

期待地产链复苏，左侧布局新开工链， 探寻结构性机会

——建筑建材行业 2024 年度投资策略

2023年11月20日

 作者：孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）
陈奇凡（执业证书编号：S0930523050002）

 证券研究报告



地产链：期待地产链复苏，博弈新开工边际变化

21H2至今，本轮房地产下行周期已逾两年，预计2023年住宅销售面积/新开工面积分别为9.7/7.0亿平米，回落至2011年/2006-2007年的水平。我们认为政策态度已经明确，若后续宽松政策继续加码，则地产链需求有望进一步回升；城中村改造及保障房的推动或将填补地产链部分需求。新开工环节风险释放相对充分，在房地产销售有望复苏背景下，或可博弈新开工环节投资机会，关注开工端的水泥、防水等行业龙头企业。



基建投资：基建增速或整体放缓，关注结构性机会

2023年前9月，基建投资增速已呈现放缓趋势。展望2024年，基建投资增速或整体放缓，原因在于：1) 基建投资高基数下，2024年继续维持高增长难度加大；2) 资金来源角度，政府基金收入的减少、专项债用于基建的资金或被分流。细分领域方面，建议关注水利投资领域。区域层面，重点关注新疆经济建设提速。随着制约因素逐步解除，我们判断新疆地区存在基础设施建设“补短板”需求，喀什地区所在的南疆区域将会是本轮“补短板”最具弹性的区域。

▣ 细分行业层面：关注房地产开工端水泥、防水，以及装饰行业

1) **水泥**：基本面底部，供需格局有望改善。当前水泥价格已回落至过去十年较低位置，较2021年最高点价格已腰斩；水泥企业盈利水平持续下行，单季度利润增速在22Q4见底。水泥板块处于价格底、盈利底、估值底，房地产新开工复苏后有望带动水泥行业供需格局边际向好，水泥股或迎来盈利及股价向上弹性。建议关注：海螺水泥、华新水泥、中国建材。

2) **消费建材**：关注地产开工端防水龙头。基于前述判断，2024年房地产销售复苏后，地产链新开工环节下游需求或将率先回暖；消费建材领域，主要应用场景集中在开工端的防水行业或最受益。估值层面，我们选取PS估值作为消费建材龙头企业的估值观测指标；除伟星新材、北新建材等消费属性较强的企业以外，其他消费建材龙头PS估值已普遍回落至历史低位，房地产销售及新开工回暖背景下，开工端龙头估值或有回升潜力。建议关注：东方雨虹。

3) **装饰行业**：工装龙头困境反转。受房企财务暴雷影响，工装行业产能出清明显加速。22Q2-23Q2，在行业整体景气度未出现明显好转的情况下，金螳螂和亚厦股份单季度订单同比增速均出现触底回升迹象，或预示着龙头企业受益于行业产能出清、竞争格局优化。随着未来经济复苏，龙头或将在下一轮周期中享受市占率被动提升的红利。建议关注：金螳螂、亚厦股份。

高成长性的新兴赛道：关注钢结构、设备租赁

1) **装配式建筑**。建筑工人老龄化不可逆转，以装配式为代表的新型建造工法仍是建筑业最具成长性的方向之一。钢价回落，利好钢结构装配式建筑发展提速。推荐：鸿路钢构（钢结构制造龙头，竞争优势显著），建议关注：精工钢构。

2) **设备租赁**。顺周期下，重资产行业弹性最大。设备经营租赁规模效应显著，龙头强者恒强。推荐：华铁应急（高机租赁龙头）。

风险分析：

国内基建投资增速不及预期、地产投资持续低迷、国内实际利率过快上行、人民币快速升值。

- 一、期待地产链复苏，博弈新开工边际变化
- 二、基建增速或整体放缓，关注结构性机会
- 三、水泥：基本面底部，需求向好提供弹性
- 四、玻纤：周期底部，粗纱价格短期或承压
- 五、消费建材：重点关注开工端防水龙头
- 六、装饰行业：产能出清，龙头穿越寒冬
- 七、装配式成长性优，钢结构为最优选择
- 八、高空车助力设备租赁行业高增长
- 九、投资建议
- 十、风险提示

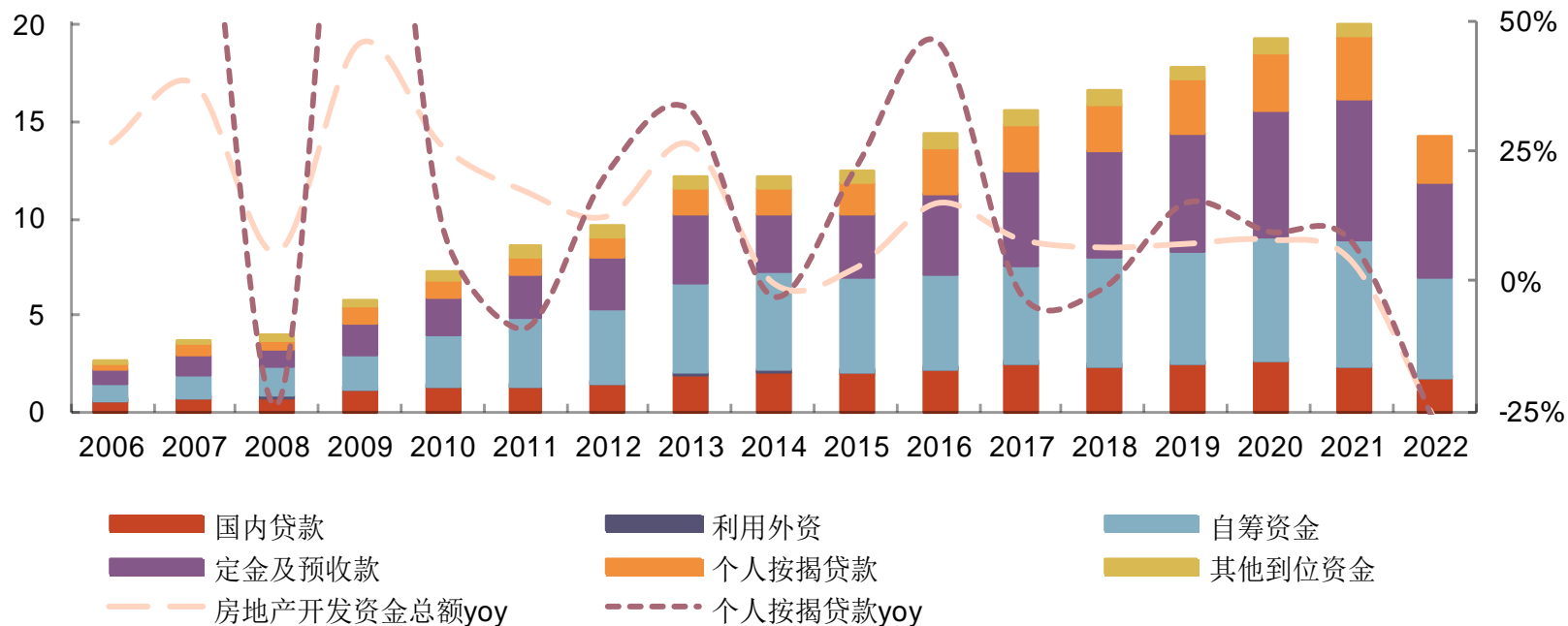
一、期待地产链复苏，博弈新开工边际变化

- ❑ 1.1 本轮地产下行周期回调幅度较深
- ❑ 1.2 需求端政策宽松，有望助力需求企稳回升
- ❑ 1.3 城中村改造或成为产业链关键变量
- ❑ 1.4 新开工风险释放或已较为充分，可博弈其边际变化

1.1 本轮地产下行周期回调幅度较深

- 2020年8月，央行及银保监会等部门对房地产企业提出“三道红线”政策以限制房企有息负债规模增速；随着地产商进入“被动去杠杆”阶段，部分企业信用风险逐步暴露。
- 2021H2，房地产销售数据出现明显下跌，主要由于以恒大为代表的多家高杠杆高周转地产商信用风险逐步暴露，财务危机下，房企新开工及推盘放缓，进而导致销售下行。

图1：2006-2022年房地产开发资金来源结构（万亿元）、房地产开发资金来源yoy、按揭贷款yoy

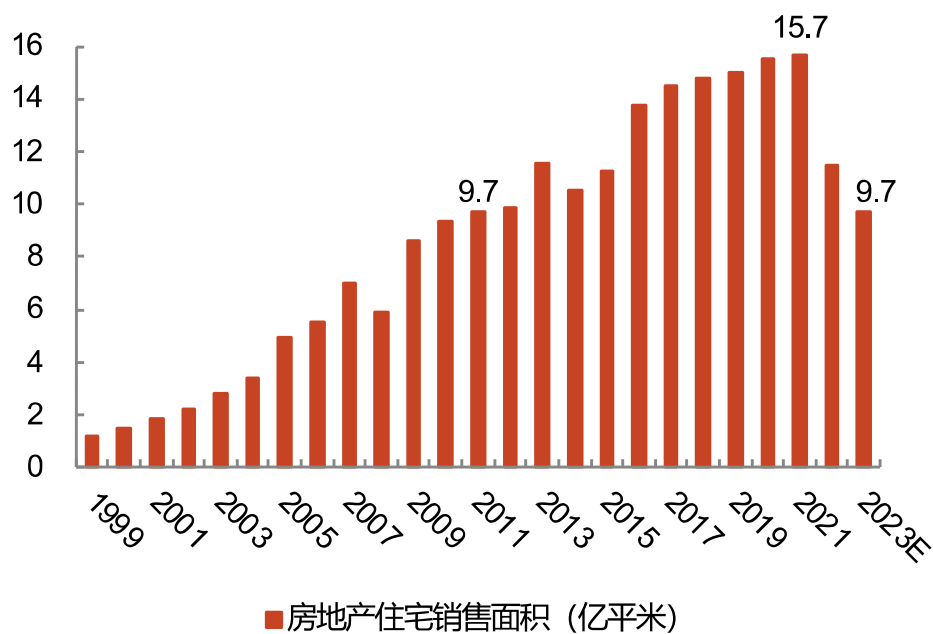


资料来源：wind，光大证券研究所

1.1 本轮地产下行周期回调幅度较深

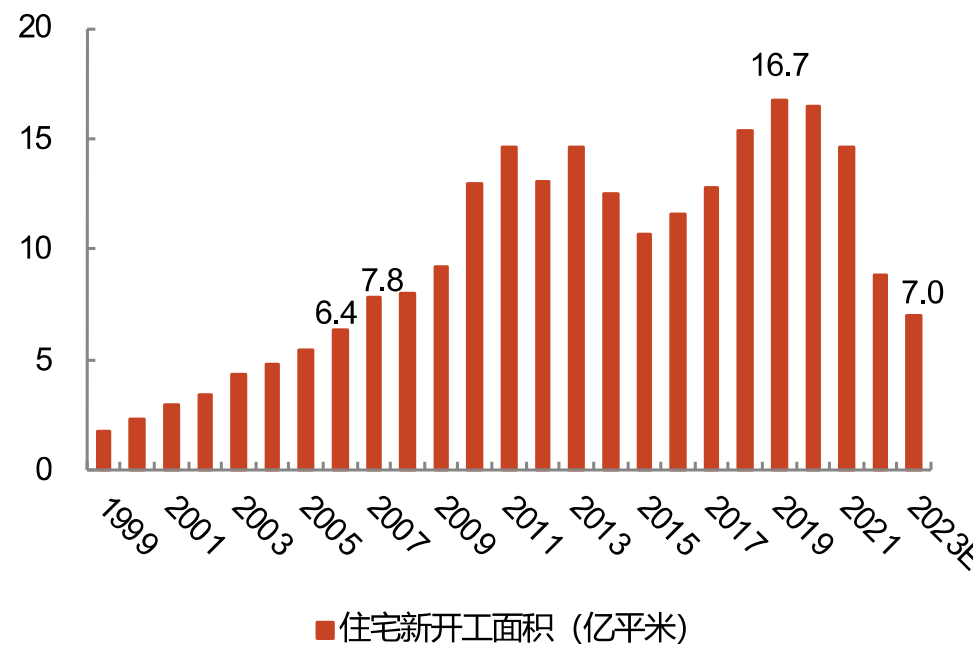
- 21H2至今，本轮房地产下行周期已逾两年，房地产住宅销售面积及新开工面积均回落至较低水平。
- 2023年前9月，房地产住宅销售面积/新开工面积分别为7.3/5.3亿平米，年化后对应2023年全年分别为9.7/7.0亿平米，住宅销售面积回落至2011年的水平，住宅新开工面积回落至2006-2007年的水平。

图2：房地产住宅销售面积已回落至2011年的水平



资料来源：wind，光大证券研究所预测

图3：房地产住宅新开工面积已回落至2006-2007年的水平



资料来源：wind，光大证券研究所预测

1.2 需求端政策宽松，有望助力需求企稳回升

- 2023年7月底以来，地产链政策较此前进一步宽松，政治局会议未提及“房住不炒”，并提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”
- 住建部提出降低首付比例和贷款利率、“认房不认贷”等政策。

表1：近期房地产宽松政策汇总

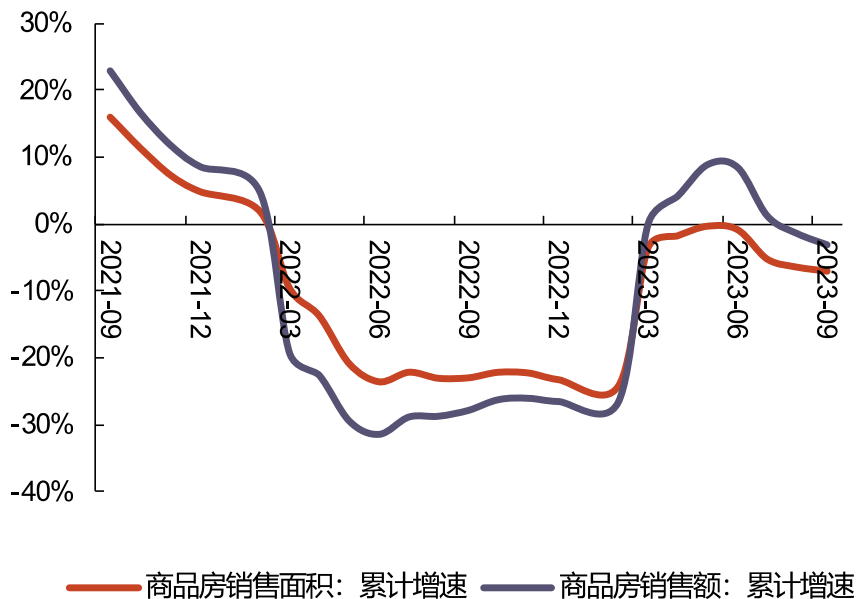
时间	相关部门/区域	具体内容
2023.7.24	政治局会议	未提及“房住不炒”，提到“要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”。
2023.7.28	企业座谈会	住建部部长倪虹在近日召开的企业座谈会上说，要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付。
2023.8.27	证监会	8月27日晚，证监会发布消息称，房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。
2023.8.31-9.1	广州、深圳、北京、上海等城市	多个城市推出“认房不认贷”政策，北上广深四个一线城市已全部落实。

资料来源：中国政府网，新华社，光大证券研究所

1.2 需求端政策宽松，有望助力需求企稳回升

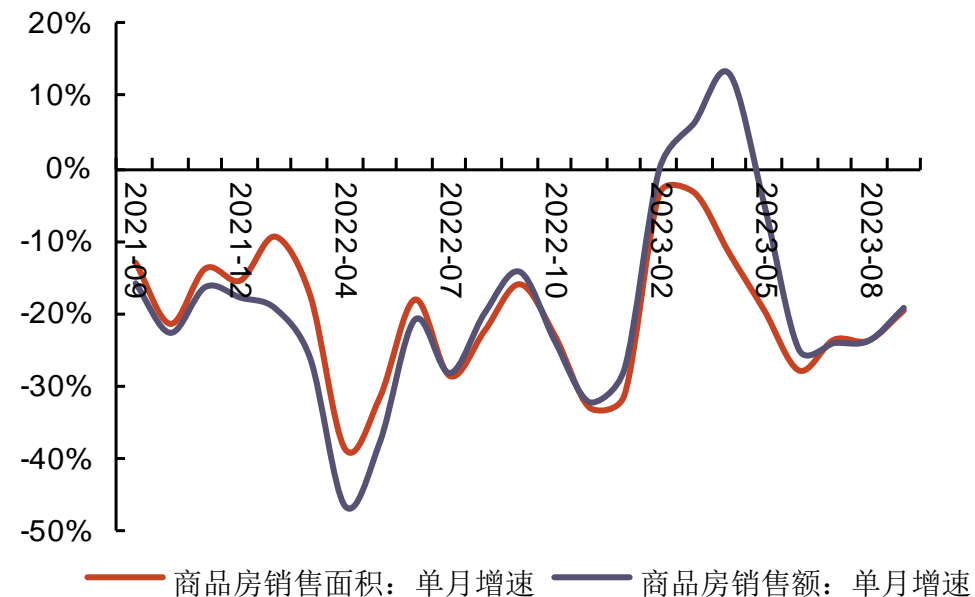
今年8月底、9月初多个城市（尤其是一线城市）陆续出台“认房不认贷”政策后，9月房地产销售单月增速已明显回暖；随着宽松政策逐步落地，复苏趋势有望延续。

图4：商品房销售面积/销售金额：累计增速



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

图5：商品房销售面积/销售金额：单月增速



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

1.2 需求端政策宽松，有望助力需求企稳回升

与过往周期相比，本轮周期房地产政策宽松力度仍有进一步释放的空间。我们认为政策态度已经明确，若后续宽松政策继续加码，则地产链需求有望进一步回升。

表2：本轮周期地产政策与过往周期地产政策对比

政策维度	2008 年	2014-2015 年	2022-2023 年	当下与过往周期对比
利率	08 年 9 月起，下调 基准利率 ，从 7.83% 下调至 5.94%。下调个人住房公积金贷款利率， 五年期以下 由 4.77% 调整到 4.59%，后逐步下调至 4.32%、4.05%、3.51%、3.33%。 五年期以上 由 5.22% 调整到 5.13%，后逐步下调至 4.86%、4.59%、4.05%、3.87%。08 年 1 月起， 首套房利率 由 6.66% 降至 4.16%， 二套房利率 8.61% 由降至 4.75%。	14 年 11 月起， 五年期以上 公积金贷款利率由 4.5% 下调至 4.25%，后逐步下调至 3.75%、3.5%、3.25%。15 年 2 月起， 降准 0.5 个百分点至 19.5%，后多次进行定向及全面降准至 17.5%。 五年期以下 个人住房公积金贷款利率由 4% 下调至 3.75%，后调至 2.75%。15 年 9 月起，下调 基准利率 6.55% 至 4.90%；14 年 7 月起， 首套利率 由 7.01% 降至 4.44%， 二套利率 7.21% 由降 5.39%。	2022 年，基准利率从 4.65% 降至 4.6%、4.45%、4.3%。10 月起，首套房 5 年以下和以上 公积金贷款利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。第二套公积金贷款利率政策保持不变。 2023 年 6 月下调基准利率至 4.2%。 首套利率 政策下限按现行规定执行， 二套利率 政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。	此轮周期利率下调放松力度不如 2008、2014-2015。
首付	10 月，首套房最低首付比例均下调为 20%。	15 年 9 月，有 1 套已结清贷款购房按首套房执行， 首付 20%；15 年 3 月，非限购城市 二套房首付 最低下调为 40%；15 年 9 月，非限购城市 首套房最低首付 下调为 25%；16 年 2 月，非限购城市 首套最低首付 下调为 20%， 二套最低首付 下调为 30%	8 月，统一全国商业性个人住房贷款最低首付比例政策下限，不再区分实施限购城市和不实施限购城市，首套、二套房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于 20%、30%。 多地执行“认房不认贷”政策，截止 9 月，已有北、上、广、深四个一线城市，武汉、重庆、成都、厦门、杭州、中山等 20 多个二线城市开始执行。	此轮周期首付比例下调与 2014-2015 年相似，下调力度略低于 2008 年。
“四限”政策	彼时全国范围内整体不限购。	14 年 6-10 年， 41 城 取消限购。6 月呼和浩特特为解绑限购首城，后 46 个限购城市中仅北京、上海、广州、深圳和三亚仍执行限购政策。	2023 年上半年 14 城放松限购、10 城放松限售。	本轮四限政策在各地有不同程度松动，部分一二线城市目前仅是对特定区域、特定群体和特定房源类型实施局部松绑，限购松绑不完全。
棚改货币化	中央投资 4 万亿刺激市场，其中投资 4000 亿加大对廉租住房保障建设支持力度， 加快棚户区改造 ，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点。	保障性安居工程 新安排 740 万套，其中 棚户区改造 580 万套，增加 110 万套，把 城市危房改造 纳入棚改政策范围。农村危房改造 366 万户，增加 100 万户，统筹推进农房	多地加速 城中村改造 ，目前我国已入库城中村改造项目达 162 个，保守估计我国每年城中村改造投入金额将达 8400 亿元。	2008 年及 2014-2015 年，国家为带动房地产市场出台刺激性政策，本轮尚未出台类似规模刺激政策

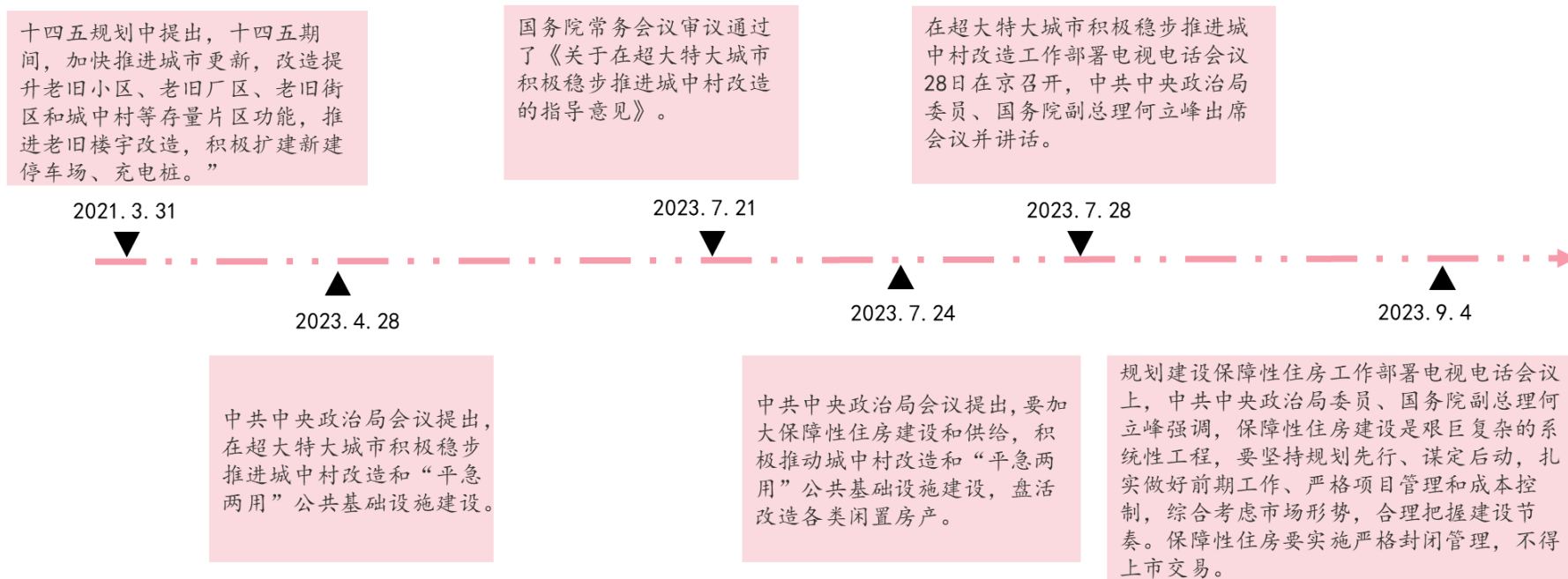
资料来源：各政府部门官网、经济观察报、中国新闻网等，光大证券研究所整理

1.3 城中村改造或成为产业链关键变量

城中村改造指导意见获国常会审议通过，城中村改造箭在弦上

2023年7月21日，国务院常务会议审议通过了《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》（以下简称“《指导意见》”），指出在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。城中村改造，作为“三旧”改造之一，于“十三五”期间也有推进。目前剩余的项目难度较大，期待更有力的政策支持。

图6：城中村改造指导意见获审议通过



资料来源：中国政府网，住建部官网，新华网，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

1.3 城中村改造或成为产业链关键变量

表3: 多个城市“十四五”规划中提及城中村改造

城市	“十四五”规划中提及的内容	城市	规划中提及的内容
北京	推动中心城区疏解提质, 大力推进城中村 、边角地、薄弱地区治理, 推动集体建设用地集约利用。	佛山	继续推进深入实施城市更新三年行动, 重点推进中心城区 108 个市级重点推进项目实施改造, 加快推动中心城区旧村居和城中村改造 , 推动中心城区功能升级和环境再造。
上海	全力推进旧区改造和旧住房更新改造。 有序推进“城中村”改造 。	南京	建设高能级辐射的国家中心城市: 重点包括国际消费中心城市建设工程、国际综合交通枢纽建设工程、国家物流枢纽承载城市建设工程、 城市更新提升工程 等项目, 预计投资额 1.14 万亿元左右。
深圳	鼓励开展城中村和旧工业区有机更新 , 有序推进拆除重建类城市更新, 加快老旧小区改造, 深入开展土地整备利益统筹。探索开展出租屋分级分类管理, 鼓励城中村规模化租赁, 持续改善城中村居住环境和配套服务, 将城中村逐步建成管理有序、治安良好、环境优美、开放共享的新型社区, 持续发挥城中村作为低成本居住空间和职住平衡稳压器作用。	沈阳	以建设“完整社区”“15 分钟生活圈”为目标, 推进老旧小区、棚户区、城中村改造 , 加强各类设施和公共活动空间共建共享, 补齐老旧小区配套民生短板, 实现环境综合提升。
广州	积极推动“三旧”改造。促进白云国际机场等重要交通枢纽、重大功能平台、重点商圈及周边区域“三旧”改造, 加快罗冲围等地区改造, 推进 183 条城中村改造 。以历史文化街区、老旧小区及传统商贸集聚区为重点, 推进恩宁路、城市传统中轴线等人居环境工程, 基本完成 395 个老旧小区微改造项目、27 个旧街区改造项目, 有序推动旧楼加装电梯。	青岛	推进城市有机更新。以历史文化街区保护更新、城市公共空间品质提升、老旧小区和传统商圈改造、老工业厂房改造、传统商务楼宇改造为重点, 统筹推进城市有机更新 , 增功能、增空间、增活力, 创造更加宜居宜业的城市空间环境。建立工商资本下乡促进机制, 加快推进城中村改造 , 探索在政府引导下工商资本与村集体合作共赢模式。
重庆	实施城市更新行动 , 开展完整居住社区设施补短板行动, 实施 1 亿平方米老旧小区和 10 万户棚户区改造。推动废弃老旧厂区转换用地用途、转变空间功能, 打造一批品质高端化、业态多元化的新兴产业空间和消费集聚区。有序推进老旧街区、老旧建筑改造, 保护传统风貌, 打造特色街景。	济南	探索搭建城中村改造合作平台, 利用好政策性贷款, 实施二环以内 56 个棚户区和 29 个城中村改造 , 加快整治老旧小区、老旧街区、老旧厂区。
成都	实施城市更新和老旧小区改造提升工程, “十四五”时期, 完成老旧小区分类提升改造 6100 个、棚户区改造 10000 户、 城中村改造 6800 户 。	长沙	综合运用棚户区改造、城中村改造、城镇老旧小区改造、配套公寓建设、街区微改造等“多改合一”手法, 统筹推进市府北、蔡锷北路两厢、德雅路两厢、红星大市场、下碧湘街、湘雅附二及周边等片区更新改造。 2025 年前基本完成主城区“一线两带十区多点”的城市更新 , 推进重点区域和城镇老旧小区生活环境提质提档。
天津	科学规划、稳步实施城中村改造 , 加快老旧小区更新提升, 提高居住质量。	哈尔滨	提升主城区核心功能, 主城区中部开展重点区域城中村改造 。加速城中村、旧厂区、旧住宅区整合打包、连片开发, 创建各具特色、各有主题的未来社区。
武汉	因地制宜进行“微规划”“微改造”和“留改拆”, 有序推动老旧街区、老旧厂区、 城中村改造 。创新方式方法, 吸引社会力量参与, 系统推进棚户区、城中村、景中村改造。	昆明	全面推进城市更新改造, 持续推进“美丽县城”建设和老旧小区、 城中村改造 。“十四五”末全面完成纳入计划的城市更新(城中村)改造工作。
东莞	全域提升城乡人居环境, 规划实施南城亨美、胜和、东城火炼树、莞城旧城区等一批中心区 城中村 和老旧小区改造, 提升城区人居环境。	郑州	实施城市更新行动。以“三项工程、一项管理”为抓手, 持续推进老城区改造提升三年行动计划 , 加快“一环十横十纵”城市道路综合改造提升, 以道路更新带动城市形态更新、业态更新、功能更新, 推动老城区环境、品质全面提升。

资料来源: 各市“十四五”规划, 光大证券研究所, 注: 全国7个超大城市和14个特大城市中除西安外, 其余城市在“十四五”规划中均对城中村改造/城市更新有所提及。

1.3 城中村改造或成为产业链关键变量

城中村改造指导意见获国常会审议通过，城中村改造箭在弦上

表4：多市提及2023年城中村改造计划情况

城市	2023年城中村改造项目计划情况
上海	实施城市更新行动，全面推进“两旧一村”改造，完成12万平方米中心城区零星二级旧里以下房屋改造、28万平方米小梁薄板房屋等不成套旧住房改造，启动10个城中村改造项目，完成既有多层住宅加装电梯3000台。建设筹措7.5万套（间）保障性租赁住房。
深圳	2023年，深圳市启动了城中村保障性住房规模化品质化改造提升行动，计划在2023年推进4.9万套（间）城中村规模化品质化改造提升项目。2023年，启动首批40个城中村统筹规划和整治提升试点。
广州	2023年，广州市计划推进127个城中村改造项目，含46个续建项目，12个新开工项目，69个前期项目。
武汉	《2023年度中心城区城市更新及房屋征收计划的通知》指出，2023年武汉市坚持“留改拆建控”并举的原则，武汉市按照重点更新单元整体更新一批、重点项目区域成片改造一批、其他更新项目加快实施一批的原则，全面推进41处基础设施落后、城市治理重点部位的征收腾退和城中村改造，全年完成城市更新1421.02万平方米。
东莞	2023年，东莞召开以深度城市化推动城市建设高质量发展动员大会，提出改造90个旧村，五年内全面改造30个，以拆为主、重塑城市功能形态。
青岛	2023年计划推进城中村改造项目85个，计划完成投资175亿元，其中：新启动项目19个，计划年度完成投资31亿元，惠及居民1.46万户；续建项目66个，计划年度完成投资144亿元。

资料来源：各地政府官网，解放日报，深圳特区报，东莞日报等，光大证券研究所

1.3 城中村改造或成为产业链关键变量

资金筹措通道逐步打开，低效用地再开发试点开启

《指导意见》中提出多元筹集资金，鼓励和支持民间资本参加。2023年8月国开行及央行先后提出支持城中村建设，9月第一财经报道城中村改造项目将纳入专项债，也将设立城中村专项贷款，多元资金筹集渠道逐步打开。2023年9月5日，自然资源部发文决定在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点，以城中村和低效工业用地改造为重点，试点期限原则上为4年，通过提高土地利用效率支持城中村改造稳步推进。

表5：城中村改造的资金和土地问题逐步得到解决

机构/来源	会议/文件/事件	主要内容
国开行	2023 年年中党建和经营工作座谈会	提出积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
中国人民银行	《2023 年第二季度中国货币政策执行报告》	提及要落实好“金融 16 条”，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。
自然资源部	《自然资源部关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	决定在北京等 15 个省（市）的 43 个城市开展低效用地再开发试点工作，坚持把盘活的城乡空间资源更多地用于民生所需和实体经济发展。
21 世纪经济报道	新闻报道（2023.9.13）	报道当前政策加大对城中村改造的支持力度，符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围，城中村改造专项债预计明年发行。
第一财经	新闻报道（2023.9.18）	在城中村改造支持资金方面，除符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围外，银行融资方面也有支持措施，即设立城中村改造专项借款。此外，鼓励银行供城中村改造贷款，专款专用、封闭管理，但需在市场化法治化的原则之下。
中国人民银行货币政策司	新闻发布会	中国人民银行货币政策司司长邹澜在新闻发布会上表示，抓好“金融 16 条”落实，加大城中村改造、平急两用基础设施建设、保障性住房建设等金融支持。

资料来源：中国政府网，央行官网，国开行官网，财联社等，光大证券研究所

1.3 城中村改造或成为产业链关键变量

资金筹措通道逐步打开，低效用地再开发试点开启

- 我们在《城中村改造箭在弦上，回望棚改影响几何？—装配式建筑与绿色建筑行业深度研究之八》（2023.10.10）中探讨过如下问题：
- 2015年-2017年，棚改投资完成额年均约为1.56万亿元，占房地产开发投资额的15.2%；昔日棚改如若再现，以2023年房地产开发投资金额为基数，则需投资金额约1.8万亿元/年；假设中央财政资金（中央财政资金及PSL等）占总投资比例不变，则需约1.1万亿元/年；对应直接拉动地产新开工面积为2.8亿平方米/年，约占2023年预测新开工面积的30.5%。

1.3 城中村改造或成为产业链关键变量

租购并举：租赁房支撑地产链需求

保障性租赁住房或替代“棚改货币化安置”，对地产产业链形成有效需求支撑。保障性租赁住房是对商品房市场的有效补充，对地产竣工有拉动作用。我们测算“十四五”期间全国新增保障性租赁住房或超800万套（间），占“十三五”期间累计商品住宅房屋竣工总面积的比重为11.6%（中性测算）。

装配式建筑将极大拉动绿色建筑建材需求。“十四五”期间，仅保障性租赁住房将分别为装配式PC、钢结构、装配式装修带来超12%、24%、190%的增量市场空间（面积口径）；若考虑装配化率提升，则行业产值规模增量更明显。此外，随着行业规模扩容，规模效益下装配式成本或将逐步降低、业主接受度亦将提升，装配式行业长期将进入良性发展阶段。

表6：“十四五”期间新增保障性租赁住房面积测算

	悲观	中性	乐观
总套数（万套（间））	809.87	809.87	809.87
套均面积（平方米）	30	50	70
十四五期间新增保障性租赁住房总面积（=A）（万平米）	24296.1	40493.5	56690.9
十三五期间累计商品住宅房屋竣工总面积（=B）（万平米）	348937	348937	348937
十四五期间新增保障性租赁住房总面积占十三五期间累计商品住宅房屋竣工总面积比重（A/B）	6.96%	11.60%	16.25%

资料来源：国家统计局，住建部官网，光大证券研究所测算

1.4 新开工风险释放或已较为充分，可博弈其边际变化

▣ 2023年房地产住宅新开工面积约7.0亿平米，已回落至2006-2007年的水平。

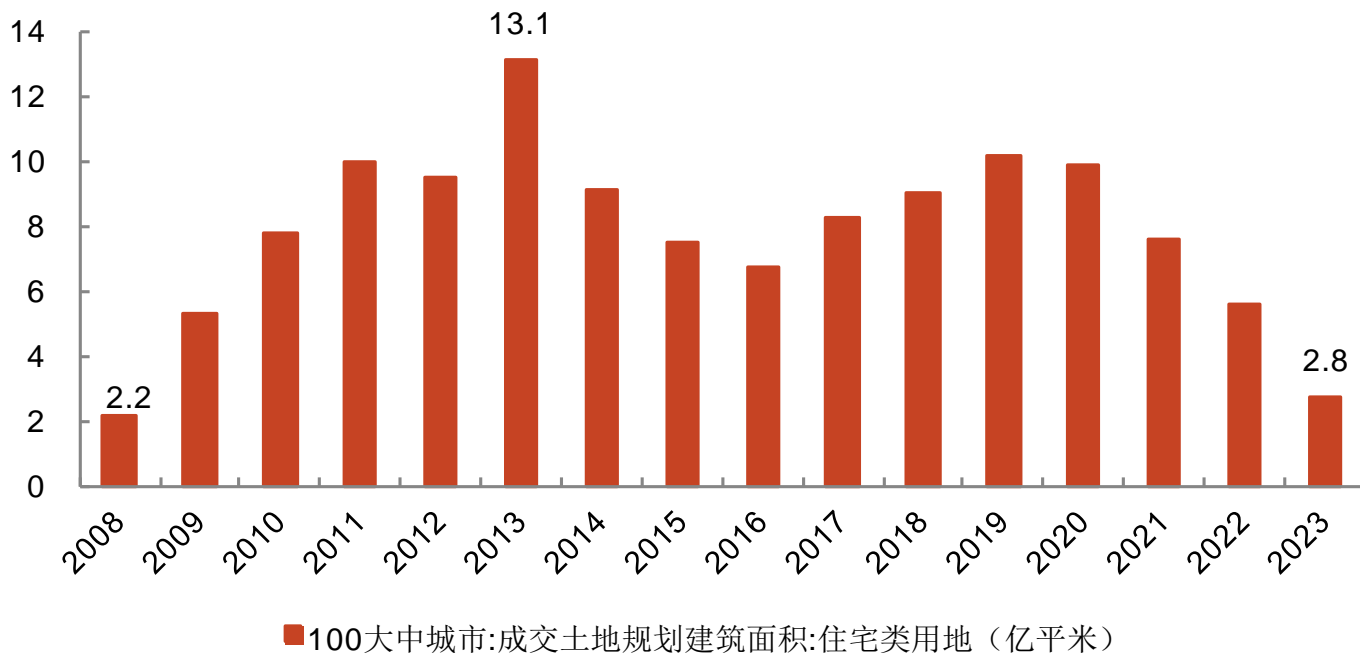
- 参考万科集团董事会主席郁亮的观点（2023年10月20日）：“中国每年住房需求大概在11亿-12亿平方米左右，这是一个合理需求量；但今年市场有所下跌，新开工面积大概不会超过7亿平方米，差不多回到了2006年的水平”。与11-12亿平米的合理需求相比，2023年预计新开工规模7亿平米明显偏低，约有57%-71%的增长空间。
- 从另一个角度来看，根据七普统计数据显示，2020年全国家庭户居住住房总面积为517.2亿平方米，假设按照50年的更换周期测算，每年的存量替换需求约10.3亿平米，2023年的住宅新开工水平仍显偏低。

1.4 新开工风险释放或已较为充分，可博弈其边际变化

2023年房地产住宅新开工面积约7.0亿平米，已回落至2006-2007年的水平。

2021-2023年，土地成交规模持续下行，已回落至2008-2009年的水平。后续若房地产销售成交复苏、房企资金回流加快，土地成交或将随之回暖，有望带动新开工复苏。

图7：2021-2023年，土地成交规模持续下行，已回落至2008-2009年的水平



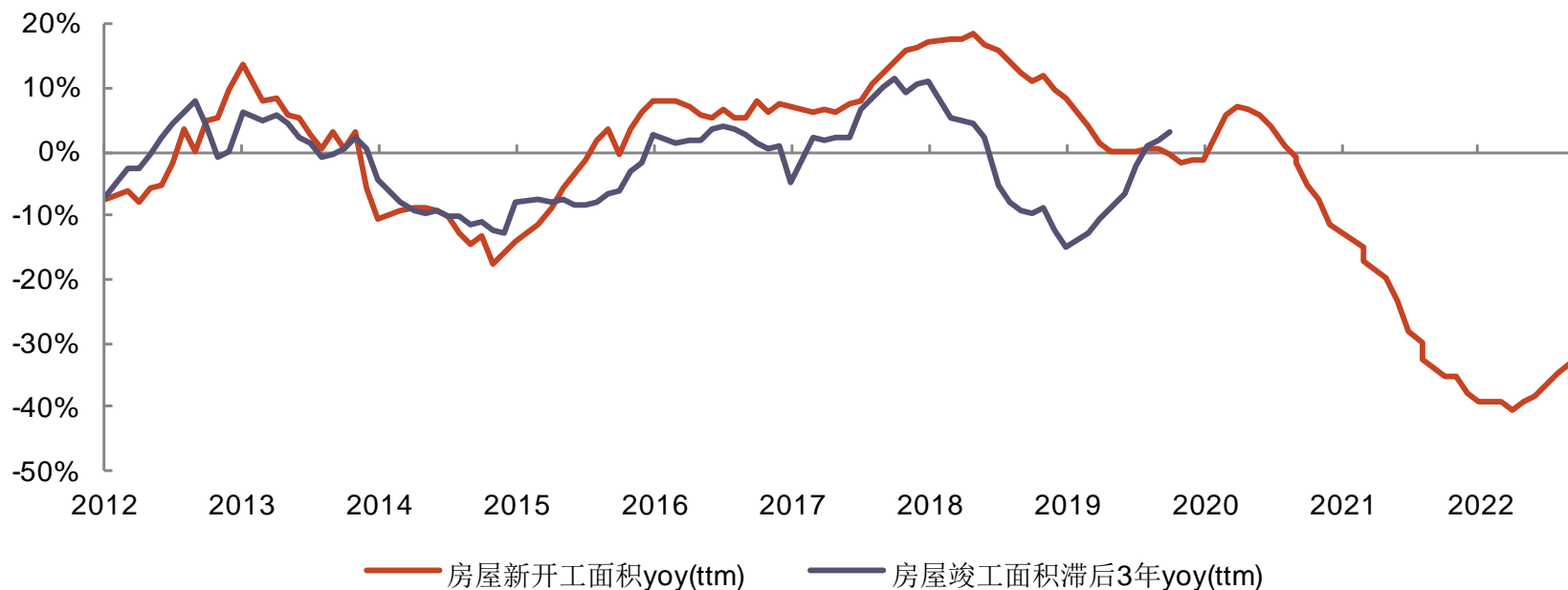
资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2023.09

1.4 新开工风险释放或已较为充分，可博弈其边际变化

2023年房地产住宅新开工面积约7.0亿平米，已回落至2006-2007年的水平。

2021-2023年，房地产新开工面积持续负增长，相较于竣工端，新开工环节风险释放相对充分。23Q2-23Q3，房地产新开工 yoy (ttm) 持续回升，边际已出现改善迹象。在房地产销售有望复苏背景下，或可博弈新开工环节投资机会，建议关注开工端的水泥、防水等行业龙头企业。

图8：2021-2023年前9月新开工yoy (ttm) 持续负增长，风险释放相对充分



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2023.09

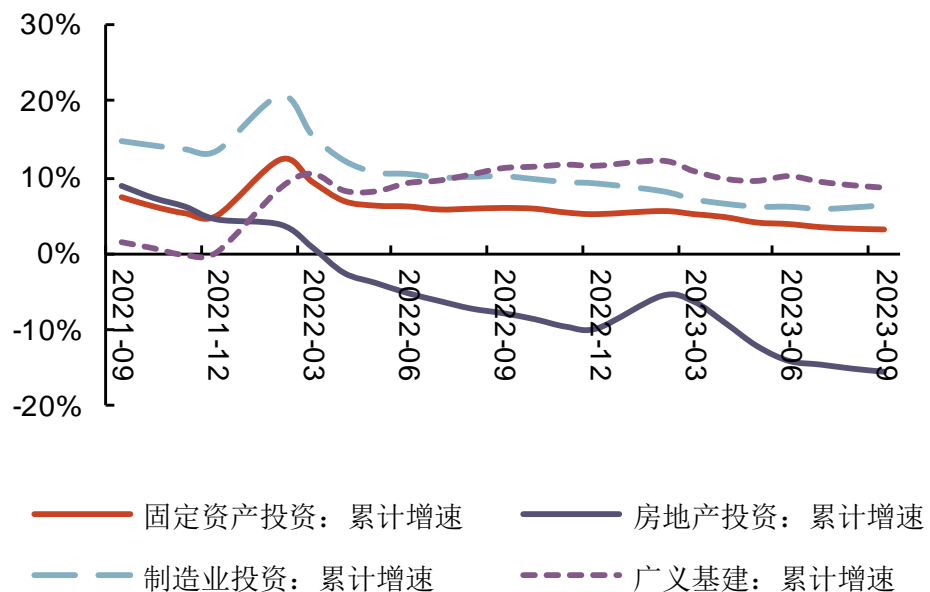
二、基建增速或整体放缓，关注结构性机会

- ❑ 2.1 2024年基建投资增速或呈现放缓趋势
- ❑ 2.2 期待结构性机会，关注水利基建
- ❑ 2.3 关注边疆区域，重点关注新疆经济建设提速

2.1 2024年基建投资增速或呈现放缓趋势

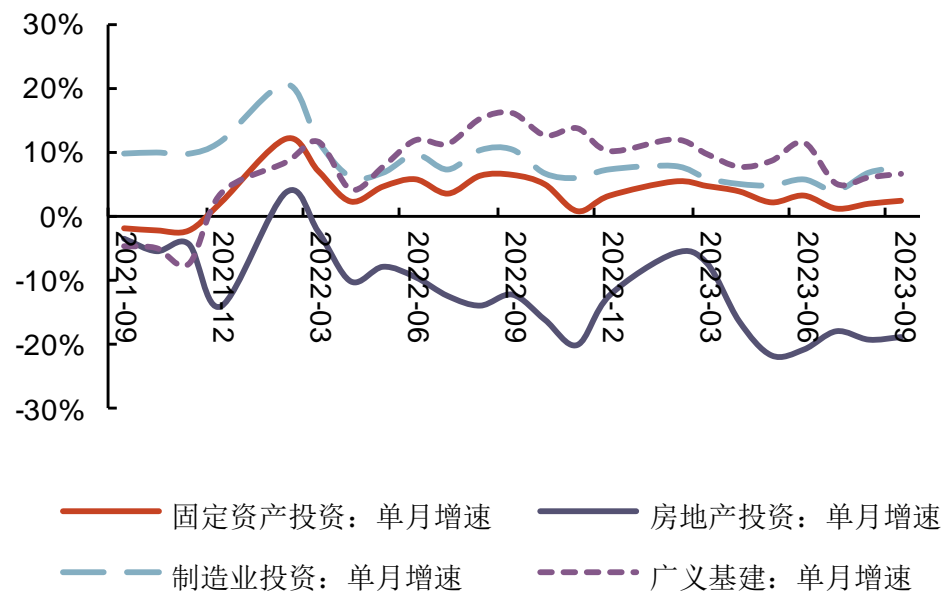
2023年前9月，广义/狭义基建投资增速分别为8.6%/6.2%，较22年全年增速回落2.9/3.2pcts。基建投资增速已呈现放缓趋势。

图9：固定资产/房地产/制造业/广义基建投资：累计增速



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

图10：固定资产/房地产/制造业/广义基建投资：单月增速

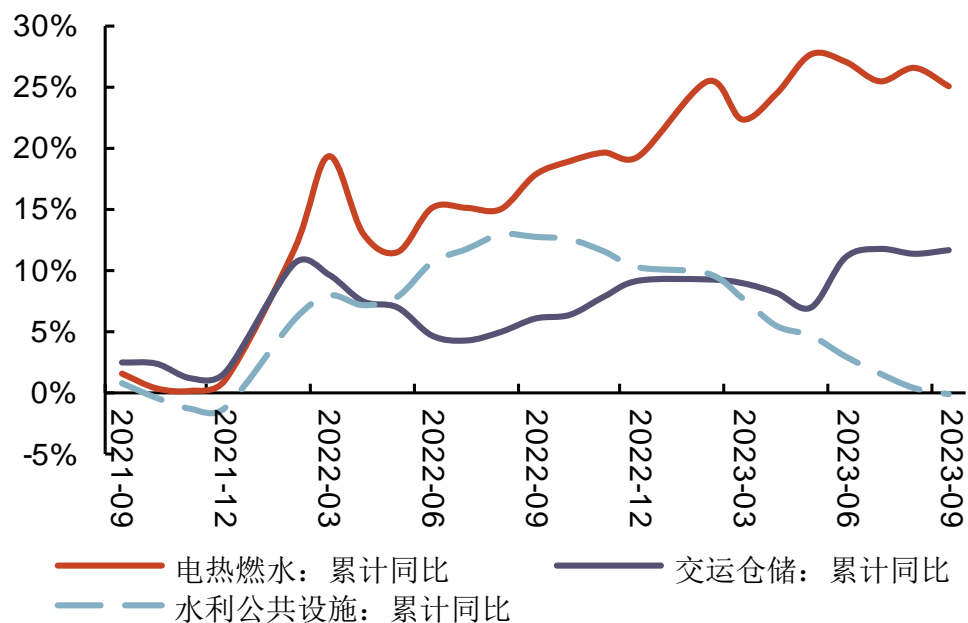


资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

2.1 2024年基建投资增速或呈现放缓趋势

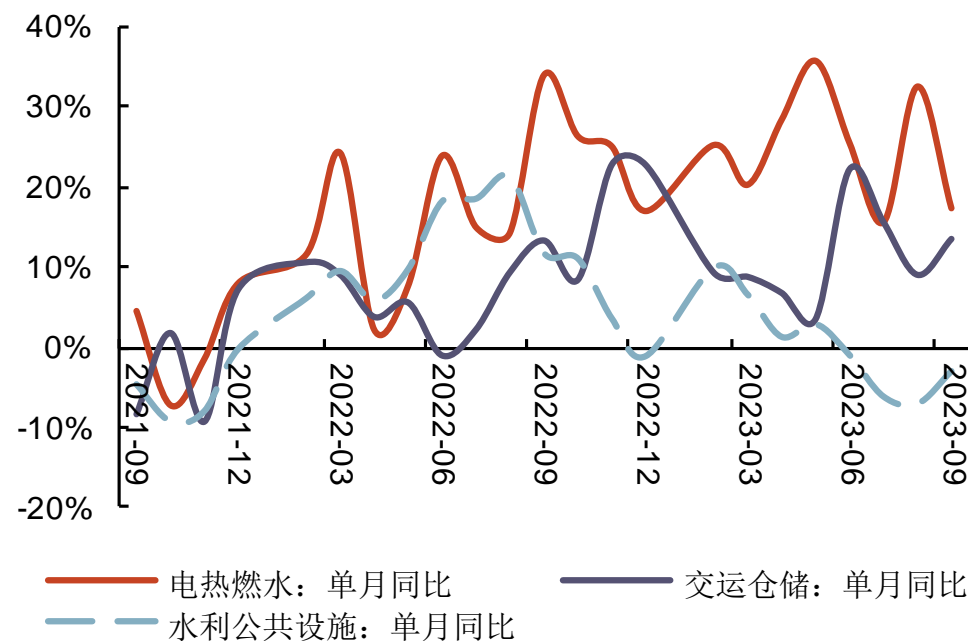
- 2023年前9月，广义/狭义基建投资增速分别为8.6%/6.2%，较22年全年增速回落2.9/3.2pcts。基建投资增速已呈现放缓趋势。

图11：电热燃水/交运仓储/水利公共投资：累计增速



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

图12：电热燃水/交运仓储/水利公共投资：单月增速



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

2.1 2024年基建投资增速或呈现放缓趋势

展望2024年，基建投资增速或整体放缓，原因在于：1) 22-23年连续保持6%-12%的高增速，基建投资规模高基数下，2024年继续维持高速增长难度加大。

图13：22年初至今，全国政府性基金收入同比增速持续为负，主要受土地出让金同比下滑拖累

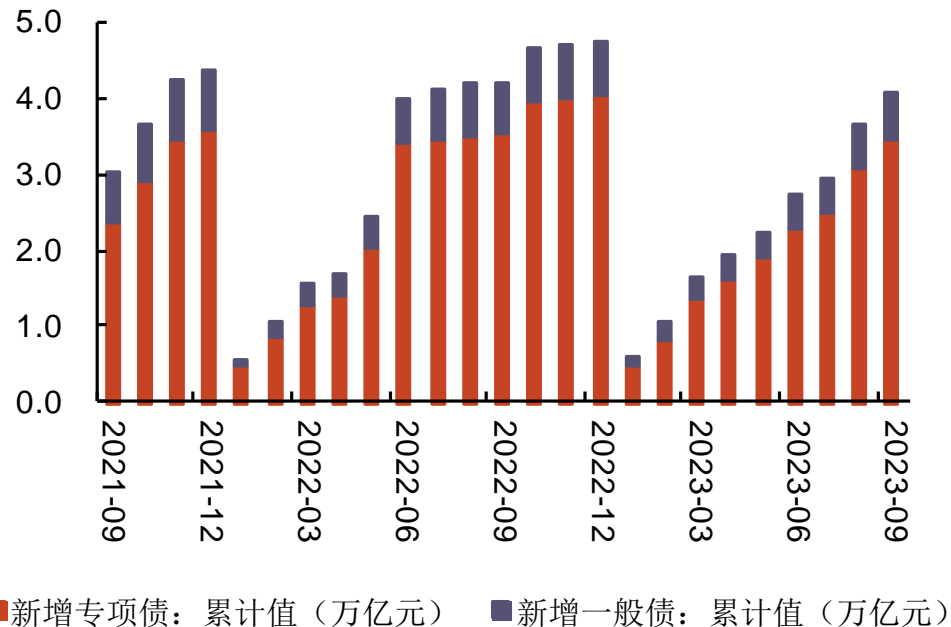


资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

2.1 2024年基建投资增速或呈现放缓趋势

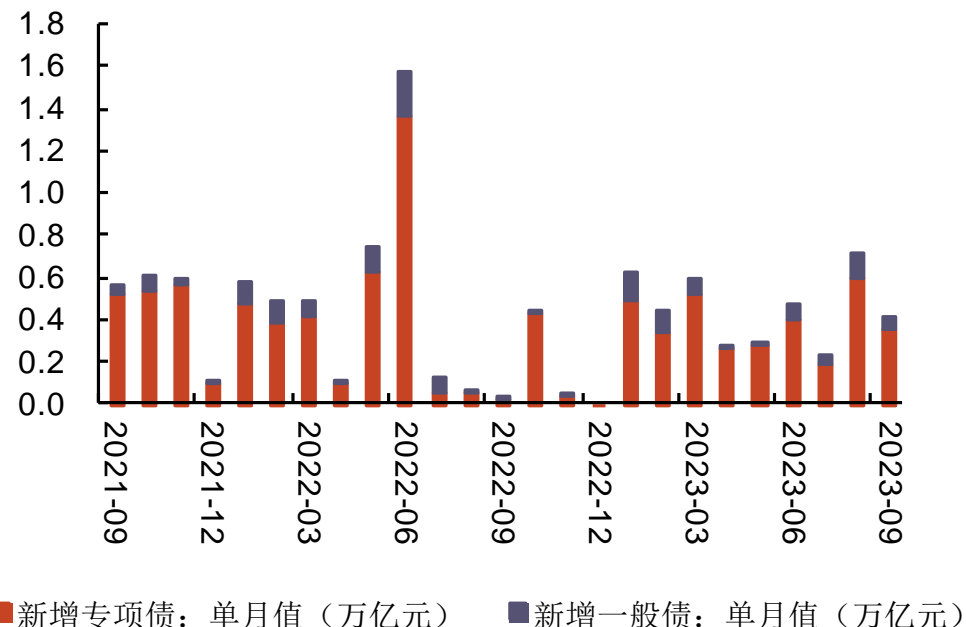
- 2) 资金来源角度，政府基金收入的减少、专项债资金可用于城中村改造（专项债新增额度保持稳定的情况下，用途变更或导致用于基建的专项债资金被分流）。

图14：地方政府债券发行额：累计金额



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

图15：地方政府债券发行额：单月金额



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

2.2 期待结构性机会，关注水利基建

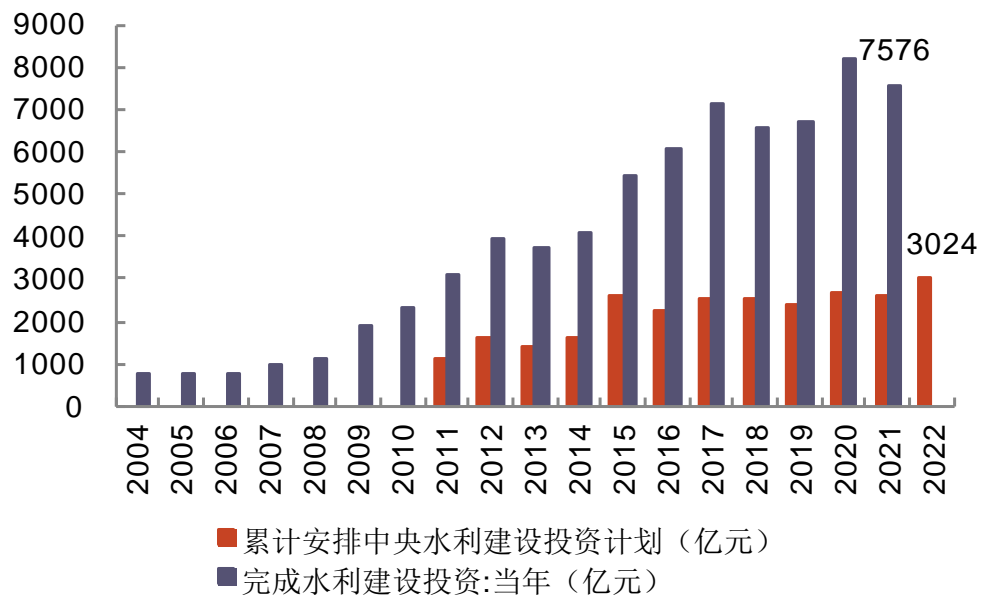


- 2023年10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，增发国债全部通过转移支付安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。
- 此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。据财政部介绍，资金将重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。
- 今年以来，我国经济持续恢复，但是需求不足的问题始终存在。10月底全国人大常委会审议通过增发万亿国债、提前下达2024年部分地方新增债务限额，无疑将进一步提振相关需求，推动四季度和明年一季度经济向好。

2.2 期待结构性机会，关注水利基建

2021年，我国完成水利建设投资额7576亿元；参照这一投资规模，本次增发国债1万亿元。考虑到增发的国债主要用于抗震救灾、水利建设，假设其中有一半用于水利相关建设，将显著带动水利投资产业链下游需求，相关企业有望受益。

图16：2021年水利建设投资完成额约7576亿元



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

图17：22-23年，水利建设投资同比增速保持较快增长

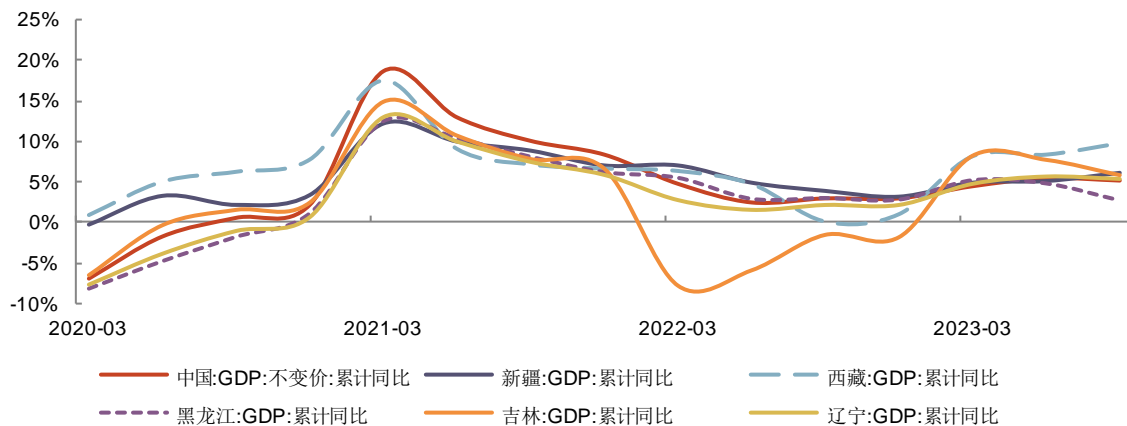


资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.09

2.3 关注边疆区域，重点关注新疆经济建设提速

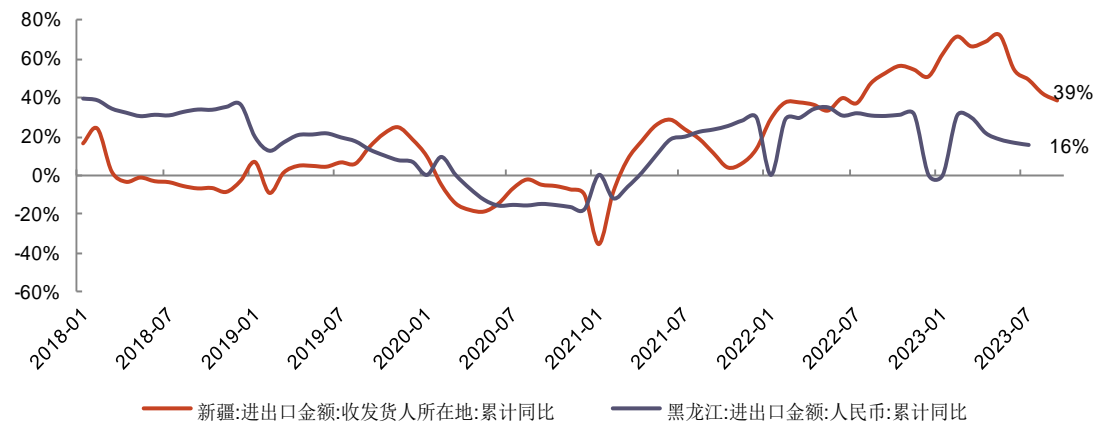
今年以来，新疆、西藏、东北等边疆省份经济增长较快，多个边疆省份GDP增速跑赢全国。

图18：23年前三季度多个边疆省份GDP增速跑赢全国



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023Q3

图19：22-23年，新疆、黑龙江进出口贸易额保持高增长

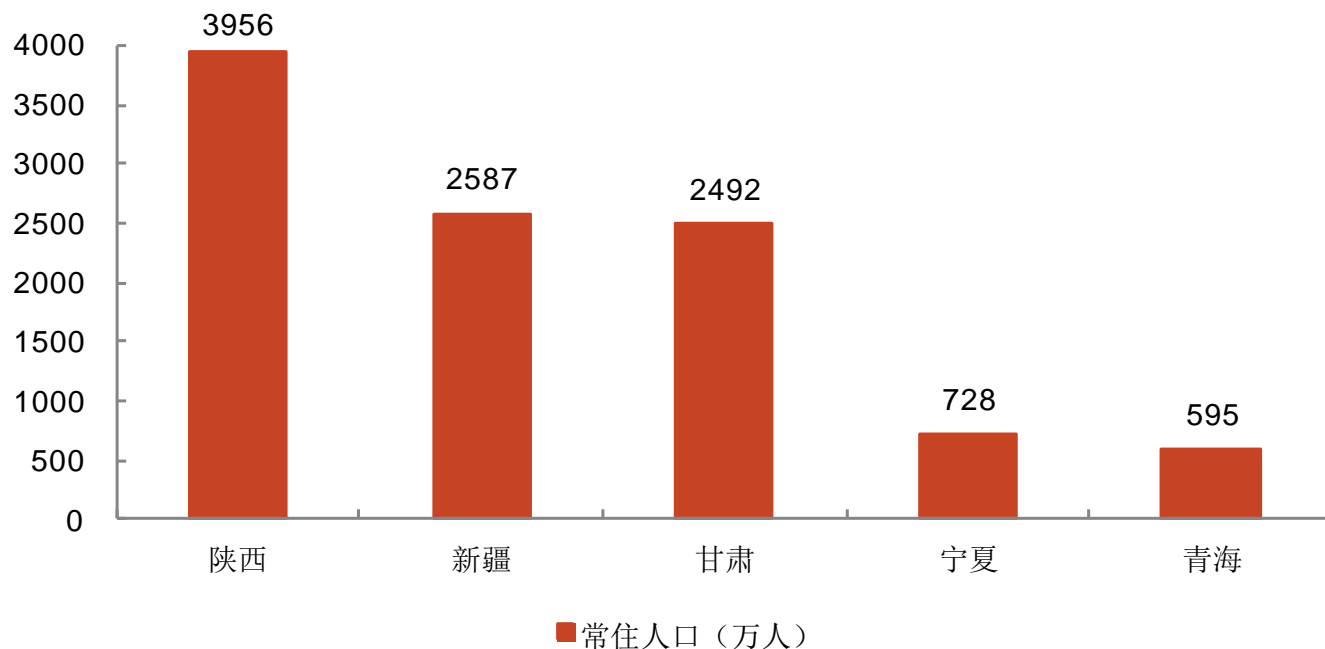


资料来源：Wind，光大证券研究所，
其中新疆数据截至2023年9月，黑龙江数据截至2023年7月

2.3 关注边疆区域，重点关注新疆经济建设提速

新疆常住人口约为2600万人（截至2022年），在西北诸省中仅次于陕西。

图20：新疆在西北五省中，人口排第二名



资料来源：Wind，光大证券研究所，截至2022年

新疆的基本面：面积广阔、矿产资源储量丰富

- 新疆矿产资源丰富，具有资源优势突出、矿种齐全、分布广、配套程度高、部分矿种资源储量大、质量好等特点，是我国重要的能源资源开发区。目前已发现矿种152个，占全国已发现的173个矿种的87.9%。查明有资源储量的矿种102个，其中能源矿产8个、金属矿产34个、非金属矿产57个、水气矿产3个，占全国已查明的163个矿种的62.6%。
- 在查明资源储量的矿产中，石油、天然沥青、铯、红柱石、钠硝石、芒硝、花岗岩（饰面用）等12种居全国首位，天然气、煤炭、镍、钴、铍、钾盐、氦气等20种居全国第二位，铬、锌、铌（氧化铌）、锂（锂辉石）等10种居全国第三位。新疆有19种矿产资源在资源禀赋、矿石质量、市场供求和采选条件方面具有明显的优势和较强的竞争力。

2.3 关注边疆区域，重点关注新疆经济建设提速

新疆的基本面：面积广阔、矿产资源储量丰富

表7：新疆矿产资源丰富，多项矿产资源储量位居全国前列

序号	矿种	单位	查明资源储量	全国排名
1	石油	万吨	62590.4	1
2	天然气	亿立方米	11237.9	2
3	煤炭	亿吨	4500.4	2
4	镍	镍, 万吨	172.3	2
5	钴	钴, 万吨	7.3	2
6	钽	Ta2O5, 吨	22660.2	2
7	铍	BeO, 吨	128636.8	2
8	钾盐	KCl, 万吨	15267.6	2
9	铬	矿石, 万吨	181.2	3
10	锌	锌, 万吨	2760	3
11	铌	Nb2O5, 吨	323053.8	3
12	锂	Li2O, 万吨	15.3	3
13	铜	铜, 万吨	961.6	4
14	铅	铅, 万吨	769.8	4
15	萤石	CaF2 万吨	2266.9	4
16	金	金, 吨	637.6	6
17	铁	矿石, 亿吨	29.8	10
18	锰	矿石, 万吨	2779.4	10
19	煤层气	亿立方米	235	-

资料来源：新疆维吾尔自治区矿产资源总体规划（2021-2025年），光大证券研究所

2.2 关注边疆区域，重点关注新疆经济建设提速

新疆的基本面：面积广阔、矿产资源储量丰富

- 新疆农林牧可直接利用土地面积10.28亿亩，占全国农林牧宜用土地面积的十分之一以上。
- 新疆后备耕地2.23亿亩，居全国首位。
- 新疆是全国五大牧区之一，在“三山”和“两盆”周围有大量的优良牧场，牧草地总面积7.7亿亩，仅次于内蒙古、西藏，居全国第三。

新疆过去二十年：人均GDP在国内相对排名回落

- 新疆拥有丰富的资源禀赋，但过去由于多重因素的制约，新疆地区整体发展水平慢于全国。
- 1978年，改革开放初期，新疆人均GDP约为0.03万元，在大陆各省市中排在第20位。
- 2000年，我国加入世贸组织前夕，新疆人均GDP排名上升至第12名。
- 此后，新疆在国内排行榜（此处仅统计了大陆地区各省市，未包含港澳台，下同）中总体回落，2008年“四万亿”初期，排第17名；2021年，排全国第21名。

2.3 关注边疆区域，重点关注新疆经济建设提速

新疆过去二十年：人均GDP在国内相对排名回落

表8：国内各省市人均GDP排名（未包含港澳台）

排序	省份	1978年 人均GDP (万元)	省份	2000年 人均GDP (万元)	省份	2008年 人均GDP (万元)	省份	2021年 人均GDP (万元)
1	上海	0.249	上海	2.97	上海	6.69	北京	18.40
2	北京	0.126	北京	2.41	北京	6.45	上海	17.36
3	天津	0.113	天津	1.74	天津	5.87	江苏	13.70
4	辽宁	0.068	浙江	1.34	浙江	4.14	福建	11.69
5	黑龙江	0.056	广东	1.27	江苏	4.00	天津	11.37
6	江苏	0.043	江苏	1.18	广东	3.76	浙江	11.30
7	青海	0.043	福建	1.12	内蒙古	3.49	广东	9.83
8	吉林	0.038	辽宁	1.12	山东	3.29	重庆	8.69
9	西藏	0.038	山东	0.93	辽宁	3.17	湖北	8.64
10	宁夏	0.037	黑龙江	0.83	福建	2.98	内蒙古	8.54
11	广东	0.037	河北	0.76	吉林	2.35	山东	8.17
12	山西	0.037	新疆	0.74	河北	2.30	陕西	7.54
13	河北	0.036	吉林	0.74	黑龙江	2.17	安徽	7.03
14	甘肃	0.035	海南	0.68	山西	2.15	湖南	6.94
15	湖北	0.033	内蒙古	0.65	重庆	2.05	江西	6.56
16	浙江	0.033	湖北	0.63	湖北	1.99	辽宁	6.50

2.3 关注边疆区域，重点关注新疆经济建设提速

新疆过去二十年：人均GDP在国内相对排名回落

表8：国内各省市人均GDP排名（未包含港澳台）（接上表）

排序	省份	1978年 人均GDP (万元)	省份	2000年 人均GDP (万元)	省份	2008年 人均GDP (万元)	省份	2021年 人均GDP (万元)
17	内蒙古	0.032	山西	0.57	新疆	1.98	山西	6.48
18	山东	0.032	重庆	0.56	陕西	1.97	四川	6.43
19	海南	0.031	河南	0.55	宁夏	1.96	海南	6.37
20	新疆	0.031	湖南	0.54	河南	1.92	宁夏	6.25
21	陕西	0.029	宁夏	0.54	青海	1.84	新疆	6.17
22	重庆	0.029	青海	0.51	湖南	1.81	河南	5.94
23	湖南	0.029	陕西	0.50	海南	1.77	云南	5.77
24	江西	0.028	四川	0.50	江西	1.59	西藏	5.68
25	福建	0.027	江西	0.49	四川	1.55	青海	5.64
26	四川	0.026	安徽	0.48	广西	1.47	吉林	5.55
27	安徽	0.024	云南	0.48	安徽	1.44	河北	5.42
28	河南	0.023	广西	0.47	西藏	1.36	贵州	5.08
29	云南	0.023	西藏	0.46	云南	1.26	广西	4.92
30	广西	0.023	甘肃	0.41	甘肃	1.24	黑龙江	4.73
31	贵州	0.018	贵州	0.28	贵州	0.99	甘肃	4.10

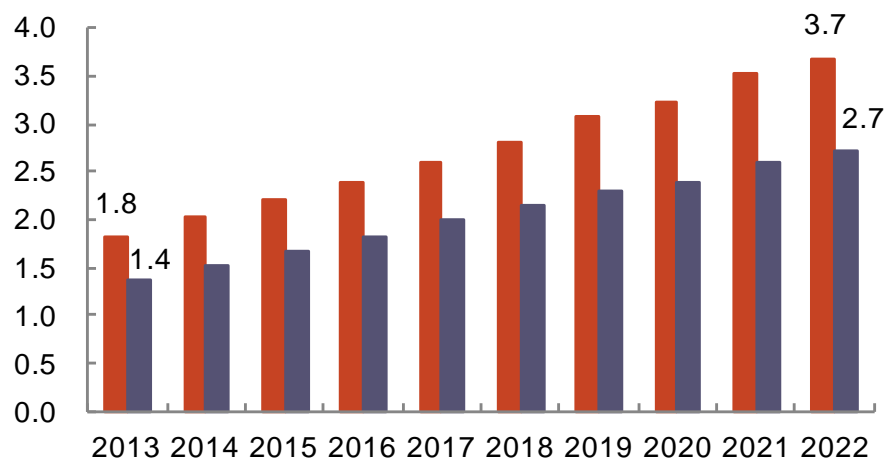
资料来源：wind，光大证券研究所

2.3 关注边疆区域，重点关注新疆经济建设提速

新疆过去二十年：人均GDP在国内相对排名回落

- 从人均可支配收入角度来看，2017-2022年，新疆全体居民人均可支配收入/全国居民人均可支配收入总体呈下降趋势；2022年该比值约为73%，低于2013年同期。

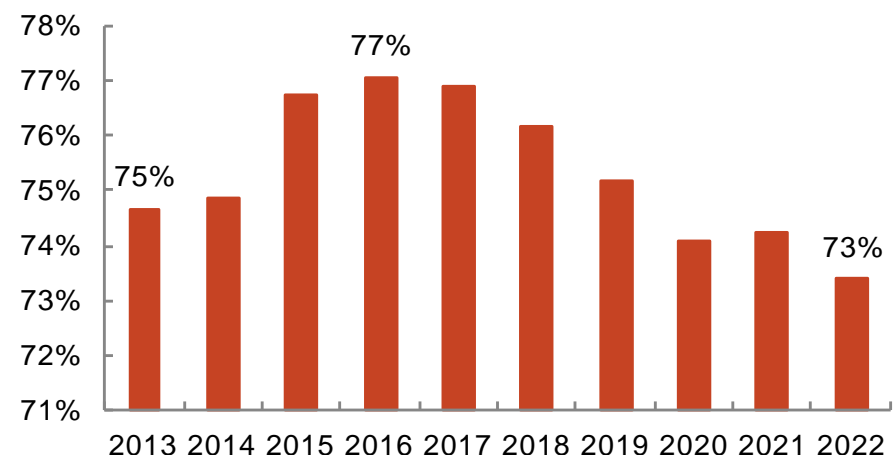
图21：居民人均可支配收入：全国和新疆均持续增长



■ 中国:全国居民人均可支配收入 (万元)
■ 新疆:全体居民人均可支配收入 (万元)

资料来源: wind, 光大证券研究所, 截至2023.09

图22：新疆居民人均可支配收入/全国居民人均可支配收入



■ 新疆全体居民人均可支配收入/全国居民人均可支配收入

资料来源: wind, 光大证券研究所, 截至2023.09

□ 中吉乌铁路开工在即，向西出口陆运成本大幅降低

- 新疆地处大西北，与东部沿海经济发达地区相距较远，陆运运输成本高，在过往以“海运”为主导的出口型贸易体系下处于天然劣势；受制于运输成本，部分产品供给只能在新疆当地消化，难以供应内地市场，更难通过海运出口到国外。
- 中吉乌铁路通车后，将成为我国到中东、欧洲地区的最短铁路货运线路，货运路程缩短900公里、时间节省7-8天。铁路开通后，我国与中亚乃至中东、欧洲的货运成本将大幅降低。随着共建“一带一路”深入推进，新疆不再是边远地带，而是一个核心区、一个枢纽地带。
- 中吉乌铁路修通后，新疆将多出一条陆路国际通道，由原来的1条增为2条，这必将成为未来新疆经济发展和社会建设的新增长极，将扩大新疆乃至整个西部经济版图并加快其各种有效资源潜力对外释放的速度。新疆作为“一带”的前沿阵地，其供给、需求将不仅仅局限于当地，亦可辐射泛中亚地区、甚至中东地区。
- 随着制约因素逐步解除，我们判断新疆地区存在基础设施建设“补短板”需求，喀什地区所在的南疆区域将会是本轮“补短板”最具弹性的区域。

- ❑ 3.1 水泥行业底部：价格底、盈利底、估值底
- ❑ 3.2 新开工复苏，供需格局向好，水泥价格或已触底

3.1 水泥行业底部：价格底、盈利底、估值底

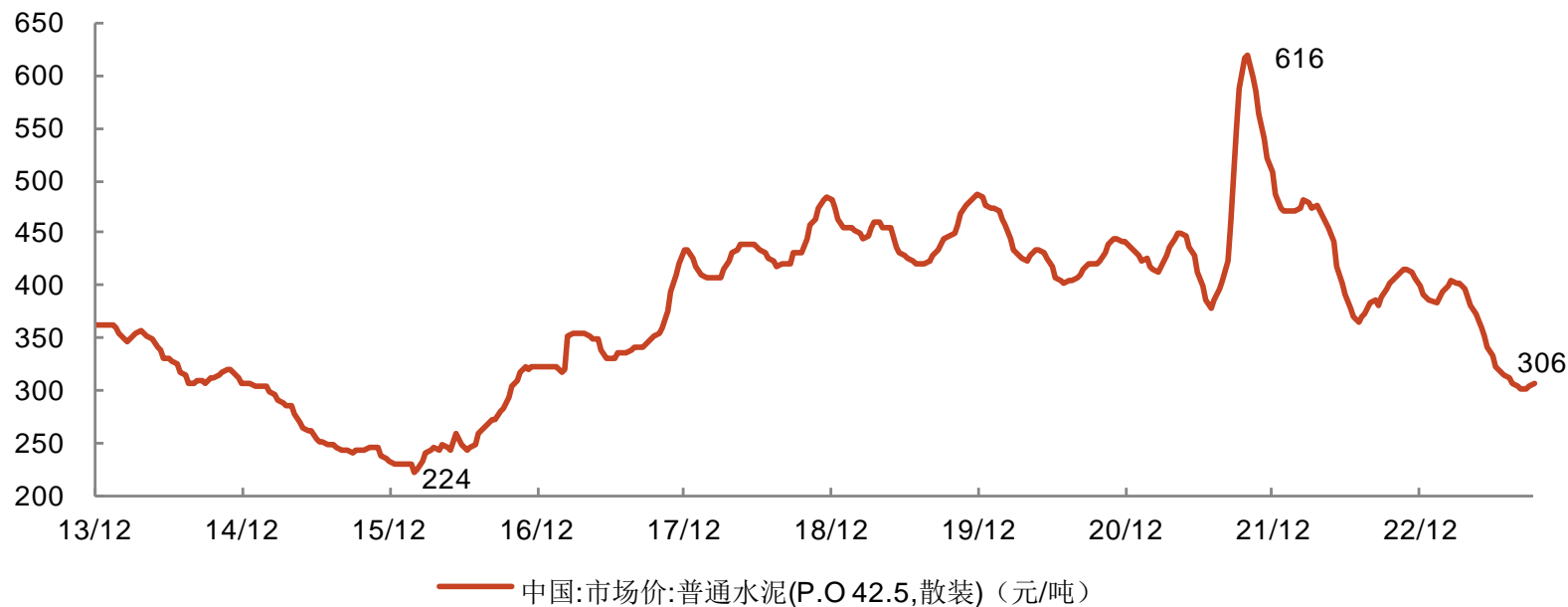
- 2022年，国际环境更趋复杂严峻，国内经济受到多种超预期因素冲击，全国固定资产投资同比增长5.1%，基础设施投资同比增长9.4%，房地产开发投资同比下降10%。
- 受宏观经济下行压力加大、房地产市场持续走弱等因素影响，全国水泥市场需求明显收缩，2022年全国水泥产量21.3亿吨，同比下降10.5%。
- 市场需求持续低迷叠加供给增加，使得全年水泥价格高开低走，煤炭等能源价格大幅上涨推升成本高企，在量价齐跌、成本高涨的双向挤压背景下，水泥行业效益下滑。

3.1 水泥行业底部：价格底、盈利底、估值底

2023年1-9月，全国固定资产投资同比+3.1%，基建投资同比+8.6%，房地产投资同比-9.1%。

2023年前三季度，全国累计水泥产量15亿吨，同比-0.7%。基建投资为拉动水泥需求提供了重要支撑，但受房地产市场下行的拖累，水泥市场需求不振，整体呈现低迷态势。同时，水泥库存处于高位，错峰生产对供需关系调控的边际效用减弱，供需矛盾更加突出，行业竞争加剧，价格持续低位下行，水泥行业效益下滑。

图23：当前水泥价格已回落至过去十年较低位置，较2021年最高点价格已腰斩

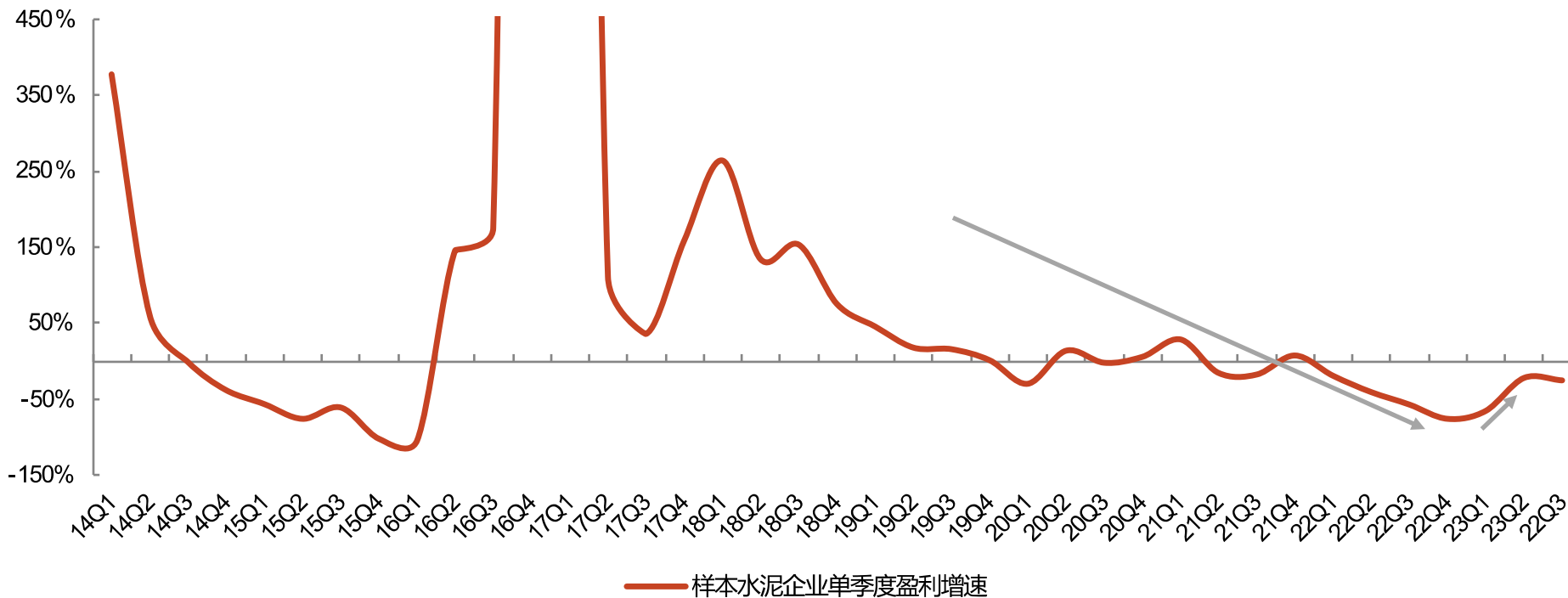


资料来源：wind，中国水泥网，光大证券研究所，截至2023.10.10

3.1 水泥行业底部：价格底、盈利底、估值底

2021-2022年，受地产需求下行影响，水泥企业盈利水平持续下行，单季度利润增速在22Q4见底；23年至今，水泥企业单季度利润增速虽然为负，但降幅较此前已明显收窄。

图24：水泥企业单季度盈利增速：2018-2022年总体呈下降趋势，23Q1至今有触底回升迹象

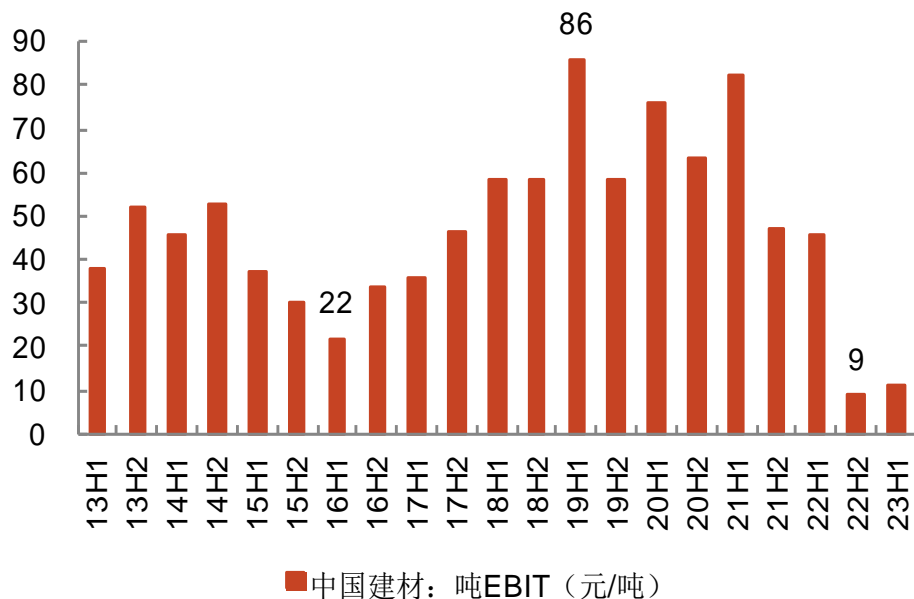


资料来源：wind，光大证券研究所，注：样本企业包含海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、塔牌集团、上峰水泥，图中单季度盈利增速为各家企业单季度扣非净利润之和的同比增速；此图只展示了增速-150%~450%的数值，部分季度增速过高未展示在图中

3.1 水泥行业底部：价格底、盈利底、估值底

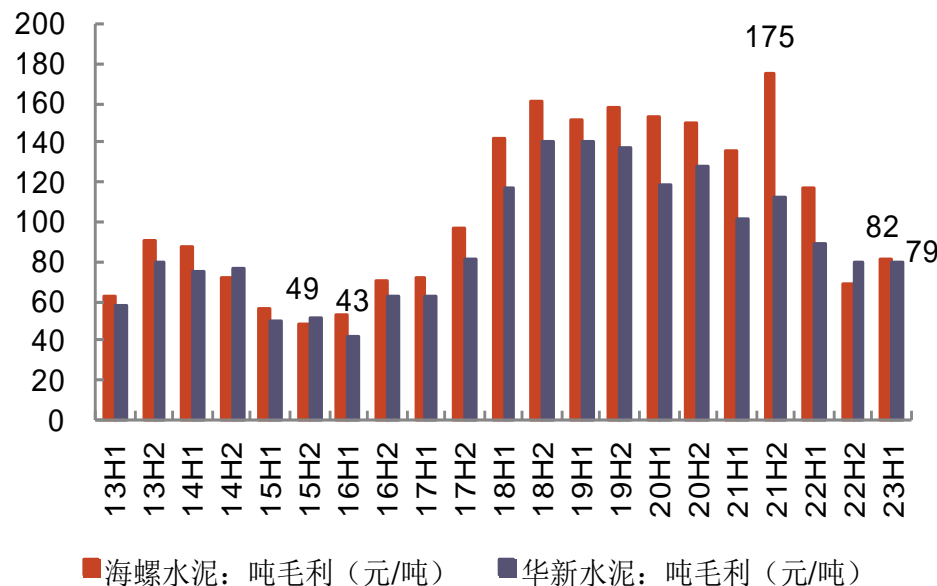
中国建材、海螺水泥、华新水泥三家水泥龙头企业吨盈利均已回落至过去十年区间里的较低水平。

图25：中国建材水泥熟料吨盈利已回落至历史低位



资料来源：wind，中国建材2013H1-2023H1年报、半年度报告，光大证券研究所，注：2016年8月两材合并后公司水泥业务区域范围发生变化，或对吨EBIT变化造成一定影响。

图26：海螺水泥&华新水泥吨盈利已回落至历史较低水平

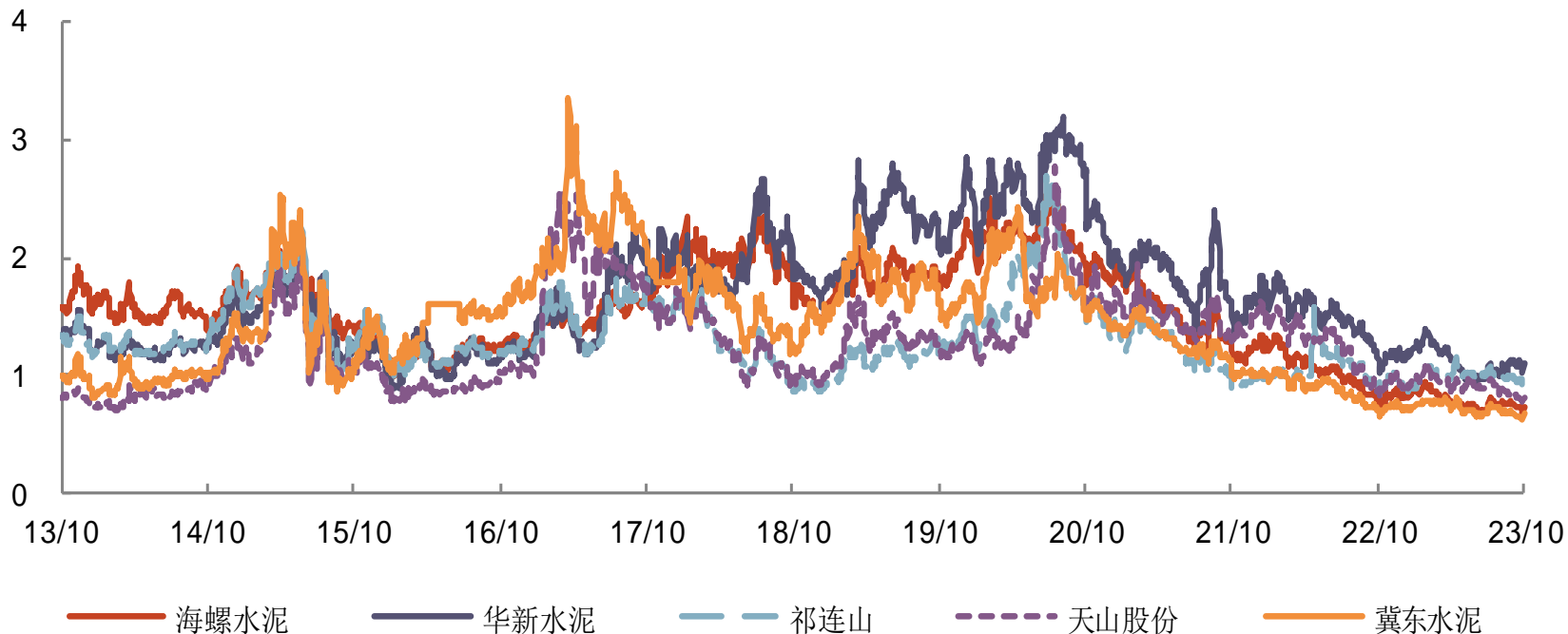


资料来源：wind，海螺水泥&华新水泥 2013H1-2023H1 年报、半年度报告，光大证券研究所，注：图中数据已剔除运输费会计口径调节对毛利润的影响

3.1 水泥行业底部：价格底、盈利底、估值底

估值层面，水泥企业PB（LF）估值普遍回落至过去十年最低水平，处在估值底部。

图27：水泥企业PB（LF）估值已回落至过去十年最低位置



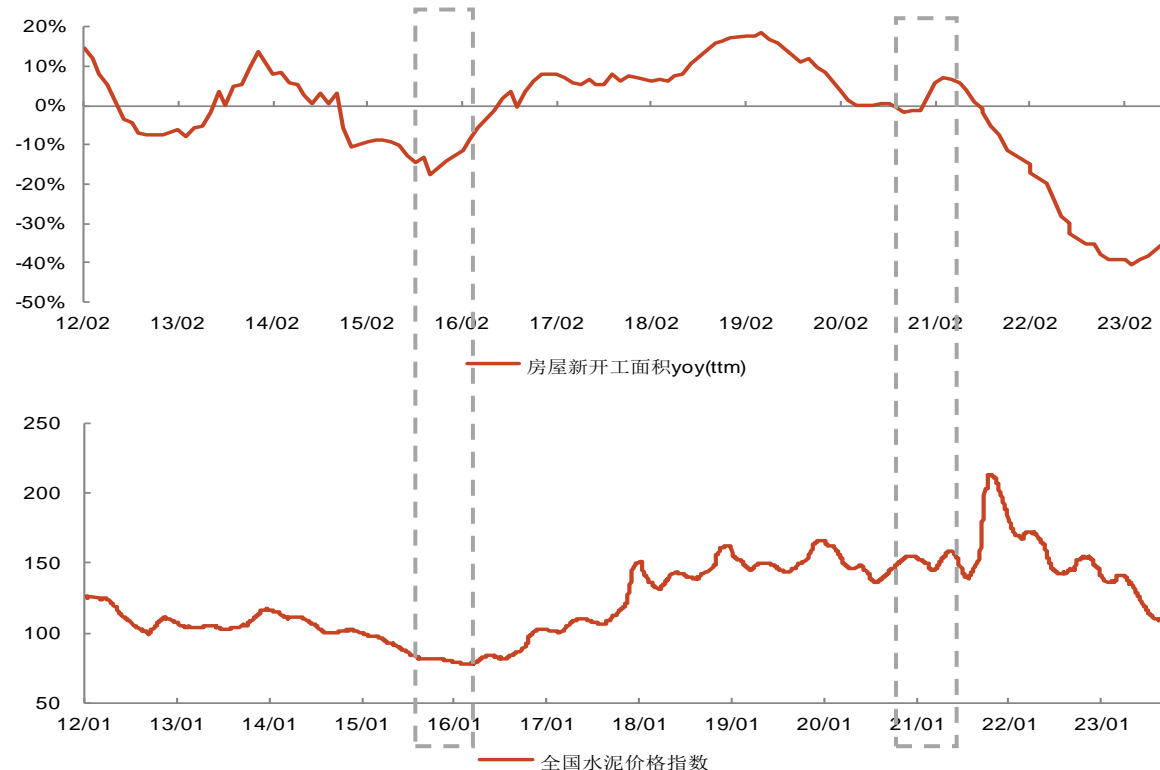
资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.10.25

3.2 新开工复苏，供需格局向好，水泥价格或已触底

历史上，全国水泥价格指数走势大约滞后于房地产新开工面积yoy (ttm) 半年左右。23Q2至今，房屋新开工面积yoy (ttm) 已出现边际回升，后续房地产销售复苏后，新开工增速有望进一步回暖。结合历史经验，水泥价格当前或已至底部、有望触底回升。

当前水泥企业盈利水平已至底部，且盈利增速降幅有收窄趋势；若后续水泥价格企稳回升，则水泥企业盈利水平将具备较高弹性，股价亦有望迎来触底反弹。

图28：水泥价格走势略滞后于新开工面积yoy(ttm)



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023.10.16，图中线框为房地产新开工面积yoy (ttm) 领先于全国水泥价格指数的时间，约半年左右

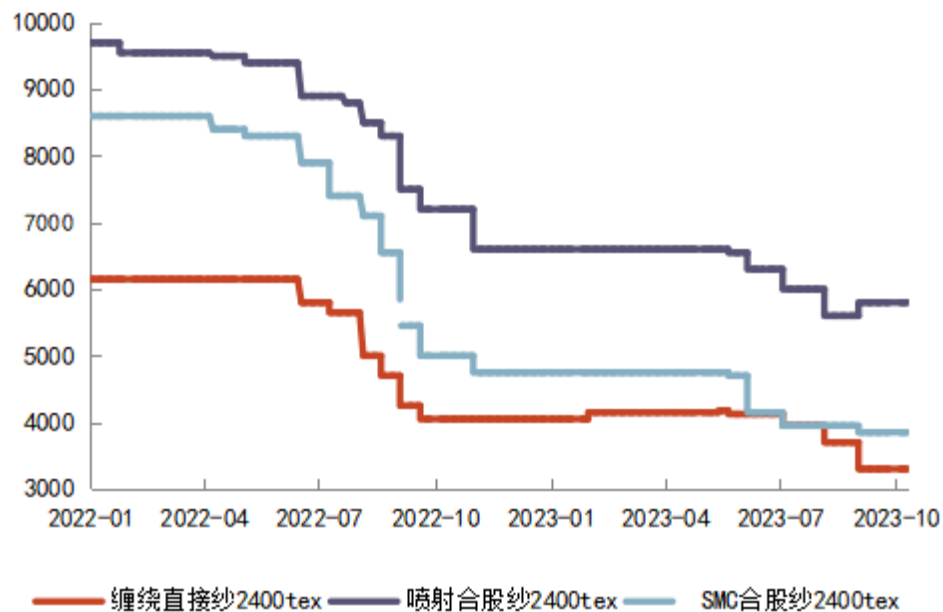
四、玻纤：周期底部，粗纱价格短期或承压

- ❑ 4.1 玻纤价格已跌至底部，显著低于上一轮周期低点
- ❑ 4.2 24年新增产能较多，短期玻纤价格或承压下行

4.1 玻纤价格已跌至底部，显著低于上一轮周期低点

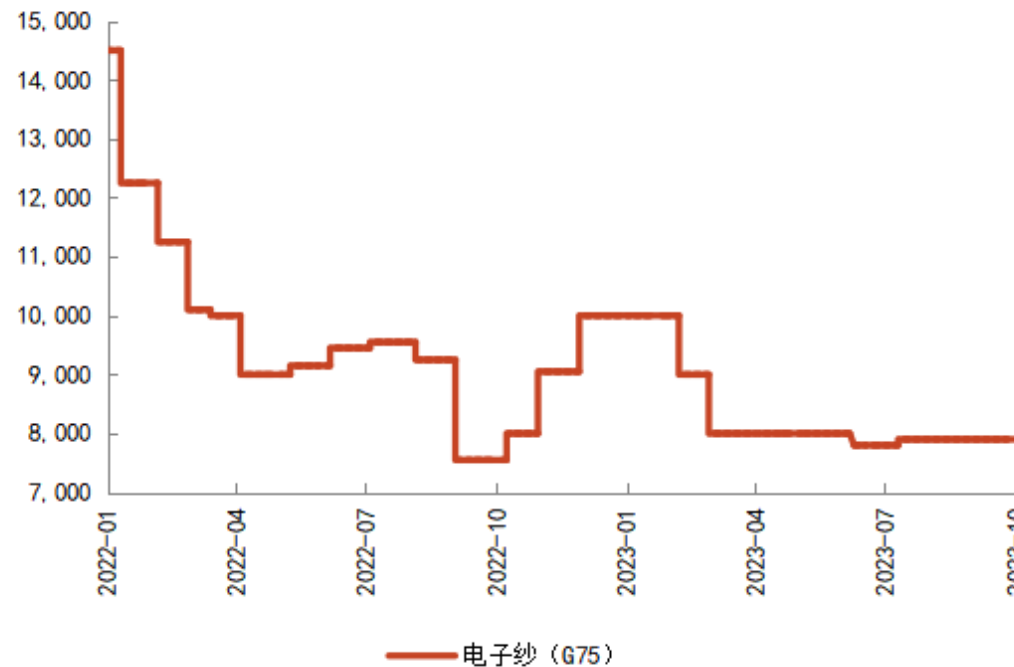
2022年以来玻璃纤维行业新增产能较多致使行业供过于求，22H2至今玻纤价格持续下跌。截至2023.10.13，缠绕直接纱（2400tex）报价已下跌至3300元/吨，同比-750元/吨；当前价格已远低于上一轮周期低点（约3700元/吨），我们判断玻纤价格进一步下行的空间有限。

图29：粗纱价格已回落至周期底部（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，截至2023.10.13

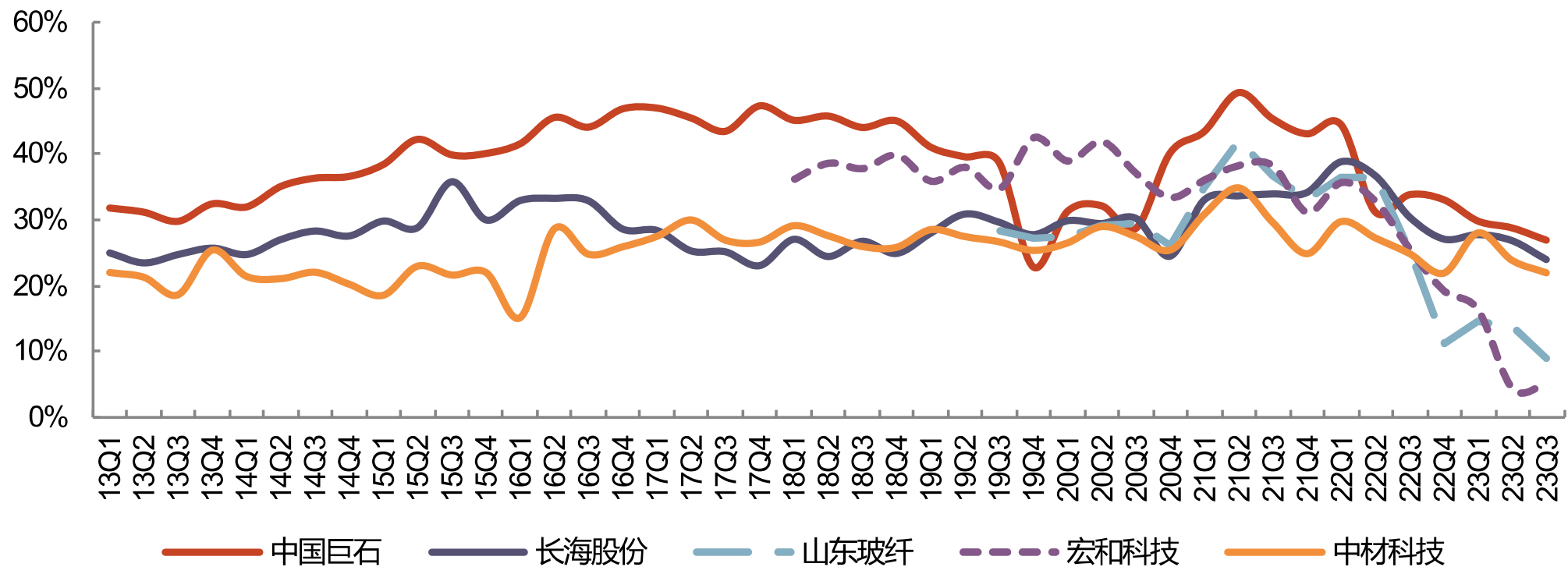
图30：电子纱价格已回落至周期底部（元/吨）



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，截至2023.10.13

4.1 玻纤价格已跌至底部，显著低于上一轮周期低点

图31：玻纤企业单季度毛利率已回落至周期低位



资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2 24年新增产能较多，短期玻纤价格或承压下行

根据2023Q4及2024年各家企业投产计划，预计2024年将新增粗纱产量约74万吨。

表9：2023-2024年新投产线及冷修产线对应的产量变化

公司	产品线	设计产能 (万吨)	产品	点火时间	2023 新增产量 (万吨)	2024 新增产量 (万吨)
中国巨石	九江 3 线	20	粗纱	2023Q2	10	10
长海股份	4 线	15	粗纱	预计 2023Q4	0	15
山东玻纤	沂水 6 线	15	粗纱	预计 2023Q4	0	15
重庆国际	长寿 F13	15	粗纱	预计 2023Q4	0	15
中国巨石	淮安 1 线	10	粗纱	预计 2024Q1	-	7.5
泰山玻纤	山西 1 线	15	粗纱	预计 2024Q1	-	11.25
合计					10	74

资料来源：卓创资讯，光大证券研究所测算

产线投产当年新增产量=该产线总产能* (12-投产月份) /12，投产次年新增产量=该产线总产能-投产当年新增产量

4.2 24年新增产能较多，短期玻纤价格或承压下行

- 2022年，我国玻纤产量687万吨，同比+10%，假设2023年维持这一增速，预计全年产量将达到756万吨。
- 目前市场预期2024年我国GDP增速约为5%，按照GDP增速的1.5-2倍来估算玻纤需求增速，对应需求增量为57-76万吨。
- 结合供给端增量测算约74万吨，预计2024年粗纱供需关系仍将承压；考虑到2023Q4-2024Q1有大量产能投产，未来一段时间玻纤价格或继续承压下行。
- 电子纱方面，截至目前统计，2024年无新增投产计划，当前价格已至周期底部，若2024年电子布需求实现正增长，供需关系将会改善，价格有望迎来回升。

表10：2024年粗纱供需平衡测算表

	2024E		
	乐观	中性	悲观
2024 年我国 GDP 增速预计		5%	
玻纤需求增速/GDP 预期增速	2.0	1.75	1.5
粗纱：需求增量（万吨）	76	66	57
粗纱：供给增量（万吨）		74	
粗纱：供给增量-需求增量（万吨）	-2	8	17

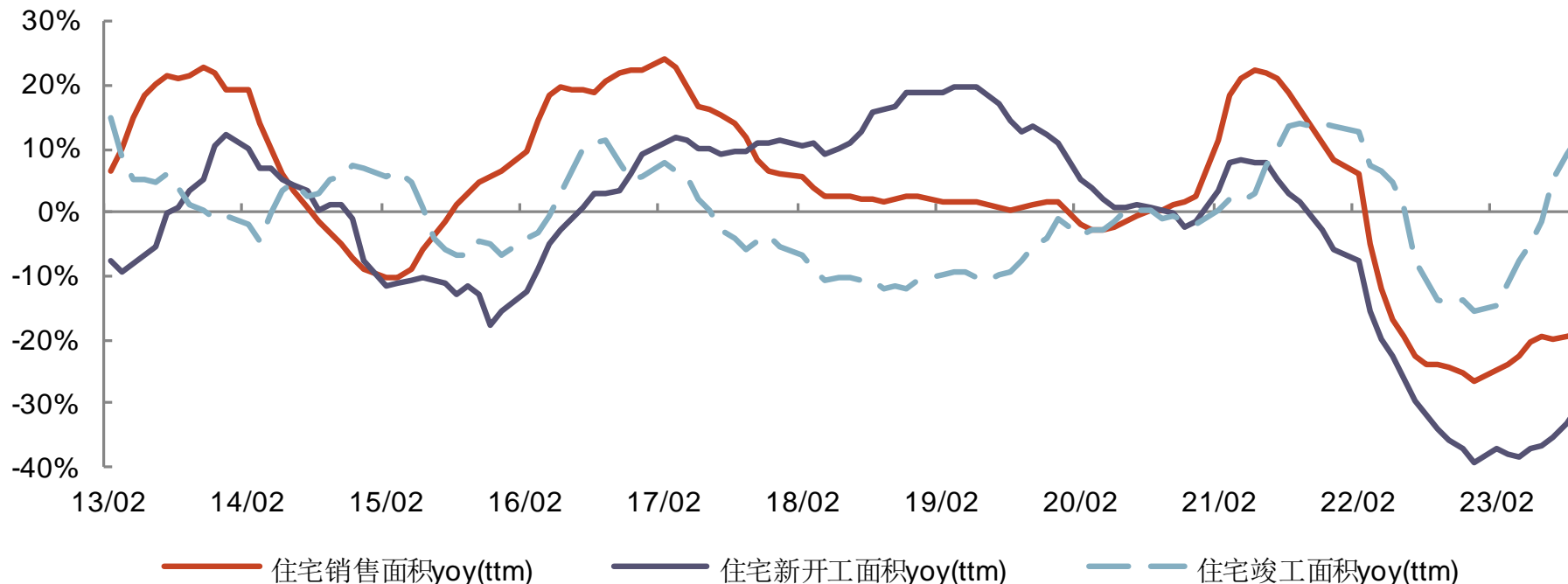
资料来源：我的钢铁网，《IFF2023年全球金融与发展报告》，卓创资讯，光大证券研究所测算

- ❑ 5.1 地产链复苏，开工端需求或率先回暖
- ❑ 5.2 多品类、多渠道，龙头企业第二曲线进展顺利
- ❑ 5.3 当前消费建材龙头估值处于历史较低位置

5.1 地产链复苏，开工端需求或率先回暖

2024年房地产销售复苏后，地产链新开工环节下游需求或将率先回暖；消费建材领域，主要应用场景集中在开工端的防水行业或最受益。

图32：2023年初至今，住宅销售、新开工、竣工增速呈现回升趋势



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023年9月

5.1 地产链复苏，开工端需求或率先回暖

- 我们统计了房地产住宅销售增速、新开工增速、竣工增速数据表现的不同区间内消费建材龙头公司股价表现情况。
- 在三者增速均处于回升态势时，股价表现相对较好的细分领域包括**管道、防水、石膏板**。

表11：不同区间消费建材龙头公司市场表现情况

区间序号	起始日期	结束日期	表现最强的细分板块	房地产数据表现 (增速回升/回落)			消费建材细分领域龙头公司股价涨跌幅			
				住宅销售	住宅新开工	住宅竣工	东方雨虹 (防水)	伟星新材 (管道)	北新建材 (石膏板)	三棵树 (涂料)
1	13/01	13/10	防水	▲	▲	▼	77%	14%	-3%	
2	13/10	13/12	管道	▼	▲	▼	-5%	3%	1%	
3	13/12	14/03	管道	▼	▼	▼	-10%	1%	-10%	
4	14/03	15/02	防水	▼	▼	▲	3%	-13%	-12%	
5	15/02	15/12	管道	▲	▼	▼	-27%	13%	-28%	
6	15/12	16/09	涂料	▲	▲	▼	46%	42%	14%	235%
7	16/09	17/02	管道	▲	▲	▲	-5%	0%	-6%	-17%
8	17/02	18/04	石膏板	▼	▲	▼	50%	76%	107%	9%
9	18/04	19/04	涂料	▼	▲	▲	-6%	18%	-14%	28%
10	19/04	19/12	涂料	▲	▼	▲	37%	-18%	36%	64%
11	19/12	20/04	防水	▼	▼	▼	51%	-4%	1%	36%
12	20/04	20/08	涂料	▲	▼	▲	-5%	1%	24%	77%
13	20/08	20/12	防水	▲	▼	▼	29%	19%	-2%	-7%
14	20/12	21/05	防水	▲	▲	▲	59%	26%	18%	52%
15	21/05	21/12	管道	▼	▼	▲	-13%	0%	-23%	-20%
16	21/12	22/12	管道	▼	▼	▼	-16%	13%	-6%	4%
17	22/12	23/08	石膏板	▲	▲	▲	-14%	-2%	19%	-7%

资料来源：wind，光大证券研究所

表12：不同区间消费建材龙头公司市场表现情况总结

房地产数据表现			超额收益占优的细分板块
住宅销售	住宅新开工	住宅竣工	
▲	▲	▲	管道, 防水, 石膏板
▼	▲	▲	涂料
▼	▼	▲	防水, 管道
▼	▼	▼	防水, 管道
▲	▼	▼	管道, 防水
▲	▲	▼	防水, 涂料
▲	▼	▲	涂料
▼	▲	▼	管道, 石膏板

资料来源：wind，光大证券研究所

5.2 多品类、多渠道，龙头企业第二曲线进展顺利

近年来，龙头企业通过扩品类、扩渠道扩张业务成为主流策略之一，龙头企业依托主业优势，持续拓宽产品种类，从早期单一产品生产商向一站式建材综合产品采购服务商转型。大B端需求收缩背景下：

- 东方雨虹加大了零售端的业务布局，且收入占比已持续提升；与此同时，雨虹在涂料、保温板等领域的收入体量快速增长，成为公司收入增长的重要来源。
- 北新建材进入防水、涂料等领域，收入占比逐渐提升。
- 伟星新材大力发展防水、净水等同心圆业务，新业务收入规模已连续多年保持高增长。
- 三棵树防水业务规模持续增长，并且在基材辅材、美缝剂、瓷砖胶等领域开拓了新的增长极。

表13：消费建材龙头企业第二曲线进展顺利，23H1新业务收入占比普遍提升

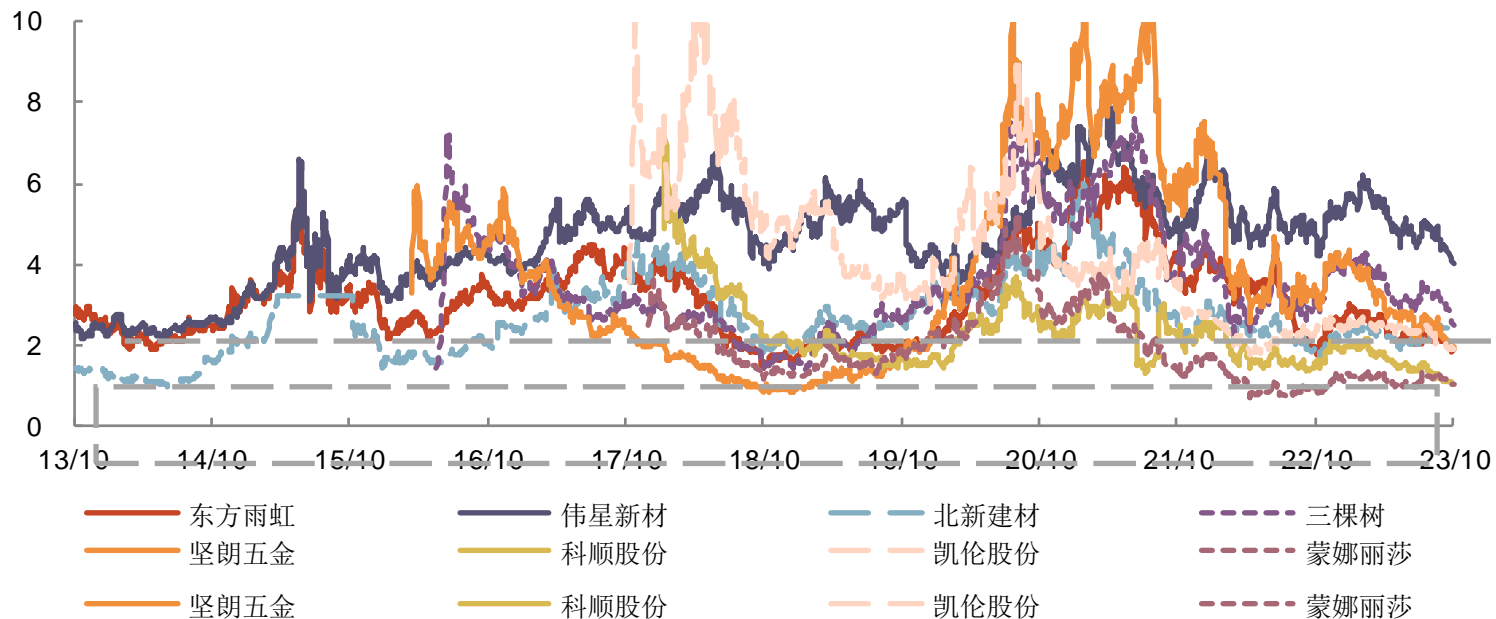
	23H1 总营收 (亿元)	yoy	23H1 新业务收入 (亿元)	yoy	新业务收入占比	占比较上年同期提升幅度 (pcts)
东方雨虹	169	10%	51	29%	30%	5.0
北新建材	114	9%	20	17%	17%	1.1
伟星新材	22	-11%	3.2	30%	14%	4.4
三棵树	57	22%	19	40%	34%	4.3

资料来源：wind，光大证券研究所，注：东方雨虹新业务为零售渠道

5.3 当前消费建材龙头估值处于历史较低位置

除伟星新材、北新建材消费属性较强的企业以外，其他消费建材龙头PS估值已普遍回落至历史低位，房地产销售及新开工回暖背景下，开工端龙头估值或有回升潜力，**建议关注东方雨虹。**

图33：消费建材龙头PS估值普遍回落至历史低位



资料来源：wind，光大证券研究所，注：上图限制了 PS 估值显示的最大值，PS 估值超过 10 倍的部分未在图中显示，截至 2023.10.17

六、装饰行业：产能出清，龙头穿越寒冬

- ❑ 6.1 装饰行业产能出清或更加彻底
- ❑ 6.2 度过至暗时刻，静待行业复苏

6.1 装饰行业产能出清或更加彻底

2021年，受多家房企财务暴雷影响，地产链多家公司出现大额坏账计提。与建筑央企相比，装饰行业龙头受冲击更大，减值计提比例远超央企。

我们选取了建筑央企中地产链业务占比最高的中国建筑作为代表，与中国建筑相比，装饰行业6家上市公司在2021-2022年减值损失占收入比重显著高于中建。或由于：

- 1) 建筑央企业务更多元化，下游包括房地产行业、基建行业，而装饰企业下游以房地产行业为主；
- 2) 建筑央企收入及规模资产规模更大，抗风险能力更强；
- 3) 央企考核杠杆率，对加杠杆有硬性约束，经营风格更加稳健。

图34：2021年，6家装饰企业和中国建筑减值损失占收入比重

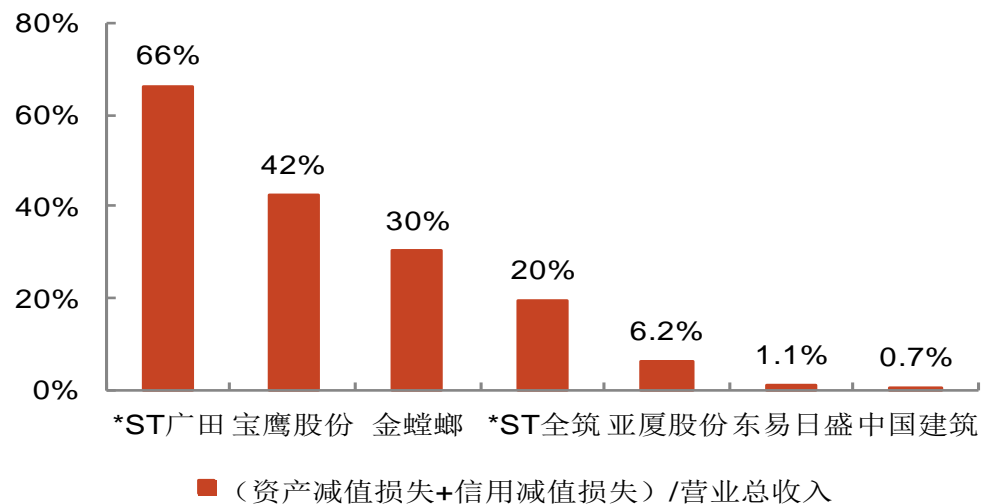
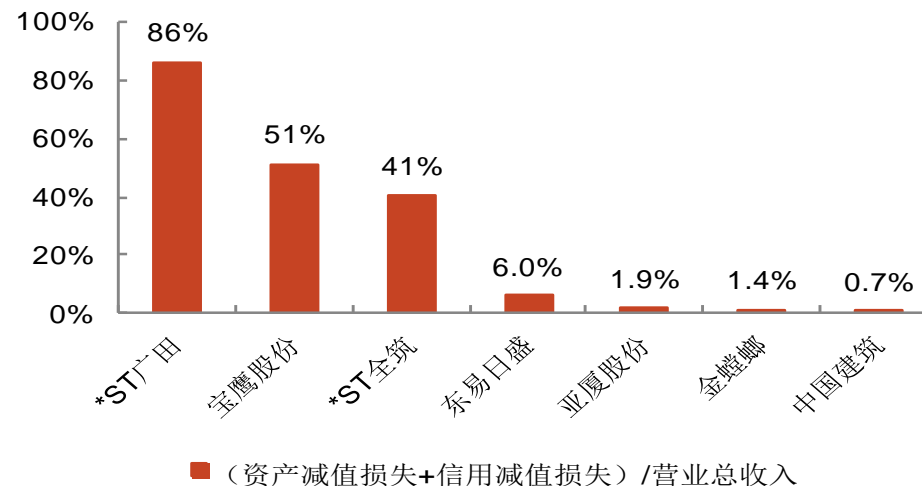


图35：2022年，6家装饰企业和中国建筑减值损失占收入比重



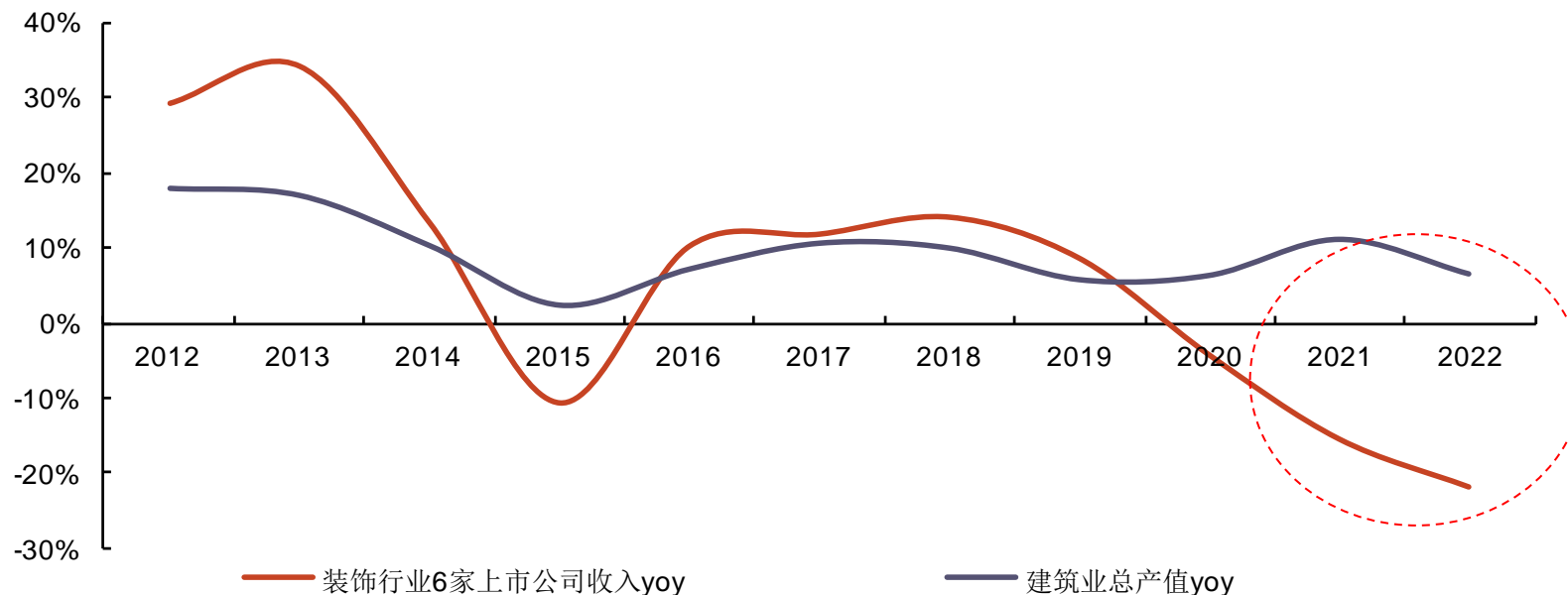
资料来源：wind，光大证券研究所

资料来源：wind，光大证券研究所

6.1 装饰行业产能出清或更加彻底

- 我们认为，装饰行业龙头企业受冲击显著或意味着该行业产能出清更加彻底，该行业中小企业由于客户结构更单一、抗风险能力更弱或将率先出清。
- 我们选取了装饰行业6家上市公司作为样本，2020-2022年，装饰行业样本企业收入连续负增长，且下滑幅度逐年扩大，显著跑输建筑业总产值增速（2020-2022年分别跑输10/26/28pcts）。

图36：装饰行业6家上市公司收入增速明显低于建筑业整体



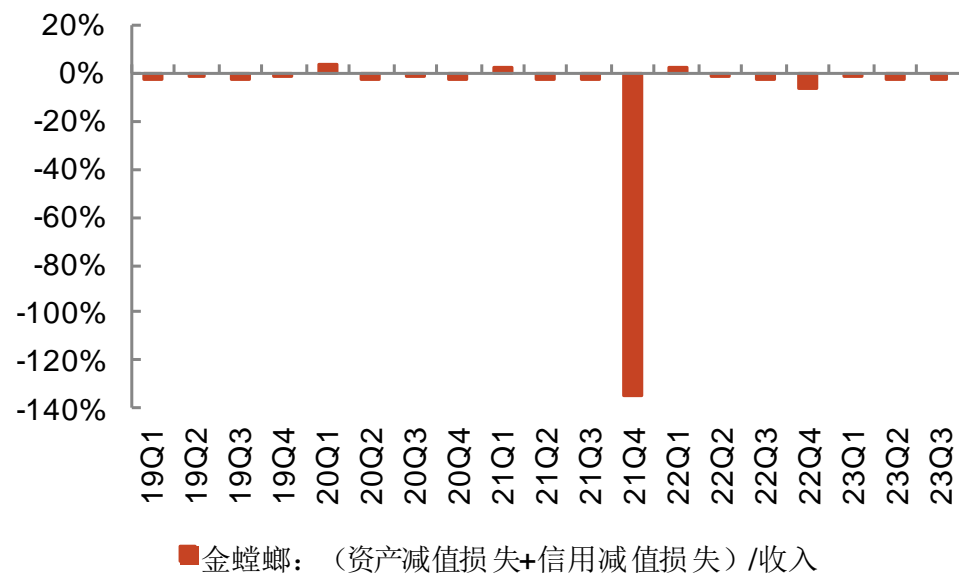
资料来源：wind，光大证券研究所。注：红色虚线框表示2020-2022年装饰行业6家上市公司收入增速明显低于建筑业总产值同比增速，其中装饰行业6家上市公司包括金螳螂、亚厦股份、*ST全筑、*ST广田、东易日盛、宝鹰股份，6家企业收入增速计算方法为6家企业收入之和的同比增速

6.2 度过至暗时刻，静待行业复苏

龙头企业或已度过至暗时刻

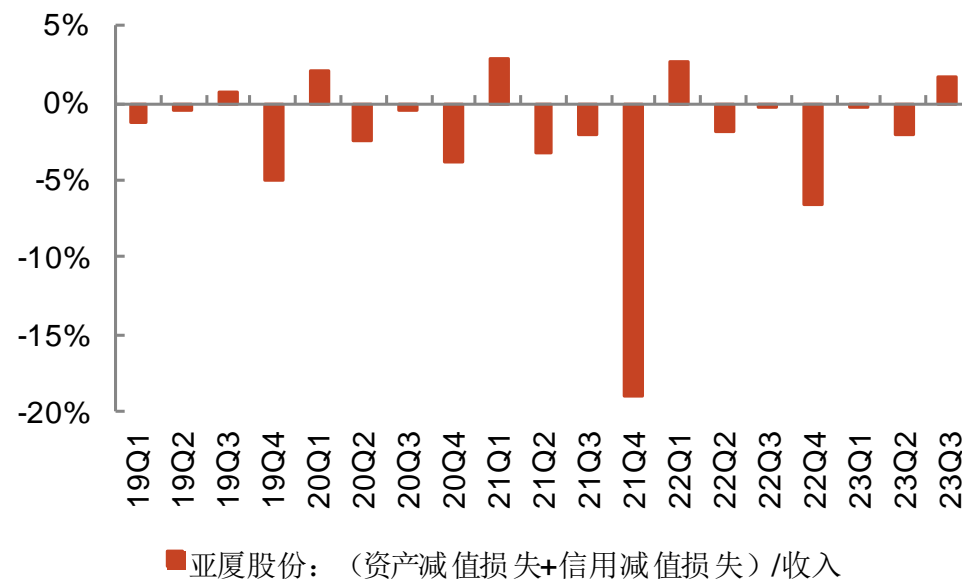
2021年，装饰行业龙头金螳螂、亚厦股份均进行大额减值计提，但两家龙头企业在2022年减值计提比例明显收缩，或说明其减值风险释放相对充分，受下游地产企业“暴雷”影响正在逐步弱化。

图37：2022Q1至今金螳螂减值计提比例已明显收缩



资料来源：wind，光大证券研究所

图38：2022Q1至今亚厦股份减值计提比例已明显收缩



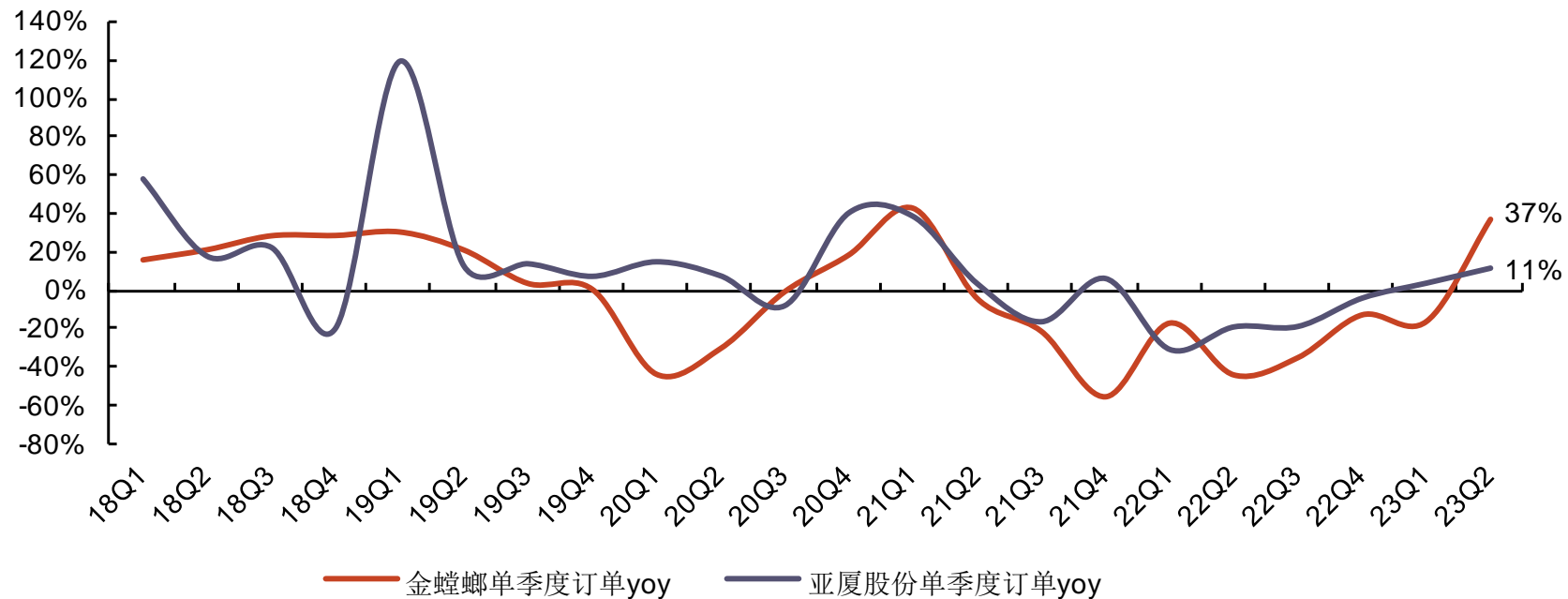
资料来源：wind，光大证券研究所

6.2 度过至暗时刻，静待行业复苏

龙头企业或已度过至暗时刻

- 2019-2021年，金螳螂和亚厦股份单季度订单增速总体呈现下降趋势，或与地产链整体景气度下行有关，特别在2021年，增速下滑尤其显著。
- 22Q2-23Q2，在行业整体景气度未出现明显好转的情况下，金螳螂和亚厦股份单季度订单同比增速均出现触底回升迹象，或预示着龙头企业受益于行业产能出清、竞争格局优化。随着未来经济复苏，龙头或将在下一轮周期中享受市占率被动提升的红利。

图39：装饰龙头金螳螂&亚厦股份单季度订单增速已出现回升趋势



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2023Q2

七、装配式成长性优，钢结构为最优选择

- 7.1 劳动力人口老龄化是建筑业长限制因素
- 7.2 看好钢结构赛道成长性
- 7.3 钢结构行业有望迎来复苏

7.1 劳动力人口老龄化是建筑业长限制因素

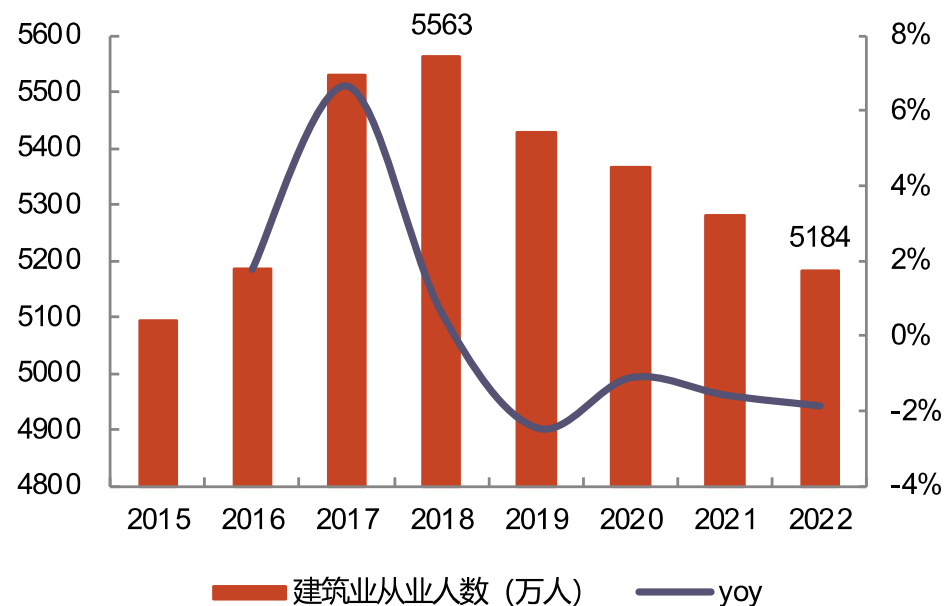
随着人口老龄化，劳动密集型的建筑业所面临的用工难问题日益凸显。2018年至今建筑业从业人数已连续回落。在此背景下，发展装配式建筑和设备替代是必要选择。

图40：建筑业工人年龄结构逐渐老化（岁）



资料来源：wind，光大证券研究所

图41：2019年至今，建筑业工人从业人数持续回落

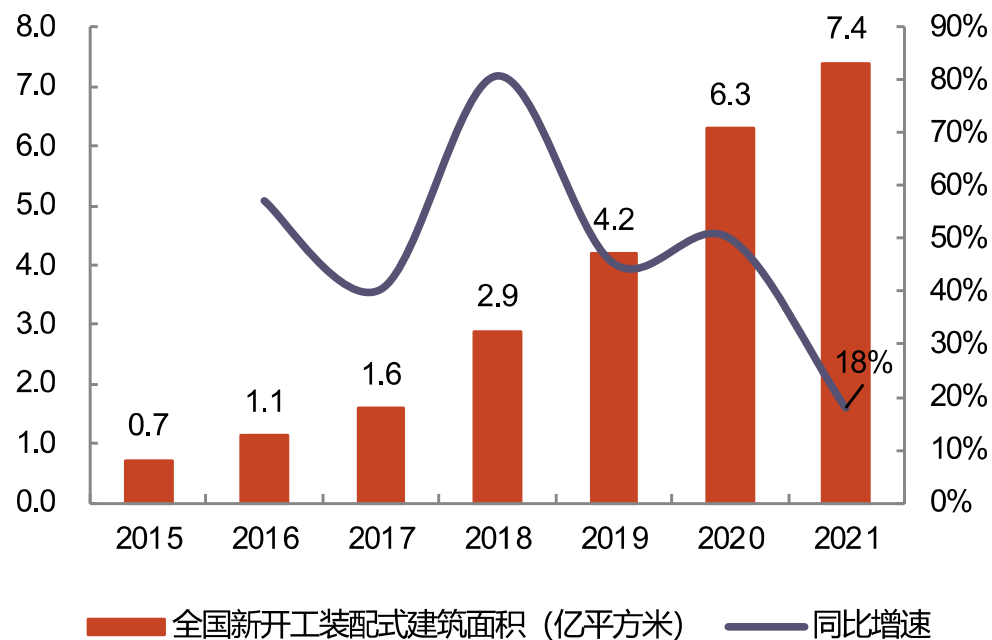


资料来源：wind，光大证券研究所

7.1 劳动力人口老龄化是建筑业长限制因素

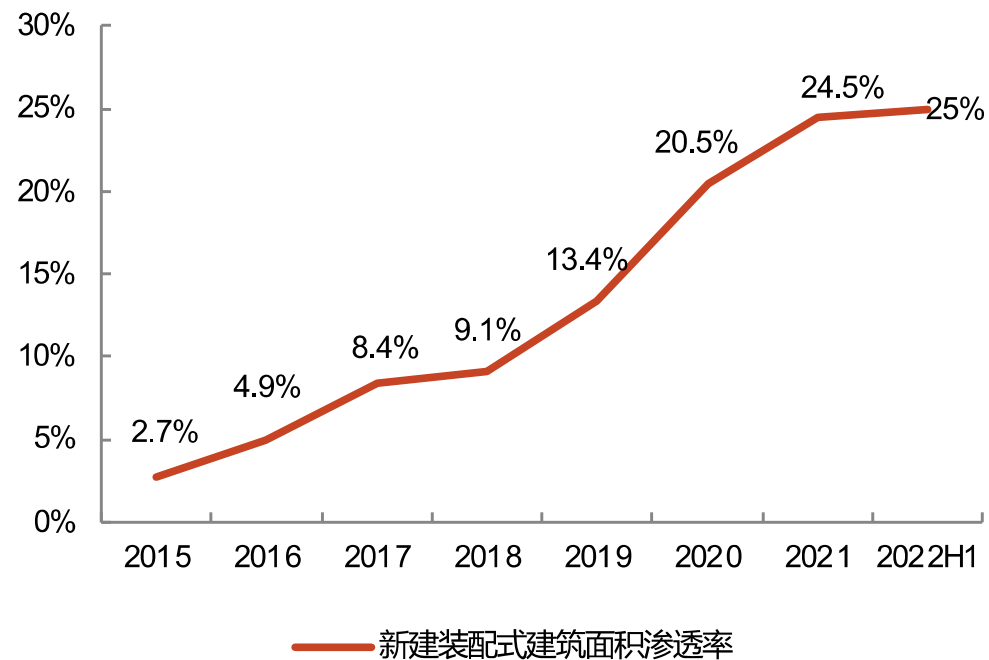
- 2015-2021年，全国新开工装配式建筑面积年均复合增长率为47%。
- 2022H1，全国新建装配式建筑面积渗透率已达25%，较2021年提升0.5pct。

图42：全国新开工装配式建筑面积及同比增速



资料来源：中国混凝土与水泥制品协会，光大证券研究所

图43：新建装配式建筑面积渗透率

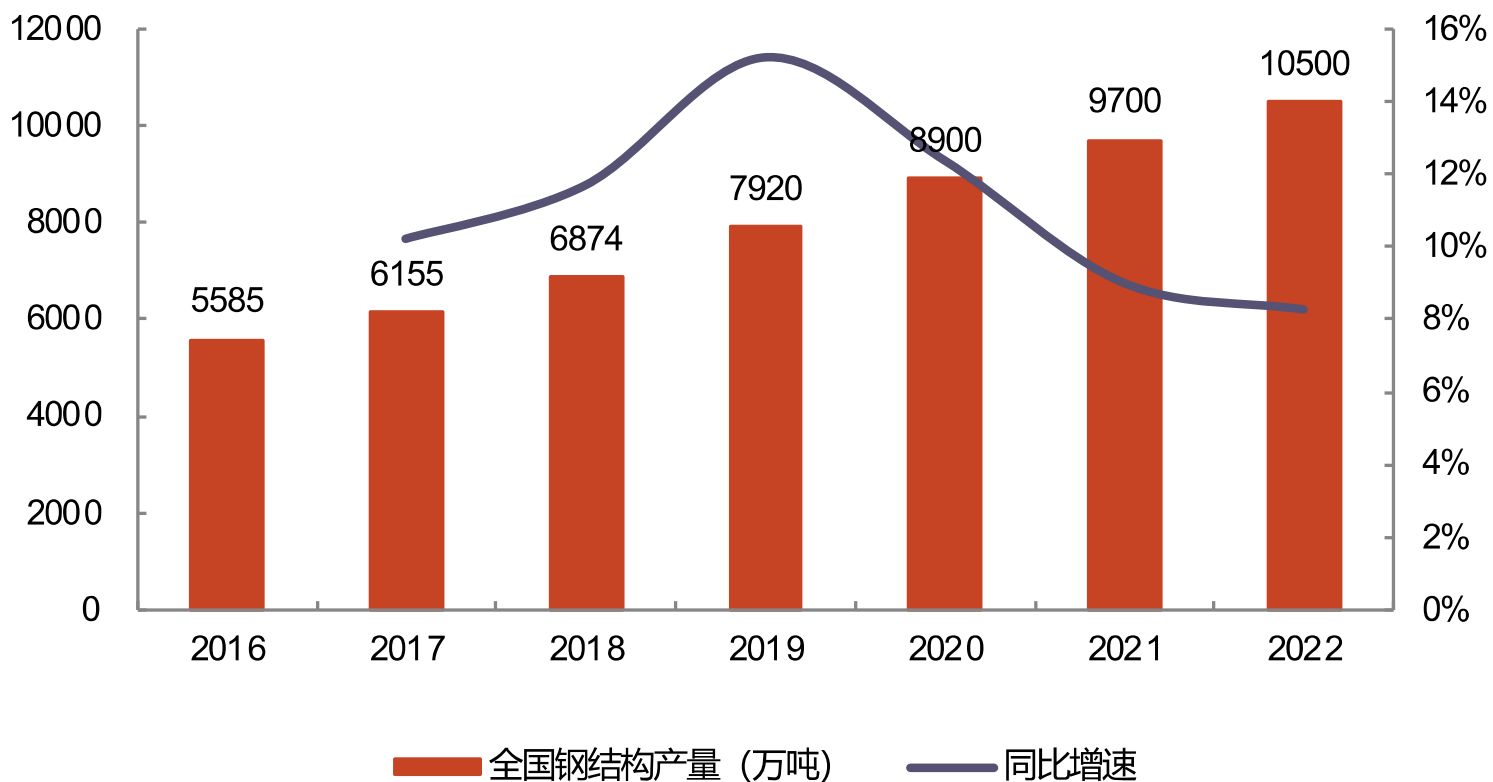


资料来源：智研咨询，光大证券研究所

7.1 劳动力人口老龄化是建筑业长限制因素

2016-2022年，钢结构行业产量年均复合增长率为11%。作为装配式行业重要分支，钢结构行业产量保持较快增长。

图44：2016-2021年，全国钢结构产量保持较快增长

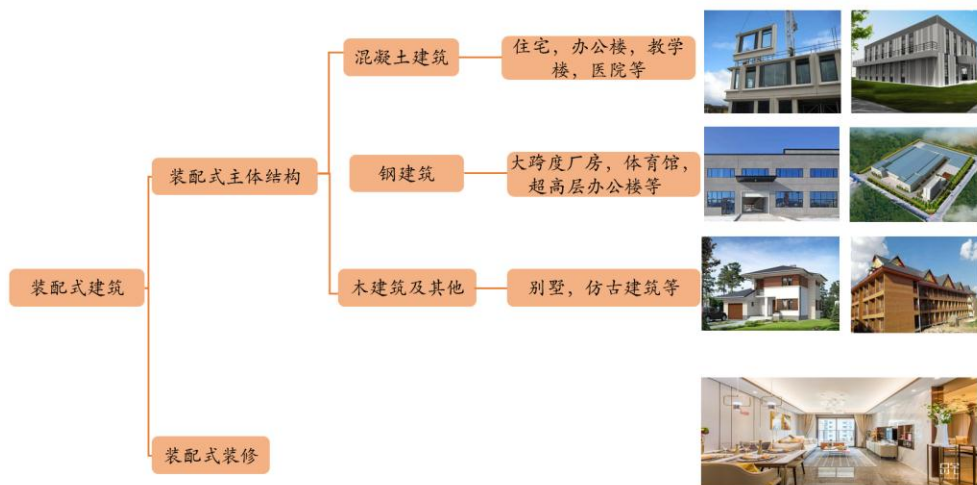


资料来源：华经产业研究院，光大证券研究所

7.2 看好钢结构赛道成长性

- 装配式建筑主要技术路径包括装配式混凝土建筑（预制PC）、装配式钢结构建筑和装配式木结构建筑三个体系。其中以预制PC和装配式钢结构建筑为主。
- PC预制下游应用领域包含住宅、公共建筑等；相比较而言，钢结构下游需求更为分散，以厂房、公共建筑为主，住宅占比相对较低。

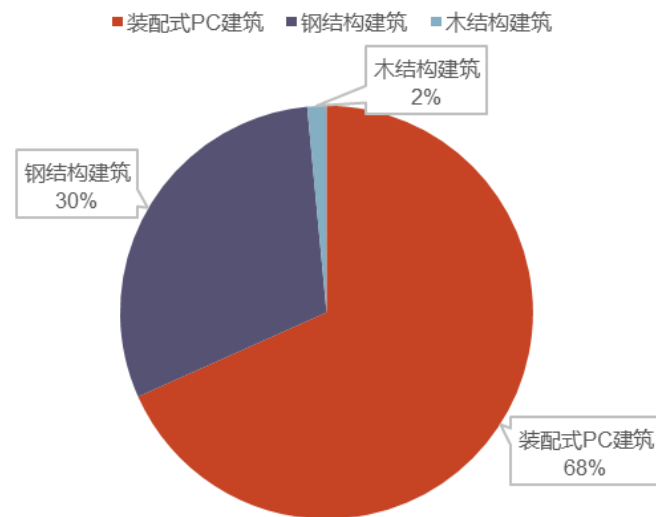
图45：装配式建筑主体结构的主要技术路径



资料来源：住建部，品宅装饰科技官网，光大证券研究所绘制

请务必参阅正文之后的重要声明

图46：装配式建筑面积占比

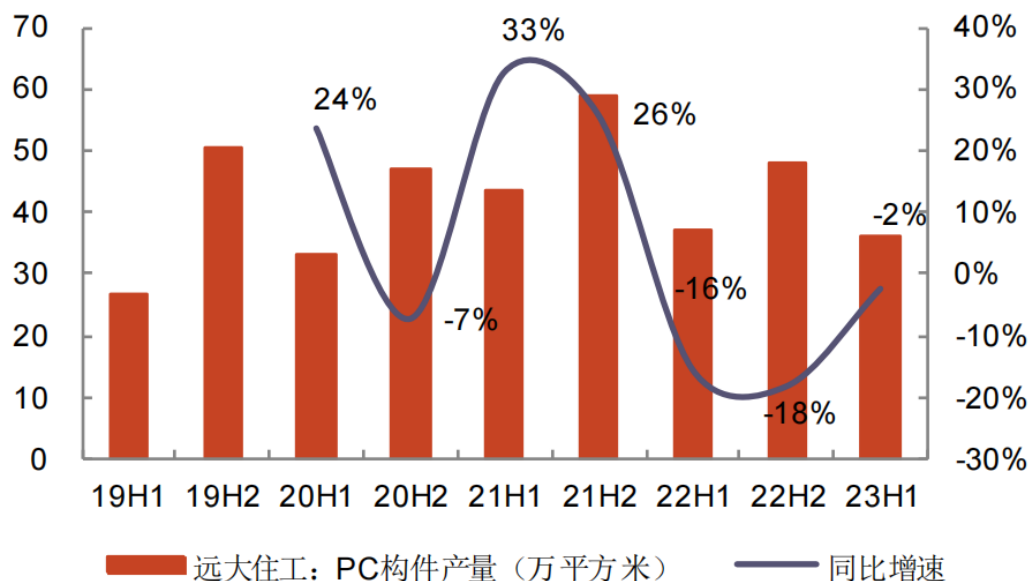


资料来源：住建部，光大证券研究所，图中为2020年数据

7.2 看好钢结构赛道成长性

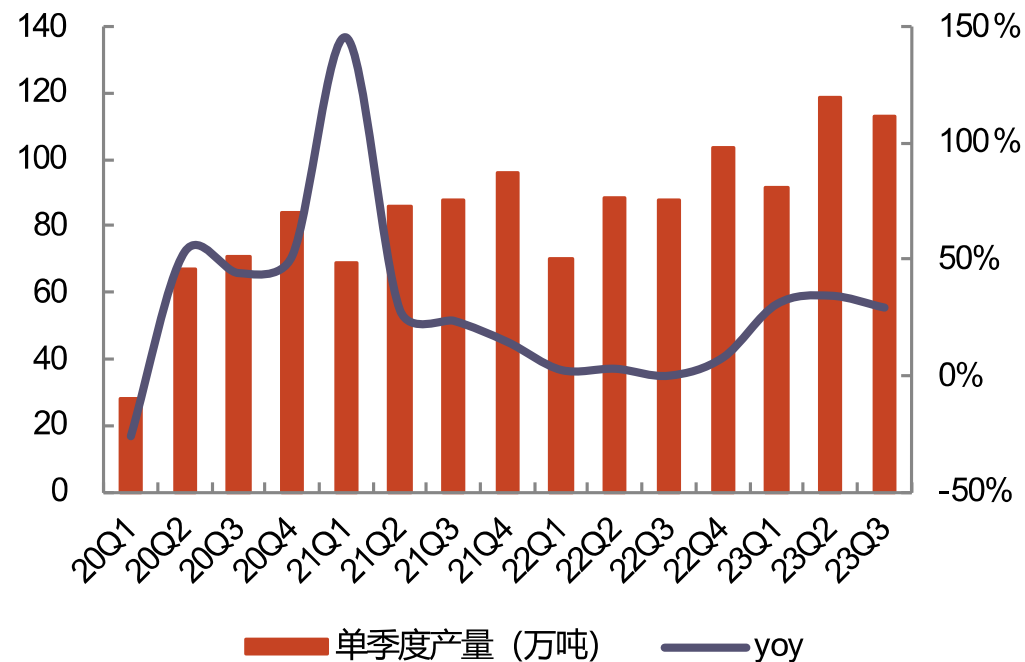
- 2020年以来，预制PC龙头远大住工PC构件产量波动相对较大（23H1，产量同比-2%），钢结构制造业务龙头鸿路钢构产量波动相对较小（20Q2至今单季度产量同比均为正增长）。

图47：远大住工PC产量及同比增速（半年度）



资料来源：远大住工公司公告，光大证券研究所

图48：鸿路钢构钢结构产量及同比增速（季度）



资料来源：鸿路钢构公司公告，光大证券研究所

7.2 看好钢结构赛道成长性

预制PC龙头远大住工PC构件产量波动相对较大，钢结构制造业务龙头鸿路钢构产量波动相对较小，或由于以下原因：

- 1) **下游结构差异。**21H2以来，房地产新开工面积增速快速下行，截至23年前9月，仍处于负增长。预制PC下游结构中住宅占比相对较高，钢结构下游结构中住宅占比较低，占比最大的制造业厂房保持较高景气度，因此预制PC行业受冲击相对更大。
- 2) **竞争格局差异。**预制PC行业竞争较为充分，与远大住工同样从事制造业务的企业相对较多，同质化较为显著；钢结构行业以工程企业为主，鸿路钢构主要从事制造业务，直接竞争对手相对较少，反而能与同行形成合作。
- 3) **竞争优势差异。**预制PC行业产品相对同质化，并且上游水泥行业进入预制PC行业更具成本优势，因此龙头企业要保持竞争优势难度更大；钢结构行业以非标产品为主，对管理能力要求更高，叠加鸿路钢构已形成的规模优势和集中化管理模式，使其竞争优势壁垒更深厚。

7.3 钢结构行业有望迎来复苏

钢价大幅上涨对钢结构行业需求造成的抑制作用。

以精工钢构数据为例，2018-2022年，钢材价格占公司钢结构工程造价的比重约为26%-36%，钢价在成本结构中占比较大导致钢结构工程对钢材价格敏感。

21Q2钢价快速上涨，21Q3-22Q2，钢价维持在高位。与之对应，钢结构工程企业订单增速放缓（钢结构制造企业订单增速滞后于工程企业订单增速一个季度，和所处的产业链环节有关），收入利润亦随之回落（相对于订单会滞后一个季度）。

表14：2018-2022年，钢价占精工钢构钢结构工程造价比例

年份	营业总收入（亿元）	销量：钢结构工程（万吨）	吨均价（元/吨）	钢价（元/吨）	钢价/钢结构吨均价
2018	86	72	12053	4178	35%
2019	102	78	13120	3849	29%
2020	115	76	15146	3903	26%
2021	151	102	14903	5409	36%
2022	156	112	13929	4479	32%

资料来源：Wind，精工钢构年报，光大证券研究所

判断钢结构产业链将迎来复苏。考虑到：

- 1) 人口老龄化、建筑业劳动力短缺等长期趋势，装配式建筑将进一步推广，渗透率会持续提升；
- 2) 央行及银保监会金融支持政策推动下，基建地产链资金状况将环比改善；
- 3) 22Q3以来，钢价持续下跌，钢结构工程企业订单增速已出现回暖。

综上，我们判断钢结构产业链，尤其是钢结构制造环节（鸿路钢构）复苏确定性较高。

八、高空车助力设备租赁行业高增长

- ❑ 8.1 人口老龄化背景下，设备租赁兴起大势所趋
- ❑ 8.2 行业需求或逐渐从密集建设期迁移至后存量运营维护市场
- ❑ 8.3 高空车赛道处于高速成长期，人均保有量仍有较大提升空间

8.1人口老龄化背景下，设备租赁兴起大势所趋

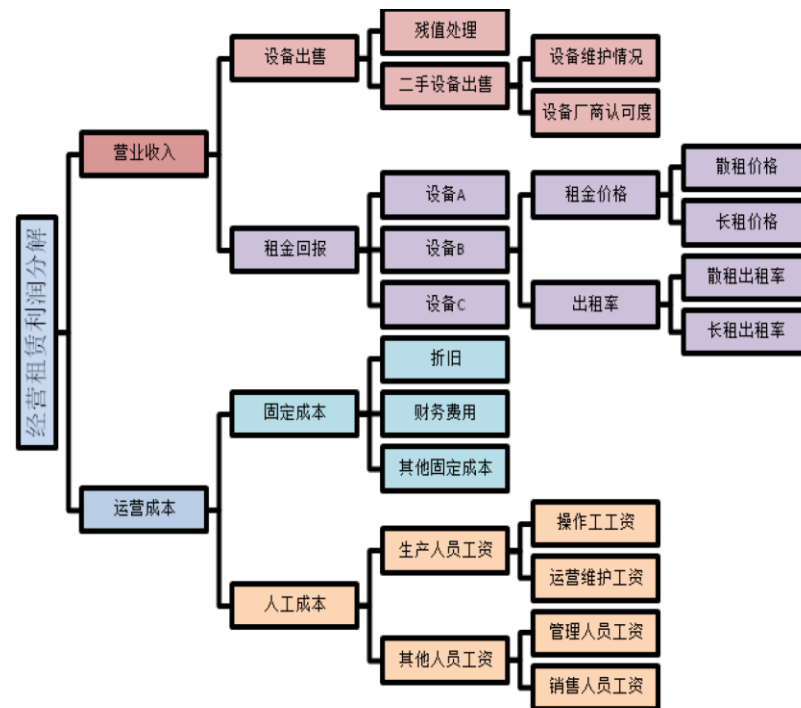
- 在人口结构、经济结构变化、设备环保要求的三重趋势下，通过经营性租赁获取更多工程机械设备使用权是大势所趋。“干租赁”业务模式兴起有其必然性，其回报源于全社会设备使用效率提升，该模式带来行业重大变革。此外，头部平台租赁商未来也有望不断推进轻资产战略。

图49: 设备租赁市场底层逻辑思维导图



资料来源：光大证券研究所绘制

图50: 经营租赁利润拆解



资料来源：光大证券研究所绘制，《战略修正再出发，设备经营租赁龙头将乘势而起——华铁应急（603300.SH）首次覆盖报告》（2020.12.17）

8.2 行业需求或逐渐从密集建设期迁移至后存量运营维护市场

- 高空车是“干租赁”模式的最佳切入口之一，存量建筑市场中，其不断下沉的多元运用场景提供较好需求支撑，在多网点、重资产的经营性租赁行业中，十分考验平台租赁商的运营能力。
- 高空车应用场景丰富，可用于外墙修缮，农业服务，影视拍摄，场馆维护，厂房修缮，市政绿化等。

图51：高空车在建筑业链条中处于中后环节



图52：高空车下游应用场景



资料来源：华铁应急公司宣传材料，光大证券研究所

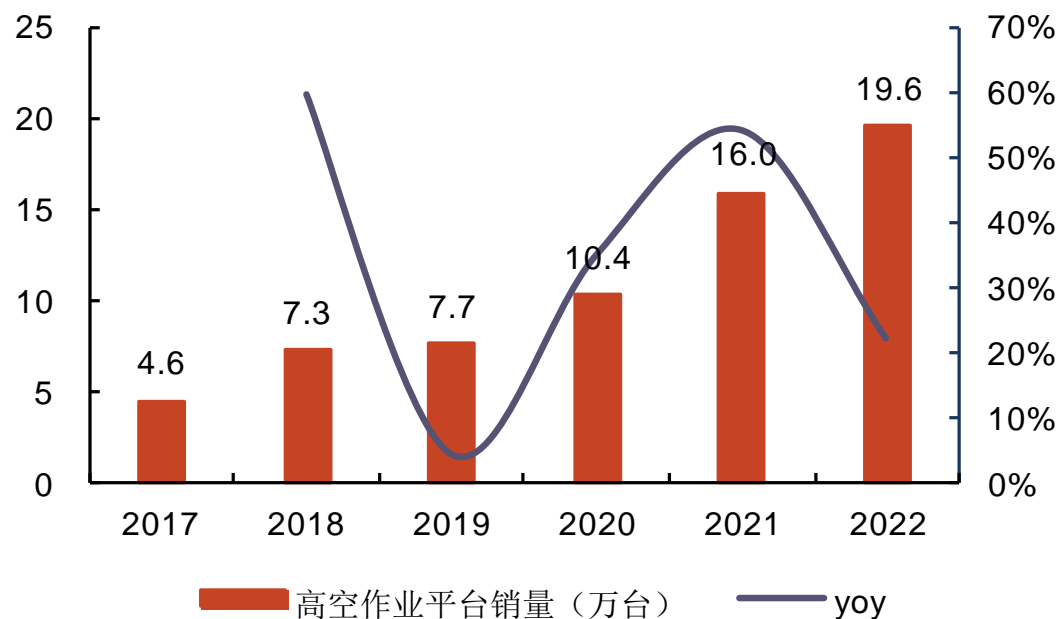
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：华铁应急公司宣传材料，光大证券研究所

8.3 高空车赛道处于高速成长期，人均保有量仍有较大提升空间

- 2022年，我国高空作业平台销量为19.6万台，同比+22%。
- 高空作业平台保有量共49万台，其中租赁市场保有量占比提升至88%，同比+5pcts。

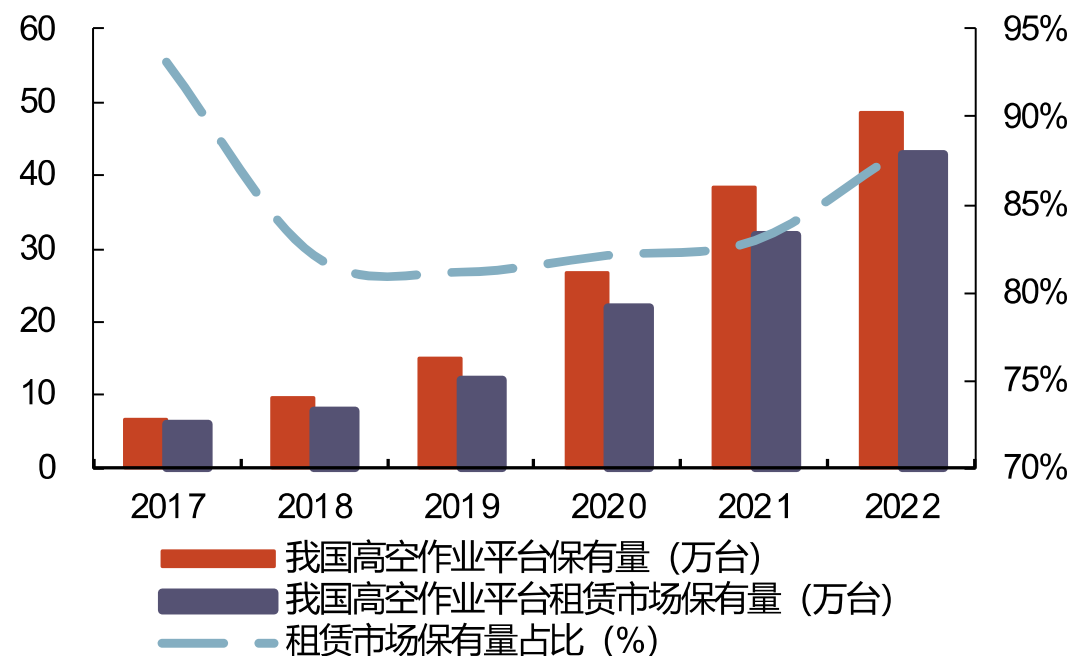
图53：2022年，我国高空作业平台销量同比+22%



资料来源：产业信息网，华经产业研究院，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图54：2022年，我国高空作业平台租赁市场保有量占比为88%

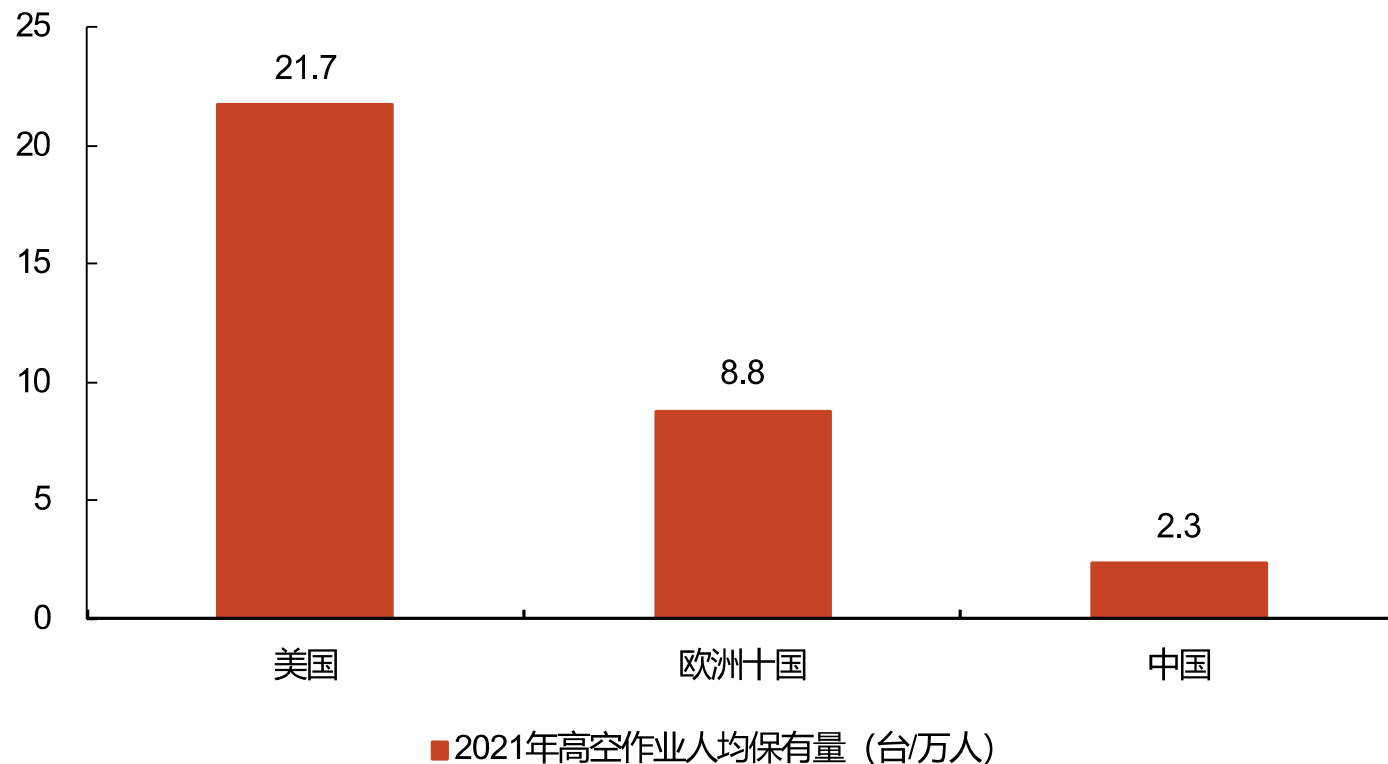


资料来源：中国工程机械工业协会，乐居财经，光大证券研究所

8.3 高空车赛道处于高速成长期，人均保有量仍有较大提升空间

2021年，我国人均高空作业平台保有量仅为2.3台/万人，相较于欧美发达国家仍有数倍增长空间，因而我们判断行业中期仍具有β收益。

图55：中国高空作业平台人均保有量较欧美发达国家或仍有数倍提升空间



资料来源：思瀚产业规划研究院，光大证券研究所

- ❑ 地产链：期待地产链复苏，博弈新开工边际变化
- ❑ 基建投资：基建增速或整体放缓，关注结构性机会
- ❑ 细分行业层面：关注房地产开工端水泥、防水，以及装饰行业
- ❑ 高成长性的新兴赛道：关注钢结构、设备租赁

- **地产链：期待地产链复苏，博弈新开工边际变化**
- 21H2至今，本轮房地产下行周期已逾两年，预计2023年住宅销售面积/新开工面积分别为9.7/7.0亿平米，回落至2011年/2006-2007年的水平。我们认为政策态度已经明确，若后续宽松政策继续加码，则地产链需求有望进一步回升；城中村改造及保障房的推动或将填补地产链部分需求。新开工环节风险释放相对充分，在房地产销售有望复苏背景下，或可博弈新开工环节投资机会，关注开工端的水泥、防水等行业龙头企业。
- **基建投资：基建增速或整体放缓，关注结构性机会**
- 2023年前9月，基建投资增速已呈现放缓趋势。展望2024年，基建投资增速或整体放缓，原因在于：1) 基建投资高基数下，2024年继续维持高增长难度加大；2) 资金来源角度，政府基金收入的减少、专项债用于基建的资金或被分流。细分领域方面，建议关注水利投资领域。区域层面，重点关注新疆经济建设提速。随着制约因素逐步解除，我们判断新疆地区存在基础设施建设“补短板”需求，喀什地区所在的南疆区域将会是本轮“补短板”最具弹性的区域。

- **细分行业层面：关注房地产开工端水泥、防水，以及装饰行业**
- 1) 水泥：基本面底部，供需格局有望改善。当前水泥价格已回落至过去十年较低位置，较2021年最高点价格已腰斩；水泥企业盈利水平持续下行，单季度利润增速在22Q4见底。水泥板块处于价格底、盈利底、估值底，房地产新开工复苏后有望带动水泥行业供需格局边际向好，水泥股或迎来盈利及股价向上弹性。
- **建议关注：海螺水泥、华新水泥、中国建材。**
- 2) 消费建材：关注地产开工端防水龙头。基于前述判断，2024年房地产销售复苏后，地产链新开工环节下游需求或将率先回暖；消费建材领域，主要应用场景集中在开工端的防水行业或最受益。估值层面，我们选取PS估值作为消费建材龙头企业的估值观测指标；除伟星新材、北新建材等消费属性较强的企业以外，其他消费建材龙头PS估值已普遍回落至历史低位，房地产销售及新开工回暖背景下，开工端龙头估值或有回升潜力。
- **建议关注：东方雨虹。**
- 3) 装饰行业：工装龙头困境反转。受房企财务暴雷影响，工装行业产能出清明显加速。22Q2-23Q2，在行业整体景气度未出现明显好转的情况下，金螳螂和亚厦股份单季度订单同比增速均出现触底回升迹象，或预示着龙头企业受益于行业产能出清、竞争格局优化。随着未来经济复苏，龙头或将在下一轮周期中享受市占率被动提升的红利。
- **建议关注：金螳螂、亚厦股份。**

- **高成长性的新兴赛道：关注钢结构、设备租赁**
- 1) 装配式建筑。建筑工人老龄化不可逆转，以装配式为代表的新型建造工法仍是建筑业最具成长性的方向之一。钢价回落，利好钢结构装配式建筑发展提速。
- **推荐：鸿路钢构（钢结构制造龙头，竞争优势显著）**
- **建议关注：精工钢构**
- 2) 设备租赁。顺周期下，重资产行业弹性最大。设备经营租赁规模效应显著，龙头强者恒强。
- **推荐：华铁应急（高机租赁龙头）**

国内基建投资增速不及预期

基建投资增速不及预期将影响建筑企业（如中国建筑等主要建筑央企）基建项目新签订单及项目推进进度，进而对基建业务业绩产生影响。

地产投资持续低迷

装修装饰类企业经营依赖房屋竣工带来的公装、精装需求，及二手房交易带动的家装需求，若地产投资持续低迷，或对公装、精装、家装需求产生负面影响。

国内实际利率过快上行

国内实际利率过快上行将进一步压制建筑板块估值。建筑企业资金需求量较大，融资成本过快上升会影响企业业务推进速度及公司业绩。

人民币快速升值

部分建筑企业由于海外业务较多，因而持有大量外汇头寸。若人民币快速升值，账面会出现大量汇兑损失，进而压低整体利润增速。

衷心 感谢

光大证券研究所



建筑建材研究团队

分析师：孙伟风

📄 执业证书编号：S0930516110003

☎ 电话：021-52523822

✉ 邮件：sunwf@ebscn.com

分析师：陈奇凡

📄 执业证书编号：S0930523050002

☎ 电话：021-52523819

✉ 邮件：chenqf@ebscn.com

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。