

| 证券研究报告 |

顺周期探底修复，关注药玻等成长性兑现

——2024年建材行业中报总结

2024.9.22

分析师：孙颖 博士 建材&化工首席
执业证书编号：S0740519070002
Email: sunying@zts.com.cn

分析师：聂磊 建材&化工联席首席
执业证书编号：S0740521120003
Email: nielei@zts.com.cn

分析师 刘铭政
执业证书编号：S0740524070003
Email: liumz01@zts.com.cn

24H1地产端进一步承压，季度拆分来看建材各细分板块出现一些结构分化：随着信用减值压力逐步消退以及渠道结构优化等调整，24Q2品牌建材板块盈利水平季度环比略有改善；水泥板块随着行业错峰力度加大，复价后板块盈利季度环比也有所修复；而对应竣工端的浮法玻璃随着需求渐进下滑，供需矛盾开始暴露，板块盈利季度环比开始趋弱。玻纤板块量增价跌盈利承压，但随着复价的推进以及出口景气回升，24Q2板块盈利降幅有所收窄，季度环比改善明显。药玻板块格局优异，在产品升级+成本下降趋势下，业绩释放持续兑现，且模制瓶龙头优势进一步凸显。

一、品牌建材：景气进一步下行，C端优势企业韧性较强

我们选取了17家公司作为样本，24Q2板块公司合计营收、扣非净利同比-5.9%、-23.1%，需求下行、竞争加剧背景下，C端优势企业保持较好相对韧性。盈利水平来看，24Q2板块公司合计毛利率28.3%，同比-1.0pcts，环比+1.1pcts；归母净利/扣非净利率分别为8.5%、8.0%，均同比-1.8pcts，环比+3.5pcts、+4.2pcts，盈利水平表现为同比下滑、环比改善，背后或主要来自渠道结构优化、内部成本挖潜以及原料成本的下行。24H1企业主动降低应收款风险敞口，板块应收款项占营收比重77.4%，同比-3.1pcts，东方雨虹、三棵树、坚朗五金等此前对外授信较多企业开始收紧风险敞口。此外，行业集中坏账减值风险影响逐步消退，但应收账款账龄有所拉长。

二、水泥&减水剂：夯实底部，静待修复

1) **水泥**：24H1全国水泥产量同比降幅10.0%，24Q2同比降幅6.7%，降幅季度环比有所收窄。样本公司24H1营收同比-25.3%，归母净利-8.0亿元，同比由盈转亏；24Q2板块公司合计营收/归母净利同比-24%/-86%，实现归母净利润9.9亿元，季度环比回正，二季度行业加强自律减产，全国水泥均价环比+1.6%，价格修复下多数水泥企业24Q2毛利率及净利率水平季度环比有所修复。24H2错峰趋严+煤价下行，企业盈利有望继续修复。24H1华新水泥、海螺水泥等头部企业海外水泥销售及非水泥业务实现较好增长，也一定程度对冲国内水泥需求下滑影响。

2) **减水剂**：受需求下滑影响，24Q2板块营收/归母净利同比-19%/-53%，24Q2减水剂价格持续下行，成本端环氧乙烷均价略有回升，期待需求恢复推动行业盈利修复。

三、玻璃纤维：底部已现，行业发展进入新常态

24H1上市公司收入/扣非净利同比-9.9%、-66.3%，24Q2分别同比-14.8%、-62.2%，出口与内销小幅修复下，企业利润同比降幅略有收窄，季度环比改善明显。3月末、4月中旬粗纱、电子纱分别开启复价，行业底部夯实，价格恢复望引领季度业绩逐步修复。

四、玻璃：药玻加速成长，光伏延续增长；浮法逐季承压

1) 药用玻璃：24Q2中硼硅产品升级加速持续，板块公司盈利同比+20%，叠加原料成本下降，24Q2行业公司毛利率/净利率环比环比+4pcts/+3pcts。随着景气延续叠加成本进一步下降，24H2模制瓶龙头盈利有望加速释放。

2) 光伏玻璃：24H1光伏玻璃上市公司净利同比+28%，24Q2光伏玻璃价格环比略有提升，行业盈利小幅改善，板块公司实现毛利率20%，环比+3pcts。进入24Q3行业盈利阶段性承压，供需重新匹配后有望触发拐点。

3) 浮法玻璃：24Q2需求疲弱，价格走低，板块公司盈利同比-20%，单季毛利率/净利率为21%/8%，环比-1pcts/-2pcts。浮法价格加速下行，行业仍待供需进一步寻找新平衡。

五、投资建议和风险提示

1) 投资建议：药用玻璃景气持续，关注成本超预期下降；水泥市场旺季价格提涨范围扩大，期待板块及龙头业绩+估值修复；玻纤行业底部明确，逢低布局以时间换空间；品牌建材处业绩和估值寻底阶段；浮法玻璃及光伏玻璃供给端均有待去化，关注行业供需拐点。

2) 风险提示：需求不及预期；现金流恶化；原材料价格大幅上涨；数据与实际情况偏差；使用信息滞后或更新不及时风险。

目录

CONTENTS

- ① 品牌建材：景气进一步下行，C端优势企业韧性较强
- ② 水泥&减水剂：夯实底部，静待修复
- ③ 玻璃纤维：底部已现，行业发展进入新常态
- ④ 玻璃：药玻加速成长，光伏延续增长；浮法逐季承压
- ⑤ 投资建议和风险提示

- 24Q2地产景气继续下行，品牌建材公司营收与业绩普遍承压，我们选取17家上市企业作为样本，24Q2板块公司合计营收、归母净利、扣非净利同比-5.9%、-22.1%、-23.1%。其中，24Q2收入保持正增长仅伟星新材、三棵树、北新建材、兔宝宝、王力安防，盈利保持正增长公司有科顺股份、公元股份、亚士创能、北新建材、王力安防。需求下行竞争加剧背景下，受益二手房需求相对景气以及产品价格更为稳定的C端公司或C端渠道相比B端保持较好的相对韧性。

图表：品牌建材重点公司24Q2业绩汇总

板块	公司名称	营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
		24Q2 (亿元)	yoy	qoq	24Q2 (亿元)	yoy	qoq	24Q2 (亿元)	yoy	qoq
防水	东方雨虹	80.7	-13.8%	12.9%	6.0	-37.2%	71.3%	5.3	-42.8%	69.6%
	科顺股份	19.9	-19.6%	33.7%	0.4	1527.2%	-22.0%	0.2	47.0%	-22.9%
	凯伦股份	6.9	-13.5%	31.1%	0.0	-100.5%	-101.4%	0.0	-126.0%	-51.8%
管材	伟星新材	13.5	0.4%	35.1%	1.9	-41.9%	21.3%	2.0	-36.5%	39.2%
	公元股份	19.1	-6.8%	53.4%	1.1	17.5%	650.4%	1.0	26.9%	846.5%
	雄塑科技	2.7	-21.0%	19.2%	-0.2	-369.0%	-1.2%	-0.2	-773.9%	3.9%
瓷砖	蒙娜丽莎	15.2	-16.2%	85.3%	0.7	-53.7%	657.3%	0.6	-62.5%	583.8%
	东鹏控股	20.8	-16.2%	105.8%	2.2	-42.0%	2028.0%	2.2	-40.7%	-1354.7%
	帝欧家居	8.3	-29.2%	46.3%	-0.1	-152.8%	76.6%	-0.2	-257.6%	-48.6%
建筑涂料	三棵树	36.9	0.3%	78.8%	1.6	-42.7%	246.0%	1.6	-41.0%	-302.7%
	亚士创能	7.5	-24.8%	153.6%	0.6	13.5%	176.6%	0.5	5.6%	-161.1%
建筑五金	坚朗五金	18.4	-7.9%	35.0%	0.5	-26.4%	210.7%	0.4	-35.2%	-171.0%
石膏板	北新建材	76.5	15.4%	28.8%	13.9	7.0%	69.3%	13.7	8.0%	72.9%
板材	大亚圣象	14.5	-12.4%	55.9%	1.0	-31.8%	377.7%	0.9	-34.3%	-340.1%
	兔宝宝	24.3	12.7%	63.6%	1.6	-27.3%	75.7%	1.5	-3.7%	91.9%
安全门	王力安防	8.5	16.9%	95.1%	0.4	15.8%	139.8%	0.4	17.1%	449.6%
总计		373.6	-5.9%	40.8%	31.6	-22.1%	139.0%	29.8	-23.1%	200.5%

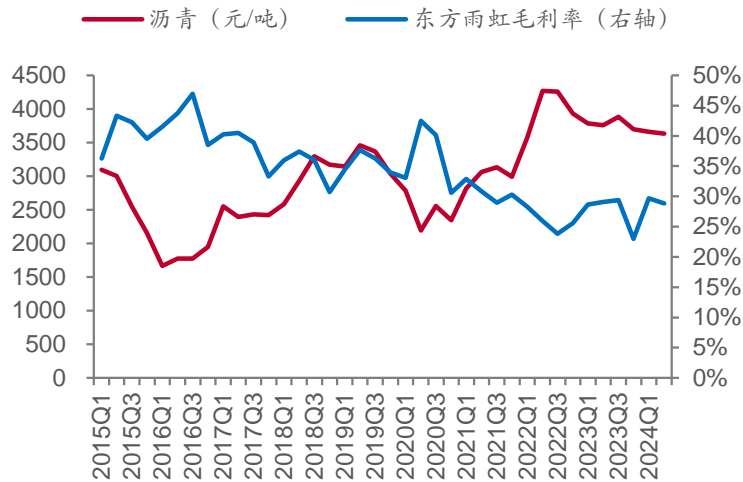
- 盈利水平来看，24Q2品牌建材板块公司合计毛利率28.3%，同比-1.0pcts，环比+1.1pcts；归母净利/扣非净利率分别为8.5%、8.0%，同比均-1.8pcts，环比+3.5pcts、+4.2pcts，单二季度毛利率及净利率水平同比有所下降，季度环比有所改善，24Q2毛利率同比正增的仅科顺股份、北新建材、王力安防，盈利改善或主要来自渠道结构优化、内部成本挖潜以及原料成本下行。

图表：品牌建材重点公司24Q2盈利水平情况

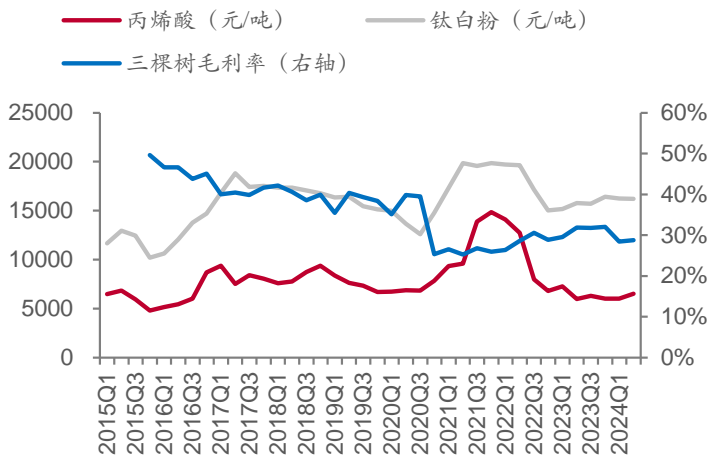
板块	公司名称	毛利率			净利率			扣非净利率		
		24Q2	yoy (pcts)	qoq (pcts)	24Q2	yoy (pcts)	qoq (pcts)	24Q2	yoy (pcts)	qoq (pcts)
防水	东方雨虹	28.8%	-0.3	-0.9	7.3%	-2.9	2.5	6.5%	-3.3	6.5
	科顺股份	23.2%	2.4	-0.6	1.9%	1.8	-1.5	0.9%	0.4	0.9
	凯伦股份	23.4%	-1.6	1.6	-0.2%	-3.1	-1.8	-0.7%	-3.1	-0.7
管材	伟星新材	42.6%	-1.2	1.1	13.9%	-10.4	-1.9	14.7%	-8.5	14.7
	公元股份	20.3%	-3.6	2.0	5.9%	1.0	4.5	5.5%	1.4	5.5
	雄塑科技	8.2%	-8.2	0.2	-6.6%	-8.6	1.2	-8.1%	-9.0	-8.1
瓷砖	蒙娜丽莎	27.0%	-3.0	0.5	4.9%	-4.7	3.9	4.0%	-4.9	4.0
	东鹏控股	32.6%	-2.8	6.0	10.6%	-4.8	11.8	10.4%	-4.3	10.4
	帝欧家居	22.0%	-1.3	-0.6	-1.3%	-2.9	6.7	-2.9%	-4.2	-2.9
建筑涂料	三棵树	28.8%	-3.1	0.4	4.3%	-3.5	2.1	4.2%	-3.0	4.2
	亚士创能	24.4%	-9.0	4.6	8.4%	2.8	36.1	7.1%	2.1	7.1
建筑五金	坚朗五金	31.9%	0.0	1.5	3.2%	-1.0	6.5	2.2%	-0.9	2.2
石膏板	北新建材	32.7%	0.2	4.1	18.6%	-1.0	4.7	17.9%	-1.1	17.9
板材	大亚圣象	26.5%	-1.4	1.6	6.8%	-2.3	11.1	6.5%	-2.2	6.5
	兔宝宝	17.2%	-1.9	-0.6	6.6%	-3.7	0.6	6.4%	-1.1	6.4
安全门	王力安防	26.5%	0.3	3.4	4.5%	0.1	1.0	4.5%	0.0	4.5
总计		28.3%	-1.0	1.1	8.5%	-1.8	3.5	8.0%	-1.8	4.2

■ 原料端来看，防水核心原料沥青24Q2价格同比-3.2%，环比-0.7%；涂料核心原料丙烯酸24Q2价格同比+8.9%，环比+8.2%，钛白粉价格24Q2同比+2.7%，环比-0.2%；塑料管道核心原料PVC价格24Q2同比+3.5%，环比+3.8%，PE价格同比+7.6%，环比-0.3%，PPR价格同比-1.5%，环比-0.3%；石膏板核心原料国废价格同比-7.8%，环比-8.1%。总体来看，24Q2品牌建材核心原料价格涨跌不一，防水卷材及石膏板核心原料价格同环比有所下降。

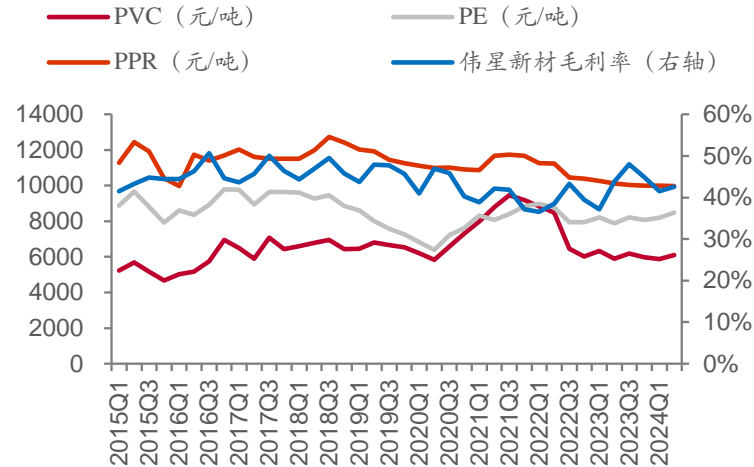
图表：防水卷材核心原料沥青价格与东方雨虹毛利率变化情况对比



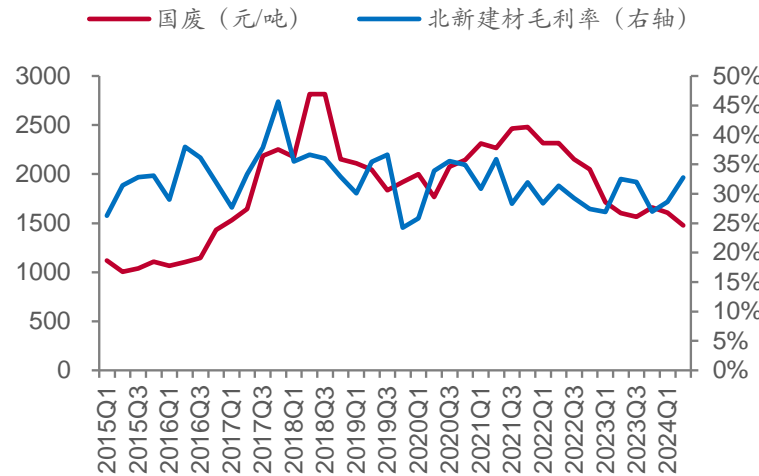
图表：建筑涂料核心原料价格与三棵树毛利率变化情况对比



图表：塑管核心原材料价格与伟星新材毛利率变化情况对比



图表：石膏板核心原料国废价格与北新建材利率变化情况对比



来源：Wind、中泰证券研究所

- 24H1品牌建材板块应收款项规模有所下降，应收款项合计同比-7.4%，这除由于销售规模下降外，也部分来自企业在行业下行压力期主动减少授信。24H1板块应收款项占营收比重77.4%，同比-3.1pcts，其中东方雨虹、三棵树、坚朗五金、兔宝宝等此前对外授信较多企业开始收紧风险敞口，而北新建材、伟星新材等公司应收款项占营收比重有所上升。

图表：品牌建材重点公司24H1应收款项情况

板块	公司名称	应收账款及票据+其他应收款 (亿元)					24H1同比变动幅度	24H1占营收比重	同比变动 (pcts)
		2021	2022	23H1	2023	24H1			
防水	东方雨虹	113.0	135.3	175.7	142.6	153.1	-12.9%	100.6%	-3.7
	科顺股份	43.8	51.6	61.0	45.7	50.7	-16.9%	146.2%	5.4
	凯伦股份	23.0	22.1	22.9	22.2	23.3	2.0%	191.3%	16.2
管材	伟星新材	3.8	5.4	5.3	6.0	6.6	25.8%	28.4%	4.7
	公元股份	15.7	12.5	10.8	11.1	12.7	16.7%	40.2%	10.4
	雄塑科技	2.8	2.5	2.8	2.1	2.7	-4.3%	54.0%	11.6
瓷砖	蒙娜丽莎	19.2	12.3	12.6	9.5	11.0	-12.2%	47.2%	4.1
	东鹏控股	18.9	14.7	15.0	13.7	13.2	-12.1%	42.6%	1.3
	帝欧家居	39.6	23.7	20.5	16.6	16.1	-2.8%	115.5%	-0.2
建筑涂料	三棵树	45.3	46.7	53.0	39.9	46.1	-13.0%	80.1%	-12.4
	亚士创能	26.3	23.0	24.3	19.5	18.3	-24.7%	175.6%	12.0
建筑五金	坚朗五金	45.4	43.2	43.7	38.1	40.1	-8.3%	125.0%	-5.4
石膏板	北新建材	22.2	27.1	45.3	24.5	60.3	33.2%	44.3%	4.6
板材	大亚圣象	19.5	18.5	16.5	18.9	15.9	-4.1%	66.7%	4.9
	兔宝宝	14.7	15.1	13.1	12.4	10.2	-22.1%	26.1%	-14.0
安全门	王力安防	11.0	10.9	11.3	12.6	14.1	24.2%	109.4%	8.5
总计		464.2	464.7	534.0	435.3	494.3	-7.4%	77.4%	-3.1

- 总体来看，24H1品牌建材重点公司信用减值规模合计8.9亿，同比-12.3%，减值规模下降主要由于自2022年高点后，行业单项减值计提的坏账风险持续释放。由于品牌建材公司B端业务减值计提风险均起始于21-22年，账龄3-5年以上应收款在100%计提准则下，行业公司坏账风险影响正逐步消退。

图表：品牌建材重点公司24H1信用减值规模情况

板块	公司名称	信用减值规模（亿元）					
		19H1	20H1	21H1	22H1	23H1	24H1
防水	东方雨虹	0.0	-3.4	-4.7	-5.2	-4.1	-3.7
	科顺股份	-0.5	-0.8	-0.9	-1.0	-1.6	-1.3
	凯伦股份	-0.1	-0.4	-0.5	0.1	-0.3	-0.2
管材	伟星新材	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1
	公元股份	0.0	0.2	-0.2	-1.0	-1.1	0.0
	雄塑科技	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1
瓷砖	蒙娜丽莎	-0.1	-0.1	-0.4	-5.1	-0.4	-0.3
	东鹏控股	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3
	帝欧家居	0.0	-0.6	-0.4	-0.6	0.0	0.0
建筑涂料	三棵树	-0.2	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-1.6
	亚士创能	-0.2	-0.1	-0.5	0.1	-0.7	0.3
建筑五金	坚朗五金	-0.3	-0.6	-0.8	-0.5	-0.5	-0.8
石膏板	北新建材	0.0	-0.2	0.0	-0.2	0.0	-0.1
板材	大亚圣象	0.0	0.0	-0.1	-0.3	-0.1	0.0
	兔宝宝	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.7
安全门	王力安防	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
总计		-1.7	-6.6	-9.6	-15.2	-10.1	-8.9

- 虽然24H1品牌建材重点公司信用减值规模有所下降，但从应收账款账龄结构来看，2年以上账龄应收账款占比有所提升，24H1板块2年以上应收账款占比合计达27.6%，同比+11.6pcts，主要由于下游客户资金情况仍较为紧张，导致收款账龄拉长。但总的来看，伟星新材、北新建材等信用稳健企业信用减值规模较小。

图表：品牌建材重点公司24H1应收款项占比情况

板块	公司名称	应收账款2年以内占比			应收账款2年以上占比			24H1 2年以上应收账款占比 同比情况 (pcts)
		22H1	23H1	24H1	22H1	23H1	24H1	
防水	东方雨虹	97.9%	91.6%	73.1%	2.1%	8.4%	26.9%	18.5
	科顺股份	95.6%	77.2%	60.8%	4.4%	22.8%	39.2%	16.4
	凯伦股份	94.3%	80.1%	70.8%	5.7%	19.9%	29.2%	9.3
管材	伟星新材	98.9%	84.9%	94.1%	1.1%	15.1%	5.9%	-9.2
	公元股份	69.2%	59.7%	85.7%	30.8%	40.3%	14.3%	-26.0
	雄塑科技	95.6%	75.7%	72.9%	4.4%	24.3%	27.1%	2.8
瓷砖	蒙娜丽莎	108.4%	66.5%	58.9%	2.0%	20.9%	43.3%	22.4
	东鹏控股	67.8%	46.0%	63.7%	32.2%	54.0%	36.3%	-17.7
	帝欧家居	107.3%	91.3%	59.2%	4.0%	11.8%	26.5%	14.7
建筑涂料	三棵树	96.4%	81.5%	79.1%	3.6%	18.5%	20.9%	2.4
	亚士创能	97.8%	62.0%	61.6%	2.2%	38.0%	38.4%	0.4
建筑五金	坚朗五金	110.8%	90.4%	79.7%	1.3%	5.3%	12.6%	7.3
石膏板	北新建材	90.4%	79.0%	93.6%	9.6%	21.0%	6.4%	-14.6
板材	大亚圣象	77.1%	77.0%	92.5%	22.9%	23.0%	7.5%	-15.5
	兔宝宝	105.9%	61.7%	54.2%	9.7%	21.6%	46.9%	25.2
安全门	王力安防	102.7%	58.9%	66.0%	13.5%	25.5%	33.5%	7.9
总计		92.7%	84.0%	72.4%	7.3%	16.0%	27.6%	11.6

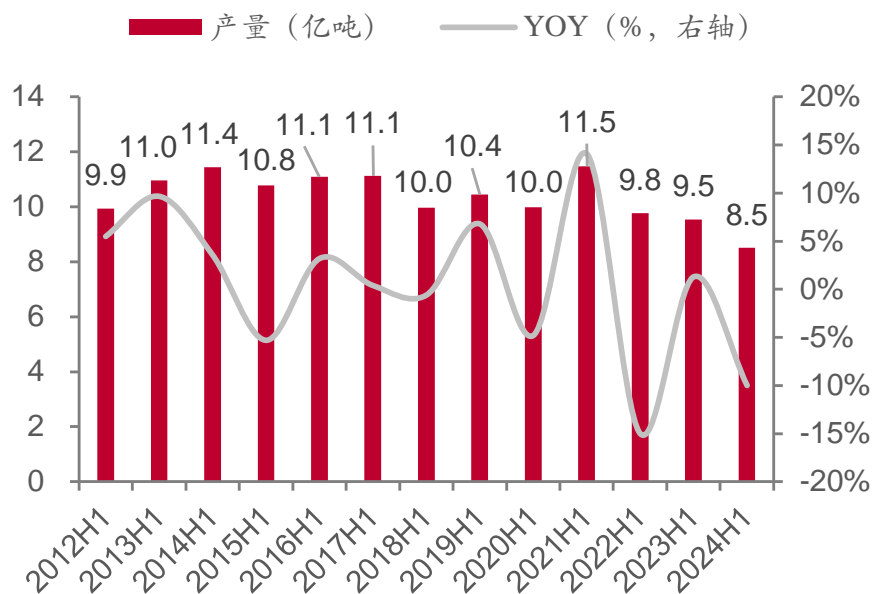


2

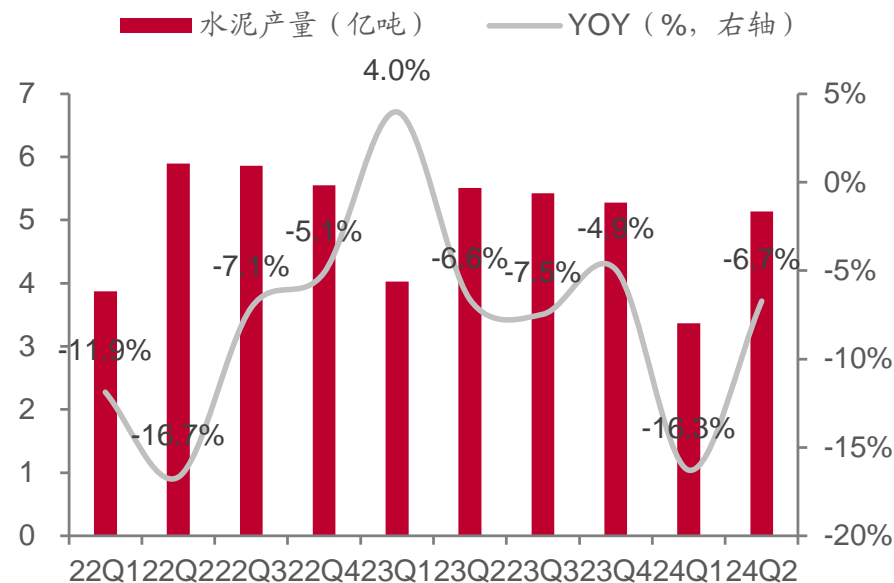
水泥和减水剂：夯实底部，静待修复

- 2024年上半年整体需求呈现为地产下行、基建趋缓，全国水泥产量实现8.5亿吨，同比-10.0%，处于2012年以来同期最低水平。分季度看，24Q2项目阶段性完工叠加高温降雨等因素影响，单季度实现产量5.1亿吨，同比-6.7%。

图表：24H1全国水泥产量8.5亿吨，同比-10.0%



图表：24Q2全国水泥产量5.1亿吨，同比-6.7%



来源：Wind、中泰证券研究所

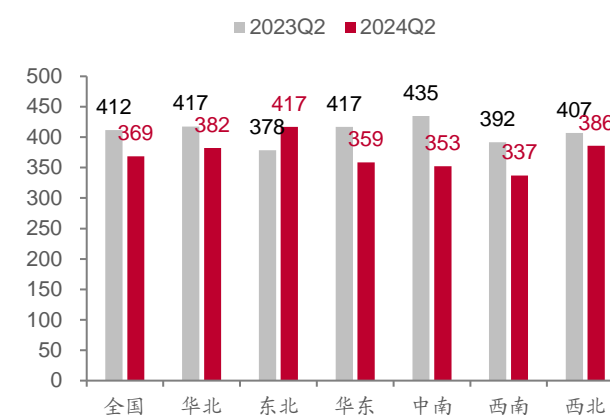
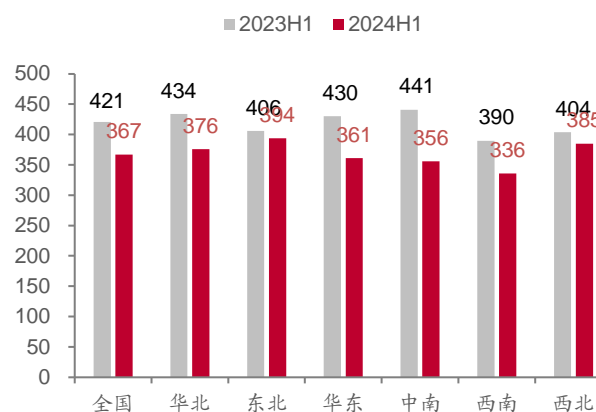
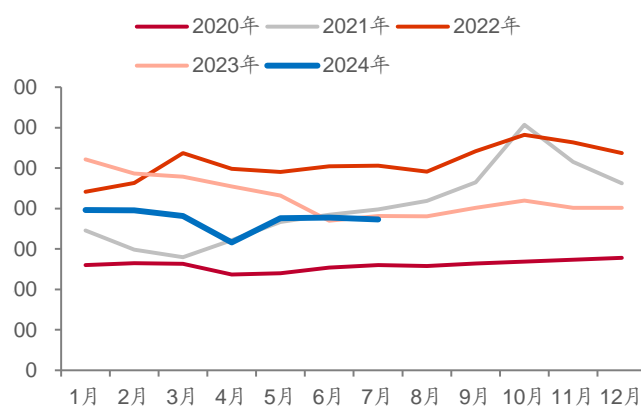
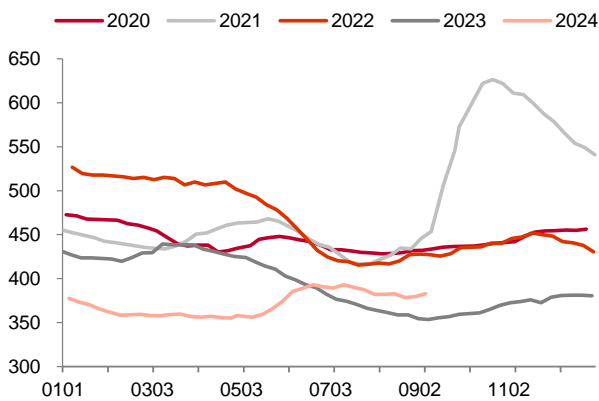
■ 24H1全国水泥价格呈现先抑后扬趋势，全国水泥均价367元/吨，同比-12.8%，由于亏损进一步加剧，进入二季度行业加强自律减产，24Q2全国水泥均价369元，同比-10.4%，环比+1.6%。分地区来看，24H1华北、东北、华东、中南、西南、西北地区水泥均价分别同比-13.4%/-2.9%/-16.1%/-19.2%/-13.8%/-4.6%，24Q2各地区水泥均价同比-8.4%/+10.2%/-14.0%/-18.9%/-13.9%/-5.3%。

图表：全国P.O 42.5水泥均价（元/吨）

图表：全国烟煤价格指数（元/吨）

图表：2024H1六大产区水泥价格对比（元/吨）

图表：2024Q2六大产区水泥价格对比（元/吨）

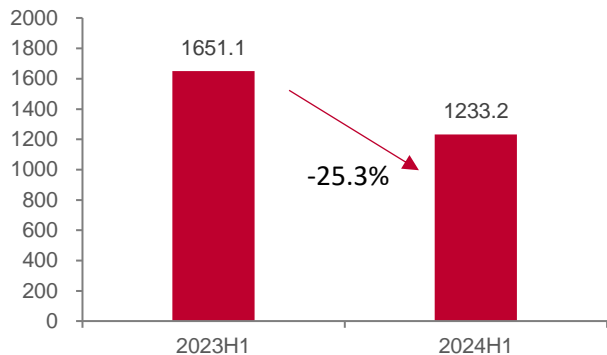


来源：数字水泥网、Wind、中泰证券研究所

■ 我们选取水泥板块具有代表性的9家A股上市公司作为样本股票池，分别为天山股份、海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、亚泰集团、万年青、上峰水泥、塔牌集团、福建水泥。以样本公司24H1财务数据来看，水泥板块上半年实现营业收入1233.2亿元，同比-25.3%，实现归母净利润-8.0亿元，由上年同期盈利77.2亿转向亏损。单二季度水泥板块实现营业收入707.0亿元，同比-23.9%，实现归母净利润9.9亿元，同比-85.6%，单二季度水泥价格修复对业绩产生部分正向影响，板块经营业绩环比Q1有所改善。

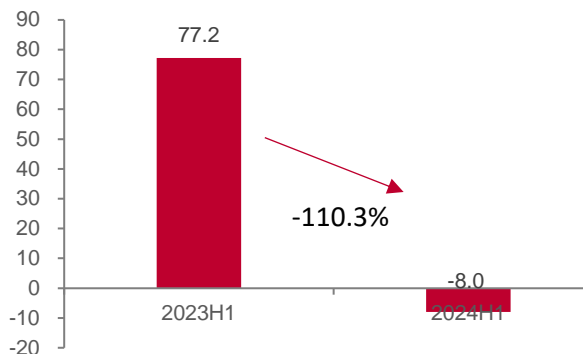
图表：水泥板块2024H1营业收入同比-25.3%

2024H1样本企业营业收入情况（亿元）



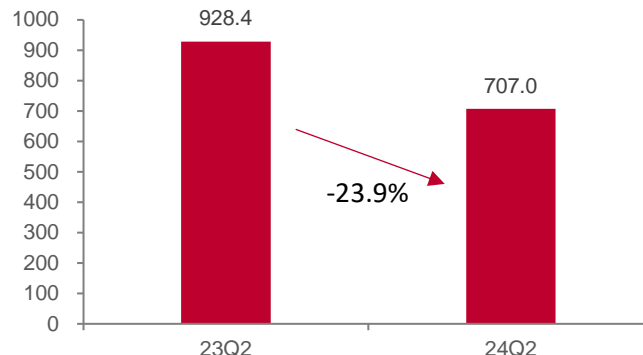
图表：水泥板块2024H1归母净利润同比由盈转亏

2024H1样本企业归母净利润情况（亿元）



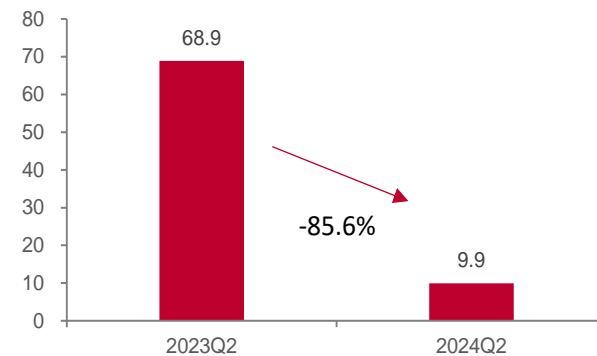
图表：水泥板块2024Q2营业收入同比-23.9%

2024Q2样本企业营业收入情况（亿元）



图表：水泥板块2024Q2归母净利润同比-85.6%

2024Q2样本企业归母净利润情况（亿元）



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 从各公司角度来看，部分企业和行业整体表现略有差异：收入方面，在行业公司24H1收入普遍明显下滑背景下，华新水泥仍保持收入正增长，这主要源自公司海外水泥销售以及骨料、商混等非水泥业务的快速增长。盈利方面，24H1海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、塔牌集团仍实现正向盈利，表现出较好经营韧性。季度环比来看，除塔牌水泥受区域性降雨等因素影响外，其余企业盈利端季度基本实现提升或亏损的收窄。

图表：水泥企业24H1及24Q2经营业绩情况

序号	股票代码	公司名称	2024H1 营业收入 (亿元)	YOY (%)	2024H1 归母净利润 (亿元)	YOY (%)	24Q2 营业收入 (亿元)	YOY (%)	24Q2 归母净利润 (亿元)	YOY (%)
1	600585.SH	海螺水泥	455.7	-30.4	33.3	-48.6	242.4	-28.9	18.2	-53.4
2	000877.SZ	天山股份	397.0	-25.7	-34.1	由盈转亏	233.5	-24.8	-14.9	由盈转亏
3	600801.SH	华新水泥	162.4	2.6	7.3	-38.7	91.5	-0.5	5.5	-41.4
4	000401.SZ	冀东水泥	112.2	-22.5	-8.1	亏损加大	78.8	-15.3	2.9	-31.3
5	600881.SH	亚泰集团	29.3	-37.7	-9.3	亏损加大	19.3	-37.7	-4.1	亏损收窄
6	000789.SZ	万年青	25.9	-37.0	0.0	-99.4	13.1	-39.0	0.1	-93.8
7	000672.SZ	上峰水泥	23.9	-25.4	1.7	-67.9	14.8	-18.4	1.6	-56.5
8	002233.SZ	塔牌集团	19.8	-31.2	2.3	-53.4	9.8	-36.9	0.8	-69.4
9	600802.SH	福建水泥	7.1	-30.7	-1.0	亏损收窄	3.7	-36.3	-0.2	亏损收窄

来源：Wind、中泰证券研究所

■ 从24H1水泥企业全口径下扣非吨净利来看，海螺水泥（24.9元）、华新水泥（23.9元）、塔牌集团（25.1元）、上峰水泥（22.7元）、西部水泥（44.2元）仍保持相对较高的吨净利水平，这背后一方面上述企业作为全国龙头或区域头部企业，基于规模、资源、区域等建立的成本优势依旧显著。此外，如华新水泥海外水泥销量增长以及骨料、商混等业务增长对冲国内水泥需求下滑压力，24H1华新水泥整体水泥熟料销量同比-4.9%，其中国内销量同比-15.7%，海外销量同比+47.0%。

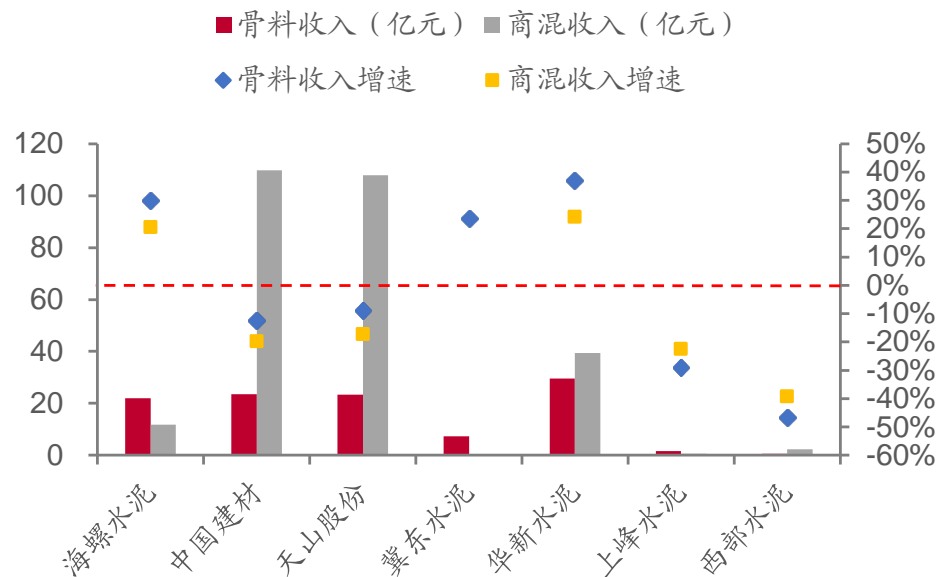
图表：水泥上市企业水泥熟料全口径扣非吨净利情况（元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23H1	2023	24H1	24H1同比
海螺水泥	70.0	30.2	39.3	41.7	20.7	27.7	48.5	100.1	101.3	102.1	103.2	53.1	46.0	35.0	24.9	-45.9%
天山股份	59.9	11.9	7.4	1.1	(34.5)	(5.5)	11.2	57.0	67.1	4.3	15.6	10.0	(3.8)	2.2	(39.0)	亏损加大
华新水泥	24.2	11.8	21.8	21.9	1.2	8.8	26.2	72.5	80.3	73.1	70.5	42.7	39.1	37.5	23.9	-38.9%
冀东水泥	29.2	1.8	3.5	(1.9)	(55.3)	(9.7)	1.4	12.6	27.1	25.8	24.3	12.9	(10.6)	(17.8)	(24.0)	亏损加大
塔牌集团	50.8	17.1	31.1	42.7	22.7	27.9	43.9	90.3	76.9	82.3	80.2	16.7	45.1	34.5	25.1	-44.3%
上峰水泥			21.4	30.6	3.1	8.6	54.3	102.0	133.3	109.1	100.8	57.6	38.7	29.6	22.7	-41.2%
万年青	27.1	9.8	19.2	22.1	9.2	10.7	18.7	44.3	49.2	50.7	53.8	14.4		7.4		
福建水泥	18.3	(39.5)	(18.7)	(1.1)	(60.3)	(28.1)	(20.0)	35.5	42.5	28.6	35.6	(29.2)	(34.9)	(38.4)	(32.9)	亏损收窄
西部水泥	56.6	25.5	21.5	2.0	(18.1)	0.6	37.2	63.7	93.3	78.4	78.1	62.9	55.8	20.6	44.2	-20.7%

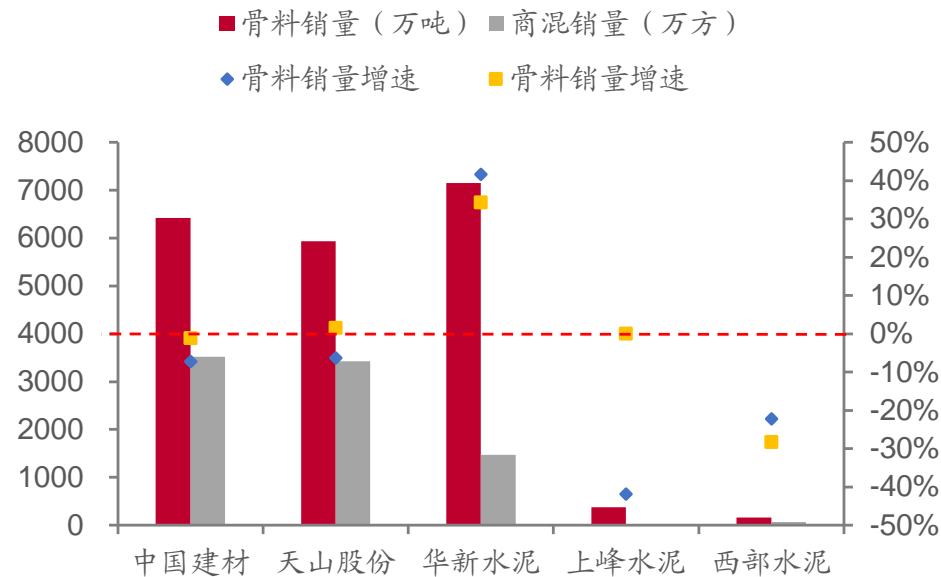
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 24H1海螺水泥、华新水泥非水泥业务表现亮眼，其中海螺水泥骨料、商混收入分别同比+29.8%、+20.6%，营收占比6.4%、3.5%，分别同比+2.6pcts、+1.2pcts，主要得益产能扩张推动（24H1骨料、商混产能同比+16.2%、+33.9%）。24H1华新水泥骨料、商混业务收入分别同比+37.0%、+24.2%，合计收入占比同比+8.8pcts至42.5%。

图表：24H1水泥上市企业骨料、商混收入及增速



图表：24H1水泥上市企业骨料、商混销量及增速



- 除冀东水泥及亚泰集团外，24H1其余水泥企业毛利率均同比下降，由于价格下降及销量下降导致费用率的提升，整体行业净利率均同比下滑。季度来看，由于价格修复，多数水泥企业24Q2毛利率及净利率水平季度环比有所修复。

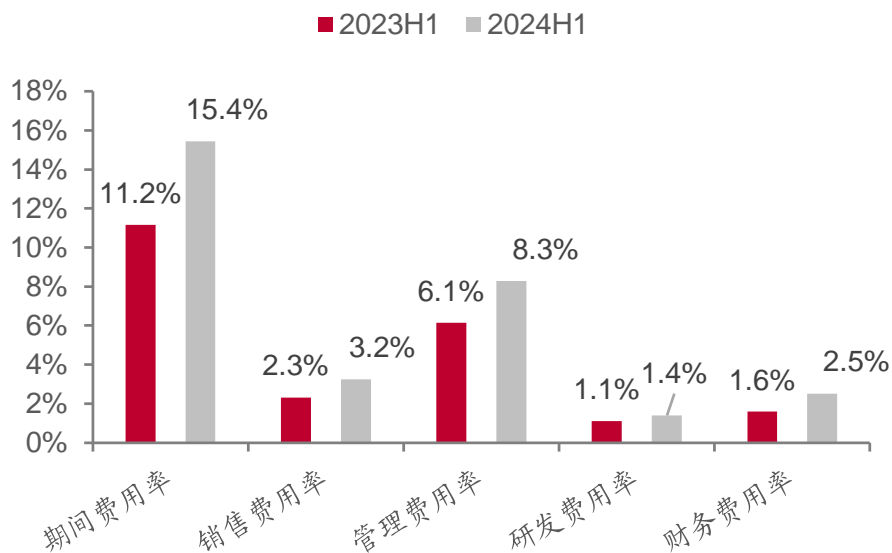
图表：水泥企业24H1及24Q2毛利率及净利率情况

序号	股票代码	公司名称	2024H1		2024Q2			2024H1		2024Q2		
			毛利率 (%)	同比 (pct)	毛利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)	净利率 (%)	同比 (pct)	净利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)
1	600585.SH	海螺水泥	18.9	-0.5	20.0	-2.2	2.2	7.4	-3.0	7.8	-4.3	0.8
2	000877.SZ	天山股份	11.4	-3.7	13.9	-4.6	6.1	-9.4	-9.5	-6.8	-11.5	6.4
3	600801.SH	华新水泥	23.7	-0.7	25.0	-2.4	3.1	6.3	-2.2	8.0	-3.6	3.8
4	000401.SZ	冀东水泥	13.8	0.8	20.5	3.2	22.8	-8.0	-4.8	4.1	-0.6	40.4
5	600881.SH	亚泰集团	25.8	7.2	25.7	9.1	-0.2	-39.2	-15.4	-26.1	-5.0	38.2
6	000789.SZ	万年青	13.8	-7.4	13.0	-10.7	-1.6	-0.2	-9.7	1.0	-10.6	2.5
7	000672.SZ	上峰水泥	25.4	-4.4	27.3	-5.1	4.9	5.6	-11.9	10.5	-11.7	12.7
8	002233.SZ	塔牌集团	24.1	-3.8	23.6	-8.2	-0.9	11.9	-5.2	8.4	-8.0	-7.0
9	600802.SH	福建水泥	-6.6	-0.6	-1.2	0.8	11.2	-19.0	-1.9	-9.5	-0.5	19.6

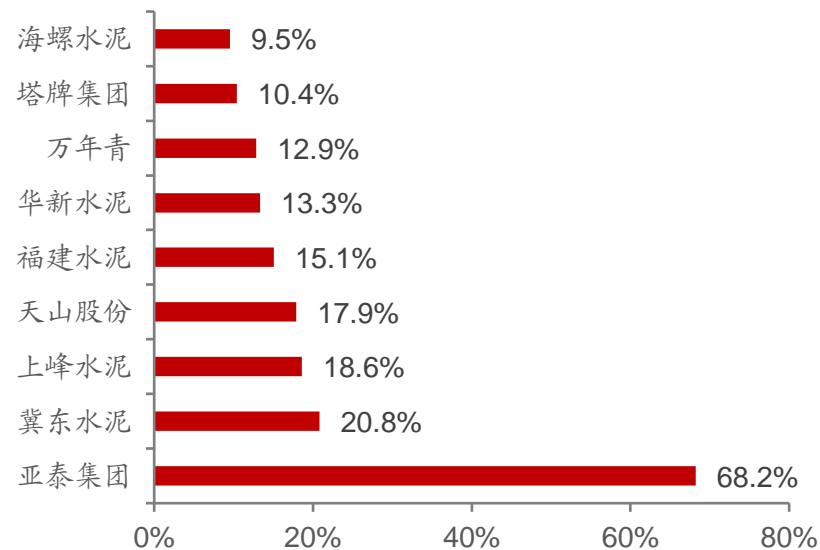
来源：Wind、中泰证券研究所

- 24H1水泥板块期间费用率为15.4%，同比+4.3pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率均有不同程度提高，分别同比+0.9pcts、+2.1pcts、+0.3pcts、+0.9pcts，主要原因或为各公司收入规模下降导致费用分摊提高所致。从各公司情况来看，海螺水泥、塔牌集团等企业依托各自费用管控和区位优势，仍旧保持行业较好的费用管控能力。

图表：水泥板块各项费用率情况（%）



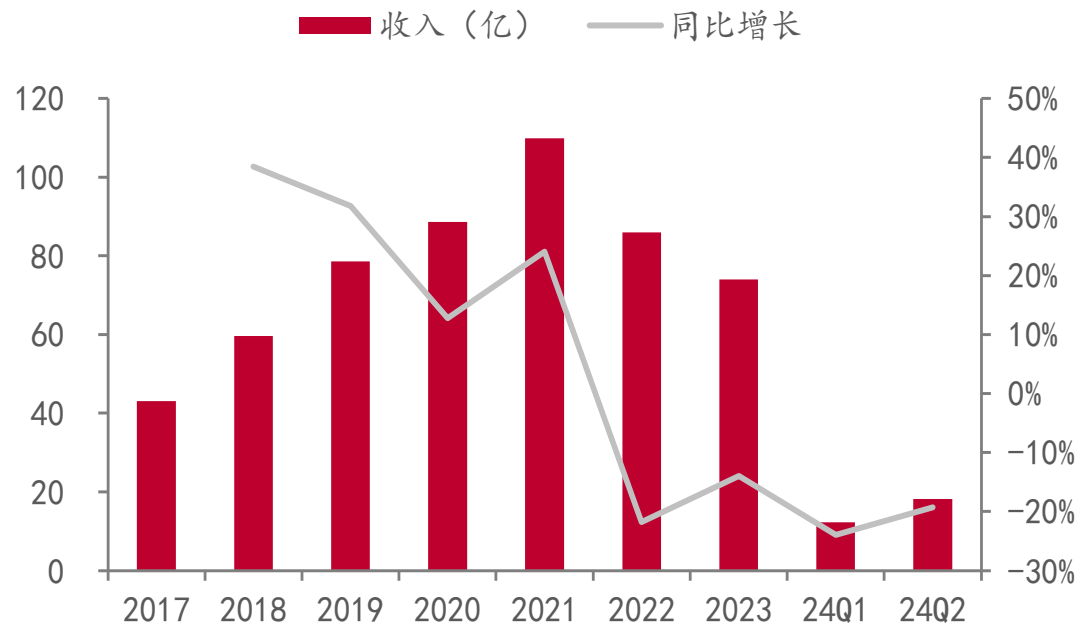
图表：各企业24H1期间费用率对比



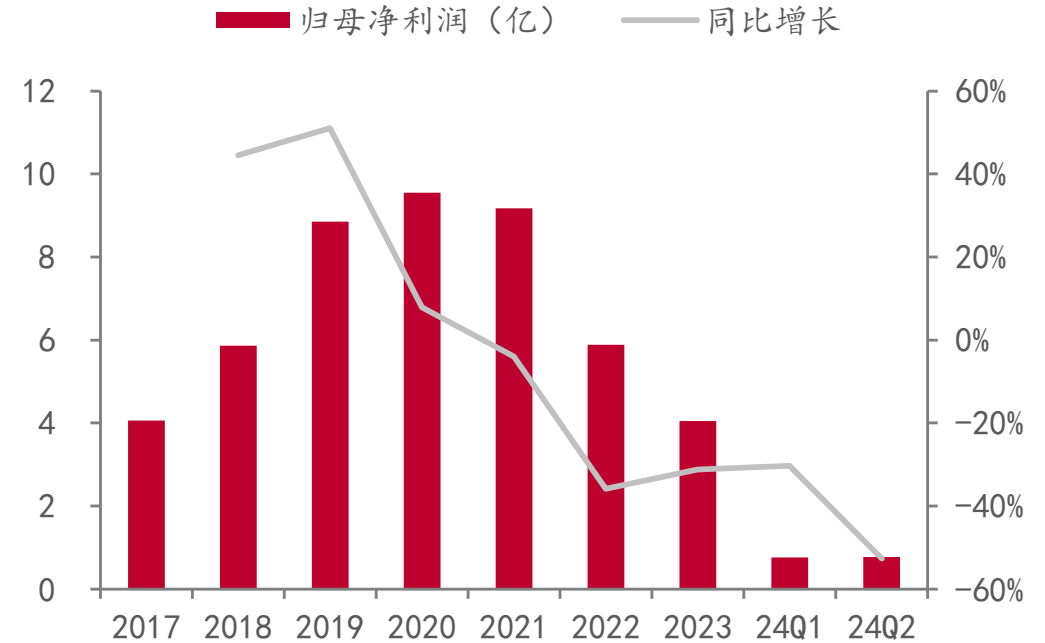
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 我们选取行业内具有代表性的三家A股上市公司（苏博特、垒知集团、行业第三名）作为样本，24H1三家公司合计实现营收30.4亿元，YOY-21.2%，24H1合计实现归母净利润1.5亿元，YOY-43.8%。测算24Q2合计实现营业收入18.2亿元，YoY-19.2%，24Q2合计实现归母净利润0.8亿，YoY-52.7%。

图表：减水剂行业收入显著下滑



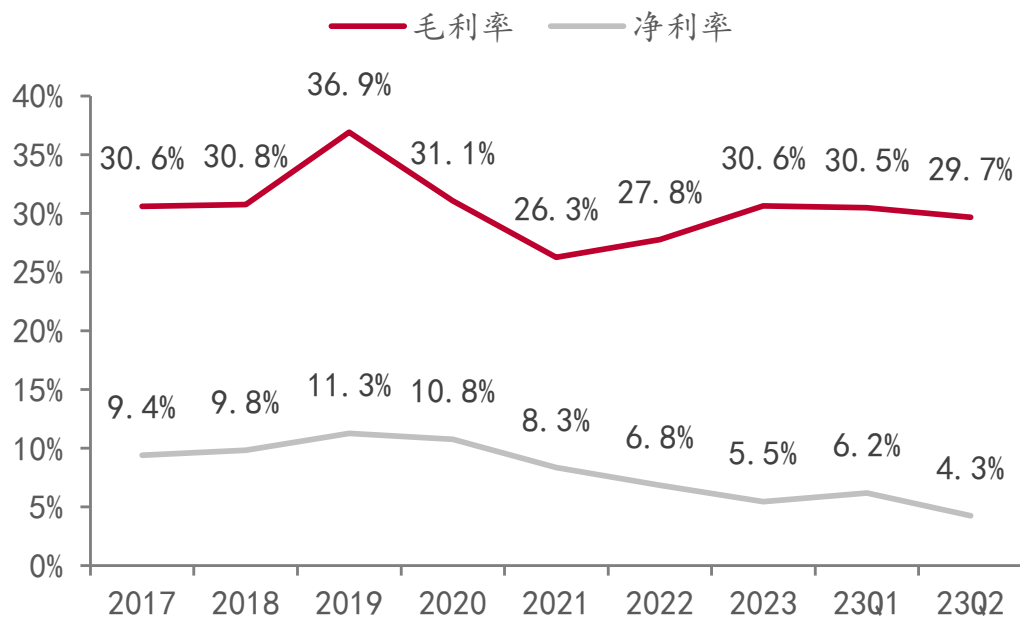
图表：减水剂行业归母净利润显著下滑



来源：Wind、中泰证券研究所

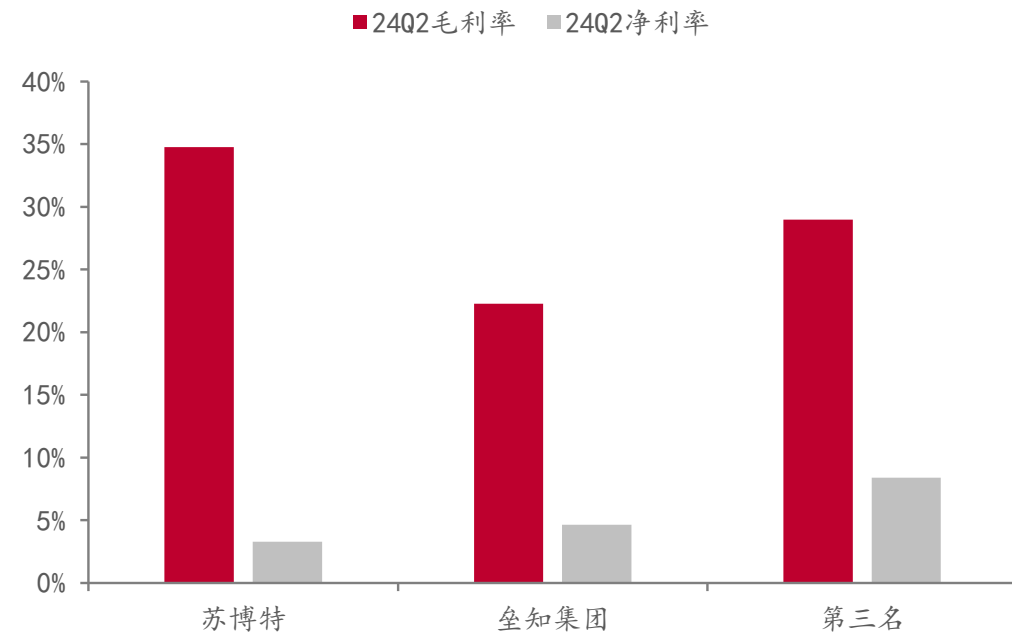
■ 24Q2行业实现毛利率29.7%，环比24Q1下降0.8pcts，主要系原材料价格环比回升所致。在行业整体承压下的情况下，龙头企业仍保持较强竞争优势，24Q2苏博特毛利率34.8%，继续领先行业，24Q2公司净利率为3.3%，主要由于费用前置，导致短期净利率偏低，后续有望修复。

图表：24Q2减水剂行业毛利率环比下滑



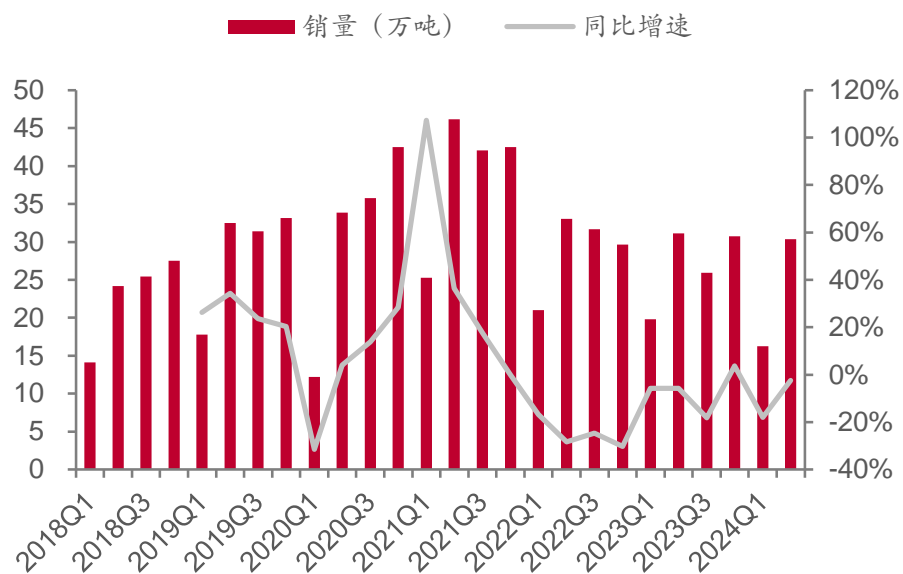
来源：Wind、中泰证券研究所

图表：减水剂龙头企业竞争优势明显

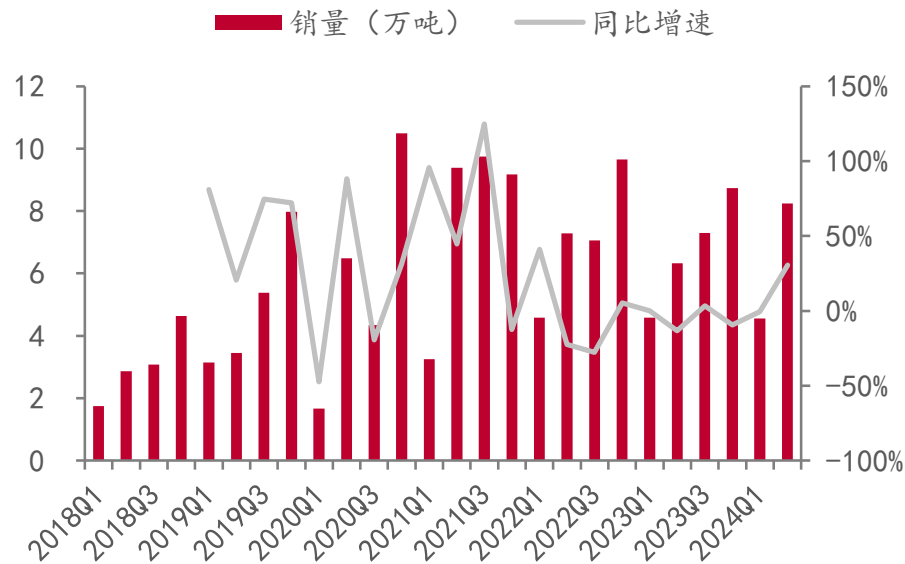


- 24Q2下游地产端需求减弱，叠加基建项目阶段性完工，整体减水剂需求仍面临下行压力。从减水剂行业龙头苏博特的情况来看，24Q2减水剂业务（含高性能减水剂及高效减水剂）实现销量30.4万吨，YoY-2.5%。24Q2苏博特功能性材料销量8.2万吨，YOY+30.4%。

图表：24Q2苏博特减水剂销量同比-2.5%



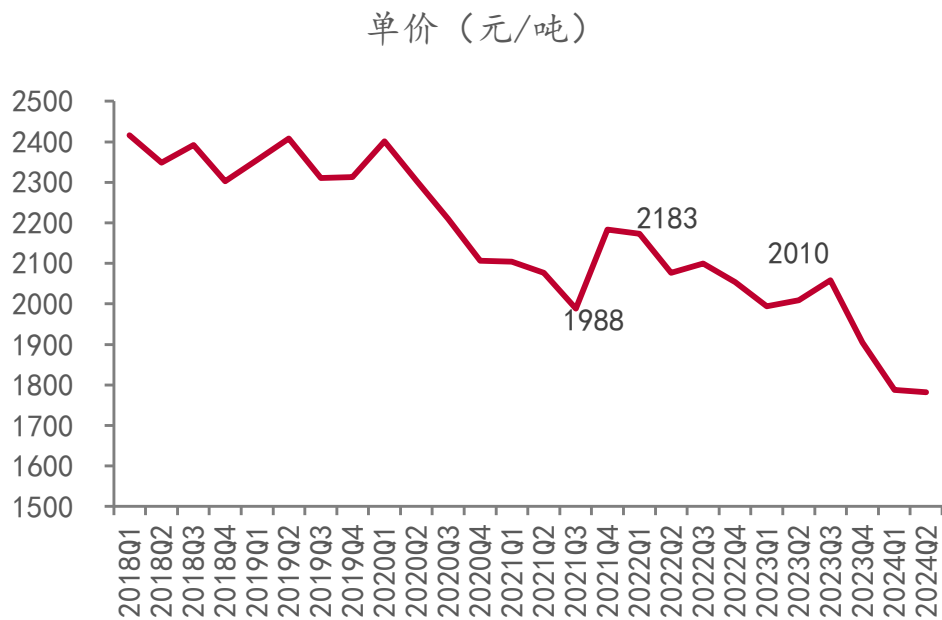
图表：24Q2苏博特功能性材料销量同比+30.4%



来源：苏博特公告、中泰证券研究所

- 从行业龙头苏博特的情况来看，24Q2苏博特核心产品高性能减水剂均价1782元/吨，环比24Q1下降0.3%，同比-11.3%。成本端环氧乙烷均价环比同比均略有回升，24Q2均价为6895元/吨，环比+3.6%，同比+6.2%。

图表：24Q2苏博特高性能减水剂均价同环比下降



来源：苏博特公告、Wind、中泰证券研究所

图表：24Q2环氧乙烷均价同环比提升 (元/吨)



来源：Wind、中泰证券研究所



3

玻璃纤维：底部已现，行业发展进入新常态

■ 预计24年粗纱新增有效产能37.7万吨，对应供给增速为4.1%，我们判断24年行业新增产能投产节奏或有放缓（含冷修复产产线），且冷修产线增加，供给端整体可控。

图表：2024年粗纱新增有效产能整体可控（万吨）

2024年及以后预计产能变化情况（包括海外）								
企业	类型	产线描述	投产时间	2023年有效产能	2024年有效产能	2025年有效产能	2024年产能冲击（24年有效产能-23年有效产能）	2025年产能冲击（25年有效产能-24年有效产能）
山东玻纤	新建	天炬厂区新基地1期3+12万吨高模量粗纱线	预计22年底开建，24年1月投产	0	12.5	15	12.5	2.5
山东玻纤	冷修	天炬分公司（沂水基地）池窑产线4线6万吨	24年1月底冷修	6	0.5	0	-5.5	-0.5
内蒙古天皓	新建	12万吨生产线	2024年3月26日点火	0	7.0	12.0	7.0	5.0
金牛玻纤	冷修	老厂2线4万吨池窑产线	24年4月7日左右冷修	4	1.0	0	-3.0	-1.0
重庆国际	复产	巴西基地5万吨产线	24年6月底（6月30日）复产	0	2.1	5	2.1	2.9
中国巨石	新建	淮安40万吨基地第一条线	24年5月份点火	0	5.0	10.0	5.0	5.0
中国巨石	新建	淮安40万吨基地第2条线	24年7月份点火	0	3.3	10.0	3.3	6.7
中国巨石	冷修	桐乡3线12万吨	预计24H2冷修，预计25年中投产	12	9.0	5.0	-3.0	-4.0
中国巨石	新建	九江20万吨粗纱生产线	预计24年底点火	0	0.0	20.0	0.0	20.0
长海股份	新建	15万吨粗纱生产线	24年8月底点火	0	3.8	15.0	3.8	11.3
长海股份	冷修	8万吨粗纱生产线	预计24年9月冷修	8	6.0	0.0	-2.0	-6.0
泰山玻纤	新建	山西30万吨基地第一条线	预计24年9月点火	0	2.5	15.0	2.5	12.5
泰山玻纤	冷修	F02线8万吨	预计24H2冷修	8	6.7	0.0	-1.3	-6.7
金牛玻纤	新建	3线12万吨	预计24H2点火	0	2.0	12.0	2.0	10.0
合计				38.0	61.3	119.0	23.3	57.7
							37.7	

■ 预计24年电子纱新增有效产能为-0.6万吨，对应供给增速为-0.4%。

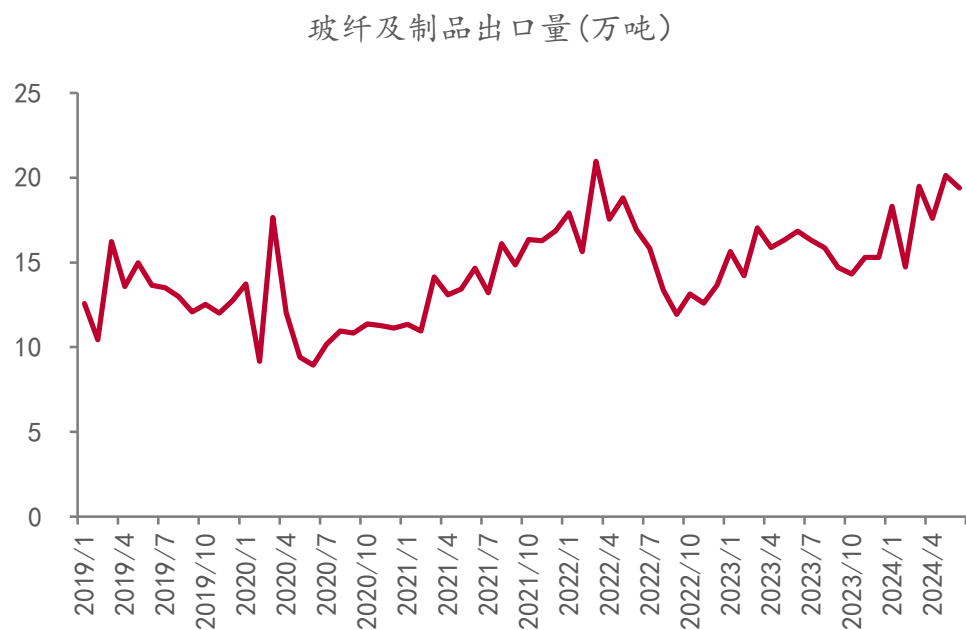
图表：2024年电子纱新增产能投放极为有限（万吨）

2024年及以后预计产能变化情况（包括海外）

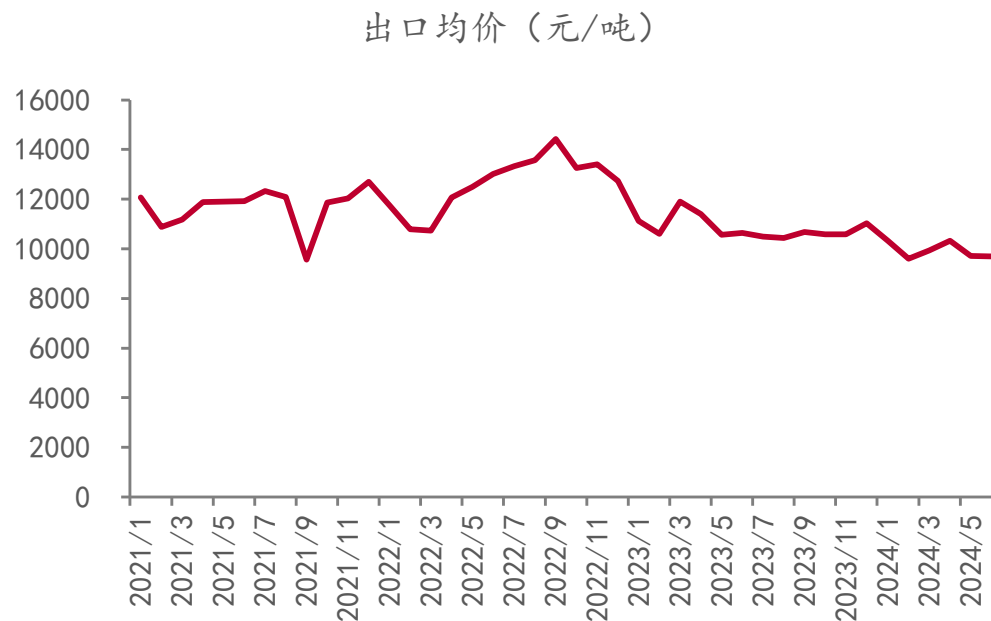
企业	类型	产线描述	投产时间	2022年有效产能	2023年有效产能	2024年有效产能	2025年有效产能	2023年产能冲击（23年有效产能-22年有效产能）	2024年产能冲击（24年有效产能-23年有效产能）	2025年产能冲击（25年有效产能-24年有效产能）
泰山玻纤	冷修	邹城5线5万吨	24年1月20日左右冷修	5	5	0.4	5	0.0	-4.6	4.6
四川玻纤	冷修	德阳1线池窑电子纱产线年产能3万吨	2024年3月31日冷修，6月19日复产	3	3	2.0	3	0.0	-1.0	1.0
昆山必成	复产	3线3.8万吨前期处于冷修状态	2024年5月底复产	0	0	1.9	3.8	0.0	1.9	1.9
台嘉玻纤	新建	成都二期项目	预计24年底投产	0	0.0	0.0	4.5	0.0	0.0	4.5
合计				8.0	8.0	4.3	16.3	0.0	-3.7	12.0

- 我国玻纤纱需求中，仍有超过20%的需求来自海外（若包含制品，出口比例更高），据卓创资讯，24H1以来玻纤出口景气有所回升，玻纤及制品上半年整体出口量达到109.6万吨，同比+14.3%，整体出口需求高于上年同期。

图表：玻纤及制品出口景气略有回升



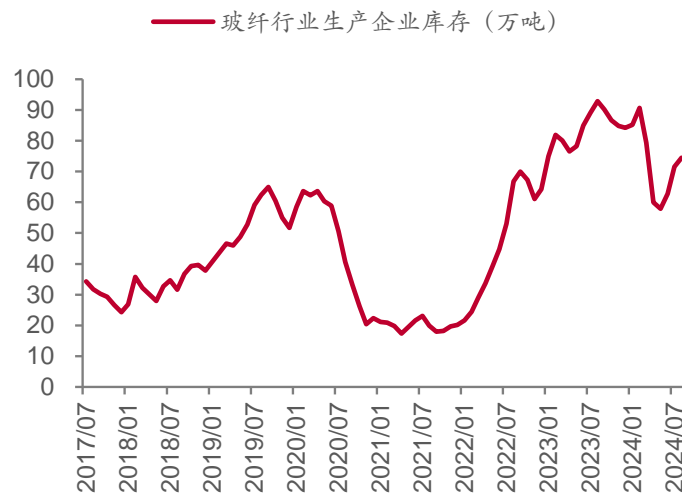
图表：玻纤及制品出口均价远高于国内价格



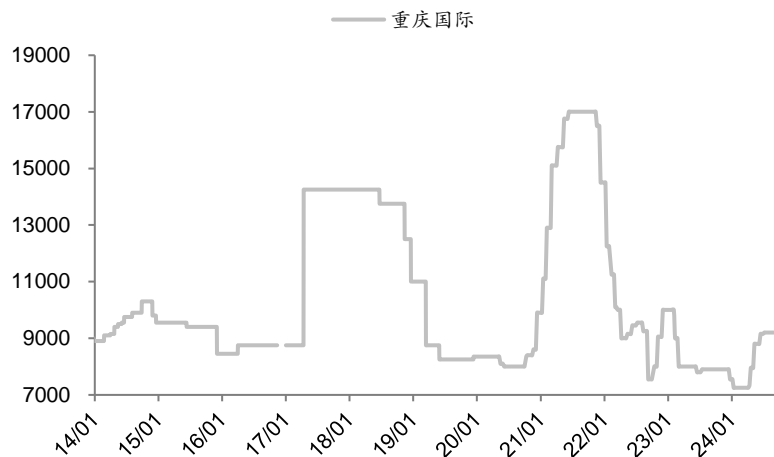
来源：卓创资讯、中国玻纤工业协会、海关总署、中泰证券研究所

■ 24H1玻纤实现阶段去库，进入淡季后库存重又开始累积，根据卓创资讯，6月末玻纤行业库存62.8万吨，环比+4.8%，同比-22.2%。价格方面，缠绕直接纱（2400tex）价格自年初约3050元/吨回升至当前3600元/吨水平。我们预计当前价格下，行业中型厂商仍处于盈亏平衡状态。电子布价格在底部横盘时间较长后也出现小幅修复，考虑到中国巨石电子纱及电子布具有明显的成本优势，我们判断目前价格下，中国巨石微利，其他厂商盈利仍有承压。

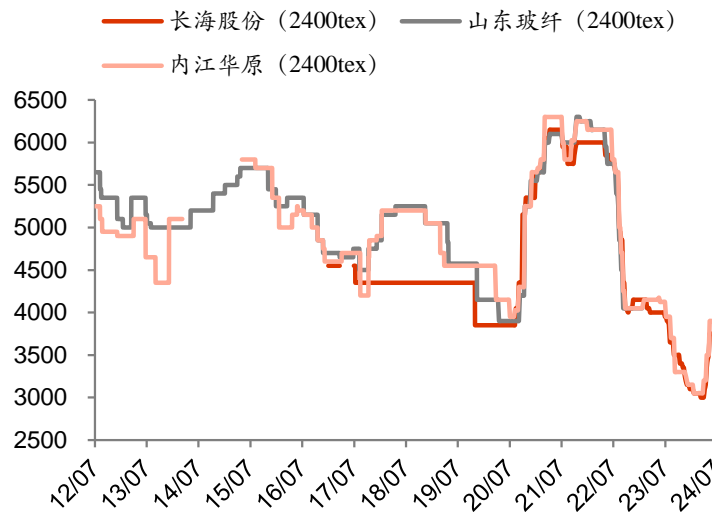
图表：国内玻纤行业库存有所累计



图标：电子纱及电子布价格触底回升 (元/吨)



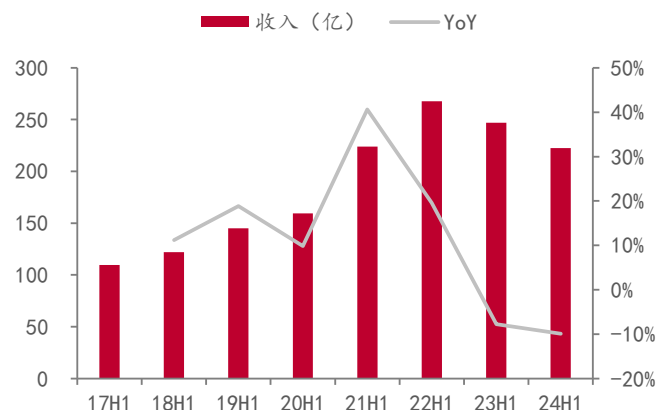
图表：粗纱价格触底回升 (元/吨)



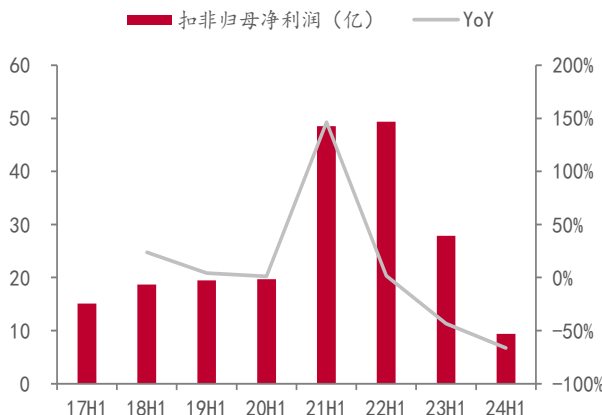
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

■ 我们在SW玻纤制造分类基础上，选取7家玻纤上市公司（中国巨石、中材科技、长海股份、山东玻纤、九鼎新材、再升科技、宏和科技）作为样本。24H1玻纤行业上市公司实现收入222.5亿，YoY-9.9%，实现扣非归母净利润9.4亿，YoY-66.3%；24Q2玻纤行业上市公司实现收入125.3亿，YoY-14.8%，实现归母净利润6.8亿，YoY-62.2%，出口与内销小幅修复下，企业利润同比降幅略有收窄，季度环比改善明显。

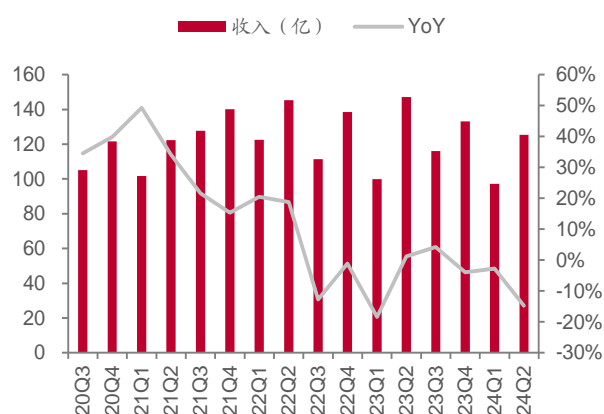
图表：24H1玻纤行业上市公司收入同比-9.9%



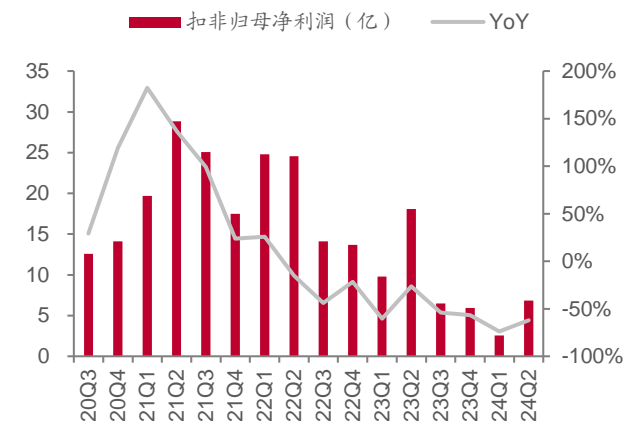
图表：24H1玻纤行业上市公司扣非净利润同比-66.3%



图表：24Q2玻纤行业上市公司收入同比-14.8%



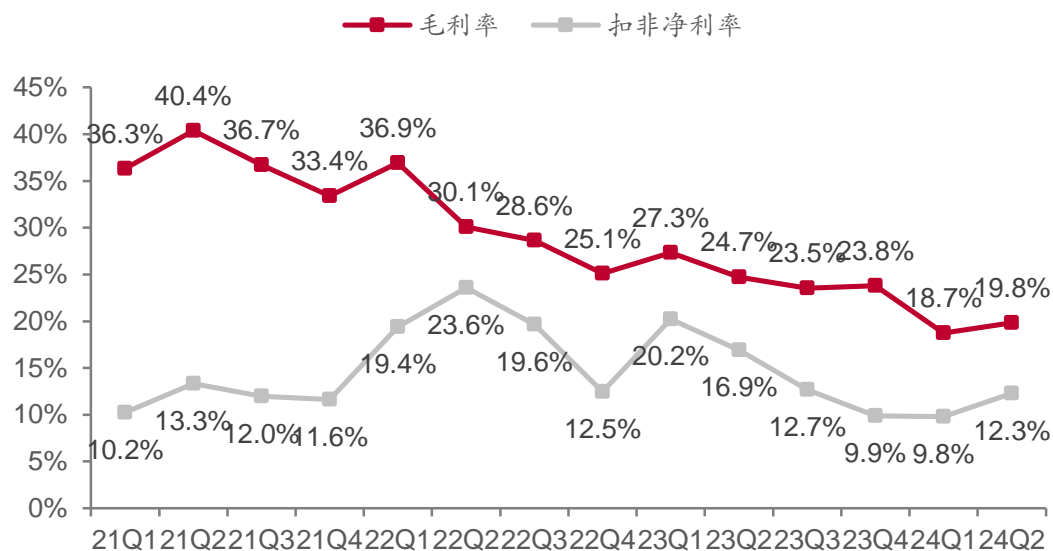
图表：24Q2玻纤行业上市公司扣非净利润同比-62.2%



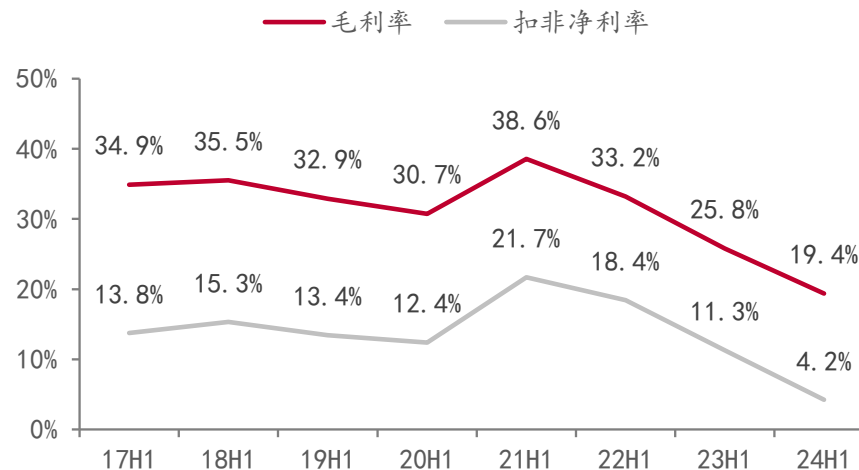
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 24H1玻纤行业上市公司毛利率和扣非净利率分别为19.4%、4.2%，分别同比-6.4pcts、-7.1pcts。24Q2行业盈利能力略有修复，毛利率、扣非净利率分别为19.8%、12.3%，同比-4.9pcts、-4.6pcts，环比+1.1pcts、+2.5pcts。龙头企业依旧保持了明显的盈利α属性，24Q2中国巨石毛利率、扣非净利率分别为21.5%、8.1%，长海股份毛利率、扣非净利率分别为22.8%、9.5%，继续领跑行业。中材科技24H1玻璃纤维及制品实现毛利率15.4%，同比-9.7pcts。

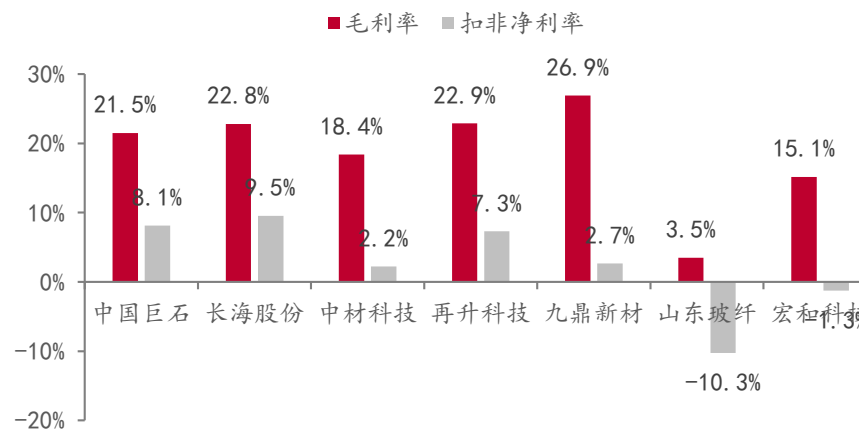
图标：玻纤行业单季毛利率及净利率水平



图表：玻纤行业毛利率与扣非净利率有所下降



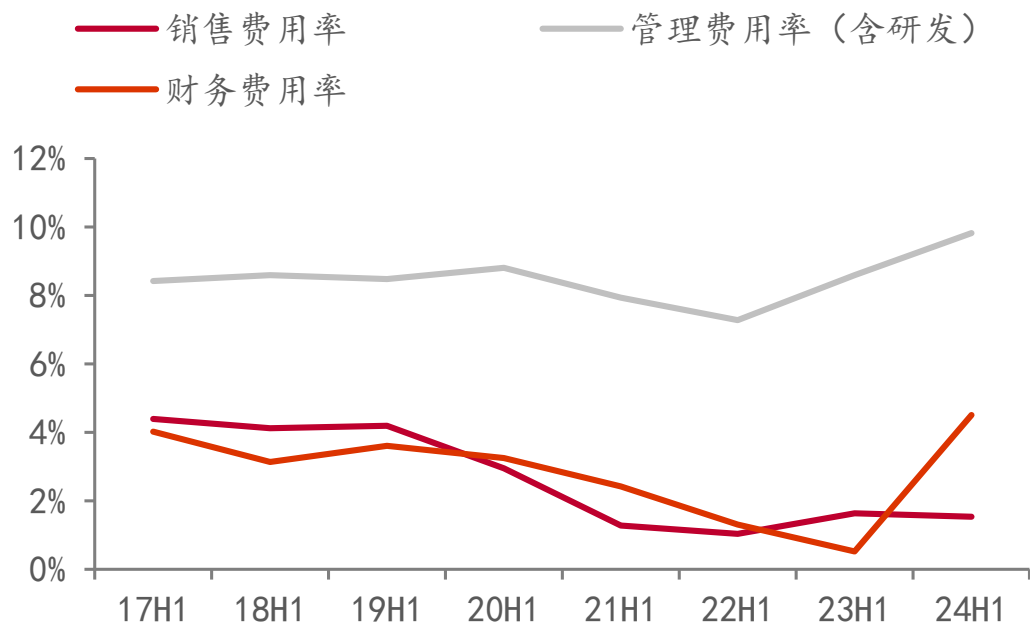
图表：24H1龙头毛利率与扣非净利率优于同业



来源：Wind、中泰证券研究所

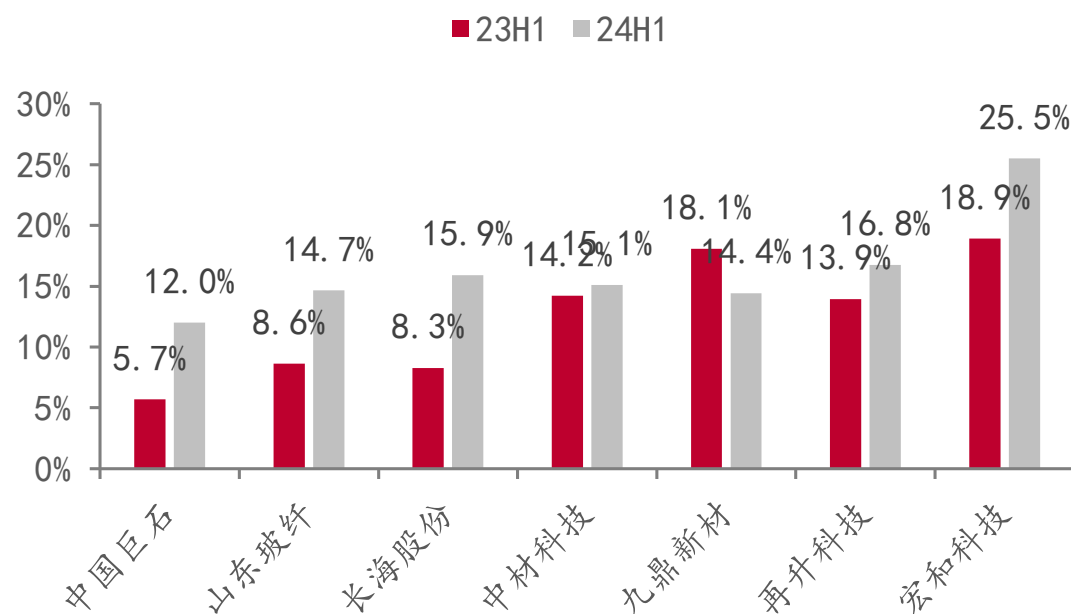
■ 24H1行业期间费用率为15.9%，同比+5.1pcts，其中财务费用率同比+4.0pcts。24H1中国巨石期间费用率12.0%，继续保持行业领先水平。

图表：玻纤行业期间费用率有所上升



来源：Wind、中泰证券研究所

图表：龙头企业费用率水平具备优势



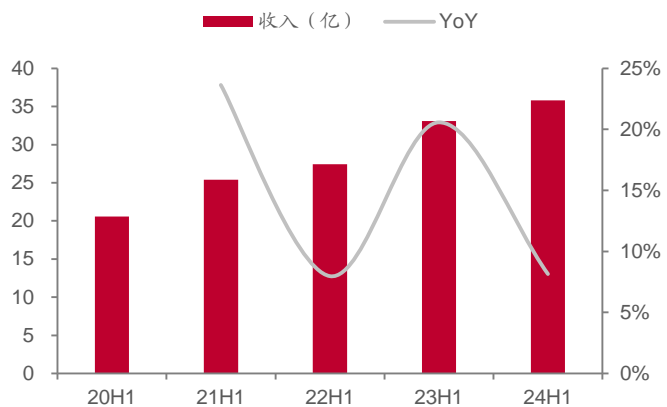


4

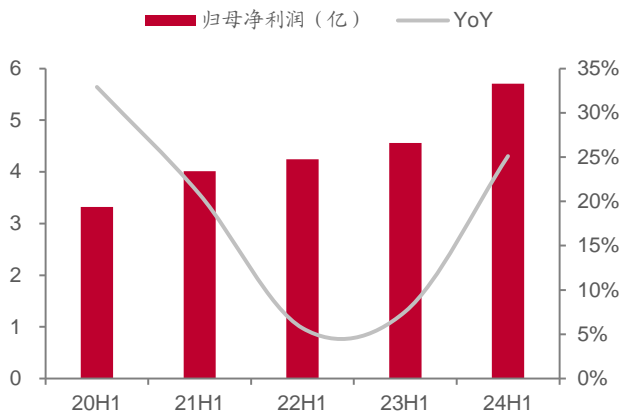
玻璃：药玻加速成长，光伏延续增长；浮法逐季承压

■ 我们选取主营药用玻璃的3家上市公司作为样本，包含山东药玻、力诺特玻、正川股份。24H1药用玻璃上市公司合计实现营收35.8亿，YoY+8.2%；实现归母净利润5.7亿，YoY+25.1%。24Q2行业上市公司合计实现收入18.3亿，YoY+11.1%；实现归母净利润3.0亿，YoY+19.9%。行业中硼硅产品仍快速放量，叠加成本下行，上半年行业公司盈利增速高于收入增速。

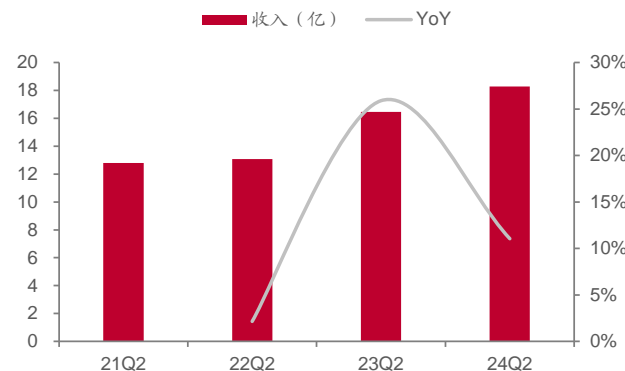
图表：24H1药用玻璃上市公司营收 YoY+8.2%



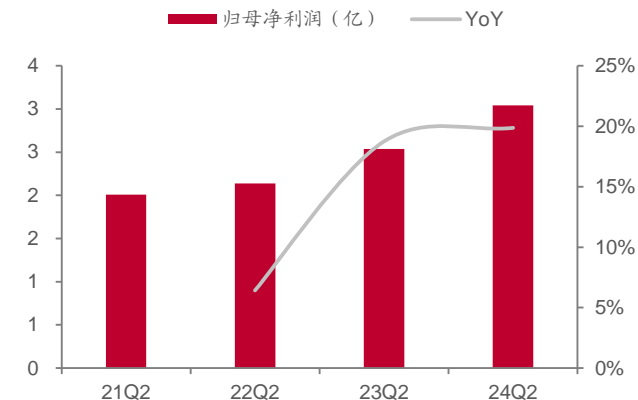
图表：24H1药用玻璃上市公司净利 YoY+25.1%



图表：24Q2药用玻璃上市企业营收 YoY+11.1%



图表：24Q2药用玻璃上市公司归母净利润 YoY+19.9%



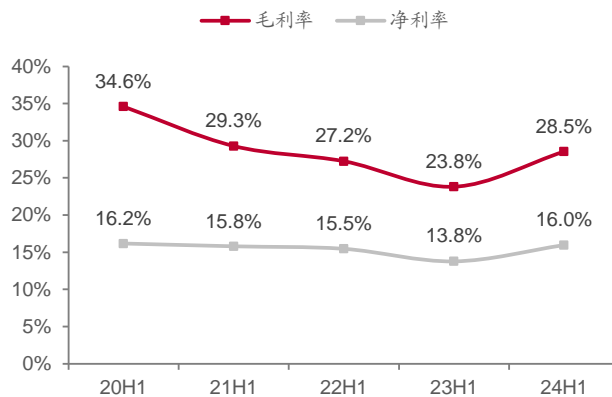
图表：药用玻璃行业上市公司24H1及24Q2收入/归母净利润 (亿)

公司名称	24H1收入 (亿)	收入 YoY	24H1归母净利润 (亿)	净利 YoY	24Q2收入 (亿)	收入 YoY	24Q2归母净利润 (亿)	净利 YoY
山东药玻	25.6	7%	4.8	23%	13.2	11%	2.5	16%
力诺特玻	5.6	21%	0.5	28%	2.9	24%	0.3	54%
正川股份	4.6	3%	0.4	45%	2.2	-3%	0.2	33%

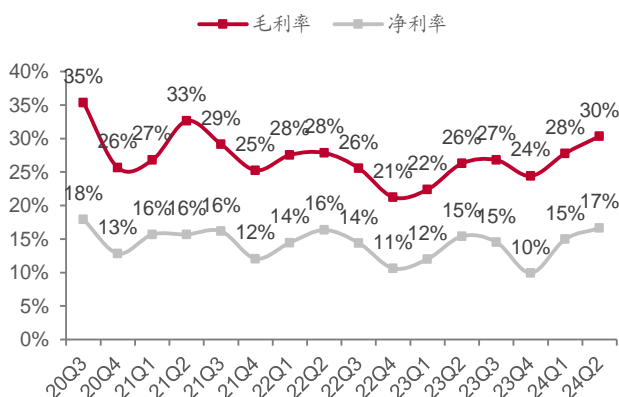
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 从盈利水平上看，24H1行业企业整体盈利水平同比明显回升，毛利率/净利率分别为28.5%/16.0%，YoY+4.7pcts/+2.2pcts。24Q2行业企业单季盈利水平环比持续提升，毛利率/净利率分别为30.4%/16.6%，环比+3.9pcts/+3.4pcts。由于药玻行业中模制瓶集中度高，赛道格局相对优异，24H1模制瓶龙头山东药玻盈利水平持续提升，相比管制瓶生产企业盈利水平优势差距进一步拉大。

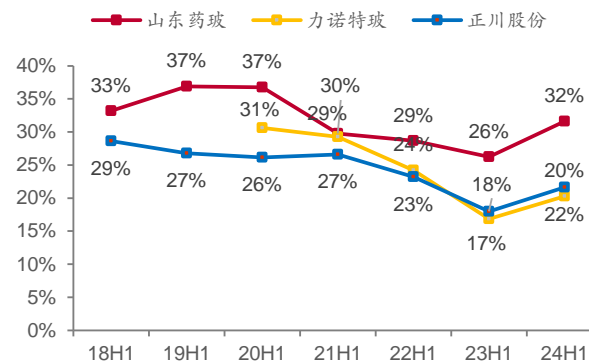
图表：药用玻璃上市公司毛利率/净利率



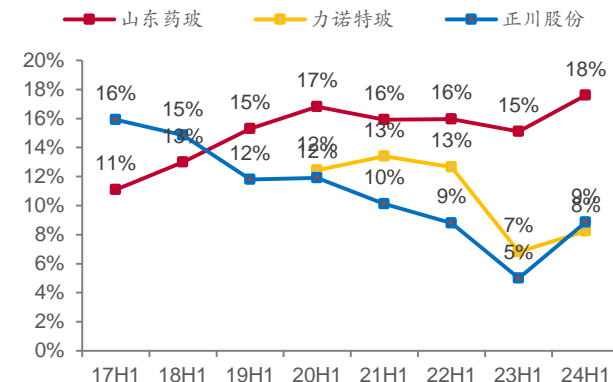
图表：药用玻璃上市公司季度毛利率/净利率



图表：药用玻璃公司毛利率水平



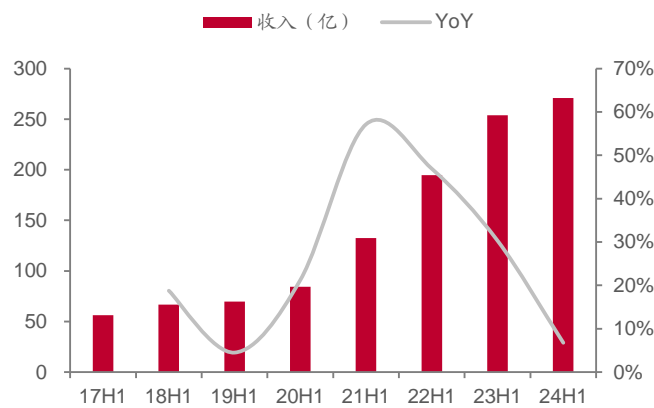
图表：药用玻璃公司扣非净利率水平



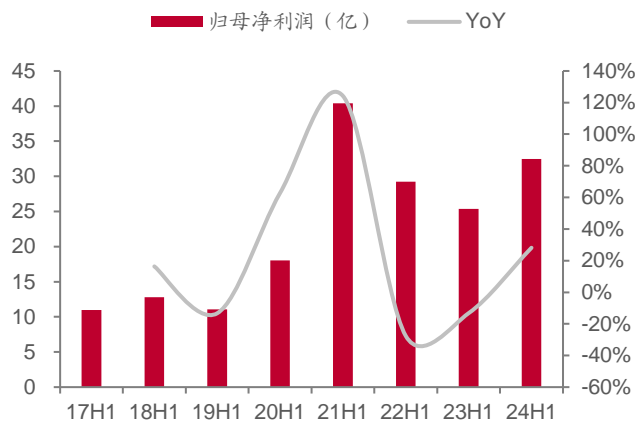
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 我们选取光伏玻璃行业上市公司作为样本，包含信义光能、福莱特、凯盛新能、亚玛顿。24H1光伏玻璃上市公司合计实现营收271.0亿，YoY+6.8%；实现归母净利润32.5亿，YoY+28.1%。由于信义光能未披露季报情况，24Q2数据仅包含福莱特、凯盛新能、亚玛顿。24Q2行业样本上市公司合计实现收入73.8亿，YoY+12.7%；实现归母净利润6.9亿，YoY-3.0%。

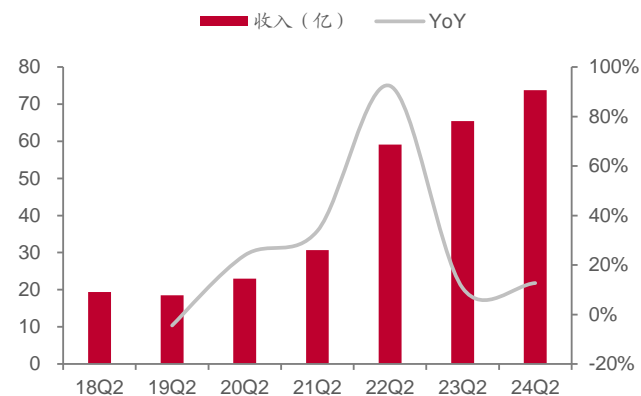
图表：24H1光伏玻璃上市公司营收YoY+6.8%



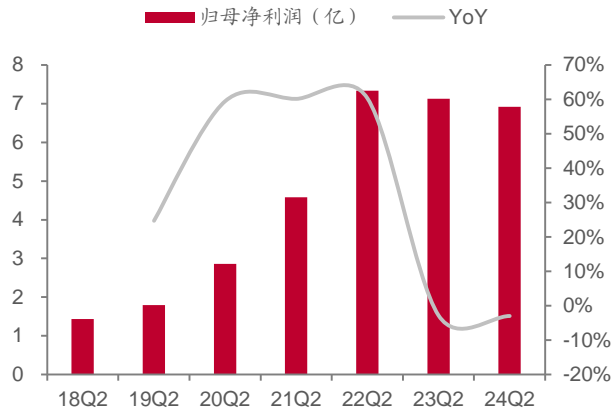
图表：24H1光伏玻璃上市公司净利YoY+28.1%



图表：24Q2光伏玻璃上市企业营收YoY+12.7%



图表：24Q2光伏玻璃上市公司净利YoY-3.0%



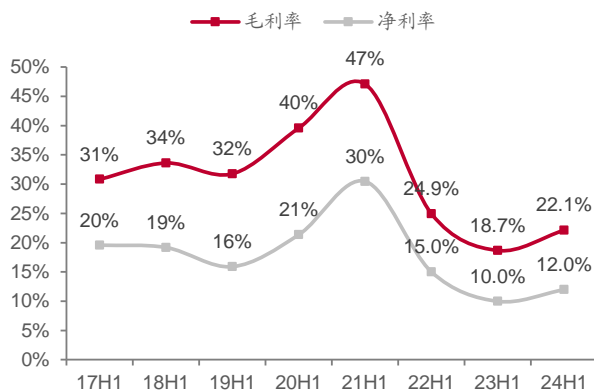
图表：光伏玻璃行业上市公司24H1及24Q2收入/归母净利润 (亿)

公司名称	24H1收入 (亿)	收入 YoY	24H1归母净利润 (亿)	净利 YoY	24Q2收入 (亿)	收入 YoY	24Q2归母净利润 (亿)	净利 YoY
信义光能	116.7	4%	17.9	40%	/	/	/	/
福莱特	107.0	11%	15.0	38%	49.7	15%	7.4	29%
凯盛新能	29.8	7%	-0.5	-143%	15.4	14%	-0.5	-142%
亚玛顿	17.5	4%	0.1	-65%	8.7	-1%	0.0	-3%

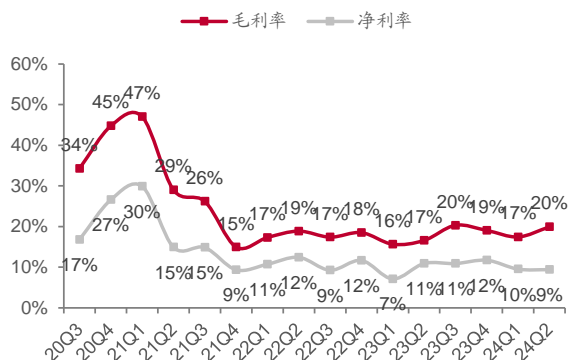
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 从盈利水平上看，24H1光伏玻璃行业盈利水平同比修复，毛利率/净利率分别为22.1%/12.0%，YoY+3.5pcts/+2.0pcts。24Q2光伏玻璃价格环比24Q1小幅回升，行业企业单季盈利水平环比略有改善，实现毛利率/净利率分别为19.9%/9.4%，环比+2.5pcts/-0.1pcts。由于产品价格水平趋同，企业核心竞争在于成本控制，龙头企业信义光能、福莱特毛利率及净利率水平较二线厂商仍平均高出10-20pcts。随着产能规模扩增以及良率的提升，未来二线厂商盈利水平也有望逐步与头部企业缩小差距。

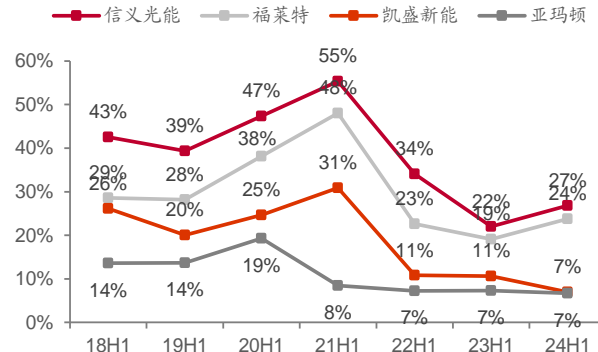
图表：光伏玻璃上市公司毛利率/净利率



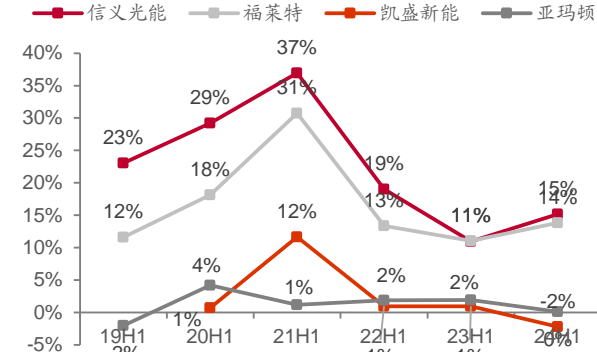
图表：光伏玻璃上市公司季度毛利率/净利率



图表：光伏玻璃公司毛利率水平



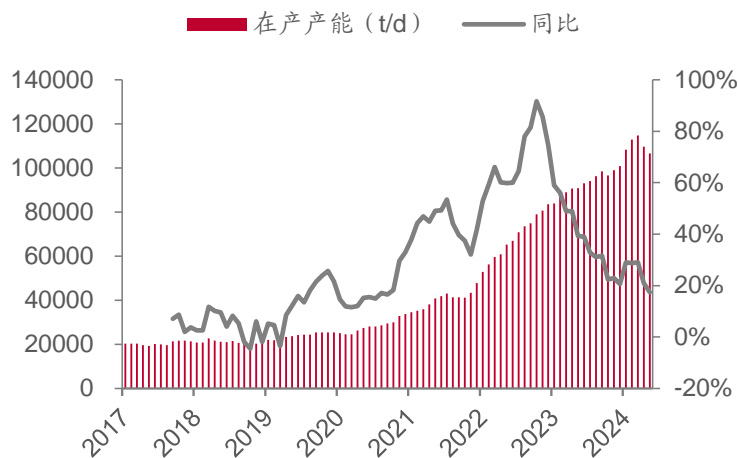
图表：光伏玻璃公司扣非净利率水平



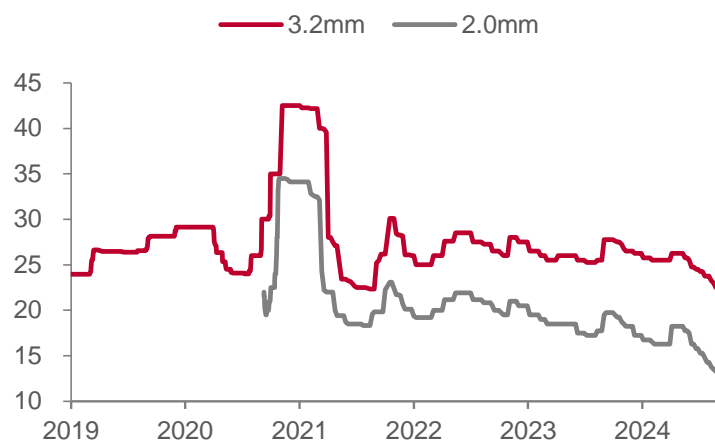
来源：Wind、中泰证券研究所

■ 进入24Q3，下游装机需求增速放缓，叠加24H1光伏玻璃供给持续提升，厂商库存开始加速累积，光伏玻璃价格持续下行，进入7月行业落后产能开始陷入亏损，盈利承压下，24年7月、8月行业在产产能净减少5060t/d、3000t/d，截至8月底，行业在产产能自6月底的11.5万t/d下降至10.7万t/d，在此期间行业库存仍在累积。展望后续，由于进入9月供需仍未见改善，行业企业通过堵窑口方式进一步降低产出，因此供给边际仍在收缩，但考虑到行业超60%供给净新增来自2022年后的新点火产能，窑龄不超过4年，且基本为千吨级大窑炉，因此后续供给大规模出清概率较小，仍需等待供给持续收缩的同时，下游装机需求好转，供需达到新平衡后或有望触发拐点。

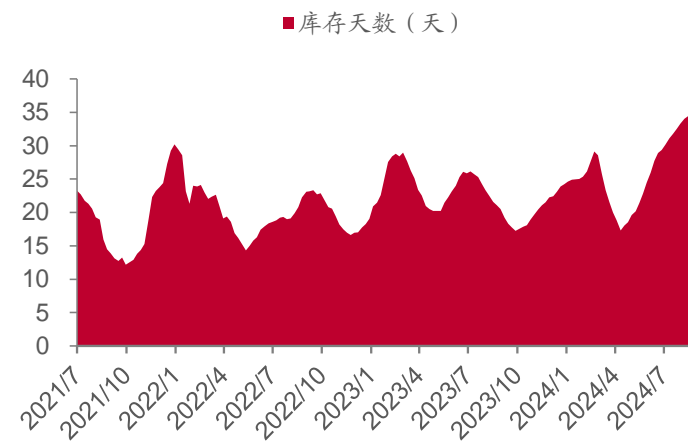
图表：光伏玻璃行业在产产能情况 (t/d)



图表：3.2mm/2.0mm光伏玻璃价格 (元/平)



图表：光伏玻璃行业库存天数情况 (天)



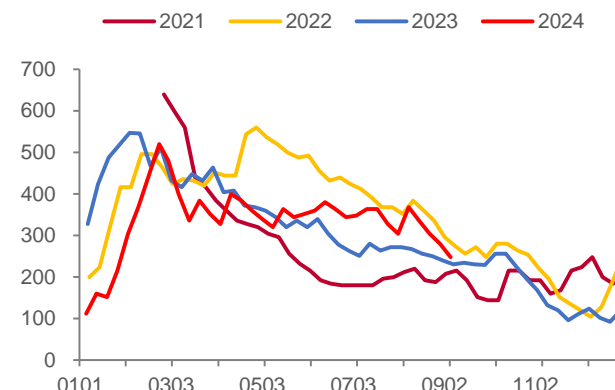
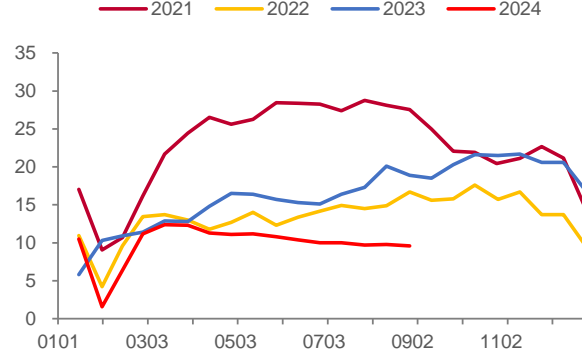
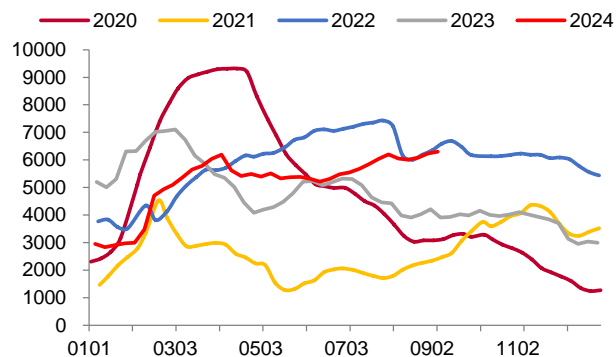
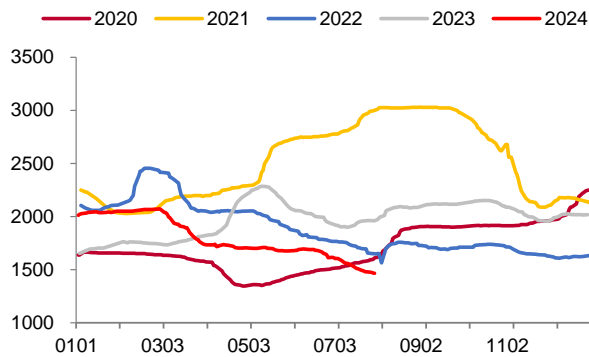
■ 受地产竣工下滑影响，24H1浮法玻璃厂商库存累积至高位，价格持续下行。从订单需求来看，24H1下游深加工订单天数较往年有所下滑，且自3月过后趋势向下。

图表：全国浮法玻璃均价走势（元/吨）

图表：国内浮法玻璃重点省份库存（万重箱）

图表：全国深加工样本订单天数（天）

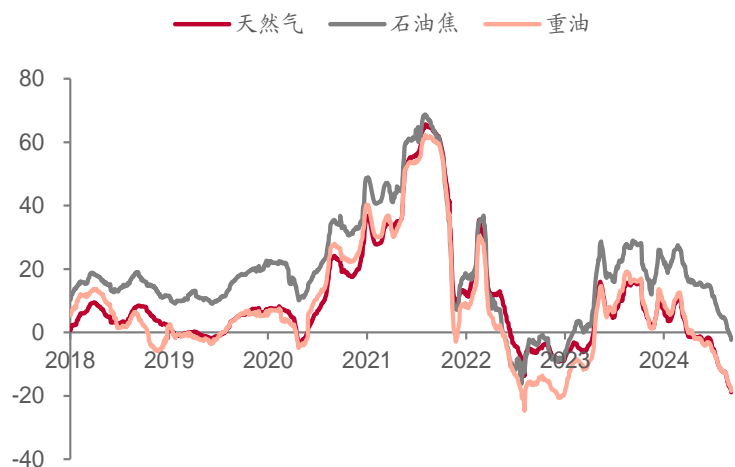
图表：沙河地区社会库存（万重箱）



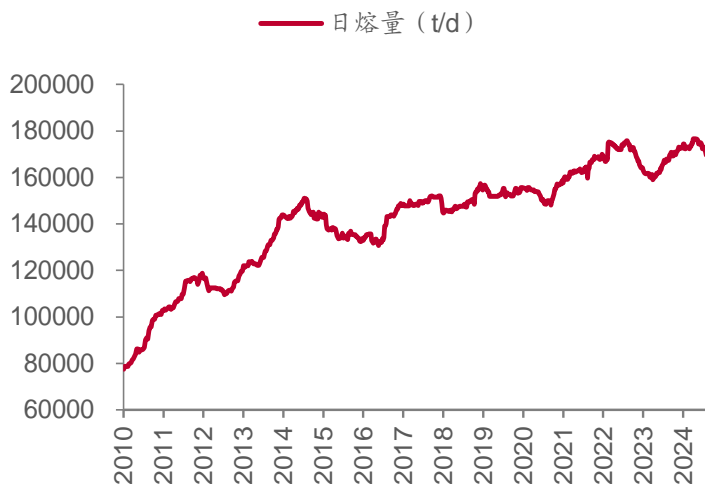
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

■ 虽然原料纯碱成本有所下降，但由于需求疲软叠加供给仍居高位，24Q2以来浮法玻璃价格回落后盈利快速下行，冷修规模有所提升。随着需求进一步趋弱，24Q3浮法玻璃行业盈利进一步下探，除石油焦产线仍处于盈亏平衡水平附近外，其他燃料产线均陷于亏损。展望后续，行业供给有待进一步出清。

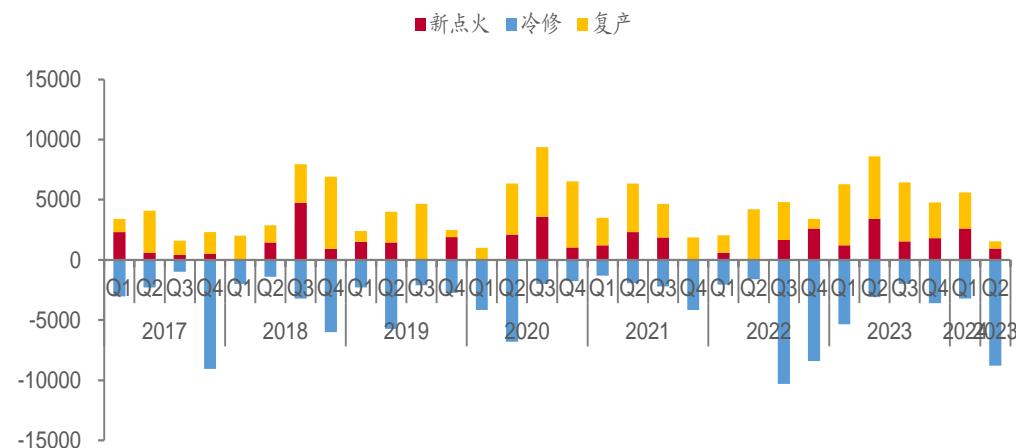
图表：浮法玻璃产线盈利水平（元/重箱）



图表：全国浮法玻璃在产产能（t/d）

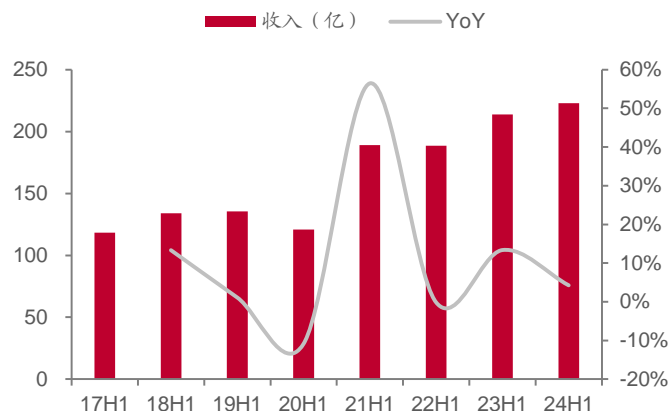


图表：全国浮法玻璃产能变动情况（t/d）

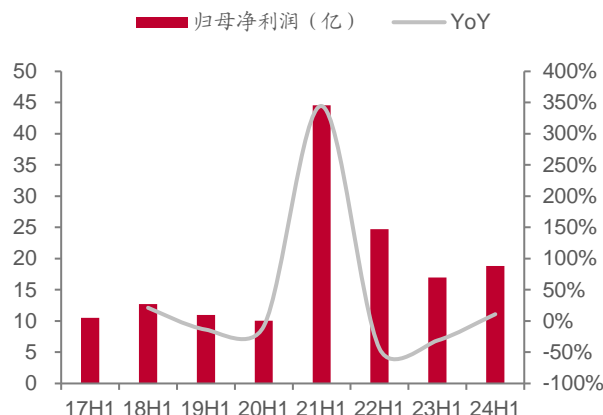


■ 我们选取浮法玻璃行业上市公司（SW玻璃制造分类，剔除福莱特、凯盛新能、亚玛顿、金刚玻璃等主业为非浮法玻璃的企业）作为样本，主要包含旗滨集团、南玻A、金晶科技、耀皮玻璃。24H1行业公司合计实现收入222.9亿元，YoY+4.2%；实现归母净利润18.8亿，YoY+10.8%。24Q2行业上市公司合计实现收入113.8亿，YoY+1.2%；24Q2行业公司实现归母净利润9.3亿，YoY-20.2%，季度环比有所下滑。

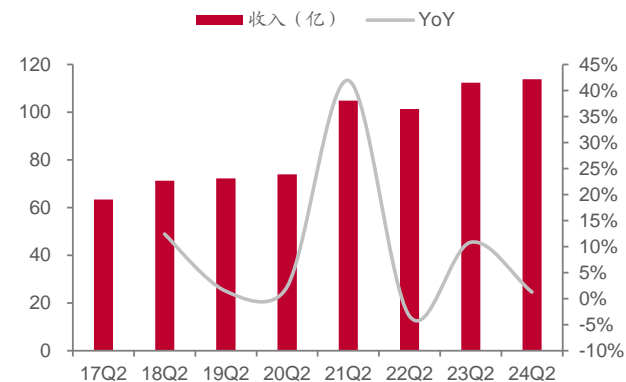
图表：24H1浮法行业上市公司营收YoY+4.2%



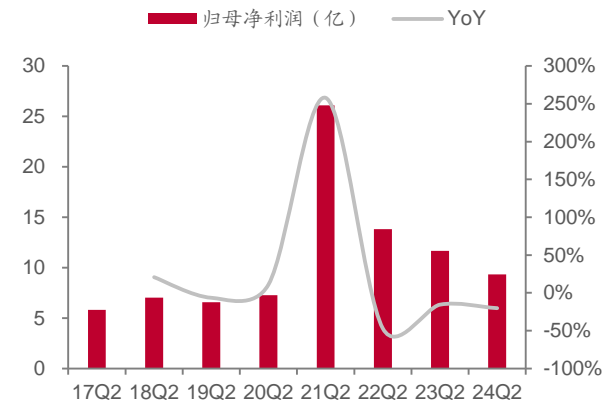
图表：24H1浮法行业上市公司净利YoY+10.8%



图表：24Q2浮法行业上市公司营收YoY+1.2%



图表：24Q2浮法行业上市公司净利YoY-20.2%



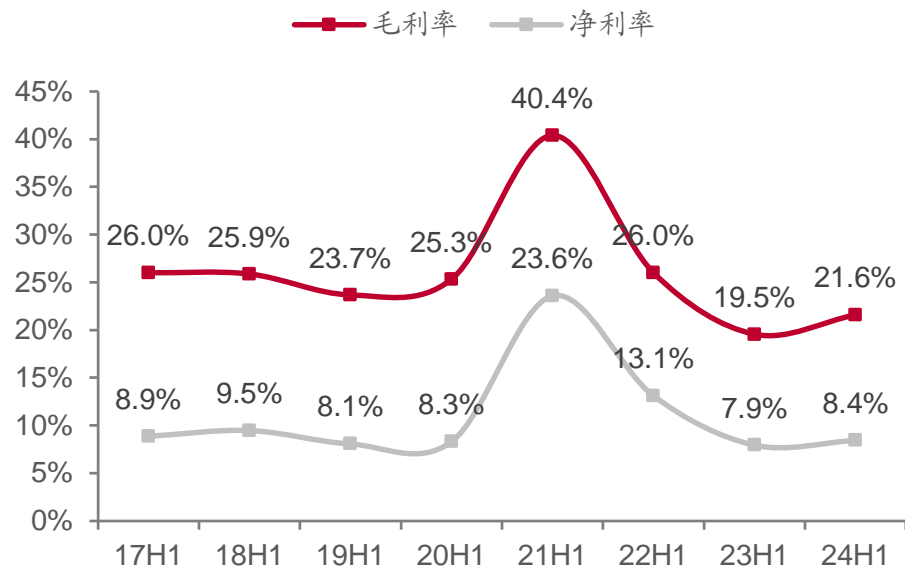
图表：浮法玻璃行业上市公司23H1及23Q2收入/归母净利润 (亿)

公司名称	24H1收入 (亿)	收入 YoY	24H1归母净利 (亿)	净利 YoY	24Q2收入 (亿)	收入 YoY	24Q2归母净利 (亿)	净利 YoY
旗滨集团	79.1	15%	8.1	25%	40.5	8%	3.7	-31%
南玻A	80.8	-4%	7.3	-18%	41.3	-4%	4.1	-17%
金晶科技	35.5	-4%	2.7	5%	17.7	-2%	1.0	-40%
耀皮玻璃	27.5	15%	0.6	-163%	14.2	5%	0.5	-251%

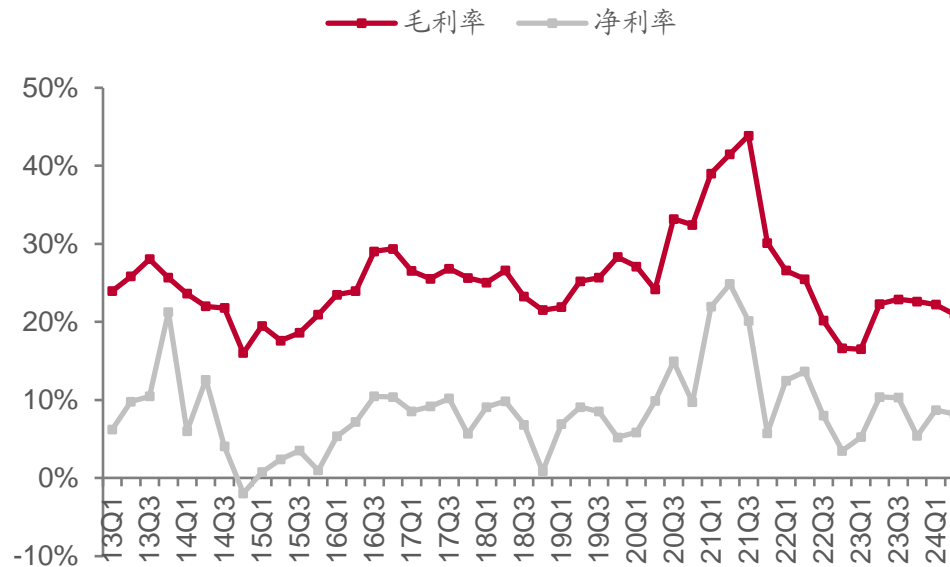
来源：Wind、中泰证券研究所

- 24H1浮法行业盈利水平同比略有提升，毛利率/净利率分别为21.6%/8.4%，YoY+2.0pcts/+0.5pcts。24Q2行业盈利水平环比略有下降，单季毛利率/净利率为21.0%/8.2%，环比-1.2pcts/-2.2pcts，同比-1.2pcts/-0.5pcts。在玻璃价格下行，展望24H2，行业企业盈利水平或有承压，仍待供需进一步寻找新平衡。

图表：浮法玻璃上市公司毛利率/净利率



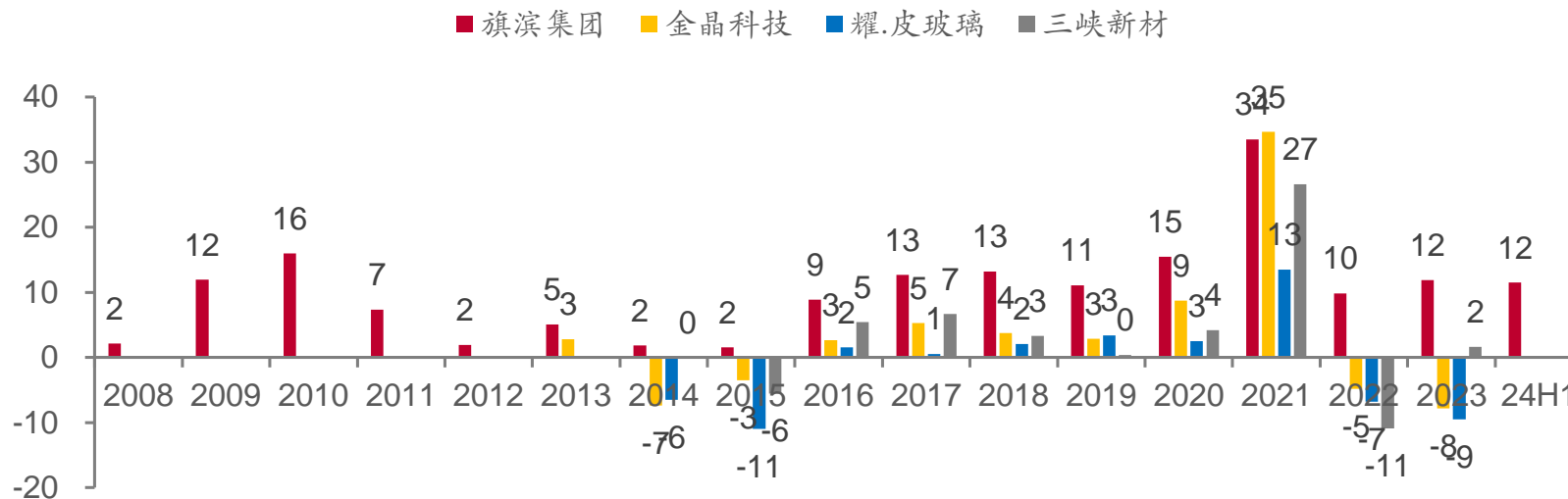
图表：浮法玻璃上市公司季度毛利率/净利率



来源：Wind、中泰证券研究所

- 我们测算得到旗滨集团24H1单箱净利约12元，与公司2023年全年箱净利水平基本持平，维持相对韧性，但我们预计随着玻璃价格走弱，2024年全年公司箱盈利走势或前高后低，与2023年走势相反。其余公司受限于数据可得性，暂无法测算箱净利水平，考虑到部分企业所用燃料为天然气，成本相对更高，在价格压力下盈利水平或进一步承压。

图表：浮法玻璃上市企业箱净利测算值（元/重箱）





5

投资建议和风险提示

证券研究报告

5.1 投资建议

- **品牌建材：**政治局会议提出“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”，地产政策空间继续打开，将提振板块情绪，特别是短期内B端龙头估值压制因素缓解。从基本面层面，我们更加看好的是C端品牌建材。考虑估值性价比匹配、业绩稳健度以及应收账款风险，我们推荐伟星新材、北新建材、三棵树、东方雨虹、坚朗五金、蒙娜丽莎、科顺股份等，建议关注东鹏控股、亚士创能、箭牌家居等。
- **水泥：**当前地产开工为水泥需求最大拖累项，央行设立3000亿保障性住房再贷款等重磅举措提振地产需求端预期，叠加超长期国债发行落地和专项债提速发行，下半年基建实物工作量也将有望环比上行。24H2水泥基本面望好于预期，当前节点海螺、华新等价值龙头处基本面和估值面底部，性价比凸显，看好成为下阶段修复行情主力，推荐重点布局。推荐海螺水泥、华新水泥、天山股份、上峰水泥、塔牌集团，建议关注中国建材、万年青。减水剂看基建拉动+市占率提升+功能性材料打开成长空间，推荐龙头α突出的苏博特，建议关注垒知集团。
- **玻纤：**3月末、4月中旬粗纱、电子纱分别开启复价，行业底部夯实，价格恢复望引领季度业绩逐步修复。当前处周期底部，龙头优势明显，PB估值仍低，性价比高。持续重点推荐玻纤龙头中国巨石、中材科技、长海股份、山东玻纤，建议关注国际复材。
- **药用玻璃：**一致性评价+集采稳步推进下，中硼硅升级放量加速；从赛道看，模制瓶参与者有限，竞争格局优异。重点推荐模制瓶龙头山东药玻，公司产品升级+降成本，远期成长空间广阔，短期成长确定性亦强。同时，我们也推荐自管制瓶横向扩张至模制赛道的力诺特玻。**浮法玻璃：**我们预计在当前价格下，行业基本陷入亏损。展望24H2，行业企业盈利水平或有承压，仍待供需进一步寻找新平衡。重点推荐旗滨集团，建议关注信义玻璃、南玻A等。**光伏玻璃：**行业产能已得到部分收缩，但仍需进一步去化以匹配需求。龙头企业设备自研+硅砂自供+良率优异充分保障竞争优势。推荐旗滨集团，建议关注福莱特、信义光能、南玻A、凯盛新能。

5.2 风险提示

- **需求不及预期风险：**建材行业下游需求主要来自地产和基建，在“房住不炒”的趋势下，若地产政策进一步收紧，可能导致地产端需求不及预期。基建项目资金主要受专项债拉动，若专项债发行进度不及预期，可能导致基建增速不及预期。
- **现金流恶化风险：**建材行业属于地产行业上游，在房地产资金收紧的背景下，若资金压力向建材行业传导，有可能导致建材行业现金流恶化。
- **原材料价格大幅上涨风险：**若原材料价格大幅上涨，建材行业无法完全将成本压力传导到下游，可能导致建材行业毛利率承压，从而影响盈利。
- **数据与实际情况偏差风险：**行业数据均进行了一定的筛选及划分，存在与行业实际情况出现偏差的风险。
- **使用信息滞后或更新不及时风险：**报告中使用的需求/产能扩张等相关信息，存在信息滞后或更新不及时风险，从而导致测算结果与实际情况有偏差。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
<p>备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。</p>		

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。