

# 政策转暖改善预期，弱现实下关注供给优化

## ——建筑建材行业 2025 年度投资策略

2024年11月4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

## 行业中观层面：

24年以来，建筑建材下游基建地产需求总体偏弱，建筑建材企业经营数据普遍承压。展望未来，我们判断基建投资有收缩压力；对比日本，我国房地产新开工或已严重超跌，未来存在修复空间。

## 细分领域方面：

对于周期品，我们认为供给格局变化是未来主线，建议重点关注水泥、玻纤行业，关注龙头海螺水泥、中国巨石。

对于消费建材，我们认为基本面仍有压力，减值风险或将降低；考虑到新建房市场萎缩，同时存量房市场规模巨大且持续在增长，建议关注零售业务具有较强竞争优势的企业。

对于建筑央企，我们认为资产风险仍存，化债预期下或有改善；股价层面，破净央国企或受市值管理政策驱动，估值有望修复。

## 风险提示：国内基建投资增速不及预期、地产投资持续低迷、人民币快速升值

- 一、行业回顾：基本面总体偏弱
- 二、基建地产展望：基建总量有收缩压力，地产或有修复空间
- 三、周期品：供给格局变化是未来主线
- 四、消费建材：基本面或持续承压，零售业务是主要发力方向
- 五、建筑央企：政策催动估值提升
- 六、投资建议
- 七、风险提示

- ❑ 1.1 行业基本面总体偏弱
- ❑ 1.2 建筑建材企业收入盈利普遍走弱
- ❑ 1.3 行业机构持仓：持续低配

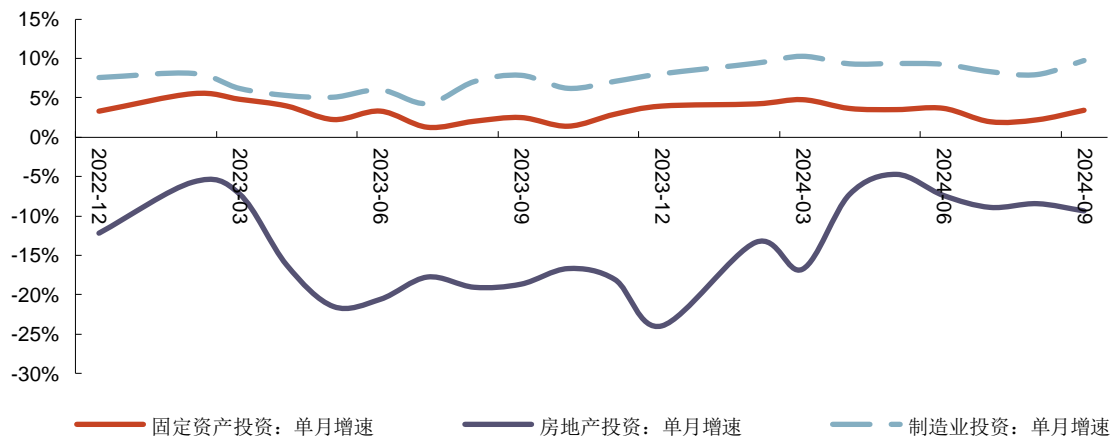
# 1.1 行业基本面总体偏弱

24年以来，建筑建材下游基建地产需求总体偏弱。

24年初至今，房地产投资持续负增长，房地产新开工、竣工持续较大幅度负增长，导致水泥、玻璃、消费建材等行业需求下滑。

基建投资在24H1持续放缓，24Q3出现结构分化，传统基建（狭义基建）增速继续回落，能源电力水利相关基建（广义基建）增速出现强劲回升。

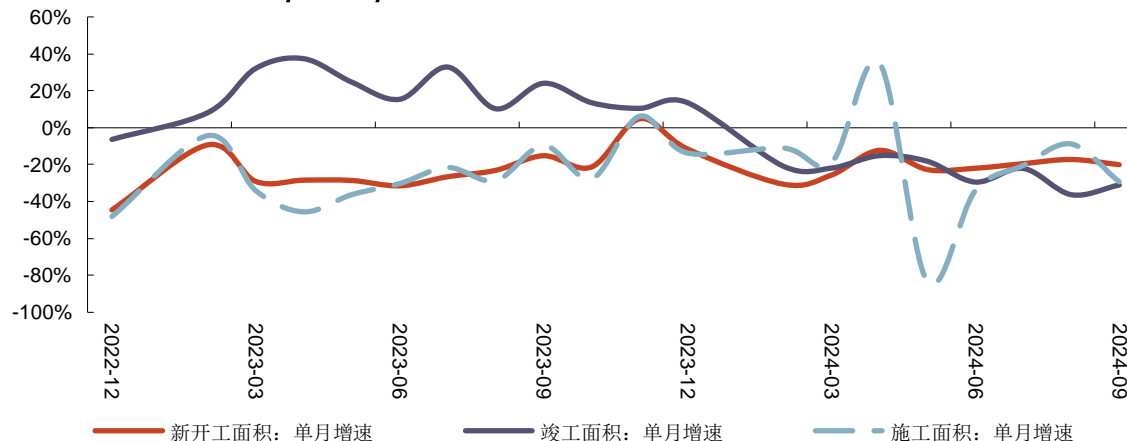
图2：24年初至今，房地产投资持续负增长，制造业投资增速强劲



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

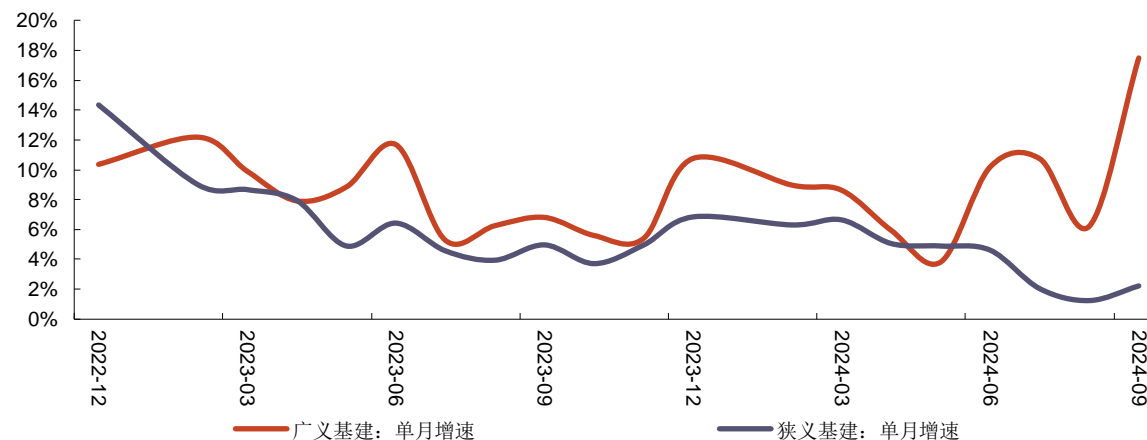
请务必参阅正文之后的重要声明

图1：房地产开工/施工/竣工持续疲弱，未见明显改善



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

图3：24H1基建增速回落，24Q3出现结构分化

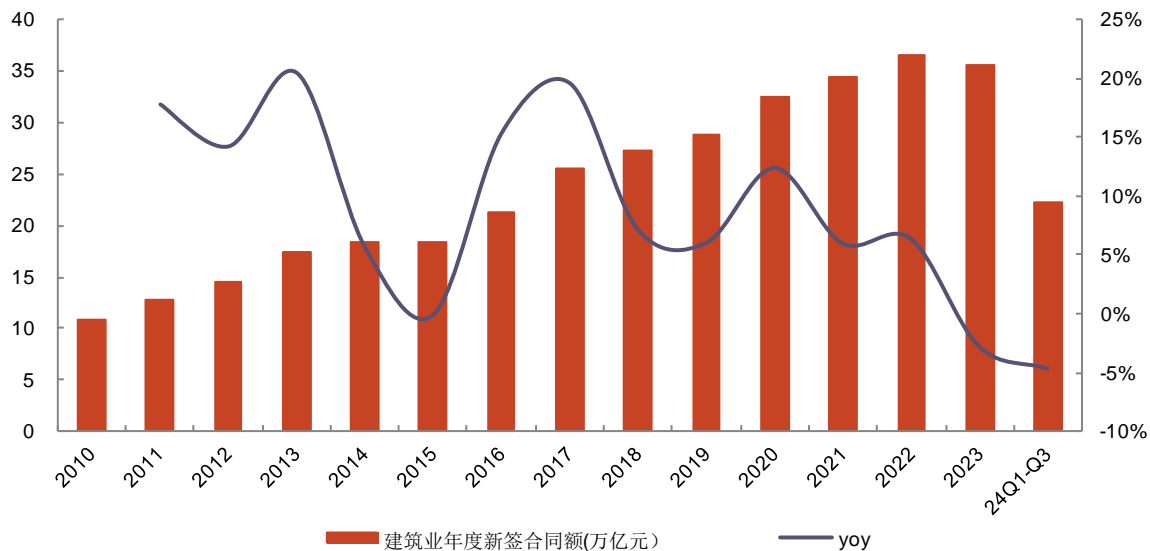


资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

# 1.1 行业基本面总体偏弱

2023-2024年前三季度，建筑业新签合同额增速持续回落，23Q2-24Q3已连续六个季度负增长，主要由于下游需求持续下滑。持续下滑的新签订单增速，或预示着未来几个季度建筑业收入利润将迎来较为明显的下行压力。

图4：建筑业新签合同额及同比增速（年度）



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024Q3

请务必参阅正文之后的重要声明

图5：建筑业新签合同额增速（单季度）

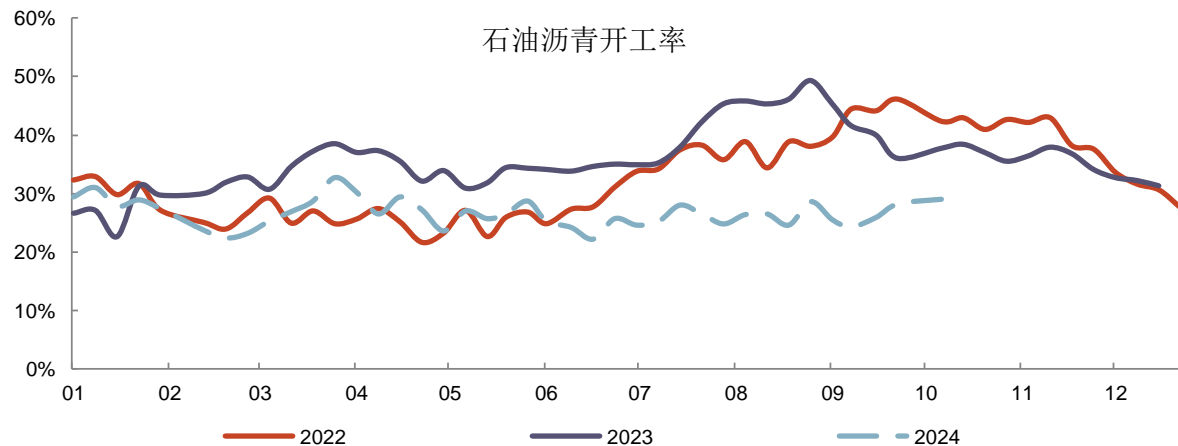


资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024Q3

# 1.1 行业基本面总体偏弱

24年初至今，从实物工作量层面来看，石油沥青开工率和水泥月度产量同比均出现明显下滑，与基建地产投资增速下滑趋势一致。

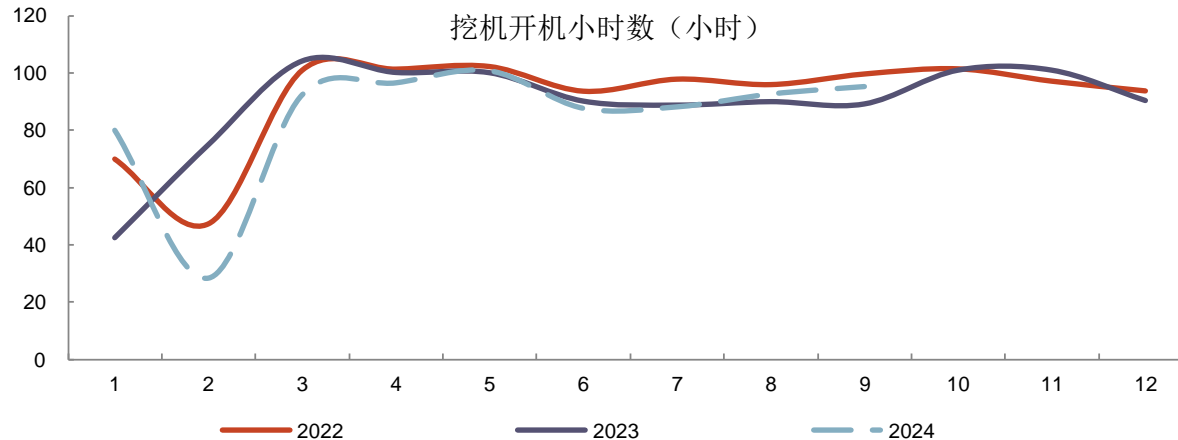
### 图7：石油沥青装置开工率持续走低



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10

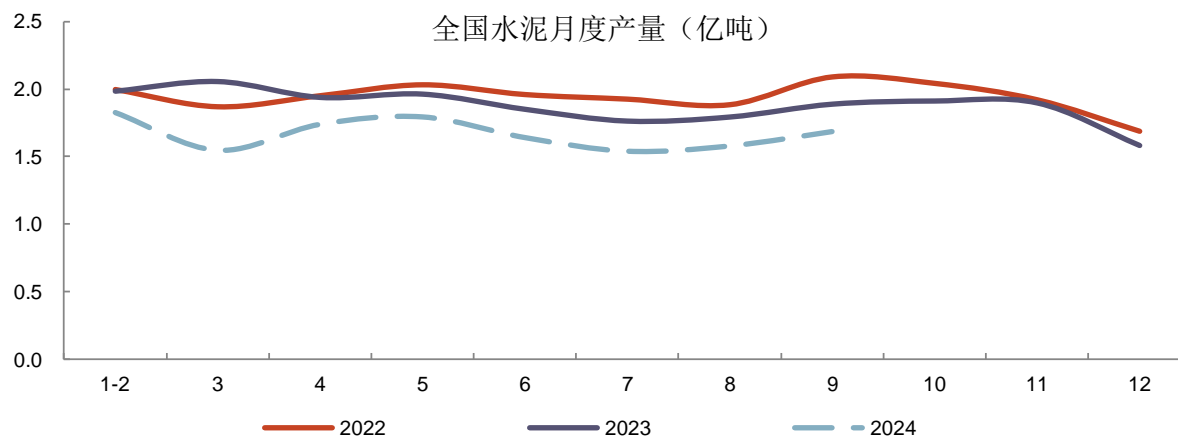
请务必参阅正文之后的重要声明

### 图6：24年以来月度挖机开工小时数同比基本持平



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

### 图8：24年以来水泥产量再下台阶



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

# 1.2 建筑建材企业收入盈利普遍走弱

23Q1-24Q3，建筑企业收入盈利（归母净利润，下同）订单同比增速普遍出现放缓，尤其在24Q2-24Q3，大多数样本公司上述几项经营指标同比增速均为负值。

表1：23Q1至今，建筑企业单季度收入同比增速

单季度收入增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国建筑	8%	2%	18%	14%	5%	1%	-14%
中国中铁	2%	8%	1%	25%	-3%	-12%	-6%
中国铁建	3%	-3%	3%	11%	1%	-10%	-9%
中国交建	3%	-1%	2%	17%	0%	-5%	-1%
中国中冶	22%	11%	23%	-15%	4%	-22%	-14%
中国电建	4%	8%	7%	7%	5%	-2%	1%
中国能建	24%	19%	12%	-3%	10%	-7%	8%
中国化学	21%	22%	-11%	26%	6%	-6%	8%
建筑央企合计	7%	5%	9%	11%	3%	-7%	-7%
华阳国际	-32%	-7%	-20%	-14%	-11%	-35%	-16%
苏交科	1%	2%	-10%	7%	1%	4%	-23%
深圳瑞捷	19%	-19%	-31%	-6%	-14%	-4%	5%
深城交	19%	23%	4%	18%	-2%	-27%	-3%
华建集团	7%	41%	-3%	14%	-1%	5%	-7%
中交设计	-13%	-16%	-7%	417%	164%	11%	-24%
华设集团	-5%	-1%	-3%	-15%	-9%	-36%	8%
设计咨询合计	13%	16%	-2%	22%	4%	-5%	-3%
鸿路钢构	43%	12%	7%	21%	-12%	-3%	-6%
精工钢构	0%	12%	1%	9%	-8%	6%	15%
东南网架	17%	1%	23%	-5%	-6%	-3%	-13%
杭萧钢构	-4%	15%	2%	20%	-8%	4%	-60%
富煌钢构	23%	2%	-2%	-27%	-27%	-16%	-15%
钢结构合计	33%	21%	5%	6%	-10%	-2%	-10%

资料来源：wind，光大证券研究所

表2：23Q1至今，建筑企业单季度盈利同比增速

单季度业绩增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国建筑	14%	-9%	-2%	43%	1%	2%	-30%
中国中铁	4%	11%	-1%	15%	-5%	-19%	-19%
中国铁建	5%	-1%	9%	-15%	2%	-24%	-34%
中国交建	10%	-3%	2%	121%	10%	-11%	-1%
中国中冶	26%	21%	15%	-86%	-21%	-62%	177%
中国电建	9%	13%	8%	24%	1%	-12%	-9%
中国能建	18%	-17%	-70%	35%	31%	-15%	98%
中国化学	14%	10%	-27%	0%	9%	-12%	29%
建筑央企合计	11%	0%	-2%	16%	1%	-15%	-15%
华阳国际	209%	-7%	-11%	同比转盈	-25%	-15%	-24%
苏交科	14%	-1%	-50%	-68%	6%	-13%	同比转亏
深圳瑞捷	128%	41%	-38%	同比转亏	-54%	-64%	-61%
深城交	-26%	1%	2%	-8%	13%	-46%	75%
华建集团	1%	53%	-23%	22%	-9%	11%	-19%
中交设计	280%	-55%	-10%	43%	42%	33%	-28%
华设集团	2%	1%	-1%	3%	-2%	-63%	-12%
设计咨询合计	36%	0%	34%	80%	-23%	-2%	-26%
鸿路钢构	20%	2%	-7%	0%	1%	-36%	-32%
精工钢构	1%	4%	-47%	-76%	-46%	-17%	40%
东南网架	-17%	-37%	-36%	同比转盈	-38%	-51%	-29%
杭萧钢构	20%	3%	10%	19%	0%	-30%	-5%
富煌钢构	35%	17%	6%	-66%	-12%	-33%	-21%
钢结构合计	3%	2%	-25%	43%	-18%	-27%	-6%

资料来源：wind，光大证券研究所

表3：23Q1至今，建筑企业单季度订单同比增速

单季度订单增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国建筑	16%	4%	23%	5%	14%	13%	-8%
中国中铁	10%	0%	-31%	24%	-7%	-25%	-15%
中国铁建	16%	-5%	-17%	8%	2%	-33%	-13%
中国交建	6%	16%	24%	14%	11%	6%	12%
中国中冶	2%	21%	-10%	8%	-3%	-9%	-18%
中国电建	30%	-15%	9%	38%	3%	13%	0%
中国能建	22%	21%	83%	-3%	24%	6%	-15%
中国化学	1%	37%	35%	-30%	22%	-6%	-19%
建筑央企合计	13%	4%	1%	11%	7%	-6%	-9%
鸿路钢构	20%	16%	16%	22%	-3%	-6%	-4%
精工钢构	23%	47%	-22%	0%	11%	8%	0%
东南网架	10%	2%	-66%	-47%	-29%	-27%	-39%
杭萧钢构	-16%	31%	17%	-8%	-9%	-36%	-30%
富煌钢构	17%	72%	-56%	-39%	-49%	-9%	27%
钢结构合计	10%	25%	-19%	1%	-8%	-12%	-12%

资料来源：wind，光大证券研究所

## 1.2 建筑建材企业收入盈利普遍走弱

建材行业细分领域较多，各领域收入盈利（归母净利润，下同）变化节奏并不完全同步，但24年以来收入盈利普遍放缓甚至出现负增长。

表4：23Q1至今，建材企业单季度收入同比增速

单季度收入增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海螺水泥	23%	11%	16%	-10%	-32%	-29%	-33%
华新水泥	1%	17%	12%	11%	7%	-1%	2%
天山股份	-21%	-16%	-19%	-21%	-27%	-25%	-19%
冀东水泥	4%	-22%	-25%	-18%	-36%	-15%	-7%
上峰水泥	-7%	-11%	3%	-23%	-35%	-18%	-15%
水泥企业合计	0%	-8%	-4%	0%	-30%	-12%	-9%
中国巨石	-28%	-39%	-14%	-16%	-8%	5%	8%
中材科技	-9%	54%	22%	3%	4%	-25%	7%
国际复材	0%	0%	-11%	-2%	-12%	9%	8%
长海股份	-20%	-10%	-10%	-14%	-4%	-9%	0%
山东玻纤	-25%	-30%	-11%	-14%	-18%	-7%	-5%
宏和科技	-31%	2%	73%	8%	55%	31%	1%
玻纤企业合计	-4%	13%	2%	-4%	-4%	-12%	5%
北新建材	2%	16%	14%	16%	26%	15%	20%
伟星新材	-11%	-10%	-9%	-6%	11%	0%	-5%
三棵树	21%	22%	13%	-10%	1%	0%	-8%
兔宝宝	-32%	2%	15%	9%	33%	13%	4%
东方雨虹	19%	4%	5%	-5%	-5%	-14%	-24%
坚朗五金	5%	2%	2%	1%	1%	-8%	-22%
消费建材合计	5%	5%	6%	1%	2%	-3%	-7%

资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

表5：23Q1至今，建材企业单季度盈利同比增速

单季度业绩增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海螺水泥	-48%	-20%	-15%	-46%	-41%	-53%	-15%
华新水泥	-63%	3%	7%	87%	-28%	-41%	-40%
天山股份	同比转亏	-44%	同比转亏	292%	亏损扩大	同比转亏	亏损扩大
冀东水泥	亏损扩大	-69%	-91%	亏损扩大	亏损扩大	-31%	786%
上峰水泥	-49%	-2%	22%	-57%	-92%	-56%	38%
水泥企业合计	-89%	-33%	-41%	14%	-439%	-74%	15%
中国巨石	-50%	-52%	-53%	-66%	-62%	-46%	-6%
中材科技	-43%	-14%	-42%	-53%	-48%	-74%	-55%
国际复材	0%	0%	-58%	-31%	同比转亏	同比转亏	同比转亏
长海股份	-64%	-35%	-56%	-96%	-38%	-45%	4%
山东玻纤	-51%	-82%	同比转亏	同比转亏	同比转亏	同比转亏	亏幅扩大
宏和科技	同比转亏	同比转亏	同比转亏	同比转亏	亏幅扩大	同比转盈	同比转盈
玻纤企业合计	-46%	-37%	-54%	-65%	-70%	-62%	-33%
北新建材	6%	21%	22%	-3%	39%	7%	8%
伟星新材	48%	29%	-6%	6%	-12%	-42%	-25%
三棵树	同比转盈	111%	19%	同比转亏	78%	-43%	-18%
兔宝宝	-21%	25%	37%	314%	19%	-27%	42%
东方雨虹	22%	46%	48%	同比转亏	-10%	-37%	-67%
坚朗五金	亏损收缩	1563%	47%	194%	亏损收缩	-26%	-79%
消费建材合计	20%	15%	25%	-51%	-3%	-10%	-35%

资料来源：wind，光大证券研究所

# 1.3 行业机构持仓：持续低配

图9：建筑行业持仓比例（偏股型基金）及超配幅度

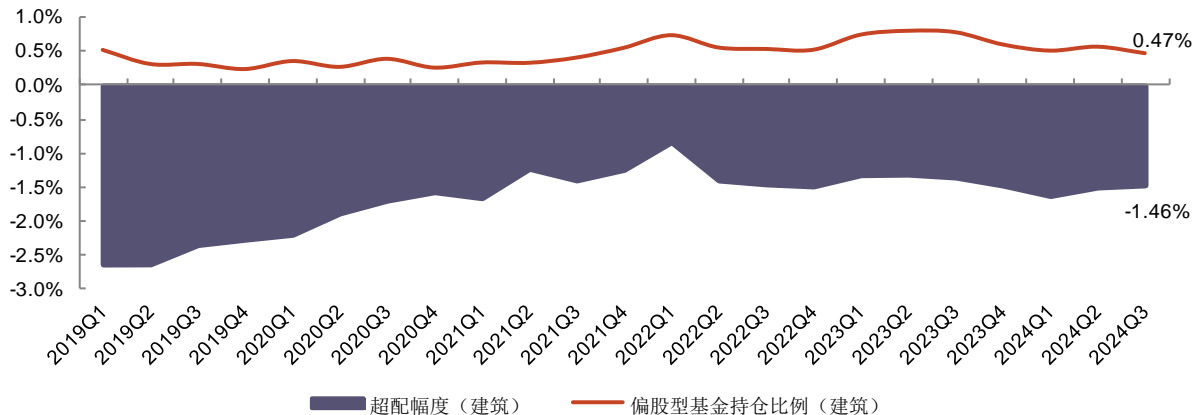
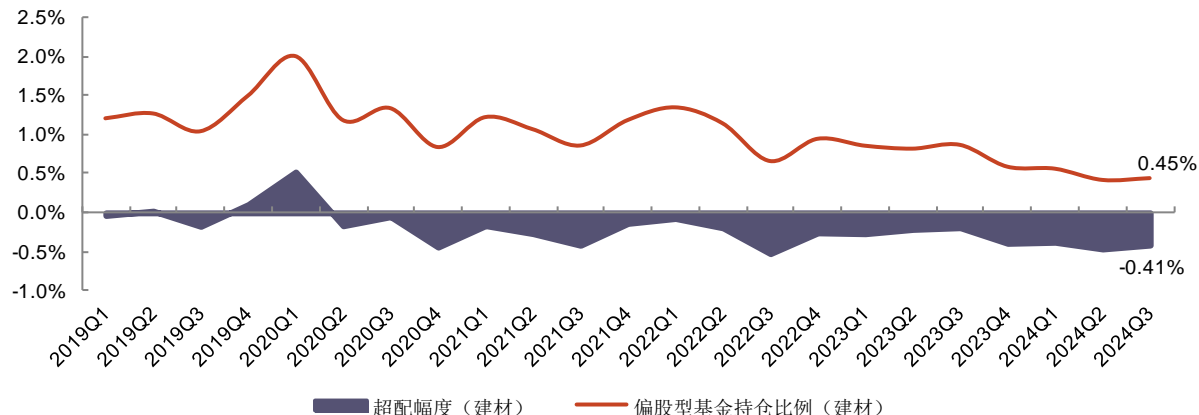


图10：建材行业持仓比例（偏股型基金）及超配幅度



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024Q3

资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024Q3

表6：外资持仓占比历史最高前15家公司（建筑建材行业）

公司名称	股票代码	最高持股	最高持股日期	当前持股	最高-当前	PE估值分位	PS估值分位	PB估值分位
东方雨虹	002271.SZ	22.41%	2022/6/21	17.28%	5.13%	49.3%	3.4%	2.7%
三棵树	603737.SH	16.78%	2021/2/26	1.54%	15.24%	100.0%	16.9%	42.8%
北新建材	000786.SZ	15.33%	2024/9/30	15.33%	0.00%	14.2%	31.9%	21.7%
中国巨石	600176.SH	15.02%	2023/8/17	12.07%	2.95%	46.2%	48.2%	2.7%
海螺水泥	600585.SH	14.64%	2019/11/12	2.53%	12.11%	70.3%	19.2%	6.3%
伟星新材	002372.SZ	13.06%	2021/9/1	5.32%	7.74%	32.3%	32.2%	47.0%
威亨国际	605056.SH	10.07%	2021/12/31	0.25%	9.82%	83.3%	9.7%	12.5%
鸿路钢构	002541.SZ	9.64%	2022/6/14	2.39%	7.25%	8.8%	3.4%	11.3%
华新水泥	600801.SH	9.61%	2020/3/11	1.56%	8.05%	38.5%	21.1%	5.8%
中材科技	002080.SZ	9.57%	2021/7/15	0.96%	8.61%	30.9%	2.0%	3.8%
中国化学	601117.SH	8.94%	2020/4/24	3.49%	5.45%	15.8%	10.4%	7.6%
旗滨集团	601636.SH	8.29%	2021/8/3	1.60%	6.69%	43.1%	4.1%	6.2%
公元股份	002641.SZ	6.55%	2023/12/18	2.43%	4.12%	70.9%	19.8%	2.8%
上海建工	600170.SH	6.26%	2023/10/12	2.09%	4.17%	37.7%	4.3%	2.7%
北方国际	000065.SZ	6.05%	2023/11/6	2.07%	3.98%	11.0%	6.2%	6.8%

## 二、基建地产展望：基建总量有收缩压力，地产或有修复空间



光大证券  
EVERBRIGHT SECURITIES

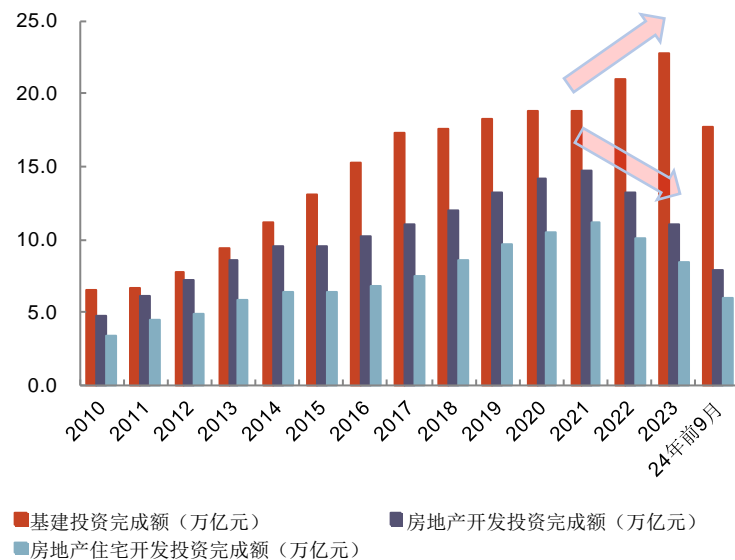
### 2.1 基建总量有收缩压力

### 2.2 房地产新开工超跌，静待修复

## 2.1 基建总量有收缩压力

2010-2021年，基建投资和房地产投资均保持持续增长；2022-2024年前三季度，基建投资仍保持正增长，房地产投资持续下滑，两者出现背离。以房地产投资完成额/基建投资完成额作为观测指标，21年该指标为78%，24年前三季度该指标仅为44%，显著下滑。我们认为，基建投资与房地产投资持续背离不可持续，基建投资增速或将继续回落。

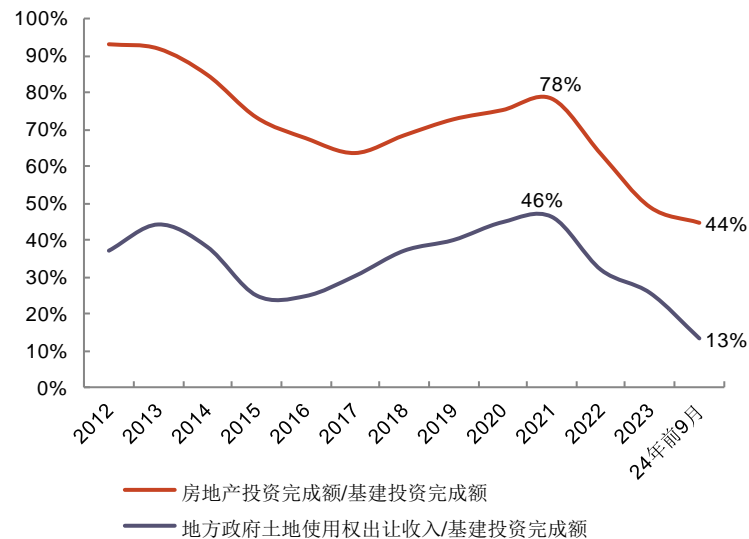
图11：房地产投资与基建投资出现背离



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

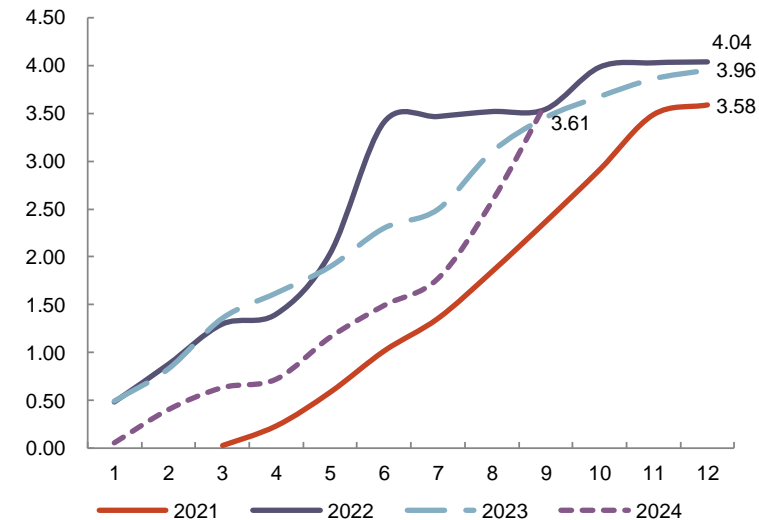
请务必参阅正文之后的重要声明

图12：22-24年，土地财政收入占基建投资比例显著下滑



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

图13：24年1-8月，政府新增专项债发行节奏较上年放缓（单位：万亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

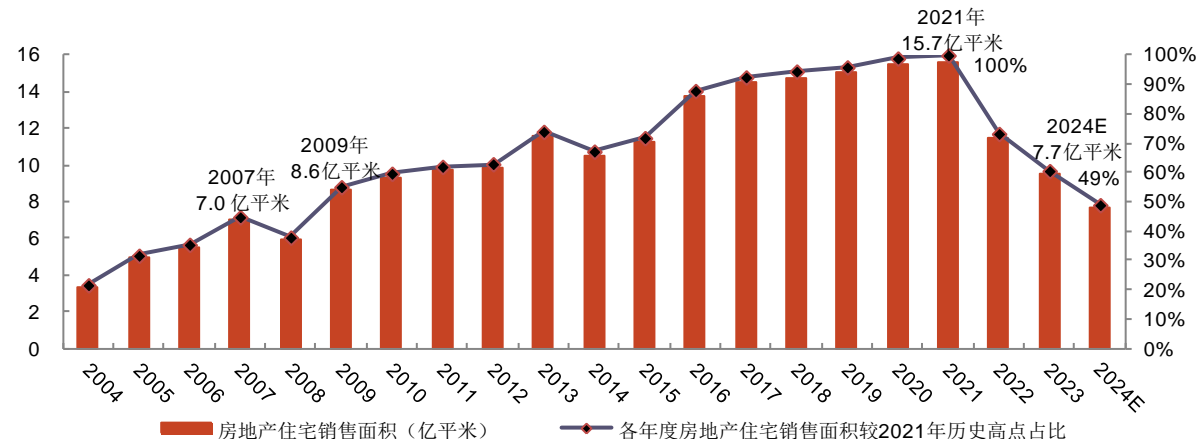
## 2.2 房地产新开工超跌，静待修复

□ 房地产方面，我们判断当前房地产新开工已严重超跌，未来存在修复空间。

房地产销售层面，我们预计24年我国住宅销售面积约为7.7亿平米（同比增速参考24年前三季度进行预测），较2021年历史高点下滑51%，相当于2007-2009年的水平。

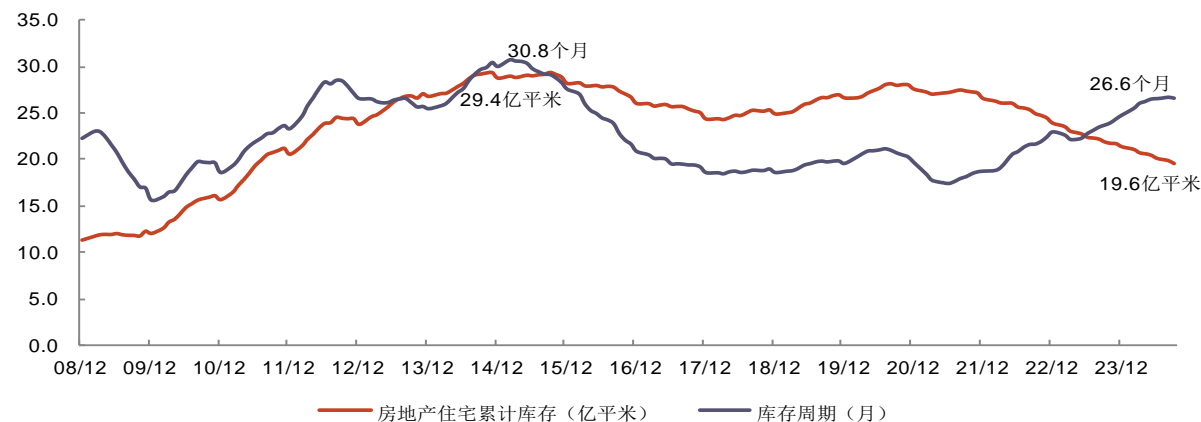
库存角度，21年至今，房地产住宅累计库存持续下降，但由于销售面积持续下滑，因此库存周期反而走高。

图14：预计24年我国住宅销售面积较高点回落51%，将回落至07-09年水平



资料来源：wind，光大证券研究所，注：2024年数据为光大证券研究所预测

图15：21年末至今，住宅库存持续去化，库存周期逐渐接近历史高位



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09，注：此处累计库存是指新开工面积累计值-销售面积累计值，库存周期=累计库存/销售面积过去12个月移动平均值

## 2.2 房地产新开工超跌，静待修复

房地产新开工层面，作为参考，日本房屋新开工套数在1990年见顶后，至2009年跌至最低点，较1990年下滑54%。预计24年我国住宅新开工面积约为5.4亿平米（同比增速参考24年前三季度进行预测），较2021年历史高点下滑68%，相当于2005年的水平，下滑幅度已显著超过日本。

对比两国人均住宅新开工面积（16-64岁），2023年日本人均住宅新开工0.84平米，而中国仅0.73平米，低于前者约13%。我们认为，城镇化后期大量更新改造需求是支撑日本住宅新开工面积的重要因素，国内城镇化进程如火如荼，人均实际居住面积仍有提升空间，人口结构也优于日本，但2023年人均住宅新开工面积却明显低于日本，故中长期维度看，我们判断当前国内住宅新开工面积或超跌。

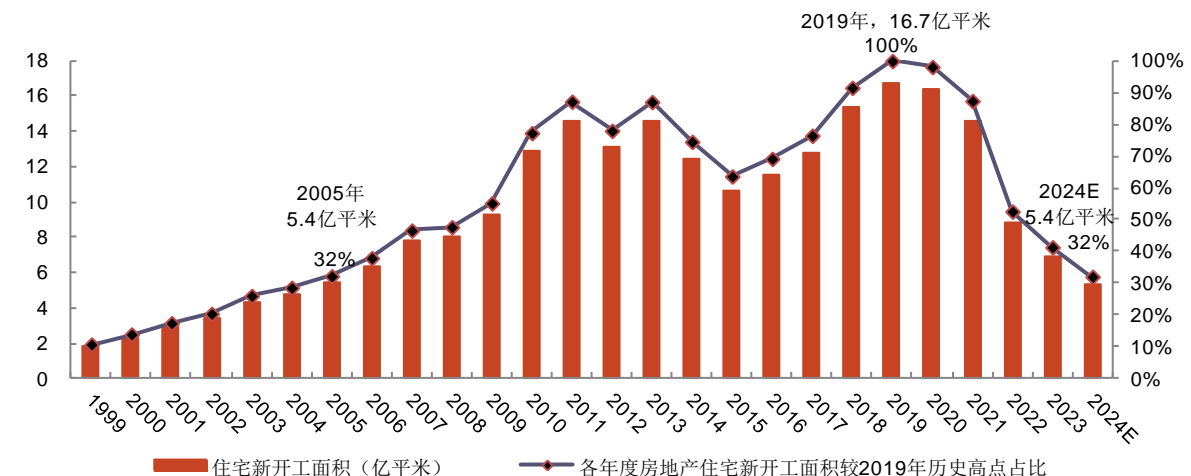
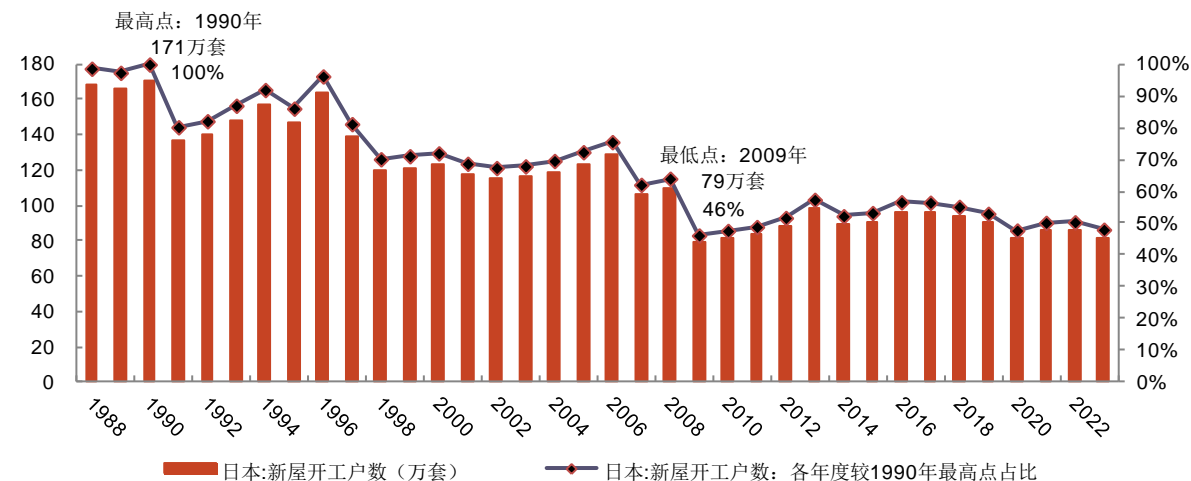
表7：2023年中日人均住宅新开工面积对比（16-64岁）

	中国	日本
16-64岁人口 (万人)	94502	7396
住宅新开工面积 (万平米)	69286	6219
人均住宅新开工面积 (平米/人, 16-64岁)	0.73	0.84

资料来源：国家统计局、日本统计局，光大证券研究所，注：表中日本15岁人口计入了16-64岁年龄段

请务必参阅正文之后的重要声明

图16：参考日本新屋开工户数，最低点2009年较最高点1990年下滑54%，预计24年我国住宅新开工面积较高点回落68%，显著超过日本下滑幅度



资料来源：wind，光大证券研究所，注：2024年数据为光大证券研究所预测

## 2.2 房地产新开工超跌，静待修复

近期中央政府连续出台多项政策，还将加大财政政策逆周期调节力度，在化解地方政府债务、稳定房地产市场等方面实施一系列强有力措施，通过政府支出撬动社会投资、刺激消费，增加有效需求。

中央明确提出“促进房地产市场止跌回稳”并出台一系列配套政策，在此背景下，超跌的房地产基本面或将迎来修复。

表8：中央政府拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务

时间	相关部门/会议	具体内容
2024.10.12	财政部	财政部部长蓝佛安介绍，我国拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。财政部在加快落实已确定政策的基础上，围绕稳增长、扩内需、化风险，将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措。这一揽子增量政策包括支持地方化解隐性债务、支持国有大型商业银行补充核心一级资本、支持推动房地产市场止跌回稳、加大对重点群体的支持保障力度等多个方面。
2024.10.25	廖岷出席2024年世界银行发展委员会第110次会议	廖岷表示，近期中国政府推出一揽子增量政策，得到国际社会广泛关注。除货币政策外，中国还将加大财政政策逆周期调节力度，在化解地方政府债务、稳定房地产市场、提高重点群体收入、保障民生、推动设备更新和消费品以旧换新等方面实施一系列强有力措施，通过政府支出撬动社会投资、刺激消费，增加有效需求。中国有信心实现全年5%左右的经济增长目标，并继续为全球经济增长注入动力。

资料来源：wind，光大证券研究所

表9：近期政府出台多项房地产支持政策，促进房地产市场止跌回稳

时间	相关部门/会议/区域	具体内容
2024.9.24	国务院新闻办公室在北京举行新闻发布会	央行行长潘功胜表示，央行会同金融监管总局出台了5项房地产金融的新政策：第一项，引导银行降低存量房贷利率，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右；第二项，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%；第三项，延长两项房地产经营金融政策文件的期限；第四项，优化保障性住房再贷款的政策；第五项，支持收购房企层面的土地，缓解房企资金压力。必要时，人民银行可提供政策支持。
2024.9.26	中共中央政治局会议	会议强调，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024.9.29	深圳市	优化分区住房限购政策、取消商品住房和商务公寓转让限制、优化商品住房和商务公寓价格备案流程、调整个人住房转让增值税征免年限、优化个人住房贷款政策。
2024.9.29	广州市	广州市户籍、非户籍居民家庭和单身人士在全市范围内购买住房的，不再审核购房资格，不再限制购房套数。
2024.9.29	上海市	优化个人住房贷款的有关政策。一是落实国家关于降低存量房贷利率政策。引导商业银行稳妥有序将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，进一步减轻购房人房贷利息支出。二是降低房贷首付比例。首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例从“不低于20%”调整为“不低于15%”。二套房贷从“不低于35%”调整为“不低于25%”；实行差异化政策区域从“不低于30%”调整为“不低于20%”。住房公积金二套房贷最低首付款比例相应调整。
2024.9.30	北京市	北京将缩短非京籍家庭购房所需缴纳社保或个税年限。其中，购买五环内住房的非京籍家庭，社保或个税缴纳年限由5年调减为3年；连续缴纳社保或个税满2年及以上即可购买五环外住房。此外，通州区住房限购政策同步调整，即居民家庭购买通州区商品住房，按全市统一政策执行。
2024.10.17	国务院新闻办就促进房地产市场平稳健康发展有关情况举行发布会	住房和城乡建设部部长倪虹发言提及政策“组合拳”包括：四个取消：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。四个降低：降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。两个增加：新增实施100万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。专项债收购存量商品房由地方自主决策、自愿实施。

资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

## 2.2 房地产新开工超跌，静待修复

9月末至今，中央及地方政府连续出台多项房地产支持政策背景下，10月多个一二线城市新房及二手房成交均出现明显改善。

四个一线城市及四个样本二线城市：10月前27天新房成交套数同比增速的平均值为-6%，较9月提升28个pcts；成交环比增长39%，较9月提升42个pcts。10月前27天二手房成交套数同比增速的平均值为30%，较9月提升27个pcts；成交环比增长28%，较9月提升39个pcts。

从10月数据可以看到房地产市场成交已出现回暖，若这一趋势在未来几个月延续，房地产市场基本面修复未来可期。

表10：9月末房地产政策出台后，多个一二线城市新房成交明显提速

新房成交套数	2024年9月：同比	2024年10月：同比	24年10月同比增速较9月变化幅度	2024年9月：环比	2024年10月：环比	24年10月环比增速较9月变化幅度
北京	-45%	-9%	36%	-39%	43%	83%
上海	-32%	2%	34%	-17%	16%	33%
广州	-24%	58%	82%	1%	122%	121%
深圳	-5%	20%	25%	-18%	71%	89%
杭州	-46%	-29%	16%	36%	14%	-22%
成都	-42%	-44%	-2%	-9%	15%	24%
苏州	-27%	-1%	26%	18%	51%	33%
青岛	-52%	-44%	9%	0%	-23%	-23%
平均值	-34%	-6%	28%	-4%	39%	42%

资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.27

请务必参阅正文之后的重要声明

表11：9月末房地产政策出台后，多个一二线城市二手房成交明显提速

二手房成交套数	2024年9月：同比	2024年10月：同比	24年10月同比增速较9月变化幅度	2024年9月：环比	2024年10月：环比	24年10月环比增速较9月变化幅度
北京	-6%	46%	52%	-7%	16%	23%
上海	-9%	72%	82%	-11%	54%	64%
广州	-2%	/	/	-6%	/	/
深圳	35%	93%	58%	-13%	54%	67%
杭州	-9%	15%	24%	-8%	59%	67%
成都	2%	-11%	-13%	-13%	8%	22%
苏州	4%	-19%	-23%	-20%	-13%	6%
青岛	5%	16%	11%	-7%	18%	25%
平均值	3%	30%	27%	-11%	28%	39%

资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.27

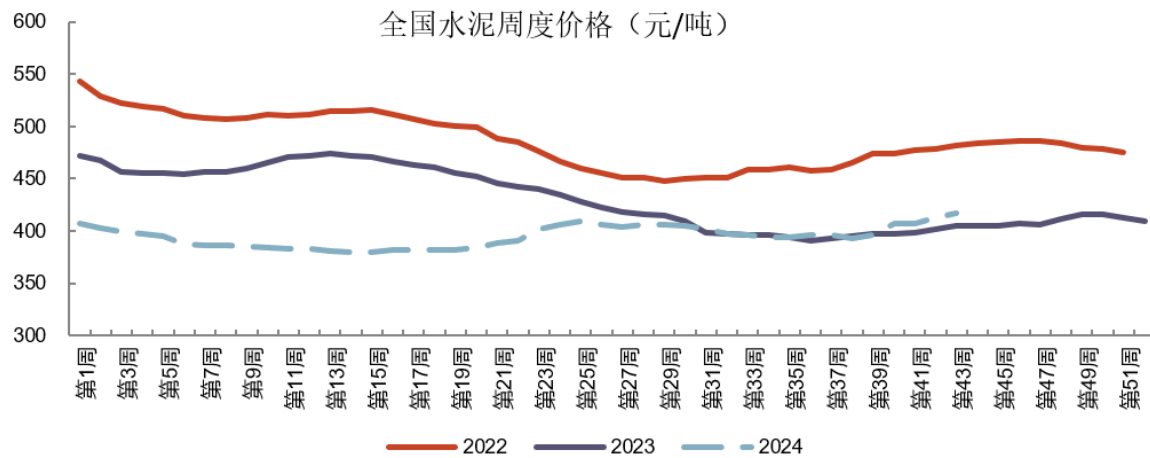
- ❑ 3.1 水泥：价格盈利或已见底，供给端协同出清是未来主线
- ❑ 3.2 玻璃：需求侧仍有压力，关注供给侧变化
- ❑ 3.3 玻纤：价格触底回升，行业自律带来盈利中枢上移

# 3.1 水泥：价格盈利或已见底，供给端协同出清是未来主线

23Q1至今，水泥行业基本面总体呈现恶化趋势。23Q2-24Q3水泥产量持续负增长，24Q3同比-12%。价格方面，24H1水泥价格同比下滑，24Q3水泥价格逐步回升，主要受益于长三角等区域企业自律、错峰生产，供需格局改善后推动涨价。

考虑到24H1业内多家企业已处于亏损或微利状态，且24Q3价格出现回升，判断水泥价格及企业盈利已至底部；若后续涨价落实顺利，24Q4企业盈利有望改善。

图17：全国水泥价格走势（2022-2024）



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.25

请务必参阅正文之后的重要声明

表12：23Q1-24Q3，水泥产量增速放缓，水泥企业经营数据逐步恶化

行业数据	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
水泥产量（亿吨）	4.0	5.5	5.4	5.3	3.4	5.1	4.8
yoy	4%	-7%	-7%	-5%	-16%	-7%	-12%
单季度收入（亿元）	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海螺水泥	314	341	336	420	213	242	226
华新水泥	66	92	83	96	71	92	85
天山股份	224	311	269	270	164	233	218
上峰水泥	14	18	17	15	9	15	14
冀东水泥	52	93	79	59	33	79	73
塔牌集团	13	16	12	14	10	10	10
万年青	20	22	19	22	13	13	14
单季度收入增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海螺水泥	23%	11%	16%	-10%	-32%	-29%	-33%
华新水泥	1%	17%	12%	11%	7%	-1%	2%
天山股份	-21%	-16%	-19%	-20%	-27%	-25%	-19%
上峰水泥	-7%	-11%	3%	-23%	-35%	-18%	-15%
冀东水泥	4%	-22%	-25%	-18%	-36%	-15%	-7%
塔牌集团	5%	16%	-18%	-26%	-24%	-37%	-23%
万年青	-29%	-31%	-26%	-24%	-35%	-39%	-24%
单季度归母净利润（亿元）	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海螺水泥	25.5	39.2	22.0	17.6	15.0	18.2	18.7
华新水泥	2.5	9.4	6.8	8.9	1.8	5.5	4.1
天山股份	-12.3	13.7	-0.9	19.1	-19.2	-14.9	-3.3
上峰水泥	1.7	3.6	1.7	0.4	0.1	1.6	2.3
冀东水泥	-7.9	4.2	0.5	-11.8	-11.0	2.9	5.1
塔牌集团	2.3	2.5	1.3	1.3	1.5	0.8	1.5
万年青	0.9	1.7	0.4	-0.8	-0.1	0.1	0.1
单季度归母净利润增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海螺水泥	-48%	-20%	-15%	-46%	-41%	-53%	-15%
华新水泥	-63%	3%	7%	87%	-28%	-41%	-40%
天山股份	-220%	-44%	-116%	301%	-56%	-209%	-268%
上峰水泥	-49%	-2%	22%	-57%	-92%	-56%	38%
冀东水泥	-240%	-69%	-91%	-325%	-39%	-31%	786%
塔牌集团	342%	107%	284%	-21%	-36%	-69%	20%
万年青	-56%	-38%	-44%	55%	-110%	-94%	-87%
单季度毛利率	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
海螺水泥	16.5%	22.1%	16.2%	12.4%	17.7%	20.0%	20.8%
华新水泥	20.2%	27.4%	30.0%	27.7%	21.9%	25.0%	24.7%
天山股份	10.3%	18.5%	15.1%	19.5%	7.8%	13.9%	17.0%
上峰水泥	26.3%	32.4%	23.9%	27.6%	22.4%	27.3%	28.9%
冀东水泥	5.0%	17.3%	17.4%	1.4%	-2.3%	20.5%	24.8%
塔牌集团	23.3%	31.8%	23.5%	25.4%	24.5%	23.6%	21.1%
万年青	18.4%	23.7%	14.9%	16.4%	14.6%	13.0%	16.1%

资料来源：wind，光大证券研究所

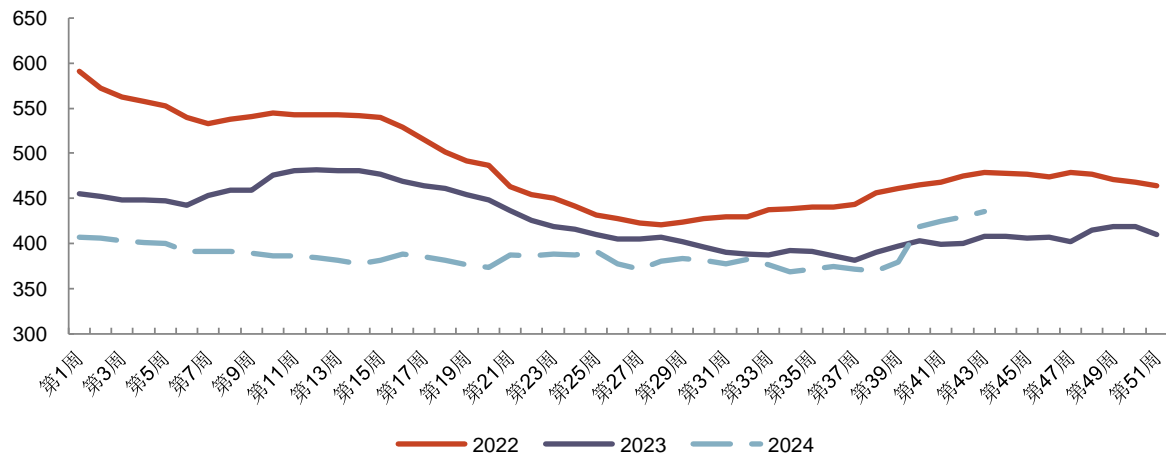
# 3.1 水泥：价格盈利或已见底，供给端协同出清是未来主线

2018 年以来，东北地区水泥价格长期低于华东，核心原因是当地供需格局较差。今年 4 月下旬至今，东北水泥价格持续走高，并在 6 月初实现反超；截至 10 月 25 日，东北地区水泥散装价格已达到 488 元/吨，高于华东约 53 元/吨。东北地区严格执行错峰生产是当地水泥价格走高的重要原因。

9月27日，长三角沿江地区熟料价格计划一次性大幅上涨100元/吨；由于价格长期处于低迷状态，多数企业亏损经营，为了扭亏为盈，企业计划加大错峰生产力度。最终，提价落实情况较好，后续有进一步提价的打算。

水泥行业尝试通过减产来改善供需关系进而支撑价格，若涨价能持续落地，则有望通过改善单吨盈利来对冲需求下滑，水泥龙头企业有望成为建筑建材行业中少有的盈利趋于稳定的品种，“量减价增”或将使其具备相对配置优势。

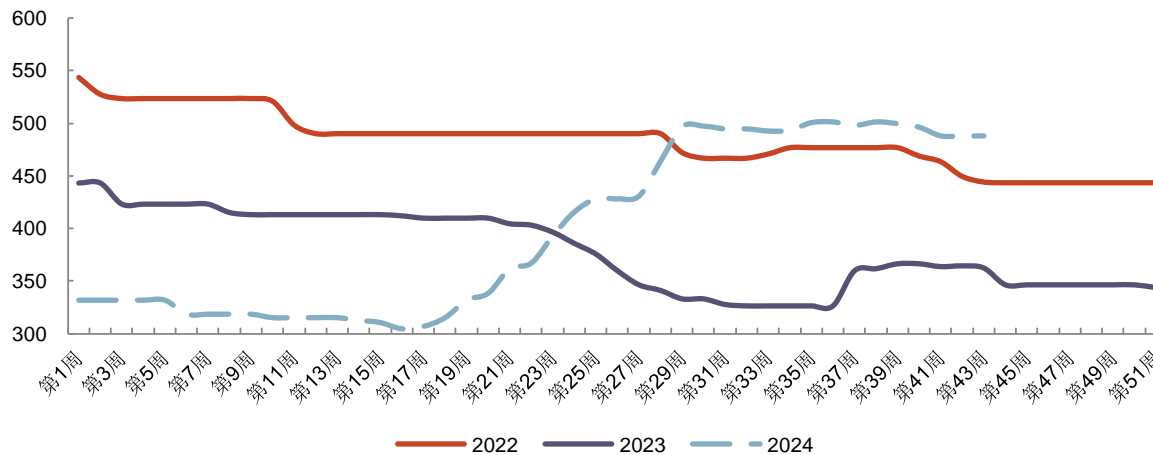
图18：华东水泥价格走势（2022-2024），单位：元/吨



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.25

请务必参阅正文之后的重要声明

图19：东北水泥价格走势（2022-2024），单位：元/吨



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.25

# 3.1 水泥：价格盈利或已见底，供给端协同出清是未来主线

2024年5月，国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》，其中提及到2025年底，水泥熟料产能控制在18亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。2024年9月，生态环境部办公厅印发《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》，其中提及2024年作为水泥、钢铁、电解铝行业首个管控年度，2025年底前完成首次履约工作。采用碳排放强度控制的思路实施配额免费分配，企业所获得的配额数量与产品产量（产出）挂钩，不设置配额总量上限。

中国水泥协会数据显示，截至2023年底，全国水泥熟料年设计产能18.1亿吨、实际年产能21.7-22亿吨，水泥年设计产能34亿吨。根据目前政策措施来看，预计未来一年熟料产能将出清近4亿吨，出清比例约为接近20%，供需格局有望改善，控制单吨碳排放强度亦将有利于落后产能出清，水泥挺价及提价将有更坚实的基本面支撑。

表13：水泥行业降碳减排相关政策要求

时间	相关部委及文件名称	具体内容
2024.1.15	生态环境部国家、发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部、交通运输部：《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》	推动实施水泥熟料生产企业（不含矿山）和独立粉磨站（含生产特种水泥、协同处置固废的水泥企业）超低排放改造。到2025年底前，重点区域取得明显进展，力争50%水泥熟料产能完成改造，区域内大型国有企业集团基本完成有组织、无组织超低排放改造；到2028年底前，重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造，全国力争80%水泥熟料产能完成改造。
2024.2.4	工业和信息化部办公厅：《工业领域碳达峰碳中和标准体系建设指南》	要构建一套完整的标准体系，涵盖从原料开采到产品使用全生命周期中的减排措施和技术要求，指导并促进整个产业链条上的节能减排工作。
2024.5.27	国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》	到2025年底，全国水泥熟料产能控制在18亿吨左右，水泥、陶瓷行业能效标杆水平以上产能占比达到30%，平板玻璃行业能效标杆水平以上产能占比达到20%，建材行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。
2024.9.8	生态环境部办公厅印发《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》	启动实施阶段（2024—2026年）：2024年作为水泥、钢铁、电解铝行业首个管控年度，2025年底前完成首次履约工作。采用碳排放强度控制的思路实施配额免费分配，企业所获得的配额数量与产品产量（产出）挂钩，不设置配额总量上限，将企业配额盈缺率控制在较小范围内。 深化完善阶段（2027年—）：政策法规体系更加完善，监督管理机制更加健全，各方参与市场能力全面提升；碳排放数据质量全面改善，数据准确性、完整性全面加强；配额分配方法更为科学精准，建立预期明确、公开透明的配额逐步适度收紧机制。对标行业先进水平优化配额分配方法，推动单位产品产量（产出）碳排放强度不断下降。

资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.25

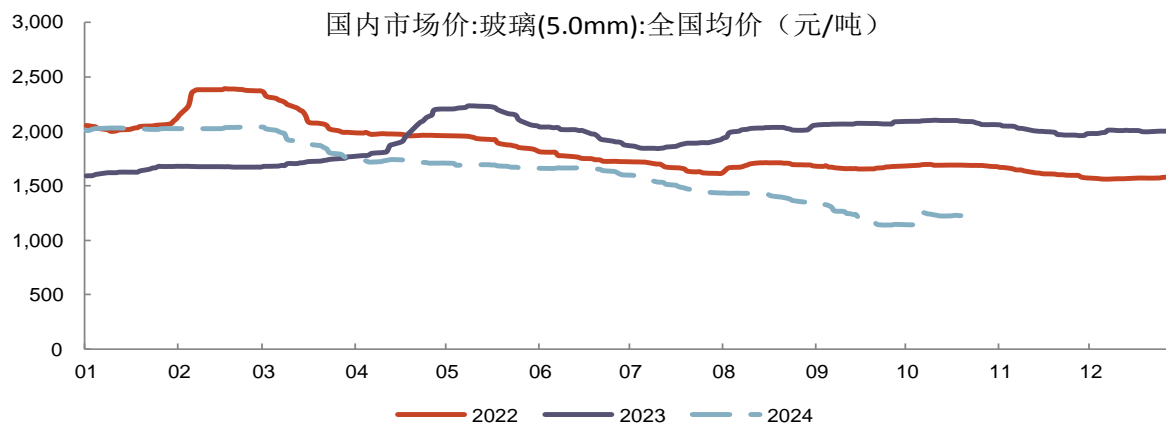
请务必参阅正文之后的重要声明

## 3.2 玻璃：需求侧仍有压力，关注供给侧变化

24年前三季度，玻璃行业基本面持续恶化：1) 玻璃库存持续累库，在9月末达到过去三年最高值；2) 玻璃价格持续下行。至9月，原片生产企业亏损严重。

自9月下旬起，受宏观经济提振政策出台、供应端产线停产检修增加以及加工厂刚需略增等多重利好消息影响，玻璃价格触底反弹。假期间全国各地陆续发布涨价消息，企业借势降库，供应压力减小。

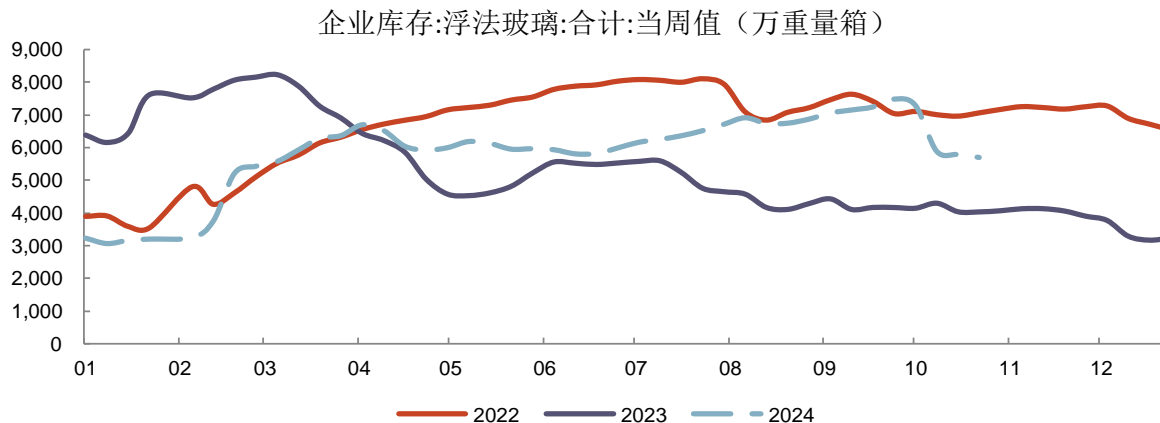
图21：2024年，玻璃现货价格持续回落，10月初已触底回升



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.25

请务必参阅正文之后的重要声明

图20：24年前三季度，玻璃库存持续上升，10月环比回落



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.25

图22：玻璃价格已跌落至过去十年底部区间



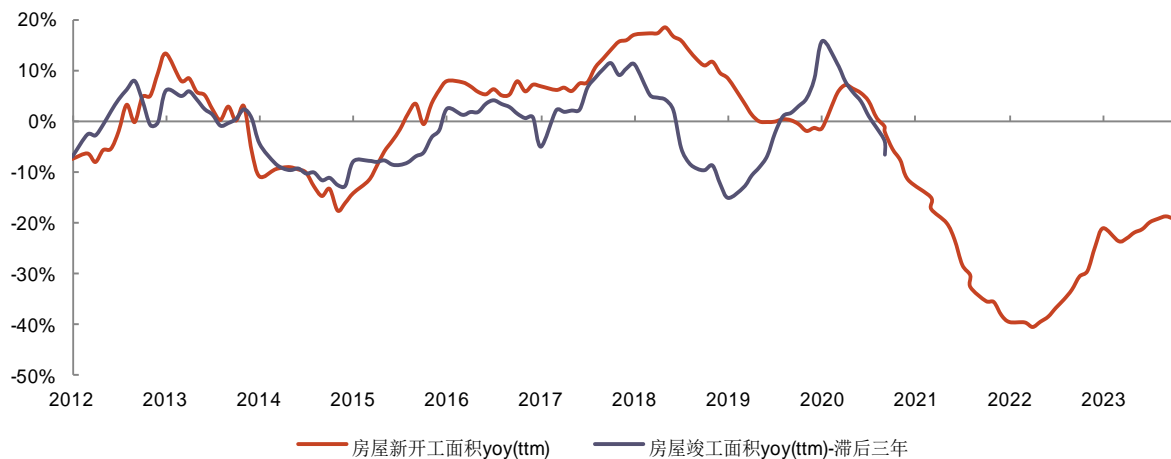
资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10

## 3.2 玻璃：需求侧仍有压力，关注供给侧变化

10月中旬，受前期涨价消息带动中下游集中补货，短期中下游以消化前期库存为主，提货速度整体放缓。宏观经济政策出台带来的预期向好消化后，浮法玻璃价格走势回归基本面。

参考新开工和竣工yoy(ttm)走势，预计未来2-3年竣工端仍有较大下行压力，玻璃需求侧将持续承压。

图23：参考过去过去三年房地产新开工增速走势，预计房地产竣工面积还有较大下滑空间



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09，注：为了更直观地对比，参考新开工历史走势来预判竣工走势，图中房屋竣工面积yoy(ttm)折线图向左平移了三年，即由24.09移到了21.09

表14：23Q1-24Q3，玻璃行业及玻璃企业经营数据（含光伏玻璃企业）

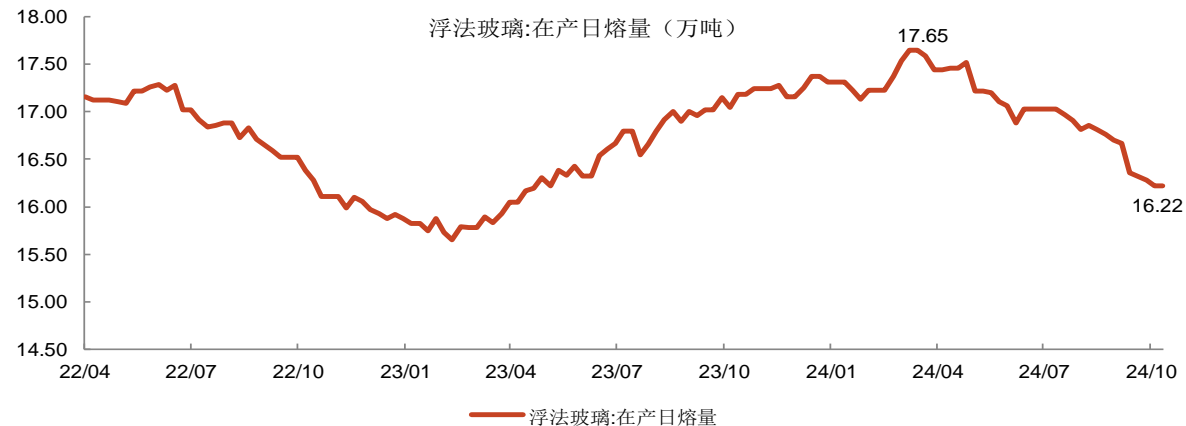
行业数据	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
平板玻璃产量 (亿重量箱)	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.6	2.5
yoy	-8%	-9%	-3%	5%	7%	9%	1%
单季度收入 (亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
旗滨集团	31	38	43	45	39	41	37
南玻A	41	43	51	47	39	41	38
凯盛新能	14	14	20	19	14	15	7.2
福莱特	54	43	62	56	57	50	39
金晶科技	19	18	21	22	18	18	15
单季度收入增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
旗滨集团	2%	9%	28%	29%	23%	8%	-14%
南玻A	46%	16%	19%	7%	-3%	-4%	-26%
凯盛新能	42%	0%	92%	12%	1%	14%	-63%
福莱特	53%	14%	59%	33%	7%	15%	-37%
金晶科技	7%	-7%	7%	22%	-7%	-2%	-28%
单季度归母净利润 (亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
旗滨集团	1.1	5.3	6.0	5.1	4.4	3.7	-1.1
南玻A	4.0	4.9	5.8	1.9	3.3	4.1	0.5
凯盛新能	0.1	1.2	0.7	2.0	-0.1	-0.5	-1.9
福莱特	5.1	5.7	8.8	7.9	7.6	7.4	-2.0
金晶科技	0.9	1.7	1.6	0.4	1.7	1.0	0.2
单季度归母净利润增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
旗滨集团	-78%	-4%	252%	645%	292%	-31%	-119%
南玻A	3%	-20%	-11%	-51%	-18%	-17%	-91%
凯盛新能	-89%	-14%	428%	33%	-151%	-142%	-379%
福莱特	17%	1%	76%	28%	49%	29%	-123%
金晶科技	-39%	-21%	224%	166%	94%	-40%	-86%
单季度毛利率	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
旗滨集团	13.4%	26.7%	27.7%	29.0%	26.1%	22.6%	7.7%
南玻A	22.2%	22.9%	23.1%	20.9%	21.3%	21.9%	13.6%
凯盛新能	9.8%	11.5%	12.7%	11.8%	8.2%	5.9%	-18.8%
福莱特	18.5%	19.9%	24.5%	23.4%	21.5%	26.5%	6.0%
金晶科技	13.4%	20.5%	20.5%	18.3%	22.0%	18.2%	12.6%

资料来源：wind，光大证券研究所

## 3.2 玻璃：需求侧仍有压力，关注供给侧变化

24Q2-Q3，浮法玻璃日熔量持续下降，供给端有所改善。考虑到未来一年多条产线存在冷修计划，若供给侧持续收缩，供需格局有望改善。

图24：24Q2-Q3，浮法玻璃日熔量持续下降



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.25

表15：玻璃企业未来一年冷修计划

序号	地区	省份	生产企业	生产线名称	设计产能 (吨/日)	备注	最近点火时间
1	华北	河北	沙河市安全实业有限公司	安全七线	800	计划2024年冷修	2011.04
2	华北	河北	河北德金玻璃有限公司	德金一线	600	时间未定	2011.03
3	华北	河北	河北正大玻璃有限公司	正大一线	500	时间未定	2015.04
4	华北	河北	廊坊金彪玻璃有限公司	廊坊一线	600	计划2024年冷修	2016.05
5	华东	山东	山东金晶科技股份有限公司	金晶五线	600	计划2024年11月冷修	2014.11
6	华东	浙江	福莱特玻璃集团股份有限公司	一线	600	计划2024年10月20日冷修	2018.05
7	华中	湖北	亿钧耀能新材(武汉)有限公司	一线	600	计划2024年冷修	2021.01
8	华南	广东	信义超薄玻璃(东莞)有限公司	东莞一线	500	计划2024年冷修	2016.05
9	华南	广东	信义环保特种玻璃(江门)有限公司	江门四线	800	计划2024年冷修	2015.06
10	西南	贵州	毕节明钧玻璃股份有限公司	明钧二线	900	计划2024年10月底冷修	2016.05
11	西南	重庆	重庆万盛福耀玻璃有限公司	万盛一线	600	计划2025年冷修	2011.05
12	西南	四川	四川旭虹光电科技有限公司	一线	150	计划2024年冷修	2012.04
13	西南	四川	四川武骏光能股份有限公司	一线	600	计划2024年10月底冷修	2014.08
14	东北	辽宁	大连耀皮玻璃有限公司	一线	700	计划2025年冷修	2006.05
15	东北	辽宁	本溪玉晶玻璃有限公司	四线	600	置换停产，时间未定	2013.09
合计					9150		

资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10

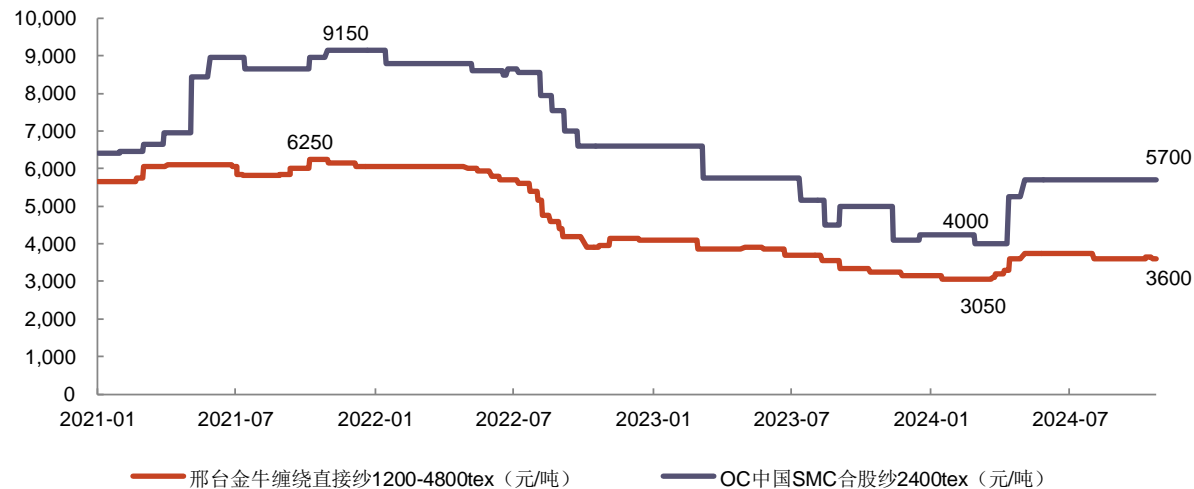
请务必参阅正文之后的重要声明

### 3.3 玻纤：价格触底回升，行业自律带来盈利中枢上移

21Q4-24Q1，玻纤粗纱及电子纱行业进入下行周期，价格较高点跌幅超过50%，至24Q1，业内大多数企业已亏损，少数企业微利。在这一背景下，24年3月末，以中国巨石为首的多家企业尝试提价，涨价带动下游去库存，价格执行情况较好，24Q2-24Q3涨价效果逐步反映在企业盈利水平层面（环比改善）。

24Q3，随着中下游补库至较高水平后，提涨后续动力不足，加之三季度气温较高，下游开工有限，需求逐步降温，供强需弱影响，厂商库存再次回升。

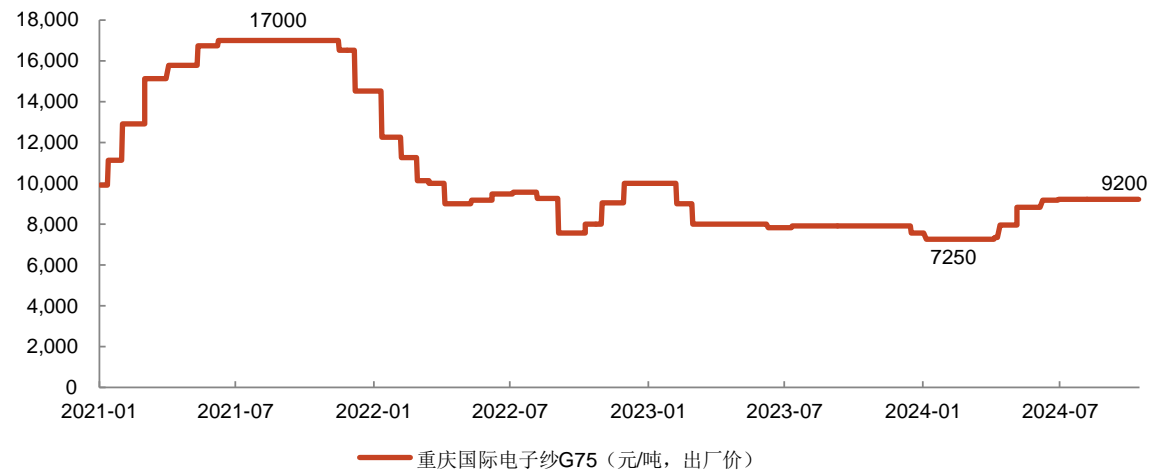
图25：粗纱价格



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.25

请务必参阅正文之后的重要声明

图26：电子纱价格



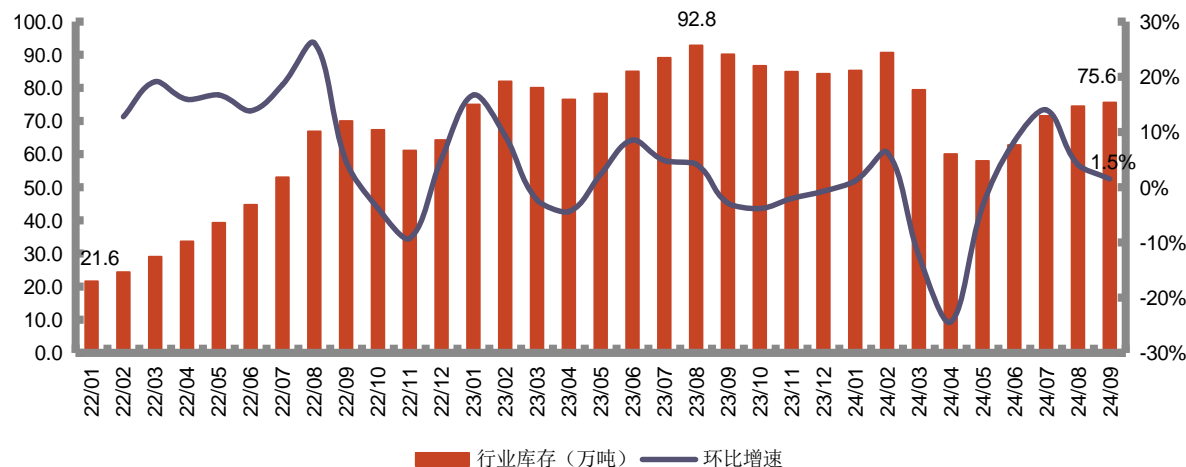
资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10.25

# 3.3 玻纤：价格触底回升，行业自律带来盈利中枢上移

9月末，玻纤行业样本厂商库存约76万吨，环比+1.5%，增速放缓；参考22年初至今库存范围为21.6-92.8万吨，平均值为57.2万吨，当前库存处于较高位置。

展望未来，玻纤行业的主要影响因素是供给端行业自律是否落实到位，如24Q3行业共投产40万吨新增产能，少于此前预期，因此价格较为坚挺，企业盈利能力环比改善。如能更好地发挥企业协同自律的机制，则玻纤有望进一步提价，企业盈利中枢有望上移。

图27：2024.06至今，玻纤库存环比持续上升



资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

请务必参阅正文之后的重要声明

表16：23Q1-24Q3，玻纤企业经营数据

单季度收入 (亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国巨石	36.7	41.6	36.0	34.5	33.8	43.6	38.9
中材科技	42.6	81.2	58.5	76.6	44.3	61.1	62.7
国际复材	17.4	17.8	17.7	18.7	15.4	19.4	19.1
山东玻纤	6.3	5.4	5.0	5.4	5.1	5.0	4.7
长海股份	6.0	7.0	6.8	6.2	5.8	6.4	6.8
宏和科技	1.2	1.7	2.1	1.6	1.9	2.2	2.1
单季度收入增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国巨石	-28%	-39%	-14%	-16%	-8%	5%	8%
中材科技	-9%	20%	-8%	-4%	-12%	-17%	6%
国际复材	0%	0%	-11%	-2%	-12%	9%	8%
山东玻纤	-25%	-30%	-11%	-14%	-18%	-7%	-5%
长海股份	-20%	-10%	-10%	-14%	-4%	-9%	0%
宏和科技	-31%	2%	73%	8%	55%	31%	1%
单季度归母净利润 (亿元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国巨石	9.2	11.4	6.1	3.7	3.5	6.1	5.7
中材科技	4.2	9.7	3.2	5.2	2.2	2.5	1.4
国际复材	1.1	2.0	1.1	1.3	-0.7	-0.3	-0.6
山东玻纤	0.9	0.3	-0.12	-0.005	-0.9	-0.1	-0.13
长海股份	0.8	1.3	0.8	0.1	0.5	0.7	0.8
宏和科技	-0.04	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.1
单季度归母净利润增速	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国巨石	-50%	-52%	-53%	-66%	-62%	-46%	-6%
中材科技	-43%	-15%	-43%	-54%	-48%	-75%	-55%
国际复材	-	-	-58%	-31%	同比转亏	同比转亏	同比转亏
山东玻纤	-51%	-82%	同比转亏	同比转亏	同比转亏	同比转亏	亏损扩大
长海股份	-64%	-35%	-56%	-96%	-38%	-45%	4%
宏和科技	同比转亏	同比转亏	同比转亏	同比转亏	亏幅扩大	同比转盈	同比转盈
单季度毛利率	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
中国巨石	30%	29%	27%	26%	20%	23%	28%
中材科技	28%	24%	22%	25%	19%	18%	17%
国际复材	22%	24%	21%	19%	15%	15%	14%
山东玻纤	15%	14%	9%	4%	-3%	10%	12%
长海股份	28%	27%	24%	19%	22%	24%	24%
宏和科技	16%	4%	5%	12%	12%	18%	19%

资料来源：wind，光大证券研究所

### 3.3 玻纤：价格触底回升，行业自律带来盈利中枢上移

我们复盘了2023年末玻纤行业新建产线投产计划，截至24年9月末，有多条产线点火时间推迟，部分产线至今尚未投产。我们判断部分由于行业整体盈利水平偏低抑制了企业投产意愿，部分由于行业自律初见成效，各家企业投产节奏更加理性。在此背景下，行业供需格局基本维持平衡，24年8-9月行业库存仅有小幅上升。目前看，行业自律已成为业内共识，并得到不断加强，企业看重盈利超过看重产能规模的增长，行业盈利中枢有望环比逐渐改善。

表17：2023年末玻纤行业新建产线点火投产计划，实际有多条产线点火时间推迟

大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能(万吨)	产品结构	23年12月末计划投产时间	截至24年9月末，实际投产进度	是否推迟
华北	河北	邢台金牛	邢台	5线	15	无碱玻纤粗纱	已在建设，24年5月/7月计划点火	2024.9.20新点火	√
华东	江苏	长海股份	常州	4线	15	合股类	在建，工期比较长，预计24年年中点火	2024.8.28点火，目前处烤窑阶段，10月初陆续投产	
华东	山东	山东玻纤	沂水	4线	17	ECER玻纤	技改计划延后，实际新增11万吨/年，但点火时间继续延后，目标先新建	建设中，实际新增11万吨/年，24年2月底开工，初步预计年底点火	
华东	山东	山东玻纤	沂水	7线	15	高模量玻纤	该线6月份已动工。原定12月份存点火，现或延期。	2024.1.16新点火	
华东	山东	山东玻纤	沂水	8线	12	ECER玻纤	新线点火后 再进行技改，计划24年点火	新线点火后，再进行技改，初期计划24年年底左右点火，但有延后可能	√
华东	江苏	中国巨石	淮安	1线	10	高性能无碱粗纱	初步动工，预计2024年3月点火	2024年5月10日点火，6月上旬陆续投产，合股纱为主	√
华东	江苏	中国巨石	淮安	2线	10	高性能无碱粗纱	已拿地，暂无动工	2024年7月26日点火，按照烤窑时间，8月20号前后出窑头纱	
华中	江西	中国巨石	九江	5线	20	无碱粗纱	无	点火时间或延后，24年年底视行情而定	√
华北	山西	泰山玻纤	山西	1线	15	无碱粗纱	一期15万吨奠基仪式开了，已动工，预计24年上半年投产	山西一线预计点火时间推迟至年底	√
西北	内蒙古	内蒙古天皓	呼和浩特	一期	12	ECR玻纤	已基本完工，计划点火时间延后。	2024年3月26日点火，5月烤窑陆续出窑头纱	
西北	内蒙古	内蒙古天皓	呼和浩特	二期	12*2	无碱粗纱	已于2023年10月11日开工建设，预计2024年8月建成投产。	已于2023年10月11日开工建设，前期计划2024年8月建成投产，目前进程非常慢。初步计划24年底，但有可能会延后	√

资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.09

- ❑ 4.1 基本面仍有压力，减值风险或将降低
- ❑ 4.2 存量市场终将启动，关注零售业务布局

# 4.1消费建材：基本面仍有压力，减值风险或将降低

消费建材大部分领域需求端与房地产竣工关联度最高，其次是房地产新开工，参考两者同比增速走势，预计未来2-3年竣工端企业下游需求将持续承压，行业快速下行期企业盈利能力或快速下行。

另一方面，21年至今，消费建材公司减值比例总体呈现下降趋势，房地产支持政策持续释放及房地产销售边际回暖背景下，消费建材企业减值风险或将降低。

表18：21年至今，消费建材公司减值比例总体呈现下降趋势

公司名称	减值损失占收入的比重				归母净利率			
	2021	2022	2023	2024年前三季度	2021	2022	2023	2024年前三季度
北新建材	-0.1%	-0.8%	-0.2%	-0.1%	16.6%	15.7%	15.7%	15.4%
伟星新材	-0.1%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	19.1%	18.7%	22.5%	16.5%
三棵树	-7.3%	-2.7%	-4.1%	-1.8%	-3.6%	2.9%	1.4%	4.5%
东方雨虹	-0.8%	-1.3%	-3.2%	-3.0%	13.2%	6.8%	6.9%	5.9%
兔宝宝	-1.4%	-3.8%	-2.6%	-1.6%	7.6%	5.0%	7.6%	7.5%
坚朗五金	-1.4%	-2.2%	-1.7%	-2.9%	10.1%	0.9%	4.2%	0.7%
亚士创能	-16.9%	-4.5%	-7.0%	0.2%	-11.5%	3.4%	1.9%	-1.1%
科顺股份	-3.5%	-3.4%	-10.4%	-3.1%	8.7%	2.3%	-4.3%	2.5%
凯伦股份	-9.9%	-7.4%	-5.2%	-4.5%	2.8%	-7.5%	0.8%	-1.8%
公元股份	-0.6%	-4.8%	-2.8%	-0.3%	6.5%	1.0%	4.9%	3.1%
平均值	-4.2%	-3.1%	-3.7%	-1.7%	6.9%	4.9%	6.2%	5.3%

资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

表19：消费建材龙头企业财务数据

收现比	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
北新建材	72%	96%	94%	146%	68%	98%	89%
伟星新材	121%	118%	101%	110%	118%	110%	106%
三棵树	141%	86%	110%	149%	135%	79%	113%
东方雨虹	110%	82%	97%	124%	103%	85%	115%
兔宝宝	119%	102%	102%	107%	98%	101%	100%
坚朗五金	118%	105%	105%	108%	101%	83%	100%
营业周期(天)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
北新建材	128	111	118	99	114	104	107
伟星新材	193	159	150	125	213	181	166
三棵树	252	199	186	165	219	174	164
东方雨虹	214	201	209	184	211	203	201
兔宝宝	169	113	97	76	105	77	69
坚朗五金	380	322	295	262	353	311	308
净营业周期(天)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
北新建材	80	65	73	59	66	57	62
伟星新材	124	99	94	77	143	115	102
三棵树	13	9	11	-4	20	10	4
东方雨虹	152	138	147	128	150	145	142
兔宝宝	54	27	18	1	-3	-23	-16
坚朗五金	145	129	126	103	173	141	137
单季度毛利率	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
北新建材	27%	33%	32%	27%	29%	33%	30%
伟星新材	37%	44%	48%	45%	41%	43%	43%
三棵树	30%	32%	32%	32%	28%	29%	29%
东方雨虹	29%	29%	29%	23%	30%	29%	29%
兔宝宝	23%	19%	17%	18%	18%	17%	17%
坚朗五金	30%	32%	32%	34%	30%	32%	31%
单季度净利率	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
北新建材	13%	20%	15%	15%	14%	19%	14%
伟星新材	20%	24%	26%	22%	16%	14%	20%
三棵树	1%	8%	7%	-12%	2%	4%	6%
东方雨虹	5%	10%	12%	-1%	5%	7%	5%
兔宝宝	7%	10%	7%	7%	6%	7%	10%
坚朗五金	-5%	4%	6%	8%	-3%	3%	2%

资料来源：wind，光大证券研究所（收现比=销售商品提供劳务收到的现金/营业收入；营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数；净营业周期=营业周期-应付账款周转天数）

## 4.1消费建材：基本面仍有压力，减值风险或将降低

截至2024.10.30，消费建材公司PS估值处于较低历史分位数，部分企业市盈率处在较低历史分位数。

表20：消费建材公司PS估值处于较低历史分位数

证券简称	市盈率PE	市盈率分位数 (%)	市销率PS	市销率分位数 (%)
北新建材	14.8	14.9	2.3	32.4
伟星新材	17.0	36.9	3.8	34.9
三棵树	129.1	99.8	1.8	13.1
东方雨虹	15.0	47.9	1.0	3.2
兔宝宝	15.1	15.3	1.1	28.3
坚朗五金	31.7	55.4	1.3	20.7
亚士创能	55.0	100.0	1.1	26.3
科顺股份	负值	-	0.8	12.3
凯伦股份	129.9	-	1.1	6.0
公元股份	15.1	72.9	0.7	23.7

资料来源：wind，光大证券研究所，PE/PS为2024.10.30收盘价对应估值，分位数区间为上市以来-2024.10.30

## 4.2消费建材：存量市场终将启动，关注零售业务布局

根据七普数据，至2020年底，我国家庭户数共计4.65亿户，人均住房面积111平方米；对应家庭户存量住房面积共517亿平方米。虽然我国已度过快速城镇化阶段，但建筑物“老龄化”催生改善需求，将有效支撑地产产业链需求。

房屋“老龄化”后，户主可能选择购置改善新房或等待政府推进拆迁，我们以517亿平方米为总量，假设更新周期分别为40年/50年/60年/70年，每年拆迁改善比例分别为2.5%/2.0%/1.7%/1.4%，则对应的每年潜在需改善/新建面积可达12.9/10.3/8.6/7.4亿平方米，与房屋新开工面积体量接近（2023年住宅新开工面积为6.9亿平方米），由此判断未来存量建筑更新将带来庞大的产业链需求增量。

新建房市场需求回落，存量房需求重要性上升，在此背景下，扩大零售业务成为企业不得不考虑的经营策略。龙头企业通过扩品类、扩渠道扩张业务成为主流策略之一，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。截至24H1，消费建材龙头样本企业零售业务占比均有明显提升。

表21：我国居民住房存量面积占比情况

拆迁/改善整体更新周期	每年拆迁/改善占比假设	对应潜在拆迁改善面积(亿平米)
40年	2.5%	12.9
50年	2.0%	10.3
60年	1.7%	8.6
70年	1.4%	7.4

资料来源：七普数据，光大证券研究所测算

表22：24H1消费建材龙头零售业务占比及同比提升

24H1	营业总收入(亿元)	yoy	零售业务收入(亿元)	yoy	零售业务收入占比	占比同比提升幅度(pcts)
北新建材	136	19%	17.8	266%	13%	8.8
东方雨虹	152	-10%	54.4	8%	36%	5.8
三棵树	58	0.4%	18.7	38%	32%	3.7
伟星新材	23	5%	15.4	13%	66%	4.8

资料来源：wind，光大证券研究所

- ❑ 5.1 资产风险仍存，化债预期下或有改善
- ❑ 5.2 破净央国企市值管理，估值有望修复

# 5.1 资产风险仍存，化债预期下或有改善

根据国有四大行财报数据，21-23年，建筑业不良贷款率持续走高，且高于各行业总体水平的幅度逐渐扩大，主要受下游房地产经营活动及流动性收缩影响。另一方面，由于地方政府土地出让金持续下滑，其对PPP项目支付能力下降，市场担忧建筑央企将出现大量资产减值计提。

21-23年，建筑央企减值损失占收入比重及占净资产比重未见明显收敛，资产风险仍存，但在化债政策力度加大背景下，或有边际改善。

表24：建筑业不良贷款率持续高于总体水平

	不良贷款率	2020	2021	2022	2023	2024H1
工商银行	建筑业	3.31%	1.77%	2.09%	3.25%	3.07%
	总体	2.51%	2.22%	2.08%	1.77%	1.63%
农业银行	建筑业	1.31%	2.25%	2.43%	2.04%	1.98%
	总体	2.37%	2.22%	2.00%	1.83%	1.70%
中国银行	建筑业	1.74%	1.28%	0.86%	1.08%	1.05%
	总体	1.46%	1.33%	1.32%	1.27%	1.24%
建设银行	建筑业	1.77%	1.86%	2.58%	2.63%	2.21%
	总体	1.56%	1.42%	1.38%	1.37%	1.35%
平均	建筑业	2.03%	1.79%	1.99%	2.25%	2.08%
	总体	1.98%	1.80%	1.70%	1.56%	1.48%
	建筑业-总体	0.06%	-0.01%	0.30%	0.69%	0.60%

资料来源：wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

表23：21-23年，建筑央企减值损失占收入比重未见明显收敛

减值损失占收入比重				
公司名称	2021	2022	2023	2024年前三季度
中国建筑	-0.7%	-0.7%	-0.6%	-0.5%
中国中铁	-0.7%	-0.5%	-0.6%	-0.4%
中国铁建	-1.0%	-0.7%	-0.9%	-0.3%
中国交建	-1.0%	-1.4%	-1.1%	-0.6%
中国电建	-0.8%	-0.9%	-1.1%	-1.0%
中国能建	-0.6%	-0.7%	-0.8%	-0.4%
中国化学	-0.3%	-0.1%	-0.3%	0.0%
中国中冶	-1.1%	-0.8%	-1.4%	-1.0%
平均值	-0.8%	-0.7%	-0.9%	-0.5%

资料来源：wind，光大证券研究所

表25：21-23年，建筑央企减值损失占净资产比重未见明显收敛

减值损失占净资产比重				
公司名称	2021	2022	2023	2024年前三季度
中国建筑	-3.67%	-3.53%	-3.34%	-1.91%
中国中铁	-2.90%	-2.03%	-2.46%	-0.82%
中国铁建	-3.67%	-2.73%	-3.21%	-0.81%
中国交建	-2.74%	-3.54%	-2.85%	-0.98%
中国电建	-2.99%	-3.31%	-4.17%	-2.45%
中国能建	-1.97%	-2.47%	-2.93%	-1.15%
中国化学	-0.92%	-0.29%	-1.02%	-0.07%
中国中冶	-4.97%	-4.10%	-6.15%	-2.79%
平均值	-3.0%	-2.8%	-3.3%	-1.4%

资料来源：wind，光大证券研究所

## 5.2 破净央国企市值管理，估值有望修复

截至2024.10.30，八家建筑央企全部破净，且PB在历史区间内均处于较低分位数。

在国资委等部门鼓励市值管理相关政策出台背景下，建筑央企市值管理诉求提升，对股价或形成重要支撑，政策或驱动估值修复。

表26：建筑央企PB分位数普遍处于低位


证券代码	证券简称	市净率PB(LF)	市净率分位数 (%)
601868.SH	中国能建	0.95	26.9
601800.SH	中国交建	0.61	21.4
601669.SH	中国电建	0.70	13.4
601117.SH	中国化学	0.84	8.3
601186.SH	中国铁建	0.48	7.2
601668.SH	中国建筑	0.56	6.3
601390.SH	中国中铁	0.55	4.1
601618.SH	中国中冶	0.67	3.7

资料来源：wind，光大证券研究所，PB为2024.10.30收盘价对应估值，分位数区间为上市以来-2024.10.30

表27：国资委等部门鼓励市值管理，建筑央企发布回购计划

时间	相关部委/公司/文件名称	具体内容
2024.1.29	国务院国资委	各中央企业要更加突出精准有效，推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核
2024.9.24	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会	央行创设了股票回购增持专项再贷款，鼓励大股东回购股票，实施市值管理
2024.9.24	中国证监会：《上市公司监管指引第10号——市值管理（征求意见稿）》	鼓励分红、回购等措施，要求主要指数成分股公司披露市值管理制度，长期“破净”公司制定价值提升计划，评估实施效果并公开披露，形成市场约束。建筑板块多为央国企，且多数为重要指数成分股，长期处于破净状态，估值提升压力较大，与过去两年国资委体系的市值管理考核形成共振。
2024.10.15	中国建筑股份有限公司董事会	增持总金额不低于人民币6亿元，不超过人民币12亿元。
2024.10.15	中国能源建设股份有限公司董事会	增持总金额不低于人民币3亿元，不超过人民币5亿元。

资料来源：wind，光大证券研究所，截至2024.10

 政策转暖改善预期，弱现实下关注供给优化

## 6.投资建议：政策转暖改善预期，弱现实下关注供给优化

### 行业中观层面：

我们判断基建投资有收缩压力，判断房地产新开工或已严重超跌，在中央明确提出“促进房地产市场止跌回稳”并出台一系列配套政策的背景下，超跌的房地产基本面或将迎来修复，开工端产业链或率先收益。

### 细分领域层面：

**水泥行业**尝试通过减产来改善供需关系进而支撑价格，若涨价能持续落地，则有望通过改善单吨盈利来对冲需求下滑，水泥龙头企业有望成为建筑建材行业中少有的盈利趋于稳定的品种，“量减价增”或将使其具备相对配置优势。建议关注海螺水泥等。

**玻纤行业**的主要影响因素是供给端行业自律是否落实到位，如24Q3行业新增产能少于此前预期，因此价格较为坚挺，企业盈利能力环比改善。如能更好地发挥企业协同自律的机制，则玻纤有望进一步提价，企业盈利中枢有望上移。建议关注中国巨石等。

## 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。

## 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@ebcn.com

分析师：陈奇凡

📄 执业证书编号：S0930523050002

☎ 电话：021-52523819

✉ 邮件：chenqf@ebcn.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。