

地产链仍可期待，找寻细分赛道机会

——建材行业 2024 年度投资策略

核心观点

- **地产链建材**：在逆境中寻找希望，开工端压力测试后，机会渐显，而竣工端毋须过度悲观，仍有望保持韧性。居民购房意愿低迷，地产销售连续两年下滑，地产政策持续托底。地产新开工已连续三年下滑，幅度高于地产销售，当前下滑速度开始出现收敛，继续下行空间有限。开工端建材持续遭受压力测试，利空风险缓释，关注水泥和防水龙头。虽然 2023 年竣工数据相对亮眼，但仍有积压需求尚未释放，因此 2024 年玻璃需求不必过于悲观。
- **遮阳面料**：行业前景广阔，企业成长加速。国外发达国家的功能性遮阳材料市场已非常成熟，市场渗透率达到 70%，国内渗透率也在快速提升。国内龙头企业规模尚小，未来市占率提升空间较大，且呈现出高盈利、低负债、高现金流特征，财务报表质量优异。西大门股权激励目标明确，未来三年增速 CAGR 为 29%。
- **光伏玻璃**：供给增速放缓，供需结构有望长期优化。根据特变电工预计 2023-2025 年，全球光伏发电新增装机量分别达到 350GW、430GW、540GW，光伏玻璃需求有望保持增长。而供给端由于盈利较高点明显回落，行业产能扩张速度放缓，且产能风险预警机制逐步落实，供给端政策进一步收紧，产能增量无需过度担忧。根据供需平衡表测算，2024 年供需格局难以出现快速恶化，2025 年甚至会进一步优化。
- **药用玻璃**：随着第八批集采的落地，中硼硅药用玻璃渗透率仍较维持较高的提升速度。如若配合同时期纯碱等原材料价格的回落，药用玻璃企业有望迎来量利齐升的高度景气。
- **高纯石英砂**：假设 2022-2025 年，全球光伏装机容量从 230GW 提升到 540GW，我们测算 2022-2025 年高纯石英砂需求将从 5.7 万吨增长至 13.8 万吨。其中内层砂从 2.3 万吨增长至 5.5 万吨。虽然行业供给端有所放量，但是内层砂仍然存在供应瓶颈，因此我们看好具备内层砂生产能力的企业。
- **建筑装饰**：聚焦城中村改造和保障性住房建设，挖掘建筑企业投资机遇。政策加速出台，推动超大特大城市城中村改造。城中村改造和保障性住房结合推进，二者相辅相成，助力新一轮“房改”，有望获得更大力度支持。改造中长期有望增加年化约 2700 亿元货值的优质供给，并可能带来年化房地产开发投资 3440 亿以及年化商品房销售额 2145 亿。区域性建筑企业迎来发展新机遇，包括规划、勘察、设计、土建施工、装修装饰等。

投资建议与投资标的

预计 2024 年地产链建材基本面难有较大扭转，但新开工端下行风险减弱，可重点关注水泥和防水，尤其新疆等具备需求增长预期的区域龙头；竣工端亦不必过度悲观，优选具备第二成长曲线的玻璃龙头。新型材料重点关注遮阳面料，国内企业在海外市占率有望持续提升，龙头业绩快速释放；光伏玻璃供给投放放缓，景气度或能维持；中硼硅药用玻璃在政策推进下，市场规模仍在快速增长；高纯石英砂或仍能维持高景气，尤其关注具备内层砂生产能力企业。建筑板块聚焦城中村改造和保障性住房建设，相关区域性企业迎来发展新机遇，包括规划、勘察、设计、土建施工、装修装饰等。建议关注

旗滨集团(601636, 未评级)、海螺水泥(600585, 未评级)、东方雨虹(002271, 未评级)、西大门(605155, 未评级)、福莱特(601865, 未评级)、石英股份(603688, 买入)、力诺特玻(301188, 买入)

风险提示

地产销售、开工、竣工不及预期；原料成本高企的风险；遮阳面料海外市场拓展不及预期；光伏玻璃需求增长放缓、供给释放超预期的风险；高纯石英砂供给超预期；测算假设变动对测算结果影响的风险

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 11 月 24 日



证券分析师

冯孟乾

fengmengqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860523070003

余斯杰

yusijie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521120002

相关报告

关注“房改”与万亿国债带来的投资机会 2023-10-31

会——建材行业周报

行业数据回升，关注需求边际改善：—— 2023-10-24

建材行业周报

关注“一带一路”与城中村改造相关机 2023-10-16

会——建材行业周报

目录

2023 年以来行业整体回顾.....	5
股票与市场表现.....	5
业绩与行业基本面	7
地产链建材：在逆境中寻找希望.....	10
期待地产销售复苏，提振板块信心	10
防水：需求持续承压，龙头价值彰显.....	11
水泥：在防御中寻找进攻机会	12
玻璃：需求仍能维持，行业盈利具备支撑	12
瓷砖：降本提质是必由之路.....	13
涂料：品质升级与品类拓展正在进行.....	14
新型建材：聚焦成长性，布局优质企业	15
遮阳面料：行业前景广阔，企业成长加速	15
光伏玻璃：供给增速放缓，供需结构有望长期优化	16
药用玻璃：需求提升+成本下降，盈利有望提升	18
石英砂：高纯石英砂景气有望延续	20
建筑装饰：聚焦城中村改造，挖掘建筑企业投资机遇	24
城中村改造加速推进，有望托底地产链需求	24
区域性建筑企业有望迎来新机遇.....	25
投资建议.....	26
风险提示.....	27

图表目录

图 1：23 年初至今各板块收益排名（单位：%）	5
图 2：建材指数与沪深 300 指数走势对比（单位：%）	5
图 3：23 年初至今建材主要细分板块涨跌幅（单位：%）	5
图 4：23Q1 年以来各个细分板块涨跌幅情况（单位：%）	6
图 5：23Q1 以来涨幅较高个股情况（单位：%）	6
图 6：23Q2 公募基金主要重仓建材股票（单位：亿元）	6
图 7：23Q3 公募基金主要重仓建材股票（单位：亿元）	6
图 8：23Q2 公募基金主要增持建材股票（单位：%）	7
图 9：23Q3 公募基金主要增持建材股票（单位：%）	7
图 10：基建投资相关季度数据情况（单位：%）	7
图 11：房地产开发相关季度数据情况（单位：%）	7
图 12：水泥、玻璃、玻纤价格自 21Q4 以来变化（单位：%）	8
图 13：水泥产量、玻璃产能、玻纤产能同比增速（单位：%）	8
图 14：部分建材原材料 21 年 10 月以来价格变化（单位：%）	8
图 15：部分建材原材料 22 年 6 月以来价格变化（单位：%）	8
图 16：建筑与建材板块归母净利及其增速对比	8
图 17：23Q2 与 23Q3 建材企业利润增速分布（单位：家）	8
图 18：周期建材利润增速情况（单位：%）	9
图 19：其他建材利润增速情况（单位：%）	9
图 20：建材行业各细分板块 23Q2 业绩超预期情况	9
图 21：建材行业各细分板块 23Q3 业绩超预期情况	9
图 22：地产开工与销售面积增速情况	10
图 23：地产开工与土地成交面积增速情况	10
图 24：地产开工与竣工面积增速情况	11
图 25：部分城市二手住宅销售面积情况	11
图 26：水煤价差×水泥产量情况	12
图 27：2023 年前三季度水泥企业同比业绩表现	12
图 28：2019-2023 年浮法玻璃价格水平（单位：元/重箱）	13
图 29：2019-2023 年浮法玻璃库存水平（单位：万重箱）	13
图 30：2019-2023 年浮法玻璃在产产能（单位：日熔量吨）	13
图 31：纯碱石油焦价格与玻璃原料价格情况	13
图 32：瓷砖行业集中度与其他消费建材比较（单位：%）	13
图 33：瓷砖龙头外协占比以及单平成本(单位：%)	13
图 34：涂料主要原材料价格情况	14

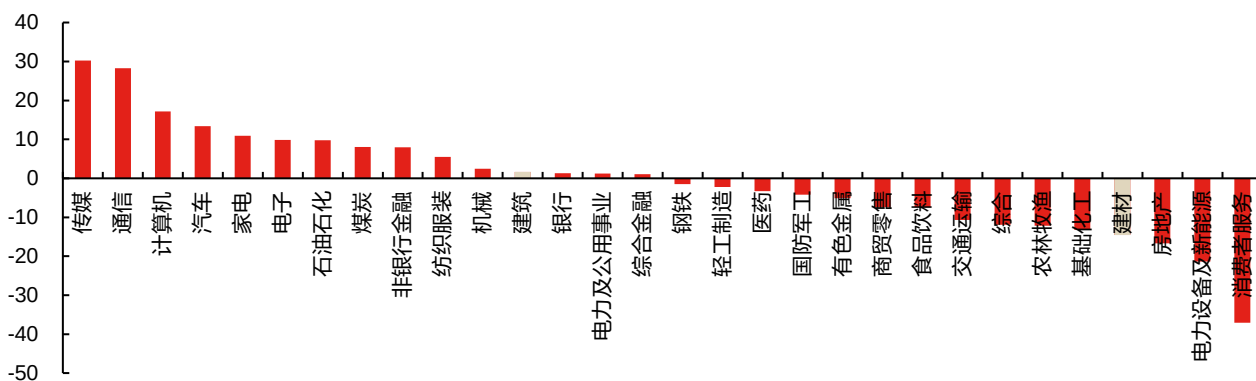
图 35：涂料行业产品结构占比（2018 年）	14
图 36：国内遮阳面料市场空间	15
图 37：西大门、玉马遮阳毛利率均维持高位	15
图 38：期间费用率比较	16
图 39：23H1 西大门销售费用占比	16
图 40：国内外光伏装机量情况	17
图 41：光伏玻璃价格走势	17
图 42：历次集采中标品种情况	18
图 43：历次集采中标规格情况	18
图 44：历年首次过评一致性评价与集采涉及药品数量	18
图 45：历年首次过评一致性评价与集采涉及注射剂数量	18
图 46：历次中标注射剂规格放量节奏统计	19
图 47：历次未中标注射剂规格缩量节奏统计	19
图 48：2023 年样本医院采购药品使用中硼硅玻璃瓶数量测算(单位：百万支)	20
图 49：山东药玻历史上每个季度毛利率与纯碱价格比较	20
图 50：纯碱价格情况（单位：元/吨）	20
图 51：石英股份逐季业绩表现情况	21
图 52：电池片尺寸占比变化情况	21
图 53：电池片类型占比变化情况(单位：%)	21
图 54：光伏组件类型占比变化情况(单位：%)	21
图 55：石英坩埚尺寸示意图	22
图 56：不同型号石英坩埚生产硅棒情况测算	22
图 57：石英砂需求情况展望	23
图 58：内层砂供应不足情况下石英砂需求情况展望	23
图 59：城中村改造受益建筑建材企业	25
表 1：防水企业经营数据对标	11
表 2：主要建材品类行业属性对比	15
表 3：三棵树和亚士创能不同品类在 500 强房企首选率情况	15
表 4：光伏玻璃需求推算	17
表 5：光伏玻璃供需平衡表测算	18
表 6：各类电池片形状与功率参数	22
表 7：各类电池片对石英砂的需求	22
表 8：21 个超大城市待改造城中村建筑面积测算	24
表 9：21 个超大城市待改造城中村涉及投资规模	24

2023 年以来行业整体回顾

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，由于地产市场持续低迷，建材行业基本面仍然面临巨大挑战，估值亦受到压制，股票价格出现较为明显回调。2023 年至今收益依旧靠后，行业指数跌幅 14.6%，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”&“一带一路”主题上涨，表现相对较好，23 年初至今涨幅 1.6%。

图 1：23 年初至今各板块收益排名（单位：%）

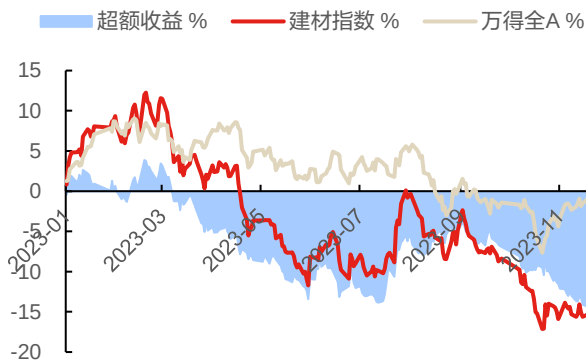


数据来源：万得，东方证券研究所

注：截止日期为 2023 年 11 月 20 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，有所下行较弱，其中防水材料因需求端新开工承压，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 34.7%。

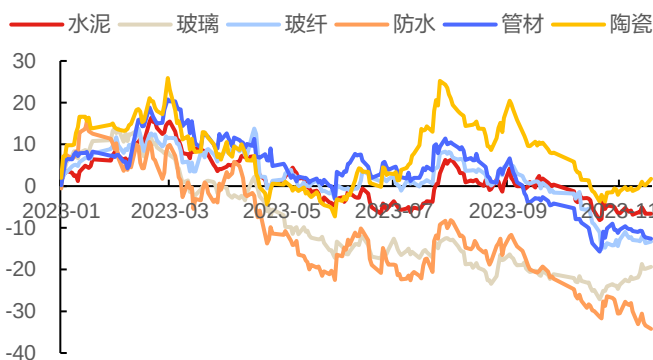
图 2：建材指数与沪深 300 指数走势对比（单位：%）



数据来源：万得，东方证券研究所

注：截止日期为 2023 年 11 月 20 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：%）

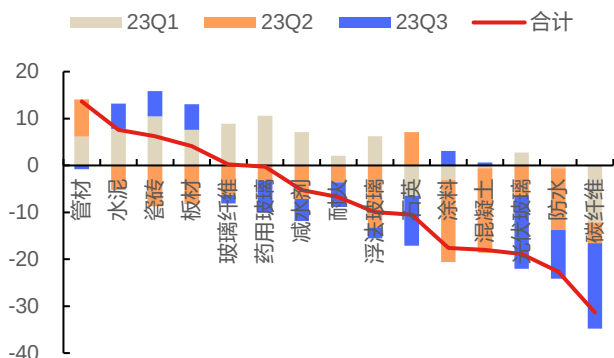


数据来源：万得，东方证券研究所

注：截止日期为 2023 年 11 月 20 日，图中数据参考长江三级行业指数

各个细分板块 23Q2 起收益整体回落，23Q3 水泥、瓷砖表现较好。各个细分板块在 23Q1 仍有所增长，但 23Q2-Q3 收益已全面回落，前三季度仅水泥、瓷砖、管材、板材维持正收益。23Q3 防水，光伏玻璃等细分板块表现较差。个股中顾地科技、宁夏建材、东鹏控股收益最高，分别达到 51.7%、44.4%与 37.2%，前 10 个股中有较多是新材料板块个股。

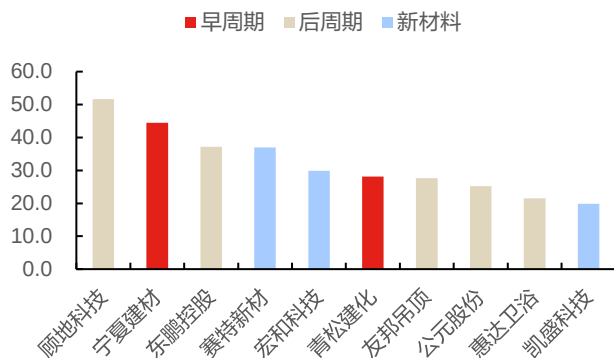
图 4：23Q1 年以来各个细分板块涨跌幅情况（单位：%）



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 9 月 30 日

图 5：23Q1 以来涨幅较高个股情况（单位：%）

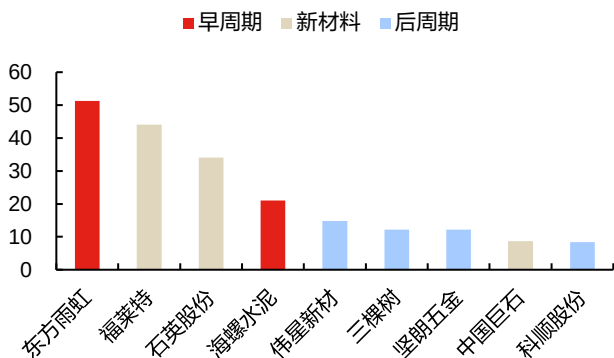


数据来源：万得，东方证券研究所

注：截止日期为 2023 年 9 月 30 日

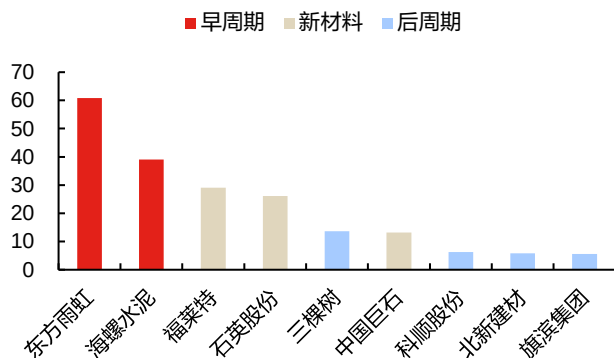
随着盈利改善以及预期企稳，23Q3 传统建材龙头在重仓个股排序中有所提升。23Q2 与 23Q3 重仓个股基本保持稳定，随着行业盈利出现改善以及预期的企稳，可以看到重仓个股中，新材料的福莱特、石英股份等排名有所下降，传统龙头海螺水泥、中国巨石、北新建材、旗滨集团排名重新提升。

图 6：23Q2 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 7：23Q3 公募基金主要重仓建材股票（单位：亿元）

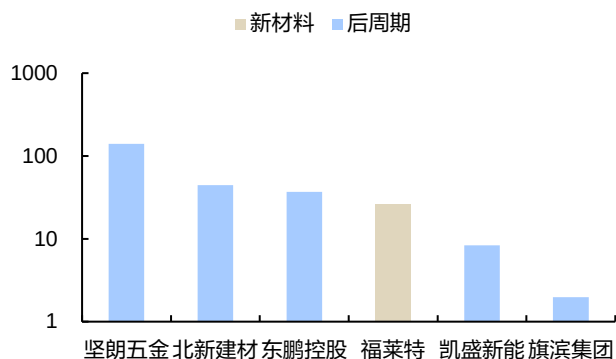


数据来源：万得，东方证券研究所

23Q2 机构曾经加仓地产后周期，但 23Q3 开始布局早期水泥。23Q2 末市场仍关注地产链进一步出台政策，出于政策博弈，仍有较多机构政策后周期板块个股如坚朗五金、北新建材、东鹏控股等。23Q3 市场布局具备防御属性和性价比的水泥板块，青松建化、塔牌集团、海螺水泥、华新水泥等水泥板块表现较好的个股出现明显增持。

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。

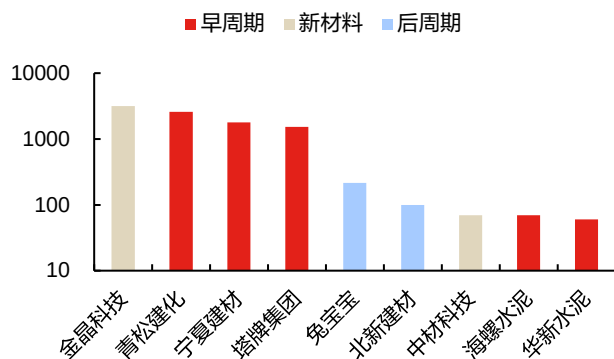
图 8：23Q2 公募基金主要增持建材股票幅度排序（单位：%）



数据来源：万得，东方证券研究所

注：按照 23Q1-23Q2 公募基金增持股票幅度比例排序

图 9：23Q3 公募基金主要增持建材股票幅度排序（单位：%）



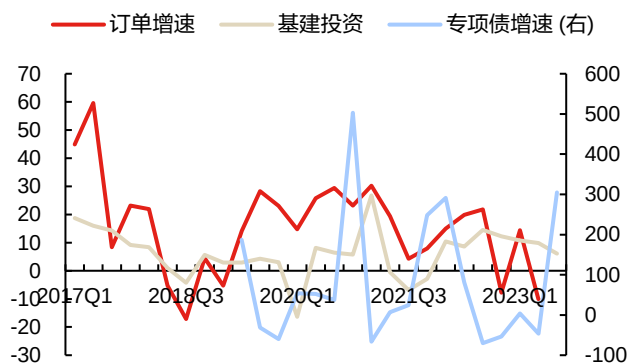
数据来源：万得，东方证券研究所

注：按照 23Q2-23Q3 公募基金增持股票幅度比例排序

业绩与行业基本面

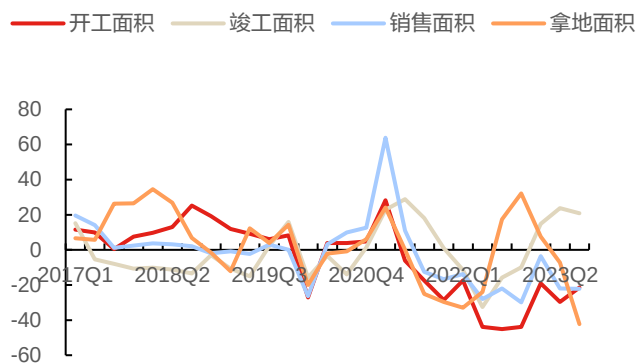
基建投资持续回落，地产新开工、销售跌幅出现收窄态势。23Q3 基建增速持续回落至 6.2%，达到最近两年的较低水平。虽然 23Q3 专项债发行有所提速，但建筑央企订单数据仍未明显改善。从地产数据看，23Q3 地产竣工增速 20.9%，相比 23Q2 增速有所回落。新开工增速、销售面积增速、拿地面积增速仍保持负增长，其中新开工和销售面积出现跌幅收窄的态势。

图 10：基建投资相关季度数据同比增速情况（单位：%）



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

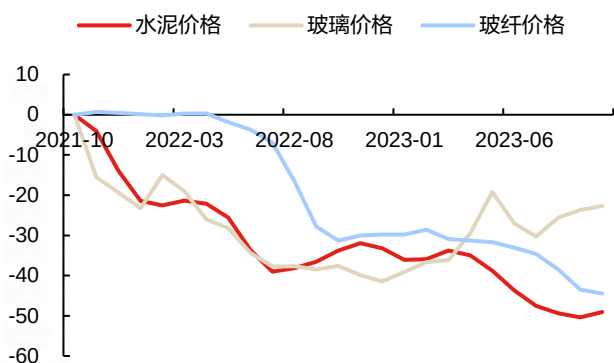
图 11：房地产开发相关季度数据同比增速情况（单位：%）



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

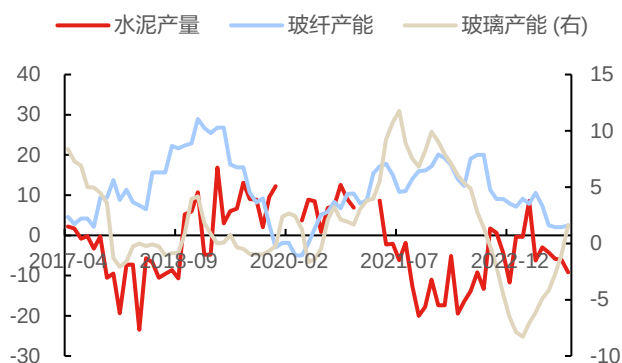
玻纤景气创新低，水泥行业持续磨底，玻璃行业修复。近期周期建材数据仍未见明显改善，水泥、玻璃与玻纤价格持续疲软，相比 21 年 10 月高位，23 年 4 月跌幅分别为 49.1%、22.7%、44.5%。玻纤需求持续疲软，产能持续高位，近期价格创新低。玻璃由于竣工需求提升，价格保持缓慢复苏的态势。水泥因为地产新开工需求疲软价格持续磨底，23Q3 以来伴随着季节性施工高峰到来价格出现小幅回升的态势。

图 12：水泥、玻璃、玻纤价格自 21Q4 以来变化（单位：%）



数据来源：万得 EDB 数据库，卓创资讯，东方证券研究所

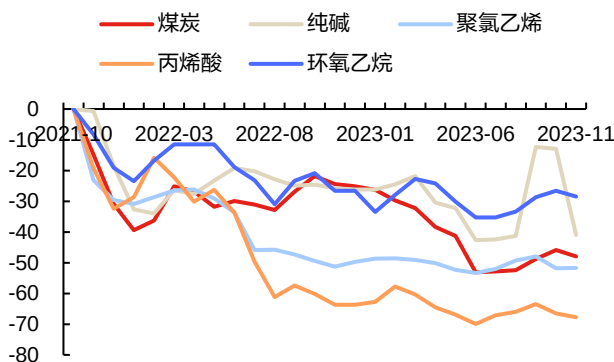
图 13：水泥产量、玻璃产能、玻纤产能同比增速（单位：%）



数据来源：万得 EDB 数据库，卓创资讯，东方证券研究所

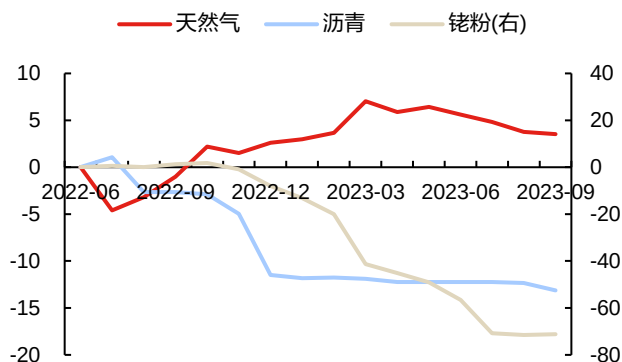
原料价格回落深度兑现，建材企业成本压力缓解。主要建材原材料中，除天然气比 22 年 6 月增长 3.9%外，纯碱、煤炭、环氧乙烷、丙烯酸等关键原材料价格均开始高位回落，趋向恢复正常，相比 21 年 10 月份平均价格分别下跌 41.0%、48.0%、28.5%、67.7%。原材料价格的回调将有效降低上游成本，减轻成本端的压力，提升相关企业盈利能力。

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：万得 EDB 数据库，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：%）

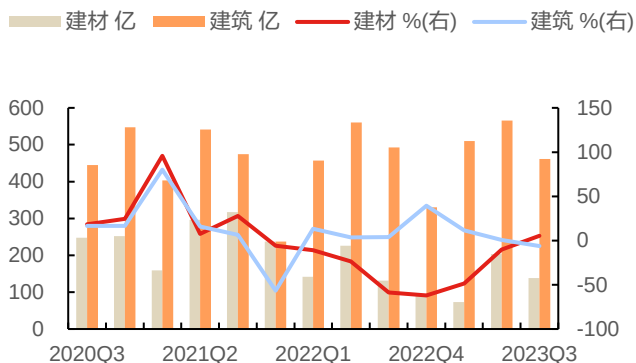


数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

建材行业盈利能力逐步回升，23Q3 增速回正，亏损企业减少，盈利增速中枢上行。相比于归母净利持续增长的建筑行业，23Q1-3 我们关注的 78 家建材上市公司合计归母净利分别为 73.0、203.6、138.3 亿元，YoY-48.5%、-10.0%、+5.4%。行业利润增速出现底部回升的态势，23Q3 出现增速回正。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%，23Q1 以来，亏损企业出现明显减少，盈利增速中枢上移。

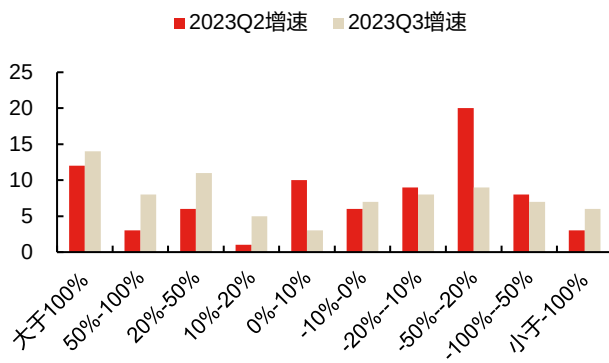
图 16：建筑与建材板块归母净利及其增速对比

图 17：23Q2 与 23Q3 建材企业利润增速分布（单位：家）



数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所

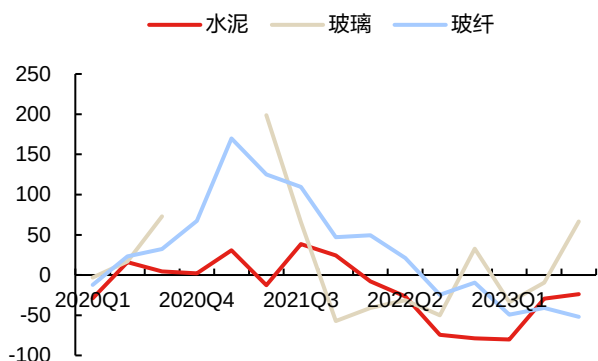
注：图中数据合并 78 家建材上市公司和 102 家建筑上市公司统计所得



数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所

23 年细分板块盈利整体改善，预期企稳。2023 年以来新材料板块公司盈利增速保持稳定增长，玻璃盈利出现底部复苏态势，后周期板块盈利有所修复，水泥早期周期盈利呈现跌幅收窄态势。从市场预期来看，23Q2-23Q3 变化不大，各大板块盈利预测整体企稳。

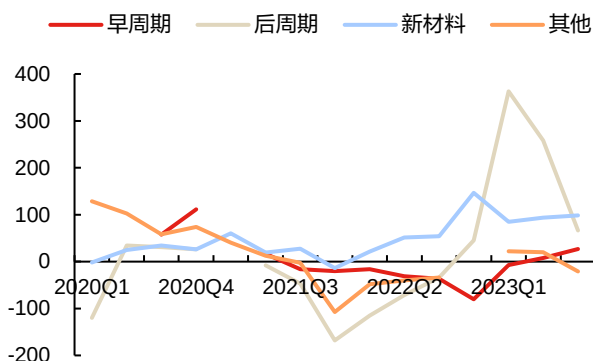
图 18: 周期建材利润增速情况 (单位: %)



数据来源：万得上市公司财报，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

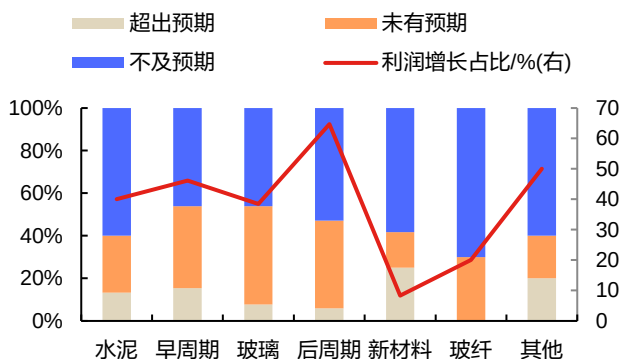
图 19: 其他建材利润增速情况 (单位: %)



数据来源：万得上市公司财报，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

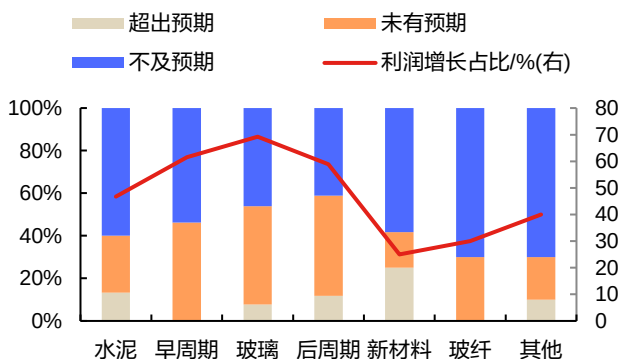
图 20: 建材行业各细分板块 23Q2 业绩超预期情况



数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所

注：超预期指的是实际业绩与业绩发布前的万得一致预期相比
利润增长占比是净利润同比增长的上市公司占总数的比重

图 21: 建材行业各细分板块 23Q3 业绩超预期情况



数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所

注：超预期指的是实际业绩与业绩发布前的万得一致预期相比
利润增长占比是净利润同比增长的上市公司占总数的比重

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。

地产链建材：在逆境中寻找希望

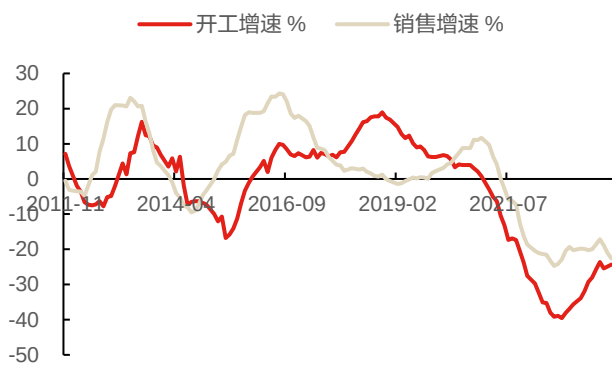
期待地产销售复苏，提振板块信心

地产政策由“压”向“托”，地产销售趋势性企稳好转或是建材板块投资的关键信号。2022年底，“金融十六条”、房企融资“三支箭”等政策陆续出台，至2023年7月，中央政治局会议更是明确“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。各地政府“因城施策”稳步放松“四限”等政策，一线城市发布“认房不认贷”政策，多地首付比例、房贷利率也整体呈下行趋势。建材下游需求深度绑定地产，因此盈利、成长预期与其息息相关，估值中“β”端的方向亦受其主导。地产基本面数据的验证是建材估值的核心催化剂，其中最为关键的是地产销售情况。

地产新开工已连续三年下滑，幅度更高于地产销售，当前下滑速度开始出现收敛，继续下行空间有限。本轮地产下行周期中，新开工所受压力最大。主要源于房企推行“高周转”战略，补库周期下新开工面积明显高于正常水平，并形成较高基数，因此在去库阶段，新开工数据也受到更大冲击。23Q2起，地产销售增速触底企稳，地产新开工跌幅收窄。2023Q1-3，新开工面积累计7.2亿平，较2019年同期的16.6亿平下降57%。

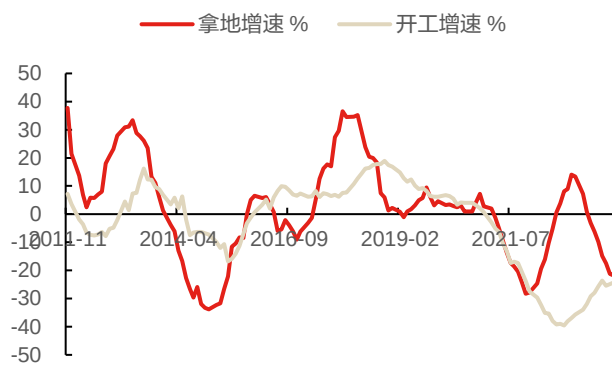
开发商土地购置积极性有所反复，目前再度回落至较低水平。市场回暖背景下，开发商拿地和开工的积极性同步改善，但由于土地储备规模有限，新开工整体好转节奏稍慢于开发商拿地。市场整体偏冷，部分民营房企风险仍存，拿地扩张更为谨慎。以100大中城市成交土地面积为参考，23H1累计成交面积3.8亿平，YoY-3%；其中23Q3成交1.5亿平，YoY-45%。

图 22：地产开工与销售面积增速情况



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

图 23：地产开工与土地成交面积增速情况

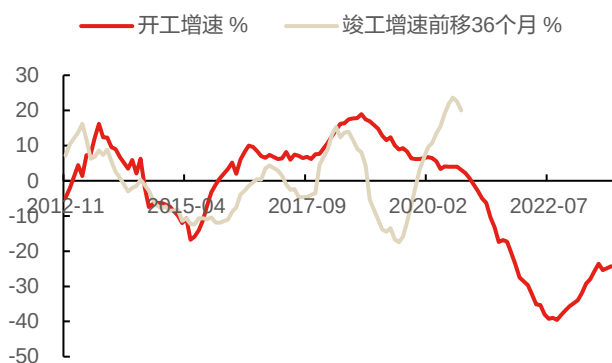


数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

地产竣工仍有积压需求。房企高周转模式下，新开工向竣工传导周期大概为三年左右，2018-2020 年均为开工大年，其中 2019 年增速达到顶峰。以三年传导周期计算，2021-2023 年应为竣工大年。但自 21H2 地产步入下行周期后，房企经营压力加大、风险逐渐暴露，导致施工节奏也明显放缓，竣工推进动力不足。21H2 和 2022 年，竣工增速分别为 4.4%和-15.0%。进入 2023 年，受益于地产政策逐步放松和“保交付”的持续推进，竣工节奏有所加快，1-9 月增速升至 19.8%，后续或仍有积压需求尚未释放。

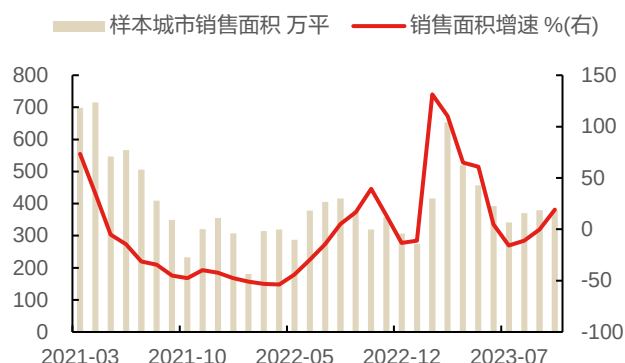
对于竣工端建材需求而言，除了关注新房竣工情况，二手房交易亦是重要影响变量。2023年初随着社会生产正常化，受益于政策回暖和经济发展的乐观预期，前期积压购房需求快速释放。2/3/4/5月，样本城市二手房成交面积增速分别为130%/108%/63%/59%。不过由于地产市场整体仍然萎靡，居民购房意愿并未得到根本扭转，2023H2以来，成交面积增速由正转负，但环比有所改善。我们判断未来地产市场仍会出现温和复苏，二手房交易也有望呈现平稳向好趋势。

图 24：地产开工与竣工面积增速情况



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

图 25：部分城市二手住宅销售面积情况



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

注：统计样本为北京、深圳、南京、厦门、苏州、杭州、青岛、扬州、东莞、佛山、南昌、江门、清远、衢州

防水：需求持续承压，龙头价值彰显

需求疲软+成本高企，防水行业受到较大影响。在地产新开工下行以及沥青价格维持高位影响下，业内三家上市公司基本面收到较大冲击。从各方面财务数据比较，东方雨虹表现较为稳健，23H1实现收入168.5亿，YoY+10.1%，归母净利13.3亿，YoY+38.1%。

防水行业大背景下，头部企业有望加速崛起。1) 防水行业竞争加剧，加速中小产能出清。头部企业进行小B端渠道铺设，升级合伙人制度，完善经销网络，发力非房业务，持续提升市场份额。2) 坚持C端优先战略，加大网点布局和多品类发展，打造消费者一站式平台。23H1，东方雨虹民建集团营收45.4亿，YoY+35.4%。3) 依托于防水主业所积累的客户资源和渠道网络优势，打造砂粉等非防水业务第二增长曲线，向建筑建材系统服务商迈进。

表 1：防水企业经营数据对标

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
营收增速 %	东方雨虹	47.0	36.5	29.3	19.7	47.0	(2.3)	10.1
	科顺股份	38.4	51.9	50.2	34.1	24.6	(1.4)	4.7
	凯伦股份	46.6	57.1	88.1	72.3	28.8	(17.7)	41.9
净利润增速 %	东方雨虹	21.0	21.6	37.3	63.2	24.4	(49.7)	40.8
	科顺股份	(17.8)	(14.8)	96.1	145.0	(24.5)	(73.5)	(75.4)
	凯伦股份	10.8	46.1	108.0	105.7	(74.4)	(326.1)	183.9
应收周转天数	东方雨虹	140.2	139.2	131.4	123.2	103.3	127.5	156.4
	科顺股份	176.4	168.5	161.8	157.4	166.7	213.9	238.4
	凯伦股份	144.9	152.4	148.0	196.3	252.0	340.4	290.6

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。

存货周转天数	东方雨虹	62.4	72.1	64.6	67.3	58.6	67.9	69.4
	科顺股份	52.6	44.3	51.7	59.0	48.7	52.5	49.9
	凯伦股份	50.0	56.0	52.6	50.2	50.6	59.5	54.0
净营业周期	东方雨虹	147.0	106.8	76.9	88.8	87.8	122.7	137.8
	科顺股份	83.8	95.6	98.4	94.9	101.3	146.2	160.0
	凯伦股份	132.2	136.3	135.6	68.9	121.9	225.6	191.7

数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所

水泥：在防御中寻找进攻机会

受地产新开工拖累，2021 年开始水泥需求逐年下滑，并使得供给端竞争关系趋于恶化，2023 年的价格及企业盈利再创新低。截至 2023 年 10 月 31 日，全国水泥价格为 322.1 元/吨，YoY-20.9%；前三季度水煤价差在 210-220 元/吨波动，是 16 年行业供给侧改革以来最低水平。2023 年 Q1-3，样本水泥企业净利润 121.3 亿，YoY-32.6%，接近 15-16 年上一轮行业周期底部水平。

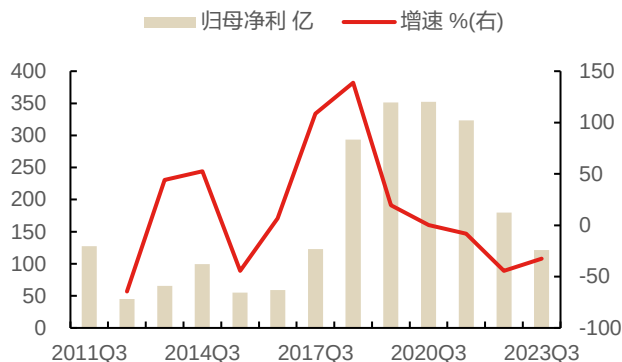
水泥需求继续下行风险减弱，行业阶段性盈利底或已筑成。展望 2024 年，地产新开工继续下探空间有限，且后续仍有回升预期。同时基建端需求则有较强支撑，2023 年 1-9 月，基建投资（不含电力）增速 6.2%，仍然是稳增长的重要抓手。2023 年四季度，中央财政将增发 1 万亿特别国债，主要投向支持灾后恢复重建、提升防灾减灾救灾能力，也将对水泥需求形成正向拉动。

图 26：水煤价差×水泥产量情况



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

图 27：2023 年前三季度水泥企业同比业绩表现

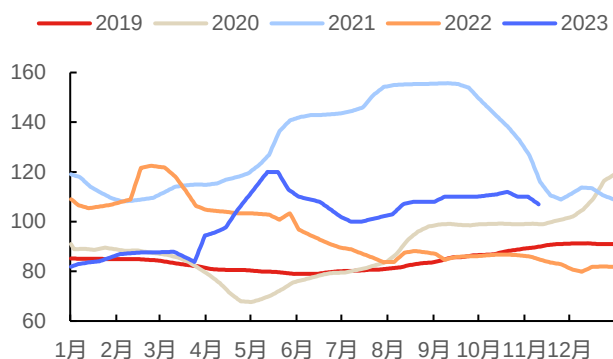


数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所 注：水泥企业含海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、塔牌集团、万年青、福建水泥、冀东水泥

玻璃：需求仍能维持，行业盈利具备支撑

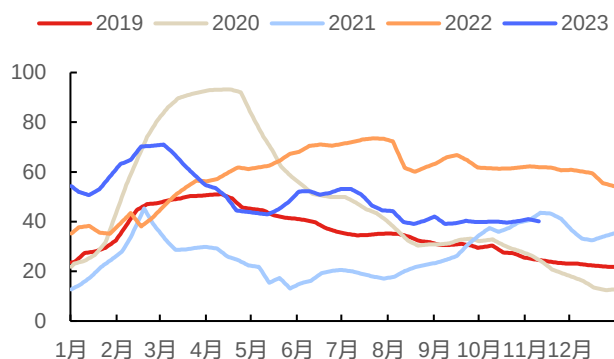
2023 年竣工需求的持续释放，浮法玻璃行业景气度明显回升。截至 2023 年 11 月 10 日，浮法玻璃价格 107 元/重箱，较年初增加 25.2 元/重箱；样本企业库存为 4013 万重箱，较年初减少 1421 万重箱。企业盈利出现改善，旗滨集团 2023 年单 Q3 实现归母净利润 6 亿元，YoY+252%。随着行业盈利向好，前期冷修产线也在加速复产，不过后续供给继续增长空间有限。目前玻璃在产产能 17.25 万 t/d，已接近 2021 年底与 2022 年初，行业产能高点 17.5 万 t/d。

图 28：2019-2023 年浮法玻璃价格水平（单位：元/重箱）



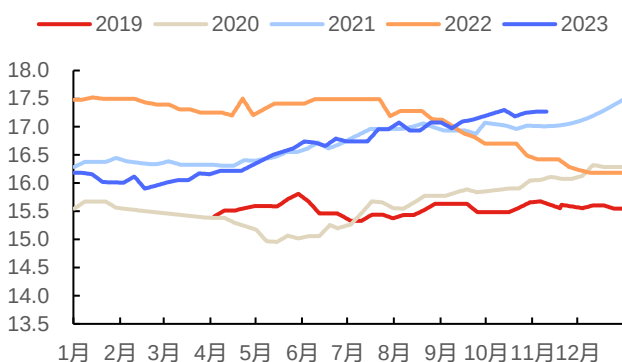
数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 29：2019-2023 年浮法玻璃库存水平（单位：万重箱）



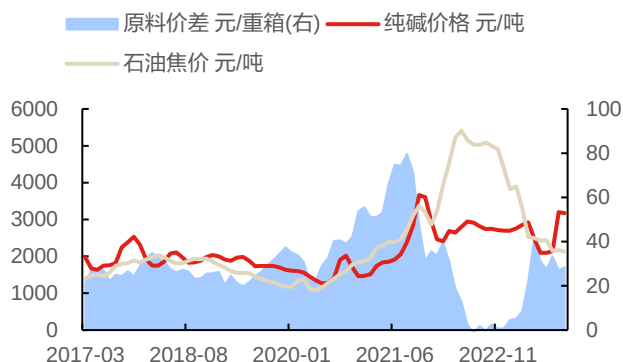
数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 30：2019-2023 年浮法玻璃在产产能（单位：日熔量吨）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 31：纯碱石油焦价格与玻璃原料价格情况



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

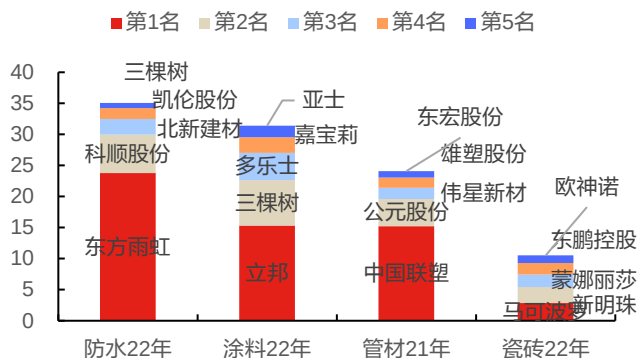
瓷砖：降本提质是必由之路

地产竣工需求长期预期下行，集中度提升是更好的方向。2023 年以来瓷砖在地产保竣工以及原材料成本回落背景下，已迎来一轮盈利的修复。不过长期竣工下行背景下，瓷砖行业整体需求规模面临较大压力。但是相比防水、涂料、管材等其他细分赛道，瓷砖行业龙头集中度明显较低。对于上市公司来说，提升自身市占率或可对冲行业需求下行，带来其成长性。

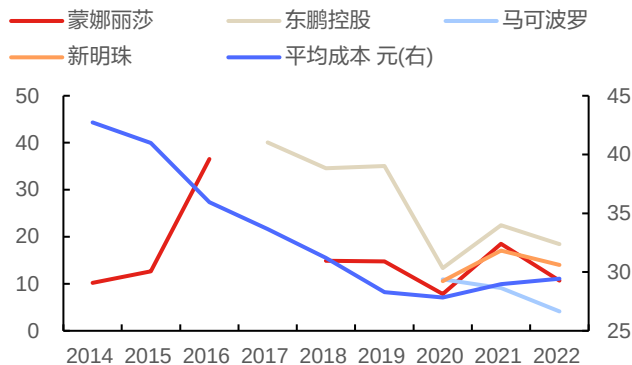
瓷砖龙头减少外协产能占比，实现规模效应，同时追求渠道结构的优化。对于在位企业，我们认为提升自身竞争力需要通过两个路径，第一是提升龙头自身规模效应，近年来蒙娜丽莎等龙头外协产品占比持续下降，伴随自产占比提升，瓷砖龙头单平成本从 2014 年的 40 元/平以上下降到 2022 年 30 元/平左右。第二是改善自身渠道结构，近年来主要瓷砖龙头逐步降低直销收入占比降低对地产行业的依赖，更多拓展重装、公共建筑等小 B、零售类需求。

图 32：瓷砖行业集中度与其他消费建材比较（单位：%）

图 33：瓷砖龙头外协占比以及单平成本(单位：%)



数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所



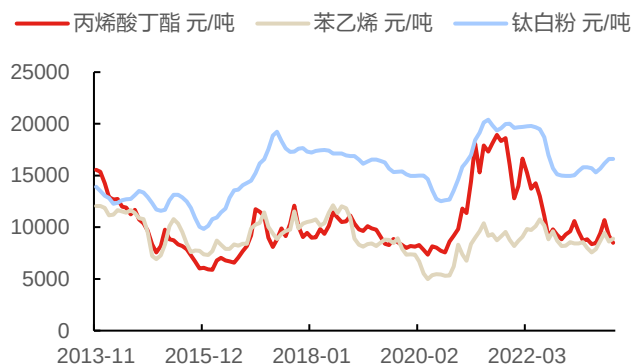
数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所

瓷砖龙头多维度布局提升竞争优势。龙头效率提升另一方面可以体现为自身追求高质量发展。东鹏控股在全国推行共享仓，通过大型经销商仓库提升终端中小经销商和门店库存管理效率，降低各个环节物流运输成本，实现渠道扁平化并加强渠道末端的管理。对于蒙娜丽莎，公司在全流程推进数字化管理，分别体现为生产系统数字化，营销系统数字化，管理系统数字化，降低生产管理各个环节的摩擦成本，减少各类管理营销费用。

涂料：品质升级与品类拓展正在进行

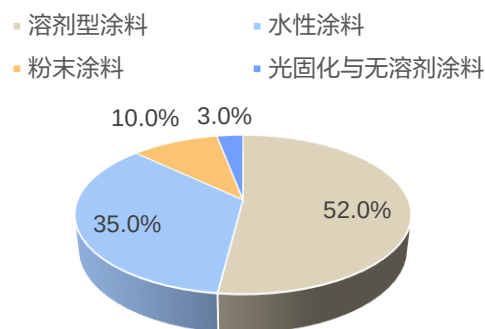
涂料原材料压力缓解逻辑深度兑现，产品结构优化升级是未来方向。相比瓷砖，涂料行业 2023 年原材料成本的下降更为显著，业绩改善深度兑现。我们认为后续涂料龙头的增长应更关注产品结构的优化和品类的拓展。根据前瞻产业研究院数据，2018 年我国溶剂型涂料占比仍在 50% 以上，水平仍偏高，后续产品结构的优化和升级仍是涂料行业龙头的发展方向。

图 34：涂料主要原材料价格情况



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

图 35：涂料行业产品结构占比（2018 年）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

涂料龙头加紧品类拓展。伴随产品结构升级，品类拓张是在位企业寻求增长的另一路径。考虑行业属性，防水和保温板与涂料行业属性较为接近。是企业未来扩展的较好方向。从地产企业 500 强房企首选率数据来看，近年来三棵树和亚士创能在保温板，瓷砖胶等赛道均开始崭露头角。

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。

表 2：主要建材品类行业属性对比

		防水	保温板	建筑涂料
行业概况	市场规模	25.2 亿平(2020 年)	7000 万平(2020 年)	1290 亿元(2021 年)
行业属性	主要原料	沥青	聚苯乙烯	钛白粉、树脂等
	需求场景	基建、集采、装修	地产工程端	地产集采+装修
	宏观数据	基建、地产开/竣工	地产竣工	地产竣工
产品属性		标准化、功能性	标准化、功能性	相对标准化、装饰+功能

数据来源：中国建筑防水协会，亚士创能年报，东方证券研究所

表 3：三棵树和亚士创能不同品类在 500 强房企首选率情况

			2017		2018		2019		2020		2021	
公司	品种	品牌	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
三棵树	涂料	三棵树	17.0%	2	17.0%	2	19.0%	2	17.0%	2	18.0%	2
	保温板	三棵树					8.0%	5	12.0%	2	14.0%	2
	瓷砖胶	三棵树							4.0%	8	4.0%	8
亚士创能	涂料	亚士漆	17.0%	3	16.0%	3	18.0%	3	15.0%	3	12.0%	3
	保温板	亚士创能	13.0%	2	14.0%	2	17.0%	2	16.0%	1	16.0%	1

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

新型建材：聚焦成长性，布局优质企业

遮阳面料：行业前景广阔，企业成长加速

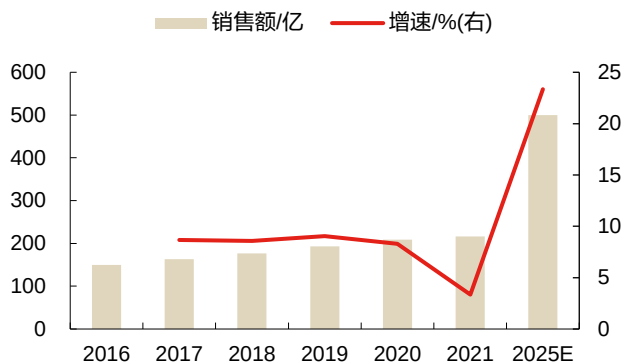
遮阳面料是集遮阳、节能、环保等多功能为一体，兼具抗菌、防污、除甲醛等特殊功能的新型绿色材料，进一步加工成遮阳成品，应用于户内、户外多种场景。

国内市场：我国的功能性遮阳产品还处于市场导入期，以公共建筑为主，住宅应用并不普及，2021 年功能性遮阳产品的渗透率低于 5%，市场集中度也较低，中小企业众多，竞争比较激烈。不过随着我国双碳政策的推进，以及绿色节能建材的推广，功能性遮阳产品渗透率有望提升。据中国遮阳行业协会数据，2021 年建筑遮阳行业中功能性遮阳产品年销售额约为 216 亿元；2025 年销售额有望达到 500 亿元。

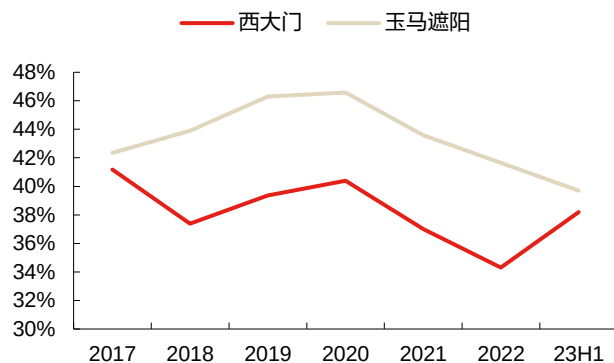
国外市场：国外发达国家的功能性遮阳材料市场已非常成熟，普及率很高，无论商业还是住宅场景均需求旺盛，市场渗透率达到 70%，国际遮阳产品厂商 Hunter Douglas 等企业多创始于 20 世纪 50 年代。国外遮阳产品属于家居消费品，消费者使用更换周期为 3-5 年或更短，需求持续保持旺盛，也孕育出不少优秀公司，拥有较为深厚的行业积淀。而国外欠发达地区，低端产品为主，当地中小企业竞争也同样激烈。

图 36：国内遮阳面料市场空间

图 37：西大门、玉马遮阳毛利率均维持高位



数据来源：观研报告网，东方证券研究所

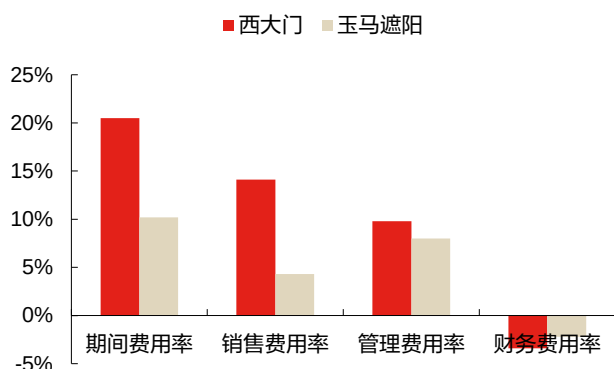


数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所

西大门股权激励目标明确，未来三年增速 CAGR 为 29%。根据公司股权激励方案，以 2022 年收入为基数，2023/2024/2025 年收入目标值分别不低于 6.1/8.2/10.7 亿。公司收入增长引擎仍然为核心遮阳业务。2023H1，公司遮阳成品营收同比增速高达 132%，占营收比重由 21 年 5%提升至 19%，毛利率达到 46.8%。

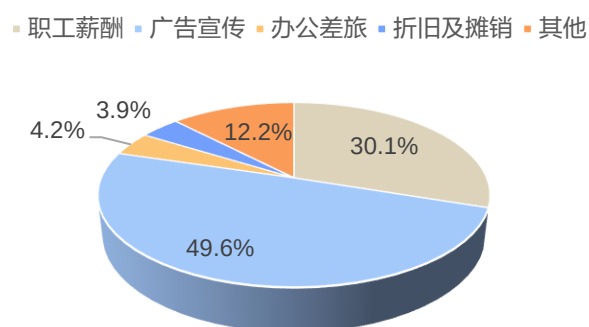
广告宣传在销售费用中占比较高。23Q1-Q3，玉马遮阳毛利率、净利率分别为 40.9%和 25.1%；西大门为 38.7%和 15.5%。我们看到二者毛利率相差并不大，但西大门净利率则低 10pct，主要由于其销售费用率过高。由于公司拓展家居板块并致力于打造自有品牌，推进知名度由 B 端向 C 端延伸，前期广告宣传投入较多。

图 38：期间费用率比较



数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所

图 39：23H1 西大门销售费用占比



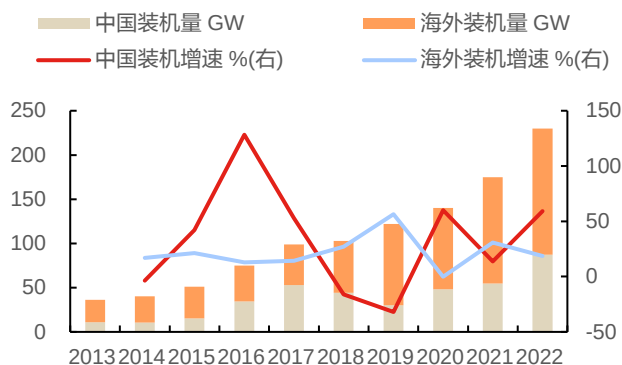
数据来源：万得上市公司财报，东方证券研究所

光伏玻璃：供给增速放缓，供需结构有望长期优化

需求整体具备支撑，当前行业景气度尚可。2023 年 1-9 月，我国新增光伏装机 97GW，同增 158%。中国光伏行业协会上调 2023 年全球及中国市场新增光伏装机规模预测：全球由 280-330GW 上调至 305-350GW，国内由 95-120GW 上调至 120-140GW。进入装机旺季后，需求释放加速，叠加纯碱成本上升，9 月份 3.2mm 和 2.0mm 光伏玻璃价格分别达到 28 元/平和 20 元/平，相比年内低点有所回升。

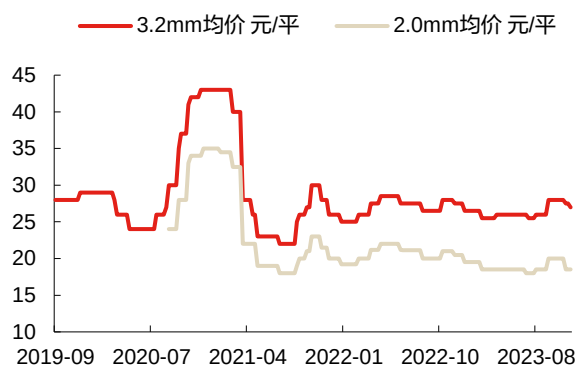
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 40：国内外光伏装机量情况



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

图 41：光伏玻璃价格走势



数据来源：万得 EDB 数据库，东方证券研究所

预计光伏玻璃需求将呈稳步增长。根据特变电工预计 2023-2025 年，全球光伏发电新增装机量分别达到 350GW、430GW、540GW。光伏玻璃需求有望保持增长。不同电池片尺寸单位面积发电功率不同，即每 GW 所需光伏玻璃量也不同。（假设双面组件发电增益为 15%，玻璃密度为 2.5g/cm³）。单玻组件，156.75/158.75/166/182/210 五种组件每 GW 对应光伏玻璃需求分别为 5.5/5.4/5.3/5.2/5.1 万吨；双玻组件每 GW 光伏玻璃需求分别为 6.0/5.9/5.8/5.7/5.6 万吨。我们预计 2023-2025 年光伏玻璃需求分别为 2,273.9、2,802.5、3,530.5 万吨。

表 4：光伏玻璃需求推算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球新增装机GW	175.0	230.0	350.0	430.0	540.0
晶硅占比 %	96.2	96.0	96.0	96.0	96.0
容配比 倍	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
组件需求 GW	210.4	276.0	420.0	516.0	648.0
双玻渗透率 %	37.4	40.4	45.5	51.1	56.6
M2-156.75 %	5.0	0.5	0.0	0.0	0.0
G1-158.75 %	14.0	1.2	1.4	0.7	0.0
M6-166 %	36.0	15.5	12.7	9.0	5.3
M10-182 %	29.0	57.5	43.0	43.4	43.8
M12-210 %	16.0	25.3	43.0	46.9	50.9
光伏玻璃需求万吨	1,148.2	1,492.8	2,273.9	2,802.5	3,530.5

数据来源：特变电工，东方证券研究所测算

成本下行叠加供给不确定性增加，行业景气度有望上行。由于盈利高点明显回落，虽然前期规划产能较多，但实际推动建设的仅为部分头部企业，行业产能扩张速度放缓。截至 2022 年底，国内光伏玻璃总产能为 8.4 万 t/d，截至 2023 年 9 月底，为 9.3 万 t/d。产能风险预警机制逐步落实，供给端政策进一步收紧，产能增量无需过度担忧。此前地方主管部门根据区域经济发展现状、产业配套情况、能耗额度，对申报产线举办听证会进行风险预警建议，即进行投建。当前国家层面严格风险预警制度，未取得工信部、发改委正式批文的在建产线投产不确定性增加，拟建产线开工难度加大。我们系统梳理各省份风险预警处理意见情况，根据在建、拟建产线进度，并根据投

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。

产经验测算：24 年年底产能 12 万吨，有效日熔量 10.8 万吨，产量 2,995.9 万吨；25 年底产能 14 万吨，有效日熔量 12.5 万吨，产量 3,467.5 万吨。根据供需平衡表测算，2024 年供需格局难以出现快速恶化，2025 年甚至会进一步优化。如若配合纯碱端伴随纯碱价格下行，我们认为行业盈利或仍能维持。在此过程中，头部企业持续扩产，业绩和企业价值持续放大。

表 5：光伏玻璃供需平衡表测算

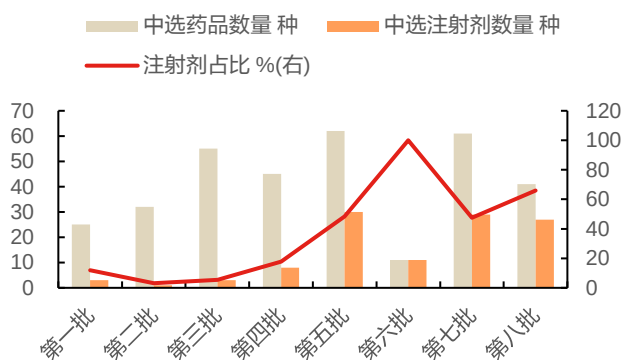
			2023E	2024E	2025E
需求	全球新增装机量	GW	350.0	430.0	540.0
	光伏玻璃需求	万吨	2,273.9	2,802.5	3,530.5
供给	光伏玻璃年末产能	万吨/t	9.5	12.0	14.0
	光伏玻璃有效产能	万吨/t	8.8	10.8	12.5
	产量	万吨	2,441.1	2,995.9	3,467.5
	供给-需求	万吨	167.2	193.4	(63.0)

数据来源：特变电工，东方证券研究所测算

药用玻璃：需求提升+成本下降，盈利有望提升

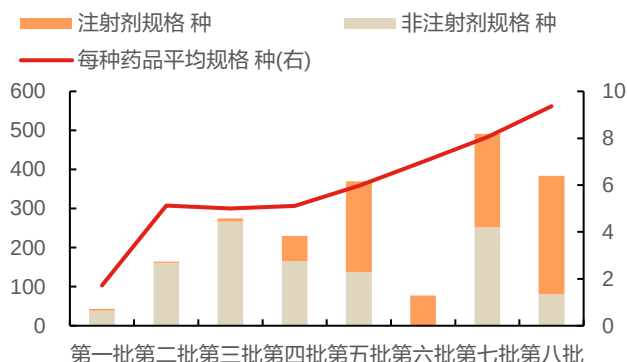
通过集采和一致性评价的药品明显增多，中硼硅玻璃渗透率仍有较大提升空间。在历次集采中标药品中，除第六批药品全部为注射剂外，注射剂占比从第二批的 3.1% 上升到第八批的 65.9%，而注射剂规格的数量从第一批的 4 种增长到第八批的 303 种。同时，每种药品对应规格数量也从第一批的 1.7 上升到第八批的 9.4，意味着过了集采之后的竞争也越来越激烈，放量效应会逐步减弱。另外，历年新增通过一致性评价的药品和注射剂数量分别从 2017 年的 14 种和 2 种增加到 2022 年的 206 种和 92 种。2022 年完成集采的药品和注射剂占比分别为 31.3% 和 31.8%，这说明带量集采的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

图42：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

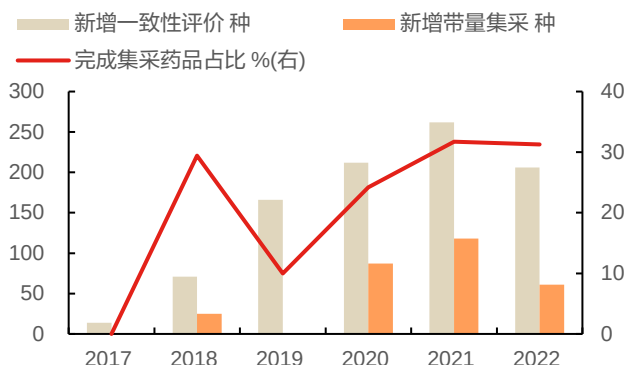
图43：历次集采中标规格情况



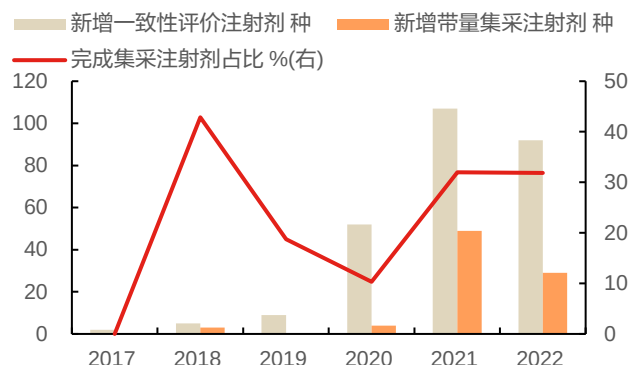
数据来源：上海阳光医药采购网，东方证券研究所

图44：历年首次过评一致性评价与集采涉及药品数量

图45：历年首次过评一致性评价与集采涉及注射剂数量



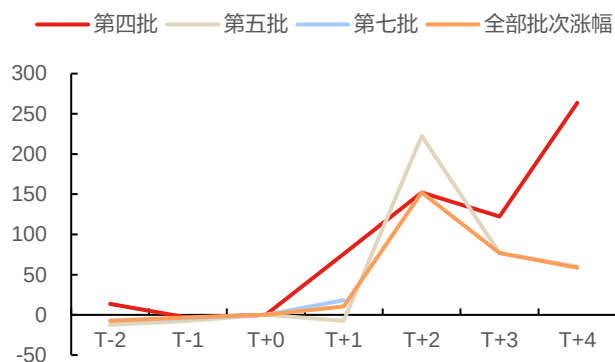
数据来源: Insight, 东方证券研究所



数据来源: Insight, 东方证券研究所

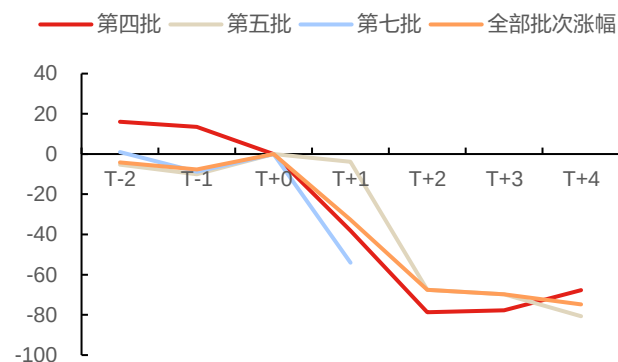
集采中标药品会在中标后 2 个季度销售放量 150%以上，未中标品种会在中标后两个季度销量下降 60-80%。考虑第四、五、七批集采中注射剂比例比较高，数据代表性比其他批次更强，因此我们选择这三批数据进行统计。集采对于单一药品销售的放量是一次性的，往往在中标后第二个季度随着集采执行一步到位，T+2 之后，集采中标注射剂销售放量幅度中位数比中标当季增加了 152.2%，后续季度销量提升节奏有所放缓。根据前六批销售增长数据，我们判断第七、八批集采的执行分别会在 23Q1、23Q3 带动对应品种销售大幅增长，进一步改善药用玻璃规模。而对于未中标品种，T+2 之后销量下降中位数一般为 60%-80%，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

图46: 历年中标注射剂规格放量节奏统计



数据来源: 上海阳光医药采购网, PDB, 东方证券研究所

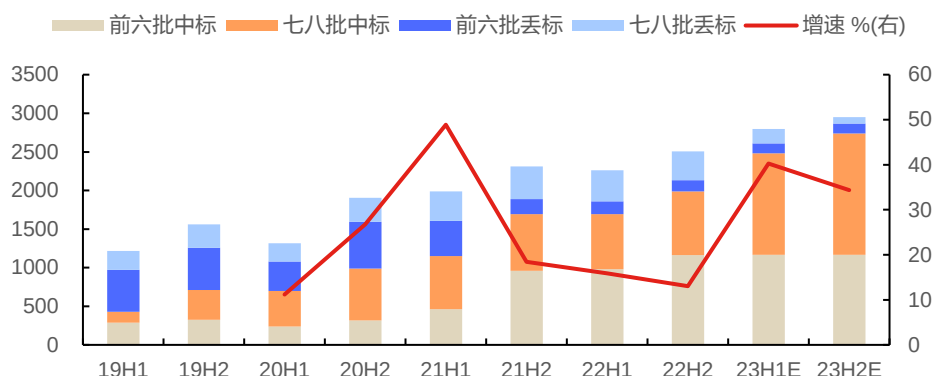
图47: 历年未中标注射剂规格缩量节奏统计



数据来源: 上海阳光医药采购网, PDB, 东方证券研究所

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中硼硅玻璃分别为 28.0 和 29.5 亿支，YoY+23.6%/+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。

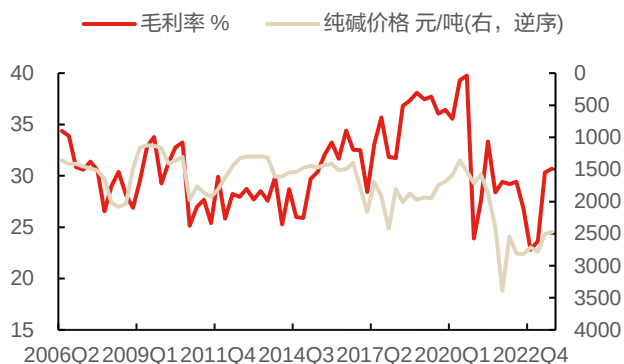
图 48：2023 年样本医院采购药品使用中硼硅玻璃瓶数量测算(单位：百万支)



数据来源：上海阳光医药采购网，Insight，PDB，东方证券研究所测算

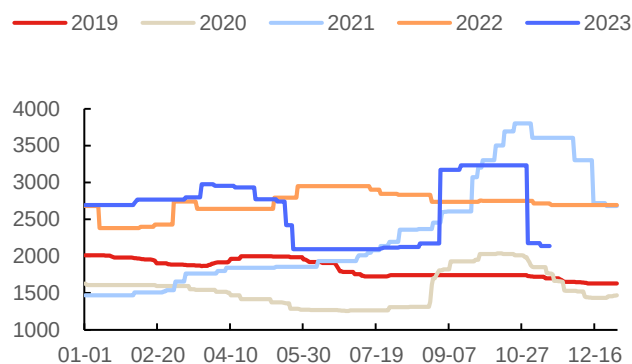
如若纯碱价格继续回落，药用玻璃毛利率有望提升。2021 年以来，纯碱价格一直保持高位，23 年 5 月随着远兴能源大规模产能投放，有效供给增加，纯碱价格明显调降。纯碱作为重要的原材料，对药用玻璃毛利率有明显的影响。回溯历史，我们发现山东药玻毛利率和纯碱价格有较强相关性，如若后续纯碱价格继续回落，药用玻璃企业毛利率有望持续提升。

图49：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：万得EDB数据库，上市公司财报，东方证券研究所

图50：纯碱价格情况（单位：元/吨）



数据来源：万得EDB数据库，东方证券研究所

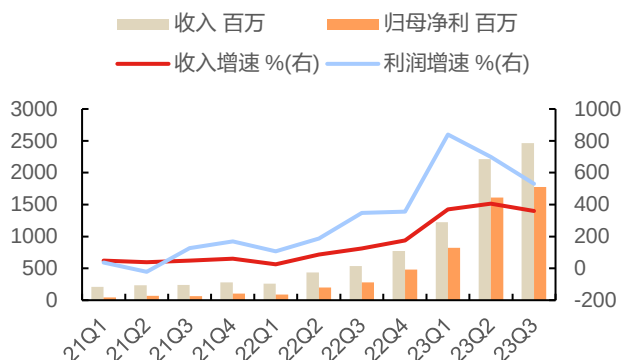
需求增长催化下，中硼硅玻璃景气度有望回升。中硼硅药用玻璃增速有望提升，如果后续纯碱价格下调，有利于药用玻璃的成本控制和市场竞争力的提升。考虑到国内中硼硅布局加速，预计中硼硅药用玻璃整体规模增速以及景气度水平相比 2022 年将有所提升。

石英砂：高纯石英砂景气有望延续

高纯石英砂供需缺口仍存在，石英股份量价齐升逻辑深度兑现。2022 年以来，伴随着光伏发电装机量持续提升，高纯石英砂供需缺口不断扩大，产品价格快速提升。作为国内行业龙头的石英股

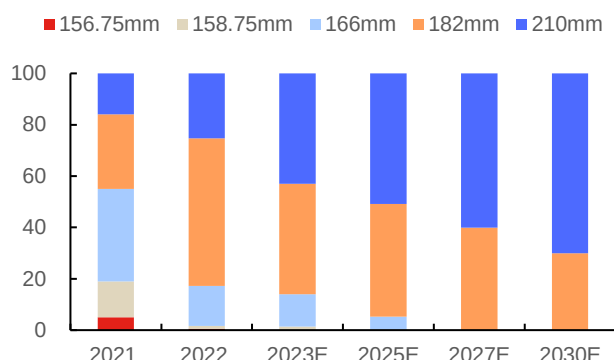
份业绩出现大幅增长，2023Q3 石英股份收入和利润分别为 24.7 和 17.8 亿元，YoY+359.5%/+531.4%，石英砂供需缺口逻辑正深度兑现。

图 51：石英股份逐季业绩表现情况



数据来源：石英股份财报，东方证券研究所

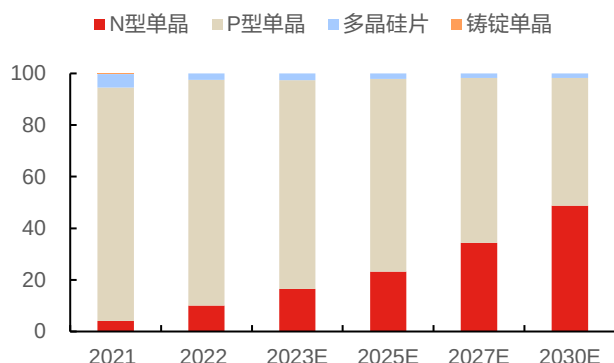
图 52：电池片尺寸占比变化情况（单位：%）



数据来源：CPIA，东方证券研究所

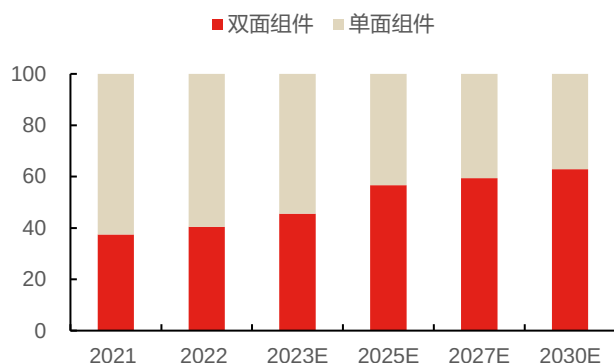
光伏电池发生三大变化。参考光伏行业网站，我们认为未来光伏行业电池片和组件行业将发生三大重要的变化。第一是大尺寸电池片未来占比有望逐步提升，据 CPIA 预测 2023 年 M12 型电池片占比将超过 70%，大尺寸电池片需要更大号的石英坩埚。第二是 N 型单晶电池占比持续提升，预计 2030 年占比有望接近 50%。N 型单晶对杂质含量要求较高，相比 P 型单晶，石英坩埚寿命更短，对石英砂需求更大。第三是双面组件占比持续提升，预计 2030 年占比将达到 70%。双面组件对电池片性能使用会更为充分。

图 53：电池片类型占比变化情况(单位：%)



数据来源：CPIA，东方证券研究所

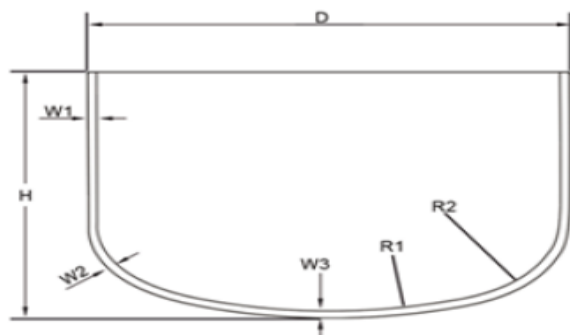
图 54：光伏组件类型占比变化情况(单位：%)



数据来源：CPIA，东方证券研究所

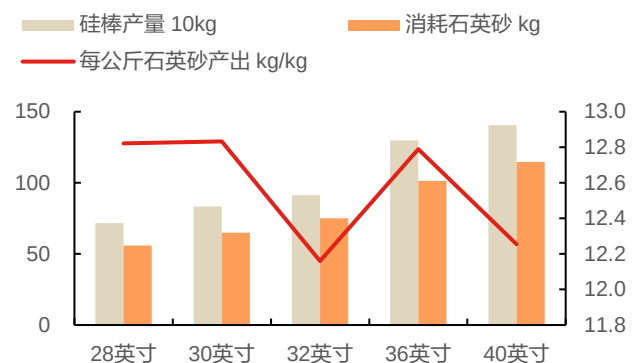
平均每公斤石英砂生产 12.2 到 12.8 公斤硅棒。我们从石英坩埚拉制单晶硅棒的过程来测算石英砂的需求规模。以 28 英寸坩埚为例，单个石英坩埚体积 0.02m³，考虑制作过程中的石英砂损耗等因素，对应需要 55.9 公斤石英砂。容积 0.21 m³，对应可以拉制 0.71 吨的硅棒，相比之下，每公斤石英砂可以生产 12.8 公斤硅棒。不同规格的石英坩埚单位产出硅棒体量有小幅差异，基本稳定在 12.2 公斤到 12.8 公斤的范围内。

图 55：石英坩埚尺寸示意图



数据来源：欧晶科技官网，东方证券研究所

图 56：不同型号石英坩埚生产硅棒情况测算



数据来源：Momentive 公司官网，东方证券研究所测算

针对不同电池片，每 GW 需要高纯石英砂在 197-236 吨之间。将单晶硅棒切片可以得到单晶硅电池片。参考每种电池片的几何尺寸，功率，以及切片时的损耗率，可以推算出对于不同电池片，每公斤硅棒可以生产的电池片功率。以最大尺寸的 M12 电池片为例，每公斤硅棒可以生产 M12 电池片 507W，前文推算每公斤石英砂可以生产 12.3 公斤生产 M12 电池片所需要的硅棒，因此可计算每 GW M12 电池需要高纯石英砂 225.8 公斤。对于不同型号的电池片，每 GW 所需高纯石英砂规模基本稳定在 197-236 吨之间。

表 6：各类电池片形状与功率参数

硅片/电池片详情	边长 A	直径 D	面积	厚度	功率	转化率
	mm	mm	mm ²	μm	W	%
M2	156.75	210.0	24,431.5	200.0	5.28	21.6
G1	158.75		25,197.6	180.0	5.48	21.7
M6	166.00	223.0	27,415.2	190.0	6.10	22.3
M10	182.00	247.0	33,014.6	185.0	7.93	24.0
M12	210.00	295.0	44,096.1	190.0	9.90	22.5

数据来源：易思孚，东方证券研究所

表 7：各类电池片对石英砂的需求

		M2	G1	M6	M10	M12
每千克功率	W/kg	463.3	518.1	502.6	556.9	507.1
每 GW 需要硅棒	吨/GW	3,029.2	2,709.1	2,792.5	2,520.3	2,767.5
适用坩埚尺寸	英寸	28	28	32	36	40
每公斤石英砂生产硅棒	公斤/公斤	12.8	12.8	12.2	12.8	12.3
每 GW 需要石英砂	吨	236.2	211.3	229.6	197.1	225.8

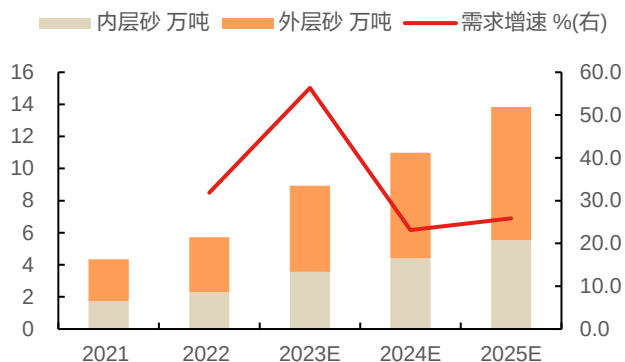
数据来源：易思孚，东方证券研究所测算

预计高纯石英砂需求仍将保持快速增长。假设 2022-2025 年，全球光伏装机容量从 230GW 提升到 540GW，参考上文每 GW 所需石英砂数量，结合 CPIA 未来对不同类型电池片占比，N 型 P 型电池片占比等变量预测的考虑，我们认为 2022-2025 年高纯石英砂需求将从 5.7 万吨增长至 13.8

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。

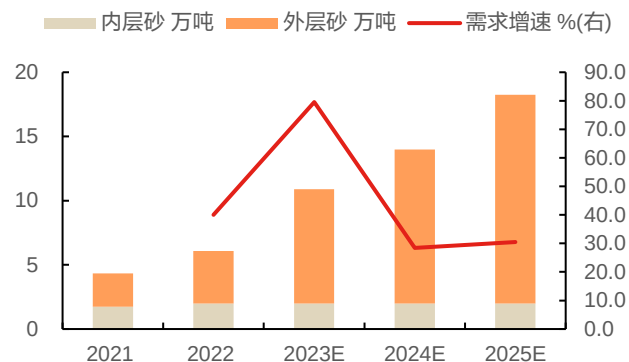
万吨。其中内层砂从 2.3 万吨增长至 5.5 万吨。考虑内层砂供应存在瓶颈，行业存在外层砂代替内层砂的情况，导致石英坩埚寿命缩短，进一步催生高纯石英砂需求，对应高纯石英砂消耗则将从 6.1 万吨增长到 18.3 万吨，CAGR+44.4%。

图 57：石英砂需求情况展望（假设内层砂供应可以得到满足）



数据来源：CPIA，Momentum 公司官网，易恩孚，东方证券研究所

图 58：石英砂需求情况展望（假设内层砂供应出现短缺，用外层砂代替）



数据来源：CPIA，Momentum 公司官网，易恩孚，东方证券研究所

建筑装饰：聚焦城中村改造，挖掘建筑企业投资机遇

城中村改造加速推进，有望托底地产链需求

政策加速出台，推动超大特大城市城中村改造。2023 年 7 月，国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，加大对城中村改造的政策支持根据住建部信息，超大特大城市正积极稳步推进城中村改造，分三类推进实施：1、符合条件的实施拆除新建；2、开展经常性整治提升；3、介于两者之间的实施拆整结合。

城中村改造有利于提升中长期优质供给，并有效推动形成实物投资量。参考东方证券房地产行业组测算城中村改造中长期有望增加年化约 2700 亿元货值的优质供给，并可能带来年化房地产开发投资 3440 亿以及年化商品房销售额 2145 亿。

预计 21 城城中村建筑面积为 3.07 亿平。根据七普相关数据，预计 21 个超大特大城市待改造城中村建筑面积共计约 3.07 亿平，其中一线城市约 0.9 亿方，二线城市约 2.2 亿方。根据七普中超大特大城市城区常住人口数及对应省市家庭户平均规模，测算 21 城城区常住家庭户数约为 0.87 亿户。进一步按照城中村原住民和租赁居民两个口径来测算，参考全国城市家庭户均居住面积，推算全国城中村建筑面积为 3.07 亿平。

表 8：21 个超特大城市待改造城中村建筑面积测算

		21 城	一线城市	二线城市
城区家庭户数	万户	8699	2965	5734
自建房户数占比	%	10		
其中城中村比例	%	20		
户均居住面积	平	92.17		
租赁其他住房占比	%	22		
其中城中村比例	%	25		
户均居住面积	平	30.72		
城中村建筑面积	万平	30735	8895	21840

数据来源：国家统计局第七次人口普查数据，东方证券研究所

预计城中村改造未来将带来 3.4 万亿投资增量。投资方面，我们主要区分拆除新建和综合整治(改造)两类，按照拆除新建类投资=新建建筑面积*(拆除成本+补偿成本+建安成本)，综合整治类投资=改造建筑面积*平均改造成本测算 21 个超大、特大城市城中村改造能够为房地产开发投资带来约 3.4 万亿元增量，其中线城市约 1.1 万亿元，二线城市约 2.4 万亿元。

预计城中村改造未来将带来 2.1 万亿元商品房销售额增量。销售方面，我们的测算思路为:城中村改造对于房地产销售的拉动=新建类开发投资完成额(3)可售货值占比/(1-未扣税手利率)*整体去化率。我们测算 21 个超大、特大城市城中村改造能够带来约 2.7 万亿的货值增量，以及约 2.1 万亿的商品房销售额增量，其中一线城市约 0.7 万亿，二线城市约 1.5 万亿。

表 9：21 个超特大城市待改造城中村涉及投资规模

		21 城	一线城市	二线城市
待改造城中村建筑面积	万方	30735	8895	21840
拆除比例	%	40		
容积率提升	%	70		

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。

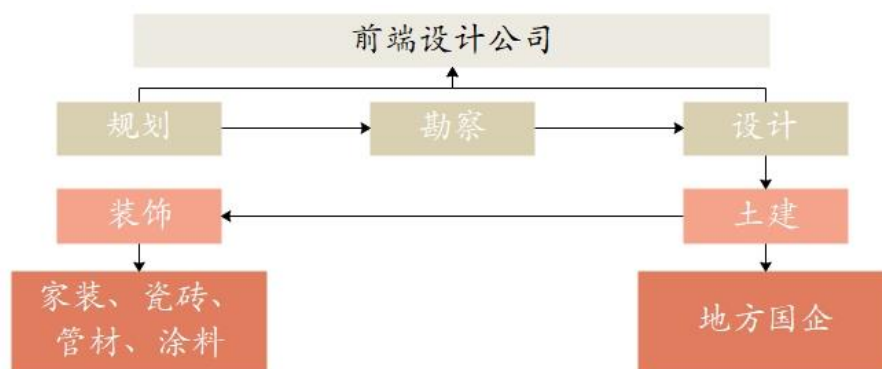
拆除后新建建筑面积	万方	20900	6048	14851
单方拆除+补偿成本	元/方	10000		
单方建安成本	元/方		7000	5000
综合整治类建筑面积	万方	18441	5337	13104
单方改造成本	元/方	1000		
房地产开发投资额	亿元	34403	10816	23567
可售占比	%	41		
未扣税毛利率	%	50		
可售货值	亿元	26813	8468	18345
整体去化率	%	80		
商品房销售额	亿元	21451	6774	14676

数据来源：国家统计局第七次人口普查数据，东方证券研究所

区域性建筑企业有望迎来新机遇

建议从规划设计、土建施工、装修装饰三条主线关注城中村投资机会。前期规划、勘察、设计属于轻资产，上市公司多为民企，且业务主要分布在长三角、珠三角的超特大城市，有望充分受益于城中村改造。城中村发展普遍没有规划、布局较为杂乱，前端环节重要性进一步凸显，对于企业实力、经验的要求会更高。土建施工环节则为典型的重资产，涉及到大型央企和属地地方国企，均具备较强竞争力。不过对于央企而言，经营规模较大，相关项目对于业绩贡献相对有限。装修装饰环节也偏重资产，业内上市公司业务亦聚焦于一二线城市。不过由于此前伴随地产周期下行，房企风险持续暴露，行业内较多企业经营均受到冲击，存活下来的企业，有望依托本轮城中村改造重新起航。

图 59：城中村改造受益建筑建材企业



数据来源：东方证券研究所整理

投资建议

地产链建材：在逆境中寻找希望，开工端压力测试后，机会渐显，而竣工端毋须过度悲观，仍有望保持韧性。居民购房意愿低迷，地产销售连续两年下滑，地产政策持续托底。地产新开工已连续三年下滑，幅度更高于地产销售，当前下滑速度开始出现收敛，继续下行空间有限。开工端建材持续遭受压力测试，利空风险缓释，关注水泥和防水龙头。虽然2023年竣工数据相对亮眼，但仍有积压需求尚未释放，对应玻璃行业盈利具备支撑。建议关注旗滨集团(601636，未评级)、海螺水泥(600585，未评级)、东方雨虹(002271，未评级)

遮阳面料：行业前景广阔，企业成长加速。国外发达国家的功能性遮阳材料市场已非常成熟，市场渗透率达到70%，国内渗透率也在快速提升。国内龙头企业规模尚小，未来市占率提升空间较大，且呈现出高盈利、低负债、高现金流特征，财务报表质量优异。建议关注西大门(605155，未评级)

光伏玻璃：供给增速放缓，供需结构有望长期优化。根据特变电工预计2023-2025年，全球光伏发电新增装机量分别达到350GW、430GW、540GW，光伏玻璃需求有望保持增长。而供给端由于盈利高点明显回落，行业产能扩张速度放缓，且产能风险预警机制逐步落实，供给端政策进一步收紧，产能增量无需过度担忧。根据供需平衡表测算，2024年供需格局难以出现快速恶化，2025年甚至会进一步优化。建议关注福莱特(601865，未评级)

药用玻璃：随着第八批集采的落地，中硼硅药用玻璃渗透率仍较维持较高的提升速度。如若配合同时期纯碱等原材料价格的回落，药用玻璃企业有望迎来量利齐升的高度景气。建议关注中硼硅管制瓶龙头力诺特玻(301188，买入)

高纯石英砂：假设2022-2025年，全球光伏装机容量从230GW提升到540GW，我们测算2022-2025年高纯石英砂需求将从5.7万吨增长至13.8万吨。其中内层砂从2.3万吨增长至5.5万吨。虽然行业供给端有所放量，但是内层砂仍然存在供应瓶颈，因此我们看好具备内层砂生产能力的企业。建议关注石英股份(603688，买入)

建筑装饰：聚焦城中村改造和保障性住房建设，挖掘建筑企业投资机遇。政策加速出台，推动超大特大城市城中村改造。城中村改造和保障性住房结合推进，二者相辅相成，助力新一轮“房改”，有望获得更大力度支持。我们测算城中村改造空间达到。区域性建筑企业迎来发展新机遇，包括规划、勘察、设计、土建施工、装修装饰等。

风险提示

地产销售、开工、竣工不及预期。若地产销售迟迟不见起色，新开工面积进一步走弱，竣工面积大幅下滑，则相关建材需求均会受到冲击，业绩承压。

原料成本高企的风险。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，原油价格若持续上涨，或将对消费建材成本端造成一定压力。

遮阳面料海外市场拓展不及预期。若遮阳面料企业海外推广速度较慢，则业绩增长或受阻，难以展现成长性。

光伏玻璃需求增长放缓、供给释放超预期的风险。光伏玻璃未来需求若增长不及预期，或产能扩张速度过快，则行业或将面临激烈的价格竞争，导致景气度下行、企业盈利下滑。

高纯石英砂供给超预期。若石英砂产能投放速度较快，使得供需偏紧态势缓解，则将对价格造成冲击。

测算假设变动对测算结果影响的风险。文中涉及较多测算，包括光伏玻璃，高纯石英砂，城中村改造，采用了较多的假设，测算假设的变动将对测算结果造成较大的影响。

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。