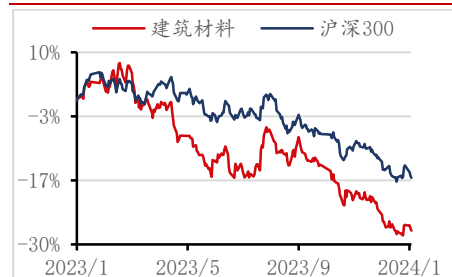


建筑材料

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

聚焦供给新变化和产业新趋势

相对大盘走势



➤ 复盘 2023：行情震荡向下及持仓延续低配，业绩增长动能偏弱

建材板块因业绩分化、整体需求边际向下等因素，23 年板块行情震荡向下，23M1-11 建材指数较沪深 300 超额-9.8%，阶段机会更多博弈政策变化。企业业绩角度，23Q1-3 建材企业业绩整体增长动能偏弱，分化加剧，细分龙头显示业绩增长韧性更优。基金持仓对建材板块延续低配状态，23Q3 末建材行业重仓占比 0.77%，环比+0.13pct，超配比例为-0.27%；重仓前十环比增配前三为海螺水泥、中国巨石、山东药玻。

➤ 行业需求：地产需求筑底，基建投资增速或小幅收敛

地产和基建两方面观察 24 年建材需求景气度：(1) 地产，24 年竣工面积增长或有压力 (vs 23M1-11 竣工面积增速+17.9%)、销售改善动能偏弱且需观察积极政策效果、新开工或持续筑底 (vs 23M1-11 新开工面积增速-21.2%)；我们预计城中村改造推进或持续加速，对地产投资和消费或有小幅拉动。(2) 基建，预计 24 年基建投资延续增长但增幅小幅收敛 (vs 23M1-11 广义基建投资增速 8.0%)，水利等部分细分领域需求或延续较好景气度。

➤ 行业供给：主要细分领域预计延续景气筑底及企业分化

我们预计 24 年建材主要细分板块（消费建材、浮法/光伏玻璃、玻璃纤维、水泥）或延续 23 年持续分化态势，防水材料/塑料管材/涂料等细分领域集中度预计延续较快提升。竣工/光伏电站装机增长动能或边际减弱，浮法/光伏玻璃或延续供需弱平衡格局。玻纤 22H2 年以来景气持续下降 (23M11 末行业库存 84.9 万吨，为历史偏高水平)，24 年或可期待景气拐点。水泥企业单位盈利预计延续底部震荡（目前水煤价差处于近年底部区域）。

➤ 城中村改造等需求或有结构性机会，关注节能材料等新领域成长机会

城中村改造或为稳地产稳经济重要抓手，我们预计推进节奏或持续加速。水利等投资延续高景气（22 年及 23M1-11 水利等固定资产投资增速分别 13.6%/ 5.2%），“国家水网”规划、“万亿国债”等政策支持保持强度，防水/管材等有望受益。“双碳”逐步进入深水区，建筑部门碳减排蕴含重要发展机遇（20 年建筑运行碳排放占全国 21.6%），重视节能材料（如保温绝热材料）、BIPV（如光伏幕墙）、装配式建筑等新兴领域成长机会。

➤ 建议围绕供给新变化和产业新趋势进行标的布局

我们建议重点围绕供给新变化和产业新趋势两个视角进行投资选择，投资选择上建议围绕三方面：(1) 新材料/新应用领域，中硼硅药用玻璃/节能材料/BIPV 等需求持续高景气，建议关注山东药玻、江河集团、鲁阳节能、三维化学等。(2) 地产/基建链条，建议关注企业竞争力突出、渠道/品类等有积极变化的公司，建议关注消费建材龙头及区域水泥龙头。(3) 关注估值有优势/竞争力持续强化/景气度有拐点机会的中国巨石、鸿路钢构等。

风险提示：地产融资政策落地不及预期；地产需求景气改善弱于预期；基建落地进展低于预期；原材料价格大幅波动。

作者

分析师：武慧东
执业证书编号：S0590523080005
邮箱：wuhd@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《建筑材料：住建部年度工作会议对地产/建筑业前景的启示》2023. 12. 25
- 2、《建筑材料：建筑玻璃涨价降库持续性如何？》2023. 12. 19

正文目录

1.	复盘 2023：行情震荡向下，机构持仓延续低配.....	4
1.1	行情回顾：板块缺乏持续行情，阶段机会更多博弈政策变化.....	4
1.2	业绩回顾：整体业绩增长动能偏弱，细分龙头显示更好韧性.....	6
1.3	机构持仓：建材板块重仓占比环比小幅提升、延续低配.....	7
2.	行业需求：地产需求筑底，基建投资增速或小幅收敛.....	10
2.1	地产：需求景气继续筑底，城中村成为新亮点.....	10
2.2	基建：2024 年基建投资预计继续增长，水利等或延续高景气.....	15
3.	行业供给：主要细分领域预计延续景气筑底及企业分化.....	18
3.1	消费建材：集中度提升、渠道变革、品类扩张或孕育新机会.....	18
3.2	玻璃：浮法/光伏玻璃或延续分化，药用玻璃产品结构持续升级.....	24
3.3	玻纤：24 年或有景气向上拐点机会.....	27
3.4	水泥：基本面与估值双底或逐步显现.....	30
3.5	碳减排或驱动节能材料、BIPV、装配式等新兴领域需求较好成长.....	32
4.	投资建议：建议聚焦供给新变化和产业新趋势.....	38
5.	风险提示.....	39

图表目录

图表 1：	2023 年 1-11 月建材板块行情复盘图.....	5
图表 2：	2023 年 1-11 月建材跑输沪深 300 指数 9.75pct.....	5
图表 3：	2023 年 1-11 月建材细分板块均下跌.....	5
图表 4：	2023 年 1-9 月建材板块业绩变动情况.....	6
图表 5：	2023Q3 建材板块业绩变动情况.....	7
图表 6：	建材板块盈利和收现比同比变动情况.....	7
图表 7：	基金重仓各行业占比情况及超配情况（23Q3 末）.....	8
图表 8：	基金重仓建材板块占比及超配情况变化.....	8
图表 9：	基金重仓建筑板块占比及超配情况变化.....	8
图表 10：	建材等板块重要公司机构重仓情况及变化.....	9
图表 11：	23M1-10 房地产开发投资完成额累计同比-16.0%.....	10
图表 12：	23M1-10 中国房屋新开工面积累计同比-23.7%.....	10
图表 13：	23M1-10 全国房屋竣工面积累计同比+18.4%.....	11
图表 14：	23M1-10 全国商品房销售面积累计同比-16.7%.....	11
图表 15：	2010 年以来地产新开工面积与外部融资、销售面积的相关性较高... ..	11
图表 16：	23M1-10 百城成交土地面积累计同比-18.2%.....	11
图表 17：	2023 年 7 月以来地产融资政策持续加码.....	12
图表 18：	2023 年城中村政策梳理.....	13
图表 19：	新建比和拆建比例对城中村对地产开发投资拉动作用的敏感性分析..	14
图表 20：	不同拆除比例假设下，房票安置和货币安置比例对城中村对地产销售拉 动作用的敏感性分析.....	14
图表 21：	23M1-10 全国广义基建投资累计同比+8.3%.....	16
图表 22：	23M1-10 全国狭义基建投资累计同比+5.9%.....	16
图表 23：	23M1-10 累计新增地方政府专项债 3.68 万亿元（单位：万亿元）... ..	16
图表 24：	23M1-10 地方本级政府性基金收入累计同比-16.8%.....	16
图表 25：	23M1-10 水利管理业固定资产投资累计同比+7.1%.....	17
图表 26：	2022 年当年完成水利建设投资 1.09 万亿元.....	17
图表 27：	俄乌冲突加剧，2022Q2 沥青价格大幅上涨.....	19
图表 28：	防水企业营收同比增速.....	19
图表 29：	防水企业归母净利润同比增速.....	19

图表 30:	防水企业毛利率	19
图表 31:	2023Q3 东方雨虹营业收入同比+8.5%	20
图表 32:	2021 年以来东方雨虹毛利率优势持续扩大	20
图表 33:	塑料管材企业营收同比增速	21
图表 34:	塑料管材企业归母净利润同比增速	21
图表 35:	伟星新材净利率显著高于同行其他可比公司	21
图表 36:	中国联塑和伟星新材经营现金流充裕 (亿元)	21
图表 37:	2023 年 1-9 月消费建材公司业绩变动情况	23
图表 38:	2023Q3 消费建材公司业绩变动情况	23
图表 39:	消费建材公司盈利和收现比同比变动情况	24
图表 40:	近期浮法白玻全国均价持续上涨 (5mm, 单位: 元/重量箱)	25
图表 41:	近期浮法玻璃去库加速 (万重量箱)	25
图表 42:	受青海安检影响, 自 2023 年 11 月重质纯碱价格持续上涨	25
图表 43:	浮法玻璃税前毛利位于近 5 年较低区间	25
图表 44:	玻璃需求与地产竣工相关性较强	25
图表 45:	2012-2022 年地产开工到竣工周期约 3 年	25
图表 46:	光伏玻璃价格位于近 5 年同期较低区间 (元/平方米)	26
图表 47:	光伏玻璃库存天数近期持续增加 (天)	26
图表 48:	2023 年 11 月光伏玻璃毛利为 47 元/吨	27
图表 49:	2022 年中国光伏装机量同比+62.3%	27
图表 50:	22 年初以来国内粗纱净需求 (万吨) 变化	28
图表 51:	22 年初以来粗纱当月出货量 (万吨)	28
图表 52:	22 年初以来在产产能变化情况	28
图表 53:	22 年初以来行业库存变化情况	28
图表 54:	2023 年以来新点火/复产/冷修玻纤产线情况	29
图表 55:	近年新能源汽车销量及增速	30
图表 56:	近年风电新增装机容量及增速	30
图表 57:	23M1-10 水泥产量为 16.7 亿吨, 同比下降 4.2%	31
图表 58:	水泥库存位于历史较高位置	31
图表 59:	水泥价格位于近八年较低区间 (元/吨)	31
图表 60:	水泥煤炭价格差位于历史底部区间 (元/吨)	31
图表 61:	在基建托底发力下, 水泥需求降幅低于地产开工降幅	32
图表 62:	近两年错峰力度加强, 水泥开工率位于历史较低位置	32
图表 63:	水泥企业分红比例较高	32
图表 64:	水泥企业 PE (TTM) 中枢有一定被动抬升	32
图表 65:	双碳政策梳理	33
图表 66:	中国二氧化碳排放量占全球比例约 31%	34
图表 67:	2020 年建筑运行占全国碳排放 21.64%	34
图表 68:	2016-2021 年中国建筑保温材料市场规模 CAGR 为 20%	35
图表 69:	国内建筑保温材料 CR10 为 27.5%	35
图表 70:	2012-2022 年国内农民工数量 CAGR 为 1.19%	35
图表 71:	2022 年 50 岁以上农民工数量占比 29.2%	35
图表 72:	2021 年中国新建装配式建筑面积同比+17.8%	36
图表 73:	2021 年钢结构占中国新开工装配式建筑结构的比例约 28.8%	36
图表 74:	钢结构主要应用多高层建筑、展览中心、厂房	37
图表 75:	2022 年中国钢结构产量同比+7.68%	37
图表 76:	受益标的盈利预测与估值 (股价取自 2024/1/2 收盘价)	39

1. 复盘 2023：行情震荡向下，机构持仓延续低配

1.1 行情回顾：板块缺乏持续行情，阶段机会更多博弈政策变化

23 年板块承压，23M1-11 建材指数较沪深 300 超额-9.8%，阶段机会更多博弈政策变化。2023 年 1-11 月，建材板块累计涨跌幅为-19.4%，跑输沪深 300 指数 9.8pct；细分领域来看，2023 年 1-11 月建材子板块均下跌：水泥制造（-11.4%）、玻纤制造（-20.5%）、耐火材料（-24.2%）、玻璃制造（-25.8%）、碳纤维（-40.1%）。复盘 2023 年建材板块整体行情走势，因地产需求景气度较弱、企业业绩预期持续下修等，板块整体呈现震荡回调态势，阶段上涨行情更多博弈政策变化，缺乏扎实基本面支撑，持续性偏弱。主要几轮反弹行情：

(1) 反弹 1（2023 年 1-2 月，持续 8 周，建材指数涨 12.0%，较沪深 300 超额 5.3pct）。阶段催化包括人民银行、银保监会出台首套房贷款利率政策（2023/01/05）、北京举行“一带一路”教育国际交流研讨会等（2023/02/16）。

(2) 反弹 2（2023 年 6 月上旬，持续 2 周，建材指数涨 7.5%，较沪深 300 超额 3.4pct）。建材板块持续较多调整后（原因包括春节后复工复产节奏/强度低于预期，地产销售亦较弱，及总体偏弱的主要公司企业发布 22 年年报及 23 年一季报），23/06 青岛降低非限购区域首付比例，市场对强二线需求政策的预期增，板块短暂反弹。

(3) 反弹 3（2023 年 7 月下旬，持续 1 周，建材指数涨 8.8%，较沪深 300 超额 3.8pct）。国务院常务会议通过《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》（2023/07/21），在 21 个超大特大城市全面启动城中村改造，市场开始逐步预期地产中长期机制变革及城中村改造加速推进。

(4) 反弹 4（2023 年 8 月下旬，持续 1 周，建材指数涨 6.8%，较沪深 300 超额 3.0pct）。三部门推动落实“认房不认贷”政策（2023/08/25），北上广深相继出台实施细则，市场期待聚焦需求侧的积极地产政策对消费者购买/交易新房及二手房的意愿。

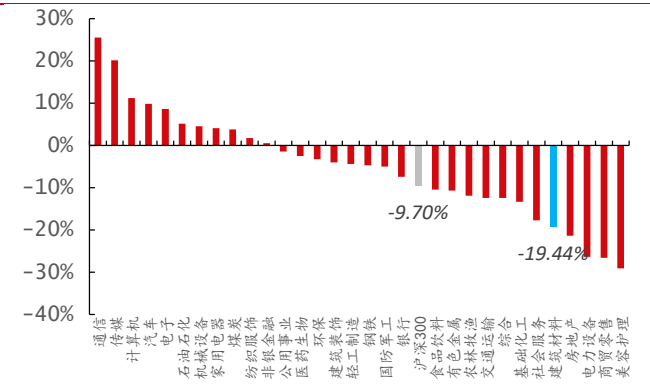
(5) 反弹 5（2023 年 10 月下旬，持续 1 周，建材指数涨 3.5%，较沪深 300 超额 0.4pct）。国务院明确将增发 2023 年万亿国债（2023/10/24），增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，计入财政赤字，国债募集资金主要用于灾后恢复重建。万亿国债有望缓解地方财政压力，或将支撑基建投资持续增长，市场预期相关细分领域基建投资强度有往改善，同时预期地方政府债务压力边际或有所缓解。

图表1: 2023年1-11月建材板块行情复盘图



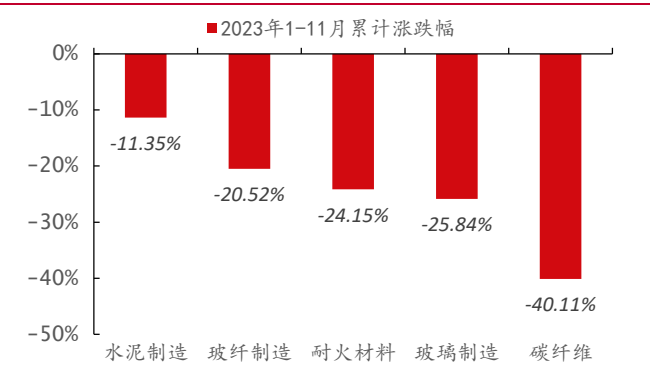
资料来源: Wind、国联证券研究所整理

图表2: 2023年1-11月建材跑输沪深300指数9.75pct



资料来源: Wind、国联证券研究所

图表3: 2023年1-11月建材细分板块均下跌



资料来源: Wind、国联证券研究所

1.2 业绩回顾：整体业绩增长动能偏弱，细分龙头显示更好韧性

(1) 消费建材企业盈利能力修复、经营活动现金流改善是主基调。在保交楼政策、渠道转换和扩品类战略驱动下，龙头企业营收延续改善趋势；与原油相关性较高的原材料价格同比大幅回落，龙头企业盈利能力呈逐季改善趋势；此外，消费建材企业经营活动现金流和收现比均有一定改善。

(2) 浮法玻璃景气度环比改善，光伏玻璃分化加大，药用玻璃中山东药玻一枝独秀。浮法玻璃领域，地产需求景气度处于底部区域，供需总体稍弱，但 23Q3 环比有较好改善，因需求边际改善及成本压力边际减小；光伏玻璃领域，2023 年 1-9 月行业整体呈供需弱平衡局面，收入延续较快增长，盈利能力总体处于偏低水平，其中一线龙头福莱特盈利能力领先优势有所扩大；药用玻璃领域，山东药玻一枝独秀，收入增长保持强度，盈利能力环比继续改善，力诺特玻、正川股份收入均较好增长，但盈利能力承压。

(3) 玻纤和水泥景气度持续筑底，分化有所加大。玻纤领域，受国内宏观经济增长承压以及外需偏弱的影响，玻纤整体需求偏弱，企业业绩承压；水泥领域，虽然 2023 年错峰力度加大，但地产和基建整体需求仍偏弱，水泥涨价的驱动力主要为成本端煤价上涨，从整体来看，水泥基本面仍处于筑底阶段，水泥企业业绩持续承压。整体看，玻璃纤维龙头（中国巨石为代表）、区域水泥龙头（海螺水泥、华新水泥为代表）盈利能力领先优势有所扩大。

图表4：2023年1-9月建材板块业绩变动情况

板块	收入		归母净利润		扣非归母净利润	
	YOY	两年CAGR	YOY	两年CAGR	YOY	两年CAGR
消费建材	4.8%	-0.4%	48.2%	-7.5%	59.7%	-7.4%
防水材料	9.1%	5.5%	29.0%	-15.7%	29.6%	-17.4%
塑料管材	-7.6%	-5.6%	38.1%	0.9%	41.2%	1.2%
涂料	14.8%	0.9%	71.5%	80.5%	107.3%	885.9%
瓷砖卫浴	2.7%	-4.2%	821.2%	-7.2%	-514.2%	-6.1%
石膏板	11.4%	3.5%	17.6%	0.6%	20.2%	0.8%
板材地板	-9.1%	-8.8%	-0.7%	-11.8%	2.2%	-10.3%
五金	6.6%	-2.0%	1410.0%	-47.0%	24355.5%	-49.9%
玻璃	32.2%	23.8%	55.3%	2.8%	65.0%	2.9%
浮法玻璃	15.7%	8.1%	-9.0%	-32.0%	-6.1%	-33.1%
光伏玻璃	39.1%	44.7%	18.5%	-0.1%	30.6%	-0.1%
药用玻璃	20.4%	8.8%	13.2%	-1.5%	10.6%	-5.1%
石英玻璃	194.9%	117.1%	389.2%	214.9%	392.2%	221.9%
玻纤	-5.4%	1.2%	-47.5%	-22.7%	-46.6%	-32.1%
水泥	-3.4%	-10.9%	-45.6%	-46.7%	-48.0%	-42.3%

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

图表5：2023Q3 建材板块业绩变动情况

板块	收入		归母净利润		扣非归母净利润	
	YOY	两年CAGR	YOY	两年CAGR	YOY	两年CAGR
消费建材	4.2%	-3.4%	33.1%	-3.2%	33.3%	-2.3%
防水材料	6.5%	0.5%	48.7%	-12.5%	47.2%	-15.0%
塑料管材	-9.8%	-8.7%	20.1%	2.2%	20.1%	1.3%
涂料	10.1%	-0.2%	17.9%	258.6%	7.3%	由负转正
瓷砖卫浴	-0.9%	-5.3%	79.2%	14.5%	128.2%	27.9%
石膏板	14.4%	-1.3%	21.6%	-1.4%	22.5%	0.0%
板材地板	0.3%	-9.0%	-13.7%	-18.9%	-20.6%	-16.4%
五金	8.3%	-4.4%	56.5%	-33.0%	67.5%	-35.3%
玻璃	41.0%	26.4%	118.2%	18.0%	128.5%	20.2%
浮法玻璃	19.6%	11.0%	54.0%	-20.7%	64.8%	-21.4%
光伏玻璃	56.3%	46.5%	74.4%	26.0%	77.4%	37.3%
药用玻璃	21.4%	5.1%	25.7%	-5.2%	24.3%	-8.3%
石英玻璃	207.5%	124.6%	368.7%	233.7%	374.5%	240.5%
玻纤	4.0%	-5.1%	-54.5%	-41.4%	-55.6%	-50.2%
水泥	-4.2%	-31.4%	-25.1%	-58.6%	-21.8%	-45.2%

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

图表6：建材板块盈利和收现比同比变动情况

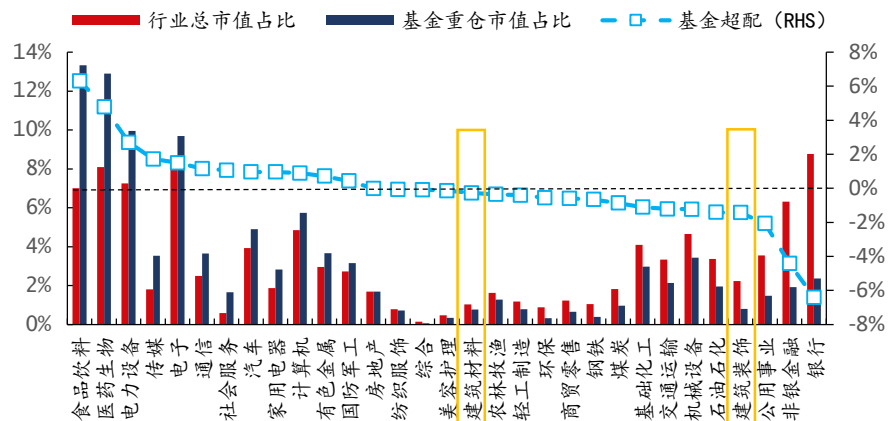
板块	毛利率YOY (pct)		归母净利率YOY (pct)		收现比YOY (pct)	
	2023Q3	2023Q1-3	2023Q3	2023Q1-3	2023Q3	2023Q1-3
消费建材	3.0	2.4	2.1	2.5	0.9	2.5
防水材料	5.0	2.5	2.7	1.2	8.6	7.7
塑料管材	5.4	4.3	3.6	4.1	0.0	0.0
涂料	0.4	2.0	0.4	1.8	5.4	2.3
瓷砖卫浴	2.9	2.5	3.8	6.1	-9.1	-1.9
石膏板	2.8	1.0	0.9	0.9	-2.2	-3.4
板材地板	0.6	2.2	-1.0	0.6	-8.2	3.1
五金	1.0	2.1	1.8	3.0	-6.5	2.9
玻璃	6.6	2.2	5.6	2.1	10.7	1.2
浮法玻璃	2.7	-3.0	2.3	-2.4	1.4	-1.5
光伏玻璃	2.1	-0.6	1.0	-1.5	2.0	6.9
药用玻璃	1.1	-1.8	0.5	-0.9	-2.4	1.0
石英玻璃	23.1	22.9	22.2	24.8	4.2	10.6
玻纤	-5.8	-7.2	-11.5	-11.3	-7.2	-6.3
水泥	0.3	-3.5	-1.1	-3.7	4.2	2.5

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

1.3 机构持仓：建材板块重仓占比环比小幅提升、延续低配

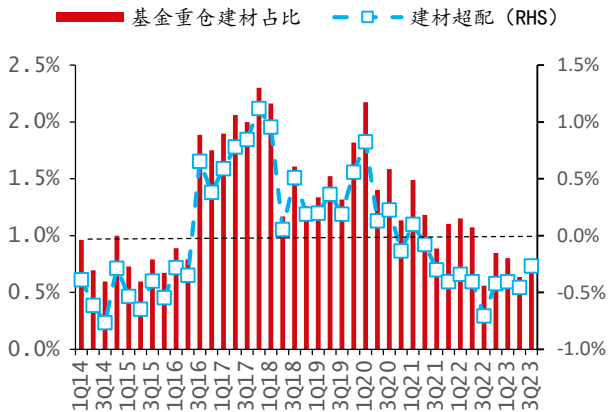
23q3 建材行业重仓比例环比提升，建筑行业重仓比例环比略有下降，两个行业超配比例均环比提升，整体均延续处于低配状态。23q3 末建材、建筑两个行业重仓占比分别为 0.77%、0.80%，环比分别+0.13pct、-0.02pct；建材、建筑两个行业重仓超配比例分别为-0.27%、-1.43%，环比分别+0.19pct、+0.24pct，两个板块低配幅度均有所收敛，但仍延续过去数个季度低配状态。

图表7：基金重仓各行业占比情况及超配情况（23Q3末）



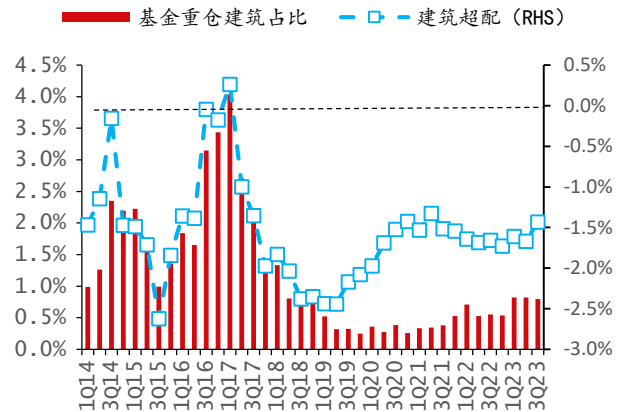
注：数据更新时间截止10/27；统计范围涵盖普通股股票型、偏股混合型、灵活配置及平衡混合四类基金
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表8：基金重仓建材板块占比及超配情况变化



注：统计范围涵盖普通股股票型、偏股混合型、灵活配置及平衡混合四类基金；数据截止10/27
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：基金重仓建筑板块占比及超配情况变化



注：统计范围涵盖普通股股票型、偏股混合型、灵活配置及平衡混合四类基金；数据截止10/27
资料来源：Wind，国联证券研究所

消费建材板块白马继续占据机构重仓规模前列主力，水泥两区域龙头持仓环比增加较多，凯盛科技/江河集团/山东药玻/中国巨石/赛特新材等特色新材料标的持仓环比增幅排名亦靠前。23Q3末建材及新材料板块基金重仓金额TOP20中，有7个消费建材标的，分别为东方雨虹、三棵树、志邦家居、科顺股份、伟星新材、北新建材、坚朗五金，其中东方雨虹、三棵树、志邦家居、北新建材基金持仓环比均有一定提高，北新建材提升幅度最高；科顺股份、伟星新材、坚朗五金基金持仓环比均有减少，其中伟星新材、坚朗五金持仓比例环比下降幅度较大。TOP20中持仓增加较多的还包括凯盛科技（电子玻璃及新材料业务，持仓环比+100%）、江河集团（幕墙工程龙头、光伏幕墙业务增长较快，持仓环比+48.3%）、海螺水泥（水泥制造龙头，持仓环比+46.9%）、山东药玻（药用模制瓶龙头，中硼硅模制瓶产销两旺，持仓环比+38.3%）、中国巨石（玻璃纤维制造龙头，持仓环比+38.2%）、华新水泥（区域水泥制造龙头，持仓环比+37.8%）、赛特新材（VIP板龙头，真空玻璃业务积极推进，持仓环比+32.1%）。

图表10：建材等板块重要公司机构重仓情况及变化

公司代码	公司简称	主要产品	亿元		
			重仓持股市值↓	持股占流通股比	季度持仓变动
002271.SZ	东方雨虹	防水材料	59.5	11.2%	18.1%
600585.SH	海螺水泥	水泥	35.0	3.4%	46.9%
601865.SH	福莱特	光伏玻璃	28.8	6.0%	-12.1%
002541.SZ	鸿路钢构	钢结构	28.4	20.2%	14.0%
603737.SH	三棵树	涂料	13.6	3.8%	6.8%
600176.SH	中国巨石	玻璃纤维	13.1	2.4%	38.2%
603801.SH	志邦家居	家居	11.3	11.3%	12.9%
603300.SH	华铁应急	设备租赁	9.3	8.5%	14.8%
603098.SH	森特股份	bipv工程	6.4	6.3%	1.8%
600529.SH	山东药玻	药用包装	6.4	3.4%	38.3%
300737.SZ	科顺股份	防水材料	6.2	9.3%	-7.4%
002372.SZ	伟星新材	塑料管材	4.8	1.8%	-170.7%
601636.SH	旗滨集团	浮法玻璃	4.8	2.2%	8.0%
600801.SH	华新水泥	水泥	4.7	2.4%	37.8%
000786.SZ	北新建材	石膏板	4.1	0.8%	43.5%
601886.SH	江河集团	bipv工程	4.0	4.6%	48.3%
002791.SZ	坚朗五金	五金	3.8	4.5%	-139.5%
301093.SZ	华兰股份	药用包装	3.5	10.5%	20.1%
688398.SH	赛特新材	纤维制品	3.3	8.9%	32.1%
600552.SH	凯盛科技	电子玻璃等	2.9	2.9%	100.0%

注：数据更新时间截止10/27；统计范围涵盖普通股股票型、偏股混合型、灵活配置及平衡混合四类基金
 资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2. 行业需求：地产需求筑底，基建投资增速或小幅收敛

2.1 地产：需求景气继续筑底，城中村成为新亮点

2.1.1 预计保交楼仍为主基调，地产基本面或持续筑底

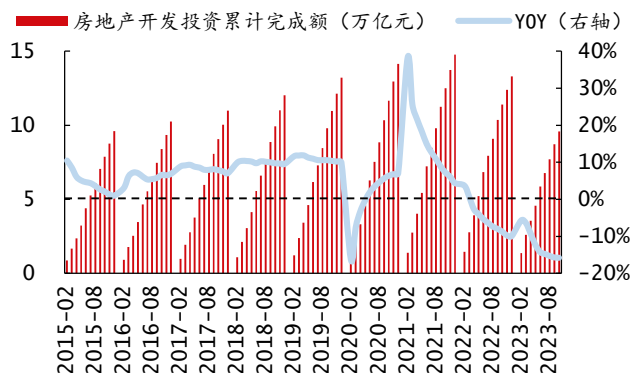
保交楼支撑竣工高增，地产需求景气度较弱。2022/10 以来地产供需两端政策持续加码，但受经济增速趋缓、地产投资属性减弱、融资环境偏紧等因素的影响，地产基本面表现总体较弱，体现在几方面：

(1) 在保交楼政策支撑下，地产竣工延续高增态势，23M1-10 房屋竣工面积为 5.5 亿平方米，累计同比+18.4%，较 23M1-9 -0.7pct，增幅收窄主要原因：2022 年 7 月定调保交楼，2022 年下半年地产竣工逐月修复，基数有所改善。

(2) 地产销售内生动力偏弱，2023 年地方优化政策密集落地，一线城市“认房不认贷”于 2023 年 9 月落地实施，但受地产投资属性减弱、居民收入预期下降等因素的影响，地产销售内生增长动力仍偏弱，23M1-10 全国商品房销售面积为 9.3 亿平方米，累计同比-16.7%，较 23M1-9 -0.3pct，累计降幅持续扩大。

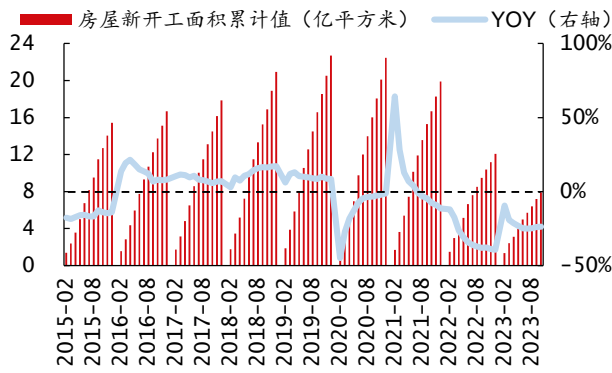
(3) 地产投资开工持续下行，23M1-10 房地产开发资金为 10.7 万亿元，累计同比-14.5%，较 23M1-9 -0.3pct，在融资环境偏紧以及地产销售未显著回暖背景下，房企拿地、新开工意愿较弱，地产投资及新开工持续下行，23M1-10 房地产开工投资完成额为 9.6 万亿元，累计同比-15.8%，较 23M1-9 -0.1pct，房屋新开工面积为 7.9 亿平方米，累计同比-23.7%，较 23M1-9 +0.2pct。

图表11：23M1-10 房地产开发投资完成额累计同比-16.0%



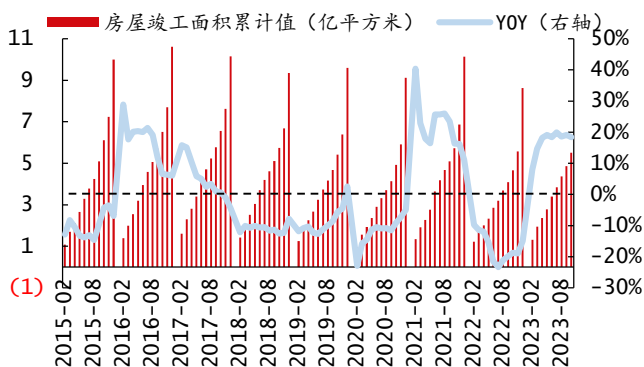
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表12：23M1-10 中国房屋新开工面积累计同比-23.7%



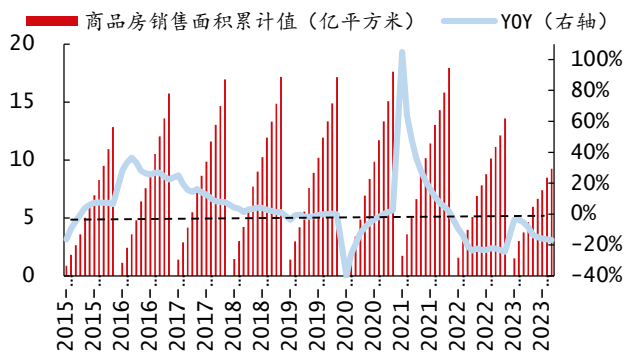
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表13: 23M1-10 全国房屋竣工面积累计同比+18.4%



资料来源: Wind、国联证券研究所

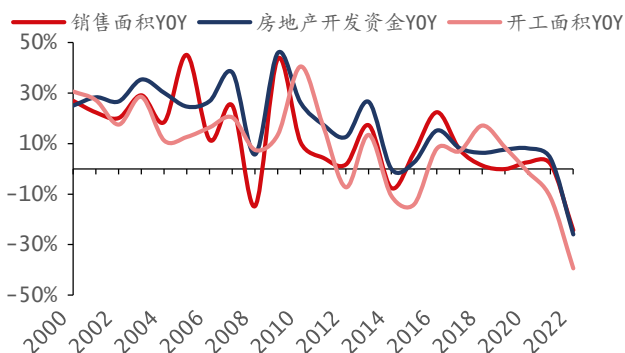
图表14: 23M1-10 全国商品房销售面积累计同比-16.7%



资料来源: Wind、国联证券研究所

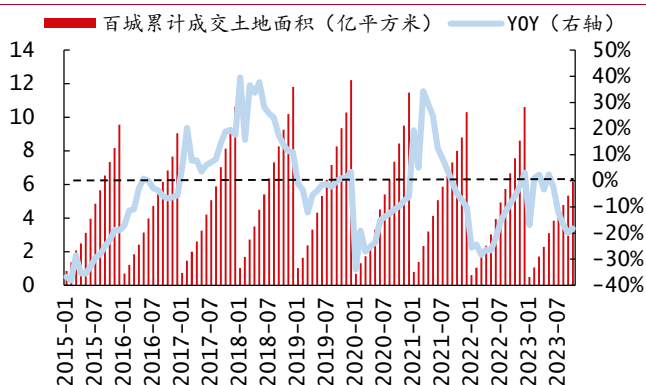
展望 2024 年，保交楼仍为主基调，地产基本面或持续筑底：(1) 保交楼或仍为主基调，预计 2024 年竣工面积或同比小幅下降。在地产销售偏弱的背景下，房企保交楼资金依赖于融资政策；自 2023 年下半年地产融资政策持续加码，2023 年 7 月央行和国家金融监管总局通知延长“金融 16 条”期限至 2024 年末；2023 年 11 月三部门召开金融机构座谈会，提出“三个不低于”以及建立房企白名单，多家银行密集召开房企座谈会，强调“支持房企合理融资，做好保交楼”；目前施工面积位于高位，融资政策持续发力，我们认为保交楼或仍为 2024 年地产主基调，但考虑 2023 年竣工高基数以及拿地开工连续两年大幅下降，预计 2024 年竣工面积或同比小幅下降。(2) 地产销售内生动力偏弱，关注需求潜在改善机会，虽然需求政策密集落地，但受居民收入预期下降、地产信用风险反复、地产投资属性趋弱等因素影响，购房者信心较弱，地产销售内生动力偏弱，关注 24 年需求潜在改善机会。(3) 地产投资开工或持续筑底，在房企经营压力改善预期较弱的背景下，房企拿地、新开工意愿偏弱，我们认为 2024 年地产投资开工或持续筑底，但考虑开工面积已回落至 2008 年同期水平，我们认为 2024 年降幅或将收窄。

图表15: 2010 年以来地产新开工面积与外部融资、销售面积的相关性较高



资料来源: Wind、国联证券研究所

图表16: 23M1-10 百城成交土地面积累计同比-18.2%



资料来源: Wind、国联证券研究所

图表17：2023年7月以来地产融资政策持续加码

序号	颁布机构	时间	政策	内容
1	中国人民银行、国家金融监管总局	2023/7/10	《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	“金融16条”两政策延期： (1) 对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，2024年12月31日前到期的，可以允许超出原规定多展期1年。 (2) 2024年12月31日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。
2	中国人民银行、国家金融监管总局、中国证监会	2023/11/17	金融机构座谈会	提出“三个不低于”：各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。 50家国有和民营房企被列入房地产商白名单
3	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会等八部门	2023年11月	《关于强化金融支持举措 助力民营经济发 展壮大的通知》	民营经济25条，抓好政策落实落地，保持信贷、债券等重点融资渠道稳定，合理满足民营房地产企业金融需求。
4	建设银行、交通银行、浙商银行、工商银行、农业银行	2023年11月	民营企业座谈会	各银行邀请地产头部、区域代表以及各类所有制企业代表进行座谈，银行表示更好支持房地产企业合理融资需求，助力房企穿越周期，做好“保交楼、保民生、保稳定”。

资料来源：中央人民政府官网、国联证券研究所整理

2.1.2 城中村改造或逐步加速，或为稳地产稳经济重要抓手

实施细则加速落地，城中村或为稳地产稳经济重要抓手。国家“十四五”规划提出因地制宜改造城中村，2023年城中村政策落地节奏加快：(1) 2023年4月28日中共中央政治局会议首次提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造；(2) 2023年7月21日国务院出台《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》，纲领性文件奠定城中村主基调；(3) 2023年11月广州市和上海市崇明区相继出台城中村改造条例和实施方案，对区域城中村项目实施对象、资金来源、土地征收方式及补偿措施等进行细化规定。我们认为各地区实施细则有望陆续落地，从中期来看，城中村改造有望拉动地产投资和销售，同时有助于成为构建地产新机制新模式的重要选择，同时结合其产业链较长的特征，对于稳经济或亦有重要意义。

图表18：2023年城中村政策梳理

序号	时间	部门	政策文件/会议名称	内容
1	2023/4/28	中共中央政治局	中共中央政治局会议	首次提出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。
2	2023/7/5	住建部	《关于扎实有序推进城市更新工作的通知》	坚持政府引导、市场运作、公众参与；加大财政支持力度，鼓励金融机构在风险可控、商业可持续前提下，提供合理信贷支持，拓宽城市更新资金渠道。 坚持“留改拆”并举、以保留利用提升为主，鼓励小规模、渐进式有机更新和微改造，防止大拆大建。
3	2023/7/21	国务院	《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》	城中村项目成熟一个推进一个。 坚持城市人民政府负主体责任，多渠道筹措改造资金。 把城中村改造与保障性住房建设结合好。
4	2023/7/24	中共中央政治局	中共中央政治局会议	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。
5	2023/7/28	中共中央政治局、国务院	超大特大城市稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	城中村改造采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。
6	2023年7月	住建部	企业座谈会	鼓励建筑企业和房地产企业积极参与城中村改造项目。
7	2023/8/1	中国人民银行、国家外汇管理局	2023年下半年工作会议	加大对城中村改造的金融支持力度。
8	2023/9/5	自然资源部	《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	探索城中村改造地块除安置房外的住宅用地及其建筑规模按一定比例建设保障性住房。
9	2023/11/12	广州市人大常委会	《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》	对城中村项目资金来源、改造方式、土地征收方式及征收补偿进行细化规定，鼓励按照一定比例配置保障性住房。
10	2023/11/30	上海崇明区人民政府	《上海市崇明区旧住房成套改造实施方案》	改造对象为本区不成套职工住宅及小梁薄板房屋，共3.3万平方米；到2025年底，基本完成小梁薄板房屋改造；到2027年底，全面完成小梁薄板房屋改造；到2032年底，全面完成不成套职工住宅改造。

资料来源：人民政府官网、中国网财经、中国青年网、住建部、新京报、广州市人大常委会官网、上海崇明区人民政府官网、国联证券研究所整理

我们认为城中村对地产投资和销售的拉动作用或远低于棚改。棚改和城中村都能在一定程度上拉动地产投资和销售，但两者存在较大差异：（1）实施对象，棚改针对全国范围，以三四线城市为主；城中村主要针对超大特大城市，以一二线城市为主，范围更小；（2）改造方式，棚改以为拆建为主，目前城中村改造仍受住建部63号文约束，规定“拆除建筑面积占比不超过20%、拆建比不超过2、就近安置率不低于50%”，我们认为城中村新建比例或远低于棚改；（3）补偿方式，棚改以货币化安置为主，城中村或以房票安置为主，房票安置有利于定向去化库存、缓解财政压力。根据上述分析，我们认为城中村对地产投资和销售的拉动作用或远低于棚改。

城中村改造对地产开发投资的拉动效果或优于销售，中性估计城中村改造年均带动建安投资增量约为22年地产开发投资的2.2%。我们对城中村改造对地产投资和销售的拉动作用进行分析：（1）城中村有望为地产开发投资带来2.2%的规模增量。经测算，21个超大特大城市城中村改造面积约8.95亿平方米；假设拆除比例为20%、

新建比为 2、拆除/改建/新建建安投资金额分别为 150/1500/5000 元/平方米，我们预计城中村改造的建安总投资金额为 2,892 亿元；假设城中村项目周期为 10 年，城中村改造每年新增建安投资金额为 289 亿元，约占 2022 年房地产开发投资完成额的 2.2%。(2) 城中村改造对地产销售的拉动作用较弱。假设拆除比例为 20%、房票安置比例为 60%、货币安置比例为 10%，我们预计城中村改造带来的商品房需求为 1.25 亿平方米，假设城中村项目周期为 10 年，城中村改造每年带来的新增商品房需求为 0.13 亿平方米，占 2022 年地产销售的 0.9%，城中村改造对地产销售的拉动作用较弱，主要因为城中村改造以房票补偿为主且拆除比例受 63 号文约束。若后续住建部放宽拆除比例和新建比的约束，城中村改造对地产开发投资和销售的拉动作用将更加明显；从中期来看，城中村改造有望助力地产基本面筑底企稳。

图表 19：新建比和拆除比例对城中村对地产开发投资拉动作用的敏感性分析

新建比 (横向) / 拆除比例 (纵向)	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5
10%	1.09%	1.26%	1.42%	1.59%	1.76%	1.93%	2.10%
20%	1.17%	1.50%	1.84%	2.18%	2.51%	2.85%	3.19%
30%	1.24%	1.75%	2.25%	2.76%	3.26%	3.77%	4.27%
40%	1.32%	1.99%	2.67%	3.34%	4.02%	4.69%	5.36%
50%	1.40%	2.24%	3.08%	3.92%	4.77%	5.61%	6.45%
60%	1.48%	2.49%	3.50%	4.51%	5.52%	6.53%	7.54%

资料来源：国家统计局、Wind、国联证券研究所测算

图表 20：不同拆除比例假设下，房票安置和货币安置比例对城中村对地产销售拉动作用的敏感性分析

拆除比例 20%							
房票安置比例 (横向) / 货币安置比例 (纵向)	20%	30%	40%	50%	60%	70%	
5%	0.33%	0.46%	0.59%	0.73%	0.86%	0.99%	
10%	0.40%	0.53%	0.66%	0.79%	0.92%	1.05%	
15%	0.46%	0.59%	0.73%	0.86%	0.99%	1.12%	
20%	0.53%	0.66%	0.79%	0.92%	1.05%	1.19%	
25%	0.59%	0.73%	0.86%	0.99%	1.12%	1.25%	
30%	0.66%	0.79%	0.92%	1.05%	1.19%	1.32%	
拆除比例 50%							
房票安置比例 (横向) / 货币安置比例 (纵向)	20%	30%	40%	50%	60%	70%	
5%	0.82%	1.15%	1.48%	1.81%	2.14%	2.47%	
10%	0.99%	1.32%	1.65%	1.98%	2.31%	2.64%	
15%	1.15%	1.48%	1.81%	2.14%	2.47%	2.80%	
20%	1.32%	1.65%	1.98%	2.31%	2.64%	2.97%	
25%	1.48%	1.81%	2.14%	2.47%	2.80%	3.13%	
30%	1.65%	1.98%	2.31%	2.64%	2.97%	3.30%	

资料来源：国家统计局、Wind、国联证券研究所测算

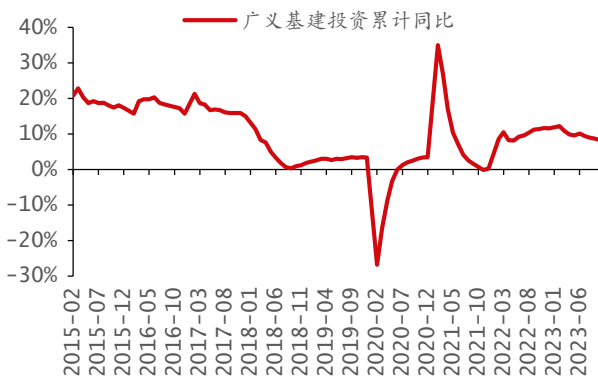
城中村项目推进节奏或将呈现“先慢后快”的特征。目前城中村改造实施的难点主要有两个方面：（1）资金来源，虽然城中村改造资金来源具有多元化特征，但考虑房企经营压力以及地方财政压力较大，短期来看，城中村改造资金或主要来源于专项债、专项借款，政策对城中村融资的支持力度或将进一步加强；（2）项目落地节奏，城中村改造方案较为复杂，土地性质变更、与房企协商、补偿方式的确定等前期工作花费时间较长，从以往经验来看，城中村改造周期约 10 年，考虑到短期项目资金主要来源于专项债、专项借款，我们认为城中村项目推进节奏或将呈现“先慢后快”的特征。

2.2 基建：2024 年基建投资预计继续增长，水利等或延续高景气

积极的财政政策助力基建持续较快增长。23M1-10 广义基建投资累计同比 8.3%，狭义基建投资累计同比+5.9%。基建是逆周期调节的重要工具，财政政策助力基建持续快速增长，地方政府专项债募集资金主要用于基建领域，2023Q1-3 占比约 65%，23M1-10 累计新增地方政府专项债 3.68 万亿元，同比-7.7%，新增专项债规模位于近五年同期较高水平。

基建投资预计保持强度，预计 24 年个位数增幅。23 年我国经济延续弱修复态势，在地产基本面或将延续筑底的背景下，预计 2024 年基建继续扮演稳经济的重要抓手，基建投资规模有望保持较好强度，主要原因：（1）财政加大支持力度，2023 年 10 月 24 日，中央财政拟增发万亿国债，计入财政赤字，有望对 2024 年基建资金形成一定支撑；（2）城中村改造预计贡献一定基建需求增量，《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》提出城中村配套基建资金由市人民政府负责投入，不计入城中村改造成本，城中村加速推进有望贡献一定基建需求增量。另一方面，我们认为 2024 年基建投资增幅或保持较小水平，主要约束方面在于：（1）地方政府财政支出有压力，原因是两方面，a-财政收入压力，尤其是土地出让金收入；b-地方政府的债务约束/监管未观察到明显边际放松；（2）保障性安居工程资金占比或提高，政策支撑保障房和城中村项目加速落地，我们预计保障性安居工程占专项债资金的比例或有所提高，或对基建领域资金来源有一定挤压；（3）近年基建较高的基数，如 22 年/23M1-10 广义基建投资完成额累计同比+11.5%/+8.3%。

图表21: 23M1-10 全国广义基建投资累计同比+8.3%



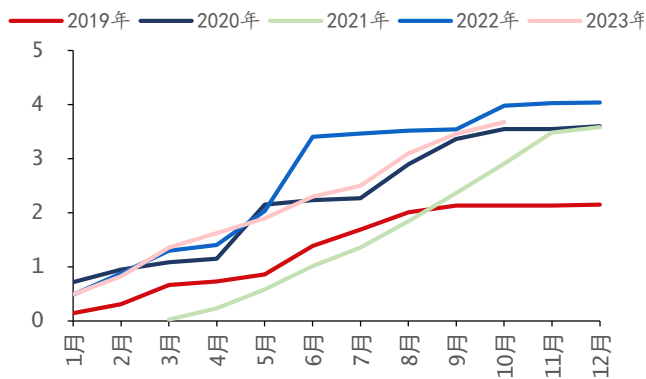
资料来源: Wind、国联证券研究所

图表22: 23M1-10 全国狭义基建投资累计同比+5.9%



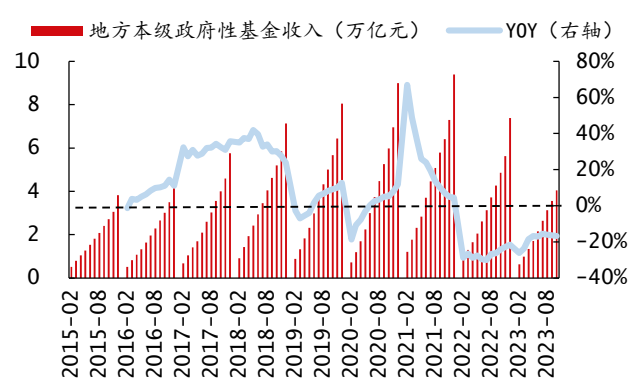
资料来源: Wind、国联证券研究所

图表23: 23M1-10 累计新增地方政府专项债 3.68 万亿元 (单位: 万亿元)



资料来源: Wind、国联证券研究所

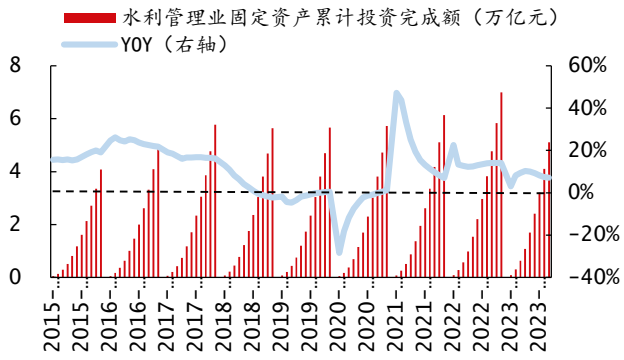
图表24: 23M1-10 地方本级政府性基金收入累计同比-16.8%



资料来源: Wind、国联证券研究所

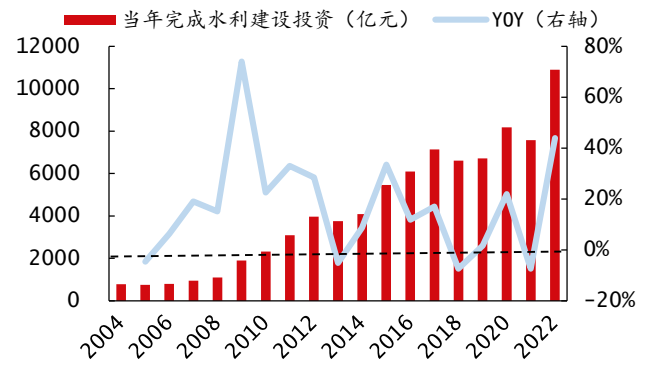
关注基建投资结构性机会如水利基建等，防水、管材等有望受益。2021/12/31水利部出台《关于实施国家水网重大工程的指导意见》，提出“到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程”；2023 年 5 月国务院出台《国家水网建设规划纲要》，提出“到 2035 年，基本形成国家水网总体格局”。政策驱动下国家加速推进水网建设，2022 年完成水利建设投资 1.1 万亿元，同比+44.0%；23M1-10 中国水利管理业固定资产投资完成额为 5.1 万亿元，同比+7.1%。万亿国债募集资金主要用于灾后恢复重建以及提升防灾减灾能力，主要方面包括防洪治理、灌区建设改造、排水防涝、重点水土流失治理等。水利基建投资或为“十四五”基建投资方面景气度持续较高的领域，防水、管材等与水利基建投资相关度较高的建材品种需求或有更好增长机会。

图表25: 23M1-10 水利管理业固定资产投资累计同比+7.1%



资料来源: Wind、国联证券研究所

图表26: 2022年当年完成水利建设投资1.09万亿元



资料来源: Wind、国联证券研究所

3. 行业供给：主要细分领域预计延续景气筑底及企业分化

3.1 消费建材：集中度提升、渠道变革、品类扩张或孕育新机会

3.1.1 防水：行业集中度较快提升，新规落地助力防水市场扩容

防水材料主要分为防水卷材和防水涂料，2022 年国内防水卷材、防水涂料产量占比分别为 70%、26%。相较于竣工端消费建材，防水供需两端均显著承压，市场出清更加显著：

(1) **地产需求较多下降**。防水卷材需求与地产开工相关性较强，地产开工连续三年下行，2021 年、2022 年、23M1-10 房屋开工面积同比-11.4%、-39.4%、-23.7%，相较于竣工端消费建材，近年防水材料需求压力更明显。

(2) **地缘政治冲突加剧成本压力，23 年边际有所缓解**。沥青占防水卷材原材料成本的 28%，沥青价格与原油相关性较高；2021 年原油需求显著修复，呈现供不应求且持续去库，原油价格持续走高，21 年末国内 SBS 改性沥青市场价格为 3,764 元/吨，同比+11%；2022 年上半年俄乌冲突加剧成本压力，22H1 末国内 SBS 改性沥青市场价格为 5,380 元/吨，较 2021 年末上涨 43%；2021-2022 年防水企业毛利率、净利率持续下降，22 年东方雨虹、科顺股份、凯伦股份净利率仅为 6.8%、2.3%、-7.6%，盈利能力明显承压。随着俄乌冲突影响边际减弱，23 年成本压力有所缓解，企业防水业务盈利持续改善，23Q1-3 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份毛利率同比分别+3.2、-0.4、+3.0pct 至 29.1%/21.2%/24.1%。

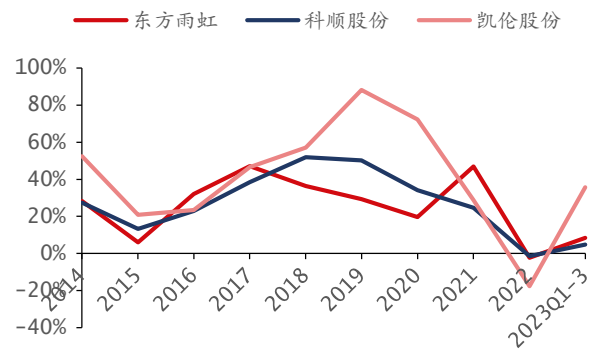
(3) **第一梯队企业份额预计有较多提升**。防水材料企业大致可分为三个梯队：第一梯队，具有规模优势且盈利能力较强，东方雨虹、北新建材、科顺股份为代表企业；第二梯队，卓宝科技、雨中情、宏源防水为代表的区域型防水企业，业务和产品结构相对单一，渠道以地产集采为主，客户集中度较高；第三梯队，小型防水企业，主要与区域房企或工程商合作，现款现货为主要结算方式。相较于其他消费建材品种，防水材料企业渠道结构相对单一，2021 年之前企业基本以地产集采为主，零售渠道占比非常小。在地产开工持续下行以及地产开发商风险持续释放的背景下，第二梯队企业业绩/回款压力呈更大压力，部分企业业务收缩明显，第一梯队企业份额预计有较多提升。

图表27: 俄乌冲突加剧, 2022Q2 沥青价格大幅上涨



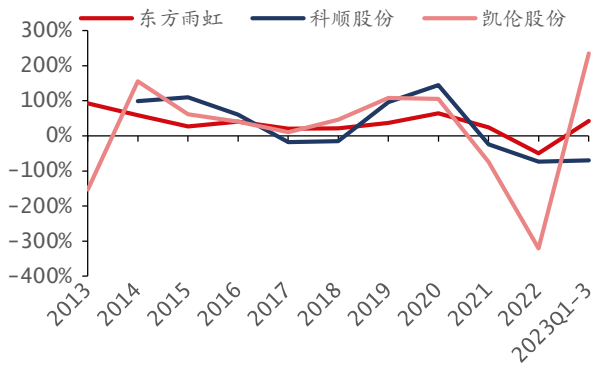
资料来源: Wind、国联证券研究所

图表28: 防水企业营收同比增速



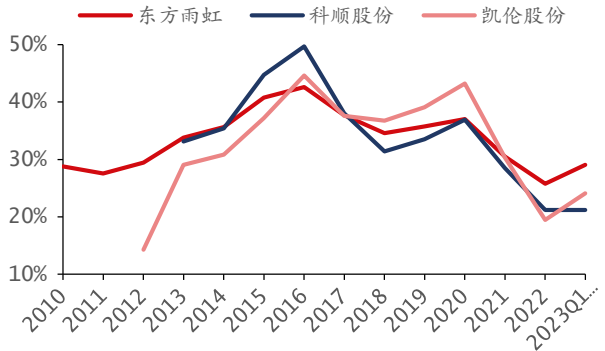
资料来源: Wind、国联证券研究所

图表29: 防水企业归母净利润同比增速



资料来源: Wind、国联证券研究所

图表30: 防水企业毛利率



资料来源: Wind、国联证券研究所

防水新规实施或带动防水市场持续扩容。《建筑与市政工程防水通用规范》(以下简称“防水新规”)于2023年4月1日正式实施。新规主要对应用于地产和建设工程领域的防水材料质量、工程设计与施工设定更高标准,预计防水材料需求有较大扩容,主要体现在两方面:

(1) **拓宽一级防水应用场景**,旧规一级防水建筑占比仅30%-40%,新规对于防水等级重新划分,根据防水协会秘书长估计,国内建筑80%-85%以上满足一级防水要求,一级比二级多一层防水材料,一级应用场景拓宽将提高防水材料使用量。

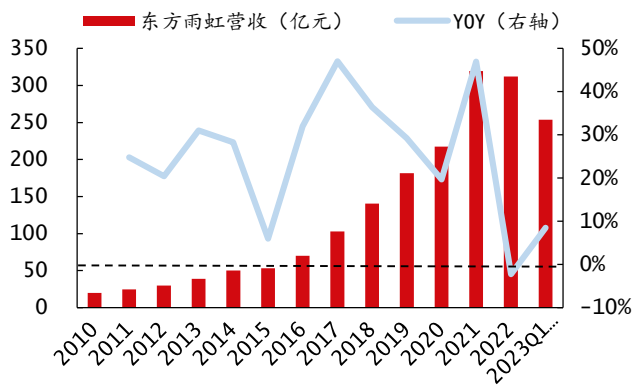
(2) **增加防水层数和道数**,新规对部分工程增加防水层数和道数:1) 地下工程:一级地下工程防水至少多刷一道;2) 屋面工程:平屋面一级、二级防水多刷一道,瓦屋面一级防水多刷一道,金属屋面实现从无到有;3) 室内工程:根据新规,室内工程基本属于一级防水,相较于旧规,至少多刷一道。

新规有望率先应用于基建,短期B端非房渠道或更受益。我们预计新规率先应用于基建领域,主要原因:(1)国家尚未出台实施细则,具体项目的设计和施工仍处于探索阶段,或将进一步拉长地产施工周期,目前房企资金压力较大,在地产销售以及融资环境未显著改善的情况下,防水新规在地产的渗透或将延缓;(2)基建

项目由地方政府主导，率先使用防水新规进行设计与施工，有利于积累经验，进一步推动实施细则的出台。万亿国债为基建资金提供一定支撑，随着新规在基建领域逐步渗透，B端非房渠道或更受益。

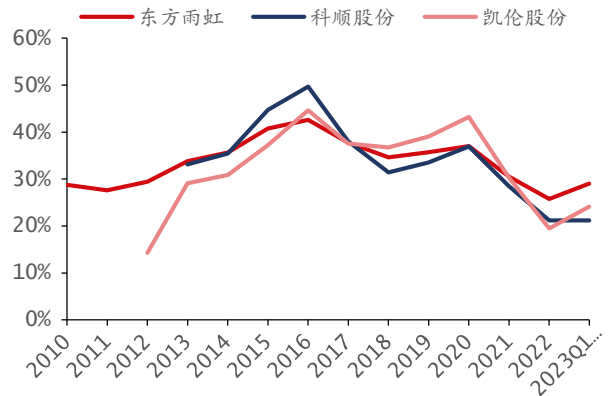
24年预计防水材料需求有望企稳，供给集中度或延续较快提升，盈利修复动能或边际减弱；中期维度关注渠道变革、品类扩张的增量贡献。短期两个视角观察：(1) 从需求端来看，根据客户或渠道划分，防水需求分为地产集采、非房工程、零售领域；地产开工降幅有望收窄，城中村、水利基建、新规在基建领域渗透有望扩大非房工程业务市场规模，整体上我们预计2024年防水需求有望企稳，同时我们预计行业集中度继续较快速度提升。(2) 从盈利端来看，短期沥青价格或延续高位运行，考虑沥青价格自2022Q3开始回落，预计盈利修复弹性将逐季减小。从中期来看，渠道变革和品类扩张预计将成为代表防水材料企业的业绩增长主要来源，如东方雨虹近年加速渠道变革，率先布局C端和小B经销渠道，同时扩大产品品类，借助渠道协同提高客单价，2023H1公司零售业务营收为50.5亿元，同比+32.2%，营收占比约30%，已逐步成为公司业绩增速的核心驱动力。相较于地产集采，非房工程和零售业务毛利率更高且稳定性更优，公司盈利能力中枢有望提高。

图表31：2023Q3 东方雨虹营业收入同比+8.5%



资料来源：Wind、国联证券研究所

图表32：2021年以来东方雨虹毛利率优势持续扩大



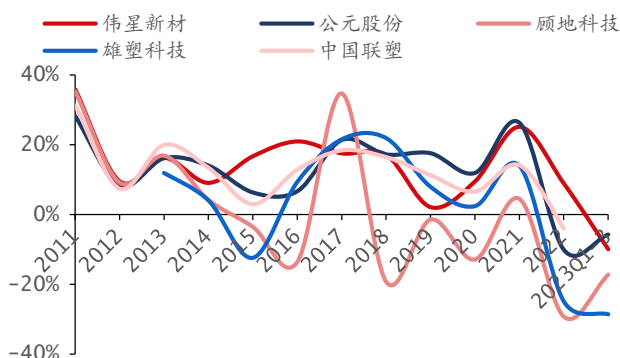
资料来源：Wind、国联证券研究所

3.1.2 塑料管材：工程管材受益需求结构性扩容，零售管材有韧性

零售占比高的伟星新材业绩韧性更优，战略持续升级。相较于以B端业务为主的塑料管材公司，以C端业务为主的伟星新材业绩韧性更优，主要原因：(1) 主营业务稳步拓展，渠道掌控力较强。公司经销渠道稳步拓展，每年新增1,000-2,000家，PPR管材增速韧性较强，2012-2022年PPR管材营收CAGR为16%，同时注重渠道管控，对终端产品销售产品和服务质量以及价格稳定性提供有力保障，品牌影响力显著提升；(2) 防水与管材协同性较强，配套率持续提升。在家装中，防水施工是管材铺设的下一道工序，痛点均为漏水，业务协同性较强，防水配套率持续提升，

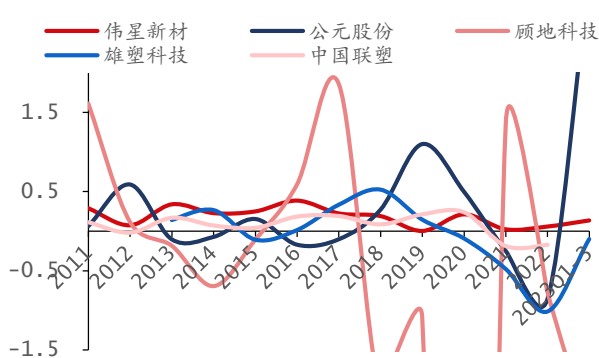
2017-2022 年防水、净水等其他业务营收 CAGR 为 62%，2023H1 营收同比+30%，成为公司业绩增长的亮点；（3）公司盈利能力较强，且盈利稳健性较强。品牌优势和星管家服务提高公司议价能力，PPR 管材毛利率稳定在 50%以上，远高于主要应用于工程端的 PE 管材和 PVC 管材，公司盈利能力显著高于其他 B 端企业，且业绩稳健性更强；（4）坚持风控优先，现金流保持稳健。23Q1-3 公司营收增速承压，主要原因：（1）2022Q4 促销活动；（2）房企和工程公司资金紧张，公司工程业务降幅较大；公司盈利和财务仍表现较强韧性。随着渠道稳步拓展、防水配套率提升、逐步探索“服务+集成系统”模式。

图表33：塑料管材企业营收同比增速



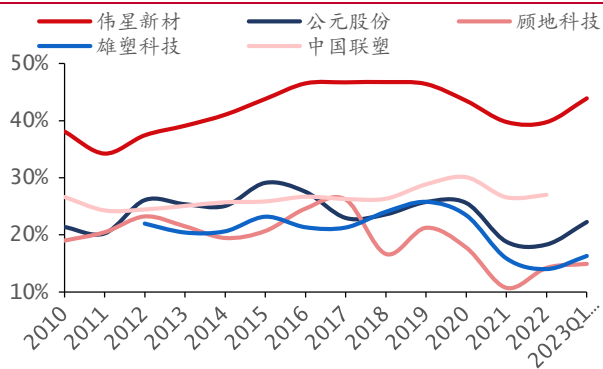
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表34：塑料管材企业归母净利润同比增速



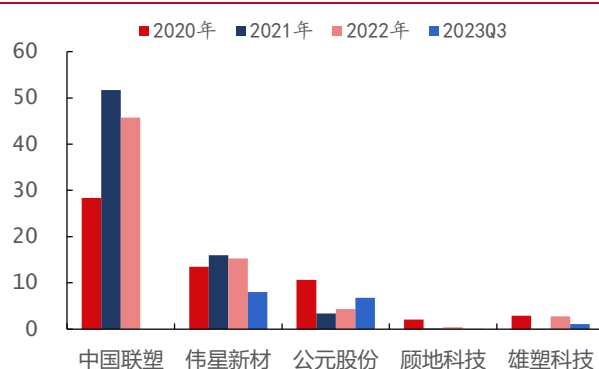
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表35：伟星新材净利率显著高于同行其他可比公司



资料来源：Wind、国联证券研究所

图表36：中国联塑和伟星新材经营现金流充裕（亿元）



资料来源：Wind、国联证券研究所

水利基建+城中村改造或延续较好需求景气度，以工程渠道为主的管材企业有望受益。政策持续加码，水利基建和城中村改造有望助力市政管材需求较好扩容：（1）万亿国债聚焦水利基建，水利投资有望持续快速增长，根据植信投资研究院预测，“十四五”期间，全国计划完成水利投资额 5.2 万亿元，相较于“十三五”增长 57%，假设供水工程占水利投资额的 20%、管材占供水工程投资的 50%、塑料管材占比为 55%，经我们测算，“十四五”期间水利基建将带动塑料管材市场规模约 2,860 亿元，年均 572 亿元。（2）城中村改造，2023 年 7 月住建部出台《关于扎实有序推进城市更新

工作的通知》，强调“加大城市燃气管道等老化更新改造力度”，有望为工程管材带来新的需求增长点。中国联塑、公元股份等以工程渠道为主的管材企业有望受益。

3.1.3 其他消费建材：业绩修复性增长，企业积极求变

涂料、瓷砖、卫浴、石膏板、板材、五金与地产竣工相关性较强。从整体来看，业绩呈现修复性增长，随着成本压力缓解，企业盈利逐季修复。但个股基本面分化较大，其中三棵树、北新建材、东鹏控股、坚朗五金基本面企稳回暖。

渠道变革和品类扩张是三棵树业绩增长的核心驱动力。三棵树进入业绩修复期，23Q1-3 三棵树营收 94.1 亿元，同比+18.4%；归母净利润 5.6 亿元，同比+84.4%。三棵树业绩增长的核心驱动力包括：（1）渠道变革，B 端非房和 C 端是业绩增长的主要来源，三棵树加速拓展小 B 端应用场景，渠道持续下沉，在地产需求较弱情况下，公司工程涂料营收快速增长，23H1 同比+16.6%至 20.6 亿元；三棵树逐步开展一二线市场零售业务，延续增长态势，23H1 家装涂料同比+11.3%至 12.1 亿元。（2）品类扩张，渠道协同性带动基辅材和防水收入高速增长，基辅材及防水 23H1 收入分别同比+51.5%、+32.6%至 10.6 亿元、5.5 亿元。

石膏板业务韧性较强，两翼成为业绩增长新动能。23Q1-3 北新建材营收 170.5 亿元，同比+10.1%；归母净利润 27.6 亿元，同比+17.3%。北新建材打造产品、渠道、品牌核心竞争力，石膏板在国内市占率约 70%，具有较高的议价能力，2016 年以来石膏板毛利率维持在 30%以上，现金流表现优秀，业绩稳健且韧性较强，为拓展新业务奠定良好基础。公司主要通过并购拓展两翼业务，涂料和防水成为公司业绩增长的新动能，23H1 防水卷材/防水涂料/涂料营收分别同比+9.1%/+19.7%/+38.0%至 12.9 亿元/2.8 亿元/2.1 亿元。

五金县城和海外市场放量，盈利持续修复。23 年随着铝锌合金、不锈钢板价格同比大幅下降，公司盈利能力持续修复，23Q1-3 坚朗五金营收 55.5 亿元，同比+2.6%；归母净利润 1.4 亿元，同比+3,186.9%。公司具有产品集成、渠道布局、品牌优势核心竞争力，营收增长有韧性，主要驱动力包括：（1）渠道下沉，五金 SKU 种类较多，坚朗五金产品集成及品牌优势显著，在县城的市占率逐步提升，23Q1-3 县城营收同比+11.0%。（2）新场景拓展；（3）布局海外市场，参考国内仓储式销售经验，坚朗五金在国外设立 13 个备货仓，23Q1-3 海外营收同比+6.7%。

运营改革提升供应链效率，东鹏业绩显著改善。23Q1-3 东鹏控股营收 57.3 亿元，同比+13.4%，营收较好增长主要来源于新增保交楼项目以及共享仓提升供应链效率；归母净利润 6.3 亿元，同比+224.6%，盈利显著改善，主要系成本（煤炭、天然气）同比大幅下降以及运营效率提升。东鹏控股深耕零售，在渠道、产品、运营效率具

有竞争优势，扎实的现金流为保交楼项目承接以及渠道变革提供有力保障。

24年企业业绩分化及集中度提升或仍为主旋律。原油等大宗产品价格中枢回落，驱动主要装修建材原材料价格自2022Q3起逐步回落，短期来看，原材料价格下降动能或有一定减弱，成本改善带来的盈利修复弹性或逐步减弱。展望2024年，地产总体需求或偏弱，企业业绩分化或仍为主旋律，部分细分领域集中度或延续较快提升节奏；另一方面，较好推进渠道变革和品类扩张的消费建材企业成长动能或更优。此外，关注保交楼、城中村、水利政策支持下业绩有望超预期的个股。

图37：2023年1-9月消费建材公司业绩变动情况

板块	收入		归母净利润		扣非归母净利润	
	YOY	两年CAGR	YOY	两年CAGR	YOY	两年CAGR
涂料						
三棵树	18.4%	9.1%	84.4%	194.3%	104.0%	-
亚士创能	2.5%	-19.4%	15.7%	-21.4%	130.3%	4.3%
瓷砖卫浴						
蒙娜丽莎	-3.2%	-4.0%	190.2%	-10.5%	190.5%	-8.3%
东鹏控股	13.3%	-0.1%	224.6%	26.9%	186.6%	41.4%
帝欧家居	-11.9%	-22.8%	83.5%	-	82.0%	-
箭牌家居	0.2%	-3.0%	-32.0%	-5.9%	-	-
志邦家居	11.7%	8.7%	10.9%	7.9%	9.3%	5.8%
石膏板						
北新建材	11.4%	3.5%	17.6%	0.6%	20.2%	0.8%
板材地板						
兔宝宝	-2.4%	-4.7%	17.4%	-6.6%	13.2%	-1.4%
大亚圣象	-15.6%	-14.8%	-24.6%	-28.7%	-11.6%	-29.8%
海象新材	-12.3%	-1.7%	4.1%	34.3%	0.5%	33.0%
五金						
坚朗五金	2.6%	-3.6%	3186.9%	-54.8%	4580.8%	-56.4%
王力安防	20.3%	2.8%	731.1%	-19.8%	3594.9%	-25.4%

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

图38：2023Q3消费建材公司业绩变动情况

板块	收入		归母净利润		扣非归母净利润	
	YOY	两年CAGR	YOY	两年CAGR	YOY	两年CAGR
涂料						
三棵树	13.4%	6.8%	19.1%	-	3.5%	-
亚士创能	-1.7%	-19.0%	11.2%	-23.4%	32.7%	-1.4%
瓷砖卫浴						
蒙娜丽莎	-7.6%	-5.9%	43.1%	11.9%	45.6%	11.5%
东鹏控股	9.8%	-0.2%	224.3%	732.9%	97.3%	-
帝欧家居	-13.2%	-18.9%	96.8%	-	95.7%	-
箭牌家居	-5.8%	-10.0%	-36.9%	-16.5%	-	-
志邦家居	9.9%	7.3%	8.2%	7.1%	2.3%	5.3%
石膏板						
北新建材	14.4%	-1.3%	21.6%	-1.4%	22.5%	0.002%
板材地板						
兔宝宝	15.3%	-0.4%	37.3%	-10.4%	34.2%	5.2%
大亚圣象	-8.7%	-16.7%	7.5%	-10.6%	0.8%	-15.9%
海象新材	-30.0%	-16.2%	-167.8%	-	-163.8%	-
五金						
坚朗五金	1.5%	-5.9%	46.5%	-36.5%	64.0%	-37.0%
王力安防	32.9%	0.2%	93.9%	-18.8%	81.7%	-27.9%

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

图表39：消费建材公司盈利和收现比同比变动情况

板块	毛利率YOY (pct)		归母净利率YOY (pct)		收现比YOY (pct)	
	2023Q3	2023Q1-3	2023Q3	2023Q1-3	2023Q3	2023Q1-3
涂料						
三棵树	1.2	2.4	0.3	2.1	11.4	0.5
亚士创能	-2.8	0.6	0.5	0.4	-18.1	-13.3
瓷砖卫浴						
蒙娜丽莎	5.5	6.2	3.7	15.2	-7.2	-8.1
东鹏控股	2.0	3.4	7.7	7.1	-13.2	1.0
帝欧家居	8.1	6.0	12.7	10.3	-31.3	-14.9
箭牌家居	-3.2	-4.6	-3.1	-2.6	5.1	5.8
志邦家居	3.2	1.6	-0.2	-0.1	-8.4	1.2
石膏板						
北新建材	2.8	1.0	0.9	0.9	-2.2	-3.4
板材地板						
兔宝宝	-0.3	0.7	1.1	1.3	-6.8	2.8
大亚圣象	2.4	2.3	1.2	-0.7	-10.7	3.2
海象新材	2.9	10.4	-24.3	1.7	-4.4	4.8
五金						
坚朗五金	0.9	1.8	1.8	2.5	-4.5	3.7
王力安防	2.1	4.0	1.9	4.3	-13.9	-0.2

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

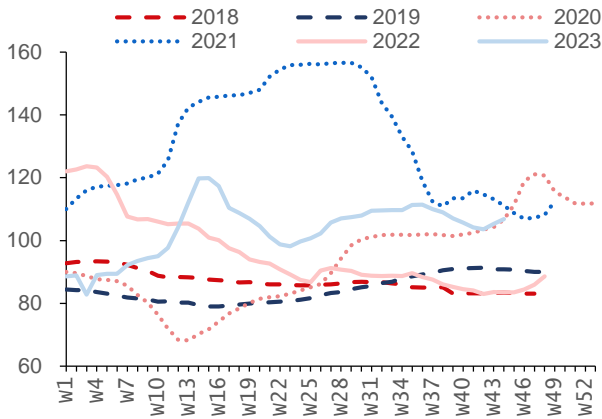
3.2 玻璃：浮法/光伏玻璃或延续分化，药用玻璃产品结构持续升级

3.2.1 浮法玻璃：24年单位盈利或有一定向下压力

23年浮法玻璃维持供需弱平衡，成本承压致盈利阶段性下降。受房企资金承压的影响，地产需求弱复苏，23M1-10浮法玻璃需求量同比+2.8%；自远兴天然碱项目陆续投产，成本压力缓解，浮法玻璃厂商复产意愿增强，23M11末浮法玻璃日容量为17.45万吨/日，相较于5月末增长4.2%。整体来看，行业维持供需弱平衡，厂库较平稳，基本在3,800-4,200万重量箱区间内波动，浮法玻璃价格23M10以来小幅回落；在成本支撑下，浮法玻璃价格位于近十年同期较高区间；近期受青海安检影响，纯碱供应阶段性收紧，浮法玻璃单位盈利阶段性有一定下降。

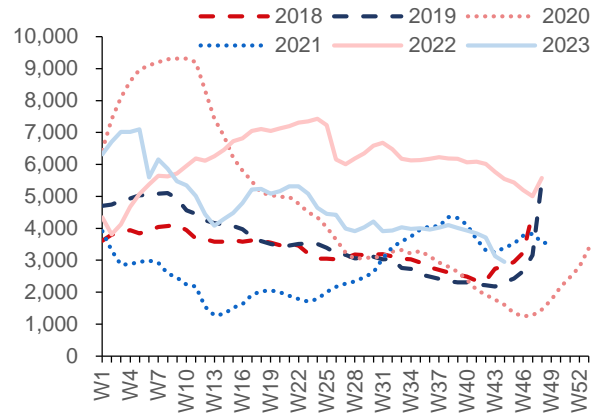
展望2024年，浮法玻璃或延续弱势运行。玻璃需求与地产竣工相关性较强，在地产上行周期（2021年之前），中下游备库去库情绪被放大，玻璃表观需求波动大于地产竣工；在地产下行周期（2022年之后），中下游需求预期较弱，备库相对谨慎，玻璃表观需求波动小于地产竣工。展望2024年，我们认为浮法玻璃或延续弱势运行：（1）需求端，房企高周转模式下，地产“开工-竣工”周期拉长至3年，自2020年地产开工持续下行，而2023M1-11地产竣工面积同比+17.1%，开工/竣工趋势背离的主要原因为保交楼驱动竣工增速回升。截至2023M11末，房屋施工面积为83.1亿平（vs 23M1-11房屋竣工面积为6.5亿平），潜在竣工需求依然较大。近期融资端政策持续加码，保交楼或仍为2024年地产主基调，竣工规模或维持较好强度；另一方面，考虑到20年以来新开工增速持续较多回落，同时地产开发商资金压力依然较大，我们预计2024年竣工面积及玻璃需求同比或小幅下降。（2）供给端，在盈利显著改善的预期下，玻璃生产商复产意愿或增强，我们认为2024年玻璃供给或小幅增加。

图表40: 近期浮法白玻全国均价持续上涨 (5mm, 单位: 元/重量箱)



资料来源: 卓创资讯、国联证券研究所

图表41: 近期浮法玻璃去库加速 (万重量箱)



资料来源: 卓创资讯、国联证券研究所

图表42: 受青海安检影响, 自 2023 年 11 月重质纯碱价格持续上涨



资料来源: Wind、国联证券研究所

图表43: 浮法玻璃税前毛利位于近 5 年较低区间



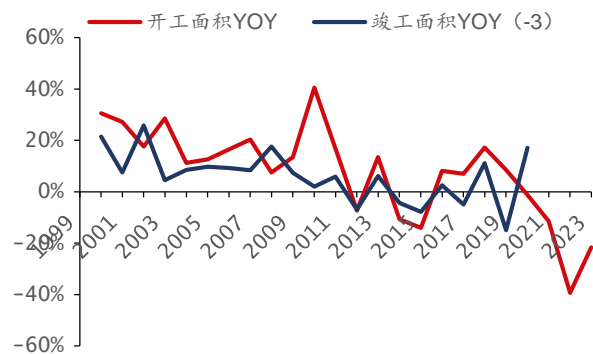
资料来源: 卓创资讯、国联证券研究所

图表44: 玻璃需求与地产竣工相关性较强



资料来源: Wind、国联证券研究所

图表45: 2012-2022 年地产开工到竣工周期约 3 年



资料来源: Wind、国联证券研究所

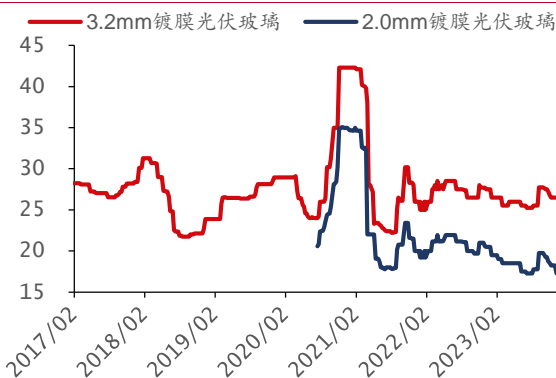
注: 竣工面积 YOY (-3) 是时间滞后三年竣工面积算出的同比增速; 2023 年开工和竣工面积同比增速实际为 2023M1-11 累计竣工面积同比增速

3.2.2 光伏玻璃:24 年供需或延续弱平衡格局

23 年光伏玻璃延续供需弱平衡，盈利处于历史偏底部区域。2021 年 7 月工信部取消光伏玻璃产能置换限制，叠加光伏赛道持续高景气，光伏玻璃进入产能扩张期，截至 23M5 末，光伏玻璃在产产能 8.7 万吨/日，相较于 2021 年末增长 112.6%。光伏玻璃产能扩张速度高于光伏装机需求增速，光伏玻璃库存持续走高，23M1-5 行业整体处于亏损状态；2023 年 5 月出台听证会政策，约束新增产能释放，新投产能规模低于公告规划，截至 23M11 末光伏玻璃在产产能 9.41 万吨/日，较 23M5 末增长 7.2%。目前来看，光伏玻璃市场延续供需弱平衡态势，近期库存环比持续增加（截至 23/12/14，光伏玻璃生产企业库存天数为 23.1 天，周环比/月环比/年同比分别为 +2.9%/+9.5%/+30.0%），价格及单位盈利环比边际有一定压力（截至 23/12/14，光伏玻璃 2mm 镀膜单平价格为 17.3 元，周环比/月环比/年同比分别 0%/-5.5%/-15.9%），盈利处于历史偏底部区域。

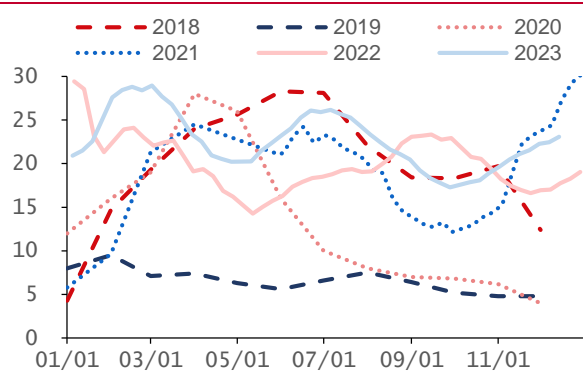
关注新增产能落地节奏及下游装机节奏，供需或延续弱平衡，分化趋势或更为显著。经测算 2023-2025 年光伏玻璃需求量为 2,267、2,930、3,733 万吨，假设光伏玻璃产能利用率为 90%、良率为 85%，对应的光伏玻璃日容量分别 8.12、10.49、13.37 t/d。展望 2024 年，关注 24 年光伏电站等下游装机节奏（23M1-10 国内光伏装机量 143.15GW，同比+147.3%），结合在建产线情况我们预计 24 年光伏玻璃在产产能增幅或达双位数，光伏玻璃供需或延续弱平衡格局，全年光伏玻璃单位盈利或继续底部震荡。福莱特和信义光能位于行业第一梯队，资金实力雄厚且成本优势显著，盈利能力显著高于其他中小企业，行业景气度持续筑底，供给或延续分化，一梯队龙头或持续提升市场份额。

图表46：光伏玻璃价格位于近5年同期较低区间（元/平方米）



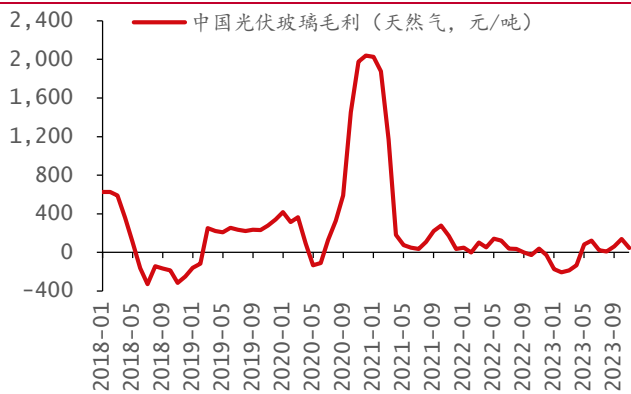
资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

图表47：光伏玻璃库存天数近期持续增加（天）



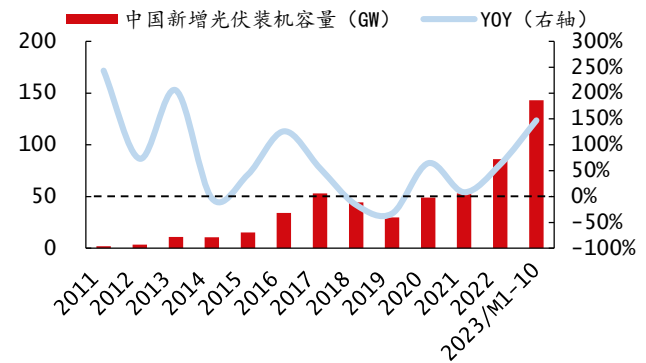
资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

图表48：2023年11月光伏玻璃毛利为47元/吨



资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

图表49：2022年中国光伏装机量同比+62.3%



资料来源：Wind、国联证券研究所

3.2.3 药用玻璃：中硼硅渗透率预计延续较快提升

政策助推药玻结构升级：一致性评价和集采加速中硼硅渗透；关联评审增强客户粘性，下游需求较稳定。短期来看，中硼硅模制瓶赛道优于中硼硅管制瓶赛道，主要原因：(1) 国内拉管良率较低，技术突破尚需时间；(2) 中硼硅模制瓶具有较高的技术壁垒和渠道壁垒，竞争格局更加稳定，龙头具备较强的议价能力，盈利韧性较强。展望2024年中硼硅模制瓶行业：第八批集采已于2023年7月正式落地，注射剂占比超过65%，远高于历年集采，药玻企业有望进入业绩放量阶段；2023年11月第九批集采启动，注射剂占比超过60%，中硼硅模制瓶需求有望进一步扩容。

3.3 玻纤：24年或有景气向上拐点机会

玻纤景气承压的三点原因：阶段新增产能偏多、内需偏疲弱、出口积极贡献少

结合玻纤产量、库存变动及进出口数据，我们构建玻纤国内净需求指标，以观察一段时间以来国内玻纤实际需求情况。2023年1-10月国内玻纤净需求482万吨，同比+4.0%。月度看，2023Q2玻纤单月国内净需求持续下行，2023Q3以来单月国内净需求环比持续改善（2023年10月国内净需求54.9万吨，环比+2.4%）。另一方面，2023年以来玻纤景气度压力持续加大（截止2023/11/24，玻纤粗纱均价3,275元/吨，周环比持平，月环比-2.3%，年同比-25.2%），重点企业库存震荡上行（2023年10月末重点企业库存86.7万吨，月环比-3.8%，年同比+28.8%），继续处于历史高水平位置。

结合几组数据，我们总结最近一段时间玻纤景气承压的原因大致可归纳为：

1) 行业新增产能较多，新增产能主要集中于2022年及2023H1（22年末国内玻纤在产能658万吨，同比+7.7%；2023H1末国内玻纤在产产能692万吨，较22年末+5.2%），但2023H2产能新增态势已较多收敛，且随着部分产能冷修，行业在产产能

近期有一定回落（2023年10月末行业在产产能677万吨，较23H1末-2.2%）。

2) 国内需求偏疲弱，2023Q3以来月度国内玻纤净需求环比持续增加，但增长强度总体偏低（2023Q1/2023Q2/2023Q3及2023年10月平均单月国内玻纤净需求为44.1万吨/48.7万吨/49.5万吨/54.9万吨）。风电有一定阶段积极贡献，汽车及传统工程领域需求边际均有一定压力。

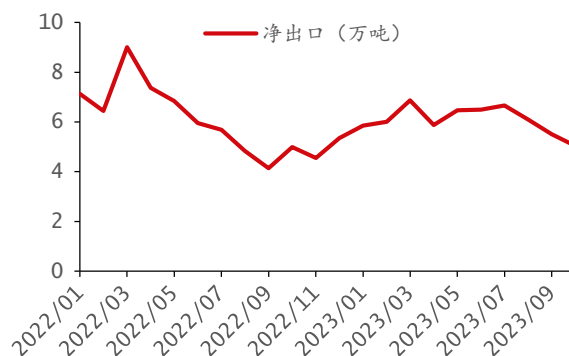
3) 玻纤出口积极贡献偏少。2022H1玻纤粗纱出口强度较前期有较多降低后（2022H1/2022H2玻纤粗纱平均单月出口规模分别为7.1万吨/4.9万吨），23年有一定改善，但整体改善幅度偏小（2023Q1/2023Q2/2023Q3及2023年10月玻纤粗纱平均单月出口规模分别为6.2万吨/6.3万吨/6.1万吨/5.0万吨），或与欧洲经济增长承压及地缘政治冲突边际加剧有关。

图表50：22年初以来国内粗纱净需求（万吨）变化



注：净需求=实际产量-库存增量-净出口；
资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表51：22年初以来粗纱当月出口量（万吨）



资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表52：22年初以来在产产能变化情况



资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表53：22年初以来行业库存变化情况



资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表54：2023年以来新点火/复产/冷修玻纤产线情况

动态	企业名称	基地	生产线	时间	产品	年产能(万吨)
新点火	巨石(九江)	九江	4线	2023年5月30日点火, 6月20日出窑头纱	无碱玻纤粗纱	20
复产	泰山玻纤	邹城	4线	2023年1月30日前后	无碱粗纱(风电)	12
	重庆国际复材	大渡口	F02	2023年3月30日前后	无碱粗纱(TM2)	6
	台嘉成都玻璃纤维	成都	1线	2023年2月底	电子纱	3
冷修	山东九鼎新材	聊城	1线	2023年6月9日停产	无碱玻纤粗纱	7
	邢台金牛	邢台	2线	2023年8月底	无碱粗纱	3
	重庆国际复材	长寿	F10	2023年8月底	无碱粗纱	12
新增产能						19

注：数据更新至2023年10月末
 资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

玻纤国内供需展望：预计2024年供给增长幅度或在个位数水平，预计明显低于现有公告规模，预计需求增长强度或有边际向上修复机会

1) 新增供给展望：公告新增产能规模仍较大，预计实际新增规模明显小于公告水平，预计明年在产产能增长幅度或在个位数水平。据卓创资讯数据，2023年11-12月相对明确的新点火产能预计为30万吨，包括邢台金牛、山东玻纤、内蒙古天皓玻纤分别15、3、12万吨新线，2024年存在点火预期及冷修复产预期的产能分别为108、86万吨左右，潜在新增产能规模仍较大。另一方面，玻纤粗纱景气度现阶段处于行业景气底部区域，我们预计现阶段价格水平对应部分中小企业及老旧产线有较大盈利压力，新产线点火意愿或处于较低水平，未来一段时间新增产能或明显小于目前公告预计数量。此外，现阶段行业盈利状态或亦驱动产业内部分落后产能加速淘汰。综合来看，我们预计明年在产产能增长幅度或在个位数水平。

2) 国内需求展望：预计整体需求增长强度或有边际向上修复机会，其中建筑建材领域需求增长预计保持一定强度，汽车领域需求预计延续较好增长，风电或延续贡献较好增量。玻纤需求与宏观经济表现密切相关，我们对建筑建材、汽车及风电三个重要需求领域进行单独观察。

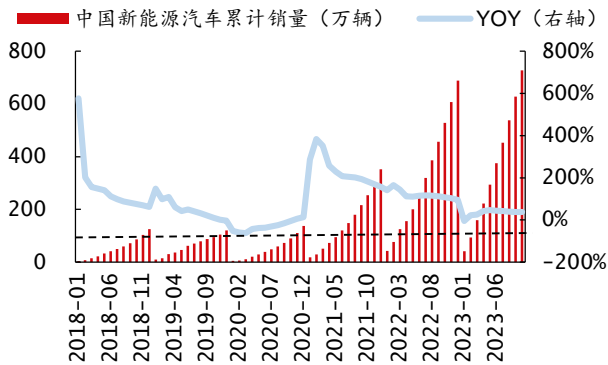
a) 建筑建材领域：基建继续扮演经济增长“定海神针”角色，基建投资预计保持稳健，水利等领域预计有较好结构性增长。2023Q1-Q3建筑业总产值同比+5.8%，预计2023年全年及2024年均保持一定增长强度。

b) 汽车领域：汽车轻量化发展为长期趋势，是节省油耗、降低排放的重要途径。国内新能源汽车延续较快提升节奏，新能源汽车需求延续较好景气水平(2023年1-10月新能源汽车销量728万辆，同比+37.9%)，支撑汽车领域玻璃纤维需求较好增长前景。

c) 风电领域：22年风电招标量高增，同增106.7%至111.9GW，且22年全年装

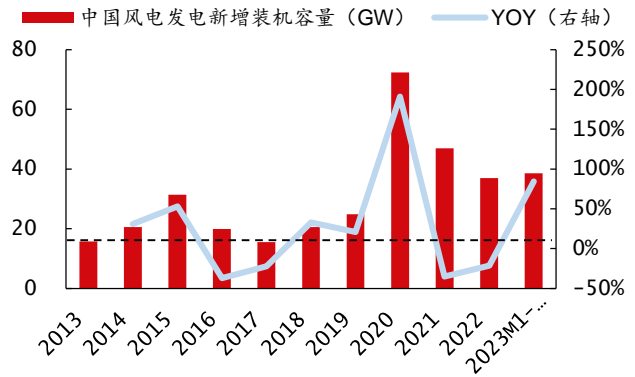
机节奏受疫情影响有所滞后。23 年风电项目装机进入快速增长阶段，2023 年 1-10 月风电新增并网装机 38.6GW，同比+84.4%，我们对 2023Q4 至 2024 年风电需求保持乐观，或延续贡献较好增量。

图表55：近年新能源汽车销量及增速



资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表56：近年风电新增装机容量及增速

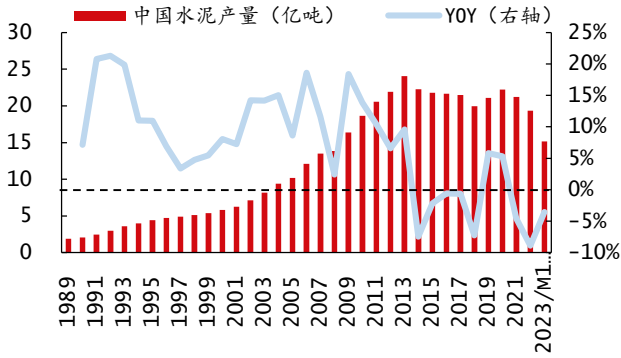


资料来源：国家能源局，国联证券研究所

3.4 水泥：基本面与估值双底或逐步显现

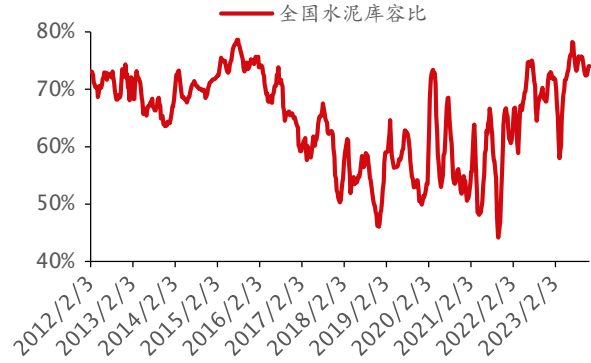
23 年整体呈现供需双弱格局，库存位于历史高位。水泥产业 23 年主要两方面变化：（1）水泥需求弱势运行，23M1-10 水泥产量为 16.86 亿吨，同比下降 4.2%，水泥需求回落至 2010 年同期水平，主要原因：水泥主要应用于地产（35%）、基建（43%）、农业（22%），地产开工连续两年大幅下降，基建虽然托底发力，但受财政压力较大的影响，基建项目落地及施工进度等低于预期。（2）错峰生产力度加大，水泥生产线停产复产成本较低，供给端弹性较大，错峰生产和环保整改是影响水泥供给的关键变量，受地产需求大幅下行的影响，近两年水泥错峰力度加强，供给边际收紧。从整体上来看，23 年错峰效用难以抵消需求较多下降带来的负面影响，水泥行业呈现供需双弱的格局，截至 2023 年 11 月 24 日，水泥库容比为 74.06%，库存位于历史较高水平。

图表57：23M1-10 水泥产量为 16.7 亿吨，同比下降 4.2%



资料来源：Wind、国联证券研究所

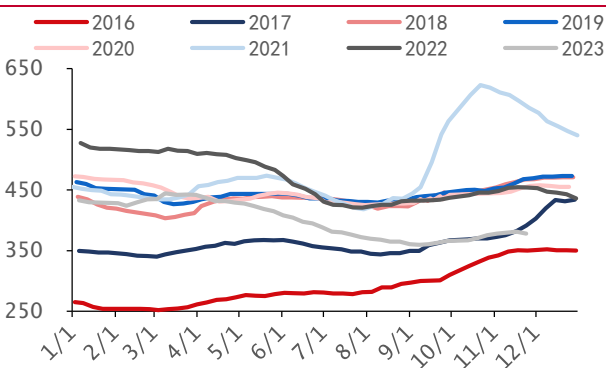
图表58：水泥库存位于历史较高位置



资料来源：数字水泥网、国联证券研究所

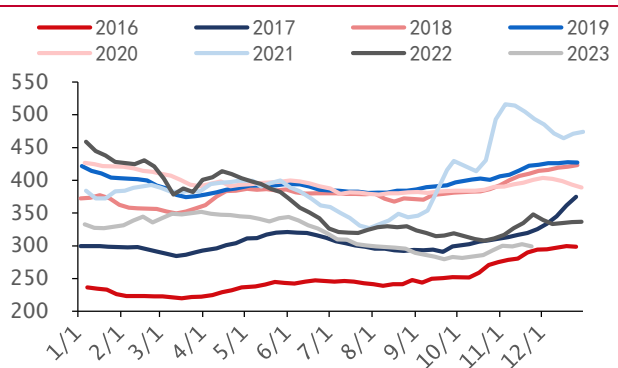
成本支撑下价格企稳，盈利位于历史偏底部区域。水泥整体呈现供需双弱格局，库存持续走高，叠加成本支撑减弱（截至 2023 年 8 月末，秦皇岛港动力末煤 Q5500 平仓价为 841.5 元/吨，相较 2022 年末降低 28%），水泥价格呈现下降趋势，截至 2023 年 8 月末，全国 P.042.5 高标散装水泥价格为 360.8 元/吨，相较于 2022 年末下降 17.2%。自 2023 年 9 月，随着非电煤需求好转以及冬季用煤高峰临近，煤价止跌回升，截至 2023 年 11 月末，秦皇岛港动力末煤 Q5500 平仓价为 930 元/吨；在成本支撑下，水泥价格小幅上涨。从盈利角度来看，自 2022 年水泥企业盈利能力显著下降，相较于 2021 年，2023Q3 水泥上市公司毛利率和净利率下降约 8-14pct，目前水泥煤炭价格差位于历史偏底部区域。

图表59：水泥价格位于近八年较低区间（元/吨）



资料来源：Wind、国联证券研究所

图表60：水泥煤炭价格差位于历史底部区间（元/吨）

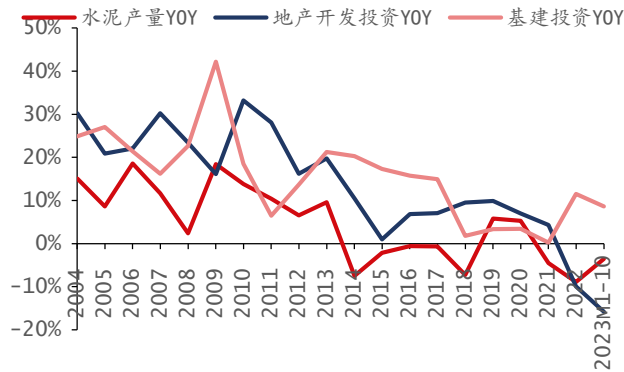


资料来源：数字水泥网、国联证券研究所

展望 2024 年，预计水泥单位盈利延续底部震荡态势。几个角度观察：（1）水泥需求或将同比小幅波动，水泥需求与地产开工、基建投资相关性较高，展望 2024 年，地产开工持续筑底，降幅有望收窄；基建持续托底，万亿国债对 2024 年基建投资形成一定支撑，整体来看，水泥需求或将同比小幅波动。（2）水泥供给压力仍存，虽然近两年错峰生产力度持续加强，但地产开工连续两年大幅下降，且水泥供给弹性

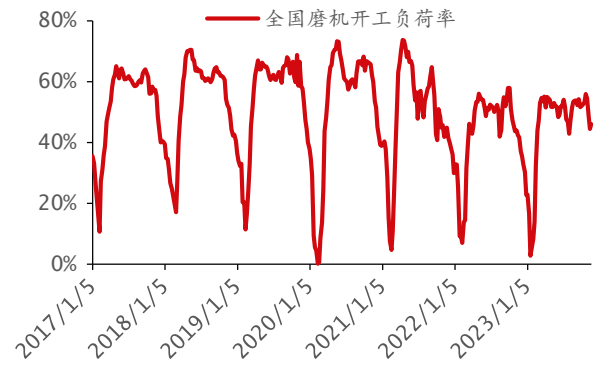
较大，产能置换复活部分僵尸产能，错峰效果边际减弱，水泥供给较多过剩的局面较难扭转。(3) 短期价格较坚挺，预计盈利下行空间有限，冬季耗煤高峰下，短期动力煤价格或较为坚挺，对水泥价格形成一定支撑；目前水泥行业整体处于亏损状态，水泥煤炭价格差位于历史偏底部区域，水泥盈利下行空间或有限。

图表61：在基建托底发力下，水泥需求降幅低于地产开工降幅



资料来源：Wind、国联证券研究所

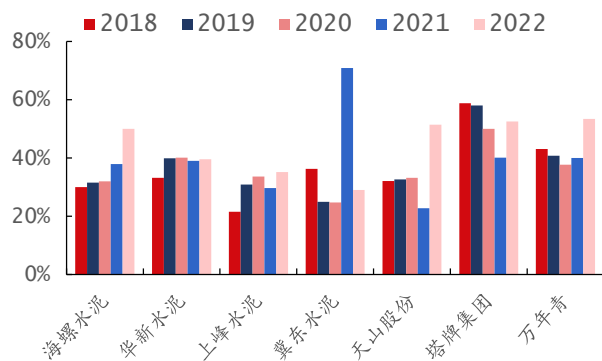
图表62：近两年错峰力度加强，水泥开工率位于历史较低位置



资料来源：卓创数据、国联证券研究所

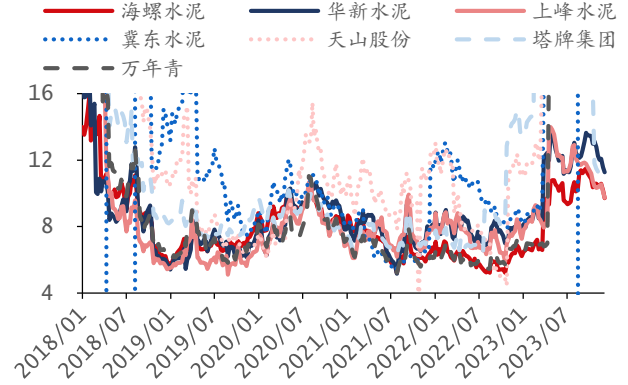
基本面底部+估值底部+高分红，水泥龙头投资价值凸显。在地产承压背景下，水泥上市公司业绩分化显著，龙头企业资金实力雄厚，为业务拓展提供有力支持，同时低成本护城河深厚，业务营收增速和盈利更加稳健。从中期来看，能耗双控或成为行业去产能的催化因素，水泥龙头持续加大环保投入，提前布局节能环保技改，未来能耗管控对龙头经营业绩的影响有望显著弱于中小企业。目前水泥板块基本面和估值均处于底部区间，具有较强的安全边际；且龙头企业资金实力雄厚，分红率较高，投资价值进一步凸显。

图表63：水泥企业分红比例较高



资料来源：Wind、国联证券研究所

图表64：水泥企业 PE (TTM) 中枢有一定被动抬升



资料来源：Wind、国联证券研究所

3.5 碳减排或驱动节能材料、BIPV、装配式等新兴领域需求较好成长

3.5.1 建筑减碳重要性持续凸显，BIPV、节能材料需求高景气

双碳政策体系持续细化。2020年9月我国在第七十五届联合国大会首次提出2030年前实现碳达峰、争取2060年前实现碳中和。2021年建立双碳“1+N”政策体系，明确设定2025年、2030年、2060年三个阶段的碳中和目标：“1”是指《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，属于纲领性文件；“N”是以《2030年前碳达峰行动方案》为首、包括能源、工业、交通运输等各领域碳达峰实施方案。2023年4月工信部、发改委、国家标准委发布《碳达峰碳中和标准体系建设指南》，明确双碳标准体系设立的基本架构，有效推动能源结构优化，加快低碳转型。2023年7月会议落实由能耗双控向碳排放双控转变，由对能耗总量和强度的控制转变为对碳排放总量和强度的控制，打破能耗双控对可再生能源发展的约束。政策层层递进，双碳政策体系逐步完善。

图表65：双碳政策梳理

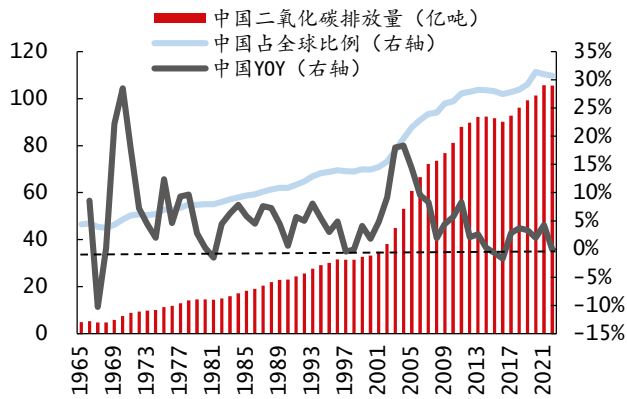
序号	时间	部门	政策/会议	内容
1	2020年9月	中国政府	第七十五届联合国大会	首次提出碳中和，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。
2	2021年9月	国务院	《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	到2025年，绿色低碳循环发展的经济体系初步形成，单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%。 到2030年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降65%以上；非化石能源消费比重达到25%左右，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上。
3	2021年10月	国务院	2030年前碳达峰行动方案	到2060年，绿色低碳循环发展的经济体系和清洁低碳安全高效的能源体系全面建立，非化石能源消费比重达到80%以上。
4	2022年10月	国家发改委等九部门	《建立健全碳达峰碳中和标准计量体系实施方案》	到2025年，碳达峰碳中和标准计量体系基本建立。到2060年，技术水平更加先进、管理效能更加突出、服务能力更加高效、引领国际的碳中和标准计量体系全面建成。
5	2023年4月	国家标准委、国家发改委、工信部	《碳达峰碳中和标准体系建设指南》	碳达峰碳中和标准体系包含基础通用标准、碳减排标准、碳清除标准和市场化机制标准4个一级子体系、15个二级子体系和63个三级子体系，细化了每个二级子体系下标准制修订工作的重点任务
6	2023年7月	-	《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》	从能耗双控逐步转向碳排放双控，要坚持先立后破，完善能耗双控制度，优化完善调控方式，加强碳排放双控基础能力建设，健全碳排放双控各项配套制度。

资料来源：国家发改委、国务院、中央人民政府官网、华夏时报、国家标准委、国联证券研究所整理

间接运行碳排放占比持续增长，建筑节能的重要性日益凸显。自党的十八大以来，中国加速推进低碳节能，二氧化碳排放量增速趋缓，2012-2022年中国二氧化碳排放量CAGR为1.63%，远低于2002-2012CAGR的8.95%。但从全球来看，中国仍为二氧化碳排放量最高的国家，2022年占全球排放量的比例为30.69%。从排放领域来看，2020年建筑与建造占国内碳排放比例为50.90%，其中建材生产占比约28.26%、建筑施工占比约1.00%、建筑运行占比约21.64%，总体来看，建筑运行和建材生产是国内碳

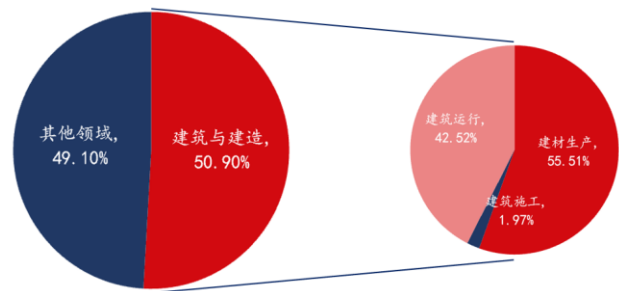
排放的主要来源。建筑运行碳排放包含直接碳排放（建筑运行阶段直接消耗化石能源）和间接碳排放（建筑运行阶段消耗电力、热力等二次能源），间接碳排放占建筑运行阶段的比例由2000年的53.5%提升至2018年72%，建筑节能的重要性日益凸显。

图表66：中国二氧化碳排放量占全球比例约31%



资料来源：Wind、国联证券研究所

图表67：2020年建筑运行占全国碳排放21.64%



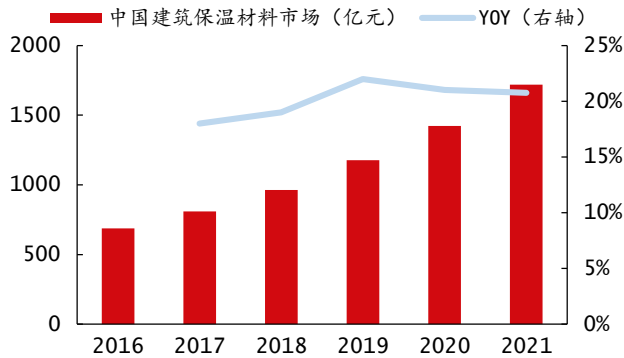
资料来源：中国建筑节能协会、国联证券研究所

双碳助力 BIPV 加速渗透，需求预计延续高景气。光伏建筑一体化（以下简称“BIPV”）主要应用于工商业屋顶，1MW 分布式光伏电站每年可减少碳排放量约 1000 吨，双碳推动 BIPV 快速渗透。2021 年 10 月国务院发布《2030 年前碳达峰行动方案》，指出到 2025 年，新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%；2022 年 3 月住建部发布《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，提出十四五期间至少新增建筑太阳能光伏装机量 50GW，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%。2022 年国内 BIPV 新增装机规模 5.53GW，累计装机规模 9.03GW，BIPV 推进低于政策预期，主要原因：(1) 目前 BIPV 仍处于起步阶段，尚未形成技术标准体系，设计难度较大；(2) BIPV 具有定制化特征，难以形成规模效应，影响项目投资回收期。随着技术突破以及标准体系完善，BIPV 经济性有望逐步显现，行业有望进入快速成长期，根据前瞻产业研究院预测，2027 年 BIPV 市场规模有望达到 813 亿元，需求预计延续高景气。

保温材料市场具备增长动能，亚士在行业具有领先优势。在住宅散失热量中，通过门窗/地面/屋顶/墙体散失的热量占比分别为 25%/15%/25%/35%，建筑外墙保温是建筑节能的重要组成部分。随着建筑行业对外墙保温重视程度不断提升，国内建筑保温材料市场规模持续高增，2016-2021 年 CAGR 为 20%。《建筑节能与可再生能源利用通用规范》自 2022 年 4 月 1 日开始实施，属于强制性工程建设规范，相较于 2016 年旧规，新规要求新建住宅、公共建筑平均设计能耗水平降低 30%、20%，节能标准明显提升。随着建筑能耗标准不断完善，叠加双碳政策推动建筑低碳转型，外墙保温材料市场有望延续高增趋势。目前国内建筑保温材料主要为 EPS 外保温系统和岩棉外保温系统，占比分别为 53%、32%。国内市场集中度较分散，CR10 为 26.32%。亚士创能在建筑保温行业具有领先优势，市占率为 5.32%，2023H1 年公司建筑节能材料

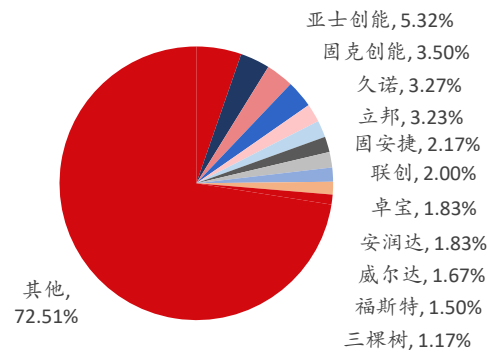
营收 2.93 亿元，同比-3.47%，主要因为公司产品结构升级，主动收缩传统保温材料，毛利率较高的保温装饰板持续高增。公司品牌和渠道优势逐步显现，随着公司涂保防一体化战略推进，市占率有望稳步提升。

图表68：2016-2021 年中国建筑保温材料市场规模 CAGR 为 20%



资料来源：华经情报网、国联证券研究所

图表69：国内建筑保温材料 CR10 为 27.5%

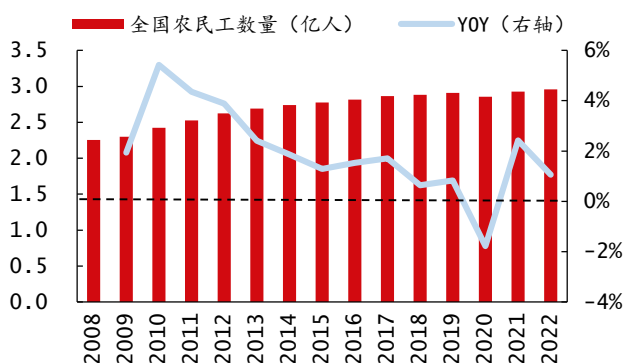


资料来源：华经情报网、国联证券研究所

3.5.2 预计装配式渗透率持续提升

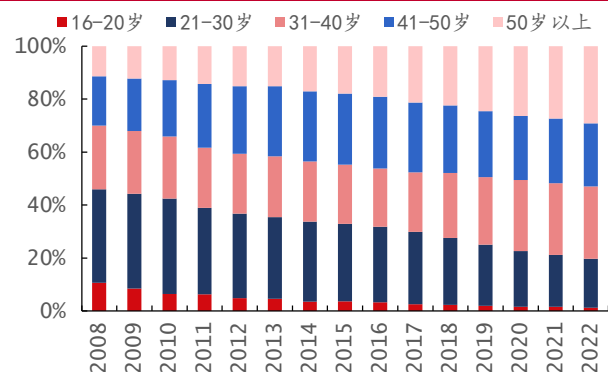
减少用工+节能降耗，装配式建筑有望成为主流趋势。国内建筑施工属于劳动密集型行业，近期多地出台建筑业清退令，即禁止 60 岁以上男性和 50 岁以上女性从事建筑施工，在农民工总量增速趋缓的背景下，国内农民工老龄化现象凸显，2022 年农民工 50 岁以上占比由 2015 年的 17.9% 增长至 2022 年 29.2%。随着清退令持续推进，建筑业用工成本或将大幅上涨。相较于传统建筑施工，装配式建筑用工节约 50%，建设周期至少缩短 40%；同时装配式建筑节能降耗效果显著，建筑面积 150 万平方米住宅，二氧化碳排放量减少 10.4 万吨，契合建筑低碳理念。总体来看，装配式建筑有望成为国内建筑行业的主流趋势。

图表70：2012-2022 年国内农民工数量 CAGR 为 1.19%



资料来源：Wind、国联证券研究所

图表71：2022 年 50 岁以上农民工数量占比 29.2%



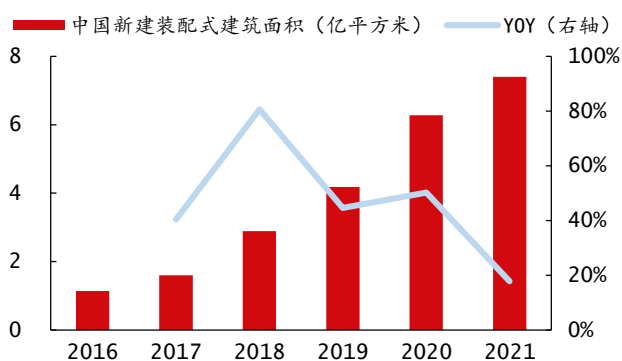
资料来源：Wind、国联证券研究所

政策驱动下装配式渗透率有望超预期。在双碳政策驱动下，国内装配式建筑高

速发展,2016-2020 年新建装配式建筑面积 CAGR 为 53.20%,渗透率由 2016 年的 4.7% 快速增长至 2020 年的 20.50%,超过建筑业十三五目标 15%。2022 年 1 月住建部出台《“十四五”建筑业发展规划》,提出到 2025 年装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 以上;2021 年国内新开工装配式建筑面积为 7.4 亿平方米,同比+17.83%,渗透率达 24.5%,在政策驱动下,装配式建筑渗透率有望超预期。

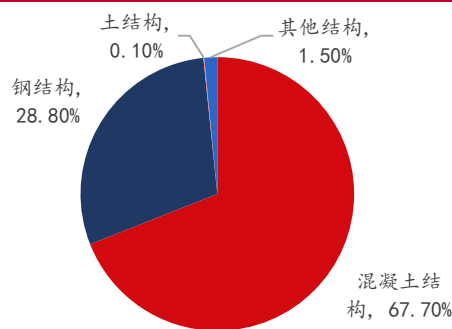
政策持续发力,钢结构有望持续快速增长。根据建筑结构划分,装配式建筑主要分为混凝土结构和钢结构;混凝土结构造价成本较低,主要应用于住宅和水利工程,是国内建筑的主流结构;钢结构具有较强的抗震性和耐久性,主要应用于工业厂房、基建等领域。由于住宅占新开工建筑面积的比例较高,2021 年钢结构占新开工装配式建筑结构的比例约 28.8%,远低于混凝土结构的 67.70%。钢铁属于资本密集型行业,市场出清缓慢,钢结构推广能够有效化解钢铁行业产能过剩矛盾,2022 年中国钢结构产量约 1.04 亿吨,占粗钢产量的 10.31%,远低于海外发达国家(美国 50%,日韩 40%)。2021 年 10 月中国钢结构协会发布《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》,提出到 2025 年底,全国钢结构产量达 1.4 亿吨,占粗钢产量 15%以上,钢结构建筑渗透率达 15%以上;到 2035 年底,钢结构年产量 2 亿吨以上,占粗钢产量 25%以上,钢结构建筑渗透率 40%。根据十四五规划,2022-2025 年钢结构产量 CAGR 约 10.42%,钢结构有望持续快速增长。

图表72: 2021 年中国新建装配式建筑面积同比+17.8%



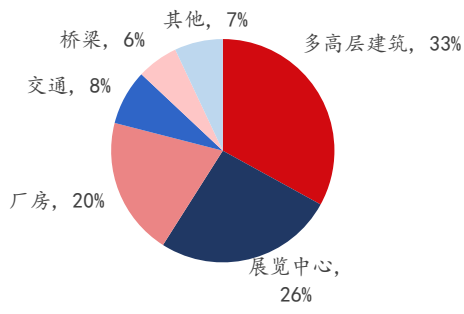
资料来源: 华经情报网、国联证券研究所

图表73: 2021 年钢结构占中国新开工装配式建筑结构的比例约 28.8%



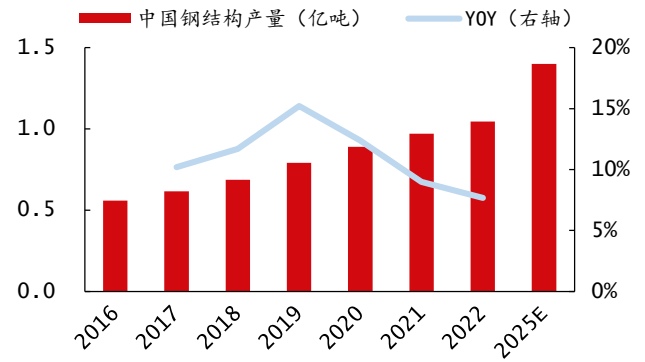
资料来源: 观知海内信息网、国联证券研究所

图表74：钢结构主要应用多高层建筑、展览中心、厂房



资料来源：华经情报网、国联证券研究所

图表75：2022年中国钢结构产量同比+7.68%



资料来源：华经情报网、国联证券研究所

4. 投资建议：建议聚焦供给新变化和产业新趋势

行业视角，我们建议重视城中村改造、水利基建等蕴含的需求结构性机会，同时重视新兴领域。城中村改造或为稳地产稳经济重要抓手，我们预计推进节奏或持续加速。水利等投资延续高景气（22 年及 23M1-11 水利等固定资产投资增速分别 13.6%/ 5.2%），“国家水网”规划、“万亿国债”等政策支持保持强度，防水/管材等有望受益。“双碳”逐步进入深水区，建筑部门碳减排蕴含重要发展机遇（20 年建筑运行碳排放占全国 21.6%），重视节能材料（如保温绝热材料）、BIPV（如光伏幕墙）、装配式建筑（如钢结构）等新兴领域成长机会。

标的视角，我们建议更多围绕供给新变化和产业新趋势两个视角进行投资布局。具体几方面：

（1）新材料/新应用领域，重视“自下而上”有逻辑且新变化持续演绎变化，建议关注山东药玻、江河集团、鲁阳节能、鸿路钢构、三维化学等。

（2）消费建材领域，建议关注两类企业，1）企业竞争力突出、渠道/品类等有积极变化的公司的北新建材、东方雨虹、伟星新材。2）关注保交楼、城中村、水利政策支持下，业绩有望超预期的个股，如东鹏控股、蒙娜丽莎、亚士创能、中国联塑。

（3）水泥领域，建议关注：估值处于历史底部区域、且或受益行业供给格局持续优化的区域水泥龙头海螺水泥、华新水泥等。

（4）玻璃领域，建议关注：1）山东药玻（模制瓶龙头地位稳固，中硼硅模制瓶产销两旺驱动产品结构升级，能源/纯碱等成本优化盈利能力持续改善）；2）光伏玻璃龙头信义光能、福莱特；3）浮法玻璃关注信义玻璃、旗滨集团、南玻 A。

（5）玻纤领域，关注 24 年供需拐点机会，建议关注中国巨石、中材科技。

图表76：受益标的盈利预测与估值（股价取自 2024/1/2 收盘价）

公司名称	收盘价 /元	总市值 /亿元	归母净利润/亿元				P/E				PB (LF)
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
东方雨虹	18.66	470	21.2	34.4	44.0	54.8	22.2	13.7	10.7	8.6	1.62
伟星新材	14.27	227	13.0	14.1	15.6	17.7	17.5	16.1	14.6	12.8	4.32
北新建材	24.70	417	31.4	37.1	43.4	50.3	13.3	11.2	9.6	8.3	1.85
东鹏控股	8.26	97	2.0	8.5	10.3	12.2	48.0	11.4	9.4	8.0	1.26
蒙娜丽莎	13.48	56	-3.8	5.3	6.7	8.1	-14.7	10.5	8.3	6.9	1.68
亚士创能	8.55	37	1.1	1.5	2.5	3.3	34.8	24.4	14.8	11.1	2.07
中国联塑	3.93	122	25.2	29.8	33.4	38.2	4.8	4.1	3.7	3.2	0.48
海螺水泥	22.35	1,105	156.6	126.3	151.1	170.5	7.1	8.7	7.3	6.5	0.64
华新水泥	12.42	212	27.0	28.0	35.4	41.7	7.9	7.6	6.0	5.1	0.91
上峰水泥	8.08	78	9.5	9.7	11.9	13.6	8.3	8.1	6.6	5.8	0.89
山东药玻	25.88	172	6.2	8.2	9.8	11.7	27.8	21.0	17.5	14.7	2.33
江河集团	6.71	76	4.9	6.2	7.6	9.3	15.5	12.4	10.0	8.2	1.11
鲁阳节能	14.15	72	5.8	5.6	6.6	7.8	12.3	12.9	10.9	9.2	2.53
三维化学	6.26	41	2.7	3.3	4.6	5.9	14.8	12.2	8.8	6.8	1.54
中国巨石	9.78	392	66.1	33.9	41.4	52.6	5.9	11.5	9.5	7.4	1.38
鸿路钢构	21.22	146	11.6	13.3	15.8	18.7	12.6	11.0	9.2	7.9	1.69

资料来源：Wind、国联证券研究所整理

注：盈利预测均来自于Wind一致性预期

5. 风险提示

地产融资政策落地不及预期：若房企获得的资金支持弱于预期，房企资金压力未显著缓解，保交楼进展或较慢，对建材需求拉动作用或有限。

地产需求景气改善弱于预期：楼市优化政策持续加码，若居民购房意愿较弱，地产需求景气度改善或弱于预期，地产基本面以及建材需求或持续筑底。

基建落地进展低于预期：若基建实物工作量进展缓慢，对水泥、防水、管材等建材需求拉动作用或有限。

原材料价格大幅波动：若沥青、乳液、动力煤等原材料价格大幅上涨，建材企业盈利或承压。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼