

建筑材料

23 年中期策略：传统建材预期/基本面触底，新材料估值优势或已现

地产政策催化预期加强，顺周期品种有望景气回升

截至 2023 年 7 月 3 日，CS 建材指数较年初下跌 8.6%，跑输沪深 300 指数 8.7pct。我们判断地产新开工面积或已接近周期底部区间，竣工恢复强度和持续性仍需观察销售企稳情况。下半年地产政策仍有加码可能，当前传统建材预期和基本面均接近历史相对底部，若政策端有所回暖，有望带动产业链品种预期修复。消费建材仍是传统建材的最优赛道，头部企业渠道竞争优势有望持续显现，周期建材中玻璃、水泥原燃料价格走低有望支撑盈利韧性，同时关注新疆区域机会。新兴建材需求结构相对多元，部分品种产业化已较成熟且关键下游有较好成长性，而顺周期品种需求有望迎来景气回升，当前估值优势或已逐步显现，关注玻璃新材料、耐火保温材料、玻纤等细分赛道。

传统建材：短期关注政策预期催化，中长期坚守优质龙头

1) **消费建材**：我们预计 23 年竣工修复有望带动需求景气回升，中长期存量房需求有望成为传统建材的成长赛道，带动 C 端建材市场稳健增长，头部企业渠道布局所带来的竞争优势有望在业绩中逐步体现。23Q1 部分企业基本面已出现向上拐点，涂料和防水品类占优，从基数角度，瓷砖类企业二季度也有望开始体现出较高的弹性，同时关注水网建设规划纲要出台有望带动 PCCP 等管材需求加快放量。推荐**东方雨虹、北新建材、三棵树、蒙娜丽莎、亚士创能**等。2) **浮法玻璃**：我们预计浮法供需两端或有阶段性改善机会，成本端纯碱价格下降有助于盈利进一步提升，推荐**旗滨集团、信义玻璃**等。3) **水泥**：需求有望逐步企稳，受益于煤炭价格下降，二季度水泥企业盈利环比或仍能维持相对稳定，下半年随着盈利基数的降低，水泥企业盈利同比有望转正。重点关注新疆区域（需求高景气+价格维持高位），推荐**青松建化、海螺水泥、华新水泥**。

新材料：顺周期迎来修复机会，估值优势有望逐渐体现

新材料需求端成长性相对更好（其中光伏玻璃、风电叶片主要受益于新能源装机加快，药用玻璃受益于中硼硅渗透率提升，玻纤、保温材料等下游多点开花），供给端在逐步收紧，光伏玻璃、玻纤等投产速度均有所放缓。当前主要上市公司估值在历史相对底部区间，后续行业景气向上有望驱动板块估值修复。1) **新材料玻璃**：推荐**福莱特**（与电新团队联合覆盖）、**山东药玻、凯盛科技**等；2) **保温材料**：推荐**鲁阳节能**、建议关注**赛特新材、再升科技**；3) **玻璃纤维**：推荐**中国巨石、中材科技**；4) **风电叶片**：推荐**时代新材**；5) **碳纤维**：推荐**中复神鹰**，关注**吉林碳谷**。

风险提示：下游基建、地产需求恢复不及预期、传统建材行业产能出清进度不及预期、新材料品种下游景气度及自身成长性不及预期、竞争超预期加剧、测算具有一定主观性，仅供参考。

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2023-07-10	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002271.SZ	东方雨虹	26.06	买入	0.84	1.59	2.01	2.51	31.02	16.39	12.97	10.38
000786.SZ	北新建材	24.59	买入	1.86	2.16	2.36	2.62	13.22	11.38	10.42	9.39
601636.SH	旗滨集团	8.21	买入	0.49	0.95	1.21	1.47	16.76	8.64	6.79	5.59
002088.SZ	鲁阳节能	17.65	买入	1.15	1.38	1.69	2.05	15.35	12.79	10.44	8.61
600529.SH	山东药玻	27.15	买入	0.93	1.16	1.42	1.78	29.19	23.41	19.12	15.25
600458.SH	时代新材	11.38	买入	0.44	0.64	0.88	1.13	25.86	17.78	12.93	10.07

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2023 年 07 月 10 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

林晓龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

朱晓辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120001
zhuxiaochen@tfzq.com

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:临近中报期，建议关注潜在高增长品种》2023-07-09
- 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周跟踪：交投偏弱，玻纤价格继续筑底》2023-07-08
- 《建筑材料-行业研究周报:6 月地产销售景气回落，改造需求获政策支持》2023-07-02

内容目录

1. 板块回顾：Q1 净利承压	5
1.1. 财报表现：23q1 偏上游品种有一定韧性，消费建材压力较大	5
1.2. 行情表现：管材表现一枝独秀，建材板块估值持续压缩	6
2. 传统建材：短期关注政策预期催化，中长期坚守优质龙头	8
2.1. 地产新开工或已基本触底，竣工短期存有韧性，政策或有加码可能	8
2.2. 水泥：需求企稳，价格仍在磨底，关注新疆区域机会	9
2.3. 玻璃：需求存修复动能，行业盈利有所改善	13
2.4. 消费建材：渠道优势护航，关注水利建设机会	13
2.4.1. C 端是消费建材成长赛道，水利建设带动 PCCP 等管材需求扩容	13
2.4.2. 毛利率处于上行通道，一线龙头或更具估值优势	17
3. 新材料：顺周期迎来复苏机会，估值逐步体现优势	19
3.1. 玻纤：供给压力或有缓和，需求好转有望带动行业景气回升	19
3.2. 光伏玻璃：政策收紧，行业格局向好	21
3.3. 风电叶片：受益装机高景气，推荐时代新材	23
3.4. 碳纤维：产能快速释放，价格磨底	24
3.4.1. 价格：上半年持续降价，高性能纤维仍为高议价能力产品	24
3.4.2. 需求：国内需求仍保持较高增速，国产化率进一步加快	25
3.4.3. 产能：国内产能快速释放，未来或将成为碳纤维供给第一大国	26
3.4.4. 展望：通用纤维价格或已触底，需求能否如期释放系价格能否稳定的关键	27
3.4.5. 投资建议：推荐民品高性能碳纤维龙头中复神鹰，建议关注通用纤维原丝龙头吉林碳谷等	28
3.5. 药用玻璃：中硼硅渗透率提升是核心主线，关注企业盈利修复节奏	29
3.6. 耐火保温材料：契合产业趋势，重视陶纤/VIP 等需求成长机遇	31
4. 投资建议及推荐标的	36
5. 风险提示	37

图表目录

图 1：2019Q1-2023Q1 单季度建材行业营收及增速	5
图 2：2019Q1-2023Q1 单季度建材行业归母净利润及增速	5
图 3：2023Q1 建材各板块收入增速	5
图 4：2023Q1 建材各板块归母净利润增速	5
图 5：2023 年以来 CI 建材指数对沪深 300 指数相对收益	6
图 6：2023 年以来 CI 建材指数对 A 股指数相对收益	6
图 7：2023 年年初以来建材板块各细分行业绝对收益	6
图 8：2023 年年初以来建材板块各细分行业相对收益	6
图 9：2023 年以来主要建材公司对同花顺全 A 超额收益（前 10）	7
图 10：2023 年以来主要建材公司对同花顺全 A 超额收益（后 10）	7
图 11：2021 年以来 CS 建材指数 PE(TTM)估值走势	7

图 12: 2021 年以来建材四大板块 PE(TTM)估值走势	7
图 13: 地产销售、新开工、竣工面积累计同比增长情况	8
图 14: 地产销售、新开工、竣工面积单月同比增长情况	8
图 15: t 月前 12-18 个月新开工面积移动平均值	8
图 16: 竣工端需求预测值	8
图 17: 2018 年-2023 年 6 月全国水泥出货率	10
图 18: 水泥单月产量及同比增速	10
图 19: 2016-2023.6 全国水泥价格走势	10
图 20: 2018-2023 年 6 月全国水泥库存情况	10
图 21: 2023 年 1-5 月全国各省水泥产量同比增速情况	11
图 22: 新疆各水泥企业产能占比 (截至 2023 年 4 月)	12
图 23: 新疆水泥价格走势	12
图 24: 5mm 白玻价格走势	13
图 25: 浮法玻璃行业平均利润	13
图 26: 重点省份玻璃库存情况	13
图 27: 浮法玻璃日熔量	13
图 28: 消费建材公司收入结构	14
图 29: 消费建材公司分结构收入增速	14
图 30: 2022 年消费建材公司分品类收入增长情况	14
图 31: 十三城二手房成交面积及同比增速	14
图 32: 预测 2020-2030 我国存量房改造面积	14
图 33: 22Q1-23Q1 消费建材企业单季度营收增长情况	15
图 34: 我国水利建设投资额及同比增速	17
图 35: 我国水利建设项目新开工数量及同比增速	17
图 36: 细分行业&公司毛利率	18
图 37: 各消费建材 PE 分位数及 PS 分位数 (截止 2023.6.16)	19
图 38: 21 年-23 年 4 月单月玻璃纤维及制品出口量及同比增速	20
图 39: 玻纤重点企业玻纤纱库存	20
图 40: 主要企业 2400tex 缠绕直接纱价格	20
图 41: G75(单股)玻璃纤维电子纱价格	20
图 42: 2022、2023 年玻纤新点火产能情况	21
图 43: 光伏月度装机 (万千瓦)	22
图 44: 光伏镀膜玻璃价格走势 (含税)	22
图 45: 光伏玻璃在产产能	23
图 46: 光伏玻璃库存天数	23
图 47: 重质纯碱价格走势	23
图 48: 工业管道天然气价格走势	23
图 49: 风电累计装机量	23
图 50: 我国新增电机组平均容量	23
图 51: 2022 年时代新材出货量	24
图 52: 2022 年中材科技出货量	24

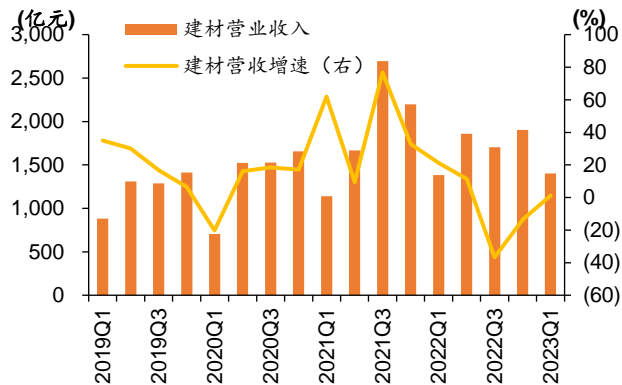
图 53: 高性能纤维 (T700-12K) 价格 (元/kg)	24
图 54: 通用纤维 (T300 级, 24K 及以上) 价格 (元/kg)	24
图 55: 全球和中国碳纤维需求量及增速	26
图 56: 中国碳纤维国产需求量, 占比及 yoy	26
图 57: 2022 年全球碳纤维产能 (万吨)	27
图 58: 2022 年国内碳纤维及原丝产能 (吨)	27
图 59: 国内碳纤维价格 (去除丙烯腈的影响, 单位: 元/kg)	28
图 60: 重质纯碱市场均价变化	29
图 61: 秦皇岛山西产动力末煤平仓价变化	29
图 62: 近年通过一致性评价剂型中注射剂占比	29
图 63: 2022 年通过一致性评价药品剂型情况	29
图 64: 我国预灌封注射器市场规模变化	30
图 65: 我国预灌封注射器占药用玻璃比例变化	30
图 66: 中国医疗美容市场规模及增速	30
图 67: 中国不同医美项目市场规模占比	30
图 68: 22 年以来中央针对双碳相关重要政策文件不完全梳理	31
图 69: 绝热材料分类	32
图 70: 公司主要产品及特点简述	33
图 71: VIP 板与部分其他绝热材料导热系数比较	34
图 72: VIP 板产品结构及几类常规 VIP 产品参数等	34
图 73: 再升科技 “高效节能” 方面产品布局及介绍	35
图 74: 传统建材重点公司估值表	36
图 75: 新兴建材重点公司估值表	37
表 1: 2022 年年底以来房地产相关政策	9
表 2: 2023 年水泥需求预测	10
表 3: 2022 和 2023 年新疆重点项目投资情况	11
表 4: 中吉乌铁路带来新疆地区水泥需求增量测算	12
表 5: 水利相关政策	16
表 6: 地下管道类别 (按材质分类)	16
表 7: 水利工程拉动管道市场空间测算	17
表 8: 玻纤需求预测	20
表 9: 年初至 5 月光伏玻璃点火产能	22
表 10: 主力 3 款碳纤维年初至今价格 (单位: 元/kg)	25
表 11: 主力 3 款碳纤维价格回顾 (价格单位: 元/kg)	25
表 12: 可比公司估值表	29
表 13: 高耗能行业的绿色技改将成为我国实现双碳目标的核心驱动力	32

1. 板块回顾：Q1 净利承压

1.1. 财报表现：23q1 偏上游品种有一定韧性，消费建材压力较大

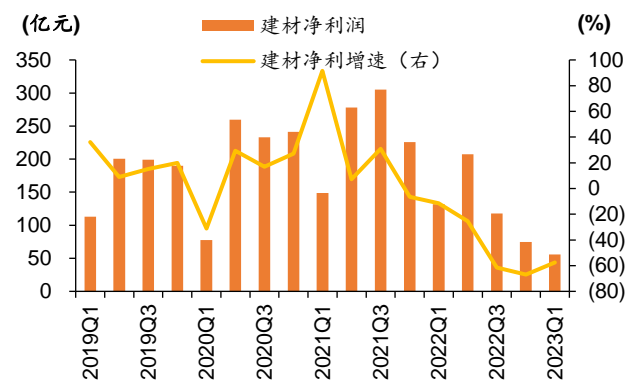
建材行业 2023 年第一季度营收同比有所增长，归母净利润同比有所下降。2023 年第一季度我们跟踪的 54 家建材行业上市公司总计实现营收/归母净利润 1401.5 /56.0 亿元，同比 +1.2%/-57.5%，23 年以来，竣工数据有所回暖，我们认为 23 年板块营业收入及利润增速有望双升，从而带动板块估值修复。

图 1：2019Q1-2023Q1 单季度建材行业营收及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

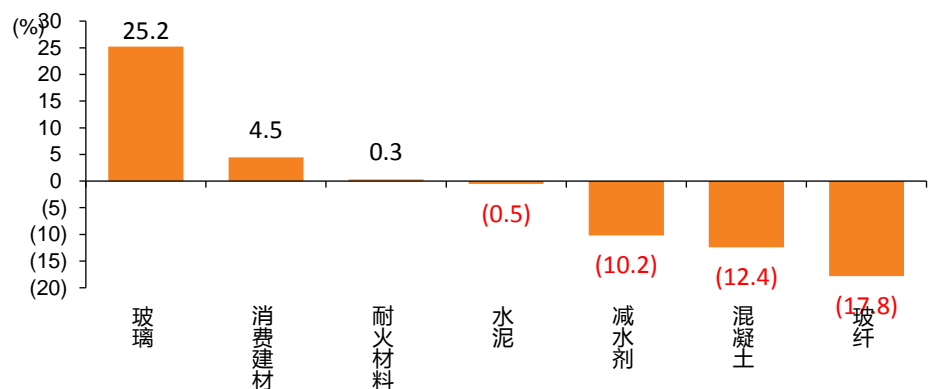
图 2：2019Q1-2023Q1 单季度建材行业归母净利润及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

细分行业看，23Q1 玻璃、消费建材、耐火材料实现营收正增长，水泥、减水剂、混凝土、玻纤产业链表现不佳。2023 年第一季度玻璃、消费建材、耐火材料收入增速位于子板块前三，分别达+25.2%/+4.5%/+0.3%。玻璃高增速主要系福莱特营收增加所致，我们认为消费建材需求正稳步回升。

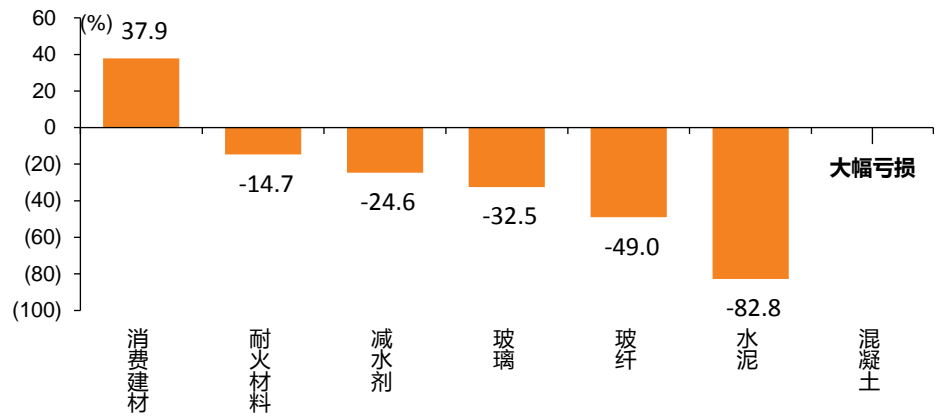
图 3：2023Q1 建材各板块收入增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

Q1 单季度主要建材子行业归母净利润增长有压力。2023 年第一季度仅消费建材归母净利润同比实现正增长，增速同比+37.9%。成本压力缓解的同时需求缓慢回升。

图 4：2023Q1 建材各板块归母净利润增速

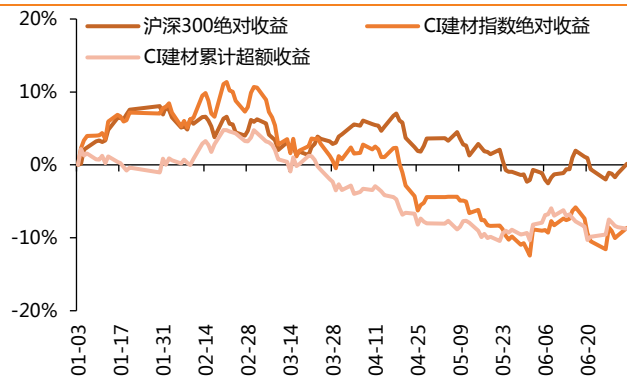


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 行情表现：管材表现一枝独秀，建材板块估值持续压缩

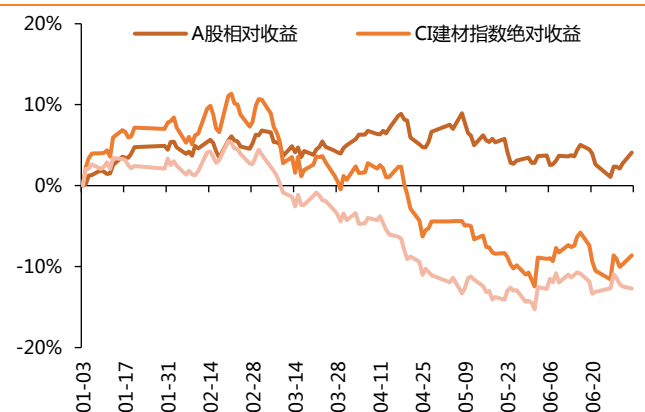
2023 年以来，建材指数在 1-2 月跑赢沪深 300 和 A 股，但在 3 月初开始逐渐跑输。截至 2023 年 7 月 3 日，CI 建材指数较年初下跌 8.6%，跑输沪深 300 指数 8.7pct，跑输 A 股指数 12.7pct。

图 5：2023 年以来 CI 建材指数对沪深 300 指数相对收益



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：2023 年以来 CI 建材指数对 A 股指数相对收益



资料来源：Wind、天风证券研究所

细分行业中管材及玻纤制造获得正绝对收益，其他细分行业绝对收益均为负。建材细分行业均获得负相对收益（相对全 A 股）。地产产业链相关如涂料、防水材料、管材等板块今年以来相对收益均为负，在房地产进入“黑铁时代”成为行业共识的背景下，大部分房企面临着融资难问题，拿地意愿减弱、战略收缩成为常态。

图 7：2023 年年初以来建材板块各细分行业绝对收益

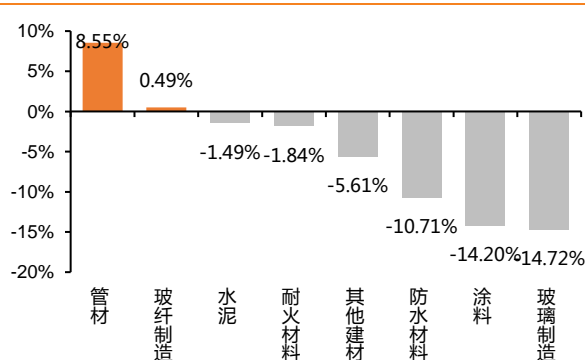
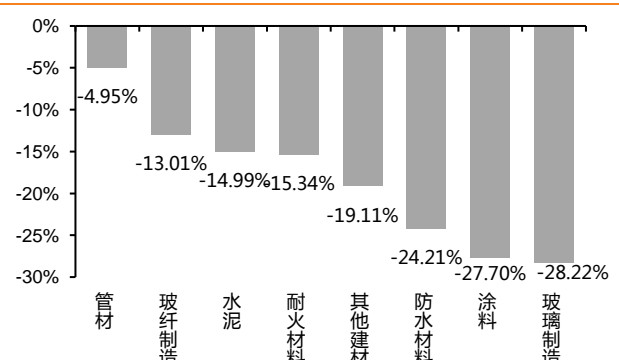


图 8：2023 年年初以来建材板块各细分行业相对收益

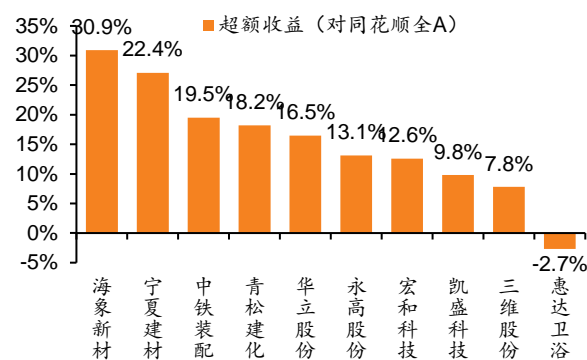


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所，注：计算方法为市值加权，日期截至 7 月 3 日

资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所，注：计算方法为市值加权，日期截至 7 月 3 日

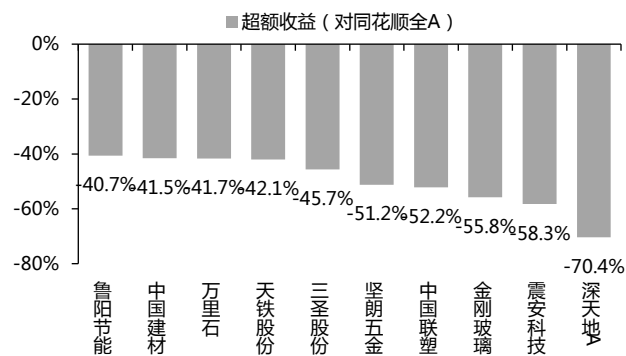
个股层面看，获得超额收益的个股主要以新型建材或下游高景气公司为主，跌幅靠前个股以地产链公司为主，涨幅居前的分别为海象新材、宁夏建材、中铁装配、青松建化、华立股份、永高股份、宏和科技、凯盛科技、三维股份；跌幅前十的公司以混凝土及消费建材企业为主。

图 9：2023 年以来主要建材公司对同花顺全 A 超额收益（前 10）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：2023 年以来主要建材公司对同花顺全 A 超额收益（后 10）



资料来源：Wind、天风证券研究所

建材板块估值水平恢复上行，估值修复需关注基本面后续变化：截至 6 月 30 日，建材板块 PE 估值 20x 左右，较 22 年末有所上升。分板块看，水泥 PE 估值从 23 年年初起处于上行通道，玻璃、玻纤 PE 估值 23 年初至今处于稳定区间，装修建材 PE 估值较 23 年年初略有下降。目前政策方面按揭贷款、房地产企业融资以及降低购地门槛等方面逐步发力，后续地产资金链及需求有望逐步改善，板块整体估值仍有提升空间。

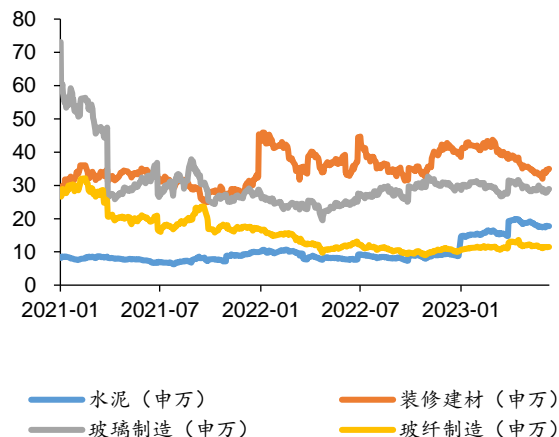
图 11：2021 年以来 CS 建材指数 PE(TTM)估值走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：日期截至 6 月 30 日

图 12：2021 年以来建材四大板块 PE(TTM)估值走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

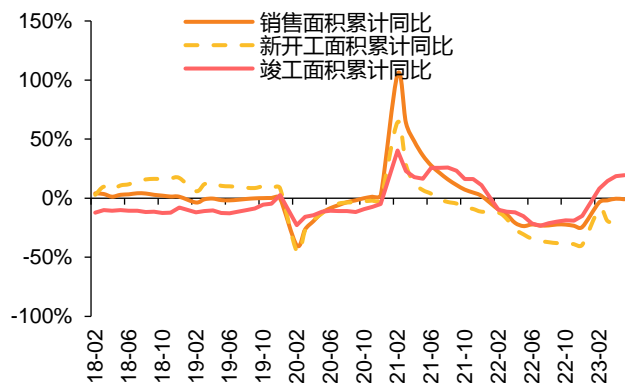
注：日期截至 6 月 30 日

2. 传统建材：短期关注政策预期催化，中长期坚守优质龙头

2.1. 地产新开工或已基本触底，竣工短期存有韧性，政策或有加码可能

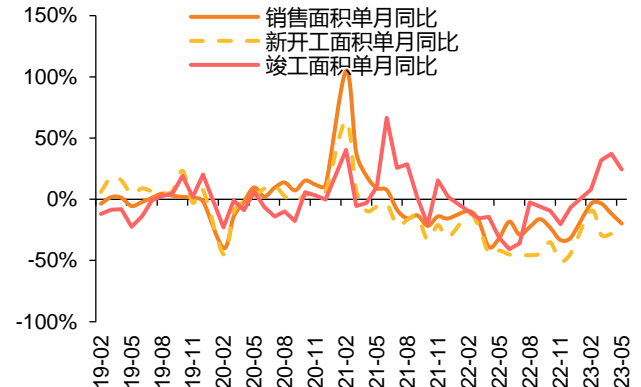
地产竣工年初以来有所好转，但销售及新开工情况仍较差，新开工或已基本触达相对底部。数据端来看，1-5月地产销售/新开工/竣工面积同比分别-0.9%/-22.6%/+19.6%，5月单月增速-19.7%/-28.5%/+24.5%，销售端年初虽然出现一定复苏，但4月开始销售动能开始转弱，新开工降幅扩大，如果今年全年新开工面积同比仍下降20%以上，则2023年全年的新开工面积可能将接近9.6亿平方米，或已接近周期的相对底部区间，竣工端在保交楼支撑下延续向好。6月至今（6.17）30个大中城市商品房成交面积同比降幅继续扩大，由于销售金额的变化趋势对房地产企业资金的到位情况影响较大，因此后续竣工恢复的强度和持续性仍需进一步观察销售企稳情况。

图 13：地产销售、新开工、竣工面积累计同比增长情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：地产销售、新开工、竣工面积单月同比增长情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

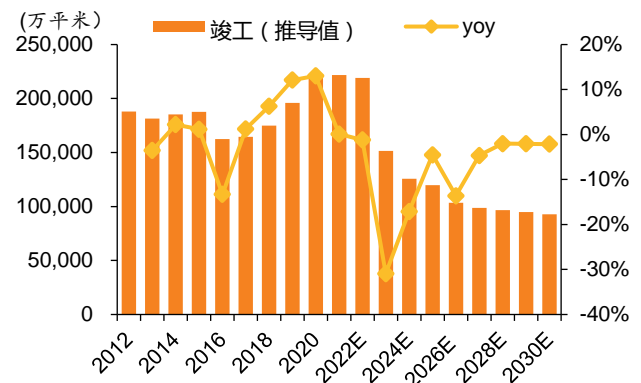
玻璃消费量所体现的 22 年实际竣工需求下滑或仅有个位数，当前竣工面积或仍未见底。我们以 t 月前 12-18 个月的新开工面积移动平均值所表征的 t 月竣工需求，按照此模型，22 年实际竣工需求约为 21.92 亿平米，同比下滑 1.22%，虽然较高峰有所下降，但降幅较小，而 23 年理论竣工面积需求为 15.1 亿平方米，同比下行 31%。我们以玻璃的情况作为对比，按照实际产能和累库情况计算，则 22 年玻璃实际消费量同比下滑约 0.5%，考虑到汽车玻璃消费量同比或有增长，我们预计建筑玻璃消费量的下滑幅度有可能在个位数水平。如果 22 年的竣工需求下降幅度在个位数水平，则 23 年有一定可能继续下降，而从前五个月来看，若不考虑下游贸易商、加工厂等补库存情况，则实际玻璃消费量同比小幅增长 1% 左右，或意味着当前竣工需求恢复情况仍然偏弱。

图 15：t 月前 12-18 个月新开工面积移动平均值



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：竣工端需求预测值



资料来源：Wind、天风证券研究所

23 年至今地产政策环境相对温和，后续仍存加码可能，有望带动地产链品种预期修复。23

年年初以来地产政策力度环比 22Q4 有所趋缓，在原有框架之下，整体仍维持较为温和的政策环境。继 2022 年底三支箭等融资支持政策出台以后，房企流动性压力得到短期缓解，上半年供给端政策主要围绕改善头部优质房企资产负债表计划，出台不动产私募投资基金试点，住房租赁融资支持等政策，需求端在“房住不炒”底线之上继续强调支持刚性和改善性住房需求，并建立首套房贷利率下限动态调整机制等。但当前需求端仍未完全企稳，我们认为下半年供需两端政策均有加码的可能，后续若政策端有所回暖，有望带动产业链品种预期修复。

表 1：2022 年年底以来房地产相关政策

时间	政策/会议名称	主要内容
2022.12.16	《中央经济工作会议报告》	强调“防范房地产业引发系统性风险。”要正确处理防范系统性风险和道德风险的关系，做好风险应对各项工作，确保房地产市场平稳发展。要因城施策，着力改善预期，扩大有效需求，支持刚性和改善性住房需求，支持落实生育政策和人才政策，解决好新市民、青年人等住房问题。
2023.1.5	《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。信建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可以阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。
2023.1.13	《改善优质房企资产负债表计划行动方案》	引导优质房企资产负债表回归安全区间，推动行业向新发展模式平稳过渡，包括着力改善优质房企经营性现金流、多渠道稳定优质房企融资、完善金融政策提振信心几个方面。
2023.2.20	《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》	1）私募股权投资基金管理人开展不动产投资业务，应当以支持房地产市场平稳健康发展，促进不动产市场盘活存量、防范风险、转型发展为基本原则。 2）不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。
2023.2.24	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》	1）基本原则和要求：支持住房租赁供给侧结构性改革。2）加强住房租赁信贷产品和服务模式创新：加大对租赁住房开发建设的信贷支持力度。3）拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道：增强金融机构住房租赁贷款投放能力。拓宽住房租赁企业债券融资渠道。创新住房租赁担保债券。稳步发展 REITs。引导各类社会资金有序投资住房租赁领域。4）加强和完善住房租赁金融管理。
2023.3.5	《2023 年政府工作报告》	房地产市场风险隐患较多，从供给端的安全角度要有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。从需求端的满足角度要加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。
2023.4.20	2023 年一季度金融统计数据有关情况新闻发布会	既支持房地产市场面临较大困难的城市用足用好政策工具箱，又要求房价出现趋势性上涨苗头的城市及时退出支持政策，恢复执行全国统一的首套房贷利率下限。下一步，将抓好已出台政策落实，支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资平稳有序，加大保交楼金融支持，加快完善住房租赁金融政策体系，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

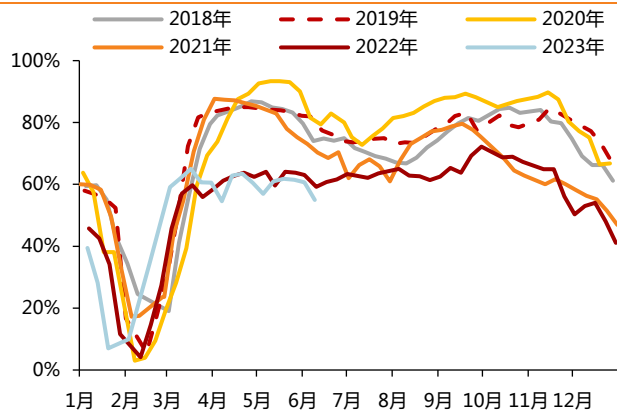
资料来源：共产党员网、中国政府网、新华网、中国证券投资基金业协会、中国人民银行官网、经济观察网、中国网财经、天风证券研究所

2.2. 水泥：需求企稳，价格仍在磨底，关注新疆区域机会

23 年需求旺季不旺，全年仍有下滑压力。23 年春节后水泥需求快速恢复，但进入二季度受雨水天气、下游资金短缺等因素影响，旺季需求低于预期，二季度至今全国水泥出货率均值约 60%，为过去五年新低，同比低 2pct，较 18-21 年的 69%左右水平有较大幅度下滑。1-5 月全国水泥产量同比小幅增长 1.9%，5 月单月同比下滑 0.4%。水泥下游主要分为基建、地产和新农村建设三部分，从历史经验来看，水泥产量和地产新开工面积的相关性更强，

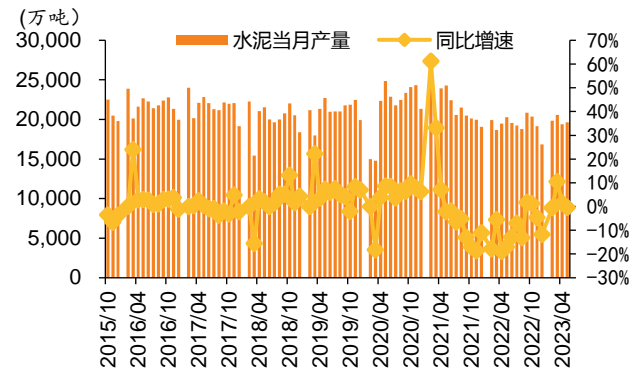
若下半年新开工难有好转，我们判断全年水泥需求或仍将继续下滑，但在新开工逐渐接近周期底部情况下，我们预计水泥需求也将逐步企稳，未来再次大幅下滑的可能性较低。

图 17：2018 年-2023 年 6 月全国水泥出货率



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 18：水泥单月产量及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 2：2023 年水泥需求预测

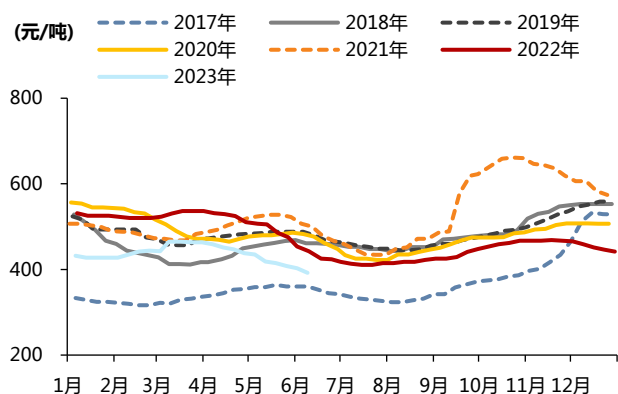
年份	基建投资同比增速	房屋新开工面积同比增速	水泥产量同比增速
2016 年	15.7%	8.1%	2.5%
2017 年	13.9%	7.0%	-0.2%
2018 年	1.8%	17.2%	3.0%
2019 年	3.3%	8.5%	6.1%
2020 年	3.4%	-1.2%	1.6%
2021 年	0.2%	-11.4%	-1.2%
2022 年	11.5%	-39.4%	-10.8%
2023 年（乐观）	10.0%	0.0%	1.5%
2023 年（中性）	8.0%	-5.0%	0.0%
2023 年（悲观）	5.0%	-20.0%	-3.5%

资料来源：Wind、天风证券研究所

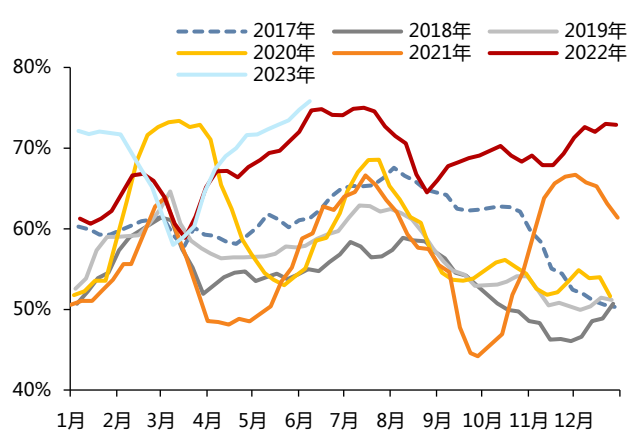
错峰生产对价格的支撑作用有限，价格拐点有望于 7-8 月出现，下半年水泥企业盈利同比有望转正。从年初各省市公布的错峰生产计划来看，23 年错峰天数整体较 22 年进一步延长，虽然停窑力度加大，但据数字水泥网显示，多数地区供需严重失衡，叠加当前库存高位，错峰生产对价格支撑有所失效。截至 6 月 16 日全国水泥均价 398 元/吨，较一季度末下滑 44 元/吨，但受益于煤炭价格下降，二季度水泥企业盈利环比或仍能维持相对稳定，进入淡季之后，短期内水泥价格仍有调整压力，我们预计拐点有望于 7-8 月出现，下半年随着盈利基数的降低，水泥企业盈利同比有望转正。

图 19：2016-2023.6 全国水泥价格走势

图 20：2018-2023 年 6 月全国水泥库存情况



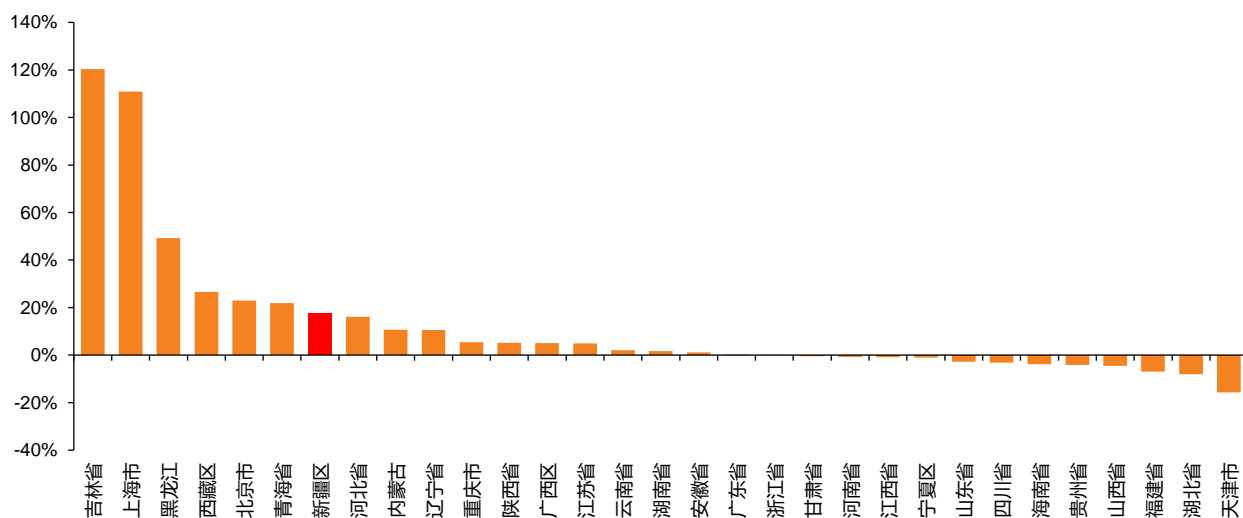
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

1-5月新疆水泥产量增速居全国前列，23年项目落地及开工有望保持较高景气，持续提振水泥需求。23年新疆共安排重点项目400项，总投资2.7万亿，同比增长23.7%，计划完成投资3000亿元以上，同比增长11.2%。分领域看，交通/水利/能源/产业/民生项目计划完成投资分别655/149/1417/460/349亿元。从年初至今正稳步推进，重点项目今年一季度按照实物工作量累计已完成投资410亿元，为年计划的13.5%，较去年同期增加118亿元，政府会定期召开会议对重大项目进行督办，确保项目如期进行，1-5月新疆水泥产量累计同比增长17.6%，涨幅居各省第7位，5月单月同比增长10.3%，我们预计短期内项目落地及开工情况有望保持较高景气，对水泥需求提供支撑。

图 21：2023 年 1-5 月全国各省水泥产量同比增速情况



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

表 3：2022 和 2023 年新疆重点项目投资情况

	2022 年			2023 年				
	重点项目数 (个)	总投资 (亿元)	年度计划投资 (亿元)	重点项目数 (个)	总投资 (亿元)	年度计划投资 (亿元)	总投资 同比增速	年度计划投资 同比增速
水利	31	1964	171	51	2739	149	39.5%	-12.9%
交通	83	4204	619	77	6954	655	65.4%	5.8%
能源	68	7501	989	85	10500	1417	40.0%	43.3%
产业	86	4804	240	103	5561	460	15.8%	91.7%

民生	79	3298	707	84	1179	349	-64.3%	-50.6%
合计	370	21771	2726	400	26933	3030	23.7%	11.2%

资料来源：新疆自治区发改委官网、天风证券研究所

中吉乌铁路项目预计今年秋季开工,或将为新疆地区带来年均水泥增量约 166-213 万吨。2023 年 5 月 18-19 日中国-中亚峰会上双方领导人指出完成研究、确认可研和三方签署关于实施中吉乌铁路建设项目协议的重要性,愿加快推进相关工作,据观察者网显示,项目全部可研工作按计划将于 2023 年 6 月底前完成,预计今年秋季开工。按照南、北两种线路规划,我们预计新疆段里程约 166-213 公里,按照单公里建设对应 2 万吨水泥需求,以其他疆内可比铁路作为参考,假设 2 年建设期,则带来的年均水泥增量需求约 166-213 万吨,假设青松建化份额约 30%,对应水泥销量约 49.8-63.9 万吨,占公司 22 年水泥销量比重约 8.3%-10.6%。

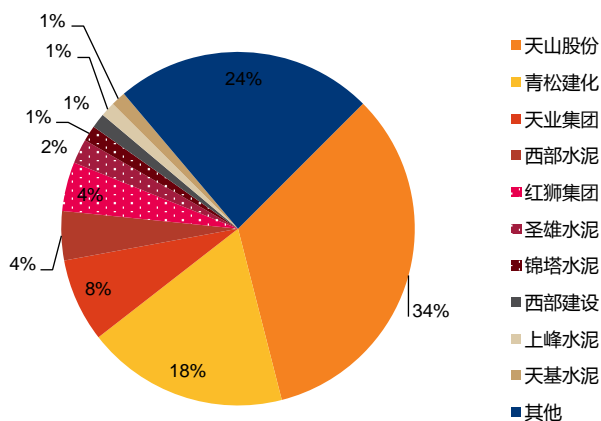
表 4: 中吉乌铁路带来新疆地区水泥需求增量测算

	北线	南线
铁路长度 (公里)	166	213
单公里建设对应水泥需求 (万吨)	2	2
对应水泥总用量 (万吨)	332	426
年均水泥需求增量 (万吨)	166	213
青松建化市场份额	30%	30%
对应销量 (万吨)	49.8	63.9
占 2022 年公司销量比重	8.3%	10.6%

资料来源：青松建化公司公告、观察者网官网、新疆我的家公众号、天风证券研究所

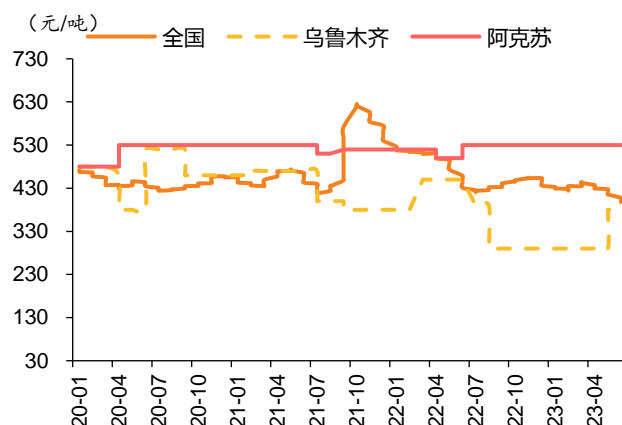
新疆供给格局较优,价格维持高位,区域水泥企业有望保持较好的盈利水平。截止 2022 年末,新疆地区水泥企业 CR5 市占率约 66%,在全国处于中下水平,主导企业为天山股份、青松建化,市占率合计超过一半,其他企业均不足 10%,虽然区域产能利用率偏低,但通过工信厅、生态环境厅联合主导的错峰限产及企业自发停产等措施,仍能维持供需格局的基本稳定。2020 年以来,南疆地区的水泥价格稳定性明显优于北疆和全国,一方面因为外来水泥熟料冲击较少,另一方面体现出区域内供需格局较优,且南疆水泥价格也更高,截止 6 月 16 日,南疆水泥价格约 530 元/吨,同比高 30 元/吨,中长期来看,区域水泥企业有望保持较好的盈利水平。

图 22: 新疆各水泥企业产能占比 (截至 2023 年 4 月)



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 23: 新疆水泥价格走势

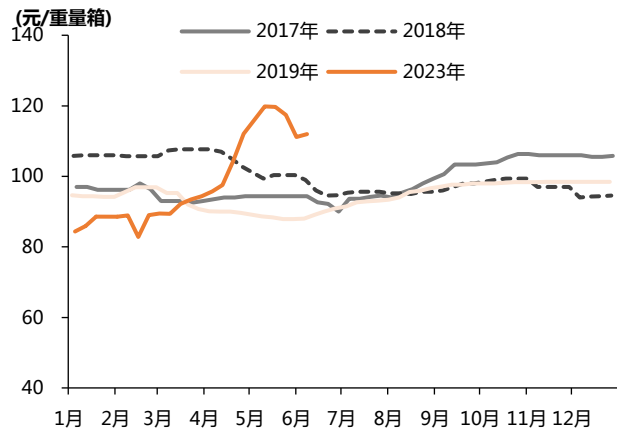


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

2.3. 玻璃：需求存修复动能，行业盈利有所改善

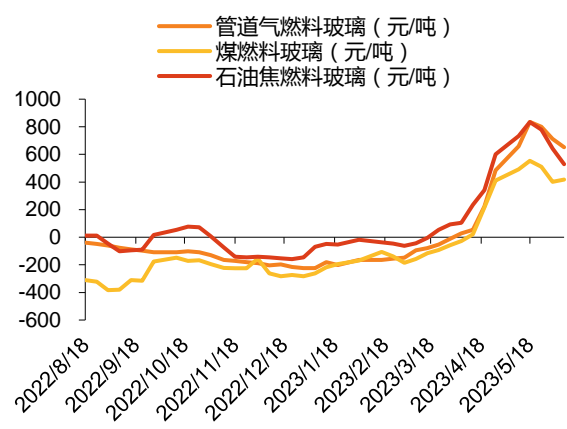
浮法玻璃：一季度浮法玻璃市场处于传统淡季，但整体价位较 2022 年四季度有较明显上移，市场呈现超季节运行特点。春节前，在成本支撑、预期向好及风险降低的支撑下，中下游有所备货，带动浮法厂家库存削减，价格上涨。春节后市场启动相对缓慢，2 月份市场交投滞缓，持续消化社会库存。3 月初下游加工厂库存已得到较好消化，需求逐步有所恢复，供需结构向好，带动市场交投好转，价格缓步上涨，行业利润迎来改善。**供给端，**截至 6 月 8 日行业总产能为 167200 t/d，较去年高点下降 8075t/d，下半年进入行业传统旺季，7-8 月份随着旺季来临前补货需求增加，浮法玻璃供需格局有望向好。

图 24：5mm 白玻价格走势



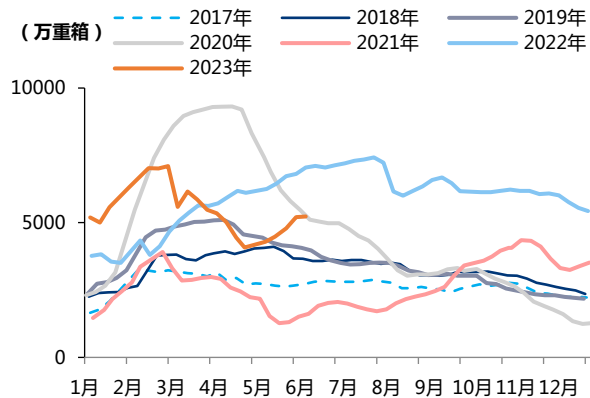
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 25：浮法玻璃行业平均利润



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 26：重点省份玻璃库存情况



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 27：浮法玻璃日熔量



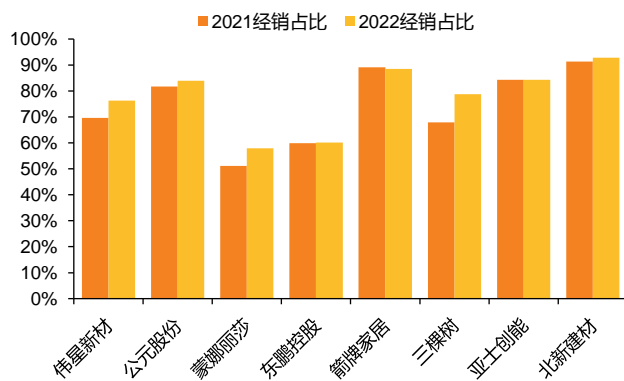
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2.4. 消费建材：渠道优势护航，关注水利建设机会

2.4.1. C 端是消费建材成长赛道，水利建设带动 PCCP 等管材需求扩容

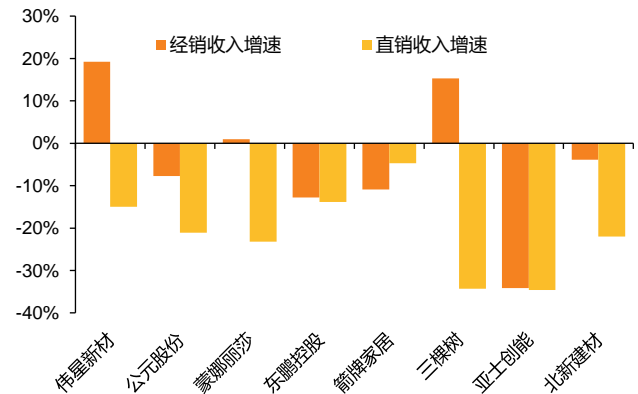
我们认为渠道下沉将成为消费建材企业对冲需求下滑的主要手段，22 年企业经销收入占比进一步提升。在地产需求下滑的背景下，消费建材企业过去借助地产大客户集采方式进行粗放式扩张的时代已经一去不复返，而经销商往往能够掌握当地大部分销售资源，因此通过发展经销商的方式下沉市场成为消费建材企业对冲行业下滑的主要手段。22 年头部企业继续加大渠道拓展力度，发展乡镇及农村市场，经销收入情况优于直销，其中伟星新材、三棵树、蒙娜丽莎经销收入实现逆势提升，公元股份、北新建材等经销收入降幅也明显低于直销，整体经销收入占比进一步提升。

图 28：消费建材公司收入结构



资料来源：各公司公告、天风证券研究所

图 29：消费建材公司分结构收入增速



资料来源：各公司公告、天风证券研究所

C 端品种收入情况优于 B 端，存量房需求有望成为传统建材的成长赛道。 C 端建材主要包括防水涂料、内墙（家装）漆、PPR 管材、家装板材、瓷砖及卫生洁具等，B 端建材主要包括防水卷材、外墙（工程）漆、PVC 管材、建筑五金等。分赛道看，2022 年处于竣工端的 C 端建材收入情况明显优于 B 端，我们认为背后原因可能与存量改造需求的释放有关，相比于新房销售，2022Q3 二手房首先迎来改善，带动建材存量需求回暖，我们预计 2022/2025/2030 年我国的存量改造面积约为 11.28/14.37/20.35 亿平米，22-25 年年复合增长率为 8.4%左右，25-30 年年复合增长率为 7.2%，未来随着存量改造渗透率提升，我们认为 C 端消费建材中长期需求仍有望稳健增长。

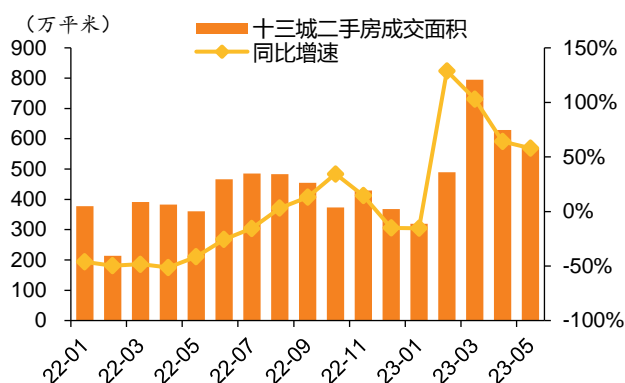
图 30：2022 年消费建材公司分品类收入增长情况

公司类型	公司名称	2022 年收入增速	
		B 端建材	C 端建材
防水	东方雨虹	防水卷材：-20.36%	防水涂料：17.15%
	科顺股份	防水卷材：-4.79%	防水涂料：-0.20%
	凯伦股份	防水卷材：-24.60%	防水涂料：-9.94%
涂料	三棵树	工程漆：-8.49%	家装漆：18.21%
	亚士创能	工程漆：-48.46%	家装漆：-42.63%
管材	公元股份	PVC：-15.88%	PPR：-19.23%
	伟星新材	PVC：7.93%	PPR：6.43%
板材	兔宝宝		装饰材料、整体衣柜：-67.78%
	北新建材		石膏板：-3.02%
五金	坚朗五金	建筑五金：-13.21%	
瓷砖	蒙娜丽莎		瓷砖类：-8.35%
	东鹏控股		瓷砖、卫生洁具：-13.13%

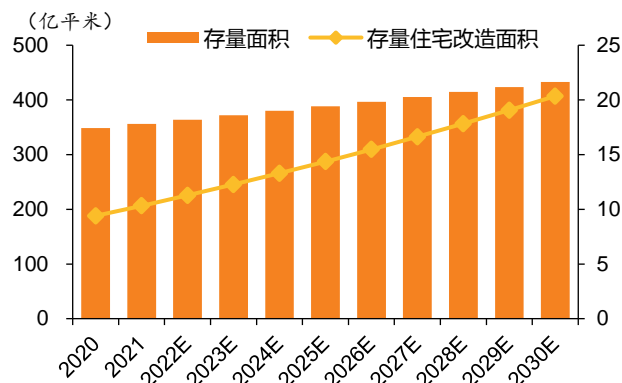
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 31：十三城二手房成交面积及同比增速

图 32：预测 2020-2030 我国存量房改造面积



资料来源：Wind、天风证券研究所

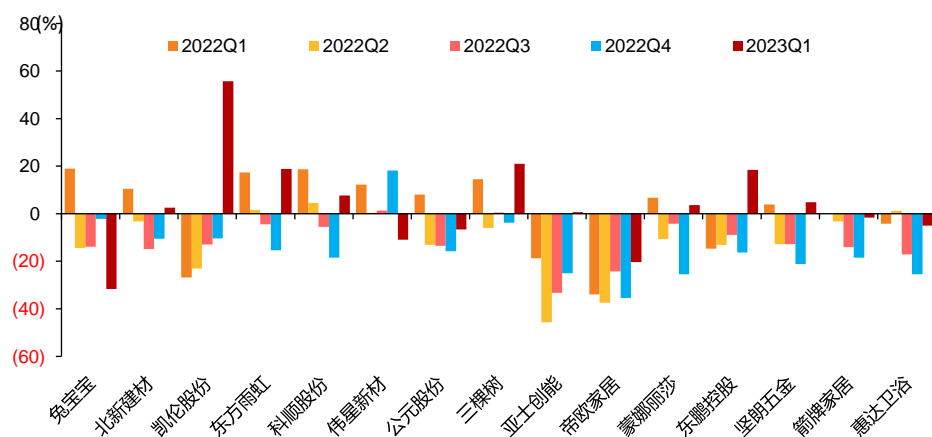


注：左轴为存量住房面积，右轴为改造面积，单位均为亿平米

资料来源：Choice、国家统计局、天风证券研究所

Q1 防水、涂料等品类收入增速恢复较快，龙头企业更优，二季度有望继续维持较快增长趋势，同时瓷砖类企业受益于基数因素也有望开始体现出增长弹性。分季度看，2022 年受公共事件影响、地产需求下滑等因素，消费建材企业收入增速自 Q2 起开始快速下滑，Q4 行业需求景气度基本触达历史相对底部，23Q1 在保交楼政策、销售改善等利好因素带动下，部分企业基本面已出现向上拐点。涂料和防水品类占优，防水类企业在去年 Q1 高基数的基础上，仍然取得较高的增速，我们认为一方面受益于在成本压力、地产企业信用风险事件等冲击下，小企业经营压力加大，行业加快出清，另一方面头部企业加快渠道、非房等业务拓展，市占率得到提升，我们认为在防水新规驱动下，需求扩容及行业出清将会是大趋势，因此防水仍然是优选赛道；涂料企业 23Q1 收入增速次之，我们认为主要系涂料（主要是内墙）在二次装修中的消费频次更高，重涂市场需求韧性较新建市场更强，在《如何看待地产链建材短期和中长期的需求空间？》（20221215）中，我们测算出内墙涂料的需求拐点或将在 2024 年出现，较其他品类消费建材更早。分公司看，龙头企业如东方雨虹、三棵树收入增速优于龙二科顺股份、亚士创能等，渠道优势所带来的竞争力进一步彰显，二季度有望延续较快增长，同时从基数角度，瓷砖类企业二季度也有望开始体现出较高的弹性。

图 33：22Q1-23Q1 消费建材企业单季度营收增长情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

水利政策不断加码，有望带动相关建材需求增长。2022 年以来，政府陆续出台了一系列水利相关政策，加码水利投资，推动重大水利工程建设提速。近期中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》，提出到 2025 年建设一批国家水网骨干工程，省市县水网有序实施，着力补齐水资源配置、城乡供水、水生态保护、水网智能化等短板，提高水资源优化配置能力等，明显增强水安全保障能力；到 2035 年，基本形成国家水网总体格局，我们认为本次的规划纲要，主要涉及的工程类型主要包括：1) 对自然水系的联通和引调排水工程，其中引调水网络除主干网络外，也提到了水资源配置的毛细血管，即市县级网络；2)

流域治理和生态保护工程，包括河道疏浚、水生态治理等；3）水库、堤坝等建设工程。我们认为此项对水网建设提出了较高标准，后续相关的工程投资有望通过水利投资规划实现落地，进而实现对水利相关工程和建材需求的拉动。

表 5：水利相关政策

时间	政策名称	出台部门	主要内容
2021 年 12 月 31 日	《关于实施国家水网重大工程的指导意见》	水利部	到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，有序实施省市县水网建设。建成一批重大引调水和重点水源工程，新增供水能力 290 亿立方米，水资源承载能力与经济社会发展适应性明显增强；城乡供水保障水平进一步提高，农村自来水普及率达到 88%；大中型灌区灌排骨干工程体系逐步完善，新增、恢复有效灌溉面积 1500 万亩。
2022 年 3 月 31 日	《关于做好 2022 年城市排水防涝工作的通知》	住房和城乡建设部、国家发改委	加快建立“源头减排、管网排放、蓄排并举、超标应急”的城市排水防涝工程体系。依托国家重大建设项目库，将“十四五”规划城市防洪排涝重大工程项目台账中的各项任务逐一落实到具体建设项目。组织做好项目入库、按时填报项目进展。
2022 年 4 月 27 日	《关于印发“十四五”城市排水防涝体系建设行动计划的通知》	住房和城乡建设部、国家发改委、水利部	全面排查城市防洪排涝设施薄弱环节，系统建设城市排水防涝工程体系、加快构建城市防洪和排涝统筹体系、着力亮善城市内涝应急处置体系、强化实施保障。
2023 年 5 月 25 日	《国家水网建设规划纲要》	国务院	以全面提升水安全保障能力为目标，以完善水资源优化配置体系、流域防洪减灾体系、水生态保护治理体系为重点，统筹存量和增量，加强互联互通，加快构建“系统完备、安全可靠，集约高效、绿色智能，循环通畅、调控有序”的国家水网。 到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进，省市县水网有序实施，着力补齐水资源配置、城乡供水、防洪排涝、水生态保护、水网智能化等短板和薄弱环节。 到 2035 年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善，构建与基本实现社会主义现代化资料来源：天风证券研究所化相适应的国家水安全保障体系。

资料来源：中国政府网、水利部、住房和城乡建设部、发改委、国务院、天风证券研究所

大规模给排水管道工程中混凝土管道应用较为广泛，主要公司包括青龙管业、龙泉股份、韩建河山、国统股份等。从材质和应用情况来看，目前我国常用的管道大致可分为混凝土管道、金属管道、塑料管道，其中混凝土类管道的强度高、取材方便，造价低，抗压性强，适宜长距离输水，因此主要应用于规模较大的给水、排水管道工程。金属管道的强度高、抗渗性能好、管壁光滑、接口少，但是价格高且易腐蚀，在小规模排水、给水、供热和燃气管道中都有应用。而塑料管与传统管道相比，具有自重轻、耐腐蚀、耐压强度高、安装方便等特点，因而在市政管道工程当中受到广泛应用。

表 6：地下管道类别（按材质分类）

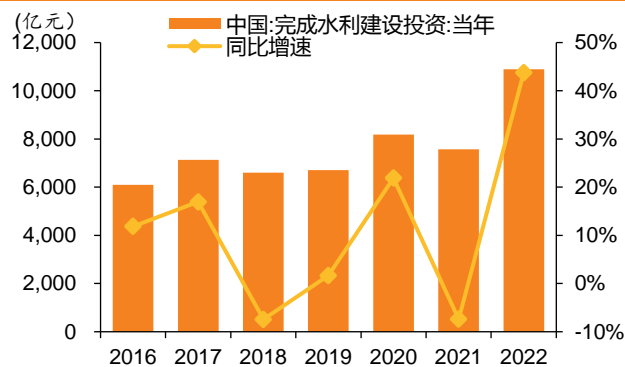
管道大类	优点	缺点	按材质细分	应用领域	常见管道口径（mm）	相关公司
金属管道	强度高、抗渗、管壁光滑、接口少	价格高、易腐蚀	钢管	给水、排水、煤气、蒸汽、石油输送、石油天然气、农业灌溉用和喷灌用管等	DN8-2400	新兴铸管、金洲管道、友发集团
			铸铁管	给水、排水和煤气输送	DN75-2200	
			镀锌钢管	建筑、机械、煤矿、化工、电力、公路、桥梁、集装箱、体育设施、农业机械、石油机械、探矿机械等制造业	DN15-100	

			有色金属管（铜管、黄铜管）	自来水管、供热、制冷管道	DN20-300	
			预应力混凝土管	给水管	DN50-2800	
混凝土管	强度高、取材方便	抗酸碱及抗渗性差、接头多、自重较大，运输中易破损	预应力钢筒混凝土管	长间隔输水干线、压力倒虹吸、城市供水工程、产业有压输水管线、电厂循环水工程下水管道、压力排污干管等	DN600-4000	青龙管业、龙泉股份、韩建河山、国统股份
塑料管	施工方便、材质轻、内壁光滑	强度较低、刚性差、热胀冷缩大、在日照下易老化	塑料管	给水、排水、通讯、电力等	DN16-500	东宏股份（钢塑复合管）、中国联塑、伟星新材、公元股份、雄塑科技

资料来源：赵金飞《城市地下管线材质及其接口形式分类》、中国给水排水公众号、天风证券研究所

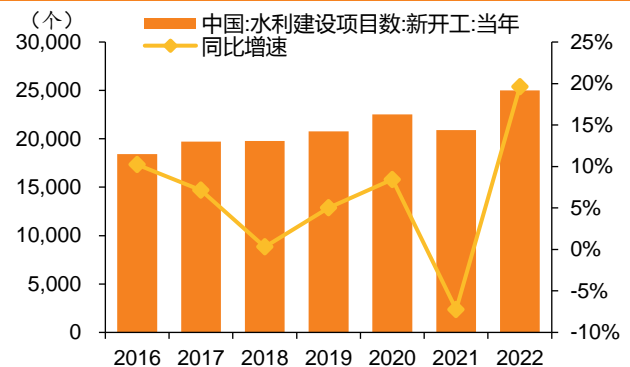
预计十四五期间由水利工程带来的管道市场规模有望达到 3900 亿元。近年来我国水利投资稳步推进，2020-2022 年我国水利建设项目新开工数分别达 22532/20900/25000 项，落实水利建设投资 7700/7576/10893 亿元，三年复合增长率达 18.9%。23 年水利建设投资继续发力，一季度全国新开工水利项目 7239 个，较去年同期多 1948 项，全国完成水利建设投资 1898 亿元，同比增长 76%，广东、云南、河北、福建、浙江、四川等省份一季度完成投资均超过 100 亿元。“十四五”期间，全国计划完成水利投资额 52000 亿元，较“十三五”实际投资额增长 57%，2022 年已完成进度 35.7%，未来有望加快执行。按照供水工程占水利工程投资额 50%，其中管道投资占供水工程总投资的 30%左右来推算，我们预计十四五期间由水利工程所带来的管材+管道施工投资额有望达 7800 亿元，其中管材投资约 3900 亿元，为 PCCP 等管道需求提供较强支撑。

图 34：我国水利建设投资额及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 35：我国水利建设项目新开工数量及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 7：水利工程拉动管道市场空间测算

	十三五合计	十四五合计
水利工程投资规划（亿元）	24300	52000
供水工程总投资额比重	50%	50%
供水工程投资额（亿元）	12150	26000
管道投资占供水工程投资比重	30%	30%
管材+管道施工投资额合计（亿元）	3645	7800
其中：管材投资额（亿元）	1823	3900

资料来源：水利部、各省市水利厅、祁世磊《乌鲁木齐市供水工程投资估算及经济评价分析》、云南城镇供水公众号、中国政府网、天风证券研究所

2.4.2. 毛利率处于上行通道，一线龙头或更具估值优势

毛利率已进入上行通道，23Q2 防水、涂料、五金等企业同比修复相对明显。受益于原材料价格下降，消费建材企业毛利率已进入上行通道，其中涂料、管材基本于 22Q2 开始出现拐点，五金、防水企业分别于 22Q3、22Q4 出现拐点，当前原油价格较 2022 年高位已有所回撤，预计下半年或将维持相对稳定走势。23Q2 以来原材料价格继续走弱，有望支撑毛利率继续稳中有升，若 23Q2 消费建材企业毛利率维持 Q1 情况，则同比角度，防水、涂料、五金类企业均有望修复。

图 36：细分行业&公司毛利率

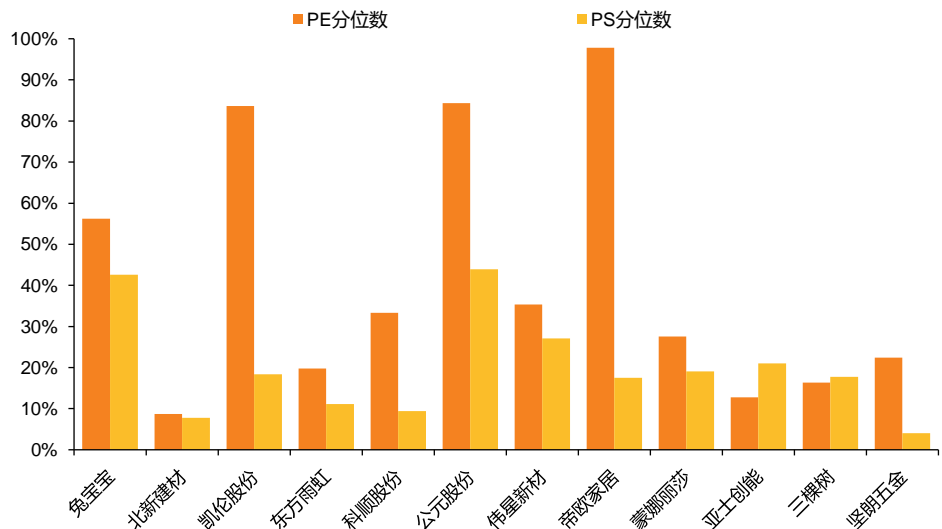
防水	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
成本：沥青均价（元/吨）	3243	3755	4534	4761	4452	3951
同比	24.1%	23.7%	44.7%	42.8%	30.4%	5.2%
东方雨虹毛利率	30.5%	28.3%	25.9%	23.8%	25.6%	28.7%
科顺股份毛利率	28.5%	25.7%	20.6%	19.0%	19.8%	21.6%
凯伦股份毛利率	30.3%	20.5%	25.2%	17.5%	15.3%	22.7%
涂料	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
成本：钛白粉（元/吨）	19174	19718	19665	17129	15007	15209
同比	37.8%	14.6%	-0.8%	-13.0%	-24.3%	-22.9%
成本：丙烯酸（元/吨）	11963	14088	12748	7982	6814	7255
同比	69.0%	50.6%	32.8%	-42.5%	-54.1%	-48.5%
三棵树毛利率	26.0%	26.3%	28.6%	30.6%	28.8%	29.6%
亚士创能毛利率	24.0%	32.8%	30.4%	32.7%	34.2%	35.0%
管材	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
成本：PVC（元/吨）	9497	8935	8854	6716	6273	6316
同比	39.1%	7.4%	-5.6%	-29.8%	-41.0%	-29.3%
成本：HDPE（元/吨）	8880	9243	9528	9011	8567	8486
同比	12.6%	8.1%	5.6%	3.5%	-7.1%	-8.2%
成本：PPR（元/吨）	10277	9786	9855	8938	8956	8833
同比	14.5%	-0.4%	-10.5%	-14.0%	-9.0%	-9.7%
伟星新材毛利率	38.0%	36.6%	38.5%	43.3%	39.5%	37.2%
公元股份毛利率	18.8%	15.9%	19.0%	16.7%	21.3%	19.9%
中国联塑毛利率	26.4%		26.5%		26.8%	
石膏板	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
成本：国废黄板纸（元/吨）	2427	2378	2432	2135	1990	1650
同比	18.9%	0.6%	2.3%	-14.2%	-20.3%	-30.6%
北新建材毛利率	31.8%	28.4%	31.4%	29.2%	27.4%	26.9%
五金	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
成本：不锈钢（元/吨）	18893	19944	20894	17864	18519	18294

同比	19.8%	16.9%	20.0%	-11.6%	-7.6%	-8.3%
成本：铝合金（元/吨）	20920	23745	22038	19746	20088	19521
同比	36.3%	25.4%	14.2%	-10.1%	-10.9%	-17.8%
成本：锌合金（元/吨）	23345	26034	27279	25193	25294	23898
同比	19.6%	17.0%	18.8%	8.4%	3.1%	-8.2%
坚朗五金毛利率	35.2%	28.8%	28.9%	31.2%	31.2%	30.1%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

消费建材公司 23 年 PS 估值处在过去三年 50%以下水平，一线龙头 PE 估值优势或更明显。我们认为在政策预期逐渐加强的过程中，当前估值偏低的公司有望获得更大的修复弹性，我们选择 20 年至今各主要消费建材公司 PE 来衡量当前估值情况，同时考虑到过去由于减值等因素对部分公司归母净利润拖累较多，结合 PS 估值来进一步反映行业景气情况。可以看到一线品种中北新建材估值相对突出，23 年 PE 估值处在过去三年 10%分位数以下，东方雨虹、三棵树、坚朗五金在 20%左右水平，二线品种科顺股份、蒙娜丽莎在 30%左右水平，亚士创能相对较低，若参考 PS 分位值，则所有公司均在 5 成以下水平。因此我们认为无论从短期估值修复弹性还是中长期成长性角度，龙头企业均具备更明显的优势。

图 37：各消费建材 PE 分位数及 PS 分位数（截止 2023.6.16）



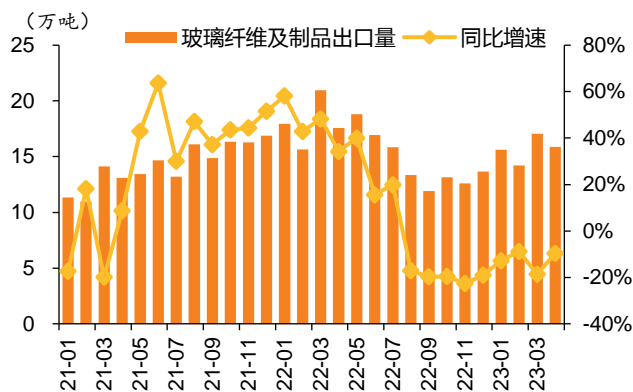
资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 新材料：顺周期迎来复苏机会，估值逐步体现优势

3.1. 玻纤：供给压力或有缓和，需求好转有望带动行业景气回升

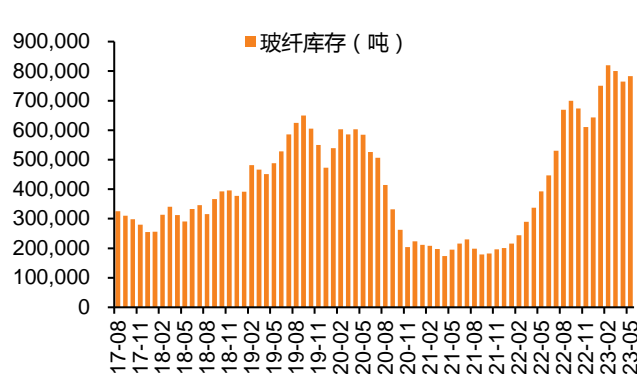
22H2 玻璃纤维价格出现较快下降，目前代表粗纱品种价格已降至历史底部区域位置，主要源于 22 年较快的供给增长及 22Q2 后玻纤需求节奏偏疲弱。需求端，22 年，国内受疫情影响因素，需求压力进一步加大，虽然上半年海外需求超预期填补了需求缺口，使得玻纤价格仍然维持在高位，但在全球通胀、地缘政治影响下，海外需求自 Q3 开始出现下滑，8 月份出口同比快速回落至-17.1%，玻纤价格也在 Q3 快速探底。23 年以来，在下游风电领域需求好转及贸易商备货下，3、4 月生产商库存得到部分消化，但 5 月伴随需求减弱，中下旬多数厂商产销下降，库存再次小幅增加，虽供应端变动不大，但厂库增量对市场心态或有一定负向引导，后期需求恢复情况是主要影响因素。

图 38：21 年-23 年 4 月单月玻璃纤维及制品出口量及同比增速



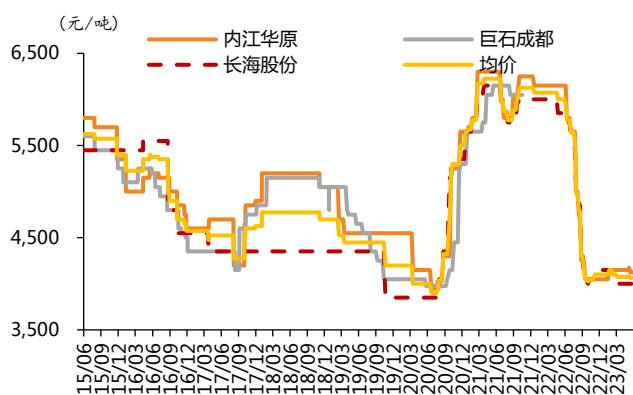
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 39：玻纤重点企业玻纤纱库存



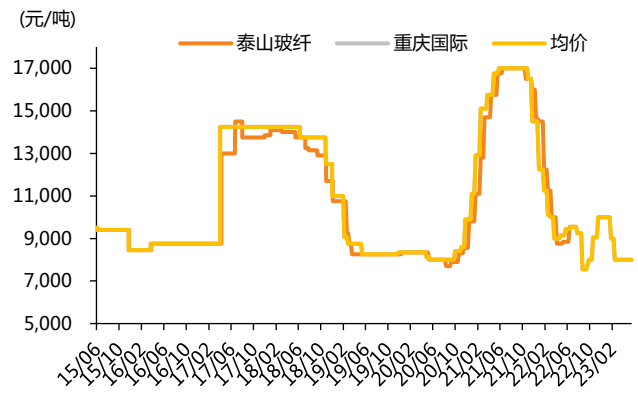
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 40：主要企业 2400tex 缠绕直接纱价格



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 41：G75(单股)玻璃纤维电子纱价格



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

23 年在风电、建筑等领域拉动下，玻纤需求有望实现小幅增长。玻纤下游主要分为建筑、风电、电子、汽车及其他（工业、消费品、管道等）领域，整体来看，2022 年我国玻纤总需求（含出口）达到 635 万吨，同比小幅增长 2.1%，我们预计 2022 年国内玻纤表观消费量 452 万吨，同比基本持平，出口方面，2022 年我国玻纤出口量达到 183 万吨，同比增长 8.7%。我们预计 23 年我国玻纤需求将达到 668 万吨，同比增长 5.2%，增速进一步提升，其中国内需求约 505 万吨，同比增长 11.8%，分领域看，我们预计风电、建筑等领域将起到主要拉动作用，1）建筑领域：考虑到《政府工作报告》中提出 2023 年 GDP 增长 5% 的目标，而从经济修复的节奏和强度来看，预计建筑业将强于服务业及制造业，因此对应领域的玻纤需求也或有一定增长；2）风电领域：2022 年我国风电新增装机 37.63GW，同比下降 21%，我们预计主要受疫情影响，导致装机节奏有所滞后，从招标情况来看，风电之音公众号据公开信息不完全统计，2022 年我国风电项目招标规模达到 109GW（含框架），或将为 23 年风电装机增长奠定基础，风能委员会预计 23 年新增装机将达到 70-80GW。3）出口：23 年海外经济体经济增长前景进一步下调，玻纤出口或面临下滑压力，1-4 月我国玻纤及制品出口量同比下滑 10%，我们预计 23 年全年出口量约 163 万吨，同比下滑 11%。4）电子、汽车及其他领域：我们预计 23 年需求同比或以稳为主。

表 8：玻纤需求预测

		2019	2020	2021	2022	2023E
建筑	万吨	109.3	121.4	140.7	149.8	161.7
风电	万吨	25.7	60.0	47.5	37.6	70.0
电子	万吨	63.7	68.1	74.9	72.6	76.3
汽车	万吨	46.0	46.8	53.1	55.0	57.2
其他	万吨	97.1	108.2	137.7	137.0	140.0

国内消费量	万吨	341.8	404.5	453.8	452.0	505.1
国内需求增速	%	17.7%	18.3%	12.2%	-0.4%	11.8%
出口量	万吨	153.9	133.0	168.3	183.0	163.0
总需求	万吨	495.7	537.5	622.1	635.0	668.1
总需求增速	%	10.4%	8.4%	15.8%	2.1%	5.2%

资料来源：Wind、卓创资讯、天风证券研究所

供给端来看，2023 年供给冲击有望明显减弱，头部企业竞争优势或进一步扩大。我们统计 2022 年玻纤行业共有 10 条生产线点火投产，合计产能 95 万吨，其中头部三家企业中国巨石、泰山玻纤、重庆国际分别点火 3/1/1 条，合计产能 58 万吨，占比 61%，按照 2 个月产能爬坡期，我们计算实际产能冲击约 36.8 万吨，23 年至今行业仅有泰山玻纤、重庆国际、中国巨石三条生产线点火投产，合计产能 38 万吨，实际产能冲击约 20.8 万吨，其他企业投产计划有所推迟。23 年供给冲击有望明显减弱，供需关系有望得到缓和，且从投产情况来看，新点火产线均为头部三家企业，在周期底部头部企业仍坚定投产，扩大市场份额，一方面有利于增强周期底部的盈利韧性，另一方面继续夯实竞争优势，提升周期上行期的盈利弹性，随着行业景气度的回升，业绩有望逐步好转。

图 42：2022、2023 年玻纤新点火产能情况

22 年新建生产线					
生产企业	生产线	产能	产品	点火时间	当年实际产能冲击
建滔化工	6 线	6	电子纱	2022. 1	5. 0
邢台金牛	4 线	10	无碱粗纱（合股类为主）	2022. 3. 28	5. 8
四川裕达	德阳 1 线	3	无碱粗纱	2022. 5. 20	1. 3
中国巨石	成都智能三线	15	短切纱为主	2022. 5. 28	6. 3
九江华源	九江 1 线	6	无碱粗纱	2022. 6. 1	2. 5
中国巨石	智能电子纱 3 线	10	电子纱	2022. 6. 18	5. 0
重庆三垒	黔江 S02	12	无碱粗纱	2022. 6. 27	4. 0
重庆国际	长寿 F12 线	15	无碱粗纱（合股）	2022. 6. 29	5. 0
泰山玻纤	邹城 2 线	6	风电纱	2022. 7. 10	2. 0
中国巨石	埃及 4 线	12	无碱粗纱	2022. 12. 15	0. 0
合计		95			36. 8
23 年拟点火生产线					
泰山玻纤	邹城 4 线	12	无碱粗纱	2023. 2. 9	9. 0
重庆国际	大渡口 F02	6	无碱粗纱	2023. 3. 30	3. 5
中国巨石	九江 3 线	20	无碱粗纱	2023. 5. 30	8. 3
长海股份	4 线	15	合股纱	23 年年底	0. 0
重庆国际	F13	15	无碱粗纱	23 年存点火计划（年底）	0. 0
泰山玻纤	山西基地	15	无碱粗纱	预计点火时间点在 24 年	0. 0
山东玻纤	沂水 7 线	15	高模量玻纤	23 年年底	0. 0
合计		113			20. 8

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

3.2. 光伏玻璃：政策收紧，行业格局向好

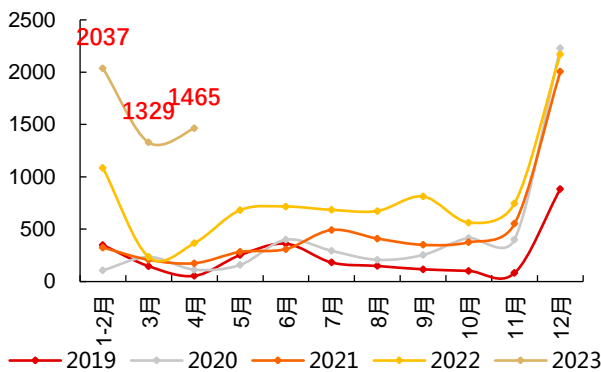
光伏玻璃：需求高景气，政策有收紧趋势，供需格局好转

1) 国内市场，据国家能源局国内 1-5 月光伏新增装机量达到 61.21GW，同比+158.16%，其中 5 月份新增装机 12.9GW，同比+88.88%。

2) 海外市场，5 月份欧盟委员会公布名为“Repower EU”的能源计划，快速推进绿色能源转型，将欧盟“减碳 55%”政策组合中 2030 年可再生能源的总体目标从 40%提高到 45%；建立专门的欧盟太阳能战略，到 2025 年将太阳能光伏发电能力翻一番，到 2030 年安装 600GW。

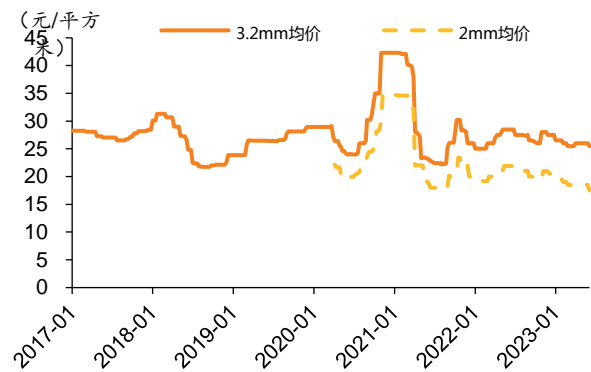
3) 近期，组件报价几乎创下自 2021 年以来最低价记录，进入下半年，将迎来装机旺季，维持年度策略中装机高增速的预测不变。

图 43：光伏月度装机（万千瓦）



资料来源：中电联，天风证券研究所

图 44：光伏镀膜玻璃价格走势（含税）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

供给端：政策开始落地，供给格局预期不悲观

22 年末，国资委等发布的《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》中提到“开展光伏压延玻璃产能预警，指导光伏压延玻璃项目合理布局。”近期，浙江重庆、安徽等省的听证会结果陆续公布，对已建成投产项目基本给予“冷修期前补充产能置换手续”的处理意见，对部分在建项目基于“风险预警”的处理意见。我们认为出于对行业的有序发展以及资源的合理利用角度，行业的发展需要立足“无形的手”同时利用好“有形的手”，总体看本轮政策短期利好供需格局边际改善以及中长期利好行业健康有序发展，龙头企业将最为受益。截至 6 月 8 日行业总产能为 87730t/d，年初至 5 月点火 13000t/d，点火节奏不及预期。

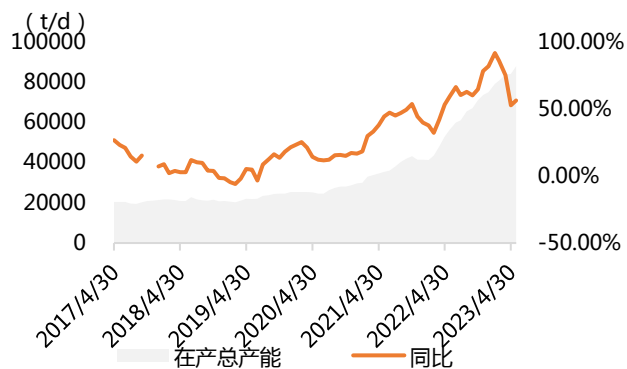
表 9：年初至 5 月光伏玻璃点火产能

编号	省份	企业名称	日熔量（吨/日）	点火时间
1	福建	漳州旗滨光伏新能源科技有限公司	1200	2023 年 1 月 5 日
2	重庆	重庆武骏光能股份有限公司	900	2023 年 1 月 9 日
3	江苏	宿迁中玻新能源有限公司	1000	2023 年 1 月 29 日
4	湖北	湖北亿钧耀能有限公司	1200	2022 年 12 月 11 日点火仪式，2023 年 1 月底达产
5	湖北	湖北亿钧耀能有限公司	1200	2022 年 12 月 11 日点火仪式，2023 年 2 月底达产
6	安徽	福莱特玻璃集团股份公司（安徽）	1200	2023 年 3 月 9 日
7	江苏	信义光伏（苏州）有限公司	1000	2023 年 3 月 16 日
8	广西	广西长利新能源有限责任公司	1250	2023 年 3 月 18 日
9	安徽	信义光能控股有限公司（安徽）	1000	2023 年 4 月 11 日

10	江西	江西彩虹光伏有限公司	1000	2023 年 4 月 30 日
11	安徽	中国南玻集团股份有限公司	1200	2023 年 5 月 2 日
12	江苏	中建材(宜兴)新能源有限公司	850	2023 年 5 月 26 日

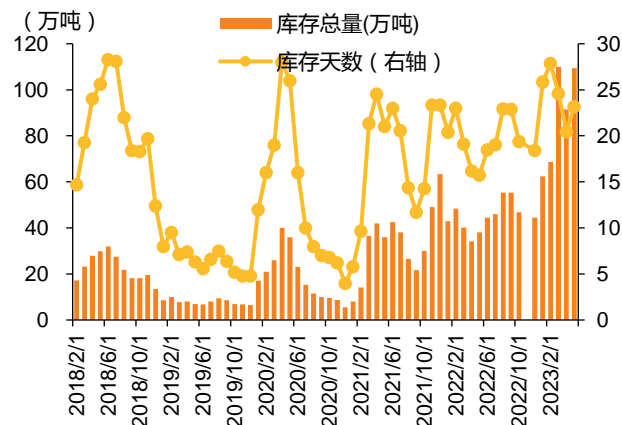
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 45：光伏玻璃在产产能



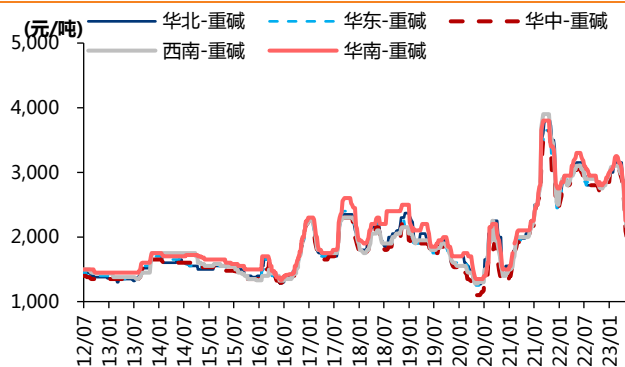
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 46：光伏玻璃库存天数



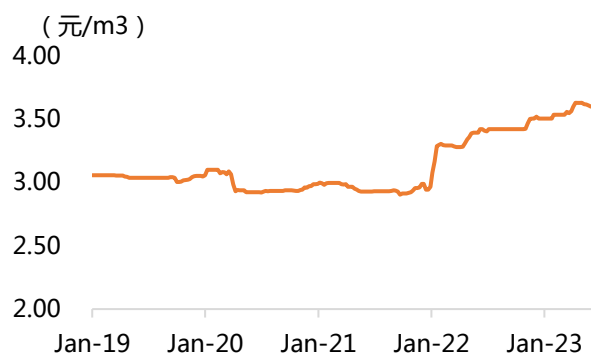
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 47：重质纯碱价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：工业管道天然气价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

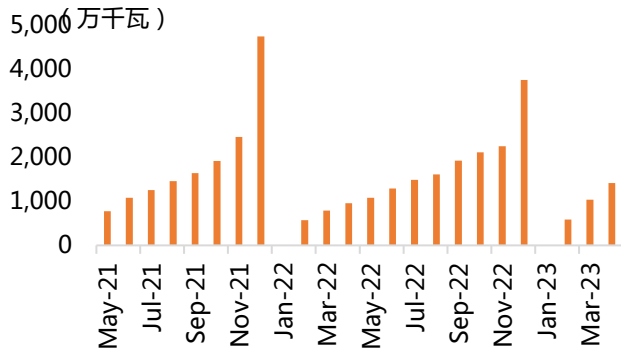
3.3. 风电叶片：受益装机高景气，推荐时代新材

2022 年是风电抢装潮后的装机小年，23 年开年 Q1 风电装机规模起量，23M1-4 风电累计装机 14.2GW，yoy+48%。截至 2022 年底，中国海上风电在建总容量为 3.688GW，排名全球第一，相比陆上风电，海上风电平均利用小时数更高且不占用土地、靠近电力负荷中心，是未来布局的方向。展望全年装机，截至 2022 年底，风电项目招标规模达 109.3GW（含框架）；按此估计，风能委员会预计 2023 年风电新增装机在 70-80GW 左右，行业景气向上。

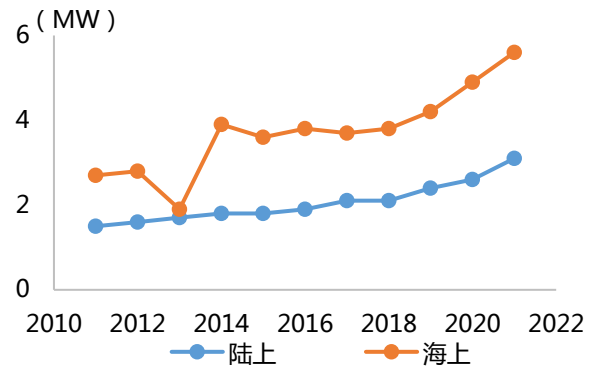
风电叶片大型化趋势显著。根据 CWEA，2021 年，中国新增装机的风电机组平均单机容量为 3514kW，同比增长 31.7%，其中，陆上风电机组平均单机容量为 3114kW，同比增长 20.7%，海上风电机组平均单机容量为 5563kW，同比增长 13.9%。

图 49：风电累计装机量

图 50：我国新增发电机组平均容量



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

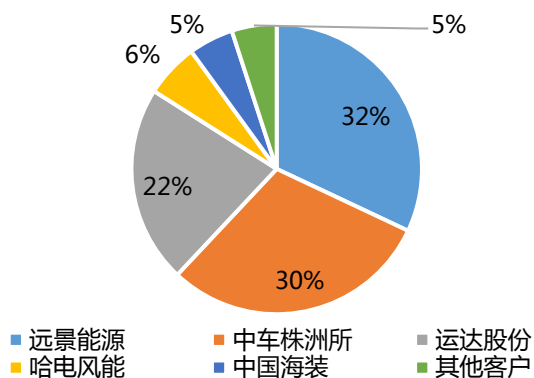


资料来源：CWEA，天风证券研究所

时代新材：22 年公司风电叶片出货位居行业第二，23 年有望量利齐升。2022 年，中国风电叶片年出货量 14851 套，其中，中材科技近 3200 套的出货量稳居榜首，时代新材出货量超 2000 套，位居第二；第二梯队的明阳叶片、艾郎风电、中复联众、三一叶片出货量均超 1000 套。

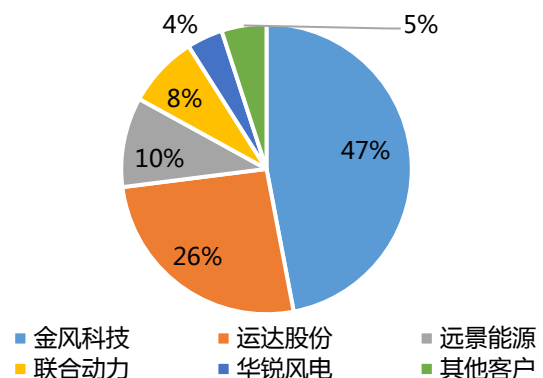
公司于 2006 年进军风电行业，设立风电产品事业部，专注于风电叶片的研发、生产、销售及运维服务。在湖南、天津、江苏、内蒙古、吉林、黑龙江建有七大叶片生产基地，年产能超过 4000 套，适合海上、海外供货。客户方面，公司形成国内以远景能源、中车风电等为主（22 年占时代新材出货比重均 $\geq 30\%$ ），海外以 Vestas、Nordex 等为主的客户结构，大力开发东方电气、海装风电等新客户，成功突破头部客户明阳风电。

图 51：2022 年时代新材出货量



资料来源：风电观察公众号，天风证券研究所

图 52：2022 年中材科技出货量



资料来源：风电观察公众号，天风证券研究所

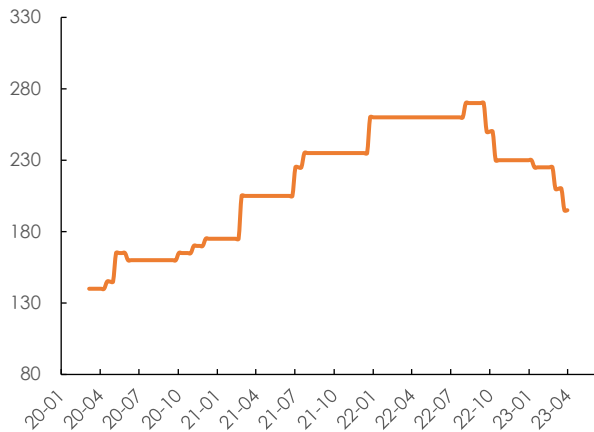
3.4. 碳纤维：产能快速释放，价格磨底

3.4.1. 价格：上半年持续降价，高性能纤维仍为高议价能力产品

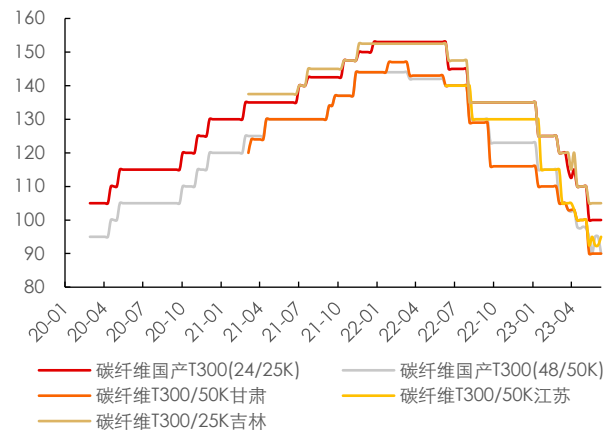
主力产品上半年价格均有下降，降幅均为 27% 左右。2023 年上半年，碳纤维整体处于降价过程中，以通用纤维（T300 级，或以市场通用简称大丝束）中 T300-48/50K 为例，2023 年 1 月 6 日价格为 12.3 万/吨，至 6 月 9 日，价格已降至 9 万/吨，下降 3.3 万/吨，降幅 27%，高性能纤维同样出现降价情况。目前三款主力碳纤维产品价格变动幅度基本一致。均出现了 27% 左右降幅。由于 T700-12K 产品价格较高，故若以绝对值变化来看，下降最大达 6 万/吨。

图 53：高性能纤维（T700-12K）价格（元/kg）

图 54：通用纤维（T300 级，24K 及以上）价格（元/kg）



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

表 10：主力 3 款碳纤维年初至今价格（单位：元/kg）

产品	目前价格	年初价格	价格变化	变化幅度
T300-48/50K	90	123	-33	-27%
T300-24/25K	100	135	-35	-26%
T700-12K	170	230	-60	-26%

注 1：目前价格指 2023 年 6 月 9 日，年初价格指 2023 年 1 月 6 日

注 2：数据均来自百川盈孚，或与公司报价有些许出入

资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

高性能纤维仍为高议价能力产品。若拉长时间看，通用纤维自 2022 年 Q1-Q2 达到价格顶点，T300-48/50K 的价格顶点为 2022 年 2-3 月，T300-24/25K 的价格顶点为 2022 年 1-6 月，而高性能纤维的价格顶点为 2022 年 8-9 月，以时间跨度来看，大丝束纤维呈现优先降价情况，除了受到原材料价格的下降影响外，我们推测还系前期纤维涨价较多导致产品端（特别是对于成本敏感的风电叶片）成本高企，纤维需求下降。根据各类型碳纤维在产业链中议价能力不同，T300 级大丝束纤维首先出现降价情况，部分 T700 级下游应用或被 T300 级替代（主要系体育用品等），最终议价能力较强的 T700 级亦呈现降价情况。

表 11：主力 3 款碳纤维价格回顾（价格单位：元/kg）

产品	基准时间： 2020 年 2 月 28 日 价格	价格高点				目前时间：2023 年 6 月 9 日		
		价格最高点对应 时间	价格最高点	价格变化	幅度	目前价格	价格变化	幅度
T300-48/50K	95	2021 年 11 月 - 2022 年 3 月	144	49	52%	90	-54	-38%
T300-24/25K	105	2021 年 12 月 - 2022 年 6 月	153	48	46%	100	-53	-35%
T700-12K	140	2022 年 8 月 - 2022 年 9 月	270	130	93%	170	-100	-37%

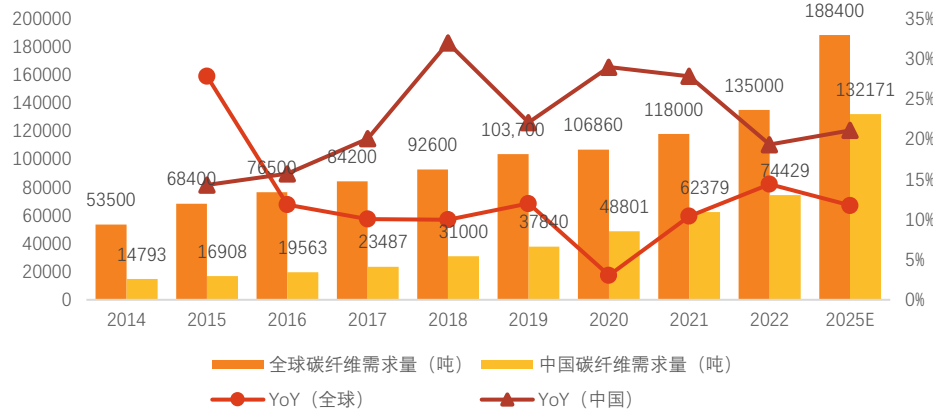
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

3.4.2. 需求：国内需求仍保持较高增速，国产化率进一步加快

2022 年，全球碳纤维需求 13.5 万吨，yoy+14%，我国碳纤维需求 7.44 万吨，yoy+19%，我们认为增速较快主要受益于体育用品，碳碳热场，氢气瓶等需求的快速增加。我国碳纤维

领域自 2016 年以来增速均超过全球，我们认为主要系碳纤维的国产化增加及下游应用快速发展双重促进。根据赛奥碳纤维预测，至 2025 年，全球碳纤维需求约为 18.84 万吨，2022-2025 年 CAGR+12%，其中我国需求 13.21 万吨，2022-2025 年 CAGR+21%，我国碳纤维需求未来 3 年内仍保持较快增长。

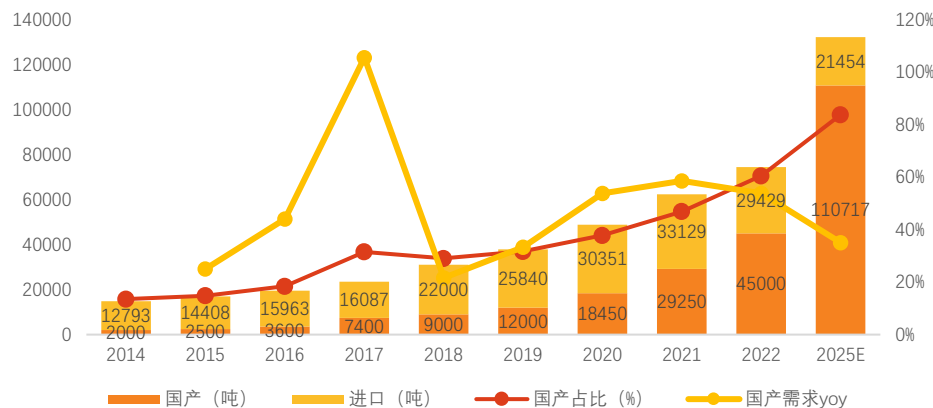
图 55：全球和中国碳纤维需求量及增速



资料来源：《全球碳纤维复合材料市场报告》，天风证券研究所

国内需求快速增加，国产化率进一步提升。2022 年我国碳纤维需求为 7.44 万吨，yoy+19%，其中国产需求 4.5 万吨，yoy+54%，进口需求 2.94 万吨，yoy-11%。2022 年国内碳纤维需求旺盛，叠加本土产能释放迅速，国产化率已达 60.5%，同比提升 13.6 个百分点。受益于国内碳纤维需求快速增长，各企业产能有较快扩张，根据赛奥碳纤维预测，2025 年国产需求达 11.07 万吨，2022-2025 年 CAGR+35%，国产化率已达 83.8%。

图 56：中国碳纤维国产需求量，占比及 yoy

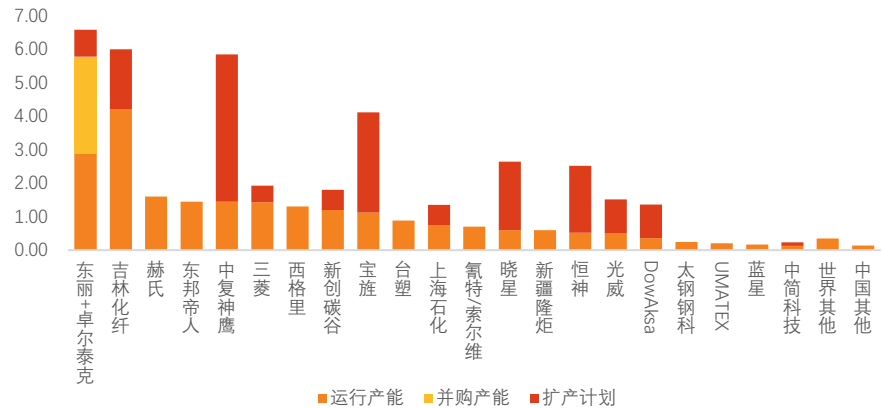


资料来源：《全球碳纤维复合材料市场报告》，天风证券研究所

3.4.3. 产能：国内产能快速释放，未来或将成为碳纤维供给第一大国

目前东丽仍为第一大产能商，若按照单一领域来看（通用或高性能领域），中国企业未来或将是该领域内产能最大企业。全球产能来看，日本东丽仍为第一大碳纤维生产企业，兼具通用纤维（卓尔泰克）及高性能纤维（东丽）的生产。前五大碳纤维生产企业中，中国企业已占据两席——以通用纤维生产见长的吉林化纤及生产高性能纤维的中复神鹰，且根据两公司规划情况，未来吉林化纤整体碳纤维产能或将达到 6 万吨，中复神鹰产能达到 5.85 万吨，我们认为未来将或占据碳纤维产能第二及第三的地位。值得注意的是，东丽产能包含通用及高性能两种类型纤维，而吉林化纤及中复神鹰则专注于一种类型，故若按照单一领域来看（通用或高性能领域），中国企业未来或将是该领域内产能最大企业。

图 57：2022 年全球碳纤维产能（万吨）



资料来源：《全球碳纤维复合材料市场报告》，天风证券研究所

我们认为国内企业可划分为通用（T300）、高性能军品（高模量或高强度）及高性能民品（T700）生产企业。

1) 通用纤维，主要分为两种模式，一是原丝和碳丝分工明确，即公司产线只有原丝线或碳化线，例如吉林碳谷目前仅生产原丝，将其售卖给拥有碳化线企业（例如下图中新创碳谷，宝旌等）生产碳纤维。二是自主拥有全套生产线，自主生产原丝并碳化为碳纤维进行售卖，例如蓝星等。

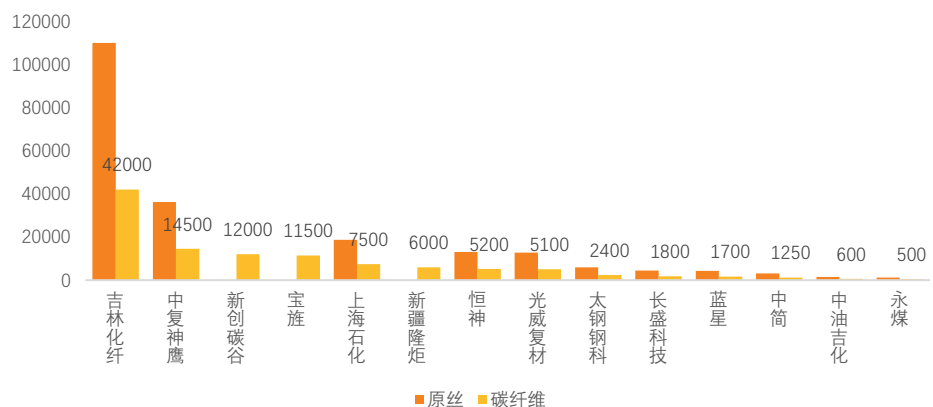
2) 高性能纤维，仅有一种生产方式，自主拥有全套生产线，自主生产原丝并碳化为碳纤维进行售卖。但此类型企业根据下游业主方不同又分为军用和民用企业：

军用以中简为例，虽产能不高，但生产的高性能纤维供给军用，价值量较高，2022 年公司碳纤维及织物总计销售 299 吨，营业收入 7.86 亿，营业总收入 7.97 亿，归母净利 5.96 亿。

民用以中复神鹰为例，其生产的碳纤维主要应用于碳碳热场及氢气瓶等工业领域，相较于军品具备成本优势。2022 年公司碳纤维销量 9374 吨，营业总收入 19.94 亿，归母净利 6.05 亿。

按照单吨净利来看，中简 vs 中复神鹰=199 万/吨 vs 6.5 万/吨。军品利润较大但产量较小，民品由于下游应用较广碳纤维产量较大。

图 58：2022 年国内碳纤维及原丝产能（吨）



资料来源：《全球碳纤维复合材料市场报告》，天风证券研究所

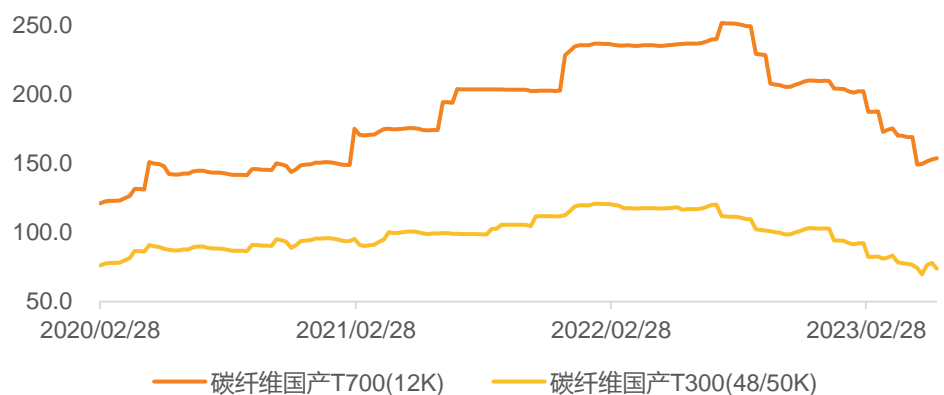
3.4.4. 展望：通用纤维价格或已触底，需求能否如期释放系价格能否稳定的关键

在碳纤维的成本中，除丙烯腈外，其他成本主要系能源（电力，蒸汽等）及人工折旧，故丙烯腈系主要成本波动因素。1 吨碳纤维约用 2-2.5 吨丙烯腈，我们以碳纤维价格去掉 2.1 倍丙烯腈价格来更好衡量目前碳纤维价格与历史的对比情况。

在 2020 年 8 月前，国内碳纤维处于供需平衡状态，2020 年 8 月日本限制碳纤维对华销售，导致供需开始失衡，碳纤维价格呈现较大涨幅。2022 年国产碳纤维产能快速释放，供需紧张缓解，价格逐渐趋于限制前水平。

2023 年，T300-48/50K 产品价格（去除丙烯腈的影响）最低降至 6.98 万/吨，而此数值在 2020 年初为 7.63 万/吨，我们认为主要系此类产品下游主要系风电，而目前风电需求不佳，但产能仍处于快速释放中，导致供大于求。T700-12K 产品价格（去除丙烯腈的影响）最低降至 14.93 万/吨，仍高于 2020 年初的 12.13 万/吨，我们认为主要系中复神鹰为此类市场的主要参与方，对价格有一定的把控能力，叠加公司目前仍处于产能爬坡阶段，规模效应仍未体现，其他成本（能源及人工折旧等）仍处于较高水平。

图 59：国内碳纤维价格（去除丙烯腈的影响，单位：元/kg）



资料来源：Wind，百川盈孚，天风证券研究所

价格展望：整体来看，由于通用纤维及民用高性能纤维有部分需求存在重叠情况（例如体育休闲，碳碳复材等），故价格存在较强联动效应。我们认为：

1) 通用纤维目前已处于价格相对底部，但考虑到部分公司新产线仍处于建设中，未来产能仍或较快释放，不排除后期继续价格战的可能。

2) 民用高性能纤维方面，中复神鹰在国内仍未有同生产规模的竞争者，进口产品因进口关税加增值税影响价格多出约 32%，故中复神鹰系市场价格制定者，但考虑到公司产能仍处于爬坡阶段，后期产量增加将会需要大量下游需求匹配，公司或通过调降价格的方式进行销售。

3.4.5. 投资建议：推荐民品高性能碳纤维龙头中复神鹰，建议关注通用纤维原丝龙头吉林碳谷等

我们认为目前通用纤维价格已处于历史底部阶段，但考虑到部分公司仍处于产能快速释放阶段，不排除后期继续价格战的可能，但原丝环节的企业仍较少，目前价格战停留在碳纤维环节，建议关注吉林碳谷等。

民品高性能纤维领域，国内目前主要系中复神鹰及长盛科技两家，2022 年底长盛科技产能仅 1800 吨，相较中复神鹰的 1.45 万吨仍有较大差距。目前中复神鹰西宁基地已全面投产，产能已达 2.85 万吨，后期亦有 3 万吨产能规划，系国内民品高性能纤维价格制定者，长期来看，下游碳碳复材/氢气瓶等领域持续高景气，公司产能扩张有望带动业绩持续释放，预浸料业务如进展顺利后续或带来新增量，我们预计公司 23/24/25 年归母净利润为

9.04/14.4/16.4 亿元，建议关注中复神鹰。

表 12：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300699.SZ	光威复材	250.65	30.15	1.12	1.36	1.66	1.97	26.83	22.11	18.12	15.28
300777.SZ	中简科技	191.65	43.60	1.07	1.76	2.12	2.60	40.79	24.74	20.60	16.77
836077.BJ	吉林碳谷	116.52	21.51	1.16	1.57	2.04	2.36	18.51	13.74	10.56	9.13
平均								28.71	20.19	16.43	13.73
688295.SH	中复神鹰	326.88	36.32	0.67	1.00	1.60	1.82	54.02	36.16	22.67	19.94

注：数据截至 20230707 收盘，除中复神鹰 23-25 年为天风预测外，其余公司 23-25 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.5. 药用玻璃：中硼硅渗透率提升是核心主线，关注企业盈利修复节奏

我们认为药用玻璃行业需求成长有较好持续性，后续关注成本端压力边际缓解。注射剂一致性评价驱动中硼硅材质药用玻璃渗透率持续提升，预灌封下游生物制品、医美等需求快速增长有较好持续性，药用玻璃市场扩容。21 年下半年以来，纯碱、煤炭等原燃料价格维持高位波动，一定程度削弱行业整体盈利能力，23 年以来原燃料价格已经呈现较清晰的回落趋势，后续继续关注成本压力缓解及药用玻璃企业盈利能力修复。

图 60：重质纯碱市场均价变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 61：秦皇岛山西产动力末煤平仓价变化

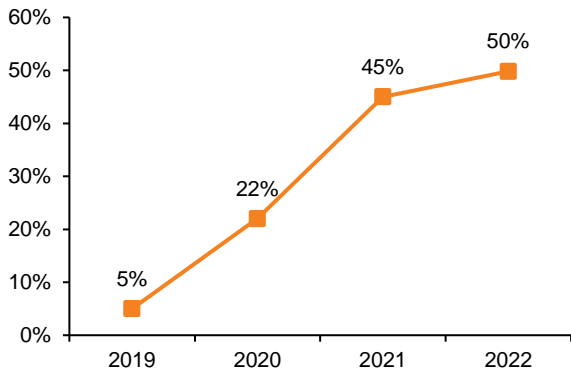


资料来源：wind，天风证券研究所

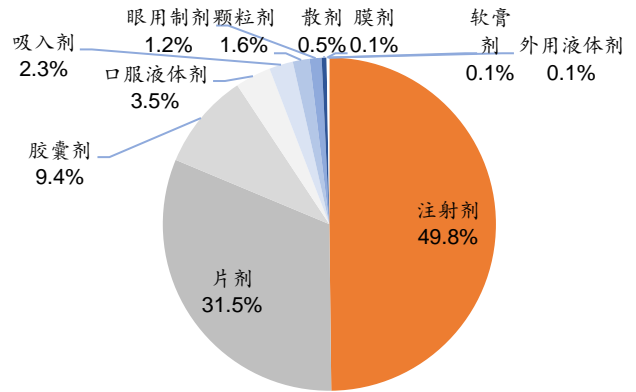
注射剂一致性评价进入深水区，中硼硅渗透率持续提升。且药审工作重心由口服固体制剂向注射剂转移，我们认为注射剂过评效率或有较大提高，叠加政策约束，中硼硅药用玻璃包装材料渗透率提升节奏开始加速。近年来过评剂型中注射剂占比持续上升，由 2019 年 5% 增长到 2022 年近 50%。企业端中硼硅销售快增佐证中硼硅渗透率提升。21fy 及 22fy 力诺特玻中硼硅药用玻璃瓶分别销售 2.2/2.8 亿元，分别 yoy+145%/25%。21fy 正川股份硼硅玻璃管制瓶销量 36.7 亿支，yoy+57%；硼硅管制瓶营收 4.9 亿元，yoy+120%，主因新冠疫苗需求拉动中硼硅玻璃瓶销量上升，22fy 新冠疫苗量减少致销售略有下滑（销量 yoy-3%，营收 yoy-11%）。21fy 山东药玻中硼硅模制瓶销量接近翻倍；中硼硅管制瓶销量 1.9 亿支，yoy+235%；中性安瓿销量 5,500 万支，yoy+150%。

图 62：近年通过一致性评价剂型中注射剂占比

图 63：2022 年通过一致性评价药品剂型情况



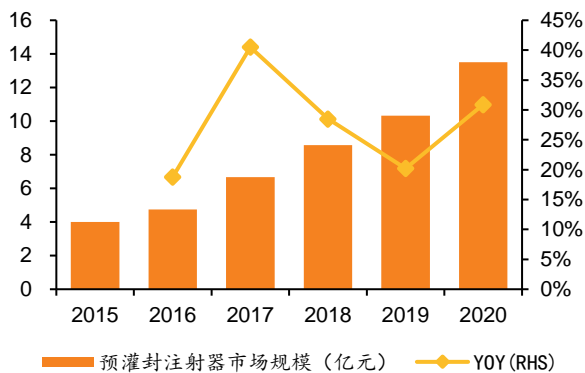
资料来源：中国医药报，中国食品药品网，天风证券研究所



资料来源：中国食品药品网，天风证券研究所

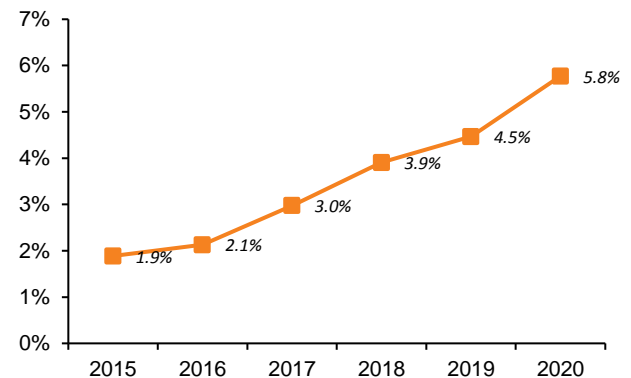
预灌封需求高景气预计有较好持续性。2020 年国内预灌封注射器、药用玻璃市场规模分别为 13.5 亿元，234.0 亿元，分别 yoy+31%，+1%，15-20 年预灌封市场规模 cagr+28%，预灌封包装占比由 2015 年 1.9% 提升至 2020 年 5.8%。预灌封相较注射剂瓶、安瓿包装具有使用方便、效率更优、用药剂量准确等优点，越来越多的应用到胰岛素、单抗、干扰素、生长激素、透明质酸等生物制品和昂贵药物的包装。此外预灌封亦广泛应用于医美产品。根据 Frost & Sullivan 数据，按服务收入计，2020 年中国医疗美容市场规模 1,549 亿元，近 4 年复合增速 19%，且其预计 2030 年将达到 6,535 亿元，20-30 年 cagr+16%，中国市场增速远高于全球市场，预计 2020-2030 年中国市场增量占全球同期市场增量的 1/3。2020 年医疗美容行业中玻尿酸注射等非手术类项目占比 50%，预计到 2030 年达到 64%。预灌封注射器作为包装和给药双重功能的设备，在医美非手术类项目中的填充注射类项目有广阔应用空间。

图 64：我国预灌封注射器市场规模变化



资料来源：立木信息咨询，天风证券研究所

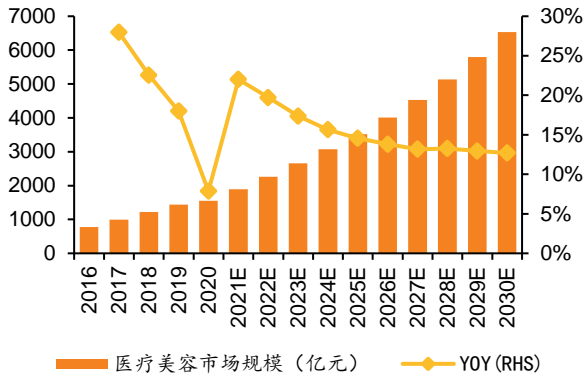
图 65：我国预灌封注射器占药用玻璃比例变化



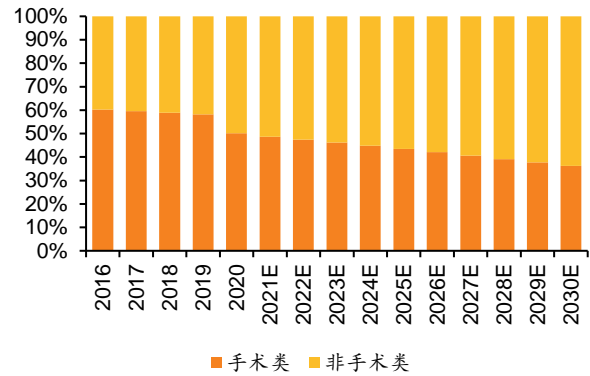
资料来源：中国产业信息网，立木信息咨询，天风证券研究所

图 66：中国医疗美容市场规模及增速

图 67：中国不同医美项目市场规模占比



资料来源：爱美客H招股书，Frost & Sullivan，天风证券研究所



资料来源：爱美客H招股书，Frost & Sullivan，天风证券研究所

3.6. 耐火保温材料：契合产业趋势，重视陶纤/VIP 等需求成长机遇

“双碳”推进逐步进入深水区。20年9月75届联合国大会上，我国提出“二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，2060年前实现碳中和”，“双碳”逐步成为国家战略。政策暖风频吹，21年10月，习近平主席在《生物多样性公约》第十五次缔约方领导人峰会上支出，中国将陆续发布重点领域和行业碳达峰实施方案和一系列支撑保障措施，构建起碳达峰、碳中和“1+N”政策体系。后续陆续发布《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030年前碳达峰行动方案》、《碳达峰碳中和标准体系建设指南》等。具体而言，碳达峰核心聚焦两方面：1）产业结构深度调整，聚焦能源消费结构调整，降低单位产值能耗等；2）能源供给端建立清洁安全高效的能源体系，非化石能源消费比重进一步提升，煤炭消费逐步减少等。

图 68：22 年以来中央针对双碳相关重要政策文件不完全梳理

文件名称	时间	部门	主要内容
《中共中央 国务院关于加快全国统一大市场的意见》	2022.03	国务院	从打造统一的要素和资源市场等六方面提出建设全国统一的能源市场、培育发展全国统一的生态环境市场等 23 项要求，其中包括建设全国统一的碳排放权交易市场；推进排污权、用能权市场化交易；推动绿色产品认证与标识体系建设，促进绿色生产和绿色消费等内容。
《减污降碳协同增效实施方案》	2022.06	发改委、工信部等	提出 2025 年，减污降碳协同推进的工作格局基本形成；重点区域、重点领域结构优化调整和绿色低碳发展取得明显成效；形成一批可复制、可推广的典型经验；减污降碳协同度有效提升。
《城乡建设领域碳达峰实施方案》	2022.07	住建部	优化城市结构和布局。城市形态、密度、功能布局和建设方式对碳减排具有基础性重要影响。积极开展绿色低碳城市建设，推动组团式发展。
《2022 年碳达峰碳中和国家标准专项计划及相关标准外文版计划》	2022.07	国家标准委	本批碳达峰、碳中和国家标准专项计划共计 72 项，其中制定 56 项、修订 16 项，均为推荐性国家标准；外文版计划共计 44 项。
《工业领域碳达峰实施方案》	2022.08	工信部等	推动产业结构优化升级，坚决遏制高耗能高排放低水平项目盲目发展，大力发展绿色低碳产业。构建有利于碳减排的产业格局。
《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030 年）》	2022.08	科技部	统筹提出支撑 2030 年前实现碳达峰目标的科技创新行动和保障举措，并为 2060 年前实现碳中和目标做好技术研发储备，为全国科技界以及相关行业、领域、地方和企业开展碳达峰碳中和和科技创新工作的开展起到指导作用。
《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》	2022.10	国家能源局	提出到 2025 年，初步建立起较为完善、可有力支撑和引领能源绿色低碳转型的能源标准体系；到 2030 年，建立起结构优化、先进合理的能源标

准体系，能源标准与技术创新和产业转型紧密协同发展，能源标准化有力支撑和保障能源领域碳达峰、碳中和。

《碳达峰碳中和标准
体系建设指南》

2023. 04

发改委、工
信部等

目标到 2025 年，制修订不少于 1000 项国家标准和行业标准（包括外文版本），与国际标准一致性程度显著提高，主要行业碳排放核算实现标准全覆盖，重点行业和产品能耗能效标准指标稳步提升。

资料来源：中国政府网，国家市场监督管理总局，国家能源局官网，天风证券研究所

技术进步是实现“双碳”首要抓手，使用优质绝热材料等提升能源利用效率为共性选项。“双碳”路径主要包括四方面，技术进步（各行业部门提升能源利用效率、如使用更高效的节能保温材料）、能源结构调整（能源供应端新能源占比提升）、产业结构调整（单位产值能耗高的行业如水泥等发展受限，鼓励单位产能能耗低行业发展）、负碳技术运用（如布局农林碳汇、推动碳捕捉/碳封存技术等）。据《中国低碳发展战略与转型路径研究》（清华大学气候研究院，2020.10），技术进步为实现我国碳中和、碳达峰的首要抓手（碳减排最大贡献因素），主要行业举措大致为：1）电力行业技术改造，广泛应用余热回收效率及使用更优质保温材料；2）钢铁行业技改，提升电炉炼钢占比，应用富氧冶金、富氢冶金等新技术；3）交运行业技改，提升新能源汽车渗透率、推进汽车轻量化等；4）建材技改，推动绿色建筑、建筑工业化发展，应用新型建筑保温材料等。技术进步驱动碳减排核心可归纳为两方面，a）自身技术变革实现生产活动碳排放量降低；b）提升生产活动中能源利用效率，如使用更优质的绝热保温材料。

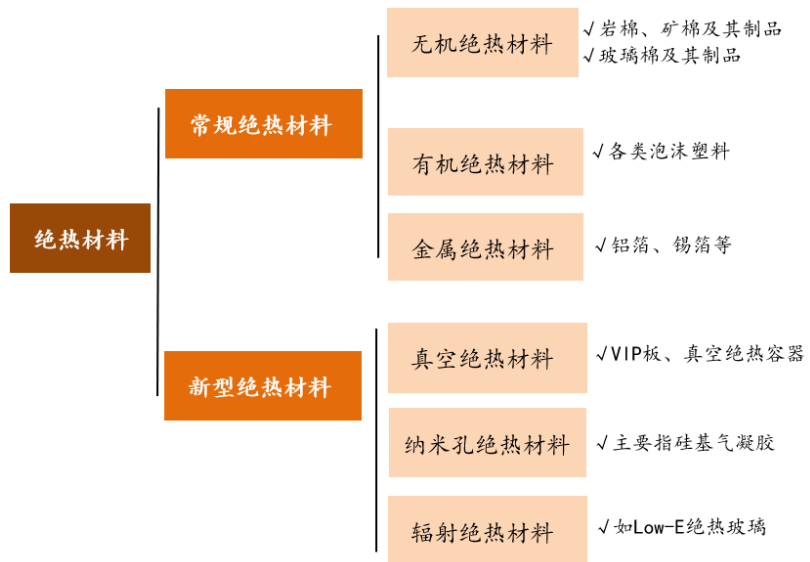
表 13：高耗能行业的绿色技改将成为我国实现双碳目标的核心驱动力

行业	能耗降低减排贡献（百万吨）	
	2020-2030	2030-2050
电力热力	-955	-2,545
金属冶炼	-109	-1,853
交运仓储	-98	-1,165
化学工业	-211	-579
建材	-137	-496
其他	-362	-1,182
合计	-1,873	-7,820

资料来源：《中国低碳发展战略与转型路径研究》（清华大学气候研究院，2020.10），天风证券研究所

绝热材料数量多、行业规模大，具有较为典型的大行业小企业特征。绝热材料是指用于热工设备或者建筑围护，阻抗热流传递的材料或材料复合体，其一方面需要满足建筑空间或热工设备对热环境的要求，另一方面有助于提升能源效率实现节约能源效果。绝热材料广泛应用于建筑、家电、机械、军工、交通运输、仓储等各行各业，代表用途为各类建筑物、电器、冷库、车船等的保温保冷，绝热材料种类较为多元，市场规模超千亿，具有较为典型的大行业小企业的特征。绝热材料可分为常规绝热材料、新型绝热材料。其中常规绝热材料按材料属性划分包括无机绝热材料（岩棉、矿棉、玻璃棉、玻璃纤维、陶瓷纤维等）、有机绝热材料（主要为各类材质的泡沫塑料）、金属绝热材料（主要指铝箔、锡箔）。新型绝热材料包括真空绝热材料、纳米孔绝热材料（主要指硅基气凝胶）、辐射绝热材料（代表为低辐射 Low-E 玻璃）等。我们本节重点探讨两类材料应用情况及前景，陶瓷纤维（代表上市企业鲁阳节能 002088.SZ）、真空绝热材料（代表上市企业赛特新材，688398.SH、再升科技，603601.SH）。

图 69：绝热材料分类






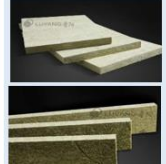


资料来源：赛特新材招股说明书，天风证券研究所

陶瓷纤维：迎高温工业节能技改加速机遇，鲁阳节能于国内龙头地位稳固。

陶瓷纤维兼较传统无机绝热材料（如耐火砖、石棉制品、硅酸钙板等），具有重量轻、耐高温（最高使用温度可达 1,400 度）、热稳定性更好、导热率低等优势，是优质的耐火、防火、保温节能材料。其下游应用广泛，主要下游包括石化、冶金、建材、电力、交通等领域，我国发展应用历史约 30 年，在诸多应用场景具备替代属性。最能发挥陶瓷纤维性能优势的场景区是热加工工业和热处理工业（工业窑炉、热处理设备及其他热工设备），占陶瓷纤维下游消费量比例约 40%，因其更优的绝热效果，应用陶瓷纤维解决方案可较传统隔热砖与浇注料实现节能 10-30%。实现“双碳”背景下，工业节能技改需求或加速，尝试优质耐火绝热材料意愿或有明显提升，陶纤迎发展机遇。

鲁阳节能为我国陶瓷纤维龙头，截止 22 年末，公司陶瓷纤维生产能力达到 51 万吨，拥有山东、内蒙古、新疆、贵州四个陶瓷纤维生产基地，是国内最大的陶瓷纤维产品生产企业，产品市占率位居国内第一位。公司在国内已建立其较明显的规模优势、技术优势、装备优势、产品品类优势等，龙头地位稳固。

图 70：公司主要产品及特点简述

	陶瓷纤维系列			岩棉系列	传统耐火材料系列	
	陶瓷纤维	可溶纤维	氧化铝纤维	玄武岩纤维	轻质莫来石砖	不定型耐火材料
产 品	棉、毯、毡、板、纸、模块、异型件、纺织品等	棉、毯、毡、板、纸、模块、异型件、纺织品等	毯、模块、贴面条块、复合模块等	岩棉板、条等	各类莫来石砖	高温热防护涂料 轻质浇注料
						
特 点	1) 通过熔融成纤工艺制备而成 2) 最高使用温度达1,400度 3) 多领域应用，且持续拓展	1) 可有效降低对人体及环境危害 2) 用于工业管道隔热、船舶防火保温及建筑防火等	1) 溶胶-凝胶工艺制备 2) 最高使用温度达1,600度 3) 用于多行业高温窑炉耐火保温等	1) 保温/隔热/防火/透气性能优异 2) 用于建筑节能防火领域	1) 氧化铝/蓝晶石等加工而成的硬质耐火保温制品 2) 低热容、低热导率、尺寸精确 3) 用于工业炉耐火和保温	

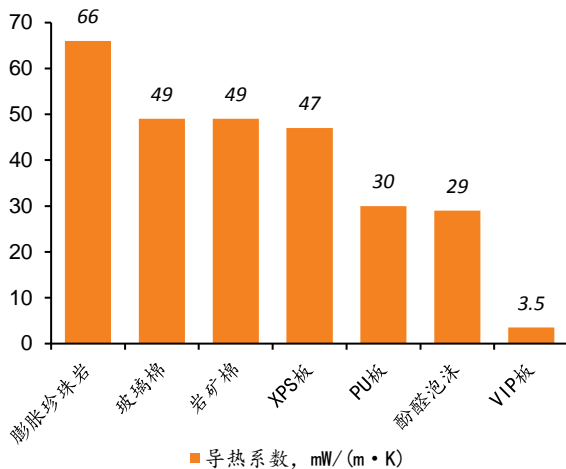
资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

真空绝热板：冰箱等冷链家电领域渗透加速或迎较好机遇，赛特新材龙头地位稳固，再升

科技产品驱动布局广泛。

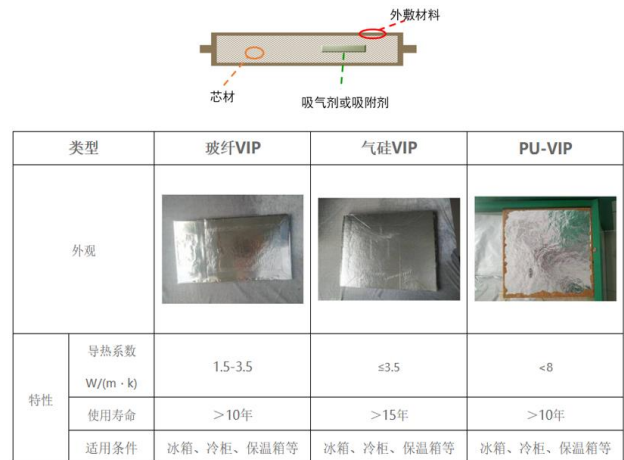
真空绝热板（VIP 板）采用真空绝热原理（可有效消除对流效应），是一类新型的复合型绝热材料，其绝热性能远好于传统有机绝热材料，同时制造过程中不会产生 ODS 类破坏抽样类或超级温室气体，对环境更友好。14 年国家发改委等七部委联合发布《能效“领跑者”制度实施方案》，以政策激励的方式，推动终端用能产品制造企业通过应用节能技术达到减排的目的。19 年发改委等七部委联合发布《绿色高效制冷行动方案》，明确提出到 22 年，家用空调/多联机制冷产品的市场能效水平提升 30% 以上等；到 30 年主要目标进一步提升；同时明确开展空调、冰箱等家电产品节能情况检查，推动市场淘汰冰箱家电市场落后能效产品。作为现阶段主要应用 VIP 板领域，其于冰箱等冷链家电领域渗透率加速提升或迎较好机遇（据赛特新材招股说明书，我国真空绝热板在国内冰箱冷柜领域市场渗透率约 3%，vs 全球平均渗透率约 10%，vs VIP 应用较广的发达区域如日本渗透率达 70%）。

图 71：VIP 板与部分其他绝热材料导热系数比较



资料来源：赛特新材招股说明书，天风证券研究所

图 72：VIP 板产品结构及几类常规 VIP 产品参数等



资料来源：赛特新材官网，天风证券研究所

赛特新材为冷链家电真空绝热板全球龙头，份额、客户资源、技术均有明显优势。据赛特新材招股说明书估计，18 年公司在冷链真空绝热板（产值角度，该领域占真空绝热板需求超 40%）领域份额超 30%，较主要竞争对手有明显优势（主要竞争对手松下真空节能、山由帝奥分别为 $<10\%$ 、 $<1\%$ ）。此外，18 年全球前 10 大冰箱家电厂商（冰箱家电市场集中度较高，当年 CR10 份额超 70%）中，8 家均为公司客户，其中 6 家将公司作为其主要供应商（截止 18 年公司在其内部真空绝热板份额超 50%）。22 年公司 VIP 板产量、销量分别为 643、653 万平，分别 $\text{yoy}-11\%$ 、 -3% ，反映下游需求受疫情影响仍较疲弱。主要原材料及天然气能源价格波动，22 年公司盈利能力仍承压。现阶段公司 VIP 板渗透率有较大提升空间；装配式厨房冰箱、冷藏保温车厢、建筑保温等应用前景亦值得期待，我们对 VIP 板需求成长前景继续保持乐观。公司在真空绝热板领域龙头先发优势明显，坚定扩产（稳步推进安徽真空产业制造基地项目），或充分享受 VIP 板渗透率提升背景下的行业成长红利。公司自主研发初步掌握真空玻璃生产工艺技术，目前处于中试阶段，样品已具备良好的隔热隔音性能，拟投资年产 200 万平真空玻璃建设项目，真空玻璃进入产业化阶段，或为公司成长另一成长引擎。

以 VIP 板上游原材料微纤维玻璃棉为基础的再升科技打造“高效节能”产品矩阵亦值得重视。再升科技专注于超细纤维、膜材、吸附材料、油气分离材料及隔音隔热材料等新材料的研究，深度挖掘材料的优势性能，围绕“干净空气”、“高效节能”两大领域打造精细化终端产品及解决方案。其中“高效节能”领域，公司拥有微纤维玻璃棉、真空绝热板新材（即 VIP 板芯材）、高比表面积电池隔膜（AGM 隔板）、隔音隔热毯、无机纤维喷涂棉、高硅氧纤维等产品，服务于对保温、隔音、隔热、节能等有较高要求的场景，如绿色家电（冰箱等）、冷链运输、航空航天（主要应用产品为隔音隔热毯）、绿色建筑（使用公司 VIP 芯材可用于制造建筑保温用的 VIP 板，同时公司开发了高密度玻璃棉板及型材等）。“双碳”

驱动全社会对节能材料使用意愿、节奏提升背景下，公司或明显受益。

图 73：再升科技“高效节能”方面产品布局及介绍

	产品名称	工艺优势	应用领域
高效节能	微纤维玻璃棉	以高温熔融硅酸盐（玻璃）溶液为材料，通过高速气流等外力形成的纤维棉状材料，其平均纤维直径约为0.1μm-3.5μm，具有绝缘性、耐热性、抗腐蚀性好，机械强度高传统玻璃纤维的特点外直径小、微孔隙率高，具有很好的过滤、吸附、纳污性、优良的保温、吸声性能	应用于“干净空气”和“高效节能”领域，是玻纤滤纸、VIP芯材、AGM隔板等的核心原材料
	VIP芯材	以微纤维玻璃棉为核心原材料制成，导热系数低、容重小、不燃、物理加工性好	应用于绿色家电、建筑节能保温等领域，是VIP板的核心原材料
	AGM隔板	以微纤维玻璃棉为核心原材料制成，耐酸侵蚀好，厚度均匀，高孔隙率，吸收电解液快，纵横向均有好的抗张强度，较好的压缩性能保证了一定的极群压力，绝缘性良好等	应用于应用于电动自行车、汽车、飞机和船舶等交通工具，光伏发电设备和风力发电设备的储能部件，还用于通信基站、数据库、交通监控等领域不间断备用电源（UPS），是阀控式铅酸蓄电池的专用核心材料
	隔音隔热毯	以微纤维玻璃棉为核心原材料，专利工艺，具有轻质、阻燃、防水、吸音、隔热等特性	应用于飞机机舱、船舶、高铁、地铁等的吸音隔热综合性能高要求的应用场景
	无机纤维喷涂棉	以微纤维玻璃棉为核心原材料生产，质地轻，无毒无害，吸音隔热，耐火阻燃	应用于建筑物、隧道等场所的防火保护，特殊空间的保温吸音，机械设备的保温节能
	高硅氧纤维	独家配方、新型工艺，直径稳定在1-2微米之间，具有绝佳的化学稳定性和优良的物理特性，对绝大多数化学品呈惰性，在高温、强辐射条件下能够正常持续工作	应用于航空航天领域

资料来源：再升科技公告，天风证券研究所

4. 投资建议及推荐标的

23 年年初以来地产竣工有所好转，但销售及新开工恢复仍缓慢，我们判断新开工面积或已接近周期底部区间，而后续竣工恢复强度和持续性仍需进一步观察销售企稳情况。在当前需求仍未完全企稳的情况下，我们认为下半年地产政策仍有加码的可能，当前传统建材预期和基本面均接近历史底部，若政策端有所回暖，有望带动产业链品种预期修复。消费建材仍是传统建材的最优赛道，头部企业渠道优势有望部分对冲行业下滑影响，业绩恢复弹性较大，周期建材中玻璃、水泥原燃料价格走低有望支撑盈利韧性，同时关注新疆区域机会。

1) 消费建材：我们预计 23 年竣工修复有望带动需求景气回升，中长期存量房需求有望成为传统建材的成长赛道，带动 C 端建材市场稳健增长，头部企业渠道布局所带来的竞争优势有望在业绩中逐步体现。23Q1 在保交楼政策、销售改善等利好因素带动下，部分企业基本面已出现向上拐点，涂料和防水品类占优，从基数角度，瓷砖类企业二季度也有望开始体现出较高的弹性，同时关注水网建设规划纲要出台有望带动 PCCP 等管材需求加快放量。推荐**东方雨虹、北新建材、三棵树、蒙娜丽莎、亚士创能**等。

2) 浮法玻璃：地产竣工蕴含向上修复动能，浮法供需或有较好的阶段性改善机会，成本端纯碱价格下降有助于盈利进一步提升。浮法玻璃主要上市公司估值收敛至历史底部区域，关注行业景气改善蕴含的阶段投资机会。建议关注**旗滨集团、信义玻璃、南玻 A**。

3) 水泥：我们判断全年水泥需求或仍将继续下滑，但在新开工逐渐接近周期底部情况下，我们预计水泥需求也将逐步企稳。受益于煤炭价格下降，二季度水泥企业盈利环比或仍能维持相对稳定，下半年随着盈利基数的降低，水泥企业盈利同比有望转正。重点关注新疆区域，一是需求端项目落地及开工有望保持较高景气，下半年中吉乌铁路等重点项目有望提供增量，而供给端格局较优，区域价格仍维持高位，推荐**青松建化、海螺水泥、华新水泥**。

图 74：传统建材重点公司估值表

行业	公司	收盘价	评级	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
消费建材	东方雨虹	26.06	买入	0.84	1.59	2.01	2.51	31.02	16.39	12.97	10.38
消费建材	北新建材	24.59	买入	1.86	2.16	2.36	2.62	13.22	11.38	10.42	9.39
消费建材	科顺股份	8.91	买入	0.15	0.59	0.76	0.98	59.40	15.10	11.72	9.09
消费建材	三棵树	66.66	买入	0.88	2.51	3.57	4.47	75.75	26.56	18.67	14.91
消费建材	坚朗五金	52.88	买入	0.20	1.58	1.94	2.19	264.40	33.47	27.26	24.15
消费建材	蒙娜丽莎	14.8	买入	-0.92	1.31	1.83	2.24	-16.09	11.30	8.09	6.61
消费建材	亚士创能	8.75	买入	0.25	0.58	0.79	1.04	35.00	15.09	11.08	8.41
浮法玻璃	旗滨集团	8.21	买入	0.49	0.95	1.21	1.47	8.21	8.21	8.21	8.21
浮法玻璃	信义玻璃	11.82	买入	1.25	1.48	1.78	2.12	11.82	11.82	11.82	11.82
浮法玻璃	南玻 A	6.02	买入	0.66	0.79	0.91	1.22	6.02	6.02	6.02	6.02
水泥	青松建化	4.36	买入	0.26	0.38	0.48	0.57	4.36	4.36	4.36	4.36
水泥	华新水泥	12.35	买入	1.29	1.64	2.00	2.31	12.35	12.35	12.35	12.35
水泥	海螺水泥	23.46	买入	2.96	3.46	3.76	3.95	23.46	23.46	23.46	23.46

资料来源：Wind，天风证券研究所预测；股价截止时间 2023/7/10

新兴建材需求结构相对多元，部分品种产业化已较成熟且关键下游有较好成长性，而顺周期品种需求有望迎来景气回升，当前估值优势或已逐步显现，关注玻璃新材料、耐火保温材料、玻纤等细分赛道。

1) 玻璃新材料：光伏玻璃需求端有望保持高景气，供给端听证会结果显示政策或逐步趋紧，

短期利好供需格局边际改善，中长期利好行业健康有序发展，龙头企业将最为受益。推荐**福莱特（与电新团队联合覆盖）、信义光能、凯盛新能**。药用玻璃中硼硅渗透率较快提升有持续性，驱动行业扩容，龙头企业产品、客户等优势持续强化，23 年以来原燃料价格已经呈现较清晰的回落趋势，后续继续关注成本压力缓解及药用玻璃企业盈利能力修复，推荐**山东药玻**。我们认为电子玻璃国产替代为未来一段时间行业变革主线，关注需求筑底及向上节奏，推荐**凯盛科技**。

2) 风电叶片：22 年国内风电装机规模较小，风能委员会预计 23 年装机有望达到 70-80GW，增速较高。中长期看，海风发展将快速增长，对应叶片大型化趋势明显。推荐**时代新材**，公司风电叶片出货位居行业第二，23 年有望量利齐升。

3) 碳纤维：供需格局好，主要下游（光伏碳碳复材、燃料电池、风电叶片）高景气有持续性，关注国产龙头产能释放节奏，推荐**中复神鹰**，关注**吉林碳谷**。

4) 耐火保温材料：“双碳”推进逐步进入深水区，使用优质绝热材料等提升能源利用效率为碳减排关键选项之一，优质耐火保温材料需求增长节奏或加快。陶瓷纤维作为综合性能优势明显的无机绝热材料，高温工业节能技改需求加大、材料要求提升，陶纤行业快速扩容迎重要机遇，重点推荐**鲁阳节能**。冰箱冷链节能需求或加速 VIP 板渗透，建议关注**赛特新材、再升科技**。

5) 玻璃纤维：价格已降至历史底部区域位置，23 年行业供给冲击有望明显减弱，需求端在风电、建筑等领域拉动下，有望实现小幅增长。当前主要上市公司估值在历史相对底部区间，后续行业景气若较好向上或驱动板块估值修复。推荐**中国巨石、中材科技**等。

图 75：新兴建材重点公司估值表

行业	公司	收盘价	评级	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
玻璃新材料	金晶科技	7.87	买入	0.25	0.58	0.94	1.09	31.48	13.57	8.37	7.22
玻璃新材料	福莱特	36.9	增持	0.99	1.36	1.60	1.90	37.27	27.13	23.06	19.42
玻璃新材料	信义光能	8.45	买入	0.43	0.66	0.87	1.17	19.65	12.80	9.71	7.22
玻璃新材料	山东药玻	27.15	买入	0.93	1.16	1.42	1.78	29.19	23.41	19.12	15.25
玻璃新材料	南玻 A	6.02	买入	0.66	0.79	0.91	1.22	9.12	7.62	6.62	4.93
风电叶片	时代新材	11.38	买入	0.44	0.64	0.88	1.13	25.86	17.78	12.93	10.07
碳纤维	中复神鹰	36.35	买入	0.67	1.00	1.60	1.82	54.25	36.35	22.72	19.97
耐火保温材料	鲁阳节能	17.65	买入	1.15	1.38	1.69	2.05	15.35	12.79	10.44	8.61
耐火保温材料	赛特新材	36.45	买入	0.80	1.61	2.87	4.33	45.56	22.64	12.70	8.42
耐火保温材料	再升科技	4.33	买入	0.15	0.21	0.26	0.31	28.87	20.62	16.65	13.97
玻璃纤维	中国巨石	13.86	买入	1.65	1.70	1.97	2.11	8.40	8.15	7.04	6.57
玻璃纤维	中材科技	20.69	买入	2.09	2.14	2.46	2.99	9.90	9.67	8.41	6.92
玻璃纤维	长海股份	13.82	买入	2.00	1.70	1.98	2.31	6.91	8.13	6.98	5.98
玻璃纤维	山东玻纤	7.64	买入	0.89	0.73	0.97	1.35	8.58	10.47	7.88	5.66

资料来源：Wind，天风证券研究所预测；股价截止时间 2023/7/10

5. 风险提示

下游基建、地产需求恢复不及预期：建材下游需求主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，若后续政策出台力度不及预期，地产端复苏的力度较小或基建未能继续发力，则建材下游需求可能仍然较差。

传统建材行业产能出清进度不及预期：当下水泥、玻璃产能过剩，行业面临产能出清格局，

若水泥企业因协同不一致而未按预期落实错峰生产，或玻璃因盈利改善而放缓冷修进度，则可能增加行业供给，遏制盈利增长。

新材料品种下游景气度及自身成长性不及预期：当前市场普遍对新能源、半导体等产业链中的新材料品种给予了较高估值，可能包含了对其下游及自身成长性的较高预期，但新技术的运用及市场放量具有较大不确定性，若成长性不及预期，则可能无法支撑较高估值。

竞争超预期加剧：若建材行业竞争超预期加剧，或对行业盈利能力及前景判断造成影响。

测算具有一定主观性，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com