

强于大市

建材行业 2023 年中期策略

静候雨过天晴

建材行业指数重新回到 2022 年 10 月底位置，当前我们推荐三条主线，静候雨后天晴。

支撑评级的要点

- **政策预期催化与复苏进度不及预期交织，建材板块走出“M”形态。**2 月中下旬以来，经济复苏节奏不及预期，板块逐渐回调，当前板块已基本回到 2022 年 10 月的底部位置。“三支箭”推动政策预期改善带动建材板块上涨，但地产融资情况改善并不显著。
- **消费建材或跑出相对收益。**收缩的居民中长贷、较弱的耐用品消费、疲软的地产销售都给出了消费降级的线索。消费降级阶段我们预计中高端装修需求收缩，低端需求扩容。多家消费建材龙头企业近年调整渠道结构，加速布局零售板块，加速渠道下沉，有望在消费降级阶段跑出相对收益。同时消费建材龙头较充分计提信用减值损失，加强现金回款控制，一季度业绩已有相对改善，或是复苏的曙光初现。
- **投资端期待房价修复带动销售回暖，基建亟待发力。**历史上，房价总是领先销售面积上涨。统计局数据来看，地产销售价格已进入修复区间，而中指院统计的房价数据仍有下行压力。长期思维看我国城镇化率仍有提升空间，地产销售或仍存空间。2023 年以来，基建投资增速逐月回落，1-4 月累积增速已经回落至 9.8%。2021 年 7 月-2022 年 6 月的 12 个月新增专项债发行规模达到 5.98 万亿元。而 2022 年 7 月-2023 年 6 月增专项债发行规模或仅 3 万亿元左右，后续亟需新的政策加码维持基建投资增速。
- **细分赛道的确定性。**走出地产与基建链条，我们推荐山东药玻与景津装备两只独立细分赛道龙头股。
- **山东药玻：**1.历史收入与利润增长均稳定，成本压力下降，释放利润弹性；2.2023 年中硼硅模制瓶放量确定性高，供给格局仍然较优；3.中硼硅拉管的技术突破本身会产生更大的市场空间。
- **景津装备：**1.压滤机行业龙头，产能持续扩张，转型成套装备制造，订单价值有望再提升；2、需求侧传统行业渗透率稳步提高，新兴行业基于规模化扩产带来订单增量；3、产能建设推进，新产业园年内将逐步投产，年内业绩增长确定性强。

投资建议

- 1.消费建材渠道结构优化，一季度已现改善，推荐零售端塑料管材龙头**伟星新材**，加速布局家装业务的管材龙头**公元股份**，以及零售渠道布局较好的瓷砖龙头**东鹏控股**、**蒙娜丽莎**，推荐零售板材龙头**兔宝宝**。2.若投资端恢复，看好开工端建材，推荐水泥龙头**海螺水泥**、**天山股份**、**华新水泥**，推荐防水龙头**东方雨虹**，推荐减水剂龙头**垒知集团**。推荐玻纤行业龙头**中国巨石**、**中材科技**。3.细分赛道我们推荐药用玻璃龙头**山东药玻**与压滤机行业龙头**景津装备**。

评级面临的主要风险

- 地产销售不及预期、基建增速大幅回落、成本压力卷土重来。

相关研究报告

《建材行业周报（5.29-6.4）》20230605

《建材行业周报（5.22-5.28）》20230529

《建材行业事件点评》20230516

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

联系人：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

目录

板块回顾：地产+消费带动板块上行，当前已回吐大部分涨幅	5
先涨后跌，指数基本回到 2022 年下半年底部位置	5
当初推动上涨的两大因素到底怎么样了？	6
消费建材布局下沉市场个股或有相对收益	11
消费降级，看好渠道下沉	11
一季度业绩修复，或是曙光初现	11
投资端：等待房价修复，等待政策带动资金	14
历史经验看房地产总是价先于量	14
中长期地产需求展望：城镇化率提升仍有空间	15
基建投资增速回落，后续仍需政策加力	16
细分赛道的确定性：推荐山东药玻、景津装备	18
山东药玻	18
景津装备	21
投资建议	24
风险提示	25

图表目录

图表 1. 最近一年建材板块走出“M”形态	5
图表 2. 消费建材与家居用品涨幅领先，跌幅也领先	5
图表 3. 消费与地产叠加的板块涨幅领先	5
图表 4. 房地产开发资金来源仍然深度探底	6
图表 5. 国内贷款仍然深度探底，未见显著改善	6
图表 6. 4 月债务融资降幅收窄，低于 2021 年（亿元）	6
图表 7. 各项债务融资同比情况（%）	6
图表 8. 房地产股权融资情况	7
图表 9. 2023 年 4 月地产数据	7
图表 10. 地产竣工修复态势较强（TTM）	8
图表 11. 5 月调研显示全国保交楼进度已达 34%	8
图表 12. 2-3 月地产销售恢复较强，随后放缓（万平）	8
图表 13. 5 月后二手房成交节奏放缓（万平）	8
图表 14. 4 月新增人民币贷款较弱（亿元）	9
图表 15. 4 月居民新增中长贷为-1156 亿元（亿元）	9
图表 16. 低基数下，社零总体与建筑及装潢类材料分化	9
图表 17. 过去竣工与社零建筑装潢同步性高，当前分化	9
图表 18. 与 2021 年同期比，建筑及装潢材料类社零表现排在最后	9
图表 19. 部分消费建材企业渠道结构调整及渠道下沉情况	11
图表 20. 消费建材行业一季度改善较显著	12
图表 21. 消费建材一季度现金流量情况	12
图表 22. 2023 年一季报消费建材行业财报指标比较	12
图表 23. 部分消费建材龙头坏账计提比例已较充分	13
图表 24. 部分消费建材龙头收现比已有改善（同比，右）	13
图表 25. 房价领先销售面积一个季度左右（单价右轴）	14
图表 26. 70 个大中城市房价上涨个数连续超 60 个	14
图表 27. 中指院数据显示 5 月房价下跌城市数量增加	14
图表 28. 二手房降价压力大于新房	14
图表 29. 拿地面积之外，其他各项均已企稳	15
图表 30. 房地产企业仍有较多土地储备	15
图表 31. 2022 年中国人口净减少 85 万	15
图表 32. 我国人口向华东、东南沿海聚集的趋势显著	15
图表 33. 我国城镇化率快速提高，但较美日仍有差距	16
图表 34. 根据省级政府规划，我国城镇化率仍有提升空间	16
图表 35. 2023 年以来基建投资增速逐月回落	17
图表 36. 12 个月滚动比较，专项债发行规模下台阶（亿）	17

图表 37. 2022 年水泥产量增速同时跑输基建与地产	17
图表 38. 2022 年沥青开工率低于往年	17
图表 39. 2015-2020 山东药玻营收与利润增速均较稳定	18
图表 40. 2015-2020 年山东药玻毛利率与净利率逐年上升	18
图表 41. 过去两年煤炭与纯碱价格上行，当前快速回落	19
图表 42. 淄博市天然气价格一度走高，当前回落	19
图表 43. 2020-2022 年山东药玻模制瓶产品成本逐渐走高	19
图表 44. 2020-2022 年山东药玻棕色瓶成本逐渐走高	19
图表 45. 国产中硼硅模制瓶具备稀缺性	20
图表 46. 国产中硼硅模制瓶具备稀缺性	20
图表 47. 订单增长助推下，23Q1 业绩持续高增	21
图表 48. ttm 口径下经营活动现金净流量增速处于较高水平	21
图表 49. 营收同比滞后于合同负债变化 3-4 个季度	22
图表 50. 2016-2018，环保、矿物及加工、化工占景津装备下游需求超过 80%	22
图表 51. 2022 年，下游领域中，矿物及加工占比第一，新能源新材料占比同增 9.7pct	22
图表 52. 四种前驱体过滤洗涤设备优劣对比	23
图表 53. 两类主要锂电池前驱体材料主要上市公司产能规划（数据截至 2023.04）	23
附录图表 54. 重点关注上市公司估值表	26

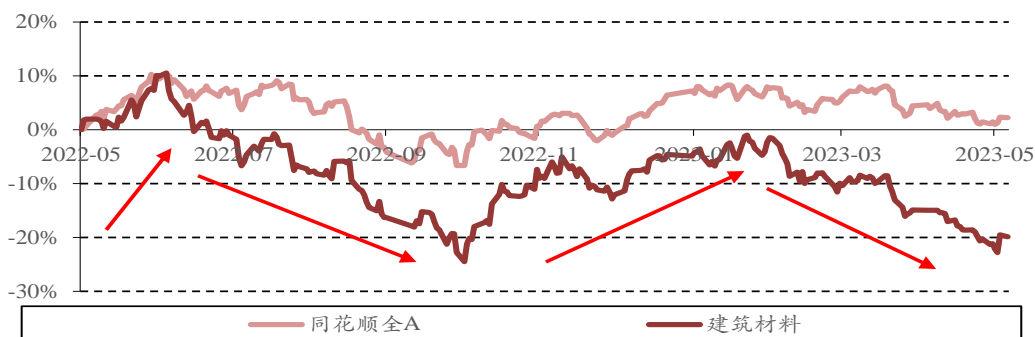
板块回顾：地产+消费带动板块上行，当前已回吐大部分涨幅

先涨后跌，指数基本回到 2022 年下半年底部位置

政策预期催化与复苏进度不及预期交织，建材板块走出“M”形态。最近一年（6月5日前推248个交易日）申万建材指数下跌19.86%，跑输同花顺全A的上涨2.21%，相对收益-22.07%。最近一年板块走出“M”形态，可按其趋势分为4阶段：

- 1 阶段上涨：20220427-20220704 公共卫生事件预期好转后的修复；
- 2 阶段下跌：20220705-20221031 地产下行、基建工作量不及预期、中报业绩承压；
- 3 阶段上涨：20221101-20230214 地产融资政策宽松，叠加防控优化的预期修复；
- 4 阶段下跌：20230215-20230605 基本面修复不及预期，融资宽松未转化为新一轮投资。

图表 1. 最近一年建材板块走出“M”形态



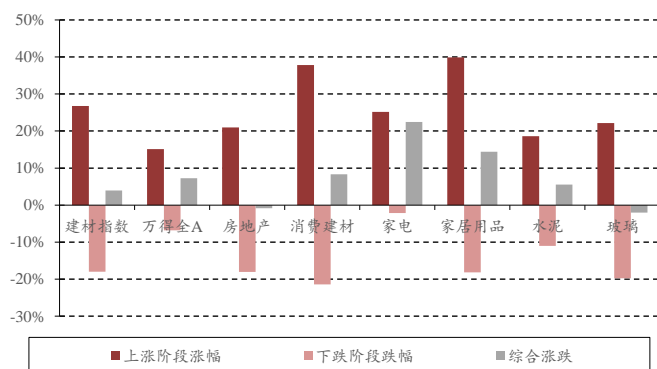
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：20220531-20230605

近期已基本回吐 2022 年 10 月 31 日以来的涨幅。由于地产销售恢复持续性不足、居民收缩资产负债表、基建投资增速放缓、新开工持续疲软等等因素，自 2 月 14 日见顶之后，建材板块持续下跌，目前已基本回吐 2022 年 10 月 31 日以来的大部分涨幅。

回顾 2022 年 10 月 31 日以来的行情，上涨主要因为地产链政策引领估值修复+防疫政策优化，所以“地产+消费”的消费建材涨幅领先。在上涨阶段（20221031-20230214），家居用品、消费建材领涨，周期建材中的水泥、玻璃涨幅落后。而下跌阶段，家居用品与消费建材跌幅也相对较大。

图表 2. 消费建材与家居用品涨幅领先，跌幅也领先



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：上涨阶段指 20221031-20230214；下跌阶段指 20230215-20230530

图表 3. 消费与地产叠加的板块涨幅领先

	上涨阶段涨幅排名	下跌阶段跌幅排名	综合排名
建材指数	3	4	6
万得全 A	8	2	4
房地产	6	5	7
消费建材	2	8	3
家电	4	1	1
家居用品	1	6	2
水泥	7	3	5
玻璃	5	7	8

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：上涨阶段指 20221031-20230214；下跌阶段指 20230215-20230530

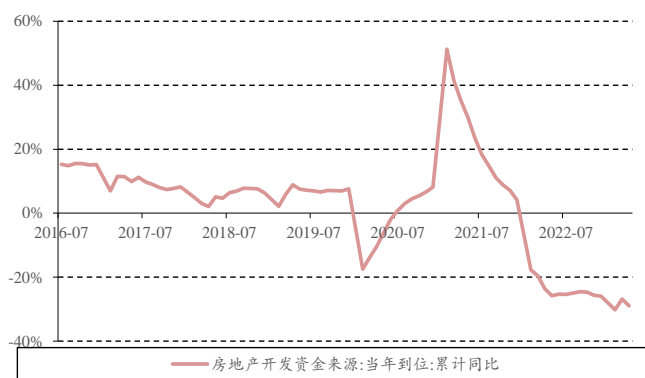
当初推动上涨的两大因素到底怎么样了？

“三支箭”落地后地产融资有所修复，但节奏放缓，后续仍待观察

我们在建材行业年度策略及之前的点评中提到，“三支箭”对建材行业的影响在三：1.房企融资能力恢复，偿债能力增强，保交楼加速带动地产后周期建材；2.融资能力恢复减少购房者的交付焦虑，激活购房意愿；3.销售恢复后，B端建材需求逐渐恢复，B端向C端挤压的趋势或减轻。那么“三支箭”落地半年之后，地产融资表现如何了？

地产融资边际改善，但节奏放缓。2023年1-4月，房地产开发资金来源合计45,154.8亿元，累计同比下降6.9%。其中，国内贷款6,144.1亿元，累积同比下降10.1%，自筹资金12,964.7亿元，累计同比下降20.3%，而其他来源（主要包括定金及预收款，个人预按揭贷款，其他到位资金）共26,034.4亿元，累计同比增长2.6%，14个月来累计同比首次由负转正。但考虑到去年4-5月基数较低，若同比2021年，今年1-4月房地产开发资金来源、国内贷款、其他来源分别下降28.9%、32.1%、30.2%，边际上有所改善，但同比2021年较弱，且节奏有所放缓。

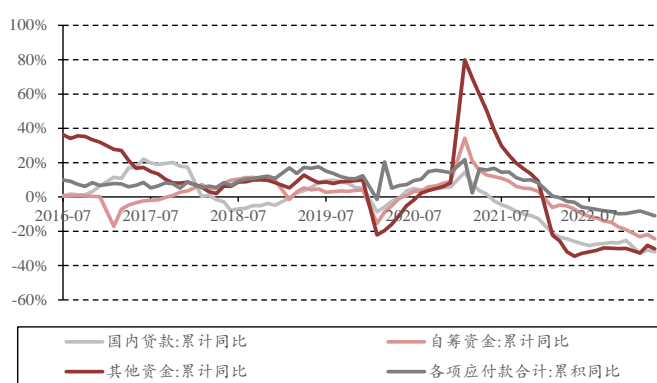
图表 4. 房地产开发资金来源仍然深度探底



资料来源：万得，中银证券

注：2023 年数据为两年同比

图表 5. 国内贷款仍然深度探底，未见显著改善

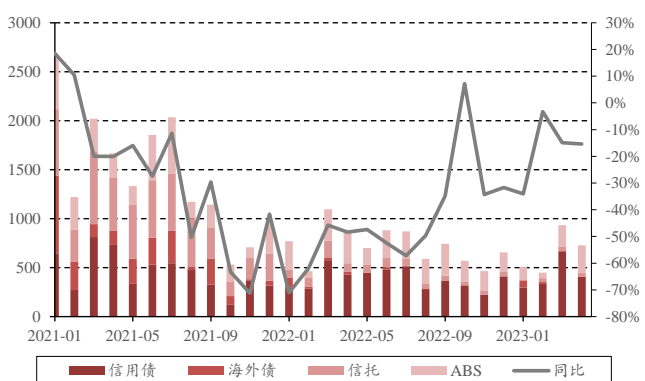


资料来源：万得，中银证券

注：2023 年数据为两年同比

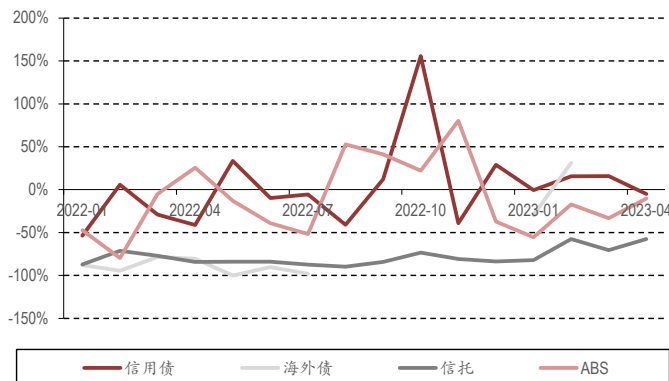
债务融资仍弱。根据中指院数据，2023年1-4月房地产债务融资合计2,618.2亿元，累积同比下跌18.0%。其中信用债融资1,705.8亿元，累计同比上涨7.1%；海外债融资合计88.04亿元，累积同比下跌47.8%；信托融资合计140.6亿元，累计同比下跌67.6%；ABS融资683.8亿元，累计同比下跌31.3%。单四月合计融资728.2亿元，同比下降15.4%，降幅较三月略有扩大。总体看，地产债务融资有所修复，但总体节奏有所放缓。

图表 6. 4月债务融资降幅收窄，低于2021年（亿元）



资料来源：中指院，中银证券

图表 7. 各项债务融资同比情况（%）



资料来源：中指院，中银证券

股权融资：共 24 家房企披露增发预案，预计募集资金合计 1,069.44 亿元，体量较小。根据万得数据，2022 年 11 月“三箭齐发”后，截止 6 月日，共 25 家 A 股地产公司披露增发计划，预计募资 1,069.44 亿元，主要用于保交楼、偿还贷款等项目。但千亿人民币规模的股权融资资金较全国的房地产开发资金需求，体量相对较小。

图表 8. 房地产股权融资情况

名称	预案公告日	最新公告日	方案进度	增发数量(万股)	预计募集资金(亿元)	定向增发目的
中华企业	2023-06-03	2023-06-03	董事会预案	182,883.06	45.00	项目融资
招商蛇口	2022-12-17	2023-05-30	发审委/上市委通过	232,172.95	85.00	配套融资
福星股份	2022-12-06	2023-06-07	发审委/上市委通过	28,479.67	13.41	项目融资
京能置业	2023-03-23	2023-04-08	股东大会通过	11,322.00	7.00	项目融资
西藏城投	2023-03-21	2023-05-16	股东大会通过	24,589.82	10.00	项目融资
三湘印象	2022-12-20	2023-05-05	股东大会通过	36,131.11	16.00	项目融资
荣盛发展	2022-12-22	2023-03-07	股东大会通过	130,444.92	30.00	项目融资
苏宁环球	2022-12-30	2023-01-17	股东大会通过	91,039.09	28.00	项目融资
新黄浦	2023-01-07	2023-02-09	股东大会通过	20,201.90	17.00	项目融资
新城控股	2023-03-14	2023-03-30	股东大会通过	67,668.68	80.00	项目融资
迪马股份	2023-01-19	2023-01-19	董事会预案	74,745.19	18.00	项目融资
万科 A	2023-02-13	2023-05-22	股东大会通过	110,000.00	150.00	项目融资
中南建设	2023-01-06	2023-04-06	股东大会通过	114,796.77	28.00	项目融资
陆家嘴	2022-12-16	2023-04-11	股东大会通过	121,025.92	66.00	配套融资
天地源	2023-01-12	2023-05-23	国资委批准	25,923.68	12.50	项目融资
招商蛇口	2022-12-17	2023-05-30	发审委/上市委通过	60,200.90	89.28	融资收购其他资产
*ST 嘉凯	2022-12-06	2022-12-22	股东大会通过	53,927.28	10.25	补充流动资金
保利发展	2022-12-31	2023-03-02	股东大会通过	81,914.00	125.00	项目融资
中交地产	2023-02-24	2023-06-07	发审委/上市委通过	20,863.01	35.00	项目融资
大名城	2022-12-09	2023-06-07	发审委/上市委通过	51,000.00	25.50	项目融资
外高桥	2022-12-30	2023-04-22	股东大会通过	34,060.47	33.40	项目融资
华发股份	2022-12-06	2023-03-01	股东大会通过	63,500.00	60.00	项目融资
苏州高新	2023-05-18	2023-05-18	董事会预案	34,538.79	16.00	项目融资
陆家嘴	2022-12-16	2023-05-31	股东大会通过	77,873.40	67.44	融资收购其他资产
中天服务	2022-12-13	2022-12-29	股东大会通过	6,265.77	1.67	项目融资
合计					1,069.44	

资料来源：万得，中银证券

地产竣工快速修复，销售复苏后回落。在地产融资修复的支撑下，地产保交楼进度有所加速。2023 年 1-4 月累积地产竣工面积同比 2.37 亿平，累计同比增长 18.21%，单 4 月同比竣工面积增加增长 37.3%，增幅较 3 月进一步扩大。

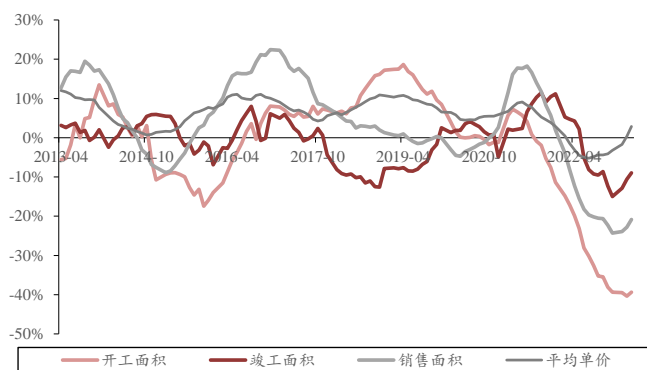
图表 9. 2023 年 4 月地产数据

	开工面积 万平	施工面积 万平	竣工面积 万平	销售面积 万平	平均单价 元/平
当月值	7,098.85	771,271.00	4,255.88	7,690.26	11,969.53
当月同比：%	(28.30)	(5.78)	37.25	(11.83)	28.34
当月环比：%	(32.74)	0.88	(31.84)	(48.08)	17.45
前月同比：%	(29.03)	(5.17)	32.02	(3.46)	10.15
累计同比：%	(21.44)		18.21	(5.36)	13.88
累计值	31,220.00		23,678.00	37,636.00	32,369.66

资料来源：万得，中银证券

竣工后续增量或相对有限。根据百年建筑调研后的公开资料，全国 1114 个样本保交楼项目中，截止 5 月中旬已竣工交付 34%，较 3 月份交付比例提高 11pct。2 个月增加 11pct，进度较快。对应 3 月、4 月竣工面积分别同比增长 32.02%、37.25%，竣工进度较快。照此粗略推算，保交楼项目将在未来 12 个月左右时间基本完全交付，12 个月或也是竣工面积高增速能持续的时间。

图表 10. 地产竣工修复态势较强 (TTM)



资料来源：万得，中银证券

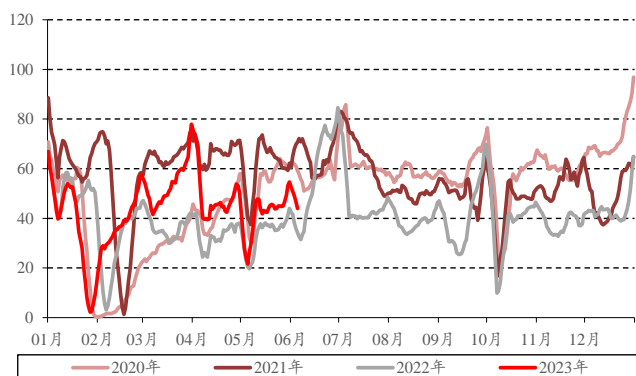
图表 11. 5 月调研显示全国保交楼进度已达 34%

区域	3 月	5 月	差值
全国	23%	34%	11pct
华东	27%	40%	13pct
华南	27%	46%	19pct
西南	5%	15%	10pct
华中	11%	16%	5pct
华北	28%	32%	4pct
东北	29%	33%	4pct
西北	19%	26%	7pct

资料来源：百年建筑，中银证券

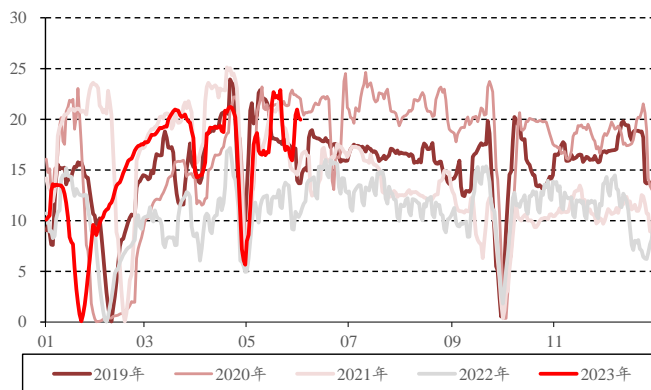
销售有恢复，但节奏亦放缓。春节后 30 城地产销售快速恢复，一度超过过去三年水平。但随后在 4 月环比下滑较多，地产销售复苏节奏有所放缓。二手房销售与新房销售总体趋势一致，在节后快速修复后节奏逐渐放缓。我们分析认为一季度的销售恢复主要是三种滞后需求的集中释放：1. 去年 Q4 疫情爆发阶段的滞后；2. 前三年疫情积累的返乡置业需求；3. 地产下行以及烂尾楼盛行的持币观望心态。我们认为一季度销售复苏包含了“三支箭”后购房者对房企恢复运营、竣工交付焦虑减少的预期。当前的节奏放缓则包含了未来收入预期、就业预期、以及房价上涨预期的担忧。

图表 12. 2-3 月地产销售恢复较强，随后放缓 (万平)



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

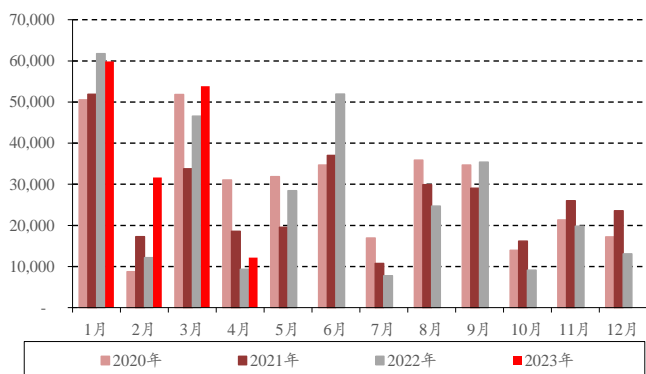
图表 13. 5 月后二手房成交节奏放缓 (万平)



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

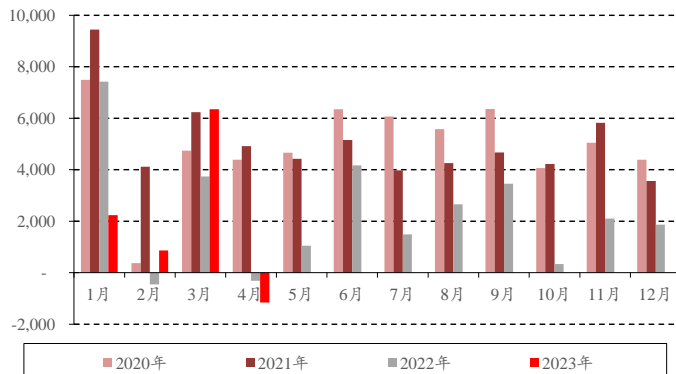
社融疲软，居民中长贷修复后又回落。地产销售快速恢复又回落，社融与居民中长贷数据表现与之相近，亦是快速修复又回落。4 月新增社融 12,171 亿元。4 月社融口径新增人民币贷款 4,431 亿元，同比多增 815 亿元，但考虑去年同期低基数，社融数据也难言乐观。4 月新增居民中长贷为 -1156 亿元，或意味着居民正在收缩资产负债表。2010 年以来单月新增居民中长贷为负数的情况仅出现过 3 次，分别在 2022 年 2 月、2022 年 4 月以及 2023 年 4 月。

图表 14.4 月新增人民币贷款较弱（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 15.4 月居民新增中长贷为-1156 亿元（亿元）

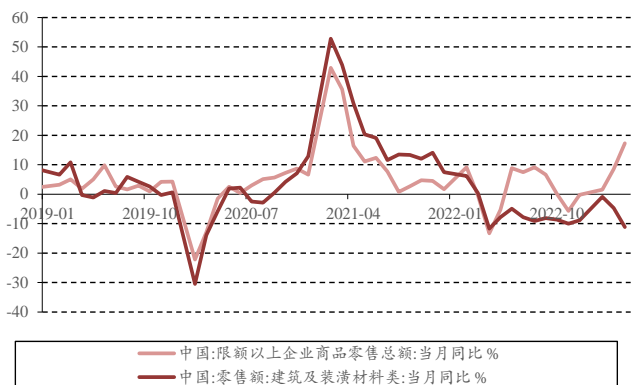


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

社零低基数下增速较高，但建材相关表现较弱，后续仍待发力

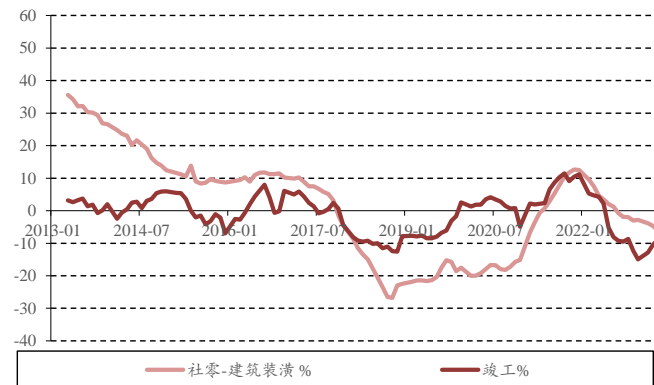
社零低基数下增速较高，建材相关表现更弱。根据国家统计局，1—4 月份，社会消费品零售总额 149,833 亿元，同比增长 8.5%，我们测算 1-4 月社零累积较 2021 年增长 8.1%。低基数下，单 4 月社零同比增长 18.4%，增速绝对值较高，但不及预期的 20.1%。其中与建筑材料相关性较强的建筑及装潢材料类 1-4 月累计同比下降 4.5%，单 4 月同比下降 11.2%，表现排在社零所有子分类的靠后位置，与 2021 年同期比较更是排在末位。我们分析认为，建材行业的“三一五”线上大促一定程度透支了 4 月的装修消费，且竣工高增长到装修还需时间传导，但不能否认消费建材的社零表现疲软这一事实。

图表 16. 低基数下，社零总体与建筑及装潢类材料分化



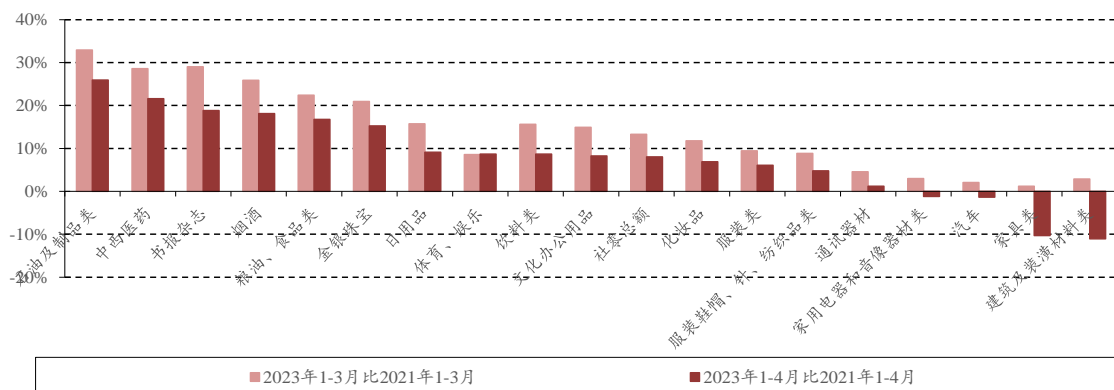
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 过去竣工与社零建筑装潢同步性高，当前分化



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 与 2021 年同期比，建筑及装潢材料类社零表现排在最后



资料来源：万得，中银证券

在前文所述的宏观及产业链环境下，我们提出今年下半年建材板块主要有以下三条主线：

- 1.渠道结构调整后消费建材或能获得相对收益。
- 2.投资端：等待房价修复，基建等待新的资金加码。
- 3.业绩确定性相对较好的独立个股：山东药玻、景津装备。

消费建材布局下沉市场个股或有相对收益

消费降级，看好渠道下沉

各项数据均指向一个逻辑-消费降级。疫后经济复苏趋势仍然确定，但是节奏不及市场预期，居民就业和信心仍需时间恢复。近期的多项数据，无论是耐用品可选消费下滑，而日常的烟酒食品仍然保持增长，收缩的居民中长贷、还是相对疲弱的地产销售，亦或是社零分项中家电音响、汽车、家具、建筑装潢类等相对大件的耐用品分列倒数位置，都指向一个线索——消费正在降级。

消费建材需求中端需求下沉，低端扩容，高端相对稳定。我们预计在经济恢复节奏加速，居民信心恢复之前，消费建材后周期需求结构将加速分化。高端消费价格敏感性不强，富裕人群装修支出占收入比重相对低，需求仍将相对稳定。而中低端改善需求仍需要时间修复，中短期或演绎为价格敏感度进一步增强、消费意愿或有下降，中端需求相对下沉，而相对低端需求或进一步延后。总的来看，市场空间将是高端稳定，中端收缩，低端需求相对扩大。

龙头渠道调整，重视下沉市场，重视渠道结构变化。随着近年地产风险暴露，多家消费建材企业主动调整渠道架构，加码零售端布局，同时更加重视下沉市场的布局。与工程渠道不同，建材企业在零售渠道通常具备更高的毛利率、更优质的现金流水平、更强的议价能力，以及相对于工程更低的价格敏感程度。另一方面，零售渠道要求更高的渠道布局能力、更多的营销宣传支出、更多的销售及服务人员、更多的线下门店，并且增长速度不如工程渠道快。我们预期此轮零售端转型更快的企业，对下沉渠道更加重视的企业将能够把握此次消费降级的趋势，获得业绩上的相对优势。

图表 19. 部分消费建材企业渠道结构调整及渠道下沉情况

公司名称	2022 年渠道结构	2021 年渠道结构	渠道下沉相关
伟星新材	经销占比 76.26%，直销占比 23.74%。	经销占比 69.62%，直销占比 30.38%。	2023 年管道业务聚焦渠道下沉，加强空白、薄弱区域开发，提升市占率。
公元股份	经销占比 83.93%，直销占比 16.07%。	经销占比 81.71%，直销占比 18.29%。	
兔宝宝	零售分销占比 56%，家具厂占比 27%，家装公司占比 12%，工程占比 5%。	传统的零售分销业务占比 57%，小 B 业务家具厂占比 24%，家装公司占比 10%，工程渠道占比 6%。	公司快速响应迅速布局多元化业务渠道体系，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、装饰公司、工程等多元化小 B 业务渠道。
北新建材	经销占比 92.84%，直销占比 7.16%。	经销占比 91.32%，直销占比 8.68%。	坚持区域市场精耕细作，区域公司由 14 个调整为 25 个，渠道下沉和差异化营销得到加强。
蒙娜丽莎	经销收入占比 57.9%，战略工程占比 42.1%。	经销收入占比 51%，战略工程占比 49%。	2023 年，通过渠道下沉，快速向乡镇级市场渗透，加快门店建设、门店升级和网络布局；加大陶瓷大板、薄板、岩板的市场推广和应用力度。
东鹏控股	经销占比 59.24%，直销占比 39.20%。	经销占比 58.97%，直销占比 39.52%。	渠道下沉，掌控终端，实现需求驱动的仓到仓快速响应体系。
亚士创能	经销模式业务占主营收入比重 84.33%，直销模式业务占主营收入比重 15.67%。	公司经销模式业务占主营收入比重 84.24%，直销模式业务占主营收入比重 15.76%。	2022 年，公司继续实施有质量的渠道下沉，年末经销商数量达到 26,419 家，比 2021 年底增长约 50.28%。

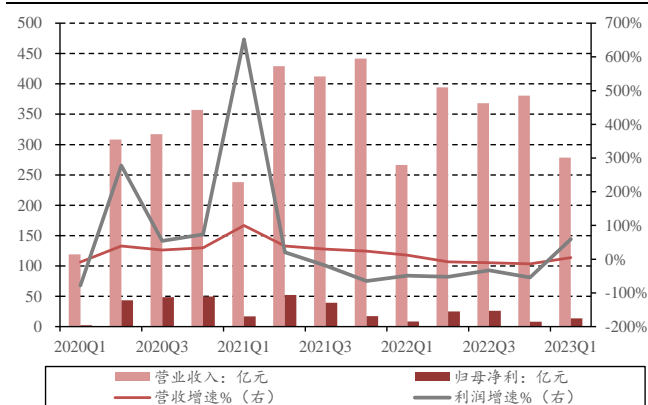
资料来源：各公司公告，各公司公告的投资者交流活动纪要，中银证券

注：以上渠道结构均指收入占比。

一季度业绩修复，或是曙光初现

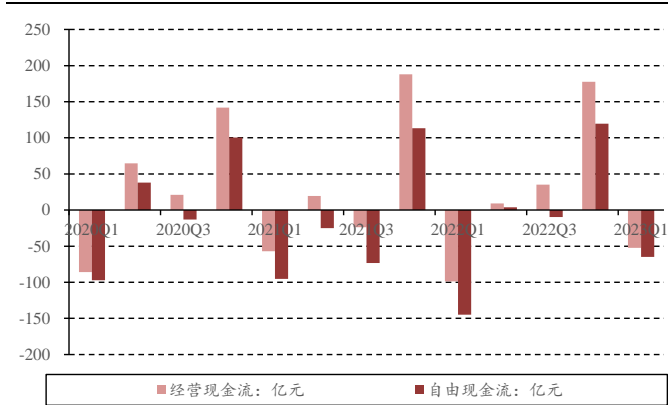
Q1 收入利润均有改善，或是曙光初现。2022 年消费建材承压较多。全年消费建材板块共实现营业收入 1409.50 亿元，同比下降 8.00%；归母净利润 68.02 亿元，同比下降 45.99%；板块综合毛利率 26.34%，同比减少 2.03pct，板块综合净利率 4.86%，同比减少 3.47pct。2023 年一季度板块业绩修复显著。一季度，消费建材板块实现营业收入 278.52 亿元，同比增长 4.56%；归母净利润 13.78 亿元，同比增长 59.52%；一季度板块毛利率 26.95%，同比增加 1.20 个百分点；一季度板块净利率 4.93%，同比增加 1.78 个百分点。一季度行业营收恢复增长，利润同比增长幅度较大，毛利率与净利率均有所提升，板块整体处于改善趋势。

图表 20. 消费建材行业一季度改善较显著



资料来源: 万得, 中银证券

图表 21. 消费建材一季度现金流量情况



资料来源: 万得, 中银证券

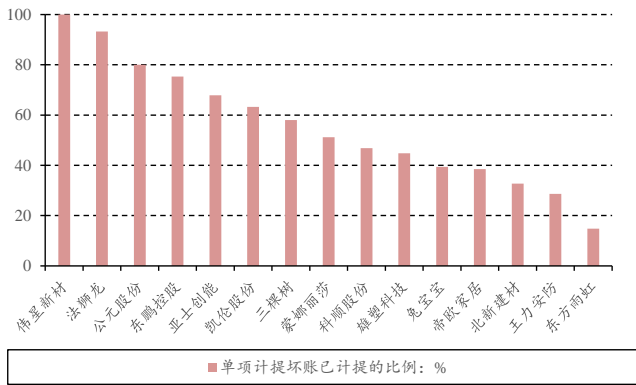
图表 22. 2023 年一季报消费建材行业财报指标比较

单位	收入利润		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利润	营收增速	利润增速	净营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	百万元	百万元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
东方雨虹	7,494.55	385.54	18.80	21.53	409.91	41.74	34.81	0.16	28.03	28.66	19.33	1.43
凯伦股份	507.04	34.37	55.72	300.26	774.62	62.57	65.80	0.08	23.74	22.68	19.99	1.44
科顺股份	1,866.36	58.08	7.59	(41.37)	253.68	56.72	33.45	0.14	18.87	21.59	16.25	1.03
伟星新材	896.35	173.60	(10.87)	48.19	289.94	19.30	234.47	0.13	23.87	37.18	22.69	3.20
公元股份	1,595.12	76.84	(6.68)	138.52	(34.25)	45.87	56.18	0.17	33.82	19.87	13.75	1.52
雄塑科技	317.92	15.34	(33.47)	108.10	450.56	14.57	229.68	0.12	41.57	18.60	12.02	0.68
北新建材	4,724.32	591.18	2.48	5.58	268.06	24.44	82.56	0.16	56.35	26.91	13.19	2.78
帝欧家居	609.86	(80.32)	(20.32)	(11.59)	630.21	63.88	34.60	0.08	39.23	20.24	33.15	(2.87)
蒙娜丽莎	1,101.47	6.90	3.55	扭亏	78.91	63.76	44.99	0.11	40.56	24.51	21.41	0.21
东鹏控股	1,144.47	1.18	18.46	扭亏	(241.27)	40.13	59.36	0.10	43.59	24.84	24.05	0.02
惠达卫浴	645.80	0.47	(4.97)	扭亏	687.34	30.84	38.00	0.11	34.74	25.52	25.38	0.01
坚朗五金	1,354.48	(56.05)	4.83	(37.33)	255.87	49.77	38.94	0.14	19.54	30.13	32.36	(1.17)
亚士创能	491.47	(15.96)	0.72	续亏	(117.53)	73.67	8.58	0.08	41.87	35.02	36.96	(0.93)
三棵树	2,053.21	26.42	20.92	扭亏	(402.69)	81.33	14.82	0.15	41.17	29.57	30.19	1.16
兔宝宝	1,111.73	74.53	(31.65)	(21.47)	139.74	44.45	44.74	0.20	12.90	22.75	13.38	2.84
王力安防	394.68	15.41	11.57	扭亏	0.34	54.99	19.14	0.10	46.77	27.32	22.39	0.93
海象新材	433.36	67.24	7.22	290.66	337.91	37.72	38.72	0.18	52.71	30.12	15.66	4.53
箭牌家居	1,109.56	3.11	(1.67)	(88.15)	(304.91)	49.04	38.91	0.12	63.85	30.44	30.74	0.07

资料来源: 万得, 中银证券

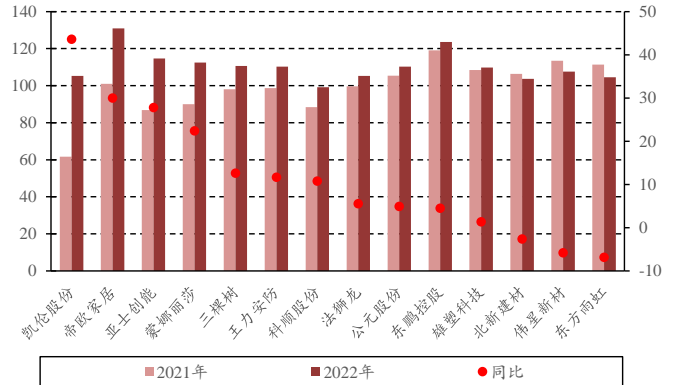
坏账计提相对充分，龙头企业轻装上阵。2021 年地产风险暴露后，建材企业加速了对坏账风险的计提，我们统计已有多家企业按单项计提应收账款的比例提高至 60% 以上。同时，消费建材企业加强了对现金回款的要求，多家企业 2022 年较 2021 年的收现比情况有较显著改善。

图表 23. 部分消费建材龙头坏账计提比例已较充分



资料来源: 万得, 中银证券

图表 24. 部分消费建材龙头收现比已有改善 (同比, 右)



资料来源: 万得, 中银证券

消费建材推荐零售端塑料管材龙头**伟星新材**, 加速布局家装业务的管材龙头**公元股份**, 以及零售渠道布局较好的瓷砖龙头**东鹏控股**、**蒙娜丽莎**。

投资端：等待房价修复，等待政策带动资金

历史经验看房地产总是价先于量

历史上，房价总是领先销售面积上涨。回顾我国的房地产历史，可以发现房地产成交的量与价有非常高的同步性，且通常是销售价格领先与销售面积一个季度左右变动。这反映了房地产居住属性外的金融属性，在房价形成上涨的一致预期后，居民购房意愿会大大增强；而在房价上涨预期削弱时，居民购房意愿也会大大降低。在 2021 年下半年以来，随着地产商风险暴露，统计局公布的房地产销售平均单价经历了连续 10 个月的同比下降，这是最近十年间未有的情况。

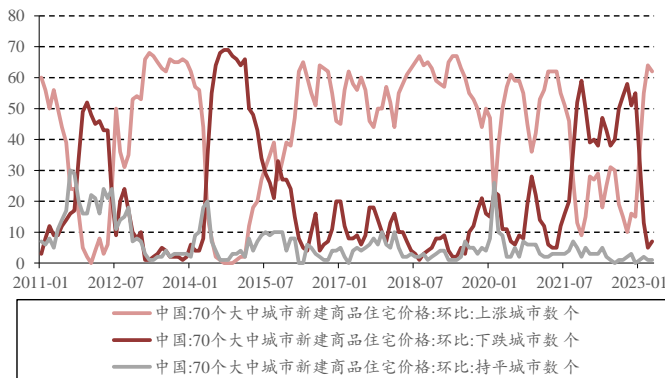
统计局数据来看，地产销售价格已进入修复区间。而随着疫后的经济修复，地产价格实际上有一定程度恢复，2023 年 2-4 月统计局口径的地产销售平均单价分别同比增长 3.7%、10.15%、28.35%，尤其是 4 月份，房地产销售均价单月同比增长 28.35%，环比增长 17.45%，数据上看起来上涨了很多。而 70 个大中城市新建商品住宅价格环比上涨个数也已连续两个月保持在 60 个以上。我们分析认为统计局的价格主要体现了结构的变化，重点城市、热门板块、高价值销售面积占比提升较大。

图表 25. 房价领先销售面积一个季度左右（单价右轴）



资料来源：万得，中银证券

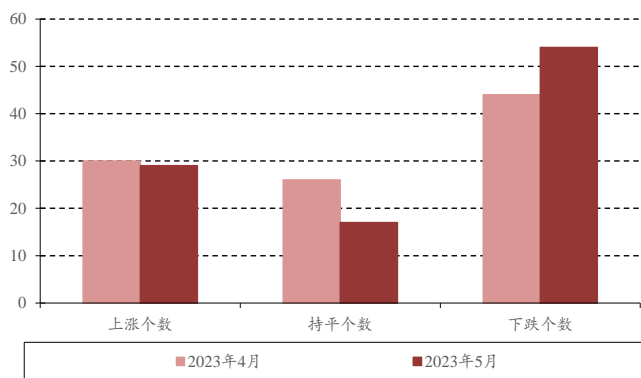
图表 26. 70 个大中城市房价上涨个数连续超 60 个



资料来源：万得，中银证券

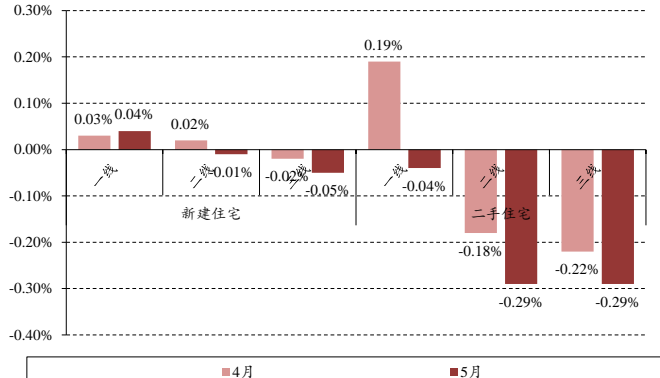
与统计局数据不同，中指院统计的房价数据仍有下行压力。根据中指院数据，2023 年 5 月全国 100 强城市中，共有 29 城价格上涨、17 城价格持平、54 城价格降低，房价下降城市个数较 4 月增加 10 个，房价上涨的比例远低于统计局的数据。另外，中指院数据显示，二手房降价压力大于新房。我们分析认为，房价变动不能机械的以销售收入除销售面积得出房价，这会忽略销售结构带来的差异。中指院的数据样本为各个楼盘，或更能反映房价的变化趋势。

图表 27. 中指院数据显示 5 月房价下跌城市数量增加



资料来源：中指院，中银证券

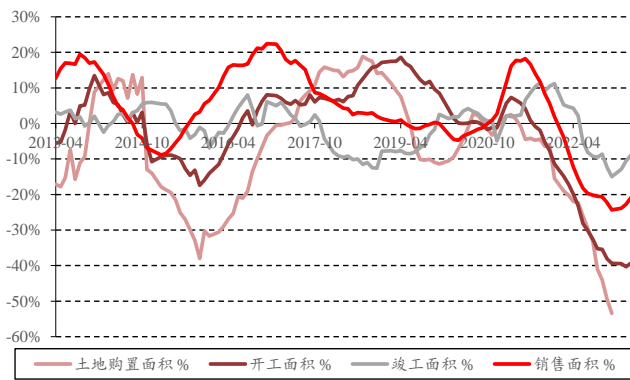
图表 28. 二手房降价压力大于新房



资料来源：中指院，中银证券

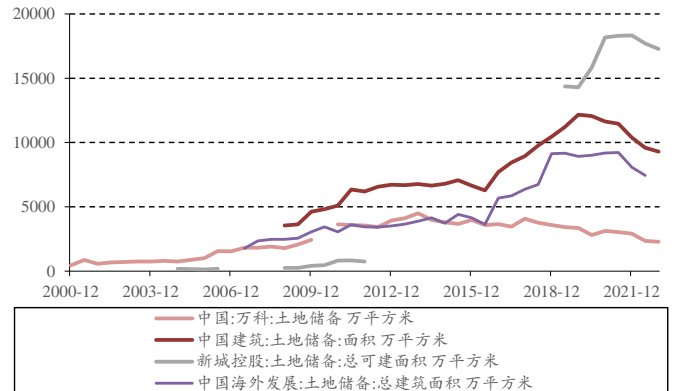
房价修复后，地产链轮动有望加速。历史上房价修复后，地产销售面积会同步增长，随后地产链的轮动将从“销售-拿地-投资-新开工-销售”的方向滚动起来，从而带动地产链上游的水泥、混凝土等早周期，同时带动后周期消费建材修复。我们认为经历了多轮地产周期后，当前房地产企业具备较多的土地储备，即使近两年拿地较少，但如果地产销售复苏，土地储备并不会成为新开工的限制。而近期统计局数据可以看到，拿地面积之外，近期地产新开工、竣工、销售面积的降幅均有企稳迹象。

图表 29. 拿地面积之外，其他各项均已企稳



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 房地产企业仍有较多土地储备



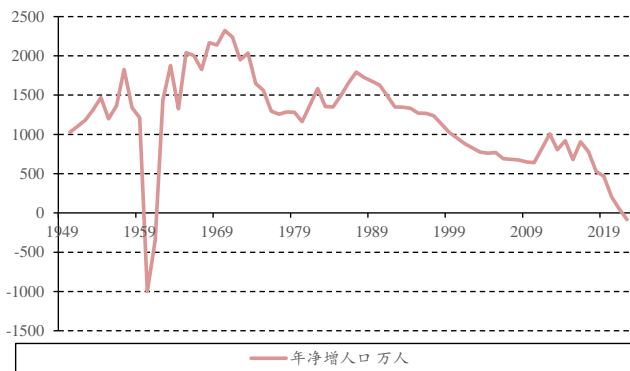
资料来源：万得，中银证券

中长期地产需求展望：城镇化率提升仍有空间

长期思维下供给侧改革以及人口迁徙是建材行业供需双方需重点考虑的方向。长期维度下，建材需求变化与人口同步性较高，建材的下游无论是基建、地产还是农村自建房的需求，其量都可以与人口直接挂钩。简单看，人口需要从三个维度理解：1.总人口变化，2022 年全年中国常住人口净减少 85 万，多年来首次负增长，总人口或将较长时间处于平台期。2.区域间的流动，由于“短腿”属性，建材供给的区域性较强，当人口跨区域流动时，无论是置业安家需求还是基础设施的需求，建材需求亦会跨区域流动。3.城镇化率，即城镇户籍人口占总人口的比例。城镇化率提高本身是人口短途迁徙并长期定居的过程，新进入城镇的人口带来新的置业需求，城镇化率提高也将要求更加完善的基础设施，这都会带动建材需求的变化。

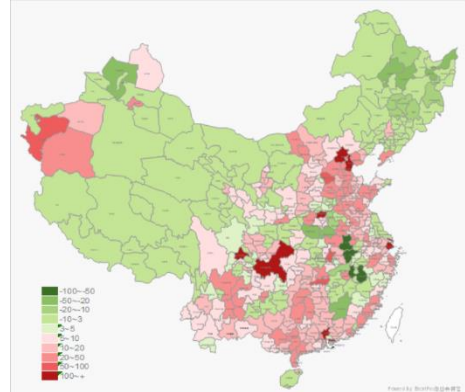
人口进入平台期，人口迁徙方向改变区域需求。我国人口持续向华东、东南沿海等经济发达地区迁入，也代表着未来华东、华南等区域景气度或将持续高于全国其他地区。

图表 31. 2022 年中国人口净减少 85 万

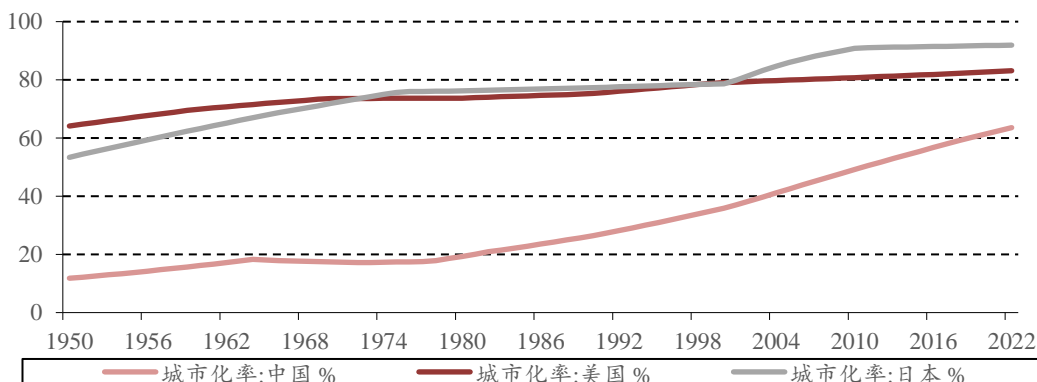


资料来源：万得，中银证券

图表 32. 我国人口向华东、东南沿海聚集的趋势显著



图表 33. 我国城镇化率快速提高，但较美日仍有差距



资料来源：万得，联合国，中银证券

注：本文常用“城镇化率”概念，但联合国数据原文为“城市化率”，此处不做区分

图表 34. 根据省级政府规划，我国城镇化率仍有提升空间

		常住人口城镇化率：%		城镇人口新增就业人数：万人				常住人口城镇化率：%		城镇人口新增就业人数：万人	
		2020 年	2025 年	2020 年	2025 年			2020 年	2025 年	2020 年	2025 年
华北	天津	83.60	85	37.10	175	华南	广东	74.15	77	717.25	559
	河北	60	65 以上	421	400		广西	54.20	57	206.50	175
	山西	62.53	68	257.50			海南	60.30	65	14.40	75
东北	内蒙古	67.48	69	128.44	100	西南	云南	50	60	248.10	250
	辽宁		69	45.20	210		贵州	50	58	61.64	300
	吉林	60	65	222.47	100		四川	55	60	522	425
华东	黑龙江	60.90	65		150	西北	重庆	69.46	73	362	300
	山东	63.05	68	122.70	500		西藏	32	40	26.70	25
	浙江	72.20	75	606	500		陕西	60.50	65	225.43	200
	福建	68.75	71.5	299.94	250		甘肃	52.23	58	35.70	100
	安徽	58.33	65	342.90	300		宁夏	64.96	69	39.61	37.50
	江苏	73.44	75	725.90	500		青海	57.10	62	31.20	30
华中	江西	58.60	64	266.75	200		新疆	52.40	60	233	46
	湖南	58.50	63	385.20	325						
	湖北	62.89	65-67	441.79	350						
	河南	55.43	63	122.59	500						

资料来源：各地方政府“十四五”新型城镇化规划文件，中银证券

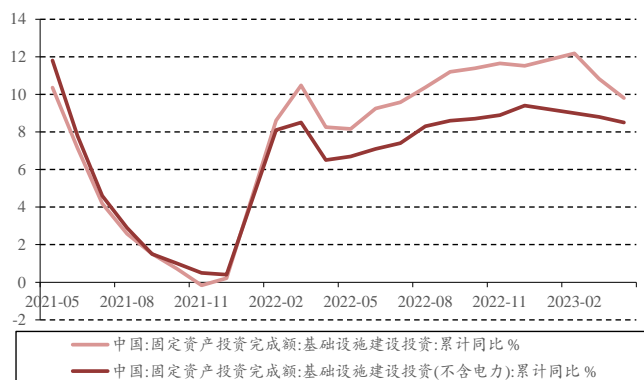
基建投资增速回落，后续仍需政策加力

2022 年财政提前发力，基建投资维持较高增速。2022 年全年基建投资同比增长 11.5%，增速创 2018 年以来新高，一定程度为经济平稳运行提供了支撑。但 2023 年以来，基建投资增速逐月回落，1-4 月累积增速已经回落至 9.8%。

专项债或是基建投资下行的重要原因。从资金来源考虑，2022 年基建投资能够实现两位数的增长，很大程度源于专项债早发行早使用带动的财政支出前置，以及下半年追加运用的 5000 亿往年专项债结存限额资金。2022 年新增专项债使用规模 3.65 万亿元，加上下半年使用的 5000 亿结存限额，全年专项债实际发行规模达到 4.04 万亿元。若考虑 2021 年发行但使用在 2022 年的部分，2022 年实际使用的专项债规模还更大。而 2023 年专项债发行规模为 3.85 万亿元，较 2022 年实际发行规模有所减少。2023 年专项债的实际使用规模可能降幅更大。

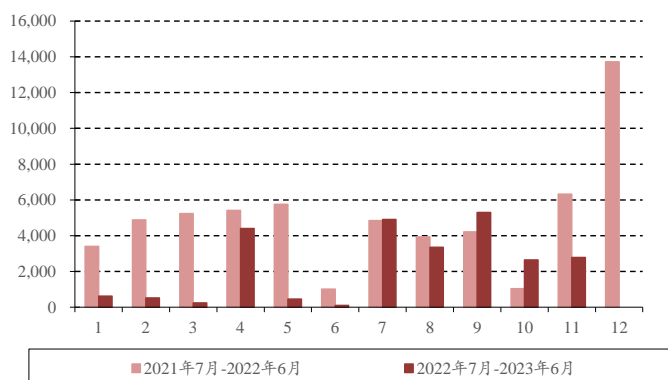
基建亟需新资金来源。2021 年 7 月-2022 年 6 月的 12 个月新增专项债发行规模达到 5.98 万亿元。而 2022 年 7 月-2023 年 5 月仅发行 2.51 万亿元，假设 6 月发行规模达到 5000 亿元，12 个月滚动新增专项债发行规模也仅 3 万亿元左右。12 个月滚动累积发行新增专项债规模下降近 50%。后续基建投资亟需新的资金来源。

图表 35. 2023 年以来基建投资增速逐月回落



资料来源: Wind, 中银证券

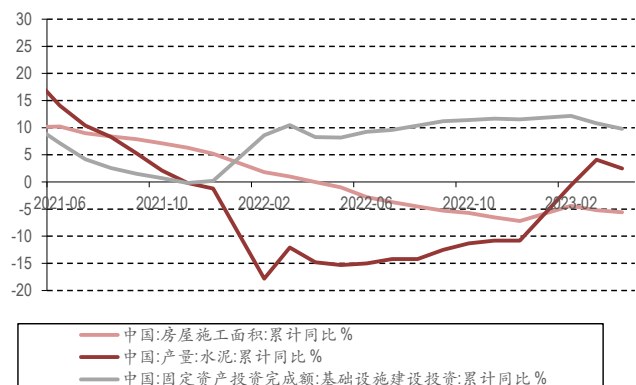
图表 36. 12 个月滚动比较, 专项债发行规模下台阶 (亿)



资料来源: Wind, 中银证券

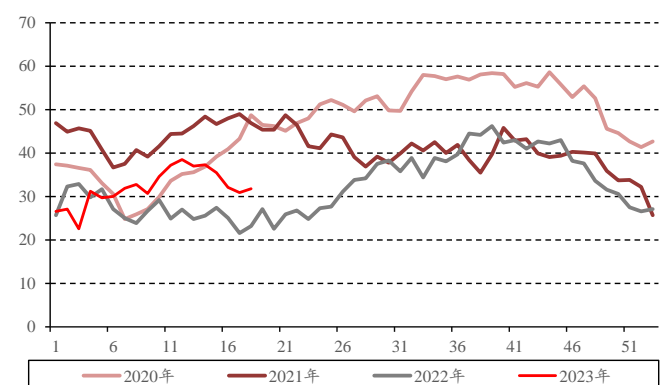
基建的实物工作量仍然存在不足, 后续或存弥补可能。仍然有很多信号表明 2022 年基建投资的较高增速并未落到实物工作量上。1. 2022 年水泥产量下滑 10.8%, 水泥产量增速同时跑输地产施工面积与基建投资的增速; 2. 下游需求大多来自基建的沥青装置开工率低于往年。我们认为这或意味着仍存在基建项目在后续落地的可能。

图表 37. 2022 年水泥产量增速同时跑输基建与地产



资料来源: Wind, 中银证券

图表 38. 2022 年沥青开工率低于往年



资料来源: Wind, 中银证券

政策对基建的决心需加码。根据我们在建筑行业 2023 年中期策略中的测算, 我们预计若后续无新增资金来源, 今年基建投资增速仅能实现 2.4%, 这将从投资端对今年的 GDP 增长目标形成拖累。若地产投资持续低迷, 出口并无起色的话, 后续对基建投资的加码势在必行。

若投资端恢复, 则看好开工端建材, 推荐水泥龙头**海螺水泥**、**天山股份**、**华新水泥**, 推荐防水龙头**东方雨虹**, 推荐减水剂龙头**垒知集团**。

细分赛道的确定性：推荐山东药玻、景津装备

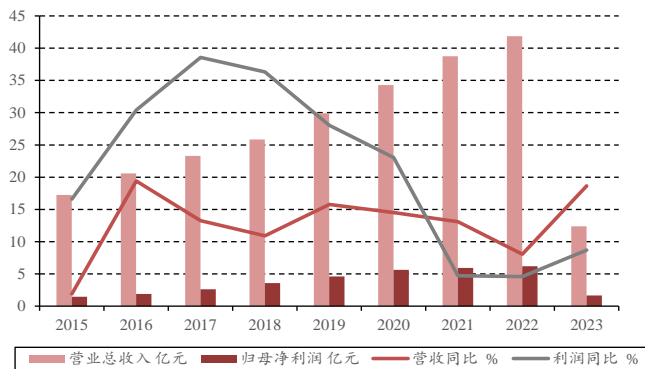
山东药玻

- 1.历史收入与利润增长均稳定，成本压力下降，释放利润弹性；
- 2.2023 年中硼硅模制瓶放量确定性高，供给格局仍然较优；
- 3.中硼硅拉管的技术突破本身会产生更大的市场空间。

历史增长稳定，行业龙头韧性强

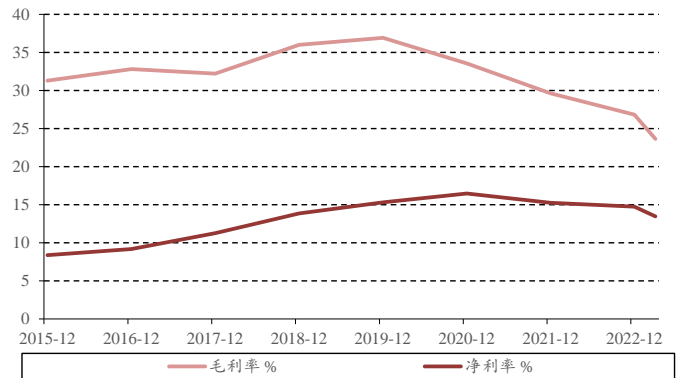
回顾山东药玻过去几年的营收与利润增长情况，我们发现 2015-2020 年间山东药玻的营收增速保持在 10-20%之间，归母净利润的增速则保持在 15-40%之间。这期间，公司 5 年营业收入的复合增速为 14.7%，而归母净利润复合增速更是高达 31.2%；毛利率与净利率也呈现平稳上行态势。这一阶段公司从“限抗”阴霾中走出，进入发展的快车道。而随后 2021-2022 年，山东药玻营业收入分别实现 13.1%与 8.1%的同比增速，收入增速有所回落但仍保持增长；归母净利润仅实现同比增长 4.7%与 4.6%，连续两年保持较低水平；毛利率与净利率也在这一阶段下行。

图表 39. 2015-2020 山东药玻营收与利润增速均较稳定



资料来源：Wind，中银证券

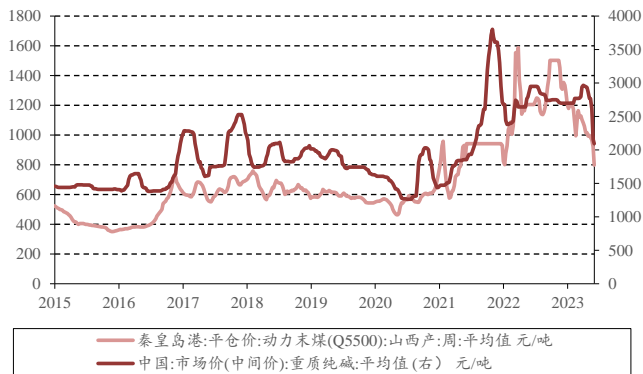
图表 40. 2015-2020 年山东药玻毛利率与净利率逐年上升



资料来源：Wind，中银证券

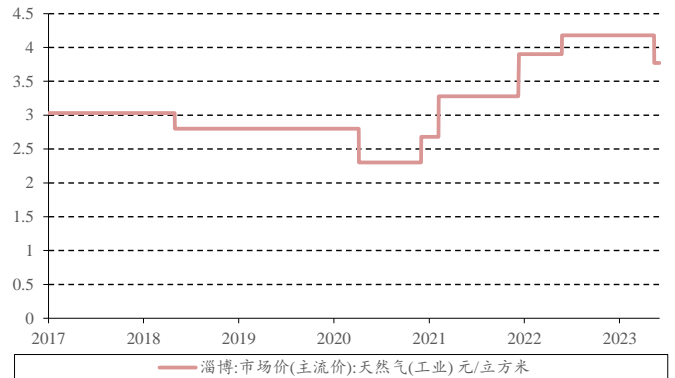
成本压力是山东药玻近两年业绩下滑的最核心原因，2023 年压力有望释放。2021-2022 年，山东药玻上游的主要原材料与燃料中，纯碱、煤炭、天然气均一度较大幅度上行。我们统计 2020、2021 年、2022 年秦皇岛港动力煤平仓价分别为 567、864、1252 元/吨，逐年上行且涨幅较大；2023 年 1-5 月均价已回落至 1069 元/吨，6 月 3 日已回落至 798 元/吨。我们统计 2020、2021、2022 年全国重质纯碱均价分别为 1554、2294、2716 元/吨，逐年上行且涨幅较大；2023 年一季度纯碱价格仍然维持高位，但五月中下旬价格已进入加速回落阶段，最新一周（6 月 3 日）价格已回落至 2093 元/吨。我们统计淄博市天然气价格也在过去经历快速上行及回落，2020、2021、2022 年淄博市工业用天然气价格分别为 2.46、3.25、4.07 元/立方米；5 月中旬后已进有所回落，最新一周（6 月 3 日）均价已回落至 3.77 元/立方米。

图表 41. 过去两年煤炭与纯碱价格上行，当前快速回落



资料来源: Wind, 中银证券

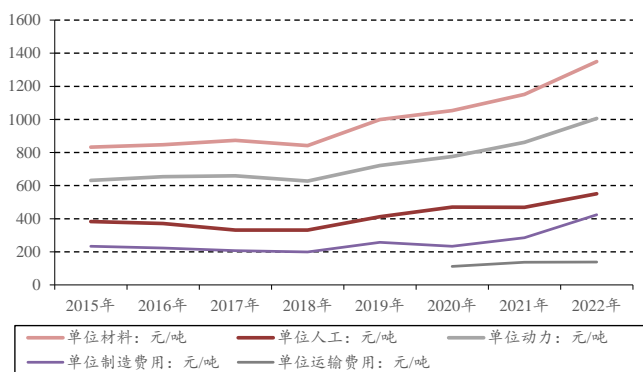
图表 42. 淄博市天然气价格一度走高，当前回落



资料来源: Wind, 中银证券

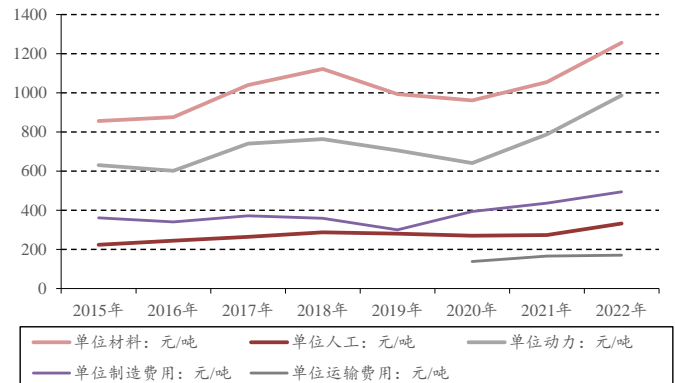
单位材料与动力有望回到下降区间。2021-2022 年，山东药玻主要的六大产品系列单位成本压力显著。我们测算，公司模制瓶单位材料从 2020 年的 1052.8 元/吨上涨至 2022 年的 1348.9 元/吨，单位燃料动力由 2020 年的 776.3 元/吨涨至 2022 年的 1006.1 元/吨。棕色瓶、管制瓶、安瓿瓶、丁基胶塞等单位成本均有不同程度上涨。

图表 43. 2020-2022 年山东药玻模制瓶产品成本逐渐走高



资料来源: Wind, 中银证券

图表 44. 2020-2022 年山东药玻棕色瓶成本逐渐走高



资料来源: Wind, 中银证券

预计 Q3 开始成本下行将释放业绩。纯碱、煤炭、天然气价格均在五月中下旬开始快速下行，考虑正常的原材料与燃料库存周期，我们预计从 2023 年 3 季度开始成本下降将在报表中体现，下半年及明年将能看到成本下降带来的利润弹性。

中硼硅模制瓶放量确定性仍高，供给格局仍然较优

第八批集采预计七月执行，中硼硅模制瓶需求有望受到提振。根据上海阳光医药采购网，第八批集采将于今年 7 月 30 日开始执行。第八批集采共有不同制药企业生产的 303 种注射剂产品中标，其中 233 种药品要求中硼硅包装，其中中硼硅安瓿 97 种，中硼硅管制瓶 83 种，中硼硅模制瓶 49 种。相较于 2022 年 11 月开始执行的第七批集采，第八批集采要求中硼硅包装的药品品规数量进一步增加，要求中硼硅模制瓶药品品规的更是由 11 种增加至 49 种。山东药玻作为中硼硅模制瓶行业龙头，有望受益第八批集采带来的行业扩容。

图表 45. 国产中硼硅模制瓶具备稀缺性

批次	开标时间	执行时间	注射剂(个)	中硼硅(个)	占比(%)	备注
4+7 试点	2018 年 12 月		4	1	25	中硼硅安瓿 1
4+7 扩围	2019 年 9 月	2019 年 12 月	7	2	29	中硼硅安瓿 2
第二批	2020 年 1 月	2020 年 4 月	3	2	67	中硼硅模制瓶 1, 中硼硅管制瓶 1
第三批	2020 年 8 月	2020 年 11 月	8	6	75	中硼硅模制瓶 1, 中硼硅管制瓶 2, 中硼硅安瓿瓶 2, 未限定器型的输液瓶 1
第四批	2021 年 2 月	2021 年 5 月	65	26	40	中硼硅管制瓶 1, 中硼硅安瓿(棕色) 25
第五批	2021 年 6 月	2021 年 10 月	188	120	64	注射剂含粉针、吸入用溶液剂。中硼硅管制瓶 67, 中硼硅安瓿瓶 29, 中硼硅模制瓶 8, 未限定器型的中硼硅瓶 16。
第六批	2021 年 11 月	2022 年 5 月	91	3	3	胰岛素专项。中硼硅管制瓶 3。
第七批	2022 年 7 月	2022 年 11 月	239	189	79	中硼硅安瓿 85, 中硼硅管制瓶 82, 中硼硅模制 11, 未限定器型的中硼硅瓶 13。
第八批	2023 年 3 月	2023 年 7 月	303	233	77	中硼硅安瓿 97, 中硼硅管制 83, 中硼硅模制 49

资料来源：汇毓医药包装技术研究院，中银证券

中硼硅模制瓶的供给仍然具备稀缺性，供给格局仍然较优。根据中国医药包装协会旗下的汇毓医药包装技术研究院统计，截止 6 月 7 日，我国仅有两家公司具备中硼硅模制瓶的关联审批 A 结果，即具备向制药企业供给中硼硅模制瓶的资质，即山东药玻与闽中光明。根据闽中光明官网，其自有总资产规模仅 8000 万元；而山东药玻 2023 年一季报的股东权益规模已经超过 70 亿元。山东药玻具备产能规模与资金优势，当前仍处于药用玻璃模制瓶领域的主导地位。有望充分受益此轮集采带动的中硼硅产品，尤其是中硼硅模制瓶产品的需求扩容。

图表 46. 国产中硼硅模制瓶具备稀缺性

产品名称	CDE 登记号	产品规格	关联审评结果	企业名称	来源	CDE 平台更新
中硼硅玻璃模制注射剂瓶	B20190007645	2-300ml	A	山东药玻	国产	2021/9/29
中硼硅玻璃模制注射剂瓶	B20190007645		A	四川闽中光明	国产	2021/3/12
中硼硅玻璃模制注射剂瓶	B20180001631	2-100ml	A	Piramal 玻璃:广州华泽包装设备有限公司	进口	2020/7/29
中硼硅玻璃模制注射剂瓶(棕色)	B20180002839	5-250ml	A	SGD; 广州德源	进口	2020/4/17
中硼硅玻璃模制注射剂瓶(透明)	B20180002102	5\7\8\10\15\20\30\50\100\200\250ml	A	SGD; 广州德源	进口	2020/3/3
中硼期玻璃模制注射剂瓶	B20190000196		A	Bormioli Pharma S.p.A:天津罗珂科技有限公司	进口	2019/7/17
中硼硅玻璃模制注射剂瓶	B20170000362	5\7\8\10\15\20\30\50\100ml	A	山东药玻	国产	
中硼硅玻璃模制注射剂瓶	B20180000488	2-300ml	A	山东药玻	国产	

资料来源：汇毓医药包装技术研究院，中银证券

中硼硅拉管若实现技术突破，本身会带来市场空间

国产中硼硅管自给能力提高后，本身会带来更大的市场空间。我们认为国产的中硼硅拉管的技术突破与下游市场需求提高是相辅相成的。需求提高会倒逼拉管技术突破，技术突破会催化需求增加。

政策强制性留有余量，为国产中硼硅拉管技术突破留下窗口期。此轮中硼硅替代钠钙与低硼硅的药品包材产品升级主要由政策推动。而最核心的政策时间点有两个：

一是 2017 年 2 月医药包装协会《医药包装工业“十三五”发展建议》中提到：“重点加快注射制包装由低硼硅玻璃瓶向中硼硅玻璃瓶转换，完成液体注射制由低硼硅玻璃瓶向中硼硅玻璃瓶转换。”

二是 2020 年 5 月国家药监局公布的《化学药品注射剂（特殊注射剂）仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》中提到：注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂一致。已上市的化学药品注射剂仿制药，未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价。

协会建议由低硼硅玻璃瓶向中硼硅玻璃瓶转换，而最终落地的方案仿制药注射剂是不得低于参比制剂。政策实际上为我国的药品包材升级提供了缓冲时间。我们认为政策预留缓冲时间的很大原因即我国的中硼硅拉管技术尚未完全成熟，产能自给率较低，**如果强行推动更换，反而会将我国的药品包材全部交给国外，事实上造成卡中国制药行业的脖子。**而随着近年山东药玻、力诺特玻、凯盛君恒、沧州四星等企业的中硼硅拉管技术的逐渐成熟，未来下游对国产中硼硅拉管的认可程度有望提升，国产拉管的自给能力有望大大增强。**届时政策或将进一步推动药品包材的加速升级替换，从而带动需求的进一步扩容。**

景津装备

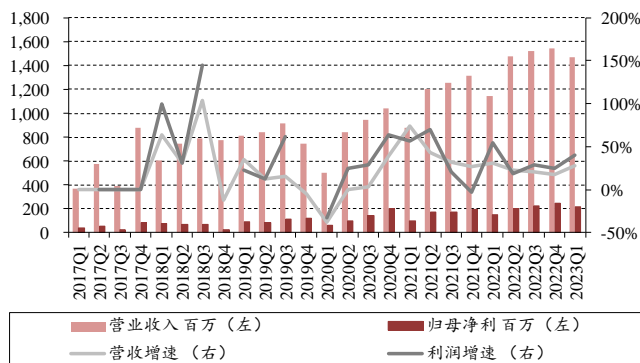
- 1、压滤机行业龙头，产能持续扩张，转型成套装备制造，订单价值量有望再提升；
- 2、需求侧传统行业渗透率稳步提高，新兴行业基于规模化扩产带来订单增量；
- 3、产能建设推进，新产业园年内将逐步投产，年内业绩增长确定性强。

龙头扩产，年内业绩确定性强

景津装备主要从事各式压滤机整机及配套设备、配件的生产和销售，是压滤机行业龙头企业。上市以来公司**持续推进产能建设，促进成套装备产业化**。2022年，公司积极推进各募投项目的建设，产能布局进一步完善。“过滤成套装备产业化一期项目”有望在23年下半年逐步投产，进一步扩展耗材及相关配套设备产能。一方面，配套耗材的订单增量将为公司提供稳定充裕的现金流，另一方面，项目的落地标志着公司由单一设备制造转型成套装备制造，订单获取能力有望增强，订单价值量有望再提升。

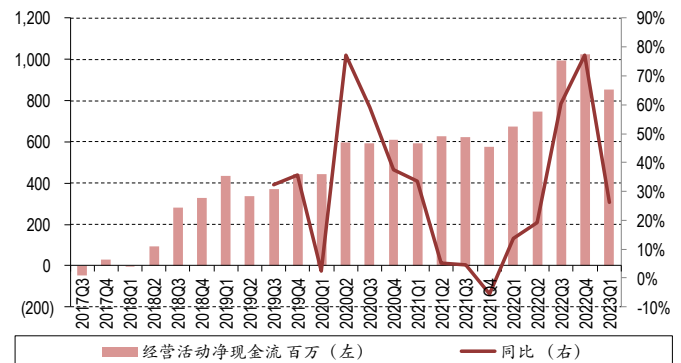
2022年公司实现营收56.8亿元，同增22.2%，归母净利8.3亿元，同增28.9%，EPS1.49元，同增27.4%。新能源等领域带来的订单增长推动业绩增长。现金流方面，2022年公司经营活动现金流量净额为10.2亿元，同增77.2%。**23Q1业绩持续高增**，2023Q1实现营收14.7亿元，同增28.24%，归母净利2.1亿元，同增39.7%，EPS0.37元，同增42.31%。

图表 47. 订单增长助推下，23Q1 业绩持续高增



资料来源：公司公告，中银证券

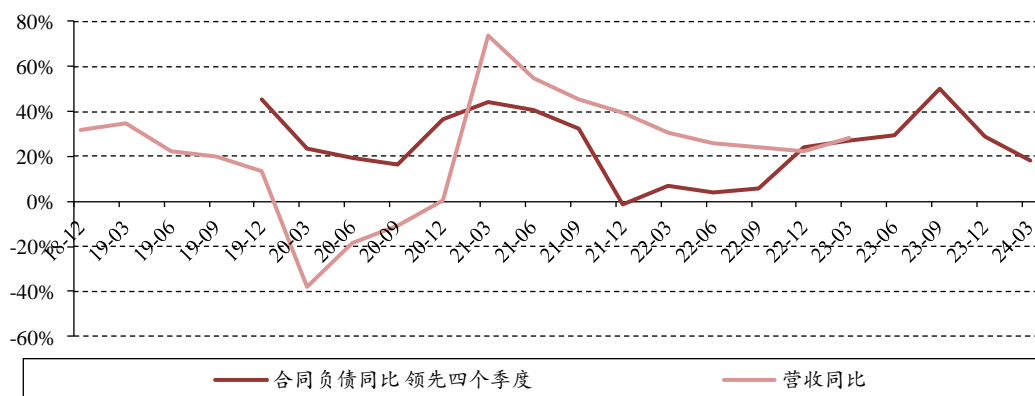
图表 48.ttm 口径下经营活动现金净流量增速处于较高水平



资料来源：公司公告，中银证券

合同负债持续高增，未来业绩可期。从历史数据来看，公司营收与合同负债表现出较强的相关性，营收同比往往滞后于合同负债变化 3-4 个季度，2022 年合同负债同增 28.7%，23Q1 合同负债同增 17.9%，合同负债的高增长为公司未来业绩提供有力支撑。

图表 49. 营收同比滞后于合同负债变化 3-4 个季度



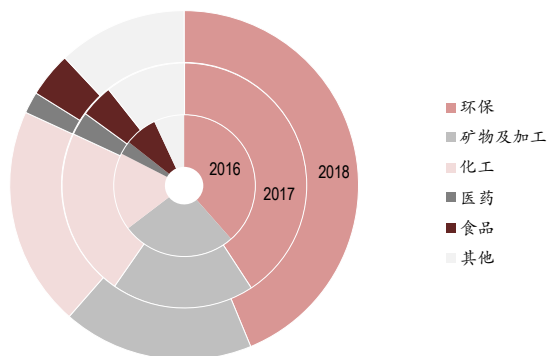
资料来源：公司公告，中银证券

传统行业扩容，新兴行业扩张，下游需求不断拓展

政策提标、产品替代助力压滤机需求扩张。一方面，随着环保政策提标，压滤机在环保、矿物等传统领域的市场空间进一步扩大。另一方面，隔膜压滤机相比其他过滤分离设备具备处理规模大、效率高、节能节水、低含水率、一次过滤脱水效果好、经济等优势，在新能源、食品、煤泥尾矿等下游细分领域不断开拓，对其他过滤分离设备形成替代，打开新的市场。

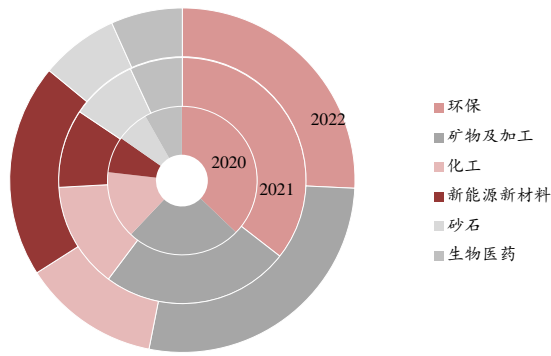
2022 年公司新能源新材料收入占比达 20.0%，同增 9.7pct；矿物及加工收入占比第一，占比达 27.4%，同增 2.6pct；环保行业占比下滑明显，收入占比 25.8%，同减 9.8pct。收入结构产生明显变化。

图表 50. 2016-2018，环保、矿物及加工、化工占景津装备下游需求超过 80%



资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 51. 2022 年，下游领域中，矿物及加工占比第一，新能源新材料占比同增 9.7pct



资料来源：公司公告，中银证券

在锂电池前驱体工业化生产上，压滤机逐步替代平板离心机。在工业化生产中，过滤和洗涤既要实现前驱体浆料的固液分离，又要去除前驱体滤饼中的杂质。过去，这一分离过程主要通过平板离心机来完成。但随着正极材料厂商的持续大规模扩产，平板离心机处理能力有限，且价格及维护成本较高，逐渐被淘汰，而隔膜压滤机经过不断的技术革新，处理效率高、过滤提纯效果好，在能效与含水率方面都具有突出优势，逐渐实现了对平板离心机的替代，成为正极材料前驱体领域的主要过滤装备，市场需求不断扩大。

图表 52. 四种前驱体过滤洗涤设备优劣对比

设备类型	主要优势	主要劣势
压滤机	1、 生产效率高，单批次处理量可达吨级以上 2、 对物料适应性强 ，大颗粒和粒度细的前驱体的均适用 3、设备简单， 可靠性好，故障率低	1、压紧滤板时，滤板受力不均衡，容易造成滤板变形损坏 2、滤室内物料容易分布不均匀，洗涤水从滤饼厚度薄或没有滤饼的位置穿过，导致洗涤效果差
离心机	1、设备简单，耗材少，主要是更换滤布 2、脱水效率高，大颗粒前驱体滤饼水分含量可达 10%以下，粒度细的前驱体滤饼水分含量也能达到 20%以下	1、 故障率相对较高 ，可靠性差，而且检修工作量较大 2、生产过程中容易发生离心机剧烈振动现象，导致转鼓内物料部分溢出，甚至无法继续运转 3、 单批次处理量小，一般在 200~400kg
微孔过滤机	1、过滤精度高，可以滤住 0.3μm 以上的颗粒，物料回收率高，特别适用于粒度细的前驱体 2、粉体滤饼洗涤可以静止洗涤，也可搅拌洗涤，洗涤充分	1、脱水效率一般，滤饼水分含量较高 2、设备内部微滤管棒较多，需要定期清洗、洗再生和更换，耗材成本较大 3、需配备空压机，耗气量较大
过滤、洗涤“二合一”设备	1、洗涤充分，可进行搅拌洗涤 2、设备密闭性好，无断点，物料损耗少，操作过程的劳动强度低，并且环境清洁	1、滤饼厚度大，脱水效率一般，前驱体滤饼水分含量较高 2、需配备空压机，耗气量较大 3、设备对密封要求高，并且检修不方便

资料来源：《三元材料及其前驱体产业化关键设备的应用》宋顺林，中银证券

图表 53. 两类主要锂电池前驱体材料主要上市公司产能规划（数据截至 2023.04）

年份	三元前驱体合计产能规划 万吨	磷酸铁锂前驱体合计产能规划 万吨
2021	79.5	66.6
2022E	120.4	116.4
2023E	179.5	325.4
2024E	243.7	428.4

资料来源：中伟股份、芳源股份等 24 家公司公告，中银证券

投资建议

- 1.消费建材渠道结构优化，一季度已现改善，推荐零售端塑料管材龙头**伟星新材**，加速布局家装业务的管材龙头**公元股份**，以及零售渠道布局较好的瓷砖龙头**东鹏控股**、**蒙娜丽莎**。推荐零售板材龙头**兔宝宝**。
- 2.若投资端恢复，看好开工端建材，推荐水泥龙头**海螺水泥**、**天山股份**、**华新水泥**，推荐防水龙头**东方雨虹**，推荐减水剂龙头**垒知集团**。推荐玻纤行业龙头**中国巨石**、**中材科技**。
- 3.细分赛道我们推荐药用玻璃龙头**山东药玻**与压滤机行业龙头**景津装备**。

风险提示

- 1.地产销售不及预期。**地产销售恢复情况如何很大程度影响新开工链条的恢复，同时也会影响后期装修建材的需求。若地产销售持续低迷，或是销量进一步下台阶，将会延后对地产新开工链条恢复的预期，同时对装修建材板块的业绩和估值都形成一定的冲击。
- 2.基建增速大幅下滑。**基建投资当前处于较高增速后的回落状态，若后续无新的资金支持，基建投资或将加速回落，对大宗建材的需求将受损。
- 3.成本压力卷土重来。**当前上游原材料及能源价格处于高位回落状态，建材行业成本压力正逐渐修复，若后续因各种因素成本再次冲高，则利润会再现压力。

附录图表 54. 重点关注上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2022A	2023E	2022A	2023E	(元/股)
601636.SH	旗滨集团	买入	8.83	236.95	0.49	0.77	18.00	11.47	4.66
002233.SZ	塔牌集团	买入	7.81	93.12	0.22	0.67	34.98	11.66	9.71
002398.SZ	垒知集团	买入	5.75	41.20	0.29	0.49	19.54	11.73	5.03
603916.SH	苏博特	买入	13.44	56.49	0.69	0.96	19.62	14.00	9.82
000786.SZ	北新建材	买入	24.04	406.16	1.86	2.12	12.95	11.34	12.75
600801.SH	华新水泥	买入	13.09	222.95	1.29	1.77	10.17	7.40	13.12
002271.SZ	东方雨虹	买入	28.50	717.76	0.84	1.47	33.85	19.39	10.79
002641.SZ	公元股份	买入	5.49	67.48	0.07	0.41	82.92	13.39	4.15
300737.SZ	科顺股份	买入	9.71	114.66	0.15	0.56	64.35	17.34	4.76
002372.SZ	伟星新材	买入	20.69	329.40	0.81	0.98	25.39	21.11	3.46
600176.SH	中国巨石	买入	13.91	556.84	1.65	1.28	8.42	10.87	7.11
002080.SZ	中材科技	买入	19.38	325.22	2.09	2.09	9.26	9.27	10.54
300196.SZ	长海股份	买入	13.43	54.89	2.00	1.32	6.72	10.17	10.35
605006.SH	山东玻纤	增持	7.62	45.72	0.89	0.72	8.53	10.58	4.71
600585.SH	海螺水泥	买入	25.62	1,268.32	2.96	3.48	8.67	7.36	35.12
000789.SZ	万年青	买入	8.00	63.79	0.49	1.04	16.44	7.69	8.66
000401.SZ	冀东水泥	买入	7.73	205.48	0.51	0.76	15.13	10.17	11.14
300715.SZ	凯伦股份	增持	14.10	54.27	-0.41	0.30	(34.13)	47.00	6.23
600529.SH	山东药玻	买入	25.13	166.77	0.93	1.18	26.97	21.30	10.74
002302.SZ	西部建设	买入	7.39	93.29	0.44	0.65	16.94	11.37	6.95
603256.SH	宏和科技	增持	8.65	76.54	0.06	0.06	146.14	144.17	1.70
603279.SH	景津装备	买入	26.47	152.65	1.45	1.95	18.30	13.57	7.36
002918.SZ	蒙娜丽莎	增持	15.19	63.07	-0.92	1.26	(16.54)	12.06	7.38
003012.SZ	东鹏控股	增持	7.64	89.62	0.17	0.58	44.36	13.17	6.13
688295.SH	中复神鹰	增持	34.45	310.05	0.67	1.03	51.24	33.45	5.28
000012.SZ	南玻 A	未有评级	6.05	145.85	0.66	0.80	9.12	7.52	4.31
301188.SZ	力诺特玻	未有评级	17.25	40.09	0.50	0.83	34.37	20.87	6.26
003011.SZ	海象新材	未有评级	30.20	31.01	2.07	2.83	14.57	10.67	14.70

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日6月7日，未有评级公司盈利预测来自同花顺 iFinD 一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371