

➤ **消费建材：经营质量分化，集中度加快提升。**2021 年直面地产寒冬，零售重视现金流与利润率，受地产拖累相对较小，同时叠加精装放缓，21H2-22Q1 收入增速表现优于工程类消费建材；部分工程类企业增速阶段性承压，雨虹实现逆境高增长。成本端原材料价格上涨，板块毛利率普遍下滑。行业上下游承压，**但龙头逆境高增，迅速抢占市场份额。**2022 年观测以下 4 点重要变化：1) 疫情按下华东“暂停键”，疫后关注 3-4 月积压需求+稳增长政策落地，消费建材基本面改善有望加快；2) 成本端压力被充分认知，防水、涂料等行业提价对冲，关注毛利率改善空间；3) 建材龙头发展经销/小 B 模式、开拓第二曲线新增长点；4) 地产政策因城施策、边际放松，关注地产链“困境反转”。标的方面，消费建材弹性龙头 2022 年动态 PE 普遍在 10-15X，核心龙头在 20-25X，我们提示重视：①估值修复空间；②盈利预期修复空间。重点推荐双龙头组合，核心龙头【伟星新材】【东方雨虹】，弹性龙头【科顺股份】【兔宝宝】【北新建材】【中国联塑】，弹性重点关注【坚朗五金】【三棵树】【亚士创能】【蒙娜丽莎】。

➤ **水泥：紧扣“稳增长”“抗通胀”，5 月疫后“小赶工”+H2“大赶工”。**短期 Q1 虽然总需求不振、受疫情干扰，但水泥库存已呈现稳定，主因多地加大错峰生产力度。水泥用于地产链/基建链的开工端，预期 5 月复工复产加快，基本面出现拐点，呈现“小赶工”。同时，由于煤炭、电力等主要成本增加，能耗双控持续，水泥价格的成本支撑延续。下半年，我们预计旺季需求增长更明显，“大赶工”可期，更有效传导成本压力。标的重点推荐【上峰水泥】【华新水泥】【苏博特】【海螺水泥】，关注【宁夏建材】【天山股份】【祁连山】。

➤ **玻纤&碳纤：均获开门红，玻纤出口景气突出。**玻纤预期差正在蓄力，关注供需关系重塑。我们重点提示 3 个方面：一是玻纤业绩领先建材板块，玻纤上市公司 Q1 业绩同比量价齐升、受益海外；二是下游景气交织上行，汽车轻量化、风电领域继续提速；三是成本上涨抑制供给（国内+海外），包括能源和材料成本、双碳审批成本。标的方面，重点推荐玻纤龙头【中国巨石】【长海股份】，关注【山东玻纤】【中材科技】。

➤ **人造草坪：**人造草市场有两个特征：国外更流行，休闲草增速更快。共创草坪全球市占率第一，2021 年海外业务占比 87%+。2021 年以来受海运费上涨、集装箱短缺、原材料上涨、越南疫情影响，人造草坪行业面临较大外部压力，但有助市场集中度提升，近期关税、海运均有改善迹象，公司展现出领先行业的抗压能力。此外，公司在制造业企业中拥有较高 ROE 水平，未来顺势释放新产能，业绩增速可期。我们持续重点推荐人造草龙头【共创草坪】。

➤ **风险提示：**基建政策执行力力度不及预期；地产边际放松力度不及预期；雨水影响工程进度；原材料、燃料价格大幅波动；疫情变化的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002372	伟星新材	18.99	0.77	1.01	1.21	25	19	16	推荐
002271	东方雨虹	45.35	1.67	2.09	2.64	27	22	17	推荐
603916	苏博特	22.66	1.27	1.69	2.16	20	13	10	推荐
300737	科顺股份	10.73	0.57	1.01	1.32	19	11	8	推荐
600176	中国巨石	15.73	1.51	1.68	1.78	10	9	9	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

(注：股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级



分析师 李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 大国重材系列六：三步分解，千亿防水
2. 建材周观点 20220424：水泥错峰降库存，一季报后建材信心开启回升
3. 建材周观点 20220417：继续关注“稳增长”政策空间
4. 建材周观点 20220410：基建链、地产链都是稳增长
5. 建材周观点 20220405：疫情干扰旺季节奏，看好积压需求释放

目 录

1 消费建材：增速如期分化，扩品类续写成长	3
1.1 收入端：零售经营稳健，工程增速分化	3
1.2 人力端：地产寒冬扩张减速，行业间节奏差异明显	5
1.3 成本端：上游侵蚀毛利，板块普遍承压	8
1.4 费用端：持续降本优化	11
1.5 现金流：重要性进一步提升	12
1.6 信用减值：风险敞口扩大，轻装上阵可期	15
1.7 扩品类：续写成长	16
1.8 渠道结构：经销+非房，渠道变革加速	17
1.9 小结：分化加速，龙头逆境高增	17
2 水泥：紧扣“稳增长”，静待疫后回暖	19
2.1 水泥+熟料：H2 能耗双控大超预期，价格、成本双涨	19
2.2 骨料：盈利贡献加快	20
2.3 资本开支：海螺、华新继续加速扩张	21
2.4 重组&股权投资：新天山启航，西北水泥重组提速	21
2.4 小结：预期 2022 年受益稳增长	23
3 玻纤&碳纤：均获开门红，玻纤出口景气突出	24
3.1 需求端：出口持续向好，国内关注风电+新能源车	24
3.2 供给端：新增趋缓，产能投放多在 2022H2	27
3.3 价格端：高位运行，2021 年盈利弹性充分释放	29
3.4 资本开支：龙头领先，加快布局“十四五”	31
3.5 玻纤小结：超预期开门红，关注供需关系重塑	31
3.6 中复神鹰：龙头启航，碳纤维国产替代正当时	31
4 玻璃：浮法“倒 U”走势，光伏新产能加速	33
4.1 浮法玻璃：全年“倒 U”走势，受地产拖累明显	33
4.2 光伏玻璃：供给短期快速释放	36
5 人造草坪：海外休闲草高景气，产能扩张实力稳增	43
6 重点公司盈利预测及估值表	45
7 风险提示	46
插图目录	47
表格目录	47

1 消费建材：增速如期分化，扩品类续写成长

1.1 收入端：零售经营稳健，工程增速分化

直面地产寒冬，零售渠道经营稳健，工程增速明显分化。

- **零售模式重视现金流与利润率，受地产负面影响小，叠加精装放缓，2021 年零售类上市公司平均收入增速 31.8%，2020 年为+14.5%，2021 年增速较高有低基数原因（2020H1 零售端受疫情影响明显）；2021H2 平均收入增速为 17.3%，2022Q1 平均收入增速为 12.6%，表现仍优于工程类消费建材，2022 年 3 月零售明显受疫情干扰（类比 2020H1）。例如：伟星新材 2021H2 同比增速为 25.1%，顾家（同比+32.3%），欧派（同比+25.2%），兔宝宝（同比+24.3%）。同样可参考 2021 年建筑及装饰材料零售额同比+20.4%，2022 年 3 月单月同比-0.2%，比 19 年 3 月+2.8%。**
- **2021 年地产链风险暴露，2020 年“三道红线”已埋下伏笔。2022 年地产供需两端双降，房企持续缩表，消费建材作为上游供应商，重新评估风险敞口，严选客户、控制发货、重心回款。此外，2022 年 3 月核心经济区长三角、珠三角受疫情影响严重，需求再度受抑制。数据方面，2021 年工程类上市公司平均收入增速 30.6%，2020 年为 +34.9%；2021H2 平均收入增速降档至 15.1%，2022Q1 平均收入增速进一步收缩至 -4.9%。其中，东方雨虹实现逆势高增长，2021H2、2022Q1 同比增速分别为 36.7%、17.3%。**

表 1：2019-2021、2019Q1-2022Q1 消费建材收入增速分类对比

分类	上市公司	营收增速								2019Q1-2022Q1
		2019	2020	2021	2021H1	2021H2	2020Q1	2021Q1	2022Q1	CAGR
工程主导	东方雨虹	29.3%	19.7%	47.0%	62.0%	36.7%	-8.2%	118.1%	17.3%	32.9%
	科顺股份	50.2%	34.1%	24.6%	41.4%	12.1%	24.5%	80.6%	18.7%	38.7%
	凯伦股份	88.1%	72.3%	28.8%	58.3%	10.4%	50.5%	81.8%	-26.9%	26.0%
	三棵树	66.6%	37.3%	39.4%	80.5%	20.3%	-31.1%	241.2%	14.5%	39.1%
	亚士创能	45.9%	44.6%	34.5%	81.2%	7.9%	-12.1%	163.7%	-18.8%	23.5%
	帝欧家居	29.3%	1.2%	9.0%	15.7%	2.9%	-23.8%	46.2%	-34.0%	-9.8%
零售主导	伟星新材	2.1%	9.4%	25.1%	32.3%	21.2%	-27.9%	59.0%	12.2%	8.8%
	兔宝宝	7.6%	39.6%	45.8%	95.2%	24.3%	-28.2%	188.0%	19.0%	35.0%
	东鹏控股	2.0%	6.0%	11.5%	39.0%	-4.3%	-	135.3%	-14.7%	-
参考轻工 (零售主导)	顾家家居	20.9%	14.2%	44.8%	64.9%	32.3%	-7.0%	65.3%	20.0%	22.7%
	欧派家居	17.6%	8.9%	38.7%	65.1%	25.2%	-35.1%	130.7%	25.6%	23.4%
	索菲亚	5.1%	8.7%	24.6%	68.3%	5.3%	-35.6%	130.6%	13.5%	19.0%
B/C 均衡 渠道	蒙娜丽莎	18.6%	27.9%	43.6%	72.3%	27.0%	-19.8%	105.6%	6.7%	20.8%
	北新建材	6.0%	26.1%	25.5%	46.3%	10.9%	-14.3%	100.6%	10.5%	23.8%
	公元股份	17.5%	11.9%	26.2%	41.0%	16.5%	-28.7%	86.6%	8.1%	12.9%

资料来源：wind，民生证券研究院

地产需求方面，统计局数据是重要的参考依据，但并非先行指标，缺少一定前瞻性。结合消

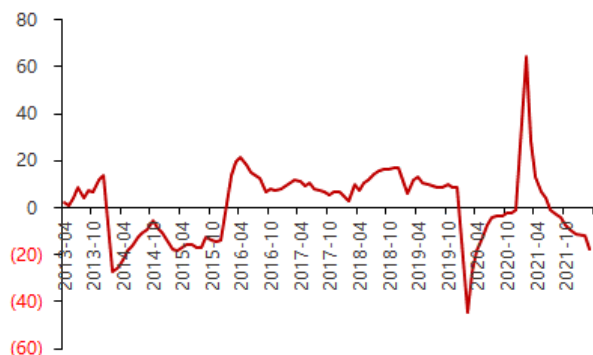
费建材企业经营表现，我们判断：由北新建材（石膏板）、瓷砖（蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居）的经营表现可推测竣工端表现；通过公元股份（原永高股份）、中国联塑以及水泥表现推测施工端表现；由防水企业（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）及水泥表现推测新开工表现；由伟星新材、兔宝宝、东鹏控股以及部分橱柜龙头表现，推测地产毛坯房/二手房销售景气度（以上推测仅作为参考判断）。

判断核心思路：大部分消费建材市占率偏低，且通常 1 个细分板块上市 2-3 家企业，我们认为：如果细分板块的微观表现均不乐观，可以推测地产施工、竣工、新开工这类指标趋弱，但微观表现好不能推测全局优。此外，北新建材石膏板国内市占率 68%，结合玻璃基本面、坚朗五金基本面，可以前瞻判断竣工表现。

2021 年：全国房地产开发投资同比+4.4%，其中，住宅投资同比+6.4%；土地购置面积同比-15.5%；土地成交价款同比+2.8%。房屋新开工面积同比-11.4%。**施工方面**，2021 年房屋施工面积同比+5.2%，其中，占比约 71%的住宅施工面积同比+5.3%，经测算 2021 年 3-6 月单月增速分别同比+17.4%、-11.3%、-2.8%、10.6%，21H2 同比增速跌幅较大，7-12 月单月增速分别同比-27.1%、-15.6%、-10%、-27.1%、24.7%、-35.4%。**从施工与新开工结合角度看**，2020H2-2021H1 阶段，房屋施工、新开工面积同比增速较快，经自然传导将支持竣工回暖，2021H2 房屋施工、新开工面积明显下滑，同样会在后续竣工端反映。

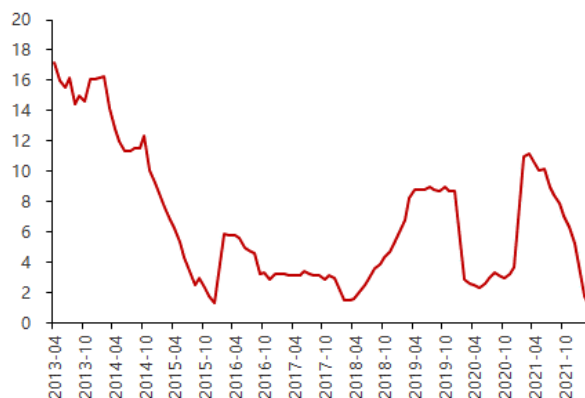
2022Q1：全国房地产开发投资同比+0.7%，比 2019Q1 同期+16.6%。土地购置面积同比-41.8%，土地成交价款-16.9%。Q1 新开工面积累计同比-17.5%，比 19Q1 下滑 23%，施工一季度面积累计同比+1%，比 19Q1+15.3%。

图 1：全国房屋新开工面积累计同比（%）



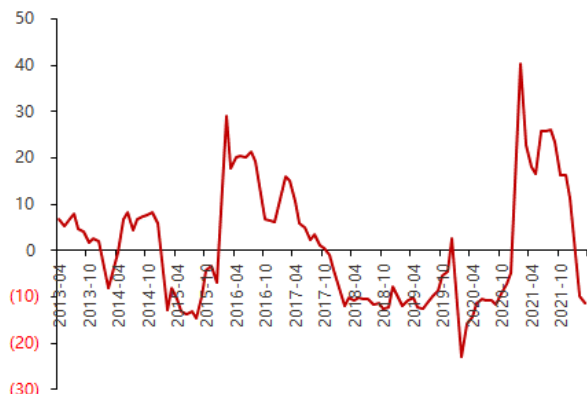
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：全国房屋施工面积累计同比（%）



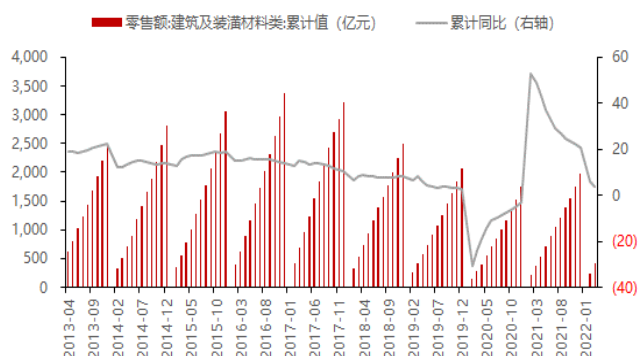
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：全国房屋竣工面积累计同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：全国建筑及装潢材料类零售额累计及同比（%）

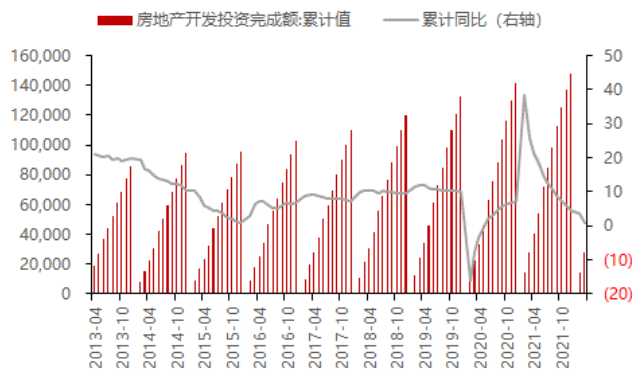


资料来源：wind，民生证券研究院

新开工的前端数据主要是拿地，且可高频跟踪，从竣工端受资金面干扰，我们认为 2021H2 竣工需求未完全释放，但影响因素多、较难判断，本轮地产调控后，业主更认可现房（交付安全性高），且政策更明确支持“刚需与改善性需求”，因此，我们预期新开工与竣工之间的变化规律，可能在未来再次发生变化。

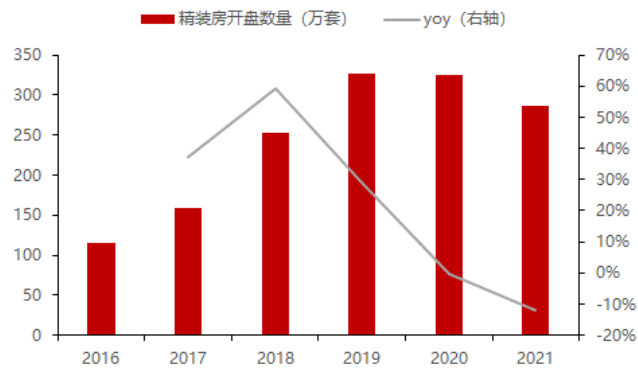
精装修连续遭遇阻力 根据奥维云网统计，2021 年精装开盘规模 286.1 万套，同比-12.1%，2020 年精装开盘规模则基本持平。2022 年 1-2 月开盘 14.9 万套，同比大幅下降 58.4%。除地产信用风险+疫情影响外，**精装修还存在信息不对称问题**，地产商较为强势，通过集采向上游压价，价格过低导致产品档次下降（非质量问题）。业主支付的金额与实际装修效果不匹配，纠纷较多；此外，精装修价格较高，疫情影响居民可支配收入，毛坯房价格相对更低，优先购买毛坯房。我们认为，**精装修的二次成长取决于，标准设立、赔偿机制健全，以及三线城市阵营扩大。**

图 5：房地产开发投资累计完成额及增速（亿元）（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：我国精装修开盘数量及同比



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

1.2 人力端：地产寒冬扩张减速，行业间节奏差异明显

我们再次从销售人员的创收角度看消费建材龙头的扩张。

（1）首先，销售人员继续扩张，但从“抢人”到“优化”，扩张期的人员压力，可能同样成为负担。我们跟踪的 10 家上市公司近 3 年销售人员平均增速 22.9%，比 2017-2020 年销售人

员 CAGR 下降近 4 个百分点。无论是 B 端、C 端，人力铺设是必备。建材产品相对同质，且供给充裕，“卖出去”比“能生产”更重要。

（2）销售创收呈现行业差异，防水、涂料等偏工程属性的行业人效更明显。例如雨虹、科顺、凯伦销售人员数量 2021 年相对 2018 年分别增长 89%、67%、107%，销售人均创收能力分别提高 20%、50%、102%（增速与基数、销售渠道占比有关）；坚朗五金销售人员增长 56%，创收提升 47%（但 2021 年同比增速仅 8%）；涂料行业近 3 年招人较快，但在创收上还没有完全体现，例如三棵树、亚士 2021 年底销售人员相对 2018 年分别增加 211%、231%，但人均创收能力在 150-250 万元，静待释放，同时，亚士 2021 年销售人员同比增幅降至 4%；伟星新材销售人员数量保持稳健，主因零售/渠道类销售人才培养难度高于工程，以及人效边际贡献低于工程，但 2021 年伟星人效提升显著，销售人员创收从 2020 年的 299 万元提至 373 万元，预期扩品类发力；北新短期有收购影响，特征不明显；兔宝宝近 3 年销售人员平均增速 22%，2021 年人均创收比 2018 年提升 22%。

表 2：2018-2021 消费建材销售人员数量（个）及增速

分类	上市公司	销售人员数量				销售人员增速			2018-2021
		2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021	CAGR
工程主导	东方雨虹	2,322	2,245	3,077	4,392	-3.3%	37.1%	42.7%	23.7%
	科顺股份	1,041	1,125	1,319	1,742	8.1%	17.2%	32.1%	18.7%
	凯伦股份	196	322	361	405	64.3%	12.1%	12.2%	27.4%
	三棵树	1,565	2,138	3,374	4,863	36.61%	57.8%	44.1%	45.9%
	亚士创能	898	1,064	2,867	2,968	18.49%	169.5%	3.5%	49.0%
	帝欧家居	639	816	1,082	-	27.7%	32.6%	-	-
零售主导	伟星新材	1,598	1,638	1,706	1,711	2.5%	4.2%	0.3%	2.3%
	兔宝宝	575	615	814	1,034	7.0%	32.4%	27.0%	21.6%
参考轻工 (零售主导)	东鹏控股	2,477	1,967	1,210	1,313	-20.6%	-38.5%	8.5%	-
	顾家家居	2,253	2,317	1,984	2,049	2.8%	-14.4%	3.3%	-3.1%
	欧派家居	1,756	1,774	2,631	3,248	1.0%	48.3%	23.5%	22.8%
B/C 均衡 渠道	索菲亚	1,527	1,552	2,220	2,817	1.6%	43.0%	26.9%	22.6%
	蒙娜丽莎	242	474	541	643	95.9%	14.1%	18.9%	38.5%
	北新建材	916	1,275	1,872	2,073	39.2%	46.8%	10.7%	31.3%
	公元股份	775	805	845	940	3.9%	5.0%	11.2%	6.6%

资料来源：wind，民生证券研究院

表 3：2018-2021 消费建材销售人员人均创收（万元）

分类	上市公司	销售人员人均创收				销售人员人均创收增速			2018-2021
		2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021	CAGR
防水	东方雨虹	605	809	706	727	33.7%	-12.7%	3.0%	6.3%
	科顺股份	297	414	473	446	39.0%	14.4%	-5.7%	14.5%
	凯伦股份	316	362	556	638	14.5%	53.7%	14.8%	26.4%
涂料	三棵树	229	279	243	235	22.0%	-13.0%	-3.3%	0.9%
	亚士创能	185	228	122	159	23.1%	-46.3%	29.9%	-5.0%

瓷砖	东鹏控股	267	343	592	608	28.4%	72.3%	2.7%	31.5%
定制家居	欧派家居	655	763	560	629	16.4%	-26.6%	12.3%	-1.3%
	索菲亚	479	495	376	369	3.4%	-24.0%	-1.8%	-8.3%
石膏板	北新建材	1,372	1,045	898	1,017	-23.8%	-14.1%	13.3%	-9.5%
塑料管材	伟星新材	286	285	299	373	-0.4%	5.1%	24.8%	9.3%
	公元股份	691	781	833	945	13.1%	6.6%	13.5%	11.0%
五金	坚朗五金	92	113	126	135	22.9%	10.9%	7.5%	13.6%

资料来源：wind，民生证券研究院

(3) 从销售人员延伸观察，企业对人才的重视，还体现为推出激励计划，同时配套未来考核目标。

表 4：部分消费建材企业发布推出激励计划或员工持股计划

公司	预案发布时间 (括号中为考核期)	覆盖人数 (人)	激励股票数量占当时总股本	解除限售/行权考核目标			
				第一个	第二个	第三个	第四个
伟星新材	202009 (2020-2022)	143	1.21%	以 2017-2019 年度平均扣非净利润 (8.84 亿元) 为基数，要求增长比例为 2020 (+8.5%，即 9.6 亿元) (完成)	2021 (+23%，即 10.88 亿元) (完成)	2022 (+38%，即 12.2 亿元)	
东方雨虹	202103 (2021-2024)	4160	2.22%	以 2020 年扣非净利润为基数 (30.91 亿)，2021 年公司扣非净利润增长率不低于 25% (38.64 亿)；2021 年应收账款增长率不高于营业收入增长率 (完成)	2022 (+56%，即 48.23 亿)；2022 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。	2023 (+95%，60.28 亿)；2023 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。	2024 (+144%，75.43 亿)；2024 年应收账款增长率不高于营业收入增长率
公元股份	202102 (2021-2022)	40	1.00%	同时满足：①以 2018-2020 年度平均主营业务收入 (60.09 亿) 为基数，2021 年的主营收入增速不低于 20% (72.11 亿)；②以 2018-2020 年度平均净利润 (4.78 亿) 为基数，2021 年的净利润增速不低于 15% (5.5 亿)	同时满足：1、2022 年主营业务收入 (+30%，78.12 亿)；2、2022 年净利润 30% (+30%，6.21 亿)		
亚士创能	202102 (2021-2023)	379 (首次)	1.02%	以 2019 年扣非净利润 (0.8 亿) 为基准，2021 年的扣非净利润增长率为 387% (3.9 亿)	2022 (+545%，5.17 亿)	2023 (+755%，7.02 亿)	
科顺股份	202111 (2022-)	391	1.74%	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润比 2021 年	2023 年净利润比 2021 年净利	2024 年净利润比 2021 年净利润增	

	2024)			净利润增长不低于 25% ; 且 2022 年公司经营性现金 流量净额大于零。	润增长不低于 56% ; 且 2023 年公司经营性现 金流量净额大于 零。	长不低于 95% ; 且 2024 年公司经营 性现金流量净额大 于零。	
凯伦 股份	202103 (2021- 2023)	161	2.28%	以 2020 年公司净利润为基 数, 2021 年净利润增长率 不低于 35%	2022 年净利润 较 2020 年增长 率不低于 70%	2023 年净利润较 2020 年增长率不 低于 105%	
兔宝 宝	202111 (2022- 2024)	461	4.03%	以公司 2021 年扣非净利润 为基数, 2022 年净利润增 长率不低于 20%	2023 年扣非净 利润较 2021 年 增长率不低于 45%	2024 年扣非净利 润较 2021 年增长 率不低于 75%	
坚朗 五金	202104 (2021- 2025)	1714	1.87%	以 2020 年营业收入为基 准, 2021 年营业收入增长 率不低于 30%	2022 年营业收 入较 2020 年增 长率不低于 66.4%	2023 年营业收入 较 2020 年增长率 不低于 108%	2024 年营业收 入较 2020 年增 长率不低于 160% ; 2025 年 营业收入较 2020 年增长率 不低于 225%
蒙娜 丽莎	202106 (2021- 2023)	49	1.32%	以 2020 年营业收入为基 数, 公司 2021 年营业收入 较 2020 年增长率不低于 30%	2022 年营业收 入较 2020 年增 长率不低于 70%	2023 年营业收入 较 2020 年增长率 不低于 113%	
东鹏 控股	202204 (2021- 2023)	242	3.36%	以 2021 年营业收入为基 数, 2022 年营业收入增长 率 10%	2023 年营业收 入较 2021 年增 长率不低于 20%	2024 年营业收入 较 2021 年增长率 不低于 30%	

资料来源 : wind , 民生证券研究院

1.3 成本端：上游侵蚀毛利，板块普遍承压

防水、涂料、塑料管材主要原材料上游是石油化工，油价上行产业链涨价，企业采购成本提高、毛利率承压。此外，“双碳”背景下，2021 年煤炭、天然气、有色金属等涨幅明显，五金、瓷砖、板材、铝模板等毛利率同样承压。

2022Q1 消费建材上市公司（不含集成吊顶、卫浴）平均毛利率同比-5.0pct，其中 21Q2-22Q1 毛利率环比分别+0.4pct、-2.4pct、-2.3pct、-0.7pct。以燃料动力为例，2021 年 8-10 月煤炭价格冲顶，最高位时秦皇岛动力煤(Q5500)综合平均价格指数达 2592.5 元/吨，后续政策纠偏、煤价回落，对应 21Q3-Q4 中游成本明显上涨；2021 年 11 月-2022 年 1 月原材料、燃料成本相较高位回落，但在 2022 年 2 月俄乌冲突爆发的背景下，化工原材料（原油链）、燃料价格继续上涨，22Q1 毛利率环比继续下滑、同比压力更大。**22Q1 较多企业出现预付账款、经营性现金流支出、存货增长较快，主因①原材料备货，②原材料涨价，对应支出增加。**例如 1 季度存货，雨虹、科顺环比年初大幅增长 72%、79%。

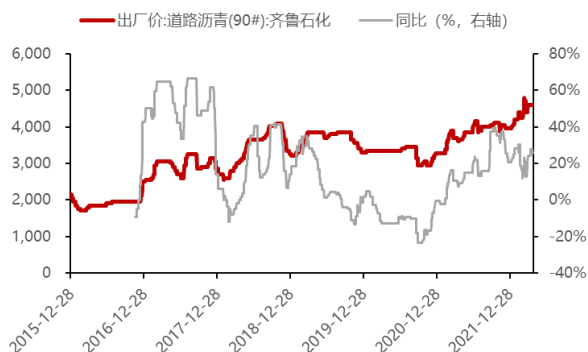
表 5：消费建材毛利率（pct）逐季环比

产品	公司	22Q1-21Q1	21Q2-Q1	21Q3-Q2	21Q4-21Q3	22Q1-21Q4
防水	东方雨虹	-4.6	-2.0	-1.9	1.4	-2.0
	科顺股份	-6.4	-1.4	-0.8	-7.8	3.6
	凯伦股份	-12.3	3.0	-12.1	5.2	-8.5
涂料	三棵树	-0.2	-1.3	1.5	-0.8	0.4
	亚士创能	4.1	-5.5	3.9	-8.4	14.2
板材	北新建材	-2.5	5.0	-7.6	3.6	-3.5
	兔宝宝	2.1	1.5	-1.7	3.0	-0.7
	大亚圣象	-6.4	-0.3	-5.1	0.0	-1.0
	江山欧派	-4.6	1.2	2.5	-10.3	1.9
五金	坚朗五金	-7.4	1.7	-2.0	-3.8	-3.3
管材	伟星新材	-2.3	3.3	-0.3	-4.7	-0.6
	公元股份	-4.1	-0.6	-2.4	2.1	-3.2
	雄塑科技	-9.4	-4.0	-2.8	-5.6	3.1
瓷砖	蒙娜丽莎	-10.9	4.2	-4.1	-7.4	-3.6
	东鹏控股	-3.0	4.5	-3.0	3.3	-7.8
	帝欧家居	-11.9	-2.2	-1.8	-7.2	-0.8
集成吊顶	奥普家居	-4.7	-4.6	4.9	9.4	4.4
	友邦吊顶	0.9	-0.3	-0.9	-1.2	3.3
卫浴	法狮龙	-11.5	-6.6	-4.7	4.4	-4.6
	惠达卫浴	-5.5	1.0	1.1	-5.0	-2.6
	海鸥住工	-8.9	-1.2	-3.0	-11.6	7.0

资料来源：wind，民生证券研究院

- **沥青。**截至 4 月 22 日，齐鲁石化道路沥青(90#A 级)价格为 4600 元/吨，同比+950 元/吨，对应上涨比例为 26.03%。以齐鲁石化道路沥青(90#A 级)为例，2022Q1 均价为 4307 元/吨，**同比+789 元/吨，对应上涨比例为 22.4%**；2021 年全年均价为 3835 元/吨，同比+556 元/吨，对应上涨比例为 17%。
- **PVC。**截至 4 月 22 日，齐鲁石化聚氯乙烯 PVC 市场价 9300 元/吨，同比持平。以齐鲁石化聚氯乙烯 PVC 为例，2022Q1 均价为 8992 元/吨，**同比+677 元/吨，对应上涨比例为 8.1%**；2021 年全年均价为 9290 元/吨，同比+2529 元/吨，对应上涨比例为 37.4%。
- **乳液。**以三棵树采购价为例，2022Q1 为 7 元/kg，**同比+0.9 元/kg，对应上涨比例为 14.8%**；2021 年全年采购价 7 元/kg，同比+2.1 元/kg，对应上涨比例为 42.9%。
- **钛白粉（精细化工）。**以三棵树采购价为例，2022Q1 为 16.9 元/kg，**同比+1 元/kg，对应上涨比例为 6.3%**；2021 年全年采购价 17.1 元/kg，同比+5.5 元/kg，对应上涨比例为 47.4%。

图 7：沥青价格（元/吨，右：同比）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：燕山石化 PPR4220（元/吨）



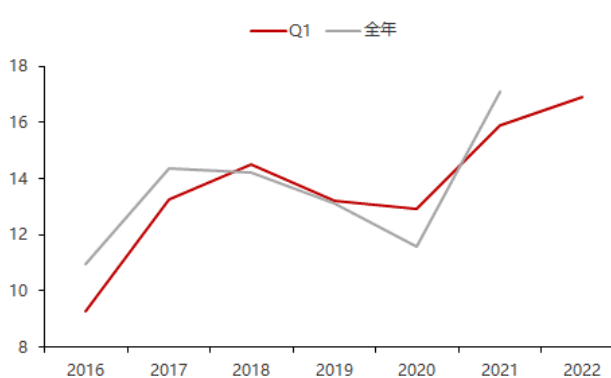
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：齐鲁石化聚氯乙烯 PVC 出厂价（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

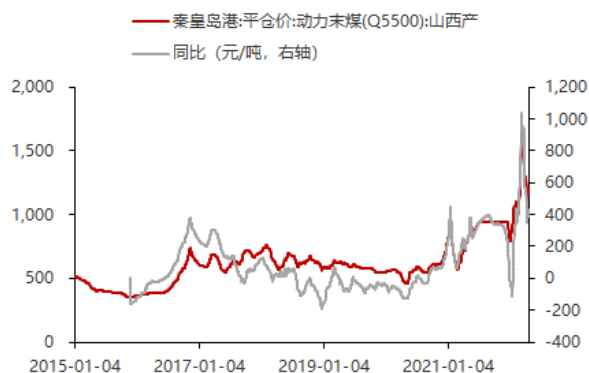
图 10：三棵树钛白粉采购价（元/kg）



资料来源：wind，民生证券研究院

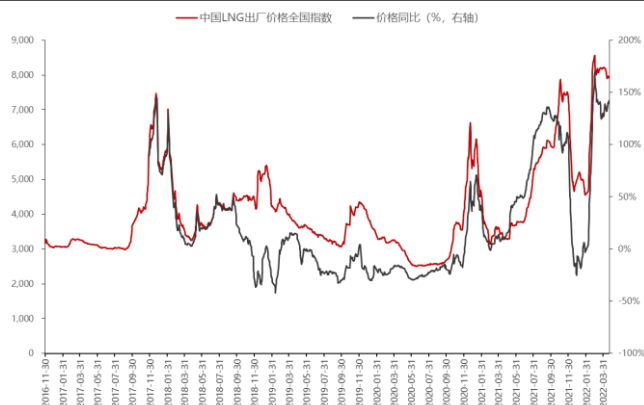
- **煤炭。**截至 4 月 22 日，秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价 1173 元/吨，同比+386 元/吨，对应上涨比例为 49.05%。以秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价为例，2022Q1 均价为 1173 元/吨，**同比+454 元/吨，对应上涨比例为 63.1%**；2021 年全年均价为 857 元/吨，同比+285 元/吨，对应上涨比例为 50%。
- **天然气。**截至 4 月 22 日，中国 LNG 出厂价格全国指数 7911 元/吨，同比+4603 元/吨，对应上涨比例为 139%。以中国 LNG 出厂价格全国指数为例，2022Q1 均价为 6685 元/吨，**同比+2513 元/吨，对应上涨比例为 60.2%**；2021 年全年均价为 4873 元/吨，同比+1659 元/吨，对应上涨比例为 51.6%。

图 11：秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价走势（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：中国 LNG 出厂价格走势（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

单位成本粗略测算，2021 年防水、涂料、塑料管材成本端压力更大，主因油价上行产业链涨价。2021 年同比 2020 年无运输费用干扰（但 4 季度有包装费调整的影响，数值偏小），石膏板、瓷砖单位成本涨幅在小个位数水平，预计瓷砖单位成本主要是燃料价格影响。防水、涂料、塑料管材单位成本涨幅均在 10%以上（除科顺外）；2020 年同比 2019 年，因会计准则调整，运输费计入单位成本，单位成本同比偏大，同时防水、涂料、管材管道行业原材料价格下降贡献毛利。

表 6：2021 年消费建材上市企业单位成本指标同比情况

材料	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	北新建材	伟星新材	三棵树	公元股份	蒙娜丽莎	东鹏控股	帝欧家居
单位成本	10.1%	5.3%	12.8%	4.5%	18.7%	18.3%	17.3%	2.9%	2.4%	6.0%
单位直接材料	13.3%	9.6%	9.9%	5.4%	11.7%	23.3%	18.9%			

资料来源：wind，民生证券研究院

注：单位成本=营业成本/销售量，单位直接材料=直接材料/销售量

表 7：2020 年消费建材上市企业单位成本指标同比情况

材料	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	北新建材	伟星新材	三棵树	公元股份	蒙娜丽莎	东鹏控股	帝欧家居
单位成本	-8.0%	-8.3%	-10.9%	-6.2%	-2.1%	-6.9%	-0.6%	3.5%	0.1%	10.4%
单位直接材料	-13.1%	-15.6%	-12.3%	-5.5%	-8.0%	-16.0%	-3.5%			

资料来源：wind，民生证券研究院

注：单位成本=营业成本/销售量，单位直接材料=直接材料/销售量

1.4 费用端：持续降本优化

2020 年因新收入准则影响，原销售费用科目下的运输费用作为合同履约成本计入营业成本，2021 年销售费用、营业成本和 2020 年为同一口径。

2021 年消费建材上市公司平均销售费用率为 8.1%，同比-0.1pct，其中，公元股份（-1.1pct）、坚朗五金（-1.2pct）、伟星新材（-1.3pct）、东方雨虹（-1.3pct）、凯伦股份（-2.3pct），上述企业降幅更明显。

表 8：消费建材板块销售费用率同比情况

		2021 销售费用率	2020 年销售费用率	同比 (pct)
防水	凯伦股份	7.6%	10.0%	-2.3
	科顺股份	6.1%	6.2%	-0.2
	东方雨虹	6.9%	8.2%	-1.3
涂料	三棵树	16.4%	16.8%	-0.4
	亚士创能	14.1%	11.5%	2.6
石膏板	北新建材	3.7%	3.5%	0.2
木门	江山欧派	8.3%	5.9%	2.5
人造板	兔宝宝	3.4%	3.8%	-0.3
地板&人造板	大亚圣象	7.6%	7.1%	0.5
五金	坚朗五金	12.6%	13.8%	-1.2
	蒙娜丽莎	9.2%	10.0%	-0.8
	东鹏控股	11.3%	10.5%	0.8
瓷砖	帝欧家居	10.5%	9.9%	0.6
	公元股份	3.4%	4.5%	-1.1
	伟星新材	9.4%	10.6%	-1.3
	中国联塑	4.7%	4.5%	0.2
	雄塑科技	3.1%	3.6%	-0.4

资料来源：wind，民生证券研究院

注：凯伦股份 2020 年销售费用已剔除运费影响

我们同样采用单位费用对比规模效应，大部分单位费用呈现下降，其中，东方雨虹（-20.9pct）、亚士创能（-31.2pct）、凯伦股份（-13.1pct）、三棵树（-11.3pct）下降比例较大。

表 9：2021 年消费建材上市企业单位成本指标同比情况

项目/年度	雨虹	科顺	凯伦	北新	伟星	三棵树	亚士	公元	蒙娜	东鹏	帝欧
单位销售费用	-18.0%	-6.1%	-26.1%	13.0%	-2.1%	-10.0%	-31.3%	-16.0%	-13.1%	6.0%	12.3%
单位管理费用	-13.7%	-8.1%	17.7%	1.0%	12.9%	-15.1%	-27.3%	13.6%	-0.1%	4.7%	-3.7%
单位财务费用	-59.6%	20.9%	-48.0%	-7.2%	-4.1%	-3.9%	-0.9%	406.7%	669.5%	-852.5%	-2.9%
单位研发费用	-20.2%	-6.8%	-1.7%	10.2%	5.2%	-13.4%	-49.0%	4.9%	-6.0%	-0.3%	-0.9%
单位期间费用	-20.9%	-6.1%	-13.1%	6.8%	3.6%	-11.3%	-31.2%	-1.8%	-4.2%	2.0%	5.5%

资料来源：wind，民生证券研究院

注：单位销售费用=销售费用/销售量，单位管理、单位财务、单位研发费用同理

1.5 现金流：重要性进一步提升

（1）收现比

从收现比指标来看，伟星新材、东鹏控股等以零售主导的企业保持 1.0 以上，伟星新材应收

周转天数仍然是消费建材行业最低，2021 年仅 18 天。东方雨虹收现比提升显著，从 2018 年 0.9 上升至 2021 年 1.1，北新建材从 2020 年 1.0 上升至 2021 年 1.1。

从应收账款周转天数来看，各企业较为稳定，其中，东方雨虹同比下降明显，北新建材、兔宝宝因收购工程类业务整体有所延长，科顺股份、凯伦股份、三棵树、亚士创能、帝欧家居同比增长。

表 10：消费建材上市企业收现比一览

项目	伟星	北新	雨虹	科顺	凯伦	公元	兔宝宝	三棵树	亚士	蒙娜	帝欧	东鹏
2010	1.3	1.1	1.1			1.1	1.1					
2011	1.3	1.0	1.1			1.1	1.1	1.2			1.1	
2012	1.3	1.0	1.1		0.5	1.1	1.1	1.2	1.2		1.1	
2013	1.2	1.0	1.1	1.0	0.7	1.0	1.1	1.2	1.0	1.1	1.2	
2014	1.2	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9	1.1	1.2
2015	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2	1.1	0.9	0.9	1.2	1.2
2016	1.2	1.1	1.1	1.0	0.88	1.2	1.2	1.0	0.9	0.9	1.1	1.3
2017	1.2	1.1	1.1	1.0	0.85	1.1	1.1	1.1	0.8	1.0	1.2	1.3
2018	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0	1.2
2019	1.1	1.1	1.1	1.0	0.7	1.0	1.1	1.0	0.8	1.0	1.0	1.1
2020	1.1	1.0	1.2	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8	1.0	1.0	1.2
2021	1.1	1.1	1.1	0.9	0.6	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 11：消费建材上市企业应收账款周转天数一览

项目	伟星	北新	雨虹	科顺	凯伦	公元	兔宝宝	三棵树	亚士	蒙娜	帝欧	东鹏
2010	23	17	76			13	22					
2011	28	10	92			15	18	31			24	
2012	30	10	98		177	25	21	29	51		38	
2013	24	11	98	82	89	30	18	26	48	33	43	
2014	22	10	99	76	103	39	14	26	67	41	49	27
2015	21	10	123	95	117	55	13	33	76	51	71	30
2016	19	7	128	111	145	60	8	40	82	44	75	30
2017	18	3	125	128	138	54	6	52	102	50	64	31
2018	19	3	113	137	140	56	7	63	123	58	67	40
2019	21	18	101	129	142	54	8	69	110	55	124	49
2020	20	34	97	123	132	45	28	94	118	53	171	54
2021	18	32	84	135	177	45	41	105	137	54	186	53

资料来源：Wind，民生证券研究院

(2) 净现比

表 12：消费建材上市企业净现比一览

项目	伟星	北新	雨虹	科顺	凯伦	公元	兔宝宝	三棵树	亚士	蒙娜	帝欧	东鹏	坚朗
2010	0.6	2.2	-1.8			1.9	0.1						

2011	0.8	2.1	-1.8			0.8	3.7	1.1			1.2		0.8
2012	1.3	1.7	2.0		1.9	1.0	3.3	1.5	2.9		0.9		0.7
2013	1.3	1.7	0.7	-0.9	-1.1	0.8	4.0	1.5	1.3	1.4	1.2		0.7
2014	1.3	1.4	0.6	0.7	1.3	0.9	2.4	1.2	0.4	1.3	0.6	0.9	0.2
2015	1.0	2.1	0.6	0.1	0.6	1.9	1.9	1.9	1.1	1.3	1.2	0.9	0.7
2016	1.4	1.5	0.6	0.4	0.01	2.6	1.5	0.4	1.1	1.0	0.6	2.3	0.9
2017	1.1	1.1	0.0	0.5	-0.03	1.1	1.2	1.3	-0.8	1.2	1.8	1.5	-0.2
2018	1.0	1.1	0.7	-1.1	-0.4	1.7	0.9	1.2	1.4	0.8	0.2	0.9	0.2
2019	0.9	/	0.8	0.5	-0.3	1.7	1.8	1.0	3.7	2.1	0.5	1.2	1.4
2020	1.1	0.6	1.2	0.6	-0.4	1.4	2.0	0.9	0.8	1.0	0.0	1.6	0.6
2021	1.3	1.1	1.0	0.9	-5.3	0.6	1.2	-1.2	1.9	-0.3	-2.1	5.8	0.6
2020Q1	-1.4	-54.4	-16.0	-8.9	-9.4	1.5	16.7	6.6	8.8	-16.0	-7.7	6.9	-55.8
2021Q1	1.3	0.3	-8.0	-1.6	-4.6	4.2	-2.8	-55.6	186.1	-4.9	-5.5	0.7	-15.9
2022Q1	-0.6	-0.7	-15.1	-11.1	-24.6	9.3	-4.1	7.7	10.9	1.9	4.7	4.5	7.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预

(3) 付现比

表 13：消费建材上市企业付现比一览

项目	伟星	北新	雨虹	科顺	凯伦	公元	兔宝 宝	三棵 树	亚士	蒙娜	帝欧	东鹏	坚朗
2010	1.6	1.0	1.3			1.1	1.1						
2011	1.4	1.1	1.3			1.1	1.0	1.2			1.0		0.8
2012	1.4	1.0	1.1		1.3	1.1	1.0	1.1	1.1		1.0		0.8
2013	1.2	1.0	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0	1.2	1.0	1.1	1.1		0.7
2014	1.1	1.0	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	0.9	0.8	1.0	1.2	0.8
2015	1.1	0.9	1.2	1.1	0.9	1.0	1.1	1.0	0.7	0.8	1.0	1.1	0.6
2016	1.1	1.1	1.3	1.2	1.01	1.1	1.1	1.0	0.7	0.9	1.0	1.0	0.7
2017	1.1	1.1	1.4	1.0	0.94	1.1	1.1	1.1	0.9	0.9	1.0	1.2	0.8
2018	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	0.8	1.1	1.0	1.2	0.8
2019	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9	0.6	1.0	0.9	1.0	0.8
2020	1.0	1.1	1.2	1.0	0.9	1.1	1.0	0.9	0.6	1.1	0.9	1.1	0.7
2021	1.1	1.1	1.2	0.9	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	0.7
2022Q1	1.1	1.0	1.4	1.4	2.0	1.3	1.1	1.2	3.1	1.2	1.8	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院

(4) 再融资计划

- **发行可转债募资**：科顺股份(2022年4月发布**预案**，≤22亿元，用于4个项目+补流)；帝欧家居(2021年11月上市，募集净额15亿元，用于2个项目+补流)；蒙娜丽莎(2021年9月上市，募集净额11.69亿元，用于2个项目+补流)。
- **发行股票融资**：东方雨虹(2021年定增80亿元落地，用于12个建设项目+补流)；三棵树(2021年4月发布**预案**，拟募集≤37亿元，用于3个项目+补流，目前决议及有效期延期)；凯伦股份(向特定对象发行股票，募集净额14.9亿元，用于补流)；亚士创能(原可转债募投**预案**，后改为非公开发行，2021年11月发布**预案**，≤6亿元)；兔宝宝(2021年11月发布**预案**，≤5亿元，用于补流+降低资产负债率)；科顺股份(向特定对象发行股票，募集净额2.25亿元，用于补流)等。(具体使用均为扣除发行

费用后)

1.6 信用减值：风险敞口扩大，轻装上阵可期

2021 年地产企业信用风险频发，部分消费建材基于谨慎性原则，调增地产客户信用损失率，计提部分客户减值准备，对全年业绩有所拖累。工程类消费建材 21H2 以来收入增速分化明显，一个重要原因是，**重点合作房企若存在债务违约风险，公司风控压力将明显增加，短期内或主动选择控制规模。**

关注后续信用减值冲回可能：(1) 部分企业充分计提，例如截止 2021 年末，联塑与部分地产客户的应收账款总额 16.72 亿，公司与其中一位客户达成协议以其物业担保，抵偿部分债务 5.43 亿后，对剩余 11.29 亿全部进行计提；(2) 地产政策边际放松，下游客户经营情况存在好转可能。(注：举相关企业案例为说明情况，不代表我们的预期)

表 14：2021 年消费建材上市企业信用减值计提情况（部分）

	2021 年 信用减值 损失	2021 年计提情况	2020 年信用 减值损 失	2021 归母 净利	2020 归母 净利	2021 年末 经营性现金 流量净额	恒大 是否 相关	2021 年 前五大客 户收入占 比 (%)	2020 年 前五大客 户收入占 比 (%)
三棵树	-8.31	公司单项计提应收账款坏账准备 4.27 亿，其中，恒大计提 3.11 亿（计提比例 65%）、蓝光 0.33 亿（80%）、融创 0.21 亿（15%）、华夏 0.21 亿（80%）；单项计提应收票据坏账准备 1.9 亿，其中恒大计提 1.52 亿（65%）、融创 0.18 亿（15%）。	-0.98	-4.17	5.02	4.85	是	5.23	9.64
亚士创能	-7.82	公司单项计提应收账款坏账准备 4.12 亿，其中，恒大计提 2.16 亿（80%）、融创 0.28 亿（50%）、华夏幸福 0.22 亿（80%）；单项计提其他应收款坏账准备 2.24 亿，其中恒大计提 1.6 亿（80%）、安徽恒泰 0.36 亿（80%）。	-1.09	-5.44	3.16	-10.26	是	6.20	10.45
科顺股份	-2.49	公司单项计提应收账款坏账准备 2.98 亿，其中，客户一计提 1.22 亿（计提比例 80%）、客户二 0.11 亿（50%）、客户三 0.4 亿（30%）、客户四 0.22 亿（30%）、客户五 0.16 亿（30%）、客户七 0.28 亿（20%）；单项计提应收票据坏账准备 0.47 亿，其中客户一 0.15 亿（80%）、客户二 0.15 亿（50%）。	-2.43	6.73	8.9	6.11	否	17.67	14.02
凯伦股份	-2.52	公司单项计提应收账款坏账准备 1.49 亿，其中，恒大计提 0.8 亿（计提比例 50%）、荣盛 0.3 亿（30%）、蓝光 0.08 亿（30%）；单项计提应收票据坏账准备 0.35 亿，其中恒大计提 0.27 亿（44.8%）。 实控人及多位高管承诺，如果在 2022 年 12 月 31 日前，无法足额收回公司对恒大及成员企业的 1.88 亿应收（截至 2021 年 10 月 22 日），承担由此造成的损失。	-0.67	0.72	2.79	-3.84	是	33.78	23.64
公元股份	-0.48	恒大计提 0.96 亿（计提比例 20%）	-0.18	5.75	7.72	3.38	是	12.10	14.13
中国联塑	-11.29	截止 2021 年末，公司与若干地产行业客户之间应收账款总额 16.72 亿，公司与其中一位客户达成协议以其物业担保，以抵偿其		37.51	30.44	51.73	是	6.00	3.10

部分债务相 5.43 亿, 对剩余 11.29 亿全部进行计提。									
蒙娜丽莎	-1.86	公司单项计提应收账款坏账准备 0.38 亿; 单项计提应收票据坏账准备 0.52 亿, 其中金科 0.1 亿 (计提比例 30%) 阳光城计提 0.09 亿 (30%) 奥园 0.06 亿 (30%) 融创 0.04 亿 (30%)。	-0.19	3.15	5.66	-0.84	少量存留业务	31.27	29.29
东鹏控股	-7.72	公司单项计提应收账款坏账准备 4.57 亿, 其中, 客户一计提 2.37 亿 (计提比例 80%) 客户二 0.6 亿 (80%) 客户三 0.36 亿 (80%) 客户四 0.18 亿 (56%) 客户五 0.11 亿 (50%) 客户六 0.1 亿 (51%) 确认无法收回的款项 0.13 亿; 单项计提应收票据坏账准备 1.82 亿, 其中客户一 1.16 亿 (80%) 客户二 0.19 亿 (56%) 客户三 0.18 亿 (80%)。	-0.54	1.54	8.52	8.91	是	8.01	10.63
帝欧家居	-3.09	公司单项计提应收账款坏账准备 1.65 亿, 其中, 客户一计提 0.16 亿 (计提比例 24%) 客户二 0.44 亿 (68%) 客户三 0.17 亿 (27%) 客户四 0.19 亿 (34%) 客户五 0.16 亿 (35%) 客户六 0.22 亿 (58%) 客户七 0.19 亿 (68%); 单项计提应收票据坏账准备 0.84 亿, 其中客户一 0.27 亿 (24%) 客户二 0.22 亿 (27%) 客户三 0.12 亿 (34%) 客户四 0.17 亿 (58%)。	-0.59	0.69	5.67	-1.48	是	29.27	35.46
友邦吊顶	-1.27	恒大应收票据计提 0.51 亿 (计提比例 80%), 应收账款计提 0.65 亿 (比例在 59-80%不等)	-0.04	-3.33	0.84	-1.03	是	11.43	21.50
索菲亚	-6.5	恒大应收票据计提 2.73 亿 (计提比例 80%), 应收账款计提 3.7 亿 (80%)	-0.25	1.23	11.92	14.19	是	17.52	16.66

资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.7 扩品类: 续写成长

扩品类包括主打产品拓展细分垂直领域, 以及向产业链渗透。扩品类的前提条件包括, 首先, 主业发展成熟, 拥有一定行业地位, 较大可能结束高速发展期 (年增速 30%+); 第二, 与原有主业产生协同, 或为工序协同, 例如先水电再防水 (伟星家装管向家装防水延伸), 或为主辅材协同, 例如石膏板与龙骨 (北新提升龙骨配套率), 或为原材料协同、下游客户协同, 例如防水与涂料等。第三, 具备资金实力, 建材行业重资产偏多。第四, 对公司管理水平有较高要求, 通常龙头企业管理层能力已在原领域获得证明。

- **防水龙头: 东方雨虹**除防水外, 还包括建筑涂料、保温砂浆、粉料、瓷砖胶、美缝剂等多条业务线。公司坚持跨区综合发展, 产品体系日趋完善, 向平台型公司迈进, 各业务线发挥协同作用; **科顺股份**收购轨交减隔震龙头丰泽, 预计 2022 年并表。
- **管道龙头: 伟星新材**除传统管材管件外, 还包括同心圆产品: 家装防水、净水机、前置过滤器、地暖管等。
- **石膏板龙头: 北新建材**除石膏板外, 配套经营龙骨、收购防水, 此外还包括涂料等多项业务。2022 年 4 月北新公告拟收购远大洪雨, 继续完善防水业务的华北布局。
- **人造板龙头: 兔宝宝** 2020 年并表裕丰汉唐切入大 B, 并积极推进易装业务。

- **涂料龙头：三棵树** 2020 年加速发展防水业务。同时新增保温、一体板、小森科创天然板新品类业务产线，积极推进“六位一体”供应。

表 15：2021vs2020 消费建材上市企业其他业务占比（按报表披露口径）

项目	其他业务	2021 年收入（亿元）	收入占比（%）	
			2021	2020
东方雨虹	其他主营收入+材料销售等	24.2	7.6	5.4
	防水施工	40.3	12.6	15.2
北新建材	防水业务（并表）	38.7	18.4	19.6
	龙骨	27.6	13.1	11.7
伟星建材	其他主营业务（防水、净水为主）	4.1	6.4	4.4
三棵树	防水卷材	12.7	11.1	11.3
亚士创能	建筑节能材料（保温装饰板、保温材料等）	13.9	29.5	29.2
	防水材料	2.1	4.5	1.1
兔宝宝	裕丰汉唐	18.9	20.1	22.3

资料来源：wind，民生证券研究院

注：亚士 2021 年保温装饰板、保温材料营业收入口径发生变化，同比数据可能有出入

1.8 渠道结构：经销+非房，渠道变革加速

小 B 模式有几个催化，一是源于经销商销路拓展，对接家装/整装公司，或小规模工程。**同时**，材料企业对分散到各地的集采项目，需要本地化服务配送，当地经销商可协助对接，并充当垫资层分担材料企业现金流压力。

此外，地产寒冬下，回款健康的小 B 渠道，以及资金相对安全的非房领域，备受企业关注，成为新的必争之地。

积极推进小 B 业务模式的包括帝欧家居、亚士创能、三棵树、伟星新材、坚朗五金、兔宝宝、蒙娜丽莎等，**同时，地产信用风险、基建成为稳增长抓手的背景下，消费建材聚焦非房业务，地产业务严控风险。**

以防水行业为例：

- **东方雨虹**：直营地产客户向央企、国企及优质民企倾斜，一体化公司发挥效力，加速拓展基建、建筑修缮、工商业光伏屋面等非房领域，有效抵御周期影响；
- **科顺股份**：地产直销保持对央企、国企客户的开发力度，非房直销增设减隔震、光伏屋面、雨水管理、抹灰石膏事业部等，同时深度开拓公共建筑、工业厂房、轨交、城市建设等非房项目。经销端公司增加经销商授信额度；
- **凯伦股份**：直销地产严格控制应收、加强回款，经销端经销商数量未来 3 年规划大幅增长，产品结构上确立高分子防水为主的核心战略，重点推进在工商业屋面分布式光伏产业链应用。

1.9 小结：分化加速，龙头逆境高增

消费建材板块因为成长性备受关注，成长性背后是高度市场化，充分展现商业经营智慧。企

业无法改变外部环境，但变化来临龙头迅速抓住趋势，例如大 B、小 B 以及终端的对品类需求，例如东方雨虹在建材扩品类方向上发展最快，同时率先行业拓展防水施工；伟星将“同心圆”业务提升到战略高度，开展系统集成+服务；北新切入防水打开增长天花板；三棵树拓展防水、保温等六位一体业务。同时，我们看到优质企业在大环境出现转机时的快速修复，疫情减缓精装渗透给伟星新材留出的时间窗口，从结果上看公司呈现应对能力和信心。此外，积极利用上市平台体现在（1）推出再融资计划实现基地全国化布局；（2）发布股权激励计划、员工持股计划巩固人才等。

2021 年行业上下游两头承压，21H2 起工程类消费建材经营质量分化明显。本轮下行期，我们观测到的重要特征是，**部分腰部及以上消费建材（防水、涂料、瓷砖等）企业体量不增反缩，甚至出现经营风险**，判断 3 点主因：1）“踩雷”部分存在债务违约风险的房企；2）成本端压力高企，盈利能力下滑明显；3）腰部企业多为地方布局，随着上市防水龙头借助资本加速全国扩张步伐，地方性企业生存空间被挤压。**行业龙头逆境高增，迅速抢占市场份额：**1）2021 年雨虹防水业务收入/行业规模以上企业收入，市占率为 23.4%，2019-2020 年分别为 17.4%、18.9%；2）北新 2021 年末产能、销量口径市占率均在 68%左右，同比+8pct。

2022 年观测以下 4 点重要变化：1）疫情按下华东“暂停键”，疫后关注 3-4 月积压需求+稳增长政策落地，消费建材基本面的改善有望加快；2）成本端压力被充分认知，防水、涂料等行业 3-4 月已提价对冲，关注毛利率改善空间；3）建材龙头发展经销/小 B 模式、开拓第二曲线新增长点；4）地产政策因城施策、边际放松，关注地产链的“困境反转”。此外，2021 年地产销售、开工、施工增速前高后低。**2022 年，我们认为会延续加快集中和扩品类趋势。**

投资建议：消费建材弹性龙头 2022 年动态 PE 普遍 10-15X，核心龙头在 20-25X，我们提示重视：①估值修复空间；②盈利预期修复空间。重点推荐双龙头组合，核心龙头【伟星新材】【东方雨虹】，弹性龙头【科顺股份】【兔宝宝】【北新建材】【中国联塑】，右侧弹性重点关注【坚朗五金】【三棵树】【亚士创能】【蒙娜丽莎】。

2 水泥：紧扣“稳增长”，静待疫后回暖

2.1 水泥+熟料：H2 能耗双控大超预期，价格、成本双涨

2021 年煤价大幅上涨，尤其是下半年能耗双控趋严，驱动水泥价格超预期上涨，而需求端全年基建较为疲软，地产新开工面积下半年加速回落，对水泥需求形成拖累。2021 年 1-3 月，由于同期疫情影响，水泥产量同比保持正增，但仍处于淡季；4-5 月份步入传统需求旺季，产销情况有所好转，价格开始上行；6-7 月由于高温+梅雨等不利天气影响，主要地区的项目建设进度缓慢，需求进入淡季；9 月开始，限电限产力度加大，水泥价格大幅上升，10 月中旬后伴随煤价调控、能耗双控纠偏，叠加地产需求锐减，量、价均有所回落。

- **价格方面，多数企业同比上涨明显**，例如海螺（价格同比+36 元），冀东（+33 元），宁夏（+38 元），塔牌、万年青（+31 元），福建（+42 元），天山（+35 元）等。
- **销量方面，大部分呈现下滑**，例如海螺-6.5%，宁夏-13.0%，冀东水泥-7.1%，天山-3.4%，同比涨幅突出的包括，上峰+22.5%，福建+6.8%，主因产能增量贡献。
- **成本方面，煤价大幅上涨推高成本**，例如冀东吨成本同比+46 元，福建水泥（+38 元），天山（+35 元），上峰（+35 元），华新（+28 元）。
- **费用方面**，我们统计的 10 家 A 股上市水泥企业平均吨销售费用 6.5 元（同比-19%），吨管理费用 26.7 元（同比+17%），吨财务费用 3.5 元（同比+97%），吨研发费用 2.8 元（同比+123%）。吨销售费用继续降低，但吨管理费用、吨财务费用、吨研发费用均有明显上涨。

表 16：2021 年水泥上市企业吨指标对比

	海螺水泥	华新水泥	上峰水泥	冀东水泥	祁连山	天山股份	宁夏建材	塔牌集团	万年青	福建水泥
吨售价（元）	361	341	346	320	300	359	295	370	341	332
吨成本（元）	203	229	204	235	215	257	216	231	222	260
吨毛利（元）	157	112	142	85	85	102	78	139	119	72
吨期间费用（元）	28	43	44	53	32	56	31	32	35	26
吨净利（元）	112	77	101	42	44	47	63	93	94	35
销量（万吨）	30400	7527	2081	9972	2354	31740	1381	1979	2451	1079

资料来源：wind，民生证券研究院（期间费用、净利为全口径）

表 17：2021 年水泥上市企业吨指标同比情况

	海螺水泥	华新水泥	上峰水泥	冀东水泥	祁连山	天山股份	宁夏建材	塔牌集团	万年青	福建水泥
吨售价（元）	36	13	25	33	1	35	38	31	31	42
吨成本（元）	33	28	35	46	28	35	44	29	29	38
吨毛利（元）	3	-15	-10	-13	-27	-1	-7	3	2	3
吨期间费用（元）	5	-2	8	-5	0	4	9	5	5	0
吨净利（元）	0.5	-4	-8	-6	-21	-3	-3	3	3	5
销量（万吨）	-6.5%	-1.0%	22.5%	-7.1%	-1.1%	-3.4%	-13.0%	-0.2%	2.1%	6.8%

资料来源：wind，民生证券研究院

以环渤海动力煤价(Q5500K)为例。2021 年 6-9 月价格同比涨幅超过 100 元/吨，在 17%-

27%，最大涨幅幅在 10 月-12 月，同比攀升 215 元/吨左右。随后逐步回落，12 月底为 737 元/吨，同比增长 155 元/吨，对应涨幅 21%。到 2022 年 4 月底，价格仍然在 736 元/吨左右，同比涨幅 24.6%。因此，一季度水泥毛利仍受煤价上涨的负面影响。

图 13：环渤海动力煤(Q5500K)价格走势（元/吨，右：同比）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 骨料：盈利贡献加快

骨料加速布局，盈利贡献加快。骨料拥有单体项目耗资大、审批难的特点，资金与资源是天然屏障，毛利率大多维持在 60%以上。当前海螺水泥、华新水泥、天山股份、中国建材、中国电建的骨料规模较为突出，上峰水泥、万年青等也在加快布局。**骨料的盈利能力有区域特征**，西北等偏远地区，骨料产能相对丰富，需求相对偏低，因此骨料毛利率并不高，例如祁连山骨料毛利率仅为 35.4%。

- **华新水泥**：全年销售骨料 3497 万吨，同比大幅增长 52%，平均每吨收入 58.7 元（同比+7.4 元），吨毛利 38.5 元（同比+6.4 元），骨料毛利率仍维持高位，为 65.6%，同比增加 3.03 个百分点。期末骨料产能 1.54 亿吨/年（期初 5500 万吨/年）。2022 年华新计划销售骨料 7822 万吨（同比+124%）。
- **海螺水泥**：全年骨料产能 6580 万吨，骨料及石子收入 18.2 亿，同比增长 77.5%，收入占比提升至 1.08pct，同比+0.5pct，目前仍然较小，毛利率 65.7%。2022 年海螺计划新增骨料产能 4400 万吨（2021 年实际新增 750 万吨）。
- **上峰水泥**：宁夏基地骨料产能达到 600 万吨，叠加华东现有，骨料及块石产能已超 1500 万吨，全年销售骨料及石块 1335 万吨，同比+3.3%，砂石骨料毛利率为 79.9%。

表 18：2021 年水泥上市企业骨料指标

	海螺水泥	华新水泥	上峰水泥	冀东水泥	祁连山	天山股份	宁夏建材	塔牌集团	万年青	福建水泥
骨料产能（万吨）	6,580	15400	1500	-	-	19000	-	-	900	-
骨料销量（万吨）	-	3497	1335	-	90.31	8570	719.62	-	-	-
骨料毛利率	65.7%	65.6%	79.9%	45.1%	35.4%	46.3%	52.1%	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 资本开支：海螺、华新继续加速扩张

(1) 从短/长期借款+1 年内非流+应付债券合计角度，明显下降的包括：福建水泥-10%，宁夏建材-9%，祁连山-4%，但正在扩张的包括上峰水泥+61%，万年青+31%，华新水泥+29%，冀东水泥+21%，天山股份+20%，海螺水泥+13%。经历资产负债表修复，水泥企业呈现分化，万年青、上峰、华新在新一轮扩张更显著。

(2) 2022 年明显加大骨料、商混等领域的业务布局，华新计划销售混凝土 1807 万方（同比+100%），骨料 7822 万吨（同比+124%）；海螺计划新增骨料产能 4400 万吨，商混 1020 万方，熟料产能 460 万吨，水泥产能 140 万吨（2021 年实际新增产能为：骨料 750 万吨，商混 1050 万方，熟料 720 万吨，水泥 1425 万吨）；祁连山计划生产骨料 5000 万吨，商品混凝土 2000 万方（对比 2021 年产量分别为 178 万吨、141 万方）。

(3) 从购置固定/无形资产和其他长期资产支付的现金角度，海螺水泥、华新水泥、上峰水泥均有明显增长。

(4) 从资产负债率角度，天山股份、上峰水泥增加约 4pct，福建水泥下降 5pct，整体来看上升 0.36pct。

表 19：2021 年水泥上市企业资产扩张相关指标对比

	海螺水泥	华新水泥	上峰水泥	冀东水泥	祁连山	天山股份	宁夏建材	塔牌集团	万年青	福建水泥
资产负债率	16.8%	44.1%	40.3%	44.0%	21.9%	68.0%	21.2%	15.0%	37.5%	55.4%
——同比（百分点）	0.48	2.69	3.67	-1.45	0.02	4.12	1.89	-2.06	-0.80	-4.95
短/长期借款+1 年内非流+应付债券（亿元）	118.54	102.66	25.24	170.99	4.34	813.99	3.92	0.00	23.82	12.24
——同比	13%	29%	61%	21%	-4%	20%	-9%	-	31%	-10%
购置固定/无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）	152.0	62.3	11.1	23.0	12.8	200.2	2.6	8.1	12.3	3.5
——同比	52%	74%	30%	-1%	9%	27%	13%	3%	-18%	-44%

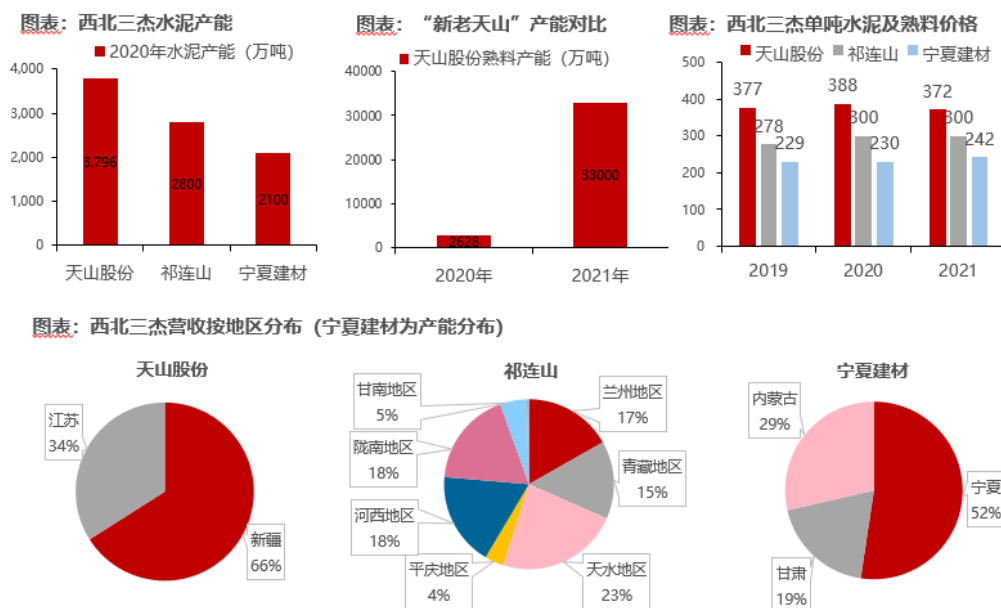
资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 重组&股权投资：新天山启航，西北水泥重组提速

近 5 年中国建材水泥资产重组历程：

- 2016 年 8 月，为解决同业竞争，中材集团无偿划转进入中国建材，重组后母公司更名为中国建材集团
- 2017 年 11 月，中国建材集团承诺，3 年内综合运用委托管理、资产重组、股权置换、业务调整等多种方式，稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题
- 2020 年 7 月，天山股份公告拟收购母公司中国建材旗下水泥板块资产，包括中联水泥、南方水泥、北方水泥、西南水泥、中材水泥等，但本次重组不涉及宁夏建材、祁连山
- 2021 年 9 月，天山股份重组资产过户完成，新天山正式启航。2021 年底“新天山”共计熟料产能 3.3 亿吨，商品混凝土产能 4.2 亿吨，骨料产能 1.9 亿吨，均居全国第一。

- 2022 年 4 月,宁夏建材拟以向中建信息全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并中建信息,并向天山股份出售旗下水泥等相关业务的控制权。中建信息 2021Q1-3 实现营业收入 114.31 亿元(同比-6.85%),归母净利润 3.28 亿元(同比+9.90%),PB 为 1.33x(用前三季度净资产测算)。
- 2022 年 4 月,祁连山拟向中国交建、中国城乡下属部分资产进行置换,不足部分发行股份购买。

图 14：天山股份、祁连山、宁夏建材产能等各项指标


资料来源：wind，民生证券研究院

注：天山股份营收地区分布为 2020 年数据，祁连山、宁夏建材为 2021 年数据

此外，其他收并购、股权投资还包括：

2021 年 3 月，上峰水泥出资 1.05 亿元，收购内蒙古松塔水泥有限责任公司 85% 股权。

2021 年 4 月，浙江南方水泥收购浙江杭州大马水泥有限公司股权，收购完成后，杭州大马水泥成为浙江南方水泥全资子公司，南方水泥将显著提高自身在杭州市场的占有率。

2021 年 8 月，冀东水泥与台泥联合收购代县宏威水泥。

2021 年 7 月至 10 月，海螺水泥以自有资金通过集中竞价方式买入亚泰集团 1.62 亿股股份，占已发行股份数量的比例为 5%，构成举牌。

2021 年 11 月，天山股份收购新疆博海水泥，有利于天山水泥的整体战略布局，巩固在新疆的龙头地位。

2021 年 11 月，海螺水泥收购鸿丰水泥 51% 股权，至此，海螺水泥在粤熟料产能跃居首位，成为广东省最大的水泥企业。

2021 年 12 月，华润水泥收购良田水泥 51% 股权，增强对粤北市场的影响力，巩固两广市场的主导地位。

2021 年 12 月，冀东水泥收购华润福龙水泥 72% 股权，优化山西产能结构。

2021 年 12 月，海螺水泥拟参与认购西部建设定增，若认购完成，公司将持有西部建设 16.3% 的股份，成为其第二大股东。

2.4 小结：预期 2022 年受益稳增长

水泥用于地产链/基建链的开工端，我们预计 2022 年 5 月基本面或出现拐点，短期虽然总需求不振、受疫情干扰，但库存已呈现稳定，主因多地加大错峰。截至 4 月底，水泥库容比 67.6%，错峰生产同步执行，例如山西 4 月 16 日全省错峰 15 天，粤东&粤西 4 月错峰 10 天、减产 30%，云南受益错峰库存降至中等、计划 Q2 错峰增加 10 天，贵州 4 月错峰减产 50%，广西、湖南长株潭陆续执行错峰，河南 4 月 16 日起错峰 5-10 天、已有 80% 产线停产。

标的重点推荐【上峰水泥】【华新水泥】【苏博特】【海螺水泥】，关注【宁夏建材】【天山股份】【祁连山】。

3 玻纤&碳纤：均获开门红，玻纤出口景气突出

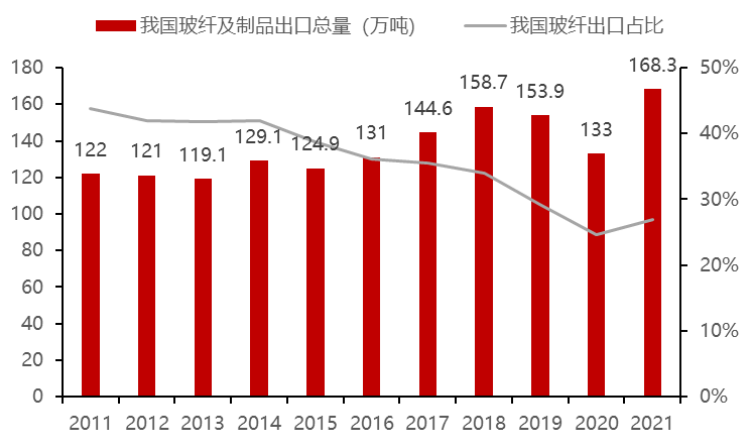
3.1 需求端：出口持续向好，国内关注风电+新能源车

出口维持高景气。根据卓创资讯：2021 年我国玻纤及制品出口总量达 171.3 万吨，同比+25.2%，出口金额 31.17 亿美元，同比+42.1%；**2022Q1 我国玻纤及制品出口总量 54.5 万吨，同比+49.7%，出口金额 9.52 亿美元，同比+49.6%。**

需求端：(1) 欧洲需求高景气领域为新能源，汽车工业热塑短切+风电纱；(2) 北美需求高景气领域为汽车工业热塑短切+房地产。

供给端：俄乌冲突加剧欧洲能源危机，天然气价格高企，当地玻纤产线生产成本低，依赖于中国玻纤供给。

图 15：2011-2021 年我国玻纤及制品出口总量



数据来源：中国玻璃纤维行业协会，民生证券研究院

表 20：中国玻璃纤维纱及制品出口统计

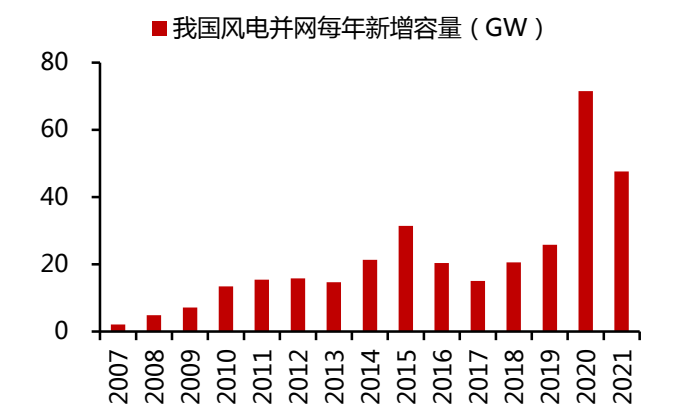
日期	出口数量 (kg)	同比 (%)	出口金额 (美元)	同比 (%)
2021 年 1 月	113365794	-17.40	211570725	2.91
2021 年 2 月	109545448	18.20	184296184	59.14
2021 年 3 月	141364305	-19.91	240580584	-3.51
2021 年 4 月	130828690	8.76	240514699	32.08
2021 年 5 月	134390856	42.94	251254447	59.04
2021 年 6 月	146549169	63.68	270569999	74.25
2021 年 7 月	132138290	30.01	251700659	41.39
2021 年 8 月	161063275	47.11	300761641	71.71
2021 年 9 月	148581196	37.26	219207034	25.14
2021 年 10 月	163420850	43.58	303227787	62.87
2021 年 11 月	162845493	44.37	307199056	53.89
2021 年 12 月	168692326	51.58	336229596	57.46
2022 年 1 月	179303689	58.16	330704255	56.31

2022 年 2 月	156520537	42.88	267125713	44.94
2022 年 3 月	209640945	48.30	354581990	47.39

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

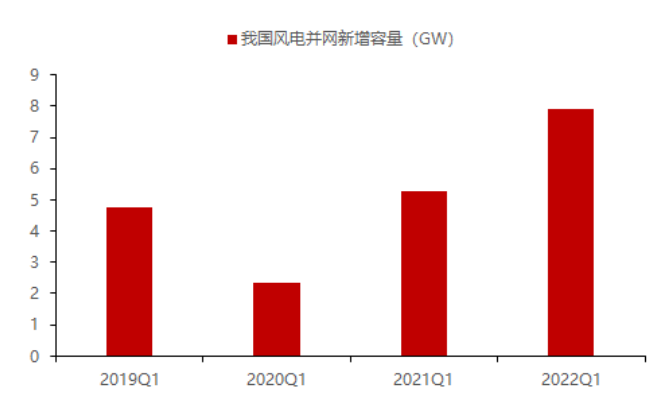
风电：需求受风电装机量影响。2020 年是我国陆上风电项目享受补贴的最后一年，“抢装潮”下全年风电并网新增容量 71.48GW；2021 年为我国海风国补最后一年，全年海风并网新增容量 16.9GW，同比+340%，全年风电并网新增容量 47.57GW；根据《风能北京宣言》规划，“十四五”期间保证我国风电年均新增装机 50GW 以上，2025 年后年均新增装机容量应不低于 60GW。**2022Q1 我国风电并网新增容量 7.9GW，同比+50.2%。**

图 16：2007-2021 年我国风电并网每年新增容量



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

图 17：2019Q1-2022Q1 我国风电并网新增容量



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

汽车：玻纤复材为汽车轻量化重要材料，在汽车的前端模块、发动机罩、装饰部件、新能源汽车电池保护盒、复合材料板簧中被广泛运用，可有效降低整车质量，“双碳”背景下对燃油车降低油耗+新能源汽车续航里程提升具有显著作用，**新能源汽车轻量化需求迫切。**

单车用量提升空间大：1) 改性塑料使用率低于欧美国家。2020 年我国乘用车（非新能源）单车改性塑料使用量为 160 千克（其中复合材料占 11.5%，玻纤为主），使用质量占比为 13%，而欧美国家单车改性塑料使用质量占比达 19%（250-310kg）德系车单车达 25%（340-410kg）；**2) 新能源车渗透率迅速提升。**2021 年新能源车销量达 352 万辆，同比+157%，渗透率为 16.4%，较 2020 年提升 9.6 个百分点；**2022Q1 新能源汽车产销量分别为 129.3 万辆和 125.7 万辆，同比均+140%，渗透率达 19.3%。**新能源汽车单车玻纤用量（约 175kg）高于燃油车，渗透率迅速提升带动车用玻纤增强复合材料放量。

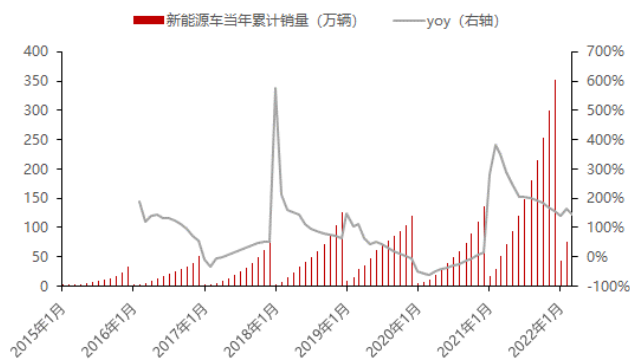
轨道交通：轨道交通建设特别是高铁建设为玻纤复材行业带来新机遇。在高速铁路领域，复合材料除用作内部设备和装饰材料外，承重结构上的应用越来越广泛。

建筑材料：玻纤在建筑建材领域需求量最大，欧洲和美国建筑市场消费比重长期保持在 31%、38%左右，我国基本维持在 34%左右（来源：郭芳芳《玻璃钢/复合材料在建筑结构中的应用与发展趋势》）。我国玻纤主要用于基建领域，美国玻纤主要用于房地产市场。

- **国内受益稳增长政策，基建投资回暖。**玻纤大量用于各类基础设施建设，属于中低端应用但需求量大。应对今年稳增长压力，基建投资在当前时点发挥“抓手”作用更为合适。基建既不缺项目、也不缺资金，**稳增长目标坚定，预期防疫结束后，3-4 月积压需求加快释放，基建链继续对冲下行压力。2022Q1 我国基建投资完成额同比+10.48%。**

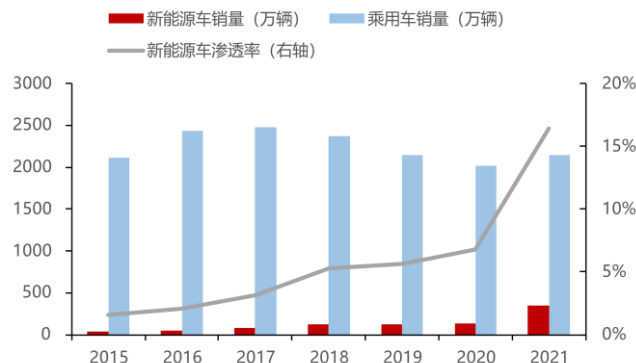
- **海外地产需求旺盛。**2020 年 7 月美国单月新建住房销售达 2007 年以来最高值,2021-2022Q1 地产景气度延续。

图 18：2021 年我国新能源车销量同比+157%



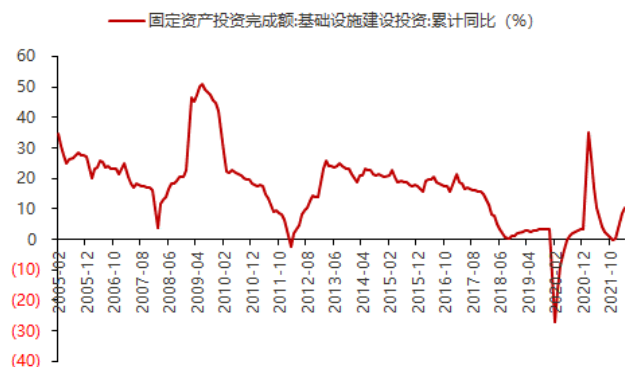
资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

图 19：我国新能源车渗透率迅速提升



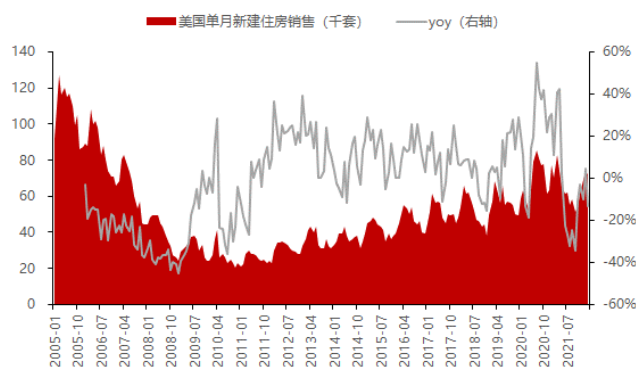
资料来源：中国汽车工业协会，民生证券研究院

图 20：2005-2022Q1 我国基建投资增速



资料来源：wind，民生证券研究院

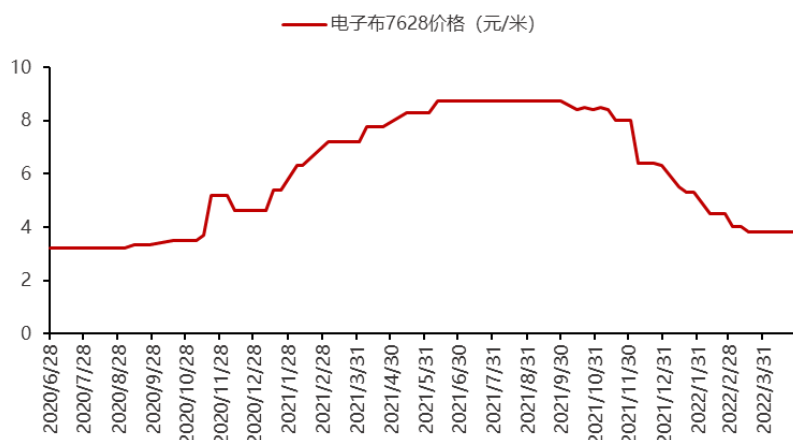
图 21：2005-2022Q1 美国单月新建住房销售套数



资料来源：wind，民生证券研究院

电子电器：现阶段国内电子布（7628）主流市场报价 3.8 元/米（泰山玻纤 3.4 元/米、重庆国际 3.8 元/米、林州光远 4.0 元/米），2022 年 3 月底（3.7 元/米），2022 年 2 月底（4.5 元/米）1 月底（5.3 元/米）；2021 年 12 月底（6.3 元/米）11 月底（8-8.5 元/米）10 月底（8.3-8.5 元/米）9 月底（8.7-8.8 元/米）8 月底（8.7-8.8 元/米）7 月底（8.7-8.8 元/米）6 月底（8.7-8.8 元/米）5 月底（8.4 元/米）4 月底（7.5-8.0 元/米）3 月底（7.2 元/米）2 月底（6.3-6.5 元/米）1 月底（5.5-5.7 元/米）；2020 年 12 月底（4.5-4.7 元/米）11 月底（3.6-3.7 元/米）。

我们预计电子布价格或已探底，后续价格向稳：当前行业除巨石外可能出现亏损，一方面抑制行业投产动力，另一方面巨石通过关停、冷修 2 条老线（巨石攀登）平衡供需关系。

图 22、重庆国际 7628 电子布价格


数据来源：卓创资讯，民生证券研究院

3.2 供给端：新增趋缓，产能投放多在 2022H2

2021 年投放产能较大，我们测算当年新增产能 82 万吨，且下半年投放更多，**有效产能增量约 44.3 万吨**（其中 2021 年实际投放产能冲击 25.6 万吨，2020 年老产线爬坡产能冲击 18.7 万吨），**产能冲击约 7.9%**（产能冲击=当年新增有效产能/前一年在产产能）。

虽然 2021 年新增产能爬坡结束后，对 2022 年实际冲击较大，但我们预计 2022 年新产能**投放**在**边际放缓**，且**增量主要来自龙头企业**。我们测算 2022 年当年新增产能 45.5 万吨，其中巨石预计占增量产能的 80%，并于 2022H2 甚至近年底投放，有效供给增速趋缓。**预计 2022 年有效产能增量约 64.7 万吨**（其中 2022 年实际投放产能冲击 16.2 万吨，2021 年老产线爬坡产能冲击 48.5 万吨），**产能冲击约 10.1%**。

我们提示，更应关注 2022 年内实际投放产能冲击而非 2021 年老产线爬坡产能冲击：老产线在 22Q1 已完全（如巨石桐乡智能 3 线、巨石桐乡智能 4 线）或大部分（如长海 10 万吨新线、山玻 3 线 6 改 10）贡献增量产能，在国内部分区域运输、下游客户需求受疫情干扰的情况下，粗纱价格仍然坚挺，巨石、长海等公司 Q1 业绩超预期开门红，证明在出口持续高景气情况下，该部分增量供给已基本消化，更应关注后续产能边际变化以及“双碳”背景下行业新建产能审批严格程度。

表 21：我们测算 2021 年当年新增产能 82 万吨，产能冲击 44.3 万吨

2021 年玻纤行业产能情况						合计 82 万吨	合计 44.3 万吨
2021 年新增产能计划		新增合计（万吨）：	72	开工时间	点火时间	当年新增产能 （万吨）	产能冲击 （万吨）
刑台金牛	点火	年产 10 万吨无碱粗纱池窑线	10	2019 年底	2021 年 3 月投产	10	6
刑台金牛	在建	年产 10 万吨无碱粗纱池窑线	10	2019 年底		0	0
中国巨石	点火	年产 15 万吨无碱粗纱池窑智能 3 线	15	2020 年 9 月底	2021 年 5 月投产	15	7.5
中国巨石	点火	桐乡 6 万吨电子纱产线 3 亿平米电子布	6		2021 年 3 月投产	6	4

中国巨石	点火	年产 15 万吨无碱粗纱池窑智能 4 线	15		2021 年 8 月投产	15	4
长海股份	点火	年产 10 万吨无碱粗纱池窑线	10		2021 年 9 月投产，但实际产能释放略迟	10	0
泰山玻纤	点火	满庄基地 9 线年产能 10 万吨/年	10		2021 年 9 月投产	10	2
泰山玻纤	点火	邹城基地 6 线年产能 6 万吨/年	6		2021 年 12 月投产	6	0
2021 年冷修计划		冷修合计：	34	冷修时间	点火时间	当年新增产能	产能冲击
邢台金牛	冷修后已投产	年产 4 万吨无碱粗纱池窑线	4	2021 年 2 月	2021 年 3 月点火	0	-0.3
内江华原	冷修后已投产	6 线 5 万吨	5	2021 年 3 月	2021 年 5 月点火	0	-0.8
重庆国际	冷修后已投产	长寿 F08 线 8 改 12 主要产热塑玻纤纱	8	2021 年 2 月	2021 年 4 月点火	4	4
山东玻纤	冷修后已投产	3 线 6 改 10	6	2021 年 7 月	2021 年 10 月点火	4	-0.8
泸州天蜀	冷修后已投产	一条无碱粗纱池窑产线 3 改 5	3	2021 年 8 月	2021 年 9 月点火	2	0

资料来源：卓创资讯，公司公告，民生证券研究院测算

表 22：我们测算 2022 年当年新增产能 45.5 万吨，产能冲击 64.7 万吨（主因 2021 年投产线爬坡释放）

2022 年玻纤行业产能情况						合计 45.5 万吨	合计 64.7 万吨
2022 年新增产能计划		新增合计（万吨）：	52	开工时间	点火时间	当年新增产能 （万吨）	产能冲击 （万吨）
邢台金牛	在建	年产 10 万吨无碱粗纱池窑线	10	2019 年底	假设第二条投出来	10	5
中国巨石	在建	桐乡 10 万吨电子纱产线 3 亿平米电子布	10		计划 22Q2 投产	10	5
中国巨石	在建	成都 3 线 15 万吨无碱粗纱池窑	15		计划 22Q3 投产	15	4
中国巨石	在建	埃及 4 线 12 万吨无碱粗纱	12		最快计划 22Q4 投产	12	2
重庆国际	在建	F08 5 万吨无碱粗纱池窑线	5			5	2
泰山玻纤	已发公告拟投建	山东邹城 6 万吨高模高强玻纤产线项目		2022 年 4 月发布拟投产公告			
重庆国际	在建	重庆国际长寿 15 万吨玻纤智能线		2022 年 1 月投产			
清远建韬	在建	邹城基地 6 线年产能 12 万吨/年			2017 年 4 月动工，计划 2018 年点火，推迟		
重庆三磊	在建	黔江二线 8 万吨产线			缺资金		
2022 年冷修计划		冷修合计：	27.5	冷修时间	点火时间	当年新增产能	产能冲击
山东玻纤	未冷修	5 号线 6 改 10，后改为冷修后 6 改 17	6	预计 2022H2 或 2023 年冷修		0	0

泰山玻纤	停产	邹城电子纱 1 线产能 1.5 万吨/年停产	1.5	2022 年 1 月停产		-1.5	-1.5
中国巨石	预计今年冷修	桐乡 8 改 10	8	计划 2022 年冷修	节奏晚一点	2	0
中国巨石	冷修后待复产	国内 4 改 5	4	预计 2021 年 11 月或 者 2022 年初冷修		1	1
中国巨石	已发冷修公告	埃及基地一线 8 改 12	8	公告日期为 2021 年 3 月，但因欧洲需求旺未 冷修，预计等埃及 4 线 投产后冷修		-8	-1.3
长海股份	已发冷修公告	天马集团拟将原 3 万吨 玻纤产线技改为年产 8 万吨高强高模量纱及深 加工制品产线	3	预计最早为 22H2		0	0

资料来源：卓创资讯，公司公告，民生证券研究院测算

3.3 价格端：高位运行，2021 年盈利弹性充分释放

2021 年粗纱价格：2021H1 延续了 2020H2 连续上扬走势 6 月份涨势趋于平缓；7-8 月粗纱价格小幅松动；随后传统小旺季助推玻纤价格再次走高，截至 10 月底，粗纱价格已涨至历史高位，11-12 月价格高位维持稳定。卓创数据显示，2021 年全国缠绕直接纱 2400tex 均价为 6021 元/吨，同比+1614 元/吨。

2021 年龙头企业吨指标数据分析：1) 吨售价较 2020 年均有 1500 元以上提升，基本与粗纱涨幅相符；2) 吨成本较 2020 年有 150-370 元左右提升，主因原材料、燃料价格涨幅大；3) 除山玻外，吨净利、吨扣非净利有 400-500 元左右差距，非经常性损益主要为玻纤企业出售铈粉；4) 吨扣非净利较 2020 年有 1000 元左右提升。5) 巨石销量同比增速高于其他企业。

表 23：2019-2021、2019Q1-2022Q1 玻纤板块收入增速对比

项目	营收增速							2021Q1VS2019Q1 (CAGR)	
上市公司	2019	2020	2021	2021H1	2021H2	2020Q1	2021Q1	2022Q1	
中国巨石	4.6%	11.2%	68.9%	76.7%	50.7%	-2.2%	63.6%	28.4%	27.2%
长海股份	7.6%	-3.4%	29.4%	30.4%	28.5%	-23.8%	40.0%	36.1%	13.2%
山东玻纤	-1.7%	11.5%	41.4%	61.0%	18.6%	-	71.8%	13.0%	39.3% (2020Q1-2022Q1)
中材科技	16.8%	12.4%	29.7%	35.3	25.3%	8.8%	36.4%	18.3%	20.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2019-2021 年为玻纤板块同比增速；巨石、长海、中材 2021H1-H2 数据为玻纤板块同比增速，山玻 2021H1-H2 数据为整体营收同比增速；2020Q1-2022Q1 数据为整体营收增速

表 24：2021 年玻纤上市企业吨指标对比（包含制品）

	中国巨石	长海股份	山东玻纤	中材科技
吨售价（元）	7584	8439	6021	7884
吨成本（元）	3802	4992	3545	4515
吨毛利（元）	3782	3447	2476	3369

吨期间费用(含研发)(元)	1069	1291	879	-
吨净利(元)	2562	2805	1388	2604
吨扣非净利(元)	2189	2397	1342	2097
销量(万吨)(含制品)	235	20	40	111

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：中材业务中还包含风电叶片、锂膜等，吨期间费用参考意义小；长海吨期间费用、吨净利、吨扣非净利包含树脂业务

表 25：2021 年玻纤上市企业吨指标同比情况

	中国巨石	长海股份	山东玻纤	中材科技
吨售价(元)	2289	1653	1572	1584
吨成本(元)	367	318	354	157
吨毛利(元)	1922	1335	1218	1427
吨期间费用(含研发)(元)	341	-80	7	
吨净利(元)	1404	1425	931	1522
吨扣非净利(元)	1258	1107	915	1016
销量(万吨)(含制品)	+26.69 万吨(+12.8%)	+0.79 万吨(+4.02%)	+0.96 万吨(+4.43%)	+5 万吨(+4.72%)

资料来源：Wind，民生证券研究院

2022 年以来玻纤价格高位维持稳定，需求端基本消化 2021H2 新增产能冲击。4 月下旬国内无碱 2400tex 缠绕直接纱各企业主流报价：泰山玻纤 6400-6500(送到)、重庆国际 6200(出厂)、内江华原 6100-6200(送到)、长海股份 6000，无碱池窑粗纱市场价格主流走稳，多数池窑厂报价无变动，市场存在一定观望情绪，部分厂成交偏灵活。(来自：卓创资讯)

图 23：全国缠绕直接纱 2400tex 均价(元/吨)



数据来源：卓创资讯、民生证券研究院

表 26：2019-2020、2019Q1-2021Q1 玻纤板块毛利率对比

上市公司	毛利率(%)					
	2019	2020	2021	2020Q1	2021Q1	2022Q1
中国巨石	36.8	35.1	49.9	31.4	43.5	44.6
长海股份	34.7	31.1	40.8	29.9	33.0	38.8
山东玻纤	28.9	28.2	41.1	27.6	34.8	36.5
中材科技	32.1	30.8	42.7	26.6	30.9	29.8

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2019-2021 年为玻纤业务(含制品)毛利率，2020Q1-2022Q1 为整体毛利率

3.4 资本开支：龙头领先，加快布局“十四五”

资产负债率方面，2021 年中国巨石资产负债率 46.3%，同比-3.7pct，最低为长海股份，仅 25.7%，但同比+2pct（扩建明显），最高为中材科技 58.5%，同比+0.2 pct，山东玻纤 53.6%，同比-7.1pct，2020 年上市后资产负债率下降明显。

（1）从短/长期借款+一年内非流+应付债券合计角度，变化平稳，中材科技（+10%）、中国巨石（+7.1%）、山东玻纤（+3.3%）、长海股份（-1.3%）。

（2）从购置固定/无形资产和其他长期资产支付的现金角度，长海股份（+309%）、中国巨石（+139%）、山东玻纤（-22%）、中材科技（-33%）。

（3）从重点在建工程角度，中国巨石包括巨石埃及年产 12 万吨玻纤池窑拉丝生产线建设项目及配套工程，年产 10 万吨电子纱暨年产 3 亿米电子布生产线建设项目；长海股份包括全资子公司天马集团原年产 3 万吨玻纤产线技改为年产 8 万吨高强高模量纱及深加工制品产线（已发公告，尚未动工），天马集团原年产 2.5 万吨不饱和聚酯树脂生产线改扩建后达到 10 万吨产能；山东玻纤包括 5 号线冷修后“6 改 17”项目（已发公告，尚未动工）；中材科技包括年产 4.08 亿平锂电池隔膜项目，锂电池隔膜 17-18#生产线等。

表 27：2021 年玻纤上市企业资产扩张相关指标对比

	中国巨石	长海股份	山东玻纤	中材科技
资产负债率（%）	46.3	25.7	53.6	58.5
——同比	-3.7pct	2.0 pct	-7.1 pct	0.2pct
短/长期借款+1 年内非流+应付债券（亿元）	118.6	4.6	18.7	107.1
——同比	7.1%	-1.3%	3.3%	10%
购置固定/无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）	36.6	10.9	2.3	18.0
——同比	138.7%	308.6%	-22.1%	-33.3%

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.5 玻纤小结：超预期开门红，关注供需关系重塑

玻纤预期差正在蓄力，关注供需关系重塑。我们重点提示 3 个方面：一是玻纤业绩领先建材板块，玻纤上市公司 Q1 业绩同比量价齐升、受益海外；二是下游景气交织上行，汽车轻量化、风电领域继续提速；三是成本上涨抑制供给（国内+海外），包括能源和材料成本、双碳审批成本。

标的方面，继续推荐【中国巨石】【长海股份】，关注【山东玻纤】【中材科技】。

3.6 中复神鹰：龙头启航，碳纤维国产替代正当时

中复神鹰 2022 年 4 月在科创板上市，Q1 业绩开门红，实现营收 4.6 亿元，同比+229%，归母净利 1.18 亿元，同比+200.8%，扣非净利 1.16 亿元，同比+214.8%。销售毛利率、销售净利率分别为 46%、25.63%，同比-6.57pct、-2.4pct。Q1 业绩超预期，营收、归母净利均超出预告上限（预告为营收 4-4.5 亿元，归母净利 0.8-0.9 亿元，扣非净利 0.75-0.85 亿元）。

● 碳纤维同比量价齐升：

①价格方面，根据行业数据，碳纤维价格环比略有提升、同比涨幅大，Q1 华东 T300(48K)、T300(12K)、T700(12K)碳纤维均价分别为 144、190、260 元/kg，同比涨幅分别为+17.67%、+34.86%、+38.79%，环比涨幅分别为+1.84%、+3.31%、+9.37%。

②销量方面，Q1 粗纱+制品销量同比增长，增量来自西宁万吨项目产能释放，2021 年末已投产 8000 吨，投产初期存在调试、爬坡阶段，预计截止 1 季度一期已全部投产。

③成本方面，Q1 华东丙烯腈市场均价 11492 元/吨，同比-2046 元/吨；西宁电价较连云港基地有成本优势，预计单位电力成本随西宁项目投产继续下行。此外，估计 Q1 疫情影响连云港基地物流。

● 期间费用率下降明显，规模效应开始显性

公司期间费用率合计 15.41%，同比-9.09pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.11%、7.89%、5.04%、2.34%，同比-0.09pct、-9.4pct、-0.95pct、+1.36pct。管理费用率下降明显，预计规模效应开始凸显；研发费用同比+176.7%，主因本期加大航空级碳纤维及预浸料等研发支出；财务费用同比+669.2%，主因西宁万吨项目部分产能投产，长期借款利息由资本化转为费用化。22Q1 期末短期借款 6.27 亿，期初为 5.76 亿，期末长期借款 16.26 亿，期初为 10.59 亿；22Q1 期末存货 1.65 亿，期初为 1.54 亿，预付款项较期初增加 2202 万元。

● 国产替代正当时，中小丝束持续高景气：

①需求多维成长，应用远景广阔。碳碳复材、压力容器、风电叶片持续高增，“十四五”期间国产碳纤维供应量 CAGR 达 35%。2021 年我国碳纤维需求国产化率达 47%（数据来源：赛奥碳纤维），较 2020 年提升 9pct，国产替代正当时。

②中小丝束持续高景气。公司产品结构以规格在 24K 及以下的中小丝束碳纤维为主，受益下游光伏热场材料、氢能源商用车等高景气，预计压力容器、碳碳复材、航空航天等高毛利业务营收占比持续提升。

4 玻璃：浮法“倒 U” 走势，光伏新产能加速

4.1 浮法玻璃：全年“倒 U” 走势，受地产拖累明显

2021 年是竣工大年，催化玻璃量价齐升，但全年景气“倒 U” 走势，大起大落受地产拖累。

从价格角度，2021 年 8 月创近年新高，玻璃均价超过 3000 元/吨。玻璃行业长期严控产能，供需关系波动大，例如 2020H2-2021H1 玻璃需求超预期，推动价格在 2021 年 8 月冲顶，9-10 月开始大幅回落至今，中间也发生过小幅反弹。

从产量角度，2021 年浮法玻璃累计产量 101665 万重箱，同比+7.5%，与玻璃同步的竣工数据表现同样强劲，2021 年房屋竣工面积累计同比+11.18%，住宅竣工面积累计同比+10.78%。2021 年下半年开始的压力延续至今，Q1 房屋竣工面积累计同比-11.47%，其中，住宅竣工同比-11.27%，平板玻璃累计产量 25344 万重箱，虽然同比+2.31%，但产量与库存同增、价格萎靡。

从需求端看，2021 年我们主要关注①房屋新开工向竣工端的自然传导；②“三道红线”促使房企加快竣工、降低负债；③门窗比放大；④汽车、出口等。2022 年我们的观察内容发生变化，主要关注①“烂尾楼”交付何时加速；②新开工下行何时传导至竣工端。

从供给端看，2021 年冷修复产 20 条产线，新增冷修产线 16 条，净新增产能 2550T/D，新增复产产能集中在 6 月（价格高）。截止一季度末，全国浮法玻璃生产线共计 304 条，在产 260 条，一季度冷修复产 2 条，冷修 6 条。

表 28：2020-2021、2020Q1-2022Q1 玻璃板块收入增速对比

上市公司	营收增速						2022Q1VS2020Q1
	2020	2021	2021H1	2021H2	2021Q1	2022Q1	
旗滨集团	3.60%	51.12%	78.89%	33.13%	125.00%	4.79%	66.88%
南玻 A	1.90%	27.72%	49.51%	12.28%	73.40%	-7.35%	25.33%
金晶科技	-7.20%	41.72%	53.54%	32.20%	46.90%	21.20%	47.57%
凯盛科技	12.20%	24.79%	70.11%	-4.51%	97.50%	-19.18%	80.18%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 29：2020-2021、2020Q1-2022Q1 玻璃板块毛利率对比

上市公司	毛利率			
	2020	2021	2021Q1	2022Q1
旗滨集团	37.3	50.2	51.7	34.0
南玻 A	30.2	35.1	37.3	29.5
金晶科技	20.2	34.3	30.2	18.7
凯盛科技	15.0	16.5	13.3	13.2

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 30：2021 年玻璃冷修生产线

序号	生产线	地址	日熔量（吨）	时间
1	金晶集团滕州二线	山东	600	2021.02.01
2	信义芜湖一线	安徽	500	2021.02.08

3	新疆晶华浮法玻璃厂	新疆	600	2021.03.05
4	成都台玻二线	四川	900	2021.04.28
5	广东中山玉峰三线	广东	600	2021.05.15
6	台玻东海改造二线	江苏	800	2021.06.18
7	河南中联玻璃厂一线	河南	700	2021.08.26
8	漳州旗滨玻璃公司五线	福建	600	2021.08.31
9	湖北三峡新型建材公司五线	湖北	600	2021.09.19
10	永年耀威玻璃有限公司	河北	500	2021.10.11
11	贵州贵耀材料科技有限公司	贵州	600	2021.10.16
12	山东金晶科技三线	山东	600	2021.11.15
13	云南云腾	云南	600	2021.11.25
14	荆州亿钧玻璃有限公司三线	湖北	1000	2021.12.05
15	广东中山玉峰二线	广东	500	2021.12.08
16	广东英德鸿泰二线	广东	900	2021.12.28
增加冷修生产 16 条，减少产能 6360 万重箱。			10600	

资料来源：中国玻璃信息网，民生证券研究院

表 31：2021 年玻璃冷修复产生产线

序号	生产线	地址	日熔量（吨）	时间
1	本溪迎新玻璃有限公司三线	辽宁	900	2021.01.08
2	亿钧（武汉）玻璃有限公司	湖北	700	2021.01.28
3	安阳安彩一线	河南	500	2021.02.28
4	青海耀华玻璃有限公司	青海	600	2021.03.24
5	东海台玻一线	江苏	800	2021.04.24
6	信义芜湖一线	安徽	500	2021.05.18
7	金晶集团滕州二线	山东	600	2021.05.29
8	唐山蓝欣二线	河北	500	2021.06.08
9	中国玻璃陕西一线	陕西	350	2021.06.19
10	台玻东莞一线	广东	700	2021.06.23
11	中国玻璃宿迁三线	江苏	600	2021.06.28
12	台玻集团成都二线	四川	900	2021.07.01
13	沙河长城玻璃有限公司七线	河北	1200	2021.07.08
14	唐山市蓝欣玻璃有限公司一线	河北	400	2021.08.08
15	福耀集团福清一线	福建	600	2021.08.14
16	重庆福耀玻璃有限公司二线	重庆	600	2021.09.25
17	广东中山玉峰三线	广东	600	2021.10.24
18	信义玻璃海南一线	海南	600	2021.11.15
19	河北润安二线	河北	700	2021.11.30

20	台玻东海改造二线	江苏	800	2021.12.08
恢复增加生产线 20 条，恢复产能 7890 万重箱。			13150	

资料来源：中国玻璃信息网，民生证券研究院

表 32：2022 年 1 月至今玻璃冷修复生产线

序号	生产线	地址	日熔量（吨）	时间
1	漳州旗滨玻璃有限公司四线	福建省	800	2022.01.11
2	湖北三峡新型建材股份有限公司三线	湖北	650	2022.01.19

资料来源：中国玻璃信息网，民生证券研究院

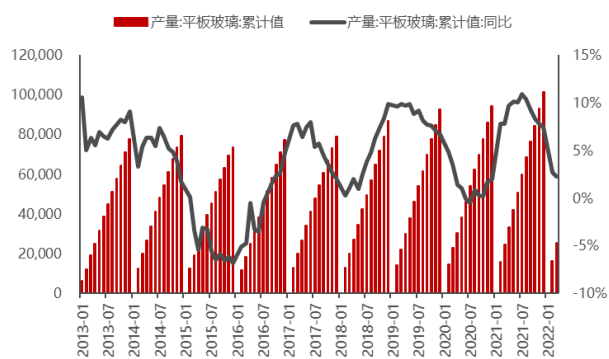
表 33：2022 年 1 月至今玻璃冷修生产线

序号	生产线	地址	日熔量（吨）	时间
1	重庆市赛德化工有限公司一线	重庆	400	2022.01.10
2	湖北明弘玻璃有限公司一线	湖北	900	2022.01.20
3	东台中玻特种玻璃有限公司二线	江苏	600	2022.01.28
4	威海中玻股份有限公司浮法二线	山东	450	2022.02.23
5	河源旗滨玻璃集团有限公司一线	广东	800	2022.03.08
6	信义玻璃（海南）有限公司二线	海南	600	2022.03.20
7	台玻集团青岛浮法玻璃有限公司一线	青岛	500	2022.04.06

资料来源：中国玻璃信息网，民生证券研究院

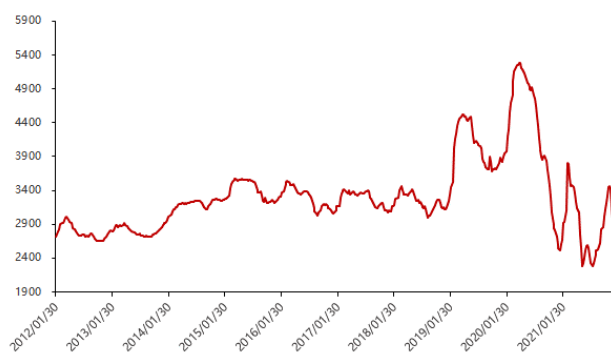
纯碱涨价侵蚀玻璃盈利。纯碱价格一路走高，于 2021 年 10 月底创 3800 元/吨新高，随后有所下降，截至 2021 年底，回落到 2700 元/吨附近，较高点下降 1100 元/吨以上，对应比例 29.5%，但同比仍有 82% 的涨幅。因此，2021Q4 至今，玻璃纯碱价格差同比仍保持下降趋势。

图 24：玻璃累计产量（万重量箱）及同比（%）

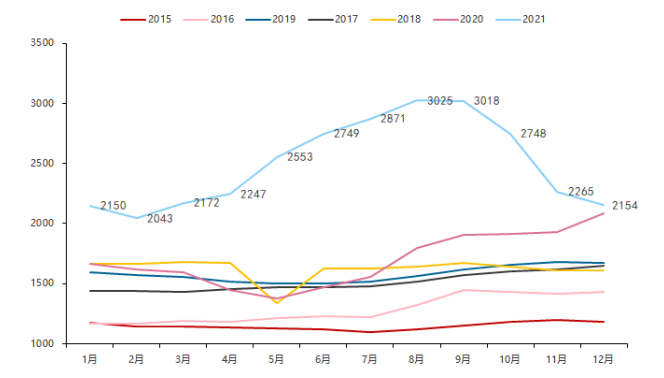


数据来源：wind、民生证券研究院

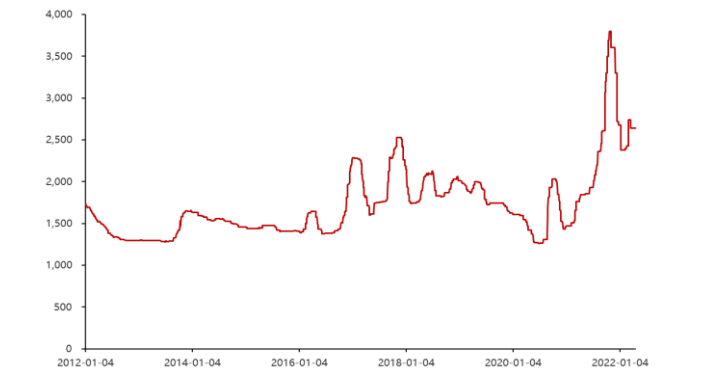
图 25：玻璃存货（万重量箱）



数据来源：玻璃信息网、民生证券研究院

图 26：2021 年全国玻璃均价（元/吨）（月均价）


数据来源：玻璃信息网、民生证券研究院整理

图 27：全国重质纯碱价格（元/吨）


数据来源：wind、民生证券研究院

2021 年，旗滨集团实现营收 145.73 亿，同比+51.1%，归母净利 42.34 亿，同比+131.9%，扣非后归母净利 41.52 亿，同比+140.7%。其中，单四季度营收 38.07 亿，同比+23.2%，归母净利 5.75 亿，同比-5.6%。全年毛利率、净利率分别为 50.24%、28.97%，同比+12.96、10.06pct；Q4 毛利率 37.56%，同比-4.7pct。

产销方面，2021 年公司生产各种浮法玻璃原片 11917 万重箱，同比+241 万重箱，销售各种浮法玻璃原片 11891 万重箱，同比+514 万重箱。**单箱指标方面**，经测算全年销售均价 104.4 元/重箱，同比+30.4 元/重箱。2021H2 原材料纯碱及燃料价格涨幅明显（成本占比超 80%的直接材料费同比+22.67%），报告期内公司单箱成本同比上升 4.1 元达 50.6 元，单箱毛利同比增长 26.3 元达 53.9 元。**价格方面**，2021H1 浮法玻璃高景气延续，7-9 月玻璃价格高位运行，9-10 月旺季不旺导致大幅降价，11 月末起地产政策边际宽松，保交房压力下竣工链回暖，叠加下游深加工企业库存低存在垒库需求，玻璃价格有所反弹。

“一体两翼”战略下，光伏玻璃、药用玻璃、电子玻璃业务接棒成长，2022 年建议重点关注光伏玻璃、药用玻璃板块。公司湖南郴州 1200T/D 光伏玻璃压延产线于 4 月 8 日投产，在建 4 条光伏压延玻璃产线投产后，总产能预计达 8500T/D。同时，光伏玻璃业务扩张提速，3 月 16 日公告拟在马来西亚投资新建 2 条各 1200 T/D 光伏玻璃产线及配套石英砂基地，4 月 7 日公告拟在云南昭通投资新建 4 条各 1200 T/D 光伏玻璃产线及配套石英砂基地，株洲新建 1 条 1200 T/D 光伏玻璃生产线。光伏玻璃 2 轮提价，分别是 3 月初第一轮、4 月初第二轮，4 月 7 日 3.2mm 镀膜主流大单报价 27.5 元/平方，环比上周上涨 5.8%，主因成本推涨。同时，加速推进集团基地厂房屋顶分布式光伏发电投资，预计总额 4.92 亿元，总建设装机容量 143.02MWp。此外，中硼硅药用玻璃良率不断提升，有望在客户端加速突破。

4.2 光伏玻璃：供给短期快速释放

需求端：光伏装机容量保持高增，双玻组件及大片化组件渗透率持续提升，推动光伏玻璃用需求空间稳定增长。据国家能源局数据，2021 年我国光伏新增装机规模为 52.97GW，同比增加 9.9%，截至 2021 年底，中国光伏发电累计并网装机量 306GW。受光伏组件装机量带动，截至 2021 年底，全国在产的光伏玻璃窑炉共 67 个，日熔量合计已达 4 万吨以上，同比增加近 40%，国内光伏玻璃产量首次超过 1000 万吨。根据中国光伏行业协会预计，“十四五”期间，我国光伏年均新增光伏装机 70-90GW；2025 年全球光伏新增装机将超过 300GW，年复合增长率超 20%；双玻组件渗透率将超过 60%，年均复合增长率超 16%。光伏玻璃作为光伏组件重要材

料，有望充分受益光伏终端需求成长。

供给端：《水泥玻璃行业产能置换实施办法》明确“光伏压延玻璃项目可不制定产能置换方案”，未来对光伏玻璃新增产能将通过各地能耗总体控制、组织行业专家论证等方式进行调整管控，根据行业各企业披露的产能建设计划，**预计 2022 年光伏玻璃新增产能投放仍将保持较高增速。**

首批光伏玻璃生产项目听证会于 2022 年 3 月举行。2022 年 3 月 22 日，江苏省首批 3 场光伏玻璃项目听证会召开，信义光伏（苏州）有限公司太阳能装备用轻质高透面板（4×1000t/d 光伏压延玻璃）制造基地项目、福莱特（南通）光伏玻璃有限公司年产 150 万吨太阳能装备用超薄高透面板及背板制造项目、江苏凯盛新材料有限公司年产 150 万吨光伏组件超薄封装材料项目等江苏省内三大在建、拟建光伏玻璃项目完成听证会程序。

随后，光伏玻璃听证会加快召开。根据政策要求，目前处于在建、拟建或 2020 年 1 月 3 日后投产的光伏压延玻璃产线需要在 2022 年 5 月 31 日前完成听证会论证。继江苏省首批听证会召开后，全国多地开始加快光伏玻璃项目听证会召开进度。截至 2022 年 4 月 12 日，已公告听证会信息的光伏压延玻璃产能共计约 23.4 万 t/d。（资料来源：中国建材报）

表 34：光伏玻璃生产项目听证会汇总（不完全统计）

地区	公司	产线	时间
安徽	中建材（合肥）新能源有限公司	太阳能装备用光伏电池封装材料项目（650t/d）	4 月 21 日
	彩虹（合肥）光伏有限公司	超薄高透光电玻璃产业化及工艺装备研发项目（750t/d）	4 月 21 日
	信义光伏产业（安徽）控股有限公司	光伏六期组件盖板项目（4×1000t/d）	4 月 21 日
	安徽信义光伏玻璃有限公司	信义江北光伏组件盖板项目（12×1000t/d）	4 月 21 日
	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	二期年产 150 万吨光伏组件盖板玻璃项目	4 月 22 日
		三期年产 195 万吨新能源装备用高透面板制造项目	
		四期年产 150 万吨新能源装备用超薄高透面板制造项目	
		五期年产 150 万吨新能源装备用超高透面板制造项目	
	凤阳硅谷智能有限公司	年产 1 亿平方米特种光电玻璃项目	4 月 22 日
		年产 2 亿平方米特种超薄镀膜双玻组件项目	
	安徽南玻新能源材料科技有限公司	太阳能装备用轻质高透面板制造基地项目（4×1200t/d）	4 月 22 日
	安徽淮玻新能源有限公司	日熔化 1200 吨光伏压延项目	4 月 22 日
	安徽九洲工业有限公司	年产 150 万吨新能源装备用高透组件制造项目（4×1200t/d）	4 月 24 日
	凤阳海螺光伏科技有限公司	凤阳海螺光伏一体化项目一期（2×1400t/d）	4 月 24 日
	安徽燕龙基新能源科技有限公司	年产 3000 万 m ² 高透特种封装材料项目（650t/d）	4 月 24 日
	安徽燕龙基新能源科技有限公司	年产 4500 万 m ² 光伏压延玻璃项目（800t/d）	4 月 24 日
		太阳能装备用光伏电池封装材料项目（2×1200t/d）	
	海控三鑫（蚌埠）新能源材料有限公司	超高压延太阳能玻璃生产线升级改造项目（改造为 550t/d）	4 月 25 日
		高透轻质光伏材料生产项目（2×1000t/d）	
	蚌埠德力光能材料有限公司	太阳能装备用轻质高透面板制造基地（2×1000t/d）	4 月 25 日
	安徽盛世新能源材料科技有限公司	年产 2000 万 m ² 超白太阳能玻璃生产线升级改造（320t/d）	4 月 25 日
		年产 4500 万 m ² 高透特种封装材料项目（1200t/d）	
	中国建材桐城新能源材料有限公司	太阳能装备用光伏电池封装材料项目（1200t/d）	4 月 26 日

6×1200t/d 太阳能装备用光伏电池封装材料项目			
太阳能光伏电池盖板材料生产线技术改造升级项目(改造为 800t/d)			
	安庆索拉特新材料科技有限公司	太阳能装备用轻质高透面板制造项目（一期 250t/d）	4 月 26 日
		太阳能装备用轻质高透面板制造项目（二期 800t/d）	
	中玻投资有限公司	10×1200t/d 太阳能装备用光伏电池封装材料项目	4 月 26 日
湖北	荆州能耀新材有限公司	光伏压延玻璃项目	4 月中旬
	咸宁南玻玻璃有限公司	光伏压延玻璃项目	4 月中旬
	湖北弘诺玻璃科技有限公司	光伏压延玻璃项目	4 月中旬
	长利玻璃洪湖有限公司	光伏压延玻璃项目	4 月中旬
	宜昌南玻新能源材料科技有限公司	光伏压延玻璃项目	4 月中旬
	湖北瀚煜建材科技有限公司	光伏压延玻璃项目	4 月中旬
内蒙古	内蒙古玉晶科技有限公司	4x1200t/d 光伏压延玻璃及配套深加工项目	4 月中旬
福建	漳州旗滨光伏新能源科技有限公司	一窑多线光伏组件高透基板材料项目	4 月中旬
	福州新福兴玻璃科技有限公司	年产 2×8000 万平米太阳能光伏压延玻璃项目	4 月中旬
云南	云南云腾建材有限公司	1000t/d 光伏压延玻璃生产线项目	4 月 18 日
	曲靖海生润新材料有限公司	曲靖海生润年产 150 万吨光伏组件盖板玻璃项目	4 月 18 日
	信义光伏(曲靖)有限公司	信义光伏组件盖板生产线项目	4 月 19 日
	云南振业玻璃有限公司	1200t/d 超白光伏玻璃生产线及深加工项目	4 月 20 日
	云南一鑫玻璃制品有限公司	500t/d 超白光伏玻璃生产线及其深加工技改建设项目	4 月 20 日
	昭通旗滨光伏科技有限公司	光伏高透基材项目（4×1200t/d）	4 月 20 日
浙江	宁波旗滨光伏科技有限公司	高透基板材料材料及配套深加工生产线项目中的 4×1200t/d 光伏压延玻璃项目	3 月 29 日
	福莱特玻璃集团股份有限公司	年产 75 万吨太阳能装备用超薄超高透面板制造项目	5 月中旬
宁夏	宁夏金晶科技有限公司	太阳能光伏轻质面板（600t/d 光伏压延玻璃）	3 月 31 日
		拟建的太阳能光电新材料（2×1200t/d 光伏压延玻璃）	
	宁夏西拓新材料科技有限公司	1000t/d 超白光伏玻璃生产线及其深加工项目	4 月 18 日
山东	国华金泰（山东）新材料科技有限	4x1200t/d 太阳能光伏玻璃项目	4 月 1 日
	公司	3 万 t/a 药用玻璃项目	
江苏	信义光伏（苏州）有限公司	太阳能装备用轻质高透面板（4×1000t/d 光伏压延玻璃）制造基地项目	3 月 22 日
	福莱特(南通)光伏玻璃有限公司	年产 150 万吨太阳能装备用超薄超高透面板及背板制造项目	3 月 22 日
	江苏凯盛新材料有限公司	年产 150 万吨光伏组件超薄封装材料项目	3 月 22 日
江西	江西透光陶瓷新材料有限公司	年产 75 万吨新材料光伏板生产线	4 月 1 日
	江西彩虹光伏有限公司	上饶超薄高透光伏玻璃一期	4 月 1 日
	江西赣悦新材料有限公司	600t/d 光伏玻璃生产线	4 月 2 日
		4×1200 t/d 光伏玻璃生产线	
	江西高透基板材料科技有限公司	年产 24.8 万吨光伏玻璃生产线技术改造项目	5 月 31 日
	九江润诚新材料有限公司	1000t/d 一窑四线光伏玻璃生产线技改建设项目	5 月 31 日
	中玻投资有限公司	4×1200t/d 太阳能装备用光伏电池封装材料项目	5 月 31 日
甘肃	兰州蓝天浮法玻璃有限责任公司	600 吨/天光伏玻璃生产线项目	4 月 12 日
	甘肃凯盛大明光能科技有限公司	太阳能光热和光伏发电用聚光材料及深加工项目	4 月 12 日

广西	广西新福兴硅科技有限公司	4×1200t/d 光伏玻璃生产线	4月25日
	广西德金新材料科技有限公司	广西北海德金新材料产业园项目（二期）	4月25日
	德力（北海）玻璃科技有限公司	德力股份华南生产基地项目	4月26日
	合浦东方希望光伏玻璃有限公司	36GW 光伏材料产业链项目（一、二期光伏玻璃）	4月26日
	广西信义光伏产业有限公司	60万吨超白太阳能玻璃生产线 义光伏组件盖板项目	4月27日
	北海长利新材料科技有限公司	长利广西硅科技产业园项目一期和二期项目	4月28日
	广西南玻新能源材料科技有限公司	南玻集团广西北海光伏绿色能源产业园项目	4月28日
	武俊重庆光能有限公司	年产 8GW 光伏封装材料及制品项目	4月底
重庆	和友重庆光能有限公司	年产 8GW 太阳能光伏电池组件及配套年产 50 万吨光能材料项目	4月底
新疆	哈密光耀光伏新能源有限公司	3×1200t/d 光伏玻璃及深加工项目	4月29日
	中部合盛硅业有限公司	年产 300 万吨压延玻璃项目	4月29日
陕西	彩虹集团新能源股份有限公司	榆林 2×1000 吨/日光伏玻璃生产线建设项目	5月7日
贵州	贵州黔玻光能科技有限公司	太阳能光伏玻璃 2×1000t/d 生产线	3月22日
	贵州黔玻永太新材料有限公司	太阳能光伏玻璃 1000t/d 生产线	3月22日
	贵州海生玻璃有限公司	年产 75 万吨光伏组件盖板玻璃 2×1200t/d 生产线	3月22日

资料来源：各地政府网站，民生证券研究院

表 35：2022 年 1 月至今光伏玻璃点火生产线

序号	生产线	地址	日熔量（吨）	时间
1	浙江福莱特玻璃有限公司一窑四线	浙江	1000	2022.02.16
2	广西新福兴硅科技有限公司一窑五线	广西	1200	2022.02.18

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

表 36：2022 年 1 月至今光伏玻璃冷修复产生生产线

序号	生产线	地址	日熔量（吨）	时间
1	浙江福莱特玻璃有限公司一窑四线	浙江	600	2022.01.20

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

表 37：2022 年 1 月至今光伏玻璃冷修生产线

序号	生产线	地址	日熔量（吨）	时间
1	东莞南玻太阳能玻璃有限公司一窑五线	广东	650	2022.01.22

资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

旗滨集团：公司大力发展光伏玻璃等绿色玻璃产业，通过部分浮法线转产和新建光伏玻璃生产线的快速进入光伏玻璃领域。根据 2021 年报，公司在全球各地布局大型原片生产基地，目前拥有湖南郴州、福建漳州、浙江宁波等地的 5 条在建的光伏玻璃生产线，并持续加大光伏玻璃生产线建设，打造产业链一体化。根据公司预计，2022 年计划实现营业收入 150 亿元。

表 38：旗滨集团光伏玻璃规划产线

时间	主体	项目	建设地点
2022 年 3 月 16 日	郴州光伏	2 条 1200t/d 光伏玻璃生产线	马来西亚沙巴州
2022 年 4 月 6 日	郴州光伏	4 条 1200t/d 光伏玻璃生产线	云南省昭通市
2021 年 4 月 28 日	漳州光伏	1200t/d 光伏玻璃生产线	福建省漳州市东山县
2021 年 4 月 28 日	宁波光伏	2 条 1200t/d 光伏玻璃生产线及配套码头工程	浙江省宁波市宁海县

资料来源：公司公告，民生证券研究院

金晶科技：公司在太阳能光伏玻璃领域研发成果显著，于 2021 年完成了超白 TCO 镀膜玻璃基片的研发，在高透过率基片基础上相继开发成功 3.2mm 和 2.65mm 超白 TCO 导电玻璃。光伏玻璃业务基地分别位于宁夏和马来西亚，具备两种不同的工艺路线，为两种不同类型的光伏组件进行产业配套，先后于 2021 年底、2022 年初投入运营，因此 2021 年末体现收入。随着已投入运营各线业务的有序开展、在建产线的投产，我们预计光伏玻璃业务板块将在 2022 年为公司打开第二成长曲线。

表 39：金晶科技光伏玻璃生产线

公司	生产线	定位	进展
宁夏金晶	“一窑三线” 600T/D 光伏玻璃生产线	为国内光伏组件龙头企业提供上游支持	2021Q4 点火启动，设备热联热调，进入生产阶段，2022 年第一季度该线产品已通过检测，进入供货阶段
马来西亚金晶	500T/D 薄膜光伏组件背板和面板玻璃生产线各一条	采用浮法工艺技术，为国际知名薄膜光伏组件生产商的上游供应商	深加工产线于 2021 年 7 月投产、背板生产线于 2022Q1 点火试生产并实现了产品的成功下线，面板生产线预期 2022 年内投入生产运营

资料来源：公司公告，民生证券研究院

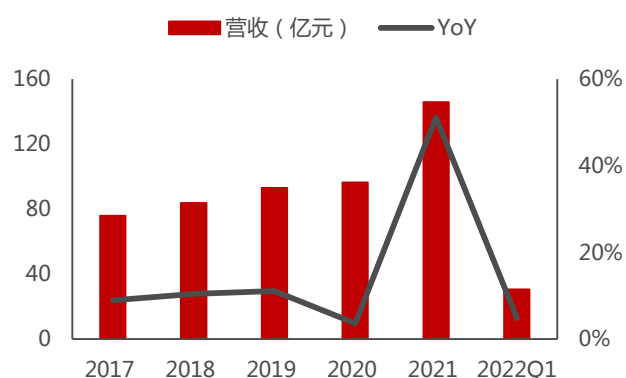
南玻 A：南玻集团从 2005 年起率先在国内进入光伏玻璃制造领域，已形成从光伏玻璃原片生产到深加工处理的全闭环生产能力。截至 2021 年底，公司在东莞、吴江拥有两条光伏压延玻璃原片生产线，及配套光伏玻璃深加工生产线，年产约 43 万吨光伏压延玻璃原片，并拥有 7200 万平米/年光伏玻璃深加工产能，产品涵盖 2-4mm 多种厚度深加工产品。公司 2mm 以下超薄光伏玻璃产品产能、品质、综合制造良率行业领先。2021 年受光伏装机增长不及预期，光伏玻璃新产能陆续投放等因素影响，光伏玻璃价格同比回落，光伏玻璃业务收入同比持平，净利润下降 38%。

公司积极布局光伏玻璃新产能，于凤阳在建 4 条日熔量为 1200 吨的光伏玻璃生产线及配套加工线，于咸宁在建一条日熔量 1200 吨的光伏玻璃生产线及配套加工线，预计在 2022Q2 起分批逐步点火投入运行。此外，公司计划在广西北海市新建 2 条日熔量为 1200 吨的光伏玻璃生产线及配套加工线。基于新建光伏玻璃产能规模不断扩大，为整合资源、提升效率，公司提前成立光伏玻璃营销中心，进一步完善组织体系，统筹负责集团光伏玻璃营销业务，为光伏玻璃业务推广提供有力保障。

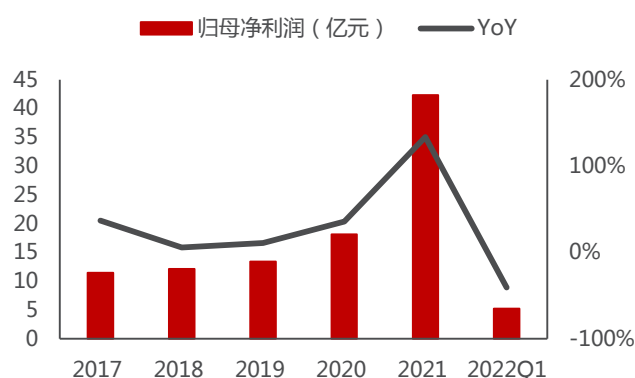
表 40：南玻集团光伏玻璃规划产线

地点	状态	项目	计划
凤阳	在建	4 条日熔量为 1200 吨的光伏玻璃生产线及配套加工线	预计在 2022Q2 起分批
咸宁	在建	1 条日熔量 1200 吨的光伏玻璃生产线及配套加工线	逐步点火投入运行
北海	计划	2 条 1200t/d 一窑五线光伏压延玻璃生产线及配套光伏玻璃加工生产线、2.5GW 光伏组件生产线， 1 条 700t/d 一窑两线电子玻璃和光电玻璃生产线、配套石英砂矿及硅砂提纯加工线	建设期约为 2 年

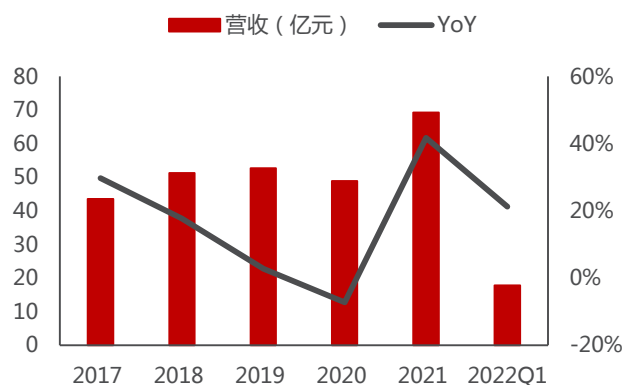
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 28：旗滨集团营收规模及增速


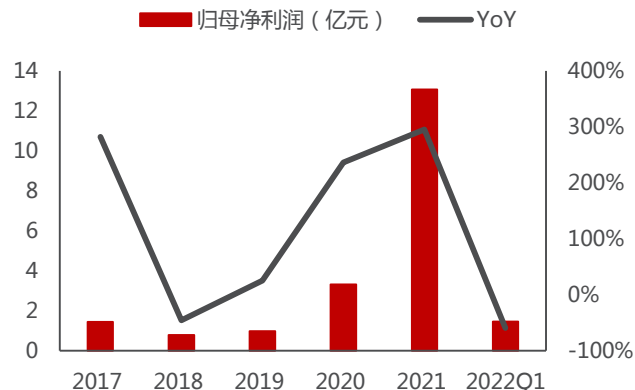
资料来源：wind，民生证券研究院

图 29：旗滨集团归母净利润及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

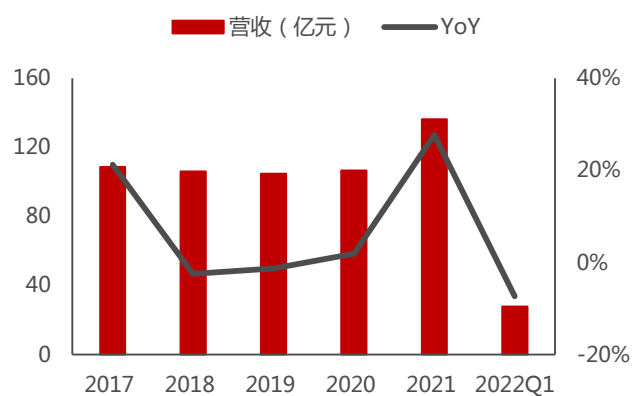
图 30：金晶科技营收规模及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图 31：金晶科技归母净利润及增速


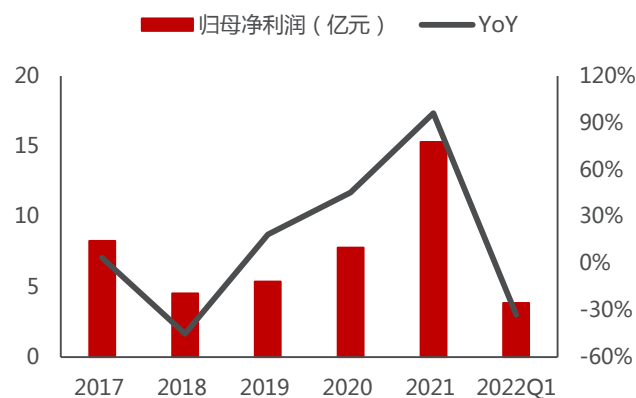
资料来源：wind，民生证券研究院

图 32：南玻 A 营收规模及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：南玻 A 归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

5 人造草坪 :海外休闲草高景气 ,产能扩张实力稳增

人造草坪从替代性起步,演化为运动草、休闲草两个品类。人造草市场有两个特征:国外更流行,休闲草增速更快。根据 AMI Consulting 统计,2015-2019 年,人造草行业全球销量复合增速 15%,其中,运动草复合增速 9%,休闲草 25%。当前国内、海外运动草渗透率较为可观,训练场、学校球场、社会球场应用较为广泛,休闲草仍处于初始阶段,预计渗透率仅为个位数,当前在海外流行趋势明显,大型家居连锁超市、园艺公司、DIY 等销售方式从北美等成熟市场向其他地区扩散。

共创草坪:在全球份额第一,2019 年全球市占率约 15%,海外占比 80%+,休闲草份额加速提升,同时领先行业扩产。公司 2021 年实现营收 23.02 亿元,同比+24.39%;2022Q1 实现营收 6.81 亿元,同比+27.78%。

- ① **休闲草驱动增长,结构性变化带来单价微降。**2021 年休闲草收入 16.47 亿元,同比+31.62%,收入占比为 71.86%,主因休闲草行业需求快速增长、景气延续;运动草收入 5.27 亿元,同比+2.08%,收入占比为 23.01%,主因国内下滑、欧美复苏;草丝及其他收入 1.18 亿元,同比+53.68%。2021 年平均单价 32.65 元/平,2020 年平均单价 34.45 元/平。休闲草是公司营收增长主要来源,但单价低于运动草,导致整体单价略有下降。
- ② **产能持续扩张,销量保持高增。**全年人造草坪生产量 6956 万平,同比+29.51%,销量 6659 万平,同比+29.78%。越南二期于 2021Q1 顺利投产,克服疫情影响,12 月已具备 250 万平单月产能。2021 年末在淮安和越南展鹏拥有 4 大基地,合计年产能 11000 万平。公司于 2021 年 7 月启动越南基地扩建,分两期建设,预计投产后实现年产能 5000 万平,全面投产后公司总产能将达 16000 万/年,有望进一步拉开与竞争对手的产能差距,巩固领先优势。
- ③ **海外休闲草景气延续,运动草需求开启疫后反弹。从区域角度,**营收主要贡献来自欧洲区和美洲区,海外业务占比进一步提高。2021 年海外实现收入 20.13 亿元,同比+30.42%,占总收入比重为 87.83%,但中东、非洲、东南亚受制海运费涨价,增速明显放缓;国内业务收入 2.79 亿元,同比-7.32%,占总收入比重为 12.17%。**从产品角度,**休闲草营收以海外贡献为主,2021 年国内收入 0.29 亿元,同比+23.46%,占比仅为 1.79%;国外收入 16.17 亿元,同比+31.78%,占比 98.21%。运动草国内收入 2.27 亿元,同比-4.29%,占比 43.13%,主因国内受新冠疫情影响,部分省份项目延迟或取消;国外收入 3.00 亿元,同比+7.51%,占比 56.87%,主因欧美国家经济复苏后,受疫情影响遏制的运动草需求开始反弹。
- ④ **原材料大涨成本承压,汇兑负面影响逐步缓解。**2021 年毛利率 27.90%,同比-9.02pct;净利率 16.52%,同比-5.69pct。主因:①原材料采购成本同比增加 2.09 亿元,单位生产成本增加,人造草产品直接材料同比增幅 50%,远超收入、销量增速;②境外销售主要结算货币为美元,2021 年末即期汇率较上年末升值 2.55%。22Q1 影响因素未缓解,因此毛利率继续同比-7.25pct。全年销售费用率 4.09%,同比-0.06pct,销售费用同比+22.08%,主因营收增长,相关费用相应增加,以及本期摊销股权支付成本影响;管理费用率 3.73%,同比-0.56pct,管理费用同比+8.21%;财务费用率 0.09%,同比-1.76pct,财务费用同比-93.62%,主因利息收入增加及汇兑损失减少;研发费用率 3.23%,同比+0.08pct。

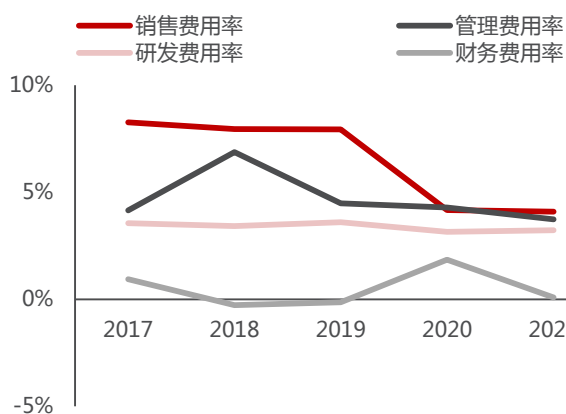
表 41：2016-2021 年共创草坪产能、销量等指标

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
产能（万平）	1980	3450	3810	4500	6900	11000
产量（万平）	1821	3444	3796	4097	5371	6956
销量（万平）	1952	3240	3767	4069	5131	6659
产能利用率	91.98%	99.83%	99.63%	91.04%	77.84% (年底时点产能)	63.24% (年底时点产能)
产销率	107.19%	94.08%	99.24%	99.32%	95.53%	95.73%

资料来源：Wind，民生证券研究院

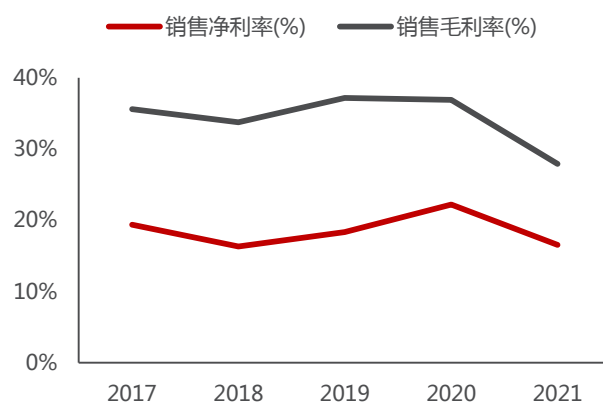
我们持续看好共创草坪：近 5 年增长驱动力包括国外休闲草+国内运动草的高速发展，以及公司竞争力强，产品技术、产能、渠道优势突出。2021 年以来受海运费上涨、集装箱短缺、原材料上涨、越南疫情影响，人造草坪行业面临较大外部压力，但有助市场集中度提升，近期关税、海运均有改善迹象。此外，公司在制造业企业中拥有较高 ROE 水平，未来乘势释放新产能，业绩增速可期。我们预计 2022-2023 年归母净利润分别为 6.45 亿元、8.21 亿元。

图 34：共创草坪近年来期间费用率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图 35：共创草坪近年来毛利率、净利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

6 重点公司盈利预测及估值表

表 42：重点公司盈利预测与估值表

类别	证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
水泥	600585	海螺水泥	39.96	2,068	6.28	6.23	6.32	6	6	6
	600801	华新水泥	21.80	387	2.56	3.04	3.43	9	7	6
	000672	上峰水泥	20.83	169	2.67	3.17	3.60	8	7	6
	603916	苏博特	22.66	95	1.27	1.69	2.16	18	13	10
消费建材	002372	伟星新材	18.99	302	0.77	1.01	1.21	25	19	16
	002271	东方雨虹	45.35	1,143	1.67	2.09	2.64	27	22	17
	000786	北新建材	29.03	490	2.08	2.38	2.85	14	12	10
	300737	科顺股份	10.73	127	0.57	1.01	1.32	19	11	8
	002043	兔宝宝	9.50	73	0.92	1.06	1.29	10	9	7
	002791	*坚朗五金	77.68	250	2.77	3.66	5.08	28	21	15
	002918	*蒙娜丽莎	13.26	56	0.77	1.50	2.07	17	9	6
	2128.HK	中国联塑	9.95	309	0.99	1.30	1.48	8	6	6
玻纤	600176	中国巨石	15.73	630	1.51	1.68	1.78	10	9	9
	605006	山东玻纤	11.93	60	1.09	1.34	1.53	11	9	8
	300196	长海股份	16.70	68	1.40	1.80	2.12	12	9	8
	002080	中材科技	20.33	341	2.01	2.52	2.95	10	8	7
玻璃	601636	旗滨集团	11.11	298	1.58	1.68	1.87	7	7	6
新材料	688295	中复神鹰	31.90	287	0.31	0.62	0.95	103	51	34
	600529	*山东药玻	20.89	124	0.99	1.30	1.59	21	16	13
	600552	*凯盛科技	7.95	61	0.21	0.33	0.49	39	24	16
	600876	洛阳玻璃	17.82	93	0.65	0.83	1.31	27	21	14

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价以 4 月 29 日为基准，带*号的公司采用 wind 一致盈利预期）

注：中国联塑股价、市值单位为 HKD，5 月 2 日港元兑人民币汇率为 0.842。

7 风险提示

1) 基建政策执行力力度不及预期：宏观经济下行压力大，但仍存在各类基建政策出台&执行节奏不及预期的风险。

2) 地产边际放松力度不及预期：宏观经济下行压力大，但仍存在各类地产政策出台&执行节奏不及预期的风险。

3) 雨水影响工程进度不及预期：按照往年规律，5-6 月部分区域雨水天气较多，可能影响工程进度；

4) 原材料、燃料价格大幅波动：近期受地缘摩擦等因素影响，天然气、原油价格涨幅较大，若原材料价格持续高位运行，中游公司盈利能力或受较大影响。

5) 疫情变化的风险：新冠疫情一定程度抑制下游需求，影响物流运输，对企业收入产生不利影响。

插图目录

图 1：全国房屋新开工面积累计同比（%）	4
图 2：全国房屋施工面积累计同比（%）	4
图 3：全国房屋竣工面积累计同比（%）	5
图 4：全国建筑及装潢材料类零售额累计及同比（%）	5
图 5：房地产开发投资累计完成额及增速（亿元）（%）	5
图 6：我国精装修开盘数量及及同比	5
图 7：沥青价格（元/吨，右：同比）	10
图 8：燕山石化 PPR4220（元/吨）	10
图 9：齐鲁石化聚氯乙烯 PVC 出厂价（元/吨）	10
图 10：三棵树钛白粉采购价（元/kg）	10
图 11：秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价走势（元/吨）	11
图 12：中国 LNG 出厂价格走势（元/吨）	11
图 13：环渤海动力煤(Q5500K)价格走势（元/吨，右：同比）	20
图 14：天山股份、祁连山、宁夏建材产能等各项指标	22
图 15：2011-2021 年我国玻纤及制品出口总量	24
图 16：2007-2021 年我国风电并网每年新增容量	25
图 17：2019Q1-2022Q1 我国风电并网新增容量	25
图 18：2021 年我国新能源车销量同比+157%	26
图 19：我国新能源车渗透率迅速提升	26
图 20：2005-2022Q1 我国基建投资增速	26
图 21：2005-2022Q1 美国单月新建住房销售套数	26
图 22、重庆国际 7628 电子布价格	27
图 23：全国缠绕直接纱 2400tex 均价（元/吨）	30
图 24：玻璃累计产量（万重量箱）及同比（%）	35
图 25：玻璃存货（万重量箱）	35
图 26：2021 年全国玻璃均价（元/吨）（月均价）	36
图 27：全国重质纯碱价格（元/吨）	36
图 28：旗滨集团营收规模及增速	41
图 29：旗滨集团归母净利润及增速	41
图 30：金晶科技营收规模及增速	41
图 31：金晶科技归母净利润及增速	41
图 32：南玻 A 营收规模及增速	42
图 33：南玻 A 归母净利润及增速	42
图 34：共创草坪近年来期间费用率变化	44
图 35：共创草坪近年来毛利率、净利率变化	44

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：2019-2021、2019Q1-2022Q1 消费建材收入增速分类对比	3
表 2：2018-2021 消费建材销售人员数量（个）及增速	6
表 3：2018-2021 消费建材销售人员人均创收（万元）	6
表 4：部分消费建材企业发布推出激励计划或员工持股计划	7
表 5：消费建材毛利率（pct）逐季环比	9
表 6：2021 年消费建材上市企业单位成本指标同比情况	11
表 7：2020 年消费建材上市企业单位成本指标同比情况	11
表 8：消费建材板块销售费用率同比情况	12
表 9：2021 年消费建材上市企业单位成本指标同比情况	12
表 10：消费建材上市企业收现比一览	13
表 11：消费建材上市企业应收账款周转天数一览	13

表 12：消费建材上市企业净现比一览	13
表 13：消费建材上市企业付现比一览	14
表 14：2021 年消费建材上市企业信用减值计提情况（部分）	15
表 15：2021vs2020 消费建材上市企业其他业务占比（按报表披露口径）	17
表 16：2021 年水泥上市企业吨指标对比	19
表 17：2021 年水泥上市企业吨指标同比情况	19
表 18：2021 年水泥上市企业骨料指标	20
表 19：2021 年水泥上市企业资产扩张相关指标对比	21
表 20：中国玻璃纤维纱及制品出口统计	24
表 21：我们测算 2021 年当年新增产能 82 万吨，产能冲击 44.3 万吨	27
表 22：我们测算 2022 年当年新增产能 45.5 万吨，产能冲击 64.7 万吨（主因 2021 年投产线爬坡释放）	28
表 23：2019-2021、2019Q1-2022Q1 玻纤板块收入增速对比	29
表 24：2021 年玻纤上市企业吨指标对比（包含制品）	29
表 25：2021 年玻纤上市企业吨指标同比情况	30
表 26：2019-2020、2019Q1-2021Q1 玻纤板块毛利率对比	30
表 27：2021 年玻纤上市企业资产扩张相关指标对比	31
表 28：2020-2021、2020Q1-2022Q1 玻璃板块收入增速对比	33
表 29：2020-2021、2020Q1-2022Q1 玻璃板块毛利率对比	33
表 30：2021 年玻璃冷修生产线	33
表 31：2021 年玻璃冷修复产生产线	34
表 32：2022 年 1 月至今玻璃冷修复产生产线	35
表 33：2022 年 1 月至今玻璃冷修生产线	35
表 34：光伏玻璃生产项目听证会汇总（不完全统计）	37
表 35：2022 年 1 月至今光伏玻璃点火生产线	39
表 36：2022 年 1 月至今光伏玻璃冷修复产生产线	39
表 37：2022 年 1 月至今光伏玻璃冷修生产线	39
表 38：旗滨集团光伏玻璃规划产线	40
表 39：金晶科技光伏玻璃生产线	40
表 40：南玻集团光伏玻璃规划产线	41
表 41：2016-2021 年共创草坪产能、销量等指标	44
表 42：重点公司盈利预测与估值表	45

分析师承诺

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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

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。

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 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001