2022 年 12 月 11 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

站在新一轮周期的起点

——非金属建材行业 2023 年投资策略

要点

2022 年基本面与观点回顾：22 年策略报告中，我们旗帜鲜明地提出行业总需求将确定性下行；预判建材行业将受地产需求及成本因素双重冲击；故于 21Q4 将行业评级下调至“增持”。我们预计 22H2 有望见到基本面拐点，并看多竣工环节。综合而言，我们把握了行业基本面演变方向，但对于政策推进速度的设想偏乐观，且并未预料到疫情的冲击。22Q4 以来，地产“三支箭”齐射；地产竣工端数据边际改善，且显著好于开工侧。2023 年，我们将继续坚持前述判断及研究框架：地产链的基本面改善“虽然会迟到，但不会缺席”。

地产链：站在新一轮周期的起点。本轮地产周期下行斜率远超过往，销售数据较快下滑主要是受产业链供给侧因素（期房交付担忧）以及居民购买意愿被暂时压制所致；随着地产“三支箭”齐射、因城施策框架下区域销售及贷款政策微调，23 年地产销售数据及地产产业链均有望迎来复苏，且我们判断产业链已经站在新一轮周期的起点。须注意，从政策出台到实物工作量落实再到地产销售复苏会有时滞；且市场大概率会对“新一轮周期”有质疑；但这也正是“起点”阶段的特征之一。我们强调本轮周期或不同于以往：1）“交房担忧”下，唯竣工环节的改善方能对地产销售及拿地有提振；2）地产销售的需求侧更多是“松绑”而非强刺激；保障性租赁住房亦将对产业链有支撑。此外，建材企业可能也有如下变化：a）本轮周期后，产业链各环节间信任关系的重塑需要时间；“项目垫资”很难再成为供应链企业扩张的主策略；b）产业链上下游联合重组/入股或为常态，且亦是政策鼓励方向；c）随着地产商主体信用风险的逐步化解，行业前期超额计提的减值损失有望在 23 年逐步冲回。

23 年投资策略：政策博弈阶段可布局二线消费建材以及玻璃板块；23Q2 行业基本面有望迎来好转，一线消费建材品种更优；新材料方向亦将是贯穿全年的主线。

22Q4-23Q1 仍是地产政策的密集出台期，实物工作量难有起色，且不排除出现“倒春寒”的可能；23Q2 起进入施工旺季，政策效果逐步显现，且基数因素会带来企业基本面的显著改善。浮法玻璃的量价数据将是判断实物工作量推进的核心指标。**整体而言，乐观因素逐步显现且将占据主导，故上调行业评级至“买入”。**

1）**消费建材：**政策博弈期，叠加产业链上下游整合的预期，二线龙头弹性更大。建议关注：亚士创能、兔宝宝、蒙娜丽莎、凯伦股份。行业基本面则有望在 23Q2 迎来实质性好转，头部企业将进入扩张快车道。建议关注：东方雨虹、伟星新材、北新建材、科顺股份、坚朗五金、三棵树。

2）**玻璃：**22 年冷修带来在产供给收缩约 7%，“保交付”逻辑下量价均有较好弹性；头部企业在新材料/新产品（光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃等）的布局有望迎来开花结果。推荐：旗滨集团、南玻 A；建议关注：金晶科技。

3）**水泥：**水泥需求与地产新开工关联度较高，仍需观察地产销售数据演变。中小企业盈利恶化，或加速区域整合力度与速度，使头部水泥企业重获成长动能。推荐：华新水泥、海螺水泥；建议关注：上峰水泥。

4）**新材料：**无论是在“卡脖子”领域的玻璃新材料、合成石英砂、碳纤维领域，还是已具比较优势的玻纤、陶瓷纤维等领域，国内优秀企业仍在不断探索向前，期待产业发展持续迎来突破。重点推荐：鲁阳节能、凯盛科技、山东药玻。其他推荐：中复神鹰、中国巨石、中材科技、长海股份。

风险分析：基建投资不及预期；房地产下行超预期；原燃材料价格上涨。

非金属建材

买入（上调）

作者

分析师：孙伟风
执业证书编号：S0930516110003
021-52523822
sunwf@ebscn.com

分析师：冯孟乾
执业证书编号：S0930521050001
010-58452063
fengmq@ebscn.com

联系人：陈奇凡
021-52523819
chenqf@ebscn.com

联系人：高鑫
021-52523872
xingao@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 2022 年板块回顾与观点复盘 5
1.1、 主要建材品类基本面承压，二级市场表现差强人意 5
1.2、 2022 年全景：基本面与估值的双杀 6
1.3、 2022 年初与年中观点回顾 8
2、 地产复苏：方向确定，空间未定 9
2.1、 本轮周期超预期下行主要由于“供给” 9
2.2、 需求韧性仍存：商品房销售蕴藏反弹动力 10
2.3、 政策边际转暖，2023 年地产销售弱复苏可期 14
3、 地产链：站在新一轮周期起点 18
3.1、 施工强度确定性提升，竣工环节最优 18
3.2、 浮法玻璃：观察地产施工强度的重要指标 19
3.3、 消费建材：多维度验证龙头韧性，博弈选二线 20
3.4、 本轮地产周期后，消费建材企业演变的三点设想 25
3.5、 水泥：盈利承压创造行业整合契机 25
4、 新材料：“变化”与“验证”是主线 27
4.1、 玻璃新材料：技术不断突破，国产替代为主旋律 28
4.2、 玻纤&碳纤维：已具比较优势，降本增效继续挖潜 28
4.3、 其他新材料：行业趋势向好，技术突破可期 29
5、 投资建议 31
6、 风险分析 32

图目录

图 1：2022 年中信各一级行业指数涨跌幅（%） 5
图 2：最近 5 年固定资产投资、制造业投资、狭义基建投资、房地产投资累计增速 5
图 3：水泥价格 V.S 动力煤价格(图中红蓝字体为区间均价) 6
图 4：浮法玻璃价格 V.S 纯碱价格(图中红蓝字体为区间均价) 6
图 5：玻纤价格 V.S 天然气价格(图中红蓝字体为区间均价) 7
图 6：碳纤维价格 V.S 丙烯腈价格（图中红蓝字体为区间均价) 7
图 7：主要消费建材成本项之沥青(图中红蓝字体为区间均价) 7
图 8：主要消费建材成本项之 PVC(图中红蓝字体为区间均价) 7
图 9：水泥板块（申万）整体估值 PB 分位值（%） 7
图 10：玻璃制造（申万）板块整体估值 PB 分位值（%） 7
图 11：玻纤制造（申万）板块整体估值 PB 分位值（%） 8
图 12：装修建材（申万）整体估值 PS 分位值（%） 8
图 13：房地产行业负反馈 9
图 14：历史上，融资政策时常影响房企开工及交付 9
图 15：房地产开发资金来源同比增速变化情况 10
图 16：房地产开发资金来源拆解 10
图 17：居民部门杠杆率 11
图 18：新增居民中长期贷款 11
图 19：储蓄存款余额同比增速回升至近十年高位（单位：亿元） 11
图 20：TOP10/50/100 房企销售下滑速度快于统计局口径 12
图 21：本轮周期商品房销售面积下降更为明显 12
图 22：居民各类型购房意愿占比 13
图 23：改善性需求将为未来置业主流 13
图 24：18 城二手房单月销售面积已于 2022 年 Q2 触底回升 14
图 25：单月商品房销售面积概况 14
图 26：当前居民更期待的调控类型（2022 年 10 月） 15
图 27：地产销售周期 16
图 28：土拍面积情况（万平方米） 17
图 29：2004-2022 年全国住宅库存去化周期 17
图 30：房屋新开工面积与房屋竣工面积移动平均增速拟合 18
图 31：房屋竣工面积及累计增速 18
图 32：玻璃现货价格（元/吨） 19
图 33：纯碱价格走势（元/吨） 19
图 34：玻璃在产产能情况（t/d） 20
图 35：重点监测省份玻璃企业库存（万重箱） 20
图 36：防水企业收入增速对比 20
图 37：涂料企业收入增速对比 20
图 38：防水企业毛利率对比 21
图 39：防水企业净利率对比 21

图 40：涂料企业毛利率对比 21
图 41：涂料企业净利率对比 21
图 42：消费建材企业 PS（TTM）估值水平 23
图 43：水泥产量与地产、基建投资相关度较高 25
图 44：海螺水泥货币资金情况 26
图 45：海螺水泥资本开支情况 26
图 46：粗纱价格（元/吨） 29
图 47：电子纱（G75）价格（元/吨） 29

表目录

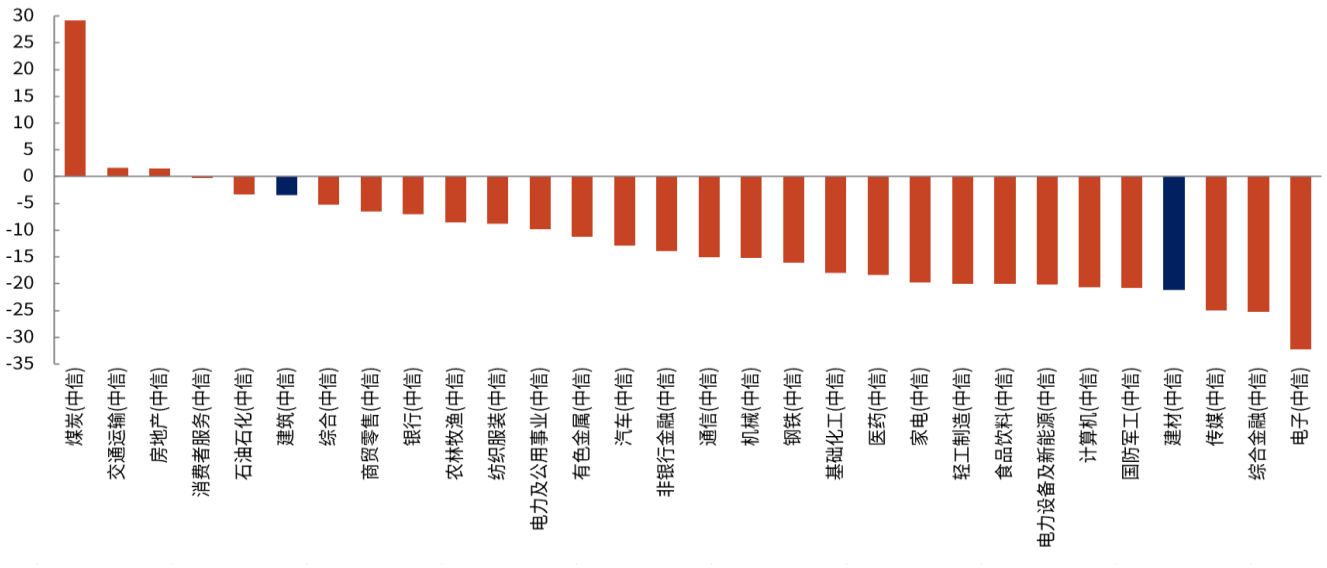
表 1：建材各子行业单季度收入、净利润变动情况 6
表 2：2022&22H2 投资策略观点与验证 8
表 3：我国居民住房存量面积占比情况 12
表 4：假设拆建与更新比例均匀，长期维度下存量建筑更替潜在空间较大 12
表 5：多轮地产周期政策维度对比 15
表 6：“十四五”期间新增保障性租赁住房面积测算 17
表 7：防水及涂料企业归母净利润同比增速对比 20
表 8：防水及涂料企业存货周转天数对比 21
表 9：防水及涂料企业应收账款及应收票据周转天数对比 21
表 10：防水及涂料企业应付票据及应付账款周转天数对比 22
表 11：防水及涂料企业营业周期天数对比 22
表 12：防水及涂料企业净营业周期天数对比 22
表 13：基金持仓消费建材企业情况（22Q3 末） 23
表 14：消费建材企业渠道拓展成果 24
表 15：消费建材龙头多品类拓展方向 24
表 16：水泥企业多元业务布局 26
表 17：建材新材料产业一览 27
表 18：主要覆盖公司盈利预测、估值与评级 33

1、 2022 年板块回顾与观点复盘

1.1、 主要建材品类基本面承压，二级市场表现差强人意

2022 年以来，建材板块整体呈现区间低位震荡走势。截止到 2022 年 12 月 1 日，中信建筑材料行业指数较年初下降 21.20%，跌幅位于中信 30 个一级子板块第 4 位，跑输沪深 300 指数 0.16 个百分点。

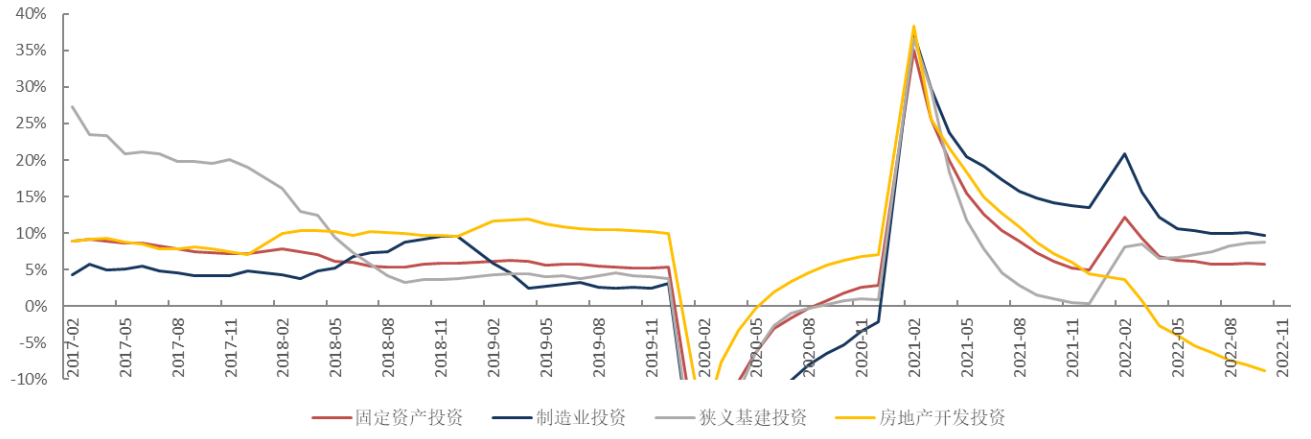
图 1：2022 年中信各一级行业指数涨跌幅（%）



资料来源：wind，光大证券研究所 注：截至 2022 年 12 月 1 日

建材表现欠佳与宏观层面息息相关，尤其地产链需求低迷，对企业经营造成较大压力。

图 2：最近 5 年固定资产投资、制造业投资、狭义基建投资、房地产投资累计增速



资料来源：wind，光大证券研究所 注：截至 2022 年 10 月

1.2、 2022 年全景：基本面与估值的双杀

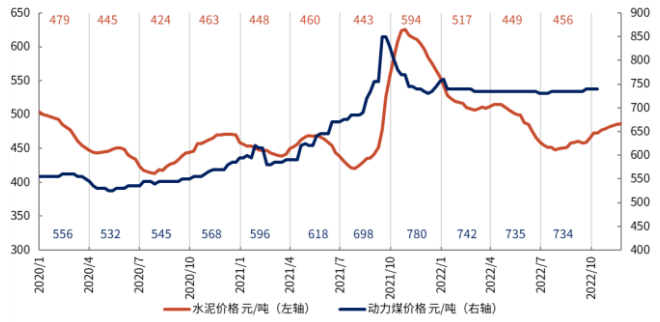
我们对建材行业各子板块[1]收入和利润数据进行统计，2022 年由于普遍面临产品价格下调、成本高企，收入利润双双承压[2]。

表 1：建材各子行业单季度收入、净利润变动情况

板块	指标	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
水泥	收入增速%	53.02	1.42	494.26	221.20	311.23	118.26	-10.84
	净利润增速%	219.67	-8.45	207.78	55.76	-26.01	-1.57	-63.09
玻璃	收入增速%	81.78	49.37	34.68	17.98	6.21	-1.31	4.67
	净利润增速%	660.66	408.27	169.12	-42.91	-44.39	-42.76	-66.78
玻纤	收入增速%	50.10	45.26	35.74	22.50	13.17	8.15	-20.27
	净利润增速%	186.81	221.93	151.17	34.32	19.69	-3.04	-37.19
防水	收入增速%	93.49	37.28	28.04	13.46	3.06	-5.60	-7.65
	净利润增速%	236.67	26.11	-23.27	-92.72	-39.54	-61.85	-75.56
管材	收入增速%	55.85	11.84	13.37	0.81	12.36	-3.89	-4.06
	净利润增速%	48.61	-19.44	-47.19	-54.62	-33.19	-36.34	-42.52
瓷砖	收入增速%	95.69	26.75	11.27	6.99	-13.99	-20.39	-12.47
	净利润增速%	70.04	14.30	-30.33	-201.87	-253.00	-162.15	-116.15
涂料	收入增速%	202.43	55.70	29.85	0.45	-2.14	-25.83	-16.34
	净利润增速%	101.60	-57.17	-31.97	-662.79	-469.94	10.95	-23.48
石膏板	收入增速%	100.61	22.93	12.47	9.25	10.47	-3.17	-14.84
	净利润增速%	1476.86	42.23	-22.58	-11.46	5.44	-19.06	-21.14
五金	收入增速%	55.42	24.83	28.97	28.11	3.93	-12.81	-12.86
	净利润增速%	442.48	38.98	25.58	-33.11	-278.37	-97.57	-72.27

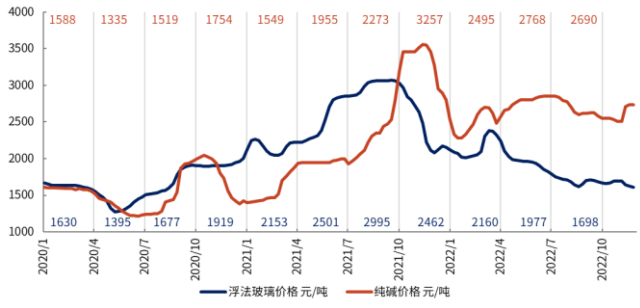
资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 3：水泥价格 V.S 动力煤价格(图中红蓝字体为区间均价)



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日

图 4：浮法玻璃价格 V.S 纯碱价格(图中红蓝字体为区间均价)



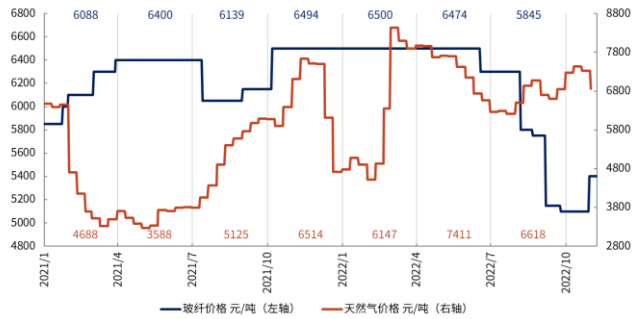
资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日

[1]注：水泥板块（选取：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、塔牌集团、天山股份、祁连山、宁夏建材、冀东水泥、万年青）；玻璃板块(选取：旗滨集团、南玻 A、金晶科技)；玻纤板块（选取：中国巨石、中材科技、山东玻纤、宏和科技）；防水材料（选取：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）；管材（选取：伟星新材、公元股份、雄塑科技、东宏股份）；瓷砖（选取：蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居）；涂料（选取：三棵树、亚士创能）；石膏板（选取：北新建材）；建筑五金（选取坚朗五金）。

[2]注：为消除减值对实际经营情况判断的扰动，针对 22Q3、21Q3 数据，南玻 A（玻璃）利润增速为加回资产减值、东鹏控股（瓷砖）/三棵树（涂料）利润增速均为加回信用减值的数据。

[3]注：图 3-8 中标明数据为区间均价。

图 5：玻纤价格 V.S 天然气价格(图中红蓝字体为区间均价)



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日

图 6：碳纤维价格 V.S 丙烯腈价格 (图中红蓝字体为区间均价)



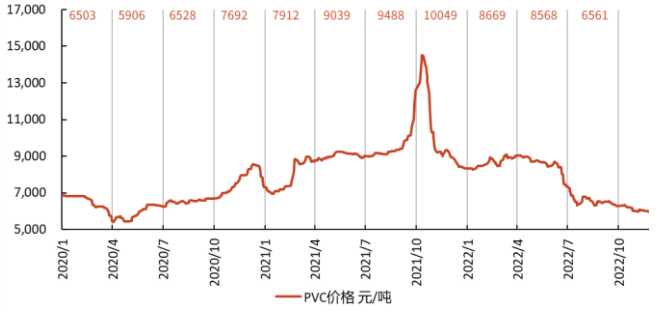
资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日

图 7：主要消费建材成本项之沥青(图中红蓝字体为区间均价)



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日

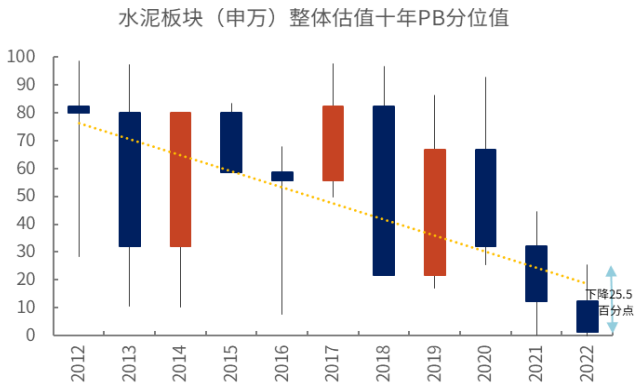
图 8：主要消费建材成本项之 PVC(图中红蓝字体为区间均价)



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日

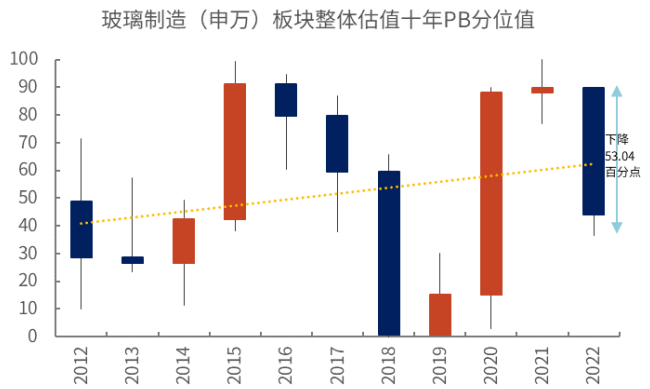
对近十年的水泥、玻璃、玻纤板块的 PB 以及装修建材板块的 PS 历史分位进行分析，发现各板块估值均在 2022 年有明显下挫。

图 9：水泥板块（申万）整体估值 PB 分位值（%）



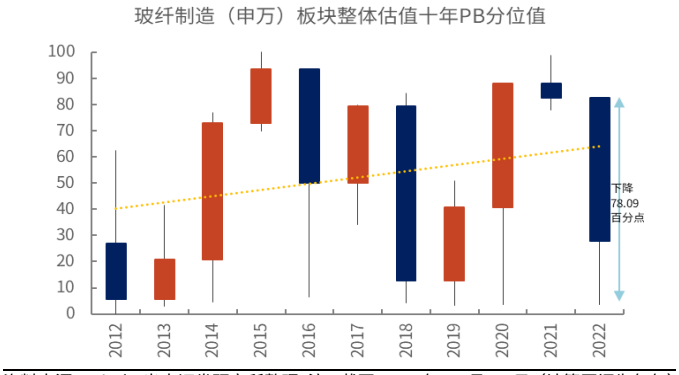
资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日（计算区间为每年）

图 10：玻璃制造（申万）板块整体估值 PB 分位值（%）



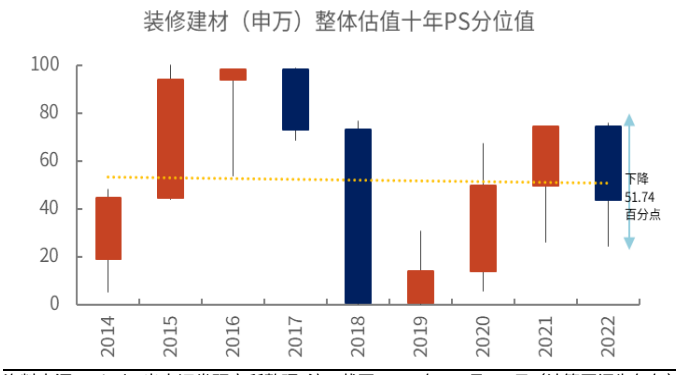
资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日（计算区间为每年）

图 11：玻纤制造（申万）板块整体估值 PB 分位值（%）



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日（计算区间为每年）

图 12：装修建材（申万）整体估值 PS 分位值（%）



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 11 月 25 日（计算区间为每年）

1.3、 2022 年初与年中观点回顾

在 22 年与 22H2 投资策略报告中，我们旗帜鲜明地提出受地产端拖累，行业总需求将确定性下行，并判断地产政策底已逐渐显现，且在 22H2 有望见到市场底。新开工端难有明显改善，而竣工端回暖确定性最高。在此逻辑下，我们认为作为和地产端绑定最深的板块：玻璃有望重回高景气、消费建材业绩底或将出现。而对于水泥和玻纤表现整体呈中性及观望态度，弹性整体有限且有下行风险。

从行业基本面最终演绎情况来看，我们认为把握住了地产周期和行业基本面运行方向，但对于地产市场恢复和部分行业供需的演化节奏预想的偏乐观。如：尚未看到地产销售的明显回暖、“保交楼”下竣工恢复不及预期、玻璃需求未如期释放等。不过面对地产需求下滑，消费建材企业积极应变，且受益于成本端压力减缓，业绩底或已显现，基本验证了我们的判断。此外，水泥、玻纤等行业景气度亦出现超预期下行。展望未来，行业整体逻辑并未发生根本变化，研究框架仍然有效，期待后续的兑现。

表 2：2022&22H2 投资策略观点与验证

	22 年年度策略观点	22 年年中策略观点	基本面演绎结果
地产	历史经验显示地产销售下行周期或将至少持续 4-6 个季度，则 22 年将出现地产投资疲软，新开工预期走弱。不过随着地产融资政策边际放松，竣工交房景气或将回归。整体而言建材需求走弱几乎为定局。	随着地产政策加码、发力及疫情影响消缓，在 21H2 低基数背景下，我们认为 22H2 有望看到地产周期触底。土地购置放缓且高周转难以为继，即使销售复苏，新开工仍存较大压力。竣工仍存较大修复空间，在保交楼推动下，有望出现回暖。因此看好竣工端需求的释放。	地产政策进一步发力，但是由于居民收入不确定预期增加，且交付风险尚未消除、房价预期仍然偏弱，导致观望情绪浓厚，地产销售仍在底部徘徊，新开工偏弱，而竣工恢复亦不及预期。
基建	2022 年基建投资有望回暖但向上幅度有限，主要受土地出让金收入下行和防范地方隐形债务约束，亟需新型投融资工具发力。	——	基建投资持续高景气，22 年 1-10 月狭义基建投资增速达到 8.7%。
消费建材	地产政策底虽然显现，但行业风险仍未充分释放，基本面将继续承受房地产周期下行的冲击。建议密切关注：未来 B 端经营策略是否出现全面调整，以及非房工程、小 B 和零售业务的拓展能否弥补业绩增量。	地产最悲观时刻已过，在需求底部明确之后，随着信用减值风险和成本压力的缓解，消费建材板块业绩底也将逐渐出现。	消费建材企业进行营销策略变革，伴随部分原材料价格高位回落，三季度或已是行业业绩底部。
玻璃	看好在竣工修复下，需求会有阶段性支撑，价格或出现高位震荡，并看好浮法企业向新兴玻璃产业的成长突围。	地产竣工将带来浮法玻璃价格弹性，继续期待行业回至高景气。若需求迟迟不能兑现，则有望看到供给端冷修潮的出现。	竣工需求释放不及预期，玻璃价格持续承压，而成本端原燃材料价格高位，企业经营压力较大。不过下半年冷修产线明显增多，供给端有一定收缩。
水泥	纵观 2022 年，地产及基建投资较为疲弱，对水泥需求或形成较大压制。但跟随基建资金到位节奏及地产“两集中”带来的阶段性密集开工，我们倾向于认为 21Q4-22Q2 区间内，需求仍有较好支撑。	基建投资确定性发力，或贡献部分需求增量，地产新开工需求承压明显，但保交楼带动下，行业整体需求下行空间或有限。	22 年需求弱势运行，主要受地产需求拖累，虽煤炭价格支撑水泥价格维持相对高位，但成本压力同比增加更甚，企业盈利不断下行。
玻纤	行业持续高景气的同时，也在面临新一轮供给的冲击，但整体有限。22 年海外需求有望恢复和国内需求仍有韧性，供需紧平衡态势仍有望延续。	2022 年，海外市场需求强化玻纤价格韧性，但玻纤周期性来自于供给端，需对粗纱价格走势密切跟踪观察。	随着新增产能的持续释放，玻纤粗纱正式进入下行周期，价格持续下行，当前或已触底。

资料来源：wind，光大证券研究所已外发报告：《无惧风雨，寻觅彩虹——非金属建材行业 2022 年投资策略》2021 年 11 月 12 日，《地产链机遇显现，新材料持续成长——非金属建材行业 2022 年中期投资策略》2022 年 6 月 6 日，光大证券研究所整理

2、 地产复苏：方向确定，空间未定

2.1、 本轮周期超预期下行主要由于“供给”

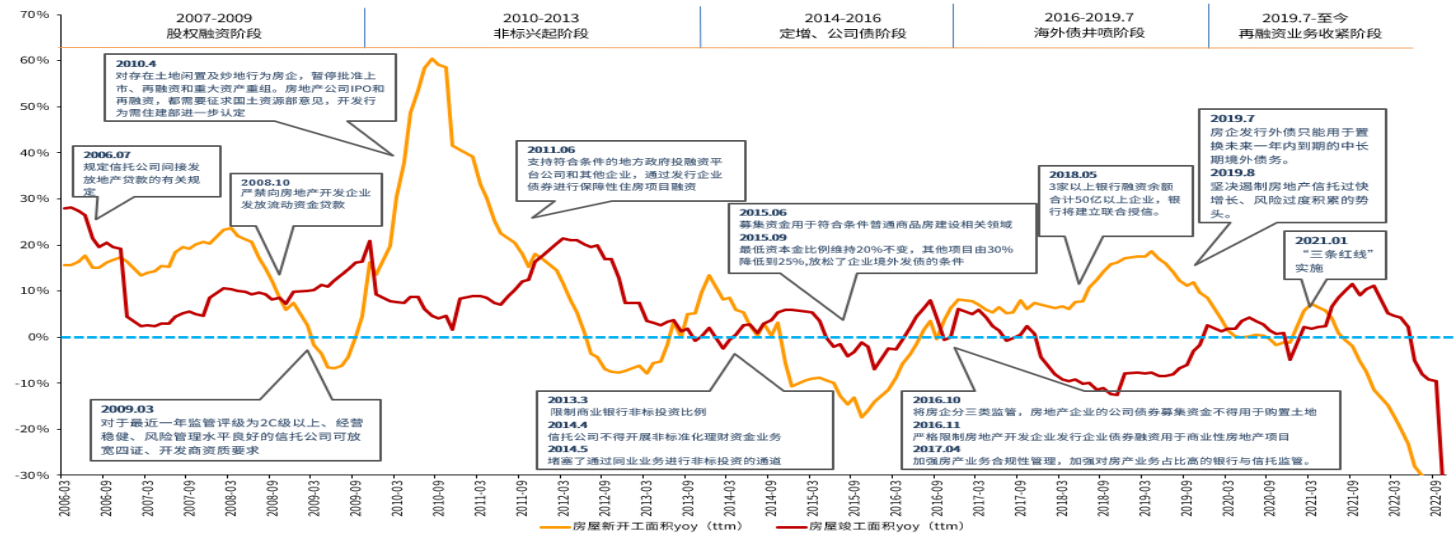
2021 年后，“三道红线”、土拍“两集中”背景下，对于高杠杆、高周转模式更为显著的部分房企而言，融资端对其资金供给采取较为谨慎态度，且预售监管资金趋严，对房企短期流动性产生压力。21H1，个别大型房企发生信用瑕疵事件，对市场信心及情绪逐步产生“由点及面”影响，具体传导中：1）外部融资上，资金供给侧对地产行业整体信用资质信心有所下降，政策约束下金融机构“惜贷”。2）销售回款上，21H2 房贷发放开始收紧；部分房地产企业面临流动性紧张开始打折促销回款，影响市场价格，降低居民资产保值升值预期；部分地产企业陷入困境，项目停工令居民对房企能否顺利交楼信心动摇。3）市场情绪逐次传导，各因素相互影响，终步入“流动性承压-部分大型房企信用瑕疵-停工促销影响市场情绪，销售下行-受影响房企范围扩大，信用问题集中发酵-金融机构下调评级，供给资金惜贷，流动性进一步承压-影响再度扩大”的负反馈中。

图 13：房地产行业负反馈



资料来源：光大证券研究所整理并绘制

图 14：历史上，融资政策时常影响房企开工及交付



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

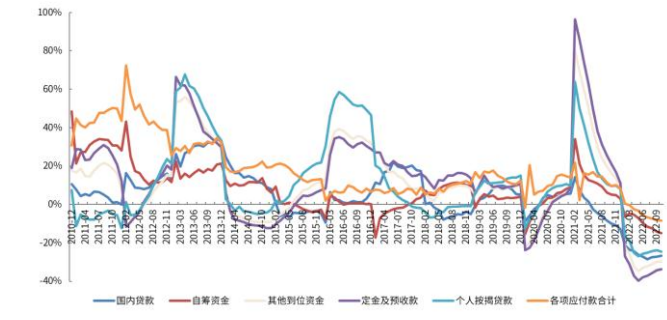
供给侧支持积极信号已现，拐点号角吹响

11 月 11 日，据中国基金报报道，央行提出支持民营房企融资共 16 条金融政策，包含债务展期、保交楼支持、个人征信权益保护、稳定建筑企业信贷投放、保持信托债券融资稳定、优化租赁市场信贷融资渠道服务等多项举措，该举措在多方面意义积极，并对缓和流动性压力有较大正面影响，实为对优质参与主体的重要政策性利好，负反馈下的地产行业出清尾声或渐行渐近，市场悲观情绪可获提振。

11 月 28 日证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，并自即日起施行：1）恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2）恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3）调整完善房地产企业境外市场上市政策；4）进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；5）积极发挥私募股权投资基金作用。此次决定意味着地产股权融资政策转向，地产链相关企业均有望受益，此轮行业出清源自资金供给，我们认为当前时点资金供给侧实质性变化已发生，行业周期拐点的号角或行将吹响。

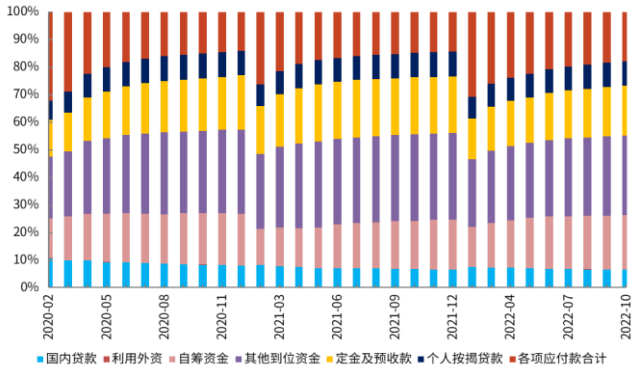
我们认为：措施中提到资源向优质地产商集中将有利于中建系逆势扩张，而募集资金用于存量项目则为保交付落地提供资金保障，利好玻璃及消费建材后周期龙头，而保租房 REITs 的加速发行则将令装配式建筑进一步受益。

图 15：房地产开发资金来源同比增速变化情况



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

图 16：房地产开发资金来源拆解



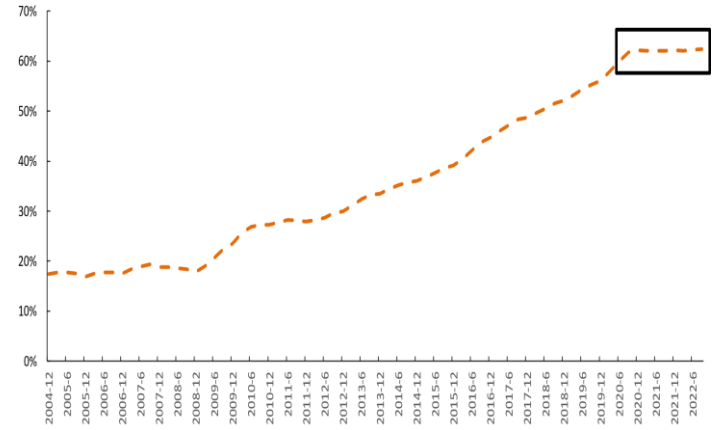
资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

2.2、 需求韧性仍存：商品房销售蕴藏反弹动力

储蓄意愿偏强，居民部门仍存购买力

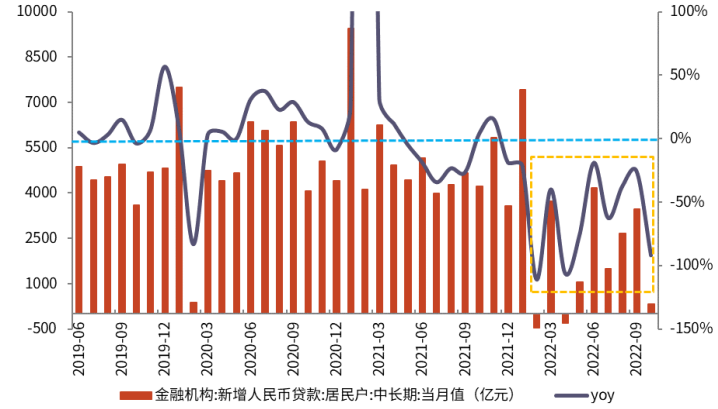
当前居民部门杠杆率较为稳定。近年来“房住不炒”大背景下，居民部门杠杆率上升势头遭遏制，自 2020 年下半年来仅略有提升，多个季度均维持稳定水平，截至 2022Q3，居民部门杠杆率为 62.4%。此外，本年度销售超预期下滑，居民部门新增中长期贷款降幅扩大。本年度 10 个月统计数据中，2 月、4 月新增贷款数额转负，其余月份亦同比大幅下滑，当前短期快速下滑并非常态。我们认为，未来居民部门杠杆率虽不具备快速提升条件，但居民部门作为经济增长的重要动力，在当前宏观运行疲弱情况下，政策或将持续促进地产行业需求恢复，杠杆率有望维持缓幅提升。

图 17：居民部门杠杆率



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 Q3

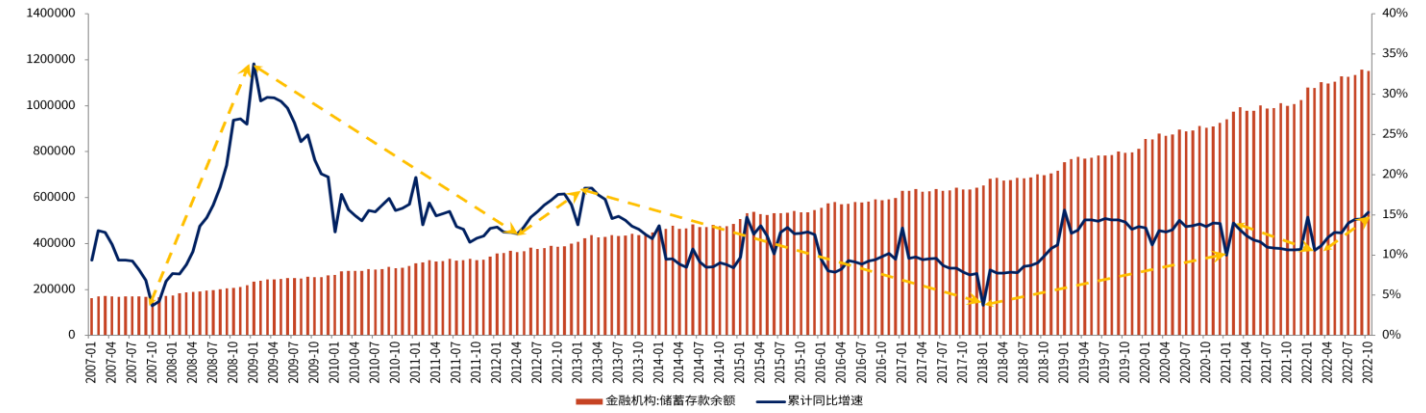
图 18：新增居民中长期贷款



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

居民储蓄意愿浓厚，具备潜在购买力。2022 年来，居民储蓄余额同比增速持续上升，回升至近十年来高位水平。我们认为，首付能力并非是购房置业的最大阻碍，据中指数据 10 月调研，储蓄不足仅为影响居民购房置业意愿的第四位影响因素，占比仅 29%，担忧还贷压力大、未来资产价格缩水、观望后续政策则为更重要因素。首付能力并非支付意愿降低之主因，预期前景的不确定性则是压制购房意愿之主因，在疫情影响的大背景下，留存储蓄意味着增大生活保障及个人日常生产经营活动的确定性。“信心胜于黄金”，扭转观望预期至关重要，我们认为，降低购房成本及保交付的有力政策将持续助力居民端信心修复，当前积累的居民储蓄则为市场需求提供庞大“蓄水池”。

图 19：储蓄存款余额同比增速回升至近十年高位（单位：亿元）

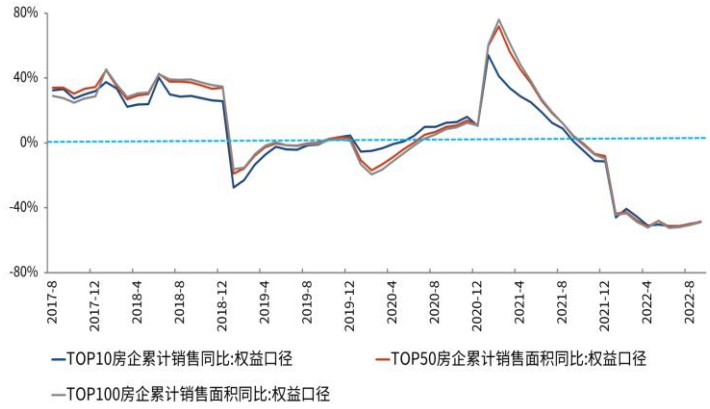


资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

销售超预期下滑并非需求消失，改善需求空间广阔

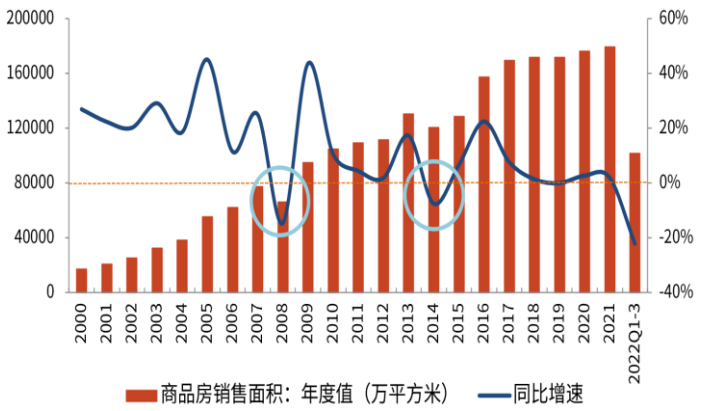
本轮地产销售下滑过于陡峭，未来 1-2 年向上修复的机率较大。市场关注的人口结构问题是“慢变量”，并非影响地产销售的“快变量”。过去 1 年地产销售数据断崖式下行核心是市场信心以及产业链供给侧问题等多重因素的影响。此外，由于改善性需求并非刚需，故当改善性需求占比逐步提升后，受经济环境影响时亦将加剧地产销售波动。

图 20：TOP10/50/100 房企销售下滑速度快于统计局口径



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 9 月

图 21：本轮周期商品房销售面积下降更为明显



资料来源：wind，光大证券研究所整理

建筑物“老龄化”催生改善性需求。据七普数据，至 2020 年底，我国家庭户数共计 4.65 亿户，户均住房面积 111.18 平米；对应家庭户存量住房面积共 516.99 亿平米。据七普抽样数据，我国 1949 年前/49-59 年/60-69 年/70-79 年/80-89 年/90-99 年建成房屋比例分别 0.23%/0.23%/0.58%/2.00%/8.44%/19.74%；2000-2010 年/2010-2014 年/2015 年及以后建成房屋比例分别为 32.16%/22.85%/13.76%，城镇居民建筑平均年龄低于农村。虽然我国已度过快速城镇化阶段，但建筑物“老龄化”催生改善需求，将有效支撑地产产业链需求。房屋“老龄化”后，户主可能选择购置改善新房或等待政府推进拆建，我们以 516.99 亿平米为总量，简化假设整体更新周期分别为 40 年/50 年/60 年/70 年/80 年，每年拆建/改善比例分别为 2.5%/2.0%/1.7%/1.4%/1.3%，则对应的每年潜在需改善/新建面积可达 12.92/10.34/8.62/7.39/6.46 亿平米，我国存量建筑更新将随时日渐长，产生庞大的更新需求。

表 3：我国居民住房存量面积占比情况

建成时间	对应房龄（至 2030 年）	房屋面积（亿平米）	占存量建筑比重
1949 年以前	≥81 年	1.19	0.23%
1949-1959 年	71-80 年	1.20	0.23%
1960-1969 年	61-70 年	3.01	0.58%
1970-1979 年	51-60 年	10.33	2.00%
1980-1989 年	41-50 年	43.65	8.44%
1990-1999 年	31-40 年	102.05	19.74%
2000-2009 年	21-30 年	166.27	32.16%
2010-2014 年	16-20 年	118.15	22.85%
2015 年以后	0-15 年	71.13	13.76%

资料来源：七普数据，光大证券研究所整理

表 4：假设拆建与更新比例均匀，长期维度下存量建筑更替潜在空间较大

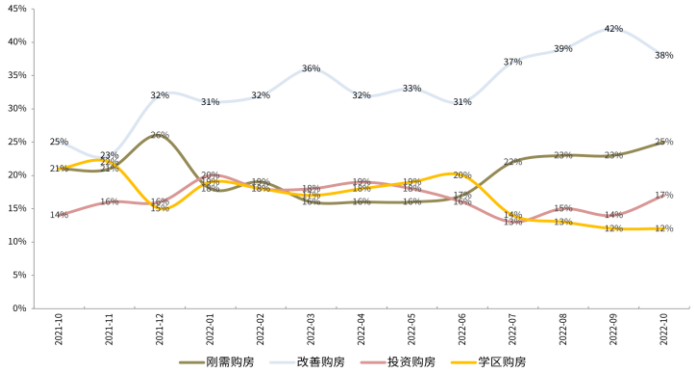
拆建/改善整体更新周期	每年拆建/改善占比假设	对应潜在面积(亿平米)
40 年	2.50%	12.92
50 年	2.00%	10.34

60 年	1.67%	8.62
70 年	1.43%	7.39
80 年	1.25%	6.46

资料来源：光大证券研究所测算

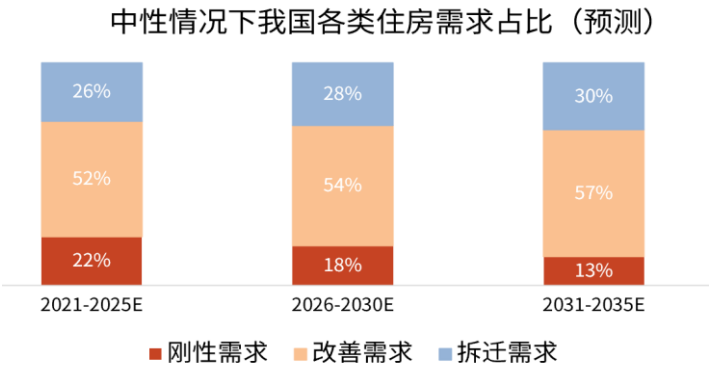
改善性需求已逐步成为地产需求的主力。据贝壳研究院预测，21-25/26-30/31-35 年间住房改善需求占总销售需求比重将达 52%/54%/57%。中指研究院调研显示，2022 年 10 月购房者置业意愿中，改善需求占比可达 50%（其中改善购房、学区购房需求占比分别为 38%、12%），刚需购房可达 25%，投资购房达 17%；改善与刚需购房呈现“二分江山”态势。改善性需求相较刚需弹性较大，更易受市场情绪影响；本轮地产销售下滑幅度超 08-09、15-16 年，或在于近年来改善房需求占比加大。

图 22：居民各类型购房意愿占比



资料来源：中指研究院调研，光大证券研究所整理

图 23：改善性需求将为未来置业主流



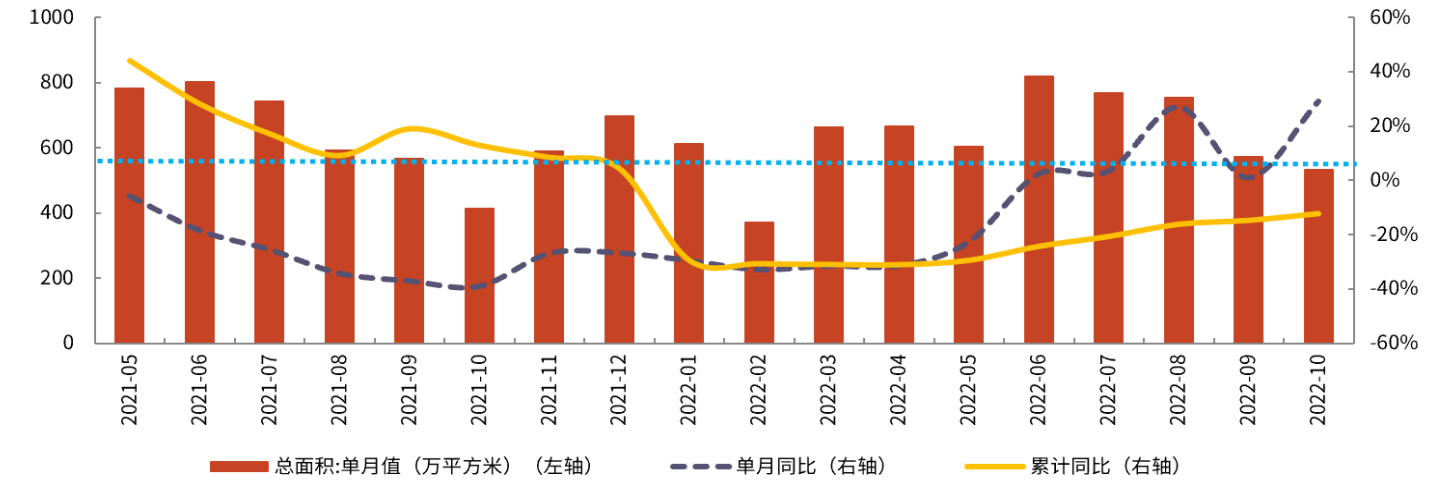
资料来源：贝壳研究院，光大证券研究所整理

二手房市场呈现韧性，成交状况显著优于新房，侧面验证需求韧性强

21 年下半年商品房销售走弱趋势显现，21 年 7 月单月增速同比转负，至 21 年末累计同比增速由 21.5%下滑至 1.9%。**2022 年商品房销售面积延续下滑趋势，且跌幅进一步扩大**，本年度商品房销售面积 22 年 1-10 月累计同比-22.3%，下滑幅度于本年 4-5 月降至低点后有所收窄，由于 21 年下半期同期基数较低，我们从销售绝对量来看，单月商品房销售面积仍处近年低位。

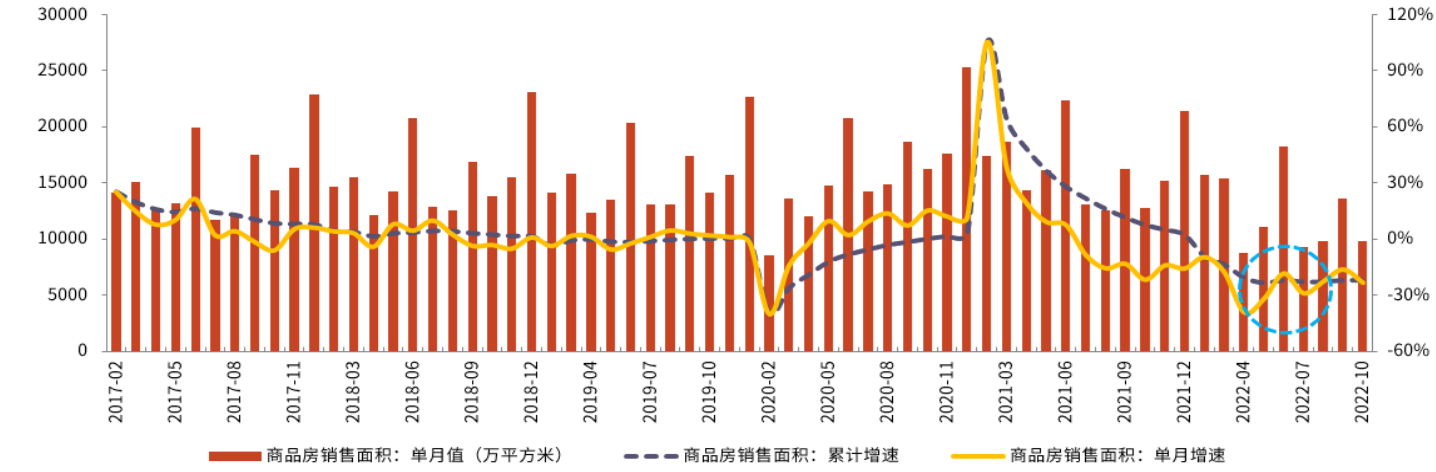
据我们跟踪的 18 城二手房成交数据：1）4 月以来，二手房销售单月同比增速降幅均低于新房，至 10 月，二手房销售面积累计仅同比-12%。2）6 月后，二手房单月销售同比增速转正，6/7/8/9/10 月单月同比增速分别为 2%/3%/27%/1%/29%，成交情况与新房市场呈现明显分化，考虑到从产生购房意愿至成交数据体现中间仍需 1-2 个月，而 9 月后政策又再度给予支持，我们认为二手房市场成交回暖趋势仍将持续。3）当前二手房销售累计同比降幅持续缩窄，且二手房不存在年中推盘及营销现象，数据环比波动幅度较小，成交量更为稳定，当前回升趋势较为明显，二手房购房需求更具韧性。4）在部分地产项目烂尾问题影响下，部分新房购置需求转移至二手房，当前宏观运行疲弱背景下，我们认为随“保交付”及地产政策支持不断推进下，二手房市场的暖意或将传导至新房市场。

图 24：18 城二手房单月销售面积已于 2022 年 Q2 触底回升



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

图 25：单月商品房销售面积概况



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

2.3、 政策边际转暖，2023 年地产销售弱复苏可期

看好地产及产业链复苏，预计 23Q2 基本面有望改善

对比历史，当前地产需求端政策仍有较大放松空间。

1）利率上，截至 8 月底，当前平均首套房、二套房贷利率分别为 4.39%/5.10%，降至历史低位，9 月央行再度引导首套房贷利率下行，但与历史上 08-09 年、14-15 年房贷利率多次下调幅度相比较，本轮后续仍有利率下调空间。2）首付比例上，当前“因城施策”，仅部分城市下调首付比例，范围上仍有较大发力空间，且下调幅度仍低于历史极值。3）限购政策上，仅部分城市限购松绑，且限购松绑并不完全，当前限购态势仍较为严格。4）当前政策发力多为各地小范围，中央层面统一政策发力初见端倪，11 月以来的多项地产融资支持政策打破“至暗时刻”，当前资金供给端曙光已现。5）结合前文居民购房意愿降低的主要因素进行分析，地产政策始终是影响居民预期的一大关键变量，据中指研究院调研，在居民期待的调控类型中，降低首付比例、房贷利率、限购放松等需求端政策分别占比达 42%、28%、15%，反映了居民对减少大额支出，减轻现金流压力、降低购房门槛的需求。

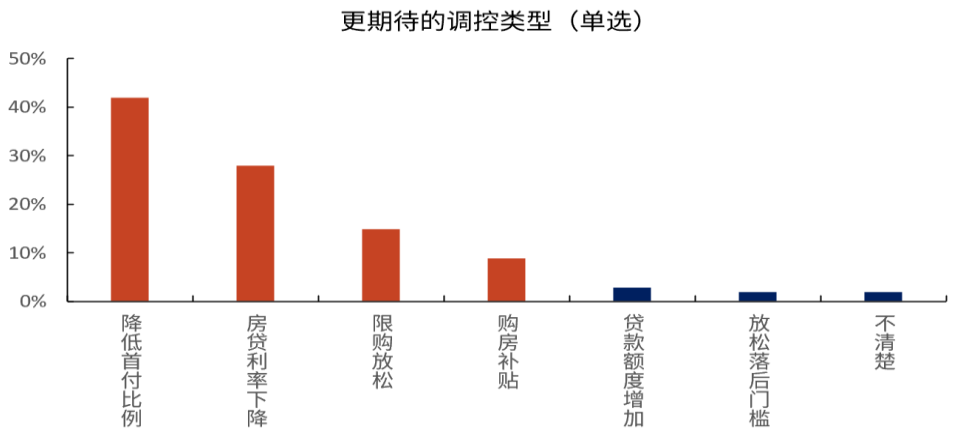
由于城市住房本身存在更新换代需求，万科郁亮认为“维持城市住房更新的数量为 10 亿至 11 亿平方米”[3]，考虑当前仍存的刚需市场及本年的低基数效应，我们认为，若政策暖风持续加力，需求**失之于市场信心，亦可再得之于市场信心，短期快速下滑的需求有望在 23 年实现释放**，期待来年地产市场呈现复苏。

表 5：多轮地产周期政策维度对比

政策维度	2008 年	2014-2015 年	2022 年	当下与前述周期对比
利率	08 年 9 月起，下调基准利率，从 7.83%下调至 5.94%。下调个人住房公积金贷款利率，五年期以下由 4.77%调整到 4.59%，后逐步下调至 4.32%、4.05%、3.51%、3.33%。五年期以上由 5.22%调整到 5.13%，后逐步下调至 4.86%、4.59%、4.05%、3.87%。09 年 8 月起，首套房利率由 6.66%降至 4.16%，二套房利率 8.61%由降至 4.75% 。	14 年 11 月起，五年期以上公积金贷款利率由 4.5%下调至 4.25%，后逐步下调至 3.75%、3.5%、3.25%。15 年 2 月起，降准 0.5 个百分点至 19.5%，后多次进行定向及全面降准至 17.5%。五年期以下个人住房公积金贷款利率由 4%下调至 3.75%，后调至 2.75%。15 年 9 月起，下调基准利率 6.55%至 4.90%；14 年 7 月起，首套利率由 7.01%降至 4.44%，二套利率 7.21%由降 5.39% 。	基准利率从 4.65%降至 4.6%、4.45%、4.3%。9 月 29 日，实施阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定首套住房贷款利率下限。10 月起，首套房 5 年以下和以上公积金贷款利率分别调整为 2.6%和 3.1%。第二套公积金贷款利率政策保持不变。	此轮周期政策出台频率高，但利率下调放松力度与 2008、2014-2015 年仍无法比拟。
首付	10 月，首套房最低首付款比例均下调为 20%。	14 年 9 月，有 1 套已结清贷款购房按首套房执行，首付 30%；15 年 3 月，非限购城市二套房首付最低下调为 40%；15 年 9 月，非限购城市首套房最低首付下调为 25%；16 年 2 月，非限购城市首套最低首付下调为 20%，二套最低首付下调为 30%	4 月，鼓励因城施策，合理确定最低首付款比例，后多个非一线城市下调首付款比例，如南宁降低二套房首付比例至 30%（原 40%），兰州首付比例调整至首套 20%（原 30%），二套 30%（原 50%）。	2008 年、2014 年房地产政策由中央主导，此轮主导权下放地方，地方灵活管控但力度不足，但目前降低首付政策只在非一线压力城市实施，仍有较大发力空间。
“四限”政策	彼时全国范围内整体不限购。	14 年 6-10 月，41 城取消限购。6 月呼和浩特为解绑限购首城，后 46 个限购城市中仅北京、上海、广州、深圳和三亚仍执行限购政策。	郑州、衢州、秦皇岛、福州、哈尔滨、廊坊等多城放松限购。	本轮政策限购城市数量少于之前，且“四限”松绑部分仅涉及首付降低及缴纳社保年限的缩短，限购松绑不完全。
棚改货币化	中央投资 4 万亿刺激市场，其中投资 4000 亿加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。	保障性安居工程新安排 740 万套，其中棚户区改造 580 万套，增加 110 万套，把城市危房改造纳入棚改政策范围。农村危房改造 366 万户，增加 100 万户，统筹推进农房抗震改造	当前并无大规模棚改政策。	2008 年及 2014-2015 年，国家为带动房地产市场出台刺激性政策，本轮尚未出台类似规模刺激政策。

资料来源：各政府部门官网、经济观察报、中国新闻网等，光大证券研究所整理

图 26：当前居民更期待的调控类型（2022 年 10 月）

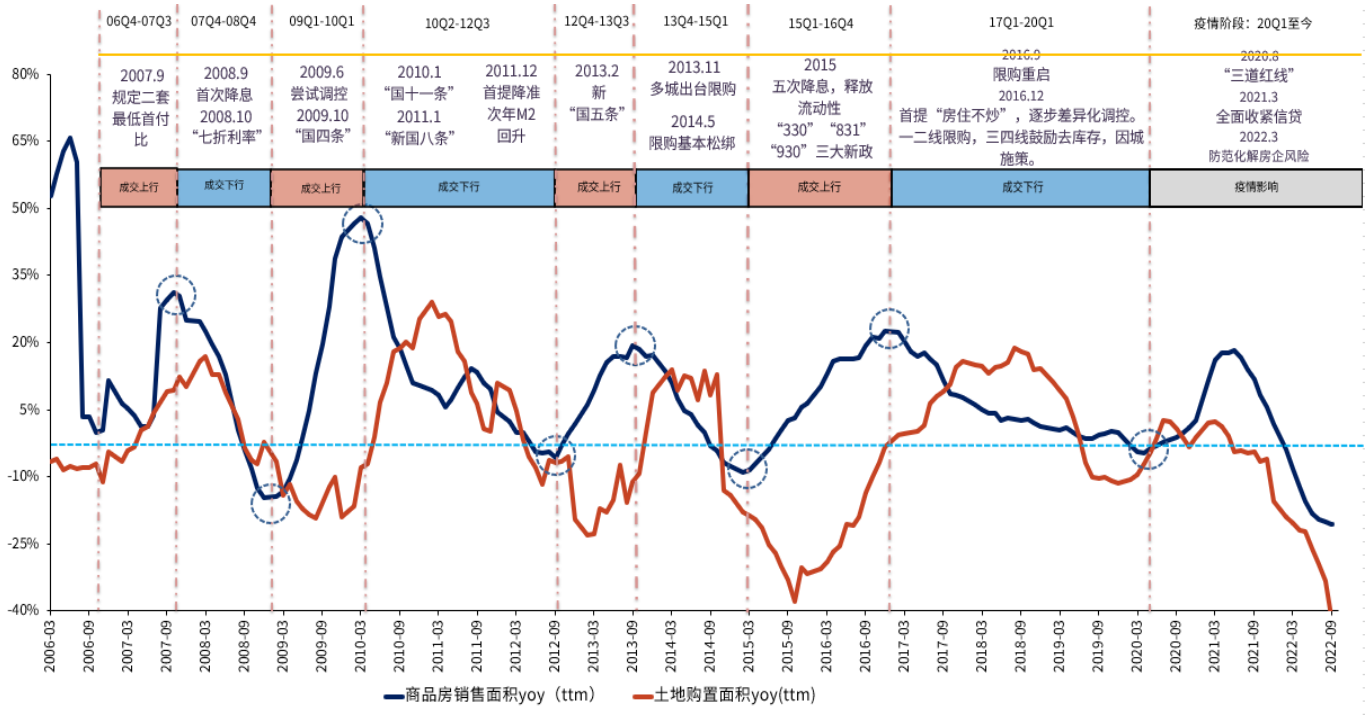


资料来源：中指研究院调研，光大证券研究所整理

[3] 郁亮在万科中期业绩推介会上的发言

历史上地产需求端鼓励政策往往循序渐进，逐步发力，结合当前政策空间，我们判断，若在利率、限购、首付比例等方面出台有力支持政策，切实减少购房经济负担，则对打消部分居民观望情绪，扭转市场较弱预期将会有显著作用。

图 27：地产销售周期



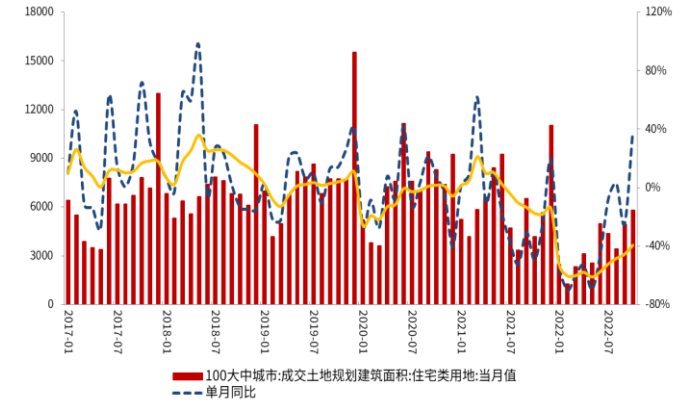
资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

“房住不炒”：需求侧强刺激难以期待

当前去化周期虽处近年来稍高位置，但并不极端，去化周期仍显著低于 15 年高位，且当前去化周期较长受销售疲弱影响较大，若销售需求弱复苏，则去化周期易于降低，因此我们认为出台类似棚改货币化式的需求侧强刺激政策可能性较小。

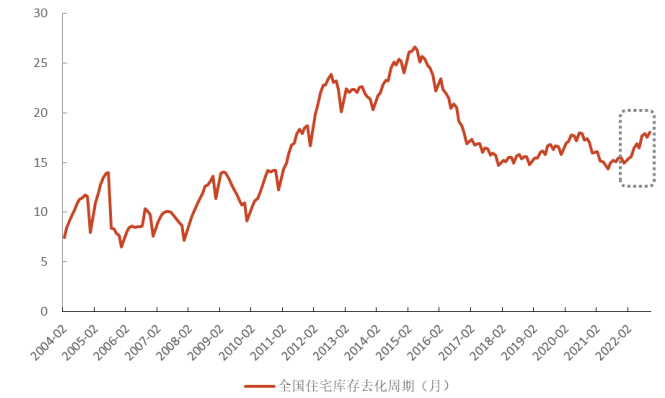
土地购置面积是竣工面积的前置变量，而市场销售数据的持续回暖则会带动开发商拿地意愿的提升，当预期市场前景较好时，开发商则会增加土地储备、推动开工。在 2009 年、2012 年、2015 年新一轮地产销售周期启动时，销售数据趋势先见好转，土地购置与新开工则跟随其后。当前市场拿地意愿较弱，反映在数据上，当前土地成交溢价率跌入历史底部区域，22 年 10 月土地成交溢价率仅 1.87%，100 大中城市住宅用地土地成交面积同比大幅下滑，1-10 月累计同比 -40%。另外，考虑当前存在较多城投企业拿地情况，这类企业并不具备开发能力，真实供给或更弱。由于当前拿地面积水平影响 2-3 年后竣工水平，若需求恢复，则彼时供给端去库压力较小，市场回暖可能性较大。

图 28：土拍面积情况（万平方米）



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

图 29：2004-2022 年全国住宅库存去化周期



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

在政策呵护下，融资端及销售端或均将出现改善。随着城镇化进入尾声，房地产市场黄金时代已过，未来较难达到 17-18 亿平销售面积的峰值水平。“房住不炒”大背景下，地产行业金融属性减弱仍将持续，我们亦并不认为会有棚改货币化等超强刺激政策出台。今年已出台的多项政策传导及居民信心修复仍需时日，明年地产链自然复苏仍可期待，或将在 23Q2 后反映至销售数据上。

租购并举：租赁房支撑地产链需求

在“保地产链”的核心政策方向下，保障性租赁住房或替代“棚改货币化安置”，在不刺激房价的情景下，对地产产业链形成有效需求支撑。保障性租赁住房是对商品房市场的有效补充，对地产竣工有拉动作用。我们测算“十四五”期间全国新增保障性租赁住房或超 800 万套（间），占“十三五”期间累计商品住宅房屋竣工总面积的比重为 11.6%（中性测算）。[4]

装配式建筑将极大拉动绿色建筑建材需求。“十四五”期间，**仅**保障性租赁住房将分别为装配式 PC、钢结构、装配式装修带来超 12%、24%、190%的增量市场空间（面积口径）；若考虑装配化率提升，则行业产值规模增量更明显。此外，随着行业规模扩容，规模效益下装配式成本或将逐步降低、业主接受度亦将提升，装配式行业长期将进入良性发展阶段。

表 6：“十四五”期间新增保障性租赁住房面积测算

	悲观	中性	乐观
总套数（万套（间））	809.87	809.87	809.87
套均面积（平米）	30	50	70
十四五期间新增保障性租赁住房总面积（=A）（万平米）	24296.1	40493.5	56690.9
十三五期间累计商品住宅房屋竣工总面积（=B）（万平米）	348937	348937	348937
十四五期间新增保障性租赁住房总面积占十三五期间累计商品住宅房屋竣工总面积比重（A/B）	6.96%	11.60%	16.25%

资料来源：光大证券研究所测算

[4] 参见光大证券建筑建材团队（孙伟风、高鑫）报告：《保障性租赁住房：绿色及装配式建筑的重大发展机遇——装配式建筑与绿色建筑行业深度研究之六》，2021 年 12 月 17 日

3、 地产链：站在新一轮周期起点

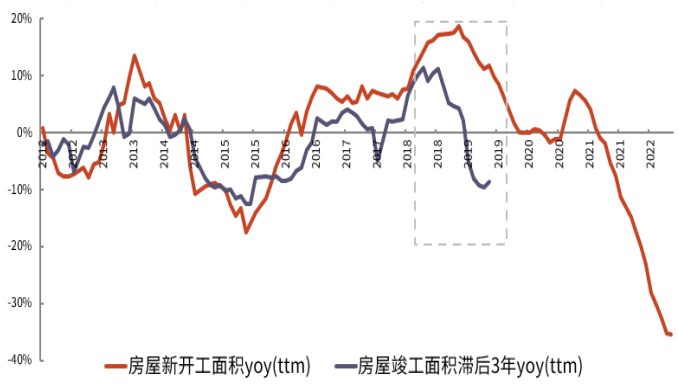
第二章节，我们已重点探讨 2023 年地产需求复苏是确定的，唯一不确定的是向上的空间。“房住不炒”的大背景下，类同于“棚改货币化安置”[5]的强刺激政策较难出台。我们判断 2023 年地产链的主线主要有：1）施工强度提升，保交付推进；2）地产销售自然修复，提振产业链需求；3）租购并举下，保障性租赁住房建设加速。

3.1、 施工强度确定性提升，竣工环节最优

“保交付”仍是 2023 年重要主线，竣工环节确定性更强

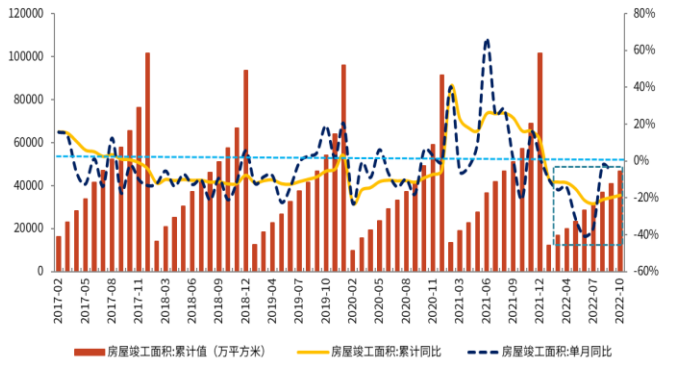
在房地产项目开发投资的过程中，经历**土地购置-规划设计-建筑施工-项目预售-竣工入住-物业管理**这一渐进过程，这意味着，在正常开发投资的过程中，地产新开工是地产竣工的前置变量。我们将房屋竣工面积同比增速（12 个月移动平均）左移三年与房屋新开工面积同比增速（12 个月移动平均）进行对比，会发现历史上两者走势高度相关，2018 年-2019 年是房屋新开工大年，则理论上 2021-2022 年应为竣工大年，而实际上，自 2021Q3 开始，竣工数据走弱且与新开工平移拟合数据偏离较大，主要受地产资金链紧张以及疫情影响，在建项目施工放缓所致。房屋“烂尾”影响国计民生，且阻碍地产良性循环的形成（降低民众购房意愿）。**二手房成交与新房成交明显分化，侧面佐证新房交付风险对居民购买意愿有重要影响。恢复市场预期，确保竣工势在必行**，**由于“保交付”对购房者信心至关重要，因此一直是重要政策导向**，包括 AMC 纾困房企，银行支持实体经济，支持民营企业发债融资，地产民营企业增信等多类政策，在不断出台的“保交付”政策推动下，竣工数据近月来有所回暖，但仍较 2-3 年前新开工面积有较大缺口，至 10 月，本年竣工面积累计增速同比-18.7%，考虑到 11 月以来的各项融资支持政策再度加码，我们认为竣工恢复的确定性将进一步加强。

图 30：房屋新开工面积与房屋竣工面积移动平均增速拟合



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

图 31：房屋竣工面积及累计增速



资料来源：wind，光大证券研究所整理 注：截至 2022 年 10 月

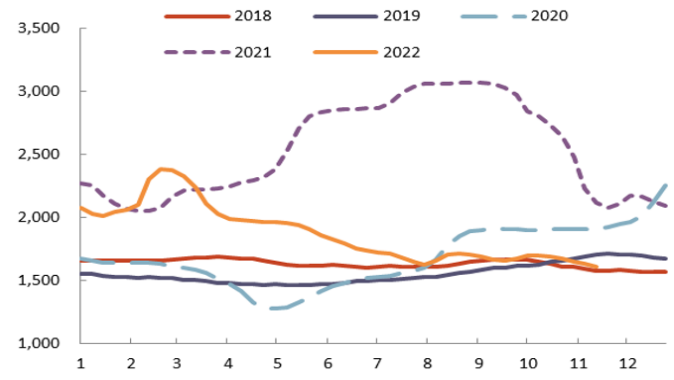
[5]棚改货币化安置：是指政府直接以货币的形式补偿被拆迁棚户区居民，而后居民再到商品房市场上购置住房。

3.2、 浮法玻璃：观察地产施工强度的重要指标

玻璃行业下游需求主要集中在房地产领域，占比超过 70%，应用一般是在建筑封顶以后，与电梯等产品一道进行安装，随后房屋可进入竣工交付环节。

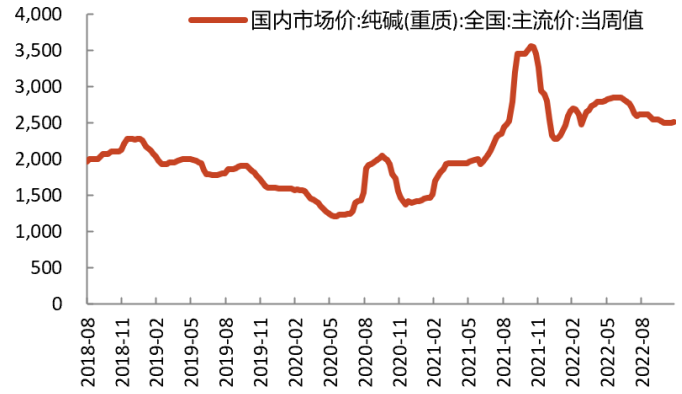
2021 年 9 月以来，玻璃价格进入下行周期，且成本端纯碱、燃料价格持续高位，行业盈利已处较低水平。需求下滑核心原因是地产销售持续回落、房企资金压力难以缓解，使得在建项目竣工推进缓慢。

图 32：玻璃现货价格（元/吨）



资料来源：ifind，光大证券研究所 注：截至 2022 年 11 月 25 日

图 33：纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：ifind，光大证券研究所 注：截至 2022 年 11 月 25 日

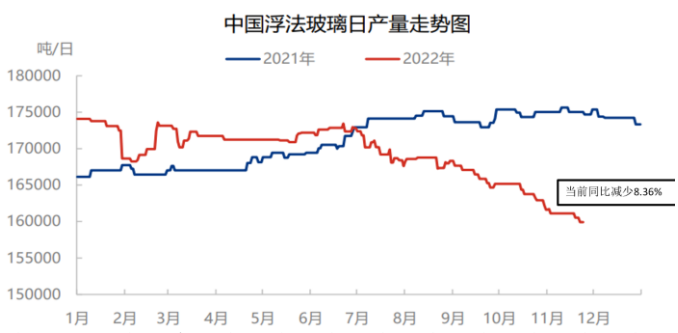
库存仍处历史高位，占到 2021 年总产量的 7%，消化关键在于需求释放。由于需求的持续疲软，截至 2022.11.4，玻璃厂家库存为 7175.4 万重箱，同比增长 59.16%。我们观察到 20H1 疫情期间也积累了“天量”库存，但在需求恢复后得到快速消化，并开启价格上行通道。已有前例在先，所以如若后续需求能如期释放，高库存问题亦无需过度担心。

行情持续低迷，2022H2 供给端已有收缩。2022H1 行业冷修不及预期，一方面企业对于下半年的旺季仍抱有期待；另一方面，此前行业高景气使玻璃企业积累充足资金。但自 7 月以来，随着玻璃基本面和预期持续疲软，产线冷修节奏加快。据隆众资讯统计，7-11 月合计冷修 25 条产线，合计日熔量达到 1.6 万吨，产能净减少 1.1 万 t/d（冷修-复产-新点火），占在产产能的 7%。

期待传统淡季冷修潮的再次出现，需求释放带来价格高弹性。采暖季通常是下游施工淡季，同时又有春节假期的存在，历来是玻璃行业冷修的好时机。

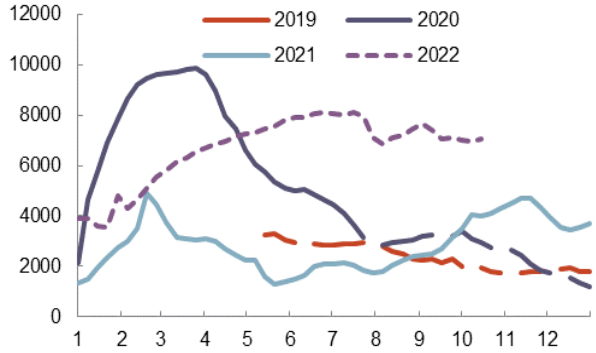
22Q4-23Q1，企业经营压力或仍然较大，则企业冷修动力有望增强。根据美尔雅期货数据，当前玻璃行业 9 年及以上产线占比接近 20%，因此供给进一步压缩潜力较大。玻璃是与地产竣工端绑定最深的建材品种，此前积压需求有望集中释放，确定性较高。此外若后续冷修潮如期出现，则阶段性供需错配将带来更高价格弹性。

图 34：玻璃在产产能情况（t/d）



资料来源：隆众资讯，光大证券研究所 注：截至 2022 年 11 月 24 日

图 35：重点监测省份玻璃企业库存（万重箱）



资料来源：ifind，光大证券研究所 注：截至 2022 年 11 月 25 日

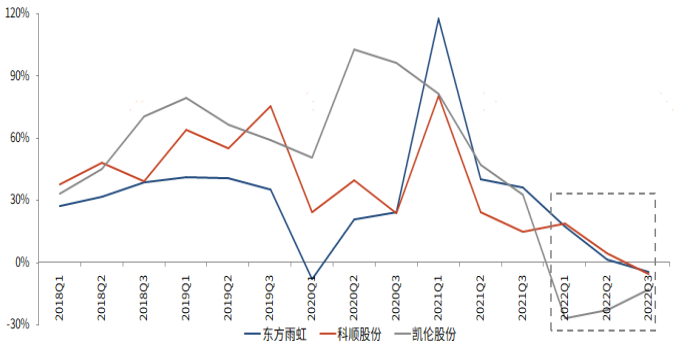
3.3、 消费建材：多维度验证龙头韧性，博弈选二线

龙头竞争优势和成长确定性更强

以防水和涂料行业为例，从收入韧性、盈利确定性以及营运能力多个维度观察，消费建材龙头企业相对二线企业表现更为出色。

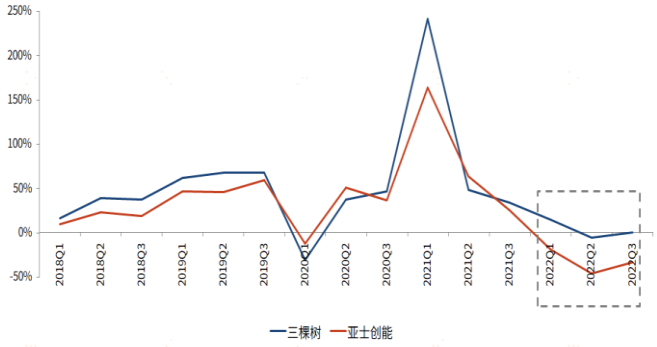
21H2 开始，随着下游需求开始走弱，且在成本压力较大的情况下，龙头企业整体收入和盈利的稳定性更强。

图 36：防水企业收入增速对比



资料来源：wind，光大证券研究所

图 37：涂料企业收入增速对比



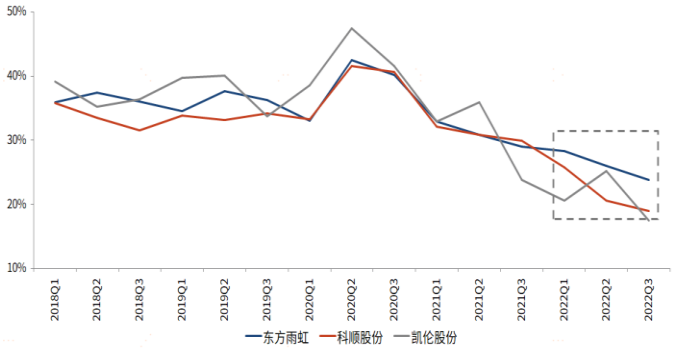
资料来源：wind，光大证券研究所

表 7：防水及涂料企业归母净利润同比增速对比

归母净利润同比增速		2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-3
防水材料	东方雨虹	20%	22%	37%	64%	24%	-38%
	科顺股份	-18%	-15%	96%	145%	-24%	-60%
	凯伦股份	11%	46%	108%	106%	-74%	-87%
涂料	三棵树	32%	26%	83%	24%	-183%	370%
	亚士创能	-7%	-48%	94%	176%	-268%	-47%

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 38：防水企业毛利率对比



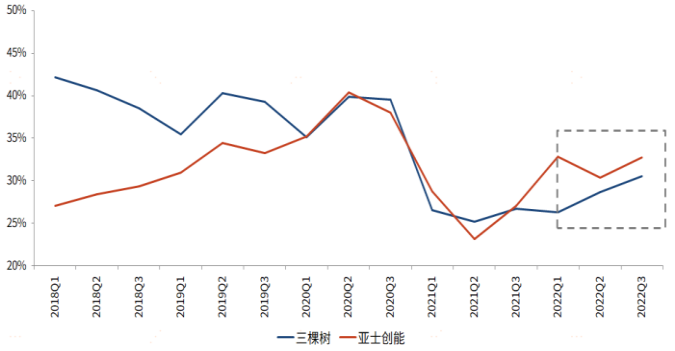
资料来源：wind，光大证券研究所

图 39：防水企业净利率对比



资料来源：wind，光大证券研究所

图 40：涂料企业毛利率对比



资料来源：wind，光大证券研究所

图 41：涂料企业净利率对比



资料来源：wind，光大证券研究所

将龙头企业和二线企业的存货、应收、应付周转情况进行对比，在 2021 年行业经营困境之前，龙头企业周转率并无优势。但在 2021 年之后，行业整体承压情况下，逆境彰显出龙头企业更强的营运能力。

表 8：防水及涂料企业存货周转天数对比

	存货周转天数（天）	2017	2018	2019	2020	2020Q3	2021	2021Q3	2022Q3
防水材料	东方雨虹	62	72	65	42	47	21	27	24
	科顺股份	53	44	52	42	50	24	26	30
	凯伦股份	50	56	53	46	68	39	47	53
涂料	三棵树	36	38	38	33	41	23	28	31
	亚士创能	44	44	32	26	30	25	27	47

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 9：防水及涂料企业应收账款及应收票据周转天数对比

	应收账款及应收票据周转天数(天)	2017	2018	2019	2020	2020Q3	2021	2021Q3	2022Q3
防水材料	东方雨虹	138	137	130	122	149	102	123	155
	科顺股份	174	166	160	155	173	164	183	222
	凯伦股份	143	150	146	194	140	249	254	363
涂料	三棵树	68	78	88	118	135	122	130	151

	亚士创能	141	157	120	147	123	169	184	276

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 10：防水及涂料企业应付票据及应付账款周转天数对比

应付票据及应付账款周转天数(天)		2017	2018	2019	2020	2020Q3	2021	2021Q3	2022Q3
防水材料	东方雨虹	55	84	100	91	111	78	66	100
	科顺股份	163	161	160	165	188	176	159	225
	凯伦股份	81	88	99	162	145	172	158	193
涂料	三棵树	117	145	149	181	196	186	200	259
	亚士创能	131	146	173	213	213	243	237	443

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 11：防水及涂料企业营业周期天数对比

营业周期天数对比(天)		2017	2018	2019	2020	2020Q3	2021	2021Q3	2022Q3
防水材料	东方雨虹	188	185	165	140	173	105	128	162
	科顺股份	181	182	180	165	191	159	179	228
	凯伦股份	188	196	195	178	209	216	218	360
涂料	三棵树	89	101	107	127	150	127	139	173
	亚士创能	146	167	142	144	152	162	168	303

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 12：防水及涂料企业净营业周期天数对比

净营业周期天数对比(天)		2017	2018	2019	2020	2020Q3	2021	2021Q3	2022Q3
防水材料	东方雨虹	147	107	77	64	84	50	73	105
	科顺股份	84	96	98	78	99	77	99	133
	凯伦股份	132	136	136	65	123	111	122	250
涂料	三棵树	-2	13	2	-8	1	-8	-7	-16
	亚士创能	14	26	-1	-10	-6	42	34	110

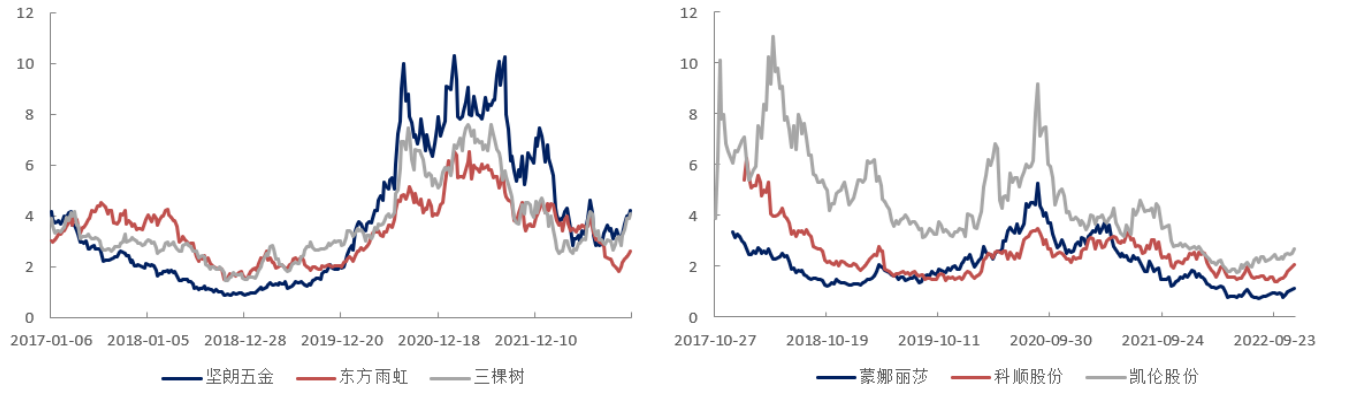
资料来源：Wind，光大证券研究所

政策博弈期（22Q4~23Q1）优选二线品种

在原材料侵蚀利润、企业前期进行较大减值计提的背景下，企业盈利受较大影响，PE 估值体系有效性减弱。消费建材的核心成长逻辑是市占率的提升+平台化下的多品类扩张，即对销售收入增长的预期，在成本上升，消费建材企业盈利下滑背景下，我们应着重考虑企业营业收入，**因此我们认为 PS（市销率）估值体系或更能衡量消费建材企业的投资价值。**

随着 2022 年消费建材企业收入端增速的普遍放缓，公司估值均出现明显回落，其中成长确定性较强的三棵树、坚朗五金等龙头企业 PS 估值尚能维持在中位以上区间，而蒙娜丽莎、兔宝宝等二线标的 PS 估值已处底部位置。截至 11 月 29 日，从消费建材企业 PS（TTM）水平来看，东方雨虹为 2.6X、三棵树为 4.1X、坚朗五金为 4.2X、科顺股份 2.1X、伟星新材 5.6X、北新建材 2.2X、凯伦股份 2.7X、蒙娜丽莎 1.1X、兔宝宝 0.9X，从历史数据来看，大部分处于中等偏下水平。

图 42：消费建材企业 PS（TTM）估值水平



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截至 2022 年 11 月 29 日

22H2 中央层面地产政策密集出台，且保交付为核心方向，我们判断后续政策仍有发力空间。由于政策发布到落地需要时间，并且产业链资金到位也需传导。从目前玻璃价格和库存数据表现来看，建材行业基本面拐点尚未来到。

在政策博弈期，我们更看好二线标的的空间和弹性。一方面其估值水位更低；另一方面基金持仓普遍较少。

表 13：基金持仓消费建材企业情况（22Q3 末）

排名	代码	名称	持股总市值（亿元）	持有基金数	持有公司家数	持股总量（万股）	季报持仓变动（万股）	持股占流通股比（%）	细分领域
1	002271.SZ	东方雨虹	34.62	46	14	13,129.52	-16,349.17	6.61	防水材料
2	002372.SZ	伟星新材	13.75	46	17	6,676.27	-771.88	4.6	管材
3	300737.SZ	科顺股份	9.5	16	5	9,980.34	2,544.24	11.23	防水材料
4	002791.SZ	坚朗五金	6.54	21	7	739.11	-273.92	4.58	建筑五金
5	603737.SH	三棵树	4.47	26	8	509.82	-135.52	1.35	涂料
6	000786.SZ	北新建材	1.48	6	3	614	-857.63	0.38	石膏板
7	002043.SZ	兔宝宝	0.49	3	2	563.9	-1,172.04	0.81	板材
8	002918.SZ	蒙娜丽莎	0.06	1	1	40.99	40.99	0.19	瓷砖
9	003012.SZ	东鹏控股	0.02	1	1	20	20	0.03	瓷砖

资料来源：wind，光大证券研究所

综上，市场对于地产链逻辑分歧犹在“趋势及政策”，我们判断 22Q4-23Q1 将是政策的博弈期，核心关注点是后续政策超预期的可能性，推荐估值更低的二线消费建材企业。行业基本面则有望在 23Q3 迎来实质性好转，从而带来企业估值和业绩“戴维斯双击”，推荐基本面占优的消费建材龙头。

中长期视角下，消费建材发展路径仍然通畅

消费建材行业多以轻资产为主，且产品同质化并无明显技术壁垒，企业在竞争中脱颖而出的关键在于渠道多元化的建设和多品类扩张。

随着地产进入下行周期，各家企业均在压缩体量较大的大 B 端业务，渠道的铺设布局将是带动销售增长的核心驱动力。1）企业通过加大小 B 端经销商数量、优化质量，完善经销网络渠道布局，从而带来业务规模的快速扩张。小 B 端经销商通常在当地具有广泛的社会资源人脉、成熟的销售网络，而公司也可以通过对其进行营销和技术培训、担保授信等方式进行赋能，进一步增强经销商的拿单能力，最终实现强强联合。2）随着未来存量房市场潜力的释放，消费建材企业对于 C 端市场的重视逐渐成为共识，持续发力 C 端，不断加大网点布局，成效显著。C 端业务具有高利润率、强现金流、需求韧性强等特征，可有效提升报表质量并能优化企业估值体系。

表 14：消费建材企业渠道拓展成果

公司名称	渠道布局	直销和经销收入占比
东方雨虹	22H1 末，民建集团经销商已近 4000 家，分销网点 15 万余家，分销门头 3 万余家，H1 收入增长 83%；德爱威加盟经销商逾 1000 家，收入增长 47%。积极进行一体化公司渠道变革，助力小 B 端业务增长。	22H1，零售经销业务营收占比达 24%；一体化公司收入占比 40%+。
科顺股份	公司已与全国 30 个省市 2000 多家经销商建立长期稳固的合作关系，22H1 经销收入同比增长 62.28%。	22H1，经销收入占比达到 51%。
三棵树	22H1 末，公司小 B 渠道客户数量约 20043 家，H1 新增客户 7168 家，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。	22H1 经销收入占比 68%，其中小 B 渠道收入占比 59%。
蒙娜丽莎	截至 2021 年底，共签约经销商 1540 个，拥有专卖店及销售网点 4620 个，22H1 经销业务增长 7%。	22H1 经销收入占比 56%。
兔宝宝	2021 年，公司新增 522 家饰材门店，其中饰材门店 287 家，易穿门店 235 家。截至 21 年底，装饰材料门店 2635 家，其中易穿门店 797 家；公司及经销商服务约 5800 家家具厂客户。	22Q1-Q3，板材业务中传统零售分销占比 55%；装饰公司占比约 12%；家具厂渠道占比约 27%。
伟星新材	截至 21H1 末，公司在全国设立了 30 多家销售分公司，拥有 1700 多名专业营销人员，一级经销商有 1000 多家，营销网点 30000 多个。	22H1，公司零售业务占比 66%，工程业务占比 34%。
东鹏控股	2019 年初至 2022 年 6 月末，公司合作经销商数量从 1123 家增加至 2590 家，增长比例达到 130.6%，销售网络覆盖全国约 250 万家终端门店，经销商地级城市覆盖率达到 98.79%。	22H1，公司经销渠道收入占比 60.60%
凯伦股份	2022H1，新增经销商数量 194 家，同比增长 47%，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 3000 家。	计划 2024 年渠道收入占比达到 60%。
亚士创能	22H1 末，公司经销商数量为 25034 家，比年初增长约 42.40%。已建制 49 个省级营销机构，212 个营销办事处，基本实现全国地级市营销网络全覆盖。	21 年底，经销业务收入占比 84.24%。

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

消费建材企业正从早期单一产品生产商向一站式建材综合产品采购服务商转型，进一步打开成长空间。消费建材各子行业客户资源、销售渠道高度协同，应用领域主要以房建为主，面对的客户通常为地产商、施工单位、家装公司、工长、个人装修消费者等，且部分应用工序衔接较近。企业利用主业优势稳定经营基本盘，依托现有的客户与渠道资源、品牌优势，多品类业务拓展通道顺畅，并且部分产品在原材料或生产工艺等方面亦有协同之处，增强规模效应。

表 15：消费建材龙头多品类拓展方向

公司名称	主营业务	多品类布局
东方雨虹	防水材料，是国内防水行业绝对龙头	正在拓展建筑涂料、节能保温、非织造布、特种砂浆、民用建材等
北新建材	石膏板，是全球最大的石膏板生产企业	防水卷材、防水涂料、建筑涂料、工业涂料
三棵树	建筑涂料，国内领先涂料企业	防水材料、保温材料、地坪材料、基辅材
亚士创能	建筑涂料，国内功能性建筑涂料龙头	防水材料、真金防火保温板、保温装饰板
坚朗五金	建筑五金，国内建筑五金集成供应龙头	建设供应链体系，打造多品类线上采购平台
伟星新材	塑料管材，国内零售管材龙头	防水材料、净水业务
科顺股份	防水材料，国内防水领域领先企业	减隔震、止排水

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

3.4、 本轮地产周期后，消费建材企业演变的三点设想

1、产业链各环节间信任关系的重塑需要时间，“项目垫资”很难再成为供应链企业扩张的主策略。2018-2020 年，在精装房趋势、市场环境变化的影响下，消费建材企业针对大 B 端业务，积极转变商业模式：利用上市企业的资金优势，加大下游项目垫资力度，抢占市场份额，获得快速增长。但 20H2“三道红线”出台后，房企融资环境持续收紧，21H2 部分大型地产企业出现流动性风险且开始蔓延，并逐步向产业链传导。伴随地产市场持续下行，相关产业资金压力持续加大，我们也观察到 21 年以来较多建材企业加大了应收账款减值计提力度。22 年，建材企业均在逐步压缩具有风险的大 B 端业务，将“防风险”放在更重要的位置。在经历过此番冲击之后，依靠资金优势快速获取市场份额的商业模式难以大规模回归。

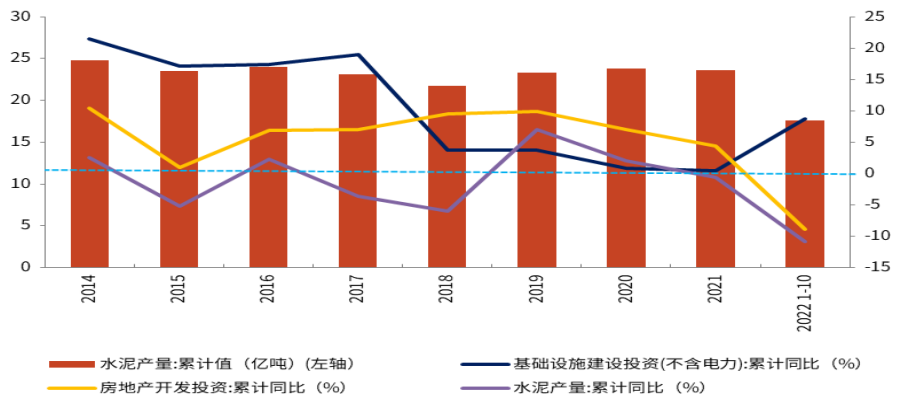
2、产业链上下游联合重组/入股或为常态，且亦是政策鼓励方向。11 月 28 日证监会以新闻发言人答记者问的方式表示，决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，其中明确恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，且建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。在 2020 年，碧桂园旗下投资平台——碧桂园创投即尝试对蒙娜丽莎、帝欧家居、惠达卫浴等企业进行战略投资，或由于监管环境的收紧，最终终止股权认购。我们注意到，2022 年 10 月，保利地产旗下保利资本拟受让皮阿诺实控人 20%股权，而 2021 年已通过定增持有 4.18%股权。随着监管层政策的调整，未来建材领域类似合作可持续期待，尤其针对市值较小的二线标的，落地概率更高。

3、随着地产商主体信用风险的逐步化解，行业前期超额计提的减值损失有望在 23 年逐步冲回。蒙娜丽莎：21&22H1 合计计提信用减值（下同）6.97 亿元，两期（下同）归母净利润为-1.72 亿元；**东鹏控股**计提 7.86 亿元，归母净利润为 2.72 亿元；**帝欧家居**计提 3.71 亿元，归母净利润为-1.80 亿元；**科顺股份**计提 3.49 亿元，归母净利润为 9.17 亿元；**凯伦股份**计提 2.45 亿元，归母净利润为 0.93 亿元；**三棵树**计提 8.77 亿元，归母净利润为-3.21 亿元。同为地产产业链的**金螳螂**，于 2021 年充分计提信用减值 60.14 亿元，而 2022 年前三季度已冲回 2.89 亿元。

3.5、 水泥：盈利承压创造行业整合契机

水泥下游大致可分为地产、基建和民用市场。民用市场相对较为稳定，水泥需求关键变量在于地产和基建，而与地产新开工端关联度更高。2022 年由于地产开工端的拖累，使得水泥需求持续承压。展望 2023 年，地产新开工仍难言乐观，因此水泥需求仍将有一定压力。

图 43：水泥产量与地产、基建投资相关度较高

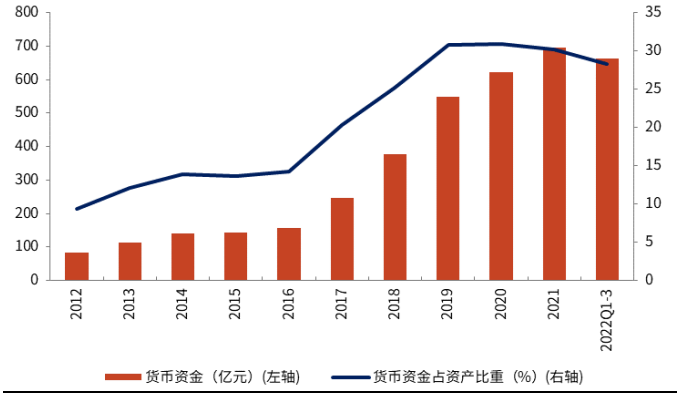


资料来源：wind，光大证券研究所

区域性中小企业盈利的持续恶化，有利于行业的进一步整合，亦将为头部公司带来发展契机。2015 年之前，水泥行业产能严重过剩、市场低迷，从而引发一轮大规模的市场并购。2016 年之后受益于供给侧改革和行业错峰生产，行业整体盈利较好，市场集中度提升步伐放慢。因此若后续水泥市场景气度持续下行，且建材行业“碳达峰”任务的要求下，不排除会出现新一轮的整合潮出现。

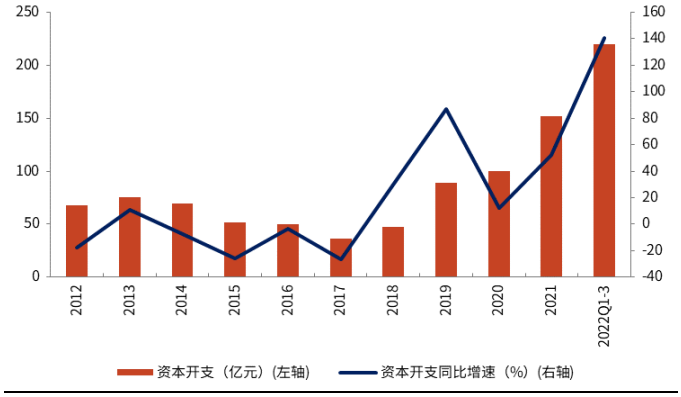
行业头部企业在水泥高景气阶段，积累了丰厚的货币资金，且资本开支整体有限，具备充足“本钱”去进行“开疆拓土”。以海螺水泥为例，截至 2022Q3 末货币资金达到 661 亿元，而一条熟料产线的投资成本约 10 亿元左右。

图 44：海螺水泥货币资金情况



资料来源：wind，光大证券研究所

图 45：海螺水泥资本开支情况



资料来源：wind，光大证券研究所

在行业限制新增产能背景下，上市公司也在积极发展骨料等“水泥+” 业务，甚至部分企业进行多元业务拓展，包括新能源业务、新兴产业股权投资等，以期探索新的业绩增长点。

表 16：水泥企业多元业务布局

公司名称	拓展方向	当前成果
海螺水泥	积极推进水泥主业的国内外项目建设和并购，并加快延伸上下游产业链（如骨料、混凝土），同时开始向新能源、智慧物流等新兴产业发展。	22H1 末，公司拥有骨料产能 7450 万吨，商品混凝土产能 1770 万立方米，光伏发电装机容量 237MW。
华新水泥	大力发展“水泥+”一体化业务，保障“里程碑”计划（2025 年业绩较 2019 年翻倍）达成 。	2022H1 末，公司已具备骨料产能 1.7 亿吨/年、商品混凝土产能 6010 万方/年（含租赁）、废弃物处置 1236 万吨/年（含已获环评批复但尚未投产项目）。
上峰水泥	持续推进水泥建材主业、产业链延伸、新经济股权投资“一主两翼”发展战略。	22Q1-Q3，销售砂石骨料 1254 万吨，同比大幅增长 416 万吨；环保业务实现营收约 1.56 亿元；已开展“光储一体化”项目建设运维业务；所投资合肥晶合集成电路股份有限公司在科创板 IPO 成功过会并通过证监会注册申请。
冀东水泥	涉足砂石骨料、环保、矿粉、外加剂等产业。	22H1 末，公司危固废处置能力达到 496 万吨/年。
天山股份	积极发展水泥产业链业务	公司拥有商混产能 4.2 亿方、骨料产能 1.9 亿吨，22H1 销售骨料 5052 万吨，同比增长 49.46%，水泥窑协同处置 63.35 万吨，光伏发电 817.54 万度。

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

4、新材料：“变化”与“验证”是主线

新材料方向是非金属建材行业非常重要的分支，且均具有长期成长属性和投资价值。与国家安全、“卡脖子”领域较为相关的新材料品类主要有碳纤维、合成石英砂、新型玻璃材料（药用玻璃、电子玻璃）；此外，我国相对形成产业优势的有玻纤、气凝胶、陶瓷纤维等方向。

新材料的吸引力在于其“新”，给予市场持续变化的预期，从无到有、从好到更好。我国相关领域优秀企业不断奋进，积极推动产业变革，其中“卡脖子”领域国产替代产品的突破将极大地提升企业的估值水平和发展潜力；已形成比较优势的产业，也将持续享受行业发展红利，并通过技术革新、降本增效，进一步扩大竞争优势。

表 17：建材新材料产业一览

	基本现状	期待的“变化”与“验证”	代表公司
碳纤维	碳纤维广泛应用于军工、风电、氢能、体育等多个场景，随着下游需求的增长、应用场景逐步多元，需求有较大增长的空间与弹性。目前我国已具备大丝束、小丝束碳纤维的国产化能力，大丝束未来发展的关键在于其降本的空间及降本曲线，但短期产能扩张相对较快，产品价格有下行压力。小丝束产品生产工艺难度更高，我国相较国际顶尖水平尚有追赶空间。	期待大丝束碳纤维成本的进一步下降，部分优质龙头或可复制玻纤龙头的降本经验和曲线；小丝束工艺不断优化，争取达到国际领先水平。	中复神鹰
合成石英砂	高纯石英砂是半导体&光伏石英坩埚的核心制作材料。光伏石英坩埚目前以天然石英砂为主，对矿源品质要求较高，且资源均在海外，若出现断供风险，很可能影响我国光伏产业的发展。当前合成石英砂工艺主要应用于半导体领域，核心技术亦掌握在国外企业。现阶段，我国有多家企业正对合成石英砂工艺重点攻关。	合成石英砂相较天然石英砂纯度更高，具有较高技术壁垒，若国内合成石英砂实现突破，或可实现对海外合成石英砂和天然石英砂的替代，减轻产业链成本压力，保障产业发展安全。	凯盛科技
中硼硅药用玻璃	随着一致性评价政策的推进，我国中硼硅药用玻璃渗透率在逐渐提升。对于中硼硅管制瓶而言，核心拉管产品仍然依赖国外进口。在需求扩容预期下，我国药用玻璃企业正在奋起直追，争取早日实现国产化。	目前国内企业中硼硅拉管技术水平和海外龙头仍有一定差距，目前正在致力于产品品质提升和良率稳定，期待早日突破发展瓶颈。	旗滨集团、安彩高科、山东药玻、力诺特玻、正川股份
电子玻璃	国内高强盖板玻璃龙头南玻 A 的 KK6—P 高铝二代产品已顺利实现产业化，可媲美海外同类产品，进一步升级的高铝三代产品正在推向产业化进程中。 折叠屏手机市场环境逐渐成熟，UTG 是理想的折叠屏盖板材料，有望进入快速发展通道。国内二次成型技术已相对成熟，而海外以更为先进的一次成型技术为主，凯盛科技也在积极研发相关技术产品。	盖板玻璃期待国产高铝二代产品实现市场份额的提升，若三代产品从实验室走向产业，将达到国际领先水平。 国产二次成型 UTG 正在加速导入国产手机供应链中，期待逐步放量。一次成型技术研发持续推进，持续关注研发进展情况。	南玻 A、旗滨集团、凯盛科技
玻纤	我国玻纤领域的领军企业已在全球实现了产业比较优势。玻纤为典型的周期成长性行业，产能建设不受限制，产能投放及技改周期往往会造成阶段性供需失衡的现象。目前玻纤价格已高位回落，但或已触底。	随着新增产能的逐步消化，大概率玻纤价格将从周期底部向上攀升，但所需时间尚不确定。玻纤应用场景较为多元，新能源、汽车、军工等领域均有应用，期待下游渗透率的持续提升。	中国巨石、中材科技
陶瓷纤维&气凝胶	陶瓷纤维是新型的节能耐火材料，广泛应用于工业热管理场景。气凝胶是我国目前走在全球前沿的高性能保温材料，多数场景下需要与陶纤复合。国内龙头企业具有技术成本领先优势，当前面临的问题为市场空间亟待打开。	未来随着“双碳”政策的推进，无论是陶瓷纤维还是气凝胶的应用场景均有望打开，期待市场扩容逻辑的兑现。	鲁阳节能、中国化学

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

我们精选部分新材料领域和公司，均处在“变化”与“验证”的关键节点，一旦兑现将孕育出巨大的投资机会。

4.1、 玻璃新材料：技术不断突破，国产替代为主旋律

药用玻璃：一致性评价推动中硼硅玻璃市场持续扩容，中硼硅拉管国产进行时。

我国是仿制药大国，此前药用包材多数采用成本更有优势的低硼硅或钠钙玻璃，而国外发达国家原研药基本使用中硼硅玻璃。2020 年我国在《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》明确指出，“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一致”，注射剂一致性评价受理比例不断提高。中硼硅模制瓶现在基本为国产化，而中硼硅管制瓶的拉管技术仍和海外龙头有较大差距。

山东药玻是国内模制瓶（包含中硼硅）药用玻璃龙头，市场竞争优势显著，将充分受益于行业扩容，且募投项目明确对中硼硅产品进行大规模扩产。此外，公司正在积极进行技术壁垒更高的中硼硅拉管技术攻关，提供更多成长“期权”。

旗滨集团的湖南药玻一期项目自商业化运营以后，中硼硅拉管良率维持在 50%-60%，二期项目预计 2023 年 6 月投入商业运营，并规划在浙江绍兴继续投建 2 条产能 25t/d 药玻产线，彰显发展信心。

高强盖板电子玻璃：技术取得突破，国产替代加速。

电子盖板玻璃主要用作智能终端的前屏和后盖，根据化学强化工艺可以分为一步强化和二步强化玻璃。由于一强高铝盖板壁垒相对较低，国内主流盖板企业均能提供质量稳定的合格产品，该领域已基本实现国产替代。同时国产二强高铝盖板玻璃不断取得技术突破，如南玻集团和旭虹集团均在 2020 年就推出自己的产品，在质量层面不落下风，且经济性更优。我们认为目前国内中高端领域手机盖板的国产替代正在加速，在产品和市场两方面都已逐渐具备条件。

南玻 A： 2020 年，公司 KK6 电子玻璃产品成功打开国内高端客户市场；咸宁光电高铝二代升级产品 KK6-P 顺利产业化，在产品透光度、强化后抗跌落与耐划伤等技术性能进一步提升，对标国外康宁 GG7；高铝三代产品已完成验证，居国际领先水平。

旗滨集团：公司旗鲨系列产品在加紧推进当中，目前在醴陵有 2 条产线商业化运营，且计划在浙江绍兴新建 2 条产线。电子玻璃业务已于 22H1 实现净利润 2523 万元，后续拟分拆上市，强化成长潜力。

UTG：折叠屏手机需求快速释放，国内一次成型技术正在迭代中。

UTG 是理想的折叠屏盖板材料，据 CINNO Research 数据，2022 年第三季度中国市场折叠屏手机销量达 72.3 万部，同比大幅增长 114%。折叠屏手机市场环境逐渐成熟，正处加快推广阶段，国内 UTG 需求有望加速释放。目前海外公司对于 UTG 生产采用更为先进的一次成型技术，而我国仍采用二次成型技术，还有较大提升空间。

凯盛科技 UTG 产品开发处于国内领先地位，一期项目已具备量产供货能力，二期项目（1500 万片/年）建设也在有序推进当中，有望 22 年年底投产。此外公司已聚焦 UTG 一次成型迭代技术开发，且中试线建设已经启动，若未来顺利实现产业化，将进一步巩固竞争优势，并实现对于国际领先水平的追赶。

4.2、 玻纤&碳纤维：已具比较优势，降本增效继续挖潜

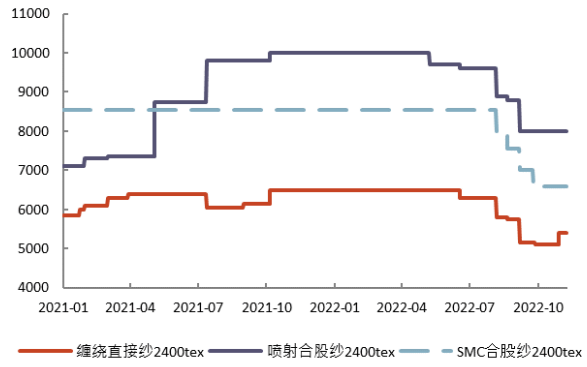
玻纤：价格或已回至周期底部，需求韧性逐渐彰显。

玻纤属于周期成长性行业，需求长期向好，而供给端产能建设亦不受限制，因此产能投放及技改周期会造成阶段性供需失衡。截至 22 年 10 月，国内新点火 6

条无碱粗纱产线，Q1-Q3 累计产量增长 10%，由于二季度投产较多，三季度玻纤产量增长明显，从而价格出现快速下滑。面对市场变化，三季度以来，中国巨石、泰山玻纤等骨干企业及时加快冷修计划，进行产能调控、稳定价格。

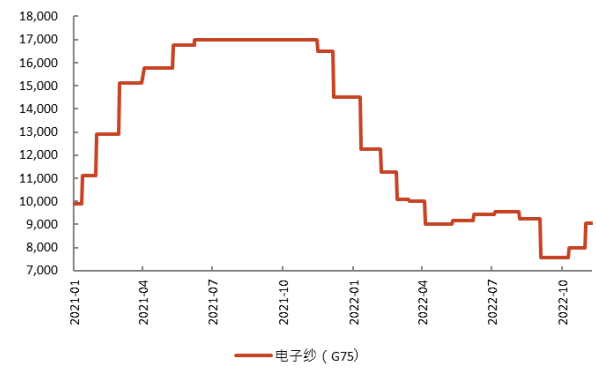
据卓创资讯统计，23 年玻纤新增产能仍将在百万吨以上，供给端冲击的消化时间尚不确定。但需要强调的是玻纤需求前景仍然广阔，尤其在“碳中和”政策推动下，新能源车、风电行业对玻纤及其制品的需求量在逐步加大，期待新一轮向上周期早日来临。

图 46：粗纱价格（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理注：截至 2022 年 11 月 18 日

图 47：电子纱（G75）价格（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理注：截至 2022 年 11 月 18 日

碳纤维：大丝束渗透率有望提升，小丝束瓶颈仍在突破。

碳纤维按产品规格（碳纤维原丝数量）可划为大丝束和小丝束。大丝束成本售价较低，以民用为主，如风电、体育休闲等领域；小丝束性能更优，价值量也更高，军用较多，如航空航天等高端场景。2019 年以来，受益于风电叶片、碳/碳复材需求的增长，我国大丝束碳纤维迎来快速发展，呈现供不应求的态势。当前行业仍然处于较为景气的态势，但也吸引着大丝束碳纤维产能持续扩张。行业内公司均在积极进行产能布局，后续供应紧张问题或逐步缓解，价格也可能出现回落，但也有望推动大丝束碳纤维在下游应用场景中渗透率的提升。小丝束碳纤维生产一般采用干喷湿纺工艺，在表面结构、拉伸强度以及复合材料加工工艺性能上较传统湿法工艺具有明显的优势，同时工艺难度也更高。目前世界上仅少量企业掌握该生产技术并形成成熟的碳纤维产品，国内企业中复神鹰等率先突破该技术，但与日本东丽等世界一流碳纤维企业相比仍有追赶空间。

4.3、 其他新材料：行业趋势向好，技术突破可期

陶瓷纤维：碳中和目标下市场需求空间有望持续打开。

陶瓷纤维的主要成分是氧化铝、二氧化硅等，是一种新型纤维类轻质耐火保温材料，性能优于传统硬质耐火材料。陶瓷纤维可以有效减少工业窑炉等高温设备及管道的热量损失和能耗，因此借助“双碳”政策的东风，有望进行应用场景的拓宽，再次进行市场扩容。

鲁阳节能作为行业内龙头公司，功能类产品（耐火类）技术优势突出，大宗材料类（保温类）成本显著领先同业。公司优化销售模式，推动产品市占率稳步提升，目前重新进入产能扩张周期。此外，大股东奇耐完成要约收购，有望与公司在排

气控制、特种纤维、工业热管理等领域进一步协同，且国际销售壁垒亦有望打破，即将迈入发展新阶段。

合成石英砂：稀缺和重要性显著，潜力亟待释放。

高纯石英砂是生产光伏/半导体石英坩埚的必备原材料，当前受益下游光伏装机高景气，光伏用天然高纯石英砂供给短缺，21H2 以来产品价格持续上涨。天然高纯石英砂对矿源品质要求较高，且矿产资源均在海外，国内企业可进一步加工应用于石英坩埚中外层，但品质要求更高的内层用砂主要由海外公司提供。由于供给释放存在时滞，因此 23 年高纯石英砂仍将供给紧张。而合成石英砂不存在被矿产资源限制的情况，核心壁垒在于技术，当前主要应用于半导体领域，核心技术亦掌握在国外企业。现阶段，我国企业正对合成石英砂生产重点攻关，如若成功不仅可在半导体领域实现替代，也可能大大缓解光伏领域供应压力，助力我国光伏产业链的良性发展。

凯盛科技积极推进高纯二氧化硅业务发展，合成和天然路径并举，期待产品顺利突破。公司年产 5000 吨高纯合成二氧化硅项目正在按计划推进中，有望于 23 年底投产，产品纯度可达 6N-7N，产品可用于生产高端半导体器件、N 型硅片坩埚内层材料等。此外公司已托管凯盛集团旗下太湖石英，该公司开发了天然石英矿提纯高纯石英砂技术，中试产品已经顺利向客户供应，正在建设年产 5000 吨天然高纯石英砂项目，产品可用于石英棒、石英管和石英坩埚中层及外层材料。

5、 投资建议

宏观层面，我们看好地产的弱复苏趋势，且基建仍将维持较高增速，所以建材需求有望迎来底部反弹。当然我们需要强调的是，在“房住不炒”基调下，地产政策大概率不会出现强刺激，则地产基本面修复斜率或较此前周期较缓，因此对于建材需求拉动的方向较为明确，但力度仍需观察。**整体而言，乐观因素逐步显现且将占据主导，故上调行业评级至“买入”。**

本轮地产销售下滑明显超出此前几轮周期节奏，且政策底出现后，仍在底部徘徊。我们认为地产的实际需求下滑应为渐进式而非当前的快速下滑，当前居民购买力与购买意愿暂时被压制。原因如下：1、居民对未来自身收入和现金流预期转弱，且储蓄意愿增强；2、存在对房产价值缩水的担忧，“买涨不买跌”的购房思维主导购房行为；3、期房烂尾风险尚未完全缓解。当前居民刚需和改善需求仍然存在，从二手房市场交易即可看出端倪，尤其在 22 年 9 月份二手房增值税抵免等政策出台以后，呈现较强韧性。当前资金供给端政策已陆续出台，需求端政策仍有充足空间，期待在 2023Q2 看到地产周期实质性的触底回暖。

传统建材与地产关联度更强，有望迎来底部反转。从基本面角度我们仍然认为竣工端的玻璃确定性更高，消费建材业绩与估值均有望抬升，水泥则长期供给格局具备优化空间。

1） 消费建材：当前市场对于地产链逻辑分歧犹在“趋势及政策”，我们判断 22Q4-23Q1 将是政策的博弈期，核心关注点是后续政策超预期的可能性，则更看好估值更低、基金持仓较少的二线消费建材标的。建议关注：亚士创能、兔宝宝、蒙娜丽莎、凯伦股份等。行业基本面有望在 23Q3 迎来实质性好转，从而带来企业估值和业绩“戴维斯双击”，竞争优势和成长确定性更强的消龙头企业有望占优。建议关注：东方雨虹、伟星新材、北新建材、科顺股份、坚朗五金、三棵树。

2） 玻璃：伴随地产周期触底回暖以及“保交付”持续推进，我们认为竣工修复逻辑将会继续演绎。玻璃是与地产竣工端绑定最深的建材品种，此前积压需求有望集中释放，价格上涨概率较高。若后续冷修潮继续兑现，则阶段性供需错配将带来更高价格弹性。此外，建筑玻璃企业在光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃等领域的持续拓展，可实现长期成长性的突围。推荐：旗滨集团、南玻 A；建议关注：金晶科技。

3） 水泥：水泥需求和地产新开工关联度较高，23 年整体仍有一定压力，不过板块估值已处较低位置，不排除存在阶段性估值修复的博弈机会。此外区域中小企业盈利如持续恶化，则有利于行业的进一步整合，亦将为头部公司带来发展契机。推荐：华新水泥、海螺水泥；建议关注上峰水泥。

新材料方向均具有长期成长属性和投资价值，无论是在“卡脖子”领域的玻璃新材料、合成石英砂、碳纤维领域，还是已具比较优势的玻纤、陶瓷纤维等领域，国内优秀企业仍在不断探索向前，期待产业发展持续迎来突破。重点推荐鲁阳节能——“碳中和”推动陶纤行业需求扩容，同时期待大股东协同赋能带来的成长潜力释放；凯盛科技——依托集团科研赋能，合成高纯二氧化硅&UTG 突破值得期待；山东药玻——一致性评价政策推动中硼硅药用玻璃市场放量，成长逻辑不断强化，未来市场可观；其他推荐：中复神鹰、中国巨石、中材科技、长海股份。

6、 风险分析

房地产下行超预期&基建投资不及预期：地产与基建主导建材下游需求，若二者表现不佳，将对整个建材板块带来负面影响。

原燃材料价格上涨风险：若成本后续维持高位，将对行业利润造成较大侵蚀。

消费建材：需求恢复不及预期；应收账款回款不及预期、经营质量下降风险；行业集中度提升不及预期；多品类扩展落地不及预期。

浮法玻璃行业：需求回升不及预期、冷修不及预期，价格未如期出现走高。

水泥行业：水泥需求进一步下滑、供给控制弱化，行业景气度持续回落。

玻纤行业：供给超预期放量或需求不及预期，玻纤价格仍将承压。

陶瓷纤维：需求增长不及预期，行业集中度提升不及预期。

表 18：主要覆盖公司盈利预测、估值与评级

证券	公司	收盘价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
代码	名称	（元）	21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	本次	变动
600585.SH	海螺水泥	28.99	6.28	3.14	3.73	4.6	9.2	7.8	0.8	0.8	0.7	买入	维持
600801.SH	华新水泥	15.45	2.56	1.52	2.17	6.0	10.2	7.1	1.2	1.0	0.9	买入	维持
601636.SH	旗滨集团	10.30	1.61	0.58	1.52	6.4	17.8	6.8	2.1	1.9	1.7	买入	维持
000012.SZ	南玻 A	7.16	0.50	0.66	0.90	14.3	10.8	8.0	1.9	1.7	1.5	买入	维持
600552.SH	凯盛科技	10.41	0.21	0.16	0.23	49.6	65.1	45.3	3.0	2.8	2.6	增持	维持
600529.SH	山东药玻	28.95	0.99	1.18	1.41	29.2	24.5	20.5	3.7	3.3	3.0	买入	维持
600176.SH	中国巨石	14.63	1.51	1.59	1.43	9.7	9.2	10.2	2.6	2.2	1.9	买入	维持
002080.SZ	中材科技	23.96	2.01	2.27	2.39	11.9	10.6	10.0	2.8	2.4	2.0	买入	维持
300196.SZ	长海股份	15.23	1.40	1.77	2.07	10.9	8.6	7.4	1.8	1.5	1.3	买入	维持
002088.SZ	鲁阳节能	22.88	1.06	1.20	1.67	21.6	19.1	13.7	4.4	3.9	3.5	买入	维持
002271.SZ	东方雨虹	32.53	1.74	1.21	1.62	18.7	26.9	20.1	3.1	2.7	2.3	买入	维持
300737.SZ	科顺股份	13.49	0.60	0.37	0.60	22.5	36.5	22.5	3.1	2.7	2.4	买入	维持
000786.SZ	北新建材	26.71	2.08	1.92	2.21	12.8	13.9	12.1	2.4	2.1	1.8	买入	维持
002372.SZ	伟星新材	21.21	0.77	1.00	1.13	27.5	21.2	18.8	6.9	6.1	5.5	买入	维持
603856.SH	东宏股份	11.63	0.52	1.43	1.86	22.4	8.1	6.3	1.5	1.3	1.1	买入	维持
688295.SH	中复神鹰	44.50	0.35	0.59	0.88	127.73	66.3	44.0	29.0	7.7	6.6	买入	维持

资料来源：iFinD，光大证券研究所预测，注：股价时间为 2022-12-08

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE