

目录索引

一、消费建材：需求仍在寻底，龙头韧性强，经营质量有所提升.....	7
（一）2023-2024 年下游地产仍在寻底，消费建材行业弱复苏、龙头公司经营韧性更强	8
（二）原材料红利释放、费用管控加强、坏账风险进一步释放，消费建材龙头公司盈利复苏.....	9
（三）行业需求压力测试下，龙头企业占优，C 端龙头经营更稳健.....	13
（四）现金流大幅改善、资本开支减少，更重视股东回报，分红率较高	16
（五）投资建议.....	18
二、水泥：盈利持续底部震荡，海螺华新领先明显.....	20
（一）2023 下半年进入盈利底部区域，24Q1 行业亏损额超过 16Q1.....	20
（二）国内水泥企业盈利分化，华新和海螺领先明显.....	24
（三）投资建议.....	26
三、玻纤碳基复材：24Q1 玻纤阶段性底部或已明确，优势企业持续领先	28
（一）玻纤行业：24Q1 阶段性底部或已明确，优势企业持续领先.....	28
（二）碳基复材：23Q4 热场景气度继续筑底，看好龙头企业平台化布局	34
（三）投资建议.....	35
四、玻璃：24Q1 盈利改善，细分龙头盈利保持领先	37
（一）浮法玻璃：23 年景气温和改善，龙头保持盈利领先.....	37
（二）光伏玻璃：23Q4-24Q1 板块盈利低位徘徊，成本曲线仍陡峭	41
（三）药用玻璃：24Q1 盈利环比显著改善，山东药玻盈利持续领先	43
（四）石英玻璃：24Q1 出货承压，景气有所回调	44
（五）投资建议.....	45
五、风险提示	47

图表索引

图 1: 2023 年消费建材行业累计收入同比+4.3%.....	8
图 2 : 2023Q1-2024Q1 消费建材行业单季度收入分别同比+3.3%/+5.8%/+4.4%/+3.5%/+0.2%.....	8
图 3: 2023Q1-2024Q1 房地产新开工面积单季度同比-19%/-29%/-21%/-9%/28%.....	9
图 4: 2023Q1-2024Q1 房地产销售面积单季度同比-2%/-9%/-12%/-12%/-19% ...	9
图 5: 2023Q1-2024Q1 房地产竣工面积单季度同比+15%/+25%/+22%/+14%/-21%.....	9
图 6: 消费建材行业单季度毛利率均值.....	10
图 7: 东方雨虹单季度可比口径毛利率.....	10
图 8: 2023 年消费建材行业扣非净利同比+74%.....	12
图 9: 2023Q1-2024Q1 消费建材行业扣非净利同比+58%/+86%/+35%/+115%/-5%.....	12
图 10: 装修建材 PE(TTM)	19
图 11: 2023 年水泥行业归母净利润同比-48%	21
图 12: 2024 年 Q1 水泥行业归母净利润同比-529%.....	21
图 13: 全国省会城市水泥均价 (元/吨)	23
图 14: 全国水泥煤炭价格差 (元/吨)	23
图 15: 全国水泥产量单月同比增速	24
图 16: 全国水泥出货率	24
图 17: 2023 年“非水泥”业务收入占比和增速	25
图 18: 2023 年“非水泥”业务毛利占比和增速	25
图 19: 截至 2023 年底, 中国水泥企业海外已投产水泥熟料产能 (万吨/年)	25
图 20: 截至 2023 年底, 中国水泥企业海外在建水泥熟料产能 (万吨/年)	25
图 21: SW 水泥行业 PE 估值 (TTM, 整体法)	26
图 22: SW 水泥行业 PB 估值 (MRQ, 整体法)	26
图 23: 2400tex 缠绕直接纱行业均价 (元/吨)	29
图 24: 全国玻纤月度库存.....	29
图 25: 玻纤企业库存周转天数	29
图 26: 2024 年 Q1 玻纤行业收入同比-3.5%.....	29
图 27: 2024 年 Q1 玻纤行业归母净利润同比-86.3%.....	29
图 28: 24Q1 玻纤周期见底, 头部三家企业扣非净利润率韧性凸显	30
图 29: 玻纤行业月度产能.....	31
图 30: 玻纤供给增速放缓.....	31
图 31: 全国玻纤及制品净出口	31
图 32: 风电新增设备容量(GW).....	31
图 33: 玻纤行业资本开支同比增速	31
图 34: 玻纤行业在建工程同比增速	31
图 35: 碳基复材企业销售净利率对比	34

图 36: 碳基复材企业销售毛利率对比	34
图 37: 碳基复材企业相关业务毛利率对比	34
图 38: 中国巨石、中材科技、长海股份 PB (LF) 估值	35
图 39: 金博股份和天宜上佳 PB (LF) 估值	36
图 40: 浮法玻璃上市公司加总扣非后净利润率 (单季度)	38
图 41: 浮法玻璃上市公司扣非净利润率对比	38
图 42: 浮法玻璃企业毛利率对比	38
图 43: 浮法玻璃在产产能 (t/d)、产能开工率及行业单吨毛利 (元/吨)	39
图 44: 地产竣工面积当月同比 (滚动 12 月)	40
图 45: 平板玻璃产量累计同比增速	40
图 46: 全国浮法玻璃库存 (万重箱)	40
图 47: 浮法玻璃价格 (元/吨)	40
图 48: 全国纯碱价格及供需增速	40
图 49: 2.0mm 镀膜出厂价 (元/平方米)	41
图 50: 国内光伏玻璃厂家库存天数及在产产能	41
图 51: 光伏玻璃企业归母净利润率对比 (单季度)	41
图 52: 光伏玻璃企业净利润率对比 (年度)	41
图 53: 光伏玻璃企业毛利率对比	42
图 54: 国内光伏玻璃总产能及同比增速	42
图 55: 药用玻璃企业营业收入同比增速	43
图 56: 药用玻璃企业归母净利润同比增速	43
图 57: 药用玻璃企业归母净利率对比	43
图 58: 药用玻璃企业毛利率对比	43
图 59: 全国重质纯碱均价走势 (元/吨)	44
图 60: 天然气价格 (上海 LNG 到货价, 元/吨)	44
图 61: 石英玻璃企业综合毛利率对比	44
图 62: 石英玻璃企业扣非净利率对比	44
图 63: 高纯石英砂价格走势 (元/吨)	45
图 64: 旗滨集团、信义玻璃、南玻 A、金晶科技 PB (LF) 估值	45
图 65: 福莱特、信义光能、凯盛新能、亚玛顿 PB (LF) 估值	46
图 66: 山东药玻 PB (LF) 估值	46
图 67: 石英股份 PB (LF) 估值	46
表 1: 消费建材板块标的及 2023 年、2023Q4、2024Q1 财务概况	7
表 2: 2023 年全年、2023Q3-2024Q1 单季度消费建材公司毛利率和同比变化 ..	10
表 3: 消费建材主要原燃材料价格同比涨幅	11
表 4: 2023 年全年、2023Q3-2024Q1 单季度消费建材公司期间费用率和同比变化	12
表 5: 消费建材重点公司应收账款及票据坏账计提情况 (截至 2023 年末, 亿元)	13
表 6: 房地产同比增速和消费建材公司收入同比增速	14
表 7: 2022 年 Q1 以来消费建材公司单季度毛利率	15

表 8: 2023 年消费建材公司净营业周期	15
表 9: 2023 年消费建材公司经营现金流和资本开支变动	16
表 10: 2021-2023 年消费建材公司现金分红总额及股利支付率	17
表 11: 2023 年末以来消费建材公司股权激励、回购和增持公告情况	18
表 12: 水泥公司 2023 年及 2024 年一季度归母净利润	20
表 13: 2023 年水泥上市公司销量和吨指标情况	21
表 14: 2012-2024 年 Q1 归母净利润 (亿元)	22
表 15: 截至 2024 年 3 月 31 日, 全国各省主要城市水泥出厂价情况	23
表 16: 水泥公司估值和盈利情况 (截至 2024/4/30)	26
表 17: 玻纤碳基复材板块标的及 2023 年、2023Q4、2024Q1 财务概况	28
表 18: 玻纤企业资本开支及在建工程	31
表 19: 国内企业玻纤粗纱在产产能及预测 (单位: 万吨)	32
表 20: 电子纱产能梳理: 2023 年行业供给几无增量, 2024 年以来供给缩减	33
表 21: 玻璃板块标的及 2023 年、2023Q4、2024Q1 财务概况	37

一、消费建材：需求仍在寻底，龙头韧性强，经营质量有所提升

本篇分析的公司包括防水（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）、涂料（三棵树、亚士创能）、管材（中国联塑、伟星新材、公元股份、雄塑科技）、石膏板（北新建材）、瓷砖（蒙娜丽莎、东鹏控股、天安新材、帝欧家居、悦心健康）、板材和家居（兔宝宝、大亚圣象）、卫浴家居（箭牌家居）、五金（坚朗五金）、铝模板（志特新材）、安全门和锁（王力安防）、门窗（森鹰窗业、豪美新材）、吊顶（友邦吊顶、法狮龙、奥普家居）、石材（万里石），下文消费建材行业均由上述公司构成。本文如无特别说明，上市公司财务数据均来源于wind或公司财报。

表1：消费建材板块标的及2023年、2023Q4、2024Q1财务概况

单位：人民币亿元		2023 年				2023 年 Q4				2024 年 Q1			
		收入	YOY	归母净利润	YOY	收入	YOY	归母净利润	YOY	收入	YOY	归母净利润	YOY
防水	东方雨虹	328.23	5%	22.73	7%	74.62	-5%	-0.80	-117%	71.49	-5%	3.48	-10%
	科顺股份	79.44	4%	-3.38	-289%	17.04	0%	-4.20	-366%	14.85	-20%	0.53	-9%
	凯伦股份	28.01	32%	0.23	114%	7.20	21%	-0.52	71%	5.28	4%	0.08	-77%
涂料	三棵树	124.76	10%	1.74	-47%	30.65	-10%	-3.81	-1421%	20.66	1%	0.47	78%
	亚士创能	31.10	0%	0.60	-43%	7.22	-7%	-0.21	-158%	2.95	-40%	-0.82	-412%
管材	伟星新材	63.78	-8%	14.32	10%	26.32	-6%	5.58	6%	9.97	11%	1.54	-12%
	公元股份	74.71	-6%	3.63	363%	19.51	-8%	0.85	554%	12.43	-22%	0.15	-81%
	雄塑科技	12.92	-27%	0.27	1667%	3.27	-22%	0.03	110%	2.26	-29%	-0.18	-215%
石膏板	北新建材	224.26	11%	35.24	12%	53.77	15%	7.68	-3%	59.44	25%	8.22	38%
瓷砖	蒙娜丽莎	59.21	-5%	2.66	170%	13.76	-10%	-0.67	-476%	8.18	-26%	0.10	40%
	东鹏控股	77.73	12%	7.20	257%	20.42	9%	0.91	1010%	10.12	-12%	-0.12	-1078%
	天安新材	31.42	16%	1.21	173%	9.13	19%	0.46	125%	5.26	-2%	0.12	51%
	帝欧家居	37.60	-9%	-6.58	56%	10.16	2%	-5.93	47%	5.64	-7%	-0.45	44%
	悦心健康	12.78	10%	0.50	118%	3.40	9%	-0.59	69%	2.21	0%	-0.13	-70%
板材和家居	兔宝宝	90.63	2%	6.89	55%	33.32	9%	2.32	311%	14.83	33%	0.89	19%
	大亚圣象	65.32	-11%	3.33	-21%	20.73	0%	0.89	-8%	9.29	-9%	-0.36	18%
卫浴	箭牌家居	76.48	2%	4.25	-28%	23.68	5%	1.37	-20%	11.35	2%	-0.90	-3004%
五金	坚朗五金	78.02	2%	3.24	394%	22.53	1%	1.80	194%	13.66	1%	-0.46	18%
铝模板	志特新材	22.38	16%	-0.45	-126%	6.46	3%	-0.46	-191%	4.50	18%	-0.18	-1077%
门和锁	王力安防	30.44	38%	0.55	227%	11.34	85%	-0.41	25%	4.35	10%	0.16	5%
门窗	森鹰窗业	9.40	6%	1.46	35%	2.61	21%	0.25	20%	0.89	3%	-0.02	69%
	豪美新材	59.86	11%	1.81	263%	17.44	42%	0.57	142%	14.11	8%	0.59	178%
吊顶	友邦吊顶	10.00	5%	0.64	-35%	2.87	15%	-0.07	-315%	1.30	-29%	0.02	-84%
	法狮龙	7.40	8%	0.13	14%	2.64	38%	-0.08	-64%	0.89	-6%	0.02	-14%
	奥普家居	19.96	6%	3.09	29%	6.25	3%	0.92	20%	3.81	10%	0.52	10%
石材	万里石	12.69	-3%	-0.35	-31%	3.87	-4%	-0.39	-16%	2.72	25%	0.04	221%

数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

（一）2023-2024 年下游地产仍在寻底，消费建材行业弱复苏、龙头公司经营韧性更强

2023年消费建材行业（采用上市公司加总计算，下同）收入同比+4.3%，重回正增长，2023Q1-2024Q1单季度分别同比+3.3%/+5.8%/+4.4%/+3.5%/+0.2%，虽然连续五个季度正增长，但增速自2023Q2以来逐步回落，至2024Q1同比接近持平，和下游地产行业景气走势基本一致。2023Q1-2024Q1地产销售单季度分别同比-2%/-9%/-12%/-12%/-19%，地产新开工单季度分别同比-19%/-29%/-21%/-9%/-28%，地产竣工单季度分别同比+15%/+25%/+22%/+14%/-21%，2024Q1销售和新开工增速环比仍在下行，且竣工端开始出现下滑压力，考虑到目前地产需求仍相对疲软叠加基数效应，2024Q2部分消费建材公司或将依然面临一定的景气压力，整体来看，2023-2024年下游地产仍在寻底之中，对应消费建材行业弱复苏、龙头公司经营韧性更强。

站在中期维度，我们在年度策略报告《建材行业2024年投资策略：需求筑底，关注“三大工程”建设和供给侧变化》中测算，在悲观/中性/乐观情形下，2020-2030年住宅年均需求分别为8、10、12亿平；据国家统计局，2023年新开工面积9.5亿平，其中住宅新开工面积6.9亿平，已回落至中期较低区域；目前仍需等待地产销售的企稳，中共中央政治局4月30日召开会议，会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展”，过去两年单一针对增量市场的宽松政策效果有所减弱，二手房和新房成交景气分化，新房市场持续面临去化压力，今年以来多地已推出住房“以旧换新”政策，将成为未来一段时间地产行业的重要政策抓手。

图1：2023年消费建材行业累计收入同比+4.3%



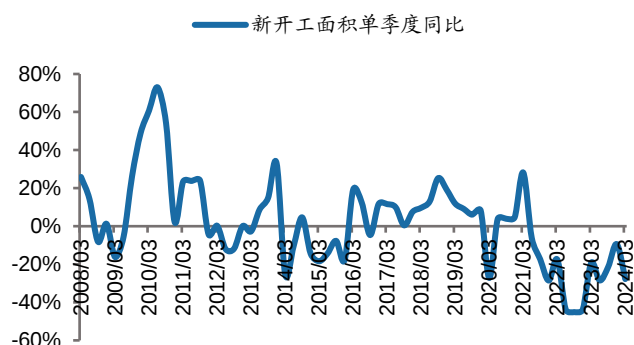
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图2：2023Q1-2024Q1 消费建材行业单季度收入分别同比+3.3%/+5.8%/+4.4%/+3.5%/+0.2%



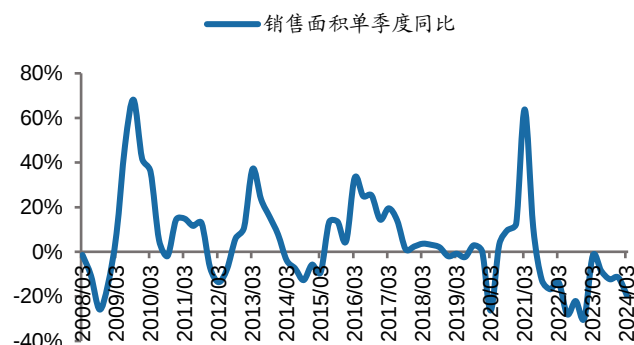
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图3：2023Q1-2024Q1房地产新开工面积单季度同比-19%/-29%/-21%/-9%/28%



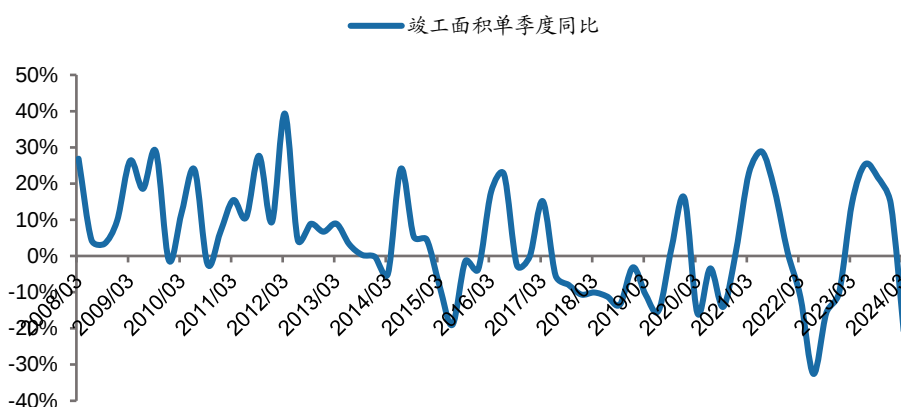
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图4：2023Q1-2024Q1 房地产销售面积单季度同比-2%/-9%/-12%/-12%/-19%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图5：2023Q1-2024Q1房地产竣工面积单季度同比+15%/+25%/+22%/+14%/-21%



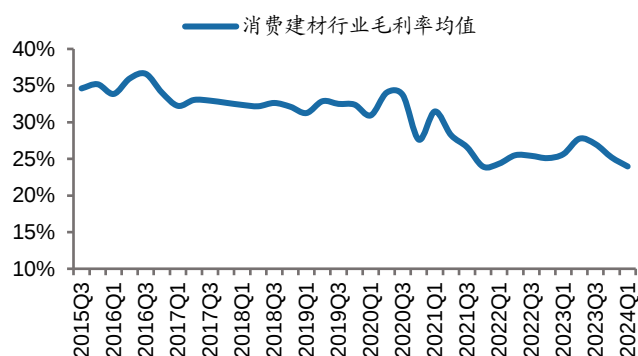
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

（二）原材料红利释放、费用管控加强、坏账风险进一步释放，消费建材龙头公司盈利复苏

2023年消费建材主要原材料成本同比下滑较多，贡献毛利率弹性，但2023Q3以来原材料红利减弱，2024年原材料价格或保持稳定。从上游成本来看，大多数原材料价格从2022Q3开始下滑，2023年消费建材主要原材料和燃料成本都同比下滑，大部分公司毛利率都同比改善（只有产品价格明显下降的志特新材和箭牌家居，或是收入结构上有变化的亚士创能等，毛利率同比显著下滑）；从季度节奏看，2023Q1-2024Q1消费建材公司毛利率均值同比变化分别为+1.3/+2.3/+1.6/+0.1/-1.7pct，2023Q3以来部分原材料价格逐步由同比下降转为同比持平或增长，由原材料红利贡献的毛利率弹性开始减弱，2024Q1毛利率下降除了原材料价格因素之外，也有需求

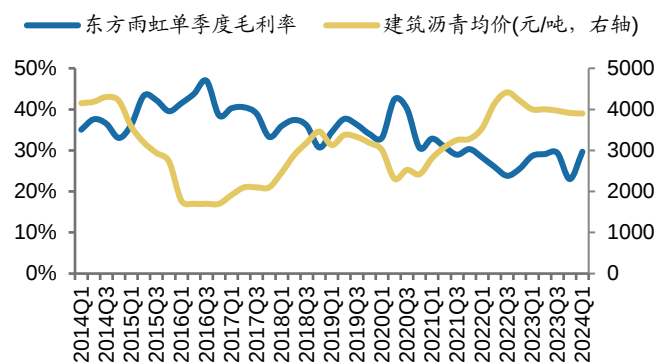
压力下收入规模增长放缓、行业竞争加剧的影响，我们预计在需求持续较弱的背景下，2024年原材料价格或保持稳定，继续处于较低水平。

图6：消费建材行业单季度毛利率均值



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图7：东方雨虹单季度可比口径毛利率



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

表2：2023年全年、2023Q3-2024Q1单季度消费建材公司毛利率和同比变化

		2023 年		2023 年 Q3		2023 年 Q4		2024 年 Q1	
		毛利率 (%)	同比(pct)	毛利率 (%)	同比(pct)	毛利率 (%)	同比(pct)	毛利率 (%)	同比(pct)
防水	东方雨虹	27.69	1.92	29.38	5.57	23.01	-2.54	29.68	1.02
	科顺股份	21.17	-0.04	21.35	2.37	21.11	1.30	23.81	2.22
	凯伦股份	22.00	2.51	24.12	6.61	15.93	0.67	21.71	-0.97
涂料	三棵树	31.51	2.61	31.78	1.22	32.06	3.22	28.38	-1.19
	亚士创能	30.52	-1.88	29.94	-2.75	24.16	-10.05	19.80	-15.22
管材	伟星新材	44.32	4.56	48.01	4.70	44.88	5.42	41.48	4.30
	公元股份	22.17	3.85	22.52	5.86	21.91	0.65	18.26	-1.61
	雄塑科技	16.38	2.35	13.86	0.69	16.57	2.70	7.97	-10.63
石膏板	北新建材	29.88	0.64	32.00	2.76	26.97	-0.47	28.65	1.74
瓷砖	东鹏控股	32.02	2.28	32.94	1.97	31.04	-0.68	26.53	1.69
	蒙娜丽莎	29.51	5.87	32.56	5.47	29.25	4.73	26.51	2.00
	帝欧家居	22.96	5.41	25.11	8.09	22.06	3.76	22.68	2.44
	天安新材	22.43	1.75	23.90	2.25	21.08	0.98	21.25	0.24
	悦心健康	22.44	0.85	20.99	0.40	19.57	2.03	21.22	-2.87
板材和家居	兔宝宝	18.42	0.24	16.86	-0.31	17.68	-0.48	17.86	-4.88
	大亚圣象	25.91	1.78	26.55	2.38	24.83	0.72	24.93	1.09
卫浴家居	箭牌家居	28.34	-4.51	29.36	-3.17	25.94	-4.24	24.40	-6.04
五金	坚朗五金	32.26	2.06	32.16	0.93	33.95	2.77	30.41	0.27
铝模板	志特新材	21.49	-9.46	20.11	-12.73	14.50	-13.91	21.72	-2.36
门和锁	王力安防	26.75	2.29	27.91	2.15	26.13	-1.79	23.09	-4.23
门窗	森鹰窗业	36.19	2.84	40.06	4.47	36.19	1.70	16.04	-10.28
	豪美新材	12.61	2.39	13.11	5.04	12.71	2.30	12.01	1.50

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

吊 顶	友邦吊顶	28.18	0.93	27.09	1.75	28.31	1.68	26.32	-0.80
	法狮龙	26.66	0.76	24.08	-7.48	25.47	4.34	26.75	-5.45
	奥普家居	47.48	3.13	45.31	2.11	50.55	0.50	47.42	1.06
石 材	万里石	10.72	-0.32	11.12	1.15	9.41	-2.75	14.14	3.09

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表3：消费建材主要原燃材料价格同比涨幅

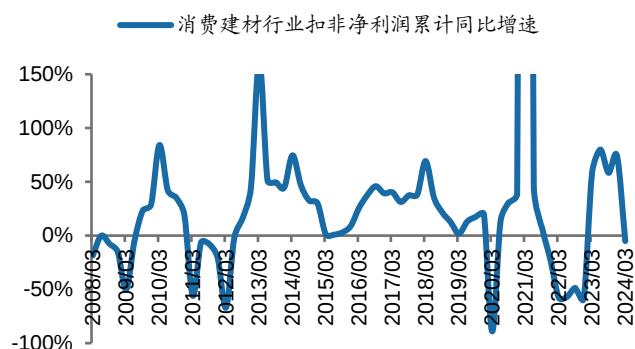
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
燃料动力	原油	67%	65%	37%	11%	-21%	-31%	-14%	-5%	1%	6%
	煤炭	62%	38%	10%	10%	-6%	-24%	-32%	-33%	-13%	-16%
	天然气	55%	110%	33%	5%	-13%	-44%	-41%	-20%	-24%	-10%
防水	建筑沥青	26%	36%	36%	28%	12%	-4%	-10%	-7%	-3%	-3%
建筑涂料	丙烯酸	39%	36%	-38%	-58%	-49%	-55%	-27%	-14%	-18%	5%
	钛白粉	13%	-1%	-13%	-24%	-23%	-20%	-8%	9%	7%	6%
塑料管材	PP-R	-7%	-10%	-6%	0%	-5%	-13%	-7%	-4%	4%	6%
	PVC	10%	-5%	-32%	-38%	-29%	-32%	-8%	-4%	-10%	-6%
	HDPE	7%	5%	-4%	-9%	-9%	-10%	1%	0%	-2%	-2%
石膏板	国废	-2%	3%	-12%	-18%	-25%	-30%	-26%	-17%	-16%	-17%
轻钢龙骨	热镀锌板	-7%	-12%	-28%	-22%	-14%	-16%	3%	8%	2%	-3%
建筑五金	不锈钢	22%	22%	-11%	-7%	-10%	-21%	-8%	-17%	-19%	-12%
	铝合金	39%	14%	-10%	-13%	-18%	-12%	-1%	-2%	1%	8%
	锌合金	21%	20%	9%	2%	-9%	-21%	-14%	-14%	-10%	3%
人造板	杉木	0%	-3%	-15%	-14%	-12%	-10%	6%	7%	-1%	8%
	松木	-7%	-12%	-19%	-18%	-10%	-7%	6%	7%	0%	8%
铝模板	铝锭	36%	11%	-11%	-6%	-17%	-10%	2%	1%	3%	9%

数据来源：Wind，百川盈孚，广发证券发展研究中心

注：2024Q2 指 2024 年 4 月 1 日-4 月 26 日均价同比涨幅

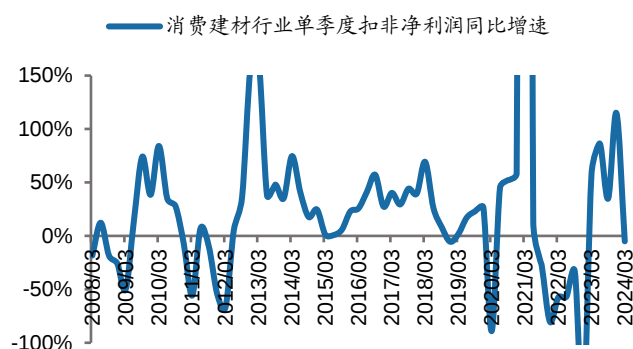
消费建材龙头公司盈利率先复苏，行业坏账风险进一步释放。2023年消费建材行业扣非净利同比+74%（2023Q1-2024Q1同比+58%/+86%/+35%/+115%/-5%），消费建材龙头公司盈利率先复苏，归因分析：一是毛利率同比提升，主要来自原材料成本同比回落+公司渠道和产品结构改善+企业自身技改信息化等方式降本；二是过去几年需求下行期行业持续出清，龙头公司凭借强大的竞争优势持续提升份额，收入端恢复好于同行；三是费用率下降，减员控费、经营杠杆、人效提升带来费用率下降。2023Q4扣非净利增速较高，主要系基数较低（2022Q4受风险客户大额坏账计提影响，行业扣非净利为负数），从坏账计提的角度看，消费建材公司针对风险地产客户进一步提高应收款项的计提比例，截至2023年末，多数公司单项计提比例都已在50%以上，部分公司对工抵房计提资产减值损失，坏账风险进一步释放。2024Q1扣非净利同比小幅下滑，一方面是原材料红利减弱、毛利率平均同比-1.7pct，另一方面收入增速放缓、费用率平均同比+1.7pct。

图8：2023年消费建材行业扣非净利同比+74%



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图9：2023Q1-2024Q1 消费建材行业扣非净利同比
+58%/+86%/+35%/+115%/-5%



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

表4：2023年全年、2023Q3-2024Q1单季度消费建材公司期间费用率和同比变化

		2023 年		2023 年 Q3		2023 年 Q4		2024 年 Q1	
		费用率 (%)	同比(pct)	费用率 (%)	同比(pct)	费用率 (%)	同比(pct)	费用率 (%)	同比(pct)
防水	东方雨虹	16.00	-0.83	14.64	0.47	16.56	-3.95	20.40	1.07
	科顺股份	16.85	0.80	16.87	-0.61	21.51	2.06	18.46	2.21
	凯伦股份	18.37	-3.15	16.34	-0.46	19.08	-8.44	23.48	3.49
涂料	三棵树	26.18	2.66	21.49	2.01	36.69	12.34	33.86	3.67
	亚士创能	22.83	-3.21	20.54	-4.02	22.18	-0.35	54.77	17.80
管材	伟星新材	19.83	3.19	17.09	2.88	19.84	3.90	23.89	1.20
	公元股份	13.71	1.44	14.81	2.46	13.81	2.69	17.71	3.96
	雄塑科技	11.85	0.41	12.56	1.04	10.86	-2.49	14.01	1.99
石膏板	北新建材	12.49	-1.31	14.05	1.29	11.56	-3.89	13.43	0.24
瓷砖	东鹏控股	18.90	-5.39	19.29	-5.95	20.52	-2.81	27.00	2.95
	蒙娜丽莎	19.18	-1.28	18.73	0.43	20.43	-0.66	25.76	4.36
	帝欧家居	24.75	-6.61	24.26	-6.99	25.00	-12.83	29.84	-3.32
	天安新材	18.09	-1.19	15.80	-2.83	20.15	-2.49	18.79	-0.42
	悦心健康	22.14	-2.08	18.78	-1.23	24.54	-4.03	26.52	-0.98
板材和家居	兔宝宝	6.78	-1.72	6.65	-2.51	3.97	-2.04	8.64	-4.74
	大亚圣象	18.89	1.66	17.17	1.27	17.44	0.43	29.46	1.02
卫浴家居	箭牌家居	21.04	-1.92	22.03	-0.04	18.86	-3.06	30.86	0.11
五金	坚朗五金	25.15	-0.98	23.63	-1.36	23.05	-0.11	32.22	-0.14
铝模板	志特新材	20.16	2.21	21.91	4.73	15.03	-1.81	26.03	0.44
门和锁	王力安防	17.38	-1.62	18.73	0.23	15.16	-3.07	21.52	-0.87
门窗	森鹰窗业	12.35	-0.82	7.45	-2.04	17.52	2.14	30.36	5.24
	豪美新材	8.94	-1.36	8.64	-0.25	8.36	-5.67	7.84	-1.14
吊顶	友邦吊顶	19.12	-2.28	18.95	-0.95	18.32	-4.02	32.03	7.99

	法狮龙	18.83	-4.43	19.35	-13.66	11.47	-8.97	27.91	-2.33
	奥普家居	28.76	2.69	27.15	1.07	31.79	7.50	32.19	1.95
石材	万里石	10.67	0.72	10.38	-1.49	8.43	0.05	12.95	-2.08

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表5：消费建材重点公司应收账款及票据坏账计提情况（截至2023年末，亿元）

行业	公司	应收账款及票据 原值	应收账款及票据 净值	应收账款及票据 坏账准备	总计提比例	单项部分计提比例	单项部分原值占比
防水	东方雨虹	119.37	101.85	17.52	14.7%	23.7%	20.8%
	科顺股份	55.48	41.62	13.87	25.0%	57.8%	24.4%
	凯伦股份	25.85	20.53	5.33	20.6%	63.4%	13.8%
涂料	三棵树	49.60	35.93	13.67	27.6%	77.4%	22.6%
	亚士创能	27.86	18.07	9.79	35.2%	71.8%	35.9%
石膏板	北新建材	24.44	21.84	2.60	10.7%	33.1%	2.1%
管材	公元股份	18.53	10.86	7.67	41.4%	97.9%	30.8%
	伟星新材	6.25	5.52	0.73	11.7%	100.0%	1.9%
瓷砖	蒙娜丽莎	15.93	8.77	7.15	44.9%	67.0%	62.0%
	东鹏控股	20.64	11.30	9.34	45.3%	78.5%	46.8%
安防门	王力安防	15.50	11.74	3.76	24.2%	46.4%	35.2%
板材	兔宝宝	17.58	11.70	5.88	33.5%	58.2%	16.6%
五金	坚朗五金	41.59	37.26	4.32	10.4%	57.6%	6.4%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）行业需求压力测试下，龙头企业占优，C端龙头经营更稳健

行业需求压力测试下，龙头企业占优，C端龙头经营更稳健。从行业需求环境来看，21Q3以来行业需求持续下行，但在此期间部分消费建材优质龙头收入表现和经营质量明显好于同行，中小企业加速出清，行业集中度继续提升，头部企业依托主业竞争优势实现份额持续上升；另一方面不同上市公司应对危机能力有差异，其品牌、渠道、管理优势和实现新品类协同放量能力有差异，使得上市头部企业内部也出现分化，龙头抗压能力更强，需求下行期表现更优，消费建材众细分行业格局向着单龙头或双龙头集中演化的趋势。具体到龙头公司，C端占比更高的公司经营更稳健。

龙头占优体现在几个方面：

一是收入增速：地产从2021年下半年以来持续大幅下行到现在，同一细分行业不同公司的收入增速差异明显，我们用2023年收入相比2021年（地产下行前）来看，龙头公司收入增速明显要好于非龙头企业更好于下游需求表现，体现出龙头公司更强的抗周期能力。具体到公司，经销零售占比较高的三棵树、北新建材，以及B端放量的志特新材和王力安防收入增速表现较好。

表6: 房地产同比增速和消费建材公司收入同比增速

		2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024Q1	2023 年相比 2021 年
房地产新开工面积同比增速		-23%	-34%	-45%	-23%	-16%	-28%	-52%
房地产销售面积同比增速		-15%	-22%	-26%	-8%	-17%	-19%	-38%
水泥产量同比增速		-12%	-15%	-6%	1%	-6%	-12%	-14%
防水	东方雨虹	37%	2%	-10%	4%	0%	-5%	3%
	科顺股份	12%	5%	-12%	3%	2%	-20%	2%
	凯伦股份	10%	-23%	-12%	34%	24%	4%	8%
涂料	三棵树	20%	-6%	-2%	22%	2%	1%	9%
	亚士创能	8%	-46%	-30%	8%	-4%	-40%	-34%
管材	伟星新材	21%	0%	11%	-10%	-7%	11%	0%
	公元股份	16%	-13%	-15%	-1%	-9%	-22%	-16%
	雄塑科技	8%	-26%	-34%	-23%	-26%	-29%	-45%
石膏板	北新建材	11%	-3%	-13%	14%	15%	25%	6%
瓷砖	东鹏控股	-4%	-13%	-13%	15%	9%	-12%	-3%
	蒙娜丽莎	27%	-11%	-15%	-3%	-9%	-26%	-15%
	帝欧家居	3%	-37%	-30%	-6%	-6%	-7%	-39%
	天安新材	153%	94%	3%	12%	20%	-2%	52%
	悦心健康	-6%	-12%	-5%	11%	7%	0%	1%
板材和家居	兔宝宝	24%	-14%	-7%	2%	12%	33%	-4%
	大亚圣象	10%	-7%	-22%	-18%	-4%	-9%	-25%
卫浴家居	箭牌家居	-23%	-3%	-16%	7%	0%	2%	-9%
五金	坚朗五金	29%	-13%	-17%	2%	1%	1%	-11%
铝模板	志特新材	23%	36%	31%	22%	7%	18%	51%
门和锁	王力安防	13%	-6%	-26%	13%	59%	10%	15%
门窗	森鹰窗业	14%	0%	-6%	19%	5%	3%	-2%
	豪美新材	54%	-8%	-12%	4%	18%	8%	7%
吊顶	友邦吊顶	10%	-8%	-5%	7%	10%	-29%	2%
	法狮龙	47%	33%	-20%	-19%	36%	-6%	12%
	奥普家居	16%	-20%	-8%	16%	7%	10%	-3%
石材	万里石	-4%	0%	17%	-2%	3%	25%	10%

数据来源: 国家统计局, 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

二是盈利能力: 我们统计了各消费建材公司2022年Q1以来9个季度毛利率, 看上游成本变化、需求下行行业竞争更加激烈情况下, 不同公司盈利能力的波动率和领先同行的能力, 可以看到同一细分行业内部分化明显, 龙头好于其他, 体现出龙头企业更强的议价能力以及结构调整的能力。具体到公司, 经销零售占比更高的三棵树、伟星新材、北新建材、东鹏控股毛利率较高且稳定。

表7：2022年Q1以来消费建材公司单季度毛利率

		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	22Q1-24Q1 毛利率均值
防水	东方雨虹	28.3%	25.9%	23.8%	25.6%	28.7%	29.1%	29.4%	23.0%	29.7%	27.0%
	科顺股份	25.7%	20.6%	19.0%	19.8%	21.6%	20.8%	21.4%	21.1%	23.8%	21.5%
	凯伦股份	20.5%	25.2%	17.5%	15.3%	22.7%	25.0%	24.1%	15.9%	21.7%	20.9%
涂料	三棵树	26.3%	28.6%	30.6%	28.8%	29.6%	31.9%	31.8%	32.1%	28.4%	29.8%
	亚士创能	32.8%	30.4%	32.7%	34.2%	35.0%	33.4%	29.9%	24.2%	19.8%	30.3%
管材	伟星新材	36.6%	38.5%	43.3%	39.5%	37.2%	43.8%	48.0%	44.9%	41.5%	41.5%
	公元股份	15.9%	19.0%	16.7%	21.3%	19.9%	23.9%	22.5%	21.9%	18.3%	19.9%
	雄塑科技	12.7%	16.4%	13.2%	13.9%	18.6%	16.4%	13.9%	16.6%	8.0%	14.4%
石膏板	北新建材	28.4%	31.4%	29.2%	27.4%	26.9%	32.5%	32.0%	27.0%	28.6%	29.3%
瓷砖	东鹏控股	23.4%	29.7%	31.0%	31.7%	24.8%	35.3%	32.9%	31.0%	26.5%	29.6%
	蒙娜丽莎	19.1%	22.2%	27.1%	24.5%	24.5%	30.0%	32.6%	29.3%	26.5%	26.2%
	帝欧家居	18.6%	16.8%	17.0%	18.3%	20.2%	23.4%	25.1%	22.1%	22.7%	20.5%
	天安新材	19.5%	21.1%	21.7%	20.1%	21.0%	23.3%	23.9%	21.1%	21.2%	21.4%
	悦心健康	25.3%	24.6%	20.6%	17.5%	24.1%	25.8%	21.0%	19.6%	21.2%	22.2%
板材和家居	兔宝宝	18.5%	19.0%	17.2%	18.2%	22.7%	19.1%	16.9%	17.7%	17.9%	18.6%
	大亚圣象	23.0%	24.9%	24.2%	24.1%	23.8%	27.9%	26.5%	24.8%	24.9%	24.9%
卫浴家居	箭牌家居	35.9%	34.3%	32.5%	30.2%	30.4%	29.0%	29.4%	25.9%	24.4%	30.2%
五金	坚朗五金	28.8%	28.9%	31.2%	31.2%	30.1%	31.9%	32.2%	34.0%	30.4%	31.0%
铝模板	志特新材	29.9%	32.6%	32.8%	28.4%	24.1%	28.3%	20.1%	14.5%	21.7%	25.8%
门和锁	王力安防	22.9%	20.8%	25.8%	27.9%	27.3%	26.1%	27.9%	26.1%	23.1%	25.3%
门窗	森鹰窗业	27.3%	31.3%	35.6%	34.5%	26.3%	34.3%	40.1%	36.2%	16.0%	31.3%
	豪美新材	10.8%	12.0%	8.1%	10.4%	10.5%	13.9%	13.1%	12.7%	12.0%	11.5%

数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

三是经营质量：由于消费建材供应链管理是核心竞争力之一，上下游议价能力影响公司现金流和坏账风险，我们比较了存货周转和净营业周期（应收+存货-应付）和经营现金流，同一细分行业内部分化明显，龙头好于其他，体现出龙头企业更强的议价以及经营质量控制的能力。具体到公司，经销零售占比更高的三棵树、伟星新材、北新建材、东鹏控股、兔宝宝、箭牌家居等经营质量表现较好。

表8：2023年消费建材公司净营业周期

		应收账款周转天数		应付账款周转天数		存货周转天数		净营业周期	
		2023	同比变动	2023	同比变动	2023	同比变动	2023	同比变动
防水	东方雨虹	171	6	155	-6	72	4	88	16
	科顺股份	231	-6	212	-9	53	0	71	3
	凯伦股份	288	-96	164	-47	41	-18	165	-67
涂料	三棵树	126	-21	266	2	53	0	-88	-24
	亚士创能	247	-39	377	-106	37	-8	-92	59

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

管材	伟星新材	32	7	47	12	97	12	81	7
	公元股份	56	-9	118	-7	79	-2	18	-4
	雄塑科技	64	10	69	13	94	8	89	5
石膏板	北新建材	46	-4	60	-2	66	-9	52	-10
瓷砖	东鹏控股	66	-21	241	-58	118	-8	-57	28
	蒙娜丽莎	99	-31	206	-6	147	-4	40	-29
	帝欧家居	194	-84	180	-56	93	-15	107	-43
	天安新材	70	-24	100	-9	72	-10	42	-25
	悦心健康	85	-26	182	-11	79	-32	-18	-46
板材和家居	兔宝宝	55	-6	99	12	26	-6	-18	-24
	大亚圣象	108	11	139	10	158	11	127	11
卫浴家居	箭牌家居	22	1	198	-48	87	-12	-89	37
五金	坚朗五金	201	-21	224	-3	90	4	68	-15
铝模板	志特新材	217	67	175	-5	57	-14	98	58
门和锁	王力安防	140	-39	228	-54	56	-20	-32	-5
门窗	森鹰窗业	148	24	60	-7	72	-17	161	15
	豪美新材	130	8	32	-2	53	-6	150	3

数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

注：应收包括应收账款、应收票据、应收款项融资、其他应收款，应付包括应付账款、应付票据、其他应付款

（四）现金流大幅改善、资本开支减少，更重视股东回报，分红率较高

现金流大幅改善、资本开支高峰已过。2023年消费建材公司经营性现金流净额合计197亿元，同比+63%，一是对历史应收款的追溯力度加强，二是渠道结构优化后回款条件改善（C端和小B端占比提升）；资本开支合计87亿元，同比-35%，地产需求持续寻底，各子行业竞争加剧、供需关系恶化，梯队格局已经确定的龙头公司在前期基本完成全国化产能布局后逐步放缓投资规模。

更加重视股东回报，分红创历史新高，未来有望继续保持较高水平。2023年消费建材公司分红总额合计60亿元，同比+69%，分红比例提升，随着公司渠道结构和经营质量改善，公司现金流持续改善、资本开支逐步减少，多家公司发布中期分红规划，行业分红率有望继续保持较高水平。近期多家建材公司发布增持、回购和发布股权激励计划，显示公司对中长期发展信心，以及对公司员工和股东利益的重视。

行业现金流的大幅改善、分红比例的提升也意味着行业逐步进入到更加重视经营质量、重视股东回报的新阶段。

表9：2023年消费建材公司经营现金流和资本开支变动

		经营性现金流净额（亿元）			购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）		
		2022	2023	同比变动	2022	2023	同比变动
防水	东方雨虹	6.54	21.03	222%	42.23	18.84	-55%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	科顺股份	2.35	1.92	-18%	3.34	5.08	52%
	凯伦股份	0.46	1.92	315%	6.05	2.85	-53%
涂料	三棵树	9.56	14.08	47%	9.35	6.09	-35%
	亚士创能	3.24	4.38	35%	4.54	2.63	-42%
管材	伟星新材	15.31	13.74	-10%	2.17	3.82	76%
	公元股份	4.30	10.69	149%	6.05	3.56	-41%
	雄塑科技	2.74	2.12	-23%	2.19	1.17	-47%
石膏板	北新建材	36.64	47.34	29%	13.01	11.62	-11%
瓷砖	东鹏控股	4.16	17.66	325%	8.29	2.03	-75%
	蒙娜丽莎	6.02	9.34	55%	6.46	3.30	-49%
	帝欧家居	0.99	4.93	396%	2.66	1.99	-25%
	天安新材	2.74	1.91	-30%	0.39	0.52	33%
	悦心健康	0.26	1.24	378%	0.40	0.50	25%
板材和家居	兔宝宝	9.34	19.10	105%	1.60	1.09	-32%
	大亚圣象	6.51	6.59	1%	0.96	1.74	81%
卫浴家居	箭牌家居	4.01	11.66	191%	12.78	8.69	-32%
五金	坚朗五金	9.35	4.99	-47%	4.56	3.44	-25%
铝模板	志特新材	-2.25	-4.75	-111%	2.22	1.44	-35%
门和锁	王力安防	0.10	2.93	2689%	1.76	2.16	23%
门窗	森鹰窗业	-0.26	1.49	661%	0.29	1.63	467%
	豪美新材	-1.18	2.70	329%	2.67	2.76	4%

数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

表10：2021-2023年消费建材公司现金分红总额及股利支付率

		现金分红总额（亿元）			股利支付率		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
防水	东方雨虹	7.53	2.49	15.11	18%	12%	66%
	科顺股份	0.00	0.58	0.00	0%	33%	0%
	凯伦股份	2.28	0.00	0.48	317%	0%	213%
涂料	三棵树	0.00	0.00	0.84	0%	0%	49%
	亚士创能	0.00	0.32	0.18	0%	31%	31%
管材	伟星新材	9.55	9.55	12.57	78%	74%	88%
	公元股份	0.89	0.15	1.22	15%	18%	34%
	雄塑科技	1.07	0.00	0.72	97%	0%	267%
石膏板	北新建材	11.07	11.07	14.11	32%	35%	40%
瓷砖	东鹏控股	2.36	1.16	3.47	153%	57%	48%
	蒙娜丽莎	1.04	0.61	1.23	33%	-	46%
	帝欧家居	0.76	0.00	0.00	111%	0%	0%
	天安新材	0.00	0.00	0.37	0%	0%	31%
	悦心健康	0.00	0.00	0.00	0%	0%	0%
板材和家居	兔宝宝	3.63	4.22	4.56	51%	95%	66%

	大亚圣象	0.88	0.88	1.04	15%	21%	31%
卫浴家居	箭牌家居	0.00	1.78	1.28	0%	30%	30%
五金	坚朗五金	1.13	0.32	0.32	13%	49%	10%
铝模板	志特新材	0.18	0.33	0.25	11%	18%	-
门和锁	王力安防	0.28	0.88	1.32	20%	-	241%
门窗	森鹰窗业	0.00	0.95	0.46	0%	88%	32%
	豪美新材	0.51	0.00	0.00	37%	0%	0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表11：2023年末以来消费建材公司股权激励、回购和增持公告情况

公司	公告日	事件	详情
北新建材	2023/12/30	股权激励	拟授予股票 1290 万股（占总股本 0.764%），授予价格 13.96 元/股（公告前 1 个交易日股价的 60%），股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股，激励对象不超过 347 人（约占公司员工总数 2.65%）；考核条件为：2024/2025/2026 年归母扣非净利润较 2022 年复合增长率分别不低于 27.7%/33.08%/25.43%，2024/2025/2026 年扣非净资产收益率不低于 17%/18%/19%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平。
兔宝宝	2024/1/6	回购	拟回购 1-2 亿元，回购价不超过 13.6 元/股，按回购上限计算预计可回购数量约 1471 万股（占总股本约 1.75%），回购目的为维护投资者利益。截至 2024 年 3 月 28 日，累计回购 1063 万股，（占公司股本 1.27%），回购金额约 1 亿元（含交易费用），至此本次回购股份方案实施完毕。
伟星新材	2024/1/9	增持	董事长兼总经理金红阳先生拟增持 100 万股公司股份，占总股本 0.06%。
东鹏控股	2024/2/6	回购	拟回购 1-2 亿元，回购价格上限 11.88 元/股，预计可回购股份数量为 8,417,508 股-16,835,016 股（占总股本 0.72%-1.44%），用于实施员工持股计划或股权激励计划。
公元股份	2024/2/7	回购	拟回购 5,000-7,000 万元，回购价格上限 5.50 元/股，预计可回购股份数量为 9,090,909 股至 12,727,272 股，约占公司目前总股本的 0.74%至 1.04%，用于股权激励计划或员工持股计划。截至 2024 年 3 月 31 日，累计回购 817 万股（占公司股本 0.66%），回购金额 3372 万元。
坚朗五金	2024/3/2	回购	拟回购 1-2 亿元，回购价格上限 56.11 元/股，预计回购股份数量为 1,782,214 股至 3,564,427 股，约占公司当前总股本比例为 0.55%至 1.11%，用于股权激励或员工持股计划。

数据来源：江苏苏博特新材料股份有限公司 2023 年限制性股票激励计划（草案），北新建材 2023 年限制性股票激励计划(草案)，鲁阳节能 2024 年限制性股票激励计划（草案），江苏太平洋石英股份有限公司关于以集中竞价交易方式回购股份方案的公告，兔宝宝回购报告书，力诺特玻关于回购公司股份方案的公告，伟星新材关于董事长兼总经理增持公司股份的公告，旗滨集团关于实际控制人的一致行动人增持公司股份及后续增持计划的公告，东鹏控股关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告，公元股份关于回购公司股份方案的公告，长海股份关于回购股份方案的公告，福莱特关于以集中竞价交易方式回购部分 A 股股份方案的公告，坚朗五金关于回购公司股份方案的公告，广发证券发展研究中心

（五）投资建议

当前消费建材板块估值处于历史底部区域。截至2024年4月30日，SW装修建材行业 PE（TTM，整体法）估值19.6x，位于2012年以来的4%分位水平，和2018年底估值水平相当。

图10: 装修建材PE(TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

消费建材长期需求稳定性好(受益存量房需求)、行业集中度持续提升、竞争格局好的优质细分龙头中长期成长空间仍然很大。下游地产仍在寻底,新开工面积预计已回落至中期较低水平,目前需要观察等待销售企稳好转;核心龙头公司韧性强,经营质量有所改善。看好北新建材、兔宝宝、三棵树、伟星新材、东鹏控股、箭牌家居、东方雨虹,关注坚朗五金、蒙娜丽莎、科顺股份、志特新材。

二、水泥：盈利持续底部震荡，海螺华新领先明显

本篇分析的水泥行业包括海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、天山股份、塔牌集团、上峰水泥、万年青、福建水泥、宁夏建材、青松建化、西藏天路、中国建材、华润水泥、亚洲水泥（中国）、山水水泥、中国天瑞水泥、西部水泥17家重点水泥公司。

表12：水泥公司2023年及2024年一季度归母净利润

		2023 年		2023 年 Q4		2024 年 Q1	
		归母净利润（亿元）	YOY	归母净利润（亿元）	YOY	归母净利润（亿元）	YOY
600585.SH	海螺水泥	104.30	-33%	17.58	-46%	15.02	-41%
600801.SH	华新水泥	27.62	2%	8.88	87%	1.77	-28%
000401.SZ	冀东水泥	-14.98	-210%	-11.76	-325%	-10.99	-39%
000877.SZ	天山股份	19.65	-57%	19.14	301%	-19.23	-56%
002233.SZ	塔牌集团	7.42	179%	1.27	-21%	1.49	-36%
000672.SZ	上峰水泥	7.44	-22%	0.44	-57%	0.15	-92%
000789.SZ	万年青	2.29	-41%	-0.80	55%	-0.09	-110%
600802.SH	福建水泥	-3.23	-33%	-0.95	-115%	-0.85	16%
600449.SH	宁夏建材	2.97	-44%	0.06	108%	-0.15	-339%
600425.SH	青松建化	4.63	12%	-0.45	-366%	-0.14	-298%
600326.SH	西藏天路	-5.36	-8%	-2.67	-1%	-0.74	13%
03323.HK	中国建材	38.63	-52%	15.10	55%	-13.50	-156%
01313.HK	华润水泥	6.44	-67%	-0.08	-112%	-0.29	14%
00691.HK	山水水泥	-8.84	-218%	-6.96	-153%	-8.08	-44%
00743.HK	亚洲水泥(中国)	1.06	-75%	-0.10	-121%	-1.30	-419%
01252.HK	中国天瑞水泥	-6.34	-241%	/	/	/	/
02233.HK	西部水泥	4.21	-65%	/	/	/	/

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（一）2023 下半年进入盈利底部区域，24Q1 行业亏损额超过 16Q1

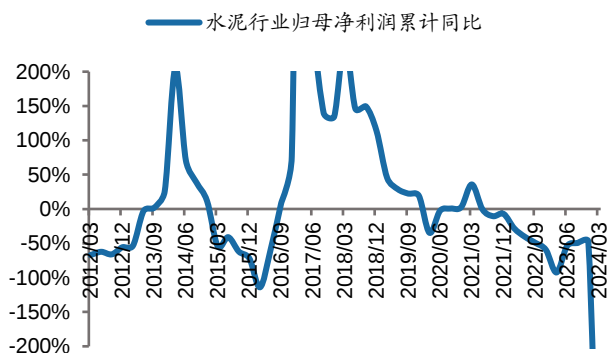
2023年水泥行业景气前高后低，下半年持续底部震荡。2023年水泥行业需求继续受地产拖累表现低迷，2023年水泥产量同比下滑0.7%（按产量计算下滑4.5%），按产量计算Q1-Q4水泥产量分别同比+4.0%、-6.6%、-7.5%、-4.9%；供给端来看，2、3季度错峰生产失效，行业陷入价格战，水泥价格自3月中旬持续下跌至9月中旬，3季度开始行业已处于盈亏线，尾部企业预计已亏损到现金成本。据公司财报，2023年水泥上市公司合计归母净利润同比下滑48%。

2024年一季度地产和基建需求双弱，水泥需求同比双位数下降，水泥行业亏损额超过2016年一季度。据国家统计局数据，2024年1-3月全国水泥产量3.37亿吨，同比-11.8%（按产量计算下滑16.3%），2024年3月单月产量1.54亿吨，同比-22.0%（按产量计算下滑25%）。1季度受下游资金短缺、以及部分省份新开基建项目叫停和暂

缓影响，地产和基建需求双弱，国内水泥市场需求表现持续低迷，在去年同期高基数下一季度水泥产量同比大幅下滑，全国水泥价格震荡调整，截止3月底，各省主要地级市时点价格同比均出现大幅回落，其中有16个省市价格同比跌幅超过100元/吨，绝大多数企业处于亏损状态。根据我们统计的2012年以来各公司一季度盈利情况，据公司财报，2024年一季度水泥上市公司（为避免重复计算，不包括中国建材）归母净利润-23.4亿元，同比下滑529%，2024年Q1水泥行业亏损额超过2016年Q1，显示行业继续在底部区域震荡。

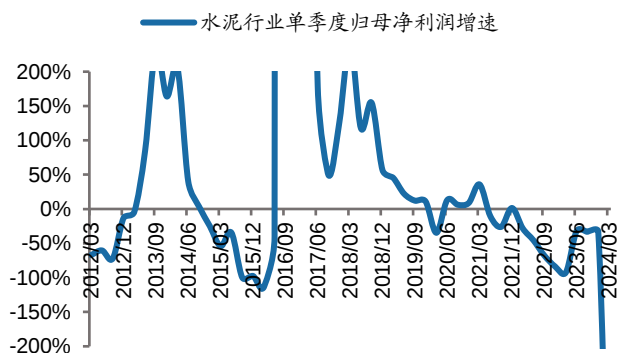
亏损压力下，4月水泥企业希望通过涨价扭亏，目前看落实情况一般；2季度专项债有望加速发行，有望拉动水泥需求，带来盈利环比改善。由于价格长期处于较低水平，绝大多数企业处于亏损状态，为改善经营质量，减少亏损，部分地区企业通过增加错峰生产，推动价格上涨。据数字水泥网，2024年4月10日长三角水泥率先宣布涨价30元/吨，长江沿线重庆、湖北、湖南跟进，随后东北、广西等地企业也因亏损严重陆续发布涨价通知；从执行来看，在需求没有环比明显改善的情况下，涨价并未完全落实、部分地区价格持续暗降，涨价持续性仍需观察错峰执行情况。据国家发改委官网，近日国家发展改革委联合财政部完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作，共筛选通过专项债券项目约3.8万个、2024年专项债券需求5.9万亿元左右，为今年3.9万亿元专项债券发行使用打下坚实基础，新增专项债二三季度有望加速发行，拉动实物工作量，从季度节奏来看，2季度开始水泥需求同比降幅有望逐季收窄，水泥盈利有望环比改善。

图11：2023年水泥行业归母净利润同比-48%



数据来源：Wind，各公司财报，广发证券发展研究中心
注：上述数据采用14家上市公司一季度利润数据加总计算

图12：2024年Q1水泥行业归母净利润同比-529%



数据来源：Wind，各公司财报，广发证券发展研究中心
注：上述数据采用14家上市公司一季度利润数据加总计算

表13：2023年水泥上市公司销量和吨指标情况

	销量（万吨）		吨均价（元）		吨成本（元）		吨毛利（元）		吨费用（元）		吨归母净利（元）	
	2023 年	同比	2023 年	同比	2023 年	同比	2023 年	同比	2023 年	同比	2023 年	同比
海螺水泥	28500	0.7%	273	-48	205	-25	68	-22	34.4	1.8	36.6	-18.7
华新水泥	6190	2.5%	311	-29	231	-26	81	-3	70.1	12.3	44.6	-0.1
冀东水泥	9324	7.3%	258	-82	235	-37	23	-45	52.5	-9.2	-16.1	-31.7

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

天山股份	26332	-3.0%	270	-58	231	-50	39	-9	54.3	-2.4	7.5	-9.3
塔牌集团	1852	-3.3%	283	-15	210	-41	73	25	26.2	2.2	40.0	26.1
上峰水泥	2145	11.0%	249	-59	188	-31	60	-28	74.1	-9.7	34.7	-14.4
万年青	2449	-1.0%	214	-42	184	-26	30	-16	35.5	-7.2	9.3	-6.4
福建水泥	855	-6.0%	238	-44	254	-31	-16	-13	26.5	-5.7	-37.7	-11.1
宁夏建材	1310	-9.7%	256	-30	212	-11	44	-19	28.9	6.3	22.7	-13.8
青松建化	817	35.5%	405	-39	268	-25	138	-13	56.0	-29.2	56.8	-12.2
西藏天路	407	27.8%	524	16	439	-43	85	59	178.8	-28.1	-131.8	24.6
中国建材	30879	-2.5%	271	-61					97.0	1.7	12.5	-12.6
华润水泥	6930	-7.6%	273	-48					47.4	4.7	9.3	-13.8
山水水泥	6295	14.0%	261	-92					31.9	-9.8	-14.0	-27.6
亚洲水泥	2609	-6.8%	278	-57					25.8	2.4	4.1	-10.9
天瑞水泥	2650	-12.8%	241	-68					82.8	12.6	-23.9	-38.7
西部水泥	2050	6.2%	360	2					55.2	8.2	20.6	-42.4

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表14: 2012-2024年Q1归母净利润（亿元）

	12Q1	13Q1	14Q1	15Q1	16Q1	17Q1	18Q1	19Q1	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1
海螺水泥	12.49	9.72	24.73	17.14	11.55	21.53	47.78	60.81	49.13	58.09	49.25	25.51	15.02
华新水泥	0.04	0.26	1.27	0.29	-1.36	0.95	5.30	10.11	3.54	7.34	6.72	2.48	1.77
冀东水泥	-2.37	-4.01	-4.27	-6.00	-8.05	-3.69	-4.86	0.45	-2.81	-0.51	-2.33	-7.92	-10.99
天山股份	-1.33	-1.81	-1.51	-2.35	-1.91	-1.34	-0.17	1.64	-0.30	0.88	10.23	-12.31	-19.23
塔牌集团	0.59	0.49	1.59	1.04	0.26	1.36	3.72	4.25	3.23	3.52	0.53	2.33	1.49
上峰水泥	-0.02	0.03	1.14	0.29	-0.31	0.88	1.66	3.59	3.36	3.55	3.41	1.73	0.15
万年青	0.53	0.31	1.03	0.58	0.05	0.07	2.25	2.18	2.52	3.25	2.09	0.92	-0.09
福建水泥	-0.65	-0.53	-0.23	-0.83	-0.79	-0.44	0.86	0.72	0.75	0.41	-0.49	-1.01	-0.85
宁夏建材	-0.67	-0.66	-0.59	-0.81	-0.91	-0.58	-0.87	-0.55	-0.17	0.02	0.15	0.06	-0.15
青松建化	-0.09	-1.04	-1.31	-1.50	-1.56	-1.54	-0.81	-0.73	-0.76	-0.60	0.03	0.07	-0.14
西藏天路	0.01	-0.11	-0.21	-0.04	0.03	0.42	0.21	0.05	-0.53	-0.43	-0.56	-0.85	-0.74
中国建材	6.01	3.12	5.56	2.89	1.60	1.89	9.08	26.05	6.20	20.12	17.61	-5.28	-13.50
华润水泥		3.66	6.09	5.23	0.06	5.37	14.36	12.77	10.18	10.90	5.92	-0.32	-0.29
山水水泥							-4.71	-2.11	-3.83	-2.51	-3.62	-5.63	-8.08
亚洲水泥	0.60	0.09	1.26	0.00	-0.63	-0.70	3.08	5.68	2.10	4.67	1.24	0.41	-0.10
合计	15.13	9.50	34.57	15.93	-1.98	24.17	76.88	124.91	72.63	108.68	90.16	0.19	-35.73
亏损率	46%	43%	43%	43%	57%	43%	33%	20%	40%	27%	27%	47%	73%

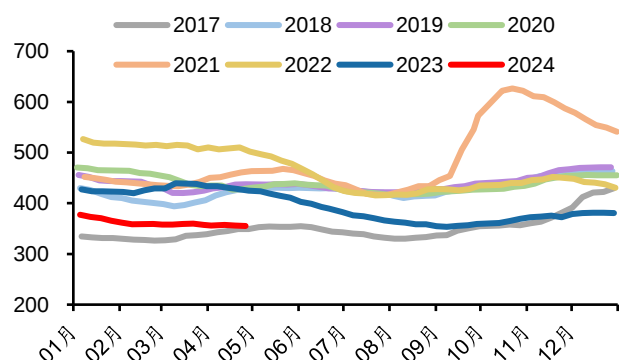
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表15: 截至2024年3月31日, 全国各省主要城市水泥出厂价情况

城市	2024 年 (元/吨)	2023 年 (元/吨)	涨跌幅 (元/吨)	状况
北京	280	340	-60	保本
天津	270	310	-40	亏损
石家庄	280	300	-20	保本
太原	260	360	-100	亏损
呼和浩特	320	390	-70	保本
沈阳	210	220	-10	亏损
长春	300	405	-105	亏损
哈尔滨	340	400	-60	亏损
上海	240	370	-130	保本
南京	220	365	-145	亏损
杭州	230	360	-130	亏损
合肥	240	370	-130	保本
福州	240	355	-115	亏损
南昌	290	360	-70	微利
济南	290	380	-90	亏损
郑州	250	385	-135	亏损
武汉	210	335	-125	亏损
长沙	260	360	-100	亏损
广州	280	405	-125	微利
南宁	200	350	-150	亏损
海口	350	450	-100	盈利
重庆	190	330	-140	亏损
成都	310	400	-90	微利
贵阳	260	365	-105	亏损
昆明	230	260	-30	亏损
拉萨	510	510	0	盈利
西安	240	345	-105	保本
兰州	280	310	-30	亏损
西宁	320	325	-5	亏损
银川	230	250	-20	亏损
乌鲁木齐	430	520	-90	盈利

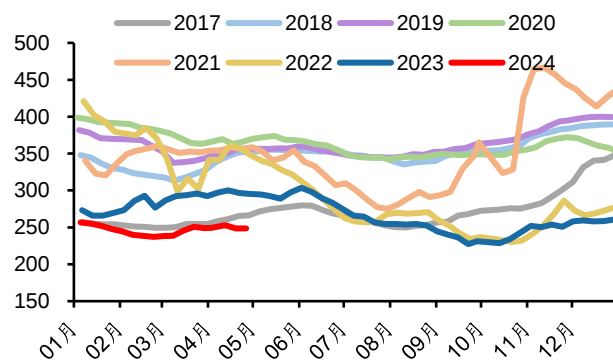
数据来源: 水泥智库, 广发证券发展研究中心

图13: 全国省会城市水泥均价 (元/吨)



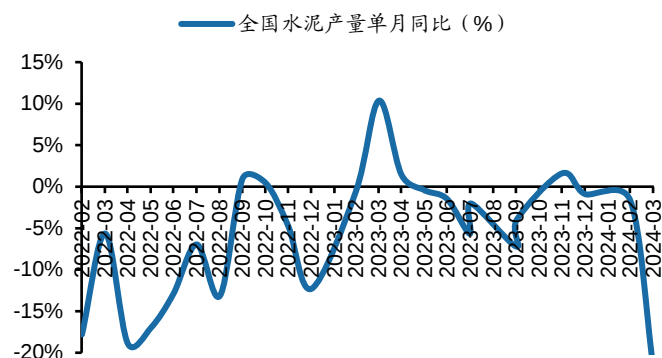
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图14: 全国水泥煤炭价格差 (元/吨)



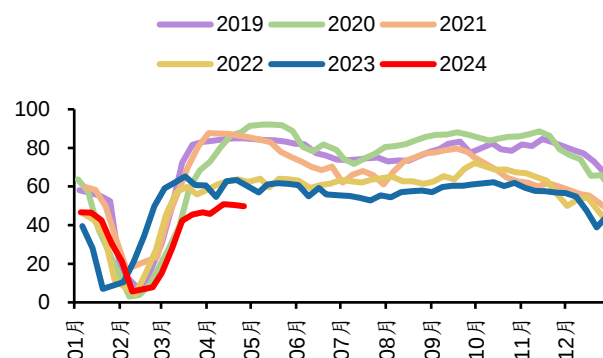
数据来源: 数字水泥网, Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 全国水泥产量单月同比增速



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图16: 全国水泥出货率



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

(二) 国内水泥企业盈利分化, 华新和海螺领先明显

从2023年报和2024年一季报来看, 国内水泥企业盈利分化, 业绩表现较好的水泥公司有海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、青松建化、西部水泥, 归因分析来看, 除青松建化依托新疆区域水泥高景气外, 其余公司均为内生性的竞争优势, 背后系成本费用领先优势扩大、产业链扩张能力和海外拓展能力, 具体来看:

一是国内水泥成本费用领先带来超额利润优势, 如海螺水泥、塔牌集团。海螺水泥、塔牌集团分别作为全国性龙头、粤东区域龙头, 基于以往在规模、资源、区位优势、管理等优势建立的成本费用优势仍然显著, 并且由于海螺水泥产能发挥率更高, 使得吨折摊成本领先优势在扩大, 2024年Q1海螺水泥全口径归母净利润约27元, 环比2023年Q4小幅提升, 1季度国内水泥企业普遍亏损, 龙头盈利超额优势在扩大。

二是海外水泥和产业链一体化扩张带来增量利润, 如华新水泥、西部水泥。为对冲国内水泥主业经营压力, 一方面, 国内水泥公司纷纷发展开启第二成长曲线, 产业链一体化扩张发展骨料和混凝土等“非水泥”业务, 华新水泥“非水泥”收入毛利增速快、占比高, 对业绩的增长弹性贡献显现, 2023年华新骨料和混凝土等“非水泥”业务收入占比提升至43%、利润占比更高(骨料盈利能力强于水泥), 带来显著的业绩增量; 另一方面, 拓展盈利更强的海外水泥市场, 如华新水泥和西部水泥近几年加速海外扩张、目前海外占比较高, 截至2023年底华新水泥海外有效水泥粉磨能力已达2091万吨/年(占公司16.5%), 中期有望实现5000万吨以上(约为国内水泥产量的1/2), 海外水泥盈利水平高于国内, 华新水泥海外布局早、经验丰富、大股东可以赋能, 未来有望持续贡献增长。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/756035134145010132>