

保竣工助力建材回暖，建筑央企估值有望持续修复

——建筑建材行业 2023 年中期策略报告

核心观点

- **主线 1：地产链配置价值显现，首推竣工端建材。**当前地产景气度缓慢修复，新政策调控预期再起。而地产链相关标的估值已再度回调至较低位置，若后续迎来地产政策发力、市场周期触底，则估值具备较大修复空间。在这一过程中，我们最为看好与地产竣工绑定最深、更具周期属性的玻璃板块，核心在于积压的竣工需求有望在市场回暖和“保交付”的双重作用下迎来释放，确定性更强。消费建材企业主动进行渠道变革，加大零售和小 B 渠道占比，同时积极推进扩品类战略，打造公司增长第二曲线，期待再度展露长期成长属性。
- **主线 2：药用玻璃景气度有望提升，新材料仍值得继续关注。**22Q3 与 23Q1，国家集采第七批与第八批陆续开标，随着国家集采的落地执行，我们判断 23Q1 与 23Q3 将成为中硼硅药用玻璃需求释放的高峰期。据我们测算，在第七、八批国家集采推动下，2023 年样本医院采购中硼硅药玻规模可达 57.4 亿支，YoY+20.5%，增速相比 2022 年将有所改善。同时近期随着纯碱价格的回落，药用玻璃企业成本压力将有明显改善，盈利空间将有所提升。除了药用玻璃，UTG、锂电池材料、高纯石英砂等建材新材料交叉领域仍值得关注。
- **中特估&“一带一路”交汇恰逢其时，建筑央企估值有望持续修复。**中国特色估值体系的提出，叠加第三届“一带一路”高峰论坛有望于 23 年召开（正值“一带一路”提出十周年之际），为建筑央企营造良好的投资氛围。同时根据永续股利模型拆解，我们认为建筑央企低估值背后的痛点如下：1.盈利水平低，2.分红率低，3.成长性低，4.资产质量有待改善。而随着国资委推出“一利五率”的新考核指标、“一带一路”倡议的持续推进、企业潜在新业务的拓展等，建筑央企经营质量和成长性均已看到改善的曙光。近年来新疆政府工作重心逐步转向经济发展，疆内内生经济动能充足，补短板持续推进。2023 年 1-4 月，新疆地区固定资产投资同增 15%、基础设施投资同增 41%。2023 年 5 月，中亚五国峰会已成功召开，合计发布 7 份双多边文件，签署 100 余项各领域合作协议，中吉乌铁路建设亦提上日程。未来双边合作有望快速推进、经贸活跃度提升，新疆毗邻中亚，其经济活力和建设需求将进一步被激发，本地水泥、施工企业有望显著受益。

投资建议与投资标的

保竣工、国家集采以及“中特估”背景下，建议按照三条主线选股：保竣工下建议关注浮法玻璃龙头旗滨集团(601636, 买入)以及细分赛道零售龙头三棵树(603737, 未评级)、东鹏控股(003012, 买入)。国家集采推进下，建议关注药用玻璃龙头。“中特估”与“一带一路”催化下，建议关注中国建筑(601668, 未评级)、中国交建(601800, 未评级)

风险提示

保竣工保交楼推进不及预期，一致性评价与集采推进不及预期，原料成本不确定风险，假设条件影响测算结果

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			22	23E	24E	22	23E	24E	
601636	旗滨集团	9.22	0.75	1.05	1.26	12.22	8.75	7.34	买入
603737	三棵树	95.60							未评级
003012	东鹏控股	7.70	0.60	0.78	0.95	12.83	9.91	8.06	买入
601668	中国建筑	6.18							未评级
601800	中国交建	10.73							未评级

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

建材行业

报告发布日期

2023 年 06 月 14 日



证券分析师

证券分析师 余斯杰

yusijie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521120002

联系人

相关报告

- 政策调控预期再起，建材复苏值得重新关注 2023-06-07
注：——建材行业周报
- 《国家水网建设规划纲要》发布，基建工程管材有望受益：——建材行业周报 2023-05-30
- 纯碱产能投放靴子落地，药用玻璃成本压力有望缓解：——建材行业周报 2023-05-23

目 录

上半年行业整体回顾	6
股票与市场表现	6
业绩与行业基本面	8
传统建材：估值安全，景气修复可期	11
周期建材：静待玻璃景气复苏	11
消费建材：景气修复静待花开	13
药用玻璃仍可再期	17
政策影响下中硼硅仍为首选	17
一致性评价与集采持续推进	18
行业景气度回升可期	20
“中特估”下央企估值有望提升	22
痛点 1：盈利水平偏低	22
痛点 2：分红率偏低	24
痛点 3：成长性偏低	25
痛点 4：资产质量待提升	26
“一带一路”有望助力估值修复	27
投资建议	28
风险提示	29

图表目录

图 1：23 年初至今各板块收益排名（单位：%）	6
图 2：建材指数与沪深 300 指数走势对比（单位：%）	6
图 3：23 年初至今建材主要细分板块涨跌幅（单位：%）	6
图 4：22Q4 年以来各个细分板块涨跌幅情况（单位：%）	7
图 5：22Q4 以来涨幅较高个股情况（单位：%）	7
图 6：22Q4 公募基金主要重仓建材股票（单位：亿元）	7
图 7：23Q1 公募基金主要重仓建材股票（单位：亿元）	7
图 8：22Q4 公募基金主要增持建材股票（单位：%）	8
图 9：23Q1 公募基金主要增持建材股票（单位：%）	8
图 10：基建投资相关季度数据情况（单位：%）	8
图 11：房地产开发相关季度数据情况（单位：%）	8
图 12：水泥、玻璃、玻纤价格自 21Q4 以来变化（单位：%）	9
图 13：水泥产量、玻璃产能、玻纤产能同比增速（单位：%）	9
图 14：部分建材原材料 21 年 10 月以来价格变化（单位：%）	9
图 15：部分建材原材料 22 年 6 月以来价格变化（单位：%）	9
图 16：建筑与建材板块归母净利及其增速对比	10
图 17：21Q2 与 23Q1 建材企业利润增速分布（单位：家）	10
图 18：周期建材利润增速情况（单位：%）	10
图 19：其他建材利润增速情况（单位：%）	10
图 20：建材行业各细分板块 22Q4 业绩超预期情况	10
图 21：建材行业各细分板块 23Q1 业绩超预期情况	10
图 22：浮法玻璃原料价差与地产竣工增速对比	11
图 23：浮法玻璃行业在产产能与厂商库存情况	11
图 24：水煤价差×水泥产量情况	12
图 25：地产销售与新开工面积与水泥产量情况	12
图 26：玻纤主要需求领域当前增长水平（单位：%）	12
图 27：玻纤库存天数以及产能增速情况	12
图 28：竣工面积、开工面积、销售面积增速变化情况	13
图 29：竣工面积与个股收入增速中位数变化情况比较	13
图 30：主要品牌建材 23Q1 市场预期增速与实际增速情况	14
图 31：主要品牌建材估值溢价分位数变化情况	14
图 32：早周期品种利润增速水平变化情况（单位：%）	14
图 33：后周期品种利润增速水平变化情况（单位：%）	14
图 34：近三年东方雨虹民建集团营业收入占公司收入比重	15

图 35：近三年部分企业直销渠道比例.....	15
图 36：模制瓶在药用玻璃中的占比.....	17
图 37：2020 年中国中硼硅玻璃在药用玻璃占比.....	17
图 38：关联审批示意图.....	18
图 39：历次集采中标品种情况.....	19
图 40：历次集采中标规格情况.....	19
图 41：历年首次过评一致性评价与集采涉及药品数量.....	19
图 42：历年首次过评一致性评价与集采涉及注射剂数量.....	19
图 43：历次中标注射剂规格放量节奏统计.....	20
图 44：历次未中标注射剂规格缩量节奏统计.....	20
图 45：2019 年以来样本医院采购药品使用中硼硅玻璃瓶数量.....	20
图 46：2023 年样本医院采购药品使用中硼硅玻璃瓶数量测算.....	21
图 47：山东药玻历史上每个季度毛利率与纯碱价格比较.....	21
图 48：纯碱价格情况（单位：元/吨）.....	21
图 49：八大建筑央企市净率分布水平（单位：%）.....	22
图 50：八大建筑央企市净率分布水平（单位：倍）.....	22
图 51：八大建筑央企整体净利率与总资产周转率变化情况.....	23
图 52：八大建筑央企整体负债率和 ROE 变化情况.....	23
图 53：2022 年八大建筑央企归母净利率和 A 股整体水平对比.....	23
图 54：2022 年八大建筑央企权益乘数和 A 股整体水平对比.....	23
图 55：2021 年八大建筑央企现金分红率和 A 股整体水平对比.....	24
图 56：2021 年八大建筑现金分红占未分配利润情况.....	24
图 57：建筑央企平均分红率和归母净利增速水平对比.....	24
图 58：近年来建筑央企新签订单增速以及收入增速水平.....	25
图 59：近年来建筑央企市净率中隐含永续增长率水平.....	25
图 60：近年来建筑央企订单增速和行业水平对比.....	25
图 61：近年来建筑央企收入增速和行业水平对比.....	25
图 62：八大建筑央企整体资产结构.....	26
图 63：八大建筑央企应收账款计提情况（左轴单位：亿元）.....	26
图 64：建筑央企+国际工程海外订单增速.....	27
图 65：国际工程与基建工程企业股票估值溢价率对比.....	27
图 66：中亚五国 2022 年 GDP 增速.....	27
图 67：新疆与全国固定资产投资增速对比.....	27
表 1：3-5 月保交楼项目已交付比例.....	11
表 2：主要品牌建材 23Q1 市场预期增速与实际增速情况.....	13
表 3：近期全国主要城市限购限售松绑政策.....	15

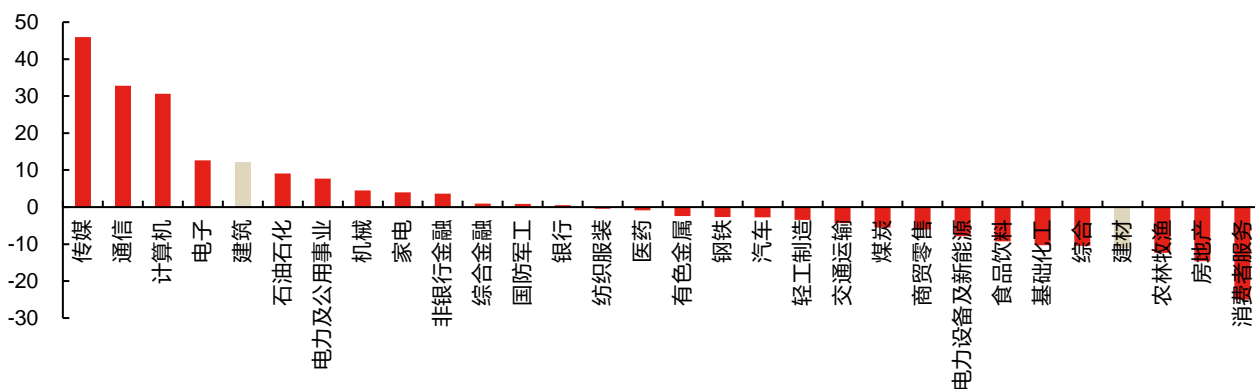
表 4：主要消费建材公司渠道变革举措	15
表 5：部分建材龙头品类拓展情况及其在 500 强品牌首选率情况	16
表 6：中国药用玻璃分类国家标准	17
表 7：一致性评价与中硼硅玻璃相关政策列表	18
表 8：国资委对央企财务指标的考核指标变化情况	22
表 9：截至 2022 年底八大建筑央企应收账款账龄结构和计提情况（金额单位：亿元，计提比例单位：%）	26

上半年行业整体回顾

股票与市场表现

行业景气度复苏不及预期，建材股票收益依然靠后。2023 年以来，虽有保竣工政策的加持，但是在基本面改善程度仍然有限，整体不及市场预期，建材行业基本面仍然面临巨大挑战，股票价格也出现较为明显回调，2023 年至今收益依旧靠后，行业指数跌幅 10.9%，在所有行业中倒数第四。相比之下同为地产链的建筑板块较多个股因“中特估”主题上涨，表现相对较好，23 年初至今涨幅 12%。

图 1：23 年初至今各板块收益排名（单位：%）

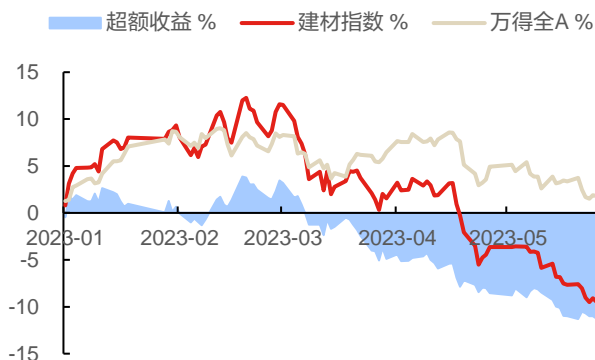


数据来源：万得，东方证券研究所

注：截止日期为 2023 年 5 月 31 日，图中数据参考中信一级行业指数

23Q2 开始建材板块明显下行，防水指数表现最弱。23Q1 建材行业指数相比沪深 300 仍有超额收益，但从 23Q2 开始，随着下游地产复苏不及预期，估值水平快速回落，建材板块开始明显下行。从主要板块来看，各细分板块均表现呈弱，有所下行，其中防水因需求端新开工仍疲软，成本端沥青价格仍高位而受影响最明显，与 23 年初相比，至今跌幅已达 21.1%。

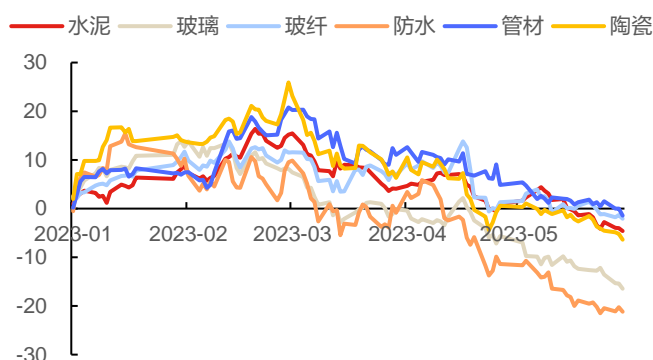
图 2：建材指数与沪深 300 指数走势对比（单位：%）



数据来源：万得，东方证券研究所

注：截止日期为 2023 年 5 月 31 日，图中数据参考中信一级行业指数

图 3：23 年初至今建材主要细分板块涨跌幅（单位：%）



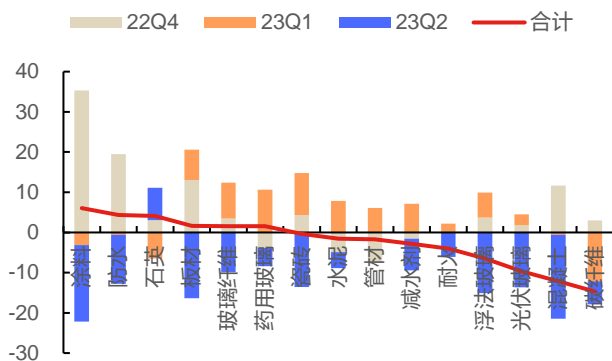
数据来源：万得，东方证券研究所

注：截止日期为 2023 年 5 月 31 日，图中数据参考长江三级行业指数

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

各个细分板块 23Q2 收益整体回落，地产关联度弱的个股影响较小。各个细分板块在 22Q4 的收益基本增长，至 23Q2 时收益已全面回落，仅有石英材料收益仍维持增长，为+8.0%，而该季度防水、板材等消费建材表现垫底。个股中赛特新材、凯德石英收益最高，分别达到 70.6%与 34.6%，且前 10 个股过半为新材料个股。

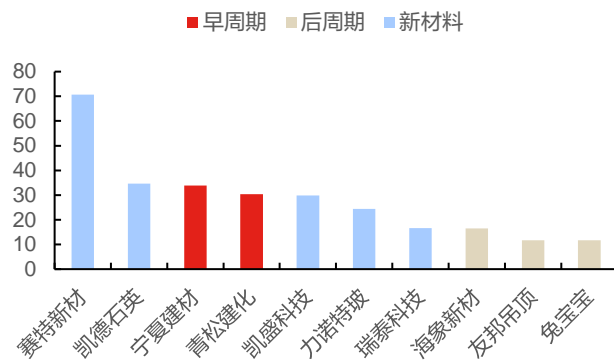
图 4：22Q4 年以来各个细分板块涨跌幅情况（单位：%）



数据来源：万得，东方证券研究所

注：选取各细分板块上市公司区间涨跌幅均值，截止日期为 2023 年 5 月 31 日

图 5：22Q4 以来涨幅较高个股情况（单位：%）

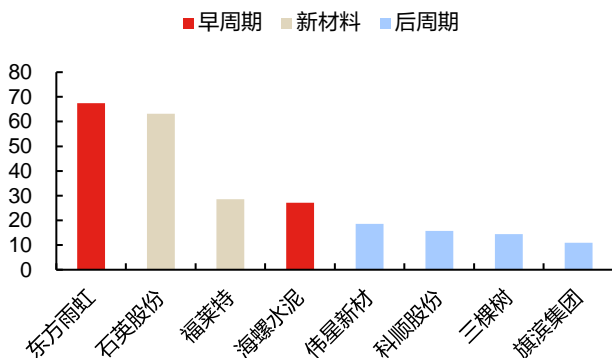


数据来源：万得，东方证券研究所

注：截止日期为 2023 年 5 月 31 日

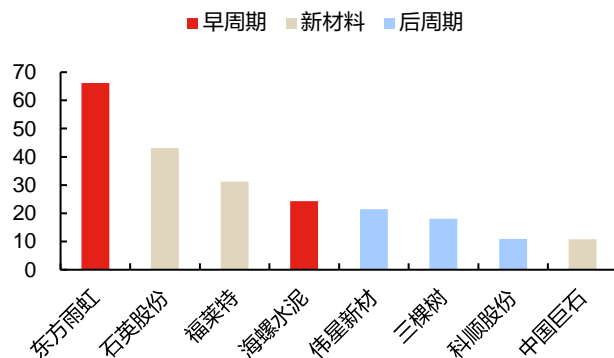
从 22Q4 和 23Q1 持股情况看，除了东方雨虹和海螺水泥，石英股份、福莱特等新能源建材交叉个股还是机构主要重仓个股。22Q4 与 23Q1 重仓个股基本保持稳定，其中除东方雨虹、海螺水泥等传统建材个股以外，主体仍是石英股份、福莱特等新能源建材交叉个股。此外，由于竣工不及预期，加之玻纤行业景气度早已触底，市场减持了玻璃龙头旗滨集团而增持了玻纤龙头中国巨石。

图 6：22Q4 公募基金主要重仓建材股票（单位：亿元）



数据来源：万得，东方证券研究所

图 7：23Q1 公募基金主要重仓建材股票（单位：亿元）

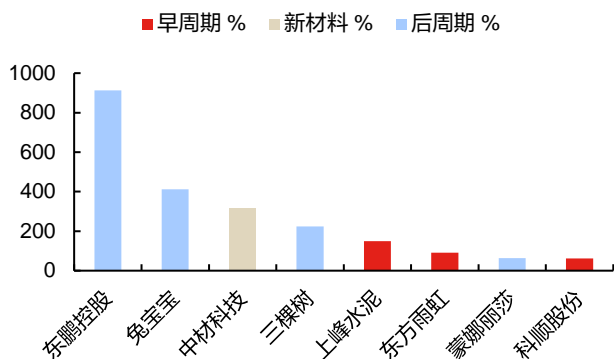


数据来源：万得，东方证券研究所

22Q4 机构曾经集中加仓地产后周期，但 23Q1 还是重新增持新材料板块个股。22Q4 在地产三支箭催化下，机构对保交楼预期提升，集中增持后周期建材，东鹏控股、兔宝宝、三棵树分别增长 912.7%、411.4%和 223.6%。新材料新能源增持情况同样值得关注，22Q4 中材科技的增持比例达到了 314.6%，且随着 23Q1 地产修复不及预期，市场重新增持新材料建材交叉个股。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

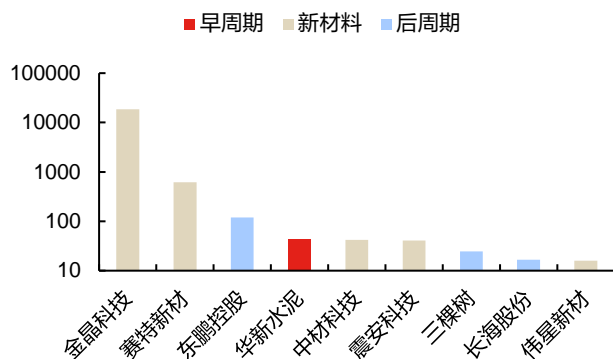
图 8：22Q4 公募基金主要增持建材股票（单位：%）



数据来源：万得，东方证券研究所

注：按照 22Q3-22Q4 公募基金增持股票数量比例排序

图 9：23Q1 公募基金主要增持建材股票（单位：%）



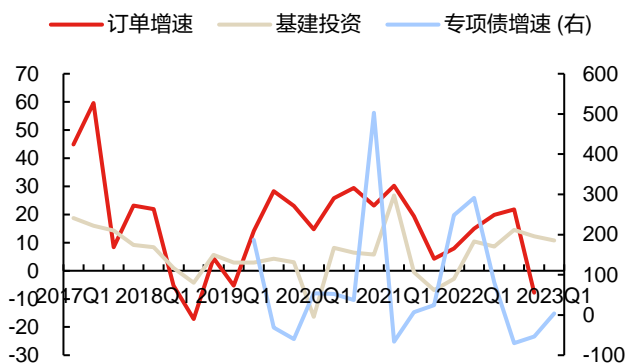
数据来源：万得，东方证券研究所

注：按照 22Q4-23Q1 公募基金增持股票数量比例排序

业绩与行业基本面

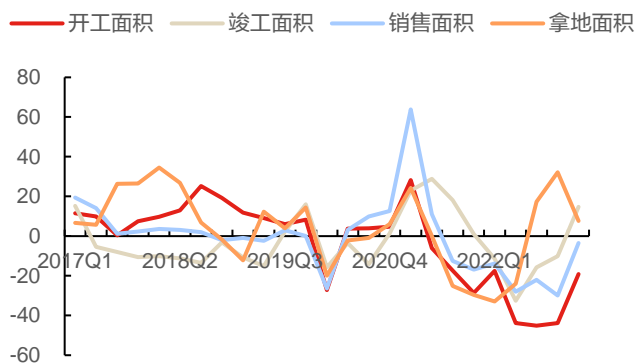
23Q1 以来基建增速回落，地产需求复苏不及预期。23Q1 基建增速回落至 10.8%，同时作为先导指标的基建央企订单与专项债同为负增长，预示着未来基建增速或将继续回落。从地产数据看，虽然 23Q1 开工与销售面积的跌幅有所收窄，拿地与销售面积略有涨幅，但复苏仍然未达预期，未来下游需求仍将疲弱。

图 10：基建投资相关季度数据情况（单位：%）



数据来源：国家统计局，财政部，公司公告，东方证券研究所

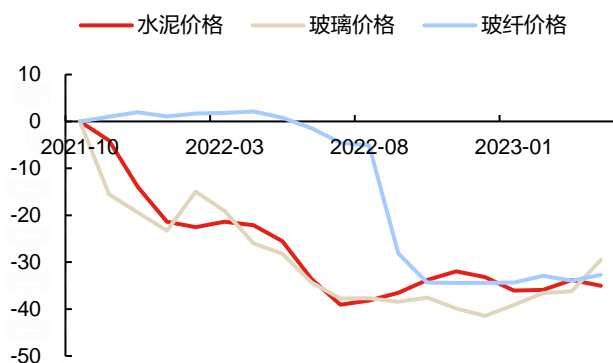
图 11：房地产开发相关季度数据情况（单位：%）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

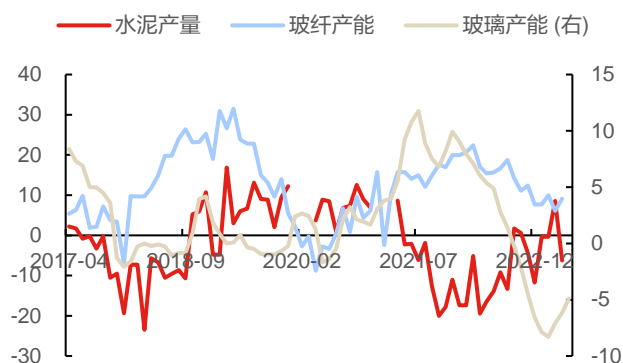
水泥玻璃玻纤价格持续磨底，玻璃玻纤供给仍在高位，水泥需求依然疲软。近期周期建材数据有所下滑，水泥、玻璃与玻纤价格持续疲软，相比 21 年 10 月高位，23 年 4 月跌幅分别为 35%、29.5%、32.7%。而玻璃玻纤虽然需求疲软，但产能整体仍处高位，仍对价格形成压力。此外，水泥产量在 22 年初开始持续下跌，虽然自 22 年后半年跌幅开始收窄，23 年 3 月产量增长 8.6%，整体需求水平艰难修复。

图 12：水泥、玻璃、玻纤价格自 21Q4 以来变化（单位：%）



数据来源：数字水泥网，卓创资讯，东方证券研究所

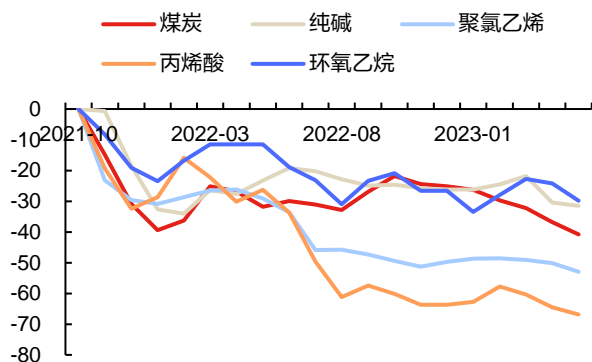
图 13：水泥产量、玻璃产能、玻纤产能同比增速（单位：%）



数据来源：数字水泥网，卓创资讯，东方证券研究所

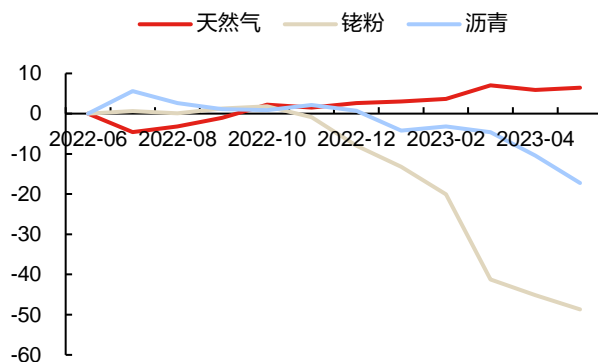
各类原材料价格均在回落中，成本端压力将有明显改善。主要建材原材料中，除天然气比 22 年 6 月增长 6.4% 外，纯碱、煤炭、环氧乙烷、丙烯酸等关键原材料价格均开始高位回落，趋向恢复正常，相比 21 年 10 月份平均价格分别下跌 31.5%、40.8%、29.9%、66.9%。原材料价格的回调将有效降低上游成本，减轻成本端的压力，提升相关企业盈利能力。

图 14：部分建材原材料 21 年 10 月以来价格变化（单位：%）



数据来源：中国煤炭市场网，中国氯碱网，万得，东方证券研究所

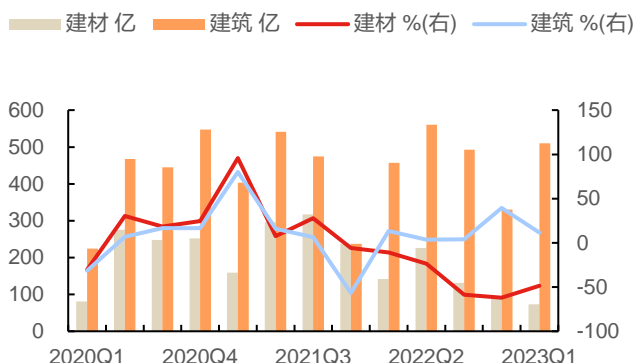
图 15：部分建材原材料 22 年 6 月以来价格变化（单位：%）



数据来源：金联创，隆众化工，万得，东方证券研究所

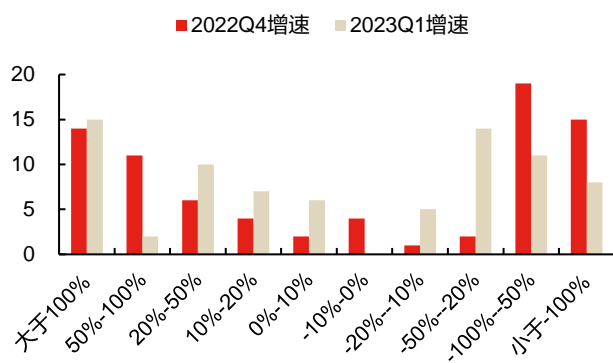
相比建筑，建材行业利润仍在探底，从企业利润增速分布来看，23Q1 相比 22Q4 有小幅改善。相比于归母净利持续增长的建筑行业，22Q4 和 23Q1 我们关注的 78 家建材上市公司合计归母净利分别为 90 与 73 亿，同比增长分别为-62%与-48.5%，已连续 6 个季度保持负增长，行业利润仍在探底，但 23Q1 跌幅有小幅收缩。从企业利润增速分布来看，22Q4 有过半企业亏损，且 43.6% 的企业利润跌幅超过 50%，但 23Q1 亏损企业减少 3 家且跌幅整体收窄，并有更多企业实现高速增长，说明建材行业仍有复苏。

图 16：建筑与建材板块归母净利润及其增速对比



数据来源：万得，公司财报，东方证券研究所

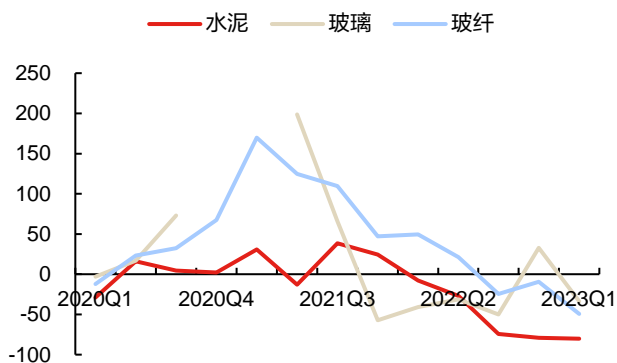
图 17：21Q2 与 23Q1 建材企业利润增速分布（单位：家）



数据来源：万得，公司财报，东方证券研究所

新材料保持稳定增长，23Q1 后周期板块业绩有明显改善。22Q4 与 23Q1，新材料板块利润增速分别是 146.6%与 84.8%，仍然保持稳定增长态势。此外 23Q1 后周期增长 363%，主要是同比基数较低，从预期来看，23Q1 不及预期情况已有改善，特别是后周期中不及预期企业已减少近半。

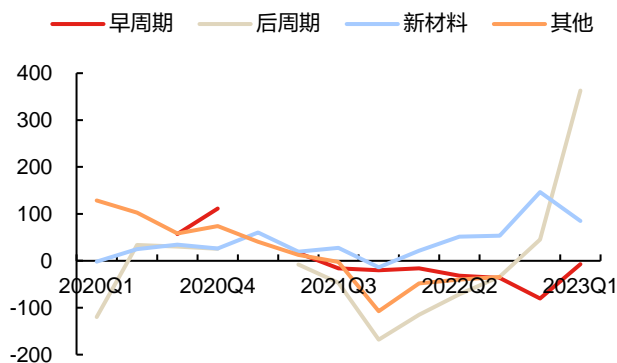
图 18：周期建材利润增速情况（单位：%）



数据来源：万得，公司财报，东方证券研究所

注：该增速为各细分板块上市公司归母净利润求和的同比增速

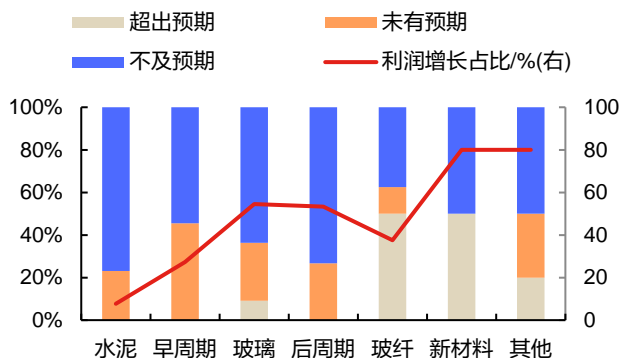
图 19：其他建材利润增速情况（单位：%）



数据来源：万得，公司财报，东方证券研究所

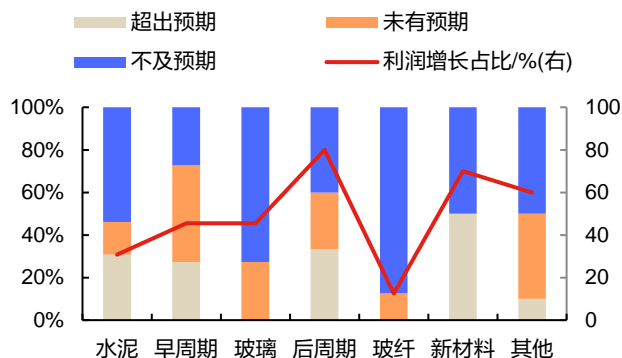
注：该增速为各细分板块上市公司归母净利润求和的同比增速

图 20：建材行业各细分板块 22Q4 业绩超预期情况



数据来源：万得，公司财报，东方证券研究所

图 21：建材行业各细分板块 23Q1 业绩超预期情况



数据来源：万得，公司财报，东方证券研究所

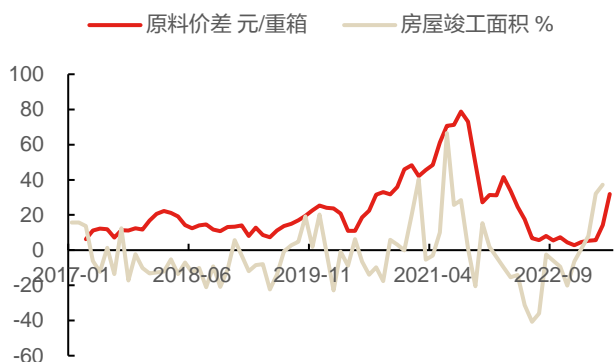
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

传统建材：估值安全，景气修复可期

周期建材：静待玻璃景气复苏

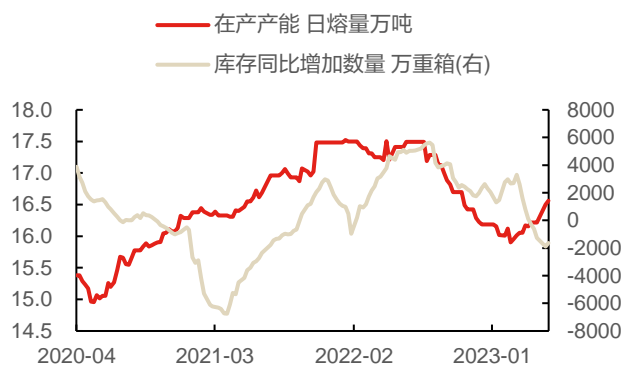
玻璃产销转弱成本下行，冷修产线复产压力增大，预期价格短期回落。23 年 3-4 月玻璃景气回升，主要原因是厂商主动涨价，刺激中下游加工厂和贸易商补库，强产销导致玻璃价格上涨。从后续供需格局来看，地产竣工端有明显修复，竣工面积 1-4 月同比增长 18.8%，但近期玻璃产能供给重新抬头，月内陆续有产线点火，22 年冷修产线的复产压力较大。随着南方梅雨季带来季节性需求下滑，以及厂贸博弈下中下游贸易商囤货意愿将逐步减弱，叠加成本端纯碱价格持续下行，玻璃价格预计在短期内仍将回落。

图 22：浮法玻璃原料价差与地产竣工增速对比



数据来源：卓创资讯，中国氯碱网，金联创，国家统计局，东方证券研究所
注：原料价差指浮法玻璃价格（税后）减天然气、石英砂、纯碱成本之差

图 23：浮法玻璃行业在产产能与厂商库存情况



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

保交楼发力或带动竣工端增速，四季度玻璃旺季有望迎来上涨行情。从更长期的视角来看，保交楼与竣工端增速是玻璃景气度的主要驱动力。据百年建筑网调研全国 1114 个保交楼项目交付情况，5 月份已交付比例为 34%，较 3 月提升 11 个百分点，保交楼政策逐步发力下全年地产竣工有望保持高增速。我们预计 23Q4 是保竣工保交楼落地高峰，竣工数据回暖有望驱动玻璃在 4 季度迎来新一轮上涨行情。

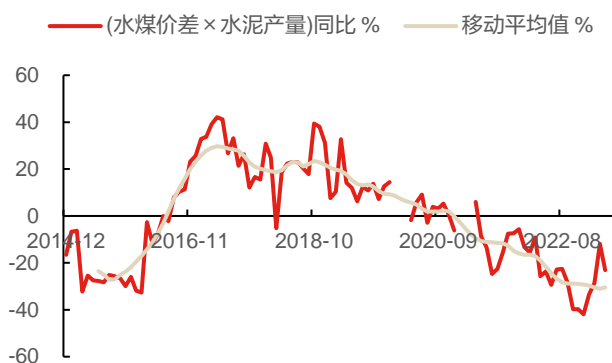
表 1：3-5 月保交楼项目已交付比例

区域	3 月	5 月	差值
全国	23%	34%	11%
华东	27%	40%	13%
华南	27%	56%	19%
西南	5%	15%	10%
华中	11%	16%	5%
华北	28%	32%	4%
东北	29%	33%	4%
西北	19%	26%	7%

数据来源：百年建筑网，东方证券研究所

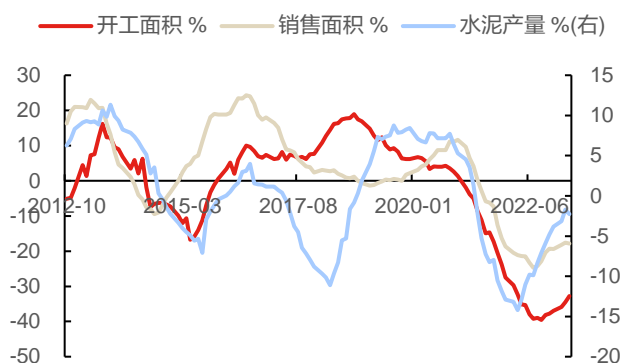
水泥需求仍显颓势，供给收缩边际效用减弱，景气度短期难有回升。23 年水泥需求端依然疲软，主要表现在地产开工端及销售端数据较差，23 年 1-4 月同比分别下降 21.2%和 0.4%。后续 6-7 月受南方雨季和夏季高温的季节性影响，预计需求下行趋势仍会持续。供给端虽然在供给侧改革的背景下，部分地区已启动夏季停窑限产，但由于目前供给已处于低位，继续错峰限产对价格支撑作用的边际效用将会转弱，短期内水泥景气度难见回暖迹象。

图 24：水煤价差×水泥产量情况



数据来源：国家统计局，数字水泥网，煤炭市场网，东方证券研究所
注：移动平均指取最近 12 个月该增速的平均值

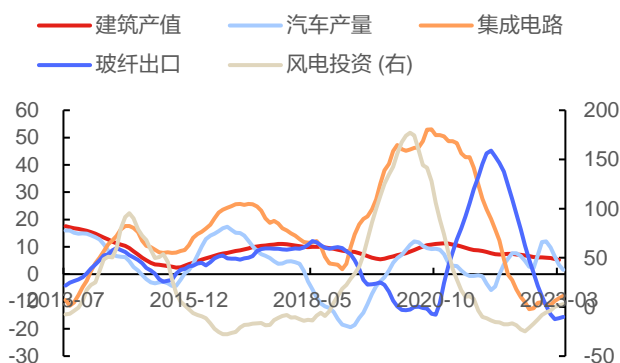
图 25：地产销售与新开工面积与水泥产量情况



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

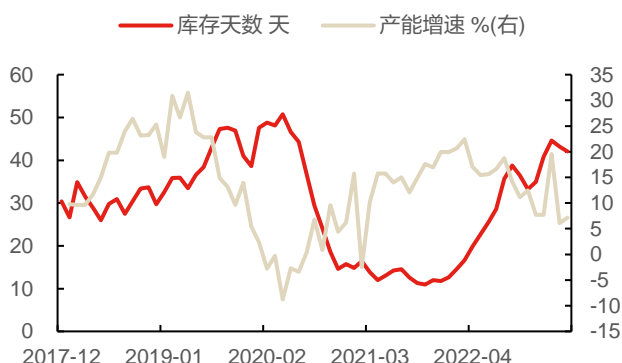
玻纤景气度持续磨底，机构集中增持等待外部催化。23 年以来玻纤价格延续低位，截至 5 月末缠绕直接纱均价为 4042 元/吨，环比 4 月价格下跌 2.2%，与 23 年初价格基本持平。景气度看不到回升的主要原因是供需错配格局尚未修复。23Q1 玻纤月均在产产能为 54.5 万吨，同比增长 7.8%，延续了 22 年以来的扩产趋势；需求端虽然风电订单小幅回暖，但受制于地产、基建需求不振，整体需求水平难有起色。但从机构持仓来看，23Q1 玻纤持仓大幅上升，后续可关注下游地产、基建、汽车的回暖信号，以及光伏边框等新业务的增量情况，若有外部催化剂出现，或能带来行业反转可能。

图 26：玻纤主要需求领域当前增长水平（单位：%）



数据来源：国家统计局，卓创资讯，东方证券研究所

图 27：玻纤库存天数以及产能增速情况

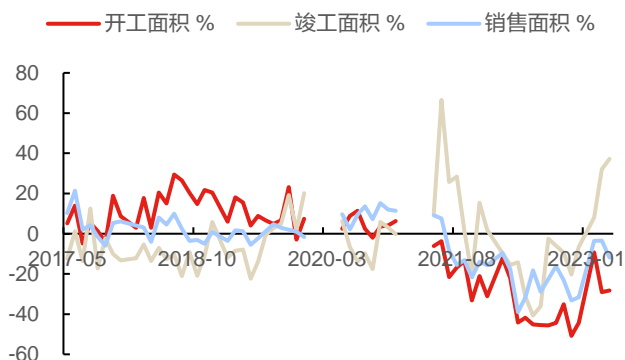


数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

消费建材：景气修复静待花开

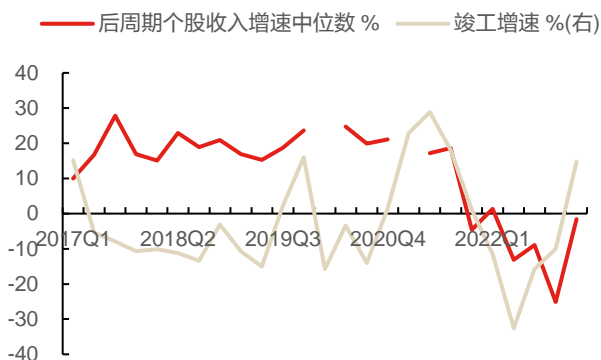
23Q1 地产竣工增速亮眼，但与上市公司收入增速并不匹配。在保交楼政策下，房屋竣工面积同比今年以来持续上升，3-4 月份连续两个月同比增速超过 30%，增速接近 2021 年以来高点。开工面积同比和销售面积有所回升，但仍处在负增长。在竣工增速持续高增的同时，我们发现后周期相关企业收入水平并未出现相应的增长，23Q1 地产竣工面积增速达 14.7%，但相关个股收入增速中位数仅为-1.6%，行业数据的改善并未在企业经营层面获得印证。后周期板块上市公司的利润增长主要来自 1.原材料价格回落，2.去年同期计提信用减值导致可比基数较低。

图 28：竣工面积、开工面积、销售面积增速变化情况



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 29：竣工面积与个股收入增速中位数变化情况比较



数据来源：国家统计局，公司财报，东方证券研究所

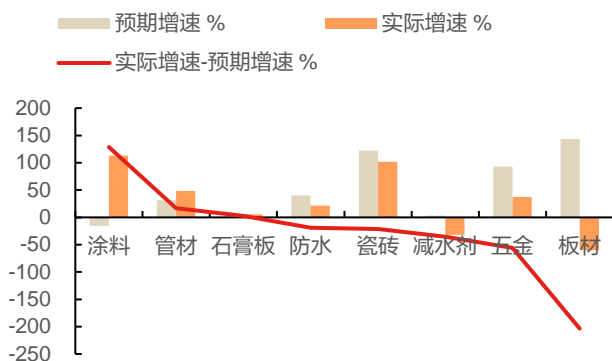
品牌建材企业利润修复水平整体不及市场预期。我们将万得一致预期作为市场对建材板块各主要上市公司业绩预期水平，并与各细分板块主要上市公司一季度利润增速中位数进行对比。可以发现细分行业修复幅度远远不及市场预期。考虑个股估值水平受市场整体估值水平波动影响，我们将个股市盈率除以万得全 A 市盈率反映个股估值溢价水平，将行业主要上市公司个股估值溢价率中位数作为各细分行业估值水平代表。可以发现水泥，管材，减水剂等与基建需求关联度较高的细分板块最近 5 年估值水平经历了整体下行，在 2021 年达到最低水平后持续回升，目前早周期品种估值水平已接近 5 年来最高水平。防水，瓷砖，涂料等后周期相关细分品种估值水平在 2019-2020 年随着地产集采达到最近 5 年来最高水平后持续回落，恢复至 2022 年 10 月份时估值水平。

表 2：主要品牌建材 23Q1 市场预期增速与实际增速情况

	预期增速/%	实际增速/%	实际增速-预期增速/%
涂料	(15.6)	113.1	128.7
管材	31.5	48.2	16.7
石膏板	2.9	5.6	2.7
防水	40.4	21.5	(18.9)
瓷砖	122.6	101.5	(21.0)
减水剂	3.6	(31.5)	(35.1)
五金	93.1	37.3	(55.8)
板材	143.3	(60.1)	(203.4)

数据来源：万得，公司财报，东方证券研究所

图 30：主要品牌建材 23Q1 市场预期增速与实际增速情况



数据来源：万得，公司财报，东方证券研究所

注：将各板块主要上市公司 23Q1 万得一致预期增速中位数与实际增速比较

图 31：主要品牌建材估值溢价分位数变化情况

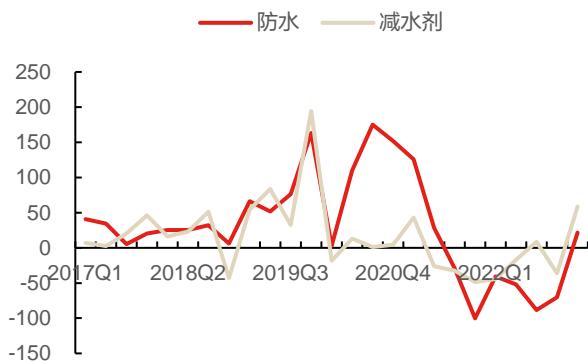


数据来源：万得，东方证券研究所

注：以上市公司相比万得全 A 估值溢价水平来衡量估值水平

分细板块来看，后周期景气度修复快于早周期。我们将防水、减水剂等在建开工时需要的产品分类为早周期品种，瓷砖、管材、涂料等新房交付后所需要的产品分类为后周期品种，并采用细分领域龙头企业净利润增速来反映细分行业的景气度水平。其中防水、减水剂等早周期相关品种利润增速随着地产新开工需求疲软持续下行，近期随着原材料价格回落盈利增速出现回升迹象。管材、涂料、瓷砖等后周期板块随着近期地产竣工以及销售数据逐渐改善，利润增速早于早周期板块进入修复期。判断目前建材行业各大细分行业中，涂料、瓷砖、管材景气复苏的进展相对靠前。其次是防水，减水剂等其他品种景气度也在逐步修复中。

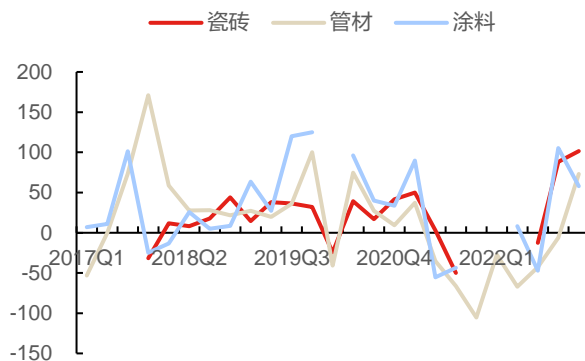
图 32：早周期品种利润增速水平变化情况（单位：%）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

注：该增速为各细分板块上市公司归母净利润当季增速平均数

图 33：后周期品种利润增速水平变化情况（单位：%）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

注：该增速为各细分板块上市公司归母净利润当季增速平均数

限购限售政策不断放宽，短期成交可能有所增长。6 月，青岛有关部门发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》。根据通知，非限购区域首付比例首套最低调整为 20%、二套最低调整为 30%；优化了特定条件群体商品住房上市交易年限，该群体新建商品房出售条件由网签满 5 年变更为网签满 3 年，取证满 2 年；二手房出售条件由取证满 2 年变更为取证满 1 年。降低首付可以刺激首套的刚需阶层和资金预算较低的购房者，这些群体的购房意愿会提升，但对于改善型客户作用有限。此次新政只针对特定条件的群体松了限售，这是有条件的放宽限售年限，短期房源

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

挂牌量会增加，特别是市场关注的少量次新房将上市。总体上来看，市场短期可能成交有所增长，但相对新建商品房更为有利，带动 C 端消费建材需求增长。

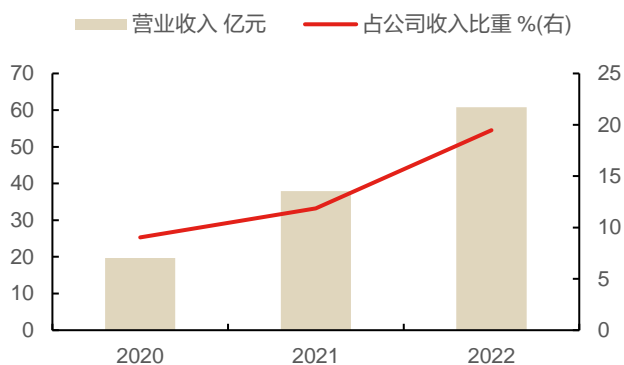
表 3：近期全国主要城市限购限售松绑政策

日期	省市	政策内容
2023-03	福建厦门	支持厦门户口单身可以购买第二套住房，岛外限售政策由产权证日期之日起 2 年内限售改为网签日期之日起 2 年内限售。
2023-04	河南郑州	郑州二环外取消楼市限购，从本周开始执行。另外，限售政策也进行部分调整从原有的以取得不动产权日期算起，满 1 年可以进行出售，调整为以网签时间、契税缴纳时间和不动产权登记时间为准
2023-04	安徽合肥	合肥楼市调控政策有所调整，部分区域不再限购；有 60 岁及以上成员或有未成年子女的二孩及以上多子女家庭，可购买第 3 套住房；持有安徽省居住证且无(有)的外地户籍，可在合肥市限购区域购买 1 套住房。
2023-04	浙江杭州临平区	杭州临平区全域放宽限购，在整个临平区购房，外地户籍只需 1 个月社保即可购买临平区的新房或二手房，本地户籍无需社保，购买二套房不再受落户 5 年限制。2023 年 9 月 30 日(含)前购房，按照实际缴纳契税金额的 50%标准给予补助。
2023-05	福建宁德	全面放宽商品住房的限购政策，在宁德市中心城区购买商品住房不受户籍和套数的限制。
2023-05	江苏南京	不管名下有几套房产，只要是南京户籍，均可在江心洲、南部新城、红山新城、幕府创新区这四处产业集聚区开出购房证明
2023-06	山东青岛	新建商品住房合同网签备案满 3 年或取证满 2 年、二手住房取证满 1 年，可上市交易。青岛市限购区域为市南、老市北，非限购区域首付比例首套最低调整为 20%、二套最低调整为 30%；限购区域首付比例不变，首套最低 30%、二套最低 40%。

数据来源：万得，财联社，东方证券研究所

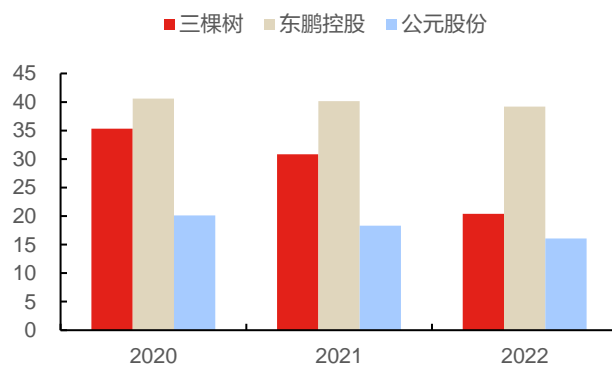
大 B 疲软，泛零售将成为重要渠道。2020 年末“三道红线”的提出加剧房地产行业供给端收紧，地产下行叠加疫情反复，房地产需求持续低迷，工程段营业收入疲软，消费建材主要企业纷纷发力零售端。东方雨虹民建集团作为东方雨虹零售渠道公司增长喜人，22 年营业收入同比增长 60.73%。通常消费建材直销渠道主要针对房企等大 B 端客户，观察东鹏控股、三棵树、公元股份直销渠道营业收入占比连续三年下降，主要针对 C 端客户的零售渠道营业收入占比相应地持续提升。地产疲软的环境下，消费建材企业的小 B 和 C 端渠道将成为重要的客户来源。

图 34：近三年东方雨虹民建集团营业收入占公司收入比重



数据来源：东方雨虹年报，东方证券研究所

图 35：近三年部分企业直销渠道比例



数据来源：公司年报，东方证券研究所

表 4：主要消费建材公司渠道变革举措

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

类别	企业	过往	变革
防水	东方雨虹	针对地产集采，2018 年合并工程渠道与直销成立工程建材集团。划分北方区、华南区、华东区进行考核。	合伙人渠道销售成为公司主要的销售模式；继续抓住民用建材发展机遇，稳固传统强势渠道，落实电商渠道服务 C 端。
管材	中国联塑	自 2012 年起，公司 C 端市场迅速扩张，数量从 2012 年的 1300 名增加至 2021 年的 2786 名。华南市场占比 50.7%。	以 C 端业务为支撑，为其他业务打开市场板块、提高渗透率打下基础，同时加速西部市场发展
瓷砖	东鹏控股	主打泛 C 端业务，重点服务 C 端和小 B 端，需求占比达到 80%。现金流状况较好。	更倾向投入利润和现金流更优的零售业务或小 B 业务。积极关注大 B 业务的复苏，适当开展央企、国企、优质民企及资金有保障的楼盘项目。
涂料	三棵树	先期走渠道下沉战略，C 端布局领先，后 B 发力，增长较快，2020 年工程渠道需求达到 60%。	C 端大力拓展经销商完善营销网络，建立新零售门店模式。前期渠道扩建为小 B 工程涂料销售奠定基础。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

企业品类扩张，细分赛道竞争激烈。我们认为完成城镇化后，企业增长主要来自于跨品类扩张。对于国内品牌，行业内加速整个竞争激烈的同时，大单品渗透扩张是必由之路。例如东方雨虹的德爱威涂料 2023 年的首选率 8%，排名第 5 名，北新涂料今年异军突起，进入涂料首选率排名前十。目前主要建材龙头均已开展扩品类之路，不同细分赛道龙头之间竞争也将愈发激烈。

表 5：部分建材龙头品类拓展情况及其在 500 强品牌首选率情况

公司	品种	品牌	2019		2020		2021		2022		2023	
			首选率	排名	首选率	排名	首选率	排名	首选率	排名	首选率	排名
东方雨虹	防水	雨虹	36.0%	1	36.0%	1	36.0	1	30.0%	1	28.0%	1
	保温板	卧牛山	18.0%	1	11.0%	4	11.0	5	11.0%	3	4.0%	9
	涂料	德爱威			5.0%	8	5.0%	9	9.0%	3	8.0%	5
	瓷砖胶	华砂			10.0%	4			4.0%	8	9.0%	4
三棵树	涂料	三棵树	19.0%	2	17.0%	2	18.0%	2	17.0%	2	18.0%	2
	保温板	三棵树	8.0%	5	12.0%	2	14.0%	2	14.0%	2	15.0%	2
	瓷砖胶	三棵树			4.0%	8	4.0%	8	4.0%	8	5.0%	8
	防水	三棵树					5.0%	7	7.0%	5	9.0%	4
北新建材	石膏板	龙牌/泰山	45.0%	1	39.0%	1	45.0%	1	39.0%	1	25.0%	1
	防水	北新			7.0%	3	7.0%	3	10.0%	3	15.0%	3
	涂料	北新									3.0%	10
伟星新材	管材	伟星	20.0%	2	20.0%	2	21.0%	2	14.0%	3	19.0%	2

数据来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，优采平台，东方证券研究所

药用玻璃仍可再期

政策影响下中硼硅仍为首选

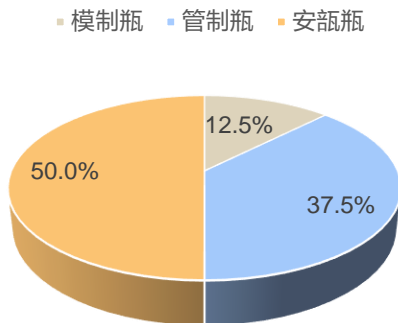
药用玻璃按材料可以分为中硼硅和其他玻璃，按工艺可以分为模制瓶和管制瓶。根据材料药用玻璃可以分为高硼硅、中硼硅、低硼硅和钠钙玻璃，区别在于 B_2O_3 (三氧化二硼) 的含量不同，中硼硅玻璃成分中三氧化二硼含量在 8%-12%。含硼量越高，玻璃的耐火性、耐水性越强，线膨胀系数越低，化学稳定性越高。中硼硅比低硼硅稳定，比高硼硅容易成型。2018 年中国中硼硅玻璃在药用玻璃中仅占比 7%，随着技术突破和政策的推进，中硼硅玻璃市场规模仍有较大增长空间。根据生产工艺药用玻璃可以分为模制瓶与管制瓶，模制瓶在药用玻璃中占比 12.5%，其通过模具将玻璃液定型成为药瓶，而管制瓶则需先生产玻璃管，然后通过切割玻璃管封口后形成药瓶；

表 6：中国药用玻璃分类国家标准

	玻璃类型			
	高硼硅玻璃	中硼硅玻璃	低硼硅玻璃	钠钙玻璃
B_2O_3 (%)	≥ 12	≥ 8	≥ 5	< 5
SiO_2 (%)	约 81	约 75	约 71	约 70
Na_2O+K_2O (%)	约 4	4-8	约 11.5	12-16
$MgO+CaO+BaO+SrO$ (%)	/	约 5	约 5.5	约 12
Al_2O_3 (%) 改进玻璃的力学性能	2~3	2~7	3~6	0~3.5
平均线热膨胀系数 ($10^{-6} K$)	3.2~3.4	3.5~6.1	6.2~7.5	7.6~9.0
121℃ 颗粒耐水性	1 级	1 级	1 级	2 级
98℃ 颗粒耐水性	HGB1 级	HGB1 级	HGB1 或 2 级	HGB2 或 3 级
内表面耐水性	HC1 级	HC1 级	HC1 或 HCB 级	HC2 或 3 级
耐酸性能	1 级	1 级	1 级	1~2 级

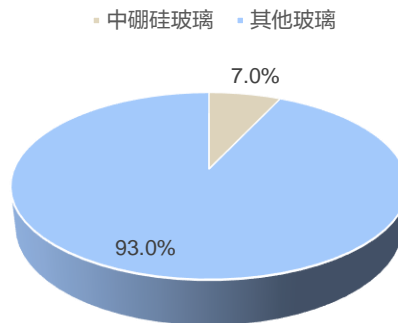
数据来源：国家药监局，东方证券研究所

图36：模制瓶在药用玻璃中的占比



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图37：2018年中国中硼硅玻璃在药用玻璃占比



数据来源：制药网，东方证券研究所

一致性评价，带量集采，关联审批提升中硼硅玻璃渗透率与客户粘性。药用玻璃有三个关键政策，分别是一致性评价，带量集采和关联审批。一致性评价的作用是使中硼硅在一些品种的应用实现从 0 到 1 的突破，仿制药一致性评价推动中硼硅玻璃渗透率提高。在 2022 年 5 月国家药监局发布

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

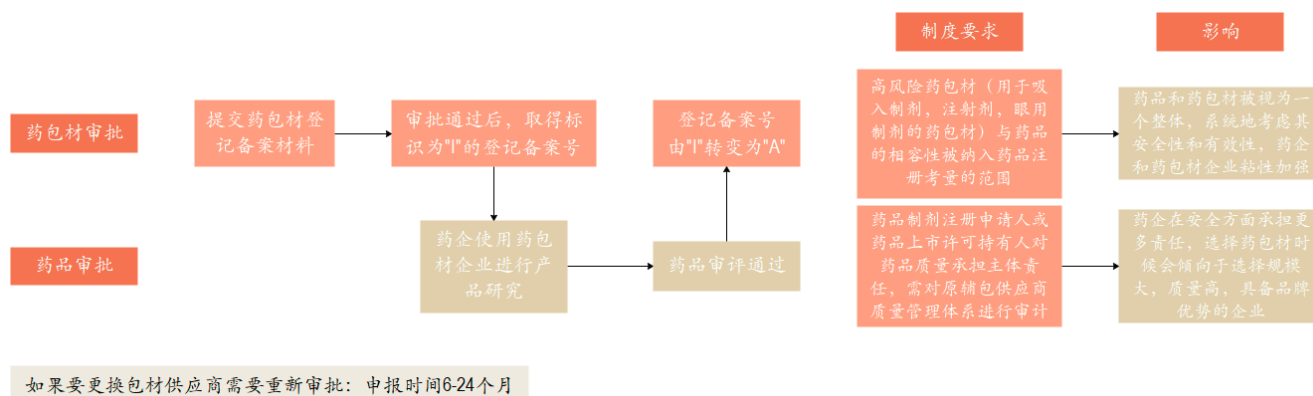
的关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告中，提出注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂一致，将药用包材纳入到了一致性评价的评价体系之中。带量集采的作用是实现中硼硅应用从 1 到 N 的放量，带量集采的开展将会较显著加速中硼硅药用玻璃渗透率的提高。关联审批的作用是提升药用玻璃企业的客户粘性壁垒。在关联审评制度下，药品上市许可持有人对生产制剂所选用的原料药、药用辅料和包装材料的质量负责，责任划分清晰，审批流程得到简化。

表 7：一致性评价与中硼硅玻璃相关政策列表

时间	部门	文件	相关表述
2016 年	国家食药监总局	《医药工业发展规划指南》	加快包装系统产品升级，开发应用安全性高，质量性能好的新型材料，逐步淘汰质量安全风险大的品种，重点加快注射剂包装由低硼硅玻璃瓶向中硼硅玻璃瓶转换
2017 年 12 月	国家食药监总局	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	直接接触药品的包装材料和容器；注射剂使用的直接接触药品的包装材料和容器应符合总局颁布的包材标准，不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻璃
2020 年 5 月	国家药监局	关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告	直接接触药品的包装材料和容器：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

数据来源：国家药监局，东方证券研究所

图38：关联审批示意图

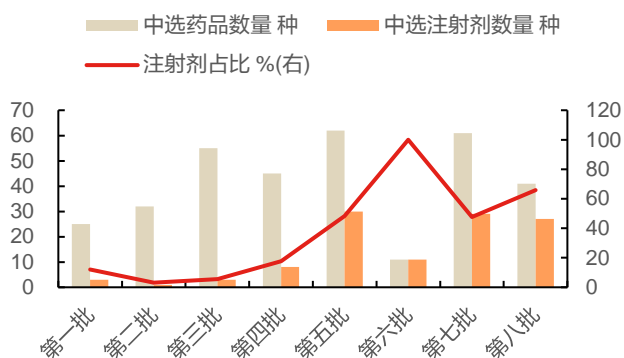


数据来源：力诺特玻招股说明书，《国家药监局关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》，东方证券研究所

一致性评价与集采持续推进

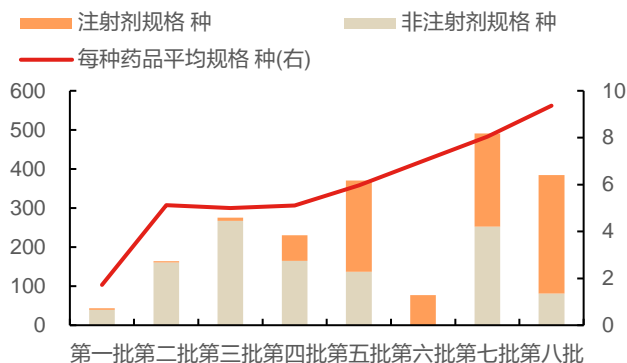
通过集采和一致性评价的药品明显增多，中硼硅玻璃渗透率仍有较大提升空间。在历次集采中标药品中，除第六批药品全部为注射剂外，注射剂占比从第二批的 3.1% 上升到第八批的 65.9%，而注射剂规格的数量从第一批的 4 种增长到第八批的 303 种。同时，每种药品对应规格数量也从第一批的 1.7 上升到第八批的 9.4，意味着过了集采之后的竞争也越来越激烈，放量效应会逐步减弱。另外，历年新增通过一致性评价的药品和注射剂数量分别从 2017 年的 14 种和 2 种增加到 2022 年的 206 种和 92 种。2022 年完成集采的药品和注射剂占比分别为 31.3% 和 31.8%，这说明带量集采的进程还未过半，中硼硅渗透率还有较大的提升空间。

图39：历次集采中标品种情况



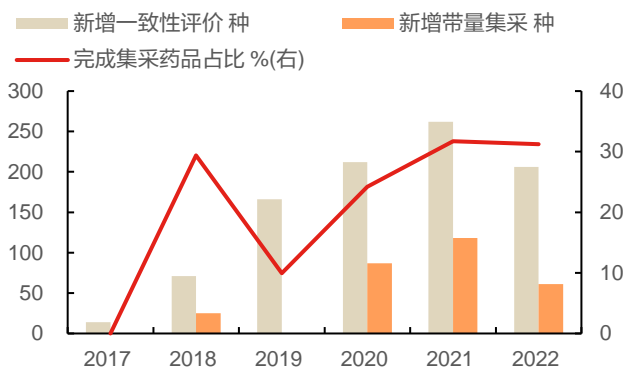
数据来源：上海阳光医药采购网，东方证券研究所

图40：历次集采中标规格情况



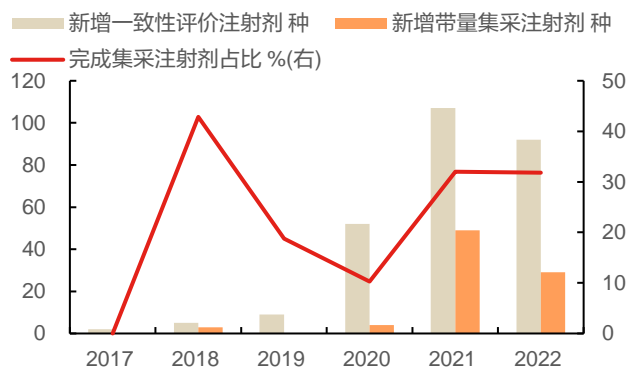
数据来源：上海阳光医药采购网，东方证券研究所

图41：历年首次过评一致性评价与集采涉及药品数量



数据来源：Insight，东方证券研究所

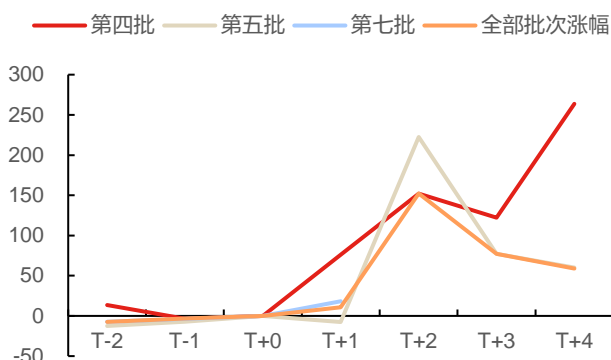
图42：历年首次过评一致性评价与集采涉及注射剂数量



数据来源：Insight，东方证券研究所

集采中标药品会在中标后 2 个季度销售放量 150%以上，未中标品种会在中标后两个季度销量下降 60-80%。考虑第四、五、七批集采中注射剂比例比较高，数据代表性比其他批次更强，因此我们选择这三批数据进行统计。集采对于单一药品销售的放量是一次性的，往往在中标后第二个季度随着集采执行一步到位，T+2 之后，集采中标注射剂销售放量幅度中位数比中标当季增加了 152.2%，后续季度销量提升节奏有所放缓。根据前六批销售增长数据，我们判断第七、八批集采的执行分别会在 23Q1、23Q3 带动对应品种销售大幅增长，进一步改善药用玻璃规模。而对于未中标品种，T+2 之后销量下降中位数一般为 60%-80%，之后销量保持相对稳定。

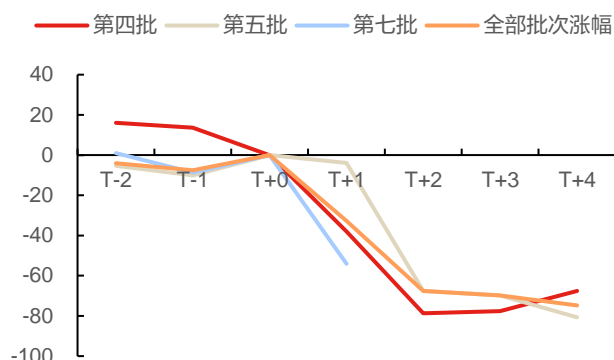
图43：历次中标注射剂规格放量节奏统计（单位：%）



数据来源：上海阳光医药采购网，PDB，东方证券研究所

注：统计每一批次注射剂中标前后各个季度相比中标当季销量涨幅中位数

图44：历次未中标注射剂规格缩量节奏统计（单位：%）

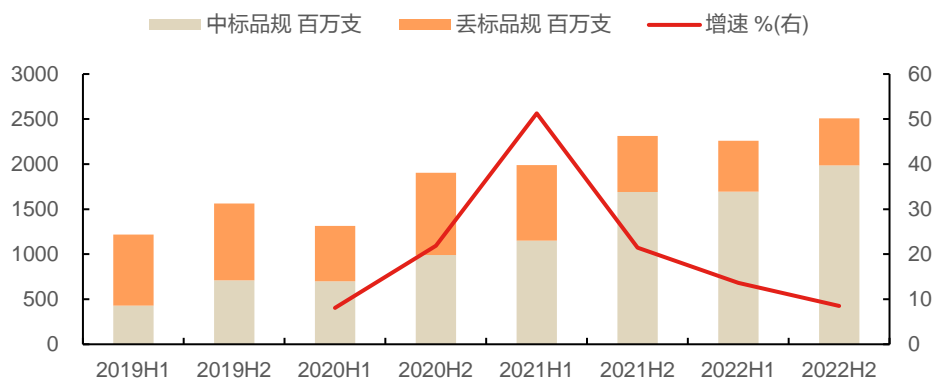


数据来源：上海阳光医药采购网，PDB，东方证券研究所

注：统计每一批次注射剂中标前后各个季度相比中标当季销量涨幅中位数

中标品规使用中硼硅数量逐年提升，丢标品种逐年下降，总体规模增速在 21H1 达到峰值。我们参考各种品规的包装数量，结合其通过一致性评价的时间，将所有品规的销量合并，可以估算出样本医院采购注射剂使用中硼硅药瓶的规模。2019 年以来样本医院采购药品使用中硼硅玻璃瓶数量整体呈上升趋势，其中中标品规数量从 19H1 的 4.3 亿支增长到 22H2 的 19.3 亿支。而丢标品种中，有一部分品规为了冲刺集采，也通过了一致性评价用上了中硼硅玻璃，这部分销量从 19H1 的 7.9 亿支下降到 22H2 的 5.2 亿支。据我们测算，2022 年样本医院采购的总体规模可达 47.7 亿支，其增速在 21H1 达到 51.3% 的峰值，后续因为集采批次推出频率下降增速有所放缓。

图 45：2019 年以来样本医院采购药品使用中硼硅玻璃瓶数量测算



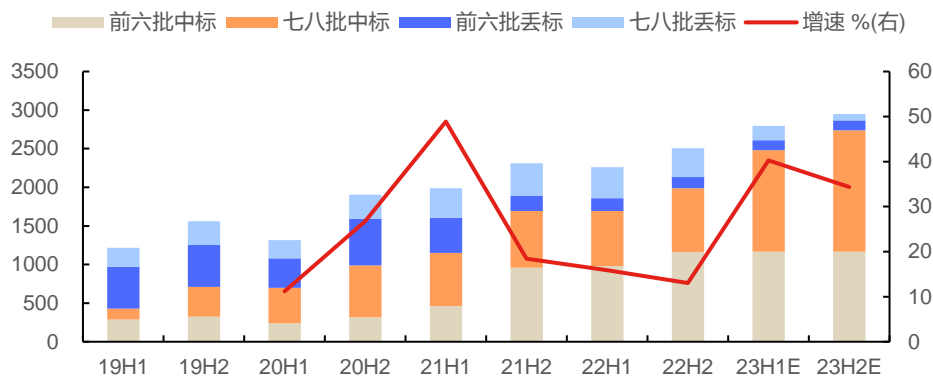
数据来源：上海阳光医药采购网，Insight，PDB，东方证券研究所整理

行业景气度回升可期

预计第七、八批集采推动下，2023 年样本医院采购中硼硅玻璃规模可达 57.4 亿支，YoY+20.5%，增速有望回升。我们假设第七、八批中标的注射剂销量分别会在其中标两个季度后增长 100%，未中标品种销量会在两个季度内减少 80%。其他批次的销量保持稳定。在此假设下，我们预计 23H1 和 23H2 样本医院采购注射剂使用的中硼硅玻璃分别为 28.0 和 29.5 亿支，YoY+23.6%和

+17.6%，全年可达 57.4 亿支，YoY+20.5%。在第七、八批集采的共同推动下，行业增速有望回升。

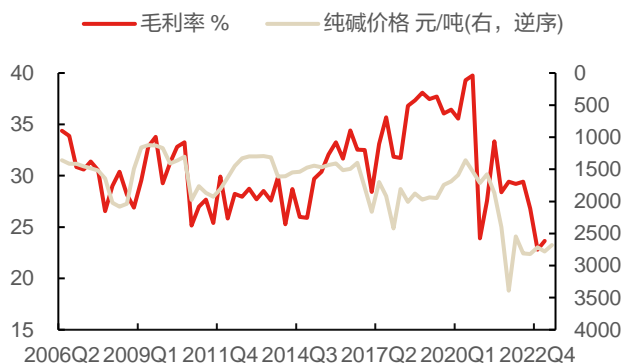
图 46：2023 年样本医院采购药品使用中硼硅玻璃瓶数量测算（左轴单位：百万支）



数据来源：上海阳光医药采购网，Insight，PDB，东方证券研究所整理

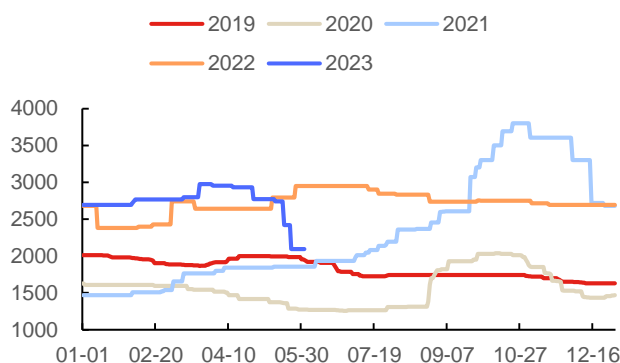
大规模产能投放带动纯碱价格回落，药用玻璃毛利率有望提升。2021 年以来，纯碱价格一直保持高位，今年 5 月随着远兴能源大规模产能投放，有效供给增加，纯碱价格明显调降。纯碱作为重要的原材料，对药用玻璃毛利率有明显的影响。回溯历史，我们发现山东药玻毛利率和纯碱价格有明显的负相关性。随着近期纯碱价格的回落，药用玻璃企业毛利率有望提升。

图47：山东药玻历史上每个季度毛利率与纯碱价格比较



数据来源：中国氯碱网，山东药玻财报，东方证券研究所

图48：纯碱价格情况（单位：元/吨）



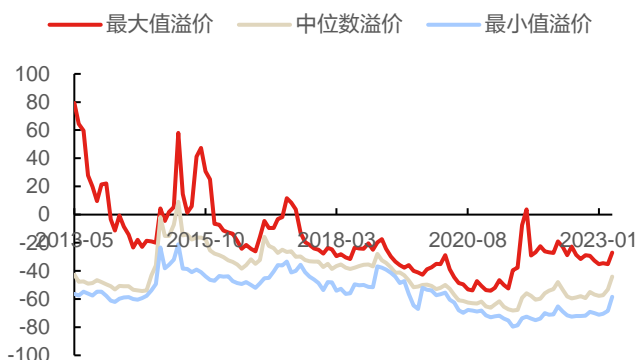
数据来源：中国氯碱网，东方证券研究所

需求增长+成本回落，中硼硅玻璃景气度有望回升。中硼硅药用玻璃增速有望提升，成本端由于纯碱价格下调有望回落，有利于药用玻璃的成本控制和市场竞争力的提升。考虑到国内中硼硅布局加速，预计 2023 年中硼硅药用玻璃整体规模增速相比 2022 年将有所提升。在需求增长叠加成本回落背景下，中硼硅药用玻璃整体景气度将有望回升。

“中特估”下央企估值有望提升

建筑央企估值水平明显低于大盘且市净率小于1，低估值背后存在多处痛点。除2008年前后央企集中上市叠加“四万亿”基建投资，以及2015年PPP模式持续推广背景下建筑央企估值水平暂时性拔高，其他年份建筑央企估值水平明显低于大盘(参照万得全A)。从市净率来看，2018年以后不少建筑央企市净率明显小于1。近期在“中特估”驱动下，建筑央企估值水平有所修复，但低估值的背后，建筑央企存在盈利水平低、分红率低、长期成长性低、资产质量有待提升四大痛点。辨析建筑央企估值提升的空间，需从这四个方面入手。

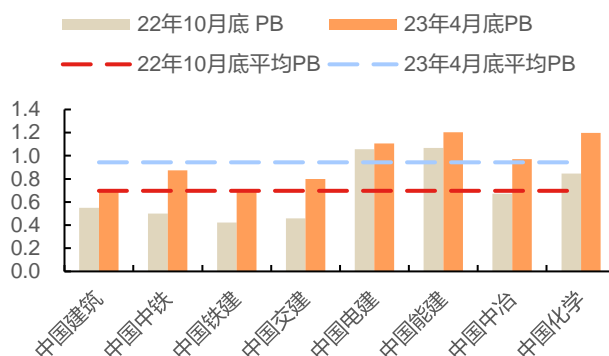
图 49：八大建筑央企市净率分布水平（单位：%）



数据来源：万得，东方证券研究所

注：溢价指的是市净率水平相比万得全A的溢价率

图 50：八大建筑央企市净率分布水平（单位：倍）



数据来源：万得，东方证券研究所

痛点 1：盈利水平偏低

国资委对央企推出新考核指标，注重高质量发展。国资委对央企财务指标考核要求从早期的两利一率到后来的两利四率，再到现在的两利五率。旧的指标体系侧重于利润增长，重规模轻效率，央企对市值管理诉求较低；新的考核指标体系以营业现金比率和净资产收益率替代营收利润率和净利润，更关注于央企的盈利含金量和现金流安全，综合考察了企业的竞争力和经营能力，促进央企高质量发展。ROE 与资本市场的评价标准更加接近，更适合投资者理解央企的业绩表现。

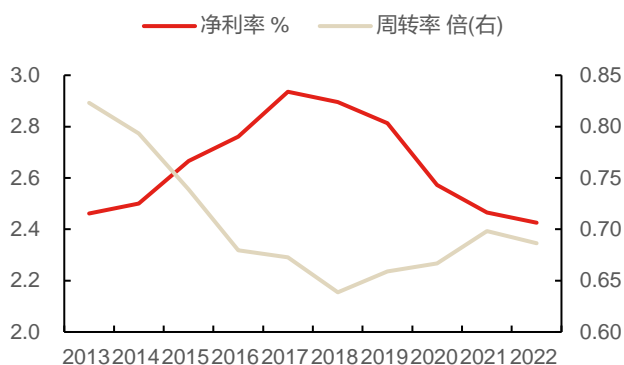
表 8：国资委对央企财务指标的考核指标变化情况

时间	指标与目标	具体指标	变化
2020	两利三率	净利润，利润总额，资产负债率，收入利润率，研发投入强度	增加了营业收入利润率与研发经费投入强度
2021	两利四率	净利润，利润总额，资产负债率，收入利润率，研发投入强度，劳动生产率	增加了全员劳动生产率
2022	两利四率 两增一控三提高	净利润，利润总额，资产负债率，收入利润率，研发投入强度，劳动生产率	两增：利润总额/净利润增速>GDP；一控：负债率<65%；三提高：利润率+0.1pct，生产率+5%，研发强度提升
2023	一利五率 一增一稳四提升	利润总额，资产负债率，研发投入强度，劳动生产率，净资产收益率，营业现金比率	净利润换成 ROE，营业收入利润率换成营业现金比率。更注重盈利能力以及现金回款能力

数据来源：国资委，东方证券研究所

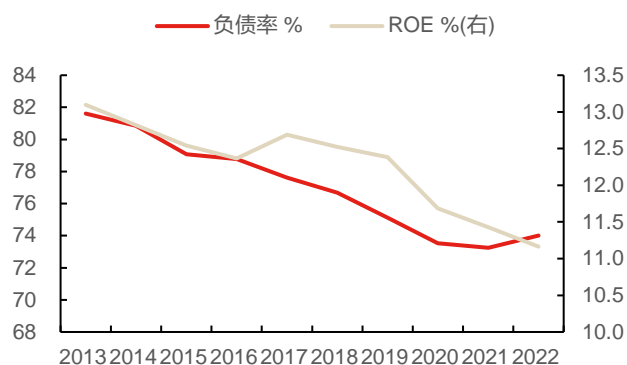
提升利润率或为未来央企提升 ROE 的主要方向。过去几年建筑央企整体 ROE 水平持续下降，从 2013 年 13.1% 下降为 2022 年的 11.2%。从细分指标看，2018 年后净利率持续下降，周转率持续提升，一定程度体现了建筑央企利润稳定增长的背后是“高周转低盈利”的低效经营，由于国资委对央企有资产负债率的考核，我们认为通过提升负债率的方式来提高 ROE 空间不大，提升利润率或为未来建筑央企提升 ROE 的主要方向。

图 51：八大建筑央企整体净利率与总资产周转率变化情况



数据来源：公司财报，东方证券研究所

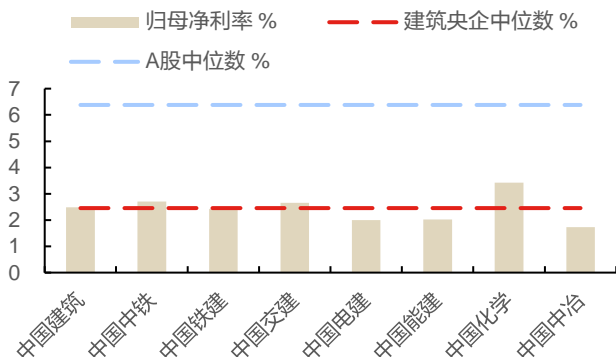
图 52：八大建筑央企整体负债率和 ROE 变化情况



数据来源：公司财报，东方证券研究所

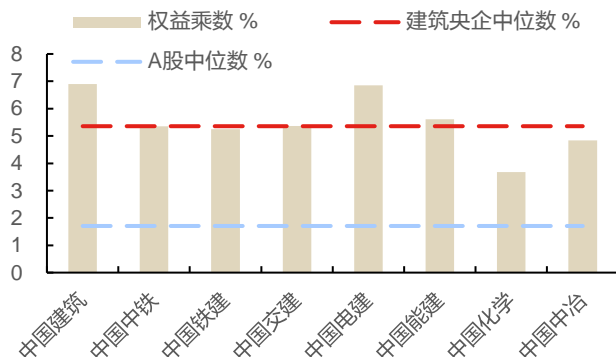
其他条件不变，净利率提升 0.5pct 可带动 PB 提升 0.13X。建筑行业因其自身特有的业务模式，净利率水平明显低于其他行业而权益乘数明显高于其他行业。但也正因为其净利率水平低，只要其利润率水平有小幅提升，对其 ROE 乃至 PB 水平提升弹性很大。参照永续股利增长模型， $PB = \frac{\text{分红率} \times ROE}{(\text{股权回报率} - \text{永续增长率})}$ ，参照 22 年 10 月底“中特估”行情启动前，央企平均净利率仅 2.5%，若能恢复到最近 5 年最高的 3.0% 水平，则其他参数不变的情况下，对应 ROE 可从 11.8% 提升至 14.3%，对应 PB 可从 0.59 提升至 0.72，净利率提升 0.5pct 可以带动 PB 提升 0.13X。

图 53：2022 年八大建筑央企归母净利率和 A 股整体水平对比



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 54：2022 年八大建筑央企权益乘数和 A 股整体水平对比

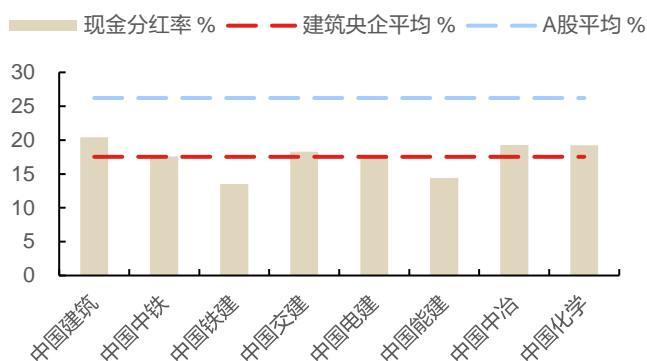


数据来源：公司财报，东方证券研究所

痛点 2：分红率偏低

建筑央企低分红率与低利润增长率不匹配。相比上市 A 股平均 26.2% 的现金分红比例，建筑央企分红比例基本在 10-20% 的区间，低于市场平均水平，按分红占未分配利润来计算也偏低。一般情况下上市公司分红率较低的主要原因是因为主业高速发展需要较大的资金投入。但是近年来，伴随着建筑央企分红率持续降低的却是利润增速中枢的整体下移，低分红本应伴随着高增长，分红率增长率双降意味着资本利用效率的下降。

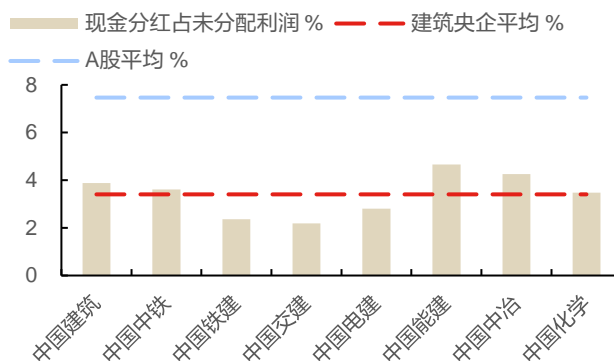
图 55：2021 年八大建筑央企现金分红率和 A 股整体水平对比



数据来源：公司财报，东方证券研究所

注：A 股平均指的是将所有 A 股 2021 年现金分红率求算术平均

图 56：2021 年八大建筑央企现金分红占未分配利润情况

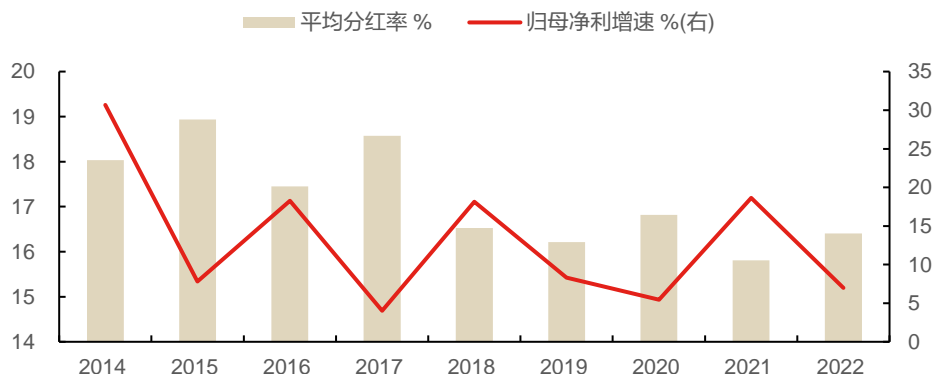


数据来源：公司财报，东方证券研究所

注：A 股平均指的是将所有 A 股 2021 年现金分红占未分配利润求算术平均

其他条件不变，分红率提升 1.2pct 可带动 PB 提升 0.05X。同上文参照永续股利增长模型的公式，市净率与分红率同样呈正比关系。截至 22 年 10 月份“中特估”行情启动前，建筑央企平均分红率为 16.4%。过去 5 年建筑央企平均分红率在 15.1%-17.6% 波动，若分红率可以恢复到 17.6% 的水平，则其他参数不变的情况下对应 PB 可以从 0.59 提升至 0.64，分红率提升 1.2pct 可以带动市净率提升 0.05X。

图 57：建筑央企平均分红率和归母净利增速水平对比

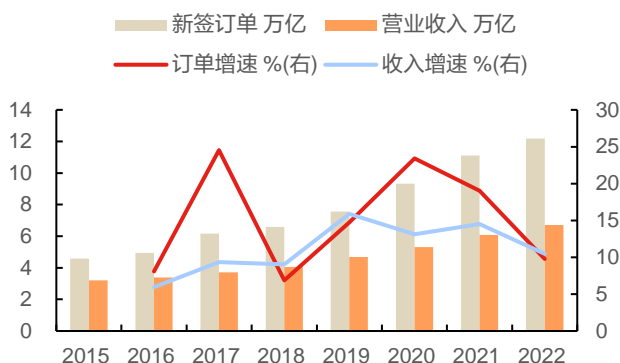


数据来源：公司财报，东方证券研究所整理

痛点 3：成长性偏低

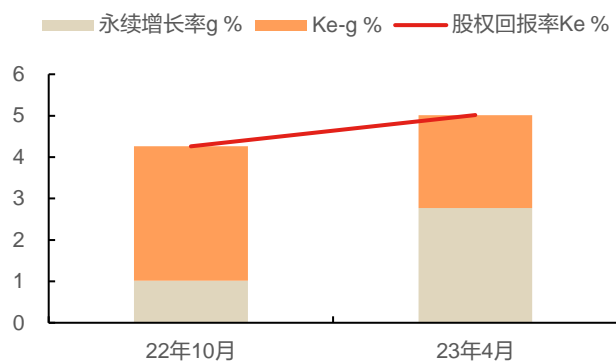
央企的订单高速增长与低永续增长率形成对比。导致建筑央企估值偏低的第三大主要原因是市场认为建筑行业未来没有成长性。同样用永续股利增长模型的公式，分母为股权收益率减去永续增长率。我们参照建筑央企财务数据和估值水平等数据，可以反算出隐含的建筑央企永续增长率，这是市场认为的建筑央企永续增长率水平。2022 年 10 月底，该指标仅为 1.0%；与之相比，2022 年建筑央企订单增速和收入增速分别达到 9.8%和 10.5%。

图 58：近年来建筑央企新签订单增速以及收入增速水平



数据来源：公司财报，东方证券研究所

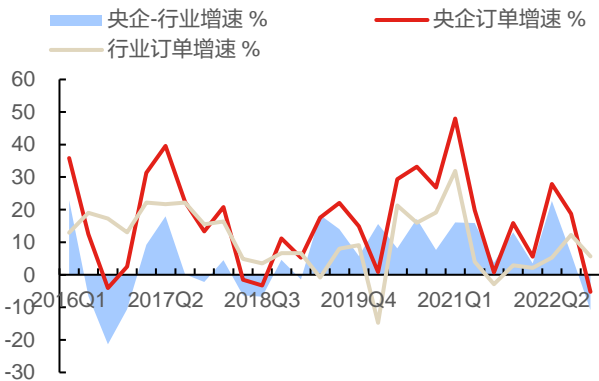
图 59：近年来建筑央企市净率中隐含永续增长率水平



数据来源：万得，公司财报，东方证券研究所

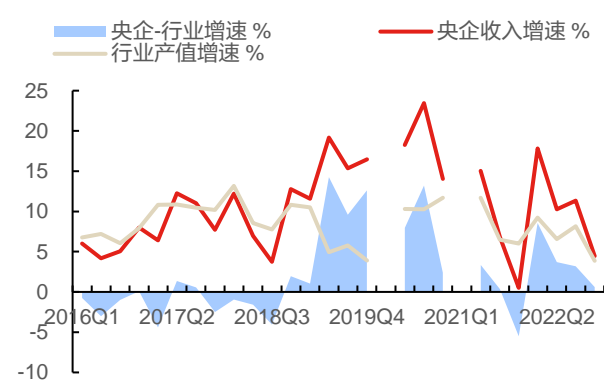
其他条件不变，永续增长率提升 1pct 可带动 PB 提升 0.26X。永续增长率隐含着市场对企业超长期成长能力的预期。个别年份订单增长速度的确无法反映超长期水平，但应看到在过去较长时间内，建筑央企订单与收入增速都明显高于行业平均，就算建筑行业没有增长，建筑央企长期收入利润规模也保持一定增长。22 年 11 月后，建筑央企“中特估”启动，市场开始认知到建筑央企的长期增长潜力，23 年 4 月底，隐含永续增长率已修复为 2.8%。2016 年以来，建筑央企每季度订单增速比全行业高 5.8pct，我们认为持续订单高增长下，建筑央企长期成长性仍具备。经我们测算，其他条件不变下，若市场对建筑央企永续增长率估算上修 1pct，对应 PB 可以提升 0.26X。

图 60：近年来建筑央企订单增速和行业水平对比



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 61：近年来建筑央企收入增速和行业水平对比



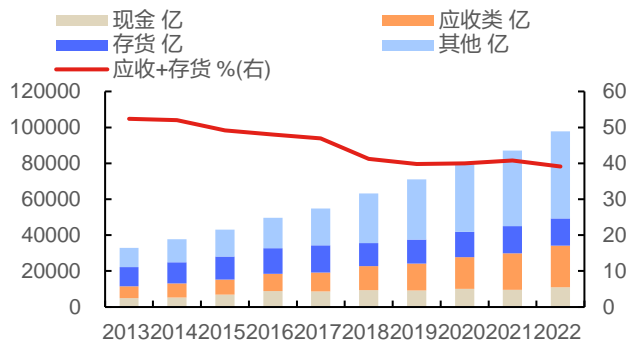
数据来源：公司财报，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

痛点 4：资产质量待提升

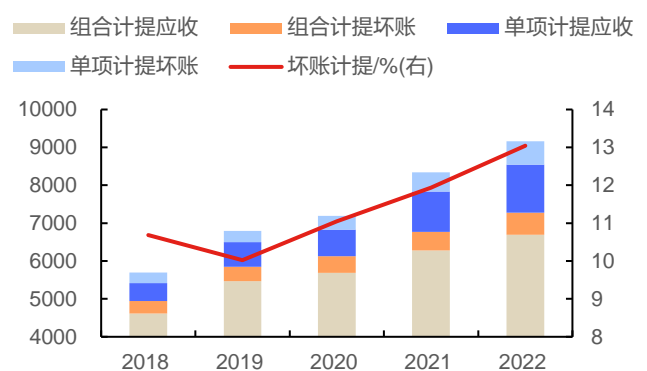
应收类资产+存货占比较高，未来仍有下降空间。资产质量是建筑央企另一个为资本市场所诟病的问题。我们认为资产质量较差是建筑行业普遍存在的问题，由其固有的商业模式导致。对于建筑央企，自身资产质量好于多数建筑企业，但仍有改善空间。2022 年底，建筑央企应收类资产+存货占总资产比重约为 39.1%，相比 2013 年下降 13.1pct。我们认为随着未来国内建筑施工需求中心逐步由地产开发转向政府主导的市政公用工程，该类资产比重仍有下降空间。

图 62：八大建筑央企整体资产结构



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 63：八大建筑央企应收账款计提情况（左轴单位：亿元）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

注：坏账计提指坏账占应收账款余额比例。应收账款可分组合和单项两个口径

合同资产等科目也存在款项回收问题，但并未体现在坏账中，一定程度造成估值折价。按照 2022 年年报，八大央企合计归母净利润资产 1.47 万亿元，累计坏账 1,239.8 亿元，该部分坏账占净资产 8.4%。实际上对于建筑企业，其他应收款（一般为质保金）、合同资产（附带其他条件的应收款项）、存货（已完工未结算项目）均可理解为未收回款项，实际上这部分资产也可能产生款项回收的问题。2022 年，八大央企应收账款，其他应收款，合同资产，存货合计为 3.8 万亿，为应收账款的 3.9 倍，如果按照同样比例计提坏账，隐含的坏账占净资产规模将达净资产 32.8%，高于报表体现的累计坏账，因此对建筑企业估值也将导致一定的折价。若建筑央企资产质量有所提升，降低合同资产等其他应收类资产占比，建筑央企估值水平有望相应提升。

表 9：截至 2022 年底八大建筑央企应收账款账龄结构和计提情况（金额单位：亿元，计提比例单位：%）

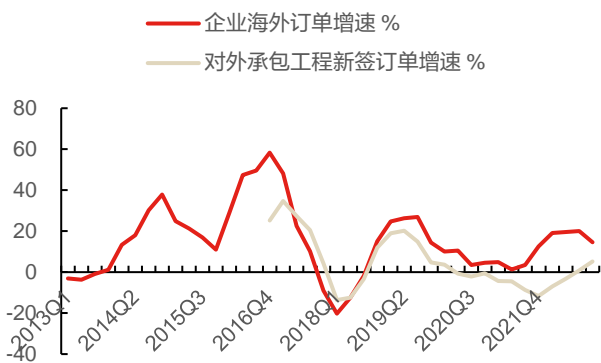
应收账款	中国建筑	中国中铁	中国铁建	中国交建	中国电建	中国能建	中国中冶	中国化学
0-1 年	1,638.7	931.1	1,063.4	685.0	749.4	587.7	647.3	191.4
1-2 年	448.0	198.1	295.6	257.9	194.9	73.9	199.7	31.9
2-3 年	168.6	78.5	106.8	86.5	91.9	42.5	82.8	16.3
3 年以上	228.4	131.0	98.6	230.0	84.8	70.8	179.9	44.9
应收账款总额	2,483.7	1,338.7	1,564.5	1,259.4	1,121.0	774.9	1,109.8	284.6
坏账计提总额	379.3	116.3	152.2	220.6	117.0	44.8	175.4	34.2
坏账计提比例	15.3	8.7	9.7	17.5	10.4	5.8	15.8	12.0

数据来源：公司财报，东方证券研究所

“一带一路”有望助力估值修复

海外订单增速处于高位，“一带一路”有望带动估值水平提升。尽管建筑央企估值存在诸多痛点，但我们发现海外工程有望成为建筑央企估值重要突破点。随着“一带一路”推进，建筑央企以及国际工程企业海外订单增速 2022 年以来一直维持在 14% 以上的中高速增长。同时海外工程相关股票估值溢价水平往往与基建板块相近，且在“一带一路”峰会等事件催化下存在短期超额收益。

图 64：建筑央企+国际工程海外订单增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 65：国际工程与基建工程企业股票估值溢价率对比



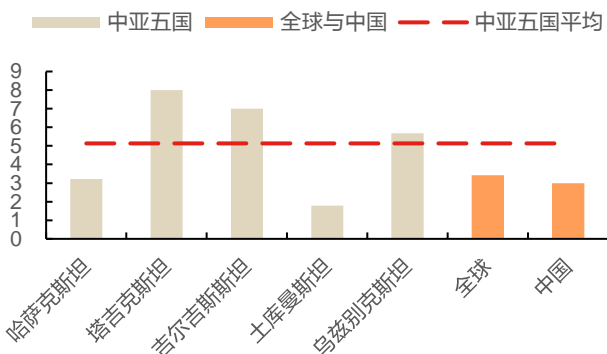
数据来源：万得，东方证券研究所

注：估值溢价指上市公司 PB 与万得全 A 的溢价率

国际工程指中工国际，中钢国际，北方国际，中材国际；基建工程指基建企业

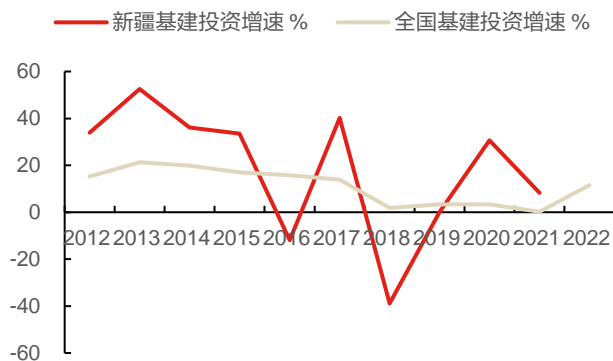
中亚五国与新疆经济数据印证，“一带一路”有望成为重要增长点。作为“一带一路”沿线国家，我们可以发现中亚五国 2022 年 GDP 增速水平明显高于全球平均水平；而作为“一带一路”的重要窗口新疆，近年来除个别年份外其基建投资增速水平也明显高于全国水平。中亚五国基建增长以及新疆基建投资增长等数据的印证下，我们认为“一带一路”将成为未来建筑央企中长期重要业务增长点。

图 66：中亚五国 2022 年 GDP 增速（单位：%）



数据来源：国际货币基金组织，国家统计局，东方证券研究所

图 67：新疆与全国固定资产投资增速对比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

投资建议

保竣工、国家集采以及“中特估”背景下，建议按照三条主线选股：

主线 1：地产链配置价值显现，首推竣工端玻璃。当前地产景气度缓慢修复，新政策调控预期再起。而地产链相关标的估值已再度回调至较低位置，若后续迎来地产政策发力、市场周期触底，则估值具备较大修复空间。在这一过程中，我们最为看好与地产竣工绑定最深、更具周期属性的玻璃板块，核心在于积压的竣工需求有望在市场回暖和“保交付”的双重作用下迎来释放，确定性更强。消费建材企业主动进行渠道变革，加大零售和小 B 渠道占比，同时积极推进扩品类战略，打造公司增长第二曲线，期待再度展露长期成长属性。建议关注浮法玻璃龙头旗滨集团、细分赛道龙头三棵树、东鹏控股。

主线 2：药用玻璃景气度有望提升，新材料仍值得继续关注。22Q3 与 23Q1，国家集采第七批与第八批陆续开标，随着国家集采的落地执行，我们判断 23Q1 与 23Q3 将成为中硼硅药用玻璃需求释放的高峰期。据我们测算，在第七、八批国家集采推动下，2023 年样本医院采购中硼硅药玻规模可达 57.4 亿支，YoY+20.5%，增速相比 2022 年将有所改善。同时近期随着纯碱价格的回落，药用玻璃企业成本压力将有明显改善，盈利空间将有所提升。除了药用玻璃，UTG、锂电池材料、高纯石英砂等建材新材料交叉领域仍值得关注。建议关注药用玻璃龙头。

主线 3：中特估&“一带一路”交汇恰逢其时，建筑央企估值有望持续修复。中国特色估值体系的提出，叠加第三届“一带一路”高峰论坛有望于 23 年召开（正值“一带一路”提出十周年之际），为建筑央企营造良好的投资氛围。同时根据永续股利模型拆解，我们认为建筑央企低估背后的痛点如下：1.盈利水平低，2.分红率低，3.成长性低，4.资产质量有待改善。而随着国资委推出“一利五率”的新考核指标、“一带一路”倡议的持续推进、企业潜在新业务的拓展等，建筑央企经营质量和成长性均已看到改善的曙光。建议关注建筑央企中国建筑、中国交建。

风险提示

保竣工保交楼推进不及预期：玻璃和后周期消费建材的需求主要来自地产竣工，若地产竣工需求不及预期则将导致行业整体景气度达不到预期，企业盈利水平难以改善。

一致性评价与集采政策推进不及预期。一致性评价以及集采是中硼硅玻璃渗透率提升的重要前置条件。中硼硅玻璃渗透率提升的情况有赖于一致性评价和集采政策推进的力度和程度，具体渗透率水平存在不确定性。

原料成本不确定的风险。消费建材主要原材料均与原油价格高度相关。当前国际形势环境下，原油价格仍存在不确定性，或将对消费建材成本端造成一定压力。

假设条件影响测算结果。文中关于药用玻璃的测算采用了如集采中标放量幅度，丢标缩量幅度等较多假设，假设条件的变化将对实际测算结果形成较大影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。