（报告出品方/作者：中银证券，陈浩武，林祁桢）

建材板块表现回顾

建材行业股票表现：压力之下板块表现居中

板块下跌 14.3%，位列中间位骆：年初至端午节前 6 月 2
日止，在预期转弱、供给冲击、需求收缩的
三重压力，以及俄乌冲突、疫情干扰和美联储加息三重冲击的压力下，上证指数由 3,639.78 点一度跌 至 2,863.65 点，但随着五月经济复苏预期加强，A
股逐渐回升至 3,200 点以上。在大盘表现弱势的情 况下，31
个行业板块中仅煤炭实现上涨，30 个板块下跌，建筑材料下跌 14.3%，排在第 17 位，表现 居中。

建材行业波段下行，跑赢万得全 A：年初至端午节前，万得全 A 下跌
16.88%，建筑材料下跌 14.34%， 建材板块跑赢万得全 A，相对收益
2.54pct。一季度基建投资增速达到 10.5%，增速较快，在稳增长压
力较大的情况下，基建有望发挥拉动经济的重要作用，建材得以跑赢大盘。

细分板块中，水泥韧性较强；个股
方面，小票、重组相关个股表现较好。建材板块主要的细分板块 年初至今全部下跌，水泥及其制品韧性较强，瓷砖地板及玻璃下跌最多。总的来看，水泥板块有相 对较强的韧性，装修建材以及玻璃玻纤已出现修复上行趋势。个股层面，珠光材料龙头坤彩科技表
现强势、北玻股份、瑞泰科技等小票上涨较多，石英砂
景气度超预期的石英股份以及公告了重组方 案的祁连山涨幅位列第四第五。

水泥行业景气度下行，但指数跑赢大盘：我们以当周熟料、42.5、32.5、熟料库容比以及磨机开工率 五项高频数据在过去 180
周所处的分位数均值为基础构建水泥行业景气度指标，以当年景气度与去
年同期景气度差额构建水泥景气度变化指标。以水泥指数 PE 与万得全 A 的 PE 之比构建水泥行业相 对大盘估值溢价指标。我们发现在 2022
年之前，水泥行业景气度变化与水泥行业估值溢价有较高同 步性，但今年 3
月以来出现了分化。

水泥行业景气度同比变化逐渐走低，但水泥行业相对大盘的溢
价则保持了持续上行的趋势。 水泥行业指数相对大盘估值在去年 7

月见底，随着去年 730 政治局会议后水泥板块复苏倾向显著， 相对估值溢价随之走高；但随后能耗双控带来的大幅限产引发水泥价格跳涨，需求严重受抑制，估值溢价相对下滑。去年 12 月中旬以来，万得全 A
触顶回落，走出结构性熊市特征，最大回撤 29.2%， 12 月 13 日至 5 月 17
日下跌 21.2%；而水泥指数则保持了较强的韧性，同期仅下跌 2.6%，板块抗跌性较强。

下半年以三条主线兼顾自上而下与自下而上把握建材行业投资机会。下半年建材行业投资应自上而 下把握基建与地产端稳增长；同时自下而上把握细分行业预期差。主线一：基建端今年资金相对充 足，稳增长首推水泥，看好量价齐升。主线二：地产销售复苏存在确定性，销售复苏后往往是新开
工早周期建材率
先发力。主线三：自下而上找寻行业预期差，一是玻纤供需仍有望紧平衡；二是药用玻璃产品升级，量价皆有弹性。（报告来源：未来智库）

主线一：稳增长基建率先发力，水泥静待量价齐升

经济下行压力大，基建担当稳增长大任
经济下行压力较大推升稳增长力度：
去年底的中央经济工作会议判断的三重压力“需求收缩、供给冲 击、预期转弱”并未消退，今年又遭遇了俄乌冲突、疫情干扰等新增压力，经济下行压力较大。一季度 GDP 增速仅 4.8%，4 月份受疫情影响下行，5
月份已出现拐点。在较大的经济下行压力下，基建拖
底经济增长的重要性快速提升。为了努力实现
5.5%的全年经济增长目标，基建为代表的逆周期调节 力度加码势在必行。

中央多次强调加强基础设施建设，基建端有望带来较多建材需求：在多重压力影响下，今年要实现 5.5%的稳增长目标难度较大。我们一直认为，相较于受国际形势影响较大的出口以及受疫情干扰较 严重的消费端，投资才是今年稳增长的重要手段。近期，中央财经委员会、中共中央政治局会议等 多次重要会议均强调全面加强基础设施建设，基建的重要性在今年经济工作中凸显。基建相关的建
材板块有望受到支持而得到带动。

基建投资方向：新老结合，关注县城基建：整理中央关于基建投向相关的表述后，我们认为今年的 基建投资方向是新基建与老基建结合，同时县城城镇化带动的基础设施建设。考虑到高科技和新能 源产业一方面体量仍然相对较小，另一方面其效果要在长期体现。“远水解不了近渴”，相比之下，在 今年稳增长，保经济增速的压

力下，我们认为老基建的投资仍然更加重要，建材行业随之受益的概 率较大。

一季度专项债加速发行，推升两位数基建投资增速

一季度基建投资增速达到两位数。一季度基建投资增速达到
10.5%，高于近年同期。在土地出让下滑，
溢价率低位的情况下，去年项目结转资金 1.4 万亿以及提前批早发布早下达的 1.46 万亿专项债弥补了 土地财政投向基建的缺口。

一季度专项债发行进度快于往年，上半年发行完毕提供资金支撑。1-3
月份分别新增专项债 4,844 亿 元、3,931 亿元、4,206
亿元，合计占全年新增专项债计划发行 3.65 万亿的 35.6%，进度快于过去几年，占提前批新增专项债额度 1.46 万亿的
89%，一季度专项债提前发行基本落实。随着提前批专项债发 行基本完毕，4
月份专项债发行规模仅 1,038 亿元，环比显著放缓。5 月份新增专项债资金约
6,320 亿 元。按照 5 月最后一周国常会要求“加快今年已下达的 3.65
万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月 底前基本发行完毕，力争在 8
月底前基本使用完毕。”预计 6 月份将有 1.4 万亿专项债发行，这是历
史单月最高专项债发行量。

基建投资特点：项目多、开工早

基建投资项目：储备早、开工早。去年 7 月 30
日的政治局会议已开始布局准备今年专项债发行提前 以及基建开工项目的准备。在储备早的情况下，多个省份一季度重点项目开工日期相比上年提前。
对各省份一季度重点项目开工情况进行梳理之后，我们发现有 18 个省份在 2021 年和 2022 年均在一 季度进行集中开工。其中有 16
个省份今年一季度重点项目开工日期相比上年提前，仅北京市开工日 期较去年滞后一天，上海市开工日期与去年相同。在开工规模方面，多数省份今年一季度的开工项 目总投资额明显高于上年同期，仅吉林、陕西和海南三省的投资规模小于 2021 年一季度，基建项目 的开工节奏明显前置。

年度重点项目计划投资额大多增长：两年均披露年度重点项目的 19 个省份中，17 省计划投资额环比 增长，2 省计划投资额环比回落。19 省份共计划投资 99,129 亿元，环比增长幅度 14,570 亿元，环比增 幅 17.2%。安徽、浙江、河南三省年度计划投资额超万亿，投资规模较大。环比来看，浙江、河南、
安徽三省计划投资额环比 2021

年计划投资额增长规模位列前三。湖北、广西、江西等省份亦有较高
增长幅度。仅河北与贵州两地年度计划投资额环比回落。（报告来源：未来智库）

基建资金：上半年依靠专项债，后续需要新的资金来源。今年财政支出显著前辂，我们预计在专项 债上半年发行完毕，8
月份之前使用完毕的政策指引下，上半年基建资金充裕。但在土地财政收入回落，专项债资金额度用尽之后的下半年，资金或成为关键问题。拓宽长期资金筹措渠道、加大财政投入力度、进一步推动 PPP
等均是今年基建投资资金的重要来源。

5 月 23 日，国常会进一步部署 6 方面 33 项举措稳经济，其中提到“支持发行 3,000 亿元铁路建设债券”、 “引导银行提供规模性长期贷款”。6 月 1
日国常会提出对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8,000
亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。我们预计新增的 3,000
亿元铁路债券和 8,000 亿 元政策性银行信贷额度一定程度上能够弥补今年基建投资的资金缺口，但仍不排除后续进一步发行 基建或抗疫特别国债。

基建投资增速测算：有望达到
10%以上。拆分基建资金的五个主要来源，我们对基建投资增速进行简单测算。2022 年全国一般公共预算支出为 26.7 万亿元，保守假设基建相关的公共财政支出占全国一般公共预算支出的比例与 2021 年持平，为 16.2%，则公共财政支出可 为本年基建投资提供约 4.3 万亿元资金。2022
年地方政府性基金预算支出约 13.2 万亿元，假设国有土
地使用权出让收入相关的支出占政府性基金预算支出的比重与 2021 年相同，为 70%，且基建相关支 出占土地出让金支出的 1/3
左右，则本年土地出让金可为基建投资提供 3.1 万亿元左右的资金。此外， 2022 年新增地方政府专项债券 3.65 万亿元，其中
60%左右将投向基建，拉动基建投资约 2.2 万亿元。

国内贷款方面，假设 2022 年企业中长期贷款增速为
5%，且贷款中投向基建的资金占比为 30%，则国 内贷款可为基建投资提供约 2.9 万亿元资金。自筹资金方面，由于近年城投债发行量增速持续下滑，
且城投债资金用途拆分较为困难，因此假设今年城投债发行量相比去年仅小幅提升 5%，全部用于基 建项目；假设 PPP 和非标贷款合计为今年基建投资提供 0.2 万亿元资金，则今年自筹资金能够拉动约 6.3 万亿元左右的基建投资。

利用外资和其他资金方面，假设 2022 年外商直接投资额小幅增长 5%，其中约 5%投向基建方向；假 设今年社融增速小幅回升至
5%，基建相关资金占社融比重与上年持平，为 6.4%，则外资与其他资金

预计能够拉动 2.1 万亿元左右的基建投资。 综合来看，2022
年，国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、外资和其他资金有望为基建投资提供的资金总额约为 20.9 万亿元，相比 2021 年增幅约为 10.8%。

基建实物工作量：显著滞后，下半年回补确定性高

基建存在实物工作量滞后情况，后续有望弥补：今年一季度出现了基建投资增速与水泥产量趋势相 背离的情况。尤其是 1-2 月，基建投资增速
8.6%，而水泥产量却回落了 17.4%。地产影响之外，我们 认为这主要是由于基建投资的实物工作量存在相对滞后。多个基建投资实物工作量的重要指标均无
法
与基
建投资高
增速匹配也能印证基建的实物工作量滞后：交运建设的重要原料沥青的表观消费量在今年以来持续下滑；挖掘机开工
小时数进一步探底；基础设施贷款需求指数仍处低位。

地方债务监管问题或是基建实物工作量滞后的原因：一般公共预算支出受限于隐性债务压力。 2017
年第五次全国金融工作会议
指出“严控地方政府债务增量，终身追责，倒查责任”，这或是导致部分地 方政府忌惮负债终身追责，不敢实质性推进基建实务工作的主要原因。另外，疫情对实物工作量的 影响也是重要原因之一。

后续基建工作量回补确定性高：我们认为一季度高投资增速能否持续要看后续是否有进一步的资金
筹集政策推出，PPP、Reits
、明年的专项债额度或者特别国债都有可能成为今年的基建资金来源。虽 然这部分资金存在不确定性，但仅上半年滞后的基建投资实物工作量或已能够在疫情恢复后为水泥 需求提供重要支撑。此外，去年下半年以来，多地发文加强专项债的发行使用监管， 打击专项债的闲臵浪费和滞留挪用，也有望加速实物工作量的落地。

基建端首推水泥

基建占水泥需求约35%，是水泥重要需求来源：基建占水泥需求比约30%-40%，房地产占比约25%-35%， 农村市场占比
30%左右。基建托底作用支撑水泥需求：2003 年至今，基建占固定资产投资都在

20% 以上，在经济下行压力加大时都是逆周期调节的重要工具，对水泥需求形成有力支撑。在 2016 年的 供给侧改革之后，水泥行业过剩产能得到抑制，水泥产量能够更真实的体现水泥实际需求，也是在 2016
年之后水泥产量与基建投资增速呈现出较强的相关性。

水泥行业遭遇的压力较大。2020-2021
年两年间受疫情、宏观财政政策（投资端）频繁波动、能源成
本大幅上涨等多重不利因素影响，我国水泥行业结束了 16-19
年连续四年的利润高速稳定增长期，进 入了两年持续利润下降通道，市场对水泥行业未来利润增减情况预期不明或悲观。而今年以来，地
产下行持续，叠加严重的疫情干扰，水泥行业进一步承压，行业景气进一步回落。

我们预计今年在疫情与地产影响下水泥需求回落 5%左右，或仍能维持在 20
亿吨左右。考虑到今年 疫情对经济的影响接近 2020
年，近两年的能源成本涨幅历史少见，今年以来地产销售和开工回落幅
度较大，但在稳增长发力下，水泥需求回落 5%左右并不悲观。水泥行业经历了 2015 年以来的营收 与利润高增长，在如此高的基数下，2020 年与 2021
年水泥行业在面临前所未有的高压下仅导致水泥 行业利润回落 2.1%与
10.0%，仍实现了 1,833 亿元和 1,694 亿元的利润，我们认为这两年水泥行业表现出了较强的韧性，应当称之为“高基数与高压下的稳定盘整”。

水泥价格环比回落，华北地区仍有韧性：今年受到地产开工低迷以及疫情干扰，年初至今水泥需求 相对低迷，但部分区域仍然保持较强的韧性。我们以 42.5
水泥粉末价格为锚，比较各主要区域水泥 价格在过去几个关键时间点的变化，可以发现华北水泥价格韧性强于其他区域。比较去年同期，我

华南地区水泥价 格已低于去年同期，这与我们在年初的判断基本一致。

农村水泥需求相对稳定，今年或会增加：农村水泥需求在过去相对稳定，但近两年农村水泥需求出
现新的亮点。一方面，“
十四五规划”首次提出了要实施乡村建设行动，这是之前的“十三五规划”并未提到的，乡村水泥需求有望提振；另一方面，今年 5
月，央办与国办先后联合印发了《关于推进以
县城为重要载体的城镇化建设的意见

》以及《乡村建设行动实施方案》，乡镇、县城等地建设有望 加速，近期的乡村建设行动实施方案既是对十四五规划精神的延续，也是乡村振兴、巩固脱贫攻坚成果的重要措施。

农村乡镇县城基础设施全方位加强，农村水泥需求占比或进一步提升：从近期文件来看，交通基础设施、防洪排涝、防灾减灾、老化管网改造、老旧小区改造、清洁能源建设、农村冷链物流设施建 设、数字乡村建设、农房质量提升等内容均是农村乡镇及县城建设的重点，我们认为这将是全面脱贫攻坚后又一轮对农村建设的全面支持，农村水泥需求占比或将有所提升。

行业格局优化：重组叠加互相持股，竞合成为行业趋势

行业格局方面，资产重组助力行业协同水平提高：近两年水泥行业内重大资产重组接连完成，天山股份、冀东金隅分别完成了重大资产重组，祁连山与宁夏建材的重组方案出台，金隅与台泥共同出资成立合营企业，海螺水泥举牌亚泰成为第二大股东。我们认为水泥行业内的龙头企业重组完成将利好行业整体格局优化，行业协同水平或进一步提高。

主线二：地产端复苏可期，开工端优先于竣工端

地产端数据低迷，政策逐渐宽松 销售与新开工低迷，五月跌幅有望收窄：今年地产端持续低迷，去年即开始下滑的销售与开工数据今年仍然低迷，去年一度表现十分强势的地产竣工数据也持续走低。一季度地产开工、竣工、销售面积分别累积下滑 17.5%、11.5%、13.8%，销售单价则下滑 10.5%；4 月份开工、竣 工、销售面积分别同降 44.2%、14.2%、39%。拿地端则更加弱势，一季度累计同比下滑 41.8%，4 月同降 49.9%。施工方面则相对稳定，1-4 月份累积增速为 0.9%。

5 月销售环比微增，同比仍大幅降低：30 个监测城市 5 月预计成交面积为 1318

万平方米，环比上升 4%，同比下降
59%。长春、佛山、徐州、南宁、苏州、大连、武汉、青岛、无 锡等地环比涨幅超25%，而这些城市多有出台宽松销售政策。土地方面，5 月份全国土地市场经营性用地成交建筑面积达 8,227 万平方米，环比上涨
5%，同比仍处低位，多城溢价率下滑，流拍率上升 的情况尚未实质性改善。

地产之外的建材需求有望提供支撑：在地产销售低迷的情况下，工业建设、存量房二次装修、保障
性住房
建设以及农村自建房等均能够提供建材需求支撑。这些需求来源受地产低迷的影响相对较小， 或有望一定程度上支撑地产端建材需求。值得注意的是，随着疫情结束、经济复苏政策支持等，制 造业投资仍然保持较高强度。这可以从工业用地供应拐点以及制造业投资的高增速略窥一斑。

地产端建材需求把握“因城施策”与“房住不炒”：在地产下行压力较大的情况下，全国多地陆续根据当 地实际出台放松地产限制、刺激地产销售的措施。目前主要的宽松方案包括，降低首付比例、降低 房贷利率、给予现金补贴等等。4 月 29
日政治局会议表态支持各地进一步在坚持“房住不炒”的前提下 “因城施策”调整房地产销售政策。结合中银地产组的研究，我们进一步整理了今年以来各地地产政策 的调整，发现各地自发的地产宽松政策大多是从销售端入手，少数城市的宽松政策涉及到了土地出 让以及房企融资支持。

地产销售拐点可期，但时间存不确定

地产销售拐点可预期，会迟到但不会缺席：房地产行业占我国 GDP
比重较大，若算上其带动的建筑、 建材、中介服务、轻工、家电等等诸多行业，影响还要更大。我们认为地产对我国经济增长的重要 性突出，政策稳增长的同时也会着力稳地产。我们认为后续地产调控政策仍存在进一步放松和刺激
的空间，但需谨慎越放松销售越下滑的逆向刺激结果。
房贷利率下调有望在全国范围内降低购房成本：5 月 15
日，央行宣布下调首套房房贷利率下限 20 个 BP；随后 5 月 20
日，央行进一步下调 5 年期 LPR15 个
BP，进一步利好信贷。也是政治局会议中提到 的“支持刚性和改善型住房的需求”核心精神的落地。我们认为房贷利率下调有利于切实改善购房者微 观预期，对于抑制地产销售下滑趋势有实际促进作用，地产销售复苏或会好于之前预期。

回顾历史，销售复苏后往往优先传导至开工端。回顾 2013

年以后的历史，我们发现，地产销售、拿
地、新开工、竣工的链条传导过程中，开工端往往在销售恢复后率先启动。以 2013 年的地产销售高 景气为例，销售面积反转向上时，开工率先反转向上，而此时竣工仍然在下行。另外，开工的启动 也未必伴随着拿地的提前启动，同样以 2013 年为例，新开工面积增速上行显著领先于拿地面积。究 其原因，我们认为是地产商的在手土地库存以及半开发土地的蓄水池作用。因此我们认为，目前需 等待的仍然是地产销售恢复，销售恢复后地产商信心大幅改善，随后加快启动库存住宅用地的开发 建设，而未必需要从拿地开始，竣工端则要相对滞后。

早周期逻辑推荐水泥、防水与减水剂

水泥打包稳增长链条的基建与地产。前文述及，地产与基建合计占水泥需求比例的 70%左右，稳增 长基建端实物工作量落地后，水泥需求有望显著提升；同时地产开工端的复苏也将大幅带动水泥需
求提升。防水与减水剂是地产开工端建材，同样受益于开工端恢复逻辑。

防水新规征求意见已三年，今年出台有望：2019
年，住建部发布《建筑和市政工程防水通用规范（征
求意见稿）》，计划将屋面和外墙工程防水设计工作年限提高至不应低于 25
年，室内工程防水设计 工作年限不应低于 30 年，而现行标准 2000
年发布的《建设工程质量管理条例的规定》中要求，“屋
面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏工程保修期为 5
年”。防水标准大大提高， 防水需求有望提标增量。今年 3
月建筑防水协会发布《关于工程防水材料质量风险提示函》，其中
提到，“积极关注全文强制国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》即将出台”，我们预计正式 文件出台时间或在今年三季度。

BIPV 空间广阔，防水材料是 BIPV 建设的基础：BIPV 即 Building Integrated Photovoltaics，意为建筑与光
伏器件融合，光伏器件直接代替建筑材料，光伏系统
既能发电也具备建筑材料应有的功能。BIPV 与
同属于分散式光伏与建筑结合的另一种模式 BAPV（Building Attached Photovoltaics）相比，使用寿命更 长，对防水材料的要求更高。 防水是屋顶光伏安装的前提，空间广阔：防水对于屋顶光伏的重要性主要有三：1）现有防水寿命仅 5-10 年，与光伏电站的 25年寿命不匹配；2）现有屋顶加装光伏组件将会破坏原有防水层，导致渗透损坏屋 顶；3）房屋漏水将极大程度影响光伏电站运营，漏水将使光伏电站必须暂停运营甚至完全拆卸重做，

成本较高得不偿失。因此要发展光伏屋顶，无论是 BIPV或是
BAPV，均需要提高防水层质量。

主线三：自下而上挖掘行业预期差

玻纤出口超预期，内需疫后有望恢复 玻纤景气度回顾：Q1
出口景气对冲国内疫情干扰，价格韧性较强
高压之下粗纱韧性仍然较强：本轮玻纤行业景气周期始于 2020 年 Q3
的风电抢装以及汽车生产回暖， 在 2021 年汽车、电子、风电以及产品出口需求持续旺盛下，本轮景气周期超预期延伸，景气时长及 产品价格高度均高于历史上其他景气周期。对比来看，本轮玻纤景气周期的振幅及波长均优于历史
上其他周期。（报告来源：未来智库）

需求空间打开与产品性能提升带来玻纤行业成长性：玻纤行业具有其他周期性行业大多不具备的成 长属性。除了传统的周期分析框架之外，自身产品性能提升，复合增强材料中的玻纤渗透率提升， 玻纤需求的逐渐拓展，玻纤龙头企业降本增效提高单吨毛利均是玻纤成长性的体现。我们认为玻纤
的成长性是这轮周期持续时间长、韧性较强的重要原因。

2022 年产能冲击约 73 万吨，新投产产能难度增加

2021
年新增产能基本爬
坡完成，产能冲击下价格韧性仍强：我们根据卓创资讯以及公司公告的数据
测算，2021 年全年我国共新点火玻纤产能 78 万吨，其中无碱粗纱 45
万吨，短切原丝 15 万吨，电子 纱 12 万吨。按照点火时间计算，预计 2021
年新增产能带来的新增产量合计约 30.8 万吨。2021 年冷修 产能共 31
万吨，冷修后新增产能 14
万吨，我们测算冷修带来的产能增量与减量恰好相抵，并未带 来全年产量的变化。我们认为去年的产能释放多集中在下半年，目前均已正常生产，叠加今年新点
火的产能，这一轮行业景气度带来的产能冲击已接近 2018
年的幅度。但目前玻纤价格较高位回落幅
度较少，价格处于相对高位，韧性仍然较强。

2022 年较 2021 年产能冲击约 73 万吨，大多来自 2021
年下半年投产：我们综合测算 2021 年与 2022 年 玻纤产能变动情况，考虑冷修、复产、新点火并且按照月份测算当年造成的产能冲击，最后计算得 到 2022 年较

2021 年实际的产能冲击约为 73 万吨，其中 2021 年投产的产线给 2022 年带来的产能冲击 约 47.3 万吨，今年能实际投产的玻纤产能带来的冲击或相对较小，新增的产能冲击规模并不算大。 库存受多重影响逐渐累积：受到新产能增加、疫情干扰汽车、建筑、电子等多领域生产停摆导致需求相对停滞，玻纤库存在近月逐渐累积。目前行业库存 39.3 万吨左右。但我们认为随着疫情后汽车生产恢复正常，建筑、风电等重要需求发力，玻纤库存下降可能性较大。

疫后需求有望加速恢复，海外需求超预期

预计 2022 年建筑领域玻纤需求保持稳定增长：考虑 2022 年为达成稳增长目标，基建将重点发力，我 们预计 2022-2023 建筑业产值增速在 5%左右。单位产值玻纤需求量受益于绿色建筑的进一步推广，有望逐步增加。中性假设下，我们认为 2022-2023 年建筑领域玻纤需求量分别为 181.5、190.8 万吨， 需求增速分别为 6.8%、5.1%，保持稳健增长。

预计 2022-2023 年风电领域玻纤需求持续旺盛：2020 年全国出现新一轮风电抢装潮，年内风电新增装 机量达到 71.7GW，创下历史新高。2021 年，新增装机量回落较明显。2022 年 4 月末至 5 月，全国多 地陆续发布《“十四五”可再生能源规划》，风电装机量合计约为 250-300GW，即 2022-2025 年每年平均 完成 60GW 以上。2021 年风机公开招标规模为 54.2GW，同比增长 74%，景气度较高，2022 年前四个月风电招标累积增长 7.9%。我们预测在高景气招标的指引下，2022、2023年风电装机量为 55GW、65GW， 对应 2022-2023 年玻纤需求量约为 55、65 万吨，增速分别为 19.0%，18.2%。

电子纱需求仍有望保持中高速增长：我们测算电子纱需求与集成电路产量相关度较高，经验来看， 每 35 亿块到 40 亿块集成电路大约需要 1 万吨电子纱。我们按照 38 亿块集成电路消耗一万吨玻纤来 计算。2020 年与 2021 年我国集成电路产量在汽车电子、智能制造以及 5G 的普及等多重支撑下分别保持了 29.5%与 37.6%的较高增速。尤其是 2021 年，电子纱下游覆铜板、印制电路板需求均保持较高 景气，电子纱产品 G75 价格一度达到历史最高的 18,000 元/吨，景气度超高。但电子纱下游出货量在 2022 年 Q1 显著回落，1-4 月国内手机出货量同比累积下滑 30.3%；全国印制电路板产量在四月份也遭遇疫情冲击，增速由去年的高位回落，4 月份同降 9.5%，受疫情影响，上海 4

月集成电路产量更是同 比下降 65.4%。

疫情得到控制后，电子纱价格已企稳涨价。电子纱价格自去年历史高位逐渐回落后，4 月份逐渐企稳，
疫情得到控制，下游需求缓慢恢复后，目前价格已稳中有升。根据卓创资讯，6 月第 2 周电子纱市场 报价有所调涨，多数企业报价上调 500-800 元/吨不等，各厂产销表现良好，价格上调提振下，中下游 适当备货。6 月第 2 周主流成交在 9,500-9,600 元/吨不等，环比上周上涨 5.75%。

下半年需求有望加速回补，但全年需求或仍是负增长：在下游出货量下滑，电子纱需求减少，叠加 疫情干扰，电子纱需求回落，价格持续下跌。随着疫情影响消退，复工复产加速，三季度或会出现 电子纱需求的相对高峰期。我们谨慎预测电子纱需求，预计今年全国集成电路产量小幅回落至 3,360 亿块，同降 6.5%，对应电子纱需求 88.4 万吨。

在汽车产销复苏以及轻量化驱动下，玻纤在汽车领域需求将获快速增长。同样性能下，玻璃纤维复
合材料重量仅为钢材料的三分之一，中国巨石公告数据显示，汽车整体质量每减少 100kg，百公里油 耗将下降 0.3-0.6 升，符合节能环保的大趋势。当前我国已经实现平均油耗 5.0L/百公里；我国《汽车 产业中长期发展规划》中指出，到 2025 年，乘用车新车平均燃料消耗量降到 4.0 升/百公里，未来我国汽车玻纤用量仍有望增加。2021 年汽车行业复苏态势明显，年产量自 2018 年以来首次同比增长。 此外，新能源汽车对于轻量化的需求更为迫切，轻量化可以增加其续航里程，从而减少动力电池更 换次数、降低使用成本。2021 年中国新能源汽车产量 354.5 万辆，同比增长 159.5%，新能源汽车的快速发展将持续拉动对玻纤轻量化材料的需求。

汽车行业疫后复苏确定性高，玻纤需求有望提振：由于疫情影响，四五月份汽车生产与销售大打折 扣，4 月全国汽车产量环比下滑 46.3%，同比下滑 43.5%，江浙沪地区尤其是上海下滑则更为严重。
一方面，随着疫情后逐步复工复产；另一方面，5 月 23 日国常会推出 6 方面 33 项措施稳经济，其中 关于汽车方面的要求是“汽车央企发放的 900 亿元商用货车贷款，要银企联动延期半年还本付息；阶 段性减征部分乘用车购路税 600 亿元。” 我国车购税税率是计税价格的 10%，2020 年与 2021 年，我国车购税收入分别是 3,020 亿元和 3,520 亿元，600 亿元分别相当于 19.7%和 17.0%。5 月 31 日，我国汽车 车购税减免细则发布，30 万元及 2L

排量以下的产品享受减半征收增值税，叠加新能源汽车下乡，新 能源车免征车购税的最后一年，我们认为疫情后汽车生产和消费加速恢复确定性较强。

全年汽车产量有望与去年持平。根据乘联会数据，考虑到我国汽车行业目前产能利用率约 52%左右， 存在以空间换时间的可能，后续若随着政策刺激，燃油车以及新能源汽车均能够得到一定程度修复， 乐观预计今年汽车产量与去年基本持平。维持我们之前对单车用玻纤量用量逐年增加的假设，预计 2022 年汽车用玻纤需求量约为 63.8 万吨，2023 年则达到 70.6 万吨。

玻纤出口需求超预期，海外或能够提供重要需求支撑：根据卓创资讯，我国 1-4 月份玻纤出口量分别 为 17.9 万吨、15.7 万吨、21.0 万吨、17.6 万吨，出口量较去年同期分别增长 58.2%、42.9%、48.3%、34.2%，同比保持较高增速。

出口景气度或能延续：我们认为此轮玻纤出口景气的主要原因是欧洲能源危机带来的欧洲本土玻纤 生产成本激增，叠加欧洲本土产线窑龄较老，生产效率低于我国，玻纤供需缺口增加。考虑到海外 玻纤供需缺口扩大，叠加出口集装箱运价逐渐降低，我们保守预计今年我国玻纤出口量能够达到 210 万吨左右（前四个月已 72 万吨）。

今年玻纤需求一是疫情后赶工复苏，二是出口超预期：综上，我们认为今年玻纤行业存在较大的预 期差，供给方面实际能够投放的产能和产能冲击在能耗控制等因素影响下或相对有限。而需求上受 疫情影响的电子、汽车乃至风电需求都存在后续赶工追进度的可能性，汽车在多项消费刺激下需求 有望不输去年，风电则在较大规模招标数据指引下有望复苏，而建筑领域玻纤则在稳增长基建发力、 地产止跌、绿色建材下乡等大政策指引下保持稳增长。叠加玻纤产品性能提升带来的渗透率提高，我们认为今年玻纤国内产品需求仍然乐观。全年国外需求超预期，海外需求高景气或能维持。

中国巨石与中材科技同业竞争问题尚未解决：2017 年，中国建材和中国中材合并背景下，中国巨石 和中材科技同业竞争问题浮现：两者分别为中国建材和中国中材子公司，分别为国内玻纤产能第一 和第二大龙头。为应对同业竞争问题，两材承诺以中国巨石收购泰山玻纤，中材科技获得对价的方式进行解决。若成功重组，则中国巨石将拥有国内 40%以上的玻纤产能。2020 年底双方停牌重组并 未达成一致，同业竞争问题尚未解决。随后，中国建材集团、中国巨石与中材科技发布公告延期两 年实现避免同业竞争承诺，若进展顺利，该重组事件有望在 2022 年底实现。

行业周期属性逐渐弱化，成长性提升：多个领域单位玻纤用量正在逐渐提升。在风电纱领域，高模 量玻纤纱顺应风电叶片大型化趋势，单位叶片的玻纤用量提高；在汽车领域，汽车轻量化趋势提高 单车玻纤用量；在建筑领域，玻璃纤维增强水泥、增强防水材料等提高了建筑性能，单位用量提高。 随着玻纤及其增强材料的性能不断提升，玻璃纤维的需求正呈现成长性。（报告来源：未来智库）

预期差 2：药用玻璃品类升级，盈利能力进一步提升

药用玻璃产品升级，量价皆有弹性 玻璃药用包材优势明显：相比于塑料、橡胶、金属、陶瓷、纸、胶囊等药用包材，药用玻璃具有化 学性质稳定、抗热抗震、耐热、耐寒、耐潮等性能优势，目前主要应用于水针剂、冻干粉针剂、输
液瓶、口服液等药品包装，药用之外，日化、医美等行业也普遍使用玻璃制瓶。

低硼硅玻璃瓶在国内更普及，中硼硅性能更好：根据含硼量的不同，药用玻璃可以大致分为，高硼 硅、中硼硅、低硼硅及钠钙玻璃。其中，高硼硅玻璃的
B2O3含量大于等于 12%，中硼硅玻璃的 B2O3 含量大于等于 8%，低硼硅的
B2O3含量大于等于 5%，钠钙玻璃的含硼量小于 5%。含硼量越高，玻璃 的耐火性、耐水性越强，线膨胀系数越低，化学稳定性越高。中硼硅玻璃性能显著优于低硼硅与钠 钙玻璃，其玻璃管的生产工艺更加复杂，生产设备也多为进口，中硼硅玻璃管的产品单价远高于低 硼硅与钠钙玻璃，毛利率也更高。
根据制药网相关统计数据，我国 2018 年全年总的药用玻璃用量约为 30
万吨，其中中硼硅药用玻璃用 量约为 2.2 -2.3 万吨，仅占
7%-8%左右，低硼硅与钠钙玻璃的占比则超过 90%。

仿制药一致性评价推动中硼硅渗透率上升。仿制药一致性评价是指对已批准上市的仿制药按照与原
研药质量和疗效一致的原则，分期分批进行质量一致性评价。2019
年，药监局在《已上市化学药品 注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求（征求意见稿）》中要求“注射剂使用的包装材料 和容器的质量和性能不得低于参比制剂，以保证药品质量与参比制剂”，将药用包材纳入到了一致性
评价的评价体系之中，这一要求在 CDE 于 2020 年 5 月 14
日出台的《化药注射液一致性评价技术要求
细则》中得到正式落实。由于我国目前市场上
95%的药品是仿制药，而欧美研发的原研药基本完全 使用中硼硅玻璃瓶，随着一致性评价的逐步深入，中硼硅玻璃瓶的渗透率有望逐年提高。

注册制审评向关联审评转换，药用包材重要性提高：2015

年之前，我国药用包材和辅材的监管制度 主要是注册证制度。这种制度下，药用包材与药品分开审批，存在着效率较低、权责不清晰、制药
企业不关注药瓶质量等问题。2016 年 8
月，国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见中提 出，要实行药品与药用包装材料、药用辅料关联审批，将药用包装材料、药用辅料单独审批改为在 审批药品注册申请时一并审评审批，关联审评改革大幕就此拉开。在关联审评制度下，药品上市许 可持有人对生产制剂所选用的原料药、药用辅料和包装材料的质量负责，责任划分清晰，审批流程 得到简化。关联审批对药用玻璃行业的核心影响在于：制药企业要对包装材料负责，因此更有动力 选择优质企业生产的优质药用包材，生产技术稳定、良品率较高、具有品牌效应的药玻龙头山东药 玻因此受益。

预灌封注射器具有优势：预灌封注射器是一种新型液体药品的包装形式，其针尖预先固定在注射器 上，药品预先灌装于容器内，操作时仅需取下护套便可直接注射。预灌封注射器相对于传统注射器 拥有密封性好、减少药品污染、剂量控制准确、生产效率与使用效率更高、能够减少转移和抽取中
的浪费等优点。疫苗（包括新冠疫苗），生物制剂等产品首选预灌封注射剂。 目前在高端小剂量药品包装上，预灌封逐渐替代安瓿与西林瓶是未来的趋势。小剂量注射器的使用 中，安瓿瓶的使用需要手动不规则破开瓶口，存在玻璃碎屑污染药液的风险；而西林瓶则有药品抽 取不尽带来浪费的问题。

药用玻璃行业新增竞争者较多，实际新投放产能较少：随着中硼硅需求逐渐增加，国产中硼硅拉管 及制瓶技术也正寻求突破。国内药玻企业纷纷布局中硼硅玻璃管生产线，浮法玻璃龙头旗滨集团、 光电显示行业的东旭光电也纷纷进入中硼硅玻璃管行业，行业竞争愈发激烈。但是目前能够实现稳
定量产中硼硅玻璃管，不依赖进口的企业并不多。

客户资源在药玻领域同样重要。由于药用玻璃使用的特殊性，安全性与稳定性是其打开下游客户的 最关键因素。根据《药品生产质量管理规范（2010
年修订）》第六章第四节规定，“与药品直接接触
的包装材料和印刷包装材料的管理和控制要求与原辅料相同”，即至少应满足
1.“物料供应商的确定
及变更应当进行质量评估，并经质量管理部门批准后方可采购。” 2.
“发现外包装损坏或其他可能影
响物料质量的问题，应当向质量管理部门报告并进行调查和记录。”
考虑质量评估的成本以及更换供 应商的试错成本，药企通常不会轻易更换药品包材。在这种情况下，山东药玻经历数十年发展积累 的客户资源显得十分宝贵，除了优质的生产线和产能规模之外，巨大的先发优势是山东药玻面对行

业新进入者的最大护城河。

投资分析

首推兼具基建实物投资发力以及地产早周期属性的水泥。基建占水泥需求比重约 30%-40%，房地产 占比约 25%-35%，农村市场占比
30%左右。基建端需求有望受益于下半年的基建投资实物工作量落 地；地产开工端则有望在销售放宽后先于竣工端发力。供给端行业产能落换趋严，新增产能减少，错峰生产天数增加，行业内部加速整合，行业协同能力有望进一步升级。

地产开工端先恢复逻辑推荐防水与减水剂：防水与减水剂是水泥以外地产新开工端的最主要建材品
种，有望受益于地产销售恢复后的开工端复苏。防水材料提标增量可期，今年 3 月份建筑防水协会 提示《通用规范》即将出台，新规强制性提标增量有望为防水材料带来显著的需求增加。BIPV 的布
局需以高分子防水材料为基础，目前龙头已加速布局 BIPV
所需的高分子卷材，BIPV 未来空间较大， 或有望为防水需求打造新增长极。受地产下行与原材料价格上涨影响，防水材料年内利润或相对承 压。

行业预期差角度推荐供需有望紧平衡的玻纤。随着欧洲天然气价格激增，欧洲玻纤生产成本居高不 下，国内向欧洲出口呈现超预期的高增速，出口有望对全年玻纤需求形成支撑。建筑、工业、风电、 汽车等领域的玻纤需求受疫情影响短暂下滑，但风电有高招标量指引、汽车有减半征收车购税等优 惠措施拉动、工业和建筑则在稳增长的政策指引下在疫情后有望加速恢复，玻纤需求有望在疫情后 迎来较大幅度的复苏。今年玻纤新增的产能冲击相对可控，且受能耗指标申请等相关因素影响，实际的产能投放或晚于计划产能投放，下半年供需格局仍有望维持紧平衡。玻纤性能提升有望带动其
渗透率提高，行业成长性正逐渐抹平周期性，行业具备较高投资价值。

预期差角度推荐产品升级的药用玻璃。药用玻璃随着一致性评价和关联审评审批的逐步深入，中硼 硅产品的渗透率有望逐渐提高。中硼硅玻璃单价与毛利率均显著高于普通玻璃产品，产品结构升级 有望为药玻行业带来利润新增长点。中硼硅领域新进入者较多，但考虑到药用玻璃产品的特殊性，
我们根据客户资源护城河、产能稳定性等关键因素。

（本文仅供参考，不代表我们的任何投资建议。如需使用相关信息，请参阅报告原文。）

精选报告来源：【未来智库】未来智库 - 官方网站