

目录

地产后端：当下与未来，拐点是否到来？	7
消费建材：成长与总量仍处于对抗	7
水泥：需求承压，寻求安全边际+成长确定性	16
玻璃：周期承压，成长放量	20
纤维材料：盈利底部，关注新需求放量	25
玻纤：盈利正在筑底，关注光伏边框放量	25
碳纤维：中期成长不减，关注成本下降	30
寻觅结构性景气：走向海外+技术变革	37
科达制造：从设备到材料，从国内到海外	37
浙江仙通：成本优势突出，盈利拐点已现	38
坤彩科技：二氧化钛进入销售关键期	39
药用玻璃：中硼硅渗透率持续提升，龙头受益	40
UTG 玻璃：国产应用加速，凯盛科技领跑	41
TCO 玻璃：薄膜电池放量，金晶科技受益	43
封装材料：HBM 扩张，关注联瑞新材、华海诚科	43
风险提示	46

图表目录

图 1：30 大中城市：商品房一周滚动成交面积（万平方米）	8
图 2：12 城二手房一周滚动成交面积（万平方米）	8
图 3：人均新开工面积对比（平米，日韩以 80%得房率拟面积）	8
图 4：部分重点地产商的可售周期	8
图 5：不同消费建材行业的格局演变：主要龙头企业市占率	13
图 6：主要家装建材公司品类扩张情况（亿元）	14
图 7：主要家装建材公司走向海外情况	14
图 8：TOTO 重装修业务数量自 90 年初显著提升	16
图 9：TOTO 日本家居改造业务收入占比	16
图 10：水泥投资复盘图（需求为全国水泥产量，万吨；盈利为水泥行业利润总额，亿元）	18
图 11：截至 2022 年底，海外投产熟料排行榜（万吨）	20
图 12：截至 2022 年底，海外在建熟料排行榜（万吨）	20
图 13：海螺海外收入及占比（亿元，%）	20
图 14：华新海外收入及占比（亿元，%）	20
图 15：玻璃投资复盘图	21
图 16：浮法玻璃在产产能回到相对高位	22
图 17：玻璃投资复盘图	23
图 18：玻纤行业生产商库存天数及粗纱价格的相关性	25
图 19：电子纱及电子布价格（元/吨，元/米）	26

图 20: 玻纤出口情况 2023 年下半年已经企稳	26
图 21: 玻纤行业全球产能新增基本来自中国 (万吨)	27
图 22: 2022 年国内产能投放的影响滞后到 2023 年 (万吨)	27
图 23: 复合材料边框产品示意图	28
图 24: 光伏边框企业的产能/产量规划 (GW)	30
图 25: 2022 年全球碳纤维需求结构	30
图 26: 2022 年国内碳纤维需求结构	30
图 27: 东丽碳纤维分领域业务占比	32
图 28: 东丽碳纤维营业利润率近年呈现持续复苏	32
图 29: 东丽碳纤维板块今年 Q2-Q3 利润呈现显著增长	32
图 30: 中国碳纤维进口量今年持续缩减 (吨)	33
图 31: 中国碳纤维出口量仍有较大提升空间 (吨)	33
图 32: 进口碳纤维价格整体稳定, 大丝束有一定下跌 (元/kg)	33
图 33: 大、小丝束价格联动下跌 (元/kg)	34
图 34: 科达制造核心业务的海外收入占比 (亿元)	37
图 35: 科达制造机械装备的海外收入占比 (亿元)	37
图 36: 非洲建筑陶瓷需求部分来自进口 (百万平方米)	38
图 37: 非洲建筑陶瓷需求中进口比例持续下降 (百万平方米)	38
图 38: 台州未来汽车城产业链	39
图 39: 坤彩科技主营业务为珠光材料和二氧化钛	40
图 40: 原辅包登记资料登记及审评审批流程	40
图 41: 公开与公司合作的 UTG 盖板专利	42
图 42: 芯片封装的成本结构	44
图 43: 华海诚科先进封装占比目前仍较低	44
表 1: 地产销售、新开工、竣工面积增速	7
表 2: 零售市场的需求总量预测 (单位: 亿平)	8
表 3: 未来几年地产销售面积和竣工面积的预测 (单位: 万平)	9
表 4: 建材各个品类的下游需求结构及总量预测 (未考虑城中村及保障房)	10
表 5: 城中村改造形成的需求测算	11
表 6: 城中村改造对各类建材市场空间拉动测算	11
表 7: 主要消费建材企业单季度收入增速	12
表 8: 建材行业供给退出情况	12
表 9: 建筑业下游需求拆分及预测 (单位: 亿平)	15
表 10: 中国存量建筑面积的结构 (单位: 亿平)	15
表 11: 部分建材的龙头企业中期收入展望 (单位: 亿元)	16
表 12: 2022 年分领域的水泥需求评估 (亿吨)	17
表 13: 2024-2025 年水泥需求预测	17
表 14: 各个水泥股的股息率	18
表 15: 各个水泥企业骨料收入和毛利率情况 (亿元)	19
表 16: 华新水泥骨料业务成本拆分	19
表 17: 玻璃需求的分项假设	22

表 18: 浮法玻璃供需平衡表测算	22
表 19: 旗滨集团中期成长性测算	23
表 20: 玻纤企业的吨净利对比 (剔除制品后的可比口径, 单位为元)	25
表 21: 玻纤行业供需平衡表 (万吨)	27
表 22: 玻纤价格与其替代材料之间的价格比较 (单位: 元/吨)	28
表 23: 铝合金光伏边框 vs 玻纤增强聚氨酯复合材料边框 (假设单套组件功率 550W)	28
表 24: 国内及全球碳纤维需求预测 (万吨)	31
表 25: 国内碳纤维行业供给预测 (万吨)	31
表 26: 中复神鹰主要碳纤维产品牌号及价格	34
表 27: 中复神鹰盈利预测	35
表 28: 大丝束碳纤维理论生产环节盈利对比 (万元)	35
表 29: 吉林碳谷的年度经营情况及预测	36
表 30: 科达制造海外建材业务经营指标	37
表 31: 浙江仙通与贵航股份单位价格、成本和毛利对比 (元/米)	38
表 32: 汽车密封条市场空间测算	38
表 33: 坤彩科技中期产能规划及利润测算	40
表 34: 力诺特玻已提交的关联审批登记备案材料	41
表 35: 力诺特玻中硼硅玻璃管自产对应毛利率提升幅度	41
表 36: UTG 玻璃和 CPI 玻璃的对比	42
表 37: TCO 玻璃市场空间测算	43
表 38: 金晶科技超白 TCO 玻璃参数	43
表 39: 联瑞新材的球形硅微粉销售占比	44

地产后端：当下与未来，拐点是否到来？

消费建材：成长与总量仍处于对抗

2024 年商品房处于最后的筑底阶段中，城中村改造起到强支撑作用，且二手房逐步优化需求结构。考虑三大工程资金的到位时点，预计明年逐季改善，下半年建材行业总量需求可能同比转正。2025 年往后，在商品房市场完全筑底后，翻新需求和多品类逻辑支撑下，消费建材企业有望迎来更长维度且更稳健的成长。

明年行业结构性机会在于三大工程

建材行业：政策方向变化，需求压力仍在。2022 年销售面积大幅下降，百强房企销售面积同比下降 47%、统计局的销售面积同比下降 24%；2023 年下半年地产政策转向，但效果甚微，全国商品房成交短期脉冲后回落，1-11 月百强房企销售面积同比下降 23.4%、11 月单月百强房企销售面积同比下降 31.7%。新开工和地产销售同步变化，2021 年地产新开工面积约 20 亿平米，预计 2023 年新开工面积将跌至约 9 亿平米，两年累计下滑幅度约 55%，连续两年大幅下滑意味行业萎缩程度已经很高。

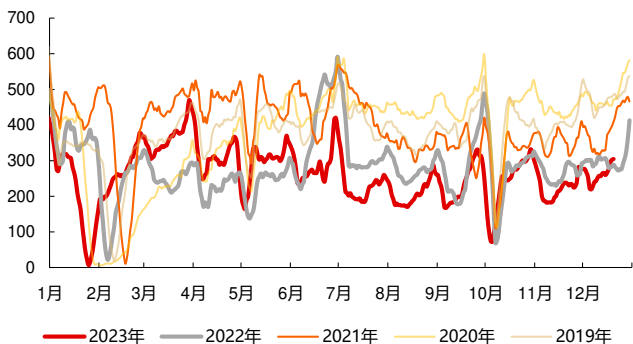
表 1：地产销售、新开工、竣工面积增速

	累计同比增速				单月同比增速			
	百强地产销售	统计局地产销售	地产新开工	地产竣工	百强地产销售	统计局地产销售	地产新开工	地产竣工
2023/11	-23.4%	-8.0%	-21.2%	17.9%	-31.7%	-10.3%	4.9%	12.2%
2023/10	-22.6%	-7.8%	-23.2%	19.0%	-41.3%	-11.0%	-21.1%	13.3%
2023/09	-20.5%	-7.5%	-23.4%	19.8%	-28.5%	-10.1%	-14.6%	25.3%
2023/08	-19.5%	-7.1%	-24.4%	19.2%	-40.0%	-12.2%	-23.6%	10.6%
2023/07	-16.7%	-6.5%	-24.5%	20.5%	-39.2%	-15.5%	-25.9%	33.1%
2023/06	-12.9%	-5.3%	-24.3%	19.0%	-34.6%	-18.2%	-30.3%	16.3%
2023/05	-6.7%	-0.9%	-22.6%	19.6%	-13.2%	-3.0%	-27.3%	24.4%
2023/04	-5.1%	-0.4%	-21.2%	18.8%	2.2%	5.5%	-27.3%	42.0%
2023/03	-7.3%	-1.8%	-19.2%	14.7%	18.1%	0.1%	-29.1%	32.0%
2023/02	-20.5%	-3.6%	-9.4%	8.0%	-1.9%	-3.6%	-9.4%	8.0%
2022/12	-46.7%	-24.3%	-39.4%	-15.0%	-35.0%	-31.5%	-44.3%	-6.6%
2022/11	-47.8%	-23.3%	-38.9%	-19.0%	-33.8%	-33.3%	-50.8%	-20.2%
2022/10	-48.9%	-22.3%	-37.8%	-18.7%	-41.1%	-23.2%	-35.1%	-9.4%
2022/09	-49.6%	-22.2%	-38.0%	-19.9%	-36.0%	-16.2%	-44.4%	-6.0%
2022/08	-50.9%	-23.0%	-37.2%	-21.1%	-38.6%	-22.6%	-45.7%	-2.5%
2022/07	-52.2%	-23.1%	-36.1%	-23.3%	-43.3%	-28.9%	-45.4%	-36.0%
2022/06	-53.4%	-22.2%	-34.4%	-21.5%	-49.3%	-18.3%	-45.1%	-40.7%
2022/05	-54.5%	-23.6%	-30.6%	-15.3%	-61.6%	-31.8%	-41.8%	-31.3%
2022/04	-52.3%	-20.9%	-26.3%	-11.9%	-60.7%	-39.0%	-44.2%	-14.2%
2022/03	-49.1%	-13.8%	-17.5%	-11.5%	-57.2%	-17.7%	-22.2%	-15.5%
2022/02	-43.6%	-9.6%	-12.2%	-9.8%	-42.6%	-9.6%	-12.2%	-9.8%

资料：Wind，长江证券研究所

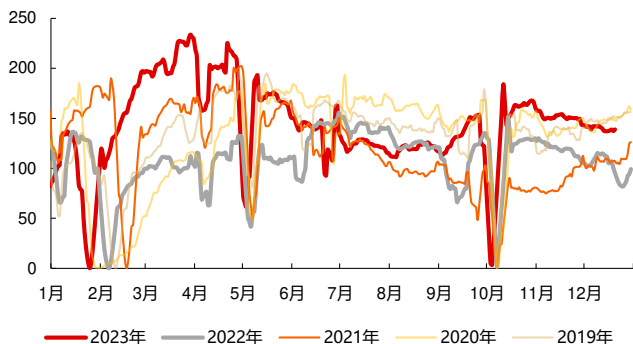
注：2023 年以来单月同比采用统计局调整去年基数后的口径

图 1: 30 大中城市: 商品房一周滚动成交面积 (万平方米)



资料 : Wind, 长江证券研究所

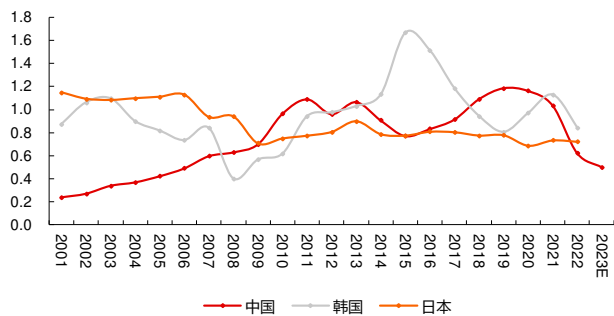
图 2: 12 城二手房一周滚动成交面积 (万平方米)



资料 : Wind, 长江证券研究所

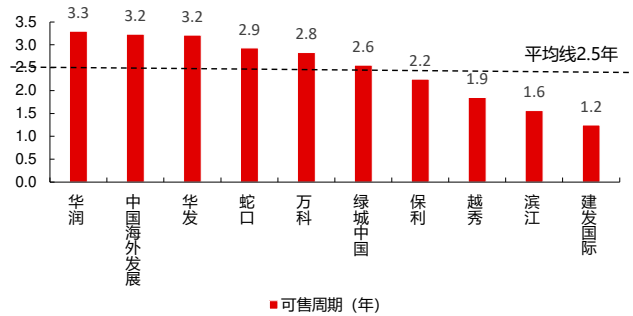
新开工面积是否触底? 对比中日韩, 日本过去十年的人均新开工面积为 0.8 平米, 而中国 2023 年人均住宅新开工面积已跌至约 0.5 平米, 明显低于日本和韩国的水平, 这意味着新开工面积已到底部附近, 一旦销售数据企稳其弹性较大。由于当前央企房地产商库存仍需时间消化, 故 2024 年地产销售数据企稳是新开工企稳的充分且必要条件。

图 3: 人均新开工面积对比 (平米, 日韩以 80% 得房率拟面积)



资料 : Wind, 长江证券研究所

图 4: 部分重点地产商的可售周期



资料 : 公司公告, 长江地产测算, 长江证券研究所

竣工是否会明后年下台阶? 我们判断, 明后两年竣工总量波动不会很大, 一是**竣工面积的波动天然会弱于销售面积**, 且此轮有大量销售但未交付的商品房, 保交付背景下施工率将逐步回升。二是**竣工面积有家庭翻新及城市翻新(如城中村改造)支撑**, 行业需求企稳后长期需求是向上趋势。2023 年前 11 月二手房交易量占全国房屋交易量的比重达到 37%, 这意味着竣工端尤其翻新逻辑强的品类, 或有望在 2024 年迎来零售市场企稳。

表 2: 零售市场的需求总量预测 (单位: 亿平)

	地产新建	存量 (二手房)	存量 (翻新)	农村市场	总需求 (亿平)
2019	4.8	4.6	2.9	3.6	15.9
2020	4.6	4.5	3.0	3.6	15.7
2021	5.1	4.3	3.1	3.7	16.1
2022	4.3	3.9	3.1	3.7	15.0
2023E	4.5	4.4	2.3	3.2	14.4
2024E	4.2	5.3	2.0	3.0	14.6
2025E	4.0	5.8	1.9	3.0	14.7
2026E	4.0	6.1	1.9	3.0	15.0

资料 : Wind, 长江证券研究所

假设: 1) 住宅竣工中零售需求的比例为室内用量占比*非精装比例, 不同品类差异很大, 此处假设为 50%; 2)

二手房面积增速参考 Wind14 城，假设成交面积的 50% 在当年完成装修；3) 假设近几年翻新周期不变，且翻新需求的增速滞后商品房住宅面积增速 1 年，即由消费者收入预期决定；4) 目前农村建筑面积为商品房面积的 70-80%，但很多为无效需求，再乘以 50%

表 3：未来几年地产销售面积和竣工面积的预测（单位：万平）

	期房占比	商品房住宅销售面积	销售面积增速	期房滞后的时间	理论竣工面积	实际竣工/理论竣工	房屋竣工面积	竣工面积增速
2005	57%	49588	47%	期房滞后 1 年	38420	139%	53417	26%
2006	63%	55423	12%	期房滞后 1 年	48454	115%	55831	5%
2007	68%	70136	27%	期房滞后 1 年	57506	105%	60607	9%
2008	68%	59280	-15%	期房滞后 1 年	66417	100%	66545	10%
2009	71%	86185	45%	期房滞后 1 年	65220	111%	72677	9%
2010	75%	93377	8%	期房滞后 1 年	84926	93%	78744	8%
2011	76%	97030	4%	期房滞后 1 年	93558	99%	92620	18%
2012	76%	98468	1%	期房滞后 1 年	97104	102%	99425	7%
2013	76%	115723	18%	期房滞后 1 年	102271	99%	101435	2%
2014	76%	105182	-9%	期房滞后 1 年	113411	95%	107459	6%
2015	75%	112406	7%	期房滞后 1 年	107746	93%	100039	-7%
2016	75%	137540	22%	期房滞后 1.5 年	90820	117%	106128	6%
2017	76%	144789	5%	期房滞后 2 年	96796	105%	101486	-4%
2018	82%	147929	2%	期房滞后 2 年	95532	98%	93550	-8%
2019	85%	150144	1%	期房从滞后 2 年到 2.5 年	95524	100%	95942	3%
2020	87%	154878	3%	期房滞后 2.5 年	117147	78%	91218	-5%
2021	87%	156532	1%	期房滞后 2.5 年	145104	70%	101412	11%
2022	83%	114631	-27%	期房滞后 2.5 年	151612	57%	86222	-15%
2023E	85%	103168	-10%	期房滞后 2.5 年	151167	60%	90700	5%
2024E	85%	98009	-5%	期房滞后 2.5 年	130195	65%	84627	-7%
2025E	85%	98009	0%	期房滞后 2.5 年	105943	75%	79458	-6%
2026E	85%	102910	5%	期房滞后 2.5 年	100937	80%	80749	2%

资料：Wind，长江证券研究所

备注：此处用实际竣工/理论竣工的比值来代表竣工的资金行为，在流动性好时这一比例超过 90%，但当前比例较低。

建材各个品类的需求压力不一。悲观假设下，2024 年新开工面积同比下降 15% 左右、竣工面积同比下降 5% 左右，但由于非房及基建、零售市场的存在，使得消费建材面对的需求总量下滑更小，预计行业总量下滑 5% 以内。此时若城中村及保障房能发挥作用的话，比如拉动需求 1 亿平米左右，则建材总量需求有望保持相对稳定。

表 4：建材各个品类的下游需求结构及总量预测（未考虑城中村及保障房）

	基建	非房	地产 新建	零售 (含海外)	2022 年同比	2023 年同比	2024 年同比	2024 年 相较于 2021 年
水泥行业	40%	30%	30%		-9%	-1%	-1%	-11%
管材行业	30%	20%	30%	20%	-12%	-6%	-3%	-19%
防水行业	20%	30%	35%	15%	-15%	-7%	-4%	-25%
五金行业 (参考坚朗)	20%	20%	45%	15%	-14%	-4%	-4%	-21%
石膏板行业		60%	30%	10%	-10%	-3%	-5%	-16%
涂料行业	—	40%	25%	35%	-9%	-3%	-5%	-16%
瓷砖行业	—	30%	25%	45%	-9%	-3%	-5%	-16%
需求假设					基建：增长 5% 地产新建： 新开工下降 40%、 施工下降 30%、 竣工下降 20% 非房+零售：下降 5%	基建：增长 5% 地产新建： 新开工下降 25%、 施工下降 10%、 竣工增长 5% 非房+零售：下降 5%	基建：增长 5% 地产新建： 新开工下降 15%、 施工下降 10%、 竣工下降 5% 非房+零售：下降 5%	基建：增长 16% 地产新建： 新开工下降 62%、 施工下降 43%、 竣工下降 20% 非房+零售：下降 14%

资料：Wind，长江证券研究所

注：管材、防水采用新开工面积；水泥、五金的地产新建需求采用施工面积；石膏板、涂料、瓷砖采用竣工面积

2024 年行业结构机会在于“三大工程”。近期中央金融工作会议再提加快“三大工程”建设，构建房地产发展新模式——保障性住房、“城中村”改造、“平急两用”公共基础设施建设。我们认为，保障房和城中村改造是政府主导的新建和翻新，从资金要求还是落地难度上，城中村改造更容易在短期落地，带来需求弹性。

第一，保障房旨在通过差异化供给满足更多需求。一是向下兼容，挖掘需求，降低供给门槛以扩大刚需；二是向上优化，升级需求，让商品房回归市场化。保障房的顶层设计“强调市场化运作和不得增加隐性债务”、“以需定建”、“纳入地方绩效考核范围”，意味着保障房最终起到的是积极的补充作用。

第二，短期城中村改造的需求拉动更明确，保障房有望接力。我们测算全国 22 个超大特大城市中，有约 17.5 亿平米的城中村需要改造，按照 8 年的项目周期，则每年需要改造的房屋面积约为 2.2 亿平米；根据《广州市城市更新专项规划（2021-2035 年）》，2025 年以前广州城中村改造的年均影响为：目标面积 0.7 亿平米*容积率 1/周期 3 年=0.23 亿平米，相较于 2022 年广州商品房销售面积 0.14 亿平米，增量显著。

关于城中村改造形成的需求测算：1) 假设全国整体城中村面积占比为 2%，根据“22 个超大城市口径”与“22 个超大特大城市+43 低效用地时点城市并集的 48 城市”的两种口径的市区面积计算城中村占比面积，进而计算城中村房屋面积；2) 参考广州城市更新计划中全面改造占比 52%，故我们假设“50%拆除重建+50%翻新”，在拆建比为 2 且改造周期为 8 年的情况下，22 个城市口径每年改造的建筑面积约 2.2 亿平米，对应到新建建筑面积约为 2.2 亿平米，翻新建筑面积约 1.1 亿平米，合计 3.3 亿平米。若假设新建投资额为 4000 元/平；翻新投资额为 600 元/平，则形成的投资额约为 0.9 万亿元。

表 5：城中村改造形成的需求测算

	22 超大特大城市口径	22 超大特大城市+43 低效用地时点城市并集 (48 城市)	备注
	拆除重建 50%，翻新 50%	拆除重建 50%，翻新 50%	
超大城市市区总面积 (亿平)	1750	2276	
城中村面积占比	2%	2%	核心假设：城市之间差异很大，上海为 1-2%、深圳为 16%、广州为 10%
城中村面积 (亿平)	35	46	
房屋建筑面积占比	50%	50%	核心假设：城中村建筑面积/城中村面积
城中村房屋面积 (亿平)	17	23	
改造周期	8	8	假设 8 年全部改造完成
每年改造的房屋面积 (亿平)	2.2	2.8	
拆除形式占比	50%	50%	核心假设：有多少比例的房屋拆除
每年拆除的房屋面积 (亿平)	1.1	1.4	
拆建比	2	2	核心假设：新建建筑面积/拆除的原建筑面积 (参考 2021 年防大拆大建政策框架为 2，后续或可能突破)
每年新建面积 (亿平)	2.2	2.8	
每年翻新面积 (亿平)	1.1	1.4	
合计面积 (亿平)	3.3	4.3	
总投资额 (万亿元)	0.9	1.2	假设新建成本 4000 元/平；翻新成本为 600 元/平

资料：Wind，城市统计年鉴，长江证券研究所

城中村改造可以整体拉 材需求，翻新所用建材更为受益。城中村改造无论拆除重建或翻新均可以拉动各类建材需求，在 22 超大特大城市口径，50%拆除重建+50%翻新的假设下，根据材料单平用量测算，对翻新占比较高的防水/涂料/保温/石膏板/玻璃等拉动约 5-7%，对水泥、钢铁拉动约 1-2%（因为水泥、钢铁仍有较大比例用于基建等其他领域）。受益标的为**主营涂料的三棵树、亚士创能**，**主营石膏板的北新建材**，**主营五金的坚朗五金**，**主营防水的科顺股份、凯伦股份**，**主营玻璃的旗滨集团、南玻 A 等**。

表 6：城中村改造对各类建材市场空间拉动测算

	22 超大特大城市口径	48 城市口径	2022 年市场空间 (亿元)		备注
	拆除重建 50%，翻新 50%	拆除重建 50%，翻新 50%			
每年新建面积 (亿平)	2.2	2.8			
每年翻新面积 (亿平)	1.1	1.4			
合计面积 (万平)	3.3	4.3			
拉动防水 (亿元)	57	74	1250	单平新建 20 元、单平翻新 12 元 (考虑地下不翻新)	
/2022 年市场空间	5%	6%			
拉动涂料 (亿元)	66	85	1100	单平 20 元 (翻新与新建用量一致，亦考虑内墙)	
/2022 年市场空间	6%	8%			
拉动保温 (亿元)	164	213	3000	单平 50 元 (翻新与新建用量一致)	
/2022 年市场空间	5%	7%			
拉动石膏板 (亿元)	12	15	200	商业单平 13 元 (吊顶+隔墙为面积 2 倍*单价 6.5 元，假设商业占整体 10%)，其他 2 元 (吊顶为面积 30%*单价 6.5 元)	

/2022 年市场空间	6%	8%		
拉动玻璃 (亿元)	66	85	1000	单平 20 元 (窗面积占建筑面积 30%, 假设 2.5 层, 单重箱均价 100 元)
/2022 年市场空间	7%	9%		
拉动水泥 (亿元)	120	156	7000	单平 55 元 (单平对应 0.4 立方混凝土*每立方混凝土对应 0.4 吨水泥*单价 350 元)
/2022 年市场空间	2%	2%		
拉动钢铁 (亿元)	437	569	40000	单平 200 元 (单平 0.05 吨*单价 4000 元)
/2022 年市场空间	1%	1%		

资料 : Wind, 长江证券研究所

短期视角：经济承压下的龙头增长

一是份额提升。市场集中的趋势没有变化，甚至在行业底部集中趋势加快。除产品功能属性较强外，过去两年企业生存压力较大是重要原因，终端需求的弱势，叠加原材料价格的持续高位，使得盈利高度承压，小企业逐步退出市场。龙头企业积极进行渠道调整，随着收入结构优化，地产业务对企业的拖累逐步减弱。

表 7：主要消费建材企业单季度收入增速

品类	上市公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-3	两年复合增速
多品类	坚朗五金	55%	25%	29%	28%	4%	-12%	-13%	-19%	-13%	5%	2%	2%	3%	-4%
防水		118%	40%	36%	37%	17%	2%	-5%	-20%	-2%	19%	4%	5%	8%	6%
	科顺股份	81%	24%	15%	10%	19%	5%	-6%	-17%	-1%	8%	3%	5%	5%	5%
	凯伦股份	82%	47%	33%	-6%	-27%	-25%	-13%	-10%	-18%	56%	27%	26%	36%	4%
涂料	三棵树	241%	48%	34%	10%	14%	-6%	1%	-3%	-1%	21%	22%	13%	18%	9%
	亚士创能	164%	63%	25%	-9%	-19%	-46%	-34%	-25%	-34%	1%	6%	-2%	2%	-19%
瓷砖	蒙娜丽莎	106%	60%	19%	35%	7%	-12%	-4%	-25%	-11%	4%	-3%	-8%	-3%	-4%
	东鹏控股	135%	17%	-2%	-6%	15%	-13%	-9%	-16%	-13%	18%	15%	9%	13%	0%
石膏板	北新建材	100%	23%	12%	9%	10%	-3%	-15%	-10%	-5%	2%	14%	13%	10%	3%
管材	伟星新材	59%	20%	16%	25%	12%	-12%	1%	17%	9%	-11%	-10%	-9%	-10%	-4%
板材	兔宝宝					35%	-2%	7%	41%	16%	1%	12%	6%	7%	8%
卫浴	箭牌家居					4%	-3%	-14%	-19%	-10%	-2%	7%	-6%	0%	-3%

资料 : Wind, 长江证券研究所 备注: 表中兔宝宝为板材口径收入增速

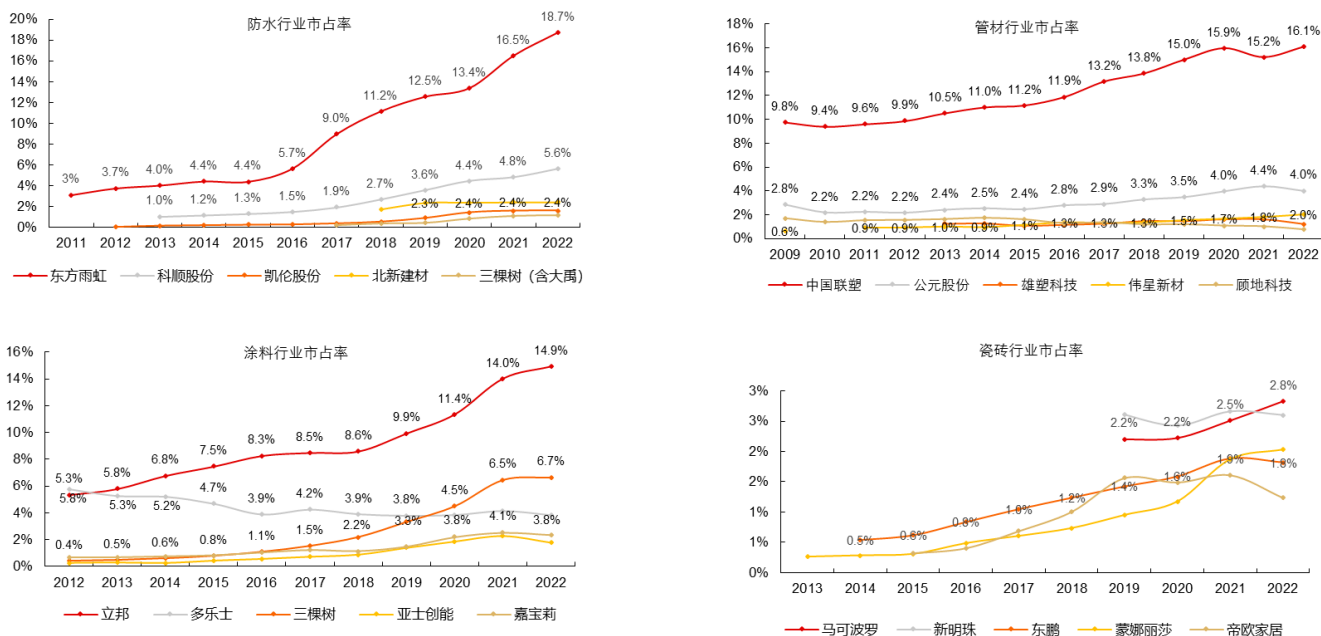
表 8：建材行业供给退出情况

退出时间	重要指标 (加回专项减值)	企业变化情况
供给退出	防水	2022-2023 年 7%、4%、2%，北新防水业务、三棵树防水业务亏损
		深圳卓宝 2022 年收入 22 亿元，净利润 0.2 亿元，2023 年 1-7 月收入 7 亿元，净利润亏损 0.1 亿元。
		山东宏源 2019 年收入 30 亿元，2022 年收入 10 亿元。
		雨中情 2020 年收入 16 亿元，2023 年初 IPO 中止。
		深圳蓝盾 2021 年出售给西卡。

五金	2022-2023 年	2022-2023 年坚朗五金净利率约 0.5%、4%	企业注销/停产包括：东莞市吉楠五金、科铸五金、塑釜五金、邦泰五金、温州市豪居五金、苏州鑫莱斯五金
瓷砖	2021-2022 年	2022 年东鹏、蒙娜净利率约 5%、2%，过往东鹏、蒙娜净利率中枢在 12%、10%	2022 年建筑陶瓷规模以上企业单位数 1026 家，2021-2022 两年间减少 115 家，生产线淘汰 275 条，淘汰比例近 10%。四川明珠陶瓷、江西宏博陶瓷等破产。
涂料	2020-2021 年	2021 年立邦中国营业利润率 9%（推测净利率） 棵树、亚士创能净利率约 4.5%、3.4%	嘉宝莉拟出售给北新建材（2023 年 9 月公告）。 宣伟中国区的装饰漆业务（包括华润漆）出售给阿克苏诺贝尔，2023 年 8 月完成收购，涉及业务年销售额约 8 亿元。 固克节能 2022 年 IPO 终止。 晨阳水漆 2021 年进行司法重整。
供给少量退出	玻纤	2023Q2	粗纱：九鼎新材关停 7 万吨，8 月邢台金牛冷修 3 万吨、重庆国际冷修 12 万吨、NEG 荷兰关停 7.5-8 万吨 电子布：南亚停产、建滔减产
	碳纤维		部分企业 2023Q3 以来大幅减产（上海石化等）
供给没有退出	水泥		
	玻璃	2022H2 冷修，2023 年复产	

资料：Wind，长江证券研究所

图 5：不同消费建材行业的格局演变：主要龙头企业市占率

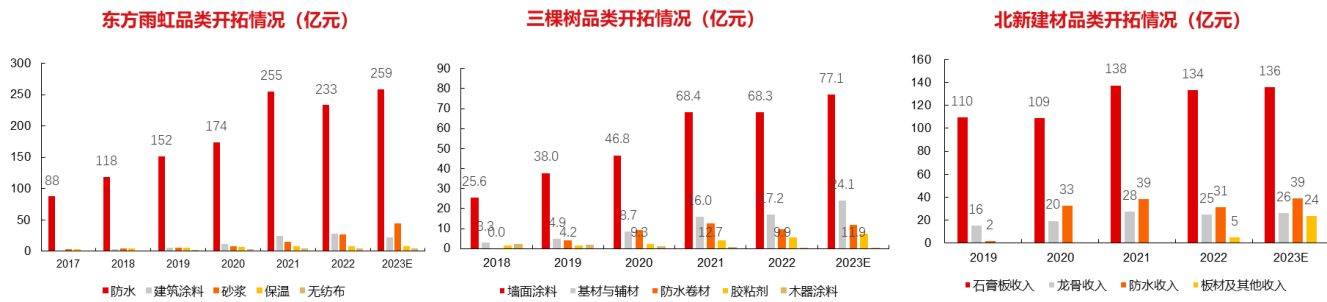


资料：Wind，公司官网，长江证券研究所

备注：防水行业市场份为各个企业收入/规模以上企业收入；管材行业市场份为各个企业产量/塑料管产量，其中联塑为销量数据；涂料行业市场份为各个企业收入/测算的行业收入；瓷砖行业市场份为各个企业销量/建筑陶瓷行业销量。

二是品类开拓。依靠单一品类的生产优势和品牌力，消费建材企业最终建立的是渠道优势，一旦有了渠道优势，开拓品类就是比较顺畅的逻辑。过去五年消费建材行业出现了品类相互渗透的趋势，我们认为共享终端渠道且不具有功能属性（即不形成品牌认知的）新品类，均在这些企业的开拓能力圈，代表性企业为 三棵树、北新建材等。

图 6：主要家装建材公司品类扩张情况（亿元）



资料：Wind，长江证券研究所

三是走向海外。建材品类绝大部分都经历了进口替代的发展过程，目前依旧被外资占据龙头地位的品类为涂料、卫浴等，这意味着国内龙头已经完成了供应链竞争的赶超，但部分品类的品牌认知仍待提升。反过来，随着中国经济总量逻辑趋弱且龙头企业的竞争优势增加，出现了建材品类走向海外的趋势，代表性龙头为科达制造、坚朗五金等，前期走向海外的龙头企业依托的是供应链优势，以发展中国家市场为主。

图 7：主要家装建材公司走向海外情况



资料：Wind，长江证券研究所

中期视角：优质龙头的成长之路较长

我们认为，翻新需求的存在，使得建筑需求总量的见底领先于商品房住宅的见底；龙头市占率的提升，使得龙头企业收入的见底领先于建筑业需求总量的见底。

从总量上，商品房住宅的下滑对建筑业总需求的影响逐步减弱。商品房住宅面积大幅下滑使得建筑业下游需求结构发生变化，我们进行中期的建筑业需求测算（此处未考虑基建需求）：1) 假设中期商品房销售面积为顶峰的 50%（即 8-9 亿平米），竣工面积中枢水平约 7 亿平米，则新建建筑业需求或回落至 30 亿平米；2) 同时假设中期住宅翻新面积大幅提升至 18 亿平米，则总需求（新建需求+翻新需求）相对于 2022 年有望增长约 12%。结构上，总需求的翻新比例约 40-50%，其中住宅领域的翻新需求占比约 50-60%。

表 9：建筑业下游需求拆分及预测（单位：亿平）

	新建需求									翻新需求			总计
	新建住宅	商品房住宅	保障性住宅	自建住宅等	商业及服务	公共管理与服务用地	厂房及建筑物和仓库	其他	合计	住宅翻新	其他翻新	合计	
2022 年竣工面积	23.5	9.0	1.4	13	2.6	3.9	6.5	1.4	38	6.0	2.3	8	46
需求占比	51%	19%	3%	28%	6%	9%	14%	3%	82%	13%	5%	18%	100%
中期竣工面积	15.9	7.2	2.2	6.5	2.1	4.1	6.8	1.4	30	18.0	3.4	21	52
需求增速	-32%	-20%	50%	-50%	-20%	5%	5%	0%	-20%	200%	50%	159%	12%
需求占比	31%	14%	4%	13%	4%	8%	13%	3%	59%	35%	7%	41%	100%

资料：城乡建设统计年鉴，统计局，长江证券研究所

备注：2022 年翻新需求假设如下：存量住宅面积中的 2/3 每 50 年翻新一次，存量非房面积每 150 年翻新一次

中国存量建筑很大，未来十年翻新需求有望快速增长。2022 年中国存量建筑面积超过 1300 亿平米，其中城市和县城的住宅面积约 460 亿平米、非城镇的住宅面积约 340 亿平米，因此住宅面积中城镇占比近 60%。聚焦城市和县城，总的存量面积超 900 亿平米，其中居住面积约 460 亿平米，占比约 50%，其他面积包括公共管理与公共服务、商业服务业设施、工业、物流仓储、道路交通设施、公用设施、绿地与广场等。假设城市和县城的居住面积中的 2/3 每 50 年翻新一次，则住宅翻新市场为 6 亿平米/年，随着生活品质提升和翻新周期缩短，假设城市和县城的存量居住面积为 500 亿平米且每 25 年翻新一次，则未来理论上的住宅翻新市场为 20 亿平米/年，是当前翻新需求的 3 倍左右。

表 10：中国存量建筑面积的结构（单位：亿平）

城市和县城	2019	2020	2021	2022
居住用地	440	442	453	458
公共管理与公共服务用地	111	110	112	112
商业服务业设施用地	86	86	89	89
工业用地	168	167	166	168
物流仓储用地	26	25	25	24
道路交通设施用地	37	38	40	40
公用设施用地	9	8	8	7
绿地与广场用地	11	11	11	11
合计	889	888	904	909
非城镇（镇乡村）	2019	2020	2021	2022
住宅	325	337	339	344
公共建筑	32	34	35	41
生产性建筑	43	48	50	57
合计	400	419	424	441
总计	1290	1307	1328	1349

资料：城乡建设统计年鉴，长江证券研究所

备注：统计年鉴中，城市和县城公布的是建设用地面积，此处转化为建筑面积；镇乡村公布的是建筑面积

地产总量时代的结束，意味着结构性时代的开始——来自城市翻新和家庭翻新。参考日本新开工见顶的后十年（1996-2006 年），TOTO 改造需求增长 300% 以上。TOTO 重装修业务数量自 90 年初显著提升，目前重装修业务数量已经达到当时的 4 倍以上，改造

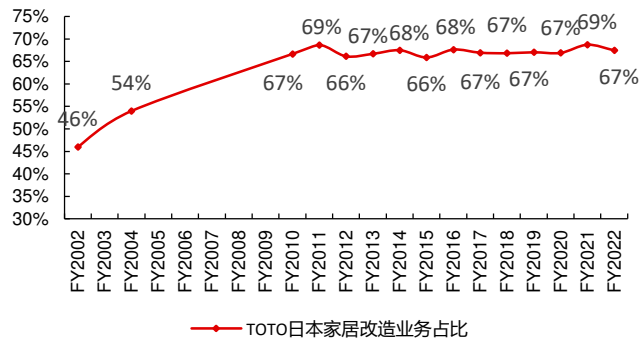
业务收入占比从 90 年初快速提升，10 年时间提升到 40% 以上，2006 年开始日本住宅新开工数量二次下滑，改造业务收入占比进一步提升到 60% 以上，随后保持稳定。

图 8: TOTO 重装修业务数量自 90 年初显著提升



资料：公司年报，长江证券研究所

图 9: TOTO 日本家居改造业务收入占比



资料：公司年报，长江证券研究所

从企业端，建材优质龙头有较大成长空间。首先是总量视角，极度悲观情况下，假设销售/新开工面积为 8-9 亿平米、竣工面积为 7 亿平米，则中期防水市场空间是 2022 年的 80%（暂不考虑防水新标带来市场扩容），涂料市场空间较 2022 年有望小幅增长（若考虑产品升级和提价，则增长更明显），卫浴市场空间较 2022 年有望翻倍（假设智能马桶渗透率从 10% 提升到 40%）。其次是企业视角，考虑市占率提升，部分龙头企业的收入有望达到目前的 2-3 倍，若考虑新品类扩张，则中期收入会更高，以尤甚。

表 11: 部分建材的龙头企业中期收入展望（单位：亿元）

	2021 年 市场规模	2022 年 市场规模	悲观情况下 的假设	悲观情况 市场空间	代表性企业 市占率	代表性企业 中期市占率	中期龙头企业 收入/当前收入
防水材料	约 1500	约 1200	1) 建筑业新建需求 -30% 2) 建筑业翻新需求 +100% 3) 基建需求 0% 对应总需求下降 20%	约 1000	19%	50%	2.1
建筑涂料	约 1300	约 1100	1) 建筑业新建需求 -20% 2) 住宅翻新需求 +200% 对应总需求增长 10%	约 1300	7%	20%	3.0
卫浴	约 220	约 200	1) 总需求单量增长 10% 2) 智能渗透率从 10% 提到 40%	约 400	12%	15%	2.6
瓷砖	约 2200	约 1900	总需求增长 10%	约 2100	3%	6%	2.0

资料：Wind，长江证券研究所

注：1) 悲观情况市场空间测算时，不考虑通货膨胀和标准提升带来的单位价值量提升；2) 未考虑新品类

水泥：需求承压，寻求安全边际+成长确定性

需求依然是核心波动项。当下需要重识需求结构，主要基于两年多的地产下滑，我们判断当前地产在水泥需求的占比已经有一定程度下降，基建成为水泥需求的主要组成部分。我们测算如下，假设十三五期间地产、基建、农村各占 1/3，综合考虑地产基建的投资情况，我们判断 2022 年，地产占比为 27%，基建占比达 41%，农村占比基本得到维持。对 2024 年需求进行展望：预计地产开工端或仍有承压，若假设大基建需求增长 8%，小 b+ 地方基建需求下滑 10%，农村需求下降 3%，则全年水泥需求或小个位数负增长。

表 12: 2022 年分领域的水泥需求评估 (亿吨)

	地产	基建	农村
十三五水泥需求结构	33%	33%	33%
十三五年均水泥产量		23.2	
分领域的销量	7.656	7.656	7.656
2022 年分领域的销量	5.74	8.78	6.89
拟合 2022 年销量		21.4	
实际 2022 年的产量		21.3	
2022 年最新的结构	27%	41%	32%
新一步主观拆分	大地产 17%，小 b10%	大基建 25%，地方基建 16%	

资料 : Wind, 长江证券研究所

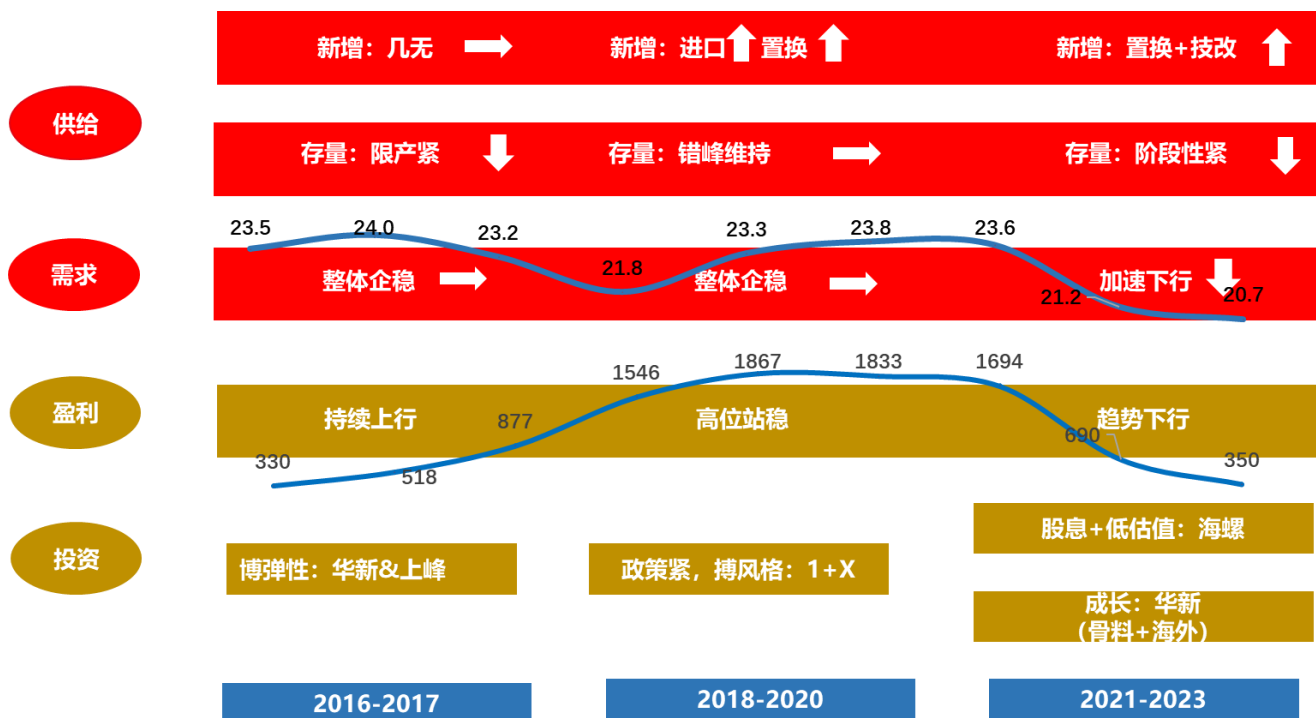
表 13: 2024-2025 年水泥需求预测

	需求测算						乐观估计		中性估计	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2024	2025
开工 (占比 30%)	209,342	227,154	224,433	198,895	120,587	90440	81396	81396	67830	69187
同比		9%	-1%	-11%	-39%	-25%	-10%	0%	-25%	-15%
竣工 (占比 70%)	93,550	95,942	91,218	101,412	86,222	103467	103467	93120	93120	93120
同比		3%	-5%	11%	-15%	20%	0%	-10%	-10%	-10%
地产拟合面积	128288	135305	131183	130657	96532	99559	96846	89603	85533	85940
水泥需求测算										
大地产增速		5%	-3%	0%	-26%	3%	-3%	-7%	-14%	-11%
大地产占比							17%	17%	17%	17%
大基建增速							8%	8%	8%	8%
大基建占比							25%	25%	25%	25%
小 b+地方基建增速							-10%	-10%	-10%	-10%
小 b+地方基建占比							10%+16%	10%+16%	10%+16%	10%+16%
农村增速							-3%	-3%	-3%	-3%
农村占比							32%	32%	32%	32%
整体水泥需求增速							-2.6%	-3.4%	-4.6%	-4.1%

资料 : Wind, 长江证券研究所

复盘过往, 水泥股的布局思路分为三个阶段, 近年处于第三阶段, 需求加速下行, 前期的置换产能和技改产能逐步投产放量, 导致市场供需关系边际恶化, 盈利加速下行。在此背景下, 我们认为投资主要分为 2 条主线: 1) 寻求低估值下的股息思路, 标的海螺水泥; 2) 寻求周期成长属性水泥股, 能够走出一枝独秀的品种, 主要是华新水泥。

图 10：水泥投资复盘图（需求为全国水泥产量，万吨；盈利为水泥行业利润总额，亿元）



资料：Wind，中国水泥协会，长江证券研究所

从股息角度来看，我们进一步判断：1、参考过往来看，塔牌集团分红比例持续较高，股息率也较高。当下来看，我们判断股息率角度来看，依旧是海螺、华新、塔牌。2、考虑到龙头的策略更多为稳定股息率分红，因此股息率选股逻辑更多建立在基本面企稳之上（需考虑市值波动）。

表 14：各个水泥股的股息率

	2022 年分 红比例	2023 年利润 (亿元)	当下市值 (亿元)	股息率预期			
				假设 2023 年分 红比例	股息率	参考过去 10 年平均 平均分红比例	对应股息率
海螺水泥	50%	117.0	1,074	50%	5.45%	34%	3.70%
华新水泥	40%	26.0	213	40%	4.88%	36%	4.34%
天山股份	52%	5.0	574	52%	0.45%	32%	0.28%
冀东水泥	29%	2.0	172	29%	0.34%	45%	0.52%
塔牌集团	53%	8.0	83	53%	5.13%	50%	4.80%
上峰水泥	35%	9.0	77	35%	4.08%	28%	3.26%
万年青	53%	4.0	54	53%	3.90%	39%	2.89%
宁夏建材	35%	3.0	87	35%	1.21%	33%	1.13%

资料：Wind，长江证券研究所

骨料是外延的第二曲线。骨料市场是万亿蓝海，也是水泥企业当下积极布局的第二成长曲线。但是，骨料业务的盈利能力和布点关系很大，拿矿成本和区域的选择是行业成本曲线分化的核心；目前华新、海螺、天山走在行业前列。

表 15: 各个水泥企业骨料收入和毛利率情况 (亿元)

骨料收入	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
海螺水泥	0.2	1.1	2.6	3.6	7.0	8.1	10.2	10.3	18.2	22.3
华新水泥				2.5	5.1	8.3	10.3	11.8	20.5	30.6
天山股份									41.9	55.0
上峰水泥		0.0	0.1	0.3	1.1	1.2	4.6	5.7	6.7	7.2
祁连山					0.0	0.1	0.1	0.3	0.5	0.8
冀东水泥								9.4	9.8	11.6
宁夏建材		0.0	0.1	0.6	0.7	1.0	1.5	1.6	1.7	1.2
毛利率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
海螺水泥	30%	51%	46%	46%	64%	69%	71%	68%	66%	60%
华新水泥				37%	53%	64%	65%	63%	66%	55%
天山股份									46%	47%
上峰水泥		38%	47%		72%	73%	78%	80%	80%	79%
祁连山					68%	31%	38%	30%	35%	22%
冀东水泥								44%	45%	39%
宁夏建材		-12%	-8%	31%	47%	47%	60%	55%	52%	37%

资料 : Wind, 长江证券研究所

表 16: 华新水泥骨料业务成本拆分

	2022	2021	yoy
骨料销量 (万吨)	6579	3497	88%
收入	306493	205355	49%
合计成本	137086	70605	94%
收入成本			
(万元)			
——原材料	10511	4928	113%
——燃料和动力	12765	7068	81%
——折摊	25351	12656	100%
——人力及其他	88459	45953	93%
吨收入	46.6	58.7	-12.1
合计吨成本	20.8	20.2	0.6
吨指标			
(元/吨)			
——吨原材料	1.6	1.4	0.2
——吨燃料和动力	1.9	2.0	-0.1
——吨折摊	3.9	3.6	0.2
——吨人力及其他	13.4	13.1	0.3
吨毛利	25.7	38.5	-12.8

资料 : Wind, 长江证券研究所

海外是外延的第三曲线。海外不少国家水泥景气度较高,企业出海具备盈利保障,尤其在当前国内盈利筑底背景下。率先出海的企业具备更强的弹性和优势,如华新水泥,区域锚向中亚、东南亚及非洲。基于此,华新水泥未来在海外市场的布局值得重点关注。

图 11: 截至 2022 年底, 海外投产熟料排行榜 (万吨)



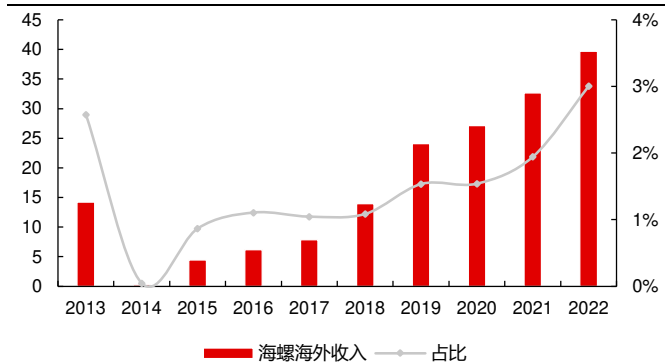
资料 : Wind, 长江证券研究所

图 12: 截至 2022 年底, 海外在建熟料排行榜 (万吨)



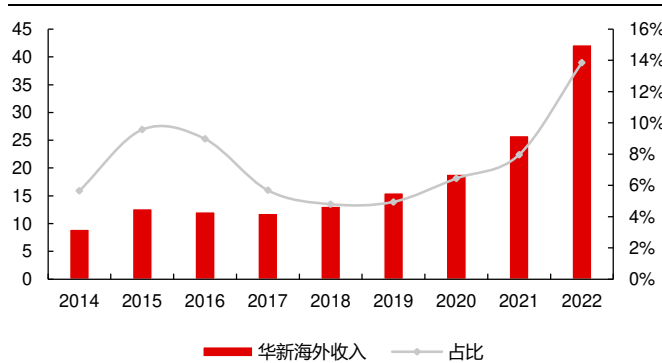
资料 : Wind, 长江证券研究所

图 13: 海螺海外收入及占比 (亿元, %)



资料 : Wind, 长江证券研究所

图 14: 华新海外收入及占比 (亿元, %)



资料 : Wind, 长江证券研究所

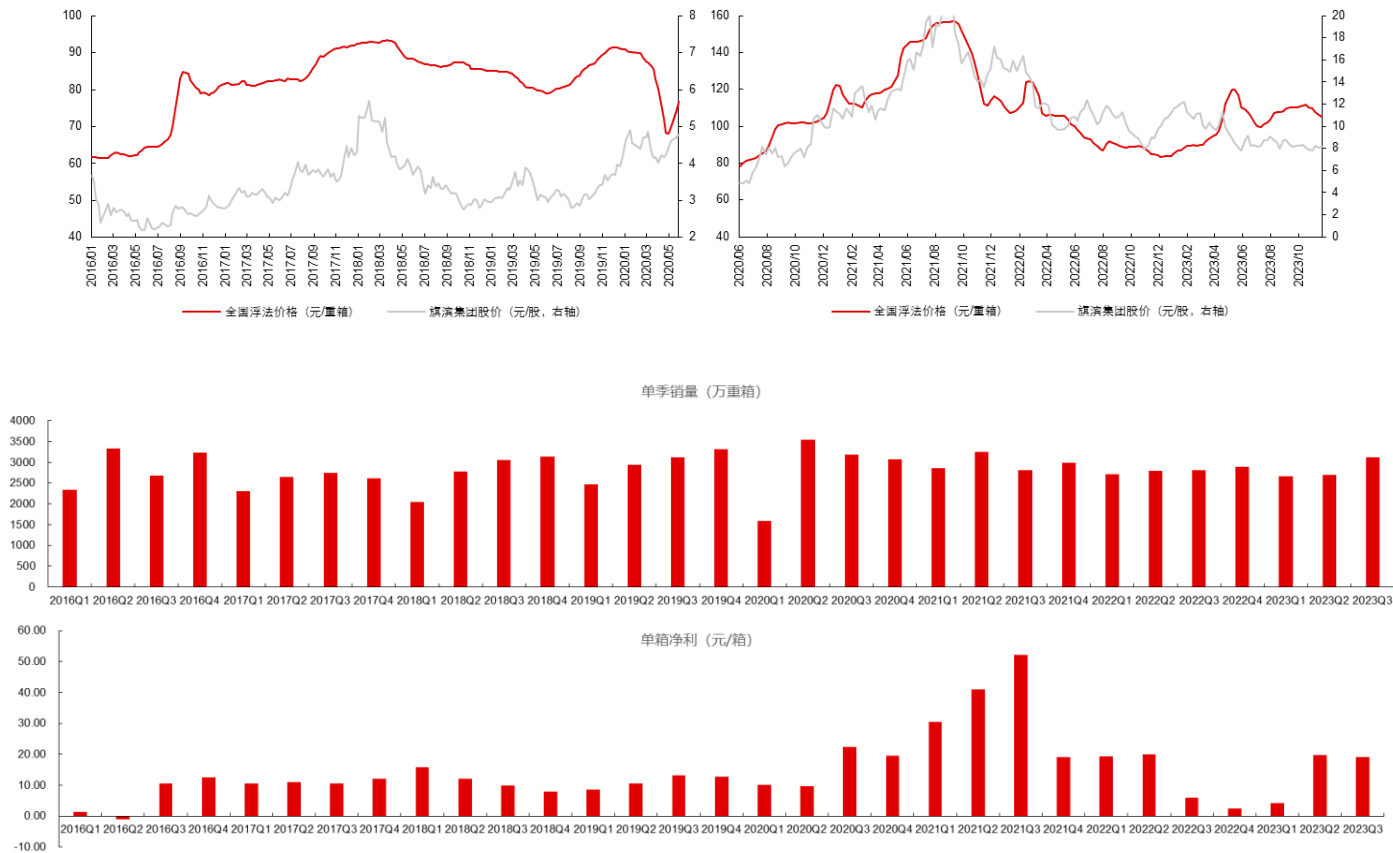
玻璃：周期承压，成长放量

玻璃股价与价格的相关性失灵？

过往周期：玻璃股价与价格高度相关。复盘旗滨集团股价发现，其股价的涨跌与玻璃价格走势基本相同，核心原因在于在销量区间波动的大背景下，价格上涨可以带动盈利的大幅改善，且在地产上行周期或平台期时，盈利改善是具备持续性或者预期有持续性。例如 2016-2017 年上行周期、2018-2019 年下行周期、2020-2021 年的上行周期。

本轮表现：似乎过往相关性在减弱。复盘 2022 年下半年以来的股价表现，在行业基本面疲软的 2022 年 10 月-2023 年 1 月，旗滨集团股价表现较好。而相反在基本面表现强势的 2023 年 3 月-5 月，旗滨集团股价却在持续下行。在这一阶段，股价和价格几乎没有相关性，核心在于地产悲观预期压制了基本面改善的持续性。

图 15: 玻璃投资复盘图



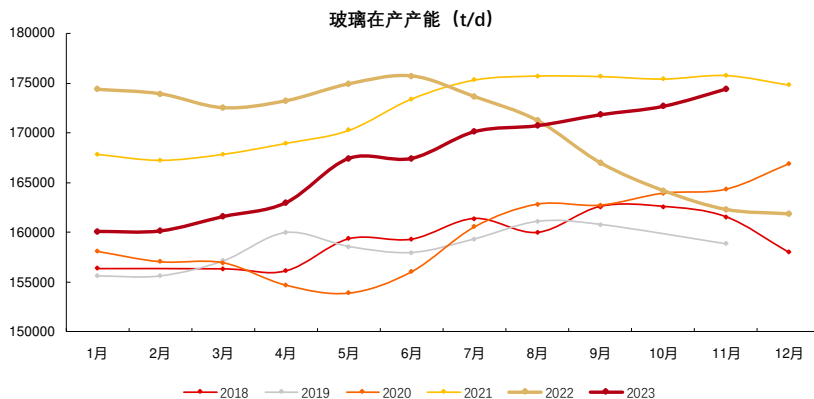
资料 : Wind, 长江证券研究所

2024 年或将面临现实的转弱

供给: 盈利恢复, 供给回到高位。2022 年 6 月随着行业进入全面亏损, 供给冷修加速, 2022 年底供给回落到 16 万吨左右的低位。今年 3 月份以来随着行业盈利的触底回升, 在产产能也有所恢复, 尤其是在 4 月当盈利强势改善之后, 产能恢复明显加速。截至 10 月中旬, 在产产能恢复至 17.3 万吨/天, 接近历史最高水平。

需求: 竣工预期悲观, 关注保障房等推进力度。玻璃需求包括建筑及汽车等其他需求, 汽车等占比约为 20%, 建筑相关预计 80%左右, 其中 40%为地产新房竣工等, 40%为非房需求。汽车相关需求预计仍能保持稳定增长, 非房等因为市政属性较强预计同样增长, 新房竣工或承受压力, 但保障房和城中村推进有望平滑下行幅度。

图 16: 浮法玻璃在产产能回到相对高位



资料 : 卓创资讯, 长江证券研究所

表 17: 玻璃需求的分项假设

	竣工-住宅	竣工-其他	汽车及其他需求	合计
需求占比	40%	40%	20%	100.0%
2022 年增速	-18%	-2%	5%	-7.0%
2023 年增速	5%	3%	8%	4.8%
2024 年增速	-10%	5%	6%	-0.8%
2025 年增速	-10%	5%	5%	-1.0%

资料 : Wind, 长江证券研究所

表 18: 浮法玻璃供需平衡表测算

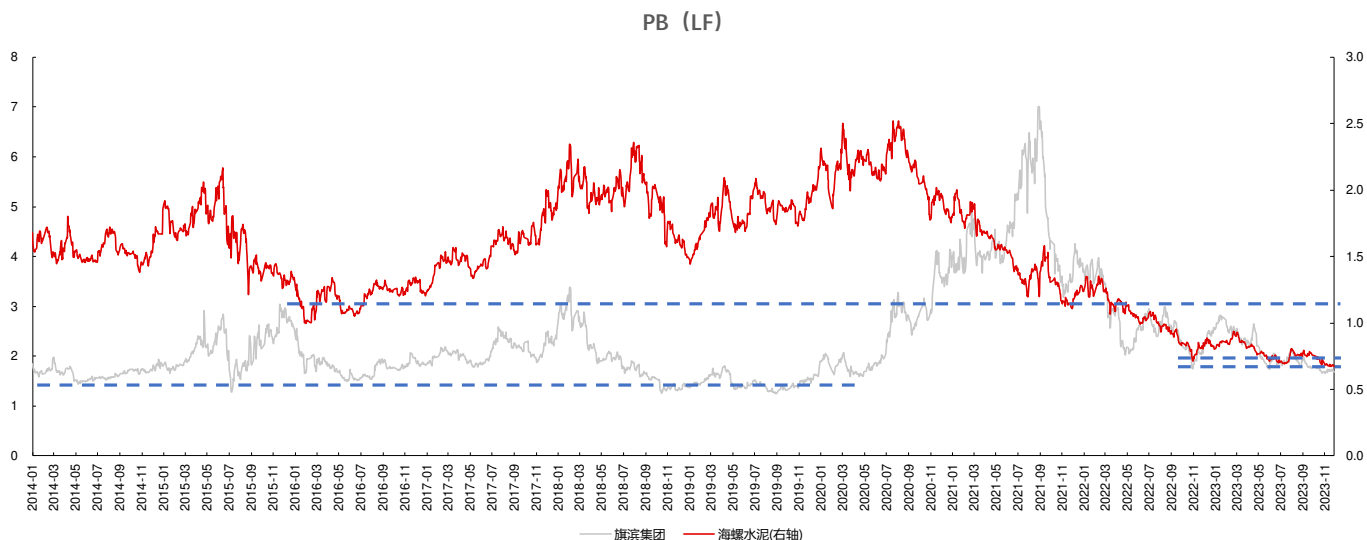
	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年	
表观需求	98010	万重箱	102714	万重箱	101893	万重箱	100874	万重箱
同比增速	-7.0%	—	4.8%	—	-0.8%	—	-1.0%	—
年末供给	160080	T/D	174000	T/D	174000	T/D	165300	T/D
同比增速	-8.4%	—	8.7%	—	0.0%	—	-5.0%	—
	167452.5	-2.0%	167040	-0.2%	174000	4.2%	169650	-2.5%
全年供给	101264	万重箱	101015	万重箱	105224	万重箱	102593	万重箱
需求缺口	-3255	万重箱	1699	万重箱	-3331	万重箱	-1720	万重箱

资料 : 卓创资讯, Wind, 长江证券研究所

中期看点主要在龙头成长上

与认知不同是, 龙头估值底部却在抬升。虽然从周期的维度看, 明年的行业供需并不乐观, 且目前的相对高盈利也难言弹性, 但是我们看到龙头的估值并未如预期一般持续下行。以海螺水泥为代表的水泥股 2020 年以来估值持续下行, PB 已经破净; 旗滨集团同样为地产强相关标的, 估值底部较上一轮提升, 且明显高于水泥。**核心在于本轮周期龙头企业的新业务在快速放量, 且应用领域延展性较强, 给予了更高的估值。**

图 17：玻璃投资复盘图



资料：Wind，长江证券研究所

中期的看点主要在龙头成长的兑现度。以旗滨为例：公司未来几年新业务进入放量期，如光伏玻璃我们预计今年年底公司产能有望达到 8200t/d，测算年化产量约为 6 亿平米左右，若仅假设单平净利为 1.5 块，对应约 6.3 亿归属业绩（70%股权）；浮法玻璃假设盈利中枢 8 元/重箱，则 1 亿重箱的销量对应 8 亿业绩，并考虑节能玻璃继续扩张测算未来 1-2 年有望达到 2 亿业绩。给予光伏玻璃 15 倍 PE，浮法玻璃 10 倍 PE，对应底部市值约为 175 亿左右。若考虑未来光伏玻璃盈利的继续改善及电子药用玻璃逐步贡献业绩，当前位置旗滨集团具备安全边际且具备弹性空间。

表 19：旗滨集团中期成长性测算

	2021E	2022E	2023E	2024E
成长玻璃				
节能玻璃深加工收入（亿元）	20	27	32	40
节能玻璃净利率	2.0%	3.8%	4.0%	6.0%
节能玻璃净利润（亿元）	0.4	1.026	1.28	2.4
电子玻璃收入（亿元）	1.5	3.0	4.0	5.0
电子玻璃净利率	5.0%	20.00%	10.00%	15.00%
电子玻璃净利润（亿元）	0.1	0.6	0.4	0.8
药用玻璃收入（亿元）	0.5	1.0	2.0	3.0
药用玻璃净利率	5.0%	-20.00%	5.00%	10.00%
药用玻璃净利润（亿元）	-0.4	-0.2	0.1	0.3
光伏玻璃年末产能（t/d）	1000	2200	8200	11800
光伏玻璃有效产能（t/d）	300	1600	4000	10000
光伏玻璃销量（万平）	300	8410	21024	59727
光伏玻璃收入（亿元）	0.60	16.82	42.05	119.45
光伏玻璃净利率	3%	2%	5%	7%

光伏玻璃归属净利润 (亿元)	0.02	0.34	1.47	5.85
合计净利润	0.09	1.76	3.25	9.30
浮法玻璃				
浮法销量 (万重箱)	11891	11000	11000	11000
浮法单箱净利 (元)	35.3	10.4	13	10
浮法净利润 (亿元)	41.98	11.44	14.3	11.9
合计净利润	42.07	13.20	17.55	21.19

资料 : Wind, 公司公告, 长江证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/886135211040010032>