

建材建筑行业2023年中期策略报告

—— “筑” 攻, “材” 守

民生证券 李阳 执业证号: S0100521110008



摘要

➤ 消费建材：新β的磨合期，结构比总量重要

- 长期问题解决之前，地产链不做总量判断，结构性机会更重要。从“居者有其屋”到“安居”，新征程的目标明确。政策落点在哪里？我们认为，与建材相关可以是：**旧改&修缮、智能家居、适老改造、安全用材（水、燃气管等）、装修提质、材料提标**。其中，智能化渗透、适老化改造短期增速快。
- 扩品类是下一个先发优势。这个方向上，我们认为，伟星、雨虹、联塑提前积累优势明显。
- 原材料&燃料价格下行，利润弹性普遍得到释放。

➤ “X”+建材建筑：洁净室、极薄布、光伏辅材、风电纱

- 半导体洁净室**：晶圆厂资本开支周期再启，招标有望高景气。芯片厂用于洁净室建设和维护的投资一般不低于总投资额的15%。随着AI高性能计算、新能源汽车以及内存需求恢复，2024年起全球12寸晶圆厂投资有望重回增长。
- 极薄布、超薄布**：AI催化新需求。材料端景气由PCB→CCL→电子纱/电子布逐级传导，预计电子布领域中的高端产品极薄布、超薄布受益。
- 光伏辅材**：量弹性明确，成本回落明显，重点关注光伏玻璃、碳纤维、TCO玻璃、光伏玻纤边框、BIPV。
- 风电纱**：2022年招标高增，传导至23H1风电新增装机量基本面强劲。新型大叶片供应紧张，高模高强玻纤占比有望提升。

➤ “一带一路”：行情复盘，提示Q3是布局窗口

- 外交大年催化多**：主题行情正在预热，我们复盘前两轮主题行情，重点是“提前”布局。此外继续提示新疆板块，重点是南疆、以及项目落地节奏。

➤ 标的推荐：

- 1) Q3开始布局“一带一路”+国改，国央企优先，推荐【中钢国际】【中材国际】【中国中铁】，关注【新疆交建】【青松建化】；2) “X”+建筑建材，优先关注消费电子/半导体景气与进展，重点关注【宏和科技】【圣晖集成】，风电纱、光伏玻纤边框角度推荐【中国巨石】【中材科技】；3) 消费建材建议搁置“总量困扰”，重点看扩品类与集中度提升，推荐【伟星新材】【东方雨虹】【兔宝宝】【箭牌家居】【中国联塑】，关注【瑞尔特】【奥普家居】【王力安防】。

- **风险提示**：1) 基建项目落地不及预期，2) 地产政策变动不及预期，3) 原材料价格变化不及预期，4) 海外投资力度不及预期。



1

消费建材：新β的磨合期，结构比总量重要

2

“X”+建材建筑：洁净室、极薄布、
光伏辅材、风电纱

3

国产替代：消费建材与新材料，十年一
遇黄金期

4

“一带一路”：行情复盘，提示Q3是布
局窗口

5

风险提示

CONTENTS

目录



01. 消费建材：新 β 的磨合期，结构比总量重要

1.1 长期问题解决之前，地产链不做总量判断，结构性机会更重要

- **不做地产总量判断，结构性机会更重要。** 房地产销售总量难回巅峰，后续走平、向上、向下皆有预期。一方面，如果对年度装修住宅总量进行预测，这里的销售趋势、装修意愿都是偏强的假设条件，会带来偏差；另一方面，人口增速与城镇化率横亘在前，这些长期问题尚未解决，地产总量变化就没有一致预期。因此，关于总量判断，我们建议短期搁置，我们更重视地产链结构性机会，比如厄尔尼诺与智能家居齐力催化的家电行情，至少站在3月的节点，家电与其他地产链看起来，似乎区别不大，类似机会未来还会出现。展望下半年，除了估值修复行情外，我们认为，还可以中线布局以下几个方面：
- **首先，“高质量发展”是多数问题的答案，提质带动专业化市场，重点在安居消费，小B+C模式为主。** “住”属于消费范畴，但地产问题不完全等于消费问题。可以拆解地产链，从后端装修入手，先解决这部分的消费问题、激活万亿市场，政策提供了一个切实可行的解决思路。今年上半年最后一次国常会提出“促进家居消费”，6月底住建部长的重要文章提出“新征程上，要以让人民群众住上更好的房子为目标。要牢牢抓住安居这个基点”。从“居者有其屋”到“安居”，新征程的目标明确。政策落点在哪里？我们认为，与建材相关可以是“安居消费”：旧改&修缮、智能家居、适老改造、安全用材（水/电/燃气管等）、装修提质、材料提标。

图1：住房需求从“有没有”转向“好不好”



旧改&修缮、智能家居、适老改造、安全用材、装修提质、材料提标

1.1.1

另辟蹊径——智能化渗透、适老化改造，短期增速快

- **智能家居渗透，体验升级**，年轻人偏好便捷、科技的生活方式+老年人生活需要（例如智能报警器）。
- **适老化改造空间可达千亿**。住宅小区、公共场所的适老化改造包括但不限于：增加地面防滑处理、无障碍坡道、加装电梯、厕所安全扶手、感应小夜灯、烟雾报警器、助老食堂、家具棱角防撞设计、马桶增高设计、刷墙等。2023年6月1日，深圳市开展《“0570” 老年人居家适老化改造实施办法(试行)》，有两类资助标准，对符合要求的老年人资助金额每户分别不超过1.2万、2万。其实自2020年开始，全国多省展开适老化改造，例如2023年江苏适老化改造目标3万户、到2024年底完成改造不少于10万户。我国60岁以上老人超过2.6亿，其中贫困老龄人口约2000万+，假设对应1000万户改造需求，根据张家港市民政局公开标书，每户改造投入约在2000-3000元，则对应200亿空间。而适老化改造不仅针对贫困人群，潜在空间很大，**假设1亿户改造则对应2000亿市场空间**。
- **安全用材，例如用水与燃气安全**。湖北、宁夏安全事故引起监管高度重视，解决燃气管道、阀门隐患迫在眉睫。同时，饮水健康是提升生活品质的基础前提，持续带动前后端净水设备需求。

- **“提标”直接促进品质升级、空间扩容**，例如2023年4月1日正式实施的“防水新规”。其他还可以关注石膏板提标进展、减隔震提标效果。

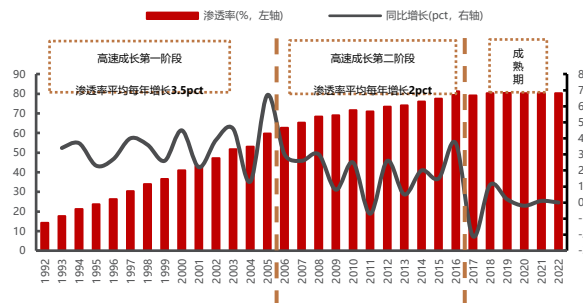
图2：适老化改造项目清单示例（一）

类别	序号	产品名称	参数规格及要求	产品投标价（含材料、施工、人工等）	改造安装投标价（含材料、施工、人工等）	单位	数量	单价	使用品牌
如厕 洗澡 安全	—	—	—	—	—	—	—	—	—
	1	疏水防滑地垫	采用PVC材质，无异味、防滑、耐磨、易清洗。建议尺寸：300*300mm	52	6.5	㎡	1	58.5	佳洁利
	2	防滑地胶	采用PVC材质地胶，防滑、耐磨、易清洗。适用于卫生间、厨房、过道等场所。禁止使用便携式防滑地垫。	71.5	32.5	㎡	1	104	3G
	3	蹲坑拆除需平	拆除（地台）蹲坑接排污管，水泥砂浆抹平，防水处理，垃圾清运。	/	650	项	1	650	定制
	4	坐便器	建议使用连体坐便器，用水量<7L/PP。便器底座平整，釉面洁净平滑，排污管道内壁光滑且孔径≥50mm，防止堵塞。	520	130	个	1	650	箭牌
	5	洗澡椅	椅架为铝合金材质，座板、靠背板为PVC材质，座面板、坐垫为EVA材质，座椅高度≥3段可调节，折叠时可自	520	/	个	1	520	永久亮

图3：适老化改造项目清单示例（二）

37	蹲坑改装为马桶	拆砖，粉平，防水，改管，贴瓷砖，装马桶（含品牌马桶）。	940元/项
38	适老桌	1、尺寸90*45CM，高70-90CM； 2、台面采用环保ABS塑料制造，立柱采用铝型材，静电喷塑后氧化处理，气控升降装置调节高度，静音脚轮，两轮刹车。	800元/个

图4：对标日本，智能马桶渗透空间大



1.1.2 消费建材梳理

伟星新材：

立足消费，从水管、净水防水同心圆到舒适家，产品力与服务力层层递进



奥普家居：

浴霸起家、丰富产品矩阵；从卫浴向厨房、阳台空间延展；定位中高端品、不断国产替代



智能卫浴：

• 箭牌家居
• 瑞尔特
低渗透率是最大优势；智能卫浴是全屋智能的重要组成部分



三棵树：

旧改对外墙涂料的拉动、内墙重涂对马上住的拉动，涂料受新房周期影响相对小



防水：

• 东方雨虹
• 科顺股份
• 北新建材
新房提标；存量房旧改、修缮局改



中国联塑：

2022年建材家居业务收入体量达到27亿元



兔宝宝：

板材老兵、定制新秀，家具厂渠道先发布局



1.2 扩品类的领先机遇，类比集采β

- **第二，扩品类是下一个先发优势。**地产链集中度提升经历2个阶段，第一阶段在2016-2022年，趋势走过一个完整区间，地产行业集中度提高带动主材集采，精装房趋势带动内装集采，环保优胜劣汰，原材料成本冲击，疫情影响.....地产链呈现集中度提升。同时，资金面偏宽松，融资占优的消费建材上市企业加速了这种集中。**第二阶段从2023年开始，产业链慢慢反应过来，未来不走老路、要求高质量发展。这样的背景下，地产需求疲软“验真金”。风高浪急需要大船傍身，扩品类才能升级企业优势。**
- 成功的扩品类战略一般呈现3个协同，工序协同、成本协同、渠道协同，在产品、成本、渠道能利用优势、并且反哺主业。在行业需求放缓、板块上市公司超过2-3家的背景下，如果市占率超过一定比例，开拓第二曲线几乎是一个必选项。我们参考立邦涂料股权变化前身，1880年制造出油漆后，1912年生产船舶涂料用品，并延伸到消费电子、汽车涂料领域。我们参考美的集团，2002年在空调市占率实现12-14%后，成立小家电事业部（生活电器事业部）。成熟市场、成熟行业的领军者均呈现外延特征。**这个方向上，我们认为，伟星、雨虹、联塑积累了先发优势。**

表1：消费建材上市公司第一大业务收入增速 vs 所属行业规模增速

第一大业务	类别	公司名称	第一大业务收入增速						第一大业务所处行业的收入增速					
			2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022
防水卷材	防水	东方雨虹	45%	37%	36%	13%	39%	-20%	16%	15%	12%	5%	13%	
工程墙面漆	涂料	三棵树	-4%	-22%	-4%	-2%	1%		51%	56%	61%	33%	28%	
装饰材料	板材	兔宝宝	54%	2%	8%	30%	53%	-1%	13%	6%	6%	7%		
石膏板	石膏板	北新建材	37%	11%	1%	-1%	26%	-3%			3%	1%	5%	
PPR管材管件	管材	伟星新材	16%	18%	-6%	-1%	28%	6%	-3%	9%	3%			
瓷质有釉砖	瓷砖	蒙娜丽莎	30%	31%	30%	33%	59%	-2%	-9%	-28%	3%	1%	10%	
门窗五金系统	五金	坚朗五金	11%	17%	38%	19%	12%	-15%	-4%	-8%	-5%	8%		

资料来源：wind，公司公告，中国建筑防水协会、工信部、立邦官网、美的官网、《空调行业历史回顾》民生证券研究院；

注：防水、瓷砖、涂料为规上收入增速。

1.2.1 真龙头，下个“战场”见分晓——扩品类，第二曲线为王

图5：雨虹、科顺、凯伦营收合计占比行业规上企业规模

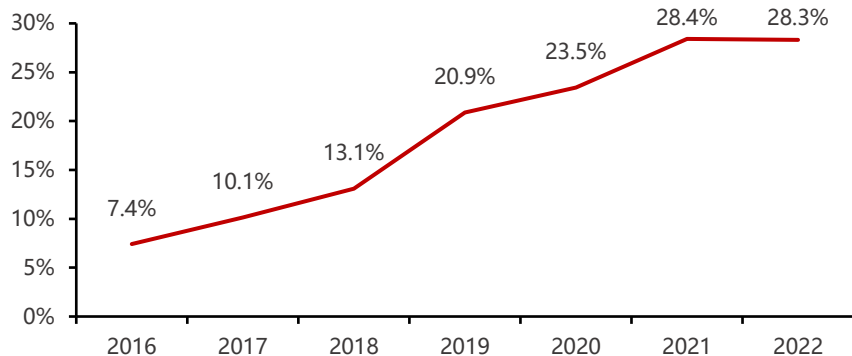


图6：国内百强涂料企业营收占比

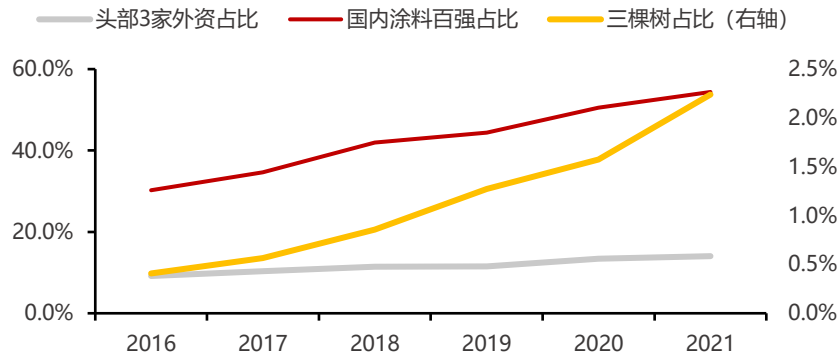


图7：地产行业集中度变化 (CR50)

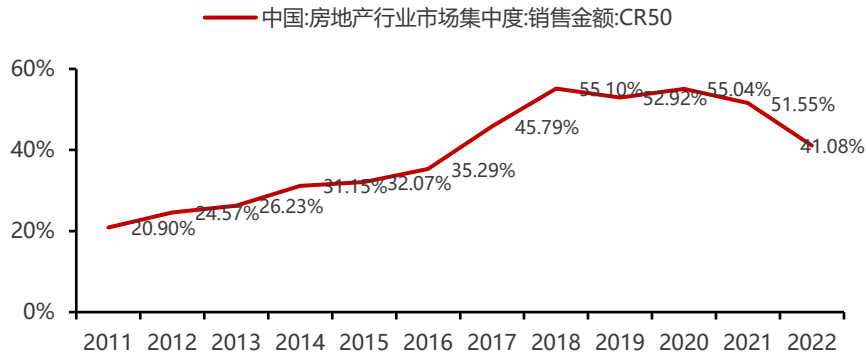


表2：消费建材新业务收入营收及占比

公司	新业务	收入体量 (亿)		占比	
		2019	2022	2019	2022
伟星新材	同心圆	2.0	6.8	4%	10%
东方雨虹	DAW	3.1	28.8	2%	9%
中国联塑	建材家居	15.2	27.1	6%	9%
三棵树	胶粘剂	1.9	5.9	5%	5%
北新建材	防水	2.1	31.4	2%	16%
坚朗五金	大家居	5.6	13.7	15%	18%
兔宝宝	整体衣柜	1.6	17.6	4%	20%

资料来源：wind，涂界，中国涂料行业协会，民生证券研究院

注：涂料头部3家外资分别为立邦、阿克苏诺贝尔、PPT

1.3 聚沙成塔、量变到质变——单一政策或许能量级不高，但有针对性

- 核心二线地产需求端，政策基本应出尽出。
- 因城施策4个阶段：①阶段一：放松刚需资格（落户、人才政策、取消外地人二手限购）；②阶段二：放松改善资格（满足条件可多买一套房、认房认贷调整）；③阶段三：增加购房能力（降低首付比例）；④阶段四：提升购房意愿（明文取消限购）。

表3：样本一二线城市政策发布时间

城市类型	城市名称	阶段一	阶段二	阶段三	阶段四
一线城市	北京	2022.11.08	\	\	\
	上海	2022.04.12	\	\	\
	广州	2022.06.02	\	\	\
	深圳	\	\	\	\
核心二线	苏州	2022.04.11	2022.05.09	2022.08.12	2022.09.14
	南京	2022.05.20	2022.06.02	2022.08.12	2022.09.21
	杭州	2023.04.17	2022.05.17	2022.11.11	2023.05.18 (部分放松)
	长沙	2022.04.28	2023.01.23	2023.01.23	\
普通二线	青岛	2022.05.06	2023.06.01	\	\
	福州	2022.03.20	2022.08.17	2022.08.16	2023.06.15
压力二线	郑州	2022.02.18	2022.03.01	2022.09.20	2023.04.03
	重庆	2020.04.01	2022.09.02	2022.06.15	2022.06.28
	天津	2022.03.15	2022.08.04	2022.08.04	2022.09.04

表4：四阶段放松城市分布

城市类型	放松刚需资格	放松改善资格	增加购房能力	提升购房意愿
一线城市	北京、上海、广州	/	/	/
二线城市	东莞、宁波、重庆、杭州、成都、南京、天津、长沙、西安、福州、武汉、苏州、郑州、佛山、合肥、青岛、南宁、泉州、石家庄、长春、哈尔滨、大连、贵阳等，大多二线城市皆调整人才政策	苏州、南京、杭州、长沙、青岛、福州、郑州、天津、郑州、太原、长春、贵阳、温州、兰州、太原等	苏州、南京、成都、杭州、长沙、石家庄、西安、福州、福州、郑州、佛山、无锡、东莞、武汉、西安等	苏州、南京、杭州、长沙、青岛、福州、郑州、天津、郑州、太原、长春、贵阳、温州、兰州、太原等
三四线城市	大多数三四线城市落户没有限制	白银、烟台、盐利、六盘水、唐山、漳州、马鞍山、驻马店、宜春、广元、景德镇、怀化、孝感、镇、株洲、宝鸡、蚌埠、洛蚌埠、梧州、安顺、阳、周口、信阳、遵义、濮鹰潭、荆州、临沂、阳、阜阳、咸宁、肇庆、岳南平、银川、乌鲁木齐、襄阳、自贡、三门峡、木齐、西宁、南充、镇江等	台州、廊坊、衢州、洛阳、湖州、盐城、淮安等，大多三四线城市本身不限购	台州、廊坊、衢州、洛阳、湖州、盐城、淮安等，大多三四线城市本身不限购

1.3 聚沙成塔、量变到质变——单一政策或许能量级不高，但有针对性

- 对比2014年“930”新政、2015年“330”新政，核心一二线城市政策空间犹存，下半年进一步宽松仍值得期待。
- 2023年6月20日，央行宣布同时下调1年期、5年期以上LPR分别10BP，是年度内首次下调，调整后分别为3.55%、4.2%。

表5：一线城市限购、限售、限贷及税费政策

城市名称	限购要求	限售要求	限贷要求	税费
北京	京籍（工作证）已婚2套/单身1套 非京籍满5年社保1套	五年限售 (限竞、共产房)	普宅首套35%/二套60% 非普宅首套40%/二套80%	增值税免征两年； 个人所得税满五唯一免征
上海	单身无房1套/已婚无房2套	五年限售	普宅首套35%/二套50% 非普宅首套35%/二套70%	增值税免征五年； 房产税人均<60平米免征；
广州	单身无房1套/已婚无房2套	两年限售（个人）/三年限售 (人才房)	无房无贷30%/无房有贷首付40%/有房无 贷50%/有房有贷70%	增值税免征两年； 个人所得税满五唯一免征
深圳	深圳户口已婚2套/单身1套 非深圳户口1套	三年限售	普宅首套30%/二套70% 非普宅首套30%/二套80%	增值税免征五年； 个人所得税满五唯一免征

表6：2014-2015年地产政策

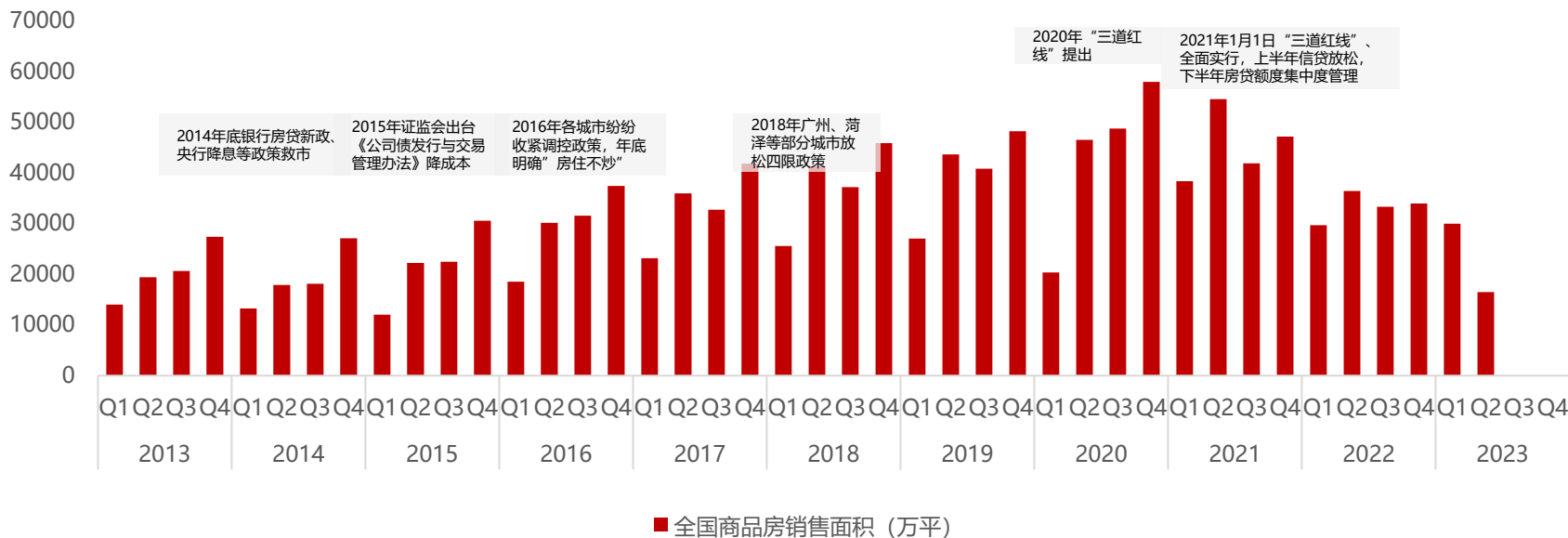
2014年“930”新政	<ul style="list-style-type: none"> 对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为30%，贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍，具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市，对拥有2套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划，向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。 银行业金融机构要缩短放贷审批周期，合理确定贷款利率，优先满足居民家庭贷款购买首套普通自住房和改善型普通自住房的信贷需求。
2015年“330”新政	<ul style="list-style-type: none"> 拥有1套住房且房贷未结清的居民家庭再次申请商业贷款购买普通自住房的首付款比例调整为不低于40%；缴存职工家庭使用住房公积金委托贷款购买首套普通自住房的最低首付款比例为20%；拥有1套住房并已结清相应贷款的缴存家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买普通住房，最低首付款比例为30%；个人转卖普通住房，营业税免征期限由以往的5年调整为2年。

1.3.1

温和的政策带来温和的效果，终点都是“解决问题”

- 每项政策单独拎出来，能量级可能不高，但累积起来，有望从量变到质变。
- 例如，2023年1-5月保利发展、越秀、中海、金茂、华发等国央企月销售金额逐渐增加，累计销售金额同比提升幅度较大。**民企的积极性也在恢复**，以今年首轮上海土拍为例，参拍的50余家企业中有近20家民企。4月龙湖集团在上海、杭州、长沙以41亿元拿下3宗地，碧桂园通过摇号以28.3亿元竞得杭州滨江浦沿地块。

图8：2014年至今全国商品住宅房成交走势与房地产重要政策出台时间

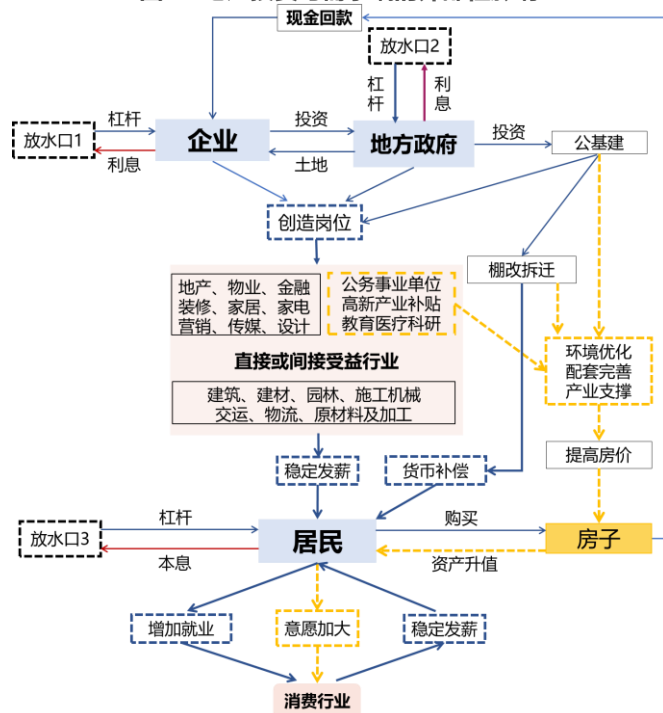


注：2023Q2销售面积不含6月数据，为4-5月销售情况

1.3.2 地产支柱地位明确，投资端入手能解决根本问题

- 房地产行业作为国民经济支柱的地位明确。
- 从投资端入手能根本解决经济困境，地产投资能稳定居民对岗位和收入的信心。

图9：地产投资与需求端的外部性影响



1.4

原材料&燃料价格下行，利润弹性得到释放

表7：地产链原材料/燃料价格影响毛利率，Q2大部分继续修复

公司名称	主营	主要原材料/燃料	价格（元/吨）				价格同环比		单季度毛利率（%）						
			22Q2平均	2022.12.31日	2023.6.30日	23Q2平均	6月底环比年初	23Q2同比	21Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2同比预期
东方雨虹	防水	沥青 (期货结算价)	4269	3748	3800	3756	1%	-12%	30.8	28.3	25.9	23.8	25.6	28.7	↑
科顺股份	防水								30.8	25.7	20.6	19.0	19.8	21.6	↑
三棵树	涂料	钛白粉	19649	14970	15650	15765	5%	-20%	25.2	26.3	28.6	30.6	28.8	29.6	↑
亚士创能	涂料	丙烯酸	12748	6550	5850	5995	-11%	-53%	23.2	32.8	30.4	32.7	34.2	35.0	↑
北新建材	石膏板	护面纸 (用废纸替代)	3058	3055	2811	2828	-8%	-8%	35.9	28.4	31.4	29.2	27.4	26.9	↑
		煤炭	1202	1175	830	917	-29%	-24%							↑
伟星新材	管材	PPR	9948	8650	8550	8692	-1%	-13%	42.2	36.6	38.5	43.3	39.5	37.2	↑
中国联塑		PVC	8855	6250	5650	5829	-10%	-34%	/	/	/	/	/	/	/
公元股份		PE (中国塑料城PE指数)	859	725	703	703	-3%	-18%	19.4	15.9	19.0	16.7	21.3	19.9	↑
共创草坪	人造草坪	PP、PE粒子	参考上述PPR、PE价格						29.3	24.1	27.9	30.2	34.1	32.3	↑
蒙娜丽莎	瓷砖	天然气-广州 (代佛山,元/立方米)	4.32	4.36	4.6	4.6	6%	6%	34.2	19.1	22.2	27.1	24.5	24.5	↑
东鹏控股		天然气-成都 (元/立方米)	2.5	2.58	3.1	3.01	20%	20%	30.9	23.4	29.7	31.0	31.7	24.8	↑
帝欧家居		煤炭	1202	1175	830	917	-29%	-24%	28.3	18.6	16.8	17.0	18.3	20.2	↑
奥普家居	浴霸	铝合金	22119	19900	19550	19519	-2%	-12%	40.4	40.3	41.2	43.2	50.1	46.4	↑
坚朗五金	五金								37.9	28.8	28.9	31.2	31.2	30.1	↑
志特新材	铝模板								40.4	29.9	32.6	32.8	28.4	24.1	↑
兔宝宝	板材	松木	1440	1520	1300	1350	-14%	-6%	17.9	18.5	19.0	17.2	18.2	22.7	↑

1.4.1

经历风雨，面对不确定的地产 β ，保守还是开支？

- 2020-2022年，12家消费建材龙头，3年累计信用减值损失较大，平均值为-6.5亿，分摊到年度即为：平均每年每家公司计提2.2亿。
- C端消费建材公司现金流更优、抗风险能力强，含B端业务的公司报表有不同程度损伤。**2023年资本开支的力度代表企业决策、隐藏对未来的信心，加码推进扩品类、模式更迭的企业，更值得关注**，毕竟随着地产的波动性降低、大部分消费建材上市公司和非上市企业，可以认为“安全过关”，现在是难得的、积累先发优势的窗口期，静待财报更多信息的披露对比。

表8：2020-2022年信用减值损失计提较多

		2020-2022年信用减值合计（亿元）	近6年最高年度归母净利（亿元）	购置资产支付的现金（亿元）				3年减值/年度最高利润
				2019	2020	2021	2022	
防水	东方雨虹	-7.8	42.0	13.4	15.2	45.0	42.2	19%
涂料	三棵树	-11.3	5.0	6.9	8.5	22.6	9.4	225%
板材	兔宝宝	-3.7	7.1	1.2	1.0	2.0	1.6	53%
石膏板	北新建材	-1.6	35.1	21.1	13.7	16.3	13.0	5%
管材	伟星新材	-0.2	13.0	1.7	2.2	2.3	2.2	2%
瓷砖	蒙娜丽莎	-7.7	5.7	7.3	12.0	10.8	6.5	137%
五金	坚朗五金	-3.4	8.9	2.2	3.1	4.3	4.6	38%
瓷砖	东鹏控股	-9.8	9.9	10.4	6.6	11.2	8.3	99%
瓷砖	帝欧家居	-10.4	5.7	3.7	6.6	6.0	2.7	184%
涂料	亚士创能	-10.0	3.2	2.7	2.4	10.8	4.5	318%
防水	科顺股份	-7.2	8.9	5.0	6.1	4.2	3.3	80%
防水	凯伦股份	-4.5	2.8	2.1	3.8	3.5	6.1	160%

1.5.2

经历风雨，面对不确定的地产 β ，保守还是开支？

表9：2021-2023年消费建材企业借助上市平台积极融资

公司名称	可转债			定增（非公开发行）				公司债券		
	预案时间	金额 (亿元) ≤	进度	预案时间	金额 (亿元) ≤	进度	是否实控人全额认购	预案时间	金额 (亿元) ≤	进度
兔宝宝	/	/	/	2021/11/23	5	2022/10/11 获准	否	/	/	/
北新建材	/	/	/	/	/	/		2020/4/28	10	2021/10/26第一期10亿元已发行（共获准20亿元）
东方雨虹	/	/	/	2020/10/16	80	2021/4/8 上市	否	/	/	/
伟星新材	/	/	/	/	/	/		/	/	/
科顺股份	2022/4/28	21.98	2023/6/25 证监会批复注册	/	/	/		/	/	/
三棵树	/	/	/	2021/4/8	37	2022/11/26 撤回	/	/	/	/
蒙娜丽莎	2021/2/8	11.69	2021/9/16 发行上市	/	/	/		/	/	/
硅宝科技	/	/	/	/	/	/		/	/	/
帝欧家居	2020/8/15	15.00	2021/11/26 发行上市	/	/	/		/	/	/
亚士创能	2021/8/7	8.00	2021/11/16 终止	2022/11/28	3-5.89	2023/6/12 申报稿	是	/	/	/
凯伦股份	/	/	/	/	/	/		2020/2/13	0.5	2020年3月11日 发行
坚朗五金	2023/6/14	19.90	2023/6/29 问询函	/	/	/		/	/	/

02. “X” + 建材建筑：洁净室、极薄布、光伏辅材、风电纱

2.1 半导体洁净室：晶圆厂资本开支周期再启，招标有望高景气

- **电子行业占洁净室行业下游需求超过50%。**根据共研网数据，洁净室下游需求中，2021年电子行业需求规模达1083亿元，占比54.42%；医药及食品行业需求规模300亿元，占比15.08%；医疗行业需求规模186亿元，占比9.36%。参考柏诚股份，2019-2022H1半导体及泛半导体业务占比逐年提升，22H1半导体及泛半导体、新型显示业务分别占柏诚股份收入的38.88%、46.51%，电子行业合计占比85%。
- **洁净室是半导体制造环节的重要一环，应用于产业链所有主要环节。**集成电路制造过程中，如果空气洁净程度达不到要求，产品良率将受到很大影响。随着半导体制程进步，集成电路对洁净度的要求越来越高。集成电路产业链从单晶硅片制造、到IC制造及封装，都需要在洁净室中完成。根据再升科技招股说明书数据，芯片厂用于洁净室建设和维护的投资一般不低于总投资额的15%。

图10：电子占我国洁净室工程下游55%（2021）

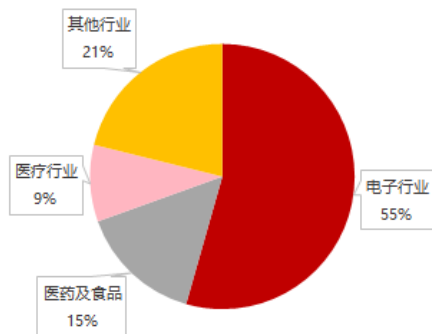


图11：半导体及泛半导体+新型显示占柏诚股份下游85%（22H1）

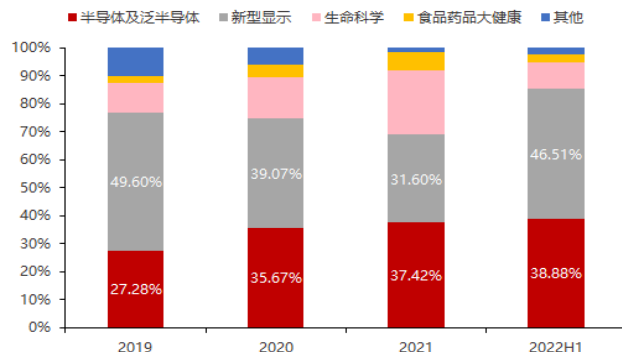
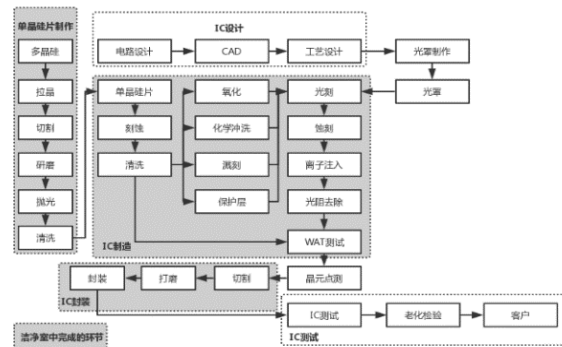


图12：集成电路产业链几乎所有主要环节都需要在洁净室中完成



2.2.1 半导体洁净室：晶圆厂资本开支周期再启，招标有望高景气

- **2023年全球半导体资本开支处于下行期，2024年起12寸晶圆厂投资有望重回增长。**根据IC insights数据，考虑到内存市场疲软持续到23H1，叠加美国对中国半导体生产商制裁，2023年全球半导体设备资本开支预计为1466亿美元，同比-19%。**随着AI高性能计算、新能源汽车以及内存需求恢复，2024年起全球12寸晶圆厂投资有望重回增长**，根据SEMI数据，预计2024年全球12寸晶圆厂设备支出达820亿元，同比+11%，2023-2026年全球12寸晶圆厂设备支出CAGR预计达17%。
- **国产替代趋势下，国内晶圆厂坚定扩产，头部晶圆厂资本开支有望维持。**根据JW insights数据，2022-2026年中国大陆将新增25座12英寸晶圆厂，总规划月产能超160万片，截至2026年底，中国大陆12英寸晶圆厂的总月产能将超276.3万片。国内头部晶圆厂逆势扩产，例如①**中芯国际**2022年报提及，展望2023年智能手机和消费电子行业回暖需要时间，但**资本开支与上一年相比大致持平**，到年底月产能增量与上一年相近；②**华虹半导体**提及增加资本支出。

图13：2023年全球半导体资本开支同比-19%

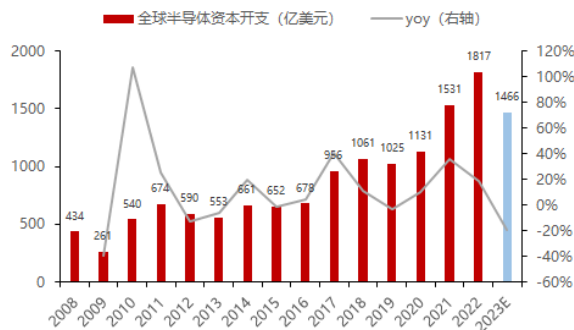


图14：2024年全球12寸晶圆厂设备支出同比+11%

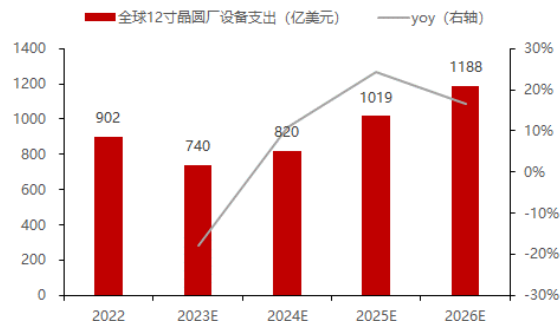
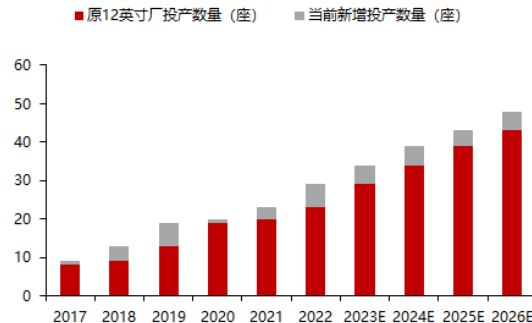


图15：中国大陆12寸晶圆厂新建规划



2.1.2

半导体洁净室：晶圆厂资本开支周期再启，招标有望高景气

- **投资建议：**国产替代加速，叠加部分新领域带动晶圆厂投资回暖，晶圆厂资本开支周期有望再启，带动上游洁净室工程市场招标高景气。半导体洁净室工程重点关注【圣晖集成】【柏诚股份】【亚翔集成】【太极实业】，继续关注新签订单、盈利能力变化，以及合同负债、员工数量变化（例如2022年圣晖、柏诚、亚翔、太极员工数量同比分别+18%、+17%、+26%、+10%）。

图 16：半导体洁净室公司期末合同负债（单位：亿元）

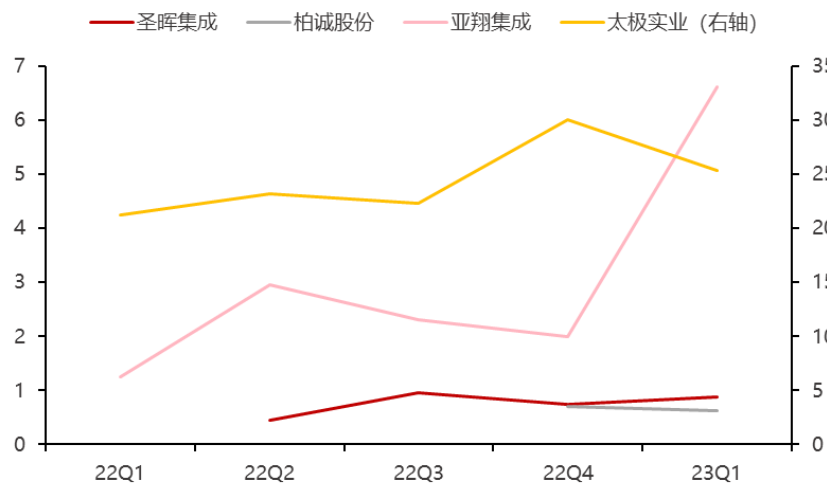
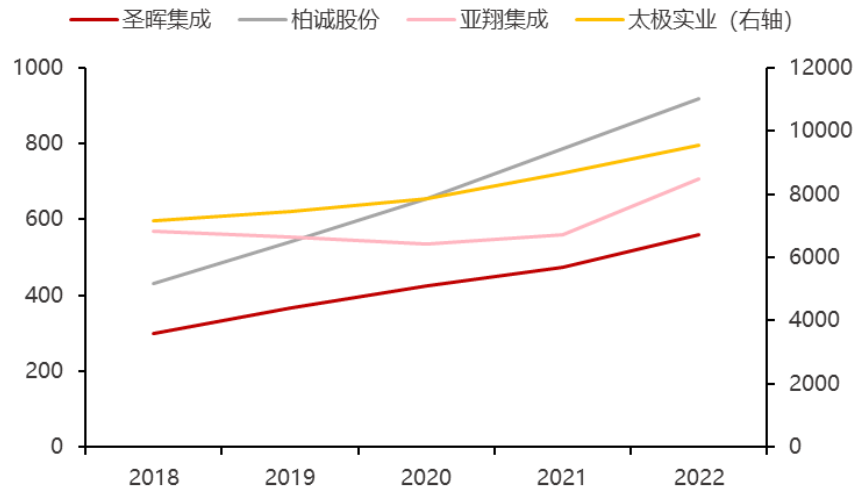


图 17：半导体洁净室公司期末员工数量（单位：人）



2.2 极薄布、超薄布：AI催化新需求

- **AI服务器催化PCB量价。**①PCB面积增加：相较传统服务器，AI服务器不仅需搭载2-4颗CPU，同时需增配4-8颗GPU、以形成GPU模组板，此外当前主流AI服务器均采用双层架构，因此PCB板面积需求大幅提升（数据来源：CINNO Research）；②PCB单位价值量提升：AI服务器中的PCB板需更高算力、更高速度、更大容量进行传输，推动高速数据传输协议由PCIe3.0（数据速率为8GT/S）向PCIe4.0（16GT/S）乃至PCIe5.0（32GT/S）发展。根据CINNO Research数据，目前PCIe 3.0一般为8-12层PCB，4.0为12-16层，5.0平台在16层以上，AI服务器部分使用20层以上。层数提升，对PCB工艺要求和CCL的量同样在增加，每增加1层，单位价值量均会增加。
- **AI服务器需求高增。**根据TrendForce预估，2023年AI服务器（包含搭载GPU、FPGA、ASIC等）出货量近120万台，同比+38.4%，占整体服务器出货量9%，预计2022-2026年AI服务器出货量CAGR达29%，占整体服务器出货量15%。
- 2021年服务器占全球PCB下游需求的10%，根据Prismark数据，预计2026年全球服务器领域PCB市场规模将达132.94亿美元，2021-2026年CAGR为11.2%，AI将拉动服务器成为PCB行业下游需求增速最快的细分领域。

图18：2022-2026年AI服务器出货量CAGR达22%

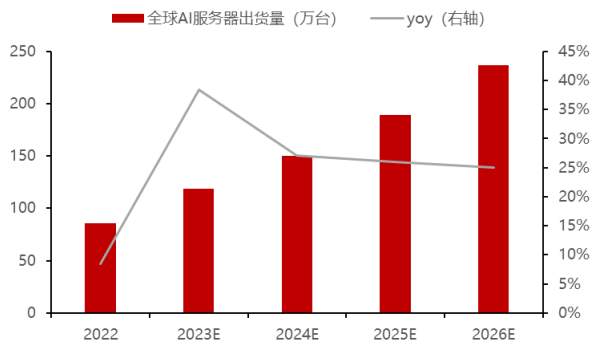
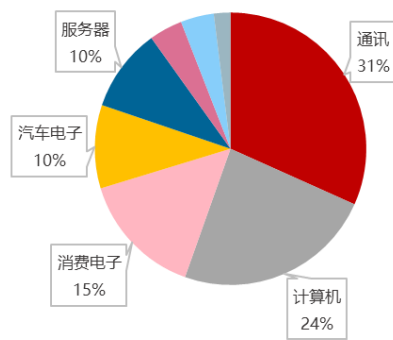


图19：服务器占全球PCB下游需求的10%（2021年）



2.2.1 极薄布、超薄布：国产替代稀缺材料

➢ PCB主要原材料是覆铜板CCL，CCL占PCB材料成本的30-40%。衡量CCL性能的主要指标有Dk（介电常数）和Df（损耗因子），根据Df可将CCL分为6个等级，传输速率越高、对应需要的Df值越低，相应材料技术难度越高。根据CINNO Research数据，**AI服务器搭配使用的CCL材料，对应Df值需降至0.006-0.005甚至更低，对应低损耗（部分）/极低损耗/超低损耗级别CCL。**

➢ CCL三大原材料为铜箔、树脂和玻纤布，其中玻纤布占CCL厚板成本的40%、薄板的25%。电子布根据厚度不同可分为厚布、薄布、超薄布、极薄布，其中超薄布、极薄布属于高端精细化产品。根据华经情报网数据，**宏和科技为极薄布唯一实现进口替代的国内企业**，竞争对手为日东纺（日本）、富乔工业（中国台湾）。

➢ **投资建议：**AI服务器需求高增，材料端景气由PCB→CCL→电子纱/电子布逐级传导，我们预计电子布领域中的高端产品极薄布、超薄布受益，关注龙头【宏和科技】。

表10：不同等级覆铜板电性能要求

	覆铜板电性能等级	传输数据速率
超低损耗	Df<0.002	56Gbps
极低损耗	Df=0.002-0.005	25Gbps
低损耗	Df=0.005-0.008	10Gbps
中等损耗	Df=0.008-0.01	5Gbps
常规损耗	Df=0.01-0.02	<5Gbps
	Df>0.02	

图：电子纱/电子布产业链

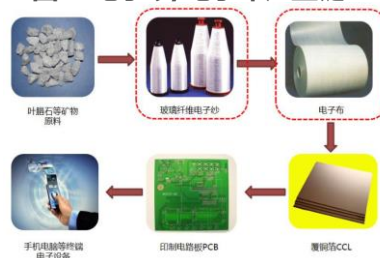


表11：不同等级电子布性能一览

档次	类别	厚度 (um)	常用商业代号	电子纱	电子纱厚度 (um)	对应电子纱商业代号	用途
高端	极薄布	<28	1037/1027/1017/1000	极细纱	<5	C1200/BC1500/BC3000/D1800	高端智能手机、IC载板
高端	超薄布	28-35	1067/1035/106/104	超薄纱	<5	D900	高端智能手机、IC载板
终端	薄布	36-100	1080/2116/1078/1086	细纱	5-7	D450/E225	智能手机、服务器、汽车电子材料
低端	厚布	>100	7628	厚纱	7	G75	低端手机、家电、建筑建材

2.3 光伏辅材：量弹性明确，成本回落明显

根据PVinfolink6月29日报价，多晶硅致密料价格为64元/kg，年初以来已下跌73%。

硅料降价带动光伏装机预期趋强，辅材受益：

- **光伏玻璃：**5月中下旬行业供给端明显收紧，例如浙江针对部分光伏玻璃项目给出“开展风险预警”或“冷修前完成产能置换手续”意见，行政干预+盈利低点，投产意愿减弱、需求预期回升，供需关系形成预期差。**Q2以来天然气+纯碱价格明显回落**，预计盈利能力环比提升。推荐【金晶科技】【旗滨集团】【凯盛新能】，关注【福莱特】【信义光能】【安彩高科】【亚玛顿】。
- **胶膜：**TOPCon电池加速替代PERC，PVinfolink预测2023年TOPCon组件市占率将超20%。POE胶膜因：①更好的水汽阻隔率与更好的耐候性能，②抗PID能力，与N型TOPCon适配性更好，叠加上游POE粒子紧缺，**我们预计辅材中胶膜有望成为TOPCon量产加速的弹性环节**。建议关注【天洋新材】【鹿山新材】。
- **碳碳复材&碳纤维：**高性能碳纤维在国内碳碳复材领域市占率约60%，下游大客户中包含碳碳复材龙头金博股份等。**5月以来T700（12K）碳纤维价格企稳**，降价后有望开启降本/扩需大周期。光伏热场关键原材料碳纤维，推荐【中复神鹰】，碳碳复材关注龙头【金博股份】。

图 20：近1年光伏玻璃价格处于低位

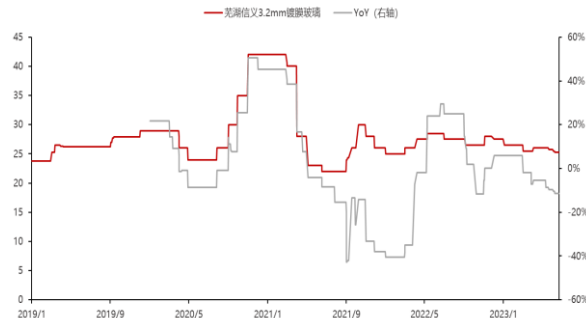


图 21：光伏胶上游DMC价格处于历史低位



2.3 光伏辅材：量弹性明确，成本回落明显

- **TCO玻璃**：薄膜电池+钙钛矿电池组件的主要配件，其中2023年钙钛矿核心看点为GW级产线进展（如2023年4月极电全球首条GW级钙钛矿量产线在无锡启动建设）+龙头企业（如宁德）入局。推荐【金晶科技】，前瞻性、差异化布局TCO玻璃，先发优势突出。
- **光伏玻纤边框**：降本契合光伏诉求（测算替代可降本约29%）+新场景（如海上光伏），玻纤复合材料用于光伏边框取得实质进展，我们预计下游组件厂认证、测评环节最快有望在23Q3有积极变化，行业起量预计在2024-2025年，乐观可拉动玻纤总需求10%+。推荐【中国巨石】【中材科技】【长海股份】【山东玻纤】；复材边框厂商方面，建议关注【博菲电气】。
- **光伏胶**：市场随硅料降价快速扩容，上游原材料DMC价格处于历史低位，22Q3-23Q1硅胶企业盈利能力较优。推荐【回天新材】，市占率约45%，充分受益光伏需求量增逻辑；【硅宝科技】，切入光伏胶景气赛道，合作客户增加（TOP10组件厂潜在客户如中环）+提高单一客户渗透率（如隆基）。

图 22：5月以来T700（12K）碳纤维价格止跌企稳

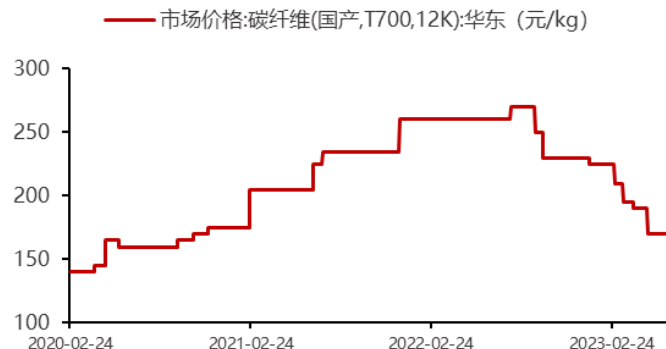


表12：2025年光伏复合材料边框对玻纤拉动测算，乐观可拉动玻纤总需求10%+

	保守	中性	乐观
全球光伏新增装机 (GW)		520	
复合材料边框渗透率	10%	25%	50%
复合材料边框组件新增装机 (GW)	52	130	260
光伏领域玻纤新增需求 (万吨)	18.91	47.27	94.54

资料来源：沃莱新材官网，Navigant，民生证券研究院测算

2.4 风电纱：需求逐季改善

➢ 复盘过往年份，风电新增装机量波动明显，主要受补贴退坡等政策影响：

- 2014-2015年，风电上网电价调整，出现“抢装潮”，我国风电并网新增容量增速分别为+49%、+41%，以风电叶片为主体的液体模塑成型制品产量分别同比+42%、+38%（数据来源：中国玻纤工业协会）；
- 2020年，是陆上风电项目享受补贴的最后一年，同样出现“抢装潮”，全年风电并网新增容量71.48GW；
- 2021年，是海风国补最后一年，全年海风并网新增容量16.9GW，同比+452%，全年风电并网新增容量47.57GW；
- 2022年，风电并网新增容量37.63GW，同比-21%。
- 2023年1-5月，风电并网新增容量16.36GW，同比+51%。

图23：2020年中国玻纤下游需求结构

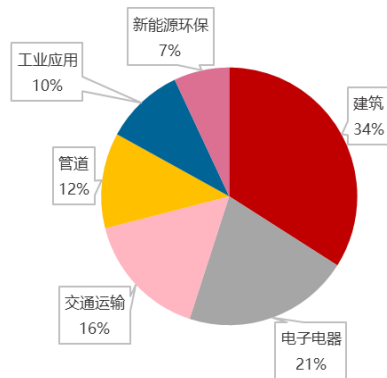


图24：我国玻纤产量增速vs我国GDP增速

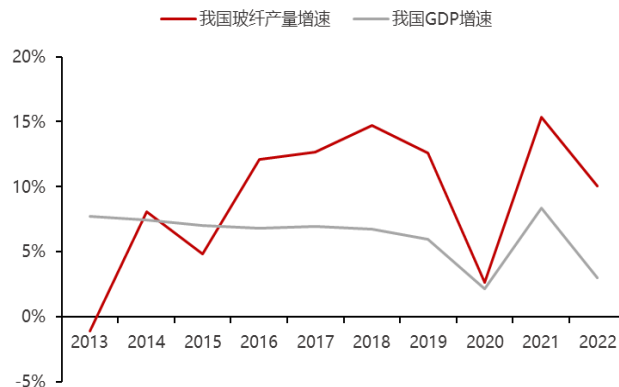
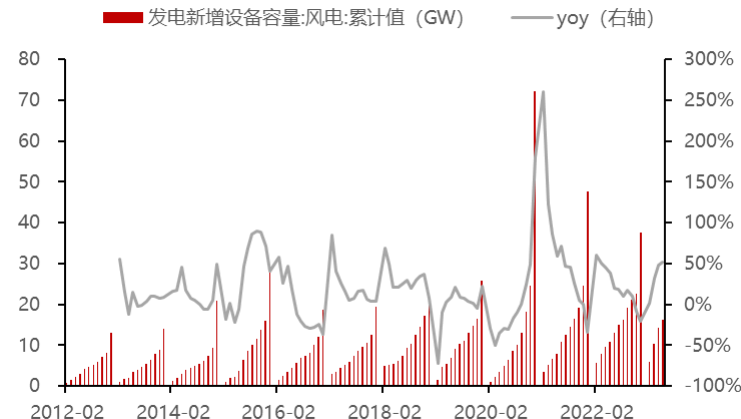


图25：我国风电新增设备容量累计值及yoy



2.4.1 风电纱：需求逐季改善

- **2020年以来，风电招标价持续下行，当前仍低位运行。**根据金风科技官网数据，2023年3月，全市场风电整机商机组投标均价1607元/千瓦，同比降幅14.2%，较2020年初招标价下降约60%。风电招标价大幅降价，推动风电招标量提升。**招标市场持续高景气，风电需求预计逐季增强。**根据金风科技官网数据，2022年国内风电公开招标市场新增招标量98.5GW，同比+81.7%，其中陆风新增招标容量83.8GW（同比+63%），海风新增招标容量14.7GW（同比+427%）。23Q1国内风电公开招标市场新增招标量26.6GW，同比+7.3%。
- **2022年招标高增，传导至23H1风电新增装机量基本面强劲。**2023年1-5月，风电并网新增容量16.36GW，同比+51.2%。参考行业龙头公司中材叶片，23Q2市场逐步进入装机旺季，4月以来中材叶片每个月出货1.5-2GW，23H1出货预计较同比+40%以上（22H1中材叶片销售5GW）。
- **新产品开发加速，新型大叶片供应紧张。**高模量玻纤更适应当前风机大型化趋势，**高模高强玻纤占比有望提升。**例如2022年8月，全球最长123米风电叶片在连云港成功下线，巨石提供的E7高模和E8超高模风电纱为下游风电用玻纤织物原材料，单套产品用量达20余吨。

图26：风电机组投标均价持续低位运行

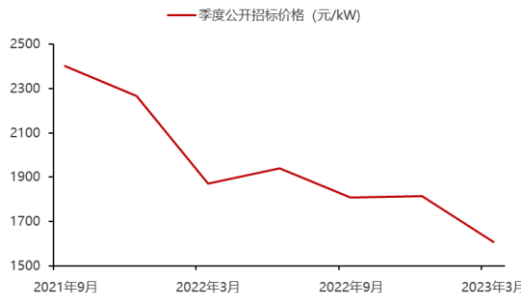


图27：2013-2023Q1全国风电设备公开招标量

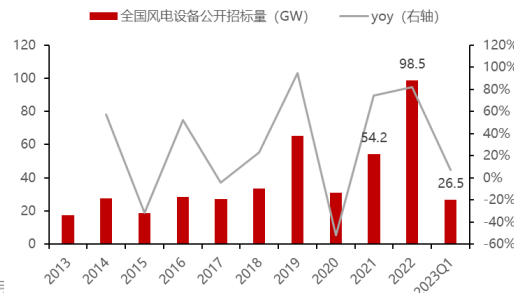


表13：中国巨石高模高强风电纱不断迭代

测试样品	测试项目	普通E	E6	E7	E8	E9
浸胶纱拉伸性能环氧树脂	拉伸模量 (GPa)	73-75	81-83	89-91	95-98	100-103
	拉伸强度 (MPa)	1900-2000	2500-2700	2800-3000	3100-3500	3100-3500

2.4.2 风电纱：需求逐季改善确定性强

- **风电纱议价能力、竞争格局优于下游叶片厂。**参考OC中国1200tex高模量直接纱H玻纤报价（数据来源：卓创资讯），近1年风电纱价格降幅低于风电叶片均价降幅（2022年中材叶片单位下降26%，风电纱2022年末单价较年初仅下降12.5%），判断主因：1) **风电纱长协客户占比高**。风电纱对叶片质量、强度等起关键作用，下游客户主要大客户与风电纱供应商签订长期协议，价格稳定性较强；2) **风电纱领域集中度高**，巨石、泰玻和重庆国际（含与OC合作线）市占率达90%，议价能力较强。
- **中国建材集团内部风电板块重组，竞争格局有望优化。**2023年6月，中材科技发布公告，中材叶片通过增发股份及支付现金方式收购中国复材和中国巨石以及其他股东合计持有的中复连众100%股权，同时中国巨石向中材叶片增资，交易完成后，中材科技、中国复材、中国巨石分别持有中材叶片 58.48%、21.51%、20.01%的股权。我们预计整合后，中材叶片市占率将达40%，下游叶片厂竞争格局有望优化；中材叶片风电纱主要以泰玻、巨石供应为主，集团内部企业供应链稳定+性价比具备优势，整合后风电纱行业有望进一步平抑行业周期波动。
- **投资建议：推荐【中材科技】【中国巨石】。**

图28：中材叶片经营情况

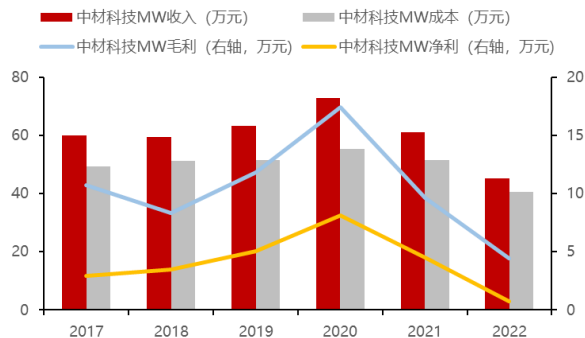
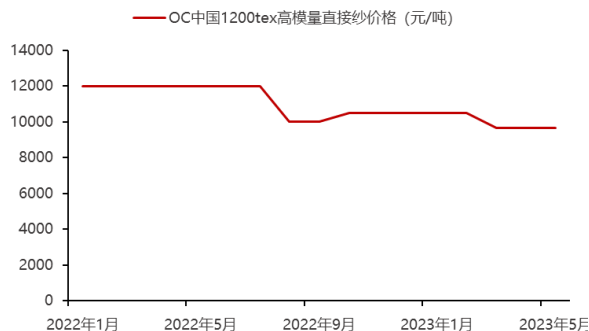


图29：风电纱报价



03. 国产替代：消费建材与新材料， 十年一遇黄金期

3.1 消费“国潮”

- 国产品牌已经取得显著优势，尤其在防水、石膏板、管材、木门、五金、瓷砖、钢质门、砂浆、吊顶、地板等建材品类中，TOP5全部是国产品牌，根据新浪地产的500强地产首选率数据。进口品牌确实引进了先进的理念和技术，但这有时代的相对性。80-90年代国内品牌均处于成立初期，经历30年的发展，优胜劣汰、在不少行业已经超越外资。
- 但是，在净水设备、瓷砖胶、同层排水、卫浴、系统门窗、涂料行业，外资依然是占据核心优势地位。这些领域的共性是，同质化偏弱、专业化偏强，而防水、管材、瓷砖等其他建材品类很容易具备大宗属性，从产品力比拼降维到成本比拼，商业模式中增加“资源”这一特殊要素，面对的是专业采购者产品难形成溢价。因此，在外资占优的品类中，如果这些要素不发生改变，这种行业格局仍会短期持续。
- 国产品牌“形象升级”具备天时、地利、人和。地产总量高增长结束，顺应趋势提质升级，技术专业+服务专业有望成为国产品牌的下一张名片，外资曾占优的高端领域也将面临国产的替代冲击。

图30：内资涂料占比迅速提升

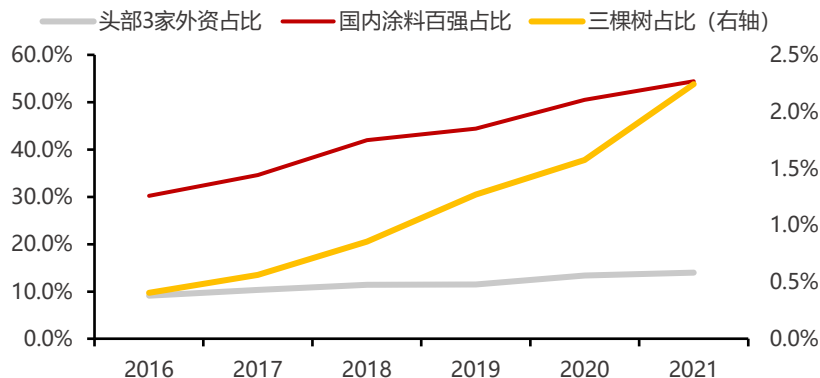


表14：国产、外资分别占优的品类及TOP1品牌（新浪地产首选率）

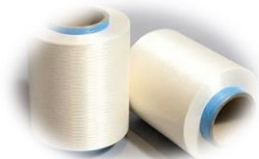
国产占优品类	Top1品牌	外资占优品类	top1品牌
防水	雨虹	净水设备	A.O.史密斯
管材	联塑	瓷砖胶	韦伯
石膏板	北新	同层排水	吉博力
五金	坚朗	卫浴	科勒
瓷砖	马可波罗	系统门窗	旭格
钢质门	王力	涂料	立邦
吊顶	友邦	砂浆	立邦
地板	圣象		
智能锁	凯迪仕		

3.2 材料“超车”

从性能角度超越



碳纤维

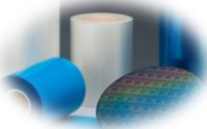


芳纶



极薄布

从客户角度超越



半导体封装



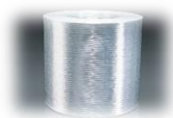
汽车密封胶条



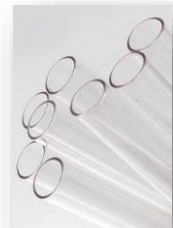
动力电池胶

从成本角度超越

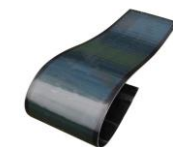
玻纤



中硼硅拉管



薄膜电池



04. “一带一路”：行情复盘， 提示Q3是布局窗口

4.1

“一带一路”复盘：2014-2015H1

- 事件催化：多且连续
- 货币环境：宽松，2014年11月22日-2015年10月24日，共6次降息
- 国际环境：主流政商环境较为温和

图31：国际工程承包公司涨跌幅

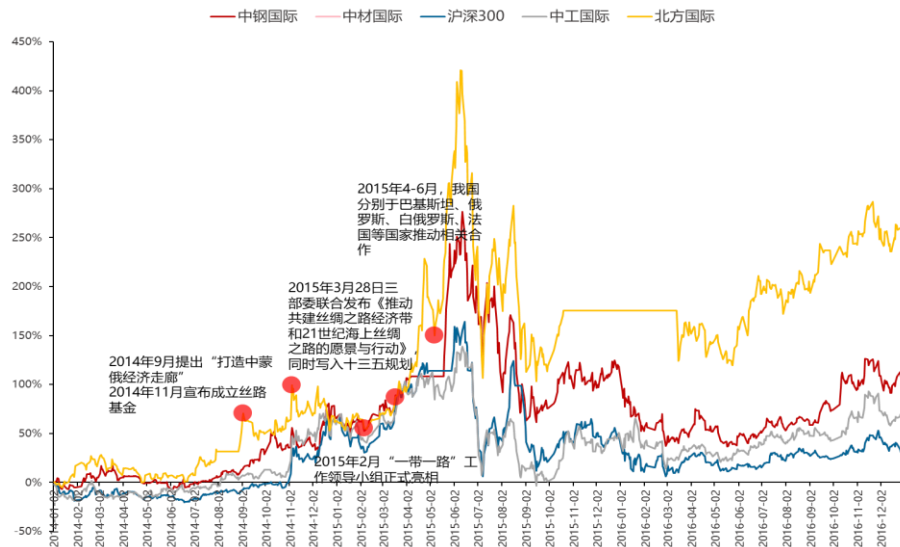


表15：建筑央企区间最大涨跌幅统计

区间最大涨跌幅	14/1/2-15/6/11	14/1/2-14/10/27	14/10/27-15/1/27	15/1/27-15/2/9	15/2/9-15/6/11
中钢国际	266%	34%	25%	-5%	137%
中工国际	137%	6%	48%	-14%	69%
中材国际	151%	-5%	56%	-10%	90%
北方国际	420%	55%	6%	-9%	237%
中国交建	402%	16%	206%	-14%	64%
中国建筑	228%	7%	100%	-12%	74%
中国中冶	466%	38%	89%	-14%	152%
中国电建	435%	23%	110%	-14%	141%
中国铁建	394%	22%	164%	-18%	87%
中国中铁	653%	24%	169%	-7%	141%
沪深300	129%	2%	51%	-6%	59%

表16：PE估值回溯

股价高点对应PE-TTM	14年10月末	15年1月末	2015/6/11
中钢国际	为负	为负	48
中工国际	17	24	36
中材国际	为负	为负	386
北方国际	27	19	79
中国中铁	8	14	30
中国中冶	4	7	12
中国电建	9	17	39
中国铁建	15	23	44
中国交建	6	14	22
中国建筑	7	15	24

表17：PB估值回溯

股价高点对应当年PB	14年10月末	15年1月末	2015/6/11
中钢国际	5	3.8	7.9
中工国际	2.9	3.8	6
中材国际	1.9	2.7	5.1
北方国际	5	5.1	15.2
中国中铁	0.8	1.9	2.7
中国中冶	0.9	1.9	2.9
中国电建	0.8	1.4	2
中国铁建	0.9	1.8	4
中国交建	1.1	1.7	3.8
中国建筑	1	1.9	4

4.2

“一带一路”复盘：2016Q4-2019Q1

- **事件催化：**主要为2次带路峰会。2017年1月宣布召开“一带一路”高峰论坛，2017年5月大会召开（**提前4个月官宣**）；2018年11月宣布召开第二届“一带一路”高峰论坛，2019年4月大会召开（**提前5个月官宣**）。官宣时点到正式召开，国际工程公司股价显著跑赢。
- **货币环境：**相对收紧，结构性去杠杆
- **国际环境：**趋于复杂

图32：国际工程承包公司涨跌幅

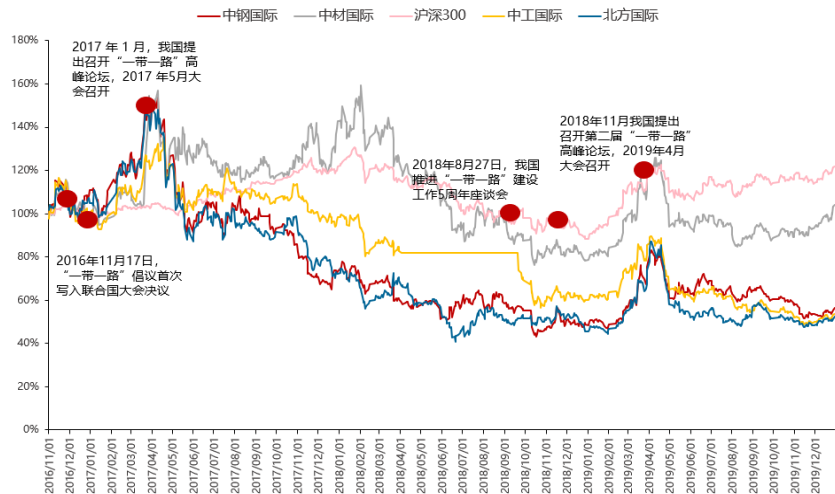


表18：建筑央企区间最大涨跌幅统计

区间最大涨跌幅	16/11/1-17/4/11	18/11/1-19/4/19
中钢国际	54%	83%
中工国际	32%	50%
中材国际	57%	51%
北方国际	48%	68%
中国交建	40%	12%
中国建筑	44%	23%
中国中冶	34%	19%
中国电建	23%	29%
中国铁建	37%	8%
中国中铁	12%	2%
沪深300	5%	30%

表19：PE估值回溯

股价高点对应PE-TTM	16年10月末	2017年4月11日	18年10月末	2019年4月19日
中钢国际	22	34	13	21
中工国际	18	22	8	17
中材国际	16	39	8	11
北方国际	38	70	11	19
中国中铁	14	18	9	10
中国中冶	16	22	10	12
中国电建	16	20	9	12
中国铁建	10	14	8	9
中国交建	13	18	8	12
中国建筑	7	10	7	7

表20：PB估值回溯

PB	16年10月末	2017年4月11日	18年10月末	2019年4月19日
中钢国际	3.3	4.2	1.1	2.1
中工国际	3.3	4	1.4	2
中材国际	1.9	2.9	1.2	1.7
北方国际	5	5.1	1.6	2.6
中国中铁	1.6	1.7	1.1	1.1
中国中冶	1.5	1.7	0.8	1.1
中国电建	1.7	2.1	0.9	1.2
中国铁建	1.1	1.5	0.9	1.1
中国交建	1.5	2.2	1.2	1.3
中国建筑	1.3	1.8	1	1.3

4.3

下半年“一带一路”相关活动梳理

表21：下半年“一带一路”相关活动梳理

时间 (均为2023年)	地点	会议/博览会
7月4日	线上 (印度)	上合组织成员国元首理事会会议 (第23次)
8.22-8.24日	南非	2023 年金砖国家领导人峰会 (第15次)
8月	陕西西安	丝绸之路国际博览会 (第7届)
9.9-9.10日	印度	G20峰会 (第18次)
9.16-9.19日	广西南宁	东博会, 中国东盟博览会 (第20届)
9.21-9.24日	宁夏银川	中国—阿拉伯国家博览会 (第6届)
9.23-10.8日	浙江杭州	杭州亚运会
-	陕西西安	2023年欧亚经济论坛
-	中国	“一带一路”国际合作高峰论坛 (第3届)

4.4 投资建议：Q3是布局窗口期

- **外交大年催化多**：中亚峰会落幕后，虽然“峰会”行情告一段落，但来自中亚、中东、东南亚、非洲、欧洲等地区的合作动态不止，下半年“一带一路”主题行情正在预热中。例如7月4日，上海合作组织成员国元首理事会第23次会议举行，伊朗在本次会议上正式被接纳为上合组织成员国，上合组织正式成员国增至9个。**此外，继续提示新疆板块**，今年首提南疆环塔里木经济带构想，重点是南疆项目落地节奏。
- **标的推荐**：【中钢国际】【中材国际】【中国中铁】，重点关注【中国交建】【新疆交建】。

表22：建筑央企订单情况

	新签合同额 (亿元)						YOY						较2019年同期CAGR	
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22FY	23Q1	22FY
四小国际														
中钢国际	45.1	57.3	38.2	43.4	40.6	184.0	-29%	12%	-46%	-52%	-10%	-33%	24%	-3%
中材国际	88.0	147.8	77.2	202.1	226.3	515.1	28%	30%	-56%	35%	103%	1%	31%	18%
中工国际	8.5	23.9	0.7	10.2	8.4	43.3	-55%	15%	-93%	25%	-1%	-26%	-17%	-34%
北方国际	3.8	7.4	1.8	7.5	2.3	20.6	1496%	0%	10628%	14%	-39%	44%	1%	-12%
注：中工国际、北方国际单位是亿美元														
八大央企														
中国建筑	8966	11279	7055	11731	10843	39031	8%	13%	13%	9%	21%	11%	13%	11%
中国铁建	4659	8653	5124	14013	5396	32450	2%	45%	0%	12%	16%	15%	16%	17%
中国中铁	6057	6062	7711	10493	6674	30324	84%	-14%	78%	-17%	10%	11%	21%	12%
中国交建	4307	3712	2303	5101	4578	15423	5%	35%	-28%	95%	6%	22%	22%	17%
中国中冶	3191	3279	2883	4103	3258	13456	14%	-2%	10%	25%	2%	12%	16%	20%
中国能建	2441	2887	1619	3544	2977	10491	0%	21%	48%	26%	22%	20%		
中国电建	2476	3295	1959	2362	3234	10092	7%	118%	42%	-9%	31%	29%	17%	25%
中国化学	1039	585	731	614	1046	2969	90%	-24%	81%	-37%	1%	10%	29%	9%

表23：建筑央企估值

	市值 (亿元)	PE		PB (LF)
		2023E	2024E	
四小国际				
中钢国际	118	15	13	1.84
中材国际	327	11	10	1.95
中工国际	141	30	24	1.28
北方国际	158	20	17	2.04
八大央企				
中国建筑	2462	4	4	0.63
中国铁建	1234	4	4	0.56
中国中铁	1709	5	4	0.70
中国交建	1448	7	6	0.70
中国中冶	742	6	5	0.84
中国能建	831	9	8	1.04
中国电建	984	8	6	0.82
中国化学	491	8	6	0.93

注：中钢国际、中材国际、中国中铁建材建筑组已覆盖，其余公司采用wind一致预期，日期为2023年6月21日

05. 风险提示

5

风险提示

- 1) **基建项目落地不及预期**：基建项目从立项、审批、落地、开工流程较长，存在时间节奏不及预期的风险。
- 2) **地产政策变动不及预期**：当前地产因城施策，各地区政策执行主要依据本地实况，存在变动不及预期的风险。
- 3) **原材料价格变化不及预期**：建材可变成本占比较高，原材料价格变化可能引起盈利能力波动。
- 4) **海外投资力度不及预期**：海外投资受政治、经济、文化影响存在不确定性。

THANKS 致谢

民生建材研究团队：



分析师 李阳

执业证号：S0100521110008

邮件：liyang_yj@mszq.com

民生证券研究院： 上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐
		谨慎推荐
		中性
		回避
	行业评级	推荐
		中性
		回避

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。