

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 关注供给侧变化，聚焦确定性龙头 ——建材行业2024年中期策略报告

建材 强于大市（维持）

平安证券研究所 建材团队

分析师：郑南宏 S1060521120001（证券投资咨询）

邮箱：zhengnanhong873@pingan.com.cn

分析师 杨侃 S1060514080002（证券投资咨询）

邮箱：yangkan034@pingan.com.cn

2024年6月19日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



## 核心观点

- **市场需求：下游地产持续筑底，政策发力去库存。** 2024年以来地产基本面延续筑底，1-4月新建商品房销售面积同比降20.2%，销售承压叠加三大工程进展相对缓慢，地产投资开工延续下行。竣工端随着2023年保交付高峰期已过，2024年1-4月同比降20%。4月政治局会议召开以来，地产政策焦点转为去库存，供需两端加大政策支持力度。预计短期有望加速部分观望需求入市，但中期来看楼市修复持续性仍待观察，后续政策亦有望加大支持。据平安地产团队估计，2024年全国销售面积同比-12.7%，竣工、新开工同比-20%。
- **水泥行业：盈利估值处历史底部，重视供给端积极变化。** 年初以来水泥量价齐跌，需求端除地产开工延续疲弱、雨水天气偏多，基建需求托底亦有不足；供给端产能利用率下滑加大协同难度、部分企业强调市场份额、竞争格局出清缓慢。5月以来多地水泥价格推涨，下半年温和修复可期，一是水泥企业普遍亏损，水泥新规加大成本压力；二是头部企业愈发重视利润而非份额；三是基建项目实物需求有望回升。中长期看，水泥需求中枢不容乐观情形下，供需重新平衡需要供给端有效出清，一是2025年底前完成的节能降碳改造行动或导致部分低能效产线退出，二是后续若纳入碳交易市场，将加大小企业成本压力，三是未来或将通过兼并重组等方式实现冗余产能退出。投资主线一是聚焦短期供给端出现积极变化、估值低与股息具备吸引力的海螺水泥；二是持续推荐出海主线，当前海外水泥供需与盈利均优于国内，华新水泥海外业务布局领先，骨料与商混业务增长快速，在水泥企业中具备较好成长性。
- **玻璃行业：浮法玻璃承压，光伏玻璃龙头仍具成长性。** 浮法玻璃方面，年初以来价格跌幅超过17%，背后是需求走弱与高产能矛盾。预计下半年浮法玻璃冷修将会加速、年末日熔量或跌破17万吨，但考虑地产竣工下滑压力亦大，玻璃价格与盈利仍难言乐观。光伏玻璃方面，春节后供需阶段性改善带来去库与价格小幅上涨。但3月底以来产线点火加速，5月底国内在产日熔量较年初增加1.47万吨至11.35万吨，全年来看供需或相对宽松，行业盈利触底改善逻辑仍待观察。中长期看，光伏玻璃行业风险点除了新点火规模，也要关注浮法玻璃对光伏背板玻璃冲击。投资标的关注产能大幅扩张、业绩仍具成长性的福莱特、旗滨集团。
- **消费建材：渠道变革成效显著，关注业绩确定性高标的。** 2022年以来消费建材企业受地产拖累、业绩估值遭遇戴维斯双杀。当前地产底部愈发清晰，尽管开工竣工或延续下行，但从更领先的销售层面看，对比美国可知当前我国住房需求未完全得到释放；另外随着部分工程业务转为零售，建材业务迎来客单值上升。从公司层面看，优质消费建材企业业绩韧性强，强者恒强持续演绎。其中，北新建材推出激励计划、提出高业绩指引，防水与涂料两翼逐步形成新增长点；兔宝宝具备品牌与性价比优势，家装渠道与定制家居拓展良好；伟星新材作为零售家装管材龙头，经营韧性强，且与兔宝宝都具有业绩稳定、高股息优势；雨虹与三棵树近两年大幅缩减房企大B业务，经销与零售业务快速发展，2023年收入再创新高，未来利润率提升空间较大。

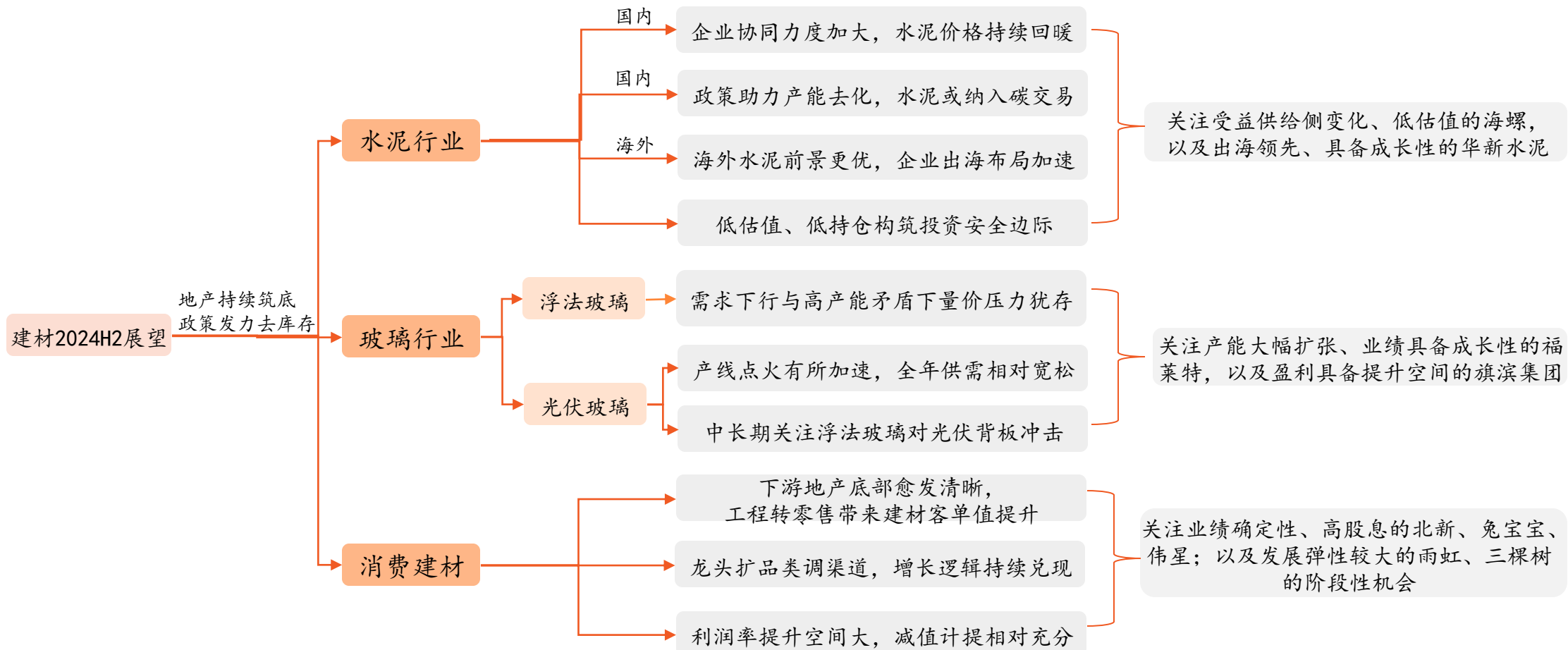


## 核心观点（续）

- **投资建议：**考虑板块股价调整较多、估值与持仓降至历史低位，优质头部建材公司经营韧性强，维持建材行业“强于大市”评级，重点推荐估值处于低位、确定性较高的稳健品种，同时关注受益地产政策与销售改善的弹性标的。其中，水泥行业供给端出现积极变化、盈利或阶段性触底，重点关注具备低估值、高股息以及出海逻辑的海螺水泥、华新水泥；消费建材方面，建议关注具备较强业绩确定性、高股息率的北新建材、兔宝宝、伟星新材，以及弹性较大的东方雨虹、三棵树；玻璃行业关注产能大幅扩张、业绩仍具成长性的福莱特、旗滨集团。
- **风险提示：**1) 地产销售修复或基建需求落地低于预期的风险；2) 建材行业格局出清速度低于预期风险；3) 原材料、燃料价格上涨的风险；4) 应收账款回收不及时与资产减值风险。



# 投资逻辑图







## 目录CONTENTS

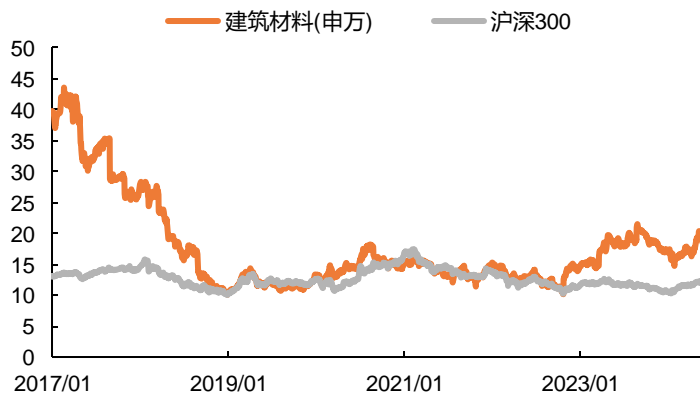
---

- 市场需求：下游地产持续筑底，政策发力去库存
- 水泥行业：盈利估值处历史底部，重视供给端积极变化
- 玻璃行业：浮法玻璃承压，光伏玻璃龙头仍具成长性
- 消费建材：渠道变革成效显现，关注业绩确定性标的
- 投资建议及风险提示

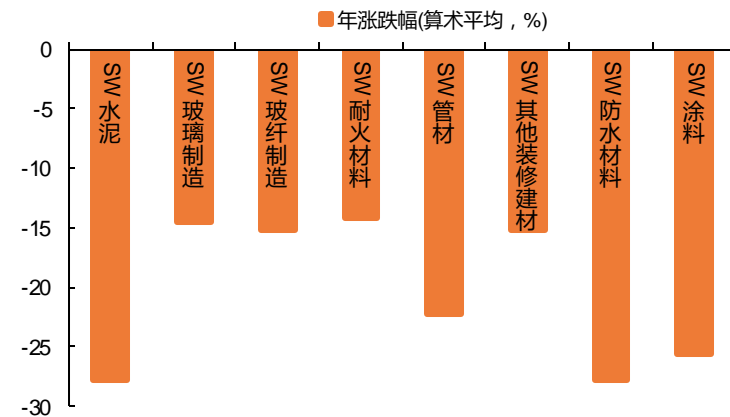
# 2024年以来建材板块跑输大盘

➤ 截至2024/6/7，申万建筑材料板块累计下降7.5%，跑输沪深300指数(+4.2%)，在31个申万行业中排名第16。尽管板块表现不佳，但其中像北新建材、兔宝宝、伟星新材、华新水泥、中国巨石等凭借自身较强α股价涨势较好。

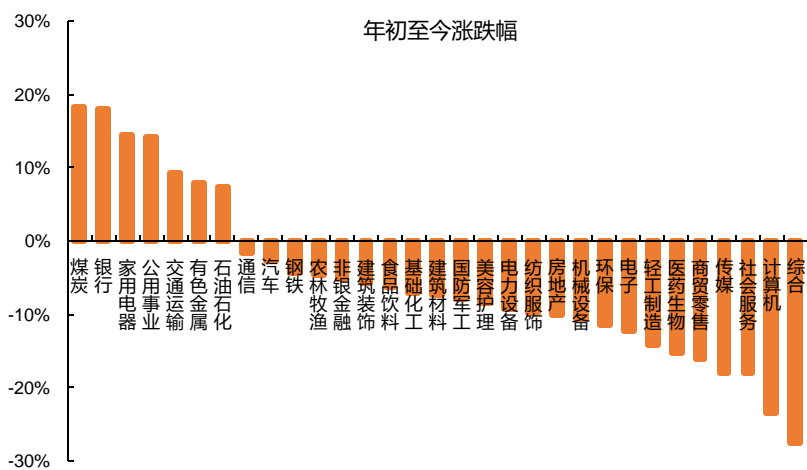
目前建材板块PE(TTM)处于历史相对低位



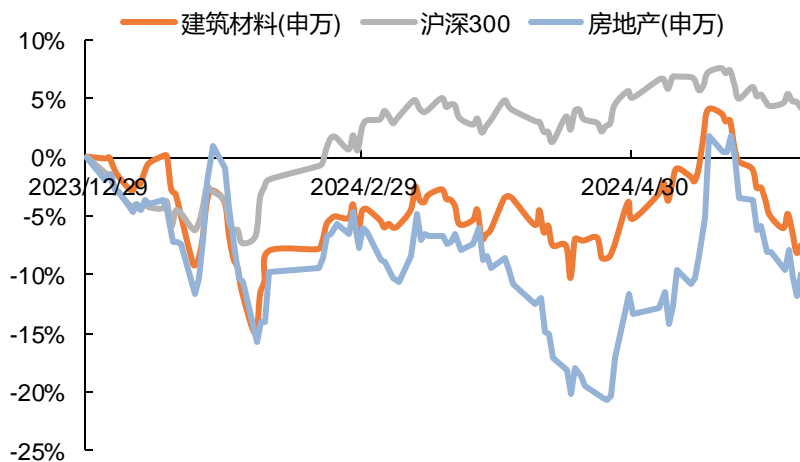
建材各细分板块涨跌情况（截至6/7）



建材板块股价表现靠后（截至6/7）



建材板块股价表现



建材各细分板块业绩情况

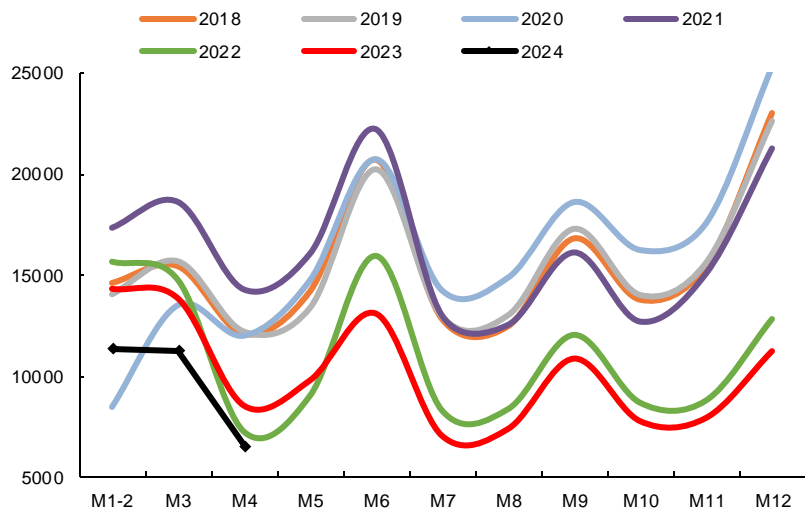
	2023年营收合计同比 (%)	2023年归母净利润合计同比 (%)	2024Q1营收合计同比 (%)	2024Q1归母净利润合计同比 (%)
SW水泥	-4.02	-42.24	-28.63	-504.55
SW玻璃制造	17.68	8.20	4.59	107.01
SW玻纤制造	-10.42	-51.79	-10.11	-69.99
SW耐火材料	8.34	-3.83	6.69	0.66
SW管材	-9.68	43.46	-6.22	-47.26
SW其他建材	4.60	13.57	12.46	26.91
SW防水材料	6.26	-8.51	-7.15	-14.57
SW涂料	7.89	-46.30	-7.23	-431.26



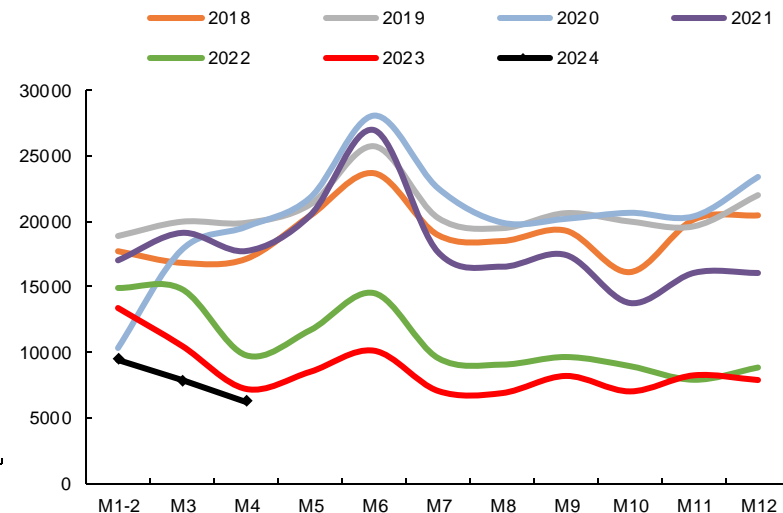
## 地产销售投资延续承压，供需双弱制约楼市成交

➤ 房地产作为建材重要需求来源，2024年以来延续筑底。销售方面，受上年基数偏高、房企推盘积极性低、购房者观望情绪仍然浓厚、二手房市场分流影响，2024年1-4月全国新建商品房销售面积同比降20.2%，销售额同比降28.3%。销售承压叠加三大工程进展相对缓慢，1-4月地产投资额同比降9.8%；新开工在库存高企、销售预期谨慎下同比降24.6%。竣工端随着2023年保交付高峰期已过，2024年1-4月竣工同比降20.4%，竣工转负对于后端产业链的影响逐步显现。

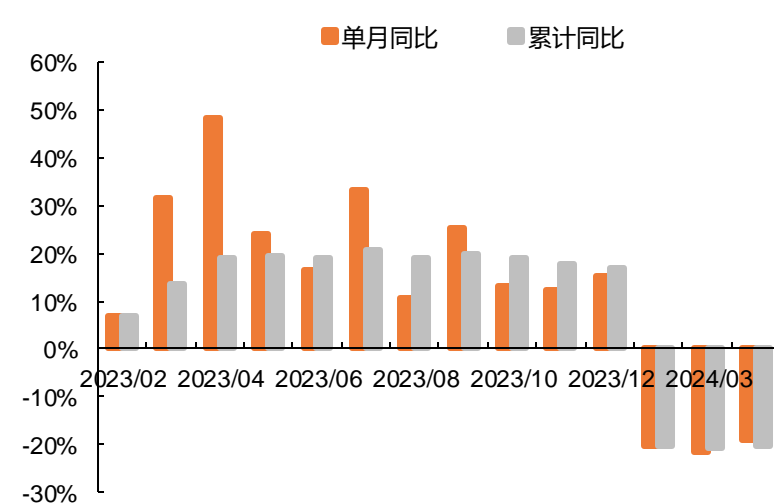
全国商品房销售面积变化（单位 万平方米）



2024年1-4月新开工同比再降25%（单位 万平米）



2024年1-4月地产竣工同比降20%





# 地产政策焦点转为去库存，后续支持仍然可期

- 4月政治局会议召开以来，地产政策焦点转为去库存，需求端通过低利率、低首付降低购房负担，释放合理购房需求，同时推出3000亿再贷款收储直接助力去库存，供给端对高库存城市限制供地、支持地方收回闲置土地。据平安地产团队研究，若仅考虑收购35个核心城市90平以下现房，5000亿资金量或相对充足。同时，随着首付及利率下调，叠加房价下行，居民购房负担得到切实改善。参考下表，首付比例下调、贷款比例提升后，因房价下行与利率降低，购房者月供仍可能明显降低。
- 从楼市展望看，政策短期有望加速部分观望需求入市，但居民收入与房价预期仍不乐观、叠加二手房分流影响，中期来看楼市修复持续性仍待观察，后续政策亦有望加大支持。据平安地产团队估计，2024年全国销售面积同比-12.7%，竣工、新开工同比-20%。若考虑收储积极落地及政策效力超预期，不排除全年销售降幅进一步收窄。

## “430” 政治局会议以来地产政策持续发力

	“4.30” 政治局会议	“5.17” 政策包	“6.7” 国常会
会议内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>切实做好保交楼工作，保障购房人合法权益</li> <li>统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产高质量发展</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>降首付、取消房贷利率下限、降公积金贷款利率0.25个百分点</li> <li>设立3000亿保障性住房再贷款</li> <li>收回、收购闲置存量住宅用地</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局</li> <li>着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施</li> </ul>
限购范围	2008-2009年 无	2014-2015年 5城：北上广深三亚	本轮（2021H2至今） 5城：北上广深海南
首付比例	首套下调至最低20% 人均住房面积低于当地平均、再申请贷款购买第二套，执行首套房政策20%	首套下调 限购五城最低30%，非限购城市20% 二套下调 限购城市最低40%，非限购城市30%	首套下调，不低于15% 二套下调，不低于25%
房贷利率	下调首套房贷利率下限： 基准利率0.7倍	下调首套房贷利率下限： 基准利率0.7倍	取消全国层面首套和二套商业性个人住房贷款利率政策下限
开发贷	下调房地产开发最低资本金比例（35%） 保障房和普通商品房20% 其他30%	维持 保障房和普通商品房20% 其他：30%→25%	开发贷支持投放，允许展期，建立城市房地产融资协调机制，为“白名单”项目提供授信贷款

## 不同房价、首付及利率水平下月供变化（以100万总价、首付20%，3.75%利率对应月供为基准）

房贷利率	3.95%	3.75%	3.55%	3.35%	3.15%	3.00%
100万总价，首付20%	2.5%	0.0%	-2.4%	-4.8%	-7.2%	-9.0%
100万总价，首付15%	8.9%	6.2%	3.7%	1.1%	-1.4%	-3.3%
90万总价，首付15%	-2.0%	-4.4%	-6.7%	-9.0%	-11.3%	-13.0%
80万总价，首付15%	-12.9%	-15.0%	-17.1%	-19.1%	-21.1%	-22.6%





## 目录CONTENTS

---

● 市场需求：下游地产持续筑底，政策发力去库存

● 水泥行业：盈利估值处历史底部，重视供给端积极变化

● 玻璃行业：浮法玻璃承压，光伏玻璃龙头仍具成长性

● 消费建材：渠道变革成效显著，关注业绩确定性标的

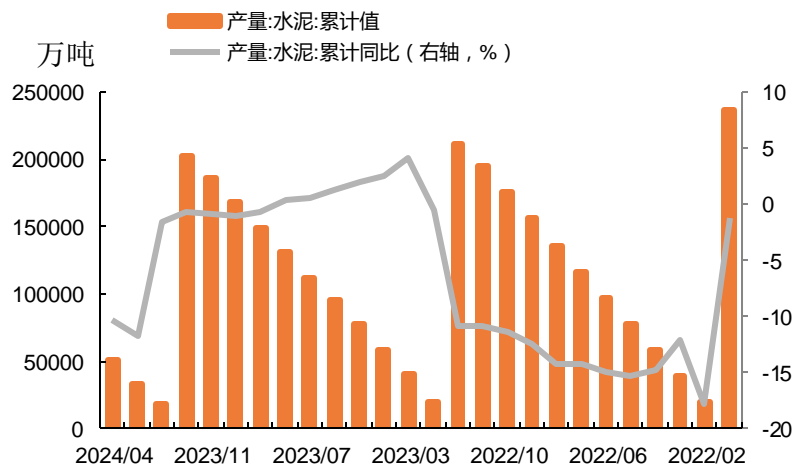
● 投资建议及风险提示



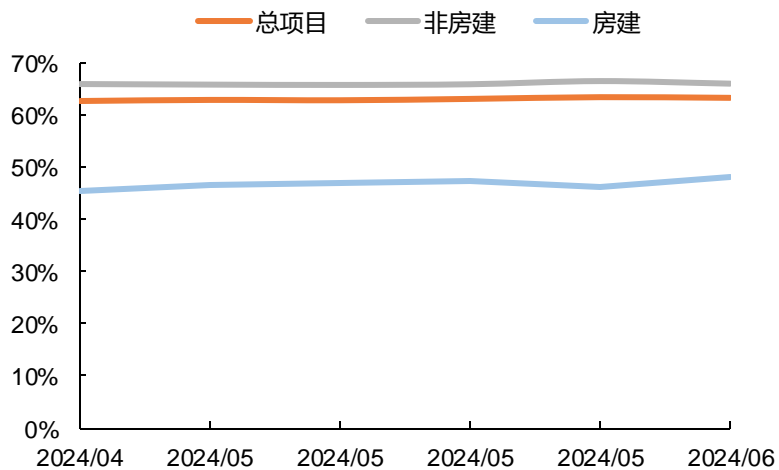
# 地方化债约束基建投资，水泥需求继续走弱

- 除地产延续疲弱、雨水天气偏多，年初以来资金到位不佳、基建对水泥需求托底不足。2024年地方化债大背景下，部分债务高风险省市项目停建缓建，并且年初以来地方专项债发行进度偏慢。据百年建筑调研数据，截至6月4日样本建筑工地资金到位率为63%，其中非房建项目资金到位率为66%，房建项目资金到位率为48%。
- 统计局显示1-4月全国水泥产量5.1亿吨、同比降10.3%，其中4月呈现旺季不旺，单月产量同比降8.6%，单月产量跟累计产量均为2011年以来同期最低水平。参考数字水泥网，4月全国水泥平均出货率同比下降约1成，与2019-2021年同期相比下降逾3成。

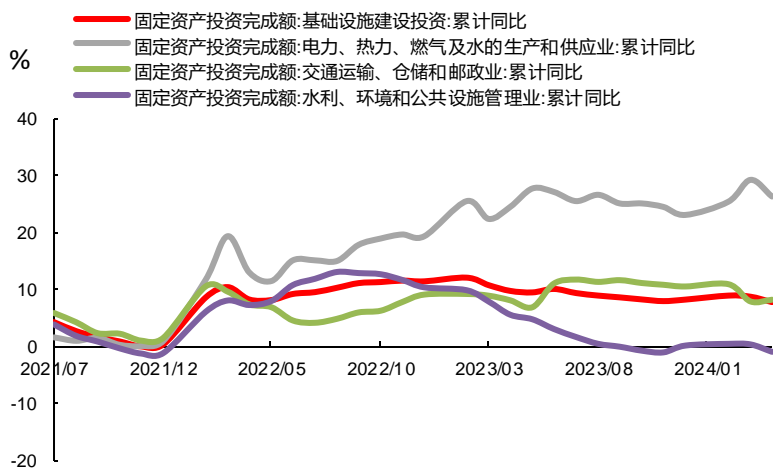
统计局显示1-4月水泥产量同比降10%



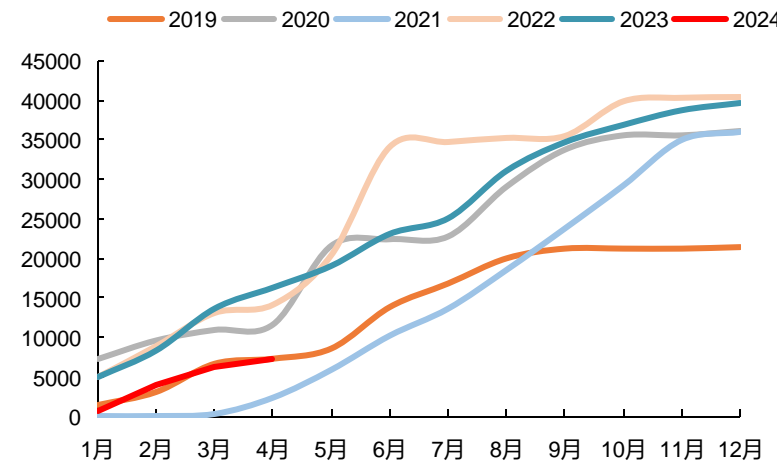
百年建筑调研国内样本建筑工地资金到位率



1-4月广义基建投资同比增8%



1-4月地方专项债发行进度偏慢 (单位: 亿元)



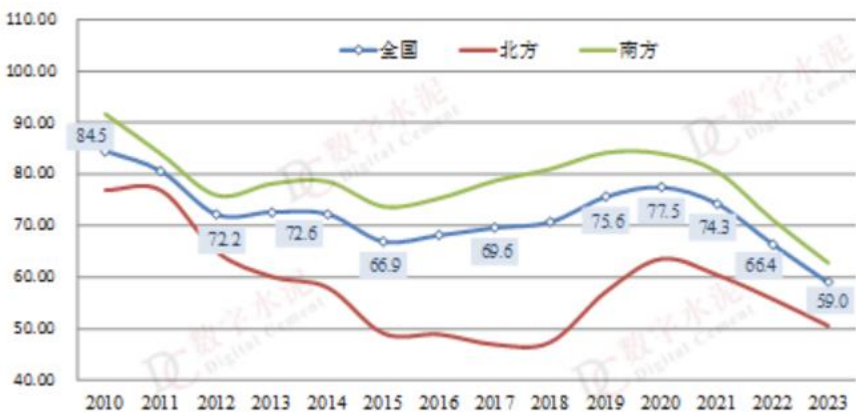
资料来源: wind, 财政部, 百年建筑网, 数字水泥网, 国家统计局, 平安证券研究所



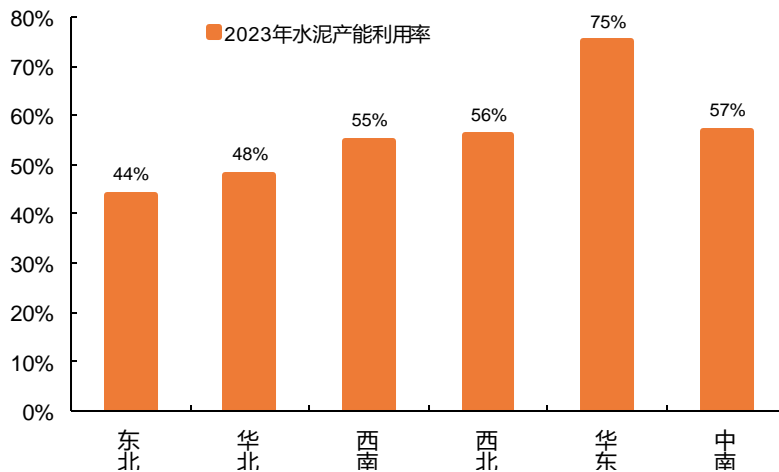
# 产能利用率下滑加大协同难度，竞争格局出清缓慢

- 供给端产能过剩矛盾持续加重，2023年水泥熟料产能利用率仅59%。据中国水泥协会信息研究中心统计，2023年新点火新型干法水泥生产线17条，年设计熟料能力2492万吨；2023年底全国新型干法水泥熟料设计产能18.4亿吨/年，实际产能突破21亿吨。2023年全国水泥熟料产能利用率为59%，同比降7.3pct，低于全国工业产能利用率（75.1%）16.1pct，其中华东和中南地区降幅较大。
- 需求端持续下行的同时，供给端协同支撑水泥价格的难度加大。第一，水泥产能利用率逐年降低，行业通过错峰生产调控供给端的效应减弱，对错峰生产天数要求越来越高；第二，部分头部企业强调保市场份额，行业协同缺乏引导者有力推进；第三，2016年以来集中度基本稳定，过去几年高盈利筑造较高安全垫，大小企业对于水泥产线价值仍存分歧，行业格局迟迟未见有效出清。

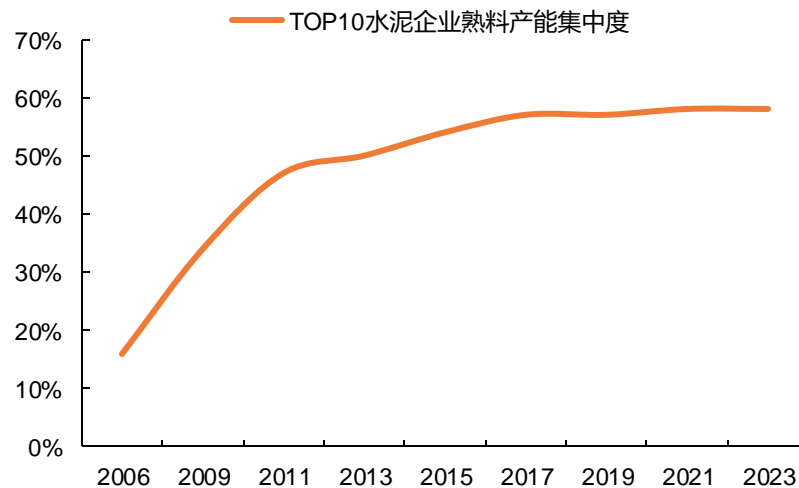
2010-2023年我国水泥熟料产能利用率走势 (%)



分区域水泥产能利用率情况



2016年以来水泥竞争格局基本稳定

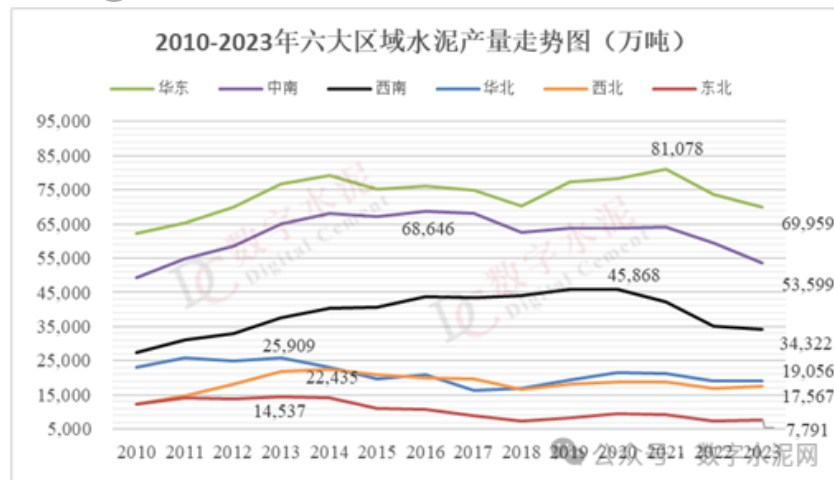




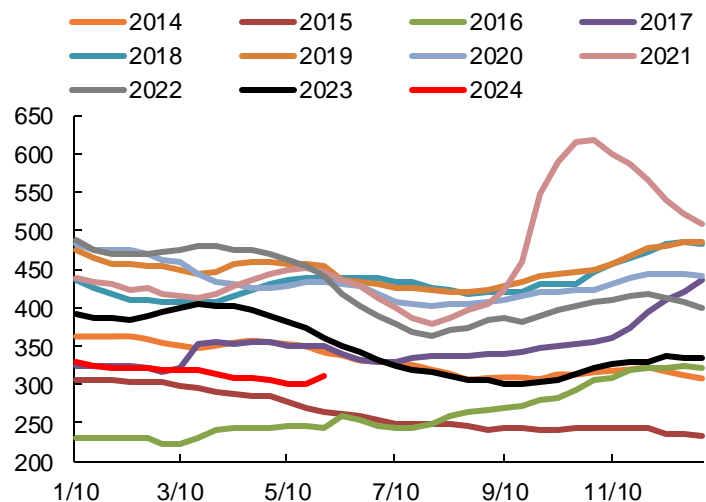
# 水泥价格震荡走低，大多数区域价差较小

- 受需求持续走弱、供给端协同生产力度不足影响，2024年以来全国水泥价格走低。截至5月底，全国P.042.5散装水泥市场价降至310元/吨左右，同比减少14%。
- 分区域看，尽管华东/中南地区产能利用率仍高于其他地区，但相比前几年90%左右降幅较大，西南地区同样降幅较大；东北/华北/西北地区产能利用率在“十二五”初期就不足50%，近几年降幅较小，格局更加稳固。因此，南方地区2022年以来价格大幅调整，当前与北方价格差异较小，其中东北地区得益于水泥集中度高、行业协同落实到位，2024年5月以来价格上涨较多，明显跑赢全国。

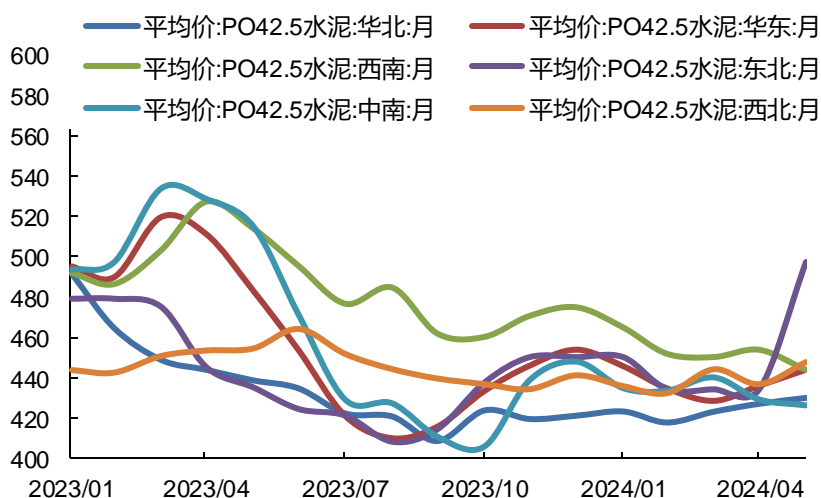
### 六大区域水泥产量变化



### 年初以来水泥价格延续下行 (单位 元/吨)



### 分区域水泥价格走势 (单位 元/吨)



### 各省水泥熟料产能集中度情况

前五大企业水泥熟料产能集中度	对应省市
达100%	北京、天津、海南和西藏
80-100%	吉林、黑龙江、青海、安徽、江西
60-79%	全国其他省市
50-59%	福建、贵州、广西、云南
50%以下	山西

资料来源: wind, 数字水泥网, 平安证券研究所

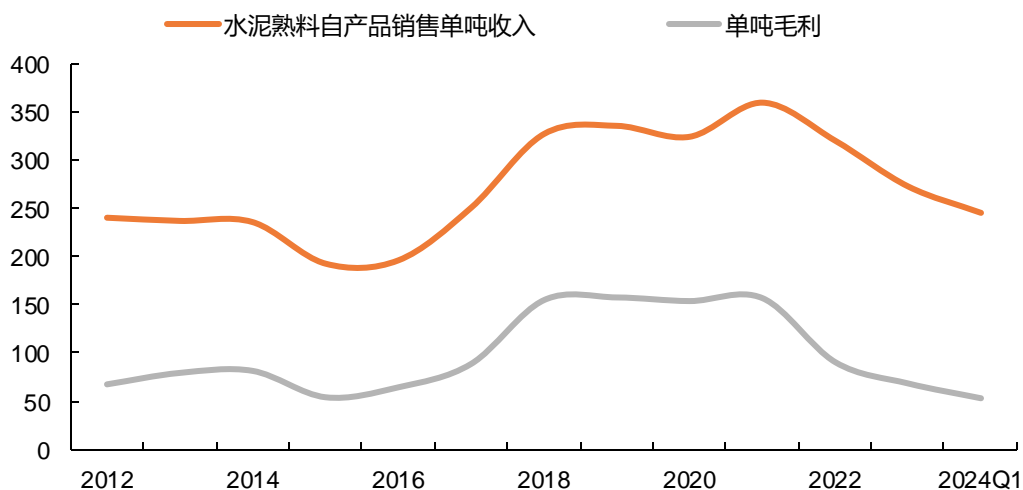




## 水泥盈利降至历史底部，头部企业积极提价稳市场

- 5月以来多地推动水泥价格上涨，尤其是错峰生产执行较好的北方地区。据同花顺金融，6月11日全国散装水泥市场均价较4月初低点上涨27元/吨。我们认为水泥市场下半年温和修复值得期待，主要因：
  - 一是水泥企业普遍面临亏损，部分企业亏损现金流。**测算海螺水泥2024Q1水泥熟料自产品销售吨毛利53元，低于2015年全年。5月个别企业出厂价跌破200元/吨，叠加6月1日开始实施的水泥新国标规定P.042.5水泥中熟料加石膏的最低含量为80%（2020年我国熟料产量15.8亿吨、水泥23.9亿吨，熟料占比66%），水泥网估算大部分水泥企业成本或提升10-30元/吨，因此企业涨价意愿强烈。**
  - 二是**头部企业愈发重视价格稳定而非份额稳定，加大引导行业协同生产**。二季度多数地区积极开支错峰生产，如长三角执行20天。
  - 三是基建项目随着资金逐步到位，实物需求有望回升。5月13日财政部公布超长期特别国债发行安排，重点支持科技创新、城乡发展、区域协调、能源安全、粮食安全以及人口高质量发展。17日30年期超长期特别国债正式首发，总额400亿元。

海螺水泥2024Q1吨毛利低于2015年（单位 元）



5月底以来多地水泥开启上涨

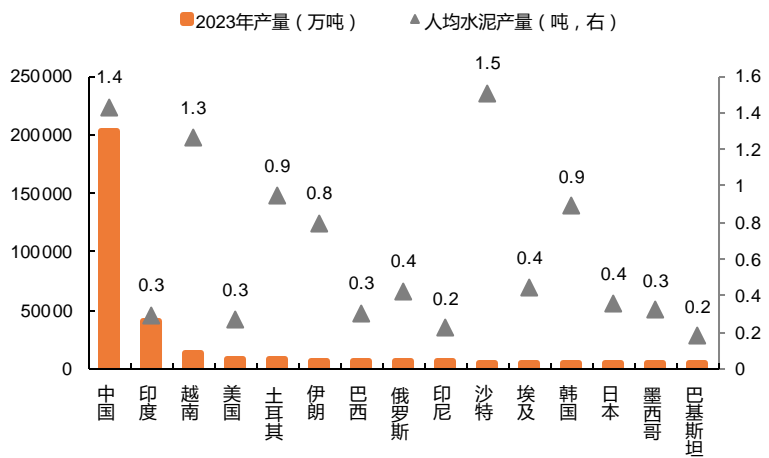
省市	涨价情况
重庆	主城地区第三轮上涨10-15元/吨，累计65元/吨
辽宁	5月22日执行第三轮价格上涨，幅度20-30元/吨
湖北	5月23日武汉/鄂东第二轮涨30元/吨，累计40-45元/吨
青海	5月22日水泥涨30元/吨
山西	太原、临汾、忻州地区部分企业公布上调20-50元/吨
河南	价格上调30元/吨
云南	昆明、曲靖、大理、丽江、普洱等地价格上涨50元/吨
甘肃	兰州、平凉等地水泥价格上调10-30元/吨
东北	黑龙江和吉林第三轮价格上调60-90元/吨



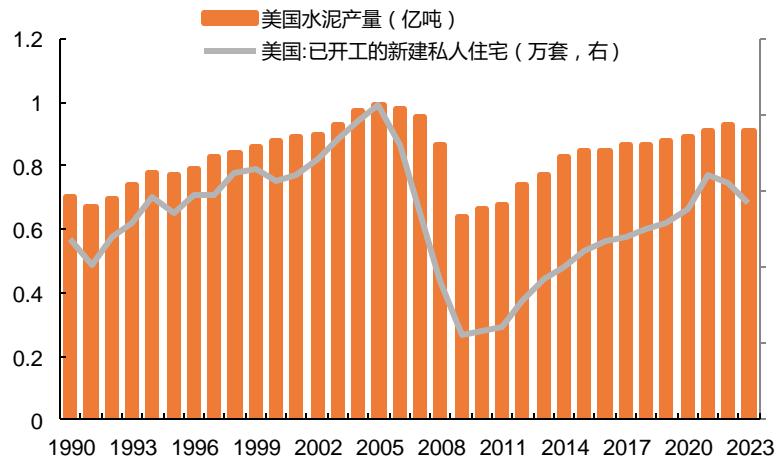
# 中长期需求中枢趋于下行，供给端仍待产能有效出清

- 需求端，随着国内城镇化进程放缓，地产逐步步入存量房阶段，城镇基础设施建设趋于完善，水泥需求中枢下行成为市场共识。从人均水泥产量看，中国水泥网披露的2023年全球水泥产量TOP15国家合计人均水泥产量0.7吨，我国人均产量1.4吨，仅次于沙特1.5吨。从美国/日本经历地产危机后水泥产量看，近两年国内水泥产量降幅相对有限（计算2023年水泥产量较2021年降14.4%，2024M1-4降12.8%）。当然，考虑我国绝大多数建筑结构还是以混凝土为主，基础设施建设更加完备，人均水泥消费量偏高属于正常现象，未来庞大的存量建筑翻新维修对于水泥需求亦将是支撑。
- 供给端，因2016-2021年水泥企业盈利颇丰、资金安全垫充足，同时水泥有望纳入碳交易市场等预期，使得中小水泥企业对资产价格预期偏高，与资本市场定价存在差异，因此近两年未见到市场化的有效出清，行业再平衡只能依赖错峰生产压缩供给。往后看，一方面，节能降碳行动推进，有助于小部分落后产线退出，另一方面，未来若水泥纳入碳交易市场，碳配额逐步收紧，也将进一步提高小企业生产成本压力，加速行业格局出清。

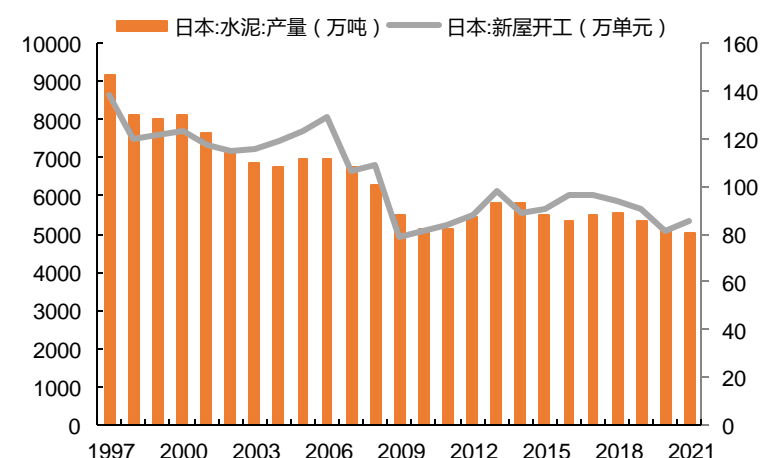
### 2023年我国人均水泥产量在国际排名前列



### 美国水泥产量变化



### 日本2021年水泥产量较1997年下滑46%



资料来源：中国水泥网，Wind，IMF，同花顺金融，平安证券研究所



# 节能降碳叠加后续有望碳交易市场，水泥格局或加速出清

- 建材行业节能降碳进行中，一定程度加速落后产能出清。水泥行业因其工艺特点，碳排放约占建材行业排放总量70%，是碳排放重点领域。2022年2月四部门关于发布《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022年版）》的通知，提出“到2025年底，水泥、陶瓷行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，平板玻璃行业能效标杆水平以上产能占比达到20%”。2024年5月国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，提出“加强建材行业产量监测预警，推动水泥错峰生产常态化”，重申水泥/陶瓷行业30%与平板玻璃20%的能效标杆以上水平产能占比等。
- 截至2020年底水泥/平板玻璃/陶瓷行业能效优于标杆水平的产能分别约占5%/小于5%/小于5%，能效低于基准水平的产能分别约占24%/8%/小于5%。另据中国建筑材料联合会披露，截至2023年上半年，水泥熟料单位产品综合能耗比2020年下降3%，达到或优于能效标杆值的水泥熟料产能占比达到13%，比2020年提升超过10个百分点。考虑头部企业产线规模大、设备相对先进且经过近年技改或产能置换，能效水平远高于中小企业，节能降碳政策一定程度或有助于加速水泥、玻璃行业落后产能出清。

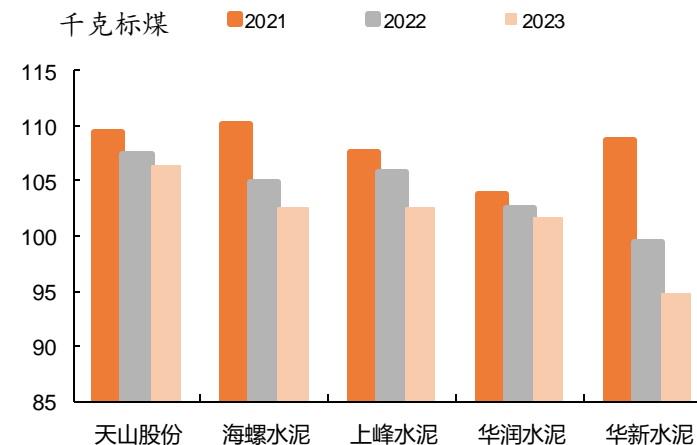
建材行业能效标杆水平和基准水平（2023年版）

行业	重点领域	单位产品综合能耗单位	标杆水平	基准水平
水泥	水泥熟料	千克标准煤/吨	100	117
平板玻璃	平板玻璃（生产能力>800吨/天）	千克标准煤/重量箱	8	12
	平板玻璃（500≤生产能力≤800吨/天）		9.5	13.5
建筑陶瓷	吸水率≤0.5%的陶瓷砖	千克标准煤/平方米	4	7
	0.5%<吸水率≤10%的陶瓷砖		3.7	4.6
	吸水率>10%的陶瓷砖		3.5	4.5
卫生陶瓷	卫生陶瓷	千克标准煤/吨	300	630

截至2020年底水泥、平板玻璃和陶瓷行业能效水平

行业	能效低于基准水平的产能占比	能效介于基准和标杆水平之间的产能占比	能效优于标杆水平的产能占比
水泥	24%	71%	5%
平板玻璃	8%	>87%	<5%
陶瓷	<5%	>90%	<5%

重点水泥企业吨熟料综合能耗



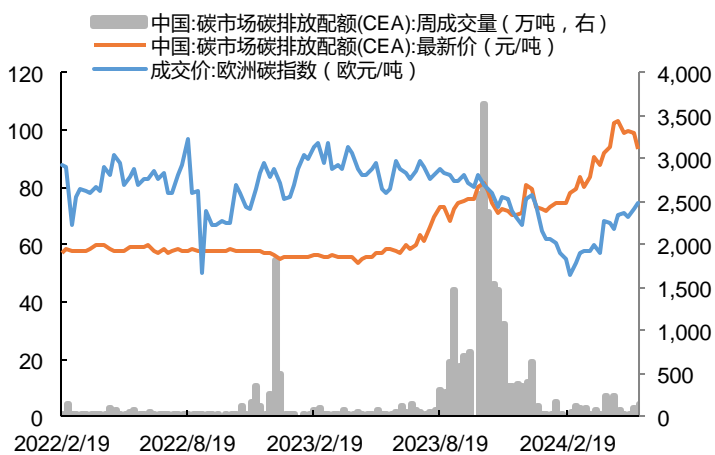
资料来源：《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》，公司公告，平安证券研究所



# 节能降碳叠加后续有望碳交易市场，水泥格局或加速出清

- 水泥未来有望纳入碳市场，将增加小企业生产压力，同样有助于加速行业出清。目前全国水泥碳配额计算方法并未明确，以广东试点为例，《广东省2022年度碳排放配额分配方案》中水泥采取基准线法计算企业碳配额，以配备1条5000t/d熟料生产线、年产200万吨水泥的生产基地为例，熟料产量取方案上限、生产天数按300天，熟料环节可获免费碳配额为5000（设计产能）\*300（天数）\*1.2（产量上限）\*0.884（基准值）\*1（年度下降系数）\*0.96（免费比例）=152.8（万吨）；粉磨环节可获免费碳配额为200（万吨）\*0.023（基准值）\*1（年度下降系数）\*0.96（免费比例）=4.4（万吨）。
- 从市场影响看，考虑当前水泥行业盈利微薄，纳入碳交易后政策效果有待观察，一是水泥企业间碳排放强度差异有限，2022年海螺水泥吨二氧化碳当量 /吨熟料仅比华新水泥高0.02，二是小企业或选择出售碳指标方式而非出售水泥熟料、获取更高盈利，可能冲击碳市场价格。中长期看，随着“碳中和”目标推进、碳配额逐年收紧，政策对水泥行业格局影响或越发明显。

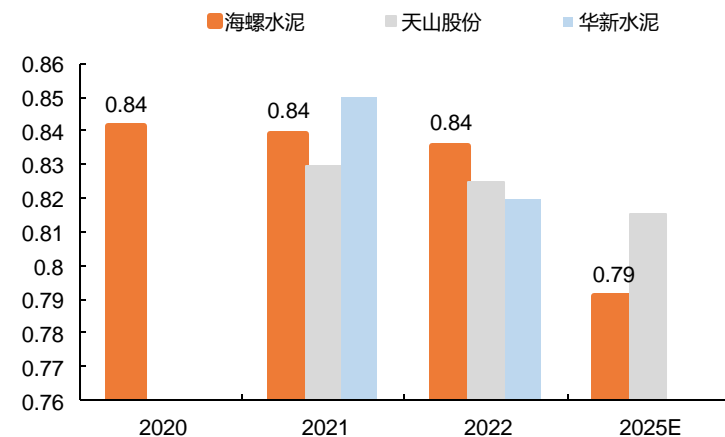
### 2023年国内碳配额价格明显上升



### 《广东省2022年度碳排放配额分配方案》中熟料生产线基准值

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

### 熟料工艺碳排放强度对比(吨二氧化碳当量 /吨熟料)



资料来源：《广东省2022年度碳排放配额分配方案》，公司公告，Wind，平安证券研究所





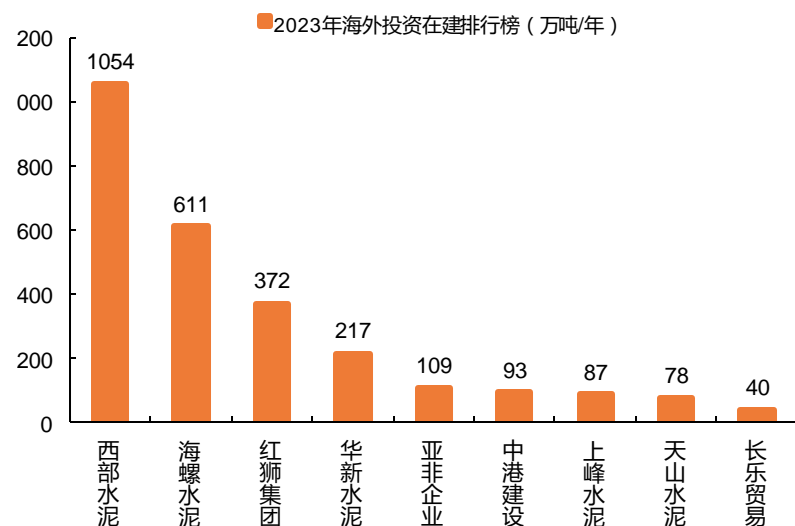
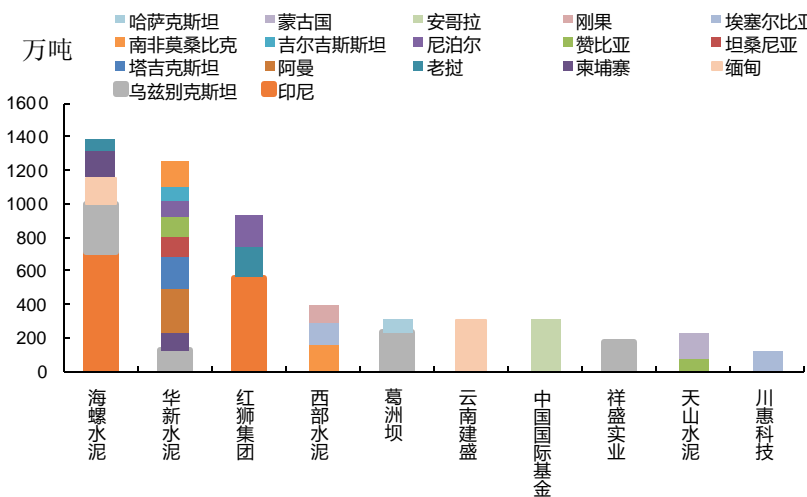
# 海外供需与盈利均优于国内，水泥企业出海正当时

国内需求中枢不明朗、产能有效出清仍需时间的背景下，近年水泥企业加速出海布局。据世界水泥大会，2023年底中国企业累计在境外已投产项目合计熟料产能5520万吨、水泥产能8117万吨，目前在产的水泥项目中中资企业全资投资的占比约40%、合资约60%。

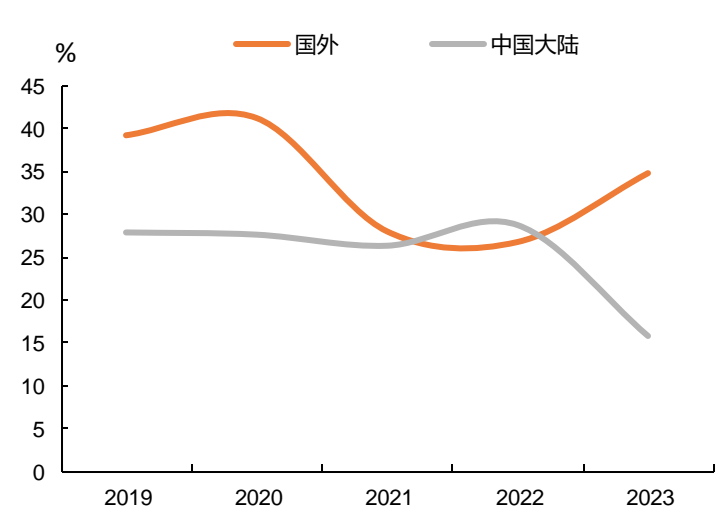
从布局国家看，根据水泥大数据，截至2023年底，中资企业在海外已投产运营62条水泥熟料生产线，主要集中在东南亚、中亚及南非等地区；其中，印度尼西亚、乌兹别克斯坦、老挝、缅甸等地产能尤为突出。由于东南亚与中亚过去几年新建产能较多，部分地区水泥盈利或有所下滑（仍明显好于国内）；非洲水泥供需格局保持良好，对国内水泥企业投资吸引力加大。

从布局企业看，西部水泥(2233.HK)、华新水泥、海螺水泥等积极在海外新建或收购水泥产线，2023年海外收入占比分别为31%、16%、4%。据水泥网APP披露，2023年海外投资在建产能

排行榜中，西部水泥、海螺水泥、红狮集团、华新水泥排名前四。水泥网APP披露的2023年海外已投产熟料产能排行榜



2023年海螺水泥海外地区毛利率远高于国内



西部、海螺与华新水泥海外收入增长较快

证券简称	2022年海外收入 (亿元)	2023年海外收入 (亿元)	2022年海外收入占比	2023年海外收入占比
华新水泥	42	55	13.9%	16.3%
海螺水泥	40	51	3.0%	3.6%
金隅集团	50	37	4.9%	3.4%
西部水泥	11	28	13.3%	30.7%

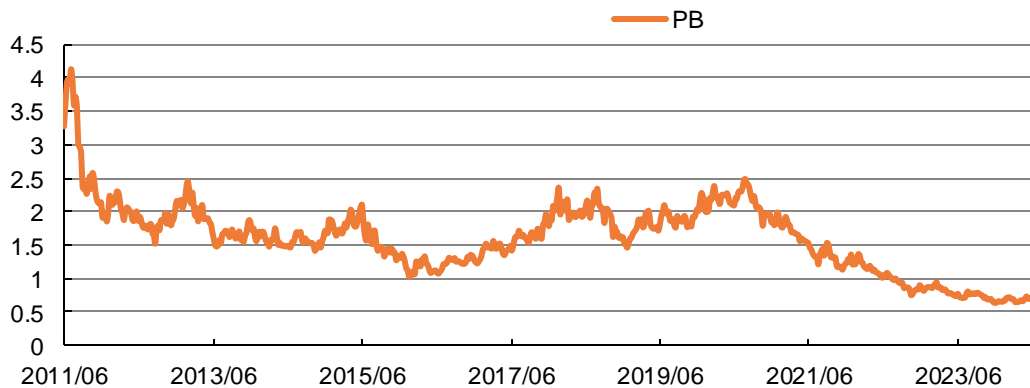
资料来源: wind, 水泥网APP, 平安证券研究所



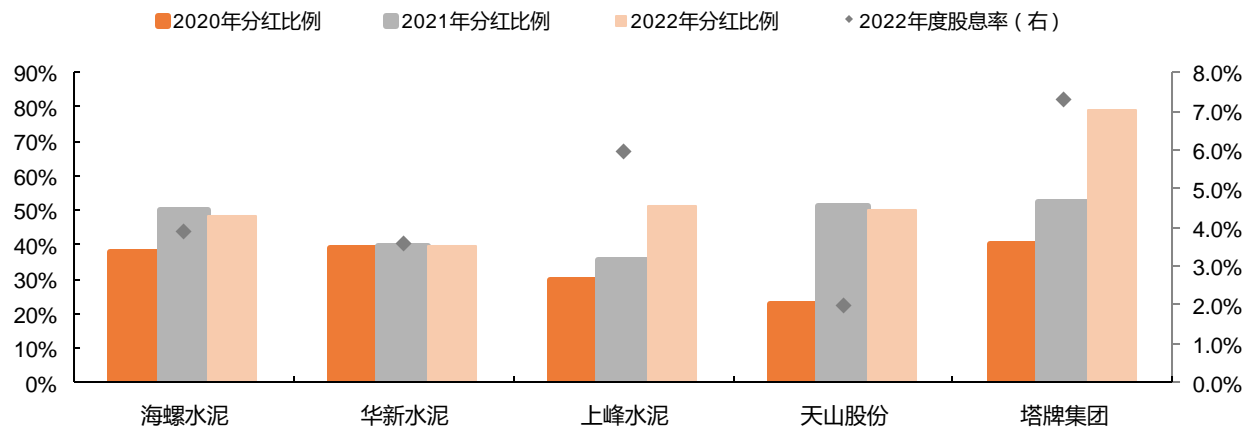
# 海螺水泥：盈利仍具韧性，估值/股息具备吸引力

- **海螺水泥产能规模居前。**2023年营收1410亿元，同比增6.8%，归母净利润104亿元，同比降33.4%；全年水泥熟料自产品销量2.85亿吨，同比升0.7%。2023年末熟料产能2.72亿吨，水泥产能3.95亿吨，骨料产能1.49亿吨，商品混凝土产能3980万立方米。2024年计划资本性支出152亿元，全年新增熟料产能390万吨、水泥产能840万吨、骨料产能2550万吨、商品混凝土产能720万立方米。
- **公司吨毛利长期处行业靠前水平。**主要因：一是原材料采购优势，包括规模化采购、公司所处大本营安徽省石灰岩资源丰富；二是燃料能耗优势，得益于产线规模与设备先进（产线多为自建、日产能5000吨以上），三是高产能利用率带来的低折旧摊销。
- **“T”型战略与长江水运奠定运输与市场优势。**公司产能主要分布在华东、中南，尤其是华东。公司通过“T”型战略在长江沿岸石灰石资源丰富的地方兴建大、中型熟料基地，在资源稀缺但水泥市场较大的沿海地区以低成本收购小水泥厂并改造成粉磨站、就地生产水泥，随后销往需求旺盛的东部市场，形成“熟料基地—长江—粉磨站”模式，相比传统的“工厂—公路—工地”模式，有效解决了水泥产业做大所遇到的“运输成本高，销售区域受限”问题。
- **估值降至历史低级水平，股息率具备吸引力。**截至2024/6/3，公司PB仅0.7倍，2024Q1末在手现金达663亿元。

海螺水泥当前PB处于历史底部



水泥企业分红比例与股息率 (截至2024/6/3)

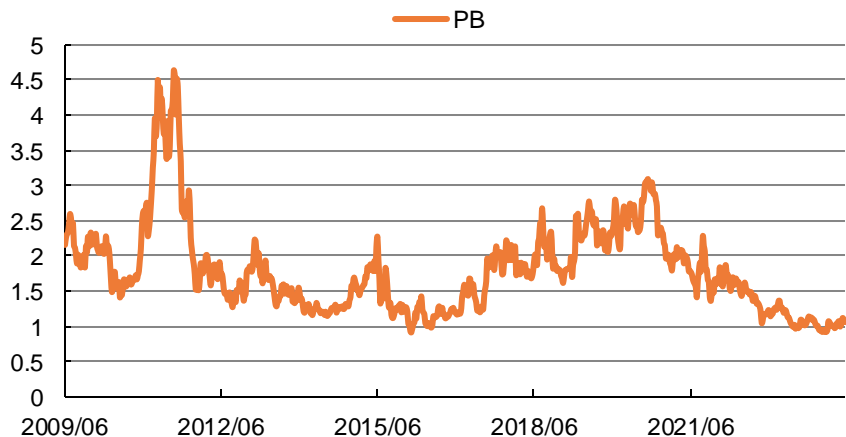




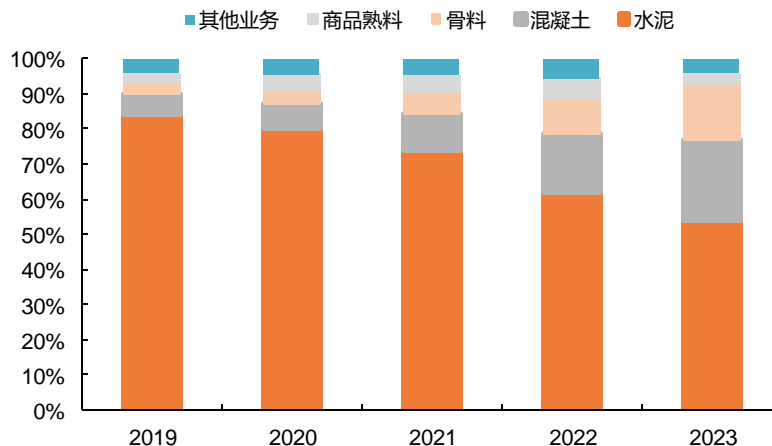
# 华新水泥：骨料与商混业务增长快速，海外业务布局领先

- ▶ **业绩稳健增长，非水泥业务收入/毛利占比超40%。**2023年华新水泥营收338亿元，同比增10.8%，归母净利润27.6亿元，同比增2.3%。2023年水泥、混凝土、骨料营收分别占比54%、23%、16%，毛利分别占比54%、13%、27%；2023年骨料第三方销量1.3亿吨，同比增100%，混凝土销量2727万方，同比增长66%；期末骨料产能2.77亿吨，同比增32%，混凝土产能1.22亿方，同比增长77%。
- ▶ 2023年底公司具备水泥产能1.27亿吨（粉磨能力，含联营企业产能），其中海外有效水泥粉磨能力2091万吨/年。根据水泥网熟料产能百强榜，公司熟料总产能位居全国第四，其中国内熟料产能位列全国第六，海外熟料产能排名全国第二。公司国内水泥生产基地分布于湖北、湖南、云南、重庆、四川、贵州、西藏、广东及河南等9省市，在华中地区具备优势地位并成为西南地区的主要从业者。作为首批走出去的中国水泥企业之一，公司已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚、马拉维、南非、莫桑比克和阿曼等11个国家布局，并已成为中亚水泥市场的领军者。

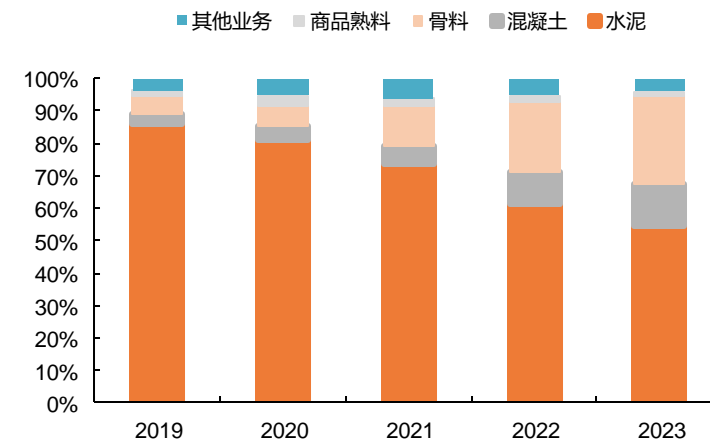
● 华新水泥当前PB处于历史底部



● 华新水泥收入结构



● 华新水泥毛利结构





## 目录CONTENTS

---

- 市场需求：下游地产持续筑底，政策发力去库存
- 水泥行业：盈利估值处历史底部，重视供给端积极变化
- 玻璃行业：浮法玻璃承压，光伏玻璃龙头仍具成长性
- 消费建材：渠道变革成效显现，关注业绩确定性标的
- 投资建议及风险提示

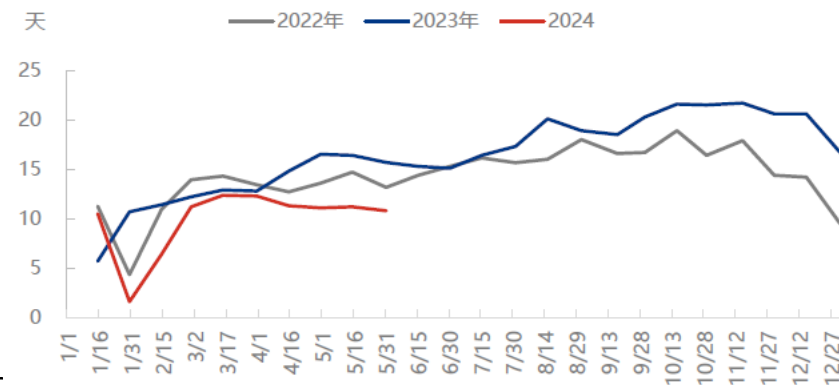




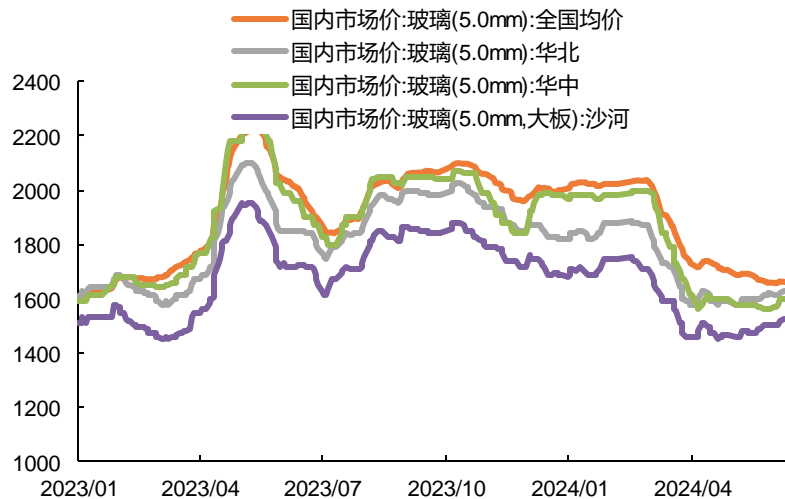
# 浮法玻璃价格大幅下行，背后是需求走弱与高产能的矛盾

- 年初以来浮法玻璃价格降幅超过17%，厂家库存大幅攀升。据同花顺金融，截至5月底，全国5mm玻璃均价1660元/吨，较年初2006元降幅超过17%，尤其是3月价格下降280元/吨。玻璃价格下行与春节后项目复工需求低于预期、玻璃厂家库存大幅攀升紧密相关。
- 降价累库的背后，一方面是地产竣工走弱、玻璃需求下滑。随着中央保交楼持续推进，截至2023年末350万套保交楼项目已实现交付超300万套，交付率超过86%；3500亿元的保交楼专项借款绝大部分已投放到具体项目，保交楼专项借款项目总体复工率达到99.9%。在2023年地产竣工高基数以及2022年以来新房销售大幅走低的背景下，未来一段时间地产竣工或将持续承压。从下游玻璃深加工企业看，前五个月订单情况弱于前两年同期水平。

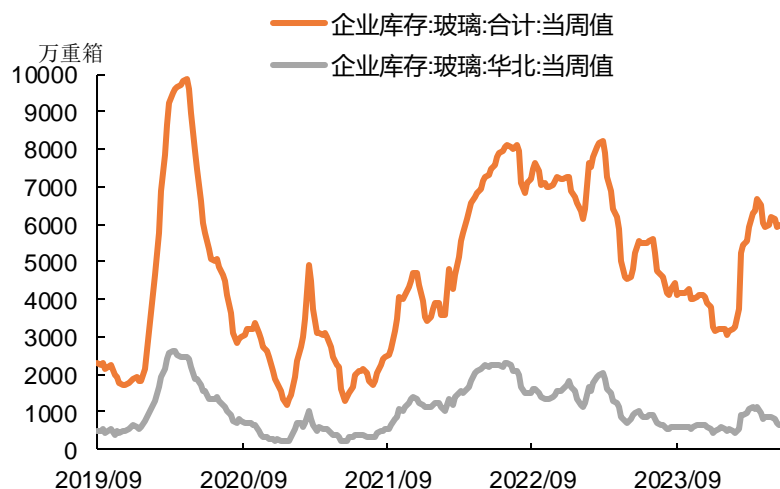
### 全国浮法玻璃深加工企业样本订单走势图



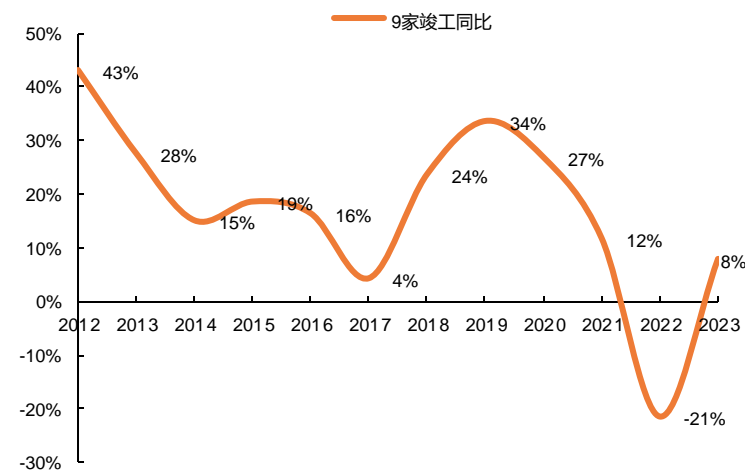
### 浮法玻璃价格走势（元/吨）



### 2月以来浮法玻璃企业库存大幅提升



### 9家主流房企竣工面积同比走势



资料来源：同花顺金融，公司公告，Wind，隆众资讯、平安证券研究所

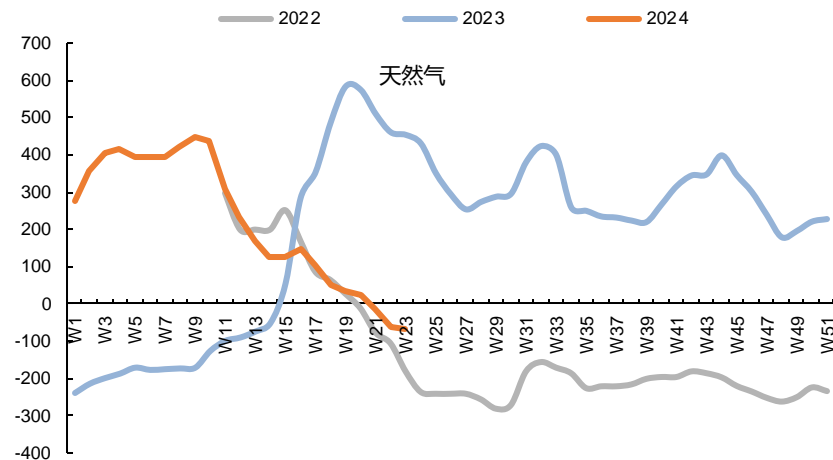
注：右下角图中9家主流房企包括：万科/保利/新城/金地/中海/世茂/建业/招蛇/金科



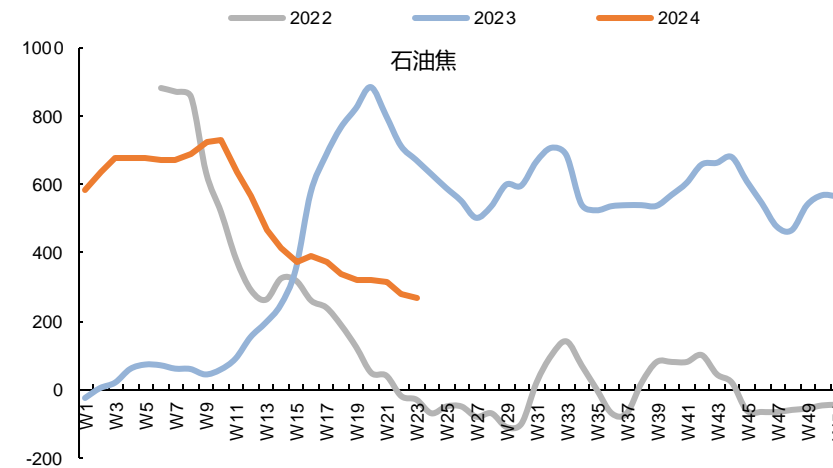
# 浮法玻璃价格大幅下行，背后是需求走弱与高产能的矛盾

- 降价累库的背后，另一方面是玻璃产能仍处于高位。尽管四五月冷修有所加速，截至5月底浮法玻璃日熔量较年初下滑1400吨，但仍高达17.29万吨。
- 盈利方面，尽管纯碱、天然气成本有所下滑，但玻璃价格降幅更大，导致当前玻璃厂家盈利微薄。隆众资讯测算以天然气为燃料的玻璃产线已经出现亏损，二季度上市玻璃公司单箱利润预计较一季度将明显下滑。
- 往后看，预计下半年浮法玻璃产线冷修将会加速、年末日熔量或将跌破17万吨，但考虑地产竣工下滑带来的玻璃需求端压力亦大，玻璃价格与盈利仍难言乐观，后续持续关注玻璃冷修与地产竣工销售走势。

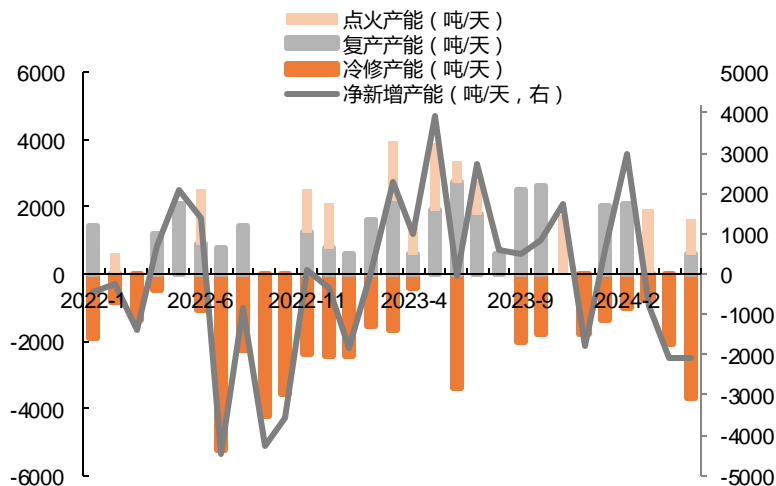
### 天然气制浮法玻璃利润走势图 (元/吨)



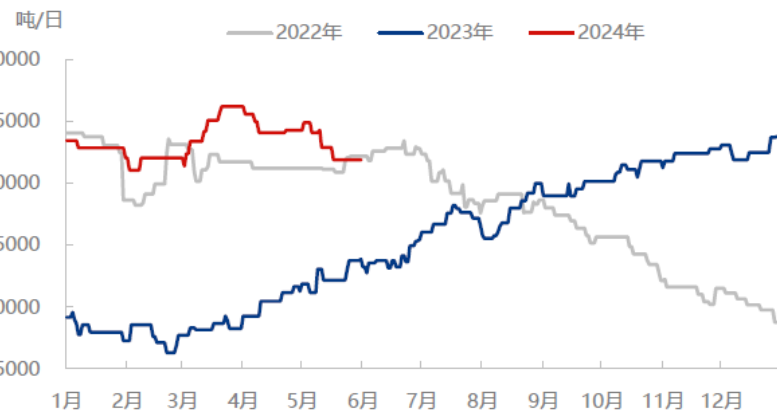
### 石油焦制浮法玻璃利润走势图 (元/吨)



### 四月以来浮法玻璃冷修加速



### 中国浮法玻璃日产量走势图



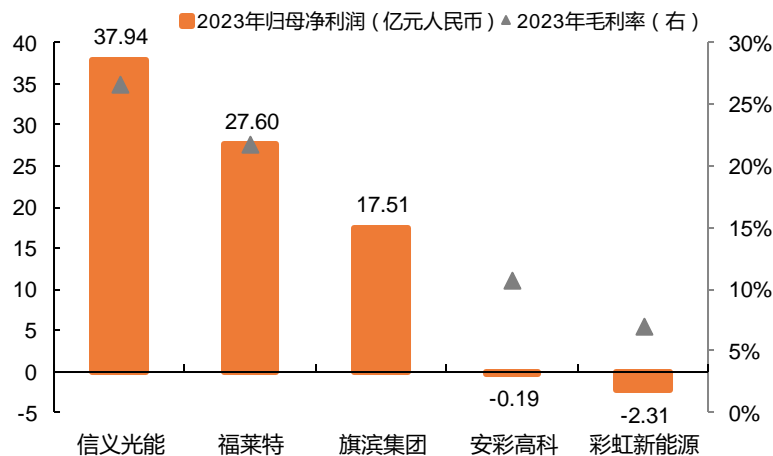
资料来源：卓创资讯，隆众资讯，同花顺金融，平安证券研究所



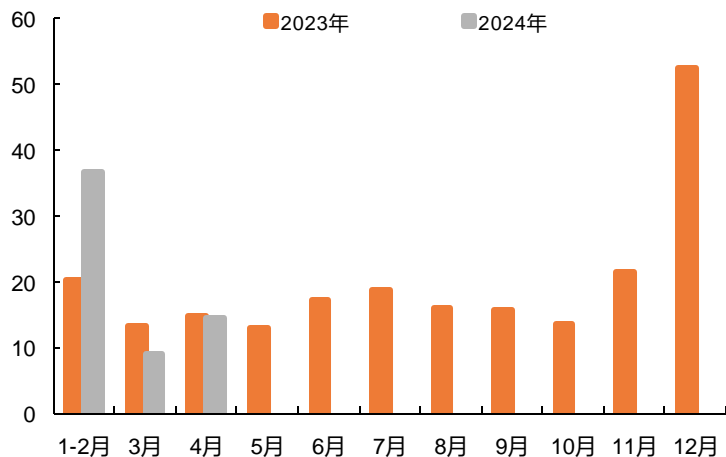
# 光伏玻璃供需阶段性改善，价格小幅上涨

➤ 2023H2以来光伏组件产业链价格下跌、且市场预期光伏消纳红线取消，促使2024年1-2月我国光伏新增装机36.72GW，同比增长80.3%，延续2023年12月以来高增。光伏装机激增叠加此前光伏玻璃投产放缓，供需格局趋紧导致光伏玻璃企业库存自2月下旬以来持续回落，跌至20天以下。供需格局改善叠加行业盈利处于历史底部区域、企业亏损情况较多，玻璃厂家涨价意愿较强。据infolink，5月底2mm、3.2mm镀膜光伏玻璃平均现货价为18.5元/平米、26.5元/平米，分别较3月低点提高2元/平米、1元/平米。

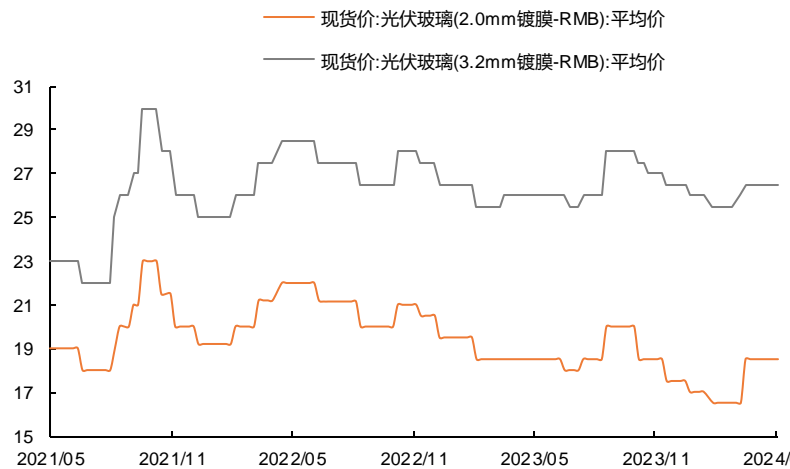
### 2023年部分光伏玻璃盈利进入亏损阶段



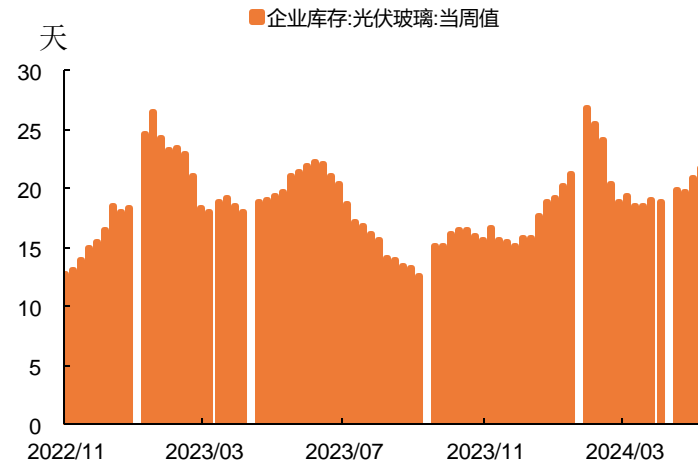
### 1-2月光伏新增装机量高增 (单位 GW)



### 3月底以来光伏玻璃价格小幅回升 (单位 元/平)



### 2024年2月3月光伏玻璃企业库存大幅回落



资料来源：同花顺金融、infolink，国家能源局，Wind，平安证券研究所



## 测算全年光伏玻璃供需关系或相对宽松

- 我们在《光伏玻璃行业深度报告：供需阶段性改善，龙头竞争优势稳固》中，判断2024年全年光伏玻璃供需平衡或相对宽松。
- 需求层面，假设2024年全球新增光伏装机容量同比增长25%至538GW（直流侧）、容配比1.15、2024年双玻渗透率提高至70%、1 GW双玻组件需要玻璃1000万平，估算全年全球光伏玻璃需求2908万吨，同比增长25%。考虑光伏玻璃产品运输在途、组件企业库存备货等，玻璃真实需求将略大于测算需求。
- 供给层面，参考主流企业投产计划，假设2024年末全球光伏玻璃产能同比增加2.36万吨至12.9万吨，考虑光伏玻璃产能爬坡期需要3-6个月，进一步假设全年平均产能为年初与年末平均值、玻璃成品率80%，测算全年光伏玻璃产量3422万吨，同比增长27%，供需比与2022年差异不大，全年供需相对宽松。

### 2024年光伏玻璃供需测算

		2022	2023	2024E
需求层面	全球新增装机（直流侧，吉瓦）	239	432	538
	容配比	1.15	1.15	1.15
	晶硅组件需求	275	497	619
	双玻组件渗透率	40%	67%	70%
	双玻组件需求（吉瓦）	111	333	433
	单玻组件需求（吉瓦）	164	164	186
	1GW双玻组件所需玻璃（万平方米）	1000	1000	1000
	1GW单玻组件所需玻璃（万平方米）	500	500	500
	2.0mm 光伏玻璃需求（万平方米）	111,039	332,856	433,090
	3.2mm 光伏玻璃需求（万平方米）	81,905	81,972	92,805
	光伏玻璃需求合计（万平方米）	192,945	414,828	525,895
	光伏玻璃需求合计（万吨）	1,210	2,320	2,908
供给层面	全球光伏玻璃年末在产产能（万吨/天）	7.95	10.54	12.90
	全球光伏玻璃全年平均产能（万吨/天）	6.27	9.25	11.72
	光伏玻璃综合成品率	80%	80%	80%
	全球光伏玻璃全年产量（万吨）	1,831	2,700	3,422
	需求/产量	66%	86%	85%





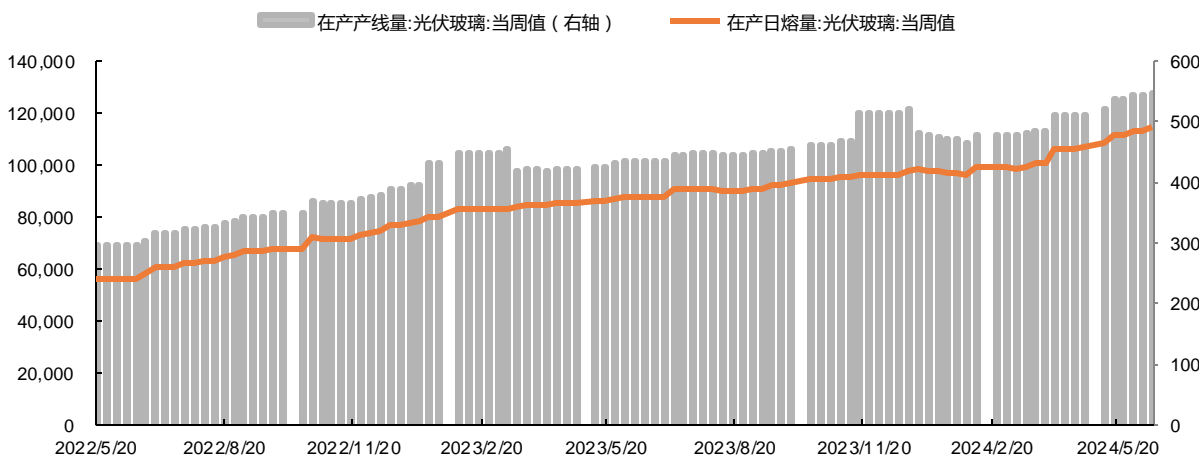
# 三月以来光伏玻璃产线点火加速，产能压力有所加大

值得关注的是，二季度光伏玻璃提价、叠加纯碱与天然气成本回落，光伏玻璃盈利有所改善。在此背景下，3月底以来光伏玻璃产线点火略有加速，超出市场此前预期。据同花顺金融，截至5月底，国内光伏玻璃在产日熔量11.35万吨/天，较年初增加1.47万吨/天。

### 2024年以来国内光伏玻璃产线变动（隆众资讯）

地区	公司	日熔量 (吨/天)	产线动态
安徽	信义光伏产业(安徽)控股有限公司	2000	1月1日冷修
江苏	中建材(宜兴)新能源有限公司	250	1月16日冷修
贵州	贵耀材料科技有限公司	200	1月25日停产
江苏	中建材(宜兴)新能源有限公司	250	1月26日冷修
江苏	吴江南玻璃有限公司	650	1月27日冷修
重庆	和友重庆光能有限公司	900	2月2日点火
福建	新福兴玻璃工业集团有限公司	650	2月3日复产
广西	广西新福兴硅科技有限公司	1200	2月4日点火
安徽	中国建材桐城新能源材料有限公司	320	3月6日冷修
安徽	安徽信义光伏玻璃有限公司	1000	3月12日点火
江西	江西彩虹光伏有限公司	1000	3月21日点火
安徽	安徽信义光伏玻璃有限公司	1000	3月30日点火
广西	广西南玻新能源材料科技有限公司	1200	3月30日点火
安徽	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	1600	3月31日点火
安徽	蚌埠德力光能材料有限公司	1000	4月2日点火
江苏	沐阳鑫达新材料有限公司	800	4月3日复产
湖北	湖北弘诺玻璃科技有限公司	1100	4月20日点火
河南	中建材(洛阳)新能源有限公司	1200	4月30日点火
河北	唐山飞远科技有限公司	1000	5月10日点火
云南	昭通旗滨光伏科技有限公司	1200	5月15日点火
广西	广西德金新材料科技有限公司	1200	5月16日点火
安徽	安徽福莱特光伏玻璃有限公司(四期)	1600	5月30日点火

### 3月底以来光伏玻璃产线点火加速（单位吨）



资料来源：隆众资讯，同花顺金融，平安证券研究所

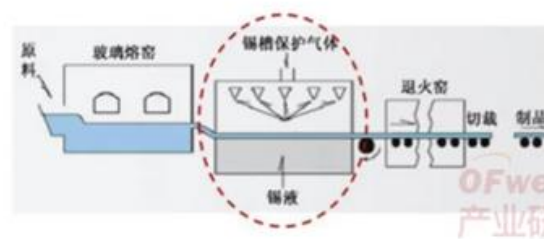
# 中长期关注浮法玻璃对光伏背板玻璃的冲击

➤ 中长期而言，除了关注光伏玻璃新增点火规模，也要关注浮法玻璃对光伏背板玻璃的冲击。超白浮法玻璃也可以作为双玻组件背板，但相比光伏玻璃存在对发电功率略有损耗、玻璃尺寸不契合带来裁切损耗、厚度降低面临产线技改等问题，因此价格差异不大背景下，浮法玻璃渗透率非常低。但考虑地产竣工未来几年承压、浮法玻璃产能偏高，供需矛盾下价格下行压力不小，若未来价格下行幅度大、浮法玻璃用作背板玻璃性价比提高，浮法玻璃厂家或利用冷修技改、提高光伏背板生产能力、带来光伏背板玻璃普及率提高，从而冲击光伏背板价格。

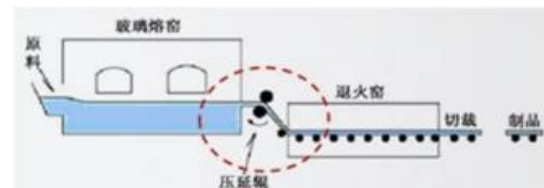
## 光伏玻璃与浮法技术生产的普通平板玻璃对比

特性	光伏玻璃	平板玻璃
含铁量	0.015%-0.02%左右	一般0.2%以上
可见光透射比	≥91.5%，300-2500nm光谱范围内≥91.0%(折合3mm标准厚度)	相同厚度下88-89%左右
耐高温性	可承受500度以上的表面高温	80度左右
耐腐蚀性	对雨水和环境中的有害气体具有一定的耐腐蚀性能;可耐各种清洁剂清洗，耐酸、碱清洗剂之擦拭;长期暴露在大气和阳光下，性能不会发生严重恶化	不耐酸碱腐蚀，不耐恶劣天气及有害气体
抗冲击性	钢化处理，强度大，抗冲击性好	抗冲击能力相对较弱
机械强度	较高，可承受高压风和冰雹等	较低

## 光伏玻璃生产的浮法工艺和压延工艺对比



浮法工艺，主要应用于薄膜电池组件中的光伏玻璃生产。  
 1、玻璃在锡液表面通过自重力和表面张力作用摊平成型；  
 2、适合生产大尺寸玻璃，且厚度易于调节；  
 3、表明平整度高、厚度均匀。



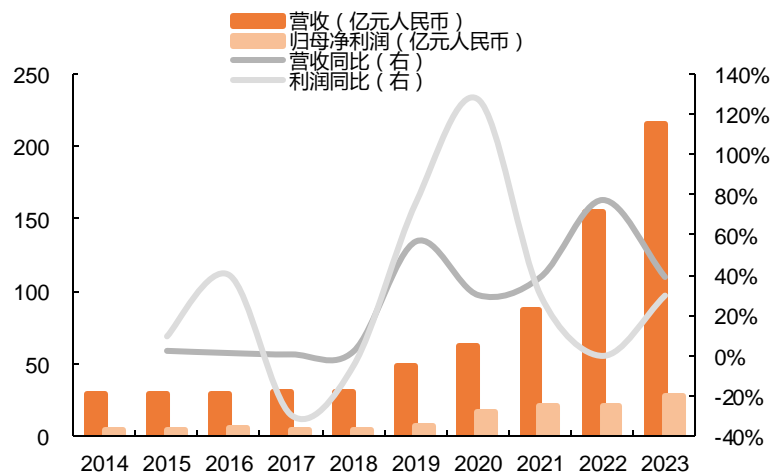
压延工艺，主要应用于晶硅电池组件中的光伏玻璃生产。  
 1、玻璃在两个压延辊挤压作用下成型；  
 2、适合生产固定尺寸、固定厚度玻璃；  
 3、表面有花纹，可减少阳光的反射。



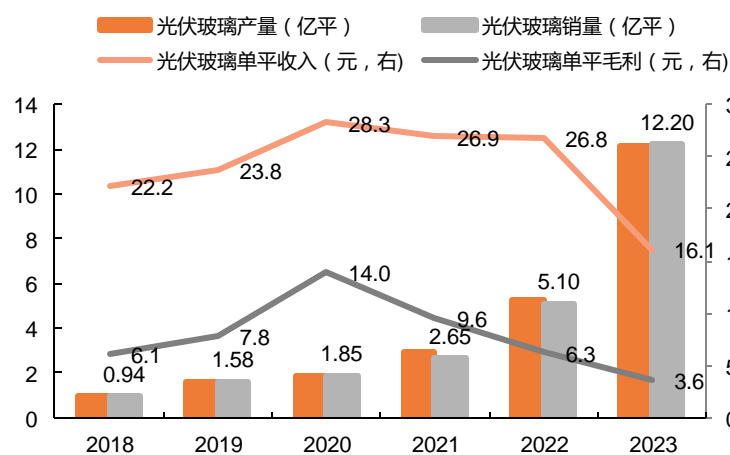
# 福莱特：产能扩张、布局砂矿，强化光伏玻璃龙头地位

- 福莱特玻璃集团创始于1998年，2006年通过自主研发成为国内第一家打破国际巨头对光伏玻璃的技术和市场垄断的企业，成功实现光伏玻璃国产化。截至2023年底光伏玻璃总产能2.06万吨/天，位于嘉兴、安徽滁州凤阳县以及越南海防市。安徽四期项目和南通项目（总日熔量9600吨/天）预计2024年点火运营；2023年11月公告拟投资2.9亿美元在印度尼西亚建设2座日熔量1600吨光伏组件玻璃项目、建设期18个月，项目能耗水平将低于目前行业常规1000吨/日和1200吨/日窑炉。
- 公司兼具技术、客户与硅砂资源优势。公司在光伏玻璃配方、生产工艺和自爆率控制等关键技术处于行业领先；同时与一大批全球知名光伏组件厂商建立长期合作关系，如隆基绿能、晶科能源、东方日升、晶澳科技等；2022年公司深化石英砂资源布局，矿产资源储量超16700万吨，叠加规模化带来的原材料、能源采购与管理优势，公司成本优势持续深化。
- 公司2023年实现营收215.2亿元，同比+39.2%；毛利率21.8%，同比降0.3pct，归母净利润27.6亿元，同比+30.0%；收入结构中海外收入占20%，光伏玻璃收入占91%，光伏玻璃生产量/销售量分别为12.1/12.2亿平米，分别同比+44.5%/49.5%。

### 福莱特业绩持续较快增长



### 福莱特光伏玻璃产销及单平收入测算



### 福莱特石英砂矿布局

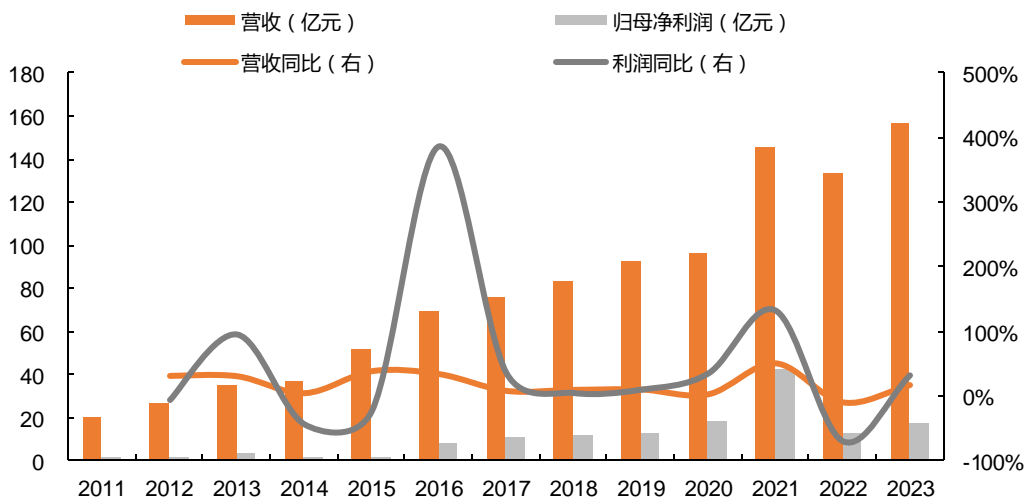
布局时间	矿山/企业名称	石英岩矿储量/产量
2011	收购安徽凤阳玻璃用石英岩矿7号段采矿权	储量1800万吨
2022	收购三力矿业	可开采储量2880万吨 产量400万吨/年
2022	收购大华矿业	可开采储量1506万吨 产量260万吨/年
2022	33.8亿元拍得安徽凤阳灵山-木展山矿区新13号段玻璃用石英岩矿采矿权	储量11701万吨 产量630万吨/年



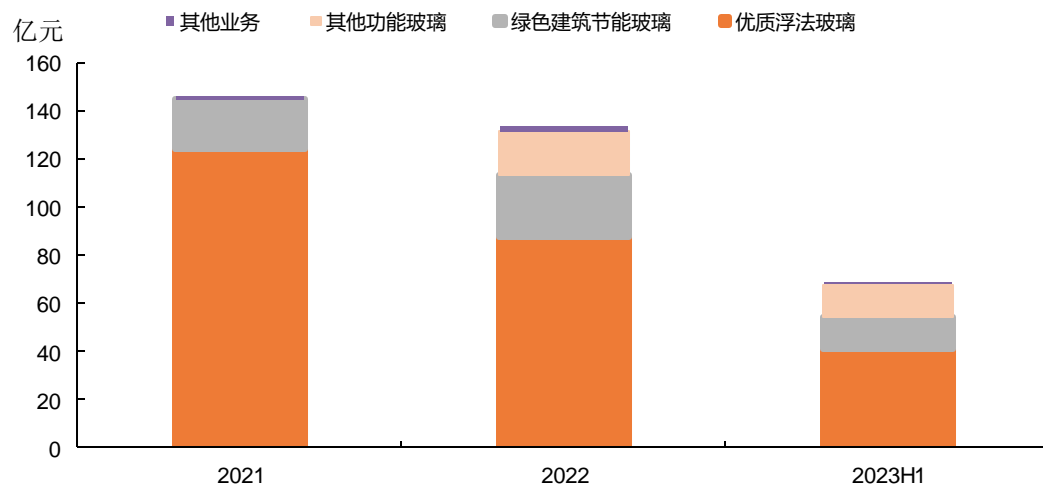
## 旗滨集团：浮法玻璃领军者，光伏玻璃有望放量

- 旗滨集团2005年进军玻璃行业，是国内建筑原片规模最大的企业之一，近年大力发展光伏玻璃。截至2023H1末拥有25条优质浮法产线、4条光伏玻璃产线、2条高铝电子玻璃产线、2条中性硼硅药用玻璃产线、11条镀膜节能玻璃产线，在建6条光伏玻璃产线、2条高性能电子玻璃产线，正在筹建2条高性能电子玻璃生产线、2条中性硼硅药用玻璃生产线。
- 公司发力光伏玻璃业务，具有管理经验、规模、产线等优势。一是深耕浮法玻璃领域多年、运营经验丰富，有望拓展至光伏玻璃领域；二是规模化带来的纯碱等原材料采购优势，而且公司近年积极布局超白硅砂矿、亦具备一定成本优势；三是布局光伏玻璃业务后建设的窑炉规模较大、日熔量大多为1200吨/天，拥有更高的成品率与材料能耗效率。
- 2023年旗滨集团实现营收156.8亿元，同比增17.8%，归母净利润17.51亿元，同比增33.0%；其中业绩贡献以浮法与建筑玻璃为主，随着光伏玻璃产能爬坡及新产线投产，2024年光伏玻璃业务收入贡献值得期待。

### 旗滨集团业绩表现



### 旗滨集团收入以浮法及建筑玻璃为主







## 目录CONTENTS

---

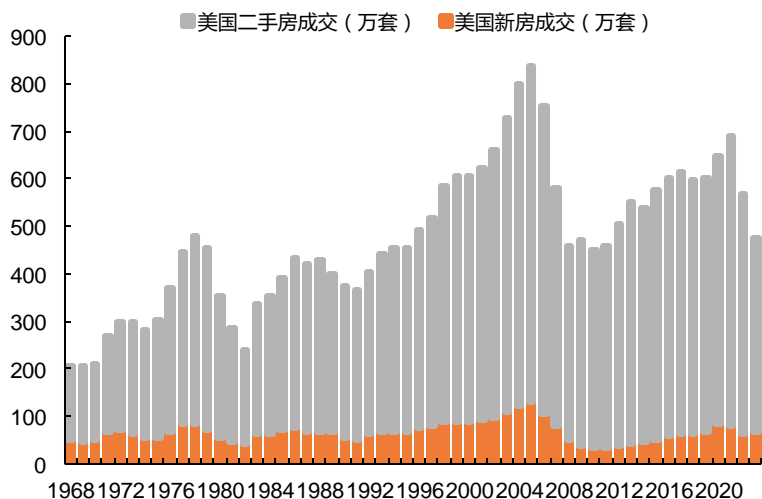
- 市场需求：下游地产持续筑底，政策发力去库存
- 水泥行业：盈利估值处历史底部，重视供给端积极变化
- 玻璃行业：浮法玻璃承压，光伏玻璃龙头仍具成长性
- 消费建材：渠道变革成效显现，关注业绩确定性标的
- 投资建议及风险提示



# 地产行业底部愈发清晰，长期看国内住房需求未完全释放

- 2022年以来，消费建材企业面临房地产需求萎缩、行业价格战激烈、应收账款减值等多重压力，迎来业绩与估值双杀，成长性也遭受质疑。随着4月政治局会议表态“去库存”以及“517”地产新政实施，地产底部愈发清晰，尽管建材企业业绩恢复良性增长、仍需静待房地产基本面真正企稳，但考虑股价反映相对领先，短期关注业绩确定性强且估值不高的优质标的。
- 从行业维度看，一是对比美国城镇人口房屋交易规模，当前我国房屋交易量较低，意味着住房需求未完全得到释放。贝壳研究院估算2023年全国新建商品住宅和二手住宅销售面积约15.1亿平方米、金额约17.4万亿元，同比分别增6.3%、5.8%；其中二手房市场成交5.7亿平方米，同比增长44%；假设住房套均面积为100平米，对应全国新房与二手房交易1510万套，结合2023年末我国城镇人口9.3亿人，则每百人人均房屋交易数量为1.6套。对比美国看，2000-2023年美国房屋年均交易量为599万套（含新房与二手房），2023年美国总人口3.35亿人、按照城镇化率83%计算（2021年为82.87%）当前城镇人口2.78亿人，则美国城镇人口对应每百人人均房屋交易套数为2.1套。

美国历年房屋交易数据

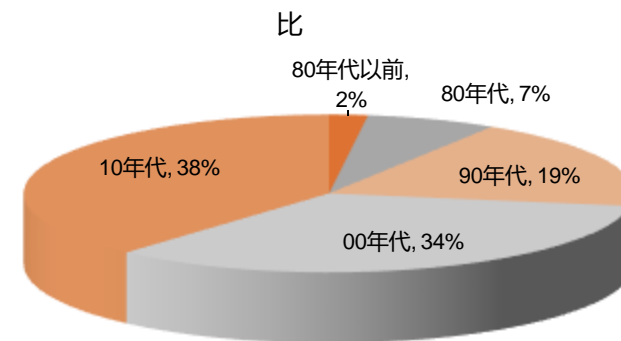


中美房屋交易量对比

国家	美国	中国
住房交易规模	2000-2023年房屋年均交易量为599万套	2023年新建商品住宅和二手住宅销售面积约15亿平方米，假设套均100平米，对应总交易量1510万套
城镇人口数量	2023年美国总人口3.35亿人、按城镇化率83%计算城镇人口2.78亿人	2023年末城镇人口9.3亿人
每百人人均房屋交易套数	城镇人口每百人人均房屋交易数量为2.1套	城镇人口每百人人均房屋交易数量为1.6套

2000年以前城镇房屋占比达28%、潜在改善需求不低

全国城镇按住房建成时间分的家庭户住房面积占比



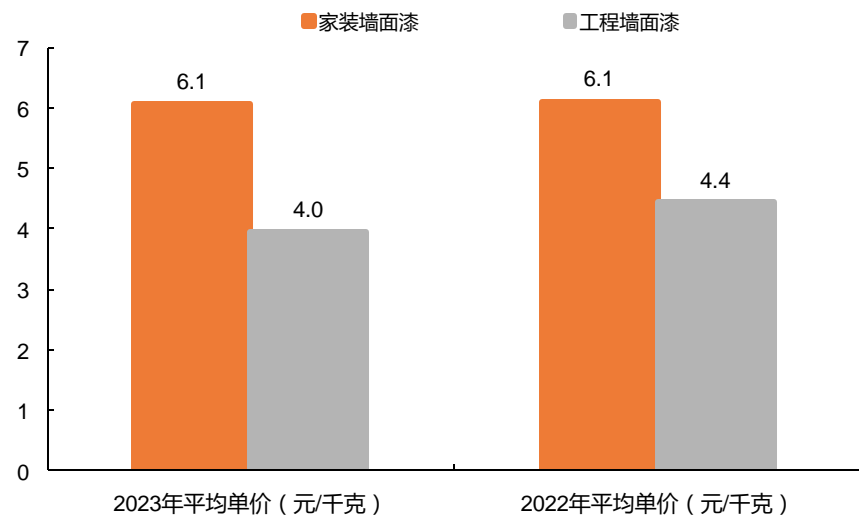
资料来源：HUD USER, 国家统计局, 平安证券研究所



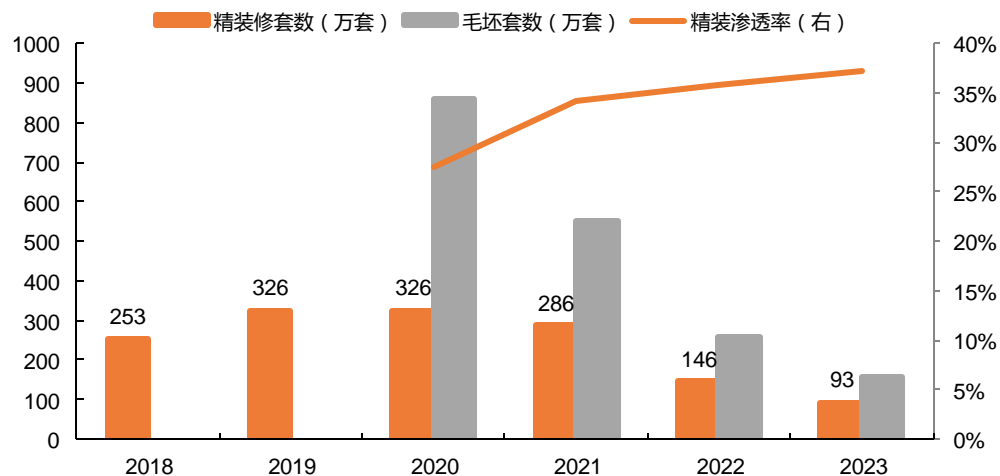
## 工程业务转零售，带来建材产品客单值提升

➤ 二是房企工程业务转为零售，带来建材业务客单值上升。从竣工端建材需求看，2021年以来精装修渗透率整体保持平稳，据奥维云网（AVC）监测数据显示，2023年全国商品住宅精装修市场新开盘项目1564个，精装渗透率为37.2%，同比提升1.3pct。但近年房企资金压力大幅加大，与品牌建材企业合作减少，最终装修材料与质量被购房者诟病较多，交付质量差问题频频暴露，部分购房者往往选择部分或者整体重装，意味着建材企业面向的需求从房企工程集采转向居民零售端，客单值迎来明显提升。以三棵树为例，2023年公司家装墙面漆为6.1元/千克，是工程墙面漆（4.0元/千克）的1.5倍。

三棵树家装墙面漆均价大幅高于工程墙面漆



奥维云网监测显示新开盘项目精装修渗透率近年平稳





## 优质企业扩品类、调渠道，增长逻辑持续兑现

- 从公司层面看，优质消费建材企业业绩韧性强，通过扩品类、调渠道，强者恒强持续演绎。其中，东方雨虹与三棵树近两年大幅缩减房企大B业务，凭借经销与零售业务快速发展，2023年收入再创新高；北新建材推行激励计划，防水与涂料两翼逐步形成新增长点；兔宝宝具备品牌与性价比等优势，家装渠道与定制家居拓展较好；伟星新材作为零售家装管材龙头，经营韧性强，与兔宝宝都具有业绩稳定、高股息优势。

### 消费建材公司业绩情况

行业	公司	2023年营收 (亿元)	2023年营收同比	2023年归母净利润 (亿元)	2023年归母净利润同比	2024Q1营收 (亿元)	2024Q1营收同比	2024Q1归母净利润 (亿元)	2024Q1归母净利润同比
防水	东方雨虹	328.2	5.2%	22.7	7.2%	71.5	-4.6%	3.5	-9.8%
	科顺股份	79.4	3.7%	-3.4	-289.4%	14.9	-20.4%	0.5	-9.2%
	凯伦股份	28.0	31.6%	0.2	114.2%	5.3	4.1%	0.1	-77.1%
管材	伟星新材	63.8	-8.3%	14.3	10.4%	10.0	11.2%	1.5	-11.6%
	公元股份	74.7	-6.4%	3.6	362.5%	12.4	-22.1%	0.1	-80.7%
	雄塑科技	12.9	-27.0%	0.3	1666.9%	2.3	-29.0%	-0.2	-214.8%
	顾地科技	9.3	-11.6%	0.9	169.0%	1.5	-21.1%	-0.2	-90.8%
涂料	三棵树	124.8	10.0%	1.7	-47.3%	20.7	0.6%	0.5	78.2%
	亚士创能	31.1	0.1%	0.6	-43.1%	2.9	-40.0%	-0.8	-412.1%
石膏板	北新建材	224.3	11.3%	35.2	12.1%	59.4	24.6%	8.2	38.1%
五金	坚朗五金	78.0	2.0%	3.2	393.9%	13.7	0.9%	-0.5	18.2%
板材	兔宝宝	90.6	1.6%	6.9	54.7%	14.8	33.4%	0.9	18.8%
瓷砖	帝欧家居	37.6	-8.6%	-6.6	56.3%	5.6	-7.5%	-0.4	44.4%
	蒙娜丽莎	59.2	-4.9%	2.7	169.9%	8.2	-25.7%	0.1	39.6%
	东鹏控股	77.7	12.2%	7.2	256.6%	10.1	-11.6%	-0.1	-1077.8%
卫浴	箭牌家居	76.5	1.8%	4.2	-28.4%	11.3	2.3%	-0.9	-3004.0%





# 优质企业扩品类、调渠道，增长逻辑持续兑现

## 雨虹、北新、伟星等多品类拓展良好

公司	22年多元品类收入	23年多元品类收入	拓品类的优势
东方雨虹	<ul style="list-style-type: none"> <li>估算非防水产品收入68亿元，同比增长28%，收入占比22%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>防水卷材、涂料、砂浆粉料收入占比分别为41%、30%、13%，毛利率分别为27%、37%、28%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>品牌背书：</b>雨虹为防水龙头、产品口碑好，砂浆、涂料等产品亦入选房企综合实力TOP500首选服务商品牌</li> <li><b>业务具备协同性：</b>防水为家庭装修的前置工序，导入瓷砖胶、美缝剂、建筑涂料等品类，具备一定优势</li> <li><b>经销网点众多且持续拓展：</b>23年末经销商突破5000家，分销网点超过22万家</li> <li><b>拥有大量掌握基础辅材采购权的工长资源：</b>2022年末“虹哥汇”会员突破200万人；23年末突破270万人</li> </ul>
科顺股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>减隔震产品2.6亿元，占比3%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>防水卷材、防水涂料、防水工程施工、减隔震产品收入占比分别为53%、24%、19%、4%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>与保利资本强强联合：</b>公司与保利资本签署战略合作协议，拟在产业业务、多元化发展、新能源开发建设开展合作</li> <li><b>减隔震市场广阔：</b>减隔震领域新规落地后、行业迎来提标扩容，同时市场竞争格局高度分散</li> <li><b>减隔震业务具备协同性：</b>公司基础设施建设市场收入占比低，可借助丰泽市场营销网络和客户资源实现协同</li> </ul>
三棵树	<ul style="list-style-type: none"> <li>防水卷材9.9亿元，同比减少22%，收入占比9%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>墙面涂料、基辅材、防水卷材、胶粘剂分别占比59%、19%、10%、6%，毛利率分别为42%、17%、15%、23%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>渠道资源丰富：</b>截至2023H1公司共有“马上住”服务授权网点712家，马上住项目启动至今，已经走进了近27万个家庭。</li> </ul>
伟星新材	<ul style="list-style-type: none"> <li>防水、净水及其他产品6.8亿元，同比增64.8%，占比10%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PPR系列产品、PE系列产品、PVC系列产品、其他产品营收分别占比46.88%、23.96%、14.12%、14.33%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>品牌形象好：</b>公司以家装管道起家，品牌服务常年处于行业领先，消费者口碑较好</li> <li><b>渠道把控强与市场应对强：</b>公司渠道扁平化，对经销商把控与市场营销、应对能力强，同时销售渠道资源多</li> <li><b>业务具备协同性：</b>防水、净水施工属于管道安装的后续工序，尤其是净水器安装涉及管道铺设。</li> </ul>
北新建材	<ul style="list-style-type: none"> <li>防水业务30.6亿元，同比降19%，占营收比重为15%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>石膏板、防水、轻钢龙骨、涂料分别占比61%、14%、10%、4%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>石膏板业务渠道资源庞大且可共享：</b>如轻钢龙骨、板材等拓展的销售渠道和现有石膏板渠道一致</li> <li><b>防水业务近年整合优化明显</b></li> <li><b>近41亿收购嘉宝莉78%股权，强化涂料板块</b></li> </ul>
兔宝宝	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年定制家居业务21.8亿元，同比降20%，占营收比重为24%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>装饰材料、定制家居占公司营收分别为76%、23%；其中，定制家居营收21.17亿，包括以裕丰汉唐为主的大宗业务11.47亿，以公司渠道零售为主的全屋定制业务5.96亿</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>依托兔宝宝板材业务品牌与性价比优势</b></li> </ul>
坚朗五金	<ul style="list-style-type: none"> <li>家居类产品、门窗配套件、其他建筑五金产品共29亿元，同比减少9%，收入占比38%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>门窗五金、家居类产品、其他建筑五金产品、门窗配套件、点支承玻璃幕墙构配件、门控五金、不锈钢护栏构配件的营收占比分别为46%、18%、14%、8%、5%、5%、3%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上市以来持续搭建渠道、构筑直销大平台，近两年下沉至县城，长尾市场公司产品、品牌优势更加凸显；</li> <li>针对品类繁多、销售难度大痛点，公司坚持信息化建设，构筑精细化管理的壁垒</li> </ul>



# 优质企业扩品类、调渠道，增长逻辑持续兑现

## 雨虹、三棵树等转型经销与零售渠道进展较快

公司	22年渠道收入情况	2023渠道收入情况	渠道拓展计划与优势
东方雨虹	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年民建集团营收61亿元，同比增长58%，占营收比重近20%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年公司零售渠道、工程渠道、直销业务收入占比分别为28%、38%、32%，收入增速分别为28%、23%、-20%，毛利率分别为39%、24%、14%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>进一步实施渠道变革，转变直销思维，坚持零售优先、合伙人优先</li> <li>2022年末民建集团经销商突破4000家，分销网点16余万家；23年末经销商突破5000家，分销网点超过22万家</li> </ul>
科顺股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年经销收入占比50%，同比约升13pct</li> <li>2022年直销收入中工商建筑+市政建筑占46%，经销收入中工商建筑+市政建筑占61%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>当前经销业务收入占比已超过50%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>持续加大经销商开拓，进一步巩固渠道优势</li> <li>积极拥抱央国企</li> <li>全面强化C端市场开发，迅速完成量的积累，实现质的蜕变</li> </ul>
三棵树	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年经销/直销收入 86/23.2 亿元，同比 +15.3%/-34.3%，占比 78.8%/21.2%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年经销/直销收入102/21亿元，同比 +18%/-11%，占比83%/17%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>零售方面，在稳固三四线优势地位和全面进驻一二线基础上，积极发力乡村仿石漆业务；同时搭建线上全渠道覆盖体系，电商新零售成长迅速；</li> <li>工程方面，严控地产风险，聚焦央国企、城建城投、工业厂房新赛道，布局旧改、学校、医院等小B端场景，并下沉县级渠道</li> </ul>
坚朗五金	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年直销占比98%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年直销占比98%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司会有针对性地开拓新市场，尤其是国内三四线及县城市场开发工作，更关注投入产出和入效。目前公司国内外销售网络点1,000余个，销售团队6,000余人</li> </ul>
兔宝宝	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年直销/经销/品牌授权占比33%/63%/4%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年直销/经销/品牌授权占比32%/63%/5%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>装饰材料业务在加大渠道下沉、密集分销的同时，大力拓展家具厂、家装公司、工装公司等小B业务渠道，<u>不断扩大与地方定制家具工厂合作的数量，快速抢占市场份额</u>；2023年末公司经销商体系已与16,000多家定制家具企业开展业务合作。</li> </ul>



## 利润率较历史均值提升空间大，减值计提相对充分

➤ 从利润率角度看，2022年以来，行业需求明显承压、竞争趋于激烈，叠加直销业务计提减值压力大，导致消费建材企业利润率明显承压，毛利率与净利率大幅低于行业平稳时水平。往后看，一方面，随着行业需求企稳、竞争格局得以出清，未来利润率有望修复至历史平均水平，业绩端相比收入具备更高弹性。另一方面，2021年以来多数消费建材企业减值计提相对充分，未来单项计提情况或将明显减少，同时处置工抵房也有望带来部分减值损失的冲回。

### 主要消费建材公司2023年利润率明显低于历史平均水平

行业	公司	2023年净利率	2014至2023年净利率平均值	2016至2020年净利率平均值	2023年毛利率	2014至2023年毛利率平均值	2016至2020年毛利率平均值
防水	东方雨虹	7.0%	11.7%	12.9%	27.7%	34.8%	37.5%
	科顺股份	-4.3%	8.5%	11.3%	21.2%	34.1%	37.9%
	凯伦股份	1.0%	8.1%	12.5%	22.0%	34.1%	40.3%
管材	伟星新材	22.9%	20.2%	21.4%	44.3%	43.9%	46.0%
	公元股份	5.0%	6.0%	6.7%	22.2%	23.9%	25.1%
涂料	三棵树	1.4%	5.0%	6.7%	31.5%	37.8%	39.7%
	亚士创能	1.9%	5.8%	7.4%	30.5%	32.8%	32.5%
石膏板	北新建材	15.9%	16.3%	16.0%	29.9%	32.4%	34.5%
五金	坚朗五金	4.5%	7.7%	8.2%	32.3%	37.3%	39.2%
板材	兔宝宝	7.8%	7.1%	8.3%	18.4%	17.7%	17.9%
瓷砖	帝欧家居	-17.5%	2.1%	10.2%	23.0%	29.3%	32.5%
	蒙娜丽莎	5.4%	7.2%	11.0%	29.5%	32.7%	36.1%
	东鹏控股	9.3%	11.1%	13.1%	32.0%	34.6%	35.3%
卫浴	箭牌家居	5.5%	7.2%	7.6%	28.3%	30.0%	29.6%

### 主要消费建材公司近几年减值计提相对充分

行业	公司	2021年信用与资产减值损失 (亿元)	2022年信用与资产减值损失 (亿元)	2023年信用与资产减值损失 (亿元)	合计值 (亿元)
防水	东方雨虹	-2.6	-3.9	-10.4	-17.0
	科顺股份	-2.8	-2.6	-8.2	-13.6
	凯伦股份	-2.6	-1.6	-1.5	-5.6
管材	伟星新材	-0.1	-0.4	-0.2	-0.6
	公元股份	-0.5	-3.8	-2.1	-6.5
涂料	三棵树	-8.4	-3.1	-5.1	-16.6
	亚士创能	-8.0	-1.4	-2.2	-11.5
石膏板	北新建材	-0.2	-1.6	-0.4	-2.2
五金	坚朗五金	-1.3	-1.7	-1.4	-4.3
板材	兔宝宝	-1.3	-3.4	-2.4	-7.1
	帝欧家居	-3.5	-10.6	-6.2	-20.2
瓷砖	蒙娜丽莎	-2.2	-6.1	-2.2	-10.6
	东鹏控股	-8.4	-2.3	-2.1	-12.9
卫浴	箭牌家居	-2.0	-0.2	-0.6	-2.9



# 北新建材：高激励彰显发展信心，一体两翼增长良好

- 2023年我国石膏板产量与销量均为32亿平（不含国内企业海外投资产销量），年末全国总产能49.45亿平、有效产能46.7亿平。国内石膏板以工装消费为主，工装和家装消费分别占70%和30%，受地产竣工下行拖累相对较小；发达国家石膏板以家装消费为主，占全部消费量约80%。同时我国人均使用量仅2.5平方米左右，低于美国（约10平方米）、加拿大（约7平方米）与欧洲（约5-7平方米）。
- 北新建材石膏板市占率近70%，竞争格局优异。公司2023年石膏板产量同比增3.3%至21.7亿平，销量同比增3.8%至21.7亿平，毛利率高达38%，同比增3.5pct；石膏板产能利用率62%；轻钢龙骨产能45.63万吨，产能利用率76.6%。
- 收购嘉宝莉涂料，防水与涂料业务加速发展。2019年北新建材通过联合重组进军防水，2023年防水产能（沥青防水卷材）4.3亿平，产能利用率45%、提升空间大。2023H1收购实控人天津灯塔51%的股权，灯塔涂料成为公司全资子公司；2023年12月以40.7亿元受让嘉宝莉78.34%股权，嘉宝莉承诺2024年、2024-2025年、2024-2026年税后净利润不低于4.13亿元、8.75亿元、13.94亿元。
- 2023年年末公司发布2023年限制性股票激励计划（草案），激励对象不超过347人，拟授予限制性股票不超过1290万股，约占公告日股本总额0.764%，授予价格13.96元/股，该方案已获公司董事会审议通过。考核目标包括2024-2026年北新建材扣非归母净利润分别不低于42.6亿元/61.6亿元/64.7亿元。大范围激励与高业绩指引，彰显公司发展信心。



## 首次及预留授予限制性股票解除限售期业绩考核目标

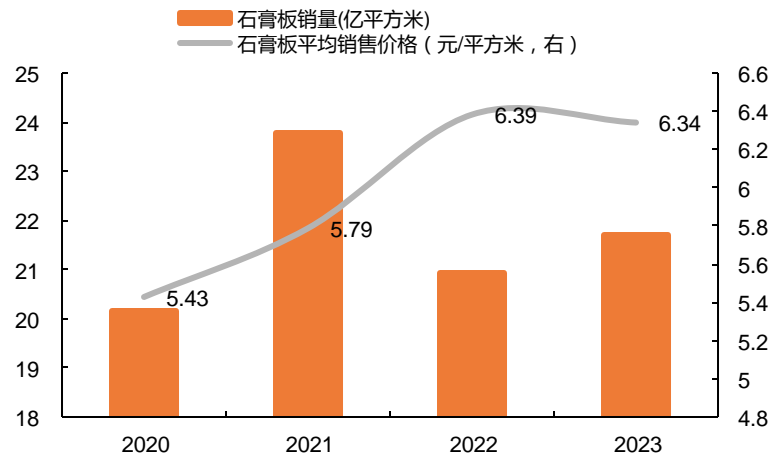
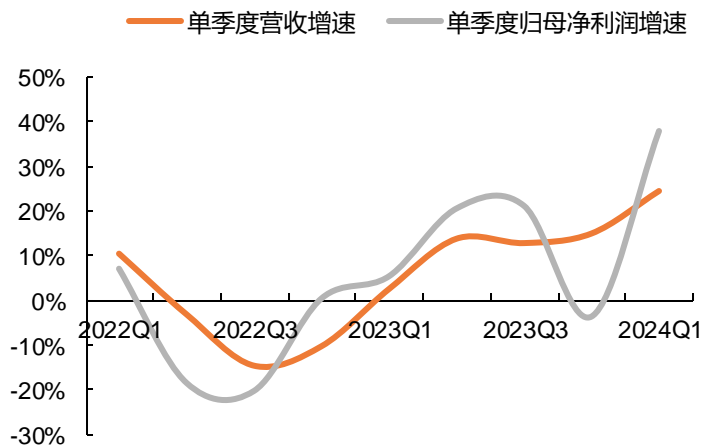


## 北新建材2024Q1归母净利润同比增38%至8.2亿元



## 2023年公司石膏板销售呈现量增价稳

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2024年较2022年归母扣非净利润复合增长率不低于27.7%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2024年扣非净资产收益率不低于17%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2024年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。
第二个解除限售期	2025年较2022年归母扣非净利润复合增长率不低于33.08%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2025年扣非净资产收益率不低于18%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2025年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。
第三个解除限售期	2026年较2022年归母扣非净利润复合增长率不低于25.43%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2026年扣非净资产收益率不低于19%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2026年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。



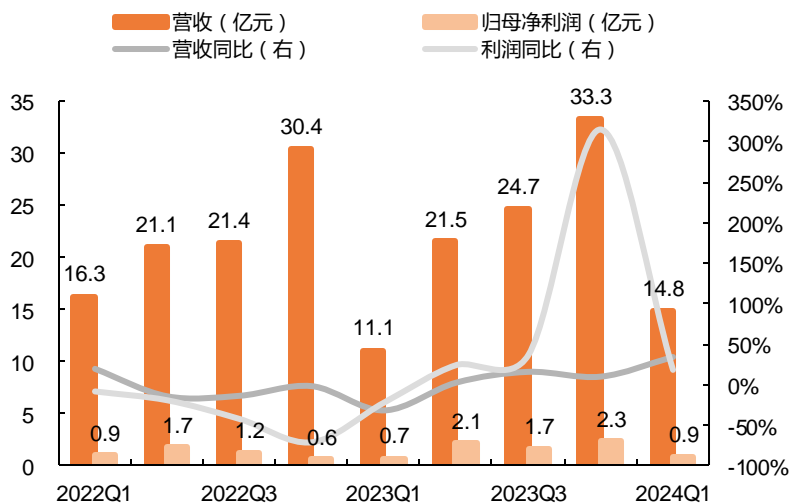




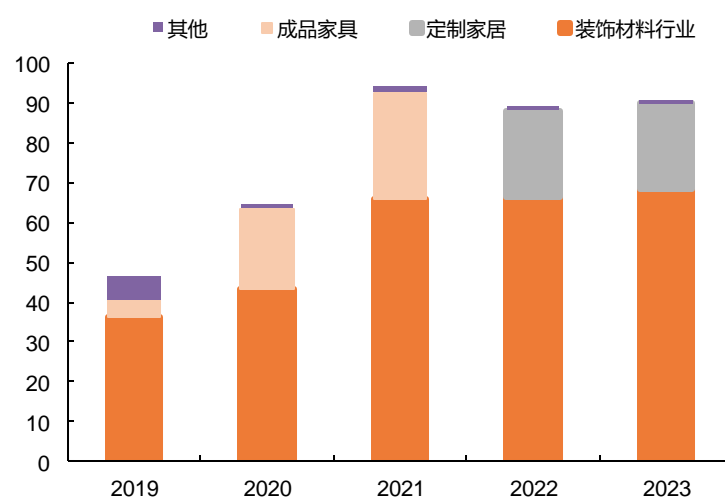
## 兔宝宝：家装渠道与定制家居拓展良好，业绩平稳、股息率高

- 兔宝宝作为国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一，主要业务包括装饰材料和定制家居；生产以OEM代工为主，资产模式轻；销售方面以经销为主，叠加品牌授权与大宗业务模式，利润率与现金流情况佳。
- 消费水平有所降级背景下，公司积极发力家装渠道与全屋定制，业务发展良好。一是板材业务选择拓展小B尤其家居厂渠道，家居渠道收入占比从19年10%升至22年27%，23年预计30%，小型家居企业对于板材需求大，毕竟家居行业竞争格局很分散。二是全屋定制业务增长良好，2023年装饰材料、定制家居占公司营收分别为76%、23%，其中定制家居21.2亿，包括以裕丰汉唐为主的大宗业务（同比减少10.5%至11.47亿）和以公司渠道零售为主的全屋定制业务（同比增15.5%至5.96亿）。
- 2022-2023年现金分派率为95%与66%，按2023年分红计算股息率超过4%。考虑业绩具备成长性，当前估值与股息率具备安全边际。

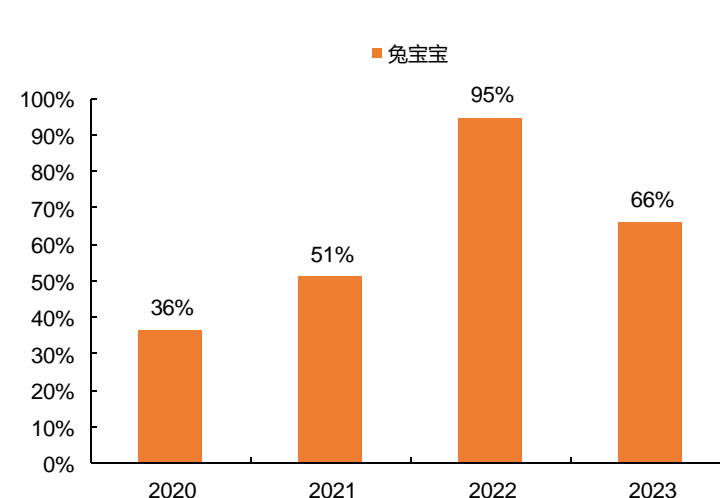
兔宝宝2024Q1归母净利润同比增长19%



兔宝宝收入结构 (单位 亿元)



兔宝宝现金分派率高

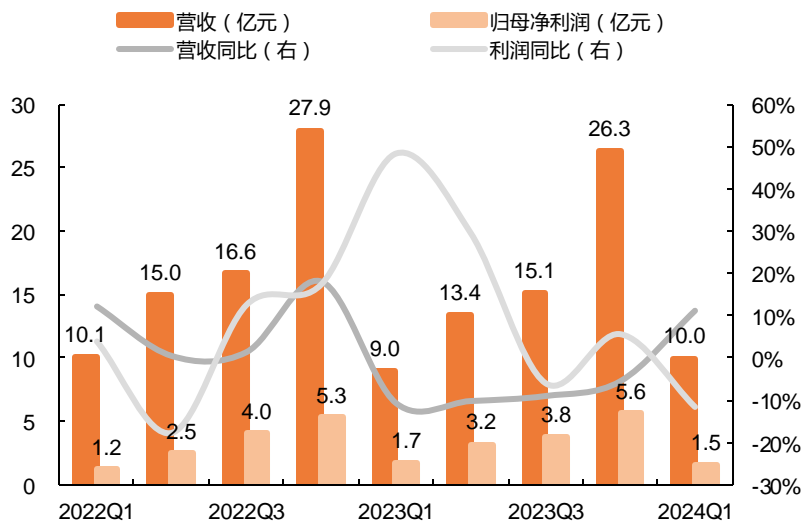




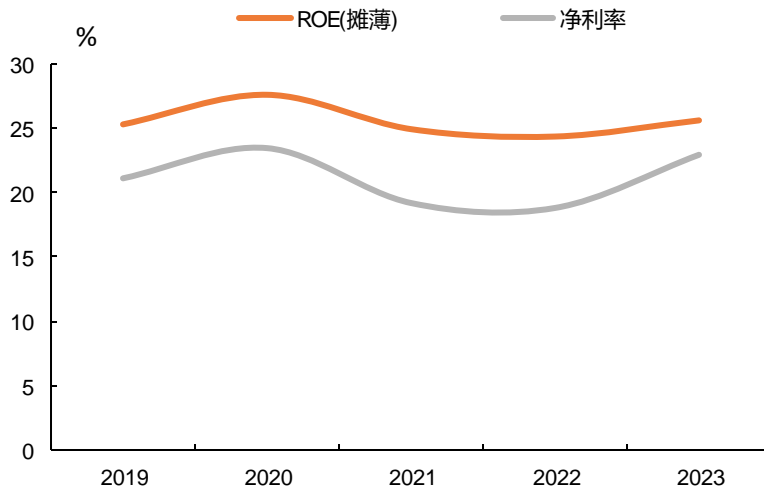
# 伟星新材：家装管材龙头，业绩平稳、股息率高

- ▶ 伟星新材作为家装管材龙头，经营业绩长期稳健。一是通过差异化策略解决行业痛点，包括20年品牌建设树立高质量形象，率先推出星管家增值服务，消除消费者对质量、以及经销商等对责任的担忧；二是广铺营销网点的同时坚持渠道扁平化，增强市场应对与渠道控制力。目前公司高端品牌形象已广受消费者认可，渠道资源丰富且市场应对能力强，管理团队长期稳定。
- ▶ 2023年公司营收63.8亿元，同比降8.3%，归母净利润14.3亿元，同比增10.4%。其中，PPR管、PE管、PVC管、其他产品营收分别占比47%、24%、14%、14%，毛利率分别为58%、34%、28%、34%。公司坚持深耕零售，狠抓渠道拓展和优化，全年市占率提升3pct以上，同时加快拓展“同心圆”产业链；二是严控工程业务风险，直销收入占比从22年23.7%降至23年22.2%；此外持续服务升级，稳步推进国际化，收购浙江可瑞与广州合信方园、打开国内高端住宅项目和大型公建市场发展空间，进一步做强做大给排水业务。
- ▶ 2021-2023年现金分派率为78%、74%与88%，按2023年分红计算股息率超过4%。考虑业绩长期稳健，当前股息率提供较高安全边际。

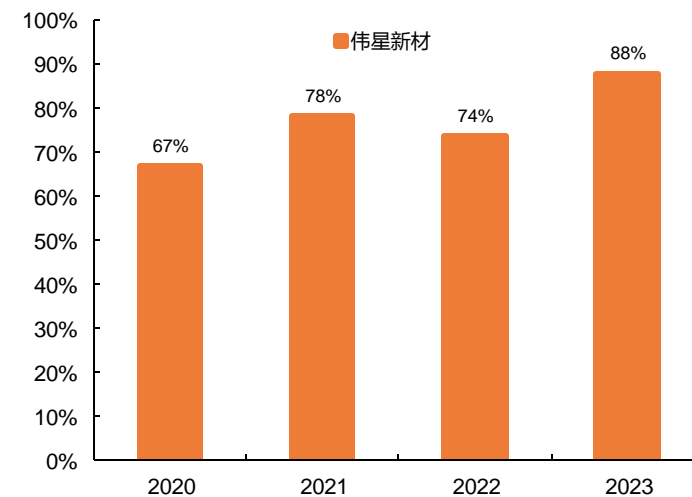
● 伟星新材2024Q1收入同比增长11%



● 伟星新材利润率长期保持高位



● 伟星新材现金分派率高



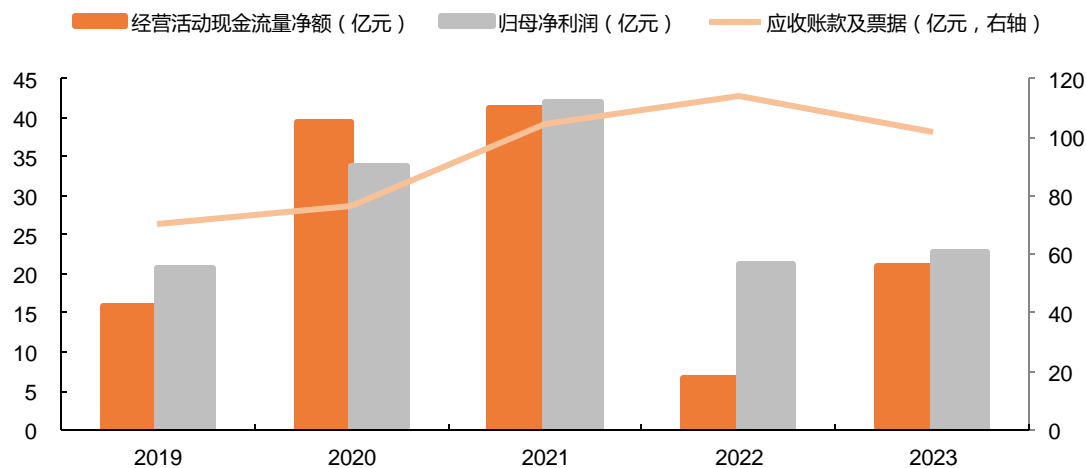
资料来源：wind，公司公告，平安证券研究所



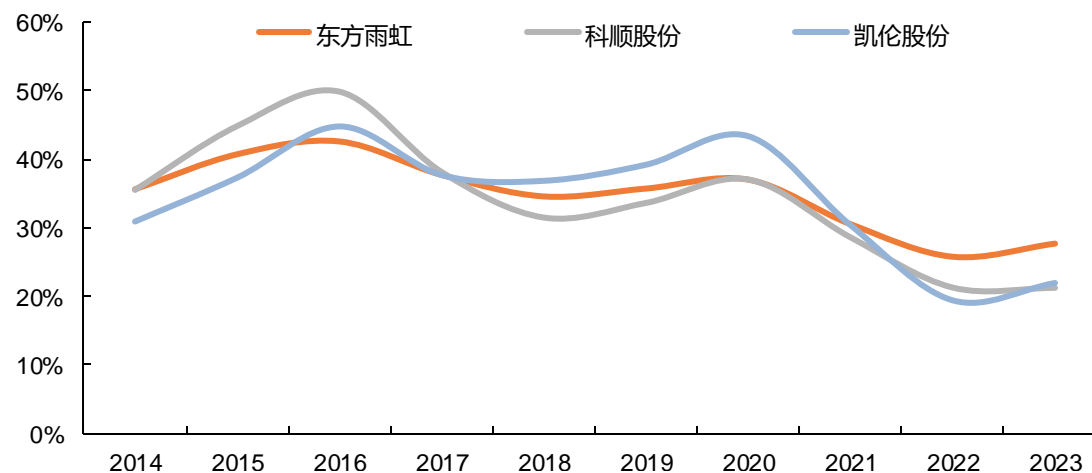
## 东方雨虹：渠道转型与品类拓展成效显著，经营质量逐步改善

- 防水材料用于地产开工端居多，近年地产新开工大幅萎缩，防水行业市场规模亦明显下滑。尽管在房企销售预期谨慎、库存偏高制约下，预计开工仍然承压，但考虑下行幅度较大，相比竣工端更具增长弹性与博弈价值。
- 坚持零售与合伙人优先战略，渠道转型与品类拓展成效显著。2023年东方雨虹营收328.2亿元，同比增5.2%，归母净利润22.7亿元，同比增7.2%。分渠道看，零售、工程、直销收入分别占比28%、38%、32%，毛利率为39%、24%、14%；期末民建集团经销商数量近5000家，分销网点超22万家。分业务看，防水卷材、涂料、砂浆粉料分别占比41%、30%、13%，砂粉业务持续快速增长。
- 现金流方面，2023年以来公司强调经营回款，2023年末应收账款及票据102亿元，较年初减少12亿元。
- 利润率处于过去十年低位，意味着业绩修复弹性大于收入端弹性。2023年公司毛利率与净利率分别为27.7%、7.0%，大幅低于2014-2023年均值34.8%、11.7%。2024年以来行业价格竞争程度有所缓和，叠加高毛利的零售收入占比提升，利润率或逐步改善。

东方雨虹2023年末应收账款及票据同比减少



当前防水企业毛利率处于过去十年低位

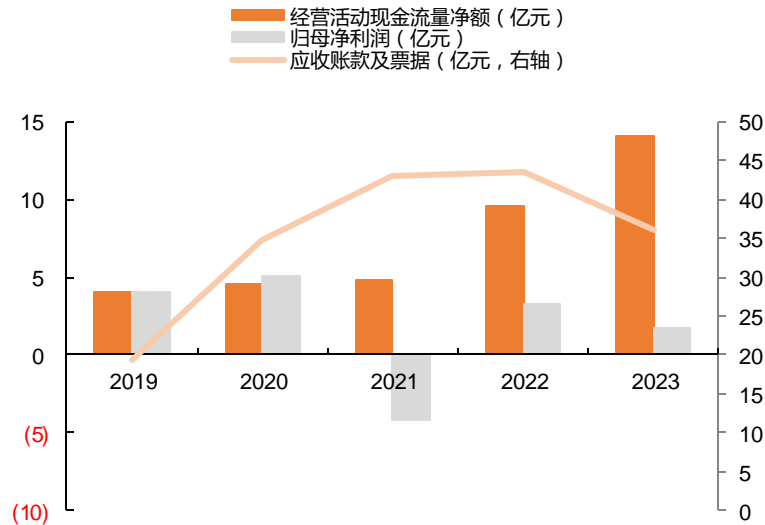
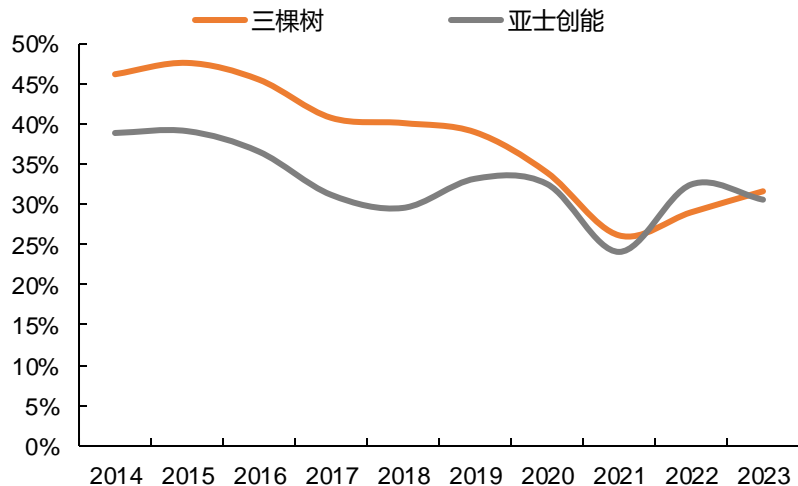
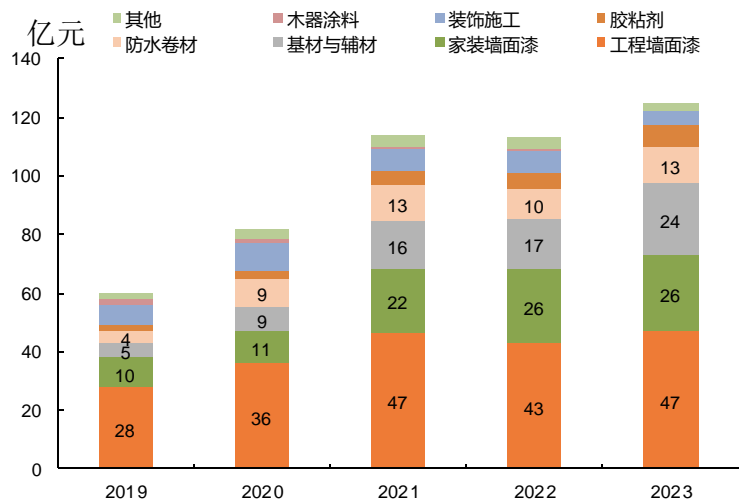




# 三棵树：渠道转型快速，现金流持续好转

- ▶ 地产依赖度显著降低，转型高端零售、拓展非房小B渠道。零售方面，三棵树在稳固三四线优势地位和全面进驻一二线基础上，积极发力乡村仿石漆业务；同时搭建线上全渠道覆盖体系，电商新零售成长迅速；工程方面，严控地产风险，聚焦央国企、城建城投、工业厂房新赛道，布局旧改、学校、医院等小B端场景，并下沉县级渠道，小B渠道客户数量持续增加，收入占比大幅提升。
- ▶ 受益于地产直销业务大幅缩减、经销占比提升，公司近两年经营性净现金流大幅好转。尽管公司资产负债率偏高（2024Q1末79.5%），但随着资本开支缩减、经营性现金流改善，公司负债端压力将持续缓解。
- ▶ 利润率处于过去十年低位，且减值计提较为充分，意味着业绩修复弹性大于收入端弹性。2023年公司毛利率与净利率分别为31.5%、1.4%，大幅低于2014-2023年均值37.8%、5.0%。同时2021-2023年合计计提减值16.6亿元，在建材企业中减值规模居前。

● 三棵树的家装墙面漆、基辅材与防水收入增长良好    ● 三棵树毛利率处于近十年低位    ● 三棵树经营性净现金流持续大幅增加



资料来源：wind，公司公告，平安证券研究所





## 目录CONTENTS

---

- 市场需求：下游地产持续筑底，政策发力去库存
- 水泥行业：盈利估值处历史底部，重视供给端积极变化
- 玻璃行业：浮法玻璃承压，光伏玻璃龙头仍具成长性
- 消费建材：渠道变革成效显现，关注业绩确定性标的
- 投资建议及风险提示

## 投资建议

- 考虑板块股价调整较多、估值与持仓降至历史低位，优质头部建材公司经营韧性强，维持建材行业“强于大市”评级，重点推荐估值处于低位、确定性较高的稳健品种，同时关注受益地产政策与销售改善的弹性标的。其中，水泥行业供给端出现积极变化、盈利或阶段性触底，重点关注具备低估值、高股息以及出海逻辑的海螺水泥、华新水泥；消费建材方面，建议关注具备较强业绩确定性、高股息率的北新建材、兔宝宝、伟星新材，以及弹性较大的东方雨虹、三棵树；玻璃行业关注产能大幅扩张、业绩仍具成长性的福莱特、旗滨集团。

### 重点公司盈利预测（注：华新、北新、兔宝宝、三棵树、旗滨、福莱特盈利预测来自Wind一致预测（180天））

股票名称	股票代码	市值(亿元) 2024-6-7	归母净利润(亿元)				PE(倍)				评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
海螺水泥	600585.SH	1,187	104.3	91.1	105.2	119.1	11.4	13.0	11.3	10.0	推荐
伟星新材	002372.SZ	261	14.3	14.4	15.7	16.8	18.2	18.1	16.7	15.6	推荐
箭牌家居	001322.SZ	80	4.3	4.3	5.2	6.5	18.9	18.7	15.5	12.3	推荐
东方雨虹	002271.SZ	364	22.7	27.9	34.5	40.7	16.0	13.1	10.6	9.0	推荐
坚朗五金	002791.SZ	111	3.2	4.0	5.2	6.6	34.3	27.6	21.4	16.8	推荐
科顺股份	300737.SZ	58	-3.4	2.2	3.5	4.2	-17.2	26.4	16.8	13.9	推荐
华新水泥	600801.SH	252	27.6	29.5	34.2	38.5	9.1	8.5	7.4	6.5	暂无评级
北新建材	000786.SZ	542	35.2	43.5	51.1	56.8	15.4	12.5	10.6	9.5	暂无评级
兔宝宝	002043.SZ	93	6.9	7.6	9.0	10.2	13.5	12.2	10.3	9.1	暂无评级
三棵树	603737.SH	221	1.7	6.6	8.9	10.7	127.6	33.6	24.9	20.6	暂无评级
旗滨集团	601636.SH	199	17.5	20.1	23.4	26.8	11.3	9.9	8.5	7.4	暂无评级
福莱特	601865.SH	504	27.6	38.1	49.2	59.6	18.3	13.2	10.2	8.5	暂无评级



## 风险提示

---

- **地产销售修复或基建需求落地低于预期的风险**：地产政策持续发力下，若后续销售修复不及预期，将影响建材未来需求表现；基建投资同理，若实物需求落地不及预期，亦可能导致水泥等建材需求继续走弱、导致量价承压。
- **建材行业格局出清速度低于预期风险**：水泥与玻璃等产能过剩问题严重，若后续水泥错峰生产、浮法玻璃冷修进度不及预期，叠加地产需求继续萎缩，将导致周期建材行业盈利继续下行。
- **原材料、燃料价格上涨的风险**：若后续煤炭、石油沥青等成本上涨，将制约建材企业利润率修复。
- **应收账款回收不及时与资产减值风险**：若后续地产资金环境与房企违约情况未出现明显好转，将导致防水等消费建材行业出现应收账款回收不及时、坏账计提压力增大的风险，甚至出现资金流紧张恶化的问题。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

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

### 公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。