

建材行业 2024 年年度策略报告

需求再磨底，关注结构性机会

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业深度报告*建材*多维度对比陶瓷五强*强于大市 20230726

【平安证券】行业半年度策略报告*建材*关注龙头变革，聚焦业绩成长*强于大市 20230615

证券分析师

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNANHONG873@pingan.com.cn

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



平安观点：

- **市场需求：下游地产或仍承压，关注城中村改造。**随着积压需求释放殆尽、经济与收入担忧加重，2023 年地产销售先抑后扬，拿地开工继续承压，唯有竣工端受益“保交房”政策推进、表现较好。展望 2024 年，拿地开工萎缩压制供给，收入与房价预期制约需求，叠加二手房市场分流，判断地产销售、开工端仍存下行压力，竣工端亦不容乐观。另一方面，城中村改造作为“三大工程”之一，具有政治定位高、政策持续催化特点，利好涂料、防水、管材等建材需求释放，利好程度则取决于改造规模与改造模式。考虑城中村改造周期长、资金需求大，后续关注政策性资金支持与广州等试点进展，对于 2024 年建材需求拉动或有序。
- **消费建材：优选强 α 公司，关注开工端博弈价值。**2023 年需求弱复苏背景下，防水/涂料/卫浴等价格竞争激烈。其中优质企业通过调渠道、扩品类实现收入增长，同时经营方面降本增效，叠加原材料回落助力盈利改善，彰显强 α 能力。但不可否认受地产下行拖累，单季度营收增速放缓，业绩修复不及年初预期；同时原材料下行红利难以持续，因此投资逻辑仍聚焦于 β 能否企稳。展望 2024 年，考虑地产销售开工仍承压、“三大工程”带来建材需求或存滞后性，建议优选具备自身产业逻辑、 α 能力较强的个股，如具备博弈价值的开工端企业、股权激励彰显发展信心的东方雨虹，一体两翼加速布局、石膏板主业稳健的北新建材，同心圆持续推进、零售业务稳健的伟星新材等。
- **周期建材：水泥盈利降至低位，浮法玻璃供需格局趋弱。**水泥方面，2023 年各地错峰力度继续加大，但地产开工疲弱、基建增长支撑乏力，二三季度水泥价格与盈利大幅走弱。展望 2024 年，考虑地产开工仍承压、基建投资或个位数增长，判断整体水泥需求平稳略降。盈利方面，水泥盈利已降至历史低位，测算海螺水泥 2023Q3 吨毛利（60 元/吨）仅高于 2015 年全年，后续下行空间有限。2023 年工信部等发文研究将水泥纳入碳市场，有助于加速行业产能出清，后续关注碳交易进展。浮法玻璃方面，2023 年竣工改善叠加纯碱价格回落，二三季度玻璃厂家盈利明显改善。展望 2024 年，纯碱价格仍有下行空间，但玻璃需求端不确定性较大，且供给端在盈利较好、远期悲观预期下，厂家自发调节产能难度不小，因此供需格局改善或不如 2023 年。

- **投资建议：**考虑板块估值降至历史低位，优质公司具备配置价值，维持建材行业“强于大市”评级。从投资主线看，一方面关注城中村改造带来的投资机会，另一方面关注优质建材公司低估值配置价值。其中，水泥行业盈利阶段性探底，关注具备低估值、高股息优势的海螺、华新等；消费建材优选具备自身产业逻辑、α能力较强的个股如东方雨虹、北新建材、伟星新材等，尤其是开工端企业相对更具博弈价值；玻璃企业尽管供需预期偏弱，但成本下行有望带动盈利有望进一步改善，建议关注旗滨集团。
- **风险提示：**1) 下游地产、基建表现低于预期：当前居民收入预期与信心偏弱，若后续地产销售、竣工、开工继续明显下行，或是基建投资表现低于预期，将制约水泥、防水等建材需求，加大行业价格竞争与上市公司业绩压力。2) 建材产能收缩或行业格局出清低于预期：水泥与玻璃等产能过剩问题仍较严重，若后续水泥行业错峰生产落实不到位、玻璃复产规模继续加大，将加大水泥与玻璃供需矛盾、影响行业盈利；消费建材随着市场需求复苏，中小企业存在卷土重来的可能。3) 渠道资源竞争激烈导致拓展进度慢：近年头部消费建材企业积极变革渠道，通过下沉市场与拓展中小经销商提升市场份额，可能存在市场竞争激烈导致经销资源或下沉市场进度不及预期的风险。

重点公司盈利预测

股票名称	股票代码	股价(元)	EPS (元)					P/E			评级
		2023/12/11	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
东方雨虹	002271.SZ	19.16	0.84	1.44	1.97	2.43	22.8	13.3	9.7	7.9	推荐
坚朗五金	002791.SZ	41.07	0.20	1.00	1.72	2.57	201.4	41.1	23.8	16.0	推荐
科顺股份	300737.SZ	6.36	0.15	0.26	0.48	0.62	42.0	24.4	13.2	10.3	推荐
伟星新材	002372.SZ	14.40	0.81	0.88	0.98	1.11	17.7	16.3	14.8	13.0	推荐
海螺水泥	600585.SH	21.83	2.96	2.72	3.04	3.36	7.4	8.0	7.2	6.5	推荐
箭牌家居	001322.SZ	11.99	0.61	0.63	0.79	0.94	19.6	19.0	15.2	12.8	推荐
北新建材	000786.SZ	22.47	1.86	2.20	2.56	2.94	12.1	10.2	8.8	7.6	暂无评级
华新水泥	600801.SH	12.86	1.29	1.35	1.70	2.01	10.0	9.5	7.6	6.4	暂无评级
三棵树	603737.SH	48.65	0.88	1.64	2.35	3.09	55.3	29.7	20.7	15.7	暂无评级
旗滨集团	601636.SH	7.02	0.49	0.71	0.91	1.12	14.3	9.9	7.7	6.3	暂无评级

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：华新水泥、北新建材、三棵树、旗滨集团盈利预测来自 Wind 一致预测（180 天）

正文目录

前言6

一、 市场需求：下游地产或仍承压，关注城中村进展.....7

1.1 下游地产销售先抑后扬，开竣工表现分化.....7

1.2 展望 2024 年，地产销售、开工端压力犹存8

1.3 城中村改造工程政治定位高、政策持续催化9

二、 消费建材：优选强 α 公司，关注开工端博弈价值11

2.1 优质企业扩品类、调渠道，增长逻辑持续兑现11

2.2 地产 β 仍是核心，个股选择具备自身产业逻辑与强 α 能力14

2.3 开工端具备博弈价值，雨虹股权激励彰显发展信心14

2.4 北新一体两翼加速布局，石膏板格局优、业绩稳健15

三、 周期建材：水泥盈利降至低位，玻璃供需格局趋弱16

3.1 水泥供需延续偏弱格局，行业盈利降至低位16

3.2 财政发力叠加债务化解，2024 年水泥基建需求仍具支撑18

3.3 水泥或将被纳入碳交易市场，加速行业格局出清.....19

3.4 浮法玻璃需求回升带动盈利改善、产能扩张21

四、 投资建议22

五、 风险提示23

图表目录

图表 1	建材板块股价表现靠后（截至 12/11）	6
图表 2	年初以来建材板块股价涨幅走势	6
图表 3	目前建材板块 PE(TTM)处于历史低位	6
图表 4	建材各细分板块业绩情况	6
图表 5	投资逻辑图	7
图表 6	2023 年全国楼市表现先扬后抑	8
图表 7	2023 年前 10 月地产新开工同比再降 23%	8
图表 8	2023 年前 10 月地产竣工同比增长 19%	8
图表 9	央行调研显示购房意愿不强不足（%）	9
图表 10	重点 12 城一二手房合计成交套数	9
图表 11	城中村改造相关表述	9
图表 12	2019-2022 年城中村改造市场规模	10
图表 13	城中村改造案例总结	10
图表 14	部分重点城市城中村改造计划	11
图表 15	三棵树上半年产品价格普遍调降	12
图表 16	2023Q1-3 消费建材公司业绩一览	12
图表 17	雨虹、北新、伟星等多品类拓展良好	13
图表 18	雨虹、三棵树等转型经销与零售渠道进展较快	13
图表 19	科顺股份防水业务直销收入中房建大幅萎缩	14
图表 20	科顺股份前十经销商收入中基建在 2022 年明显增长	14
图表 21	单季度营收增速变化（单位 %）	14
图表 22	东方雨虹 2023 年限制性股票激励计划业绩考核要求	15
图表 23	北新建材收入结构（亿元）	15
图表 24	北新建材石膏板价格持续上涨	15
图表 25	1-10 月水泥产量同比降 1.1%	16
图表 26	1-10 月广义基建投资同比增 8.3%	16
图表 27	年初以来水泥价格显著下行（单位 元/吨）	16
图表 28	分区域水泥价格走势（元/吨）	17
图表 29	前三季度各区域水泥库存情况	17
图表 30	2023H1 水泥企业吨毛利普遍下滑	17
图表 31	测算海螺 2023Q3 吨毛利仅高于 2015 年全年	17
图表 32	2023H1 水泥公司非水泥业务收入与毛利占比	18
图表 33	前 10 月地方新增专项债发行 3.7 万亿（图中单位为亿元）	18

图表 34 地方土地出让收入下滑加大其财政压力 18

图表 35 美国水泥产量与新建住宅走势 19

图表 36 日本水泥产量与新建住宅走势 19

图表 37 中国水泥产量与房屋新开工走势 19

图表 38 2023 年国内碳配额价格明显上升 20

图表 39 熟料工艺碳排放强度（吨二氧化碳当量/吨熟料） 20

图表 40 《广东省 2022 年度碳排放配额分配方案》中熟料生产线基准值 20

图表 41 水泥企业分红比例与股息率（截至 2023/12/8） 20

图表 42 近期玻璃价格与库存有所企稳 21

图表 43 国内纯碱生产企业库存（单位 万吨） 21

图表 44 石油焦价格回落而纯碱有所反复（单位 元/吨） 21

图表 45 二季度以来玻璃盈利逐步回归至正常水平 22

图表 46 玻璃企业单季度归母净利润逐步恢复（单位 亿元） 22

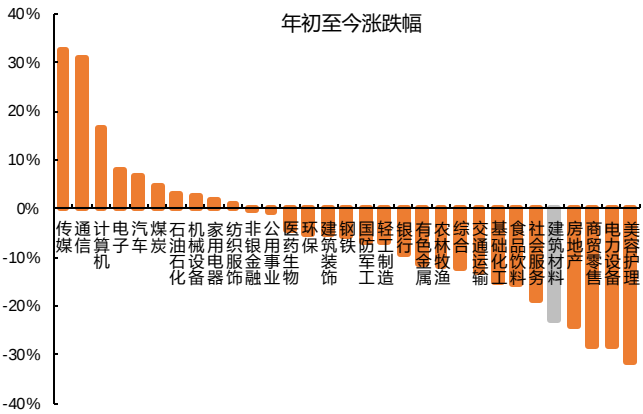
图表 47 1-10 月玻璃产量同比降 7.6% 22

图表 48 浮法玻璃 2023 年产能同比增加 22

前言

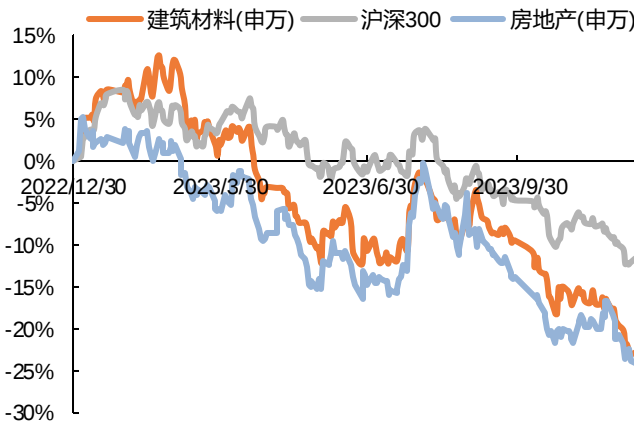
截至 2023/12/11，申万建筑材料板块累计下降 23%，跑输沪深 300 指数，在申万行业中排名靠后，主要因下游地产基本面走弱，影响建材行业需求修复及市场情绪，上市建材公司业绩亦逐季承压。

图表1 建材板块股价表现靠后（截至 12/11）



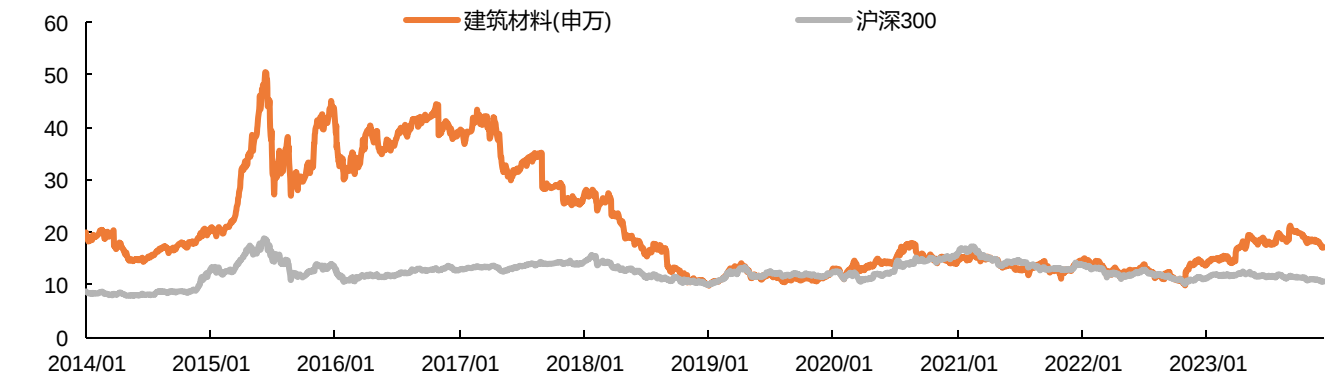
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 年初以来建材板块股价涨幅走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 目前建材板块 PE(TTM)处于历史低位



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 建材各细分板块业绩情况

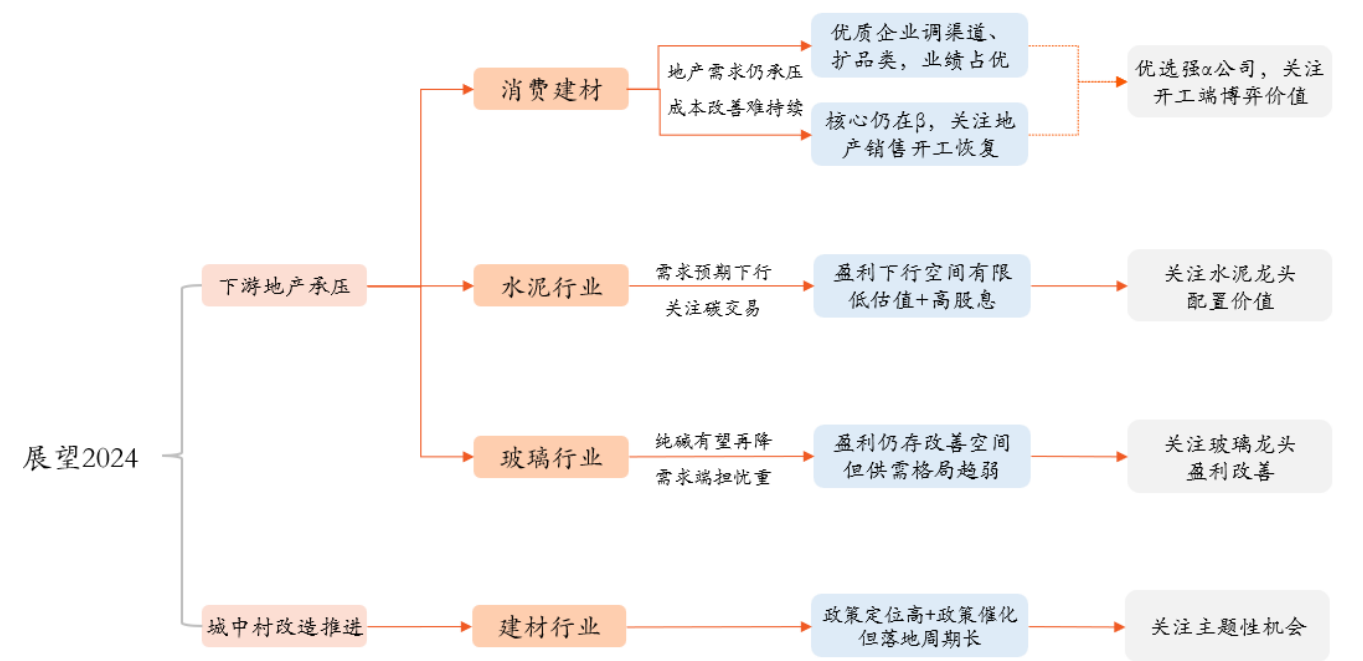
细分板块	2022 年营收合计同比 (%)	2022 年归母净利润合计同比 (%)	2023Q1-3 营收合计同比 (%)	2023Q1-3 归母净利润合计同比 (%)
SW 水泥	-17.4	-58.4	-5.6	-51.0
SW 玻璃制造	2.0	-51.1	17.5	-6.7
SW 玻纤制造	5.3	7.1	-11.5	-47.1
SW 耐火材料	5.4	17.6	4.9	-14.4
SW 管材	-5.0	-23.4	-10.0	62.2
SW 其他建材	-6.0	-22.1	4.5	8.8

SW 防水材料	-3.0	-56.8	9.1	29.0
SW 涂料	-10.5	145.3	14.8	71.5

资料来源：Wind，平安证券研究所

展望 2024 年，尽管下游地产基本面仍承压，但考虑建材估值已降至历史较低水平，后续关注城中村改造带来的投资机会，以及优质建材公司低估值的配置价值。

图表5 投资逻辑图



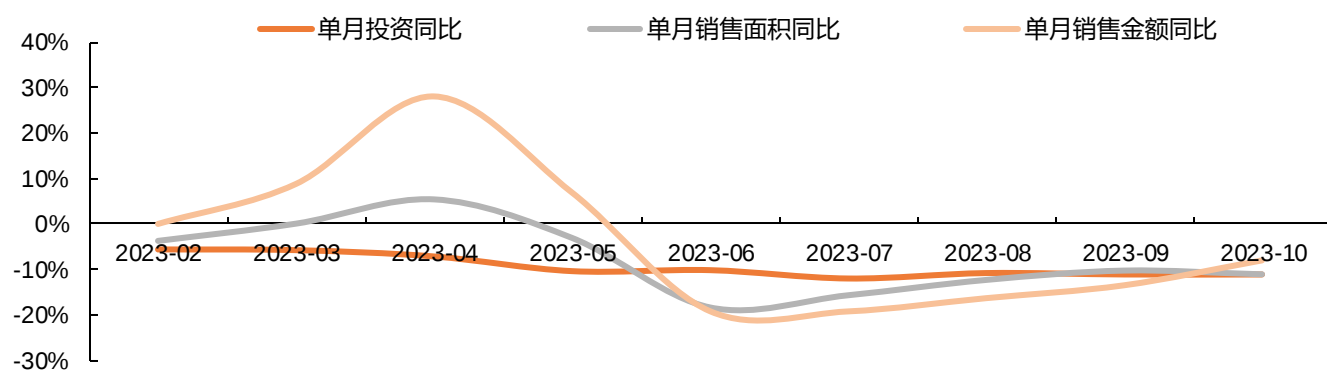
资料来源：平安证券研究所

一、 市场需求：下游地产或仍承压，关注城中村进展

1.1 下游地产销售先抑后扬，开工表现分化

2023 年下游地产销售先抑后扬。受上年底积压需求释放、政策环境宽松影响，一季度楼市恢复较好；但随着积压需求释放殆尽、经济与收入预期担忧加重,二季度后楼市热度持续下行。尽管 7 月政治局会议明确房地产市场供求关系发生重大变化、三季度限制性政策加速退出，但楼市复苏依旧坎坷，10 月单月全国商品房销售面积同比仍降 11%。

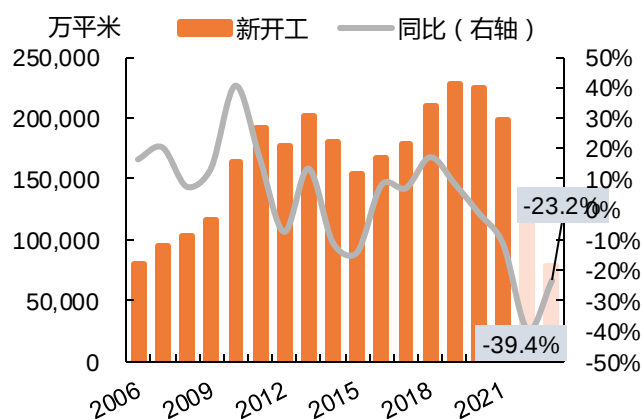
图6 2023年全国楼市表现先扬后抑



资料来源：Wind，平安证券研究所

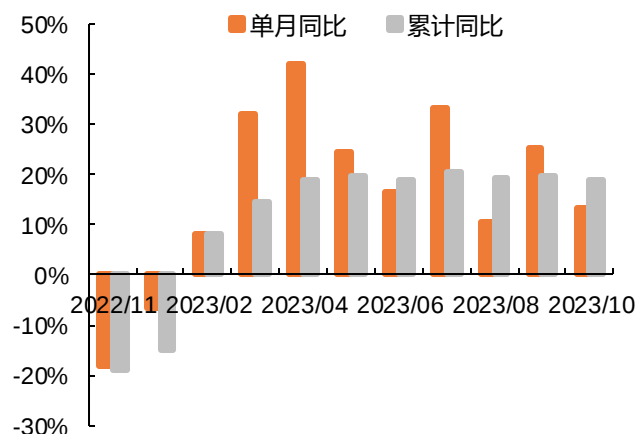
开工表现分化，保交房支撑竣工表现。房屋新开工作为销售的后置指标，受地产销售走弱、库存去化周期较长、土地成交大幅减少影响，前十月新开工 7.9 亿平米，同比降 23.2%。竣工方面，2021 年下半年以来中央推出 3500 亿元保交楼专项借款，设立 2000 亿元保交楼贷款支持计划，引导商业银行积极提供配套融资。前 10 月地产竣工累计同比增长 19.0%，浮法玻璃表现需求较好，印证地产竣工呈现改善。

图7 2023年前10月地产新开工同比再降23%



资料来源：Wind，平安证券研究所

图8 2023年前10月地产竣工同比增长19%



资料来源：Wind，平安证券研究所

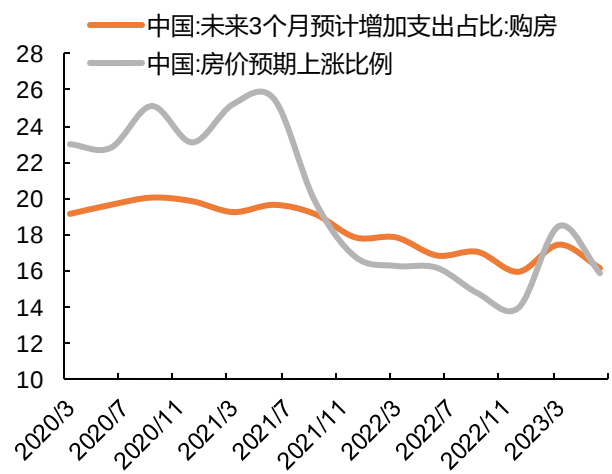
1.2 展望 2024 年，地产销售、开工端压力犹存

据平安地产团队报告《行业年度策略报告*房地产*新形势，盼转机*强于大市 20231214》，2024 年地产销售、开工与竣工或同比下滑。

销售方面，考虑近年拿地与开工萎缩压制供给，收入与房价预期制约需求，叠加二手房市场分流，判断地产销售仍有一定压力，预计 2024 年 30 个大中城市销售面积同比下滑 3-4%，非 30 个大中城市回调幅度更大，销售面积同比下滑 7-8%，全国全年销售面积同比下滑 6.9%，若城改等政策力度超乎预期，销售表现有望好于该预期。

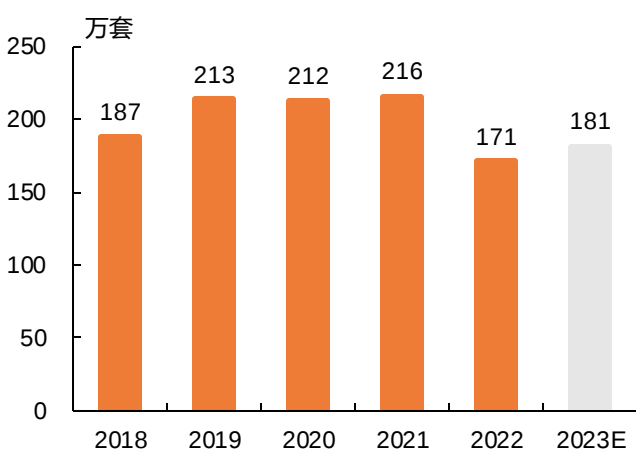
开工方面，预计 2024 年仍承压，但考虑 2023 年低基数，预计 2024 年降幅有所收窄，中性预计下滑 10%，中期看大幅超跌概率较低。竣工方面，2024 年竣工面临高基数问题；叠加保交楼资金投放力度有限，剩余暂时停工项目多系“资不抵债”，盘活难度较大，或对竣工持续增长形成制约，预计 2024 年竣工或小幅下滑。

图表9 央行调研显示购房意愿不强不足（%）



资料来源：Wind，央行，平安证券研究所

图表10 重点 12 城一二手房合计成交套数



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.3 城中村改造工程政治定位高、政策持续催化

城中村改造作为“三大工程”之一，具有政治定位高、政策持续催化的特点。2023 年 4 月政治局会议明确提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造；7 月政治局会议重申积极推动城中村改造；10 月住建部表示超大特大城市城中村改造将分三类实施，城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目 162 个。

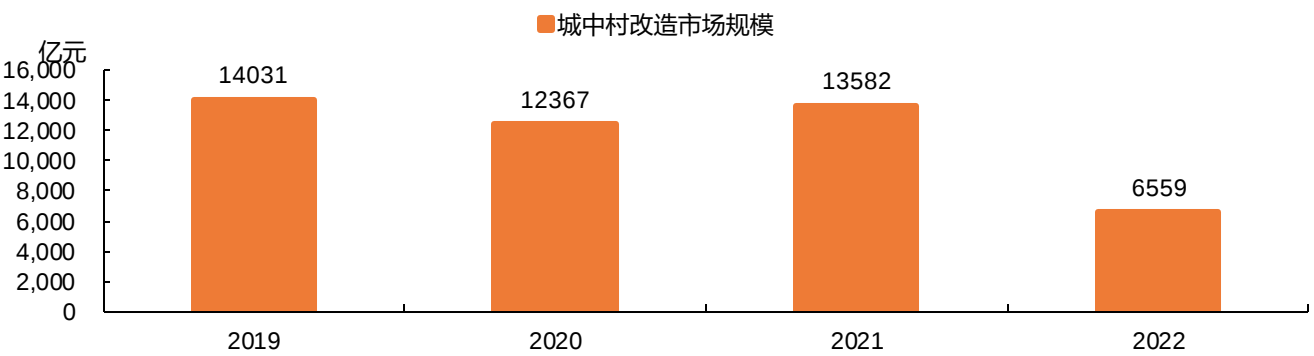
图表11 城中村改造相关表述

时间	文件/会议	内容	部门
2023 年 4 月 28 日	政治局会议	在超大特大城市积极稳步推进 城中村改造 和“平急两用”公共基础设施建设。	中共中央政治局
2023 年 7 月 21 日	关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见	要坚持城市人民政府负主体责任，加强组织实施，科学编制改造规划计划，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用， 加大对城中村改造的政策支持 ，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。	国常会
2023 年 7 月 24 日	政治局会议	要加大保障性住房建设和供给，积极 推动城中村改造 和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。	中共中央政治局
2023 年 7 月 28 日	超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	要坚持问题导向和目标导向，以新思路新方式 破解城中村改造中账怎么算、钱怎么用、地怎么征、人和产业怎么安置 等难题，探索出一条新形势下城中村改造的新路子。要从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。实行改造资金和规划指标全市统筹、土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式。	中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰
2023 年 10 月 12 日	超大特大城市城中村改造将分三类实施	超大特大城市正积极稳步 推进城中村改造 ，分三类推进实施。一类是符合条件的实施拆除新建，另一类是开展经常性整治提升，第三类是介于两者之间的实施拆整结合。住房城乡建设部城中村改造信息系统投入运行两个月以来，已入库城中村改造项目 162 个。	住建部

资料来源：各政府官网，平安证券研究所

根据观研天下数据披露，2019-2022 年城中村改造规模分别为 1.4 万亿元、1.2 万亿元、1.4 万亿元、0.7 万亿元。2022 年受地产基本面下行、房企暴雷频繁等影响，城中村改造有所放缓。

图表12 2019-2022 年城中村改造市场规模



资料来源：观研天下，平安证券研究所

参考平安地产团队报告《从案例视角看城中村改造逻辑》，城中村改造呈现改造周期长、资金需求大特点。相比整治提升类改造，拆除新建由于涉及范围更广、流程更复杂，往往周期更长，尤其是如何解决楼市承压与村民高昂赔偿观念间的矛盾。相比市场化模式，由区属国企主导的一级做地收储，凭借地方政府较强管控，推进速度相对更快，未来或将是主要改造模式。

一方面关注政策性资金支持情况。8月18日央行、金融监管总局、证监会联合会议表示挖掘新信贷增长点，积极推动城中村改造；9月12日据21世纪经济报道，符合条件的城中村改造项目将纳入专项债支持范围；此后还报道称监管拟设立城中村改造专项借款。

另一方面关注广州等试点进展。11月22日广州发布城中村改造条例征求意见稿，拟于2023年12月下旬进行第三次审议并交付表决。意见稿从资金支持、税费优惠、改造方式、改造意愿征询、征收补偿标准、保障房建设等提出要求，包括项目所在村农村集体经济组织三分之二以上成员和三分之二以上村民同意的，可启动改造；市政府制定改造流程，确定流程时限要求并提高改造工作效率。

图表13 城中村改造案例总结

改造案例	改造周期	改造方式	投资规模	资金来源	资金回流
上海蟠龙村改造 (拆除新建为主)	建设周期约5年，整体改造周期约9年	市场化房企主导，区国资、村集体合资合作，通过招拍挂参与二级开发	近140亿元	市场化房企、区国资、村集体合资成立项目公司，其他资金来源	商品住宅累计货值154亿元，商业地产月均租金0.1亿元
深圳市南山区大冲城中村综合开发 (拆除新建为主)	建设周期约11年，整体改造周期约15年	市场化房企操盘，一二级联动开发	约450亿元	市场化房企自筹	商品住宅累计销售776亿元，购物中心年租金5亿元左右
合肥卫岗王卫片区城市更新 (拆除新建为主)	2022年5月备案，计划2026年竣工	区属国企做地并底价竞得二级开发，市场化房企代建	计划投资125亿元	区属国企自筹65亿元，银行贷款60亿元	经营性商业运营、住宅销售等
深圳元芬微棠统租 (整治提升为主)	2018年进驻，2023年统租改造超30%	政企合作，整村统租改造为长租社区	—	市场化租赁企业、国企按股比投资，通过国企平台获得优惠贷款、政府补贴	租金差(收入占比约60%)+运营改造+增值服务，微利(8%毛利、3%纯利就可以)
广州白云区永泰村改造 (拆整结合)	2014年方案通过，2018年完成验收	公开竞价确定合作企业，旧厂改造带动旧村整治	建设资金约12亿元	合作企业自筹	改造后商业综合体资金回流

资料来源：政府网站，克而瑞城市更新中心，《瑞安“城中村”发展实践研究》，瑞安房地产公告，《广东省“三旧”改造典型案例汇编》，华润置地公告，南方周末，Wind，赢商网，平安证券研究所

从利好类型看，城中村改造利好涂料、防水、管材等建材需求，利好程度取决于改造规模与改造模式。水泥、管材、防水、玻璃、涂料、保温等建材产品，在拆除重建类改造均涉及使用，在改造整治类中主要涉及涂料、保温、管材与防水，因此城中村改造规模与改造模式决定了建材涂料需求拉动幅度与受益类型。目前市场主流观点认为城中村改造年均规模约大几千亿到万亿左右，以防水为例，防水支出一般占投资额 1%左右，按照年均万亿投资额计算，城中村拉动防水年均需求约百亿左右。但考虑城中村改造周期较长、各地推进并非大干快上，对下游建材需求拉动或将有序，尤其是考虑城中村改造或难以对冲地产开工、销售下行，因此我们认为城中村改造对于 2024 年建材需求拉动不宜过度乐观。

图表14 部分重点城市城中村改造计划

城市	城中村改造计划
上海	2023 年将启动“城中村”改造项目 10 个，改造老旧村（居）民房屋面积不少于 130 万平方米，受益村（居）民不少于 4000 户。2023-2025 年计划安排新启动 30 个“城中村”改造项目，每年新启动 10 个改造项目。至 2023 年底，浦东新区计划完成中心城区街道范围内“城中村”点位改造；至 2025 年底计划完成中环线内“城中村”点位改造、基本完成外环线范围内“城中村”点位改造。
深圳	城中村居住用地综合整治分区划定规模为 5502 公顷。2023 年，深圳市启动了城中村保障性住房规模化品质化改造提升行动，计划在 2023 年推进 4.9 万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。
广州	2023 年，广州市计划推进 127 个城中村改造项目，包括 49 个续建项目、20 个新开工项目和 58 个前期项目，预计完成固定资产投资 983 亿元，占全年城市更新固定资产投资目标的 49%。“五年行动方案”要求，推进含三年实施计划在内的 183 条城中村改造，力争到 2025 年底，纳入“三年实施计划”的 83 条城中村基本完成回迁安置房建设，其余 100 条城中村回迁安置房开工建设。
成都	“十四五”时期实现城中村改造约束性指标 6800 户。2022-2025 年计划推进 31 片城中村改造。2023 年用好城中村改造引导资金池，改造城中村 2448 户、棚户区 3062 户、老旧院落 616 个，加装电梯 1500 台，涉及居民 7 万余户。
东莞	2023 年，划定城中村型村庄 242 个，同步铺开 4 个街道和 28 个镇的城中村改造。主城区的南城、东城、万江、莞城是这轮城中村改造的重点区域，其中 12 条城中村作为首批试点改造项目要率先动起来。另外，其他 28 个镇也要各自确定 2 条城中村同步铺开。
杭州	“十四五”期间，城中村改造和拆迁安置房项目建设计划总投资 600 亿元，努力打造“六有”宜居小区，完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务，改造老旧小区 900 个，约 2800 万平方米。
佛山	2023 年推进实施首批 10 个城中村全面改造试点项目。

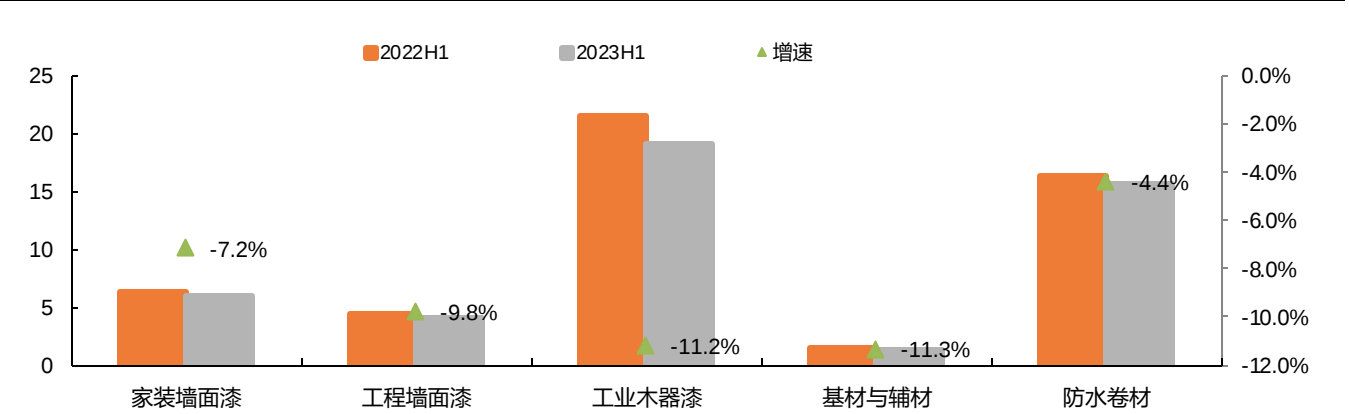
资料来源：各政府网站，平安证券研究所

二、消费建材：优选强α公司，关注开工端博弈价值

2.1 优质企业扩品类、调渠道，增长逻辑持续兑现

2023 年需求弱复苏背景下，防水/涂料/卫浴等价格竞争激烈。防水方面，2022 年沥青成本提升迫使防水企业纷纷提价，但 2023 年地产开工继续萎缩，防水行业竞争尤其 B 端激烈导致价格承压，竞争格局出清在建材各行业中最为明显；涂料方面，立邦、三棵树等头部企业加大布局零售领域，零售端价格竞争同样激烈；瓷砖方面，中大板流行趋势下行业产能存在过剩，盈利亦有承压；卫浴方面，智能马桶等产品降价趋势延续；石膏板方面，北新龙头地位稳固、行业价格相对平稳，压力低于其他行业。

图表15 三棵树上半年产品价格普通调降



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所 注: 三棵树产品价格单位, 防水卷材为元/平米, 其他产品为元/千克

优秀公司通过调渠道、扩品类实现收入增长, 同时提升经营效率, 原材料成本回落助力盈利改善。防水方面, 雨虹前三季度营收增长 8%, 净利率提升 2.3pct 至 9.3%; 涂料方面, 三棵树收入增长 18%, 净利率提升 2.2pct 至 5.9%; 石膏板方面, 北新收入增长 11%, 净利率提升 0.9pct 至 16.3%; 瓷砖方面, 东鹏控股收入增长 13%, 净利率提升 7.2pct 至 11%, 蒙娜丽莎净利率提升 15.8pct 至 8.2%。

图表16 2023Q1-3 消费建材公司业绩一览

行业	公司	2023Q1-3 营收增速	归母净利润增速	毛利率增幅 (pct)	期间费率增幅 (pct)	净利率增幅 (pct)
防水	东方雨虹	8%	42%	3.2	0.2	2.3
	科顺股份	5%	-69%	-0.4	0.5	-3.2
	凯伦股份	36%	235%	3.0	-1.1	2.5
管材	伟星新材	-10%	14%	4.0	2.7	5.1
	公元股份	-6%	325%	5.0	1.0	4.1
	雄塑科技	-29%	-10%	2.2	1.3	0.5
	顾地科技	-17%	-252%	1.3	-4.9	31.6
涂料	三棵树	18%	84%	2.4	-0.4	2.2
	亚士创能	2%	16%	0.6	-4.2	0.4
石膏板	北新建材	10%	17%	1.0	-0.5	1.0
五金	坚朗五金	3%	3187%	1.8	-1.4	2.7
板材	兔宝宝	-2%	17%	0.7	-1.4	1.4
瓷砖	帝欧家居	-12%	-84%	6.0	-4.6	10.3
	蒙娜丽莎	-3%	-190%	6.2	-1.5	15.8
	东鹏控股	13%	225%	3.4	-6.3	7.2
卫浴	箭牌家居	0%	-32%	-4.6	-1.4	-2.6

资料来源: Wind, 各公司公告, 平安证券研究所

图表17 雨虹、北新、伟星等多品类拓展良好

公司	22年多元品类收入	2023H1多元品类收入	拓品类的优势
东方雨虹	• 估算非防水产品收入68亿元，同比增长28%，收入占比22%	• 防水卷材营收71.8亿元，同比增1.1%； • 涂料51.8亿，同比增22.5%； • 砂浆19.0亿元，同比增43.0%，收入占比升至11.3%	• 品牌背书：雨虹为防水龙头、产品口碑好，砂浆、涂料等产品亦入选房企综合实力TOP500首选服务商品牌 • 业务具备协同性：防水为家庭装修的前置工序，导入瓷砖胶、美缝剂、建筑涂料等品类，具备一定优势 • 经销网点众多且持续拓展：2022年末民建集团经销商已突破4000家，分销网点16余万家 • 拥有大量掌握基础辅材采购权的工长资源：2022年末“虹哥汇”会员数量已突破200万人(2021年末超过百万)
科顺股份	• 减隔震产品2.6亿元，占比3%	• 子公司丰泽智能营收2.2亿，净利润1383万元	• 与保利资本强强联合：公司与保利资本签署战略合作协议，拟在产业业务、多元化发展、新能源开发建设开展合作 • 减隔震市场广阔：减隔震领域新视落地后、行业迎来提标扩容，同时市场竞争格局高度分散 • 减隔震业务具备协同性：公司基础设施建设市场收入占比低，可借助丰泽市场营销网络和客户资源实现协同
三棵树	• 防水卷材9.9亿元，同比减少22%，收入占比9%	• 防水卷材5.5亿元，同比提升33%	• 渠道资源丰富：截至2023H1公司共有“马上住”服务授权网点712家，马上住项目启动至今，已经走进了近27万个家庭。
伟星新材	• 防水、净水及其他产品6.8亿元，同比增64.8%，占比10%	• 防水、净水等其他产品收入3.2亿元，同比增30%，占比14.3%，尤其防水保持良好增长	• 品牌形象好：公司以家装管道起家，品牌服务常年处于行业领先，消费者口碑较好 • 渠道把控强与市场应对强：公司渠道扁平化，对经销商把控与市场营销、应对能力强，同时销售渠道资源多 • 业务具备协同性：防水、净水施工属于管道安装的后道工序，尤其是净水器安装涉及管道铺设。
坚朗五金	• 家居类产品、门窗配套件、其他建筑五金产品共29亿元，同比减少9%，收入占比38%	• 家居类产品、其他建筑五金产品、门窗配套件收入增速分别为-2.4%、12.9%、-5.2%	• 上市以来持续搭建渠道、构筑直销大平台，近两年下沉至县城，长尾市场公司产品、品牌优势更加凸显； • 针对品类繁多、销售难度大痛点，公司坚持信息化建设，构筑精细化管理的壁垒
北新建材	• 防水业务30.6亿元，同比降19%，占营收比重为15%	• 防水业务18.2亿元，同比增9.8%，占营收比重16% • 涂料业务2.1亿元，同比增38%，占比2%	• 石膏板业务渠道资源庞大且可共享：如轻钢龙骨、板材等拓展的销售渠道和现有石膏板渠道一致 • 防水业务近年整合优化明显 • 拟收购嘉宝莉强化涂料板块。据涂界，嘉宝莉集团2022年营收规模达到44.74亿元
兔宝宝	• 2022年定制家居业务21.8亿元，同比降20%，占营收比重为24%	• 定制家居业务收入6.7亿元，同比降19%，其中零售板块全屋定制2.45亿元，同比增18%，工程板块青岛裕丰汉唐2.5亿元,同比降44%	• 依托兔宝宝板材业务优势和裕丰汉唐的客户资源

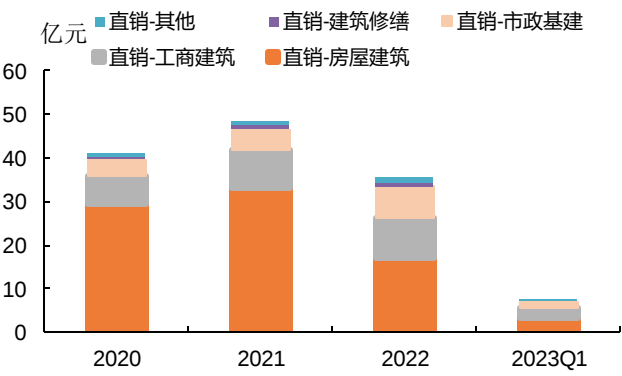
资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

图表18 雨虹、三棵树等转型经销与零售渠道进展较快

公司	22年渠道收入情况	2023H1渠道收入情况	渠道拓展计划与优势
东方雨虹	• 2022年民建集团营收61亿元，同比增长58%，占营收比重近20%	• 零售渠道营收50.5亿元，同比增32.2%，占营收比重同比提升5pct至30%； • 工程渠道营收61.4亿元，同比增26.7%，占36% • 直销渠道营收52.4亿元，同比降13.3%，占31%	• 进一步实施渠道变革，转变直销思维，坚持零售优先、合伙人优先 • 截至2023H1，民建集团通过空白、强经销、拓品类、优分销等关键举措，成绩显著，百万经销商签约增长近700家，分销网点近20万家，门头保有近5万家 • 上半年已在全国布局700余家砂粉专业工程渠道经销商
科顺股份	• 2022年经销收入占比50%，同比约升13pct • 2022年直销收入中工商建筑+市政建筑占46%，经销收入中工商建筑+市政建筑占61%	• 防水业务主营业务收入中经销占比提升至2023年1-3月56% • 科顺民用建材上半年营收5.6亿元，净利润6311万元	• 上半年加大市场开发力度，尤其加大C端市场投入，以及加大对核心经销商的支持赋能； • 签约经销商数量由2020年的1,240家提升至2023年3月的2,364家
三棵树	• 2022年经销/直销收入86/23.2亿元，同比+15.3%/-34.3%，占比78.8%/21.2%，	• 上半年收入增长主要来自小b和零售业务	• 家装内墙涂料推行高端零售战略 • 工程外墙涂料优化渠道结构，聚焦央企、城建城投、工业厂房新赛道拓展，逐步发力旧改、学校、医院等小B端应用场景，并下沉县级渠道；
兔宝宝	• 2022年定制家居业务21.8亿元，同比降20%，占营收比重为24%	• 定制家居业务收入6.7亿元，同比降19%，其中零售板块全屋定制2.45亿元，同比增18%，工程板块青岛裕丰汉唐2.5亿元,同比降44%	• 截至2023H1已建立近4000家专卖店，行业内渠道数量最多、市场覆盖最广 • 大力拓展家具厂、装饰公司、工程等多元化小B业务渠道，实行分公司运营模式以协同经销商开展B端业务，目前已与14,000多家家具工厂开展业务合作

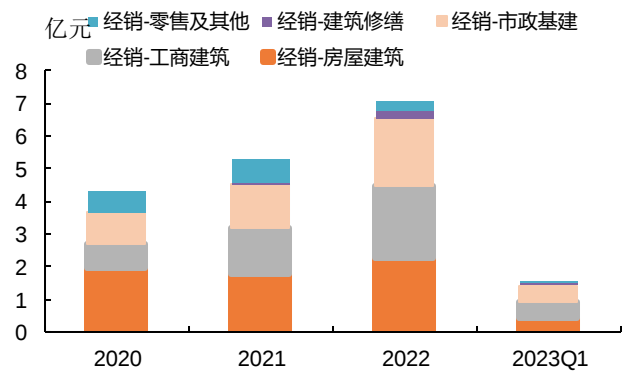
资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

图表19 科顺股份防水业务直销收入中房建大幅萎缩



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表20 科顺股份前十经销商收入中工建基建在 2022 年明显增长



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

2.2 地产β仍是核心，个股选择具备自身产业逻辑与强α能力

尽管优质企业凭借渠道变革、品类扩张实现不错增长，但不可否认受地产下行拖累，在上年基数降低背景下，今年二三季度营收增速环比有所下滑，业绩修复不及年初预期，而原材料成本下行带来毛利率改善逻辑在 2024 年也难以持续，因此板块投资逻辑仍聚焦于β能否企稳。展望 2024 年，考虑地产销售、开工仍然承压，而“保交房”对竣工拉动存在不确定性，“三大工程”带来的建材需求或存在滞后性，因此从基本面角度，需要精选具备自身产业逻辑、α能力较强的个股，如防水龙头东方雨虹、石膏板龙头北新建材、管材龙头伟星新材等。

图表21 单季度营收增速变化（单位：%）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	走势图
东方雨虹	17.3	1.7	-4.5	-15.3	18.8	4.0	5.4	
科顺股份	18.7	4.6	-5.5	-18.4	7.6	2.7	4.9	
伟星新材	12.2	0.4	1.3	18.2	-10.9	-10.4	-9.2	
北新建材	10.5	-3.2	-14.8	-10.5	2.5	13.8	12.9	
三棵树	14.5	-6.0	0.5	-3.7	20.9	22.4	13.4	
坚朗五金	3.9	-12.8	-12.9	-21.2	4.8	2.3	1.5	
东鹏控股	-14.7	-13.1	-8.9	-16.4	18.5	14.7	9.3	
蒙娜丽莎	6.7	-10.7	-4.2	-25.5	3.6	-2.8	-7.6	
箭牌家居		-3.2	-14.0	-18.5	-1.7	6.7	-5.8	

资料来源: Wind, 各公司公告, 平安证券研究所

2.3 开工端具备博弈价值，雨虹股权激励彰显发展信心

行业层面，防水用于开工端居多，近年地产新开工大幅萎缩，尽管 2024 年仍存压力，但继续下行空间不大，或已接近未来若干年的中枢水平，因此开工端相比竣工端更具安全性、增长弹性与博弈价值。另外，2023 年 4 月 1 日《建筑与市政工程防水通用规范》正式实施，防水行业迎来提标扩容，但注意到 10 月 17 日该规范启动修订，后续关注防水新规修订及各地

落地情况。

东方雨虹零售渠道与非防水业务发展良好，业绩呈现韧性。2023H1 东方雨虹涂料业务营收 51.8 亿，同比增 22.5%；砂浆粉料 19.0 亿元，同比增 43.0%，收入占比升至 11.3%；分渠道看，零售渠道、工程渠道与直销渠道营收分别占比 30%、36%、31%。推出股权激励方案，彰显未来发展信心。6 月公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），考核目标为以 2022 年扣非净利润为基数，2023-2026 年公司扣非净利润增长率分别不低于 50%、80%、116%、159%，且各年份应收账款增长率不高于营业收入增长率。东方雨虹近年强调回款安全、现金流持续改善，后续随着应收账款逐步压降，经营质量将进一步提升。

图22 东方雨虹 2023 年限制性股票激励计划业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2023 年公司净利润增长率不低于 50%；2023 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。
第二个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2024 年公司净利润增长率不低于 80%；2024 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。
第三个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2025 年公司净利润增长率不低于 116%；2025 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。
第四个解除限售期	以 2022 年净利润为基数，2026 年公司净利润增长率不低于 159%；2026 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。

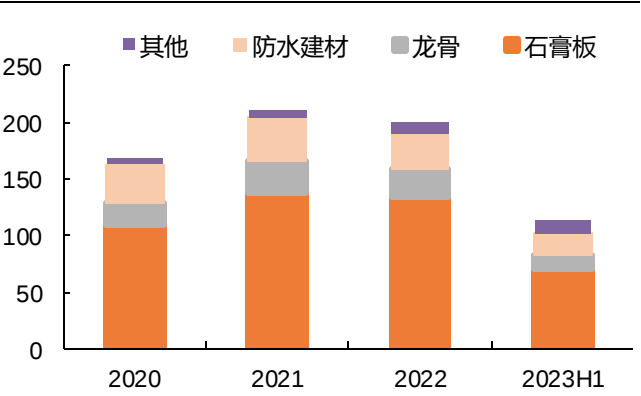
资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

2.4 北新一体两翼加速布局，石膏板格局优、业绩稳健

行业层面，一方面，国内石膏板需求以商业建筑为主，住宅占比较低，受地产下行拖累相对较小。另一方面，国内石膏板需求以工装消费为主。根据中诚信国际信用评级报告，我国石膏板消费中工装和家装消费分别占 70%和 30%，而发达国家石膏板市场以家装消费为主，占全部消费量约 80%；我国人均使用量仅 2.5 平米左右，低于美国（约 10 平米）、加拿大（约 7 平米）与欧洲（约 5-7 平米）。未来随着新型轻质墙体材料推广以及人们环保意识增强，石膏板消费在家装市场中占比有望不断扩大。

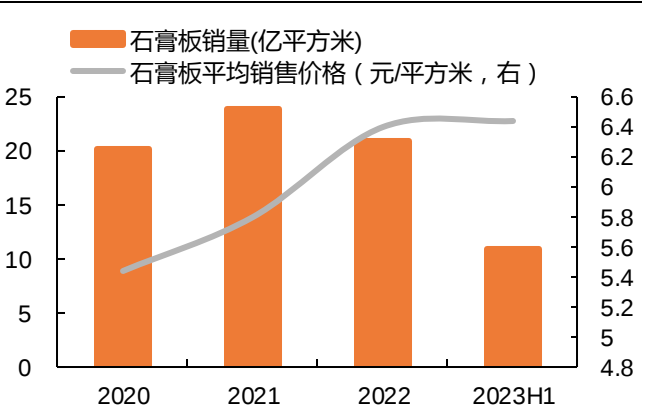
北新建材石膏板产品市占率高、议价能力强，决定了行业竞争相对较小；且拟收购嘉宝莉涂料，一体两翼加速发展。2019 年北新建材通过联合重组进军防水，2022 年收购对成都赛特防水材料有限责任公司和天津滨海澳泰防水材料有限公司，业务整合与发展逐见成效。2023H1 收购实控人中国建材持有的天津灯塔 51%的股权，灯塔涂料成为公司全资子公司；9 月与嘉宝莉第一大股东“香港世骏”签署《交易条款备忘录》和《诚意金协议》，拟收购嘉宝莉化工集团控制权。

图23 北新建材收入结构（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

图24 北新建材石膏板价格持续上涨



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

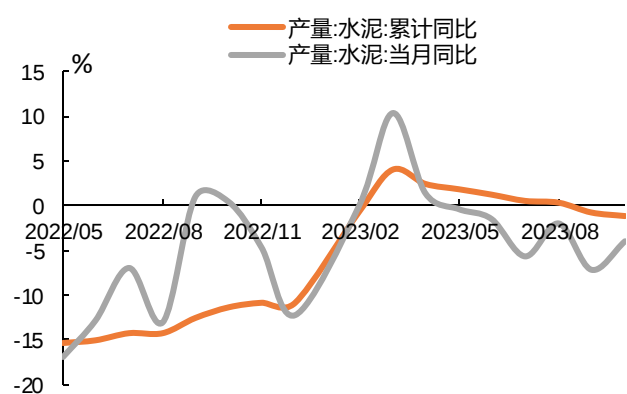
三、周期建材：水泥盈利降至低位，玻璃供需格局趋弱

3.1 水泥供需延续偏弱格局，行业盈利降至低位

地产开工疲弱、基建对水泥需求支撑有限，行业延续 2022 年以来弱势。基建方面，根据统计局数据，1-10 月广义基建投资同比增 8.3%，单月增速前高后低，其中铁路、仓储业、电力热力燃气供应业表现较好。但部分省份地方债务压力较大，基础设施建设资金不足，工程项目施工进度放缓。地产方面，根据中指院数据，1-10 月商品房销售面积 9.3 亿平米，同比降 7.8%，新开工 7.9 亿平米，同比降 23.2%，4 月以来楼市热度持续下滑。二三季度全国水泥发货进一步走弱。参考数字水泥网，前三季度全国水泥市场销售总体弱于上年同期水平，尤其二三季度有所下降且降幅扩大；前三季度全国平均水泥发货率约为 53.8%，较上年同期下降 1.4 个百分点，较 2019 年下降两成以上。

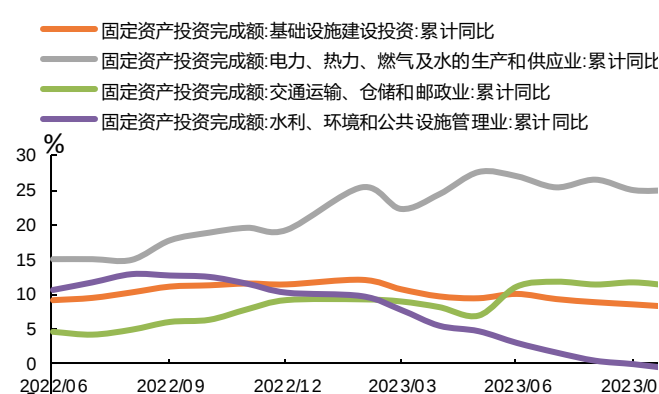
2023 年错峰力度继续加大，各省区主动追加错峰停窑时间。华东地区，如浙江/江苏停窑时间均超过 80 天；华南地区，如广东/广西分别停窑 80 天/130 天；中南/西南/华北/西北地区，各省停窑普遍超过 100 天；东北地区，黑吉辽三省停窑均超过 160 天。

图表 25 1-10 月水泥产量同比降 1.1%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

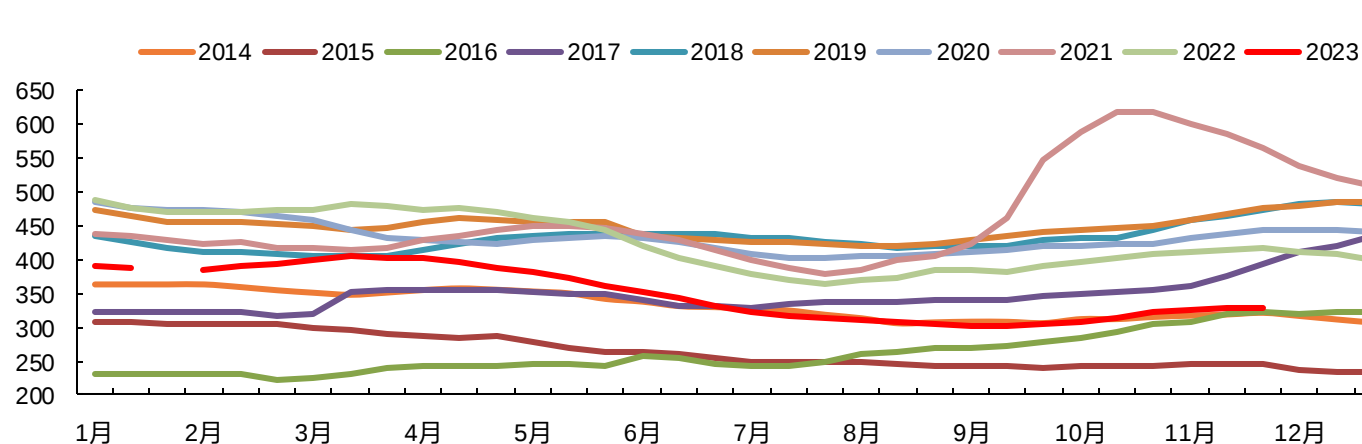
图表 26 1-10 月广义基建投资同比增 8.3%



资料来源: 统计局, 平安证券研究所

价格方面，二三季度全国水泥价格走低，9 月以来有所企稳。截至 2023/11/30，全国 P.O42.5 散装水泥市场价降至 330 元/吨，同比减少 87 元/吨。分区域看，华东、中南与华北地区价格年初以来下行幅度较大。

图表 27 年初以来水泥价格显著下行（单位 元/吨）



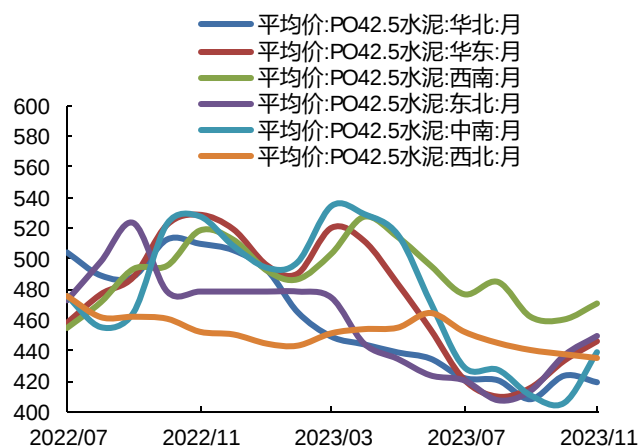
资料来源: Wind, 平安证券研究所

分区域看，华东发货率同比略增，东北持平，其他区域下滑。据数字水泥网披露，前三季度华东、中南和西南水泥平均发货

率为 53%-59%，相比上年同期，华东发货率提高 1.7pct，中南和西南下降 1.8-3.8pct；华北、东北和西北水泥市场平均发货率为 31%-41%，华北和西北发货率下降 2.1-2.9pct，东北发货率同比持平。

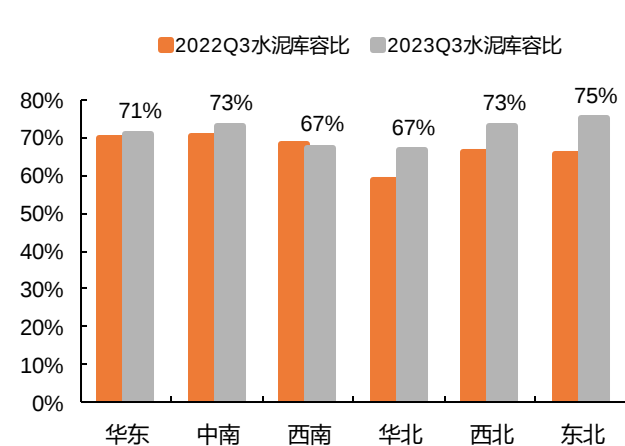
库存方面，前三季度六大区域水泥库存维持偏高水平。华东和中南平均水泥库容比为 71% 和 73%，同比提高 1pct 和 2.5pct；西南平均水泥库容比为 67.4%，同比下降 1.1 个百分点。华北平均水泥库容比为 66.5%，同比提高 7.6 个百分点，西北和东北平均水泥库容比为 73% 和 75%，同比提高 7.0 和 9.2 个百分点。东北为六大区域库存水平最高，且同比提升幅度最大。

图表28 分区域水泥价格走势（元/吨）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

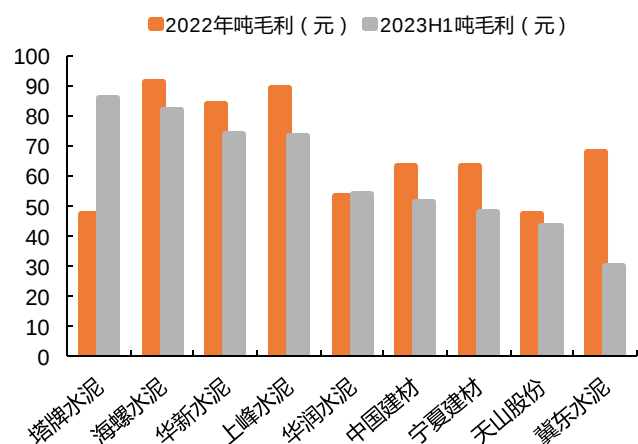
图表29 前三季度各区域水泥库存情况



资料来源: 数字水泥网, 平安证券研究所

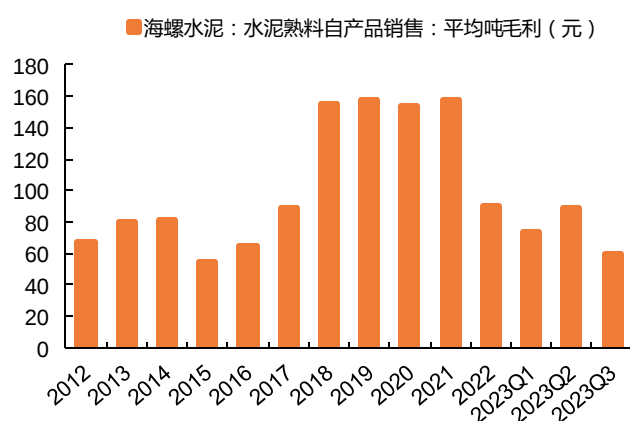
行业盈利降至历史底部，头部企业维持韧性。数字水泥网预计 2023 年前三季度全国水泥利润总额同比降 60% 左右，利润总额和销售收入均为近八年以来同期最低。但也要看到，海螺与华新等头部企业表现仍优。海螺水泥尽管重点布局的华东与中南市场压力较大，但凭借较高产能利用率与成本优势，相比同行仍保持不错的吨毛利。华新水泥主要得益于海外水泥与国内非水泥业务发展较好，上半年海外水泥业务实现营业收入 23 亿元，同比升 31%；非水泥熟料业务 58 亿元，同比增 49%，收入占比提升至 38%，EBITDA 贡献占比超 50%。

图表30 2023H1 水泥企业吨毛利普遍下滑



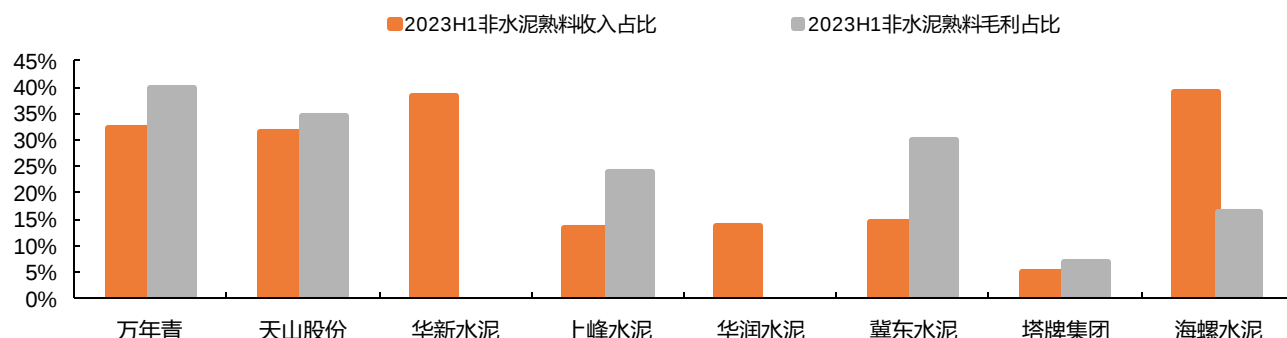
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表31 测算海螺 2023Q3 吨毛利仅高于 2015 年全年



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表32 2023H1 水泥公司非水泥业务收入与毛利占比

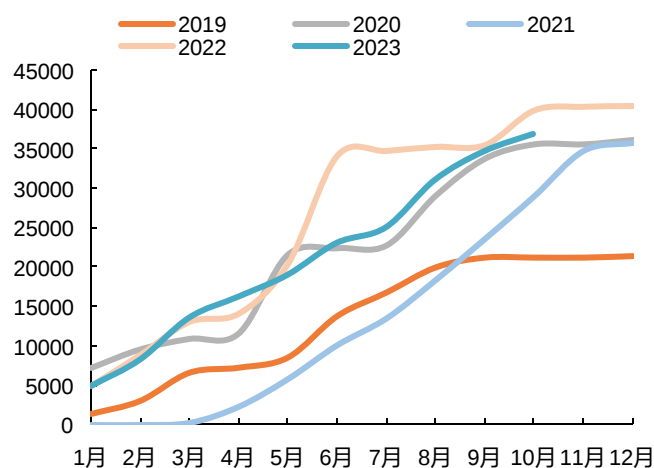


资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

3.2 财政发力叠加债务化解, 2024 年水泥基建需求仍具支撑

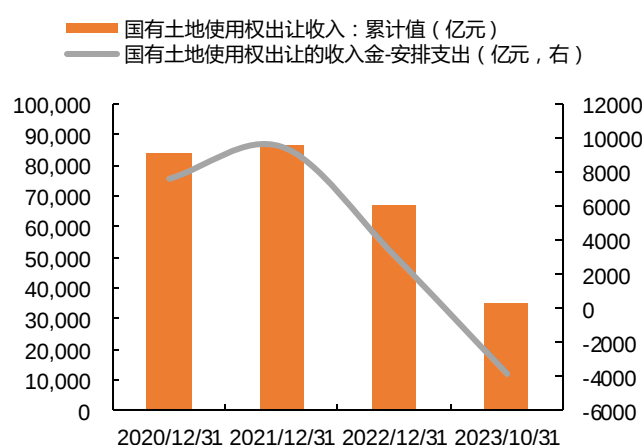
展望 2024 年, 考虑地产开工仍承压 (平安地产团队中性预计下滑 10%), 基建投资或个位数增长, 判断整体水泥需求平稳略降。基建方面, 据平安宏观团队在报告《2024 年中国经济展望: 东风化雨》中的分析, 预计 2024 年基建三大行业投资增速在 8% 左右, 拉动总投资增长 2.2 个点。增量在于: 1) 基建贷款支持力度有望保持, 包括政策性银行信贷加力、基础设施绿色升级相关贷款维持较高增速, 预计 2024 年同比多增 1.3 万亿元左右。2) 公共财政预算内资金: 一是, 假设 2024 年公共财政投向基建分项的资金增速为 3-4%, 对应的增量资金规模约 2000 亿元。二是, 预计增发万亿国债对 2024 年基建的带动在 6000 亿元左右, 较 2023 年多增 2000 亿元。拖累在于: 1) 专项债: 预计 2024 年专项债资金可能更多投向城中村改造、保障性住房等保障性安居工程领域。假设 2024 年专项债新增规模持平于 3.8 万亿, 投向基建的比例较 2023 年降低 3-4 个百分点, 对基建投资的拖累在 2000 亿元左右。2) 城投融资: 考虑地方政府隐性债务化解推进, 对城投融资的管控增强, 且 12 个重点省份受更强约束, 假设 2024 年城投债净融资规模下滑 20%, 同比少增 2000 亿元左右。

图表33 前 10 月地方新增专项债发行 3.7 万亿 (图中单位为亿元)



资料来源: Wind, 财政部, 平安证券研究所

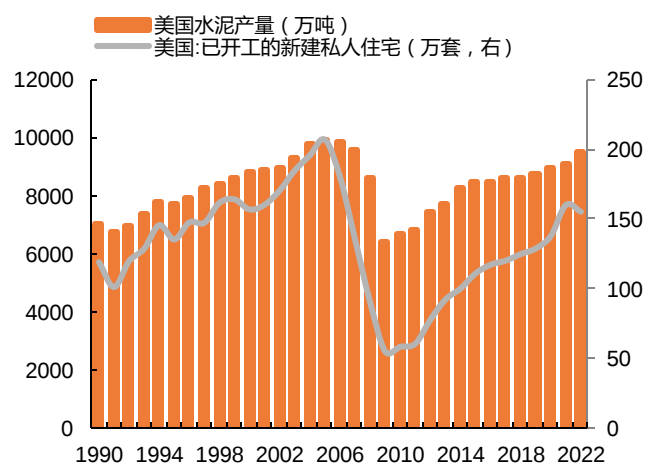
图表34 地方土地出让收入下滑加大其财政压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

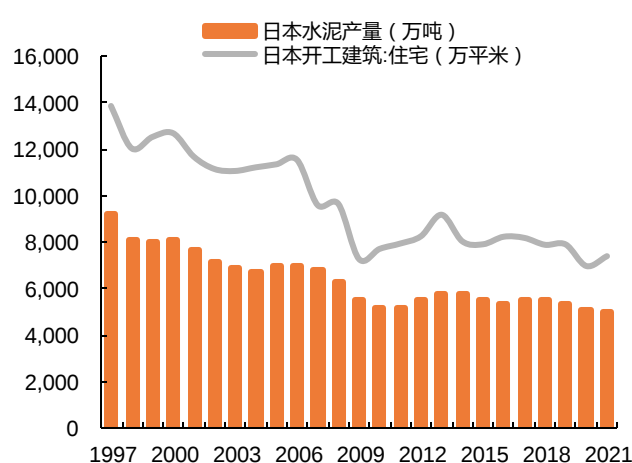
中长期看, 随着人口老龄化、城镇化放缓, 地产步入存量房阶段, 城镇基础设施建设趋于完善, 预计水泥需求中枢趋于下行。2022 年我国水泥产量 21 亿吨, 同比减少 10%, 2023 年 1-10 月水泥产量同比降 1.1%。参考美日, 美国水泥产量与新建私人住宅数量高度相关, 2009 年以来开工住宅数量攀升带动水泥产量上涨; 日本水泥产量同样与住宅开工面积高度相关, 随着 90 年代以来开工数量萎缩, 日本水泥产量趋于下行, 2021 年水泥产量较 1997 年下滑 46%。

图表35 美国水泥产量与新建住宅走势



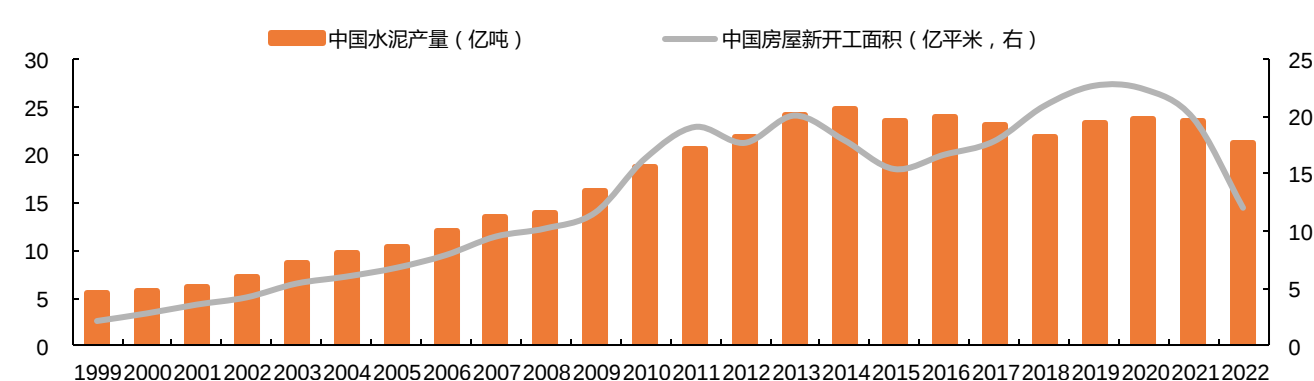
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 日本水泥产量与新建住宅走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 中国水泥产量与房屋新开工走势



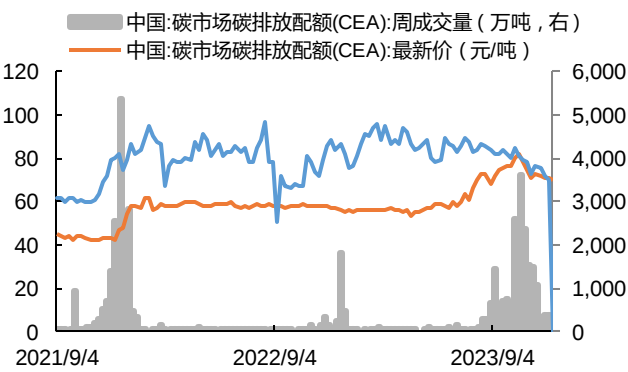
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 水泥或将被纳入碳交易市场，加速行业格局出清

2023 年工信部等 8 部门发文研究将水泥纳入碳市场，有助于引导企业加强节能降碳改造，加速中小企业落后产能出清。水泥行业因其工艺特点，碳排放约占建材行业排放总量 70%，是碳排放重点领域。2023 年 8 月工信部等八部委印发《建材行业稳增长工作方案》，提出 2023-2024 年目标包括水泥、玻璃、陶瓷行业能效标杆水平以上产能占比超过 15%；同时研究推动水泥行业纳入全国碳排放权交易市场。10 月生态环境部正式公布《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》，标志国家核证自愿减排量(CCER)时隔六年正式重启，成为对全国碳市场的有力补充。

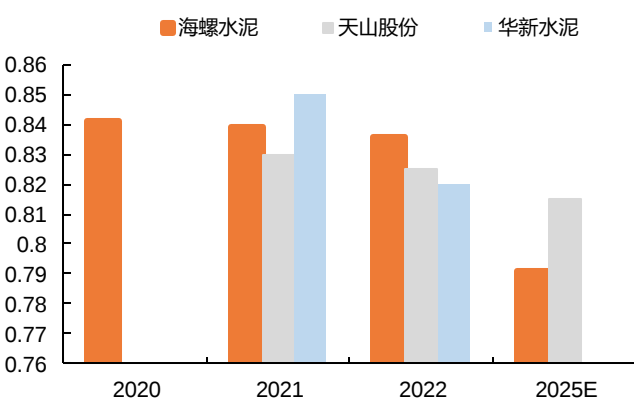
目前全国水泥碳配额计算方法并未明确，《广东省 2022 年度碳排放配额分配方案》中水泥采取基准线法计算企业碳配额，以配备 1 条 5000t/d 熟料生产线、年产 200 万吨水泥的生产基地为例，熟料产量取方案上限、生产天数按 300 天，熟料环节可获免费碳配额为 $5000 \text{ (设计产能)} \times 300 \text{ (天数)} \times 1.2 \text{ (产量上限)} \times 0.884 \text{ (基准值)} \times 1 \text{ (年度下降系数)} \times 0.96 \text{ (免费比例)} = 152.8 \text{ (万吨)}$ ；粉磨环节可获免费碳配额为 $200 \text{ (万吨)} \times 0.023 \text{ (基准值)} \times 1 \text{ (年度下降系数)} \times 0.96 \text{ (免费比例)} = 4.4 \text{ (万吨)}$ 。

图表38 2023 年国内碳配额价格明显上升



资料来源: Wind, 上海环境能源交易所, 平安证券研究所

图表39 熟料工艺碳排放强度 (吨二氧化碳当量/吨熟料)



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表40 《广东省 2022 年度碳排放配额分配方案》中熟料生产线基准值

熟料生产线类别	基准值(吨二氧化碳/吨熟料)
4000t/d (含)以上普通熟料生产线	0.884
2000(含)-4000t/d 普通熟料生产线	0.909
2000t/d 以下普通水泥生产线	0.950
白水泥熟料生产线	1.108

资料来源:《广东省2022 年度碳排放配额分配方案》, 平安证券研究所

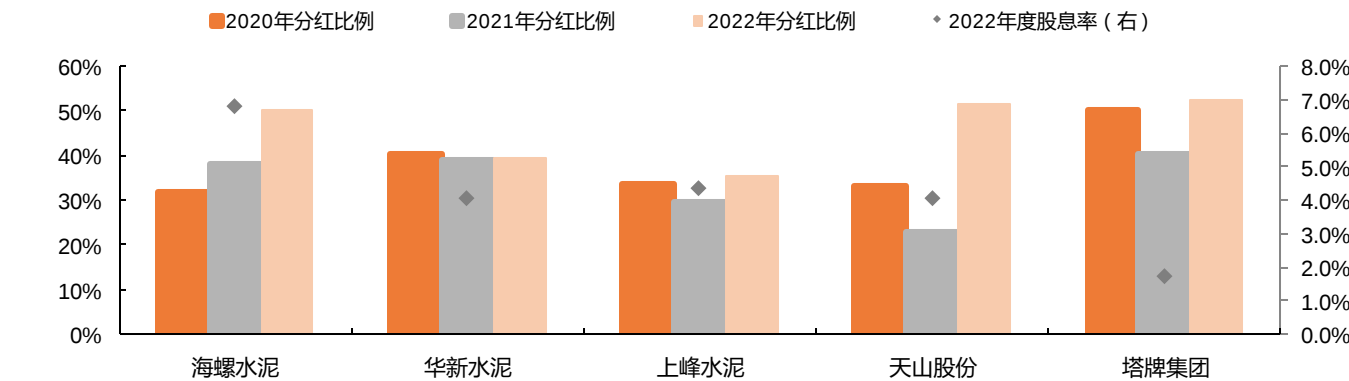
盈利下行有限+低估值+高股息, 水泥龙头具备配置价值:

一是行业盈利已降至历史低位, 后续下行空间有限。从盈利能力行业居前的海螺水泥看, 测算 2023Q3 吨毛利 60 元/吨, 仅高于 2015 年全年, Q4 或延续 Q3 水平, 而冀东水泥、天山股份等吨毛利与吨净利低于海螺水泥, 行业中小水泥企业盈利压力更大, 部分企业已跌至现金流亏损状态。尽管行业格局出清仍需要较长时间, 但头部企业后续盈利进一步下行空间有限。

二是水泥企业估值降至历史极低水平, 安全边际较高。海螺、上峰等 PB 普遍低于 1 倍, 处于历史极低水平, 剔除在手现金后更低。2023Q3 末海螺在手现金高达 684 亿元, 华新 66 亿元, 上峰 47 亿元。

三是股息率具备安全边际。当前股价对应 2022 年股息率计算, 海螺、华新、上峰等普遍高于 3%, 高于十年期国债收益率。

图表41 水泥企业分红比例与股息率 (截至 2023/12/8)

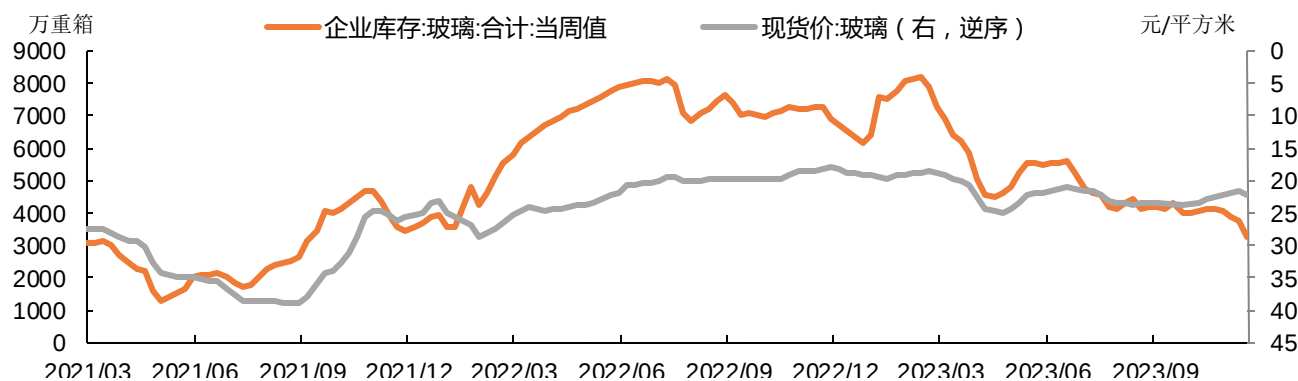


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 浮法玻璃需求回升带动盈利改善、产能扩张

保交付带动玻璃需求回暖，浮法玻璃全年呈现降库涨价。需求端受益中央保交楼推进，根据统计局数据，前10月地产竣工同比增长19.0%。库存端，二三季度玻璃库存持续降低，从年初6379万重箱降至12月8日3288万重箱。浮法玻璃4.8/5mm市场价从年初1623元/吨升至9月中旬2118元/吨，四季度维持2000元左右高位。

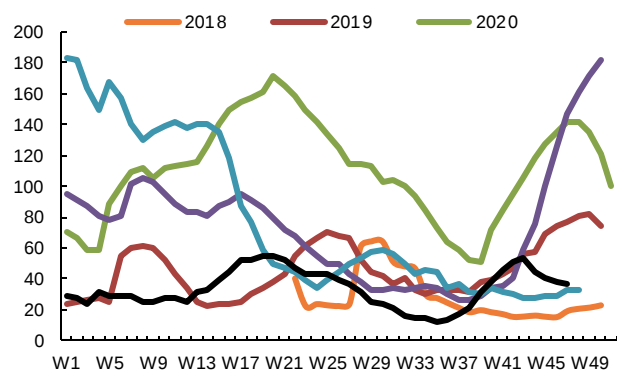
图表42 近期玻璃价格与库存有所企稳



资料来源：同花顺 iFind，平安证券研究所

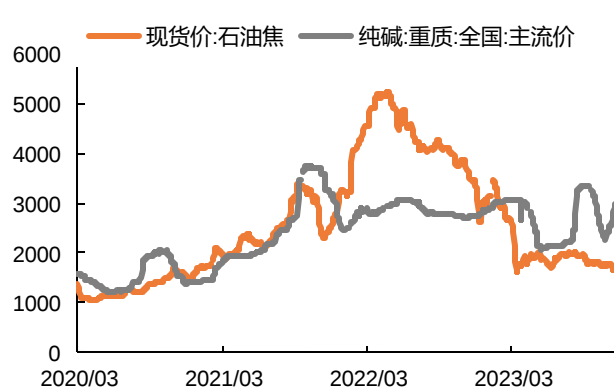
纯碱、燃料成本下行助力玻璃厂家盈利改善。受远兴能源阿拉善天然碱产能下半年开始投产影响，纯碱从年初3000元/吨左右降至6月2000元/吨左右，8月中下旬因投产不及预期、各地环保限产等原因导致价格有所反弹。燃料方面，受益油价回落，1-10月石油焦现货平均价2170元/吨，低于上年同期4300元/吨左右，重油、天然气成本亦呈现下行态势。

图表43 国内纯碱生产企业库存（单位：万吨）



资料来源：Wind，隆众资讯，平安证券研究所

图表44 石油焦价格回落而纯碱有所反复（单位：元/吨）



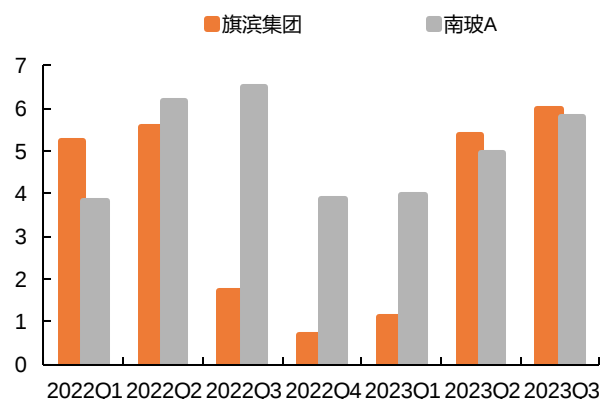
资料来源：同花顺 iFind，生意社，平安证券研究所

图表45 二季度以来玻璃盈利逐步回归至正常水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

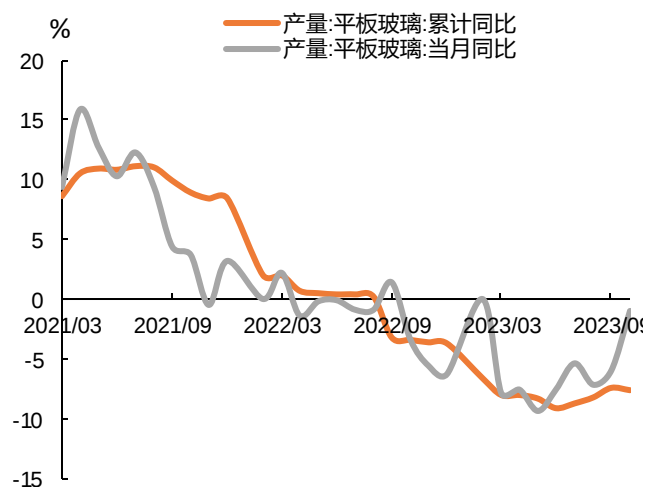
图表46 玻璃企业单季度归母净利润逐步恢复(单位:亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

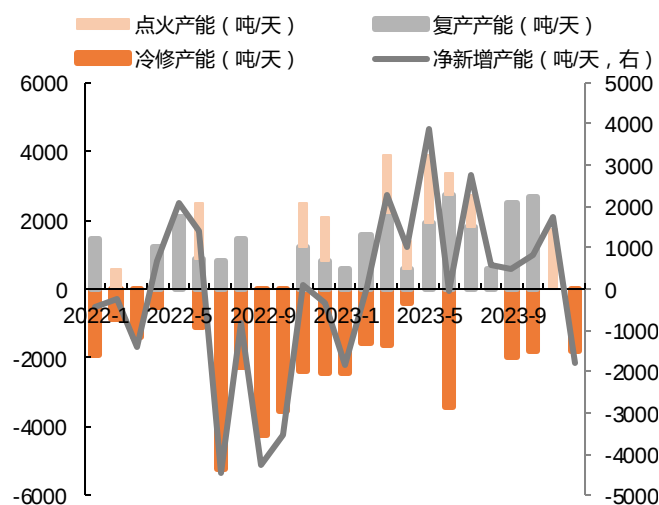
盈利改善带动产能扩张供给端, 日熔量升至历史高位。2022年下半年行业冷修加速、产能收缩, 叠加2023年需求改善、成本回落带动玻璃盈利显著改善, 因此2023年2月以来玻璃点火复产产能持续增加, 目前行业累计新增1.06万吨日熔量至17.3万吨的历史高位。

图表47 1-10月玻璃产量同比降7.6%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表48 浮法玻璃2023年产能同比增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望2024年, 成本端考虑远兴能源天然碱一期三四线项目产能继续落地、下游玻璃需求增长放缓, 判断2024年纯碱成本将进一步回落; 但也要看到, 目前玻璃日熔量回升至历史高位, 在远期需求大幅下滑、盈利悲观预期下, 判断玻璃厂家将充分提高产能利用率、积极把握行业盈利, 因此2024年供给端不容乐观、自发调节难度不小, 潜在复产+新建仍远大于潜在冷修; 同时2024年地产竣工存在一定下行压力, 决定了2024年玻璃供需与盈利改善程度将弱于2023年, 后续仍需观察地产竣工以及销售走势。

四、投资建议

考虑板块估值降至历史低位, 优质公司具备配置价值, 维持建材行业“强于大市”评级。从投资主线看, 一方面关注城中村改造带来的投资机会, 另一方面关注优质建材公司低估值配置价值。其中, 水泥行业盈利阶段性探底, 关注具备低估值、高

股息优势的海螺水泥、华新水泥等；消费建材建议关注具备自身产业逻辑、 α 能力较强的个股，如具备博弈价值的开工端企业、股权激励彰显发展信心的东方雨虹，一体两翼加速布局、石膏板主业稳健的北新建材，同心圆持续推进、零售业务稳健的伟星新材等；浮法玻璃企业尽管供需预期偏弱，但成本下行有望带动盈利有望进一步改善，建议关注旗滨集团。

五、 风险提示

- 1、下游地产、基建表现低于预期：当前居民收入预期与信心偏弱，若后续地产销售、竣工、开工继续明显下行，或是基建投资表现低于预期，将制约水泥、防水等建材需求，加大行业价格竞争与上市公司业绩压力。
- 2、建材产能收缩或行业格局出清低于预期：水泥与玻璃等产能过剩问题仍较严重，若后续水泥行业错峰生产落实不到位、玻璃复产规模继续加大，将加大水泥与玻璃供需矛盾、影响行业盈利；消费建材随着市场需求复苏，中小企业存在卷土重来的可能。
- 3、渠道资源竞争激烈导致拓展进度慢：近年头部消费建材企业积极变革渠道，通过下沉市场与拓展中小经销商提升市场份额，可能存在市场竞争激烈导致经销资源或下沉市场进度不及预期的风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

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

行业投资评级：

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

公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层