

| 证券研究报告 |

玻纤曙光已现；地产链共盼春来

——非金属建材行业23年报及24Q1季报总结及展望

2024.5.17

中泰证券研究所所长助理/建材&化工首席孙颖博士
执业证书编号：S0740519070002
Email: sunying@zts.com.cn

研究团队：孙颖、韩宇、刘铭政、聂磊

23年房屋施工面积同比-7.36%，地产整体需求显著承压，但其中又呈现一定结构分化，体现在新开工面积同比-20.4%，而竣工面积同比+17%，需求端的结构分化在建材各个细分得到映射，与新开工联系更为紧密的水泥行业23年利润下降约50%，但竣工端品种浮法玻璃价格修复，库存去化，盈利提升。品牌建材板块需求端涉及新开工、施工、竣工等多个端口，23年收入整体承压，虽毛利率受益原材料成本下行而普遍有所修复，但信用减值进一步拖累盈利恢复。玻纤板块量增价跌盈利承压，23年玻纤产量同比+5.2%，但直接纱均价同比-27.3%，龙头企业凭借成本优势和更优产品结构维持较强盈利韧性。药玻板块格局分化，模制瓶企业盈利水平稳中有升，管制瓶企业净利率同比下降4-5pcts，中硼硅升级下模制瓶赛道充分受益。

一、玻纤：拐点已至，行业发展进入新常态

玻纤方面，23年各大玻纤细分应用方向需求增速承压，叠加新建/冷修产线在上半年点火/复产，其产能爬坡后于下半年对市场构成显著增量冲击，行业价格于Q3出现环比显著下行，并持续创下历史新低。23年巨石（粗纱）/泰山玻纤/国际复材/山东玻纤/长海股份吨均价分别同比-31.3%/-21.6%/-12.4%/-29.4%/-14.7%，价格大幅下滑拖累盈利，扣非吨净利分别同比-63.4%/-55.3%/-59.5%/转亏/-53.7%，各企业销量则大多有所上升，分别同比+18%/+17%/+3.4%/+7.2%/-1.3%。24Q1各玻纤企业盈利同比仍有较大压力，中国巨石粗纱吨净利环比下行至200元左右，山东玻纤、国际复材同比转亏。3月末、4月中旬粗纱、电子纱分别开启复价，行业底部夯实，价格恢复望引领季度业绩逐步修复。展望全年，我们预计24年粗纱供给增速约4.5%，电子纱新增供给约-1.0%，需求稳健增长，预计24行业供需有所改善。当前处周期底部，龙头优势明显，PB估值仍低，性价比高。

二、品牌建材：减值拖累盈利表现，C端优势企业韧性较强

需求压力下23年行业收入增速有所承压，C端具备优势或转型更快的龙头企业收入表现更佳，23年东鹏/北新/三棵树/雨虹收入分别同比+12.2%/+11.3%/+10%/+5.2%。23年各企业虽毛利率有所修复，但减值拖累板块盈利表现，我们统计的16家板块企业23年合计信用减值规模达36.6亿，占板块企业合计归母净利润的40.7%。原材料降价幅度收窄的背景下，盈利修复更要看企业自身经营管理、渠道策略和多元化扩展落地情况；C端企业在下游客户信用恶化的环境下，有经销商群体作为信用缓冲，同时自身也保持着严苛的信用风险控制政策，受减值的拖累明显较小。B端市场面临信用风险和需求下滑压力下，各企业普遍积极向经销渠道进行拓展。23年各企业非直销的经销渠道收入占比普遍达到60%以上。

三、玻璃：药玻稳步成长；浮法景气由强转弱；光伏玻璃价格反弹

1) **药用玻璃**：23年至24Q1中硼硅产品升级持续加速，模制瓶赛道格局优异，代表企业山东药玻2023/24Q1归母净利同比+25%/+33%，随原燃料成本下降，盈利弹性可期。管制瓶竞争加剧，代表企业力诺特玻、正川股份2023年归母净利润同比-43%/-38%，24Q1随产品价格及成本企稳，盈利同比有所回升。

2) **浮法玻璃**：23年行业景气回升，企业盈利逐季修复；24Q1需求疲弱，价格走低，但成本下降致使行业盈利尚可，板块归母净利在23Q1低基数上同比+79%。此外，浮法龙头旗滨集团23年光伏玻璃业务毛利率22%，跻身光伏玻璃龙头水平，未来有望凭借光伏玻璃后发优势打开持续成长空间。

3) **光伏玻璃**：23年量增价稳，板块公司营收/归母净利同比+33%/+17%；24Q1原料成本下降，板块公司营收/归母净利同比+6%/+42%。24年需求延续高增、供给增速放缓，光伏玻璃价格低位具备向上弹性；叠加成本下行，盈利修复空间有望打开。

四、水泥和减水剂：盈利磨底，静待修复

1) **水泥**：23年板块营收/扣非净利同比-8%/-56%，系需求弱/价格跌/成本高所致。24Q1因价格和需求同步下滑，板块收入同比-27%，扣非净利同比由盈转亏。2023年上市公司吨盈利水平基本接近15-16年行业的10年最低位水平，海螺水泥毛利率与2008年最低水平基本持平，全国水泥煤价差处于2009年以来15%分位。24年需求韧性+错峰趋严+煤价下行，底部有望夯实。

2) **减水剂**：受需求下滑影响，23年板块营收/归母净利同比-14%/-31%，24Q1减水剂价格持续下行，成本端环氧乙烷均价有所回落，期待需求恢复推动行业盈利修复。

五、安全建材：扩容逻辑不变，静待景气复苏

1) **青鸟消防**：23、24Q1营收分别同比+8%、+10.3%，归母净利分别同比+15.7%、+1.7%。23-24Q1公司报警、疏散等核心业务平稳增长，“五小系统”、工业消防等新产品体系拉高收入增速。公司毛利率与现金流同比持续改善，堪称高质成长的典范。

2) **建筑减隔震**：项目资金压力仍是影响行业核心症结，龙头短期控规模保证经营质量，政策边际向好，静待不利因素消退后扩容逻辑兑现。

3) **铝模板**：行业调整换挡竞争加剧，但龙头志特新材依托多重优势仍维持规模增长，期待行业出清加速格局优化，龙头重回盈利通道。

六、工业涂料：集装箱涂料销量复苏，但盈利仍待修复

麦加芯彩：23、24Q1营收分别同比-17.8%、+31.2%，归母净利分别同比-35.8%、-49.8%。23年集装箱涂料收入同比-38%，24Q1收入已达23年全年的37%，销量复苏引领集装箱涂料收入贡献提升，24Q1集装箱涂料单价仍低于23年全年，期待量增推动价格提升，推动盈利修复。23年风电涂料营收同比+27.3%，占比44.7%，毛利率46.4%（+6.3pcts）。长期看，公司是国内集装箱涂料和风电涂料领域头部供应商之一，且不断向船舶涂料、桥梁和钢结构涂料等新领域拓展，有望成为工业重防腐涂料平台型企业。

七、投资建议和风险提示

- 1) **投资建议：**总体看，当前地产链需求端承受较大压力，玻纤景气已有复苏，拐点已现。缺乏全面的景气度支撑下，选股更应看重行业格局+龙头阿尔法。格局端来看，玻纤、石膏板、防水以及涂料相对更好，特别是当前玻纤行业底部已明，24年供需持续改善，重点推荐【中国巨石】【中材科技】【长海股份】。品牌建材板块当前面临需求端和信用减值的双重压力，但龙头企业盈利依然有强韧性，24年期待减值压力趋缓和渠道转型见效推动龙头业绩有所修复，重点推荐【北新建材】【伟星新材】【东方雨虹】【三棵树】【坚朗五金】。玻璃和水泥行业在需求不济，产能过剩的压力下价格端承压，玻璃核心关注药用、光伏玻璃等需求端较好品种，重点推荐【旗滨集团】【山东药玻】。水泥关注底部龙头成本优势、海外以及新品类业务扩张，并且期待行业格局在当前历史底部盈利下有所优化。重点推荐【海螺水泥】【华新水泥】。
- 2) **风险提示：**需求不及预期；现金流恶化；原材料价格大幅上涨；数据与实际情况偏差；使用的公开资料信息滞后或更新不及时风险。

目录

CONTENTS

- ① 23-24Q1地产仍承压，期待财政政策发力托底需求
- ② 玻纤：拐点已至，行业发展进入新常态
- ③ 品牌建材：减值拖累盈利表现，C端优势企业韧性较强
- ④ 玻璃：药玻稳步成长；浮法景气由强转弱；光伏玻璃价格反弹
- ⑤ 水泥和减水剂：盈利磨底，静待修复
- ⑥ 安全建材：扩容逻辑不变，静待景气复苏
- ⑦ 工业涂料：集装箱涂料销量复苏，但盈利仍待修复
- ⑧ 投资建议和风险提示

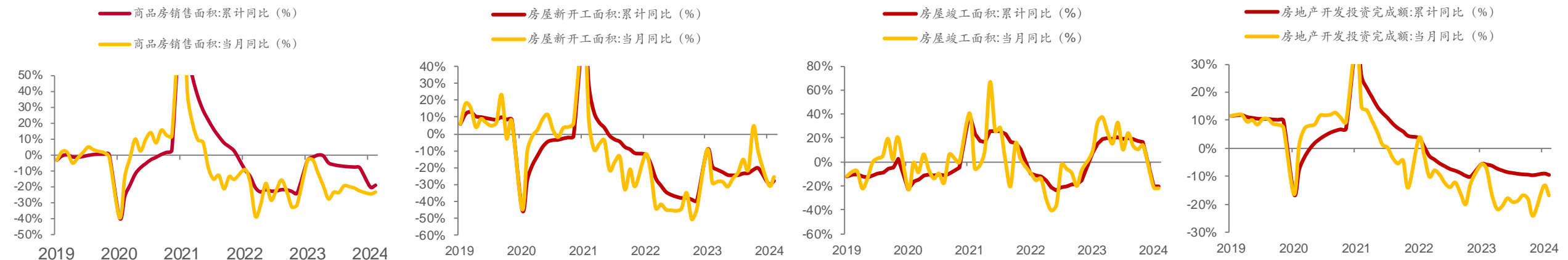


1

23-24Q1 地产仍承压，期待财政政策发力托底需求

- **23年房屋施工面积同比-7.36%，地产整体需求显著承压，但其中又呈现一定结构分化，体现在新开工面积同比-20.4%，销售面积同比-8.5%，而竣工面积同比+17%，增速亮眼。**
- **24Q1地产销售承压，3月环比降幅收窄。**据国家统计局，24年1-3月全国商品房累计销售面积2.3亿平，同比-19%。一方面，上年同期受疫情积压需求集中释放影响，基数较高；另一方面，今年春节假期时间长，也一定程度上影响住房需求入市节奏。春节后在核心城市政策优化带动下，3月商品房销售面积同比降幅略有收窄。整体来看，当前购房者收入及房价预期尚未完全恢复，整体市场仍有调整压力。
- **销售压力下，开工竣工表现双弱。**据国家统计局，24年1-3月新开工面积同比-28%，3月新开工面积同比-26%，在销售前景不明朗、库存去化周期较长的背景下，预计开工调整仍将延续。24年1-3月竣工面积同比-21%，3月竣工面积同比-22%，整体表现仍相对较弱，这主要反映竣工周期逐步见顶，但近年累积应交而未交缺口仍存，在合同约束和政策兜底下，保交付或可提供一定潜在支撑。

图表：商品房销售面积累计/当月同比 图表：房屋新开工面积累计/当月同比 图表：房屋竣工面积累计/当月同比 图表：房地产开发投资额累计/当月同比



■ 预计24年地产销售、新开工和开发投资或仍有较大压力。据中指数据，24年一季度，全国300城住宅用地供求两端延续低温态势，推出和成交面积同比分别下降30.6%、10.6%。整体来看，24年以来核心城市土拍明显回暖，但多数城市土地市场仍面临较大调整压力，全国层面土地市场低迷态势并未改变。中指研究院预测24年在中性情形下，全国商品房销售面积为11.4亿平，同比-4.9%；全国商品房销售额为12万亿元，同比-2.4%；全国房地产开发投资额10.9万亿元，同比-6.1%；全国房屋新开工面积8.3亿平，同比-10%。

图表：2024年一季度各梯队城市住宅用地供求情况

	300城	一线	二线	三四线
推出面积同比	-30.6%	-56.2%	-29.8%	-27.7%
成交面积同比	-10.6%	87.8%	-13.1%	-14.9%
土地出让金同比	10.4%	198.7%	-18.2%	-8.9%
楼面均价同比	23.5%	59.0%	-5.9%	6.9%

图表：2024年全国房地产市场各项指标预测结果

不同情形	商品房销售面积		商品房销售额		房地产开发投资额		房屋新开工面积	
	绝对量 (亿平方米)	同比	绝对量 (万亿元)	同比	绝对量 (万亿元)	同比	绝对量 (亿平方米)	同比
乐观	12.1	1.4%	12.8	4.1%	11.6	-0.3%	9.0	-2.7%
中性	11.4	-4.9%	12.0	-2.4%	10.9	-6.1%	8.3	-10.0%
悲观	10.9	-8.6%	11.6	-6.2%	10.6	-8.3%	8.0	-13.8%

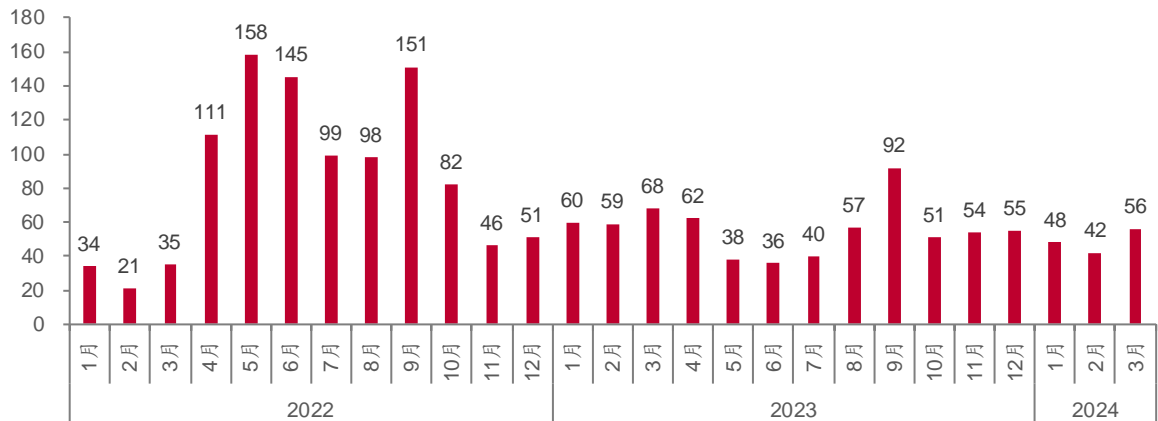
- 24年《政府工作报告》针对房地产的政策整体延续了上年末中央经济工作会议对楼市的定调，重点提及要标本兼治化解房地产风险、加快构建房地产发展新模式、加大保障性住房建设和供给、满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求等方面，明确提出要“优化房地产政策”。4月30日政治局会议提出，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，灵活运用利率和存款准备金率等政策工具等。

图表：2022年以来《政府工作报告》中房地产政策对比

时间	房住不炒	防风险	促需求	稳投资	住房保障	新模式	其他
2024		坚持以高质量发展促进高水平安全，以高水平安全保障高质量发展，标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，维护经济金融大局稳定优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展	满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。	稳步实施城市更新行动，推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造	加大保障性住房建设和供给	适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。	完善“人地钱”挂钩政策完善商品房相关基础性制度
2023	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位	房地产市场风险隐患较多有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展	支持刚性和改善性住房需求因城施策促进房地产市场健康发展	解决好新市民、青年人等住房问题，加快推进老旧小区和危旧房改造	加强住房保障体系建设扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设		建立实施房地产长效机制稳地价、稳房价、稳预期
2022	继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位	支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展			坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设	探索新的发展模式	探索新的发展模式

■ 2024年一季度全国有近90省市（县）出台政策超100条。春节前，一线城市接连放松限购政策，3月底北京进一步优化了执行3年的离婚限购政策，上海、深圳对70/90政策进行优化，信号意义明显，预计2024年政策环境将保持宽松，且有望持续加力。今年以来，二三线城市继续从取消限购、完善二套房认定标准、优化公积金贷款政策、优化限售、发放购房补贴等方面促进住房需求释放，1月底苏州全面取消限购，3月14日，杭州取消了二手房限购政策，进一步提振市场信心。

图表：2022年以来各地因城施策频次



图表：2024年以来主要政策类型出台频次对比

月份	优化限购	优化限贷	优化限售	调整公积金	优化限价	购房补贴	优化预售资金监管	引才及落户	落户
1月	8	6	3	19	0	21	1	4	48
2月	2	3	1	16	2	16	1	3	42
3月	4	2	0	29	0	10	1	2	56

图表：2024年一季度部分省市放松四限政策主要举措

关键政策	具体内容
优化限购	<ul style="list-style-type: none"> →广州（1.27）：在限购区域范围内，购买建筑面积120平方米以上住房不限购。居民家庭将自有住房用作租赁住房，或在存量房交易系统挂牌计划出售的，购房时相应核减家庭住房套数。 →苏州（1.30）：据市场消息，苏州全面放开限购。 →上海（1.30）：在本市连续缴纳社会保险或个人所得税已满5年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购1套住房（含新建商品住房和二手住房）。 →北京通州区（2.6）：京籍家庭购通州区住房不再需要3年以上通州户籍或近3年在通州缴纳社保/个税（仍需要通州户籍或通州劳动关系），非京籍家庭购房不再需要3年社保/个税要求。 →深圳（2.7）：本市户籍居民家庭（含部分家庭成员为本市户籍居民的家庭）购房取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求。非本市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）提供购房之日前3年（原为5年）在本市连续缴纳个税或社保证明的，限购1套住房。 →杭州（3.14）：在本市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格。 →北京（3.27）：离婚后购房不再受离婚年限限制。
优化限贷	<ul style="list-style-type: none"> →南京（2.29）：放开第三套房贷款，名下无贷款按首套政策，仅一套贷款未结清按二套政策。 →苏州（2.29）：放开第三套房贷款，名下无贷款按首套政策，仅一套贷款未结清按二套政策。 →此外，洛阳、克拉玛依、阳江等城市落实首套房“认房不认贷”，通过执行“认贷不认房”。 →一季度青岛、南昌、福州等十余城阶段性取消首套商贷利率下限。
取消限售	<ul style="list-style-type: none"> →扬州（2.20）：取消现行的限售政策。
优化限价	<ul style="list-style-type: none"> →宁德（2.7）：除土地拍卖已有约定外，不再对新开盘的新建商品住房销售最高价格进行限价。 →阳江（2.9）：“一房一价”由原来按最高价下浮15%调整为可上下浮15%，调整商品房备案价格时间间隔由三个月缩短为两个月。

■ 2024年3月，监管部门多次指出要一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，推动城市房地产融资协调机制落地见效。根据住建部通报数据，截至2月28日，全国31个省份276个城市已建立城市融资协调机制，共提出房地产项目约6000个，商业银行快速进行项目筛选，审批通过贷款超2000亿元。融资协调机制的加快建立，有利于房地产企业特别是部分民企的资金流动性得到改善。

图表：2024年中央与地方涉及房地产企业融资政策

发布时间	监管部门或会议	相关政策内容
2024. 3. 5	国家发改委	发布2024年国民经济和社会发展计划草案，指出要一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求。
2024. 3. 9	住建部	在十四届全国人大二次会议举行民生主题记者会上，住建部部长倪虹表示将聚焦稳市场、防风险、促转型等三方面继续开展工作，一视同仁支持不同所有制房地产企业合理融资需求。
2024. 3. 13	金融监管总局	促进金融与房地产良性循环，加快推进城市房地产融资协调机制落地见效，提高项目“白名单”对接效率，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，大力支持保障性住房等“三大工程”建设，促进构建房地产发展新模式。
2024. 3. 22	国务院常务会议	进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展。

图表：部分房企披露房地产“白名单”项目情况

披露时间	企业	入围项目数量	项目涉及区域
2月29日	华夏幸福	29	河北等
2月27日	碧桂园	100+	河南、湖北、四川、山东、重庆等
2月27日	花样年	/	郑州、重庆
2月26日	奥园	/	南宁、重庆、广州
2月23日	绿地	49	山东、四川、安徽、云南、黑龙江、陕西、辽宁等
2月22日	龙湖	/	重庆
2月22日	万科	/	重庆
2月21日	中梁	近20	青岛、重庆、长沙、佛山、台州、楚雄、玉溪等12个市
2月19日	鑫苑中国	多个	华中等五大区域
2月14日	中南	多个	南通、青岛、昆明，重庆等地
2月5日	中骏	10	/
2月6日	建业	40	郑州、信阳、焦作、洛阳等
2月5日	融创	90+	北京、天津、成都、重庆、郑州、沈阳、青岛、武汉、昆明、西安、太原、西双版纳等20个城市
2月5日	金科	53	重庆、河南、山东、广西、湖北、辽宁等
2月5日	绿地	34	山东、四川、安徽、云南、黑龙江等
2月4日	世茂	16	广东、湖北、重庆、江苏、天津辽宁和山东等
2月4日	旭辉	18	重庆、昆明、北京、天津、太原、武汉、洛阳、温州、南宁等
2月4日	远洋	近20	西安、成都、武汉、厦门等
2月2日	雅居乐		重庆、广州、昆明等

- 2023年12月中央经济工作会议指出要加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”建设，中央层面进一步定调发展要求，“三大工程”有望进入落地期，托底投资和需求。

图表：2023年“三大工程”涉及会议及相关表述梳理

时间	会议/政策	主要内容
2023年4月28日	中央政治局会议	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。规划建设保障性住房。
2023年7月14日	国务院常务会议	审议通过《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》。会议指出，在超大特大城市积极稳步推进“平急两用”公共基础设施建设，是统筹发展和安全、推动城市高质量发展的重要举措。实施中要注重统筹新建增量与盘活存量，积极盘活城市低效和闲置资源，依法依规、因地制宜、按需新建相关设施。
2023年7月21日	国务院常务会议	审议通过《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》。会议指出，在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要坚持稳中求进、积极稳妥，优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实。
2023年7月24日	中央政治局会议	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。
2023年7月28日	在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	从客观实际看，现阶段推进城中村改造难度大、矛盾多、情况复杂，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。 城中村改造是一项复杂艰巨的系统工程，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。建设好配套公共基础设施，做好历史文化传承保护。
2023年8月25日	国务院常务会议	审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》。会议指出，推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生，有利于扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措。要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。
2023年9月4日	规划建设保障性住房工作部署电视电话会议	建立公平正义的配售机制，更好地满足人民群众“住有所居”的愿望。
2023年10月31日	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求， 加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023年12月12日	中央经济工作会议	加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度， 加快构建房地产发展新模式。

来源：政府网站、中泰证券研究所

■ 23年7月国常会通过《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》，指出在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措，**优先对群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村进行改造**。7月24日中央政治局会议再提积极推动城中村改造，同月28日推进城中村改造工作部署电视电话会召开，城中村改造或成为稳增长、拉动投资的重要抓手，超大特大城市城中村改造进入快速推进期。

图表：各城市推进城中村改造相关措施

城市	时间	文件/会议/活动	内容	
超大城市	上海	2023-10	中国城市百人论坛2023秋季论坛暨中国式现代化与超大特大城市城中村改造跨界研讨会	从2014年到2020年，上海市第一轮“城中村”改造包括49个项目，涉及村民、单位约2.66万户；2021年到2022年，第二轮批准了13个项目，涉及村（居）民8800户；2023年，又新启动10个“城中村”整体改造项目，涉及村（居）民约5016户，房屋面积约137万平方米。2023年到2025年，上海将新启动30个“城中村”整体改造项目；2027年底，中心城区周边“城中村”改造项目全面完成，五个新城等重点区域“城中村”改造规模化推进；2032年底，所有“城中村”改造项目全面完成。
	深圳	2023-03	《深圳市城中村保障房规模化品质化改造提升指引》	2023-2025年，深圳将建设筹集保障性住房46万套（间）、建筑面积超过2000万平方米。2023年，深圳计划推进4.9万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。
	广州	2023-11	《广州市城中村改造条例（草案修改稿·征求意见稿）》	公开向广大市民和社会各界征求意见和建议。《条例》规定经改造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，方可启动改造。《条例规定》安置房品质不得低于商品房水平、征地补偿遵循先补偿后搬迁原则、改造地块应按一定比例配置保障性住房。
	武汉	2023-06	《2023年度中心城区城市更新及房屋征收计划的通知》	坚持“留改拆监控”并举的原则，武汉市按照重点更新单元整体更新一批、重点项目区域成片改造一批、其他更新项目加快实施一批的原则，全面推进41处及建设施落后、城市治理重点部位的征收腾退和城中村改造，全年完成城市更新1421.02万平方米。
	成都	2023-06	《成都市城市更新建设规划（2022-2025）》公开征求意见稿	将成片推进城市更新，按照“少拆多改，注重传承”的原则，推进31片城中村改造。
特大城市	杭州	2023-05	《关于全面推进城市更新的实施意见》	城市更新对象包括“危旧楼房、老旧小区、既有住宅片区”等，具体到重点工作任务有“全面推进老旧小区综合整治改造，积极探索‘拆改结合’模式”、“深化城中村改造工作”等。
	东莞	2023-09	东莞市城中村改造及城市更新重点项目动工仪式	总规模达1600亩、总投资额达450亿的10宗城中村改造及城市更新重点项目集中动工，涉及东城街道南片区、万江街道龙湾片区、凤岗镇官井头片区、黄江镇大田片区等四个平方公里级别的优质生活片区，将为东莞实现高品质城市化注入澎湃新动力。
	沈阳	2023-10	《辽宁省巩固增势推动经济持续回升向好若干政策举措》	有序推进城中村改造。出台《沈阳市城中村改造实施方案》《沈阳市集体土地征收补偿安置暂行办法》《城中村三类改造方式工作导则》等文，明确城中村改造工作程序、改造范围、补偿标准等
	合肥	2023-09	关于印发合肥市“为民优服务”行动方案（2023）的通知	实施城中村改造房屋征迁项目72个，计划完成房屋征迁面积448万平方米。
	青岛	2023-12	青岛市住房和城乡建设局2023年工作亮点	推进旧城旧村改造建设攻坚。年内完成473个老旧小区改造，惠及居民13.8万户，改造面积、户数历年来最多。14个城中村启动签约，66个续建项目有序推进；18个项目回迁安置，8000多户居民喜迁新居。
昆明	2023-09	政协昆明市第十四届委员会常务委员会第四次会议	昆明市纳入全市改造计划的395个城中村已改造完成125个，已启动拆迁或改造165个；2019年至2021年，昆明共实施老旧小区改造730个，443个2022年老旧小区项目年度改造任务已有418个开工实施改造。	

- 测算特大超大城市城中村改造可年均新增地产建安开发投资**0.7**万亿，以**22**年为基数，拉动地产建安投资**8.31**个百分点。城中村改造将带来建材市场规模扩容，增幅较大的行业为：保温、建筑涂料、玻璃等。

图表：特大超大城市潜在城中村占比面积测算

项目	测算项目	自建住房户数	居住占地面积 (万平方米)	城中村占地面积 (万平方米)
	核心假设/定义	七普数据×10	按每户200平米	居住占地面积×2.5
超大城市 (城区常住人口 ≥1000 万)	上海	141,080	2,822	7,054
	北京	172,480	3,450	8,625
	深圳	121,060	2,421	6,053
	重庆	217,580	4,352	10,880
	广州	353,900	7,078	17,695
	成都	221,740	4,435	11,088
	天津	82,260	1,645	4,113
	武汉	475,020	9,500	23,750
	特大城市 (500万≤ 城区常住人 口<100万)	杭州	215,660	4,313
东莞		288,080	5,762	14,405
西安		211,290	4,226	10,565
郑州		80,320	1,606	4,015
南京		115,490	2,310	5,775
济南		185,420	3,708	9,270
合肥		30,400	608	1,520
沈阳		53,800	1,076	2,690
青岛		267,740	5,355	13,388
长沙	198,560	3,971	9,928	
哈尔滨	51,420	1,028	2,570	
合计		346,300	69,266	174,164

图表：特大超大城市城中村改造拉动地产投资规模测算

指标	数值	指标备注
城中村占地面积 (亿平)	17	
拆除面积 (亿平)	6.97	按照40%拆除比例
新建建筑综合容积率	2	考虑配建商业、学校、保障房等后
新建建筑面积 (亿平)	13.94	
单平建安投资 (万元)	0.4	
建安投资潜在规模 (万亿)	5.57	
开发周期	8	
年均房地产开发建安投资规模 (万亿)	0.70	
22年房地产开发建安投资完成额 (万亿)	8.39	
拉动幅度	8.31%	

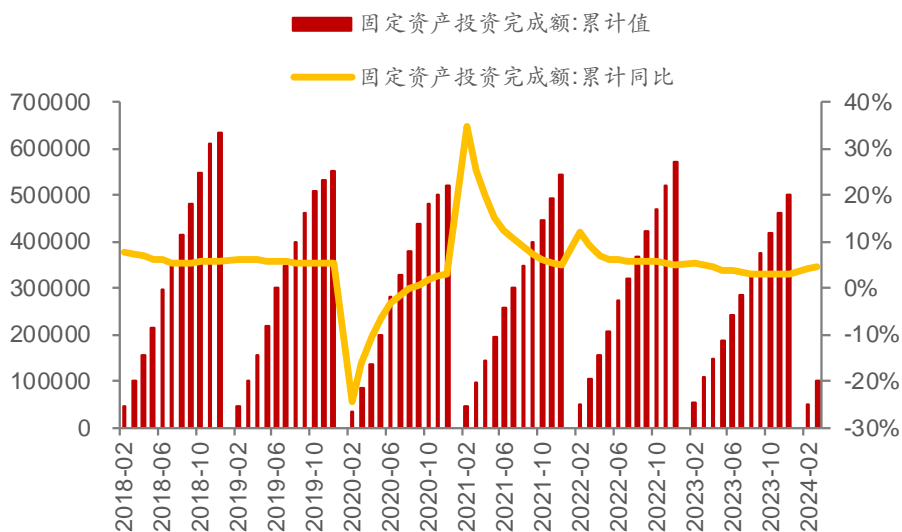
图表：特大超大城市城中村改造拉动建材需求测算

单位：亿元	年规模增量	增幅	当前规模	假设占建安投资比例
建安投资	6968.00	8.31%	83900亿	-
防水材料	139.36	7.67%	1818亿	2.00%
保温	557.44	18.58%	3000亿	8.00%
建筑涂料	226.46	16.68%	1357.5亿	3.25%
水泥	321.92	4.00%	8045亿	4.62%
玻璃	174.20	18.39%	947.3亿	2.5%左右

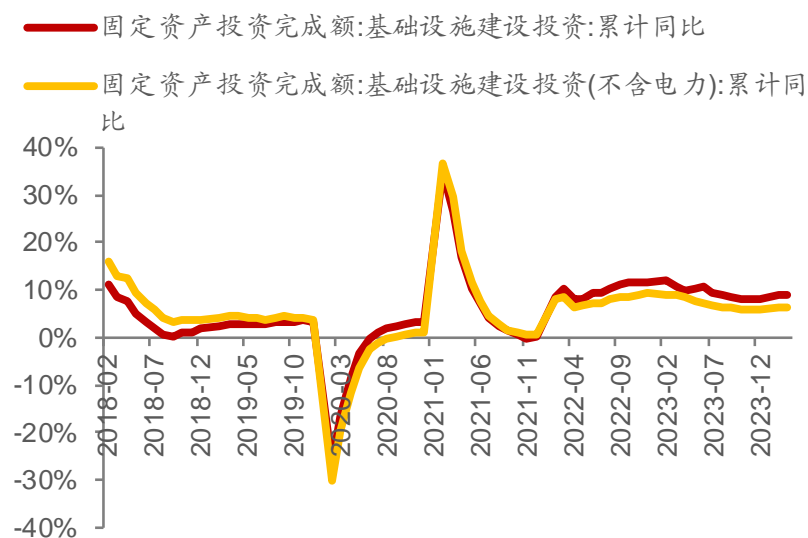
来源：Wind、政府网站、中泰证券研究所

■ 基建投资稳健增长，项目审批累计规模保持较高水平。自21年12月以来，基建投资增速显著提升并保持高增。24年1-3月，狭义基建投资增速为+4.5%，维持增长韧性。24年一季度，国家发改委共审批核准固定资产投资项目42个，总投资2803亿元，主要集中在高技术、能源、水利等行业。从发改委项目审核批准规模及节奏来看，项目累计规模保持较高水平，审批节奏略有前置。

图表：固定资产投资完成额累计值及同比（亿元，%）



图表：基建投资完成额及基建投资完成额（不含电力）累计同比（%）



来源：国家统计局、国家发改委、中泰证券研究所

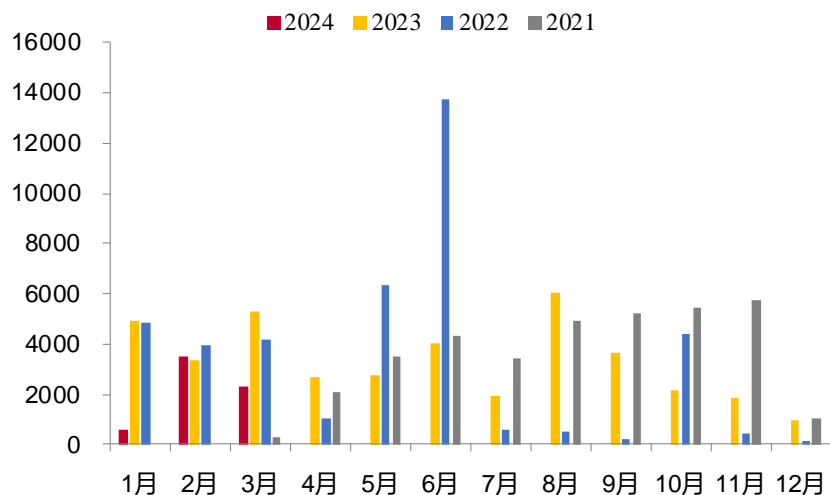
■ 增发国债彰显稳经济定力，24年基建投资望维持韧性。23年10月24日全国人大常委会批准23年中央预算调整决议，明确23Q4增发万亿国债，主要聚焦水利水务、灾后重建、高标准农田建设等领域，全部通过转移支付方式安排给地方使用，初步考虑在23年安排使用5000亿元，结转24年使用5000亿元。增发万亿国债是财政政策发力、促进稳增长的体现，24年基建投资增速有望维持韧性。

图表：历次中央预算调整回顾

年份	调整幅度	调整方案	背景
1998年 (8月29日通过)	中央财政赤字由年初预算批准的480亿元扩大至980亿元(扩大500亿元)	增发1,000亿元长期建设国债,其中500亿元算入中央预算,500亿元由中央政府代地方政府举借	外部:亚洲金融危机影响蔓延,外需不振,一季度出口增速降至0.6%,上年末21%;内部:内需严重不足;物价持续走低;失业增加。
1999年 (8月31日通过)	中央财政赤字由年初预算批准的1,503亿元扩大至1,803亿元(扩大300亿元)	增发600亿元长期建设国债,其中300亿元算入中央预算,300亿元由中央政府代地方政府举借	外部:经受住了亚洲金融危机考验,但出口及外商直接投资增速同比仍然下滑;内部:有效需求不足,投资、消费双双走弱;物价继续走低
2000年 (8月25日通过)	中央财政赤字由年初预算批准的2,299亿元扩大至2,799亿元(扩大500亿元)	增发500亿元长期建设国债,全部算入中央预算	外部:走出亚洲金融危机困境,出口增速大幅回升,国际收支状况良好;内部:社会需求回升,但导致有效需求不足的深层问题和经济结构性矛盾仍然存在;重大建设项目亟需增加新投入。
2008年	中央预算中,“调入中央预算稳定调节基金”增加600亿元(扩大600亿元)	灾后恢复重建基金收入预算2008年拟安排700亿元,其中,从中央预算稳定调节基金中调入600亿元,通过调整年初预算中车辆购置税、彩票公益金和国有资本经营预算的支出结构安排100亿元	汶川特大地震,中央财政拟建立灾后恢复重建基金,专项用于四川及周边省份受灾地区恢复重建汶川地震。
2023年 (10月24日通过)	今年四季度增发2023年国债10000亿元	增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方	今年以来,我国多地遭遇暴雨、洪涝、台风等灾害,地方灾后恢复重建任务较重;近年来,各类极端自然灾害多发频发,对我国防灾减灾救灾能力提出了更高要求。

■ 专项债券发行节奏略有放缓，期待后续节奏加快及项目范围拓宽。24年一季度，地方新增专项债共发行约6341亿元，同比下降约53%，已发行额度占全年新增专项债额度比重（发债进度）仅16%，低于去年同期的35%。一季度发行规模小于往年，一方面是以往年度为应对疫情冲击等特殊因素影响，加大年初发行规模，另一方面也与地方项目建设资金需求、冬春季节施工条件、债券市场利率等因素相关。部分专项债项目未完成审核也是发债进度慢的一大原因。今年专项债审核方面有了新动向，投向领域继续拓宽，用作项目资本金范围也继续扩大，并且重点投向国家级产业园区基础设施、新基建等领域，以更好地发挥专项债稳增长补短板效应。

图表：2021-2024年专项债发行节奏（亿元）



图表：历次提前批专项债下达时间及额度

批次	下达时间	额度 (万亿)
2019年提前批	2018年12月末	0.81
2020年提前批	2019年11月末	1
	2020年2月	0.29
	2020年4月	1
2021年提前批	2021年3月	1.77
2022年提前批	2021年12月	1.46
2023年提前批	2022年11月初	2.19
2024年提前批	——	2.28 (预计)



2

玻纤：拐点已至，行业发展进入新常态

- **23年玻纤纱产量增速回落。**23年我国玻纤产量723万吨，同比+5.2%，相较22年增速回落5个百分点，在产品价格下行和企业盈利承压之下，多数在建或拟建池窑建设项目纷纷延迟投产，巨石、国际复材关停多条老线，部分球窑及中小坩埚拉丝生产企业采取不同程度减产措施，促使行业整体在产产能规模在年内实现由增转降，玻纤纱总产量增速自23H2开始显著放缓。23年玻纤电子纱总产量为78.8万吨，同比-2.2%。
- **23年规模以上玻纤及制品制造企业（不含玻纤增强复合材料制品企业）主营业务收入同比-9.6%，利润总额同比-51.4%，达到97亿元。**

图表：23年我国玻纤产量增速有所回落



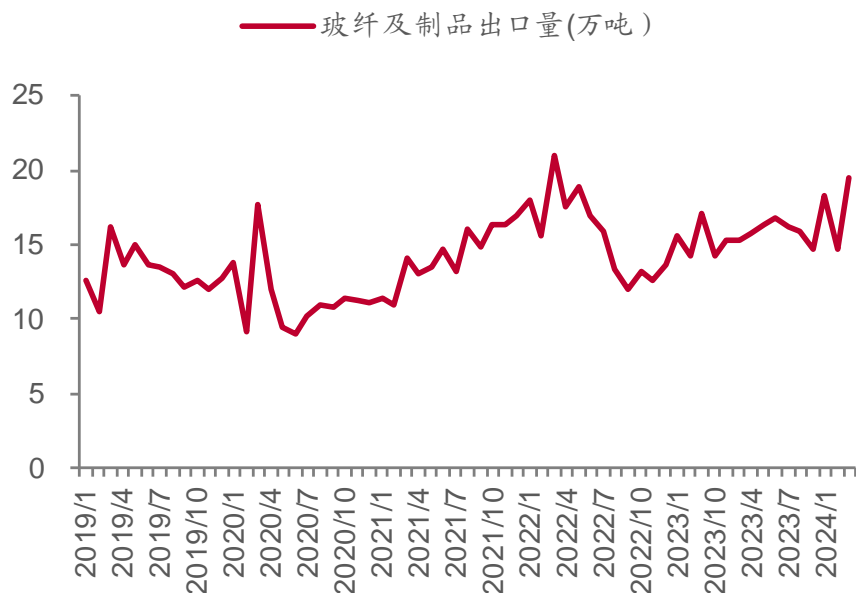
图表：22年玻纤及制品行业收入和利润承压



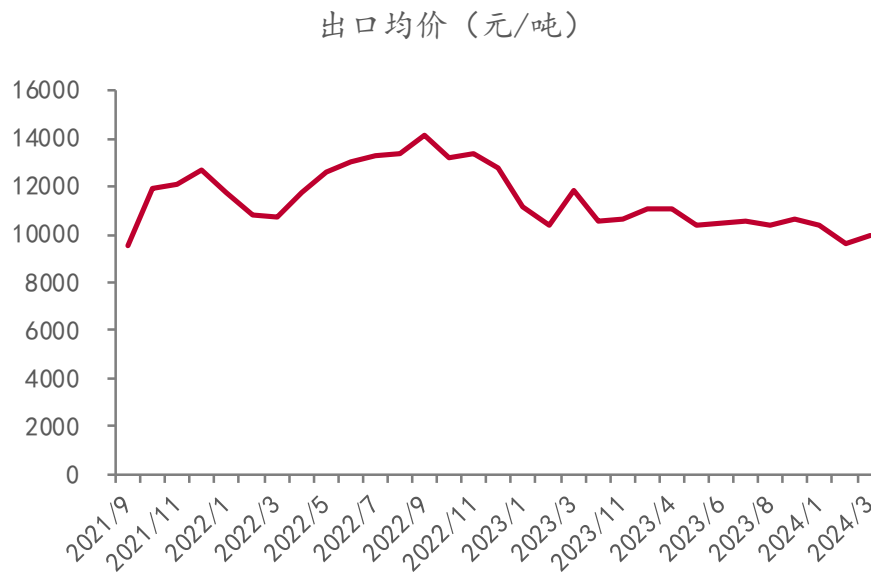
来源：Wind、中国玻璃纤维工业协会、中泰证券研究所；

■ **23H2出口回升，24Q1景气延续。**我国玻纤需求中，仍有超过20%的需求来自海外，根据中国玻纤协会以及海关总署数据，23年我国玻纤产量723万吨，其中净出口量约174.95万吨，净出口占比为24.2%。23年我国玻璃纤维及制品出口走势整体相对平稳，尤其23Q3-Q4明显优于上年同期。在海外需求景气/天然气成本上涨下，海外产品价格远高于国内，根据海关总署数据，24年3月玻纤及制品出口均价约1万元/吨。随着出口占比提升，有望进一步拉动玻纤产品吨均价与吨盈利。对于国内需求，在国内新兴产业发展及逆周期调节政策下，有望继续向好，国内外市场有望形成共振。

图表：玻纤及制品出口景气有所修复



图表：玻纤及制品出口均价远高于国内价格



来源：卓创资讯、中国玻纤工业协会、海关总署、中泰证券研究所

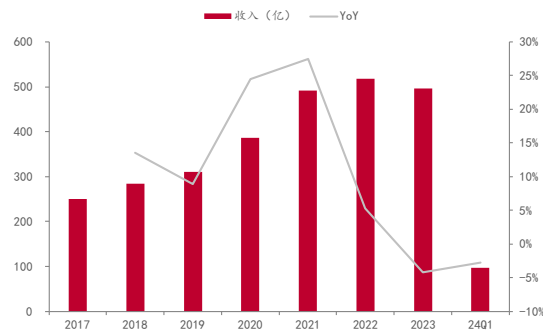
2.3 玻璃纤维：盈利阶段性承压，龙头企业α属性凸显

■ **24Q1价格走低，企业利润承压。**我们在SW玻纤制造分类基础上，选取7家玻纤上市公司作为样本。23年扣非净利40.3亿，YoY-47.7%。24Q1玻纤行业上市公司实现收入97.1亿，YoY-2.8%；实现扣非净利2.6亿，YoY-73.9%。

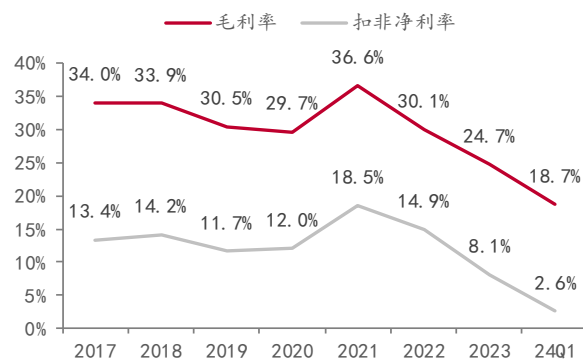
■ **行业盈利能力下滑，龙头盈利α属性凸显。**行业景气前高后低，23年玻纤行业上市公司毛利率和扣非净利率分别为24.7%、8.1%，分别同比下降5.3pcts、6.8pcts。24Q1行业盈利能力继续下降，毛利率、扣非净利率分别为18.7%、2.6%，同比下降8.6pcts、7.2pcts。龙头企业依旧保持了明显的盈利α属性，24Q1中国巨石毛利率、扣非净利率分别为20.1%、5.0%，净利率水平继续领跑行业。

■ **行业期间费用率保持稳定，龙头费用管控能力更强。**2023年行业期间费用率为12.8%，同比上涨1.8pcts。2023年中国巨石期间费用率8.1%，继续保持行业领先水平。

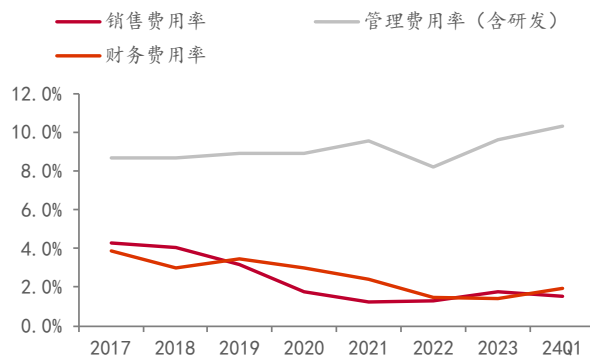
图表：24Q1玻纤行业收入同比-2.8%



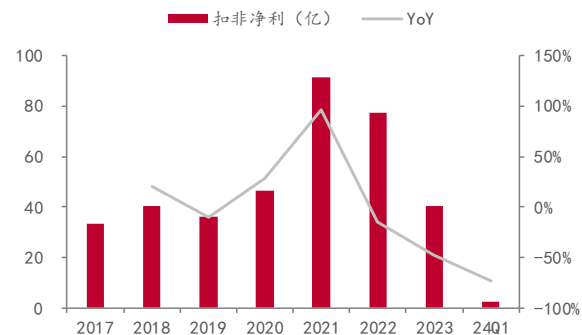
图表：玻纤行业毛利率与净利率下降明显



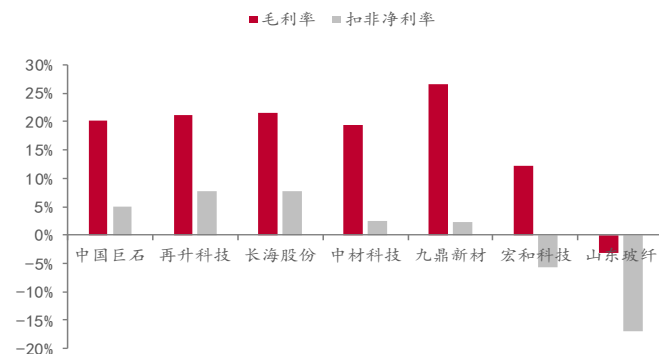
图表：玻纤行业期间费用率有所上升



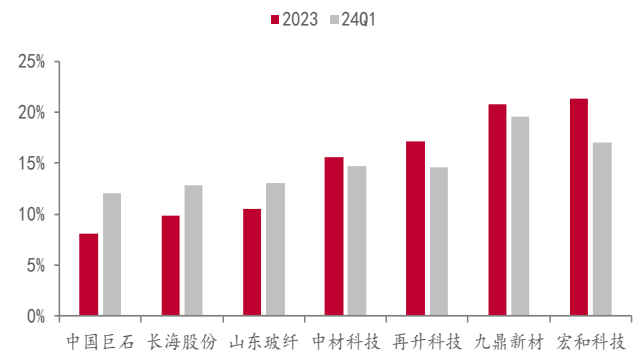
图表：24Q1玻纤行业扣非净利同比-73.9%



图表：24Q1龙头企业盈利水平优于同业

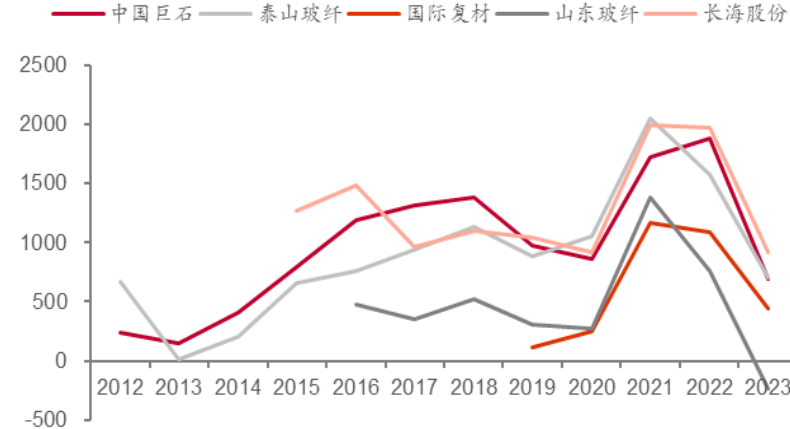
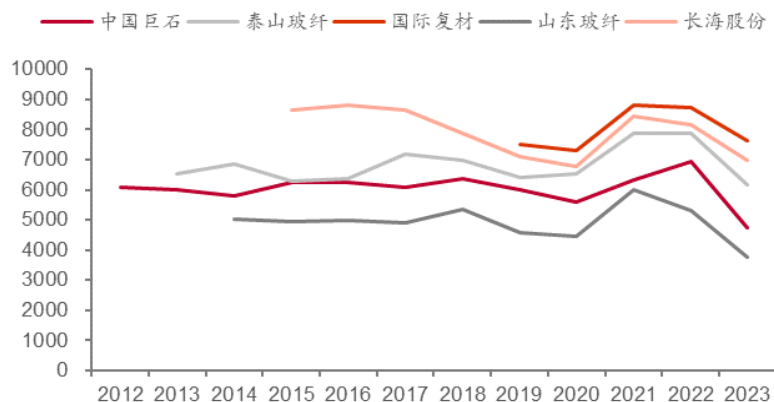
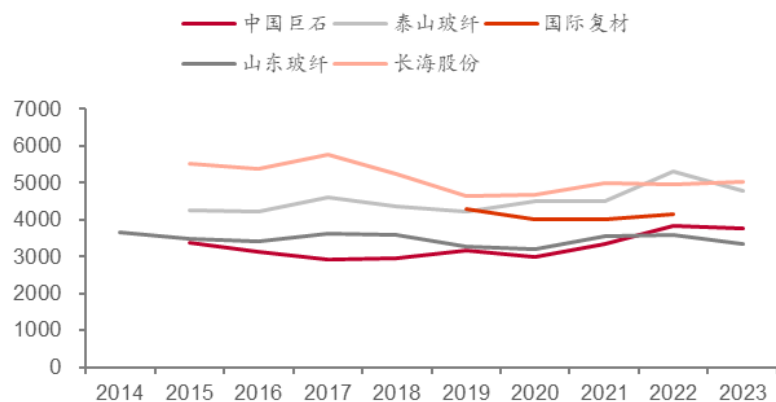


图表：龙头企业费用率水平具备优势



■ **行业景气承压，龙头盈利韧性凸显。**23年行业景气承压之下，中国巨石、泰山玻纤和长海股份仍维持领先行业的吨扣非盈利水平，背后核心是两点支撑：1) 成本大幅领先行业，盈利安全边际高，典型代表为中国巨石；2) 制品销量和收入占比较高，典型代表为泰山玻纤和长海股份，23年泰山玻纤、长海股份吨均价分别同比-21.6%、-14.7%，降幅小于粗纱占比更高的中国巨石、山东玻纤，同时泰山玻纤、长海股份外销制品占比高，吨均价领先行业。

图表：中国巨石粗纱吨成本行业领先（元/吨） 图表：泰山玻纤、长海股份吨价格行业领先（元/吨） 图表：中国巨石吨扣非盈利行业领先（元/吨）



来源：Wind、中泰证券研究所；

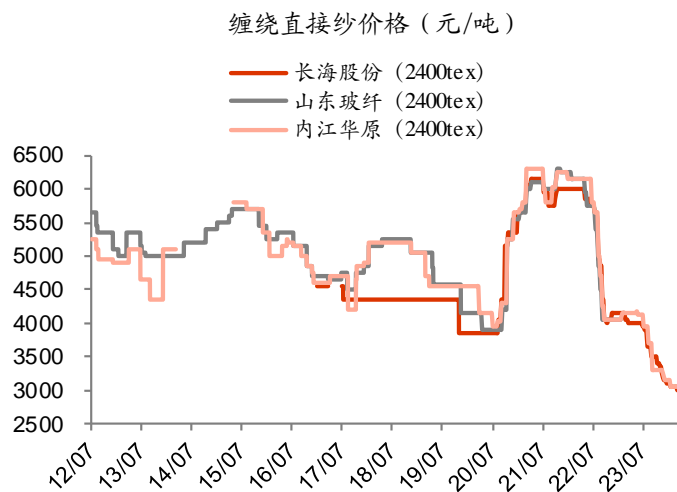
注：泰山玻纤、长海股份吨数据口径为玻纤纱及制品，中国巨石、山东玻纤吨数据口径为玻纤粗纱，国际复材吨价格数据口径为玻纤纱及制品，吨成本指标口径为玻纤粗纱，吨扣非盈利数据口径为玻纤纱及制品

■ **玻纤价格底部已明，24年有望企稳回升。**23Q3粗纱价格快速回落，24年春节后粗纱价格进一步小幅下跌，直至3月下旬，中国巨石、泰山玻纤、长海股份等主要企业相继发布调价函，电子纱价格在4月也同步触底反弹。供给端，我们预计24年粗纱、电子纱有效供给新增有限。从需求端来看，预计24年玻纤需求稳健增长。根据卓创资讯，4月末库存60.02万吨，环比-19.38万吨。当前时点下，我们判断行业尾部厂商已较难实现盈利，粗纱、电子纱底部已明，龙头引领行业价格恢复，盈利望逐步改善。

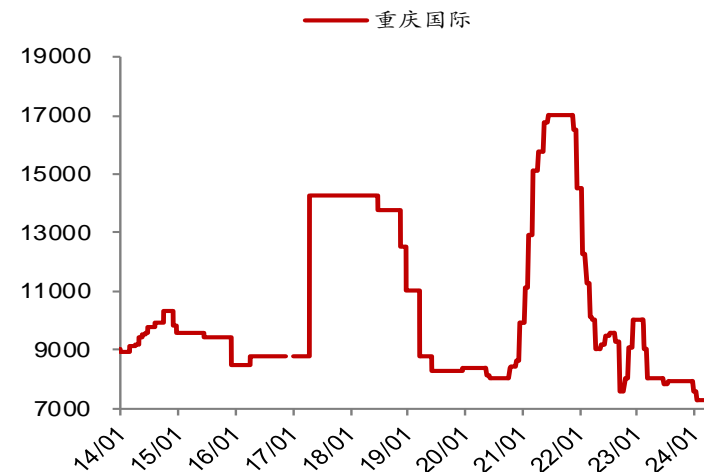
图表：国内玻纤行业库存现拐点向下



图表：粗纱价格底部向上



图表：电子纱及电子布价格底部向上 (元/吨)



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

■ **24年粗纱新增有效产能可控。**预计24、25年粗纱新增有效产能40.6、64.8万吨，对应供给增速分别为4.5%、6.8%。在周期底部，厂商盈利较弱，目前尾端产能已亏损至现金成本，我们判断新增产能投产节奏或有放缓（含冷修复产产线），且冷修产线增加，供给端整体可控。

图表：2024年粗纱新增供给可控

2023年预计产能变化情况（包括海外）										
企业	类型	产线描述	冷修、投产时间	2022年有效产能	2023年有效产能	2024年有效产能	2025年有效产能	2023年产能冲击（23年有效产能-22年有效产能）	2024年产能冲击（24年有效产能-23年有效产能）	2025年产能冲击（25年有效产能-24年有效产能）
中国巨石	新建	九江20万吨粗纱生产线	2023年5月30日点火	0	10.0	20.0	20	10.0	10.0	0.0
中国巨石	冷修技改	埃及8万吨改12万吨	预计23年Q3冷修，24H1投产	8	5.3	7.0	12	-2.7	1.7	5.0
重庆国际	冷修技改	F10b生产线12万吨	2023年8月底冷修，预计25年中投产	12	8.0	4.0	6	-4.0	-4.0	2.0
九鼎新材	冷修	年产7万吨生产线	2023年6月9日冷修	7	2.9	0.0	0	-4.1	-2.9	0.0
金牛玻纤	冷修	年产3万吨生产线	2023年9月初冷修	3	2.0	1.0	0	-1.0	-1.0	-1.0
重庆国际	投产	年产15万吨生产线	2023年10月底投产	0	1.3	15.0	15	1.3	13.8	0.0
内江华原	冷修	威远基地6线，总设计产能5万吨/年	2023年11月7日冷修	5	4.2	0.0	0	-0.8	-4.2	0.0
长海股份	冷修	天马3万吨生产线冷修技改至8万吨	2023年12月底冷修	3	3.0	0.0	0	0.0	-3.0	0.0
合计				38.0	36.7	47.0	53.0	-1.3	10.3	6.0

2024年及以后预计产能变化情况（包括海外）										
企业	类型	产线描述	投产时间	2023年有效产能	2024年有效产能	2025有效产能	2024年产能冲击（24年有效产能-23年有效产能）	2025年产能冲击（25年有效产能-24年有效产能）		
山东玻纤	新建	天炬厂区新基地1期3+12万吨高模量粗纱线	预计22年底开建，24年1月投产	0	12.5	15	12.5	2.5		
山东玻纤	冷修	天炬分公司（沂水基地）池窑产线4线6万吨	24年1月底冷修	6	0.5	0	-5.5	-0.5		
金牛玻纤	冷修	老厂2线4万吨池窑产线	24年4月7日左右冷修	4	1.0	0	-3.0	-1.0		
中国巨石	冷修	桐乡3线12万吨	预计24H1冷修，预计25年中投产	12	6.0	5.0	-6.0	-1.0		
中国巨石	新建	淮安40万吨基地第一条线	预计24H1点火	0	5.0	10.0	5.0	5.0		
中国巨石	新建	九江20万吨粗纱生产线	预计24H2点火	0	3.3	20.0	3.3	16.7		
泰山玻纤	新建	山西30万吨基地第一条线	预计24H2投产	0	5.0	15.0	5.0	10.0		
泰山玻纤	冷修	F02线8万吨	预计24H2冷修	8	4.7	0.0	-3.3	-4.7		
长海股份	新建	15万吨粗纱生产线	预计24H1点火	0	6.3	15.0	6.3	8.8		
内蒙古天皓	新建	12万吨生产线	2024年3月26日点火	0	7.0	12.0	7.0	5.0		
金牛玻纤	新建	3线12万吨	预计24H2点火	0	4.0	12.0	4.0	8.0		
中国巨石	新建	淮安40万吨基地第2条线	预计24H2点火	0	0.0	10.0	0.0	10.0		
合计				30.0	55.3	114.0	25.3	58.8		

资料来源：卓创资讯；中泰证券研究所

■ 24年电子纱供给新增极为有限。预计24、25年新增有效产能分别为-1.6、6.2万吨，对应供给增速分别为-1.0%、4.1%。

图表：2024年电子纱新增产能投放极为有限

2022年预计产能变化情况（包括海外）										
企业	类型	产线描述	投产时间	2021年有效产能	2022年有效产能	2023年有效产能	2024年有效产能	2022年产能冲击（22年有效产能-21年有效产能）	2023年产能冲击（23年有效产能-22年有效产能）	2024年产能冲击（24年有效产能-23年有效产能）
建滔化工	新建	6万吨电子纱（新建线6线）	2022年1月10日投产	0	5	6	6	5.0	1.0	0.0
中国巨石	新建	10万吨电子纱（7628系列电子布项目）	2022年6月18日点火	0	4.2	10.0	10	4.2	5.8	0.0
中国巨石	关停	桐乡攀登电子纱1.5万吨关停	2022年7月底关停	1.5	0.9	0.0	0	-0.6	-0.9	0.0
中国巨石	冷修技改	桐乡攀登电子纱3万吨改5万吨	2022年7月底冷修，2023年4月份投产	3	1.8	2.9	5	-1.3	1.2	2.1
台嘉成都	冷修	3万吨/年电子纱产能	2022年10月冷修，23年3月点火	3	2.5	2.0	3	-0.5	-0.5	1.0
合计				7.5	14.3	20.9	24.0	6.8	6.6	3.1

2024年及以后预计产能变化情况（包括海外）										
企业	类型	产线描述	投产时间	2022年有效产能	2023年有效产能	2024年有效产能	2025年有效产能	2023年产能冲击（23年有效产能-22年有效产能）	2024年产能冲击（24年有效产能-23年有效产能）	2025年产能冲击（25年有效产能-24年有效产能）
泰山玻纤	冷修	邹城5线5万吨	24年1月20日左右冷修	5	5	0.4	5	0.0	-4.6	4.6
四川玻纤	冷修	德阳1线池窑电子纱产线年产能3万吨	2024年3月31日冷修	3	3	1.0	0	0.0	-2.0	-1.0
台嘉玻纤	新建	成都二期项目	预计24年投产	0	0.0	1.9	4.5	0.0	1.9	2.6
中国巨石	新建	预计6万吨电子纱生产线	预计最快25H2	0	0	0	0	0	0	0
合计				8.0	8.0	3.3	9.5	0.0	-4.7	6.2

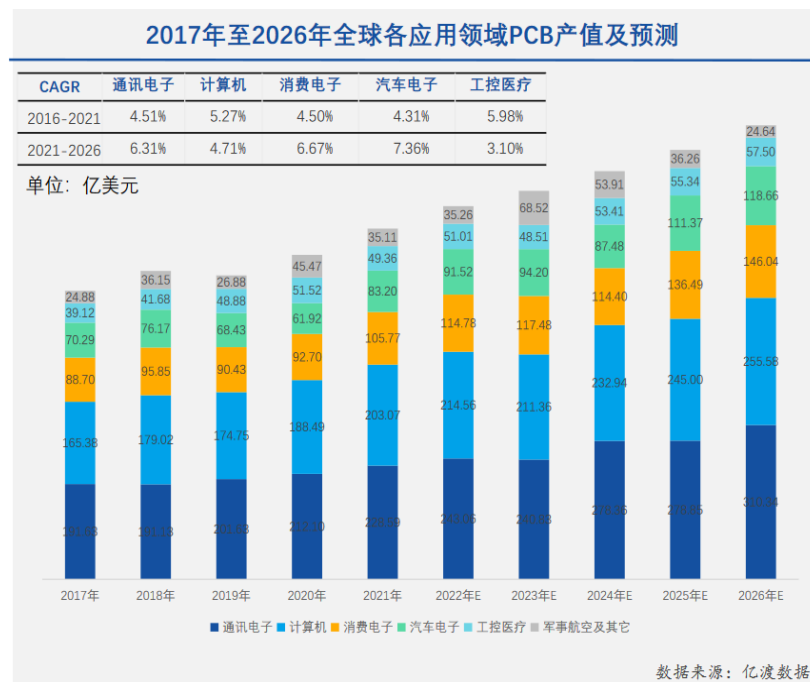
资料来源：卓创资讯；中泰证券研究所

- 玻纤粗纱需求增速：预计2024年为4.4%。
- 玻纤电子纱需求增速：预计2024年为7.8%。
- 全球玻纤需求：预计2024年增速4.9%。

图表：全球玻纤粗纱需求测算（万吨）

细分领域	单位	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球粗纱需求量						
建筑材料	万吨	333	342	325	325	332
YOY	%		3.0%	-5.0%	0.0%	2.0%
交通运输	万吨	276	278	284	292	301
YOY	%		1.0%	2.0%	3.0%	3.0%
工业设备	万吨	114	120	124	129	133
YOY	%		5.6%	3.0%	4.0%	3.0%
能源环保	万吨	86	81	106	121	134
YOY	%		-5.0%	30.0%	15.0%	10.0%
光伏边框	万吨			2	9	19
YOY	%				446.0%	101.8%
合计	万吨	808	822	840	878	918
YOY	%		1.8%	2.2%	4.4%	4.7%

图表：全球PCB产值及预测



资料来源：玻纤工业协会、欧文斯科宁年报、中国巨石年报、亿渡数据、贝哲斯咨询；中泰证券研究所



3

品牌建材：减值拖累盈利表现，C端优势企业韧性较强

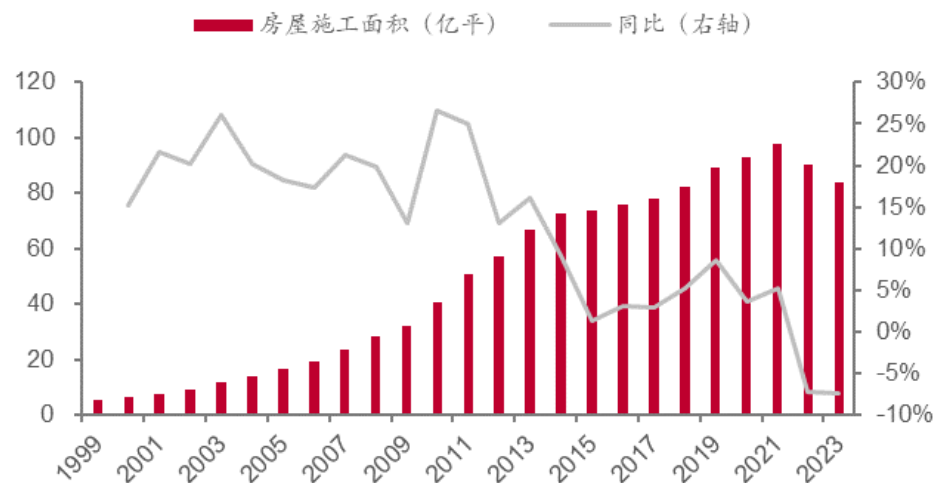
■ **23Q4-24Q1行业需求端承压，单季收入同比增速下行。**23Q1-Q4新房销售和地产企业信用改善持续不及预期，板块需求环境逐季恶化，23Q4-24Q1除北新建材、伟星新材单季收入同比增幅提升外，其余企业皆面临较大收入端压力。

图表：23Q1-24Q1各品牌建材企业单季收入同比增速情况

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
	单季营收同比				
北新建材	2.48%	13.84%	12.85%	15.02%	24.62%
东方雨虹	18.80%	3.99%	5.41%	-4.76%	-4.61%
坚朗五金	4.83%	2.31%	1.53%	0.57%	0.85%
三棵树	20.92%	22.39%	13.41%	-9.62%	0.62%
蒙娜丽莎	3.55%	-2.80%	-7.60%	-10.36%	-25.72%
科顺股份	7.59%	2.67%	4.86%	-0.03%	-20.43%
东鹏控股	18.46%	14.67%	9.30%	8.97%	-11.58%
亚士创能	0.72%	7.56%	-1.73%	-7.06%	-40.00%
伟星新材	-10.87%	-10.38%	-9.19%	-5.67%	11.19%
公元股份	-6.68%	-0.58%	-10.32%	-7.79%	-22.09%
王力安防	11.57%	13.33%	32.93%	84.58%	10.26%
凯伦股份	55.72%	34.32%	26.39%	21.15%	4.13%
雄塑科技	-33.47%	-22.65%	-29.44%	-21.51%	-29.01%
帝欧家居	-20.32%	-5.55%	-13.18%	1.96%	-7.50%
兔宝宝	-31.65%	2.15%	15.28%	9.46%	33.37%
友邦吊顶	-8.98%	7.48%	4.20%	14.96%	-29.35%
箭牌家居	-1.67%	6.69%	-5.81%	5.41%	2.26%

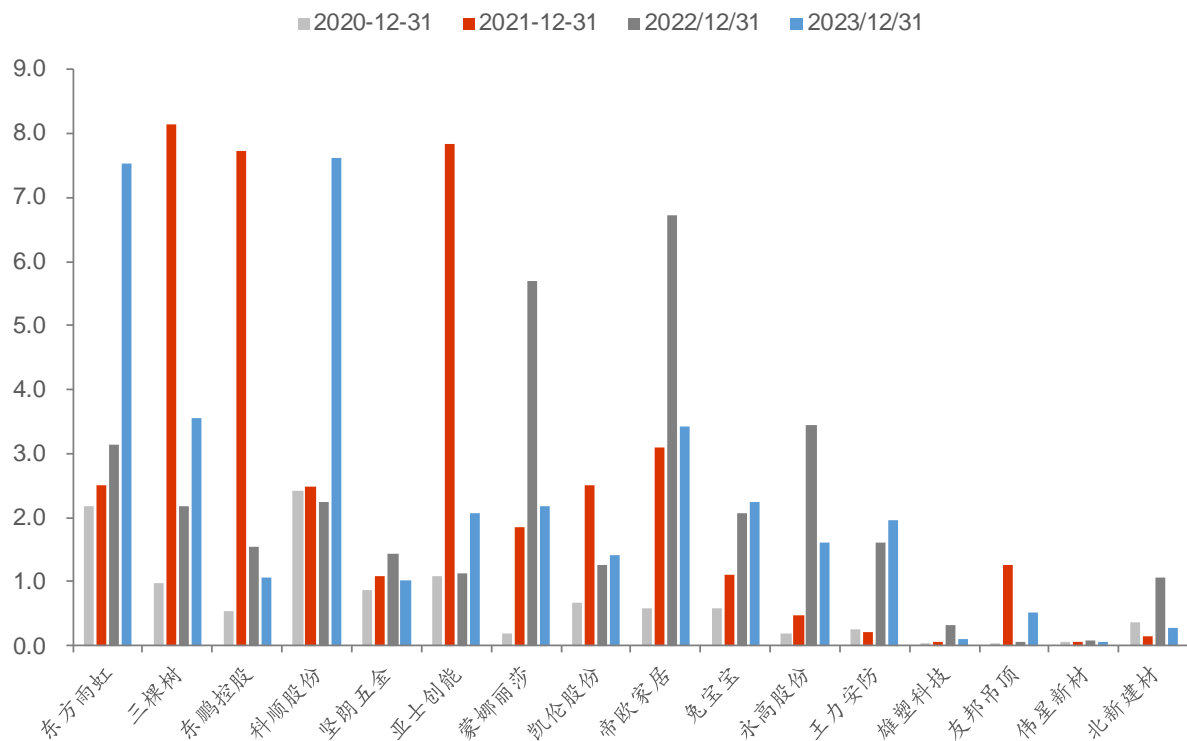
来源：Wind、中泰证券研究所

图表：衡量建材实物需求的施工面积2022-2023连续两年下滑

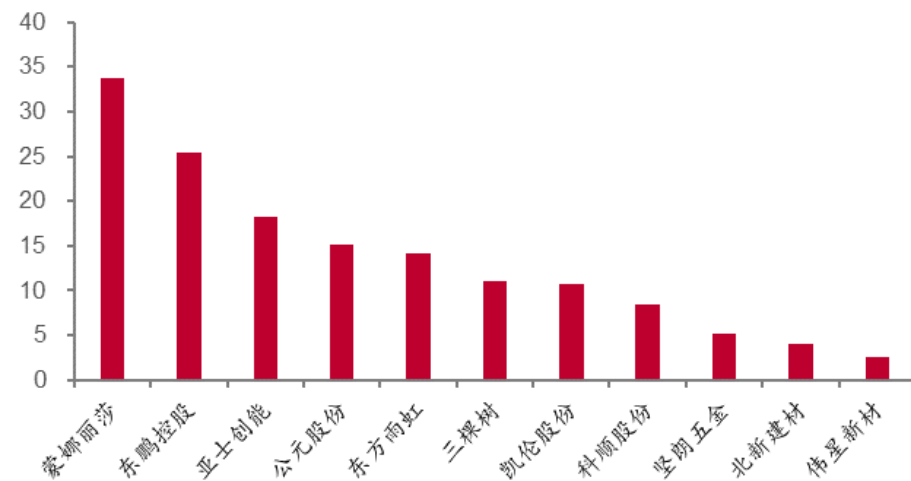


■ 房企信用状况尚未实质好转，应收账款账龄拉长致信用减值损失规模仍处相对高位。2023年包含地产企业在内的下游客户资金状况未出现明显好转，板块企业积压的应收账款账龄显著拉长，东方雨虹2-3年账龄应收款占比+14pcts，兔宝宝2-3年账龄应收款占比+20pcts，蒙娜丽莎2-3年账龄应收款占比+33.7pcts，三棵树3年以上账龄应收款占比+11pcts，东鹏控股3年以上账龄应收款占比+25.5pcts。

图表：2020-2023品牌建材公司信用减值损失情况（亿元）



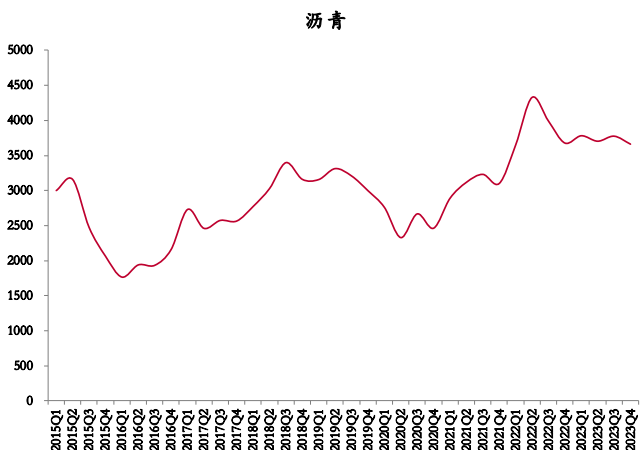
图表：2023年各品牌建材公司2-3年或3年以上账龄的应收账款占比提升幅度（pcts）



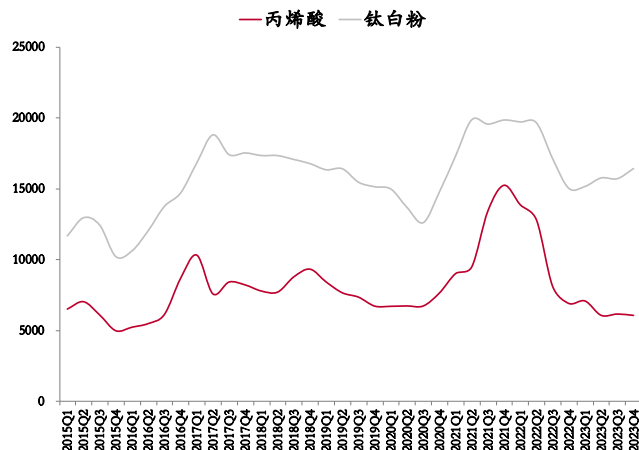
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 原材料价格同比降幅收窄，对盈利修复的贡献减弱。品牌建材核心原材料降价始于22Q1-2，至23H2原材料价格已呈现低位运行状态，原材料降价对板块企业盈利修复产生的正贡献逐步趋弱。

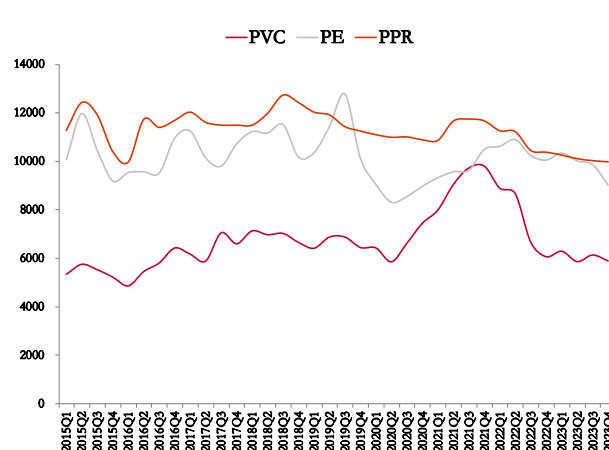
图表：防水卷材核心原料沥青价格变化情况（元/吨）



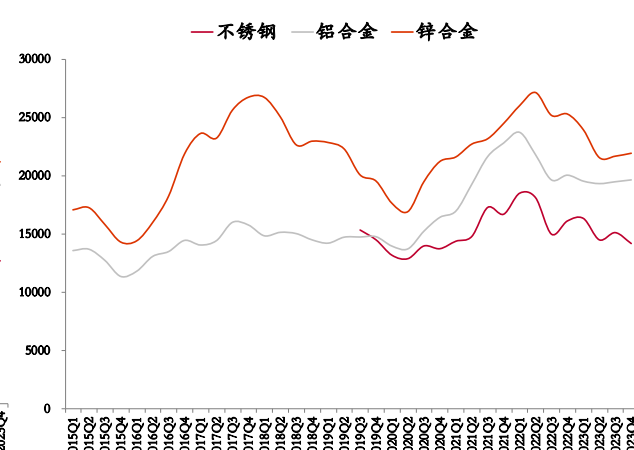
图表：建筑涂料（防水涂料）核心原料价格变化情况（元/吨）



图表：塑管核心原材料价格变化情况（元/吨）



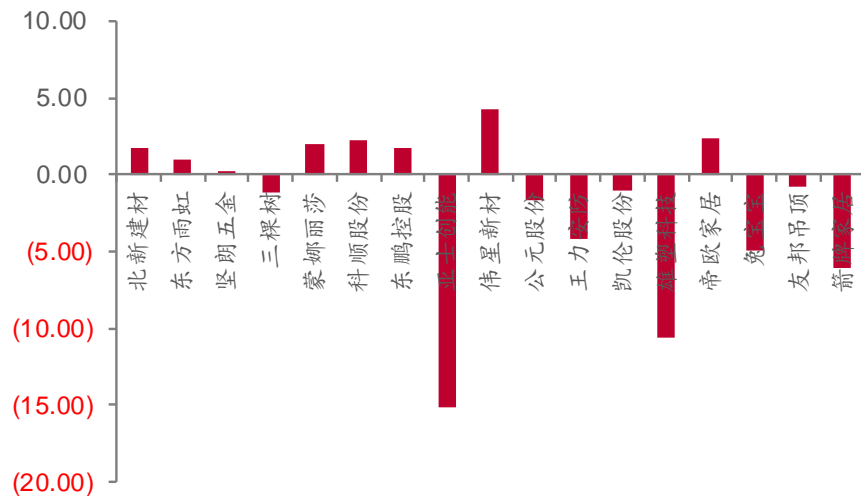
图表：建筑五金核心原材料价格变化情况（元/吨）



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 盈利修复集中于C端优势企业。一方面，原材料降价幅度收窄的背景下，盈利修复更要看企业自身经营管理、渠道策略和多元化扩展落地情况；另一方面，C端企业在下游客户信用恶化的环境下，有经销商群体作为信用缓冲，同时自身也保持着严苛的信用风险控制政策，受减值的拖累明显较小。23Q4-24Q1，北新建材、伟星新材、兔宝宝等企业展现出好于行业的盈利增速和现金流水平。

图表：24Q1板块企业毛利率同比变化情况（单位：pcts）



图表：23Q1-24Q1各企业单季归母净利润同比增速情况及经营活动净现金情况（单位：亿元）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23H1	23前三季	23年报	24Q1
	单季归母净利润同比					经营性现金流量净额				
北新建材	5.58%	20.76%	21.36%	-3.44%	38.11%	(3.17)	12.76	19.61	47.34	(0.26)
东方雨虹	21.53%	46.15%	48.05%	-117.18%	-9.81%	(38.06)	(39.43)	(47.60)	21.03	(18.89)
坚朗五金	37.33%	1562.95%	46.51%	193.62%	18.16%	(3.59)	(4.28)	(0.98)	4.99	(6.10)
三棵树	168.20%	111.09%	19.13%	-1420.75%	78.20%	(4.63)	1.95	5.98	14.08	(2.64)
蒙娜丽莎	109.35%	138.11%	42.94%	-475.53%	39.63%	(1.63)	1.68	4.76	9.34	0.28
科顺股份	-41.37%	-98.26%	-9.96%	-366.21%	-9.20%	(6.57)	(7.54)	(8.48)	1.92	(9.77)
东鹏控股	101.53%	96.13%	224.29%	1009.87%	-1077.81%	1.17	9.38	14.51	17.66	(0.96)
亚士创能	58.04%	-21.73%	11.21%	-158.23%	-412.09%	(1.94)	0.69	0.66	4.38	(2.70)
伟星新材	48.19%	29.44%	-5.95%	5.60%	-11.56%	(1.42)	4.06	8.03	13.74	(1.76)
公元股份	138.52%	201.98%	4660.76%	553.56%	-80.73%	8.60	4.16	6.79	10.69	8.57
王力安防	325.66%	678.66%	93.89%	24.97%	4.58%	0.49	1.44	1.67	2.93	(1.31)
凯伦股份	300.26%	61.11%	2190.92%	71.09%	-77.10%	0.16	(0.78)	(2.74)	1.92	(2.61)
雄塑科技	108.10%	-62.28%	22.14%	109.99%	-214.78%	(0.09)	0.28	1.06	2.12	(0.49)
帝欧家居	11.59%	112.60%	96.83%	46.76%	44.43%	2.63	2.96	3.75	4.93	(0.53)
兔宝宝	-21.47%	24.70%	37.29%	311.38%	18.81%	(0.79)	4.98	8.74	19.10	(8.81)
友邦吊顶	-52.38%	-18.43%	-10.86%	-314.76%	-84.22%	0.04	0.40	1.21	2.17	(0.71)
箭牌家居	-88.15%	-20.84%	-36.86%	-19.61%	-3004.00%	(5.81)	1.79	4.72	11.66	(9.39)

来源：Wind、中泰证券研究所

■ 企业积极向经销渠道进行拓展，23年经销渠道收入占比显著提升。B端市场萎缩和信用风险持续的背景下，各企业积极向盈利和现金流水平更好的经销渠道进行转型，东方雨虹、三棵树、蒙娜丽莎等经销渠道收入占比持续提升，各企业非直销的渠道业务收入占比普遍达到60%以上。

三棵树渠道结构变化情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
直销渠道营收 (亿元)	8.26	21.71	28.96	35.24	23.15	20.64
直销占比	23.81%	37.59%	36.78%	32.09%	21.22%	16.87%
经销渠道营收 (亿元)	26.43	36.04	49.77	74.56	85.97	101.69
经销占比	76.19%	62.41%	63.22%	67.91%	78.78%	83.13%
合计	34.69	57.75	78.73	109.8	109.12	122.32

东方雨虹渠道结构变化情况

	2022	2023
零售渠道占比	23.23%	28.29%
工程渠道占比	32.69%	38.12%
直销业务占比	41.33%	31.59%
其他业务收入占比	2.75%	2.00%

蒙娜丽莎渠道结构变化情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
经销渠道	60.44%	50.12%	47.26%	53.21%	62.41%	59.38%	56.60%	51.10%	57.87%	64.63%
战略工程	39.06%	49.40%	52.49%	46.47%	37.59%	40.62%	43.40%	48.90%	42.13%	35.37%
合计	99.50%	99.51%	99.76%	99.68%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

兔宝宝渠道结构变化情况

	2020	2021	2022	2023
经销渠道营收 (亿元)	39.31	55.26	55.82	56.94
经销占比	60.80%	58.63%	62.60%	62.83%
直销模式营收 (亿元)	22.95	36.24	29.47	29.27
直销占比	35.50%	38.45%	33.05%	32.30%
品牌授权营收 (亿元)	2.40	2.76	3.88	4.42
品牌授权占比	3.70%	2.93%	4.35%	4.87%
合计	64.66	94.26	89.17	90.63

伟星新材渠道结构变化情况

	2020	2021	2022	2023
经销渠道	69.23%	69.62%	76.26%	77.78%
直销渠道	30.77%	30.38%	23.74%	22.22%

■ **收入利润方面：23年板块整体承压，24Q1延续弱势。**2023年防水板块上市公司收入和扣非归母净利分别为435.68/13.82亿元，分别同比+3.02%/-0.06%。其中，东方雨虹作为行业龙头企业，市占加速提升，C端优先和扩品类战略显效，23年营收、扣非归母净利328.23/18.41亿元，同比+5.15%/+2.05%，24Q1营收和扣非归母净利同比-4.61%/-4.39%。科顺股份、凯伦股份23年利润均呈负增长，两家公司23年扣非归母净利均亏损，科顺股份24Q1扣非归母净利转为盈利，凯伦股份依然亏损。

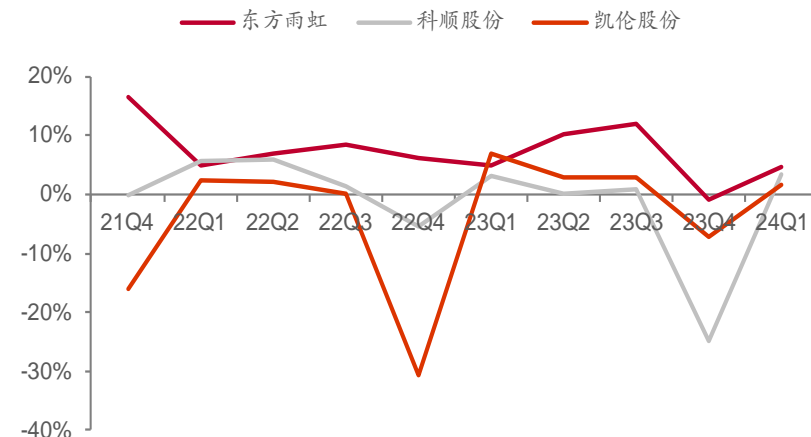
图表：防水行业代表公司23年财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
防水	002271.SZ	东方雨虹	328.23	5.15%	18.41	2.05%	27.69%	1.92%	16.00%	-0.83%	5.61%	-0.17%
	300737.SZ	科顺股份	79.44	3.70%	-4.28	-1093.05%	21.17%	-0.04%	16.85%	0.80%	-5.39%	-5.95%
	300715.SZ	凯伦股份	28.01	31.63%	-0.30	-82.66%	22.00%	2.51%	18.37%	-3.15%	-1.08%	7.09%
		板块合计	435.68	3.02%	13.82	-0.06%						

图表：防水行业代表公司24Q1财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
防水	002271.SZ	东方雨虹	71.49	-4.61%	3.10	-4.39%	29.68%	1.02%	20.40%	1.07%	4.34%	0.01%
	300737.SZ	科顺股份	14.85	-20.43%	0.23	-42.64%	23.81%	2.22%	18.46%	2.21%	1.58%	-0.61%
	300715.SZ	凯伦股份	5.28	4.13%	-0.10	-499.63%	21.71%	-0.97%	23.48%	3.49%	-1.94%	-2.44%
		板块合计	91.62	-7.15%	3.23	-12.09%						

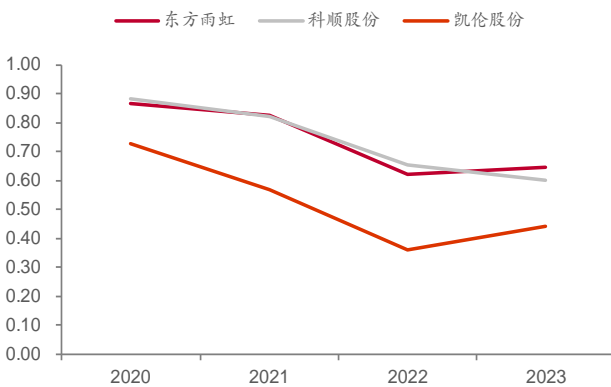
图表：防水行业代表公司净利率



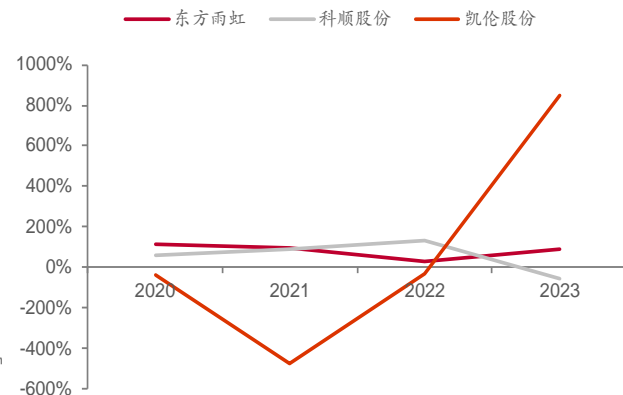
来源：Wind、中泰证券研究所

- **资产周转率方面：**行业公司**23年有所分化**。东方雨虹、科顺股份、凯伦股份有所分化，23年同比+0.02/-0.05/+0.08次，24Q1同比+0.02/-0.01/+0.03次。
- **现金流方面：**东方雨虹、凯伦股份**23年净现比有显著改善**。23年东方雨虹、凯伦股份净现比同比+61.69pcts/+879.23pcts，科顺股份同比-188.87pcts。
- **负债方面：**23年科顺股份资产负债率同比+7.33pcts；东方雨虹同比-2.35pcts；凯伦股份同比+1.25pcts。24Q1东方雨虹、凯伦股份资产负债率均有所下降，同比变动-1.47pcts/-1.19pcts，科顺股份有所上升，同比+4.91pcts。
- **期间费用率方面：**23年东方雨虹、凯伦股份均有所下降，分别同比-0.83pcts/-3.15pcts；科顺股份同比+0.80pcts。24Q1东方雨虹、科顺股份、凯伦股份分别同比+1.07pcts/+2.21pcts/+3.49pcts。

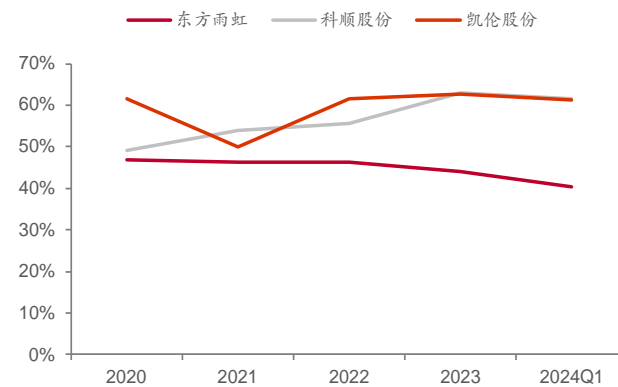
图表：防水行业代表公司资产周转率（单位：次）



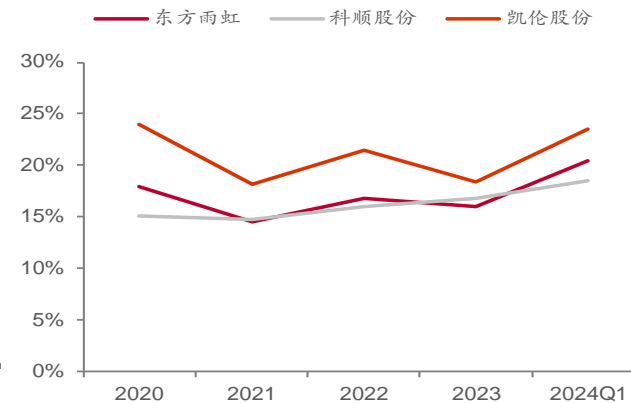
图表：防水行业代表公司净现比



图表：防水行业代表公司资产负债率



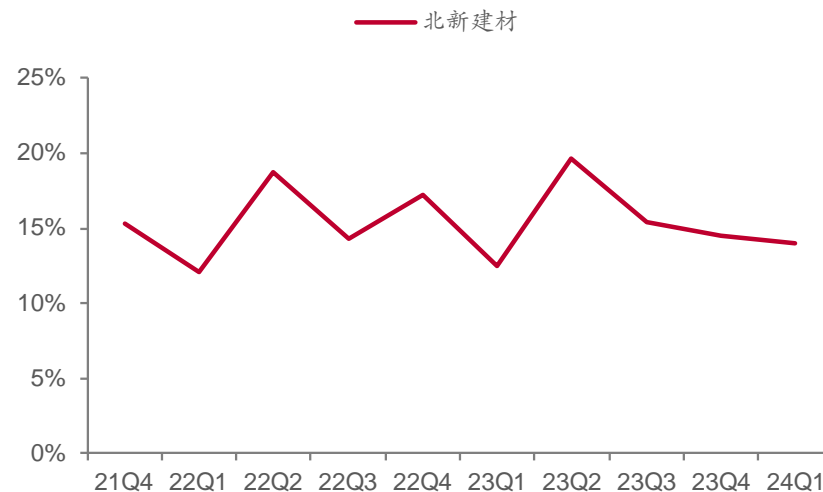
图表：防水行业代表公司期间费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

■ **收入利润方面：强定价力护航北新建材23年业绩表现好于行业。**23年地产竣工需求带动公司石膏板销量达21.72亿平，同比+3.78%。23年公司石膏板业务实现收入137.66亿，同比+3%，石膏板业务销量和销售收入增速基本匹配，销售均价为6.34元/平，同比-0.75%。23年公司营收、扣非归母净利224.26/34.95亿元，同比+11.27%/+33.64%，24Q1公司收入和利润增速双双超出市场预期，业绩快速增长的同时，24Q1经营活动现金净流量为-0.26亿，经营净现金流出同比大幅收窄，24Q1公司毛利率和扣非净利率水平分别同比+1.74pcts和+1.41pcts，

图表：北新建材净利率



图表：北新建材23年财务概况 (单位：亿元)

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
石膏板	000786.SZ	北新建材	224.26	11.27%	34.95	33.64%	29.88%	0.64%	12.49%	-1.31%	15.58%	2.47%

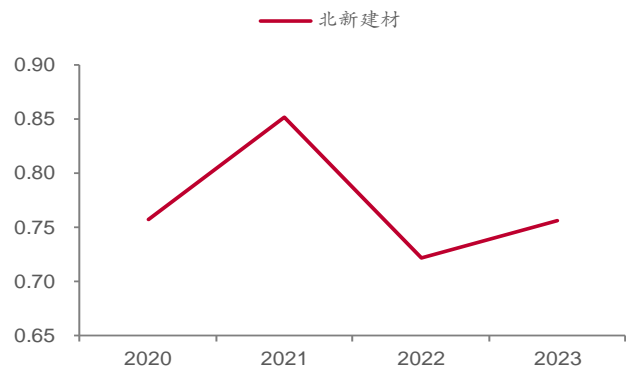
图表：北新建材24Q1财务概况 (单位：亿元)

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
石膏板	000786.SZ	北新建材	59.44	24.62%	7.91	40.68%	28.65%	1.74%	13.43%	0.24%	13.31%	1.41%

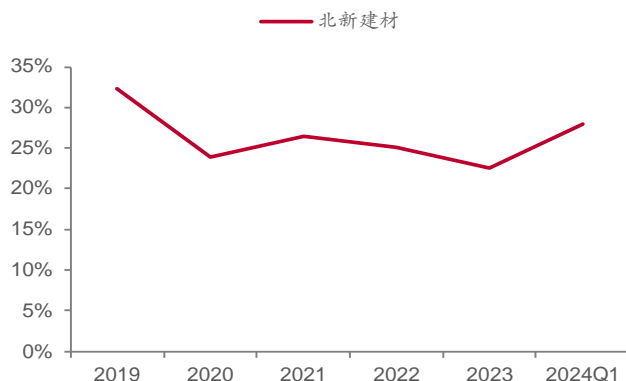
来源：Wind、中泰证券研究所

- 北新建材总资产周转率小幅下降。23年及24Q1总资产周转率分别为0.72/0.16次，同比变动-0.07/+0.01次。
- 现金流方面，北新建材总体维持优异经营质量。23年净现比134.35%，同比+17.51pcts，明显提升；24Q1现金流状况有所改善，净现比-3.12%，同比+50.43pcts。
- 负债方面，北新建材23年及24Q1有所下降，资产负债率分别为22.60%/27.90%，分别同比-2.44pcts/+3.46pcts。
- 期间费用率方面，北新建材基本维持稳定。23年及24Q1期间费用率分别为12.49%/13.43%，分别同比变动-1.31pcts/+0.24pcts。

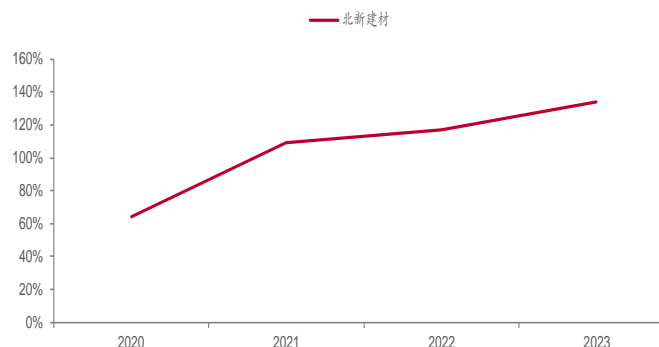
图表：北新建材资产周转率（单位：次）



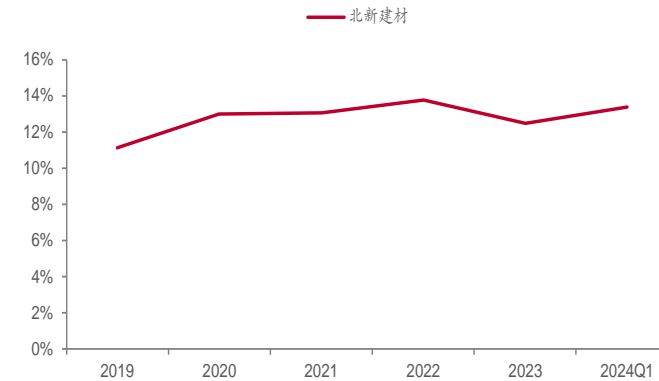
图表：北新建材资产负债率



图表：北新建材净现比



图表：北新建材期间费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

■ **收入利润方面：伟星新材经营韧性强。**23年管材板块收入、扣非归母净利分别为151.42/16.26亿元，同比-14.10%/-81.55%；24Q1管材板块收入、扣非归母净利分别为24.65、1.32亿元，同比-12.24%/-48.24%。其中，伟星新材经营稳健领先行业，24Q1营收、扣非归母净利9.97/1.42亿元，同比+11.19%/+37.61%。公元股份23年摆脱减值影响，盈利修复明显，23年扣非归母净利润同比+555.07%。雄塑科技23年、24Q1营业总收入分别同比-26.97%/-29.01%，扣非净利同比-211%/转亏。

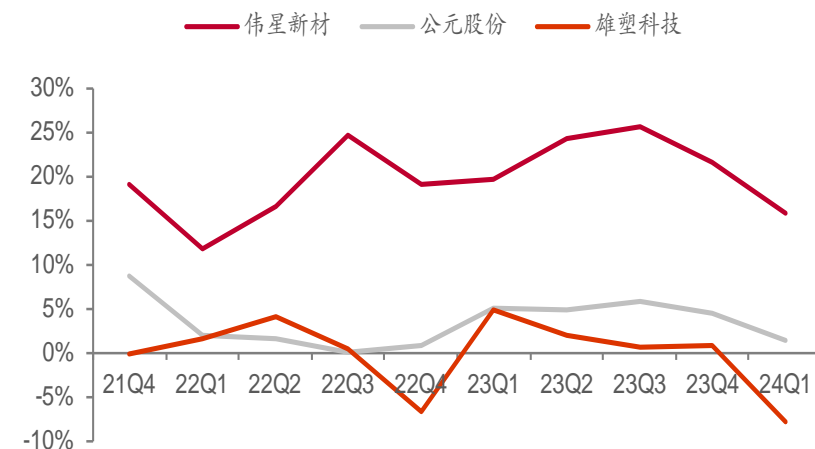
图表：管材行业代表公司23年财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
管材	002372.SZ	伟星新材	63.78	-8.27%	12.75	0.53%	44.32%	4.56%	19.83%	3.19%	19.99%	1.75%
	002641.SZ	公元股份	74.71	-6.35%	3.43	555.07%	22.17%	3.85%	13.71%	1.44%	4.59%	3.93%
	300599.SZ	雄塑科技	12.92	-26.97%	0.09	-211.00%	16.38%	2.35%	11.85%	0.41%	0.67%	1.12%
		板块合计	151.42	-14.10%	16.26	-81.55%						

图表：管材行业代表公司24Q1财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
管材	002372.SZ	伟星新材	9.97	11.19%	1.42	37.61%	41.48%	4.30%	23.89%	1.20%	14.25%	-4.84%
	002641.SZ	公元股份	12.43	-22.09%	0.11	-85.35%	18.26%	-1.61%	17.71%	3.96%	0.88%	-3.65%
	300599.SZ	雄塑科技	2.26	-29.01%	-0.21	-276.03%	7.97%	-10.63%	14.01%	1.99%	-9.25%	-12.98%
		板块合计	24.65	-12.24%	1.32	-48.24%						

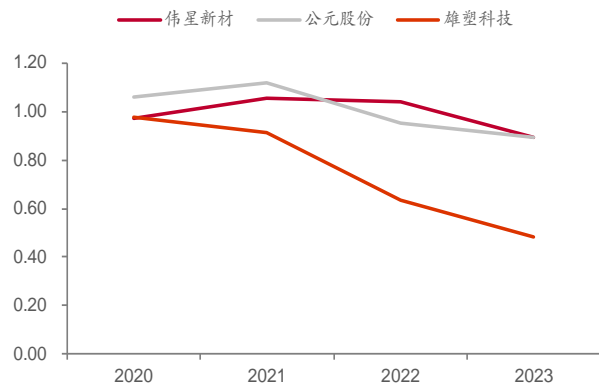
图表：管材行业代表公司净利率



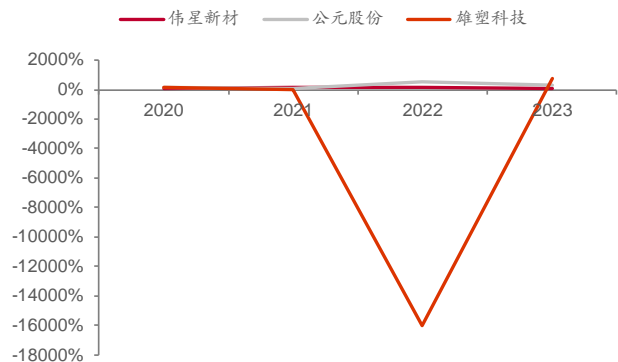
来源：Wind、中泰证券研究所

- 周转率方面，伟星新材、公元股份、雄塑科技变动不大。23年资产周转率分别同比-0.14/-0.06/-0.15次；24Q1资产周转率同比+0.01/-0.04/-0.03次。
- 现金流方面，23年雄塑科技现金流改善，伟星新材、公元股份现金流水平出现下滑，三家净现比分别为同比+16809.11pcts/-22.07pcts/+233.088pcts。24Q1公元股份及雄塑科技现金流状况大幅改善，净现比5815.36%/276.76%，同比+4996.62pcts/+334.09pcts；伟星新材净现比下降，同比-32.66pcts。
- 负债方面，板块均有小幅改善。23年伟星新材、公元股份、雄塑科技资产负债率同比变动-0.30pcts/+5.80pcts/-2.02pcts；24Q1伟星新材、公元股份、雄塑科技资产负债率同比变动-1.15pcts/+4.74pcts/-0.18pcts。
- 费用率方面，伟星新材、公元股份、雄塑科技均小幅上升。23年期间费用率分别为19.83%、13.71%、11.85%，同比+3.19pcts、+1.44pcts、+2.17pcts；24Q1同比+1.20pcts、+3.96pcts、+1.99pcts。

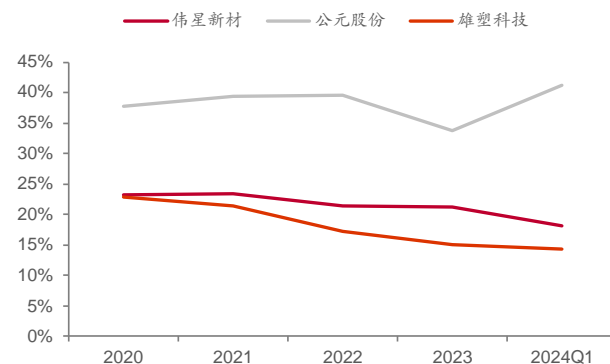
图表：管材行业代表公司资产周转率（单位：次）



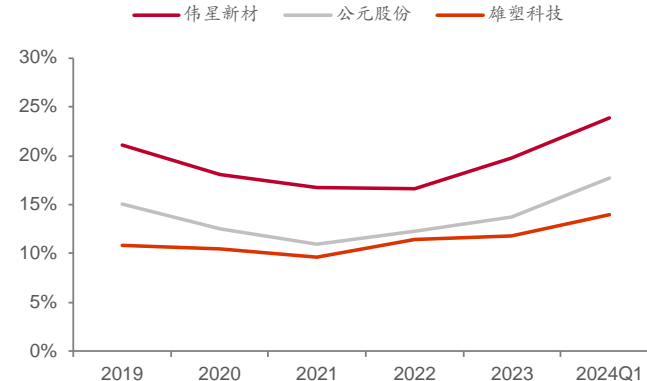
图表：管材行业代表公司净现比



图表：管材行业代表公司资产负债率



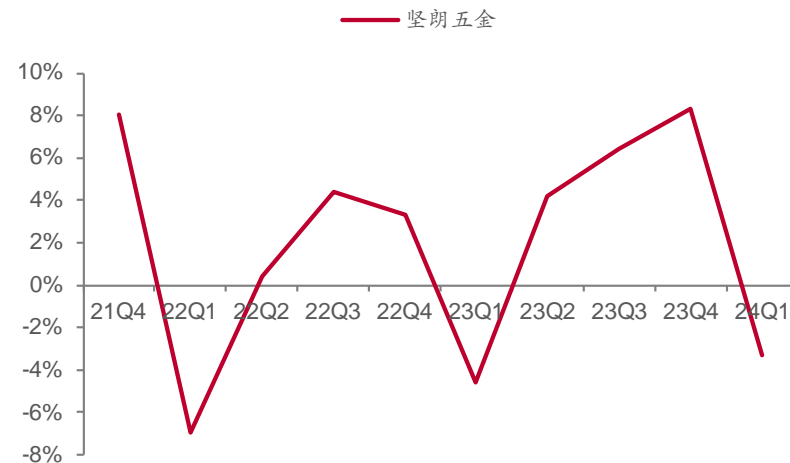
图表：管材行业代表公司期间费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 收入利润方面，23年坚朗五金营收和扣非归母净利润分别为78.02/2.89亿元，同比+2.0%/+651.6%；24Q1营收和扣非归母净利润分别为13.66/-0.58亿元，同比+0.85%/+2.64%，收入同比微增，利润小幅减亏。

图表：坚朗五金净利率



图表：坚朗五金23年财务概况 (单位：亿元)

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
建筑五金	002791.SZ	坚朗五金	78.02	2.00%	2.89	651.61%	32.26%	2.06%	25.15%	-0.98%	3.70%	3.20%

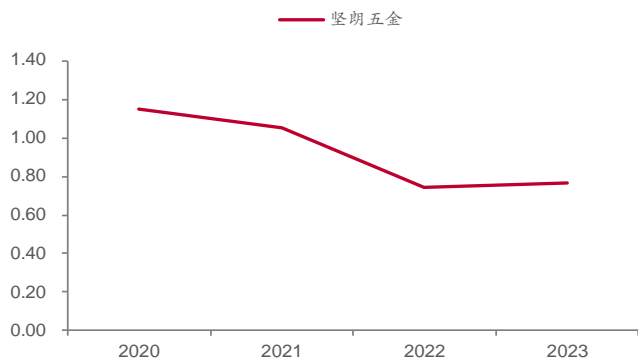
图表：坚朗五金24Q1财务概况 (单位：亿元)

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
建筑五金	002791.SZ	坚朗五金	13.66	0.85%	-0.58	2.64%	30.41%	0.27%	32.22%	-0.14%	-4.27%	0.15%

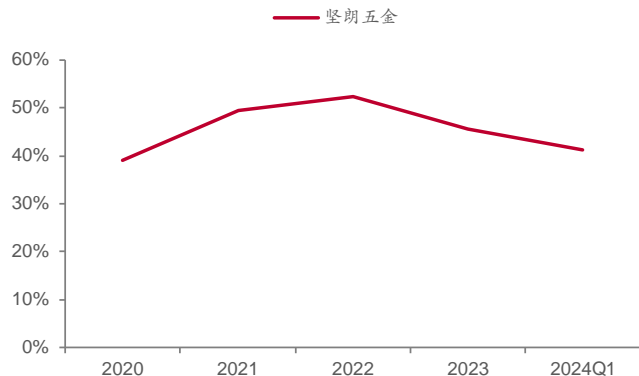
来源：Wind、中泰证券研究所

- 周转率方面，坚朗五金出现一定程度的下降。23年资产周转率0.77，同比+0.03次；24Q1资产周转率0.15，同比+0.01次。
- 现金流方面，24Q1坚朗五金经营质量大幅提升，净利润现金含量154.06%，同比变动-1272.05pcts；24Q1净现比1330.63%，同比+689.38pcts。
- 负债方面，坚朗五金资产负债率有所下降。23年资产负债率45.65%，同比-6.73pcts，24Q1末同比-8.58pcts。
- 费用率方面，23年坚朗五金期间费用率25.15%，同比-0.98pcts；24Q1费用率32.22%，同比-0.14pcts。

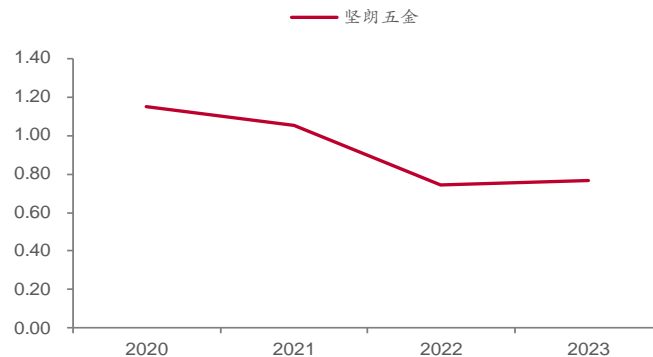
图表：坚朗五金资产周转率（单位：次）



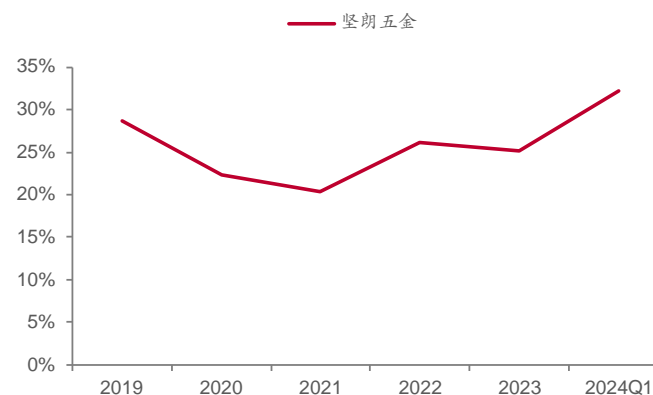
图表：坚朗五金资产负债率



图表：坚朗五金净现比



图表：坚朗五金期间费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 收入利润方面：**23-24Q1 瓷砖板块盈利承压**。23年板块收入、扣非归母净利分别为174.54/2.83亿元，同比-17.33%/-102.55%；24Q1收入、扣非归母净利分别为23.94/-0.56亿元，同比-16.16%、转亏。其中东鹏控股23年营收和扣非归母净利77.73/6.80亿元，同比+12.16%/+233.92%；24Q1营收和扣非归母净利同比-11.58%/+5.70%。23年蒙娜丽莎和帝欧家居营收及扣非归母净利均一定程度下滑，营收分别为59.21/37.60亿元，同比-4.94%/-8.55%，扣非归母净利2.42/-6.39亿元；蒙娜丽莎和帝欧家居两家公司24Q1营收下降，但蒙娜丽莎净利出现一定程度改善，营收8.18/5.64亿元，同比-25.72%/-7.50%，扣非归母净利同比+32.32%/亏损收窄。

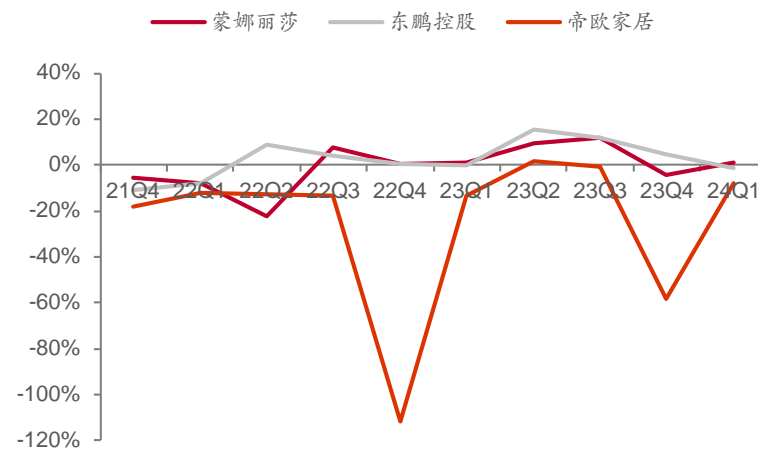
图表：瓷砖行业代表公司23年财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
瓷砖	002918.SZ	蒙娜丽莎	59.21	-4.94%	2.42	-157.55%	29.51%	5.87%	19.18%	-1.28%	4.09%	10.85%
	003012.SZ	东鹏控股	77.73	12.16%	6.80	233.92%	32.02%	2.28%	18.90%	-5.39%	8.75%	5.81%
	002798.SZ	帝欧家居	37.60	-8.55%	-6.39	-57.66%	22.96%	5.41%	24.75%	-6.61%	-16.98%	19.70%
		板块合计	174.54	-17.33%	2.83	-102.55%						

图表：瓷砖行业代表公司24Q1财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
瓷砖	002918.SZ	蒙娜丽莎	8.18	-25.72%	0.09	32.32%	26.51%	2.00%	25.76%	4.36%	1.07%	0.47%
	003012.SZ	东鹏控股	10.12	-11.58%	-0.17	5.70%	26.53%	1.69%	27.00%	2.95%	-1.71%	-0.11%
	002798.SZ	帝欧家居	5.64	-7.50%	-0.47	43.21%	22.68%	2.44%	29.84%	-3.32%	-8.34%	5.25%
		板块合计	23.94	-16.16%	-0.56	41.24%						

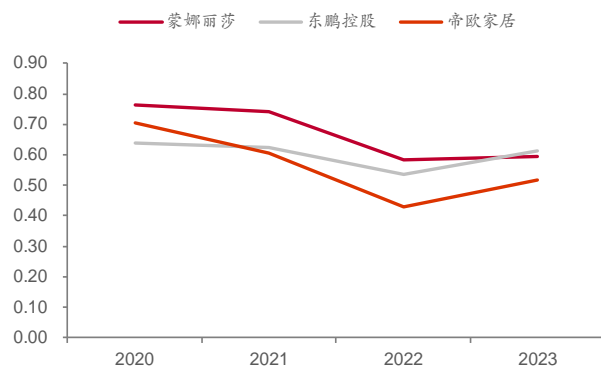
图表：瓷砖行业代表公司净利率



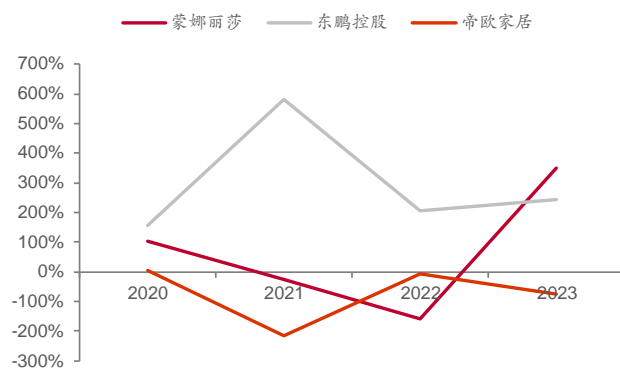
来源：Wind、中泰证券研究所

- 周转率方面，蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居23年均出现不同程度下降，24Q1有改善。23年资产周转率0.60/0.61/0.52次，同比+0.01/+0.08/0.09次。24Q1同比+0.09/+0.08/+0.09次。
- 现金流方面，23年蒙娜丽莎、东鹏控股净现比350.83%、245.13%，同比+508.70pcts/+39.22pcts；帝欧家居-74.90%，同比-131.20pcts。24Q1板块现金流状况分化，东鹏控股净现比同比-9128.63pcts，蒙娜丽莎、帝欧家居同比+2649.08pcts、-447.78pcts。
- 负债方面，蒙娜丽莎及帝欧家居资产负债率有明显提高。23年蒙娜丽莎及东鹏控股资产负债率60.92%/37.97%，同比-4.29pcts/-5.65pcts，帝欧家居资产负债率略有提升，23年资产负债率为66.93%，同比+2.82pcts；24Q1蒙娜丽莎、帝欧家居及东鹏控股资产负债率分别同比-3.68pcts/-5.95pcts/-2.95pcts。
- 费用率方面，23年蒙娜丽莎、东鹏控股费用率同比维持稳定，帝欧家居显著提升。23年三家公司期间费用率分别为19.18%、18.90%、24.75%，分别同比-1.28pcts、-5.39pcts、-6.61pcts。24Q1蒙娜丽莎、东鹏控股期间费用率略有上升，同比+4.36pcts/+2.95pcts；帝欧家居期间费用率下降至29.84%，同比-3.32pcts。

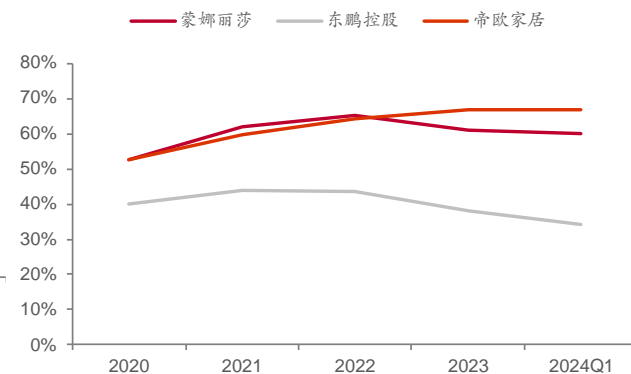
图表：瓷砖行业代表公司资产周转率（单位：次）



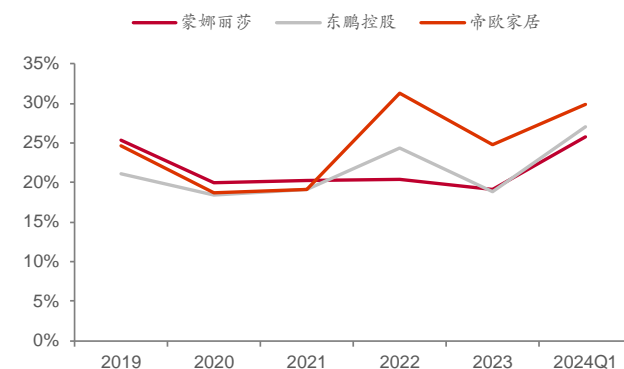
图表：瓷砖行业代表公司净现比



图表：瓷砖行业代表公司资产负债率



图表：瓷砖行业代表公司期间费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 收入利润方面：三棵树23盈利同比基本修复，亚士创能仍有承压。23年三棵树和亚士创能营收分别为124.76亿/31.10亿，分别同比+10.03%/+0.09%，扣非归母净利分别为0.44/0.10亿，同比+80.13%/-71.37%。24Q1三棵树、亚士创能分别实现营收20.66/2.95亿，分别+0.62%/-40.0%；分别实现扣非归母净利-0.77/-0.88亿。

图表：建筑涂料行业代表公司23年财务概况（单位：亿元）

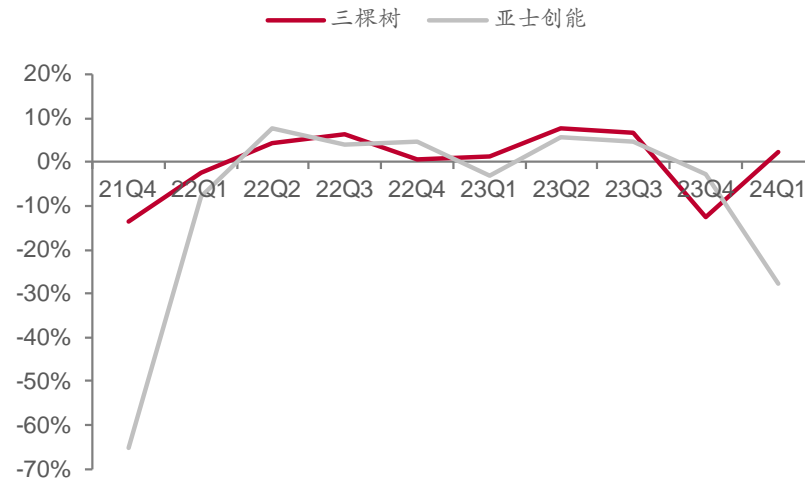
细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
建筑涂料	603737.SH	三棵树	124.76	10.03%	0.44	80.13%	31.51%	2.61%	26.18%	2.66%	0.35%	-1.60%
	603378.SH	亚士创能	31.10	0.09%	0.10	-71.37%	30.52%	-1.88%	22.83%	-3.21%	0.33%	-0.83%
		板块合计	155.86	-3.45%	0.54	12.04%						

图表：建筑涂料代表公司24Q1财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
建筑涂料	603737.SH	三棵树	20.66	0.62%	-0.77	-80.20%	28.38%	-1.19%	33.86%	3.67%	-3.74%	-1.65%
	603378.SH	亚士创能	2.95	-40.00%	-0.88	-368.24%	19.80%	-15.22%	54.77%	17.80%	-29.68%	-25.87%
		板块合计	23.61	-7.23%	-1.65	-167.65%						

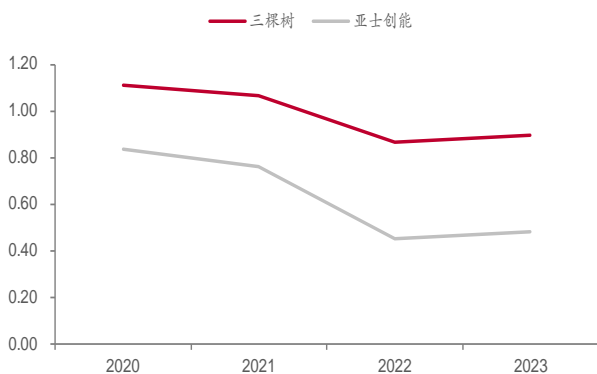
来源：Wind、中泰证券研究所

图表：建筑涂料行业代表公司净利率



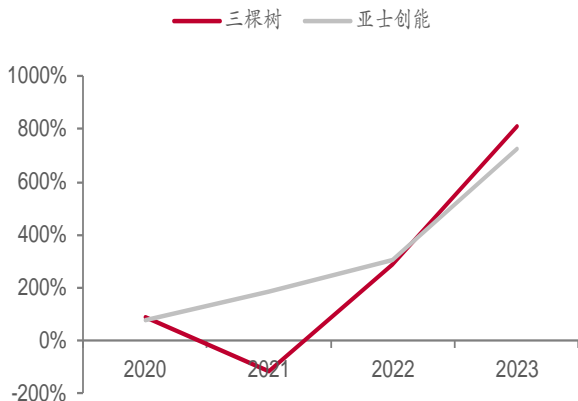
- **周转率方面：**23年三棵树和亚士创能皆有小幅提升。23年三棵树和亚士创能资产周转率分别为0.89/0.48次，同比均提升0.03次。24Q1资产周转率分别为0.15/0.05次，同比基本持平。
- **现金流方面：**23年三棵树和亚士创能均大幅改善。两家公司23年净现比分别为811.37%/727.26%，较22年同比实现521.25pcts/420.56pcts的提升。
- **负债方面，**三棵树和亚士创能23年末资产负债率分别达80.88%/72.84%，分别下降1.13pcts/0.94pcts，24Q1资产负债率分别为79.53%/74.01%，同比-1.80pcts/+0.34pcts。
- **期间费用率方面，**23年三棵树和亚士创能期间费用率分别为26.18%/22.83%，分别+2.66/-3.21pcts，24Q1三棵树和亚士创能期间费用率分别同比+3.67/+17.80pcts。

图表：建筑涂料行业代表公司资产周转率（单位：次）

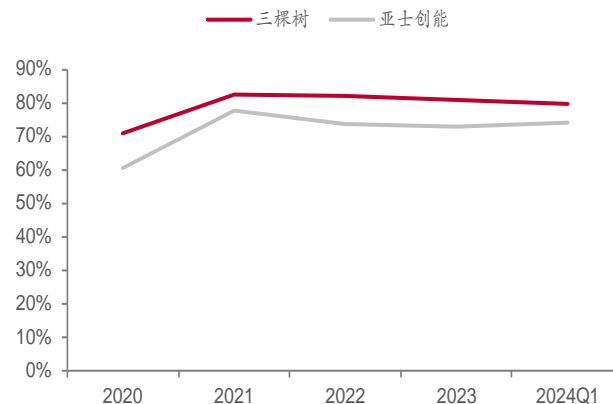


来源：Wind、中泰证券研究所

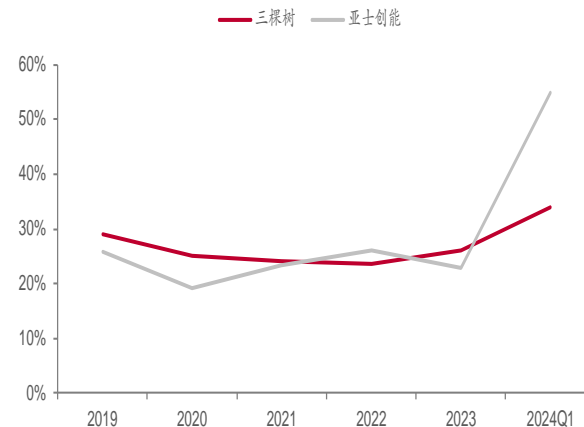
图表：建筑涂料行业代表公司净现比



图表：建筑涂料行业代表公司资产负债率



图表：建筑涂料行业代表公司期间费用率



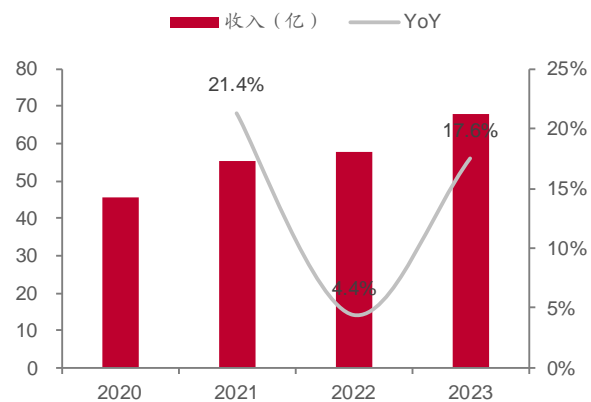


4

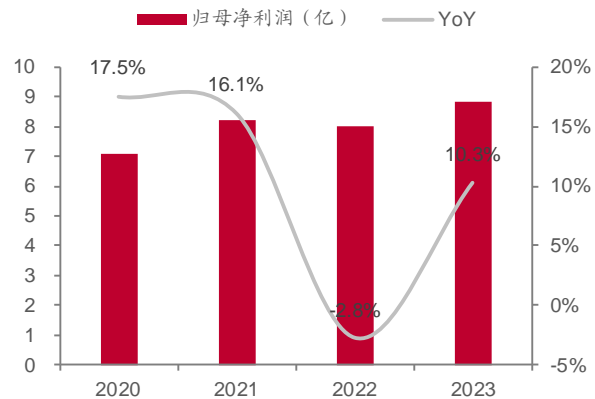
玻璃：药玻稳步成长；浮法盈利修复；光伏
价格反弹

■ 收入稳步增长，龙头企业表现亮眼。我们选取主营药用玻璃3家上市公司作为样本，包含山东药玻、力诺特玻、正川股份。2023年药用玻璃上市公司合计实现营收67.8亿，YoY+17.6%；实现归母净利润8.8亿，YoY+10.3%；24Q1行业上市公司合计实现收入17.8亿，YoY+5.6%；实现归母净利润2.7亿，YoY+31.7%。其中，山东药玻2023年及24Q1均实现盈利较快增长，表现亮眼。

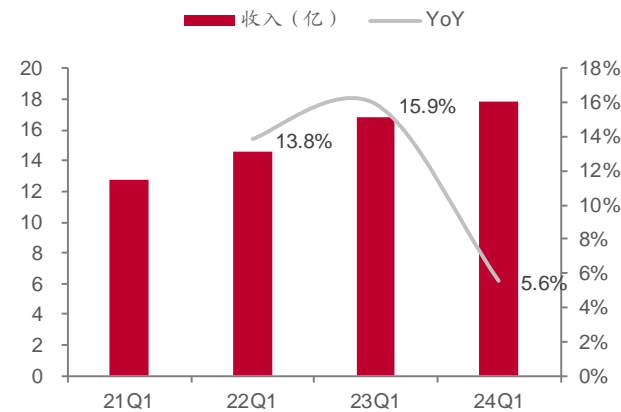
图表：23年药用行业上市公司营收 YoY+17.6%



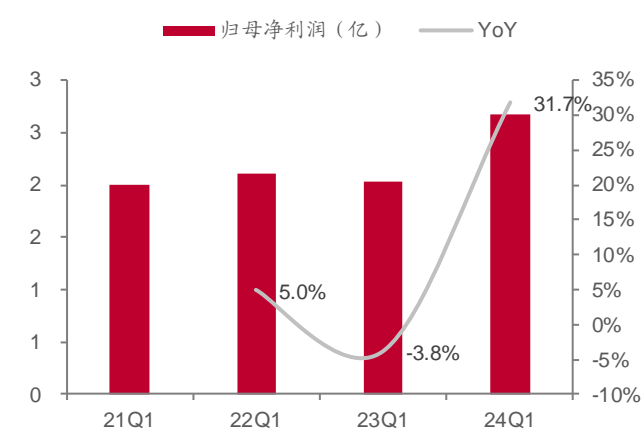
图表：23年药用行业上市公司归母净利润 YoY+10.3%



图表：24Q1药用行业上市公司营收 YoY+5.6%



图表：24Q1药用行业上市公司归母净利润 YoY+31.7%

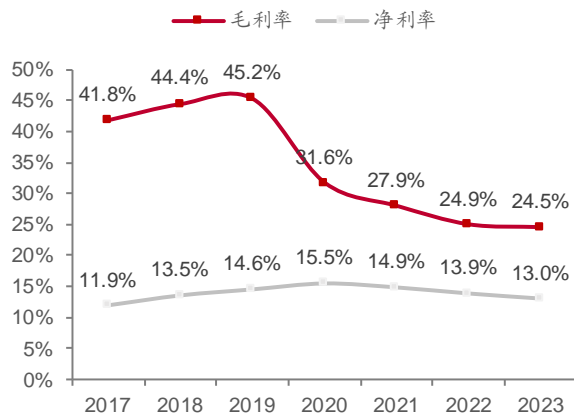


图表：药用玻璃行业上市公司23年及24Q1收入/归母净利润 (亿)

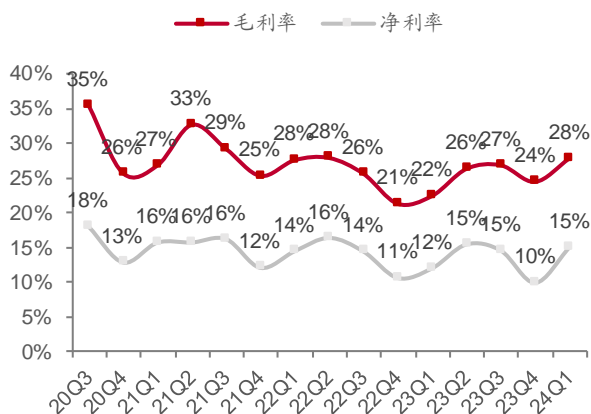
公司名称	23年收入 (亿)	收入 YoY	23年归母净利 (亿)	净利 YoY	24Q1收入 (亿)	收入 YoY	24Q1归母净利 (亿)	净利 YoY
山东药玻	49.4	19%	7.8	25%	12.7	2%	2.2	33%
力诺特玻	9.5	15%	0.7	-43%	2.7	19%	0.2	8%
正川股份	9.0	13%	0.4	-38%	2.5	9%	0.2	62%

■ 模制瓶企业优势进一步凸显，盈利稳步改善。从盈利水平上看，23年行业企业整体盈利水平基本持平，24Q1行业企业单季盈利水平环比有所改善，毛利率/净利率分别为27.8%、15.0%，环比+3.4pcts、+5.1pcts。横向对比来看，由于管制瓶赛道竞争激烈，产品价格有所下降，导致企业盈利水平（力诺特玻、正川股份）有所下滑，而模制瓶赛道由于参与者有限，企业充分（山东药玻）享受产品升级+成本下降带来的盈利增厚，盈利水平稳步向好。

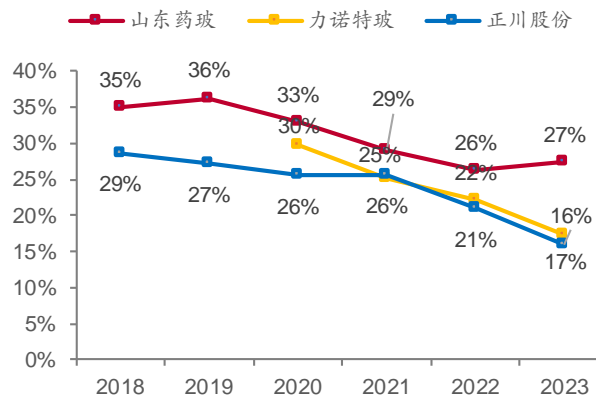
图表：药用玻璃上市公司毛利率/净利率 (%)



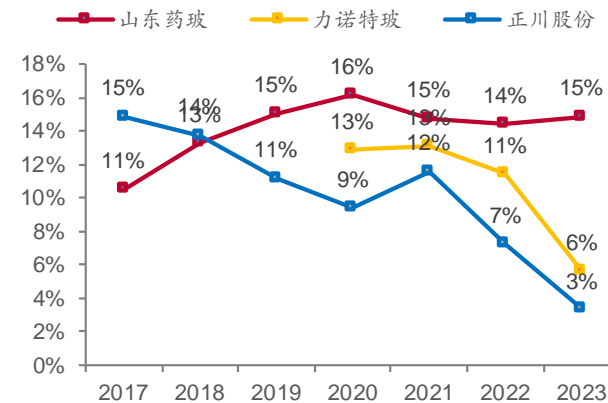
图表：药用玻璃上市公司季度毛利率/净利率 (%)



图表：药用玻璃公司毛利率水平 (%)



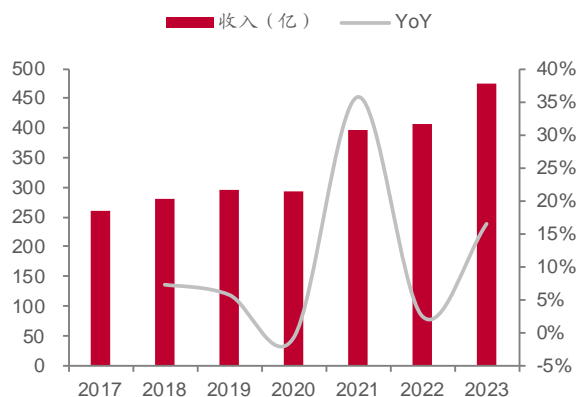
图表：药用玻璃公司扣非净利率水平 (%)



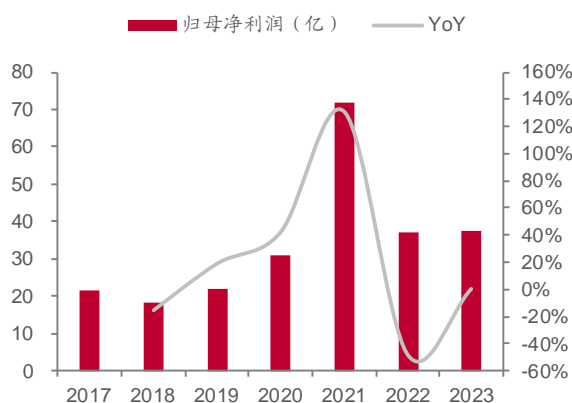
来源：Wind、中泰证券研究所

■ **23年浮法玻璃价格企稳，行业利润稳步修复。**我们选取浮法玻璃行业上市公司（SW玻璃制造分类，剔除福莱特、凯盛新能、亚玛顿、金刚玻璃）作为样本，主要包含旗滨集团、南玻A、金晶科技、耀皮玻璃。自23Q2起需求企稳回升，上市公司浮法业务量价齐升，叠加光伏玻璃业务布局，23年全年行业公司合计实现收入474.4亿元，YoY+16.5%；在价格及成本压力缓解下，行业公司实现归母净利润37.4亿，YoY+0.5%。进入24Q1，浮法玻璃价格维持高位，行业上市公司合计实现收入109.1亿，YoY+7.6%；原燃料成本下行，24Q1行业公司实现归母净利润9.5亿，YoY+78.8%。

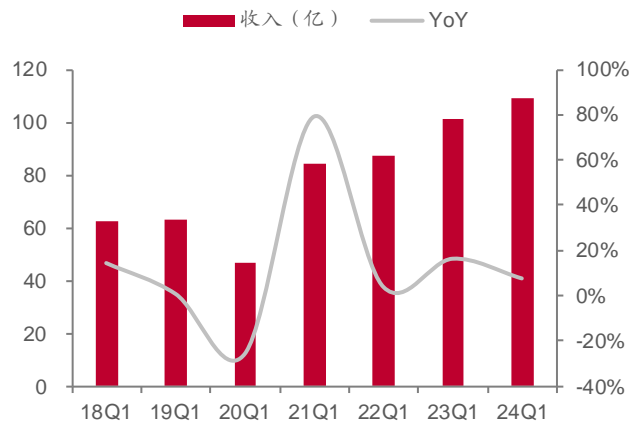
图表：23年浮法行业上市公司营收 YoY+16.5%



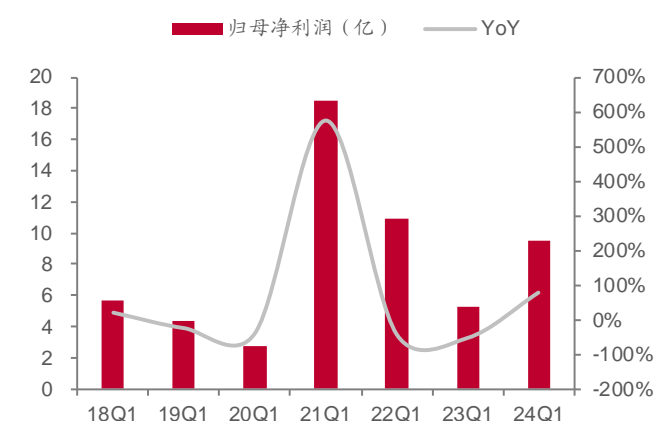
图表：23年浮法行业上市公司归母净利润 YoY+0.5%



图表：24Q1浮法行业上市公司营收 YoY+7.6%



图表：24Q1浮法行业上市公司归母净利润 YoY+78.8%

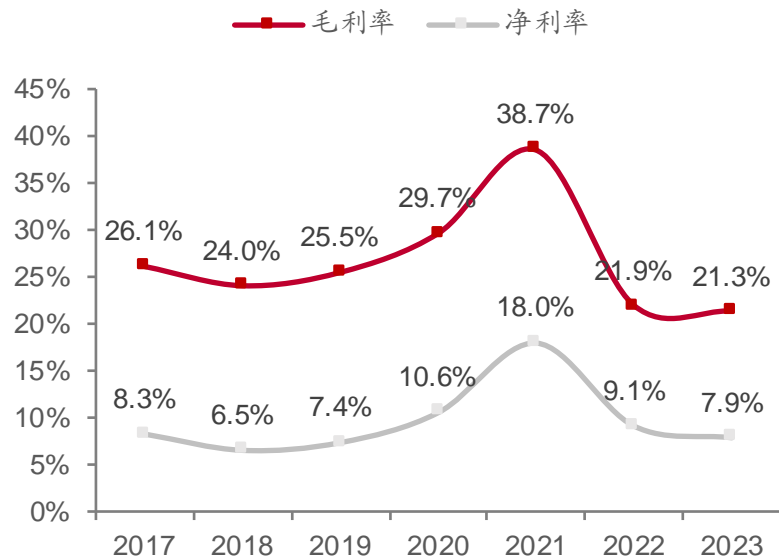


图表：浮法玻璃行业上市公司23年及24Q1收入/归母净利润 (亿)

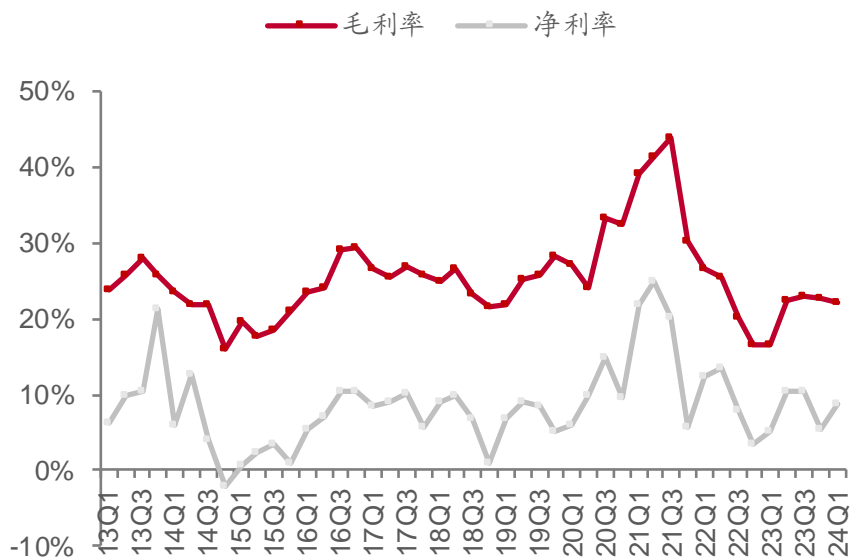
公司名称	23年收入 (亿)	收入 YoY	23年归母净利润 (亿)	净利 YoY	24Q1收入 (亿)	收入 YoY	24Q1归母净利润 (亿)	净利 YoY
旗滨集团	156.8	18%	17.5	33%	38.6	23%	4.4	292%
南玻A	181.9	20%	16.6	-19%	39.5	-3%	3.3	-18%
金晶科技	79.7	7%	4.6	30%	17.7	-7%	1.7	94%
耀皮玻璃	55.9	17%	-1.3	-925%	13.3	28%	0.1	-118%

- 23年景气筑底回升，24Q1盈利维持较好水平。23年浮法行业盈利水平整体企稳，毛利率/净利率分别为21.3%/7.9%，YoY-0.6pcts/-1.3pcts。24Q1行业盈利水平维持高位，单季毛利率/净利率为22.2%/8.7%，环比-0.4pcts/+3.3pcts。

图表：浮法玻璃上市公司毛利率/净利率 (%)



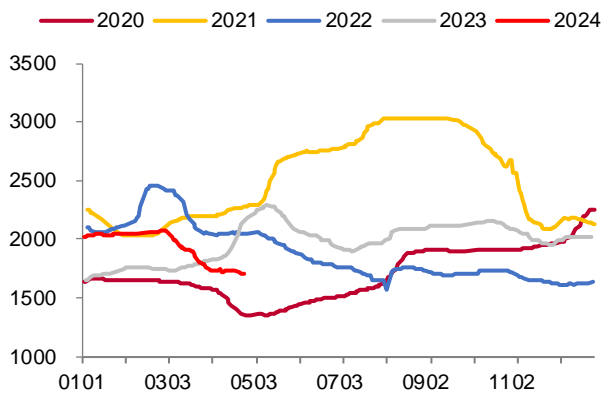
图表：浮法玻璃上市公司季度毛利率/净利率 (%)



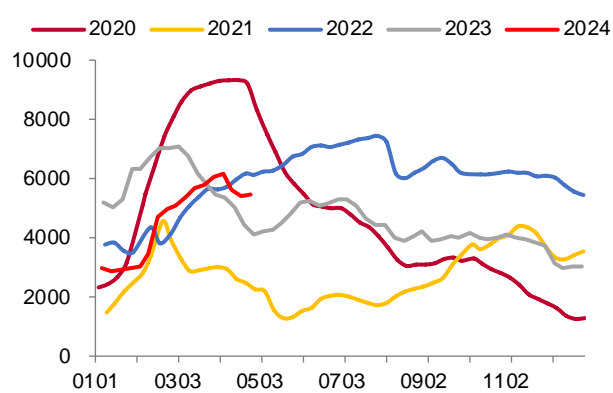
来源：Wind、中泰证券研究所

■ **24年需求走弱，行业库存有所累积。**春节后浮法玻璃受竣工同比下滑影响，下游订单需求表现偏弱，截至4月中旬，玻璃深加工订单天数11.3天，同比-3.5天。加之产能高位维持，厂商库存有所累积，截至4月26日，全国重点省份厂商库存5486万重箱，同比+1406万重箱。产品累库+纯碱成本下行，浮法玻璃价格有所下滑，截至4月26日，全国浮法玻璃均价1705元/吨，同比-475元/吨。

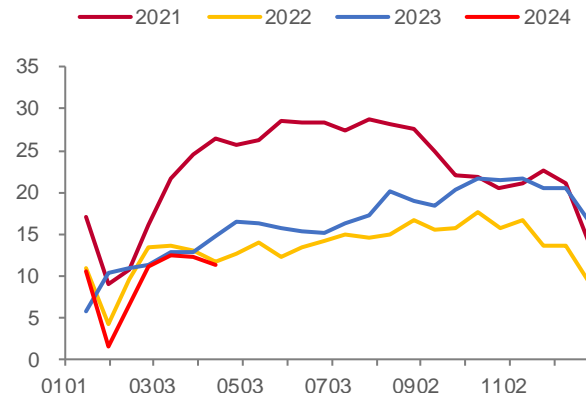
图表：全国浮法玻璃均价走势
(元/吨)



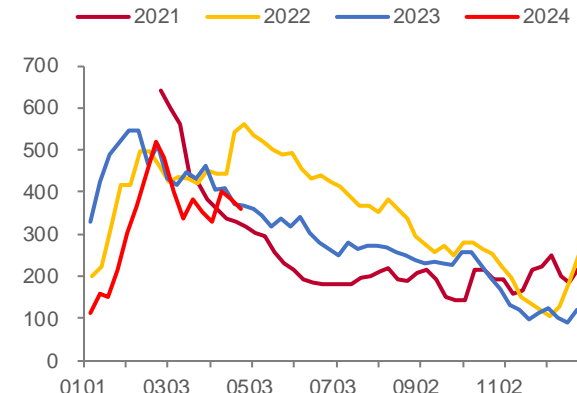
图表：国内浮法玻璃重点省份厂商库存
(万重箱)



图表：全国深加工样本企业订单天数
(天)



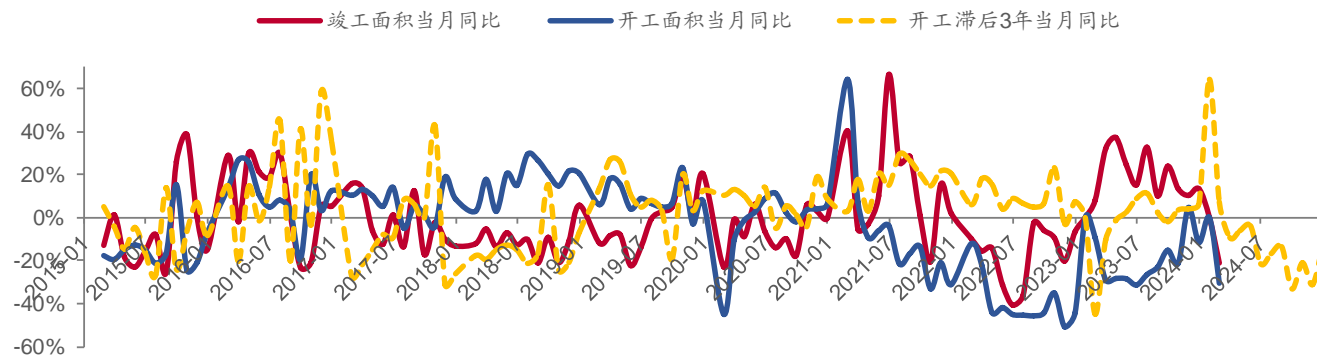
图表：沙河地区社会库存
(万重箱)



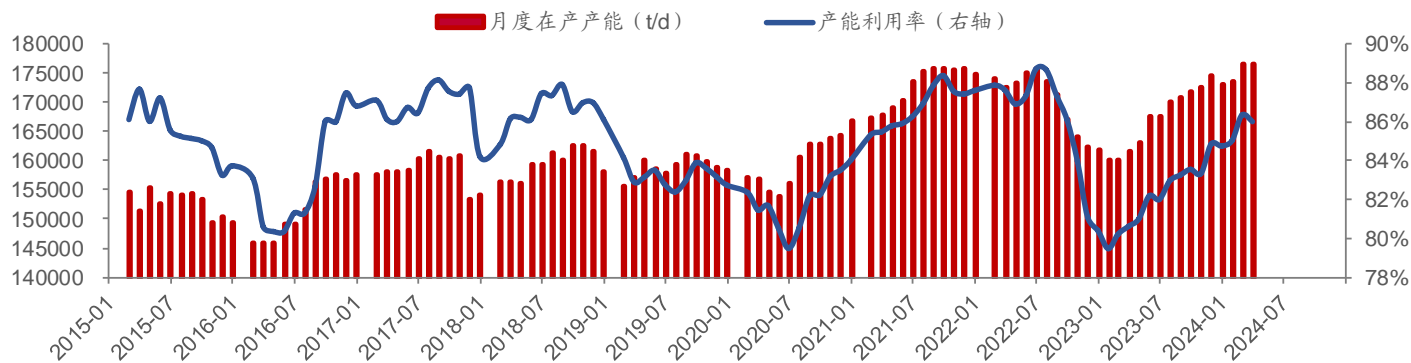
4.2 浮法玻璃：盈利稳步修复，多元业务加速增长

■ 浮法供给有待出清去化。由于23年盈利的恢复，浮法玻璃产能触底回升，截至4月下旬，全国浮法玻璃在产产能17.4万t/d，同比+1.0万t/d，浮法玻璃供给目前处于历史高位，面临竣工需求逐步下滑风险，行业产能高位有待出清去化。

图表：下游地产竣工开工及玻璃行业经营情况复盘

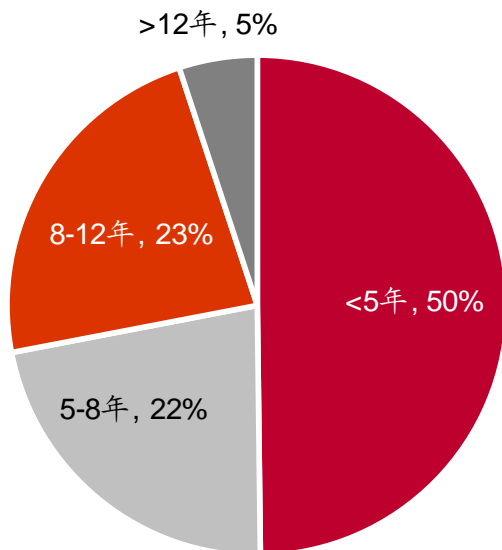


图表：各燃料产线浮法玻璃单箱盈利（元/重箱）

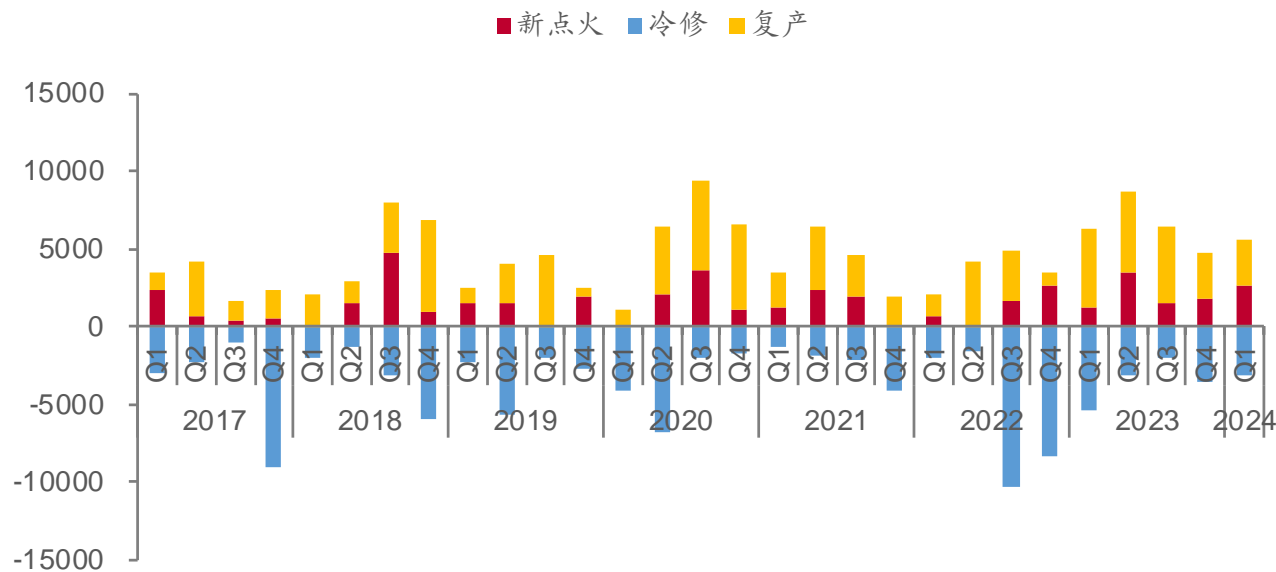


- 行业供给存加速出清基础。以23年窑龄分布来看，约28%行业产线窑龄为8年以上，部分已接近使用年限，我们根据历史10年行业产线冷修概率分布计算，当前潜在冷修产能约2.5万t/d。（概率分布详见我们于2023年4月发布的《浮法玻璃：底部回升趋势确立，景气复苏在途》）

图表：浮法玻璃行业产线窑龄分布

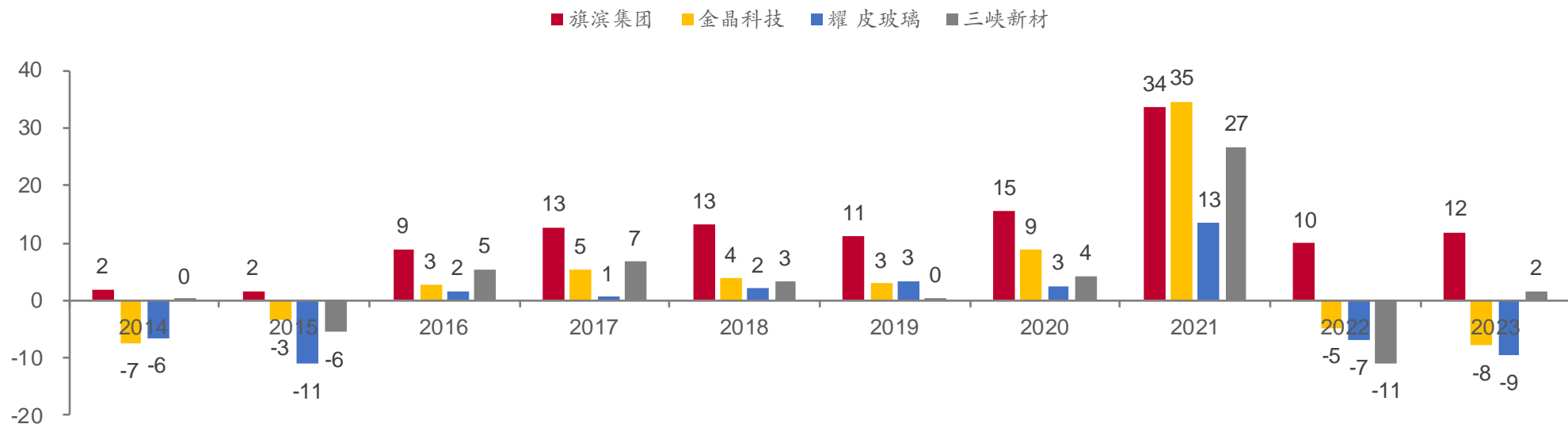


图表：浮法玻璃行业季度产能变动 (t/d)



■ 龙头成本优势领先，盈利有望保持韧性。我们通过测算，2023年浮法玻璃行业上市企业旗滨集团、金晶科技、耀皮玻璃、三峡新材单箱净利分别为12元/重箱、-8元/重箱、-9元/重箱、2元/重箱，使用石油焦作为主燃料的旗滨集团与三峡新材盈利水平基本与2017-2019年持平，而使用天然气作为主燃料的金晶科技、耀皮玻璃则因燃料成本居高不下，全年依然录得亏损。横向对比来看，由于龙头旗滨集团在成本方面的优势，除21年特殊年份外，单箱盈利基本高出同行5-10元，在行业周期波动下，盈利有望保持韧性。

图表：浮法玻璃上市企业单箱净利（元/重箱）



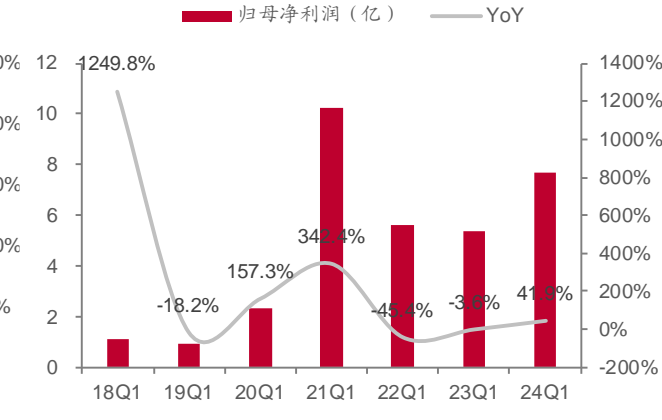
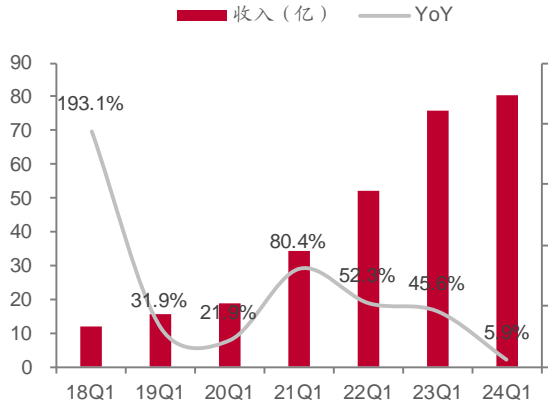
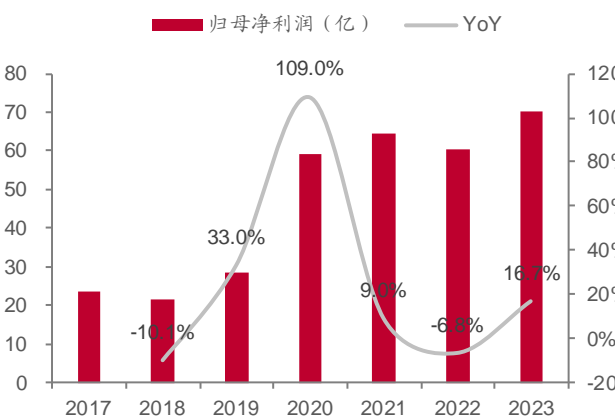
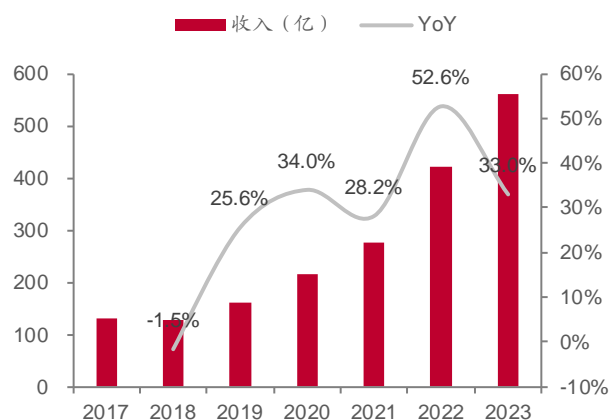
■ 光伏玻璃量增价稳叠加成本下行，盈利重回增长。我们选取光伏玻璃行业上市公司作为样本，包含信义光能、福莱特、凯盛新能、亚玛顿。供需偏宽松下光伏玻璃量增价减，23年光伏玻璃上市公司合计实现营收559.7亿，YoY+33.0%；实现归母净利润70.3亿，YoY+16.7%。由于信义光能未披露一季报情况，24Q1数据仅包含福莱特、凯盛新能、亚玛顿。进入24Q1装机淡季，光伏玻璃价格小幅回落，但原燃料成本同比有所下行，行业上市公司合计实现收入80.5亿，YoY+5.9%；实现归母净利润7.7亿，YoY+41.9%。

图表：23年光伏玻璃上市公司营收 YoY+33.0%

图表：23年光伏玻璃上市公司归母净利润YoY+16.7%

图表：24Q1光伏玻璃上市公司营收YoY+5.9%

图表：24Q1光伏玻璃上市公司归母净利润YoY+41.9%



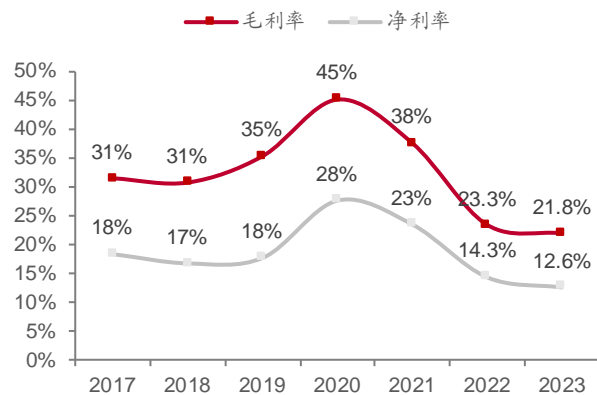
图表：光伏玻璃行业上市公司23年及24Q1收入/归母净利润 (亿)

公司名称	23年收入 (亿)	收入 YoY	23年归母净利 (亿)	净利 YoY	24Q1收入 (亿)	收入 YoY	24Q1归母净利 (亿)	净利 YoY
信义光能	242.2	31%	37.9	11%	/	/	/	/
福莱特	215.2	39%	27.6	30%	57.3	7%	7.6	49%
凯盛新能	66.0	31%	3.9	-4%	14.4	1%	-0.1	-151%
亚玛顿	36.3	15%	0.8	0%	8.9	9%	0.1	-23%

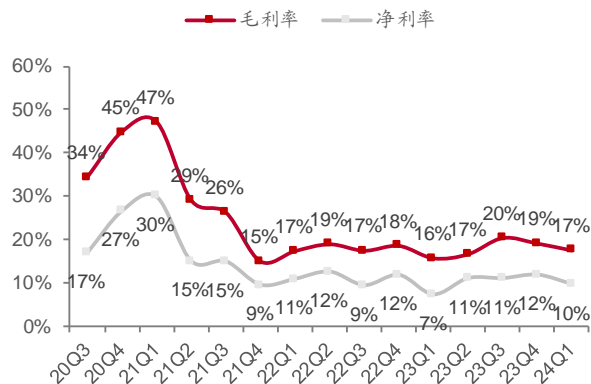
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 盈利水平底部修复，龙头优势依旧显著。从盈利水平上看，23年光伏玻璃行业价格下行，毛利率/净利率分别为21.8%/12.6%，YoY-1.5pcts/-1.8pcts，但自23Q1筑底后季度改善明显。24Q1光伏玻璃价格小幅回落，行业企业单季盈利水平环比仍有下滑，毛利率/净利率分别为17.4%/9.5%，环比-1.6pcts/-2.2pcts。横向对比看，一线龙头信义光能及福莱特盈利水平仍较二三线企业具备明显优势，净利率水平平均高出10pcts以上，由于价格的同质化，成本未来仍是头部企业核心竞争力。

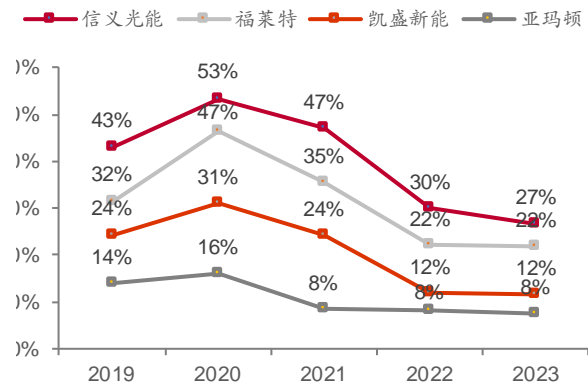
图表：光伏玻璃上市公司毛利率/净利率 (%)



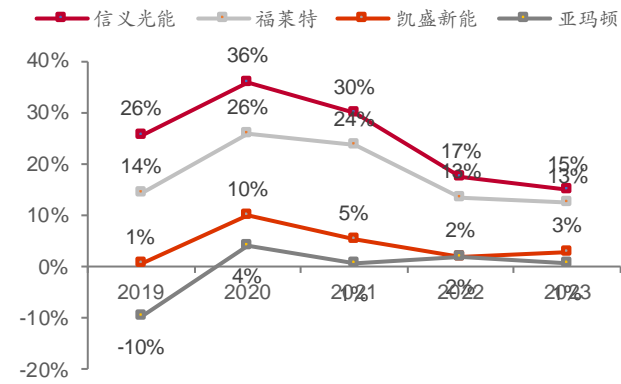
图表：光伏玻璃上市公司季度毛利率/净利率 (%)



图表：光伏玻璃公司毛利率水平 (%)



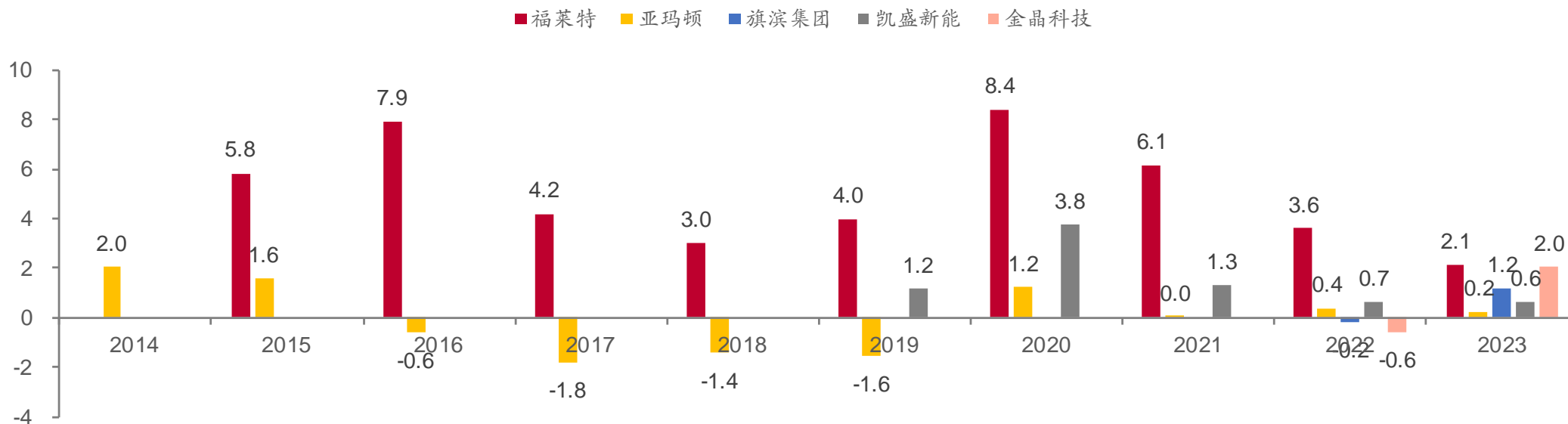
图表：光伏玻璃公司扣非净利率水平 (%)



来源：Wind、中泰证券研究所

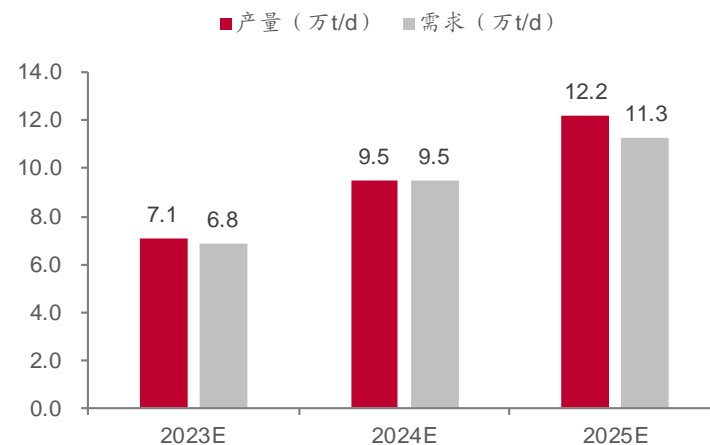
■ 龙头盈利优势依旧显著，后起之秀逐步实现追赶。我们通过测算，2023年行业上市企业福莱特、亚玛顿、旗滨集团、凯盛新能、金晶科技光伏玻璃业务单平净利分别为2.1元/平、0.2元/平、1.2元/平、0.6元/平、2.0元/平。历史对比来看，龙头企业单平净利处于历史绝对低位，除2.0mm产品占比提升影响外，结合前文毛利率水平来看，光伏玻璃盈利水平也处于历史绝对低位。横向对比来看，福莱特单平净利依旧高出行业其他企业1元+（金晶科技单平净利较高预计主要因3.2mm产品占比较多），成本优势依旧显著。此外，浮法龙头旗滨集团2023年光伏玻璃业务毛利率22%，跻身行业龙头水平，由于新线爬坡，预计摊销成本及费用相对较高，未来随产能逐步达产，单位净利有望实现进一步实现追赶。

图表：上市企业光伏玻璃单平净利（元/平）



■ 供给新增或有放缓，光伏玻璃价格低位具备向上弹性。供给端，从投资意愿和投资能力来看，我们判断光伏玻璃实际落地产能规模及节奏或有放缓；需求端，产业链价格下降提升全球光伏电站投资意愿。目前行业价格仍处于周期底部区间，据卓创资讯，截至24年4月，3.2mm/2.0mm镀膜玻璃价格分别为26.25/18.25元/平米，同比+1.0%/-1.4%。展望24年，随着光伏装机需求持续向好，光伏玻璃在供需相对偏紧的情况下，价格具备向上弹性。

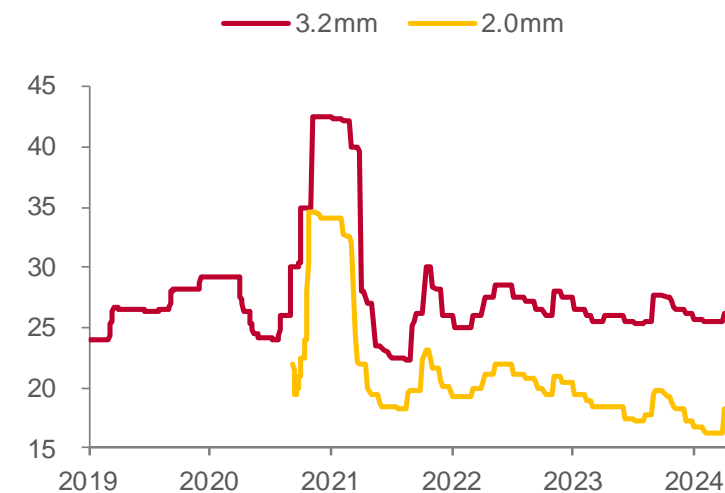
图表：2023-2025E光伏玻璃供需 (t/d)



图表：行业新增产能测算表 (t/d)

公司	23年底在产产能	2024年产能变动				2024年预计点火	2024年底在产产能	2024年有效产能	2025年预计点火	2025年底在产产能	2025年有效产能
		Q1E	Q2E	Q3E	Q4E						
信义光能	25800	3000	3000			6000	31800	28050	6000	37800	33300
福莱特	20600	1200	2400	2400	2400	8400	29000	23000	6700	35700	30675
中建材系	7680	3600	550	1200	1200	6550	14230	10655	6600	20830	15880
南玻A	7470	1200	1200			2400	9870	8370	1200	11070	10170
旗滨集团	7000	3600	1200			4800	11800	9100	1200	13000	12100
亿均耀能	4800		2600				7400	5450		7400	7400
彩虹新能源	4350		1000	1000		2000	6350	4600		6350	6350
安彩高科	2600						2600	2600		2600	2600
金信集团	2590			1000	1000		4590	2590		4590	4590
亚玛顿	1950		1000	1000			3950	2200		3950	3950
金晶科技	650		1200	1200			3050	950	2400	5450	3650
其他	17190						17190	17190		17190	17190
合计	102680	12600	14150	7800	4600	30150	141830	114755	24100	165930	147855
对应产量	70579							94615			121906
产量同比								34%			29%

图表：3.2mm/2.0mm光伏玻璃价格 (元/平)



来源：卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所（注：产能点火后需爬坡4个月；并假设原片成品率80%，深加工成品率95%计算对应产量）

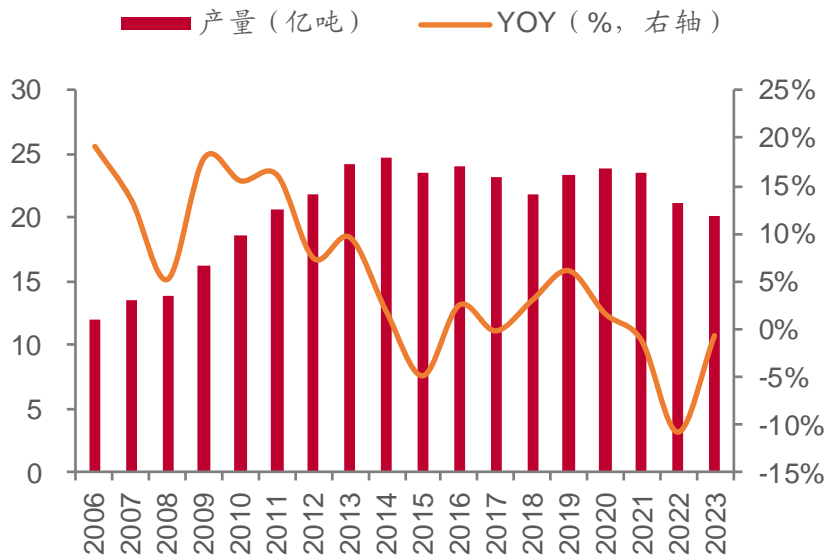


5

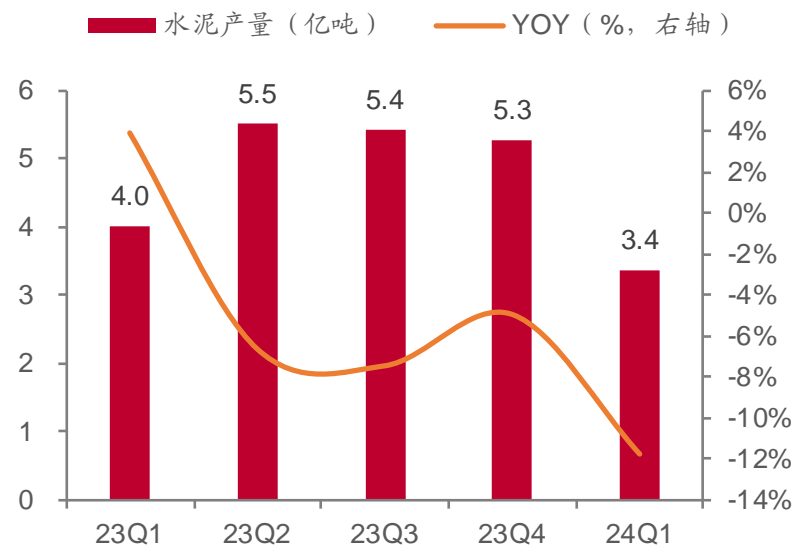
水泥和减水剂：盈利磨底，静待修复

■ **23全年需求疲弱，24Q1产量延续下滑。**2023年全国水泥市场受到地产景气下行、项目开工放缓延后的因素，需求出现明显下滑，全年水泥产量20.2亿吨，同比-0.7%，其中23Q4全国水泥产量5.3亿吨，同比-4.9%。24Q1受房地产新开工项目较少和部分地区暂缓重大基建项目建设影响，全国水泥市场需求低迷，全国水泥产量3.4亿吨，同比-11.8%，产量为2011年以来次低，仅高于2020年同期水平。

图表：23年全国水泥产量20.2亿吨，同比-0.7%



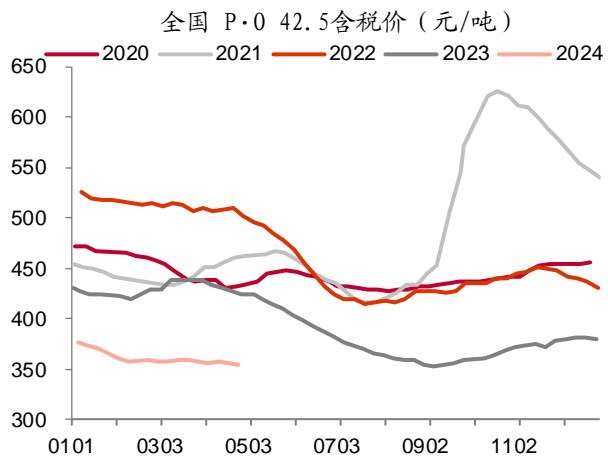
图表：24Q1全国水泥产量3.4亿吨，同比-11.8%



来源：工信部、国家统计局、Wind、中泰证券研究所

- **23年全国均价受需求影响高位回落，24Q1延续弱势。**23年全国水泥均价整体呈现前高后低的回调走势，全年水泥均价为394元/吨，同比-15%。一方面市场需求持续低迷，另一方面企业销售压力较大，特别是进入下半年，价格竞争激烈，但由于价格过低导致面临亏损，企业又通过错峰生产等措施，推动价格阶段性小幅修复上调。24Q1全国水泥均价363元/吨，同比-15%，延续弱势下行。
- **分地区来看，23年东北、华北地区水泥价格同比跌幅最深，**下调幅度均超过100元/吨，跌幅分别为22%和20%。24Q1六大产区价格同比均出现明显回落，降幅最大的为中南和华东，降幅分别为-19%、-18%。

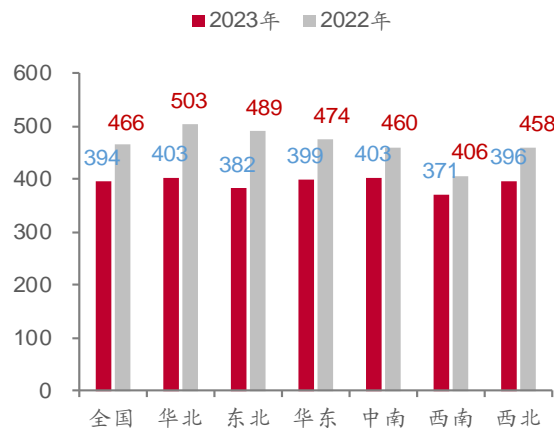
图表：全国P.O 42.5水泥均价（元/吨）



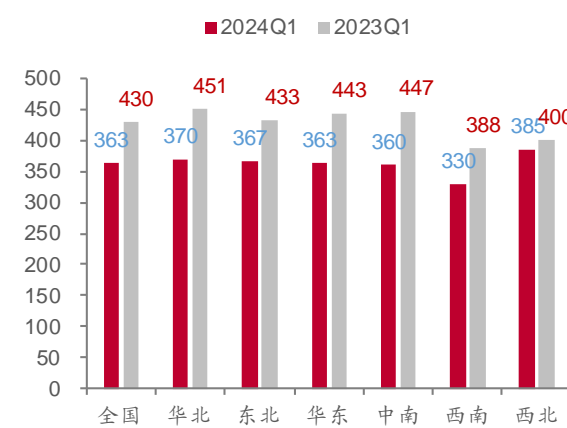
图表：动力末煤（Q5500）价格走势（元/吨）



图表：2023年六大产区水泥价格对比（元/吨）



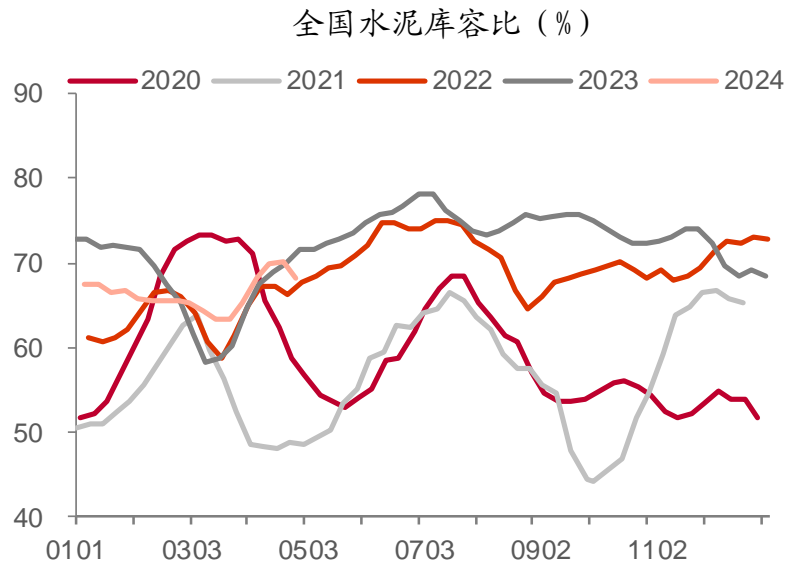
图表：2024Q1六大产区水泥价格对比（元/吨）



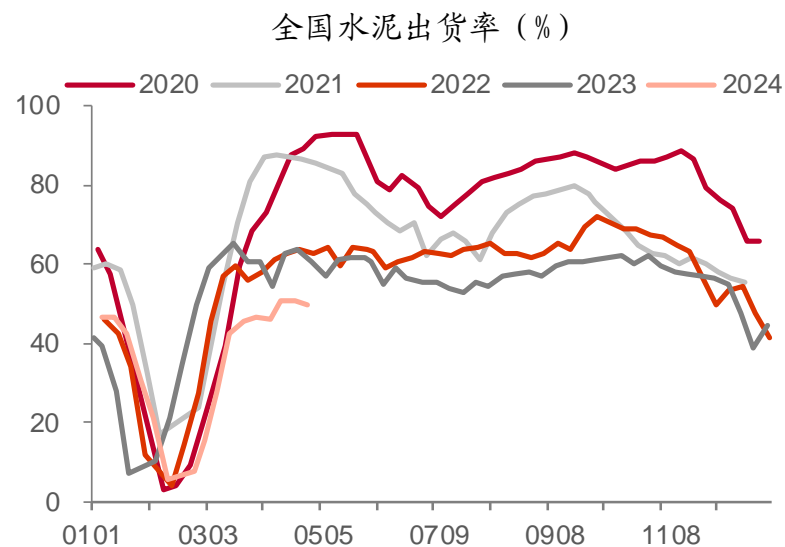
来源：数字水泥网、Wind、中泰证券研究所

■ 23年至今库存高位震荡，水泥出货承压。受需求疲软影响，水泥库存水平总体呈高位震荡特征，分季度看，Q2是前三季度库存最高的阶段，整体在70%-75%之间，8月伴随错峰力度加强，库存有所消耗，但错峰力度减弱则库存马上回升至高位，9月末以后库存整体继续呈现震荡上升趋势，库存水平处于近年高位。全年水泥发货整体保持较低水平，旺季最高也仅达到6成左右。24Q1供需矛盾加剧，尽管不少地区加大错峰力度和延迟开窑，但需求疲弱下，厂家去库速度较慢，3月底水泥容比65.3%，处于同期高位水平。

图表：全国水泥库容比 (%)



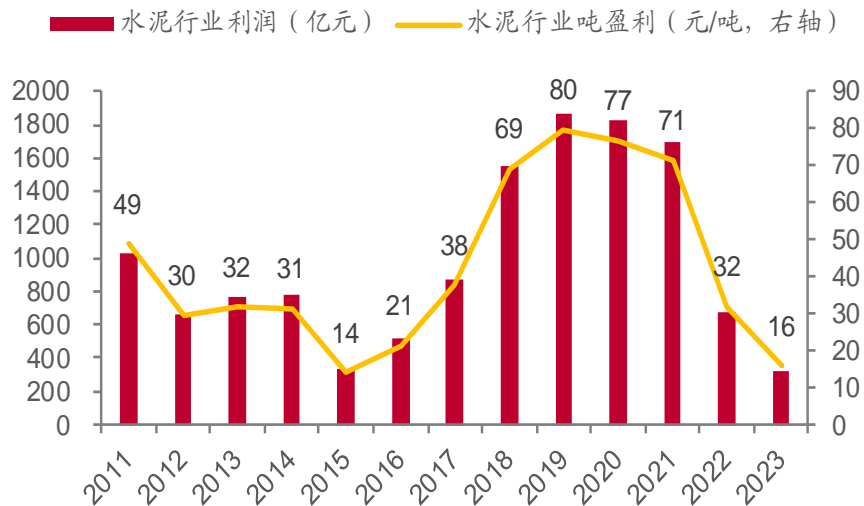
图表：全国水泥出货率 (%)



来源：数字水泥网、中泰证券研究所

- 2023年水泥行业盈利水平已经退至2015年水平，24H1预计盈利仍处底部。23年在需求下滑等因素作用下，全年水泥行业实现利润320亿元，同比-52.9%；吨盈利为16元/吨，已经回到2015年水平。由于水泥销售价格的进一步下滑，煤炭价格仍维持在800元/吨以上高位，且企业产线停产时间较长，成本分摊增加，我们预计24Q1行业基本无利润。我们测算2024年5月10日全国水泥煤价差252元/吨，处于2009年以来的15%分位，说明当前水泥盈利已经处于历史较差时间点，同期华东和中南两大产区水泥煤价差分别为245元/吨，238元/吨，分别处2009年以来的26%、16%分位。

图表：水泥行业利润及吨盈利情况



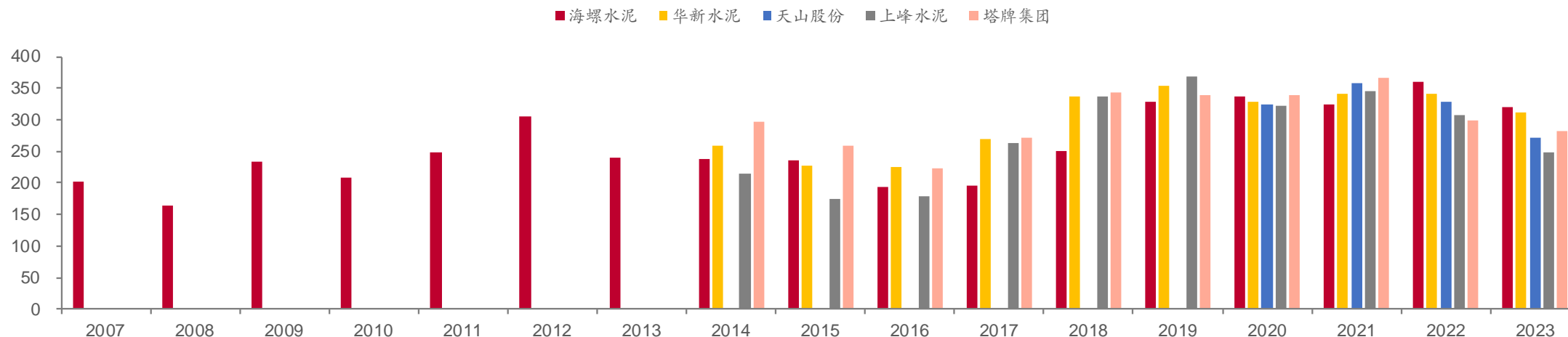
图表：全国水泥煤价差 (元/吨)



来源：数字水泥网、中泰证券研究所

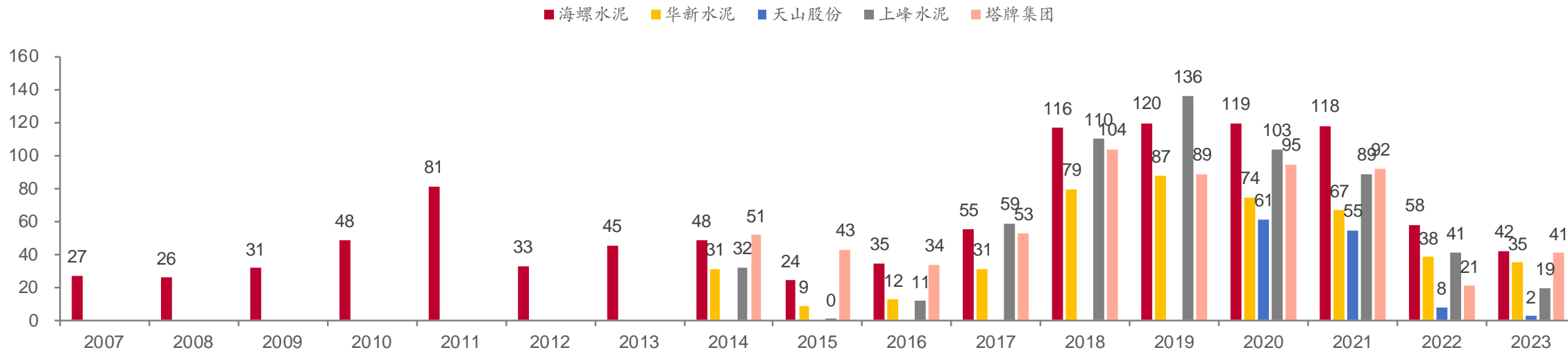
- 上市企业水泥吨价格接近2018-2019年水平。我们测算得到2023年主要上市公司海螺水泥、华新水泥、天山股份、上峰水泥、塔牌集团水泥熟料吨价格分别为321元/吨、311元/吨、272元/吨、249元/吨、283元/吨，分别同比-40元/吨、-30元/吨、-56元/吨、-59元/吨、-15元/吨。历史对比来看，由于煤价成本的上升，目前上市公司吨价格水平处于历史相对高位，基本接近2018-2019年水平。

图表：水泥行业上市公司吨价格测算（元/吨）



■ 头部上市企业盈利水平退回2015-2016年水平。我们测算得到2023年主要上市公司海螺水泥、华新水泥、天山股份、上峰水泥、塔牌集团吨净利分别为42元/吨、35元/吨、2元/吨、19元/吨、41元/吨，分别同比-16元/吨、-3元/吨、-5元/吨、-21元/吨、+20元/吨。历史对比来看，目前上市公司吨盈利水平基本接近2015-2016年行业的10年最低位水平（海螺水泥毛利率基本与2008年最低水平基本持平，不过当前价格较早年有所提升，因而单位盈利相对更高），由于头部上市企业具备一定规模及成本优势，我们预计行业中小企业因产能未能打满，摊销成本进一步抬升，从而盈利水平承压更甚。

图表：水泥行业上市公司吨净利测算（元/吨）



- **水泥上市企业经营性业务估值偏低。**由于公司未来利润及现金流对应的资产是经营性资产，而水泥上市企业资产账目上存在大量现金等非经营性资产，我们利用公司当前市值，扣除现金及等价物，计算得到经营性资产对应的PE和PB。可以看出，5家上市企业扣除现金后的PE在2.2X-19.9X之间，低于扣除前的9.1X-27.9X区间；扣除现金后的PB在0.45X-1.07X之间，也基本低于扣除前的0.65X-1.05X区间，即市场实际给予水泥企业经营性业务的估值相对偏低。

图表：水泥行业上市公司剔除现金及等价物的估值测算

公司	①市值 (亿元)	②2023年归母净利 (亿元)	③2023年末净资产 (亿元)	④2023年末现金及 等价物(亿元)	市值-现金及现金等价 物(亿元) ⑤=①-④	扣除现金的PE ⑥=⑤/②	未扣除现金的PE ⑦=①/②	扣除现金的PB ⑧=⑤/(③-④)	未扣除现金的PB ⑨=①/③
海螺水泥	1,290.9	104.3	1853.2	705.7	585.2	5.6	12.4	0.51	0.70
华新水泥	304.6	27.6	289.3	58.5	246.1	8.9	11.0	1.07	1.05
天山股份	547.5	19.7	841.5	156.4	391.1	19.9	27.9	0.57	0.65
上峰水泥	68.1	7.4	88.4	51.4	16.6	2.2	9.1	0.45	0.77
塔牌集团	85.4	7.4	119.5	46.9	38.5	5.2	11.5	0.53	0.71

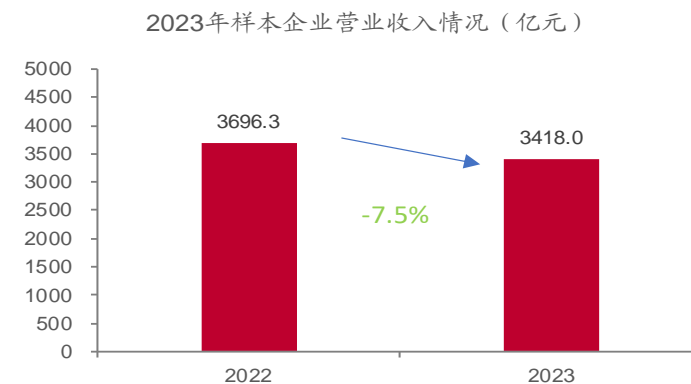
■ **23年水泥企业收入业绩双降，24Q1多企业面临亏损压力。**我们选取水泥板块具有代表性的9家A股上市公司作为样本股票池，以样本公司2023年财务数据为基础对水泥板块经营情况进行分析，分别为天山股份、海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、亚泰集团、万年青、上峰水泥、塔牌集团、福建水泥。以样本公司23年财务数据为基础对水泥板块经营情况分析来看，水泥板块全年实现营业收入3418亿元，同比-7.5%，实现扣非净利84.7亿元，同比-55.9%，全年水泥板块受到需求羸弱、价格下行等多重压力影响，呈现收入和业绩双重下降趋势。

图表：水泥企业2023年及2024Q1经营业绩情况（亿元）

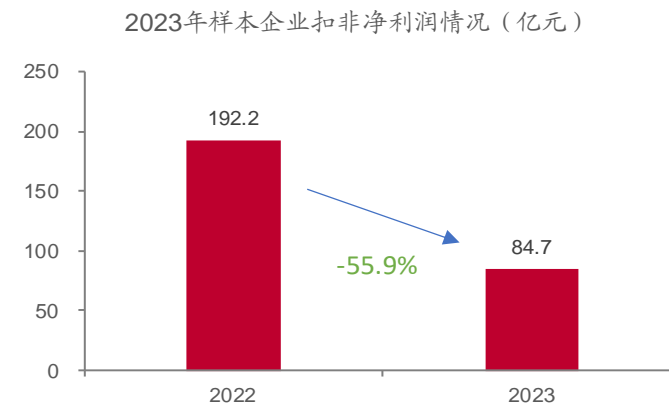
序号	股票代码	公司名称	2023年 营业收入	YOY	2023年 扣非净利	YOY	23Q4 营业收入	YOY	23Q4 扣非净利	YOY	24Q1 营业收入	YOY	24Q1 扣非净利	YOY
1	000877.SZ	天山股份	1,073.8	-19.0	5.8	-78.4	269.9	-20.5	9.8	463.3	163.5	-26.9	-21.5	-50.6
2	600585.SH	海螺水泥	1,410.0	6.8	99.7	-33.7	419.6	-10.1	18.1	-40.6	213.3	-32.1	13.7	-36.5
3	000401.SZ	冀东水泥	282.4	-18.3	-16.6	-247.8	58.9	-18.1	-12.1	-198.7	33.4	-35.6	-11.4	-37.5
4	600801.SH	华新水泥	337.6	10.8	23.2	-10.0	95.9	10.8	5.0	11.4	70.8	6.9	1.5	-35.1
5	600881.SH	亚泰集团	92.5	-28.7	-38.7	-4.0	13.3	-41.3	-25.1	8.0	10.0	-37.8	-5.2	-49.8
6	000789.SZ	万年青	81.9	-27.4	1.8	-49.1	22.1	-23.8	-1.0	41.0	12.7	-34.7	-0.1	-114.5
7	000672.SZ	上峰水泥	64.0	-10.3	6.3	-43.0	15.2	-22.9	0.7	-2.5	9.1	-34.6	0.2	-86.2
8	002233.SZ	塔牌集团	55.3	-8.3	6.4	100.6	14.2	-26.2	1.3	11.8	9.9	-24.4	1.2	-17.3
9	600802.SH	福建水泥	20.5	-20.8	-3.3	-23.7	5.6	-20.0	-1.0	-72.8	3.4	-23.4	-0.9	15.2

来源：Wind、中泰证券研究所

图表：水泥板块2023年营业收入同比-7.5%

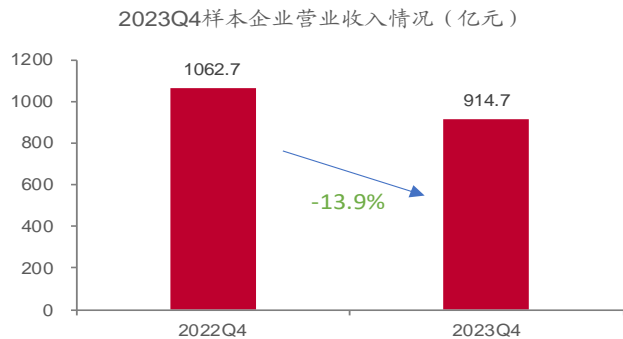


图表：水泥板块2023年扣非净利同比-55.9%

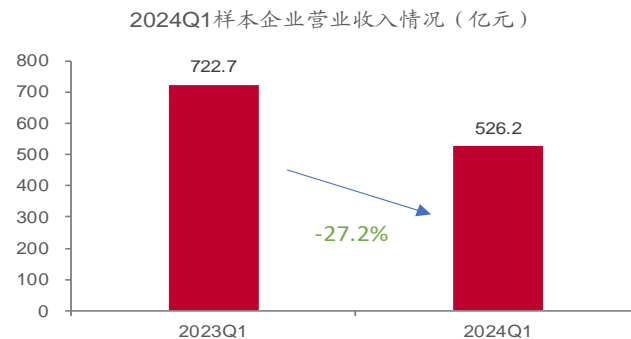


■ **23年水泥企业收入业绩双降，24Q1多企业面临亏损压力。**单四季度水泥板块实现营业收入914.7亿元，同比-13.9%，实现扣非净利-4.3亿元，同比由盈转亏，23Q4价格拖累收入，致使业绩出现大幅下滑。24Q1水泥价格受上年同期高基数影响显著下降，导致板块收入仍旧面临下滑压力，尽管一季度煤炭价格出现下跌，水泥成本压力有所下降，但由于水泥价格相较于同期降幅更深，行业利润陷入亏损，单季度水泥板块实现营业收入526.2亿元，同比-27.2%，合计亏损22.5亿元，同比由盈转亏。

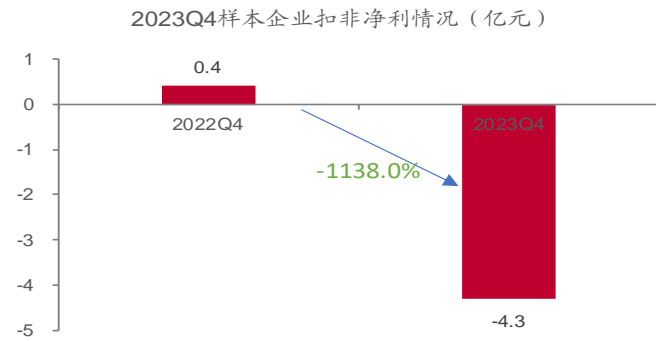
图表：水泥板块2023Q4营业收入同比-13.9%



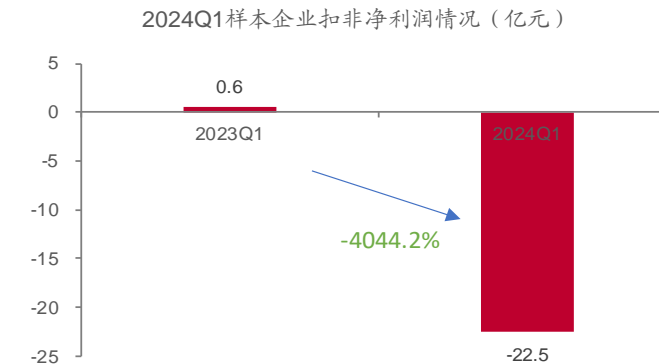
图表：水泥板块2024Q1营业收入同比-27.2%



图表：水泥板块2023Q4扣非净利同比-48.7%



图表：水泥板块2024Q1扣非净利同比-4044.2%



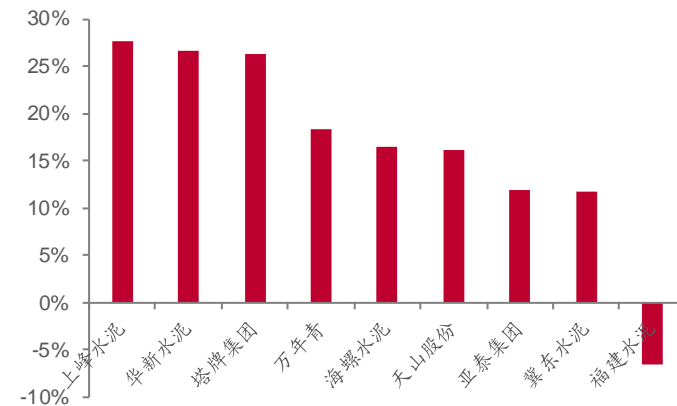
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 各企业盈利能力明显下降，业绩或已进入底部区间。具体从各公司的毛利率和净利率角度来看，2023年全年受到价格下滑影响，各公司毛利率和净利率普遍同比下滑，单四季度价格小幅反弹下，部分企业毛利率及净利率环比有小幅修复，但全年各企业盈利能力整体均出现不同程度的下降。

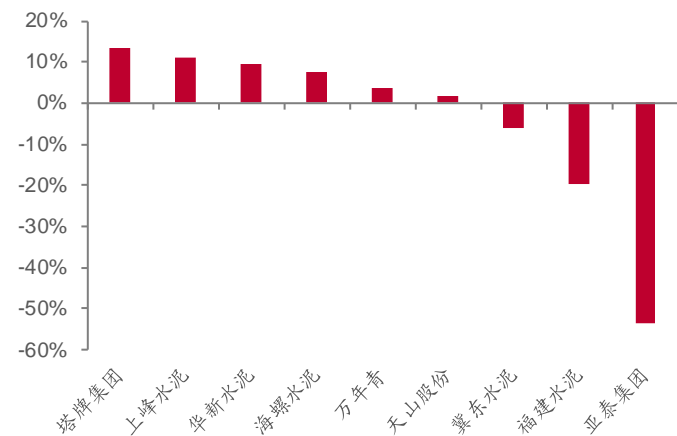
图表：水泥企业2023年及2024Q1毛利率及净利率情况 (%)

公司名称	2023年		2023Q4			2024Q1			2023年		2023Q4			2024Q1		
	毛利率	同比	毛利率	同比	环比	毛利率	同比	环比	净利率	同比	毛利率	同比	环比	毛利率	同比	环比
天山股份	16.2	0.1	19.5	5.1	4.4	7.8	-2.5	-11.7	1.9	-2.0	8.1	6.1	8.9	-13.1	-6.8	-21.2
海螺水泥	16.6	-4.7	12.4	-1.5	-3.8	17.7	1.2	5.3	7.6	-4.6	4.0	-3.2	-2.7	7.0	-1.5	3.0
冀东水泥	11.8	-8.7	1.4	-14.9	-16.0	-2.3	-7.3	-3.7	-6.2	-10.3	-22.1	-17.5	-22.2	-36.3	-19.1	-14.2
华新水泥	26.7	0.5	27.7	4.6	-2.3	21.9	1.7	-5.8	9.5	-0.4	10.4	3.1	-0.1	4.1	-0.1	-6.2
亚泰集团	12.0	-0.3	-5.3	9.3	-14.9	25.9	3.7	31.3	-53.8	-19.7	-243.9	-102.4	-225.2	-64.3	-35.4	179.6
万年青	18.4	1.0	16.4	0.8	1.5	14.6	-3.7	-1.7	3.8	-1.3	-5.9	1.0	-8.7	-1.4	-8.7	4.5
上峰水泥	27.7	-5.9	27.6	3.1	3.7	22.4	-4.0	-5.3	11.0	-2.5	-0.2	-4.5	-8.8	-2.3	-13.6	-2.0
塔牌集团	26.3	9.3	25.4	6.6	1.8	24.5	1.3	-0.8	13.5	9.1	9.1	0.6	-1.5	15.3	-2.4	6.3
福建水泥	-6.6	-5.7	-5.3	0.8	3.8	-12.5	-1.2	-7.1	-19.6	-7.5	-19.6	-14.2	5.5	-29.2	-1.6	-9.6

图表：各企业2023年毛利率比较



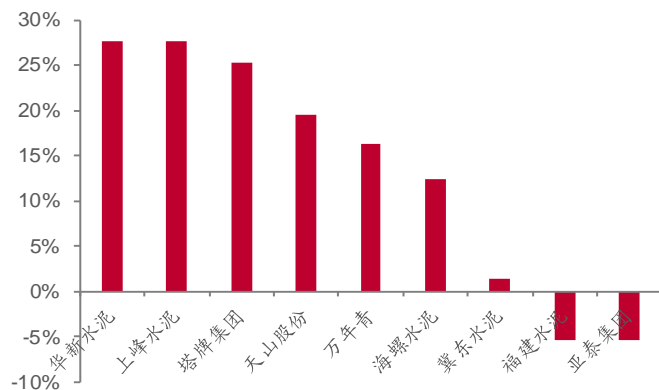
图表：各企业2023年净利率比较



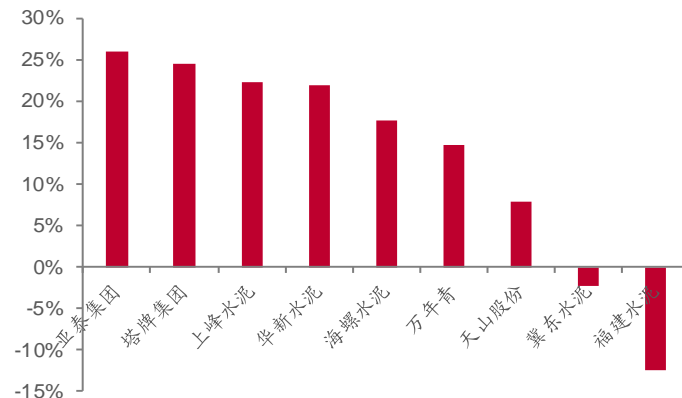
来源：Wind、中泰证券研究所

- 各企业盈利能力明显下降，业绩磨底。24Q1价格同比下降，煤价成本也有所降低，毛利率和净利率同比仍旧呈现显著下降态势，部分企业面临亏损局面。

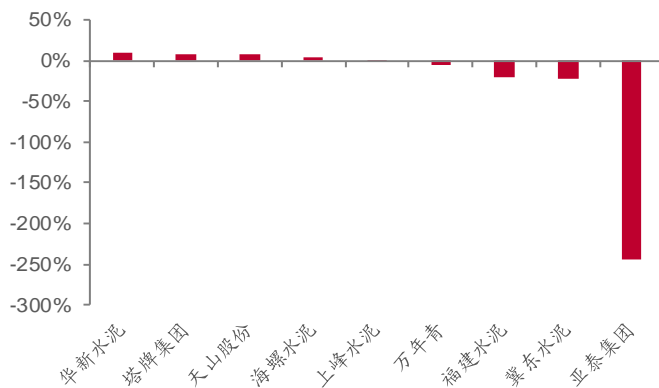
图表：各企业2023Q4年毛利率比较



图表：各企业2024Q1年毛利率比较



图表：各企业2023Q4年净利率比较



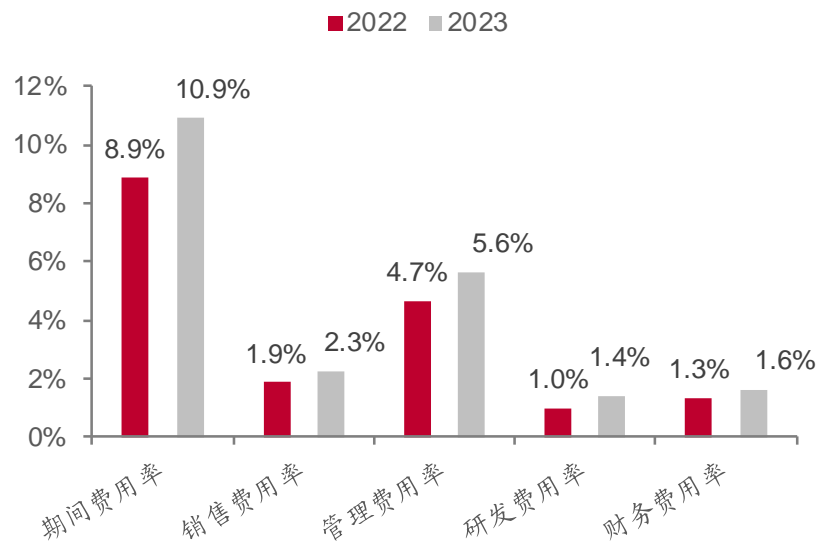
图表：各企业2024Q1年净利率比较



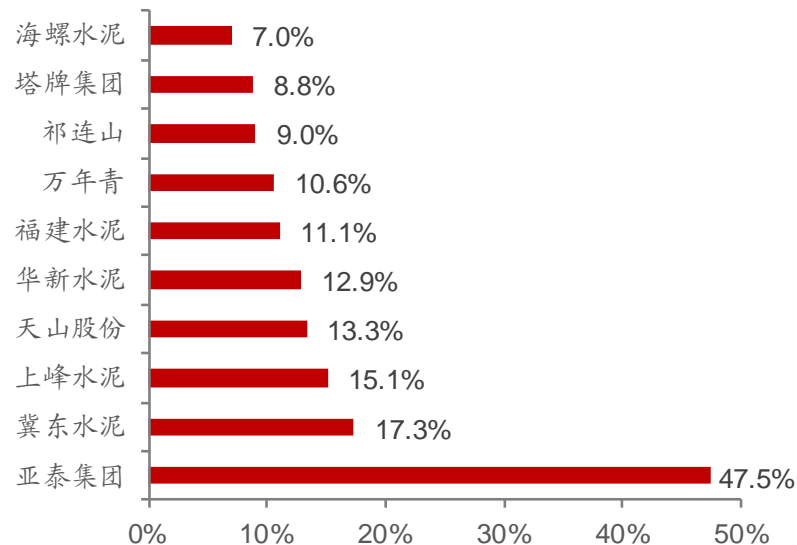
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 收入下滑致各企业费用分摊提高。2023年水泥板块期间费用率为10.9%，同比+2.0pcts。拆分来看，销售、管理、研发、财务费用率均有不同程度提高，分别同比+0.4pcts、+1.0pcts、+0.4pcts、+0.3pcts，主要原因或为各公司收入规模下降导致费用分摊提高所致，同时部分企业受环保政策影响，也加大了相关技术研发支出。从各公司情况来看，海螺水泥、塔牌集团依托各自费用管控及区位优势，仍旧保持行业较好的费用管控能力。

图表：水泥板块各项费用率情况 (%)



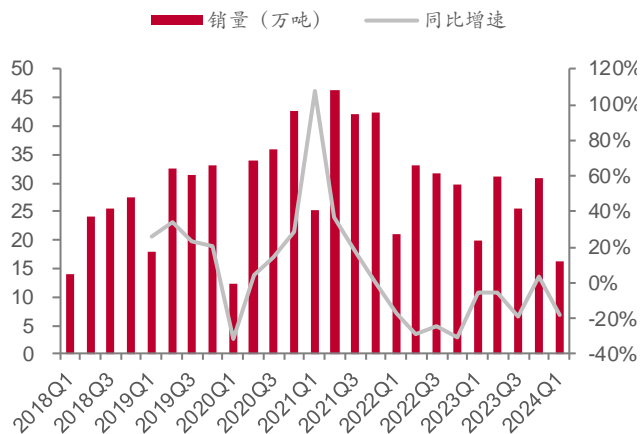
图表：各企业2023年期间费用率对比



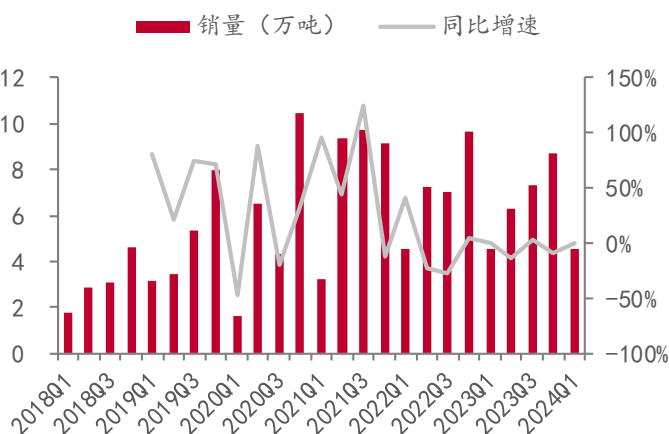
来源：Wind、中泰证券研究所

- **24Q1下游需求疲弱，减水剂销量承压。**24Q1受疫情反复及春节假期的影响，下游地产端需求减弱，基建项目开工率不高。从减水剂行业龙头苏博特的情况来看，24Q1减水剂业务（含高性能减水剂及高效减水剂）实现销量16.3万吨，YoY-18.0%。24Q1苏博特功能性材料销量4.6万吨，功能性材料销量与去年同期基本持平。
- **24Q1减水剂价格有所下降，成本端环氧乙烷均价有所回落。**从行业龙头苏博特的情况来看，23Q4苏博特核心产品高性能减水剂均价1904元/吨，环比23Q3下降8.7%，并在24Q1进一步下跌，均价为1787元/吨，环比下降6.1%。我们判断主要系需求端趋弱运行所致。成本端环氧乙烷受下游需求不振影响，均价同比略有下降，24Q1均价为6654元/吨，同比下跌0.8%，但环比提升1.2%。

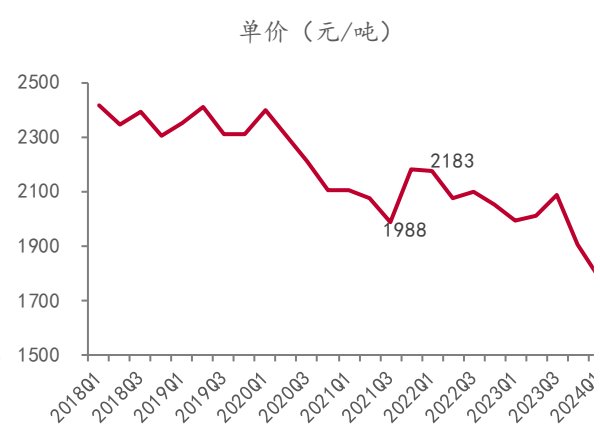
图表：24Q1苏博特减水剂销量下滑



图表：24Q1苏博特功能性材料同比持平



图表：24Q1苏博特高性能减水剂均价小幅下滑



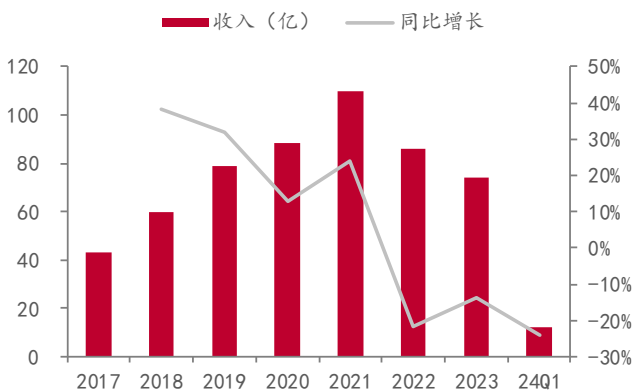
图表：24Q1环氧乙烷均价同比下跌 (元/吨)



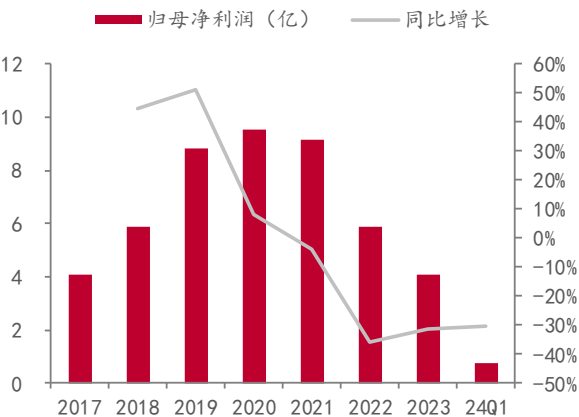
来源：苏博特公告、wind、中泰证券研究所

- **24Q1行业收入、归母净利润承压。**23年行业收入大幅度下滑，我们选取行业内具有代表性的三家A股上市公司（苏博特、垒知集团、红墙股份）作为样本，测算23年合计实现营业收入74.0亿元，YoY-13.9%，23年合计实现归母净利润4.0亿，YoY-31.2%，主要由于下游需求不足导致产品销量下滑。24Q1地产需求承压，行业复工进度偏慢，减水剂行业收入、归母净利润均短期承压，24Q1行业上市公司合计实现收入12.2亿，YoY-23.9%，实现归母净利0.8亿，YoY-30.4%。
- **24Q1行业盈利能力企稳，静待持续修复。**24Q1行业实现毛利率30.5%，同比+2.4pcts，主要系成本下降所致。随着需求端逐步回暖，行业盈利能力有望修复。在行业整体承压下的情况下，龙头企业仍保持较强竞争优势，24Q1苏博特毛利率35.0%，继续领先行业；24Q1净利率为6.2%，主要由于费用前置，导致短期净利率偏低，后续有望修复。

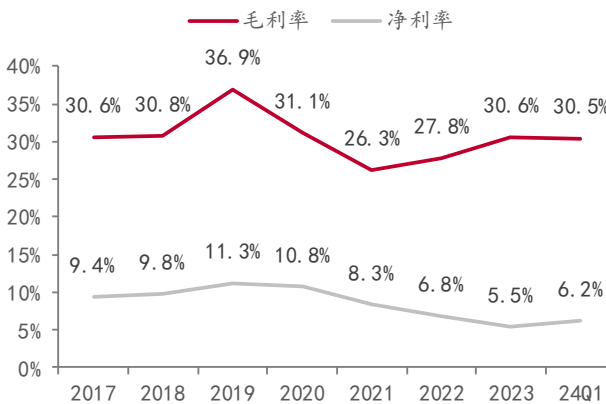
图表：减水剂行业收入大幅度下滑



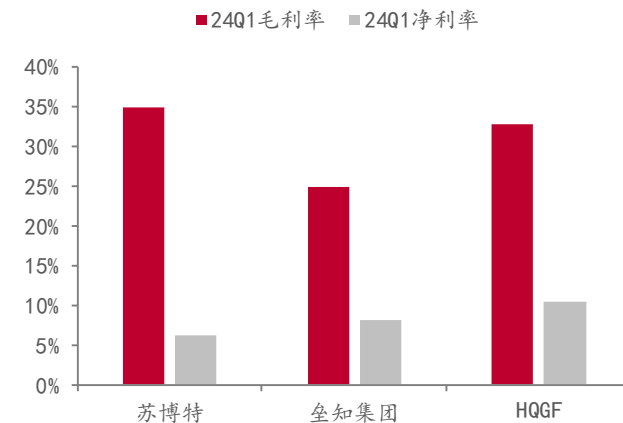
图表：减水剂行业归母净利润大幅度下滑



图表：24Q1减水剂行业毛利率环比下降



图表：减水剂龙头企业毛利率优势明显



来源：Wind、中泰证券研究所

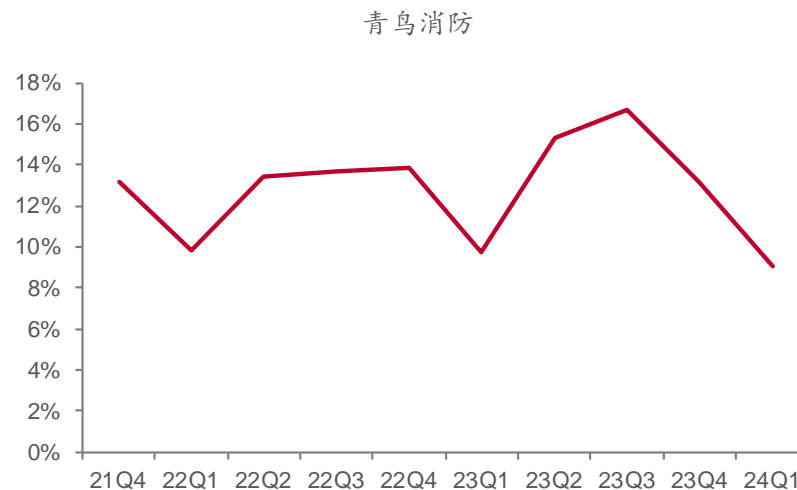


6

安全建材：扩容逻辑不变，静待景气复苏

■ **收入利润方面：青鸟消防23-24Q1营收保持快速增长，市占率持续提升。**23年青鸟消防营收和扣非归母净利分别为49.72亿/6.21亿，分别同比+8.02%/+11.83%，背后是报警、疏散等核心业务平稳增长，“五小系统”、工业消防等新产品体系拉高收入增速。24Q1青鸟消防实现营收和扣非归母净利分别为9.17亿/0.67亿，分别同比+10.27%/+7.79%，背后是公司报警、疏散等传统主业在多品牌营销下市占率的稳步增长和对“五小系统”、工业消防、灭火系统、海外市场等新产品、新区域的前瞻布局。

图表：消防电子行业代表公司净利率



图表：消防电子行业代表公司23年财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
消防电子	002960.SZ	青鸟消防	49.72	8.02%	6.21	11.83%	38.29%	1.16%	22.61%	0.82%	12.49%	0.43%

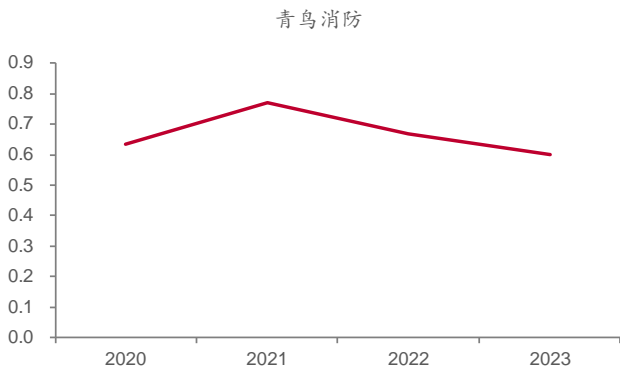
图表：消防电子行业代表公司24Q1财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
消防电子	002960.SZ	青鸟消防	9.17	10.27%	0.67	7.79%	41.28%	2.44%	30.43%	1.62%	7.29%	-0.17%

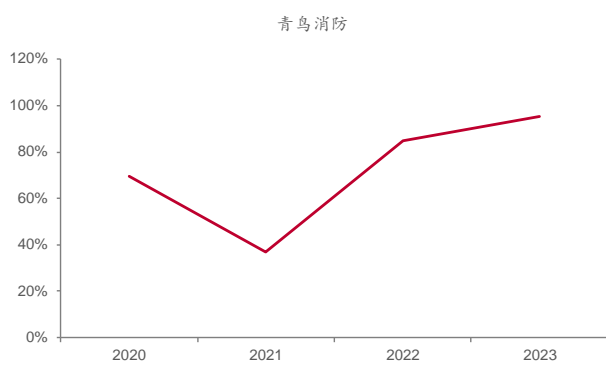
来源：Wind、中泰证券研究所

- 周转率方面：青鸟消防周转率略有下滑。23、24Q1青鸟消防资产周转率分别为0.60/0.11次，同比分别-0.07/+0.01次。
- 现金流方面：23年收现比为98.07%，同比大幅提升7.79个百分点，经营活动现金净流量为6.3亿，创历史新高。
- 负债方面，青鸟消防23、24Q1资产负债率分别达23.55%/20.70%，同比-2.05pcts/-2.63pcts。
- 期间费用率方面，青鸟消防费用率基本持平。23、24Q1期间费用率分别达22.61%/28.81%，分别同比+0.80pcts/+1.62pcts。

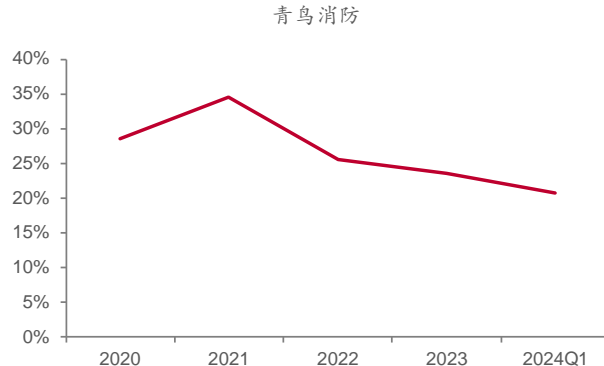
图表：消防电子行业代表公司资产周转率（次）



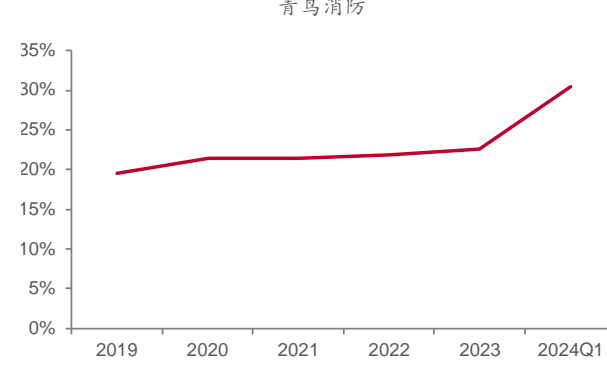
图表：消防电子行业代表公司净现比



图表：消防电子行业代表公司负债率



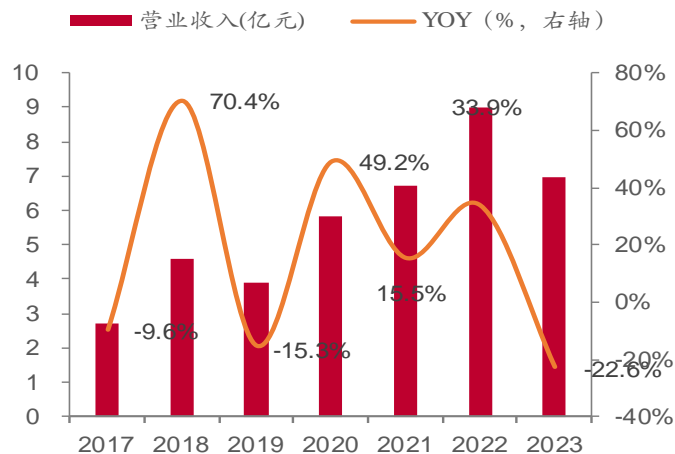
图表：消防电子行业代表公司期间费用率



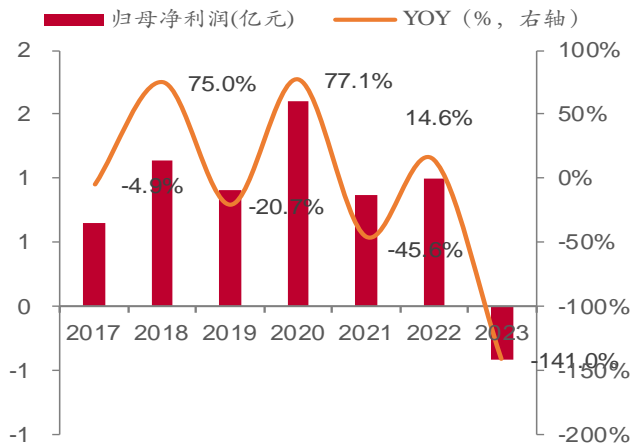
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 行业环境变化致公司营收同比下滑，经营业绩承压。23年受房地产行业及基建投资放缓影响，基于市场和公司经营发展考虑，公司对销售和收款政策进行了一定的调整，主动放弃部分项目，在经营性现金流改善的状况下公司收入同比下滑；23年公司全年实现营业收入6.9亿元，同比-22.6%，营收、毛利率同比下滑及费用率上升，实现归母净利润-0.4亿元，同比由盈转亏。

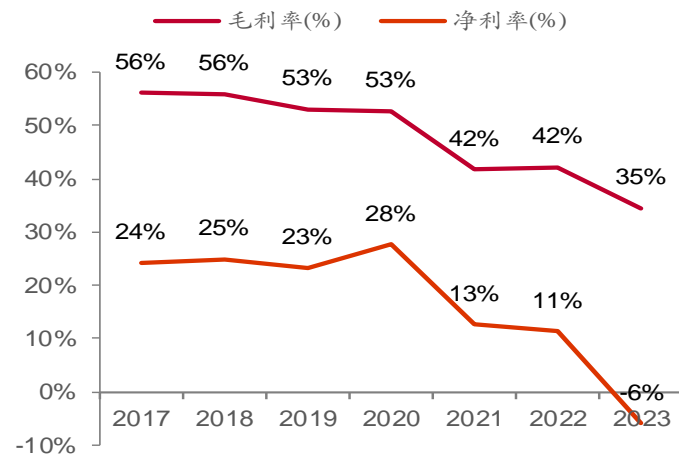
图表：23年震安科技营业收入同比-22.6%



图表：23年震安科技归母净利润同比-141.0%



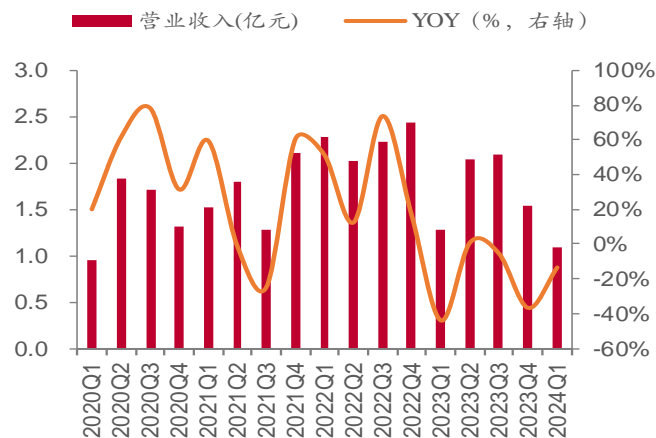
图表：23年震安科技毛利率34.6%，同比-7.7pcts



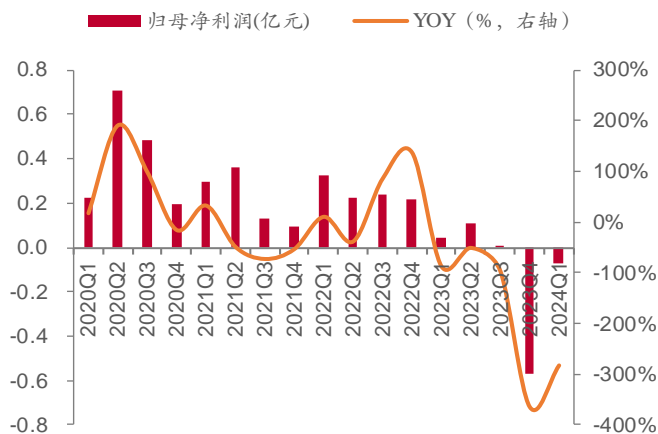
来源：Wind、中泰证券研究所

■ **24Q1收入业绩降幅环比收窄。**24Q1震安科技实现营业收入1.1亿元，同比-13.7%，实现归母净利润-0.1亿元，同比由盈转亏，收入业绩均承压，但同比降幅有所收窄。公司作为国内建筑减隔震行业龙头，随着行业环境逐步回暖以及减隔震产品应用的持续推广，仍具备增长潜力和成长空间。

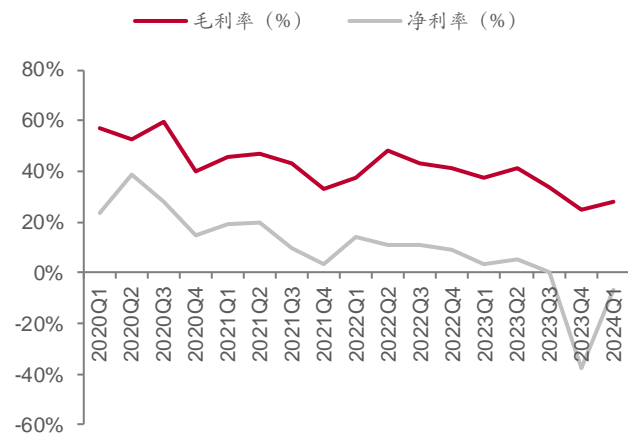
图表：24Q1震安科技营收同比-13.7%



图表：24Q1震安科技归母净利润同比-283.3%



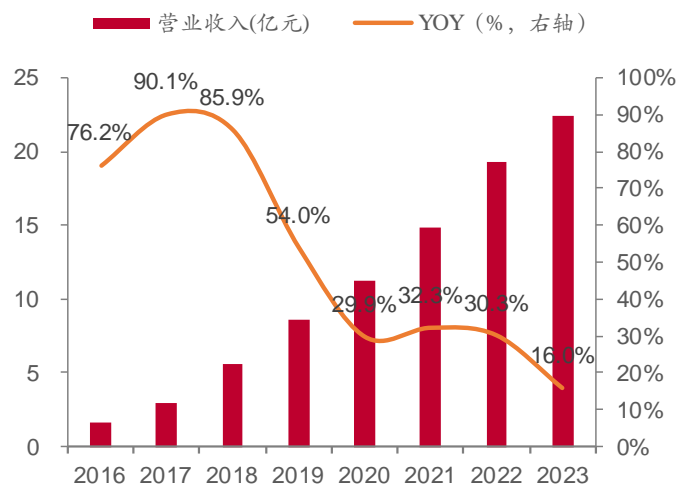
图表：24Q1震安科技毛利率28.2%，同比-9.2pcts



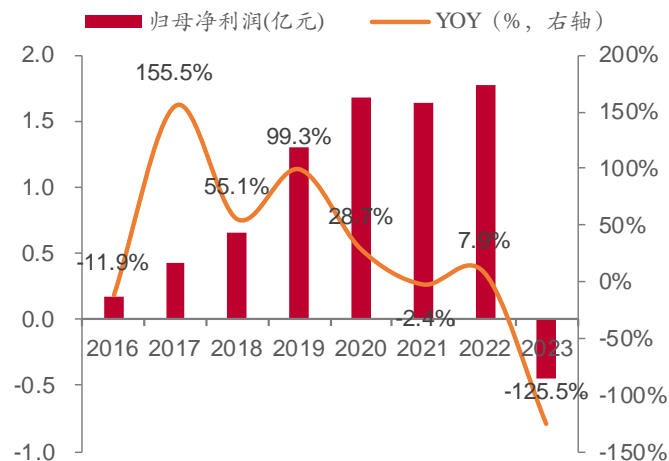
来源：Wind、中泰证券研究所

■ **铝模渗透率提升驱动收入增长，爬架业务短期拖累业绩。**2023年公司积极布局产能建设，拓宽产品品类，国内模架业务量有所增长、并积极开拓国际市场业务，叠加工装配式PC构件产销量增加，2023年志特新材实现营业收入22.4亿元，同比+16.0%。从业绩表现来看，2023年公司实现归母净利润-0.5亿元，同比由盈转亏，主要系下游建筑市场需求疲软，导致产品租赁单价有所下滑，防护平台整体出租率较低，装配式PC产品规模占比上升。2023年公司毛利率为21.5%，同比-9.5pcts；净利率-1.6%，同比-11.1pcts。

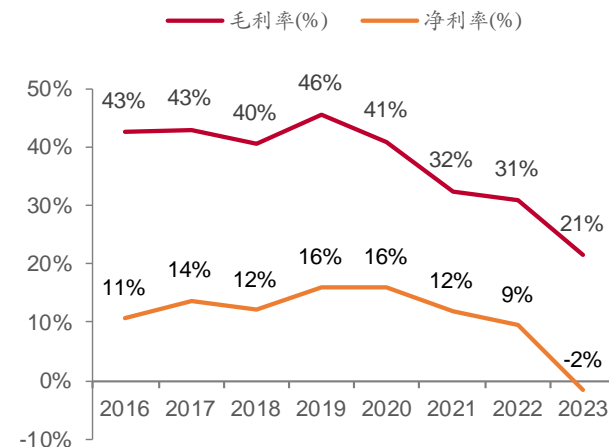
图表：23年志特新材营业收入同比+16.0%



图表：23年志特新材归母净利润同比-125.5%



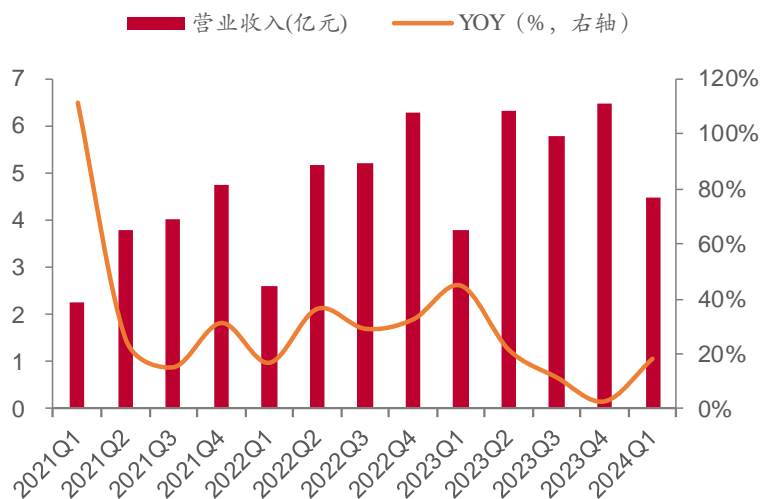
图表：23年志特新材毛利率21%，同比-9pcts



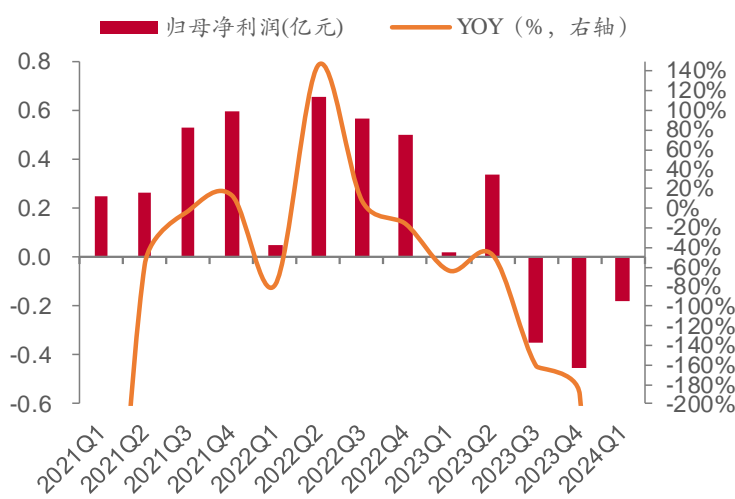
来源：Wind、中泰证券研究所

■ **24Q1收入延续增长趋势，盈利短期依旧承压。**24Q1志特新材实现营业收入4.5亿元，同比+18.3%，实现归母净利润-1804万元，同比由盈转亏。从收入端表现来看，虽然地产开工未能出现改善，但公司依托铝模渗透率提升及自身市占率提升，仍旧实现增长，同时国际市场及装配式PC构件亦实现产销量增加。公司业绩同比出现大幅下降，原因在于爬架项目延期未能产生明显收入，但其按照平均年限法计提折旧，导致施工暂停后防护平台业务毛利及毛利率为负，造成业绩大幅下滑。

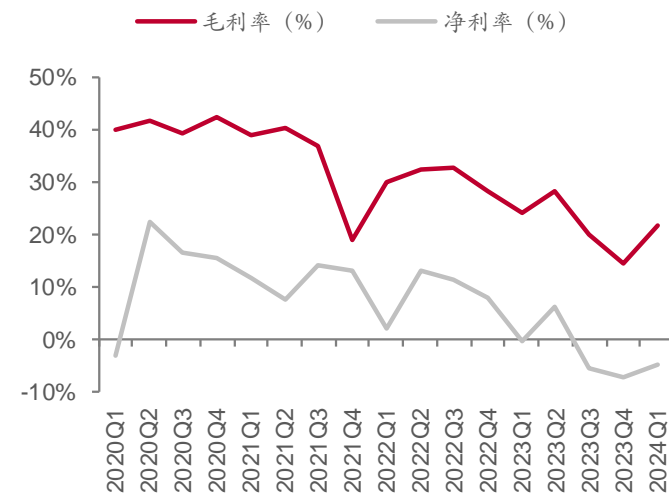
图表：24Q1志特新材营收同比+18.3%



图表：24Q1志特新材归母净利润同比由盈转亏



图表：24Q1志特新材毛利率21.7%，同比-2.4pcts



来源：Wind、中泰证券研究所

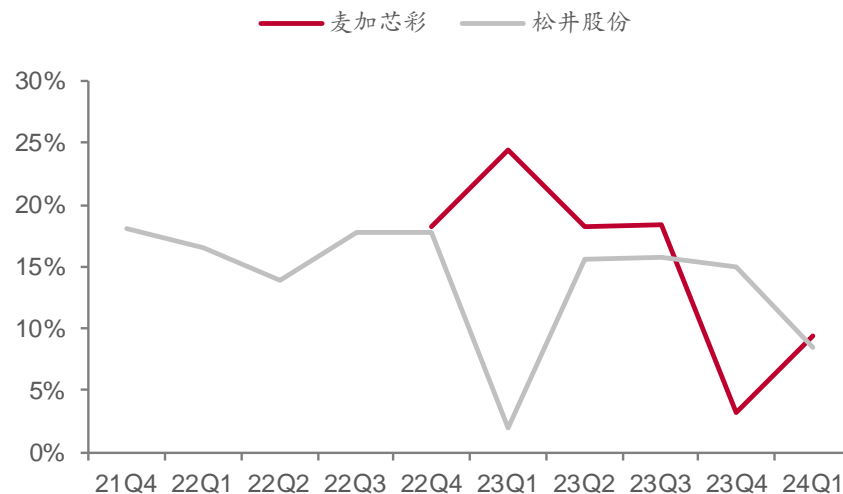


7

工业涂料：集装箱涂料销量复苏，但盈利仍待修复

■ 收入利润方面：23年麦加芯彩和松井股份营收分别为11.41亿/5.90亿，分别同比-17.75%/+18.17%，扣非归母净利分别为1.45/0.74亿，同比-39.19%/+4.65%。24Q1麦加芯彩和松井股份分别实现营收3.02/1.35亿，分别+31.02%/+43.53%；分别实现扣非归母净利0.23/0.10亿，同比-47.71%/+751.97%。

图表：工业涂料行业代表公司净利率



图表：工业涂料行业代表公司23年财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
工业涂料	603062.SH	麦加芯彩	11.41	-17.75%	1.45	-39.19%	30.33%	-1.39%	13.01%	0.84%	12.73%	-4.49%
	688157.SH	松井股份	5.90	18.17%	0.74	4.65%	49.37%	-0.74%	34.25%	-0.41%	12.50%	-1.62%
		板块合计	17.30	-30.74%	2.19	-76.15%						

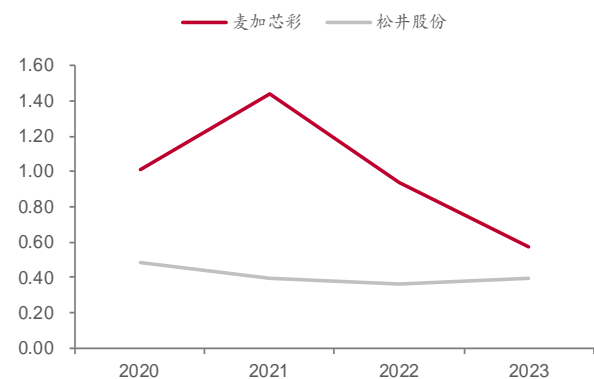
图表：工业涂料行业代表公司24Q1财务概况（单位：亿元）

细分行业	证券代码	公司名称	营业总收入	同比	扣非归母净利	同比	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动	扣非净利率	同比变动
工业涂料	603062.SH	麦加芯彩	3.02	31.02%	0.23	-47.71%	20.37%	-16.92%	9.25%	-3.48%	7.50%	-11.30%
	688157.SH	松井股份	1.35	43.53%	0.10	751.97%	48.88%	3.65%	41.55%	-4.74%	7.51%	6.24%
		板块合计	4.37	34.65%	0.33	26.31%						

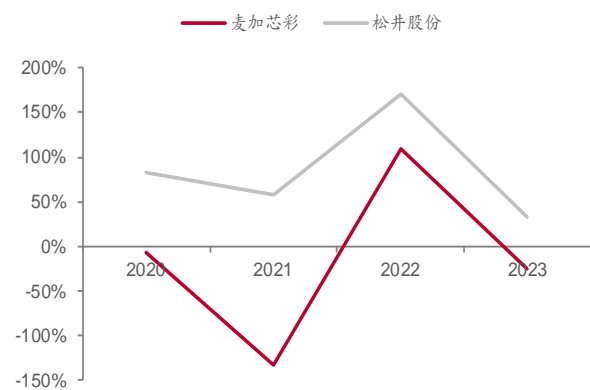
来源：Wind、中泰证券研究所

- **周转率方面：**23年麦加芯彩和松井股份资产周转率分别为0.58/0.40次，分别同比-0.51/-0.03次。24Q1资产周转率分别为0.11/0.09次，同比-0.08/+0.02次。
- **现金流方面：**23年麦加芯彩和松井股份净现比分别为-24.81%/32.53%，同比-133.66pcts/-138.56pcts。
- **负债方面，**麦加芯彩和松井股份23年末资产负债率分别达22.48%/16.88%，分别-25.15pcts/+6.49pcts，24Q1资产负债率分别为21.65%/18.68%，同比-17.60pcts/+9.27pcts。
- **期间费用率方面，**23年麦加芯彩和松井股份期间费用率分别为13.01%/34.25%，分别+0.84/-0.41pcts，24Q1麦加芯彩和松井股份期间费用率分别同比-3.48/-4.74pcts。

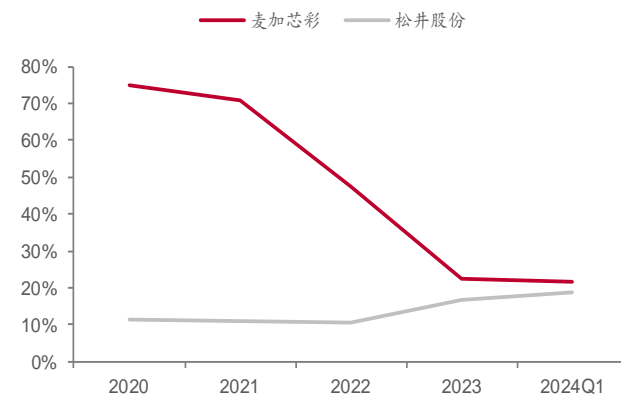
图表：工业涂料代表公司资产周转率（单位：次）



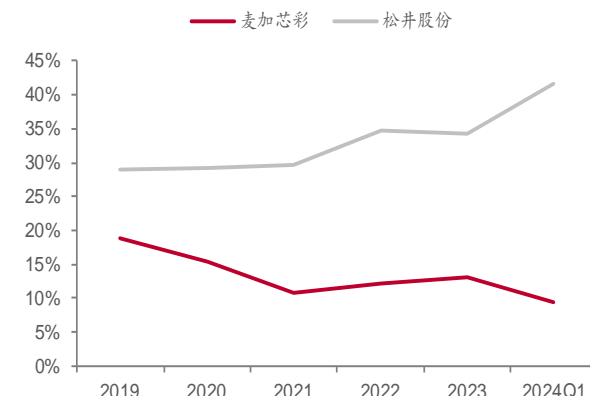
图表：工业涂料代表公司净现比



图表：工业涂料代表公司资产负债率



图表：工业涂料代表公司期间费用率



来源：Wind、中泰证券研究所



8

投资建议和风险提示

领先一步

- **玻纤**：周期底部+龙头优势明显，估值低位性价比高。首选龙头中国巨石（行业龙头，具备无可比拟的成本优势及盈利 α ，电子纱占比高具备盈利弹性）、中材科技（玻纤和叶片景气触底；隔膜盈利挖潜空间大），推荐山东玻纤（头部玻纤企业，产能持续扩张）、长海股份（产业链一体化助力盈利更稳更高），建议关注国际复材（产能规模和产品布局全面）、光远新材（待上市）、宏和科技（高端电子布龙头企业）。
- **品牌建材**：政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式”，地产政策空间继续打开，将提振板块情绪，特别是短期内B端龙头估值压制因素缓解，考虑估值性价比匹配、业绩稳健度以及应收账款风险，我们推荐北新建材、伟星新材、东方雨虹、三棵树、坚朗五金、蒙娜丽莎、科顺股份等，关注东鹏控股、亚士创能、箭牌家居。
- **玻璃**：1) 药用玻璃：中硼硅升级加速放量，模制瓶赛道格局优异，量增价升+成本下降，盈利弹性可期，重点推荐模制瓶龙头山东药玻，以及从管制瓶赛道切入发展的力诺特玻。2) 浮法玻璃：虽然竣工需求走弱致使玻璃价格下降，但行业龙头成本护城河深厚，有望穿越周期实现成长。重点推荐旗滨集团，建议关注信义玻璃、南玻A等。3) 光伏玻璃：供给新增放缓+需求高增，价格有望自低位回升，叠加成本下行，盈利有望实现修复。推荐旗滨集团，建议关注福莱特、信义光能、南玻A、凯盛新能。
- **水泥**：水泥估值低位下，叠加需求预期改善，存阶段性估值修复机会；减水剂看基建拉动+市占率提升+功能性材料打开成长空间。展望24年，水泥需求下滑幅度预计较为平稳。中长期看双碳政策及能耗双控促行业格局优化，龙头企业积极布局骨料、商混等市场贡献成长性。推荐海螺水泥、华新水泥、天山股份、上峰水泥，建议关注中国建材、万年青、塔牌集团。混凝土减水剂成长性更优，推荐龙头 α 突出的苏博特，看好公司受益基建拉动+毛利率抬升+功能性材料打开成长空间。建议关注垒知集团。

- **安全建材：**持续推荐志特新材、震安科技、青鸟消防。1) 青鸟消防：作为消防报警龙头，内生+外延高速增长。强研发+高效渠道+芯片自给+强品牌综合竞争力强大，已全面布局疏散、工业消防报警等潜力高增赛道，公司定增成功落地，中集集团作为产业资本成第三大股东，将在工业、储能和海外市场等多个方向赋能公司发展。公司发布新一轮激励锚定稳健增长目标，护航青鸟新发展阶段高质成长。2) 震安科技：预计立法打开建筑减隔震15倍市场空间，震安是核心受益。立法落地受财政压力等扰动因素影响，节奏放缓但不会缺席，静待订单落地推动业绩释放。3) 志特新材：行业当前处铝模渗透率提升+小企业加速出清时期，公司具备强管理和优服务等优势，在国内外布点扩产和品类延伸支持下市占率有望持续提升，中长期具备成长性。
- **工业涂料：**持续推荐麦加芯彩，关注松井股份。麦加芯彩：目前已成为国内集装箱涂料和风电涂料领域头部供应商之一，下游客户覆盖国内多数龙头企业，且不断向船舶涂料、桥梁和钢结构涂料等新领域拓展，竞争力与长期成长力将进一步增强，驱动业务长期稳定发展。

- **需求不及预期：**建材行业下游需求主要来自地产和基建，在“房住不炒”的趋势下，若地产政策进一步收紧，可能导致地产端需求不及预期。基建项目资金主要受专项债拉动，若专项债发行进度不及预期，可能导致基建增速不及预期。
- **现金流恶化风险：**建材行业属于地产行业上游，在房地产资金收紧的背景下，若资金压力向建材行业传导，有可能导致建材行业现金流恶化。
- **原材料价格大幅上涨风险：**若原材料价格大幅上涨，建材行业无法完全将成本压力传导到下游，可能导致建材行业毛利率承压，从而影响盈利。
- **数据与实际情况偏差风险：**行业数据均进行了一定的筛选及划分，存在与行业实际情况出现偏差的风险。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**使用信息更新不及时可能会影响对公司的判断。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。