光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

站在新一轮周期的起点

——非金属建材行业2023年投资策略

2022年12月15日

光大建筑建材团队

证券研究报告

投资建议

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

2022年基本面与观点回顾：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”。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：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。**

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。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”。

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**。

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**。

风险提示：房地产下行超预期&基建投资不及预期，原燃材料价格上涨风险等。

目 录

2022年板块回顾与观点复盘

地产复苏：方向确定，空间未定

地产链：站在新一轮起点

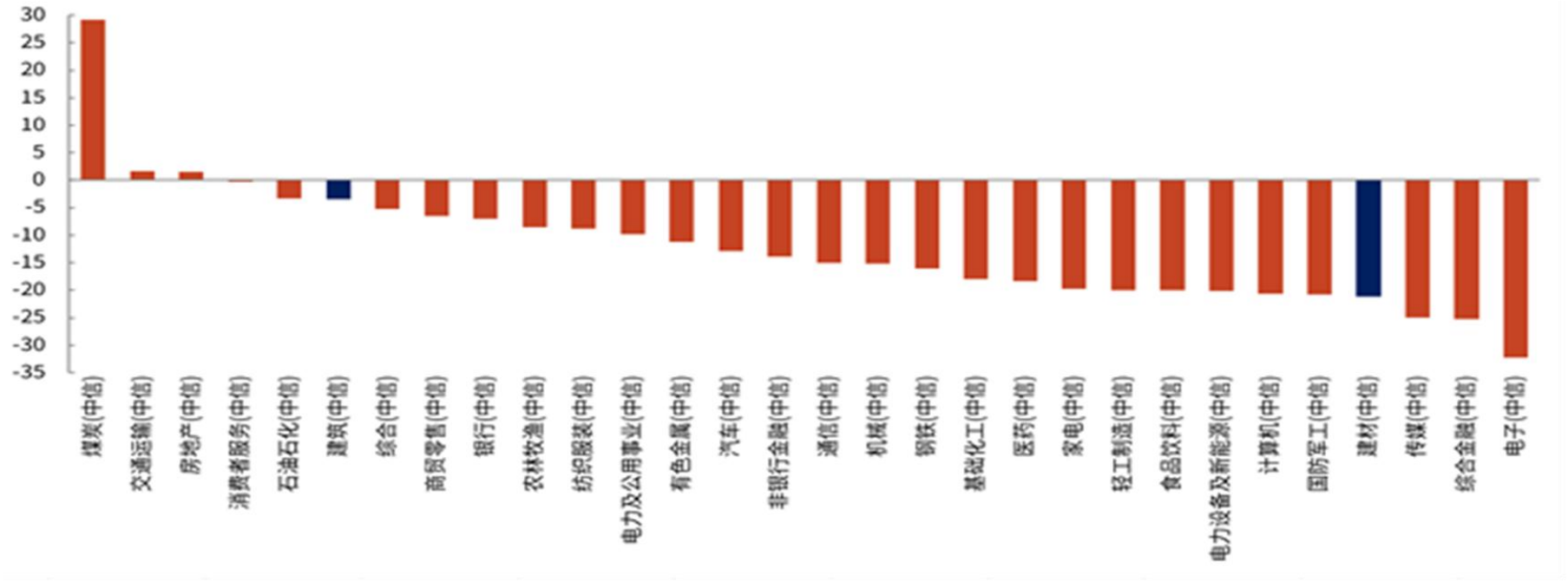
新材料：“变化”与“验证”是主线

风险分析

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年中信各一级子板块涨跌幅（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：截至2022年12月1日

请务必参阅正文之后的重要声明

2.3 政策边际转暖，2023年地产销售弱复苏可期

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

看好地产及产业链复苏，预计23Q2基本面有望改善

与历史对比而言，当前地产需求端政策仍有较大放松空间

利率

基准利率从4.65%降至4.6%、 4.45%、4.3%，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

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

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

当前并无大规模棚改政策

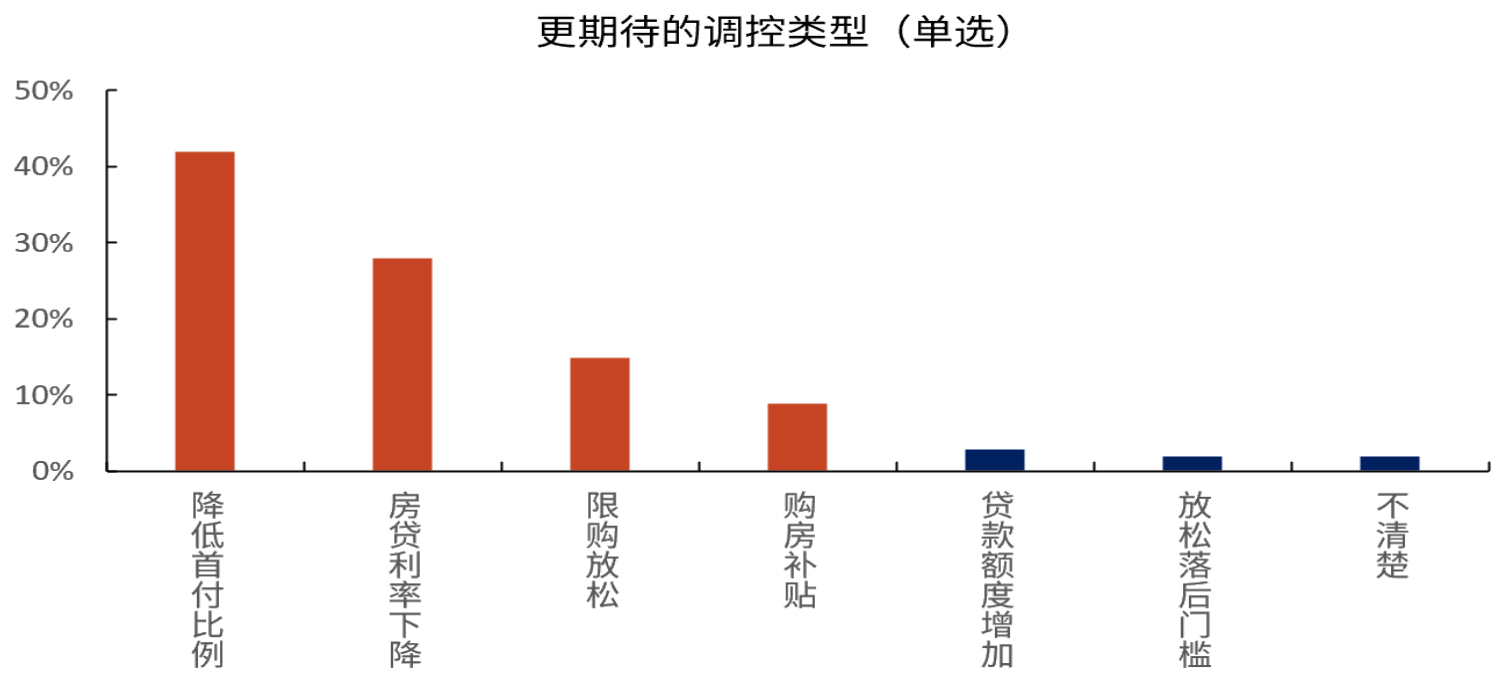
→ 2008年及2014-2015年，国家为带动房地产市场出台刺激性政策，本轮尚未出台类似规模刺激政策

请务必参阅正文之后的重要声明

2.3 政策边际转暖，2023年地产销售弱复苏可期

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” ，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。

图26：当前居民更期待的调控类型（2022年10月）



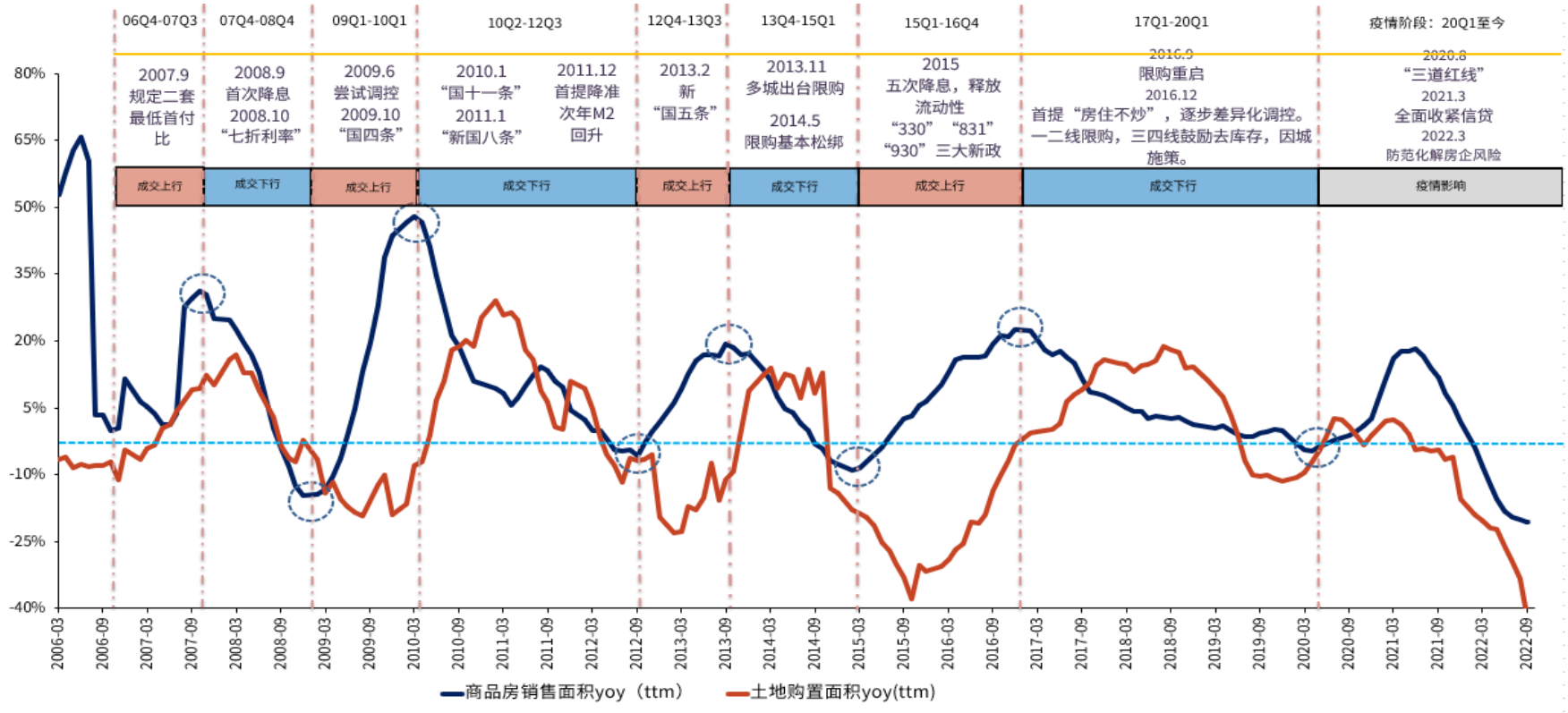
资料来源：中指研究院调研，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

2.3 政策边际转暖，2023年地产销售弱复苏可期

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：国家统计局，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

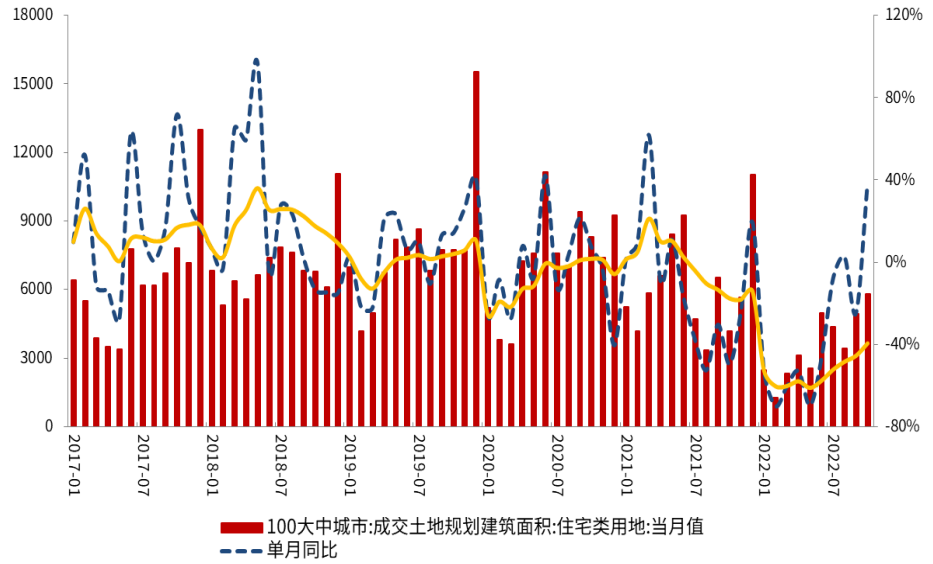
2.3 政策边际转暖，2023年地产销售弱复苏可期

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

“房住不炒”：需求侧强刺激难以期待

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。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

请务必参阅正文之后的重要声明

2.3 政策边际转暖，2023年地产销售弱复苏可期

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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）。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4：“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

请务必参阅正文之后的重要声明

目 录

2022年板块回顾与观点复盘

地产复苏：方向确定，空间未定

地产链：站在新一轮起点

新材料：“变化”与“验证”是主线

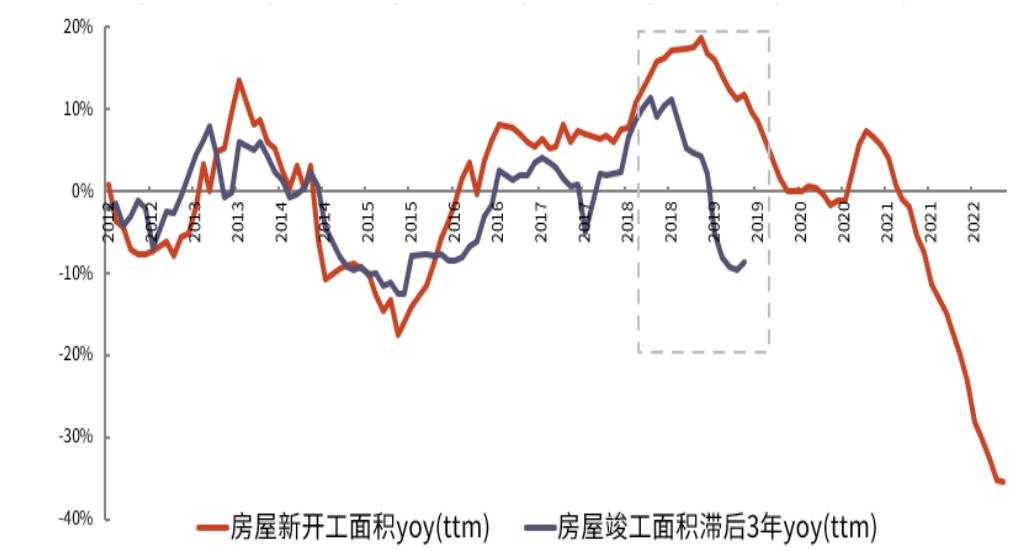
风险分析

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

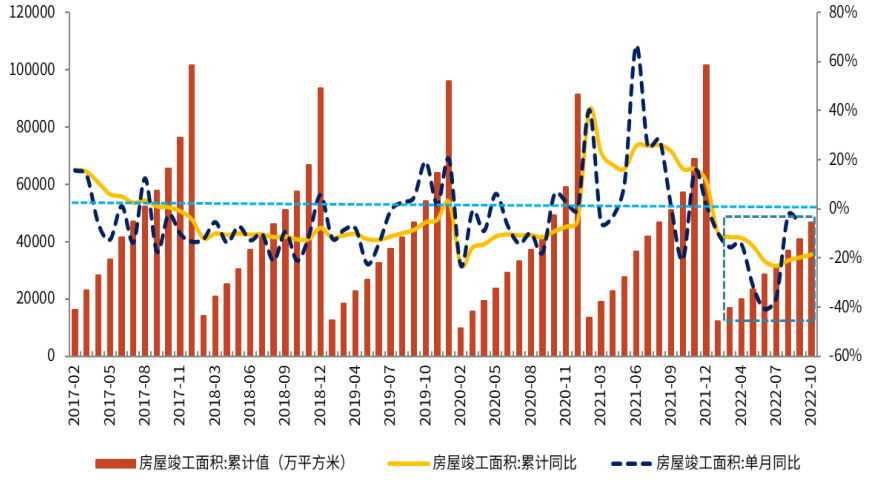
在房地产项目开发投资的过程中，经历**土地购置-规划设计-建筑施工-项目预售-竣工入住-物业管理**这一渐进过程。我们将房屋竣工面积同比增速（12个月移动平均）左移三年与房屋新开工面积同比增速（12个月移动平均）进行对比，会发现历史上两者走势高度相关，2018年-2019年是房屋新开工大年，**则理论上2021-2022年应为竣工大年，而实际上，自2021Q3开始，竣工数据走弱且与新开工平移拟合数据偏离较大。二手房成交与新房成交明显分化，侧面佐证新房交付风险对居民购买意愿有重要影响。**在不断出台的“保交付”政策推动下，竣工数据近月来有所回暖，但仍较2-3年前新开工面积有较大缺口，至10月，本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，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

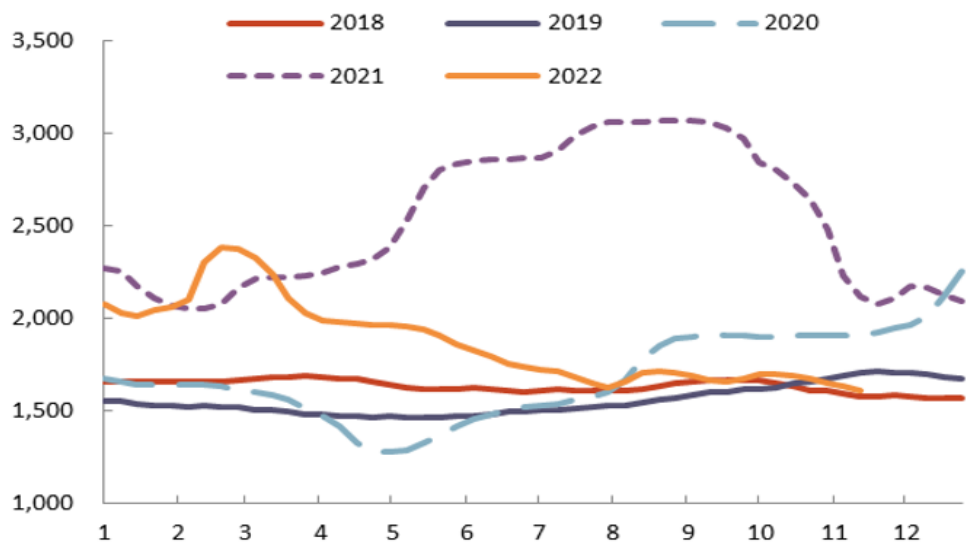
请务必参阅正文之后的重要声明

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。

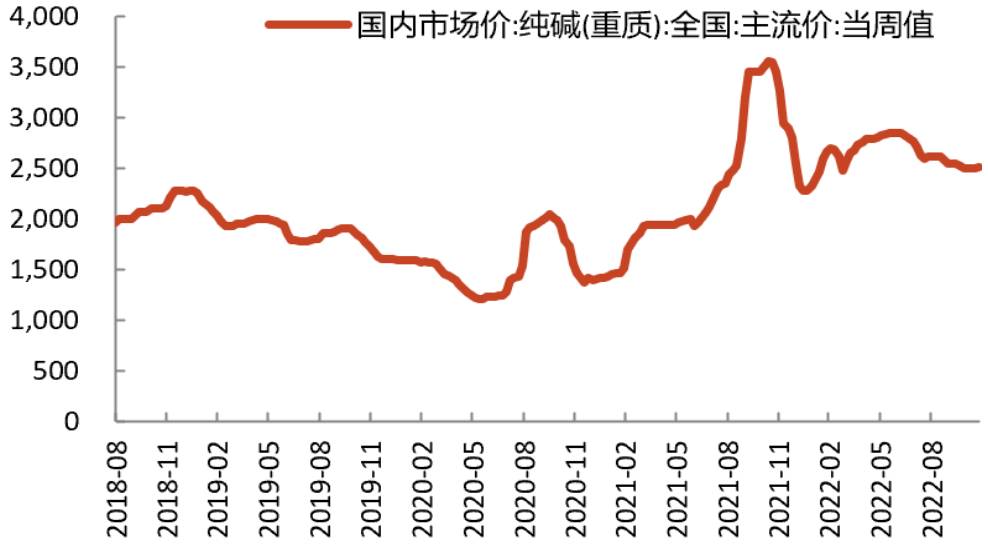
2021年9月以来，玻璃价格进入下行周期，且成本端纯碱、燃料价格持续高位，行业盈利已处较低水平。需求下滑核心原因是地产销售持续回落、房企资金压力难以缓解，使得在建项目竣工推进缓慢。

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

请务必参阅正文之后的重要声明

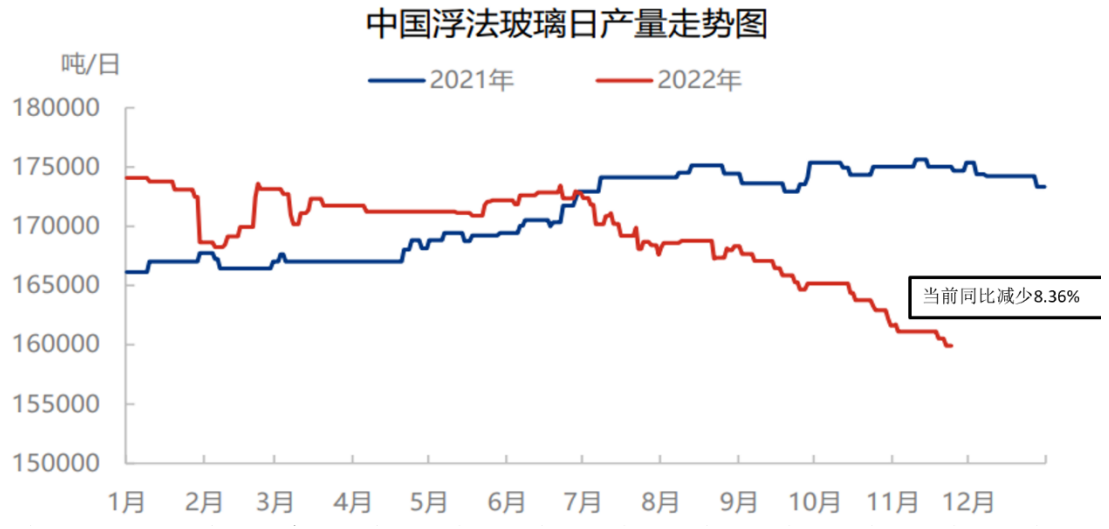
3.2 浮法玻璃：观察地产施工强度的重要指标

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，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。自7月以来，随着玻璃基本面和预期持续疲软，产线冷修节奏其实已经加快。

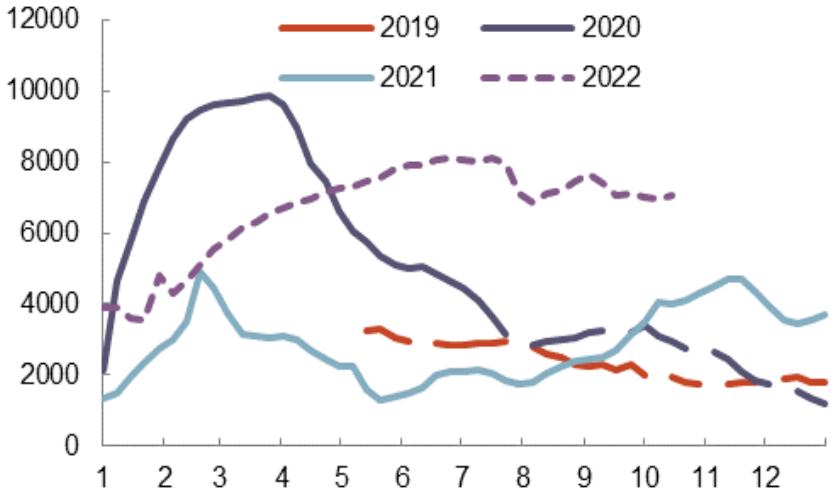
期待传统淡季冷修潮的再次出现，需求释放带来价格高弹性。采暖季通常是下游施工淡季，同时又有春节假期的存在，历来是玻璃行业冷修的好时机。若后续冷修潮如期出现，则阶段性供需错配将带来更高价格弹性。

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

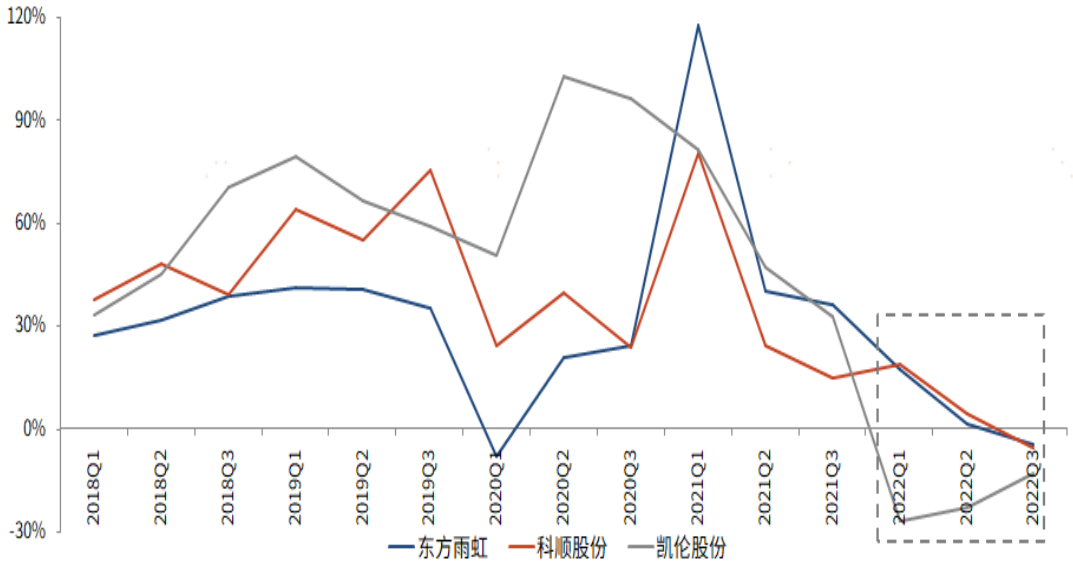
请务必参阅正文之后的重要声明

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

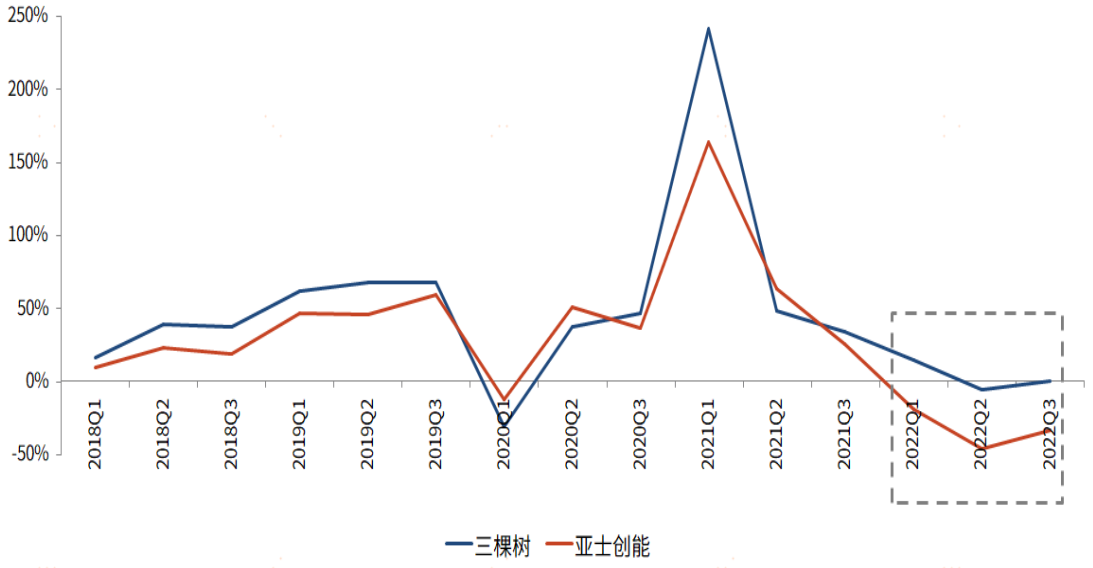
以防水和涂料行业为例，从收入韧性、盈利确定性以及营运能力多个维度观察，消费建材龙头企业相对二线企业表现更为出色。21H2开始，随着下游需求开始走弱，且在成本压力较大的情况下，龙头企业整体收入和盈利的稳定性更强。

图36：防水企业收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图37：涂料企业收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

3.3 消费建材：多维度验证龙头韧性，博弈选二线

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

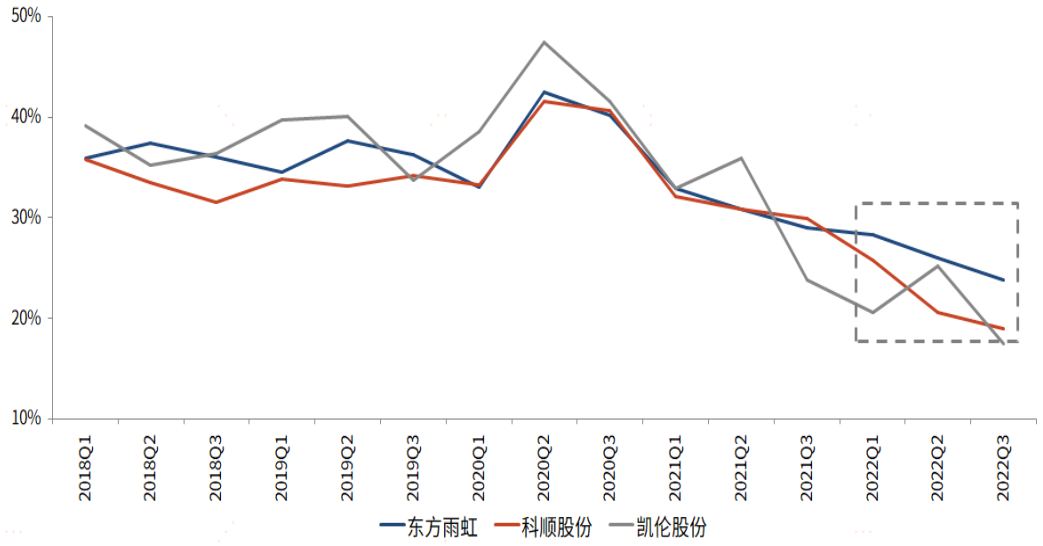
龙头竞争优势和成长确定性更强

表5：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%

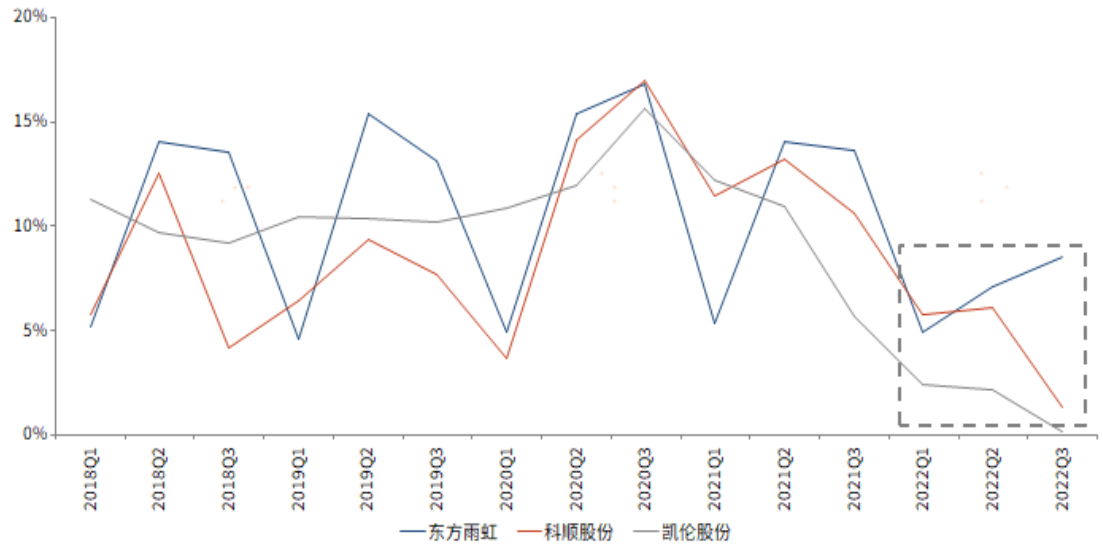
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图38：防水企业毛利率对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图39：防水企业净利率对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

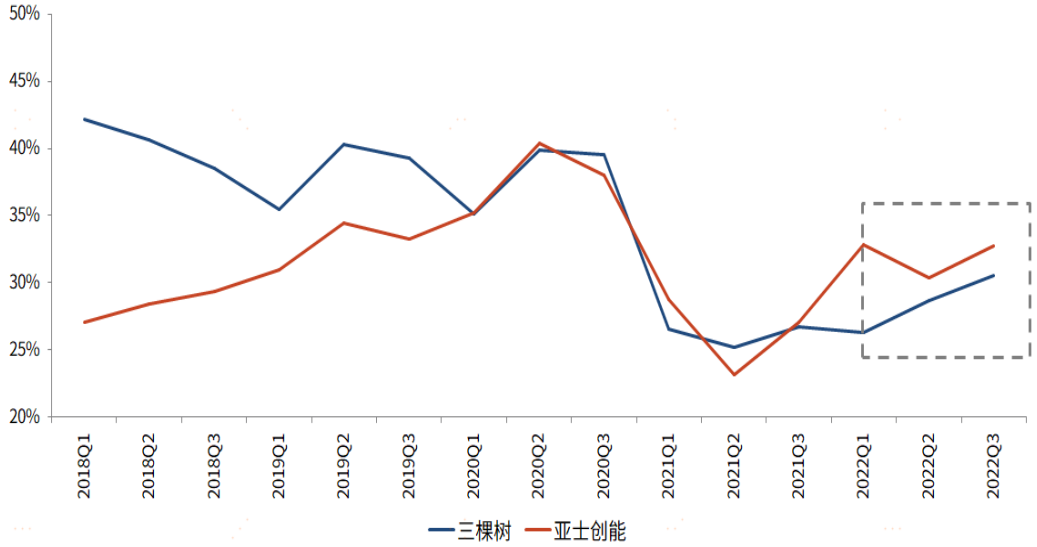
请务必参阅正文之后的重要声明

3.3 消费建材：多维度验证龙头韧性，博弈选二线

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

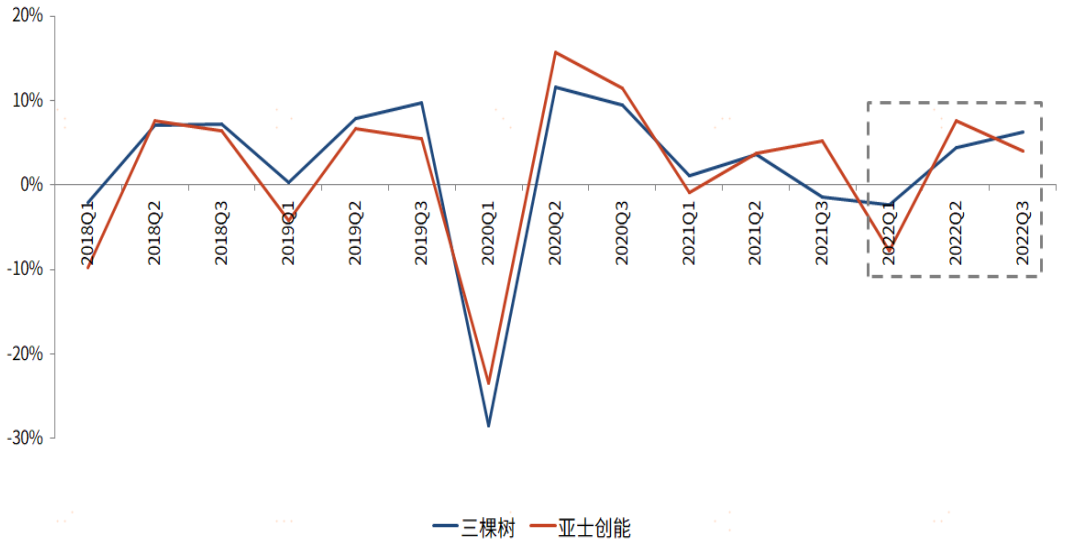
龙头竞争优势和成长确定性更强

图40：涂料企业毛利率对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图41：涂料企业净利率对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

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

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6：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，光大证券研究所整理

表7：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，光大证券研究所整理

表8：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，光大证券研究所整理

表9：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，光大证券研究所整理

表10：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，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

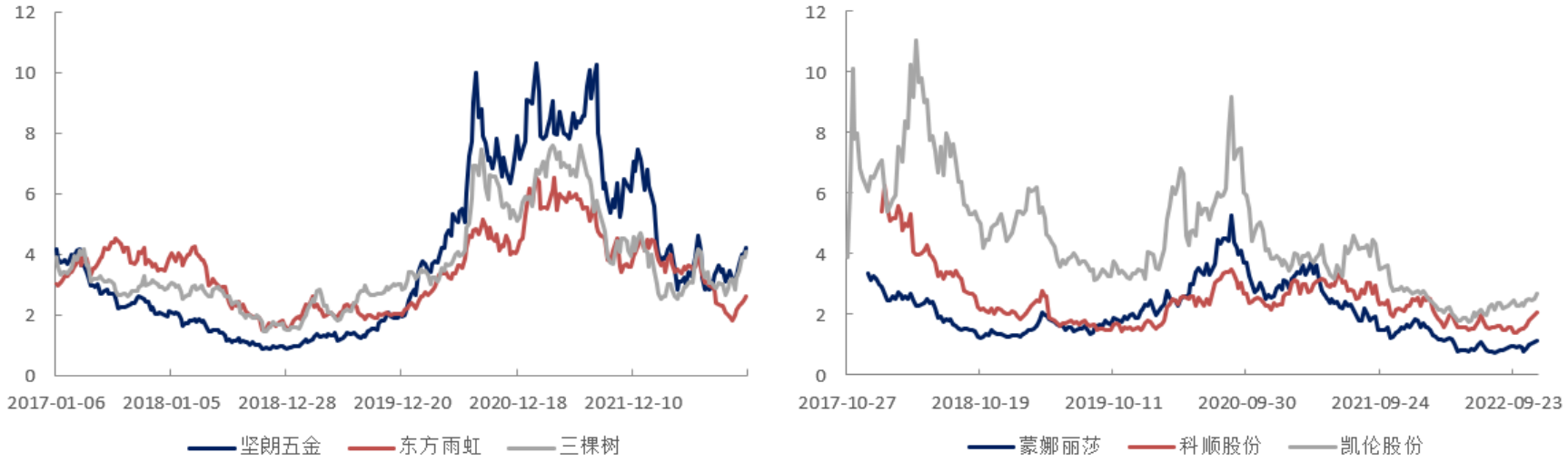
3.3 消费建材：多维度验证龙头韧性，博弈选二线

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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。

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

请务必参阅正文之后的重要声明

3.3 消费建材：多维度验证龙头韧性，博弈选二线

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

政策博弈期（22Q4~23Q1）优选二线品种

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。

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。

表11：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，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

3.3 消费建材：多维度验证龙头韧性，博弈选二线

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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。**

表12：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

请务必参阅正文之后的重要声明

3.3 消费建材：多维度验证龙头韧性，博弈选二线

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13：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

请务必参阅正文之后的重要声明

3.4 本轮地产周期后，消费建材企业演变的三点设想

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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。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。

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。

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。

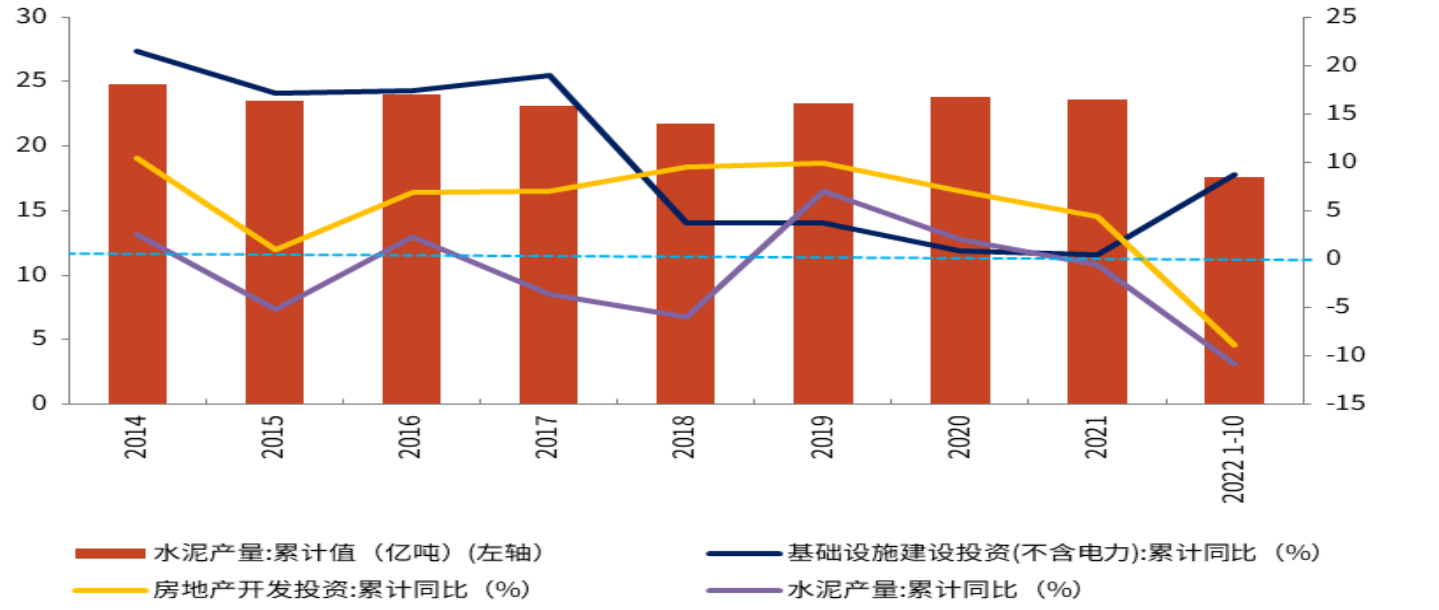
请务必参阅正文之后的重要声明

3.5 水泥：盈利承压创造行业整合契机

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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

请务必参阅正文之后的重要声明

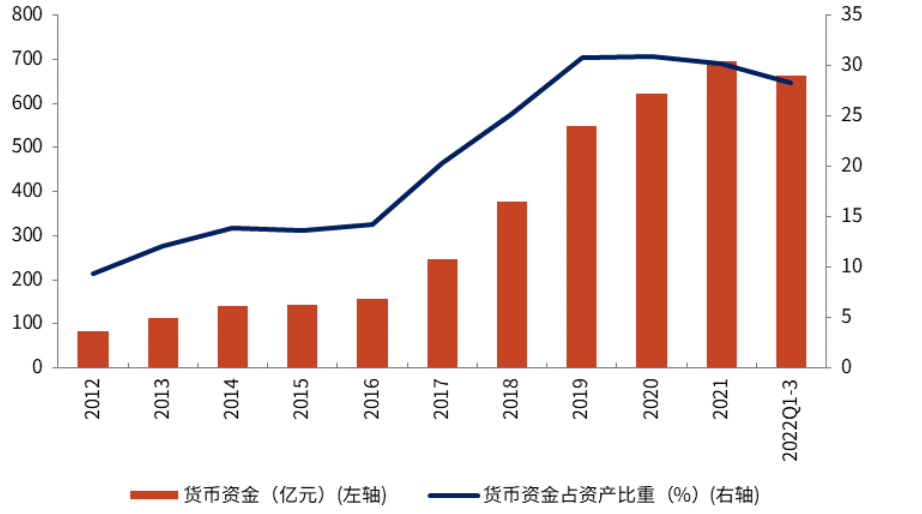
3.5 水泥：盈利承压创造行业整合契机

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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。

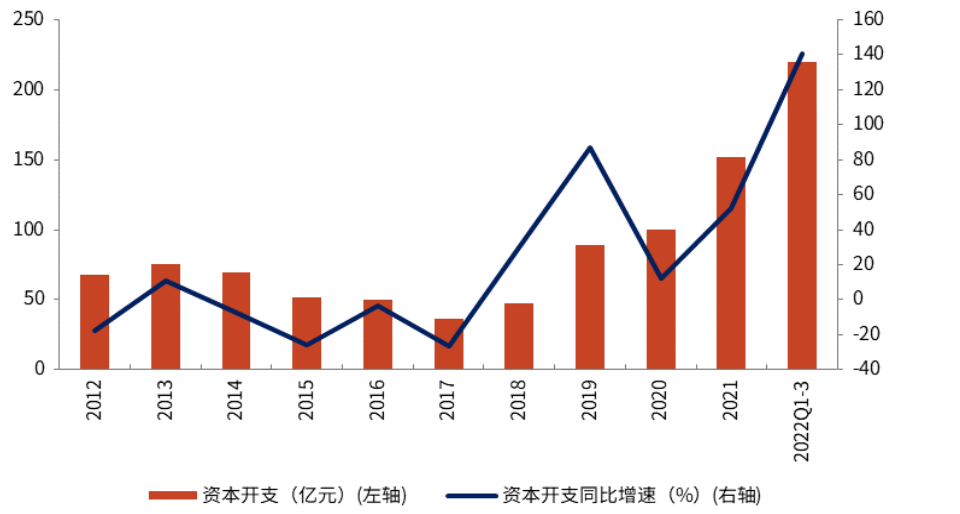
行业头部企业在水泥高景气阶段，积累了丰厚的货币资金，且资本开支整体有限，具备充足“本钱”去进行“开疆拓土”。以海螺水泥为例，截至2022Q3末货币资金达到661亿元，而一条熟料产线的投资成本约10亿元左右。

图44：海螺水泥货币资金情况



资料来源：Wind, 光大证券研究所整理

图45：海螺水泥资本开支情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

3.5 水泥：盈利承压创造行业整合契机

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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14：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：公司公告，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

目 录

2022年板块回顾与观点复盘

地产复苏：方向确定，空间未定

地产链：站在新一轮起点

新材料：“变化”与“验证”是主线

风险分析

新材料一览表

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

表15：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

请务必参阅正文之后的重要声明

4.1 玻璃新材料：技术不断突破，国产替代为主旋律

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

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

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

南玻A：2021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

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。

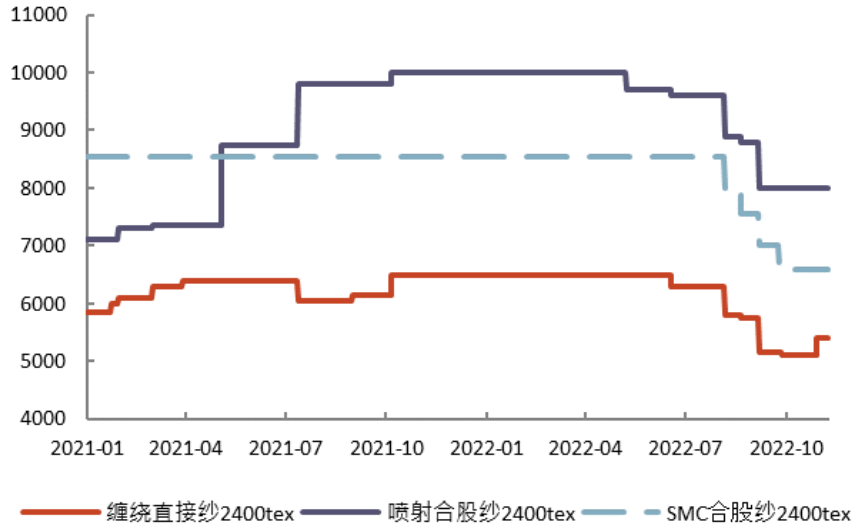
请务必参阅正文之后的重要声明

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。

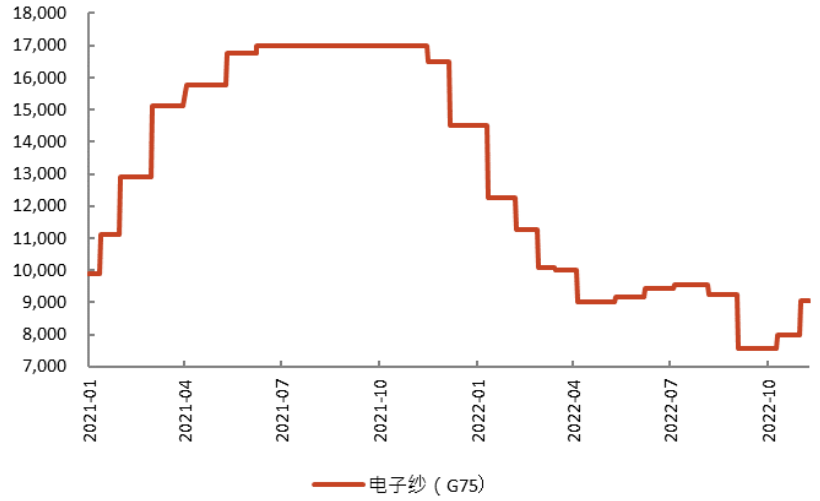
玻纤属于周期成长性行业，需求长期向好，而供给端产能建设亦不受限制，因此产能投放及技改周期会造成阶段性供需失衡。由于二季度投产较多，产量增长明显，从而价格出现快速下滑。面对市场变化，三季度以来，中国巨石、泰山玻纤等骨干企业及时加快冷修计划，进行产能调控、稳定价格。据卓创资讯统计，23年玻纤新增产能仍将在百万吨以上，供给端冲击的消化时间尚不确定。但需要强调的是玻纤需求前景仍然广阔，**尤其在“碳中和”政策推动下，新能源车、风电行业对玻纤及其制品的需求量在逐步加大，期待新一轮向上周期早日来临。**

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）



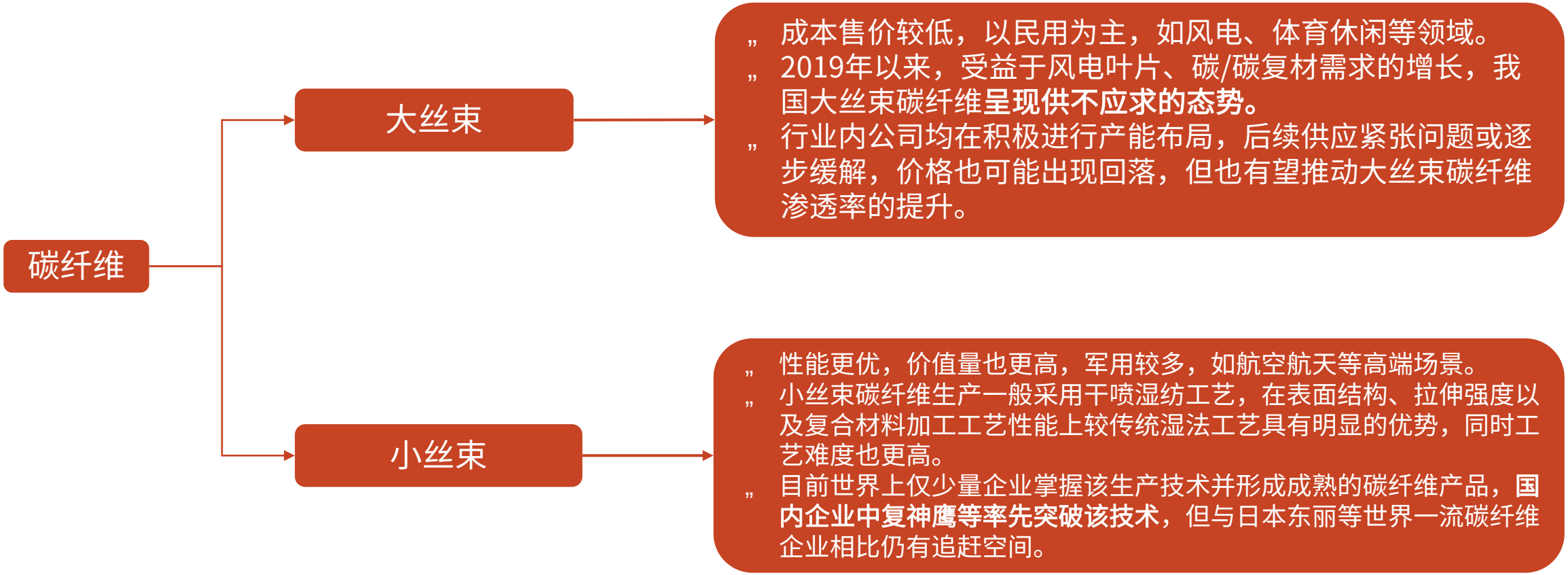
资料来源：iFinD，光大证券研究所整理 注：截至2022年11月18日

请务必参阅正文之后的重要声明

4.2 玻纤&碳纤维：已具比较优势，降本增效继续挖潜

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

碳纤维：大丝束渗透率有望提升，小丝束瓶颈仍在突破



请务必参阅正文之后的重要声明

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。**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。**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。

请务必参阅正文之后的重要声明

目 录

2022年板块回顾与观点复盘

地产复苏：方向确定，空间未定

地产链：站在新一轮起点

新材料：“变化”与“验证”是主线

风险分析

风险提示

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- **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。
- **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。

请务必参阅正文之后的重要声明

衷心感谢

光大证券研究所



建筑建材研究团队

分析师

孙伟风

执业证书编号： S0930516110003
电话：021-52523822
邮件：sunwf@ebscn.com

冯孟乾

执业证书编号： S0930521050001
电话：010-58452063
邮件：fengmq@ebscn.com

联系人

陈奇凡

电话：021-52523819
邮件：chenqf@ebscn.com

高鑫

电话：021-52523872
邮件：xingao@ebscn.com

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。

行业及公司评级体系

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。

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。