

强于大市

建材行业 2023 年度策略

春风料峭，花开有时

2023 年我们看好玻纤的景气拐点与药用玻璃的供需共振；消费建材内部变革+外部改善，关注点从政策预期到基本面改善。水泥低估值高股息，静待需求恢复，玻璃有望受益保交楼和地产融资恢复。维持行业*强于大市*评级。

支撑评级的要点

- **大势判断：地产政策宽松后回归基本面，基建增速放缓，实物工作量是关键。**我们综合判断明年的建材需求。地产端供给侧融资宽松政策到位，关注点应回到基本面尤其是地产销售的恢复上。基建端明年投资增速回落概率大，关键在于地方财政紧张的情况下实物工作量能有多少落地。此大势下，我们更谨慎看待地产与基建的投资机会，关注高频指标的恢复情况。**因此，我们更看好明年确定性更高的玻纤和药用玻璃的投资机会。**
- **玻纤或迎来库存、价格、产能、估值的多重底部。**从周期轮动时间、库存见顶向下、价格企稳回升、出口边际改善、明年预计供给冲击乃至明年需求恢复情况推算，目前玻纤行业景气度处于历史底部，且已出现见底回升迹象。我们预计 2023 年玻纤周期有望企稳向上，供需缺口有望重现。当前玻纤行业估值亦历史底部，具备较高性价比。推荐**中国巨石、中材科技、长海股份、山东玻纤。**
- **药用玻璃有望迎来供需共振。**一致性评价与关联审评审批政策持续推进中，第七轮集采要求大多数中标注射器药物采用中硼硅包装，中硼硅产品需求有望持续放量。供给端山东药玻定增顺利落地，产能建设有望进入加速期；中硼硅拉管经历持续生产经验的积累，也有望通过新产线建设等方式迎来良品率的提升。供需均有改善，2023 年药用玻璃行业有望迎来供需共振，推荐产能建设及客户资源均领先的**山东药玻**，建议关注**力诺特玻，正川股份。**
- **消费建材受政策推动迎来估值修复，关注行业内部变革。**消费建材受地产融资宽松政策推动已迎来估值修复行情，未来需关注政策推动带来的资金面、竣工端的需求面改善，而产业链上更关键的是地产销售的恢复节奏。龙头企业渠道转型、内部治理能力也在改善。成本压力下降，新规出台等外部条件也存利好。推荐防水龙头**东方雨虹、科顺股份**，管材**伟星新材**，石膏板**北新建材。**
- **水泥低估值高股息，静待需求恢复。**2022 年“稳增长”带动水泥板块业绩提升的预期基本落空，我们预计 2023 年市场对水泥行业的投资或更加谨慎。但水泥股低估值高股息特点仍未改变，当前多数水泥股处于历史 10%分位数以下，且分红率较高，具备配置性价比。水泥的基本面恢复则需关注地产销售恢复后带来的新开工恢复节奏，以及基建实物工作量落地的关键指标（水泥月度产量的恢复等）。成长弹性推荐**华新水泥**；低估值逻辑当前仍然推荐**海螺水泥**；区域较优以及重组治理改善逻辑推荐**冀东水泥。**
- **水泥产业链与水泥同步性强，但格局不同。**水泥产业链主要指下游的混凝土与混凝土添加剂。预拌混凝土行业空间广阔，行业参与者众多。前十大商砼企业市占率合计不足 10%。水泥背景商混企业和建筑背景商混企业竞争优势较强，推荐**西部建设。**外加剂方面受益于环氧乙烷价格回落，利润空间或稍有打开，推荐**垒知集团、苏博特。**

评级面临的主要风险

- **玻纤需求不及预期；地产链政策传导不及预期，地产销售恢复不及预期；基建实物工作量持续滞后；中硼硅需求释放不及预期。**

相关研究报告

《建材行业周报（11.28-12.4）：重视玻纤的多重拐点，消费建材回到基本面》20221205
《建材行业事件点评：“第三支箭”如期落地，建材预期再改善》20221129
《建材行业周报（11.21-11.27）：地产融资宽松持续，消费建材估值修复或延续》20221128

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：陈浩武
(8621)20328592
haowu.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：林祁桢
(8621)20328621
qizhen.lin@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300121080012

目录

建材板块表现回顾 6

地产链：政策两层利好，建材企业估值先于业绩修复 8

基建：仍然是稳增长重要的托底工具 16

玻纤：库存、产能、价格与估值的多重拐点 19

药用玻璃：2023 年或迎接供需共振 26

消费建材：渠道转型+成本下降，基本面仍是重点 29

水泥及制品：低估值高股息仍然突出 34

平板玻璃：竣工待修复，短期供需格局偏弱 37

投资建议 39

风险提示 40

图表目录

图表 1. 截止 2022 年 12 月 7 日建材行业下跌 22.8%.....6
图表 2. 年内板块回落，跑输万得全 A.....6
图表 3. 上半年水泥抗跌性强，四季度装修建材修复领先.....6
图表 4. 管材与水泥制品有相对韧性.....7
图表 5. 新材料相关个股领涨.....7
图表 6. 地产数据承压相对普遍.....8
图表 7. 地产各项数据均不同程度下滑（12 月 MA）.....8
图表 8. 拿地面积深度探底（12 月 MA）.....8
图表 9. 地产紧缩的三大政策.....9
图表 10. 2022 年政策较 2021 年大幅宽松（政策出台数量：次）.....10
图表 11. 上半年多地调整房地产限售政策，但多从放松限购入手.....10
图表 12. “因城施策”带来的销售恢复并不明显（万方）.....11
图表 13.一线城市表现弱于往年（万方）.....11
图表 14. 二线城市销售波动更大（万方）.....11
图表 15. 三线城市表现相对较好（万方）.....11
图表 16. 保交楼的主要纾困方式一览.....12
图表 17. 保交楼政策梳理.....12
图表 18. 2021-2022 年政策由紧到松.....13
图表 19.11 月以来地产政策终于向融资端宽松.....13
图表 20. 第一支箭近期主要表现为各大行对地产融资的支持（信贷）.....13
图表 21. 交易商协会提出“第二支箭”延期并扩容（债券）.....14
图表 22. 证监会决定在股权融资，“第三支箭”（股权融资）.....14
图表 23. 地产建安投资下滑幅度较大，明年或企稳修复.....15
图表 24.居民中长期贷款增速仍然在探底.....15
图表 25. 今年专项债发行明显前置.....16
图表 26.基建投资增速大幅上扬.....16
图表 27. 螺纹钢价格环比小幅下降.....16
图表 28. 挖掘机开工小时数环比慢恢复（小时数左轴）.....16
图表 29. 沥青开工率数环比慢恢复（小时数左轴）.....17
图表 30. 基建用水泥直供量总体平稳.....17
图表 31.社零与出口增速均下滑（当月同比）.....17
图表 32. 固定资产投资完成额仍保持增长.....17
图表 33. 投资仍需要发挥重要作用.....17

图表 34. 近期基建相关政策梳理 18
图表 35.公共财政收入下滑较多 18
图表 36. 土地出让收入与支出均下滑较多 18
图表 37. 玻纤价格波动周期或已达到底部 19
图表 38.各区域玻纤库存多有下降趋势（行业库存右轴） 19
图表 39. 库存天数已连续两个月下降 19
图表 40.玻纤价格出现止跌回升趋势 20
图表 41. 电子纱价格亦止跌回升 20
图表 42.10 月玻纤及制品出口量环比回升 20
图表 43. 10 月玻纤出口金额止跌（单价右轴） 20
图表 44.2022-2023 年新增产能及其他在建拟建产能（万吨） 21
图表 45. 2022-2023 年冷修/拟冷修产能（万吨） 21
图表 46.2023 年产能冲击较 2022 年下降 22
图表 47. 2021-2022 年建筑领域玻纤需求量测算 22
图表 48.叶片结构与选材（长度方向） 22
图表 49.叶片结构与选材（截面方向） 22
图表 50.2021-2022 年风电领域玻纤需求量测算 23
图表 51.电子纱产业链示意图 23
图表 52. 2022-2023 年电子纱需求预测 23
图表 53.不同国家/地区对汽车百公里油耗目标（单位：百公里油耗 升） 24
图表 54. 2022-2023 年汽车领域玻纤需求预测 24
图表 55. 2022-2023 年玻纤需求预测汇总 24
图表 56.玻纤需求拆分曲线变化 25
图表 57.国内外需求拟合 25
图表 58.明年玻纤行业供需缺口或将重现 25
图表 59.历史上供需缺口领先价格涨幅 3 个月左右 25
图表 60. 玻纤行业目前处于较低估值水平 25
图表 61.中国药用玻璃分类国家标准及药用玻璃特征 26
图表 62.中硼硅模制瓶价格高于全部模制瓶 26
图表 63. 历次集采中硼硅产品使用占比提高 27
图表 64. 山东药玻 2021 年定增募投项目（万元） 27
图表 65. 山东药玻一级耐水药用玻璃瓶项目预计每年营收 27
图表 66. 山东药玻年产 5.6 亿只预灌封注射器扩产改造项目预计每年营收 28
图表 67. 山东药玻部分客户一览 28
图表 68. 前三季度消费建材板块承压显著 29

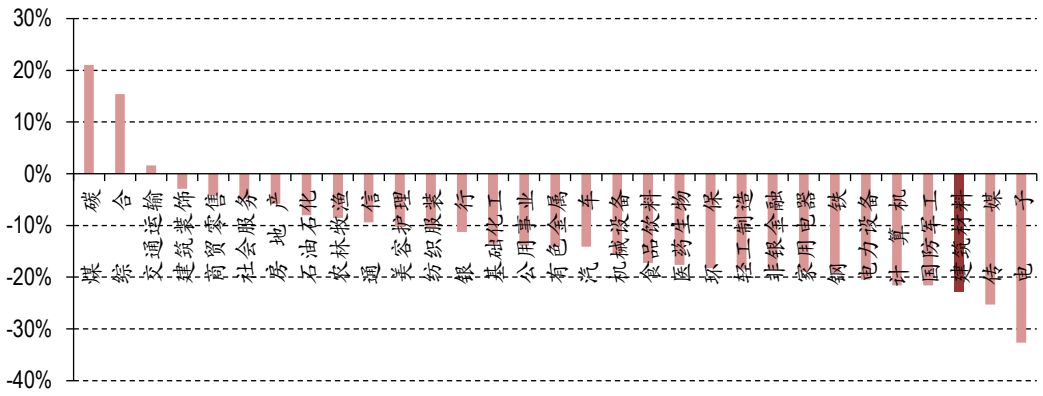
图表 69. Q2 与 Q3 均承压，但 Q3 降幅已较 Q2 收窄 29
图表 70. 消费建材行业均在收缩直销占比(%) 30
图表 71. 多家企业对非房业务加大布局力度 30
图表 72. 多家企业 Q2\Q3 经营活动净现金流出现好转 30
图表 73. 多家企业 Q2\Q3 经营活动净现金流出现好转 31
图表 74. 多家企业应收账款规模下降（百万元） 31
图表 75. 信用减值损失已计提相对充分（百万元） 31
图表 76. Q3 蒙娜丽莎、伟星新材、东方雨虹、凯伦股份费用率环比下降（%） 31
图表 77.PPI 剪刀差逐渐收敛 32
图表 78. 6 月以来大宗商品价格指数下行 32
图表 79. 多数原材料已较历史高位下降较多 32
图表 80.伟星新材毛利率与 PVC 价格负相关 33
图表 81. 10 月以来沥青价格已现下降趋势 33
图表 82.历史上防水企业毛利率与沥青价格负相关 33
图表 83.1-10 月水泥产量累积下滑 11.3%（万吨） 34
图表 84. 年内水泥行业业绩承压 34
图表 85.9 月水泥价格回升，但低于往年同期（元/吨） 34
图表 86. 熟料库容比出现向下趋势，但高于往年同期 34
图表 87.下半年煤炭供给增速持续下降 35
图表 88. 今年以来水煤价差持续走低 35
图表 89. 多数水泥企业处于历史 10%PB 分位数以下 35
图表 90. 水泥股分红率处于历史较高水平 35
图表 91. 今年以来地产融资紧缩，到位资金降幅扩大 37
图表 92.竣工面积或存在回补空间 37
图表 93. 今年玻璃行业形成库存累积，开工率下降趋势 37
图表 94. 玻璃吨均价回到历史平均水平 37
图表 95. 今年以来产线冷修集中在下半年 38
图表 96. 未来供给端仍存收缩空间 38
图表 97. 年内三种燃料产线成本价差下行至历史低位 38
图表 98. 6 月以来吨价差维持在 1,000 元以上的历史高位 38
附录图表 99. 报告中提及上市公司估值表 41

建材板块表现回顾

股票表现：板块整体承压，上半年水泥有韧性，下半年消费建材有弹性

板块下跌 22.8%，排位靠后。年初至 12 月 7 日止，申万建材指数下跌 22.8%，排在 31 个申万一级行业的第 29 位。2022 年建材行业整体受地产下滑、坏账风险暴露、基建实物工作量不及预期、成本上涨等影响承压显著，指数表现也相对较弱。

图表 1. 截止 2022 年 12 月 7 日建材行业下跌 22.8%



资料来源：万得，中银证券

建材行业波段下行，跑输万得全 A。年初至 12 月 7 日，万得全 A 下跌 15.18%，建筑材料下跌 22.76%，建材板块跑输万得全 A，相对收益-7.57pct。上半年建材行业一度在稳增长预期下跑赢大盘，也在 5 月份大盘修复上行时跑出较快修复行情，6 月中下旬地产销售恢复时也走出阶段行情。但随着板块中报业绩不及预期、疫情多点散发、地产持续疲弱等压力下，年中板块快速回落。四季度、尤其是十一月以来，在地产融资端政策逐渐放宽之后，消费建材带领建材板块迎来估值修复行情。

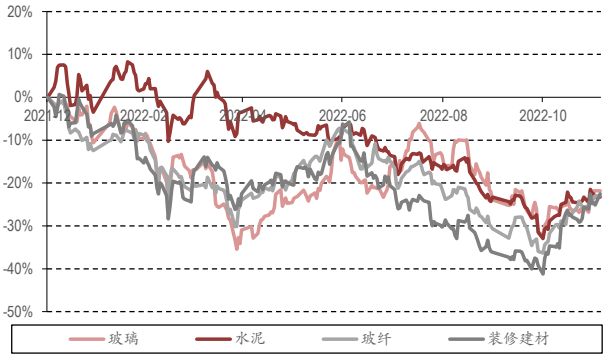
图表 2. 年内板块回落，跑输万得全 A



资料来源：万得，中银证券

注：图表 2-4 均以 2021 年 12 月 31 日为基数

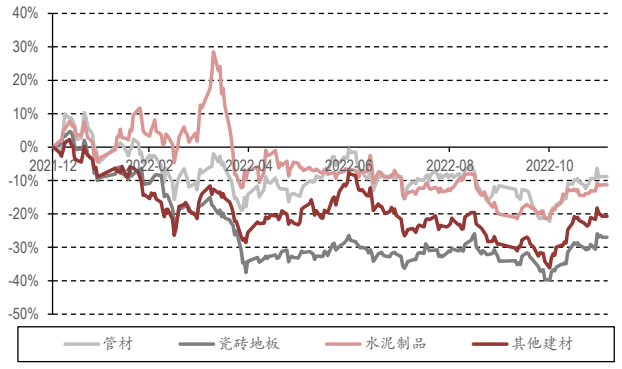
图表 3. 上半年水泥抗跌性强，四季度装修建材修复领先



资料来源：万得，中银证券

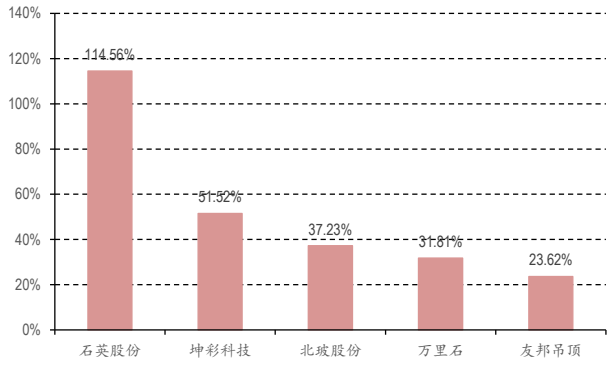
细分板块中，管材韧性较强；个股方面，小票表现较好。建材主要细分板块年初至今大多下跌，水泥及其制品韧性较强，瓷砖地板及玻璃下跌最多。回顾今年建材细分表现，大抵呈现出大区间承压，小区间个别改善情形。上半年稳增长预期较强，水泥行业表现出较强韧性，但下半年韧性逐渐消失跑输大盘。地产政策宽松、地产销售表现有好转期间，消费建材能够呈现出更好的弹性。个股方面，高附加值小赛道的新材料的部分个股能有较好表现。

图表 4. 管材与水泥制品有相对韧性



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 新材料相关个股领涨



资料来源：万得，中银证券

地产链：政策两层利好，建材企业估值先于业绩修复

2022 年地产链承压显著

1-10 月地产链下滑较多。2022 年 1-10 月，土地成交、地产新开工、竣工、销售、施工、销售单价均表现出不同程度的下滑。其中，1-10 月累积土地成交面积 7,432.25 万平，累积下滑 53.03%，10 月土地成交 983.53 万平，同比下降 53.03%；1-10 月累积新开工面积 103,721.71 万平，累积下滑 37.79%，10 月新开工面积 8,954.45 万平，当月同比下降 35.08%；1-10 月累积地产竣工面积 46,564.58 万平，累积下降 18.72%，10 月地产竣工 5,685.61 万平，同比下降 9.43%；1-10 月累积销售面积 111,179.29 万平，累积下降 22.27%；10 月地产销售 9,757.57 万平，当月同降 23.22%；10 月地产销售单价同比小幅下降 0.63%。

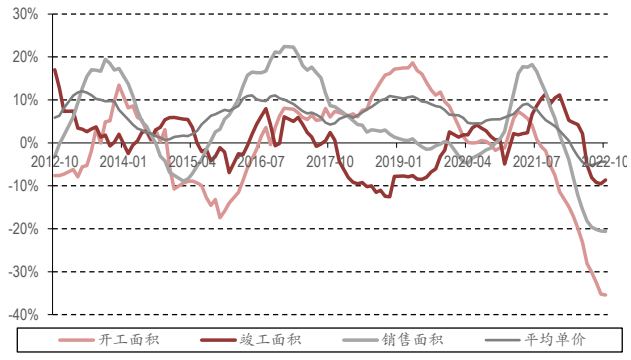
本轮地产下行轮动中，拿地、开工、销售、竣工分别于 2021 年 3 月、4 月、7 月、10 月转为同比负增长，2022 年基本延续负增长。地产新开工与拿地端下滑最显著；在保交楼政策指引下，地产竣工面积表现在地产链条中相对较好；而地产销售则量价齐跌，12 月移动平均价的地产销售单价持续为负更是近十年首次；销售面积降幅创近十年新低。

图表 6. 地产数据承压相对普遍

	拿地面积 万平	开工面积 万平	施工面积 万平	竣工面积 万平	销售面积 万平	平均单价 元/平
当月值	983.53	8,954.45	888,893.80	5,685.61	9,757.57	9,687.38
当月同比	(53.03)	(35.08)	(5.72)	(9.43)	(23.22)	(0.63)
当月环比	(6.21)	(7.74)	1.13	41.51	(27.89)	(2.97)
前月同比	(65.01)	(44.35)	(5.30)	(5.99)	(16.16)	2.32
累计同比	(53.03)	(37.79)	-	(18.72)	(22.27)	-
累计值	7,432.25	103,721.71	-	46,564.58	111,179.29	-

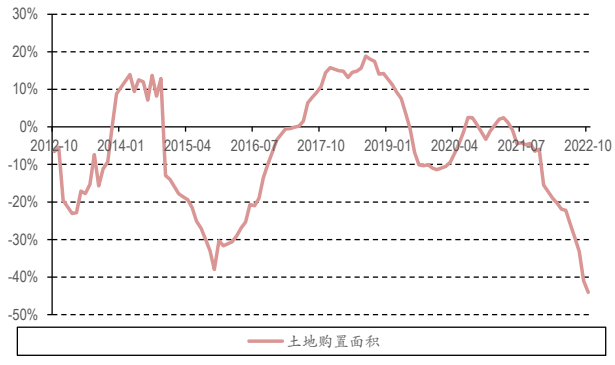
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 地产各项数据均不同程度下滑（12 月 MA）



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 拿地面积深度探底（12 月 MA）



资料来源：万得，中银证券

为什么说十一月的政策利好更加重要?

回顾此轮地产下行，政策收紧与预期的不确定性是下行的主要原因，长期高杠杆高周转模式积累的风险则是此轮下行的根本原因，居民收入预期、房价增长预期与期房交付预期是压制地产销售的主要原因。

供给侧：2020 年下半年和 2021 年初陆续公布的“三条红线”、地产贷款融资集中度考核、集中供地政策是地产“打压和收紧”政策的核心。这三项政策大大限制了地产商长期以来积累的高杠杆、高周转的经营模式，加速了长期积累的风险暴露。三项政策实施后地产资金日益紧张。三条红线压力下地产商加速竣工，以消化预收账款，这带来了 2021 年上半年竣工的相对高峰。但资金端短缺问题仍然逐渐暴露，表现为 2022 年地产竣工难度增大，大批烂尾楼盘风险暴露，进行新一轮拿地开工的意愿衰退。

需求侧：我们认为对于潜在购房者，当前最大顾虑有三：**收入稳定的预期、房价增长的预期、期房交付的预期。**疫情干扰经济下行大大增加了人们收入预期的不确定性，动辄 30 年的房贷压力打压着人们的购房积极性；而当前房价进一步增长的预期较弱，地产的投资价值大大降低，若房价下跌，购房后房产的公允价值与所需支付的按揭贷款甚至出现倒挂，进一步打消了购房意愿；房产烂尾的社会新闻愈演愈烈，人们购买**期房**的意愿大大衰退。

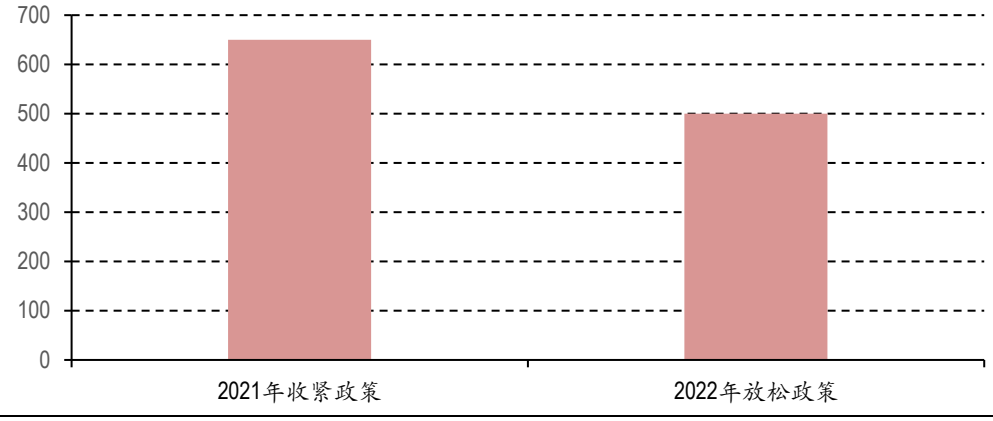
图表 9. 地产紧缩的三大政策

政策	部委	文件	内容	影响
三条红线	央行、住建部	住建部、央行联合召开房地产企业座谈会，设置三条红线	**三条红线：**1.剔除预收款的资产负债率大于 70%；2.净负债率大于 100%；3.现金短债比小于 1 倍。 四档公司：1.**红色档：**三条红线不得增加有息负债；**2.橙色档：**两条红线，有息负债增速不得超过 5%；**3.黄色档：**一条红线，有息负债增速不得超过 10%；**4.全部合格**，有息负债增速不得超过 15%。	1.地产商新增融资遇到显著限制，资金紧张加剧；2.三条红线压力下地产商加速竣工消化预收账款，改善现金状况。
集中供地	自然资源部	住宅用地分类调控文件	1、**第一个集中：**集中发布出让公告，原则上每年不超过 3 次，时间间隔要相对均衡，地块梳理要科学合理。 2、**第二个集中：**集中组织出让活动，同批次公告出让的土地以挂牌文件交易的，应当确定共同的挂牌起止日期；以拍卖方式交易的，应该连续集中完成拍卖活动。	政策目的是通过房企拿地的现金压力，来达到降低土地交易价格的目的，以此控制房价。集中供地使地方政府在土地出让节奏和底价确定上会更谨慎，房企拿地压力会增强，土地溢价率会下降。
房地产贷款集中度限制	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》	将银行业金融机构分为 5 档，第一档为中资大型银行；第二档为中资中型银行；第三档为中资小型银行和非县域农合机构；第四档为县域农合机构；第五档为村镇银行。 房地产贷款占比上限五个档次分别为 40%、27.5%、22.5%、17.5%、12.5%；个人住房贷款占比上限而言，五档分别为 32.5%、20%、17.5%、12.5%、7.5%。	金融机构为房地产贷款占比上限划定，银行向地产和个人的贷款被限制。个人购房难度增加，地产销售难度增加。

资料来源：央行，住建部，银保监会，自然资源部，中银证券

2022 年地产政策大幅优化宽松。根据中原地产研究中心数据，2021 年全国楼市紧缩相关的调控政策出台 651 次；而根据克而瑞及财联社记者统计，截至 10 月 10 日，今年全国各地已累计出台稳楼市政策超 500 次，涉及放松限购、限贷、限价、限售，放松公积金贷款，税费减免，购房补贴等。今年的政策出现了较强的纠偏。

图表 10. 2022 年政策较 2021 年大幅宽松（政策出台数量：次）



资料来源：中原地产研究中心，克而瑞，中银证券

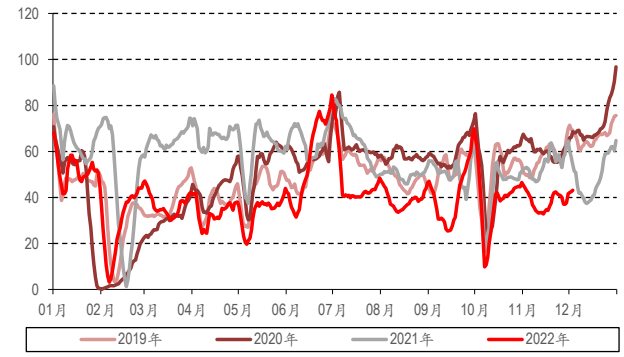
“因城施策”保销售效果一般。2022 年 4 月 29 日政治局的表态是地产政策宽松的标志。会议表态支持各地进一步在坚持“房住不炒”的前提下“因城施策”调整房地产销售政策。**但我们整理发现各地自发的地产宽松政策大多是从销售端入手，仅少数城市的宽松政策涉及到了土地出让以及房企融资支持。**各地因城施策的政策多从放开限购、下调利率、购房补贴等方式刺激需求，但放开购买限制并不能解决前述的三大不稳定的预期，给予补贴和下调利率会造成越晚买越划算的预期，政策效果甚至可能适得其反。因此，因城施策背景下的政策宽松并未显著改善地产销售。

图表 11. 上半年多地调整房地产限售政策，但多从放松限购入手

政策类型	一线城市	二线城市	三四线城市
取消/放松限购	上海临港	福州、郑州、南京、苏州、无锡、南昌、沈阳	衢州、淮安、秦皇岛、廊坊、中山、惠州
优化限售		苏州、兰州、哈尔滨、青岛即墨	宜昌、绍兴、衢州、芜湖
优化限价	深圳（二手房）	郑州、长沙、天津	温州、东莞
下调房贷利率	北京、上海、广州、深圳	苏州、郑州、南京等	秦皇岛、保定、大同、晋中、朔州、吕梁、阳泉、惠州、佛山、徐州等
降低首付比例		重庆、南宁、福州、兰州、贵阳	蚌埠、菏泽、赣州、驻马店、佛山、南通、温州、北海、晋中、唐山、自贡、绵阳、安顺、南平、宜昌、荆门、湖州、资阳、台州、丽水、盐城、龙岩、常德、宜春等
延长贷款时间		辽宁全省	丽水
调整住房公积金		辽宁全省、福州、无锡、长沙、银川、苏州、宁波、南京、贵阳、南昌、福州、青岛、济南、兰州、昆明、天津	荆门、株洲、鹰潭、常德、银川、宣城、焦作、濮阳、驻马店、东莞、中山、达州、九江、晋中、唐山、自贡、绵阳、安顺、南平、资阳、上饶等
购房补贴	上海金山	昆明、大连、兰州、合肥、郑州、苏州、长沙	南平、资中、宜昌、江门、常熟、常德、张掖、佛山、南通、玉林、湖州、泸州、资中、惠州、怀化、珠海、绍兴、绵阳、岳阳、上饶、南阳、黄石等
地下空间现售			衢州
对购房减税降费		郑州	
调整土地出让规则		郑州	武夷山、常德、扬州
给予地产企业支持		郑州、苏州	武夷山、安顺、昆明、常德、盐城

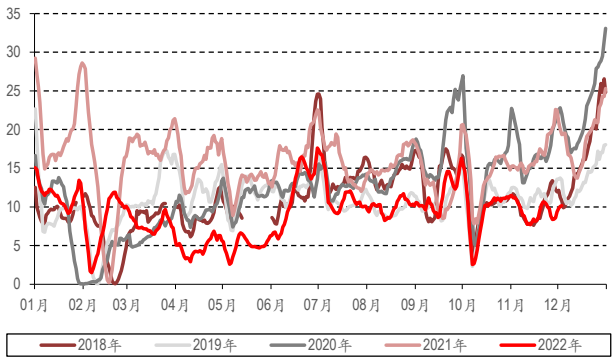
资料来源：各地政府网站，中银证券

图表 12.“因城施策”带来的销售恢复并不明显（万方）



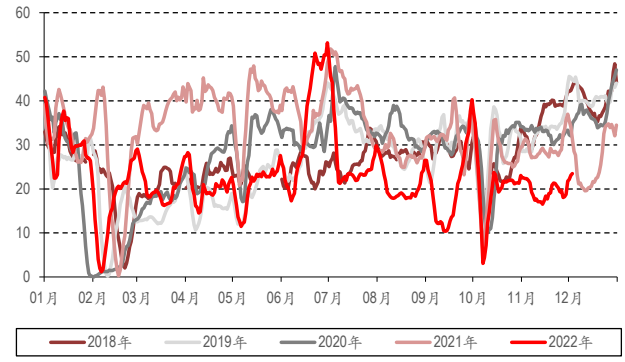
资料来源：万得，中银证券

图表 13.一线城市表现弱于往年（万方）



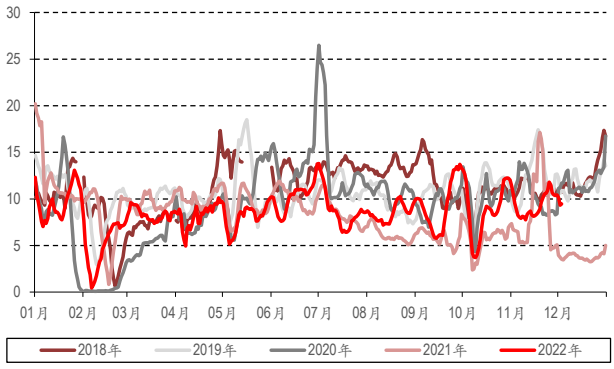
资料来源：财政部，中银证券

图表 14.二线城市销售波动更大（万方）



资料来源：万得，中银证券

图表 15.三线城市表现相对较好（万方）

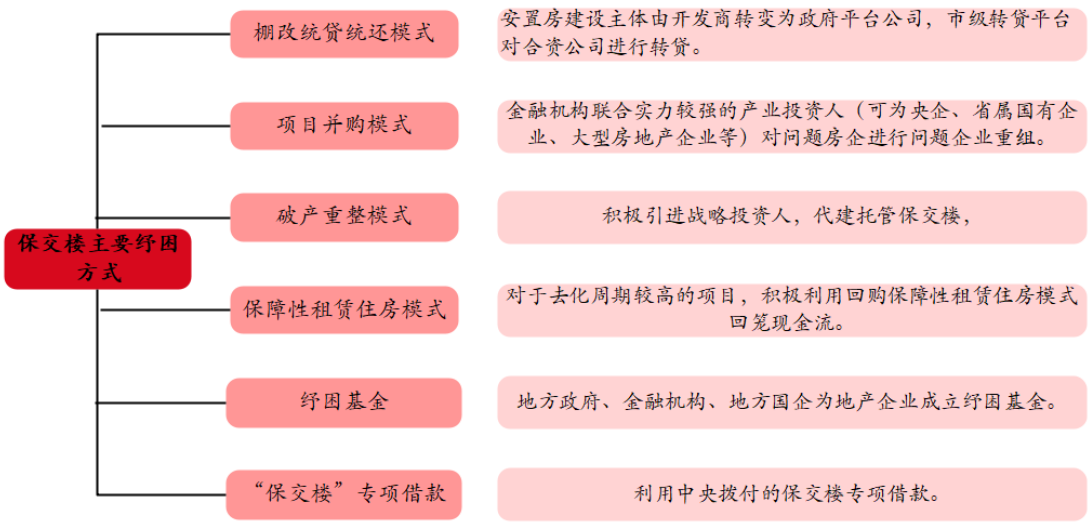


资料来源：财政部，中银证券

“保交楼”后竣工数据率先止跌，11 月政策进一步推进资金宽松。7 月地产“停贷断供”事件后，政策加强引导金融机构市场化参与风险处置，7 月政治局会议更是将“稳住房地产市场”的表述放到了“房住不炒”之前。在政策引导的保交楼下，竣工数据同比降幅逐渐收窄，竣工成为地产链条最先表现出改善的环节。

保交楼的本质是保民生，并非保市场主体。保交楼的执行思路在于“救项目”而非“救企业”。“保交楼”主要方式为市场化激活社会资本，而并非直接的政府托盘接管。因此**资金问题仍然是“保交楼”的核心问题。**具体执行上，保交楼的资金往往需要政策性借款支持、或金融机构和国企借款，而借款资金的来源有涉及到金融机构、上下游企业的协商问题。**对于包括建材企业在内的上下游供应商，保交楼项目的盈利能力或远不如其他项目。但另一方面，保交楼如果落实到位，可以切实改善居民对住房交付的预期，有利于地产销售的恢复。**

图表 16. 保交楼的主要纾困方式一览



资料来源：中国房地产数据研究院，郑州市政府，中银证券

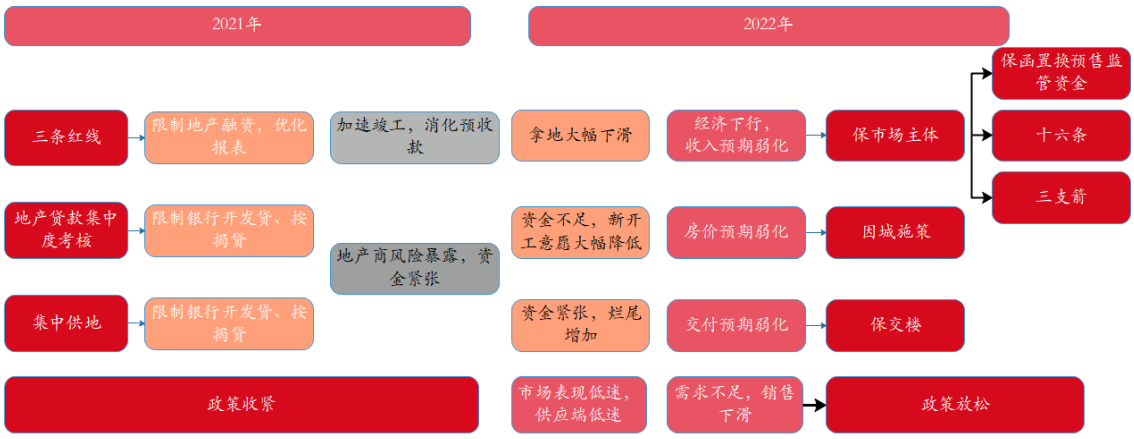
图表 17. 保交楼政策梳理

时间	部门	内容
2022-11-21	央行	人民银行正就保交楼贷款支持计划具体操作方案向银行业内征求意见。人民银行将通过保交楼贷款支持计划**向全国性银行提供总额 2000 亿元的资金支持**，激励银行向已售逾期难交付住宅项目新发放贷款。
2022-10-6	郑州	郑州全市排查的 147 个已售停工、半停工项目已有 145 个实现全面、实质性复工。
2022-9-22	国开行、沈阳	国开行向沈阳支付全国首笔“保交楼”专项借款，支持辽宁“保交楼”项目。
2022-9-19	绍兴	开发企业必须将楼体封顶之后银行才能放款，此前审批通过的暂时不放。要求楼盘封顶后购房者申请的贷款才开始发放、开发商才能收到购房全款
2022-9-16	西安	9 月 16 日，西安市住建局组织召开部分延期项目交房动员会。会议通报了近期“保交楼”工作进展情况。9 月、10 月西安市共计 11 个项目**将计划陆续交付 5800 余套**。
2022-9-17	郑州	**“大干 30 天，确保全市停工楼盘全面复工”**保交楼专项行动实施方案文件，强调严禁出现弄虚作假进行表演式复工或阶段式象征性复工;出险房企方面，要归还挪用资金;政府方面要加强资金监管;本着应破尽破的原则，鼓励开发企业尽快向法院申请破产，
2022-8-19	央行	住建部住房和城多建设部、财政部，人民银行等有关部门近日出台制场，完着政策工具箱，通过政策性银行**专项借款（2000 亿元)**方式支持已售逾期堆交付住宅项目建设交付，
2022-8-18	合肥	依法依规办，对查实存在有明显质量问题、违规销售、抽挪资金、虚假宣传、超容减绿、故意“**躺平等行为的，严格依法依规处置**，及时向社会公开曝光。对查实没有主观故意问题但存在暂时困难的，要全力助企纾困。
2022-8-6	青岛	开发企业必须将**楼体封顶之后银行才能放款**，此前审批通过的**暂时不放**。要求楼盘封顶后购房者申请的贷款才开始发放、开发商才能收到购房全款。
2022-7-28	政治局会议	要**稳定房地产市场**，坚持房住不炒定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求压实地方政府责任，保交楼、稳民生。

资料来源：中国政府网，银保监会，央行，各地住建厅、住建局，中银证券

保市场主体，保信用更有助于推动市场修复。前文我们提到，压制潜在购房需求的三座大山分别是收入预期、房价预期、交付预期。并且前述的“因城施策”放宽限购的政策对于二三线城市的效果并不好。一方面，“因城施策”放宽限购、或者给予补贴优惠等形式并未实质改善三座大山中的任意一座，而二三线城市被限售抑制的需求并不占大头，短期的优惠又容易造成越晚买越划算的矛盾心态。因此“因城施策”放宽二三线、四线城市的限售政策的效果并不明显。房地产需要的是融资端能够恢复，信用与市场主体能够维护，居民的购房信心才能切实恢复。

图表 18. 2021-2022 年政策由紧到松



资料来源：中银证券绘制

十一月以来，政策重心终于落到了融资放宽。十一月，“三支箭”、“十六条”、置换预售监管资金等政策陆续出台，这意味着地产链的调控政策从解绑刺激销售向融资端放松转变，信用端的放松更有利于地产产业链周期轮动的恢复，有利交付预期改善，从而改善居民购房意愿。

图表 19. 11 月以来地产政策终于向融资端宽松

时间	部门	内容	详细内容
2022/11/11（11 月 21 日正式发布）	央行、银保监会	**促进融资（十六条）**	发布《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》（"十六条"）。一是，保持房地产融资平稳有序；二是，积极做好"保交楼"金融服务；三是，积极配合做好受困房地产企业风险处置；四是，依法保障住房金融消费者合法利益；五是，阶段性调整部分金融管理政策；六是，加大住房租赁金融支持力度。
2022/11/14	银保监会、央行、住建部	**促进融资**	发布《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》，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。
2022/11/21	金融街年会	**促进融资**	要密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资。
2022/11/21	央行、银保监会	**促进融资**	人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，会上央行拟发布保交楼贷款支持计划；至 2023 年 3 月 31 日前，央行将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。

资料来源：各部门官网，财联社，中银证券

图表 20. 第一支箭近期主要表现为各大行对地产融资的支持（信贷）

	主要内容
工商银行	向万科、金地、绿城、龙湖、碧桂园等 12 家全国性房地产企业提供意向性融资 6550 亿元。
邮储银行	与万科、龙湖、绿城等提供 2800 亿元意向性融资
中国银行	与万科集团、碧桂园、龙湖集团、中海发展、华润置地、招商蛇口、金地集团、绿城中国、滨江集团、美的置业等十家房企签署《战略合作协议》，提供意向性授信金额合计超 6000 亿元。
交通银行	与美的置业和万科分别签署全面战略合作协议，为其分别提供 200 亿元和 1000 亿元的授信额度。
建设银行	与 8 家房企开展全方位合作，其中包含央企(中建交)、地方性国企(越秀) 和民营房企(万科龙湖、大华等)。
农业银行	与 5 家房企围绕商品房、保障房、城市更新等重点领域进一步加深合作。
兴业银行	分别与万科集团、中海地产、绿城中国、龙湖集团、滨江集团、建发地产、国贸地产、象屿地产厦门安居控股、福州左海控股等 10 家房地产企业签订战略合作协议，合计提供意向性融资总额达 4400 亿元。
中信银行	分别与中海地产、招商蛇口、绿城集团、建发房产集团、华侨城集团、大悦城集团、龙湖集团、滨江集团、碧桂园集团、美的置业等 10 家房地产企业签订“总对总”战略合作协议。根据合作协议，中信银行将为房地产企业提供综合金融服务，重点围绕房地产开发贷款、并购贷款、债券承销与投资、预售资金监管保函、内保外贷等业务领域，满足企业合理融资需求。

资料来源：财联社，中银证券

图表 21. 交易商协会提出“第二支箭”延期并扩容（债券）

日期	单位	事件
2022-11-08	交易商协会	继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。支持民营企业发债融资。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。
2022-11-10	龙湖集团	交易商协会受理龙湖集团 200 亿元储架式注册发行。
2022-11-15	美的置业	交易商协会受理美的置业 150 亿元储架式注册发行 龙湖集团已完成 200 亿元中票注册。
2022-11-17	新城控股	交易商协会受理新城控股 150 亿元储架式注册发行。
2022-11-22	万科	万科拟报送 280 亿元储架式注册发行计划，同时，金地（集团）股份有限公司也向交易商协会递交了 150 亿元储架式注册发行申请。
2022-11-23	交易商协会	中债增进公司在民企债券融资支持工具（“第二支箭”）政策框架下，出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行 20 亿元、15 亿元、12 亿元中期票据，后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。

资料来源：交易商协会，中银证券

图表 22. 证监会决定在股权融资，“第三支箭”（股权融资）

措施	内容
一、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，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。
二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资	允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。允许其他涉房上市公司再融资，要求再融资募集资金投向主业。
三、调整完善房地产企业境外市场上市政策	与境内 A 股政策保持一致，恢复以房地产为主业的 H 股上市公司再融资；恢复主业非房地产业务的其他涉房 H 股上市公司再融资。
四、进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用	会同有关方面加大工作力度，推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行，努力打造 REITs 市场的“保租房板块”。鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施 REITs，或作为已上市基础设施 REITs 的扩募资产。
五、积极发挥私募股权投资基金作用	开展不动产私募投资基金试点，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金，引入机构资金，投资存量住宅地产、商业地产、基础设施，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：证监会，中银证券

三箭已齐发，地产融资迎来较大宽松。11 月以来地产融资已三箭齐发。地产三支箭分别是信贷、债券、股权。11 月初交易商协会推进并扩大民营企业债券融资支持工具是第二支箭（债券）；上周中农建交工邮六大行分别向万科、金地、绿城、保利、龙湖、碧桂园、美的置业等房企提供意向性融资额度是第一支箭（信贷）；证监会表态优化股权融资则是第三支箭（股权）。一个月内三箭齐发，地产融资政策宽松已基本落到实处。三箭齐发意味着地产宽松政策大方向持续，具体内容从“保销售”、“保交楼”传导到了“保融资”、“保市场主体”或更能稳定居民购房预期，促进地产销售恢复。

融资宽松对建材链条的影响主要在三。1.房企融资恢复，资金链改善，偿债能力能够增强。前期建材行业暴露的应收账款坏账风险或能够减轻，未来建材板块计提减值规模或缩小，甚至能有冲回，行业现金流或能改善。2.地产融资恢复带动购房预期改善，销售恢复后，大 B 端建材龙头或能从持续的压力中恢复，表现出业绩和估值的双重弹性。3.大 B 端修复后，B 端对 C 端的挤压或能够减轻，C 端亦能迎接竞争减弱带来的修复。

仍应注意短期博弈的本质并未改变。本轮行情的博弈的本质仍然在于两点：1.持续承压下低估值修复；2.政策带来的强修复预期与仍然弱势的现实之间的博弈。此轮政策宽松对建材行业的业绩、现金流的影响如何传导仍存在不确定性。另外需注意：1.三箭齐发后，地产政策进一步宽松的余量已逐渐减小，若此轮政策仍不能带来地产销售的恢复，后续承压或更久。2.压制地产销售的三大因素在于居民收入预期、房价增长预期、房屋竣工交付预期，这三大预期的不确定性若不能消散，地产销售恢复节奏仍将较为缓慢。具体分析，竣工交付可以通过政策干预针对性完成竣工，但居民收入预期和房价增长预期的改善是中长期逻辑，并非短期政策可以解决的问题。

后续看法：政策到位，是时候期待基本面了

政策信号意义强，政策余量空间缩小。11 月地产政策已从“稳销售”向“保信用”、“保主体”转移，信号意义很强。三箭齐发后，政策工具箱已基本打开，我们预计后续的政策发力点将是落实好已有的三支箭等，新的政策余量或有限，接下来的关注点应从政策转移到地产链条的基本面上。

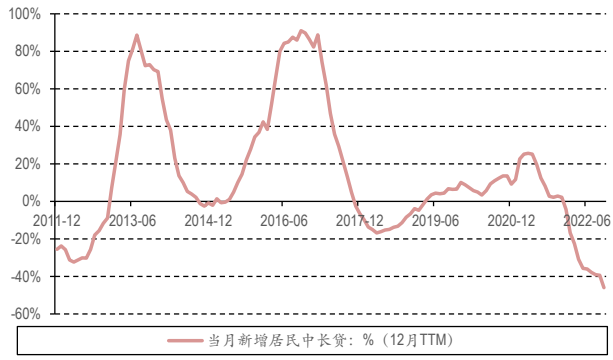
修复路径假设：偿债能力增强，新一轮投资或仍需等待。我们认为地产商在这轮资金修复后，将按照保交楼、偿债、补流的顺序开展，但进一步开始新一轮投资的时间或仍然需要等到地产销售恢复后。

图表 23. 地产建安投资下滑幅度较大，明年或企稳修复



资料来源：万得，中银证券

图表 24.居民中长期贷款增速仍然在探底



资料来源：万得，中银证券

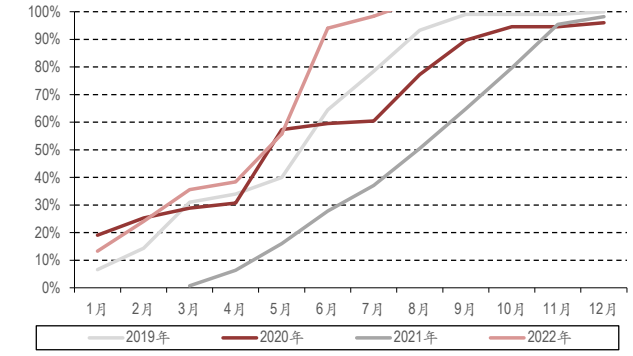
若地产投资与销售恢复不到位，需注意风险。地产政策如何演绎到基本面存在不确定性，传导到建材行业不确定性更大；而市场在等待地产复苏一年之后终于迎来融资政策宽松。虽然市场愿意给予政策一定的短期的估值溢价，但考虑后续政策进一步刺激空间小，基本面的恢复已成为更关键的指标。若地产投资与销售不能恢复，这轮政策宽松带来的建材板块上涨或存在回撤风险。

基建：仍然是稳增长重要的托底工具

2022 年基建投资增速较高，但实物工作量的落地相对缓慢

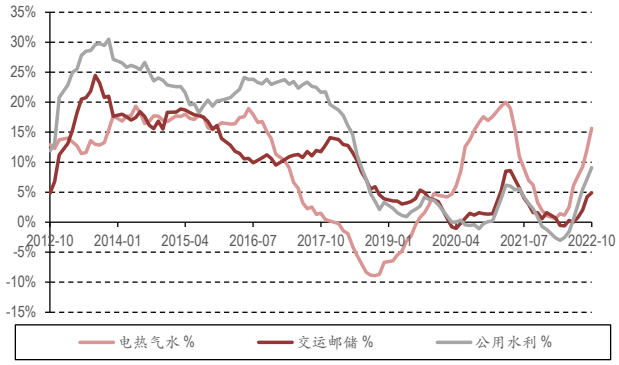
财政前置，基建投资增速较高。2022 年地方政府财政支出显著前置，专项债早发行、早使用的背景下，基建表现出较强的增长速度。1-10 月基建投资累积增速达到 11.39%，分项看电热气水、交运邮储、公用水利分别累积同比增长 18.90%、6.30%、12.60%。

图表 25. 今年专项债发行明显前置



资料来源：万得，中银证券

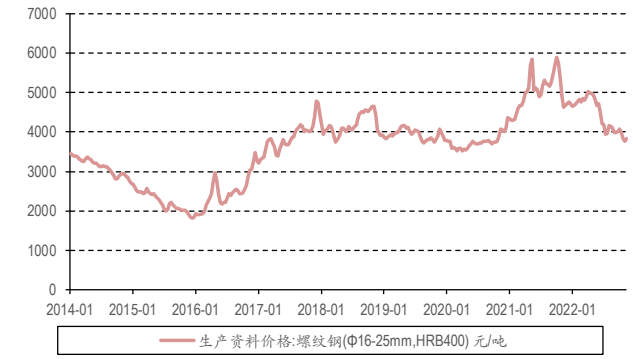
图表 26.基建投资增速大幅上扬



资料来源：财政部，中银证券

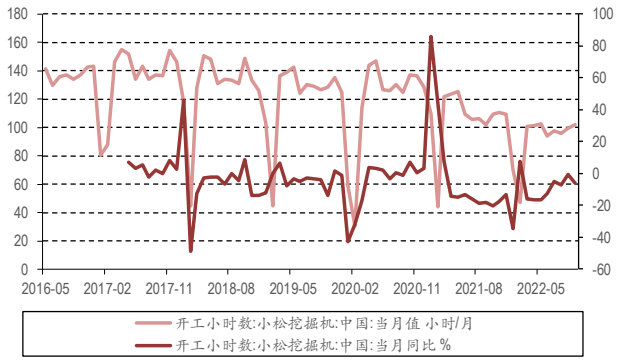
基建相关的实物工作量有改善迹象，但仍相对较慢。在高增速下，与基建相关的实物工作量仍然表现较弱。

图表 27. 螺纹钢价格环比小幅下降



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 挖掘机开工小时数环比慢恢复（小时数左轴）



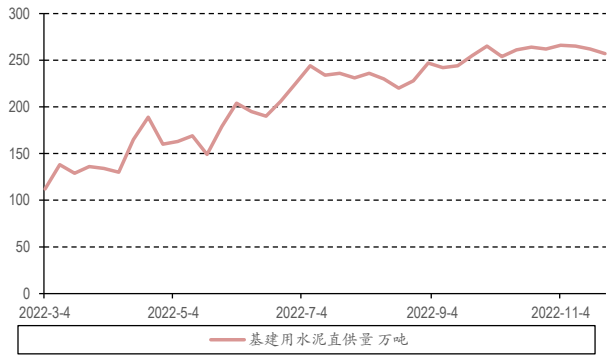
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 沥青开工率数环比慢恢复（小时数左轴）



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 基建用水泥直供量总体平稳



资料来源：钢联数据，中银证券

2023 年基建投资的重要性仍然较高，但托底或难成拉动

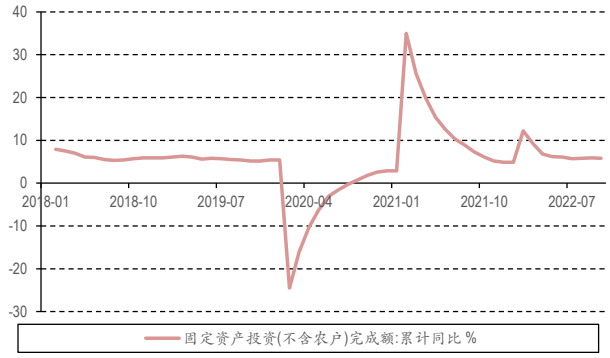
消费不确定性高，出口下滑，投资仍然重要。明年作为二十大后的第一年，稳增长的重要性仍然未改变。三季度以来外需疲软导致出口增速回落，而疫情的多点散发抑制了消费，社零增速也开始下滑。从三驾马车的角度来说，2023 年经济增长过程中，投资的托底作用仍然非常重要。

图表 31.社零与出口增速均下滑（当月同比）



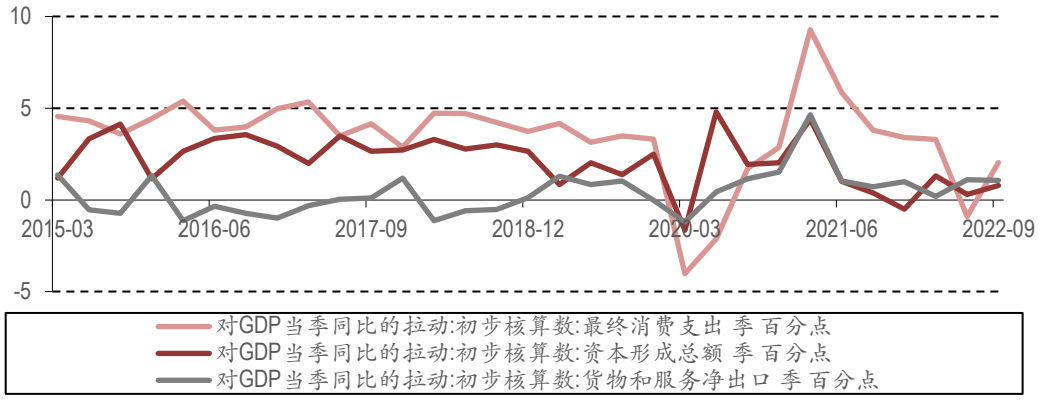
资料来源：Ifind，中银证券

图表 32. 固定资产投资完成额仍保持增长



资料来源：Ifind，中银证券

图表 33. 投资仍需要发挥重要作用



资料来源：Ifind，中银证券

图表 34. 近期基建相关政策梳理

日期	部门/会议	内容
2022-11-18	财政部	强化隐性债务风险防控，推动 PPP 规范发展。
2022-11-16	发改委	利用盘活专项债务限额存量相关资金支持重大项目建设。
2022-11-9	发改委	推进政策性开发性金融工具已签约投放项目加快开工建设，做好项目储备工作。从提高审批效率、加快资金投放，转向督促加快项目开工建设、**形成更多实物工作量**上来，进一步做好项目储备和项目前期工作，为明年扩大有效投资打好基础
2022-11-7	发改委	用好政府出资产业引导基金，加大对民间投资项目的支持力度。国家发改委发布“关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见”。指出支持民间投资参与 102 项重大工程等项目建设。
2022-8-24	国常会	明确在 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。
2022-7-1	国常会	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，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。
2022-6-1	国常会	对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。

资料来源：中国政府网，发改委，财政部，中银证券

财政资金仍然是最大考验。财政预算中用于基建投资的部分，通常主要由一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保障基金预算构成。一般公共财政收入与税收有着直接的关系。今年以来地方政府资金相对紧张，主要原因是疫情阻碍企业经营，所得税收入下降、留抵退税影响，土地出让大幅减少也减少了收入。展望明年，疫情的不确定性仍在、土地出让或仅能在今年低基数下出现边际变化，难以恢复至过去水平，地方政府财政收入或不会改善太多。**政策性开发金融工具与专项债资金仍是重点。**

图表 35.公共财政收入下滑较多



资料来源：Ifind，中银证券

图表 36. 土地出让收入与支出均下滑较多



资料来源：Ifind，中银证券

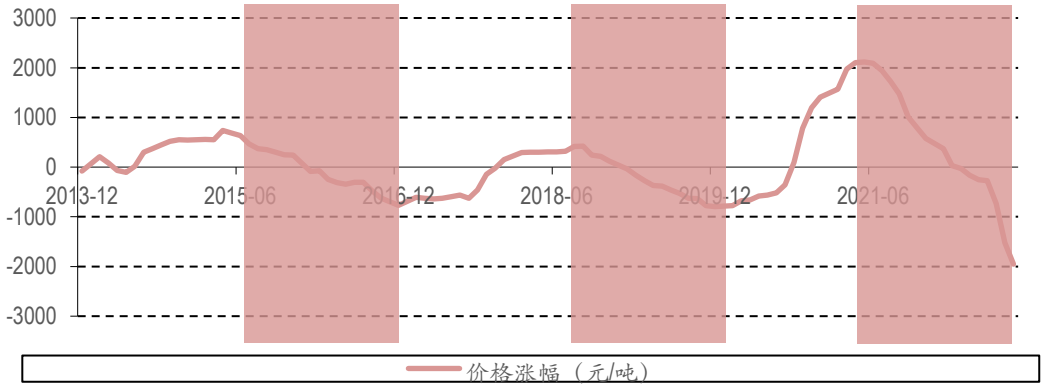
预计明年基建投资仍能部分支撑建材需求。今年高基数下，预计明年基建投资将相较今年有所下滑。但相较于基建投资增速表现，**明年基建相关的实物工作量能有多少落地或更加重要**，今年滞后的实物工作量也有望在明年逐步落地。

玻纤：库存、产能、价格与估值的多重拐点

周期底部信号强

历经调整，玻纤已处于底部。经历 2020-2021 年这一轮历史最长的景气周期之后，玻纤行业已经历经较长时间的调整。以同比价格涨跌幅为轴测算，玻纤的每轮周期顶部到底部均经历 18 个月左右。从 2013 年底开始计算的三个下行区间与三个上涨区间的周期长度，均是 18 个月左右。而此轮由 2021 年 5 月同比涨幅达峰至今，也已有 16 个月时间，玻纤价格周期或在未来 2-4 个月时间内见底回升。除了机械的周期推演之外，玻纤行业的基本面也给出了见底的信号。

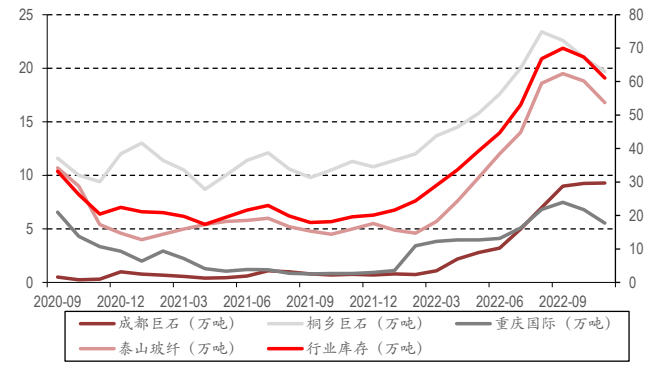
图表 37. 玻纤价格波动周期或已达到底部



资料来源：卓创资讯，中银证券

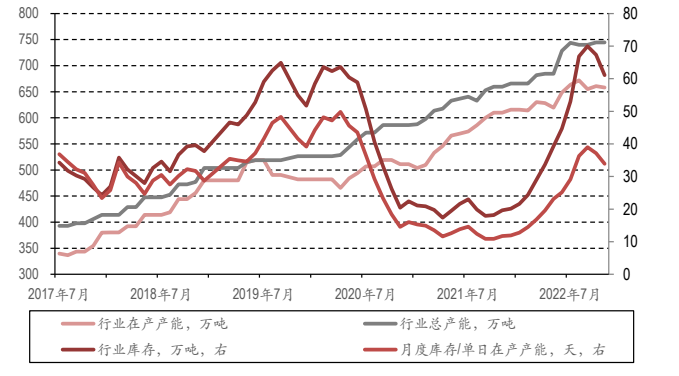
周期见底信号 1：库存拐点。根据卓创资讯，11 月玻纤行业库存 61.1 万吨，环比减少 9.3%/6.2 万吨；库存天数 33.9 天，环比减少 8.9%/3.3 天。行业延续 10 月趋势继续去库，中国巨石、重庆国际、泰山玻纤、长海股份库存均下降。自 2021 年 10 月库存开始，至 2022 年 10 月降库止，玻纤行业已经历整一年的累库周期，8 月以来终于迎来产销平衡，10 月与 11 月终于见到库存的拐点。我们预计未来 1-2 个季度库存或继续保持下降趋势，为后续推动涨价创造条件。

图表 38.各区域玻纤库存多有下降趋势（行业库存右轴）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 39. 库存天数已连续两个月下降



资料来源：卓创资讯，中银证券

库存拐点预示行业供需平衡初获修复，持续关注需求复苏动态：四季度，国内供给冲击边际减弱，近期风电、基建等领域需求逐步恢复，下游存备货需求，玻纤需求获得一定支撑。中长期视角来看，在双碳大背景下，风力发电、新能源汽车、以及绿色节能建材等市场将持续带动玻纤需求，市场前景广阔。

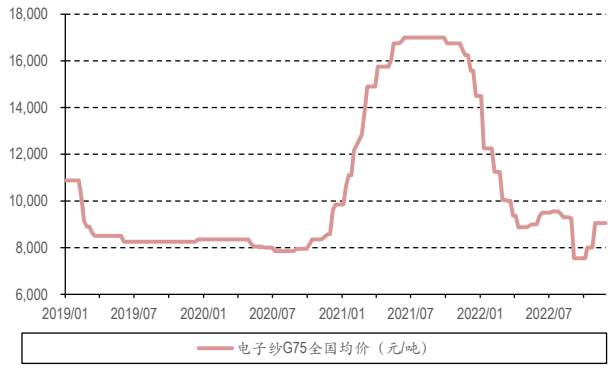
周期见底信号 2：价格拐点。11 月玻纤月均价已环比上涨，根据卓创资讯，国内玻璃纤维池窑企业主流产品 2400tex 无碱缠绕直接纱出厂均价为 4,120.75 元/吨，较 10 月均价 4,054.13 元/吨已上涨 66.62 元/吨。玻纤月均价格自 2021 年 11 月下跌后，首次月环比上涨。电子纱价格已环比上升，根据卓创资讯，11 月电子纱市场价格延续上涨态势，月初各池窑厂报价较前期上涨 1000-1200 元/吨不等，且新订单价格均已执行。

图表 40.玻纤价格出现止跌回升趋势



资料来源：卓创资讯，中银证券

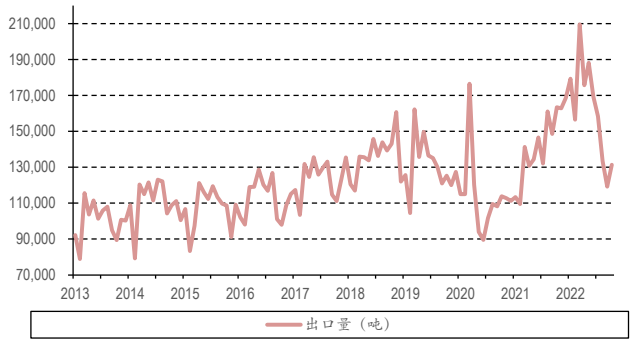
图表 41. 电子纱价格亦止跌回升



资料来源：Ifind，中银证券

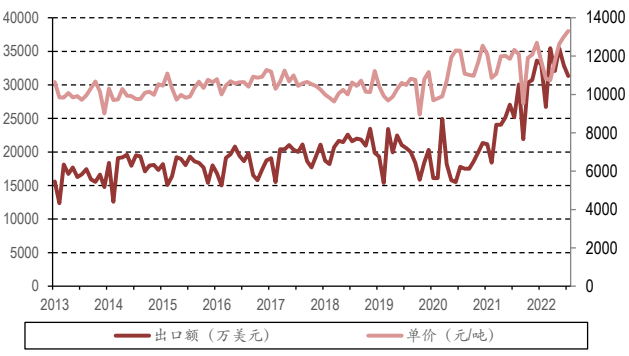
见底信号 3：出口改善。根据卓创资讯，10 月我国玻纤出口 13.1 万吨，环比增加 10.2%，出口环比在连续四个月下跌后首次回升；出口金额 2.4 亿美元，环比增加 0.2%。

图表 42.10 月玻纤及制品出口量环比回升



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 43. 10 月玻纤出口金额止跌（单价右轴）



资料来源：卓创资讯，中银证券

产能冲击减少，供给压力减轻

2021-2022 年新点火产线较多，23 年新增供给减少：据卓创资讯数据，2021 年国内主要玻纤企业新增产能 78 万吨，点火产能中下半年点火的约占一半，经历产能爬坡后于 22 年上半年实现满产；新增产能中无碱粗纱 45 万吨，短切原丝 15 万吨，电子纱 18 万吨。今年已点火新增玻纤产能约 85 万吨，考虑大部分产能于 5-6 月释放，且产能爬坡需要约一个月时间，实际新增有效产能将较可控。今年主要的产能冲击来自 21 年新增产能及冷修扩产产能的产能爬坡，经我们测算这两部分的产能冲击**合计约为 65 万吨**，该部分的产能冲击已基本完成，22 年新增产能带来的产能冲击约为 **35 万吨**。中国巨石、泰山玻纤、山东玻纤、长海股份等龙头公司今年均公告了大幅扩产的计划，但根据目前的建设进度，预计 23 年能投产的新产线较少。

图表 44.2022-2023 年新增产能及其他在建拟建产能（万吨）

2022 年新增产能					
点火时间	公司	产线名称	产能	产品	产能冲击
2022/1/10	建滔化工	新建线 6 线	6.0	电子纱	5.0
2022/3/28	邢台金牛	4 线	10.0	无碱粗纱	6.0
2022/5/20	四川裕达	1 线	3.0	无碱粗纱	1.5
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15.0	短切纱为主	7.5
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10.0	电子纱	3.0
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10.0	无碱粗纱	4.0
2022/6/29	重庆国际	F12	15.0	无碱粗纱	5.0
2022/7/8	四川威远	泰国 1 线	5.0	无碱粗纱	2.0
预计年内投产	江西元源	2 线	8.0	无碱粗纱	1.0
预计 2022 年年底投产	中国巨石	九江 3 线	20.0	高强高模玻纤	0.0
预计 2022 年年底投产	中国巨石	埃及 4 线	12.0	无碱粗纱	0.0
国内合计			85.0		33.0
合计			102.0		35.0
其他在建拟建产能					
建设进展	**公司**	**产线名称**	**产能**	**产品**	
在建	长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	60.0	无碱玻纤粗纱	
具体点火时间暂不确定	安徽丹凤	3 线	2.0	电子纱	
准备募资	邢台金牛	5 线	15.0	无碱粗纱	
准备募资	邢台金牛	6 线	15.0	无碱粗纱	
预计 2023 开工、2024 投产	中国巨石	九江 4 线	20.0	无碱粗纱	
2022 年 6 月 24 日公告	山东玻纤	目标“十四五”末玻纤产能达 100 万吨			
20.5 万吨产能已点火	重庆三磊	高性能玻纤生产基地	50.0	无碱粗纱、短切毡	
2022 年 6 月 30 日公告	泰山玻纤	高性能玻纤智能制造生产线	30.0		

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

预计 2022-2023 年会有较多产能逐步进入冷修期：长时间的高温连续生产会使得产线老化，一般玻纤池窑的窑龄期是 8-10 年。全行业 2010 年以来经历了两轮产能投放。第一次是 2013-2014 年，国内池窑集中冷修进行第一次升级换代，至今已有 8 至 9 年；第二次产能投放是 2017-2018 年玻纤产能景气度高点，国内众多厂商投入较多产能，距今 4 至 5 年。2019-2020 年上半年由于玻纤行业景气度处于低点，产能投放数量比较少。随着 2013-2014 年投产的产能窑龄逐步到期，行业内将会有较多产能需要进行冷修。2021 年主要玻纤厂商共有 7 条线合计 31 万吨产能进入冷修，冷修后新增产能 14 万吨，我们测算冷修带来的产能增量与减量恰好相抵，并未带来全年产量的变化。根据卓创资讯数据结合我们判断，我们预计 2022-2023 年国内主要厂商还将有 13 条线共计 93 万吨产能进入冷修。据卓创资讯数据，截止 2022 年 11 月，今年国内已有 6 条线共计 34.3 万吨产能进入冷修。

图表 45. 2022-2023 年冷修/拟冷修产能（万吨）

企业	产线	前	后	产品品类	冷修时间	建设期	新产能	22 年冲击
中国巨石	1 线	8.0	10.0	无碱粗纱	2021 年 8 月公告，待定	1 年	2.0	(1.0)
中国巨石	3 线	12.0	20.0	无碱粗纱	2022 年 4 月公告，待定	1 年	8.0	(2.0)
中国巨石	6 线	4.0	5.0	无碱粗纱（环保废丝）	2021 年 3 月公告，待定	6 个月	1.0	(0.0)
中国巨石	九江 3 线	12.0	20.0	无碱粗纱	计划 2023 年春节后	6 个月	8.0	(0.0)
中国巨石	埃及 1 线	8.0	12.0	无碱粗纱	2022 年年底埃及 4 线投产后	6 个月	4.0	(0.0)
重庆国际	长寿 F10B	12.0	15.0	风电纱	预计 2022 年年末	1 年	3.0	(2.0)
山东玻纤	沂水 5 线	6.0	17.0	无碱粗纱（ECER 数字化产线）	2021 年 12 月公告，待定	1 年	11.0	(1.0)
泰山玻纤	邹城 4 线	6.0	12.0	无碱粗纱	2022 年 5 月开始冷修	1 年	6.0	(4.0)
泰山玻纤	邹城 1 线	1.5	0.0	无碱粗纱	2022 年 2 月 2 月	停产	0.0	(1.5)
中国巨石	2 线	12		无碱粗纱	2022 年 9 月下旬			(3.0)
中国巨石	攀登 2 线	3.0	5.0	电子纱	2022 年 7 月	1 年	2.0	(1.0)
昆山必成	3 线	3.8		电子纱	2022 年 4 月 30 日			(2.5)
重庆国际	大渡口 F02	5.0		无碱粗纱	2022 年 9 月 18 日前后			(1.3)
合计	13	93.3						(16.8)
国内合计	12	85.3						(16.8)

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

2023 年实际产能冲击较 2022 年减少 16.3 万吨，降幅 20%。根据卓创资讯及我们的测算，综合考虑冷修及产能投放，我们测算 2022 年玻纤行业实际的产能冲击约 81.3 万吨，而 2023 年的产能冲击约 65 万吨，降幅 20%。明年供给端压力边际减轻的确定性较强。

图表 46.2023 年产能冲击较 2022 年下降

2022 年产能冲击（万吨）		2023 年产能冲击（万吨）	
2021 年新增产能	48.8	2022 年新增产能	65
2021 年冷修产能	14.3	2022 年冷修产能	13
2022 年新增产能	35.0	2023 年新增产能	22
2022 年冷修产能	(16.8)	2023 年冷修产能	(35)
合计	81.3	合计	65

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

2022-2023 年：下游领域共振向上，带动玻纤需求

建筑领域玻纤需求占比最大，玻纤渗透率有望提升。玻纤下游需求中，建筑建材领域对玻纤的需求最大。玻纤在建筑领域主要应用于 GRC 板、保温板、防火板、吸音材料、承重构件、屋面防水、膜结构等，涉及建筑承重、加固、装修、防水、保温、隔音、防火等各方面场景。该类材料可靠性、节能效果更为持久，表面防渗抗裂效果好，能适应于环保以及饰面工艺的多样化。

预计 2022-2023 年建筑领域玻纤需求保持稳定增长。考虑建筑业仍是稳增长的重要推动，仍将在今明两年发挥重要作用，我们预计 2022-2023 建筑业产值增速将分别在 5%、3%左右。单位产值玻纤需求量受益于绿色建筑的进一步推广，有望逐步增加。中性假设下，我们认为 2022-2023 年建筑领域玻纤需求量分别为 181.5、190.8 万吨，需求增速分别为 6.8%、5.1%，保持稳健增长。

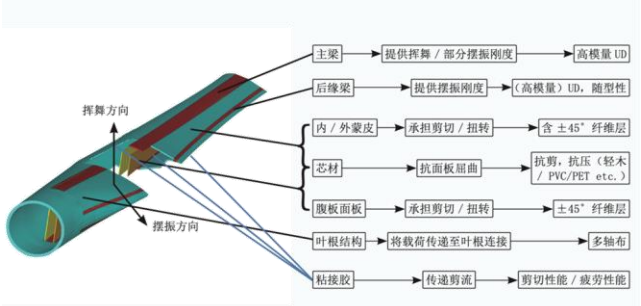
图表 47. 2021-2022 年建筑领域玻纤需求量测算

		2020	2021	2022E	2023E
建筑业产值	万亿元	26.4	29.3	30.8	31.8
单位消费量	吨/亿元	5.7	5.8	5.9	6.0
消费量测算	万吨	150.4	169.9	181.5	190.8
需求增速	%		13.0	6.8	5.1

资料来源：国家统计局，中国纤维复材网，中银证券

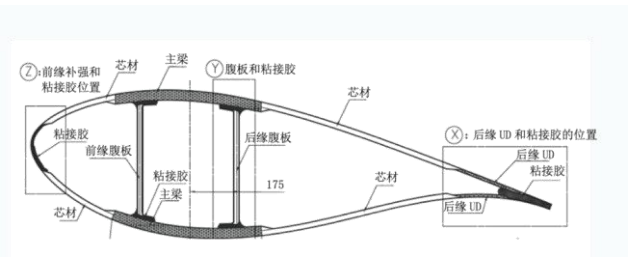
玻纤在风电中的应用主要是作为复合增强材料应用在叶片中，据《复合材料选材对风电叶片气动设计的影响研究》（丁崧 、李成良、毛晓娥），风电叶片中的玻纤规格类型根据玻纤使用位置不同而有所区别，如主梁和后缘梁起到承载的作用，力学性能要求高，需要使用高模量单向织物。根据明阳智能招股说明书，保守估计**单位 GW 风电装机所需玻纤用量在 1 万吨左右**。

图表 48.叶片结构与选材（长度方向）



资料来源：《复合材料选材对风电叶片气动设计的影响研究》（丁崧、李成良、毛晓娥），中银证券

图表 49.叶片结构与选材（截面方向）



资料来源：《复合材料选材对风电叶片气动设计的影响研究》（丁崧 、李成良、毛晓娥），中银证券

预计 2022-2023 年风电领域玻纤需求持续旺盛： 2020 年全国出现新一轮风电抢装潮，年内风电新增装机量达到 71.7GW，创下历史新高。2021 年，新增装机量回落较明显。据中银证券机械组预测，2022、2023 年我国风电装机量为 50GW、75GW。对应 2022-2023 年玻纤需求量约为 50、75 万吨，增速分别为 8.2%，50.0%。

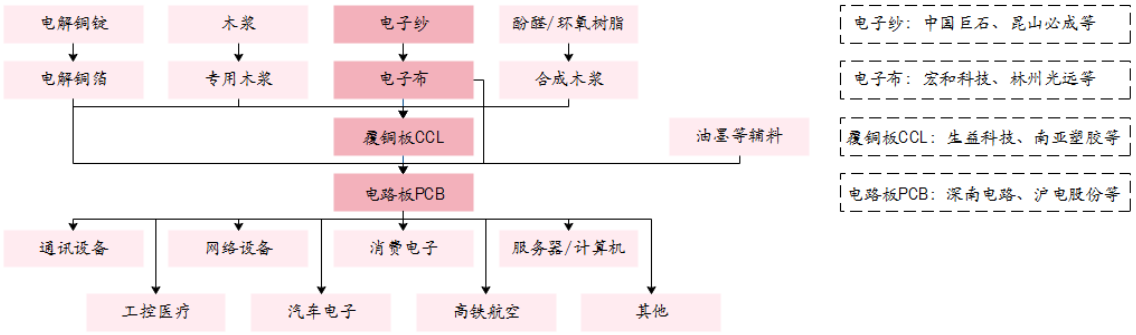
图表 50.2021-2022 年风电领域玻纤需求量测算

		2020	2021	2022E	2023E
风电装机	GW	71.7	46.2	50	75
单位消费量	万吨/GW	1	1	1	1
消费量测算	万吨	71.7	46.2	50	75
需求增速	%		(35.6)	8.2	50.0

资料来源：国家统计局，中银证券

电子纱是重要的电路基材原料： 印制电路板(PCB)是可以让电子元件按照设计电路连接，几乎所有电子设备都需要用到 PCB，其核心基材是覆铜板(CCL)，68%的 CCL 基材为玻纤布，其上游即为电子级玻纤纱。电子纱绝缘、高强、耐热等优异性能使得其成为最主要的覆铜板基材原料。

图表 51.电子纱产业链示意图



资料来源：生益科技招股说明书，中银证券

2023 电子纱需求或恢复至 2021 年水平。下游出货量下滑，对电子纱需求减少，叠加疫情干扰的影响，2022 年电子纱需求回落，价格较高位回调较多。我们预计今年全国集成电路产量小幅回落至 3,234.87 亿块，同降 10%，对应电子纱需求 85.13 万吨。明年或能在低基数下恢复增长，达到 3,397 亿块，需求量恢复到 89.38 万吨。

图表 52. 2022-2023 年电子纱需求预测

		2020	2021	2022E	2023E
集成电路产量	亿块	2,612.60	3,594.30	3,234.87	3,397
集成电路产量增速	%	29.5	37.58	(10)	5
单位用量	万吨/亿块	1/38	1/38	1/38	1/38
需求量	万吨	68.75	94.59	85.13	89.38

资料来源：Prismark，中银证券

在汽车产销复苏以及轻量化驱动下，玻纤在汽车领域需求有望快速增长。当前我国已经实现平均百公里油耗 5.0L；我国《汽车产业中长期发展规划》中指出，到 2025 年，新车平均燃料消耗量乘用车降到 4.0 升/百公里，未来我国汽车玻纤用量仍有望增加。2021 年汽车行业复苏态势明显，年产量自 2018 年以来首次同比增长。此外，新能源汽车对于轻量化的需求更为迫切，轻量化可以增加其续航里程，从而减少动力电池更换次数、降低使用成本。据工信部数据，2021 年中国新能源汽车产量 354.5 万辆，同比增长 159.5%，新能源汽车的快速发展将持续拉动对玻纤轻量化材料的需求。我们预计百公里油耗要求趋严，单车玻纤用量将持续提升。据中银证券汽车组预测，2022-2023 年汽车产销量约为 2,743.0，2,745.0 万辆。对应玻纤用量分别为 65.8 和 71.4 万吨。

图表 53.不同国家/地区对汽车百公里油耗目标 （单位：百公里油耗 升）

国家	2015	2020	2025
欧盟	5.2	3.8	3.0
美国	6.7	6.0	4.8
日本	5.9	4.9	
中国	6.9	5.0	4.0

资料来源：中国汽车材料网，中银证券

图表 54. 2022-2023 年汽车领域玻纤需求预测

		2020	2021	2022E	2023E
汽车产量	万辆	2,522.5	2,608.2	2,743.0	2,745.0
单车用量	公斤	20	22	24	26
百公里油耗目标	L	5	4.8	4.5	4.2
玻纤用量	万吨	50.5	57.4	65.8	71.4

资料来源：《长玻纤增强聚丙烯在汽车翼子板上的应用》（李晓雄,杨小祥），《化工新材料在汽车轻量化领域的应用》（马捷，乔冰），中银证券

玻纤出口提供重要需求支撑：据卓创资讯数据，2022 年我国上半年玻纤出口量 107.9 万吨，同比增长 39.0%。我们认为此轮玻纤出口景气的主要原因是欧洲能源危机带来的欧洲本土玻纤生产成本激增，叠加欧洲本土产线窑龄较老，生产效率低于我国，带来玻纤供需缺口增加。步入三季度，全球经济下行压力持续加大，玻璃纤维及制品出口在三季度明显回落，三季度我国玻纤出口 41.1 万吨，环比二季度下降 22.9%。我们预计今年全年我国玻纤出口量能够达到 190 万吨左右，2023 年欧洲能源紧缺或持续，我国玻纤出口需求将小幅增长到 200 万吨。

预计未来 1-2 年玻纤行业需求增速仍将保持稳健增长：在综合上述几类需求进行加总，我们预计 2022 年国内需求加上海外出口需求将达到 677.4 万吨，同增 5.45%；2023 年将达到 736.6 万吨，同增 8.73%。

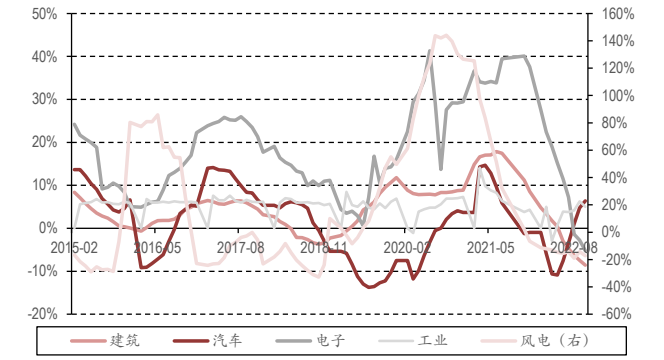
图表 55. 2022-2023 年玻纤需求预测汇总

		2020	2021	2022E	2023E
建筑	万吨	150.4	169.9	181.5	190.8
风电	万吨	71.7	46.2	50	75
电子	万吨	68.8	94.6	85.1	89.4
汽车	万吨	50.5	57.4	65.8	71.4
其他	万吨	94	103	105	110
国内消费量	**万吨**	435.4	471.1	505.7	571.9
国内需求增速	%		8.2	7.4	13.1
出口量	万吨	136.8	171.3	190	200
总需求	**万吨**	**572.1**	**642.4**	**677.4**	**736.6**
总需求增速	%		12.3	5.45	8.73

资料来源：国家统计局，中国纤维复材网，中国汽车材料网，Prismark，中银证券供需缺口有望重现

供给下，需求上，供需缺口有望重现。我们以中国巨石、泰山玻纤、重庆国际、长海股份、山东玻纤五家行业龙头的产能变化拟合玻纤供给，已建筑、风电、电子、交运以及海外需求拟合玻纤需求。回测来看，玻纤需求与玻纤价格的拟合程度较高，拟合具备一定参考价值。

图表 56.玻纤需求拆分曲线变化



资料来源：万得，中银证券

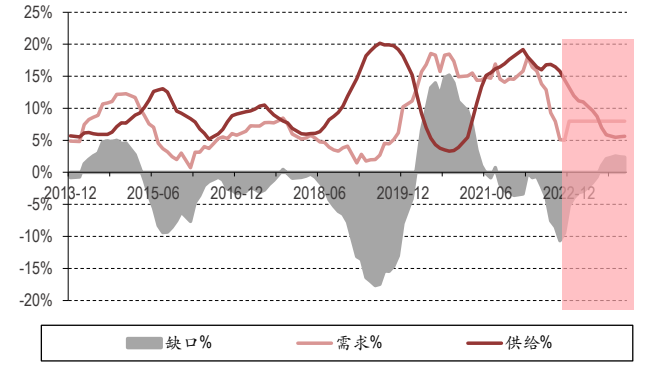
图表 57.国内外需求拟合



资料来源：万得，中银证券

按照前文测算，我们逐月预计供给增量以及需求变化。按照我们的测算，明年 1-4 月份玻纤供给增速将保持在 10%以上，二季度将逐渐回落，下半年供给增速保持在 5%左右。而需求方面则按照前文的 8.73%测算。以此测算，玻纤的供需缺口将逐渐扩大，在明年下半年维持在 3%之间。

图表 58.明年玻纤行业供需缺口或将重现



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

注：粉色阴影部分为预测数据

图表 59.历史上供需缺口领先价格涨幅 3 个月左右



资料来源：万得，中银证券

注：粉色阴影部分为预测数据

估值底位：玻纤行业估值处于历史低位，具备较高性价比

四家玻纤企业均处于近十年 10%PE 估值分位数以下。截止 12 月 7 日，中国巨石、中材科技、长海股份均处于 2000 年以来 10%估值分位数左右，行业估值低位，具备较高的性价比。

图表 60. 玻纤行业目前处于较低估值水平

	PE_TTM	PB_LF	PE 分位数	PB 分位数
山东玻纤	10.15	2.07	10.60	7.50
中材科技	12.91	2.68	6.46	51.27
长海股份	8.25	1.58	1.51	9.25
中国巨石	8.05	2.19	1.27	11.95

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 12 月 7 日

药用玻璃：2023 年或迎接供需共振

药用玻璃正处于行业升级的关键阶段。药用玻璃与我国的医药行业紧密相关，其质量好坏直接关系着药品的存储、运输以及使用的安全。过去，我国药用玻璃的质量要求长期较低，我国的药用玻璃以低硼硅与钠钙玻璃为主，其性能与质量均低于国外普遍采用的中硼硅玻璃。近年，我国陆续开始推行一致性评价、关联审批、集采等政策，主动强制推动中硼硅产品的需求提升；而在供给侧，山东药玻、力诺特玻、正川股份等公司也在积极进行中硼硅生产技术突破与产能建设。2023 年或能迎接药用玻璃行业产品升级的供需共振。

低硼硅玻璃瓶在国内更普及，中硼硅性能更好：根据含硼量的不同，药用玻璃可以大致分为，高硼硅、中硼硅、低硼硅及钠钙玻璃。其中，高硼硅玻璃的 B_2O_3 含量大于等于 12%，中硼硅玻璃的 B_2O_3 含量大于等于 8%，低硼硅的 B_2O_3 含量大于等于 5%，钠钙玻璃的含硼量小于 5%。含硼量越高，玻璃的耐火性、耐水性越强，线膨胀系数越低，化学稳定性越高。中硼硅玻璃性能显著优于低硼硅与钠钙玻璃，其玻璃管的生产工艺更加复杂，生产设备也多为进口，中硼硅玻璃管的产品单价远高于低硼硅与钠钙玻璃，毛利率也更高。

图表 61.中国药用玻璃分类国家标准及药用玻璃特征

	玻璃类型			
	高硼硅玻璃	中硼硅玻璃	低硼硅玻璃	钠钙玻璃
B203：%	>=12	>=8	>=5	<5
SiO2：%	约 81	约 75	约 71	约 70
Na2O+K2O：%	约 4	4~8	约 11.5	12~16
MgO+CaO+BaO+SrO：%	/	约 5	约 5.5	约 12
Al2O3：%	2~3	2~7	3~6	0~3.5
平均热膨胀系数：10^(-6)k（20-300℃）	3.2~3.4	3.5~6.1	6.2~7.5	7.6~9.0
121℃颗粒耐水性	1 级	1 级	1 级	2 级
98℃颗粒耐水性	HGB1 级	HGB1 级	HGB1 级或 2 级	HGB2 级或 3 级
内表面耐水性	HC1 级	HC1 级	HC1 级或 HCB 级	HC2 级或 HC3 级
B203：%	>=12	>=8	>=5	<5
SiO2：%	约 81	约 75	约 71	约 70
耐酸性能 重量法	1 级	1 级	1 级	1~2 级
耐酸性能 原子吸收分光光度法	100μg/dm²	100μg/dm²	/	/
耐碱性能	2 级	2 级	2 级	2 级

资料来源：食品药品监督管理局，力诺特玻招股书，正川股份招股书，山东药玻公告，中银证券

根据山东药玻公告，中硼硅模制瓶单位重量价格高出普通模制瓶单位重量价格 1 倍左右。其中硼硅产品毛利率更高，单位中硼硅产品带来的毛利远高于普通产品毛利，中硼硅渗透率提高有望带来更高的盈利水平。

图表 62.中硼硅模制瓶价格高于全部模制瓶

	中硼硅模制瓶	全部模制瓶(2021 年)
价格：元/吨	9,450.0	4,872.5

资料来源：山东药玻公告，中银证券

需求突破一：仿制药一致性评价推动中硼硅渗透率上升。仿制药一致性评价是指对已批准上市的仿制药按照与原研药质量和疗效一致的原则，分期分批进行质量一致性评价。 2020 年 5 月 14 日出台的《化药注射液一致性评价技术要求细则》中要求**“注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂”**，根据智研资讯，我国目前市场上 95%的药品是仿制药，而欧美研发的原研药基本完全使用中硼硅玻璃瓶，随着一致性评价的逐步深入，中硼硅玻璃瓶的渗透率有望逐年提高。

需求突破二：集采带动中硼硅需求放量。第 7 轮集采中选结果于 2022 年 11 月开始实施，根据中选结果，第七轮集采共有 29 个品种的注射剂中标，注射剂规格共 239 种，其中共 211 种明确规定要采用中性硼硅包装。中硼硅注射器要求占集采中注射器的比例较高，随着集采落地，预计中硼硅模制瓶产品需求将逐渐增长。

图表 63. 历次集采中硼硅产品使用占比提高

	开标时间	执行时间	注射剂数量	中硼硅数量	占比(%)	备注
4+7 试点	2018 年 12 月		4	1	25	中硼硅安瓿 1。
4+7 扩围	2019 年 9 月	2019 年 12 月	7	2	29	中硼硅安瓿 2。
第二批	2020 年 1 月	2020 年 4 月	3	2	67	中硼硅模制瓶 1，中硼硅管制瓶 1。
第三批	2020 年 8 月	2020 年 11 月	8	6	75	中硼硅模制瓶 1，中硼硅管制瓶 2，中硼硅安瓿瓶 2，未限定器型的输液瓶 1。
第四批	2021 年 2 月	2021 年 5 月	65	26	40	中硼硅管制瓶 1，中硼硅安瓿（棕色）25
第五批	2021 年 6 月	2021 年 10 月	188	120	64	注射剂含粉针、吸入用溶液剂。中硼硅管制瓶 67，中硼硅安瓿瓶 29，中硼硅模制瓶 8，未限定器型的中硼硅瓶 16。
第六批	2021 年 11 月	2022 年 5 月	91	3	3	胰岛素专项。中硼硅管制瓶 3。
第七批	2022 年 7 月	2022 年 11 月	239	189	79	中硼硅安瓿 85，中硼硅管制 82，中硼硅模制 11，未限定器型的中硼硅瓶 13。

资料来源：上海阳光医药采购网，中银证券

供给侧突破：山东药玻产能落地，产能或加速建设。11 月 18 日，山东药玻公告 2021 年度定增情况报告书，本次共募集资金 18.66 亿元，扣除发行费用 0.24 亿元后，净募资 18.42 亿元，发行价格为 27.19 元/股，发行股数 6864.64 万元。募集资金将主要用于 40 亿支一级耐水药用玻璃瓶以及年产 5.6 亿只预灌封注射器扩产改造项目。公司是国内模制瓶龙头，也是国内少有的中硼硅模制瓶自主生产厂商，借助此次定增，公司将进一步加速中硼硅模制瓶产能建设，扩大中硼硅产品的市场份额，提高市场竞争力。根据前期公告，一级耐水药用玻璃瓶项目预估每年将实现 25.32 亿元收入、6.50 亿元利润，整体毛利率 31.28%，投资回收期 5.26 年。预灌封注射器项目预估每年将实现收入 11.76 亿元，净利润 2.37 亿元，毛利率 24.28%，投资回报期 5.93 年。山东药玻定增项目中，其中第四条中硼硅模制瓶炉窑产能利用自有资金先行建设，目前建设顺利，已达到点火条件。

图表 64. 山东药玻 2021 年定增募投项目（万元）

序号	项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金金额
1	山东省药用玻璃股份有限公司一级耐水药用玻璃瓶项目	120,000	119,556.80
2	年产 5.6 亿只预灌封注射器扩产改造项目	93,000	67,092.67
	合计	213,000	186,649.47

资料来源：万得，中银证券

图表 65. 山东药玻一级耐水药用玻璃瓶项目预计每年营收

产品	产量（吨/年）	测算单价（元/吨）	销售收入（万元/年）	销售收入占比(%)
一级耐水药用玻璃瓶	160,380.00	9,450.00	151,559.10	59.86
一级耐水药用玻璃棕色瓶	17,820.00	15,125.00	26,952.75	10.65
耐碱玻璃瓶	31,680.00	14,710.00	46,601.28	18.41
一级耐水药用玻璃管	23,760.00	11,813.00	28,067.69	11.09
合计	233,640.00	-	253,180.82	100.00

资料来源：万得，中银证券

图表 66. 山东药玻年产 5.6 亿只预灌封注射器扩产改造项目预计每年营收

产品	产量（万支/年）	单价（元/支）	销售收入（万元/年）	产品
预灌封注射器	56,000.00	2.1	117,600.00	预灌封注射器
合计	56,000.00	-	117,600.00	合计

资料来源：万得，中银证券

山东药玻中硼硅拉管良品率或能提升。山东药玻较早开始积累中硼硅拉管生产经验，目前良品率相对稳定。预计随着经验与技术的积累，后续良品率存在进一步提升空间。

中硼硅竞争力看两大要素：产能、客户资源。中硼硅产能方面，山东药玻优势显著。国内目前已具有中硼硅模制瓶生产及供应药企能力的企业仅山东药玻与个别小产能企业。在中硼硅管制瓶方面，具备自产中硼硅玻管的企业同样较少，凯盛君恒具备相对的产能优势，而山东药玻、旗滨集团处于刚刚实现产能释放，良品率爬坡以及初步商业化阶段，力诺特玻也处于新产线刚刚爬坡阶段。

客户资源在药玻领域同样重要。关联审批政策要求直接接触药品的包材、辅料要与药品一并通过注册审评。此模式下，药品与包材高度绑定，制药企业更换药包材需要重新审评审批，而审批周期一般在 6-24 个月，时间成本较高，药包材的现有客户黏性大大提升。同时在关联审批制度下，药企需要对药包材及辅材质量负责，制药企业会更倾向于选择药包材质量高、供应能力强的药用玻璃企业合作，供应能力较强的山东药玻同样受益。山东药玻经历数十年发展积累的客户资源显得十分宝贵，除了优质的生产线和产能规模之外，巨大的先发优势是山东药玻面对行业新进入者的最大护城河。

图表 67. 山东药玻部分客户一览



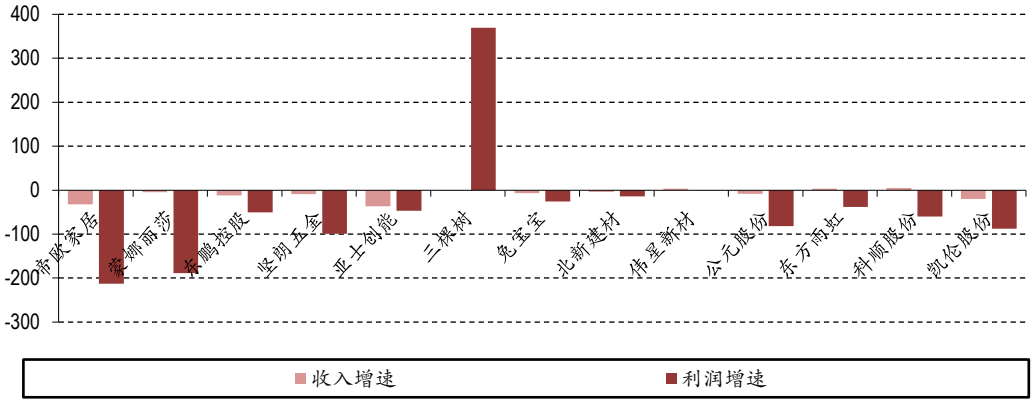
资料来源：公司公告，中银证券

消费建材：渠道转型+成本下降，基本面仍是重点

“雪”上加“霜”，前三季度外部冲击影响消费建材

地产下行是“雪”，疫情冲击是“霜”。2022 年消费建材营收与利润均承压。前三季度，13 家重点的消费建材公司中，仅三棵树、伟星新材、东方雨虹、科顺股份四家公司实现营收增长，仅三棵树在去年低基数下实现利润增长。我们认为地产是这轮消费建材承压的核心原因，而全国范围内多点散发的疫情则加重了承压的力度。地产是“雪”，疫情是“霜”。

图表 68. 前三季度消费建材板块承压显著



资料来源：万得，中银证券

三季度营收降幅环比已收窄，零售端表现相对较好。三季度随仍然承压，但已呈现出降幅收窄倾向，其中瓷砖、涂料、板材和管材行业已收窄较为明确。渠道上看，C 端消费属性强的公司承压相对较小，三季度仅伟星新材与三棵树两家公司营收同比增长。

图表 69. Q2 与 Q3 均承压，但 Q3 降幅已较 Q2 收窄

收入增速:%	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	Q2-Q1(pct)	Q3-Q2(pct)
帝欧家居	46.2	3.1	16.8	(7.6)	(34.0)	(37.4)	(24.3)	(3.38)	13.10
蒙娜丽莎	105.6	59.9	19.2	34.8	6.7	(10.7)	(4.2)	(17.45)	6.52
东鹏控股	135.3	17.2	(2.2)	(6.2)	(14.7)	(13.1)	(8.9)	1.64	4.15
坚朗五金	55.4	24.8	29.0	28.1	3.9	(12.8)	(12.9)	(16.74)	(0.05)
亚士创能	163.7	63.2	25.5	(9.0)	(18.8)	(45.7)	(33.2)	(26.91)	12.47
三棵树	241.2	48.2	34.2	9.9	14.5	(6.0)	**0.5**	(20.47)	6.52
兔宝宝	188.0	65.5	32.4	18.4	19.0	(14.5)	(13.9)	(33.45)	0.61
北新建材	100.0	22.5	12.2	9.0	10.5	(3.2)	(14.8)	(13.71)	(11.60)
伟星新材	59.0	20.1	15.8	25.3	12.2	0.4	**1.3**	(11.82)	0.91
公元股份	86.6	21.2	24.0	10.0	8.1	(13.1)	(13.4)	(21.23)	(0.32)
东方雨虹	118.1	40.1	36.5	37.0	17.3	1.7	(4.5)	(15.66)	(6.16)
科顺股份	80.6	24.3	14.6	9.8	18.7	4.6	(5.5)	(14.08)	(10.12)
凯伦股份	81.8	47.4	33.0	(6.4)	(26.9)	(23.1)	(12.9)	3.77	10.15

资料来源：万得，中银证券

外部承压下，行业内部主动求变

渠道结构调整，拓展零售+非房

推动渠道变革的原因有二。一方面，地产承压显著，垫资合作等方式与地产大客户高度绑定实现快速增长的模式不可持续，且积累了较多坏账减值问题。另一方面，长久来看中国的城镇化已相对饱和，人口增长也大幅放缓，未来新房进一步增加的空间也在缩小。与之对应的是存量房翻新装修带来的消费建材需求将逐渐释放，而这部分需求则主要对应 C 端渠道。

渠道变革表现为 B 端收缩、经销发力、非房拓展。多家建材企业主动收缩 B 端房地产企业业务；对继续保持合作的优质房企提高现金考核要求。

图表 70. 消费建材行业均在收缩直销占比(%)

直销占比	2018	2019	2020	2021	2022H1
蒙娜丽莎	37.7	40.7	44.3	48.9	43.3
东鹏控股	34.2	40.8	42.6	40.1	38.3
帝欧家居			64.5	57.1	50.0
马可波罗		59.9	58.2	46.1	44.3
新明珠		29.4	29.1	26.8	17.5（22Q1）

资料来源：各公司公告，各公司招股书，中银证券

图表 71. 多家企业对非房业务加大布局力度

	非房业务布局
科顺股份	上半年房屋建筑相关收入占比下降接近 20%。计划全年非房业务占比达 30%，经销达 50%。
东方雨虹	加大非房业务开拓，在高铁、轨道、工业建筑、文教卫等各类非房领域升级产品体系及营销模式，提升市场占有率。坚持民建优先，实现民建大提速。
凯伦股份	在工业屋面、高铁、轨道、公路、地下管廊等领域优化产品体系及营销模式。
三棵树	提高小 B 端非地产与政府相关的收入比重，目前占比超 60%

资料来源：各公司公告，中银证券

渠道变革加剧 C 端竞争，政策放宽地产融资后或缓和。诸多 B 端建材龙头调整策略，自然会加剧 C 端渠道内的竞争。虽然 C 端渠道原本的经营者会拥有品牌和渠道的先发优势，但竞争加剧或不可避免。而随着 11 月以来地产融资政策的宽松，大 B 端保交付带动下，需求或能有所恢复，C 端的压力或会相应减轻。

渠道调整，B 端资金管控加强后，现金流出现好转迹象。渠道调整后，可以看到部分企业经营现金净流量已出现好转。一方面，多数企业已较充分的计提了信用减值，甚至部分企业在拿到工抵房承诺后仍大额计提坏账减值，这加速了风险的出清，有利于建材企业轻装上阵。另一方面，在计提了减值后，应收账款规模也在边际减少，潜在的坏账风险也基本释放。

图表 72. 多家企业 Q2\Q3 经营活动净现金流出现好转

百万元	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30
帝欧家居	(418.3)	358.4	101.6	(189.7)	(423.0)	65.0	297.0
蒙娜丽莎	(229.7)	397.6	(300.2)	48.3	(138.2)	340.3	263.1
东鹏控股	36.9	441.1	(149.6)	562.3	(348.3)	149.4	143.9
坚朗五金	(679.0)	130.1	29.8	1,065.5	(696.1)	50.4	580.2
亚士创能	(1,012.0)	334.0	(418.1)	70.4	(415.1)	113.6	151.7
三棵树	(448.2)	588.1	(186.1)	530.7	(297.6)	453.6	384.2
兔宝宝	(284.3)	458.7	(40.3)	726.1	(391.4)	378.9	410.3
北新建材	156.9	928.6	848.1	1,897.3	(411.7)	1,265.9	648.7
伟星新材	149.2	282.0	474.5	687.9	(70.6)	158.8	593.6
公元股份	319.0	(576.3)	263.7	331.6	300.1	(387.7)	170.0
东方雨虹	(2,372.5)	(1,118.1)	(2,793.1)	10,398.4	(4,784.4)	(2,196.0)	(982.2)
科顺股份	(273.4)	(401.5)	55.2	1,230.8	(1,098.4)	419.9	(31.2)
凯伦股份	(247.3)	(122.8)	(90.1)	76.3	(211.1)	(117.7)	(77.7)

资料来源：万得，中银证券

图表 73. 多家企业 Q2\Q3 经营活动净现金流出现好转

百万元	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30
帝欧家居	(418.3)	358.4	101.6	(189.7)	(423.0)	65.0	297.0
蒙娜丽莎	(229.7)	397.6	(300.2)	48.3	(138.2)	340.3	263.1
东鹏控股	36.9	441.1	(149.6)	562.3	(348.3)	149.4	143.9
坚朗五金	(679.0)	130.1	29.8	1,065.5	(696.1)	50.4	580.2
亚士创能	(1,012.0)	334.0	(418.1)	70.4	(415.1)	113.6	151.7
三棵树	(448.2)	588.1	(186.1)	530.7	(297.6)	453.6	384.2
兔宝宝	(284.3)	458.7	(40.3)	726.1	(391.4)	378.9	410.3
北新建材	156.9	928.6	848.1	1,897.3	(411.7)	1,265.9	648.7
伟星新材	149.2	282.0	474.5	687.9	(70.6)	158.8	593.6
公元股份	319.0	(576.3)	263.7	331.6	300.1	(387.7)	170.0
东方雨虹	(2,372.5)	(1,118.1)	(2,793.1)	10,398.4	(4,784.4)	(2,196.0)	(982.2)
科顺股份	(273.4)	(401.5)	55.2	1,230.8	(1,098.4)	419.9	(31.2)
凯伦股份	(247.3)	(122.8)	(90.1)	76.3	(211.1)	(117.7)	(77.7)

资料来源：万得，中银证券

图表 74. 多家企业应收账款规模下降（百万元）

	应收款	2021/6/30	2021/12/31	2022/6/30	2022/9/30	趋势
瓷砖	帝欧家居	4,338.4	3,955.7	3,523.6	3,157.2	
瓷砖	蒙娜丽莎	1,730.4	1,920.0	1,590.7	1,484.4	
瓷砖	东鹏控股	2,130.2	1,887.5	1,865.4	1,669.0	
五金	坚朗五金	3,844.4	4,536.9	4,776.5	4,929.7	
涂料	亚士创能	3,492.7	2,634.0	2,668.3	2,672.7	
涂料	三棵树	4,410.5	4,532.2	4,654.5	5,102.6	
板材	兔宝宝	992.2	1,470.5	1,543.9	1,429.7	
石膏板	北新建材	3,440.6	2,216.8	4,030.1	4,494.8	
管材	伟星新材	359.0	380.0	505.6	488.1	
管材	公元股份	1,652.2	1,574.3	1,592.6	1,510.8	
防水	东方雨虹	13,530.8	11,299.7	17,201.7	20,407.5	
防水	科顺股份	4,776.3	4,382.8	6,063.9	6,012.8	
防水	凯伦股份	2,277.1	2,254.0	2,231.2	2,338.9	

资料来源：万得，中银证券

注：应收款包含：应收账款+应收票据+其他应收款

图表 75. 信用减值损失已计提相对充分（百万元）

		2021H1	2021H2	2022H1	2022Q3	趋势
瓷砖	帝欧家居	(37.45)	(271.46)	(61.60)	(5.32)	
瓷砖	蒙娜丽莎	(40.99)	(144.77)	(511.14)	3.07	
瓷砖	东鹏控股	(31.85)	(739.99)	(14.40)	(28.96)	
五金	坚朗五金	(76.74)	(31.66)	(50.10)	(20.90)	
涂料	亚士创能	(54.56)	(727.90)	8.01	(31.86)	
涂料	三棵树	(49.78)	(764.06)	(63.15)	(93.61)	
板材	兔宝宝	(7.96)	(102.81)	(31.27)	(5.27)	
石膏板	北新建材	1.83	(15.75)	(18.75)	0.02	
管材	伟星新材	(4.35)	(1.22)	(5.76)	(0.69)	
管材	公元股份	(19.15)	(28.92)	(102.10)	(92.10)	
防水	东方雨虹	(466.89)	215.60	(516.89)	(113.18)	
防水	科顺股份	(93.10)	(156.25)	(99.76)	(1.02)	
防水	凯伦股份	(49.68)	(201.84)	6.59	(14.60)	

资料来源：万得，中银证券

内生变革费用管控，积蓄弹性

费用管控向内要利润。在外部高压下，多家建材企业及时对公司经营思路及策略作出了相应的调整。销售、生产、研发、职能等版块全面开展降本减费，降低了销售费用和管理费用。我们认为内部治理优化带来降本减费表现较好的公司，减值计提较充分的公司，或能够在 2023 年表现出较好的业绩弹性。

图表 76. Q3 蒙娜丽莎、伟星新材、东方雨虹、凯伦股份费用率环比下降（%）

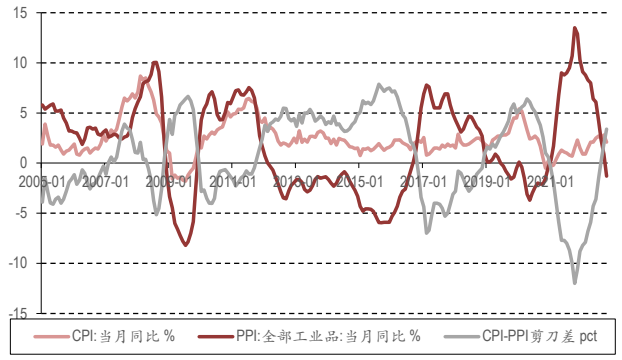
	毛利率-净利率		2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	趋势
002798.SZ	瓷砖	帝欧家居	24.15	18.36	21.42	37.52	30.49	29.56	30.14	
002918.SZ	**瓷砖**	**蒙娜丽莎**	25.37	22.22	22.50	28.07	26.83	44.35	19.14	
003012.SZ	瓷砖	东鹏控股	22.01	17.54	27.56	41.94	31.55	20.70	27.12	
002791.SZ	五金	坚朗五金	32.18	22.73	22.09	24.07	35.75	28.44	26.84	
603378.SH	涂料	亚士创能	29.62	19.35	21.86	83.72	40.61	22.74	28.60	
603737.SH	**涂料**	**三棵树**	25.44	21.62	28.20	39.61	28.68	24.25	24.33	
002043.SZ	板材	兔宝宝	8.84	8.93	7.61	12.93	12.51	10.53	11.24	
000786.SZ	石膏板	北新建材	18.17	13.45	12.80	16.63	16.29	12.60	14.90	
002372.SZ	**管材**	**伟星新材**	26.19	21.86	19.88	18.08	24.72	21.87	18.61	
002641.SZ	管材	公元股份	15.26	11.93	12.61	10.51	14.02	17.47	16.55	
002271.SZ	**防水**	**东方雨虹**	27.50	16.84	15.32	13.75	23.36	18.87	15.29	
300737.SZ	防水	科顺股份	20.68	17.62	19.38	22.19	20.03	14.57	17.68	
300715.SZ	防水	凯伦股份	20.71	25.00	18.19	45.16	18.13	23.02	17.38	

资料来源：万得，中银证券

成本下行、新规提标、地产融资宽松，外部因素也在好转

成本下行，毛利率恢复。上游供给恢复叠加美国加息带来的海外需求衰退等原因，建材行业上游原材料价格自 6 月来出现下行趋势。在这一过程中，PPI 与 CPI 剪刀差也逐渐收拢。这一轮大宗品的成本下行过程中，管材、涂料、减水剂、防水行业的原材料价格下行相对较多。对应板块上市公司的毛利率也有边际好转。

图表 77.PPI 剪刀差逐渐收敛



资料来源：Ifind，中银证券

图表 78. 6 月以来大宗商品价格指数下行



资料来源：万得，中银证券

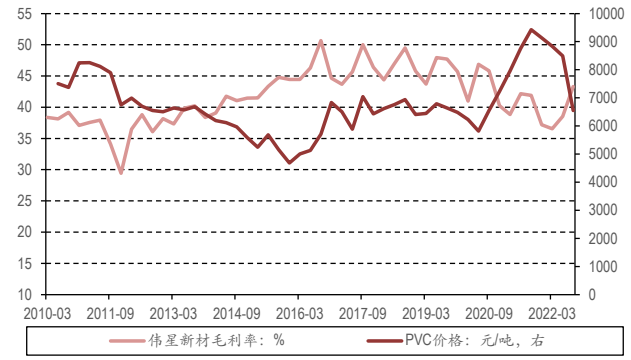
图表 79. 多数原材料已较历史高位下降较多

	PVC-电石法	HDPE:管材用	PP-拉丝	秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产	沥青	原油	天然气	废纸	纯碱	环氧乙烷
	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨	美元/桶	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨
2012-2020 年均价	6,252.76	10,276.40	9,285.57	562.92	3,710.69	68.08	3,907.78	1,794.52	1,631.77	9,312.96
2021 年以来最高价	12,164.76	9,783.33	9,473.91	1,620.00	5,163.10	117.92	8,437.20	2,550.00	3,650.88	9,270.59
2021 年以来中位数	8,618.26	8,981.58	8,615.91	942.00	3,751.19	82.11	6,072.80	2,370.00	2,685.87	7,519.05
2021 年以来均值	8,376.45	8,975.28	8,589.98	1,069.89	4,037.50	85.11	5,831.62	2,315.10	2,505.39	7,621.39
11 月均价	5,958.75	8,250.00	7,887.50	1,566.25	4,558.18	90.60	5,918.55	2,024.64	2,709.91	6,800.00
11 月较高位回落幅度(%)	51.0	15.7	16.7	3.3	11.7	23.2	29.9	20.6	25.8	26.6
11 月均价所处历史分位数(%)	20.6	8.7	13.4	99.2	83.0	69.8	85.9	48.4	92.0	3.1

资料来源：万得，中银证券

PVC 价格下降已体现到管材毛利率改善，近期沥青价格降低或能改善防水材料利润空间。6 月以来，PVC、PE、PPR 这三种管材的主要原材料价格已有不同程度下降，其中 PVC 降幅最大。与之对应的，三季度管材行业龙头伟星新材已体现出毛利率的改善。10 月以来，沥青价格也随国际原油价格下降，四季度及明年或可以期待防水材料毛利率改善。

图表 80.伟星新材毛利率与 PVC 价格负相关



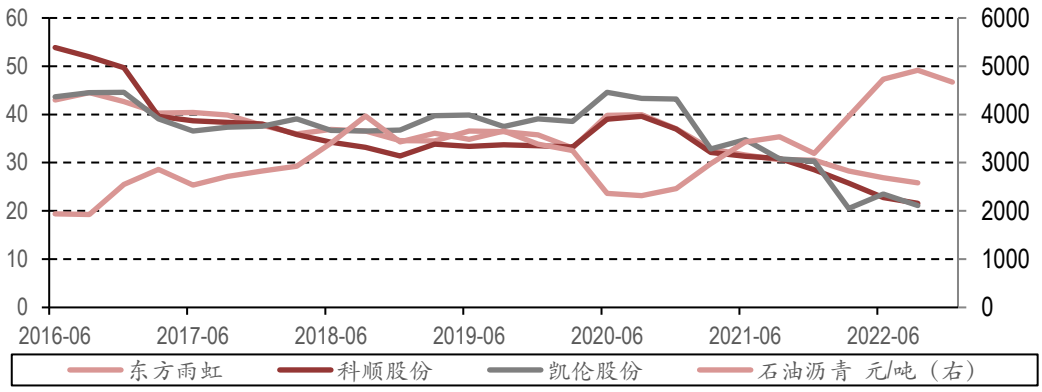
资料来源：Ifind，中银证券

图表 81. 10 月以来沥青价格已现下降趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 82.历史上防水企业毛利率与沥青价格负相关



资料来源：万得，中银证券

新规提标，防水行业空间或迎修复。10 月 24 日，住建部发布《建筑与市政工程防水通用规范》（以下简称《规范》）。该《规范》为国家标准，编号为 GB55030-2022，自 2023 年 4 月 1 日起正式施行。《规范》要求地下工程的防水设计工作年限不应低于工程结构设计工作年限，屋面和室内工程的防水设计工作年限不应低于 20 年和 25 年。远高于现有标准（2000 年开始实施的《建设工程质量管理条例》的 5 年保修期）。预计《规范》正式实施后，防水行业市场空间将能够提升较多。目前，我国建筑防水行业中依然存在较多非标产品和非标施工工艺，难以达到《规范》的强制性要求。在防水企业积极调整下游客户结构和《规范》逐渐实施落地的背景下，不合要求的防水企业出清速度将加快，使行业竞争格局优化，利好具有品牌、技术优势和丰富项目经验的头部企业发展。

政策放宽融资，短期估值修复弹性大，中长期仍要回归基本面。11 月以来，地产政策逐渐由因城施策放宽限售转变为融资宽松，政策的转变推动了消费建材的估值修复，许多个股反映出较大弹性。正如我们前文所说，政策对于消费建材板块的利好在于现金流回款改善、带动融资恢复后的竣工端需求改善、B 端修复减轻 C 端压力。如今则面临两大问题：一是“三支箭”已全部释放，后续政策进一步释放的空间或较小，应关注政策的落地节奏；二是地产销售仍是核心问题，融资恢复到销售恢复的传导仍存在较大不确定性。在政策刺激释放之后，接下来应当将关注重心心回归到基本面，尤其关注地产销售复苏的节奏。

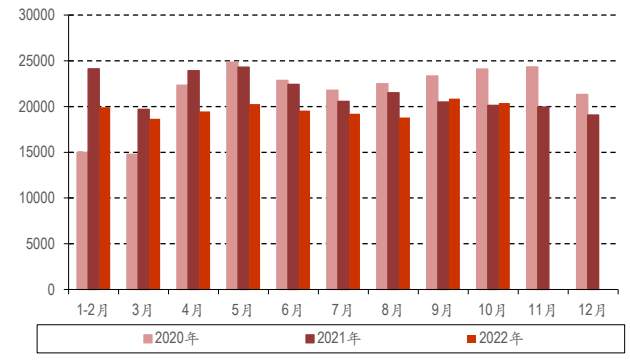
水泥及制品：低估值高股息仍然突出

“稳增长”预期的落空，基本面持续承压

“稳增长”实物工作量不及预期，承压较为显著。年初在“稳增长”预期带动下，水泥指数一度跑赢大盘，表现出较强的抗跌性。但地产新开工始终低迷，1-10 月地产新开工面积累积下滑 37.8%，降幅较大；基建的实物工作量亦表现得不及预期，未能有效支撑水泥需求。1-10 月，全国水泥产量 17.59 亿吨，同比下降 11.3%。10 月，全国单月水泥产量 2.04 亿吨，同比增长 0.4%。9 月以来，施工旺季助力基建实物工作量恢复，叠加去年低基数效应，水泥产量同比实现止跌。

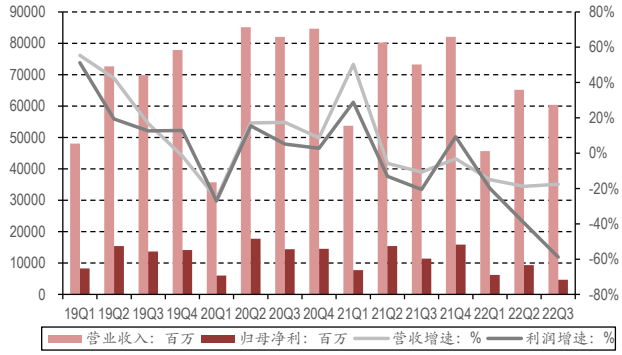
基本面表现差，水泥股业绩承压。前三季度水泥收入 1712.33 亿元，同降 17.37%；归母净利 202.61 亿元，同降 41.51%。单三季度水泥行业综合毛利率 19.95%，同比减少 7.68 个百分点。**四季度价格止跌回升但弹性有限，库容见改善趋势。**进入四季度传统施工旺季后，水泥价格止住了浸长淡季的下跌趋势，9 月、10 月两个月的水泥产量也实现了同比转正；库容比出现向下趋势，但仍维持在 70%左右的历史高位。

图表 83.1-10 月水泥产量累积下滑 11.3%（万吨）



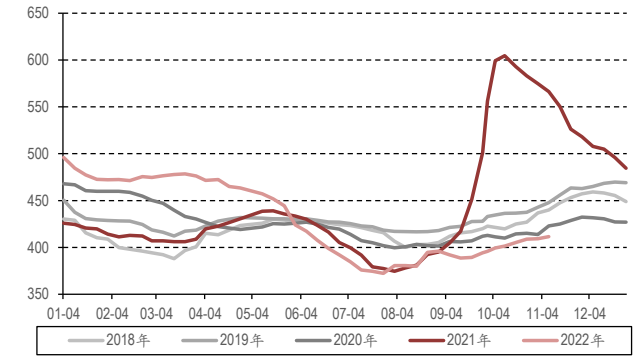
资料来源：万得，中银证券

图表 84. 年内水泥行业业绩承压



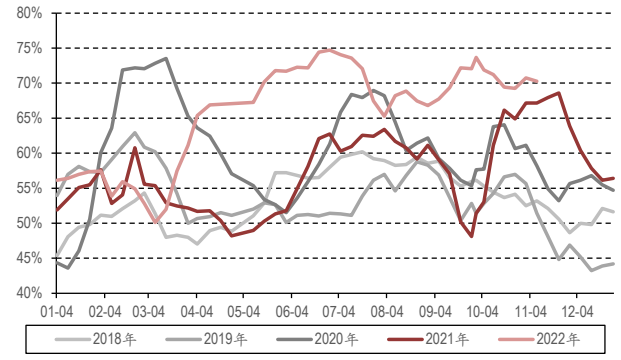
资料来源：万得，中银证券

图表 85.9 月水泥价格回升，但低于往年同期（元/吨）



资料来源：万得，中银证券

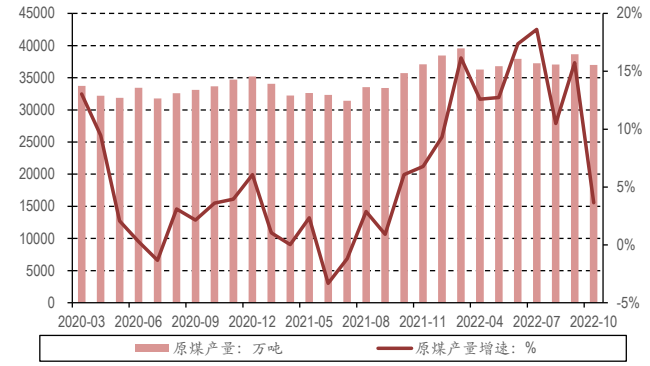
图表 86. 熟料库容比出现向下趋势，但高于往年同期



资料来源：万得，中银证券

成本仍处高位，但对价格的支撑不强，盈利空间缩小。今年下半年开始，原煤产量增速回落，煤炭价格再现上涨势头，而需求低迷的情况下，水泥价格上涨幅度较小，水煤价差回落。火电投资高增速，新增煤炭产能规模仍然较小的情况下，预计明年煤炭供需仍将偏紧，水泥成本或不会快速减轻。

图表 87.下半年煤炭供给增速持续下降



资料来源：万得，中银证券

图表 88. 今年以来水煤价差持续走低



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

低估值高股息特点仍然突出

低估值+高股息特点强化。多家水泥股的估值已降至历史底部，水泥股的分红率仍然可观。海螺水泥等多家水泥公司 PB 估值一度创造了历史新低，截止 12 月 7 日，多家水泥股的 PB 估值分位数仍处于历史 10%水平以下。

图表 89. 多数水泥企业处于历史 10%PB 分位数以下

	PE_TTM	PB_LF	PE 分位数	PB 分位数
塔牌集团	14.49	0.81	40.01	1.19
天山股份	11.85	0.97	21.94	12.12
祁连山	10.43	1.00	17.08	5.87
上峰水泥	7.80	1.35	17.92	0.58
宁夏建材	8.52	0.85	16.40	6.62
万年青	6.91	1.02	10.23	0.49
华新水泥	7.85	1.16	8.90	3.63
海螺水泥	6.55	0.84	7.56	0.75
冀东水泥	8.75	0.75	6.02	0.62

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日为 12 月 7 日

多家水泥股股息率处于历史最高水平。2021 年海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、万年青、塔牌集团的股息率均高于 5%，处于 A 股较高水平。低估值+高股息，水泥仍然是优秀的价值股标的。

图表 90. 水泥股分红率处于历史较高水平

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
海螺水泥	1.01	2.24	1.36	2.06	2.94	2.51	2.95	4.09	5.77	3.65	4.11	5.91
华新水泥	0.66	1.18	1.19	1.65	1.61	0.61	1.29	1.98	6.88	4.58	5.24	5.18
冀东水泥	-	-	0.72	1.18	0.38	-	-	-	3.23	2.94	3.53	6.27
万年青	0.65	2.48	0.81	3.17	2.19	1.18	2.49	3.33	7.35	5.73	5.26	6.55
塔牌集团	0.49	2.34	0.95	2.80	2.75	1.23	2.25	2.52	8.45	6.75	5.89	5.86
祁连山	0.87	1.65	0.47	2.24	2.01	0.79	0.80	2.22	4.59	4.62	5.01	4.33
宁夏建材	-	2.29	0.55	2.44	1.45	0.18	0.33	1.94	4.07	4.57	5.05	4.49
天山股份	1.27	3.30	1.17	1.64	0.85	-	0.51	0.77	5.34	4.30	3.18	2.16
上峰水泥	-	-	-	-	1.77	0.35	0.24	1.03	4.74	4.92	4.36	3.99

资料来源：万得，中银证券

基本面重点在需求侧的恢复

供给面并未显著恶化，需求侧是核心矛盾。水泥行业的产能置换与错峰生产仍在持续，今年产能并未显著增加，部分区域今年错峰生产的时间较去年更长，水泥产量的供给也已同比下降 11.3%。水泥价格表现却仍远低于往年同期，我们认为水泥行业当前的核心矛盾是需求不足。

“稳增长”预期已有一年，水泥股耐心见底。自 2021 年底中央经济工作会议提出“稳增长”以来，水泥行业恢复的强预期已持续较长时间，但与之对应的是始终不及预期的“弱现实”。我们认为，水泥板块明年仍然值得期待，但这份期待或将更为谨慎，**基本面的恢复才能真正带动水泥板块业绩与估值双双修复。**我们预计未来水泥需求的修复路径一在于基建的实物工作量大幅体现，但考虑到地方政府资金问题，或不会表现太快；路径二则是地产销售恢复，带动房企信心进行新一轮融资拿地与新开工投资，但政策催化的传导仍存在不确定性。当前水泥股的投资应当关注地产销售恢复（**最核心是一手房销售价格恢复的信号**）与基建实物工作量的恢复（水泥产量、基建水泥直供量等）。

水泥产业链与水泥同步性强，但也有区别。水泥产业链主要指下游的混凝土与混凝土添加剂。预拌混凝土行业空间广阔，行业参与者众多。前十大商砼企业市占率合计不足 10%。水泥背景商混企业和建筑背景商混企业竞争优势较强，推荐**西部建设**。外加剂方面受益于环氧乙烷价格回落，利润空间或稍有打开，推荐**苏博特、垒知集团**。

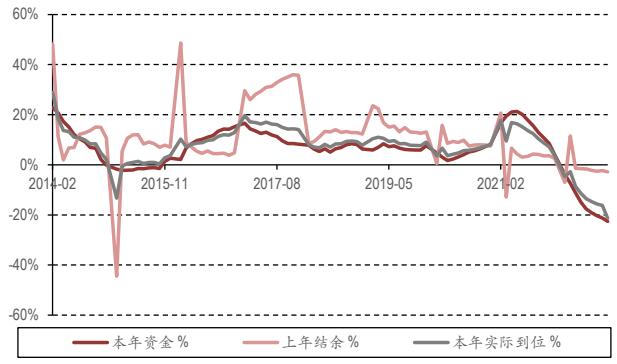
平板玻璃：竣工待修复，短期供需格局偏弱

政策传递积极信号，静待竣工底部修复

今年以来地产融资紧缩，叠加疫情影响，使得施工端受到扰动，一方面拉长了竣工周期，另一方面增加了大批停缓建项目。综合作用之下，作为玻璃需求延后指标的竣工数据年内表现疲弱，1-10 月份，房地产竣工面积 4.7 亿平米，同减 18.7%，ttm 口径下亦表现出较明显降幅。

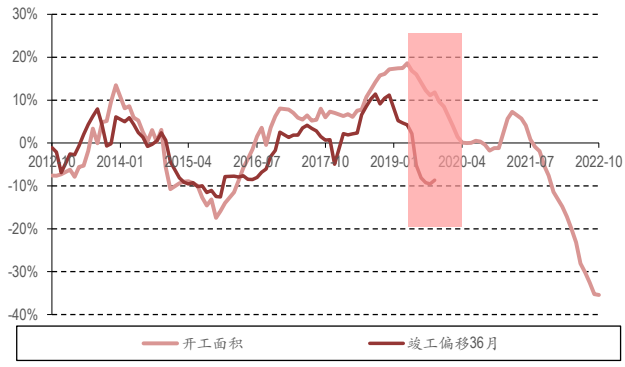
11 月以来，政策传递出积极信号，或逐渐改善地产融资环境，对于项目的资金支持有望加速前期停缓建的工程竣工，进一步推动“保交楼”落地，使竣工获底部修复。11 月 28 日证监会发言中明确表态“**募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等**。”地产融资宽松后，保交楼保民生推动下，竣工有望改善，玻璃需求或改善。

图表 91. 今年以来地产融资紧缩，到位资金降幅扩大



资料来源：万得，中银证券

图表 92.竣工面积或存在回补空间



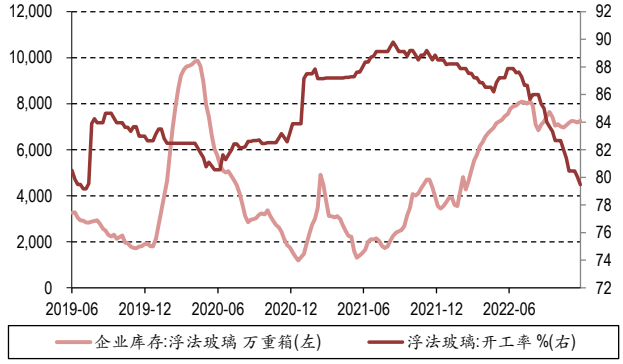
资料来源：万得，中银证券

需求疲弱促使冷修增加，供给仍存收缩空间

在需求疲弱下，2022 年浮法玻璃行业呈现库存去化慢，价格持续下降的特点。根据 iFinD 数据，2022 年 3 月以来浮法玻璃企业库存长期维持在 6,000 万重箱以上。**需求疲弱之下行业冷修增加，尽管开工率出现明显下滑，库存去化仍然较慢。**

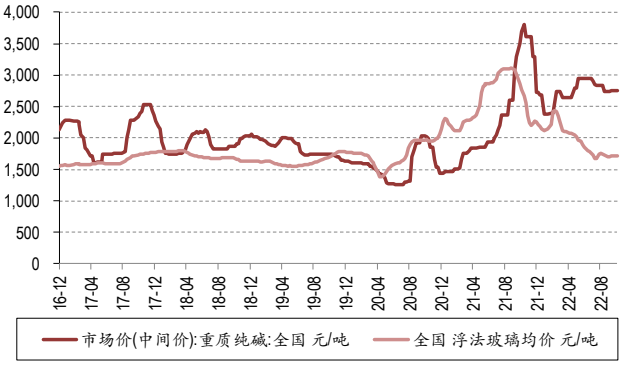
我们根据卓创资讯、隆众资讯数据测算，截至 2022 年 11 月 10 日，年内浮法玻璃产能净减少日熔量 9,770 吨，7 月份以来产线冷修数量增加，占全年冷修产能 72.2%。由于行业在 2012-2015 经历了剧烈的产能扩张，未来仍有较多产线将陆续达到理论冷修时限，我们根据卓创资讯、隆众资讯数据测算，**截至 2022 年 11 月 10 日，运行十年以上产能占在产产能 7.5%，运行八年以上产能占在产产能 25.7%，不考虑未来产能变化，到 2023 年底这一比例将分别达到 15.4%、34.4%，未来供给端仍存收缩空间。**

图表 93. 今年玻璃行业形成库存累积，开工率下降趋势



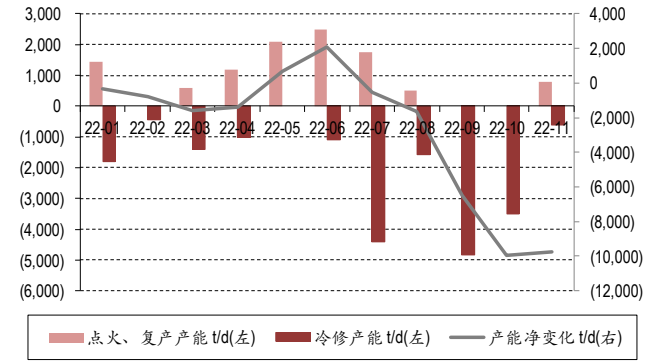
资料来源：iFinD，中银证券

图表 94. 玻璃吨均价回到历史平均水平



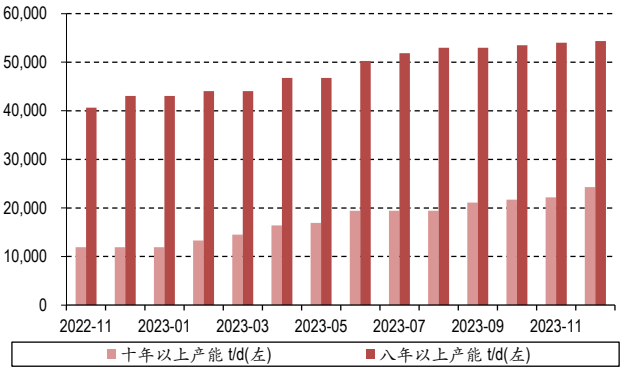
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 95. 今年以来产线冷修集中在下半年



资料来源：卓创资讯，隆众资讯，中银证券

图表 96. 未来供给端仍存收缩空间

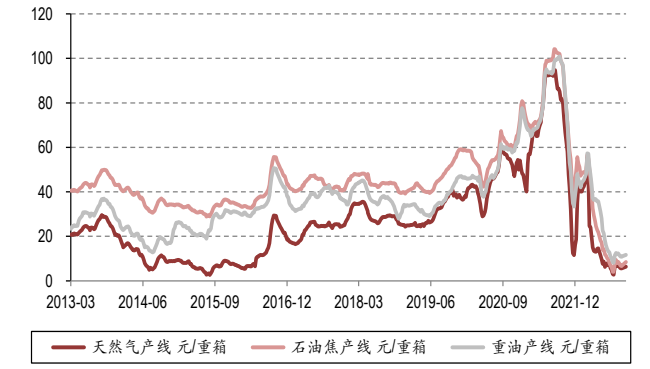


资料来源：卓创资讯，隆众资讯，中银证券

成本压力维持，行业利润承压

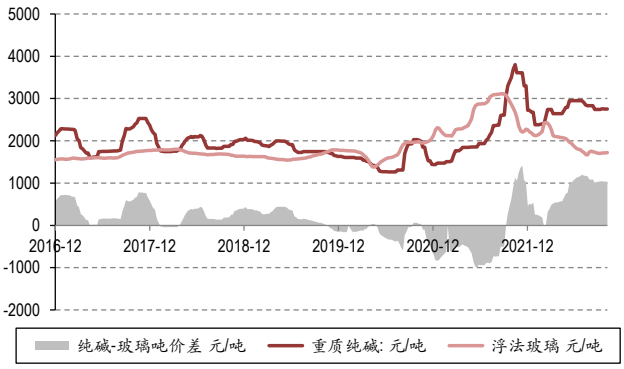
年内浮法玻璃主要原料成本高位维持，行业利润承压。受外部宏观因素影响，2022 年燃料价格水平维持高位，根据我们测算，随着年内玻璃价格走弱，三种燃料产线的纯碱+燃料成本价差逐渐抵达 2013 年以来的历史最低水平。年内纯碱、玻璃价格走势出现分化，6 月以来，吨价差维持在 1,000 元以上的历史高位。**需求疲弱下，成本高位维持或使行业价低利薄的状况延续。**

图表 97. 年内三种燃料产线成本价差下行至历史低位



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券测算

图表 98. 6 月以来吨价差维持在 1,000 元以上的历史高位



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

由于浮法玻璃冷修影响不及光伏玻璃产能扩张，年内纯碱需求有所增长，纯碱行业呈现低库存高开工的状况，供需维持紧平衡。**展望 2023 年，影响纯碱价格的主要变量在于供给增量、浮法玻璃冷修节奏、光伏玻璃扩产速度。**供给方面，根据隆众资讯，2023Q2 之后将逐渐释放 600 万吨年产能，约占目前总产能的 20%，供给增幅较大；浮法方面，未来浮法玻璃仍有日熔量 10,000-50,000 吨的潜在冷修空间，需求端具备一定收缩可能；光伏方面，根据各省已通过的光伏听证信息，2023 年潜在点火产能达日熔量 125,750t/d，信义光能、福莱特、旗滨集团、南玻集团、金晶科技、中建材 6 家企业计划点火规模达日熔量 58,350t/d，较大的产能增量将提升纯碱需求。

投资建议

地产政策迎来双重利好，静待基本面恢复。地产政策已经经历 2021 年紧周期，在 2022 年进入宽松周期，11 月以来，更是由“因城施策”促进销售转向至融资端的宽松。房企融资恢复，资金链改善，偿债能力能够增强。前期建材行业暴露的应收账款坏账风险或能够相应减轻，未来建材板块计提减值规模或缩小，甚至能有冲回，行业现金流或能改善。三箭齐发后，政策工具箱已基本打开，我们预计后续的政策发力点将是落实好已有的三支箭等，新的政策余量或有限，**接下来的关注点应从政策转移到地产链条的基本面上。**

基建投资仍重要，但关键在实物工作量。2023 年是二十大后的第一年，稳增长的重要性仍未改变。明年衰退预期增强，出口或回落，消费不确定性较大，基建为代表的投资仍然是稳增长的重要托底工具。考虑到今年地方政府财政压力相对较大等因素，明年基建投资增速或较今年有所回落。但我们认为，与基建投资增速相比，实物工作量的落地情况更为重要，今年积压的部分实物工作量或能在明年有所体现。

玻纤或迎来库存、价格、产能、估值的多重底部。从周期轮动时间、库存见顶向下、价格企稳回升、出口边际改善、明年预计供给冲击乃至明年需求恢复情况推算，目前均处于玻纤行业绝对底部，且已出现见底回升迹象。我们预计 2023 年玻纤周期有望企稳向上，供需缺口有望重现。当前玻纤行业估值处于历史底部，具备较高性价比。推荐**中国巨石、中材科技、长海股份、山东玻纤**。

药用玻璃有望迎来供需共振。一致性评价与关联审评审批政策持续推进中，第七轮集采要求大多数中标注射器药物采用中硼硅包装，中硼硅产品需求有望持续放量。供给端山东药玻定增顺利落地，产能建设有望进入加速期；中硼硅拉管经历持续生产经验的积累，也有望通过新产线建设等方式迎来良品率的提升。供需均有改善，2023 年药用玻璃行业有望迎来供需共振，推荐产能建设及客户资源均领先的**山东药玻**，建议关注**力诺特玻，正川股份**。

消费建材受政策推动迎来估值修复，关注行业内部变革。消费建材受地产融资宽松政策推动已迎来估值改善，未来需关注政策推动带来的资金面、竣工端的需求面改善，关键是地产销售的恢复节奏。在行业承压阶段，消费建材板块内部已悄然有内部变革发生，包括龙头企业的渠道转型、内部治理能力改善带来的费用降低等。外部环境的变化还包括行业标准提升带动提质增量，成本压力也在边际改善过程中。推荐防水龙头**东方雨虹、科顺股份**，管材龙头**伟星新材**，石膏板龙头**北新建材**。

水泥低估值高股息，静待需求恢复。2022 年“稳增长”带动水泥板块的预期基本落空，我们预计 2023 年对水泥行业的投资或更加谨慎。但水泥股低估值高股息特点仍未改变，当前多数水泥股处于历史 10%分位数以下，且分红率较高，具备配置性价比。水泥的基本面恢复则需关注地产销售恢复后带来的新开工恢复节奏，以及基建实物工作量落地的关键指标（水泥月度产量的恢复等）。成长弹性推荐**华新水泥**；低估值逻辑当前仍然推荐**海螺水泥**；区域较优以及重组治理改善逻辑推荐**冀东水泥。**

水泥产业链与水泥同步性强，但格局不同。水泥产业链主要指下游的混凝土与混凝土添加剂。预拌混凝土行业空间广阔，行业参与者众多。前十大商砼企业市占率合计不足 10%。水泥背景商混企业和建筑背景商混企业竞争优势较强，推荐**西部建设**。外加剂方面受益于环氧乙烷价格回落，利润空间或稍有打开，推荐**苏博特、垒知集团**。

玻璃是强竣工品种，或受益于融资宽松、保交付，以及产能冷修。11 月的地产融资宽松政策规定，资金主要用于偿债及保交楼，在此背景下，地产竣工或进一步加速修复，前期因烂尾延后的开竣工剪刀差或能在 2023 年回补。同时玻璃行业冷修周期仍有望持续，行业供给或偏紧。但高库存以及或成为压制行业景气的阻力，地产链“保交楼”项目的盈利能力或也低于普通项目。

风险提示

1. **玻纤需求不及预期**。明年玻纤新增产能冲击低于今年的确定性较强，但需求恢复节奏存在不确定性，需警惕阶段性需求承压，或需求拐点之后的风险。
2. **地产政策传导不及预期，销售恢复不及预期。**地产融资政策已基本释放到位，但传导到建材需求还需时间等待，若传导链条受阻，地产销售恢复不及预期，则地产端需求或仍受压制。
3. **基建实物工作量落地不及预期。**今年基建投资增速与实物工作量存在滞后，明年落地情况仍存在不确定性。若无法得到快速弥补，建材行业相关需求或相对受阻。
4. **中硼硅需求释放不及预期。** 中硼硅产品需求提升，渗透率加速提高带动盈利空间扩大是目前药用玻璃的最关键利好因素，若中硼硅需求释放不及预期，药用玻璃行业增长将受阻。

附录图表 99. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2021A	2022E	2021A	2022E	(元/股)
601636.SH	旗滨集团	买入	10.34	277.47	1.58	0.54	6.55	19.15	4.51
002233.SZ	塔牌集团	买入	7.64	91.09	1.54	0.36	4.96	21.22	9.40
002398.SZ	垒知集团	买入	6.28	45.00	0.38	0.39	16.55	16.10	4.95
603916.SH	苏博特	买入	17.28	72.63	1.27	0.86	13.63	20.09	9.54
000786.SZ	北新建材	买入	26.61	449.58	2.08	1.95	12.81	13.65	11.94
600801.SH	华新水泥	买入	15.07	260.81	2.56	1.50	5.89	10.05	13.01
002271.SZ	东方雨虹	买入	33.01	831.35	1.67	1.12	19.77	29.47	10.45
002641.SZ	公元股份	买入	4.76	58.79	0.47	0.23	10.19	20.70	4.10
600720.SH	祁连山	买入	11.23	87.18	1.22	1.61	9.20	6.98	11.27
300737.SZ	科顺股份	买入	13.23	156.23	0.57	0.35	23.23	37.80	4.83
002372.SZ	伟星新材	买入	21.40	340.71	0.77	0.83	27.85	25.78	2.98
600176.SH	中国巨石	买入	14.57	583.26	1.51	1.66	9.68	8.78	6.64
002080.SZ	中材科技	买入	24.18	405.77	2.01	1.76	12.03	13.74	9.02
300196.SZ	长海股份	买入	15.22	62.21	1.40	1.90	10.87	8.01	9.63
605006.SH	山东玻纤	增持	9.08	54.48	0.91	0.89	9.98	10.20	4.40
600585.SH	海螺水泥	买入	28.80	1,472.16	6.28	3.78	4.59	7.62	34.09
000789.SZ	万年青	买入	8.93	71.21	2.00	1.08	4.47	8.27	8.75
000401.SZ	冀东水泥	买入	8.64	229.67	1.06	0.80	8.17	10.80	11.55
300715.SZ	凯伦股份	买入	14.80	56.97	0.19	0.11	79.20	134.55	6.61
600529.SH	山东药玻	买入	29.10	193.11	0.89	1.19	32.67	24.45	8.39
002302.SZ	西部建设	买入	7.67	96.82	0.67	0.73	11.46	10.51	7.13
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	11.47	111.85	0.73	0.93	15.71	12.33	8.53
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	19.10	79.20	0.76	(1.14)	25.16	(16.80)	7.27
003012.SZ	东鹏控股	未有评级	8.57	100.53	0.13	(0.04)	65.44	(232.05)	6.12
000012.SZ	南玻 A	未有评级	7.34	174.89	0.50	0.54	14.74	13.50	4.06
301188.SZ	力诺特玻	未有评级	15.32	35.61	0.54	0.50	28.53	30.44	6.03
603976.SH	正川股份	未有评级	22.53	34.07	0.71	0.53	31.96	42.49	7.52
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	8.97	49.10	1.09	0.80	8.25	11.18	11.63

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 12 月 7 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371