4	建材各细分板块涨跌情况	6
图表 5	投资逻辑图	7
图表 6	2021H2 以来地产销售开工显著下滑	7
图表 7	消费建材公司业绩一览	8
图表 8	2022H1 沥青跟随原油价格同步上涨	8
图表 9	PE 与 PP 价格走势	8
图表 10	PVC 年初以来价格显著下滑	9
图表 11	不锈钢、铝、锌价格走势	9
图表 12	政策更多聚焦“保交楼”	错误!未定义书签。
图表 13	2021 年 9 月以来地产宽松政策明显增加	10
图表 14	现行《地下工程防水技术规范》	11
图表 15	中国降雨量年分布	11
图表 16	现行《屋面工程技术规范 GB 50345-2012》	11
图表 17	防水新规下各类工程与环境下水做法	12
图表 18	1 万平建面地产项目防水造价估算	12
图表 19	不锈钢价格与坚朗门窗五金毛利率具有负相关性	13
图表 20	防水公司毛利率与沥青价格呈现负相关	13
图表 21	消费建材企业单季度毛利率变化	14
图表 22	全国城镇按住房建成时间分的家庭户住房面积占比	14
图表 23	部分消费建材龙头零售布局	14
图表 24	全国各个年代需要翻新的房屋面积测算	15
图表 25	2021 年伍尔特销售总额高达 171 亿欧元	15
图表 26	2006 年以来伍尔特销售管理费用率占比下滑	15
图表 27	多品类发展情况	16
图表 28	2014 年以来下游地产集中度加速提升	16
图表 29	房企到位资金中应付款变化 (2022 年截至 10 月末)	16
图表 30	消费建材企业应收款情况	17
图表 31	2022Q1-3 多数消费建材企业收现比同比改善	17
图表 32	2022 年消费建材企业净利率降至较低水平	17
图表 33	龙头企业纷纷加大经销渠道布局	17

图表 34	地产竣工面积增速与玻璃产量增速	18
图表 35	玻璃价格与商品房销售面积增速走势	18
图表 36	2011 年以来玻璃冷修产线增加	18
图表 37	2015 年以来玻璃新点火产能明显降低	18
图表 38	玻璃价格与玻璃指数收盘价趋势有一定相关性	19
图表 39	玻璃价格与龙头企业收入增速趋势较为接近	19
图表 40	1-10 月玻璃产量同比降 3.4%	19
图表 41	下半年以来玻璃冷修有所加速	19
图表 42	近期玻璃价格与库存有所企稳	20
图表 43	2022 年前三季度企业盈利大幅下滑	20
图表 44	天然气价格先涨后跌	20
图表 45	纯碱价格维持高位	20
图表 46	石油焦价格跟随油价先涨后跌	20
图表 47	本轮竣工高峰期尚未结束	21
图表 48	2023 年纯碱产能投放计划	21
图表 49	地产新开工与基建投资同比走势	22
图表 50	水泥产量跟房地产新开工呈现周期性波动	22
图表 51	水泥价格跟房屋新开工走势对比	22
图表 52	1-10 月广义基建投资同比增 11.4%	23
图表 53	前三季度地方新增专项债发行 3.5 万亿	23
图表 54	1-10 月水泥产量同比降 11.3%	23
图表 55	年初以来水泥价格显著下行 (单位 元/吨)	24
图表 56	全国水泥产能不减反增	24
图表 57	水泥熟料吨扣非净利对比 (元/吨)	24
图表 58	煤炭成本维持高位	24
图表 59	水泥企业业绩情况	25
图表 60	沥青开工率升至四成左右但近期回落 (单位 %)	25
图表 61	海螺水泥吨熟料实物煤耗持续降低	25

前言：基本面继续承压，建材板块整体疲弱

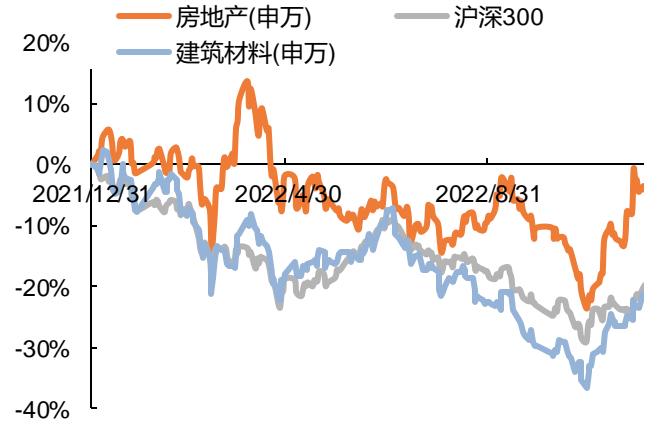
受需求下滑、产能过剩、成本上行等影响，2022年建材板块基本面继续承压，板块表现疲弱。截至2022/12/6，申万建筑材料板块累计下降21.7%，略微跑输沪深300指数2.0pct，在31个申万行业中排名第29。

图表1 建材板块表现排名靠后



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 建材板块股价表现



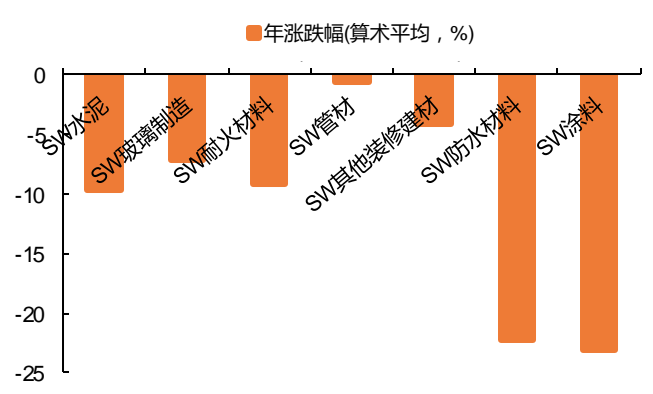
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 目前建材板块 PE(TTM)处于历史底部



资料来源：Wind，平安证券研究所

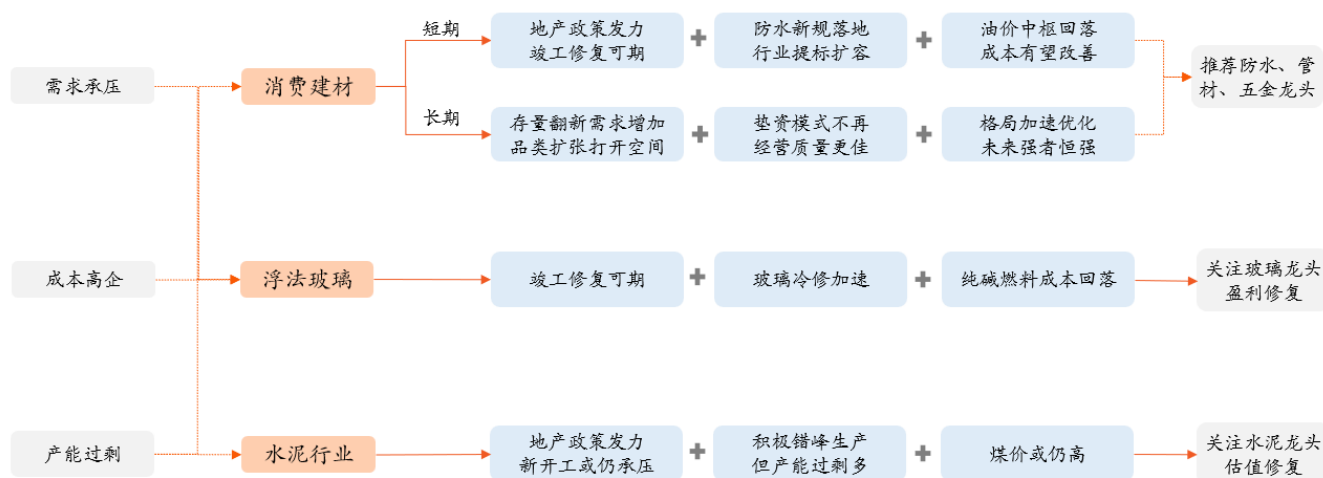
图表4 建材各细分板块涨跌情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

展望2023年，考虑政策支持下地产基本面有望修复，油价中枢回落或带动沥青等成本走低，我们判断建材基本面有望逐步改善，尤其是竣工回暖、防水新规支撑下的消费建材龙头企业。

图表5 2023年投资逻辑图



资料来源：平安证券研究所

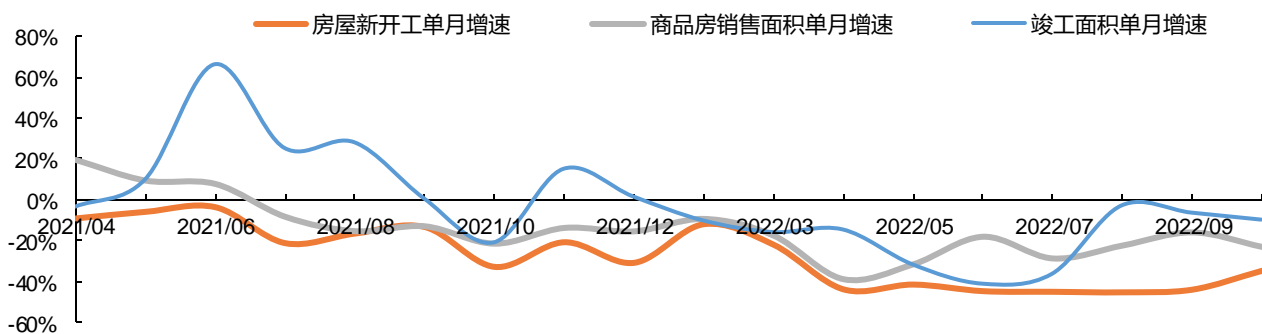
一、消费建材：需求修复可期，长期回归高质量增长

1.1 需求萎缩叠加成本攀升，消费建材业绩承压

2022年消费建材企业业绩普遍明显下滑，仅零售管材龙头伟星、涂料龙头三棵树（上年基数低叠加零售发力）业绩表现较佳。究其原因，主要因下游地产需求大幅萎缩、防范风险下主动收缩业务，以及原材料成本攀升导致。

需求层面，地产承压叠加疫情冲击，年初以来建材需求不振。一方面，年内多地疫情反复，防控趋严限制建筑、装修施工以及物流运输，尤其家装管材领域；另一方面，受收入预期、交房担忧与房价预期改变影响，1-10月商品房销售面积同比降22.3%，资金环境高度紧张背景下房企投资大幅下滑，新开工、竣工面积分别同比降37.8%、18.7%，部分房企债务展期违约频现，加大市场对于消费建材行业需求、业绩减值以及中长期成长性的担忧。

图表6 2021H2以来地产销售开工显著下滑



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表7 消费建材公司业绩一览

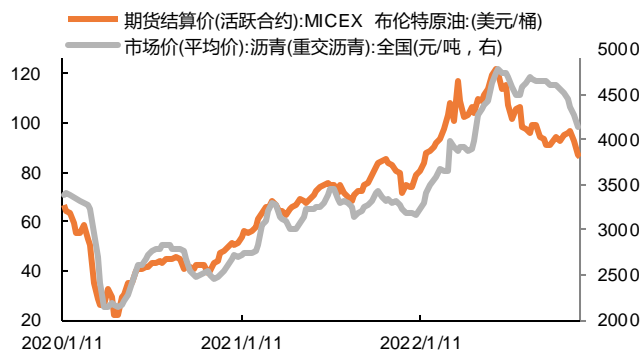
行业	公司	归母净利润增速					营收增速				
		2021	2022Q1-3	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2021	2022Q1-3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
防水	东方雨虹	24%	-38%	7%	-48%	-40%	47%	3%	17%	2%	-5%
	科顺股份	-24%	-60%	-41%	-52%	-88%	25%	5%	19%	5%	-5%
	凯伦股份	-74%	-87%	-84%	-85%	-98%	29%	-20%	-27%	-23%	-13%
管材	伟星新材	3%	-1%	4%	-18%	12%	25%	3%	12%	0%	1%
	公元股份	-25%	-82%	-57%	-82%	-98%	26%	-8%	8%	-13%	-13%
	雄塑科技	-48%	-76%	-83%	-52%	-95%	14%	-22%	1%	-26%	-36%
	顾地科技	-134%	-30%	28%	-141%	19%	4%	-26%	-15%	-27%	-33%
五金	坚朗五金	9%	-99%	-310%	-99%	-72%	31%	-9%	4%	-13%	-13%
涂料	三棵树	-183%	370%	-580%	28%	518%	39%	1%	14%	-6%	1%
	亚士创能	-268%	-47%	-871%	4%	-44%	34%	-37%	-19%	-46%	-33%
石膏板	北新建材	23%	-14%	7%	-18%	-20%	25%	-4%	10%	-3%	-15%
板材	兔宝宝	77%	-26%	-8%	-19%	-42%	46%	-7%	19%	-14%	-14%
	帝欧家居	-88%	-213%	-220%	-180%	-291%	9%	-32%	-34%	-37%	-24%
	蒙娜丽莎	-44%	-189%	-257%	-276%	-13%	44%	-5%	7%	-11%	-4%
陶瓷	东鹏控股	-82%	-50%	-248%	-42%	2039%	11%	-12%	-15%	-13%	-9%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

成本层面，沥青、不锈钢等原材料价格攀升，加剧防水、五金企业盈利压力。

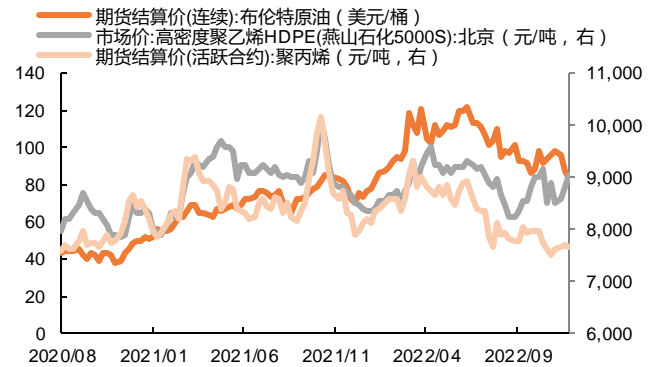
- 防水方面，沥青、乳液为防水卷材与涂料重要原材料，2022年（截至11/27）全国重交沥青平均市场价同比涨34%，雨虹、科顺、凯伦前三季度毛利率分别同比降4.8pct、9.2pct、9.7pct至26%、22%、21%。
- 五金方面，2022年（截至11/26）不锈钢期货价、铸造铝合金锭A356.2、压铸铝合金锭ZAMAK-3分别同比涨6%、9%、7%。成本上升叠加低毛利新品类收入占比提高，坚朗五金前三季度毛利率同比降6.9pct至30%。
- 管材方面，2022年（截至11/26）PVC(电石法)市场价、HDPE(燕山石化5000S)北京市场价、PP期货结算价分别同比降17%、2%、4%。前三季度伟星新材毛利率同比下降1.4pct，或因前期库存的原材料价格偏高，叠加低毛利业务收入占比提高。

图表8 2022H1 沥青跟随原油价格同步上涨



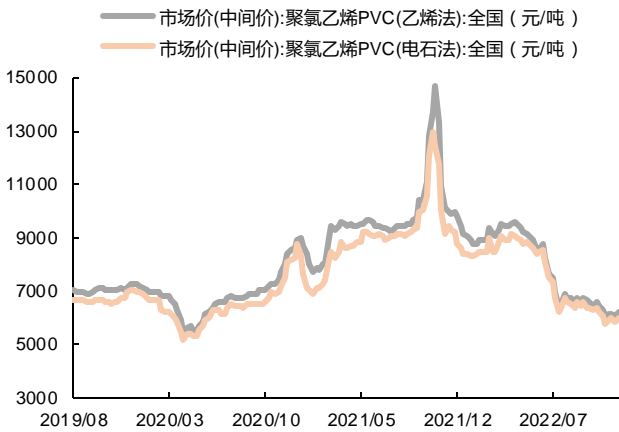
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 PE与PP价格走势



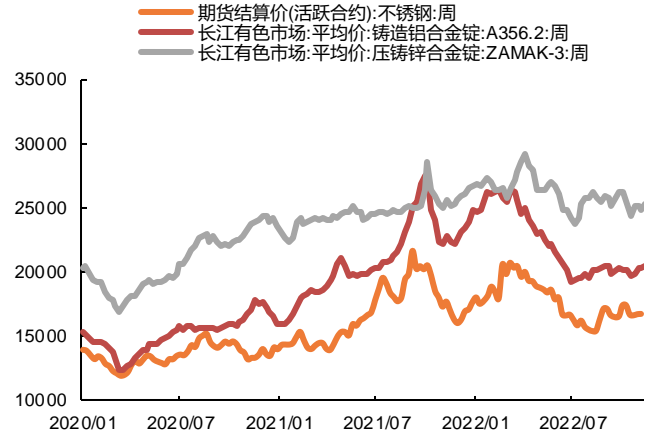
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 PVC 年初以来价格显著下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 不锈钢、铝、锌价格走势(单位:元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 地产政策加码提振信心, 竣工需求有望修复

中央层面政策暖风频吹, 需求端支持仍然可期。11月以来地产政策密集出台, 从“金融16条”到债股融资“三箭齐发”, 政策从“保交楼”逐渐转向“保主体”、避免信用危机进一步蔓延。展望2023年, 考虑地产信用重塑、信心修复仍是核心问题, 预计2023年政策供需两侧仍将发力, 多措并举维持稳定。中性假设条件下, 平安证券地产团队预计2023年全国商品房销售面积同比降4.5%, 节奏前低后高, 其中一二线相对更具韧性。

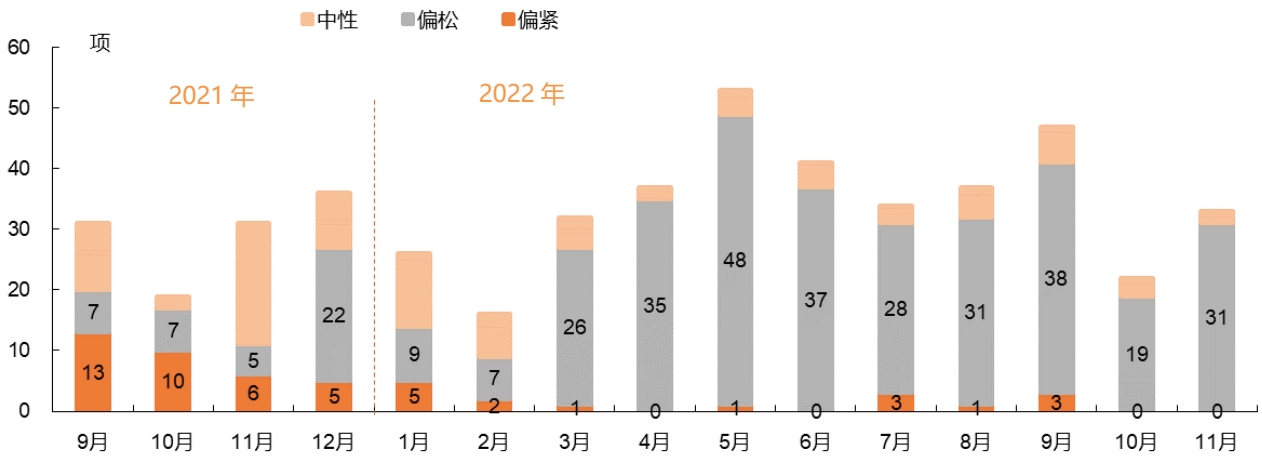
政策加码提振信心, 建材后周期需求有望修复。中央层面密集发文, 一方面有助于改善市场预期, 带动建材板块估值修复; 另一方面随着地产基本面逐步修复, 尤其“保交付”下2023年竣工回升可期, 对管材、五金、涂料等后周期建材企业形成利好。

图表12 2022年“保交楼”相关政策



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 2021年9月以来地产宽松政策明显增加



资料来源：各地地方政府，平安证券研究所

1.3 防水新规正式落地，行业迎来提标扩容

防水新规正式落地，使用年限要求显著提高。2022年10月防水新规正式落地，要求“屋面不低于20年、室内工程不低于25年、地下工程不低于工程结构设计工作年限”，外墙根据所在地区工程防水使用环境判断、1级防水等级需1道以上防水。相比2000年开始实施的《建设工程质量管理条例》(屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏要求仅5年)，防水要求大幅提高。

新规提高防水道数要求，并与降雨、地下水位等挂钩。一是量化各级防水使用环境、应用更加科学，如地下工程原I级防水使用环境为人员长期停留的场所等，新规明确为抗浮设防水位标高与基础底面标高高差 $H \geq 0m$ ，屋面则是跟降雨量挂钩，而不再由业主的建筑师决定适用的防水等级；二是提高防水道数要求，例如地下室I级防水原要求两到三道，新规明确不应少于三道；三是明确防水产品要求，包括防水卷材、涂料的耐水性测验应在不低于在 $23^{\circ}C \times 14d$ 的条件下进行，明确防水产品最小厚度要求等。

新规有望提升整体防水需求，加速集中度提升。据此前建筑防水协会秘书长朱冬青教授估计，若按照新规，国内80%-85%的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水设防的要求。防水年限要求提高，一方面有望增加单位施工面积防水材料用量，提升整体防水用料需求；同时大量低端、伪劣防水材料产能或将加速退出，进一步带动防水集中度提升。

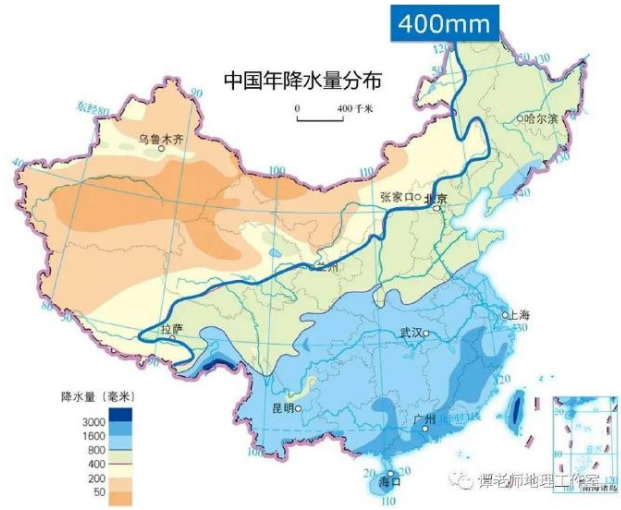
图表14 现行《地下工程防水技术规范》

表 3.3.1-1 明挖法地下工程防水设防要求

工程部位	主体结构	施工缝	后浇带	变形缝(诱导缝)
防水措施	防水混凝土	遇水膨胀止水带	预埋注浆管	防水密封胶
	防水卷材	水泥基渗透结晶型防水涂料	外贴式止水带	中埋式止水带
防水等级	一级	应选一至二种	应选	应选
	二级	应选一种	应选	应选
	三级	宜选一种	应选	应选
	四级	—	宜选一种	应选

资料来源:《地下工程防水技术规范》, 平安证券研究所

图表15 中国降雨量年分布



资料来源: 谭老师地理工程室, 平安证券研究所

图表16 现行《屋面工程技术规范 GB 50345-2012》

表 4.5.1 卷材、涂膜屋面防水等级和防水做法

防水等级	防水做法
I级	卷材防水层和卷材防水层、卷材防水层和涂膜防水层、复合防水层
II级	卷材防水层、涂膜防水层、复合防水层

表 4.5.5 每道卷材防水层最小厚度 (mm)

防水等级	合成高分子防水卷材	高聚物改性沥青防水卷材		
		聚酯胎、玻纤胎、聚乙烯胎	自粘聚酯胎	自粘无胎
I级	1.2	3.0	2.0	1.5
II级	1.5	4.0	3.0	2.0

4.5.6 每道涂膜防水层最小厚度应符合表 4.5.6 的规定。

表 4.5.6 每道涂膜防水层最小厚度 (mm)

防水等级	合成高分子防水涂料	聚合物水泥防水涂料	高聚物改性沥青防水涂料
I级	1.5	1.5	2.0
II级	2.0	2.0	3.0

4.5.7 复合防水层最小厚度应符合表 4.5.7 的规定。

表 4.5.7 复合防水层最小厚度 (mm)

防水等级	合成高分子防水卷材+合成高分子防水涂料	自粘聚合物改性沥青防水卷材(无胎)+合成高分子防水涂料	高聚物改性沥青防水卷材+高聚物改性沥青防水涂料	聚乙烯丙纶卷材+聚合物水泥防水涂料
I级	1.2+1.5	1.5+1.5	3.0+2.0	(0.7+1.3)×2
II级	1.0+1.0	1.2+1.0	3.0+1.2	0.7+1.3

资料来源:《屋面工程技术规范 GB 50345-2012》, 平安证券研究所

图表17 防水新规下各类工程与环境下水做法

类型	I级防水		II级防水		III级防水		
	环境	做法	环境	做法	环境	做法	
建筑工程	地下	甲类工程全部 乙类H>=0	不应少于三道(包含一道防水混凝土,另2道可选卷材涂料与水泥基)	—— 乙类H<0 丙类H>=0	不应少于二道(包含一道防水混凝土)	—— 丙类H<0	不应少于一道(包含一道混凝土)
	屋面	甲类工程降雨量超过400 乙类超过1300	平或瓦屋面不少于3道;金属屋面不少于2道(含1道金属板)	甲类工程其他 乙类降雨400-1300 丙类超过1300	平或瓦屋面不少于2道; 金属屋面不少于2道 (含1道金属板)	乙类<400	平或瓦屋面不少于1道; 金属屋面至少1道金属板
	外墙	甲类工程降雨量超过400 乙类超过1300	混凝土外墙1道以上,框架填充或砌体结构2道以上	甲类工程其他 乙类降雨400-1300 丙类超过1300		乙类<400	
	室内	甲类工程只要间歇遇水的 乙类频繁遇水	楼地面不少于二道,墙面不少于1道(可选一道水泥基防水)	甲类工程偶尔渗漏水造成明显损失 乙类工程间歇遇水 丙类频繁遇水	楼地面、墙面均不少于 一道(可选一道水泥基防水)	乙类偶尔渗漏水造成明显损失 丙类间歇或偶尔渗水	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 1) 降雨量单位为 mm, 抗浮设防水位标高与基础底面标高差 H 单位为 m; 2) 上述地下室防水做法为明挖法, 不包含矿洞等暗挖法; 3) 在屋面金属板基层上采用 PVC、TOP、(EPDM) 等外漏型防水卷材单层使用时, 一、二、三级防水所用卷材厚度不低于 1.8mm、1.5mm、1.2mm

我们测算防水新规下行业需求变化如下

1) 地产项目假设如下:

- 对于建面 1 万平米的地产项目, 假设平均楼高 15 层, 对应屋顶面积 667 平。
- 外墙: 根据《住宅设计规范》规定普通住宅的层高为 2.8 米, 假设建筑结构为 20m*30m*2.8m*15 层的立方体, 推算外墙面积为 (20+30)*2*2.8*15=4200 平。
- 室内: 假设 1 户面积 100 平, 卫生间、厨房、阳台各 5 平, 考虑墙面防水需求, 假设卫生间、厨房、阳台防水施工面积分别为地面面积 2.5 倍、1.5 倍、1 倍, 则该地产项目室内防水施工面积为 2500 平。
- 地下室: 一般防水需要将整个地下室包起来, 保守假设地下室防水施工面积为屋顶面积 3 倍, 该项目地下室面积合计 2000 平。
- **新规前防水用量:** 地下室方面, 除去防水混凝土层, 假设 20%做 1 道防水卷材、80%做 2 道防水卷材, 平均约 1.8 道防水卷材, 防水造价包工包料为 60 元/平; 屋顶方面, 假设做 2 道防水卷材/涂料, 包工包料为 50 元/平; 室内方面, 一般做 1 到防水涂料, 考虑涂料价格稍低, 假设包工包料为 40 元/平。估算该 1 万平建面项目合计防水支出为 38 万元。
- **新规后防水用量:** 地下室方面, 除去防水混凝土层, 假设均做 2 道防水卷材, 防水造价包工包料为 60 元/平; 屋顶方面, 假设增至 3 道防水层, 包工包料为 50 元/平; 室内方面, 假设 50%做 1 道防水涂料、50%做 2 道防水涂料, 平均增至 1.5 道, 包工包料为 40 元/平; 外墙方面, 假设均做 1 道防水砂浆, 包工包料为 20 元/平。估算该 1 万平建面项目合计防水支出为 57 万元, 较新规前增长 50%。

图表18 1 万平建面地产项目防水造价估算

类型	防水施工面积(平)	新规前			新规后		
		平均防水道数	防水造价(元/平)	防水总造价(万元)	平均防水道数	防水造价(元/平)	防水总造价(万元)
屋顶	667	2.0	50	6.7	3.0	50	10.0
外墙	4200	0.0	20	0.0	1.0	20	8.4
室内	2500	1.0	40	10.0	1.5	40	15.0
地下室	2000	1.8	60	21.6	2.0	60	24.0
合计				38.3			57.4

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 工业建筑假设如下:

工业厂房大部分为金属屋面、未做防水层。新规要求 I/II 级防水都要在金属板基础上至少做 1 道防水卷材、厚度 1.5mm。2020 年建筑业厂房竣工面积为 3.1 亿平米、若加上建筑物为 4.8 亿平米，考虑工业厂房楼层可能仅为 1-2 层，假设该竣工面积对应屋顶面积为 2 亿平米，进一步考虑并非所有厂房均为金属屋面、以及可能的偷工减料，粗略假设防水施工面积需求为 1-2 亿平米，按照包工包料 60-100 元/平造价估算，对应防水造价为 60-200 亿元。

1.4 油价中枢有望回落，带动防水等毛利率改善

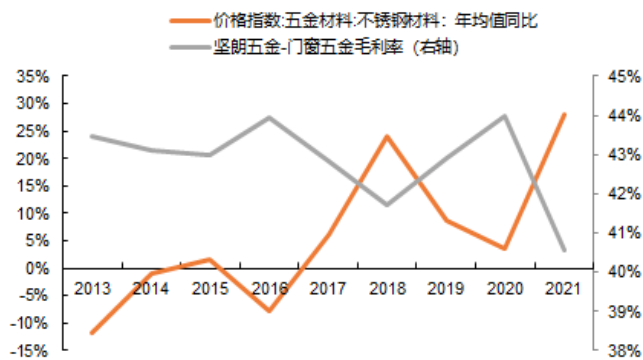
成本层面，油价中枢有望回落，或带动防水、管材等毛利率逐步修复。

防水方面，沥青成本与原油价格走势趋于一致，展望 2023 年，随着全球经济下行压力加大、地缘冲突影响逐步消退等，油价中枢或将下移，带动沥青价格同步回落、以及防水行业利润率改善。11 月 27 日全国重交沥青均价较 10 月末下降 8%，下行趋势明显。

管材方面，得益 PP 价格回落等，2022Q3 伟星新材毛利率环比改善 5pct。2023 年油价中枢下移有望带动 PP、PE 价格进一步走低。

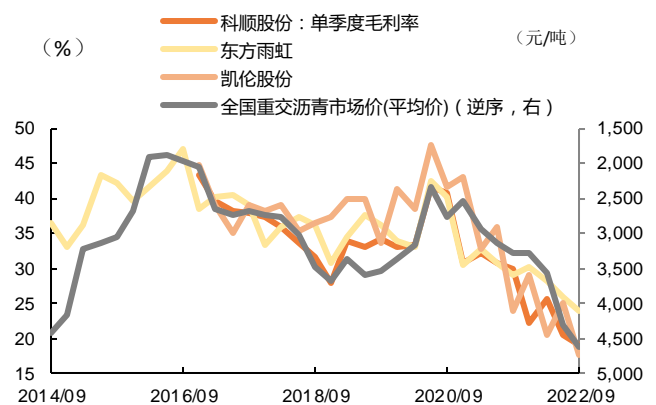
五金方面，随着 Q2 不锈钢价格见顶回落，2022Q3 坚朗毛利率环比改善 2pct。考虑不锈钢产能偏过剩，2023 年价格或难言强势、以震荡偏弱运行为主，建筑五金毛利率存在一定改善空间。

图表 19 不锈钢价格与坚朗门窗五金毛利率具有负相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 20 防水公司毛利率与沥青价格呈现负相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 消费建材企业单季度毛利率变化

公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	趋势
防水	东方雨虹	32.9%	30.8%	29.0%	30.3%	28.3%	25.9%	23.8%
	科顺股份	32.1%	30.8%	30.0%	22.2%	25.7%	20.6%	19.0%
	凯伦股份	32.9%	35.9%	23.8%	29.1%	20.5%	25.2%	17.5%
管材	伟星新材	38.8%	42.2%	41.9%	37.2%	36.6%	38.5%	43.3%
	公元股份	20.0%	19.4%	17.1%	19.1%	15.9%	19.0%	16.7%
	雄塑科技	22.1%	18.1%	15.3%	9.7%	12.7%	16.4%	13.2%
	顾地科技	13.6%	9.2%	10.4%	10.7%	13.1%	11.3%	16.7%
五金	坚朗五金	36.2%	37.9%	35.9%	32.1%	28.8%	28.9%	31.2%
涂料	三棵树	26.6%	25.2%	26.8%	25.9%	26.3%	28.6%	30.6%
	亚士创能	28.7%	23.2%	27.0%	18.7%	32.8%	30.4%	32.7%
石膏板	北新建材	30.8%	35.9%	28.3%	31.9%	28.4%	31.4%	29.2%
板材	兔宝宝	16.4%	17.9%	16.2%	19.2%	18.5%	19.0%	17.2%
陶瓷	帝欧家居	30.5%	28.3%	26.6%	19.4%	18.6%	16.8%	17.0%
	蒙娜丽莎	29.9%	34.2%	30.1%	22.7%	19.1%	22.2%	27.1%
	东鹏控股	26.5%	30.9%	27.9%	31.2%	23.4%	29.7%	31.0%

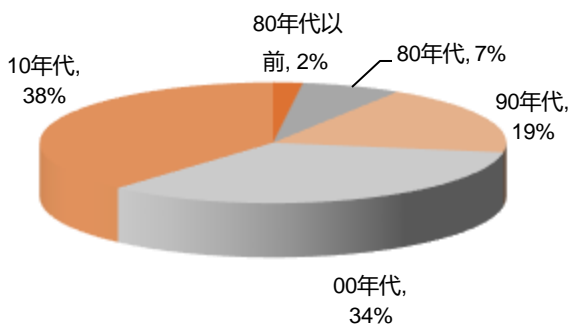
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.5 存量改造需求释放，中长期空间无须过度担忧

空间方面，中长期看家装管材、涂料等存量翻新有望对冲新房规模萎缩，零售市场抢先布局者具备先发优势、未来有望受益。

- **存量翻新**：考虑全国存量房屋年龄结构差异大，同时给水管、门窗、瓷砖等配套件具备一定使用期限，假设每个年代建成房屋的给水管、门窗等配套件的使用周期为 20-40 年，第 20 年开始到第 40 年间每年有 5%房屋需要翻新。推算 21 世纪 20 年代年均翻新需求为 7.68 亿平米，较 10 年代 3.73 亿平米增加 3.95 亿平米。
- **新房建设**：2011-2020 年商品房销售面积年均 14.5 亿平米，我们此前在《建材研究框架系列之二（塑料管道篇）：多点开花支撑行业需求，龙头强者恒强》估算，2021-2030 年住房年均需求为 13.3 亿平米，悲观假设下按照年均 10 亿平米估算，存量房翻新改造带来的增量（3.95 亿平米）与新房需求萎缩规模（4.5 亿平米）差距不大。

图表22 全国城镇按住房建成时间分的家庭户住房面积占比



资料来源: 第七次人口普查, 平安证券研究所

注: 00 年代、10 年代指 21 世纪 00 年代、10 年代; 80 年代以前、80 年代、90 年代指 20 世纪相应年代

图表23 部分消费建材龙头零售布局

公司	零售市场布局
东方雨虹	2022H1 民建集团营收 33.6 亿，2021 全年为 38.5 亿元；2022H1 德爱威建筑涂料零售营收 3.5 亿元，同比增长 47%
科顺股份	2022H1 零售市场收入增幅接近 50%
伟星新材	深耕零售，2022Q1-3 营收 41.6 亿元，同比增长 3.4%
三棵树	坚定不移推行高端零售战略，新进驻 153 家家居零售卖场，开设艺术漆体验店 81 家，小区服务店 115 家，家装渠道体验店 950 家

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 全国各个年代需要翻新的房屋面积测算

	20世纪80年代前	80年代	90年代	21世纪00年代	10年代	20年代	30年代
七普抽样中全国城镇按住房建成时间分的家庭户住房面积(万平方米)	5989	20219	54337	99271	112427	—	—
80年代前建成房子平均需要翻新的面积(万平方米)			299=5989*5%	299=5989*5%			
80年代建成房子平均需要翻新的面积(万平方米)				1011=20219*5%	1011=20219*5%		
90年代建成房子平均需要翻新的面积(万平方米)					2717=54337*5%	2717=54337*5%	
00年代前建成房子平均需要翻新的面积(万平方米)						4964=99271*5%	4964=99271*5%
10年代前建成房子平均需要翻新的面积(万平方米)							5621=112427*5%
各个年代平均需要翻新的房屋面积加总(万平方米)			299	1310=299+1011	3728=1011+2717	7680=2717+4964	10585=4964+5621
考虑七普抽样比例10%，估算全国各个年代平均需要翻新的房屋面积加总(万平方米)			2990=299*10	13100=1310*10	37280=3728*10	76800=7680*10	105850=10585*10

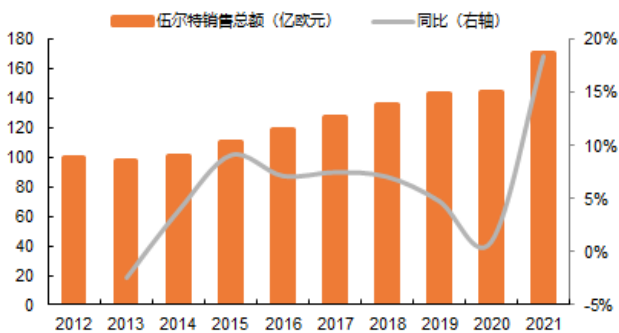
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.6 品类扩张打开成长空间，考验企业渠道、品牌实力

考虑防水、管材、门窗五金领域龙头市占率超过10%，品类扩张亦成为公司未来增长重要途径。

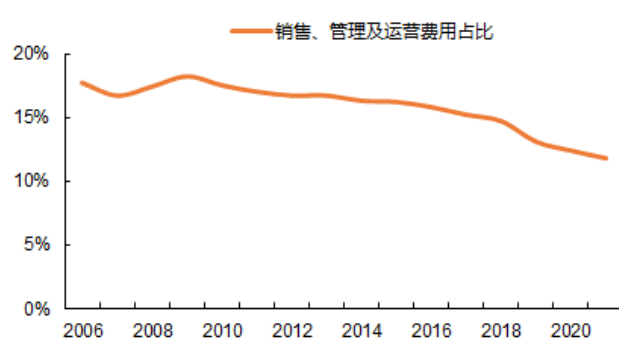
参考德国伍尔特，平台发展、提质增效可期。伍尔特为全球装配和紧固件领域龙头企业，1954-2021年销售收入CAGR达20%，2021年销售额达171亿欧元，品类达12.5万种，印证多品类的平台模式发展长期向好，同时拓展海外市场、收并购亦为成长重要途径。从竞争优势看，伍尔特竞争力包括销售团队、规模效应、产品性价比、物流供货等。随着规模效应与管理效率提高，近十年伍尔特人均收入增长带动营收持续攀升，并且2006-2021年销售、管理及运营费用占收入比重从17.7%降至11.8%。

图表25 2021年伍尔特销售总额高达171亿欧元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 2006年以来伍尔特销售管理费率占比下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

品类拓展并非水到渠成，考验企业渠道、品牌等实力。以坚朗五金为例，公司形成自有、参股与战略合作三大品牌矩阵，自有品牌适合切入技术壁垒低、品牌敏感度低、竞争格局高度分散的领域，比如间隔条、密封材料，或与公司成熟品类相关性高的领域如智能窗控等家居产品。参股与战略品牌适合存在一定壁垒、竞争格局相对稳定的领域如防水、地板、石膏板、管道，业务拓展依靠公司较为庞大的销售渠道，以及产品集成带来的客户吸引力，尤其是面向三四线与县城长尾市场。随着规模体量增加带来产品利润率提升、品牌认可度逐步提高，公司再通过参股或设立控股子公司方式加大投入，从而实现新品类的有序拓展。

图表27 多品类发展情况

公司	市占率	多品类业务发展情况
东方雨虹	2019年防水市占率约12%	公司主要产品包括建筑防水材料、建筑装饰涂料、特种砂浆、建筑粉料、建筑节能材料、非织造布、特种薄膜等。2022H1民建集团营收约33亿元，同比增83%，其中防水涂料产品线同比增50%，瓷砖胶同比增110%，美缝剂等其他品类翻倍增长。此外德爱威建筑涂料零售营收3.5亿元，同比增47%。
伟星新材	2021年PPR管市占率约13%	全面推进“同心圆”产品链战略，快速打通出货通路，加快防水、净水等业务拓展，2022H1防水、净水等其他产品销售同比增长64%
坚朗五金	2021年门窗五金市占率约10%	公司致力于成为领先的建筑配套件集成供应商，2012-2022H1门窗五金等四大传统五金业务收入占比从97%降至61%，家居类、门窗配套件与其他建筑五金产品占比从3%升至38%
三棵树	2021年建筑涂料市占率约6%；立邦13%	公司主营业务为建筑涂料（墙面涂料）、防水材料、地坪材料、木器涂料、保温材料及保温一体化板、基辅材的研发、生产和销售；2022H1基材与辅材、防水、装饰施工收入占比30%
北新建材	2019年石膏板市占率约60%	2019年本集团通过联合重组进入防水材料业务领域，目前已推进15个防水材料生产基地布局。2022H1防水业务收入占比提升至16%

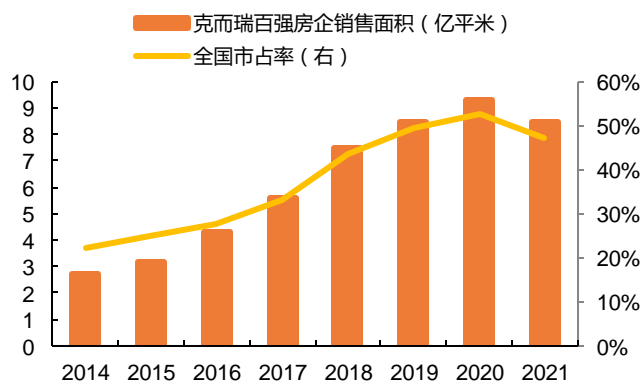
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.7 垫资模式难以持续，行业回归高质量发展

经营模式方面，过去高度依赖房企客户、垫资换取份额模式难以为继，未来行业将更注重现金流安全、经营发展更加稳健。

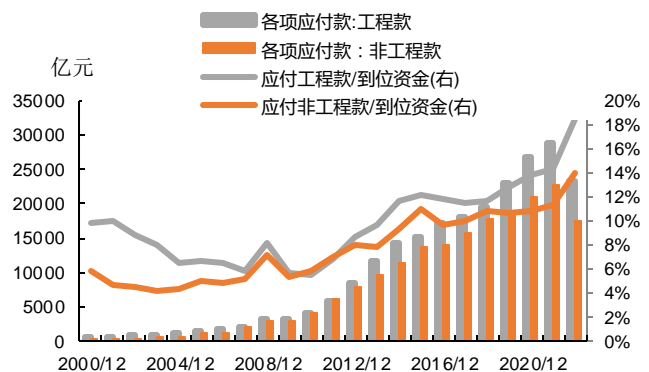
2014-2020年克而瑞百强房企销售面积市占率从22%升至53%，地产集中度加速提升叠加集采普及，导致消费建材企业加速拥抱中大型房企客户，但后者采购普遍有一定账期，叠加部分公司选择垫资换份额以加速扩张，导致行业应收款问题较为严重。

图表28 2014年以来下游地产集中度加速提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

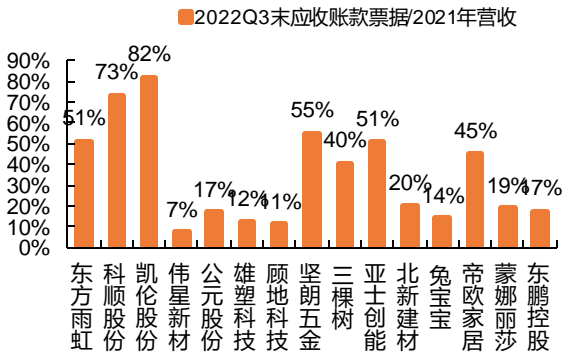
图表29 房企到位资金中应付款变化(2022年截至10月末)



资料来源：Wind，平安证券研究所

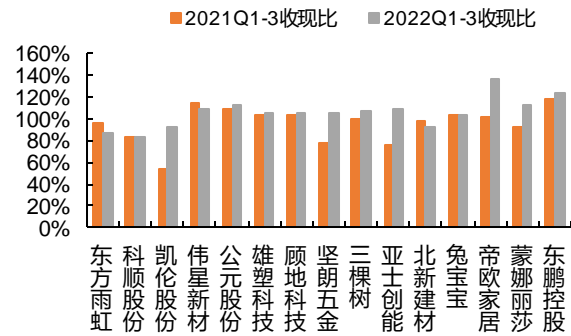
随着本轮地产格局出清，应收款与坏账问题暴露，消费建材企业更加重视现金流安全与风险管控，对于民营地产等账期要求普遍提高，2022Q1-3多数消费建材企业收现比同比改善；同时随着地产政策发力、房企资金情况好转，应收账款压力有望缓解。

图表30 消费建材企业应收款情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 2022Q1-3多数消费建材企业收现比同比改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.8 竞争格局加速优化, 行业或强者恒强

竞争格局方面, 随着行业回归高质量发展, 我们判断未来格局将继续优化, 行业龙头或将强者恒强。

一是渠道竞争愈发激烈, 行业龙头近年纷纷加大经销渠道、小 B 客户与零售拓展, 凭借品牌、产品、资金实力抢占市场份额。

二是中小企业被迫出清, 需求萎缩、成本上涨、防疫常态化导致行业盈利大幅承压, 中小企业未来或将更加注重现金流安全, 生产经营与产能扩张更趋谨慎, 给予头部企业更大空间, 同时中小企业拥有的经销商资源也面临被头部企业挤占的可能。

三是政策扶持品牌企业, 10月24日住建部发布《建筑与市政工程防水通用规范》, 同日三部门发布《关于扩大政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升政策实施范围的通知》, 利好具备品牌、产品优势的头部企业(生产工艺成熟、成品率高、产品质量稳定); 同时消费升级背景下, 随着消费者对防水、涂料、管材等重视程度提高, 龙头品牌与口碑价值愈发凸显。

图表32 2022年消费建材企业净利率降至较低水平

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
防水	东方雨虹	5.4%	14.0%	13.6%	16.6%	4.9%	7.1%	8.5%
	科顺股份	11.5%	13.2%	10.6%	0.0%	5.7%	6.0%	1.3%
	凯伦股份	12.2%	10.9%	5.6%	-16.1%	2.4%	2.1%	0.1%
管材	伟星新材	12.7%	20.3%	22.0%	19.1%	11.8%	16.7%	24.7%
	公元股份	4.7%	7.5%	4.4%	8.6%	1.9%	1.5%	0.1%
	雄塑科技	9.3%	6.1%	4.7%	-0.1%	1.5%	4.0%	0.4%
五金	顾地科技	-10.0%	-5.5%	-5.4%	-141.4%	-8.1%	-19.9%	-6.3%
	坚朗五金	4.0%	15.2%	13.8%	8.0%	-6.9%	0.4%	4.4%
涂料	三棵树	1.1%	3.6%	-1.4%	-13.7%	-2.3%	4.4%	6.2%
	亚士创能	-0.9%	3.8%	5.2%	-65.1%	-7.8%	7.6%	4.1%
石膏板	北新建材	12.7%	22.4%	15.5%	15.3%	12.1%	18.8%	14.3%
板材	兔宝宝	7.6%	9.0%	8.6%	6.3%	6.0%	8.4%	5.9%
	帝欧家居	6.4%	10.0%	5.2%	-18.2%	-11.9%	-12.8%	-13.1%
陶瓷	蒙娜丽莎	4.6%	12.0%	7.6%	-5.4%	-7.7%	-22.1%	8.0%
	东鹏控股	4.4%	13.4%	0.3%	-10.7%	-8.1%	9.0%	3.9%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 龙头企业纷纷加大经销渠道布局

公司	经销商拓展情况
东方雨虹	工程业务充分整合当地客户及市场渠道资源, 提升市场占有率; 民建业务提升渠道质量及实力, 2022H1末经销商已近4000家, 分销网点15万余家, 分销门头3万余家
科顺股份	2022H1经销收入同比增62%至21亿元, 直销收入同比降24%至19亿元, 期间新增经销商610家至1950家
凯伦股份	2022H1末公司已与700多家经销商达成合作共赢关系, 未来三年经销商数量将扩大到3,000家
伟星新材	加速空白及薄弱区域市场拓展, 并将渠道进一步下沉, 提高市场占有率
三棵树	持续投入大量资源进行全渠道营销网络建设, 新进驻153家家零售卖场, 开设艺术漆体验店81家, 小区服务店115家, 家装渠道体验店950家; 2022H1末小B渠道客户数量约20,043家, 其中上半年新增客户7168家

资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、浮法玻璃: 保交楼叠加冷修提速, 盈利或迎修复

2.1 玻璃复盘: 供需主导价格, 行业周期性显著

浮法玻璃需求主要来自地产, 应用于施工后期。不同于水泥, 玻璃生产具有连续、不间断特点, 通常 8-10 年后需要冷修。

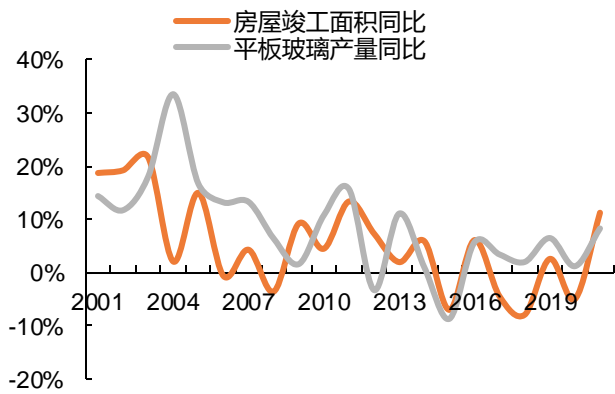
因供给相对刚性、需求受地产周期性影响，玻璃行业量、价亦具周期性，2009 年以来经历四轮周期，每轮时长 3-4 年。

2001-2008: 城镇化、经济高速发展带动房地产、汽车产业高速发展，玻璃产业快速发展、呈现供需两旺；2008 年金融危机袭来，地产销售、竣工下行以及出口下滑导致玻璃行业量价承压。

2009-2011: 金融危机导致玻璃盈利下行、产能收缩，而受益政策积极救市、楼市复苏走强，供需改善下玻璃价格走高；随着产能大幅扩张，需求预期转弱下玻璃价格回落，叠加成本上涨，企业普遍面临业绩下滑。

2012-2015: 盈利压力致产能供给收缩，而需求端随着货币、地产政策松动而有所改善，玻璃价格逐步回升；随着 2014 年楼市下行压力大、产能过剩问题日益严重，玻璃价格回落。

图表34 地产竣工面积增速与玻璃产量增速



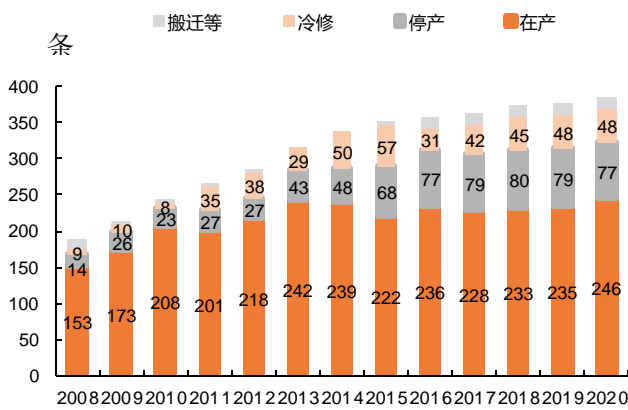
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 玻璃价格与商品房销售面积增速走势



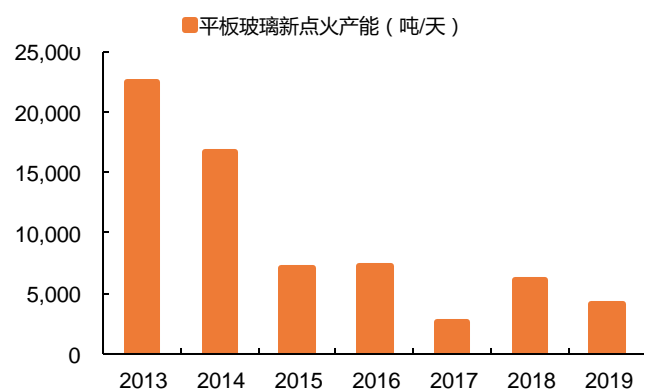
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 2011 年以来玻璃冷修产线增加



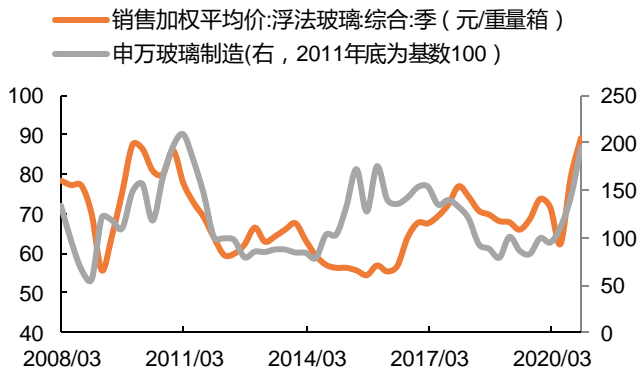
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 2015 年以来玻璃新点火产能明显降低



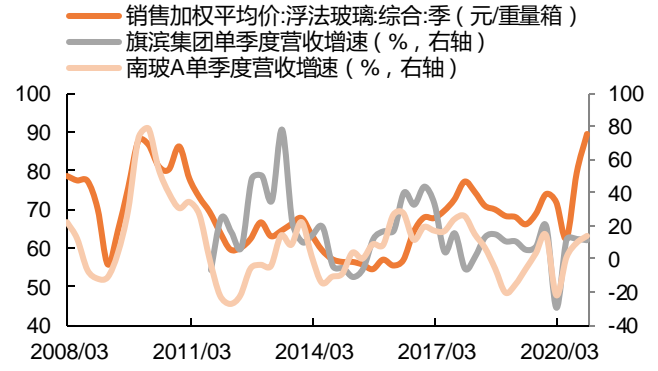
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表38 玻璃价格与玻璃指数收盘价趋势有一定相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 玻璃价格与龙头企业收入增速趋势较为接近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

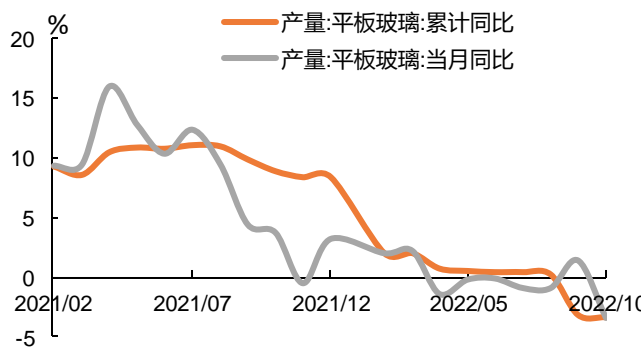
2.2 玻璃现状：需求显著走弱但冷修不及预期

2021年下半年以来，受竣工需求大幅走弱、成本攀升影响，玻璃盈利显著承压。

需求端：理论上近两年为房屋竣工交付高峰期，但因房企资金端高度紧张，施工节奏明显放缓，1-10月房屋竣工同比降18.7%。1-10月平板玻璃产量8.5亿重箱，同比降3.4%。

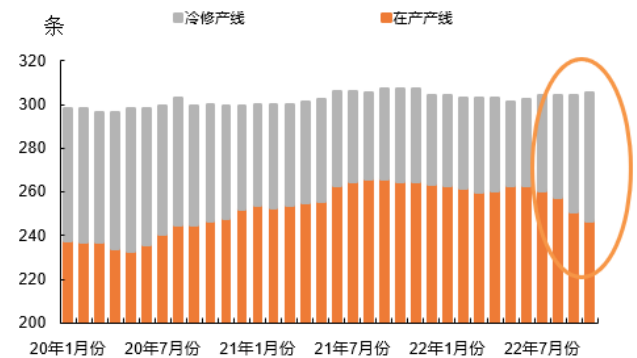
供给端：因新增产能只能减量置换，当前玻璃产能主要关注冷修与复产。尽管理论上冷修高峰期来临，但2020年以来行业盈利大幅好转，叠加对交房高峰期与“保交付”预期较高，2022H1玻璃产线冷修数量少，导致产能过剩严重，玻璃价格持续下滑。直到Q3行业跌破盈亏平衡线后，冷修才有所加速（7-10月冷修增加21条），玻璃库存见顶企稳，带动玻璃价格企稳。截至2022/11/30，浮法玻璃4.8/5mm市场价1641.4元/吨，同比降22%。

图表40 1-10月玻璃产量同比降3.4%



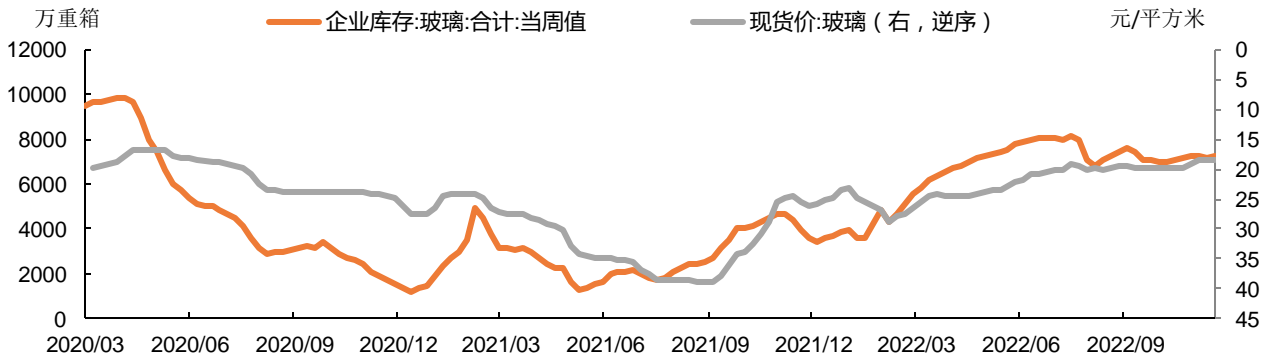
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表41 下半年以来玻璃冷修有所加速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

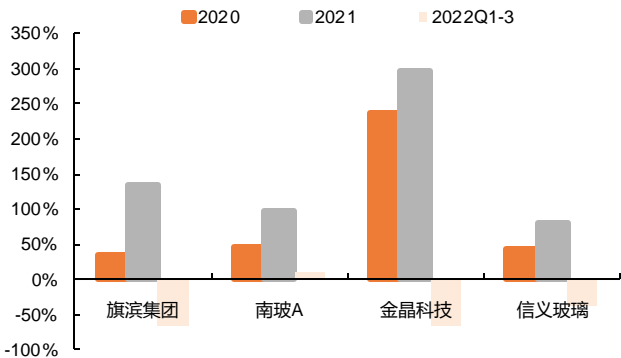
图表42 近期玻璃价格与库存有所企稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

成本端: 纯碱价格继续攀升, 同时石油焦等受原油带动、价格显著上涨。2022年1-11月石油焦现货平均价4262元/吨, 较2021年全年上涨79%。1-11月液化天然气平均价6747元/吨, 较2021年全年上涨37%。1-11月重质纯碱平均市场价2716元/吨, 较2021年全年上涨17%。

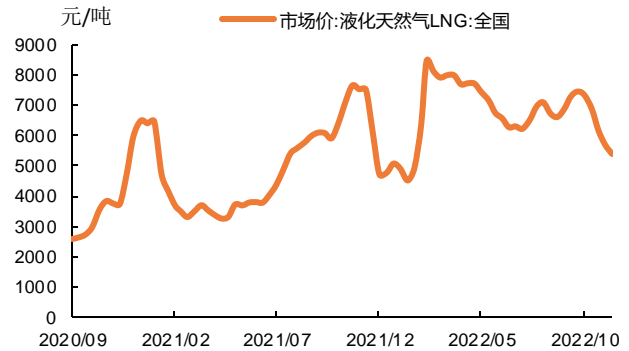
图表43 2022年前三季度企业盈利大幅下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

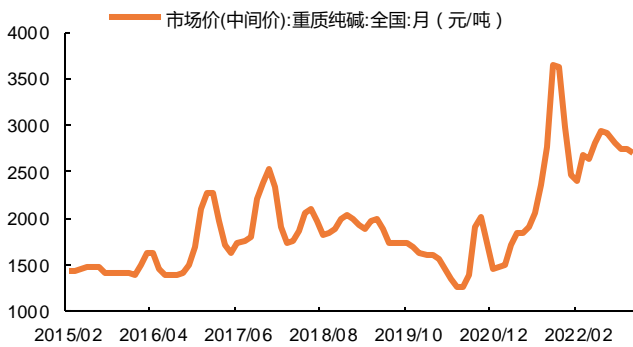
注: 信义玻璃图中2022年数据为1-6月

图表44 天然气价格先涨后跌



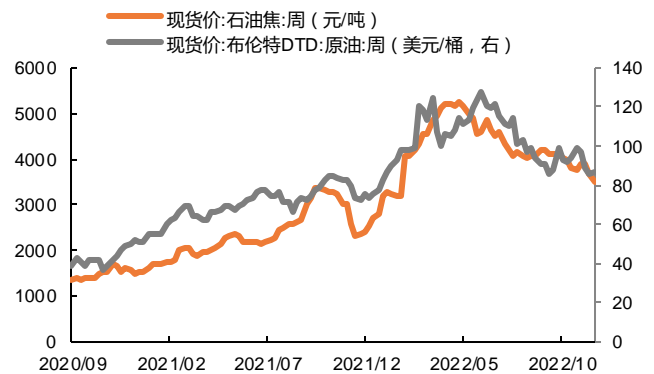
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表45 纯碱价格维持高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表46 石油焦价格跟随油价先涨后跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 玻璃展望：保交楼与冷修带来价格弹性，盈利有望修复

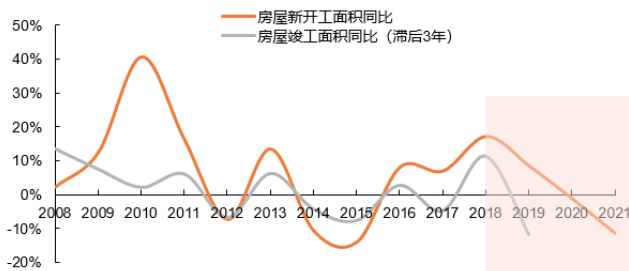
展望 2023 年，“保交付”与冷修加速，叠加成本压力缓解，预计玻璃盈利或将小幅改善。

需求端：考虑政策持续发力“保交付”，预计明年地产竣工或将好转，带动玻璃需求小幅修复。

供给端：我们粗略估算玻璃达到供需平衡所需的冷修数量，截至 2022 年 10 月末，浮法玻璃在产产线 247 条、日熔量 16.4 万吨，2021 年末供需相对平衡时产线 264 条、日熔量 17.5 万吨。假设 2022 年房屋竣工面积下滑约 20%、2023 年增长 5-10%、地产需求占浮法玻璃 7 成、非地产的玻璃需求保持不变，估算浮法玻璃在产日熔量需降至 15.5-16.0 万吨，即当前产能仍需冷修停产约 5-13 条才能恢复供需相对平衡、带来一定价格弹性。

成本端：1) 燃料方面，6 月以来随着油价见顶回落，石油焦价格同步回落。考虑 2023 年全球经济下行压力加大、地缘冲突影响逐步消退等，我们预计油价中枢或将下移，带动石油焦等燃料价格回落；2) 纯碱方面，我们预计 2023 年下半年天然碱项目投产将带来产能大幅增加，纯碱供需格局将从当前紧平衡走向宽松甚至供过于求，价格或将承压下行。

图表 47 本轮竣工高峰期尚未结束



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 48 2023 年纯碱产能投放计划（单位 万吨）

企业	新增（减）产能	工艺	预计投产时间
江苏德邦	60	联碱法	2023 年一季度
安徽红四方	20	联碱法	2023 年一季度
湘渝盐化	20	联碱法	2023 年一季度
远兴能源	500	天然碱法	2023 年 6 月
金山	70	联碱法	2023 年 9 月

资料来源：隆众资讯，平安证券研究所

三、水泥行业：景气回升任重道远，碳中和促进新平衡

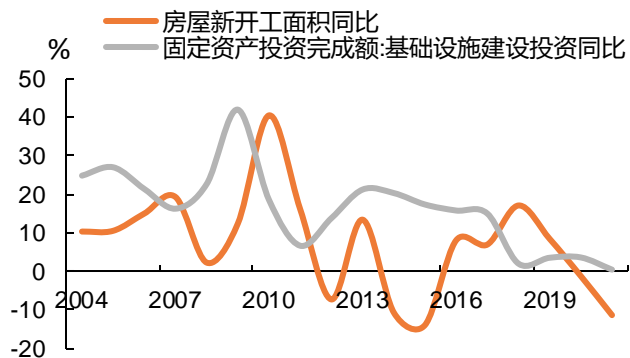
3.1 水泥复盘：地产周期带来水泥量价波动

2016 年以前：需求主导，供给跟随调整，水泥量价周期性波动。水泥下游需求包括房地产、基建与民用建筑，尤其与地产新开工相关性较高。随着宏观经济尤其地产行业周期性波动，水泥量价亦呈现周期性演绎。

2016-2020 年：需求韧性足，供给侧改革拉开序幕，水泥价格持续上涨。

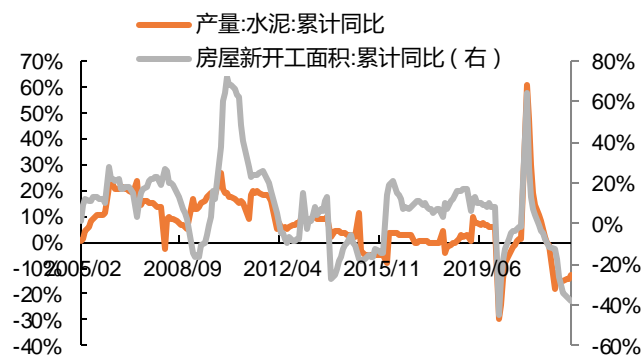
- **需求方面：**2016 年楼市趋热、地产新开工同比增 8% 至 17 亿平米，2020 年升至 22 亿平米，叠加基建投资增加，带动水泥需求释放。
- **供给方面：**1) 限制新增产能：2016 年 5 月国务院发文提出 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目。此后中央频繁发文限制水泥新增产能、实行等量或减量置换。2) 推行错峰生产：2016 年 5 月国务院提出在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料错峰生产；2016 年 10 月工信部、生态环境部联合发文要求北方 15 省进行错峰生产，其他省市结合实际情况开展。3) 环保趋严：2014 年以来新版《环境保护法》与《大气污染防治法》陆续出台，多轮环保督察以及环保税开征。4) 企业协同生产：2016 年中国建材集团与中材集团实施重组，同年海螺跟华润水泥达成战略合作，海螺与中国建材达成合作等。

图表49 地产新开工与基建投资同比走势



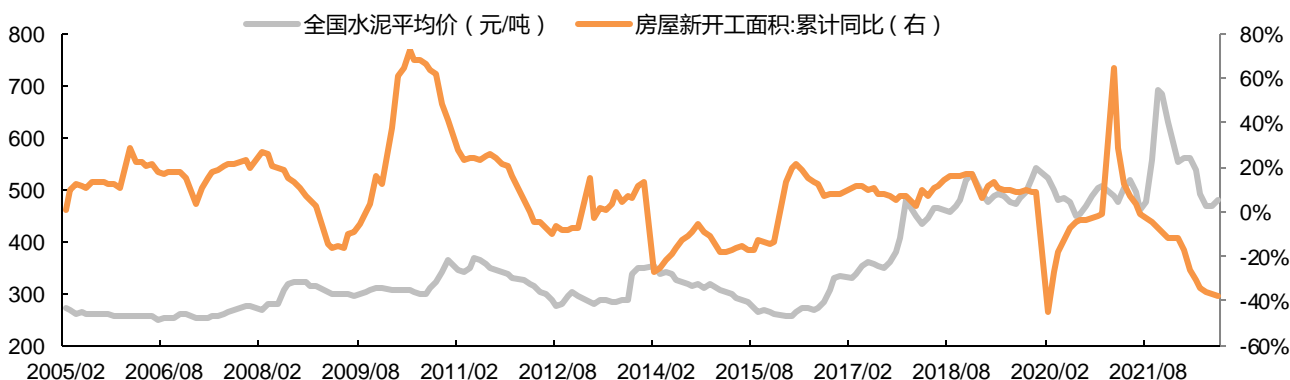
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表50 水泥产量跟房地产新开工呈现周期性波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表51 水泥价格跟房屋新开工走势对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

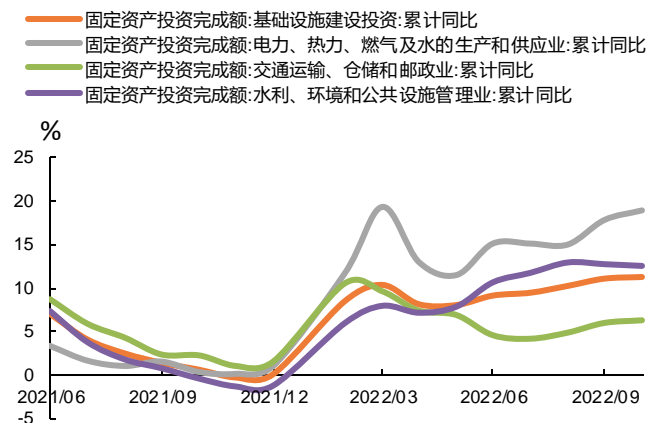
注: 水泥价格指标为 Wind 全国水泥平均价, 结合中国水泥网价格指数估算得到, 或与实际水泥价格存在差异

3.2 水泥现状: 需求明显萎缩, 产能矛盾突出

2021H2 以来, 需求端地产下行与疫情冲击, 供给端水泥产能不减反增, 成本端煤价维持高位, 水泥盈利显著承压。

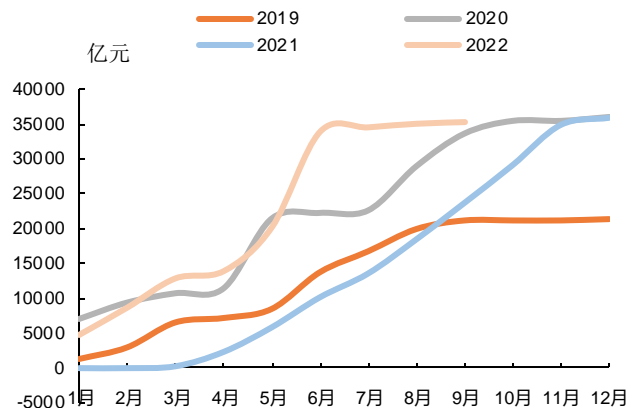
需求承压: 1) 2022 年 1-10 月广义基建投资同比增 11.4%, 增速较 2021 年全年提高 11.2pct, 但因资金使用到形成实物需求存在时滞、水泥用量较大的道路铁路投资增长有限, 叠加地产下行压力大, 导致对水泥需求拉动效果不明显。2) 地产方面, 受收入预期、交房担忧与房价预期改变影响, 1-10 月商品房销售面积同比降 22.3%, 资金环境高度紧张背景下房企投资大幅下滑, 新开工、施工面积分别同比降 37.8%、5.7%。3) 年内多地疫情反复, 防控趋严限制建筑、装修施工以及物流运输。受此影响, 1-10 月水泥产量同比降 11.3%, 全年降幅或创历史新高。

图表52 1-10月广义基建投资同比增11.4%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

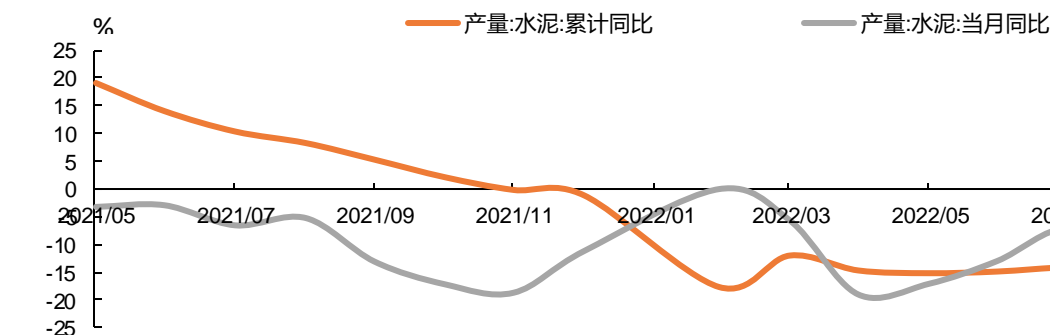
图表53 前三季度地方新增专项债发行3.5万亿



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 对应月份为累计值

图表54 1-10月水泥产量同比降11.3%

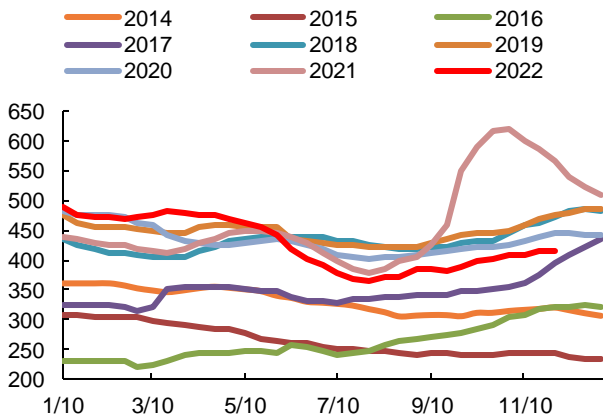


资料来源: Wind, 平安证券研究所

产能增加: 2017-2021年水泥高盈利背景下,行业通过产能置换导致水泥产能不减反增。尽管行业积极开展错峰生产,吉林、云南、贵州限产天数增加1-2个月,但仍难以扭转行业供需矛盾,水泥价格大幅走低。截至2022/11/30,全国P.042.5散装水泥市场价降至416元/吨。

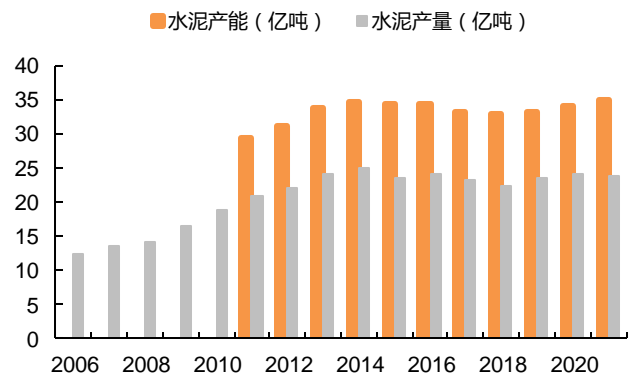
成本上行: 煤炭占总成本比重近半,2022年煤价维持高位,8月以来进一步上行,叠加水泥价格回落,导致水泥企业利润进一步被挤压。2022年前三季度海螺、华新等水泥企业业绩显著下滑。

图表55 年初以来水泥价格显著下行（单位 元/吨）



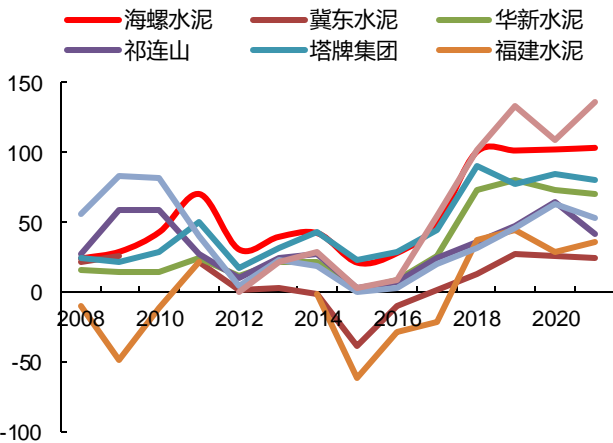
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表56 全国水泥产能不减反增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表57 水泥熟料吨扣非净利对比（元/吨）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 塔牌、福建、宁夏、上峰仅统计水泥销量

图表58 煤炭成本维持高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

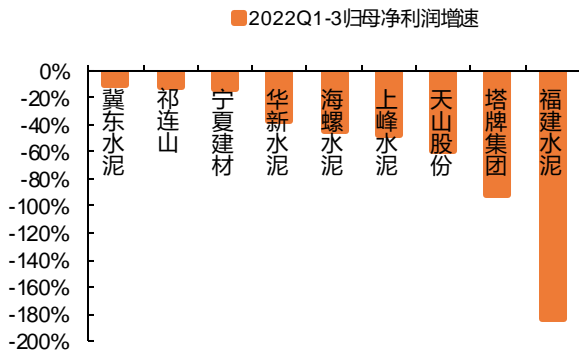
3.3 水泥展望：2023 年供需或维持弱平衡，价格弹性有限

展望 2023 年，我们估计需求端难言乐观，错峰生产或推动行业延续弱平衡，但景气度回升任重道远。

需求端：1) 基建方面，2022H2 以来实物需求落地对水泥需求形成部分支撑，考虑 2023 年基建投资增速或将放缓，对水泥需求拉动或仍有限；2) 地产方面，尽管 2022 年新开工大幅下滑带来基数回落，但考虑销售恢复较为缓慢，叠加 2022 年土地成交下滑，部分出险房企依旧优先保交楼，预计 2023 年新开工仍将延续回落，平安证券地产团队预测中性情境下 2023 年新开工同比下滑 10%，新开工对水泥需求端难言乐观。但考虑保交付带来的项目复工复产，预计 2023 年水泥需求进一步下行空间有限。

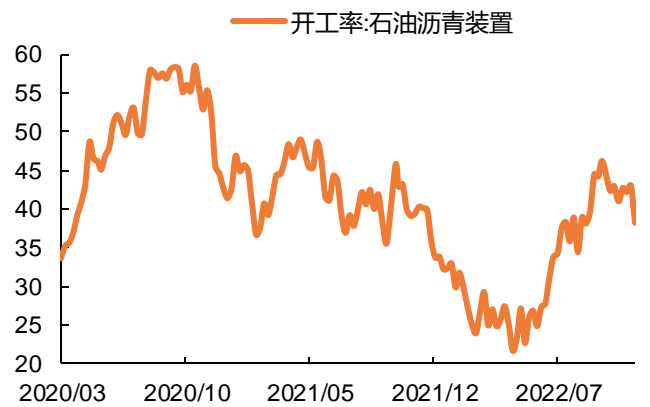
供给端：“双碳”目标及行业产能矛盾背景下，预计 2023 年行业将继续积极开展错峰生产。近期山东、河南、宁夏规定 2022-2023 年冬春季水泥熟料企业错峰生产 120 天、105 天、130 天；另据数字水泥网不完全统计，11 月 1 日起宁夏、新疆等地均已执行新一轮的错峰停产计划，四川、湖南、黑龙江等地水泥企业 10 月中旬就已开始错峰停产。

图表59 水泥企业业绩情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

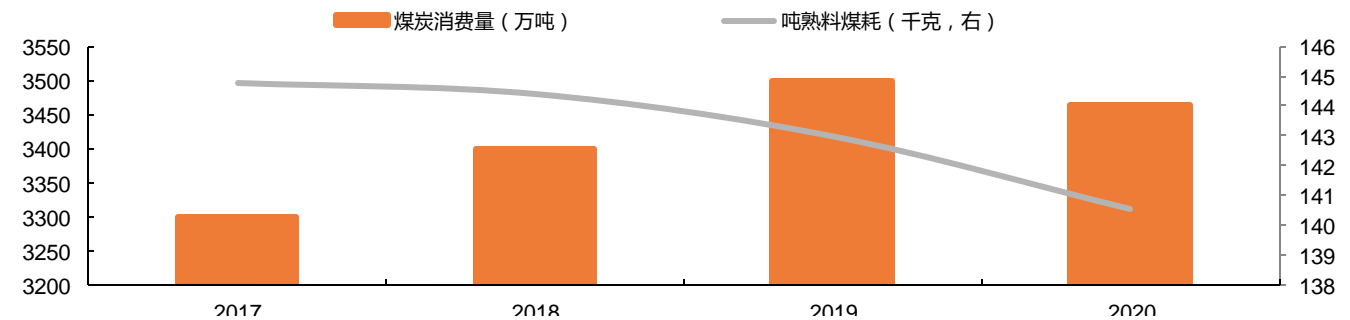
图表60 沥青开工率升至四成左右但近期回落 (单位 %)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

中长期看，“双碳”目标下水泥供给侧改革有望延续，促进供需水平再平衡。水泥行业因其工艺特点，碳排放约占建材行业排放总量70%，是碳排放重点领域。2021年10月六部委下发《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》，规定2025年水泥行业达到标杆水平的产能比例超过30%。同年11月，五部门在《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》中规定，水泥熟料单位产品综合能耗的基准水平为117kg标煤/吨，标杆水平为100kg标煤/吨。据数字水泥网统计，全国达到基准水平的水泥熟料产能占75%，达到标杆水平占比仅5%。2022年11月，四部门联合发布《建材行业碳达峰实施方案》，提出“十四五”期间，水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度不断下降，水泥熟料单位产品综合能耗降低3%以上；“十五五”期间，建材行业绿色低碳关键技术产业化实现重大突破，原燃料替代水平大幅提高，基本建立绿色低碳循环发展的产业体系。

图表61 海螺水泥吨熟料实物煤耗持续降低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、投资建议与风险提示

4.1 投资建议

随着地产政策持续发力、尤其“保交付”下竣工需求有望修复，防水新规正式落地、促进行业提标扩容，叠加油价中枢回落下沥青、燃料、PP等成本端有望回落，后续建材尤其消费建材基本面有望改善。中长期看行业从过去粗放式转向高质量发展、经营质量趋优，存量房翻新需求规模较大、测算中长期有望对冲新房规模萎缩，行业冲击下竞争格局继续优化，叠加消费建材龙头积极抢占渠道资源与零售市场、扩充品类，未来发展仍值得看好。推荐科顺股份、伟星新材、坚朗五金、海螺水

泥，建议关注东方雨虹。总体看，考虑行业基本面逐步改善，估值降至历史较低水平，维持行业“强于大市”评级。

- **科顺股份**：受益防水新规落地、原材料成本回落、行业格局出清，叠加公司加速拓展经销渠道与建筑央企客户，坏账计提相对充分，维持“推荐”评级。
- **伟星新材**：受益“保交付”下竣工需求回暖、防疫政策逐步放松、成本端存改善可能，叠加公司在零售市场竞争力强、“同心圆”拓展逐见成效，维持“推荐”评级。
- **坚朗五金**：受益“保交付”下竣工需求回暖、成本端存改善可能，叠加公司业务以 B 端为主、近年渠道逆势扩张、品类扩充逐见成效，业绩弹性较大，维持“推荐”评级。
- **海螺水泥**：水泥供需维持弱平衡背景下，公司重点布局的华东、华南市场更具韧性，T 型战略下成本管控行业领先，叠加估值降至历史低位，维持“推荐”评级。
- **东方雨虹**：受益防水新规落地、原材料成本回落、行业格局出清，叠加公司新品类布局、零售拓展成效显现，建议积极关注公司发展。

4.2 风险提示

- 1、基建、房地产投资低于预期，影响建材行业需求修复**：地产政策持续发力背景下，若后续竣工、销售修复不及预期，将影响建材需求规模与价格表现；同时基建投资若未能及时发挥稳经济作用，亦可能导致水泥等建材需求释放不及预期。
- 2、原材料、燃料价格继续上涨，制约行业利润率**：若后续煤炭、石油沥青等原材料及燃料价格继续上涨，将导致建材企业利润率修复不及预期，制约企业盈利水平。
- 3、应收账款回收不及时与坏账计提风险**：若后续地产资金环境与房企违约情况未出现明显好转，将导致防水等消费建材行业出现应收账款回收不及时、坏账计提压力增大的风险，拖累企业业绩表现。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033