

焕新提速，供给转型

华泰研究

2025年6月04日 | 中国内地

中期策略

板块基本面震荡修复中，配置转型跨界与细分景气

回顾今年前五个月，建筑/建材指数均呈现W型震荡走势，建材相对跑赢（沪深300）系25Q1基本面有所改善。展望25H2，我们认为：1) 需求端受内需投资政策和地产止跌回稳拐点影响，重视国内三个焕新需求（存量翻新、城市更新及新产业服务）、海外出海等；2) 供给侧企业转型跨界明显增加，水泥/玻璃行业自律行为有所反复，化债修复有望从中小民企向央企延伸。在政策及基本面短期无明显催化的背景下，我们建议沿着跨界转型和细分区域、产业景气主线进行配置，重点推荐中国建筑、中材国际、中国化学、中国核建、中国建筑国际、华新水泥、中材科技、三棵树、兔宝宝、中国联盟。

建筑工程：出海及产业服务高景气，转型跨界中或有弹性

自2024年11月“6+4+2”万亿元化债方案实施以来，建筑板块资产负债表仍然承压，现金流整体有所改善，但结构上中小民企或更受益，25H2建筑央企ROE和估值修复的核心仍在应收账款周转率的改善。行业景气方面，我们认为核电、风电、电网等“十四五”投资余量较大的领域有望在25H2持续发力，相对看好：1) 海外一带一路；2) 新疆煤化工；3) AI算力基建；4) 核电工程等细分产业机遇。此外，资产负债表承压较大的装饰、园林等建筑企业谋求转型发展，积极跨界打造第二发展曲线，但历史上建筑企业自主转型成功案例较少，本轮出让控制权能否带来彻底转型或更值得关注。

消费建材：行业仍处出清阶段，存量翻新+城市更新平滑需求

我们通过比较行业及公司不同经营指标相较2014年以来的分位数水平，包括营业收入、员工人数、人均产值、毛利率/净利率、信用减值等，认为瓷砖/人造板等竞争格局分散行业反而出清幅度较大，系B端业务大幅缩水，而涂料、板材、管材等相对稳定。25H2我们建议关注地产销售端价格止跌回稳的持续性，竣工需求承压但下行幅度或有限，尤其以旧换新和城市更新政策驱动下，存量重装有望托底消费建材需求。我们认为2024年是存量重装崛起元年，25年有望加速，测算24-26年存量翻新需求或在1100~1200万套/年，CAGR+5%，涂料、管材、石膏板、防水等细分板块有望受益。

工业材料：挖掘科技等新兴产业高端材料需求

展望25H2，我们认为水泥玻璃需要等待供给持续缩量 and 提价拐点，玻纤和碳纤维高端品有望延续高景气。具体而言，1) 水泥：错峰生产共识有所反复，但超产产能规范有望加快行业产能实质性出清，预计全年水泥需求同比-6%；2) 浮法玻璃：若玻璃价格延续下滑趋势则25H2有望出现集中冷修，预计全年均价同比-25%至-18%；3) 玻纤：风电及海外推动25Q1新一轮复价落地，但5月起价格分化；25H2新增供给或放缓，关注Low Dk/Low CTE等高端领域需求放量；4) 碳纤维：国产替代水平和份额大幅提升，24H2以来碳纤维表观消费量持续回升，低空、机器人等高端领域需求旺盛。

风险提示：化债或供给侧政策执行力度低于预期，基建或地产需求恢复不及预期，原材料或燃料成本大幅上涨，测算结论与实际可能存在误差。

建筑与工程

增持 (维持)

建材

增持 (维持)

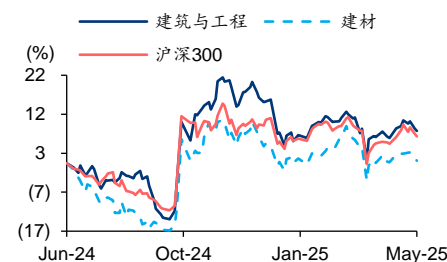
研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

研究员 黄颖
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

研究员 王玺杰
SAC No. S0570524110002 wangxijie@htsc.com
+(86) 755 2388

研究员 樊星辰
SAC No. S0570525040003 fanxingchen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

行业走势图



资料来源：Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中国建筑	601668 CH	8.60	买入
中材国际	600970 CH	13.04	买入
中国化学	601117 CH	9.03	买入
中国核建	601611 CH	10.81	买入
中国建筑国际	3311 HK	15.61	买入
华新水泥	600801 CH	15.11	买入
中材科技	002080 CH	19.60	买入
三棵树	603737 CH	60.14	买入
兔宝宝	002043 CH	13.96	买入
中国联盟	2128 HK	4.36	买入

资料来源：华泰研究预测

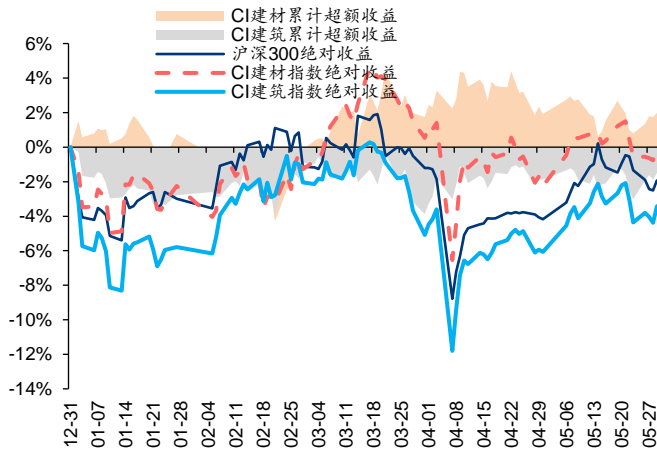
正文目录

板块回顾：政策预期与基本面博弈，指数震荡巩固	3
建筑工程：国企聚焦修复，民企寻求转型，产业赛道高景气	7
化债初见成效，报表修复任重道远.....	7
民企跨界谋转型，并购重组积极性高.....	8
看好海外“一带一路”、国内景气产业服务.....	11
消费建材：出清与转型进行时，两新加速存量重装	16
主动与被动出清共同作用，盈利能力修复分化.....	16
关注销售端止跌回稳，竣工承压但降幅或有限.....	21
存量重装崛起，城市更新催化.....	25
工业材料：水泥玻璃静待供给出清，玻纤碳纤聚焦需求景气	28
水泥：盈利如期修复，产能出清仍待加码.....	28
浮法玻璃：价格延续下滑，等待集中冷修.....	31
玻纤：盈利同比延续改善，高端电子纱需求景气.....	35
碳纤维：需求回升库存下降，持续关注新兴领域拓展.....	40
风险提示.....	44

板块回顾：政策预期与基本面博弈，指数震荡巩固

2025 年以来建筑/建材指数均震荡盘整，整体弱于大盘。截至 2025 年 5 月 30 日，CI 建材指数较 24 年末+0.05%，相比沪深 300 指数+2.5pct、较万得全 A 指数-1.0pct；CI 建筑指数较 24 年末-3.3%，相比沪深 300 指数-0.9pct、相比万得全 A 指数-4.3pct。今年年初元旦节及 4 月初清明节两个假期成为板块下跌的重要时间节点，此后跟随国内较为积极的增量政策及基本面改善预期震荡回升，建筑建材指数均呈现类似 W 型走势。

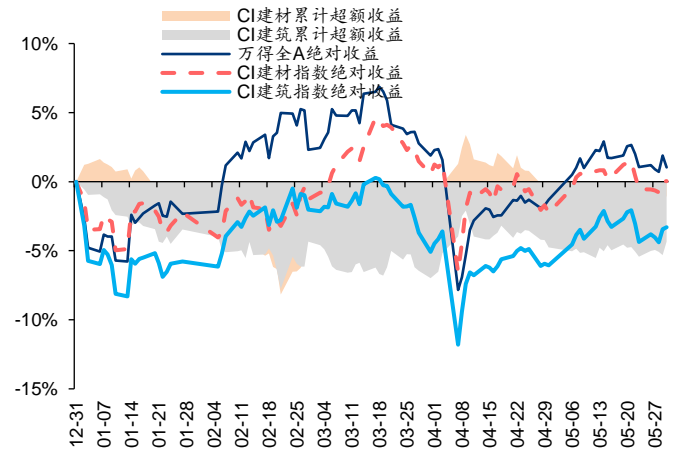
图表1：2025 年以来 CI 建材/建筑指数对沪深 300 指数收益



注：数据截至 2025 年 5 月 30 日，后同。

资料来源：Wind，华泰研究

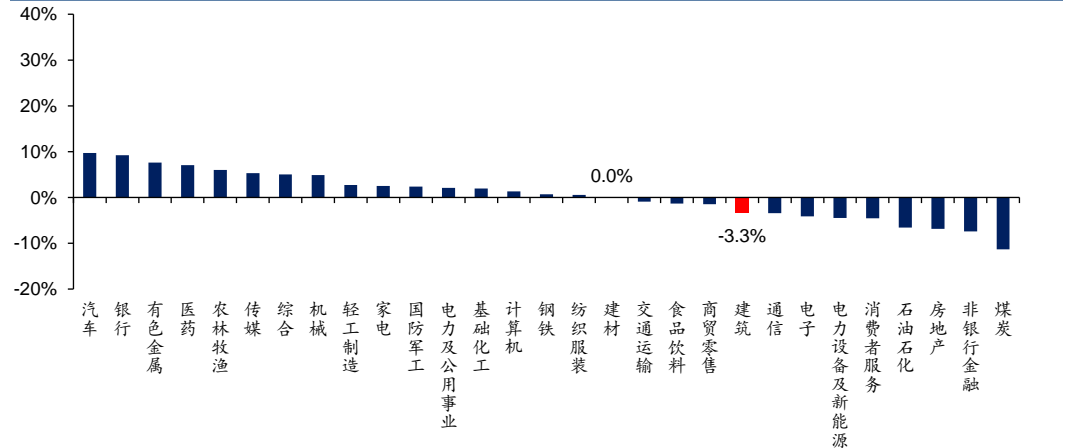
图表2：2025 年以来 CI 建材/建筑指数对万得全 A 指数收益



资料来源：Wind，华泰研究

细分行业来看，建材/建筑年初至今收益率中等偏后，建材收益绝对值好于建筑。截至 2025 年 5 月 30 日，29 个 CI 一级子行业中有 17 个录得正收益，其中建材/建筑分别以+0.0%/-3.3% 的累计涨跌幅居于第 17/21 位，板块表现处于中位偏后。

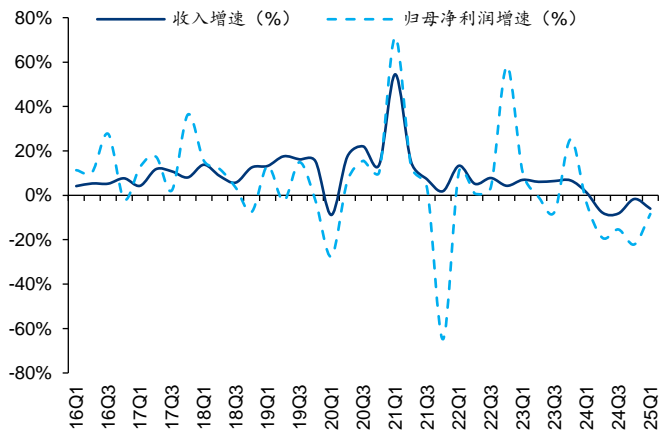
图表3：2025 年年初至今 CI 一级行业累计涨跌幅



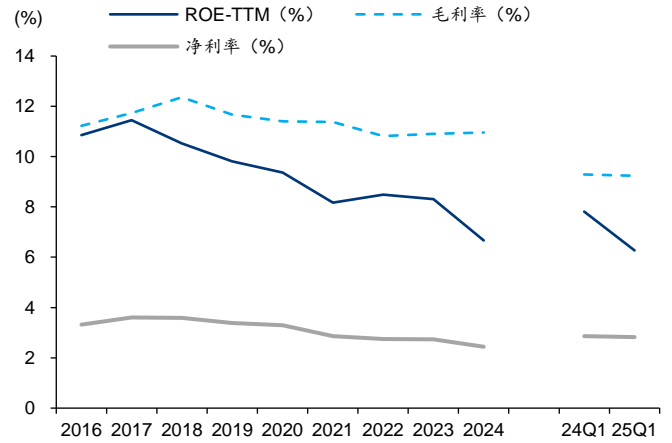
资料来源：Wind，华泰研究

从基本面来看，建筑盈利和现金流整体仍承压，后续仍有赖于经营性债务化解推进。建筑板块 24Q2 开始出现集中性的收入和归母净利润同比下降，且跌势延续至 25Q1，我们认为一方面由于建筑企业，尤其建筑国企资产负债率短期难以突破上限，高质量发展背景下，企业经营重心向盈利和回款更优的项目倾斜；另一方面则是由于 2024 年工程项目资金到位和建筑企业现金流改善偏缓，2023-2024 年建筑板块经营性现金流净额连续两年减少，25Q1 板块净流出 4447 亿元，较 24Q1 的 4374 亿元净流出仍然有所扩大。

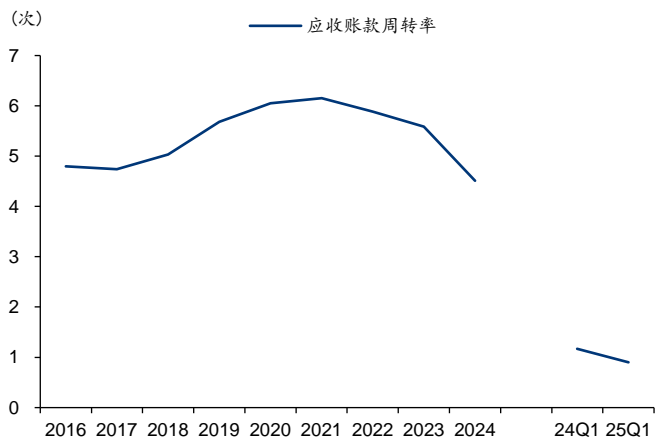
2024年11月以来，一揽子增量政策及“6+4+2”万亿元方案积极出台推动隐性债务化解，部分中小建筑企业回款有所改善，但建筑国企现金流与PPP存量项目和经营性债务化解更为相关，且应收款项规模较大，导致2024年以来建筑板块应收账款周转率同比仍在下降。从ROE拆分来看，我们认为建筑板块毛利率较为稳定，核心是净利率和应收账款周转率的改善，未来建筑板块ROE企稳是板块估值提升的重要因素。

图表4：16Q1-25Q1 建筑行业单季度收入及归母净利润同比


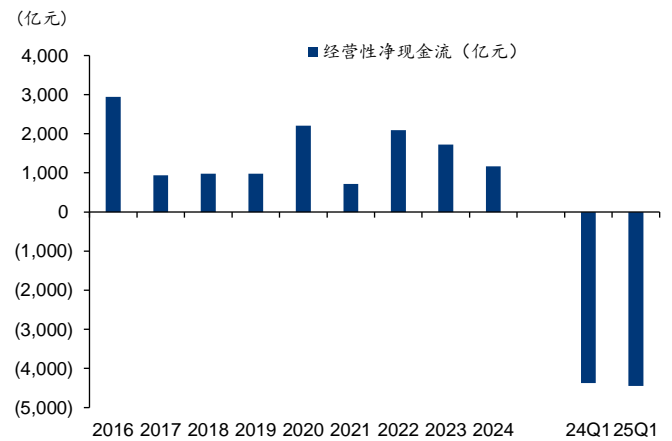
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：2016-25Q1 建筑行业毛利率、归母净利润率及ROE走势


资料来源：Wind，华泰研究

图表6：2016-25Q1 建筑行业应收账款周转率


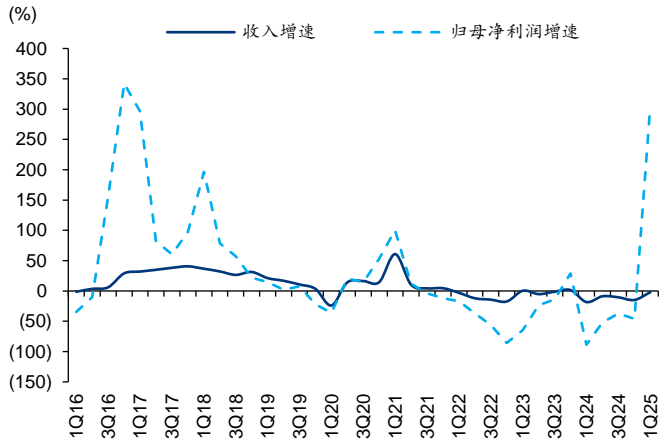
资料来源：Wind，华泰研究

图表7：2016-25Q1 建筑行业经营性净现金流


资料来源：Wind，华泰研究

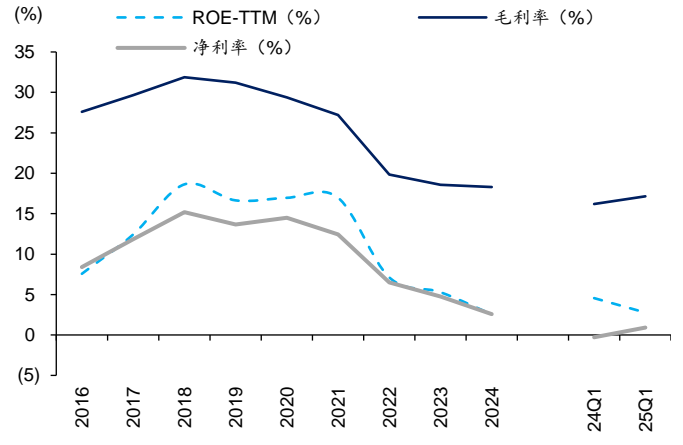
水泥和玻纤盈利改善推动建材板块25Q1基本面有所企稳。由于受地产周期影响更为明显，建材板块2022年即开始出现收入和归母净利润的集中性下降，2023年保交楼推动下板块基本面阶段性改善，但2024年因需求承压而回落。24H2在水泥、玻纤等重点板块积极推动复价（消费建材24Q3开始复价），带动建材行业基本面震荡回升。

图表8：16Q1-25Q1 建材行业单季度收入及归母净利润同比



资料来源：Wind, 华泰研究

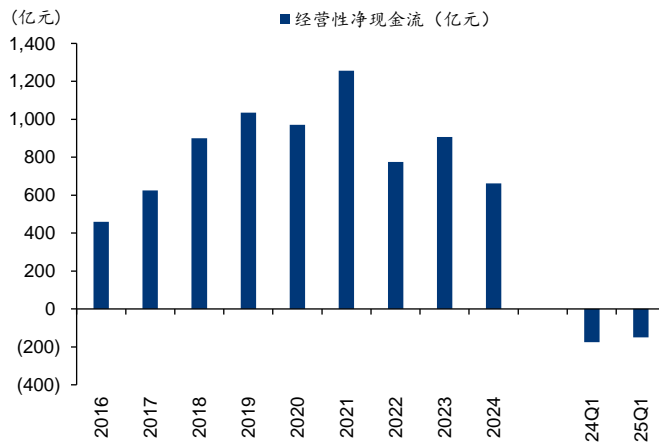
图表9：2016-25Q1 建材行业毛利率、归母净利率及 ROE 走势



资料来源：Wind, 华泰研究

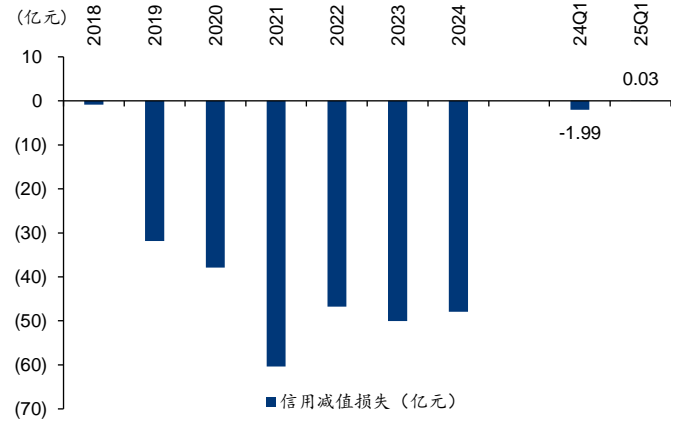
而在现金流和减值方面，建材板块 25Q1 整体也呈现较为积极的变化。受行业季节性和施工习惯影响，CS 建材板块 25Q1 经营现金净流出 150 亿元，但较去年同期的 176 亿元有所收窄，这与建筑板块 25Q1 经营净现金继续减少的趋势不同。建材板块于 2021 年集中大规模计提信用减值后，2022-2024 年信用减值损失分别为 47/50/48 亿元，总体较为平稳，且集中在消费建材板块。从主要的应收类款项增幅来看，建筑行业回款的解决进度将影响上游建材企业现金流改善。

图表10：2016-25Q1 建材行业经营性净现金流



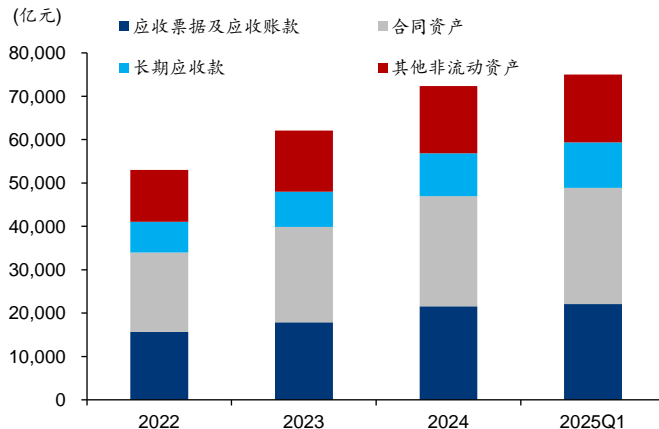
资料来源：Wind, 华泰研究

图表11：2018-25Q1 建材行业信用减值损失



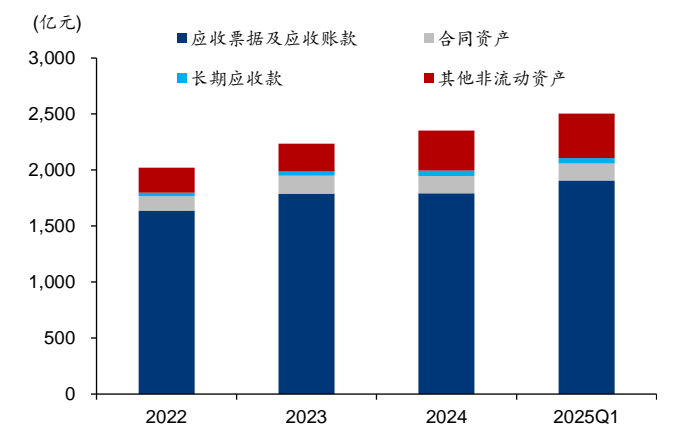
资料来源：Wind, 华泰研究

图表12：2022-25Q1 建筑行业应收相关款项合计



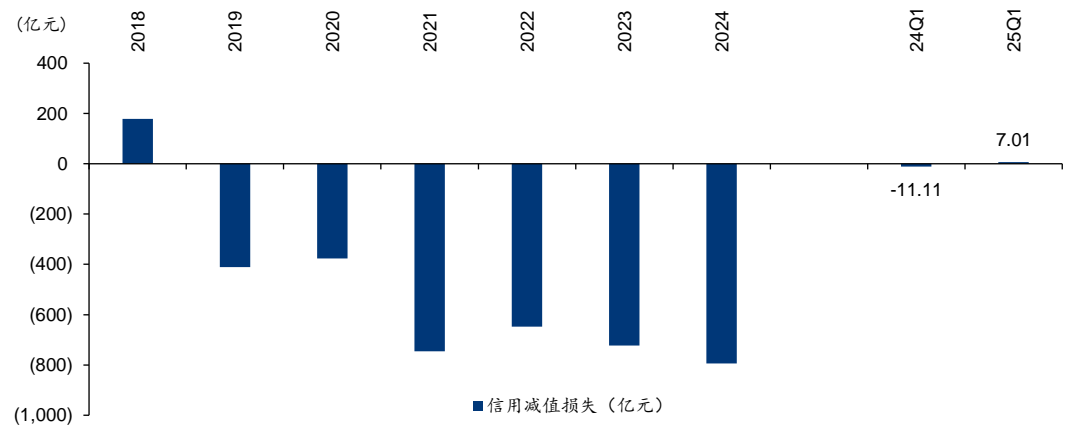
资料来源：Wind, 华泰研究

图表13：2022-25Q1 建材行业应收相关款项合计



资料来源：Wind, 华泰研究

图表14：2018-25Q1 建筑行业信用减值损失



资料来源：Wind，华泰研究

建筑工程：国企聚焦修复，民企寻求转型，产业赛道高景气 化债初见成效，报表修复任重道远

自 2024 年 11 月以来，“6+4+2”万亿元化债方案实施以来，2024 年债务置换资金合计达到 3.38 万亿元，2025 年截至 5 月 26 日，今年 2.8 万亿元用于化债的地方债券累计发行已超 2 万亿元，其中发行特殊再融资专项债合计达 1.63 亿元，进度 81.5%，发行特殊新增专项债规模达 1573 亿元，进度约 20%。

与历史化债主要通过政府低息债务置换不同，本轮化债兼顾清理拖欠企业账款。以上市公司为观测对象，自政策出台以来，建筑板块资产负债表仍然承压，现金流整体有所改善，但结构上中小民企或更为受益。从应收类资产规模看，仍然呈现持续增长的压力，截至 25Q1 末，建筑板块应收账款、合同资产、其他非流动资产分别为 2.21/2.68/1.57 万亿，同比增加 3802/3600/1179 亿元，较 24Q4 末增加 568/1371/114 亿元。从现金流看，建筑板块（24Q4+25Q1）实现经营性净现金流 1668 亿元，同比（23Q4+24Q1）显著增加 1534 亿元，其中基建链改善最为明显，但大基建和中小建企现金流好转的原因分化较大，大基建同比增加 1346 亿元，（24Q4+25Q1）流入同比减少 900 亿，主要系流出同比大幅减少 2247 亿元；中小建企同比增加 174 亿元，达到 19 年以来最好水平，主要系流入增加较多达 410 亿元，流出同比增加 236 亿元，我们认为民企受益化债的情况更为显著。

图表15：建筑及其细分板块上市公司（24Q4+25Q1）经营性现金流同比显著改善

	19Q4+20Q1	20Q4+21Q1	21Q4+22Q1	22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	24Q4+25Q1	同比
CS 建筑	636	2,035	-252	657	134	1,668	1,534
设计咨询	42	59	87	47	22	58	35
园林工程	-3	30	-2	3	23	17	-6
中小建企	34	46	-80	25	-21	153	174
钢结构	19	-13	1	-10	9	26	16
装饰工程	29	26	-26	12	7	15	8
大基建	679	1,819	-267	512	41	1,388	1,346
国际工程	-11	12	43	50	33	58	25
化工工程	-29	39	30	54	-11	-44	-33

资料来源：Wind，华泰研究

图表16：子板块中小建企（24Q4+25Q1）经营性现金流入同比改善最为显著

	19Q4+20Q1	20Q4+21Q1	21Q4+22Q1	22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	24Q4+25Q1	同比
CS 建筑	30,116	40,384	45,151	45,171	46,883	46,130	-753
设计咨询	562	627	672	650	804	732	-72
园林工程	253	299	278	207	193	192	-1
中小建企	1,992	2,388	2,678	3,098	2,907	3,317	410
钢结构	254	320	353	365	389	409	20
装饰工程	666	727	631	635	619	532	-87
大基建	26,185	34,298	36,160	37,741	39,073	38,173	-900
国际工程	408	448	548	559	587	561	-25
化工工程	653	2,217	1,609	1,832	2,124	1,937	-187

资料来源：Wind，华泰研究

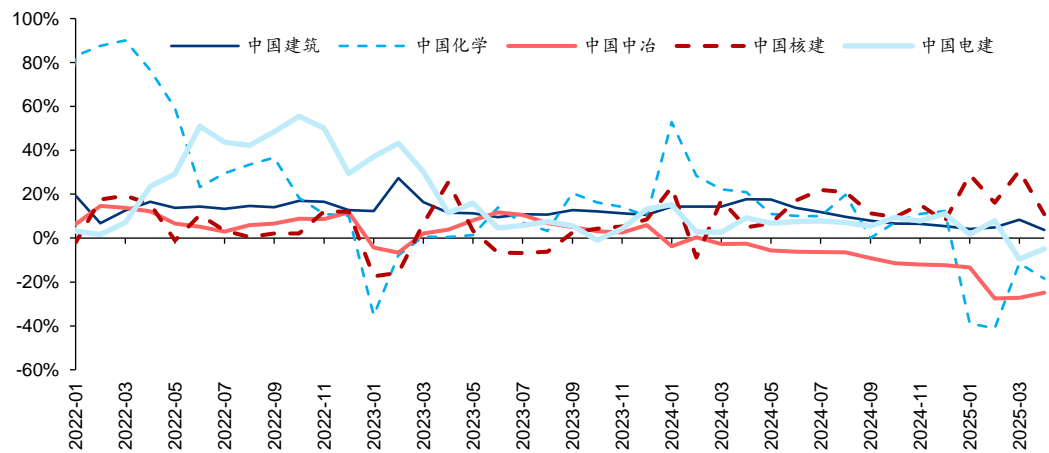
图表17：子板块大基建（24Q4+25Q1）经营性现金流出同比大幅减少

	19Q4+20Q1	20Q4+21Q1	21Q4+22Q1	22Q4+23Q1	23Q4+24Q1	24Q4+25Q1	同比
CS 建筑	29,563	38,402	45,543	44,021	46,749	44,463	-2,286
设计咨询	517	565	580	591	782	675	-107
园林工程	257	269	281	211	171	175	5
中小建企	1,958	2,344	2,751	3,022	2,928	3,164	236
钢结构	237	332	352	379	379	383	4
装饰工程	637	701	658	625	612	518	-95
大基建	25,560	32,513	36,427	36,802	39,032	36,785	-2,247
国际工程	420	436	505	518	553	503	-50
化工工程	682	2,178	1,579	1,813	2,135	1,982	-154

资料来源：Wind，华泰研究

从建筑企业新签订单来看，2024年以来板块新签订单震荡承压，板块机遇呈现较为明显的区域性和行业结构分化。建筑行业2024年集中出现年度营收和归母净利润的同比下滑，新签订单承压，而25Q1国内投资政策端尚待完全发力，重点建筑央企中，除中国核建新签订单保持较高景气外，其他建筑央企新签订单自24Q2震荡下行。中长期来看，行业或持续开启深度整合，区别于2015-2018年置换化债的同时，彼时还推出了货币宽松、棚改、PPP等政策稳增长，需求放量下建筑企业开启新一轮加杠杆周期。而当前阶段，随着我国经济增长动能加速切换，我们预计建筑工程行业已进入存量时代，民企不断退出市场，央企企加杠杆扩张意愿减弱，由规模导向加快转向高质量发展，我们认为中长期行业将继续洗牌，央企企份额有望加快提升，在化债背景下将更加聚焦报表修复。

图表18：主要建筑央企新签合同逐月累计同比增速



注：中国建筑为建筑业务新签合同同比增速，未包括地产业务合同。

资料来源：公司公告，华泰研究

民企跨界谋转型，并购重组积极性高

建筑行业进入存量发展时代，企业谋求转型发展，众多民企跨界打造第二发展曲线。根据我们梳理，建筑转型的主要分以下几种情形：1) 主业稳健，有较强的实力从容寻找第二曲线，例如江河集团2015年转型眼科医疗业务、城地香江2018年转型数据中心领域、上海港湾2023年投资钙钛矿太阳能电池，探索钙钛矿材料在商业航天等新兴领域的运用等、海南华铁2024年开展算力租赁业务；2) 主业承压较大，重组迫切性高，例如2023-2024年众多ST企业转型半导体、新能源等景气产业领域，以此前2018年率先受PPP清理冲击的园林企业、2021年受地产链影响最为显著的装饰企业居多，其报表承压较大。

历史上来看，建筑企业跨界转型中城地香江、天域生物、杰恩设计、华图山鼎第二曲线收入占比逐渐提升至60%以上，但仅华图山鼎24年有所盈利，其余公司整体仍处于亏损状态。我们认为随着建筑行业需求放缓，进入深度整合阶段，板块上市公司主动或被动转型大势所趋，但跨界转型经营难度较高，自主转型成功案例较少，本轮出让控制权带来的彻底转型或更值得关注。

图表19：上市建筑公司跨界转型情况梳理

代码	名称	24年营收 (亿)	24年归母 净利(亿)	跨界转型方向	转型契机	转型进展
002717 CH	ST 岭南	8.62	-9.84	文化创意	2015年收购恒润科技进入文化创意产业。	拥有专业影视IP打造与制作团队，握有“龙域猎手”“摩登部落之奇幻冒险”“龙腾华夏”等优质IP，24年文化旅游收入4270万元，占比5%。
601886 CH	江河集团	224.06	6.38	医疗	2015年收购澳大利亚最大的眼科连锁医院Vison，开始拓展医疗业务。	截至2024年底，公司已在海内外运营超过40家眼科医院，24年眼科医疗板块实现营收10.95亿元。
002822 CH	ST 中装	23.19	-17.87	物业	2017年战略入股赛格物业25%，切入物业管理，2020年收购嘉泽特100%股权。	2024年物业收入6亿，占比26%。
600234 CH	科新发展	3.75	0.40	广告营销	2018年开展广告营销业务。	2024年互联网广告营销收入200万，实现扭亏为盈，尚在探索阶段。
603843 CH	*ST 正平	13.62	-4.84	矿产资源	2018年转型矿业领域。	2024年生光矿业已受让取得了格尔木市那陵郭勒河西铁多金属矿M1矿区采矿权，M1磁异常区经评审确定资源量铜矿石约556万吨、铁矿石约636万吨、锌矿石约120万吨。M3磁异常区正在开展详查工作。
603887 CH	城地香江	16.21	-3.45	IDC	2018年，公司通过并购香江科技（主营IDC设备及2024年IDC收入占98%，通过定增引入中能智算解决方案）切入数据中心领域，开启“去房”转型。	作为控股股东，加速“去房化”战略，剥离房地产相关业务。
603717 CH	天域生物	8.02	-1.07	生猪养殖	2019年天域生态正式涉足生猪养殖业务，成立于2024年实现生猪销售30.81万头，收入5.79亿，司天域牧业，布局种猪繁育及商品猪养殖基地。	占比72%，剥离生态环境业务，强化农牧食品板块。
300536 CH	农高环境	2.32	-0.77	算力	2020年开始布局显示驱动芯片业务，2023年开始进军算力服务器销售、租赁与组网服务领域。	2024年算力综合服务业务相关收入1亿，占比达到47%。
300500 CH	启迪设计	11.85	-0.99	新能源	2021年开始发展新能源业务，开发BIPV产品、投2024年新能源收入1.2亿，较2021大幅下滑，毛资设立新能源合资公司、引入中能华安（北京）新利亏损3926万元。能源科技有限公司作为战略投资者。	
002163 CH	海南发展	39.12	-3.79	免税	2021年1月，海南发展以非公开协议转让方式受让海南控股表示，将调动全集团资源支持全球精品改全球精品的全资子公司——海南海控免税品集团善业绩，确保在最短时间内完成资产注入。	45%股权，作价1350万，开启免税业务的实质性布局。
300668 CH	杰思设计	5.86	-0.12	大健康	2021年设立全资子公司“杰善健康”，加强大健康2024年运营推广实现收入3.65亿，占比持续提升及相关产业布局，提供整套营销推广服务解决方案。至62%。	
002963 CH	豪尔赛	4.59	-1.79	换电重卡	2022年正式布局换电重卡业务。	2024年建成19座换电站，覆盖山西、山东、内蒙古等地区。
000628 CH	高新发展	71.27	0.61	半导体	2022年通过并购正式进入半导体行业。	2024年功率半导体收入8587万元，仍处于亏损阶段。
605289 CH	罗曼股份	6.88	-0.35	数字娱乐	2022年通过设立控股子公司上海霍洛维兹数字科技有限公司，正式进军数字文娱领域，2024年完成对英国Holovis的收购，强化虚拟现实技术及沉浸式体验能力。	2024年数字文娱收入1.4亿元，占比20%。
301024 CH	霍普股份	1.39	-1.13	新能源	2022年11月通过增资江苏爱珀科科技有限公司，2024年，建筑绿能业务实现收入3382万元，同比正式布局光伏、储能电站的投资运营及EPC服务。增长94%，占比提升至24%。	
603388 CH	*ST 元成	1.46	-3.25	半导体	2022年12月通过收购硅密（常州）电子设备有限公司2024年半导体收入5526万元，占比38%。公司51%的股权，正式进入半导体设备领域。	
600193 CH	*ST 创兴	0.84	-1.93	信息服务、算力	2023年将移动信息服务和算力服务作为公司战略转型的双轮驱动力。	2024年移动信息服务业务营业收入为1,942万元，算力服务业务尚未实现营业收入。
605598 CH	上海港湾	12.97	0.93	钙钛矿、商业航天	2023年8月，公司成立控股子公司上海伏羲空科公司能源系统产品已助力15颗卫星成功发射，40技术有限公司，专注于为卫星、空间飞行器、无人机余套卫星电源系统及太阳帆板与结构机构在轨稳定等提供轻量化、低成本且高效能的空间能源系统解决方案。	
300492 CH	华图山鼎	28.33	0.53	教育	2023年11月，通过全资子公司华图教育科技逐步开展了职业教育领域中的非学历类培训业务。	2024年非学历培训收入28亿，占比99%。
000010 CH	美丽生态	8.42	0.18	新能源、算力	2023年启动新能源业务布局，2024年进入算力领域。	2024年算力设备收入3.4亿，占比0.4%。
001267 CH	汇绿生态	5.87	0.65	光模块	2024年5月以来收购控股钧恒科技51%，转型光模块研发与制造。	2024年，钧恒科技实现收入6.67亿，净利润6967万，其自主研发的COB封装与硅光耦合技术已广泛应用于前沿领域，展现出强劲的成长潜力。
603300 CH	海南华铁	51.71	6.05	算力	2024年5月公司拟投资10亿元开展智算业务，通截至2025年3月，累计签约算力服务金额66.7亿，过向客户提供GPU级高端算力资源租赁及增值服务交付资产超9亿。	

代码	名称	24年营收 24年归母		跨界转型方向	转型契机	转型进展
		(亿)	净利(亿)			
002989 CH	中天精装	3.62	-4.28	半导体	2024年下半年开始加速布局半导体领域，通过间接目前投资的半导体企业多数尚在建设或研发阶段，投资的方式切入ABF载板、先进封装、HBM等细分尚未形成稳定的盈利能力。 领域，已投资或参股科睿斯半导体科技(东阳)有限公司、合肥鑫丰科技有限公司、深圳远见智存科技有限公司，成立了中天数算科技有限公司，旨在整合半导体ABF载板、先进封装、HBM设计制造以及AI算力基础设施的研发与建设资源，强化产业协同，优化资源配置。	
002628 CH	成都路桥	8.10	-0.92	矿产资源	2024年8月与内蒙古喀喇沁旗签署了《战略合作意向协议》，开启了矿产资源领域转型。	
002949 CH	华阳国际	11.67	1.25	微短剧	2024年9月通过设立全资子公司华阳数字文化(江2024年数字文化业务实现收入0.08亿元，占公司西)有限公司正式布局微短剧业务。	全年营收的0.68%。
603316 CH	诚邦股份	3.48	-0.99	半导体	2024年10月通过增资5800万控股东莞市芯存电子2024年存储半导体收入1.1亿元，占比32%。 科技有限公司持股比例51%，正式切入半导体存储领域。	
002743 CH	富煌钢构	39.37	0.51	科学仪器	2024年12宣布并购同一实控人旗下资产中科视界，转型科学仪器。	
002310 CH	*ST东园	8.77	-36.03	新能源	2024年12月，东方园林完成司法重整，引入产业投资人并调整战略方向，重整计划明确将新能源业务列为增量业务核心板块。	
300746 CH	汉嘉设计	10.57	-4.30	数字技术、 机器人	2024年12月以5.81亿现金收购伏泰科技51%股权，聚焦城市治理数字化(如城市内涝预警模型、燃气溯源泄露模型)和机器人技术(如环卫保洁、网格化巡检)。	
002047 CH	*ST宝鹰	21.12	-7.42	新能源	2024年剥离亏损装饰子公司，上市平台下设控股子公司旦华复能、曜灵时代，旦华复能、曜灵时代以打造风电、太阳能等新能源投资、建设、运营一体化为战略目标，将主营业务由建筑装饰逐步向新能源业务转变。	
603955 CH	大千生态	1.15	0.29	宠物服务	2025年3月，大千生态投资设立全资子公司江苏千起步阶段 宠家科技有限公司，由vivo中国区原总裁丁斌担任法定代表人，4月12日，杭州宠胖胖科技有限公司旗下“宠胖胖”微信公众号粉丝转移至江苏千宠家科技有限公司。宠胖胖为“步步高系”孵化的宠物综合服务品牌，目前已在全国布局19家子公司及100家终端门店，业务涵盖宠物医疗、用品等全产业链。而丁斌此前则是宠胖胖科技的总裁。	
603007 CH	*ST花王	0.92	-8.13	半导体、 新能源汽车	重点布局半导体及新能源汽车等新质生产力产业链，2025年3月发布预案，计划收购安徽尼威动力55.50%股权，主营新能源混合动力汽车高压燃油箱系统。同时，实际控制人徐良控制的苏州亿波达微系统技术有限公司和金华富芯微纳电子科技有限公司已在传感器领域有所布局，计划通过与这些关联企业的合作，成立合资公司，聚焦传感器产品的研发与产业化。	
300986 CH	志特新材	25.26	0.74	AI	2025年3月，公司与微观纪元共同设立“上海志特纪元新材料科技有限公司”，推动人工智能与量子计算在新材料研发中的应用，新设立的控股子公司安徽志特小临智能科技有限公司，其主营业务为化学机器人平台及AI for Science新材料研发与产业落地。	

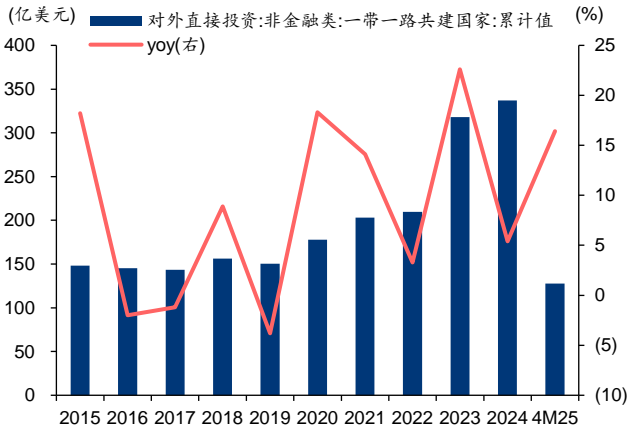
资料来源：公司公告，华泰研究

看好海外“一带一路”、国内景气产业服务

1) “一带一路”持续推进，境外市场高景气，年内重要会议或催化投资机会

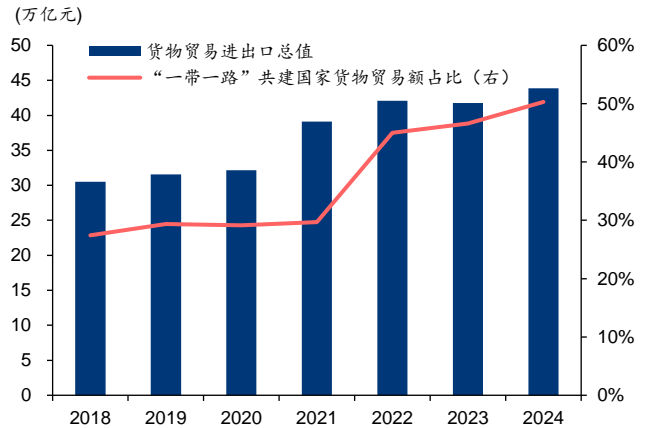
一带一路倡议自 2013 年提出以来，已在基础设施建设、经贸合作、区域互联互通等领域取得显著成果。2024 年，我国对“一带一路”共建国家非金融类直接投资 336.9 亿美元，同比增长 5.4%，2025 年 1-4 月同比增长 16.4%；2024 年对外工程承包新签订单 2673 亿美元，同比增长 1.1%，2025 年 1-4 月同比增长 22.4%，其中“一带一路”共建国家自 2023 年提升至 80% 以上；2024 年我国对共建国家进出口总额 22.1 万亿元，占我国进出口总值的比例提升至 50.3%，较 2018 年提升 22.9pct。

图表20：2020 年以来我国对共建国家非金融类直接投资持续增长



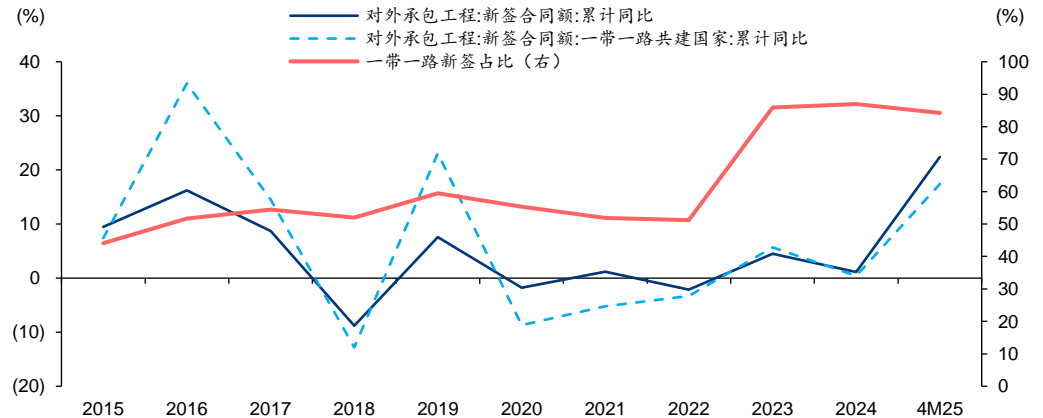
资料来源：商务部，华泰研究

图表21：2021 年以来我国与共建国家货物贸易额占总值比快速提升



资料来源：海关总署，华泰研究

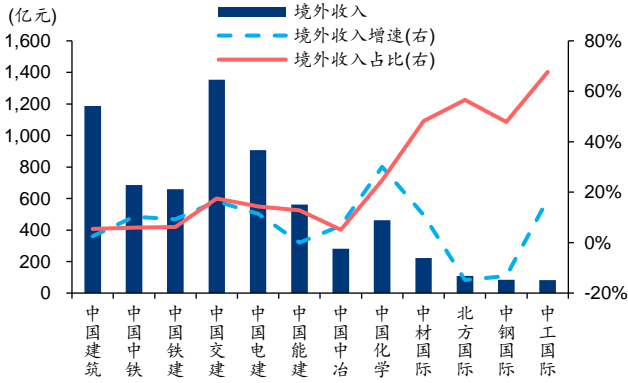
图表22：2023 年以来“一带一路”共建国家新签订单占我国对外工程承包新签比例提升至 80% 以上



资料来源：商务部，华泰研究

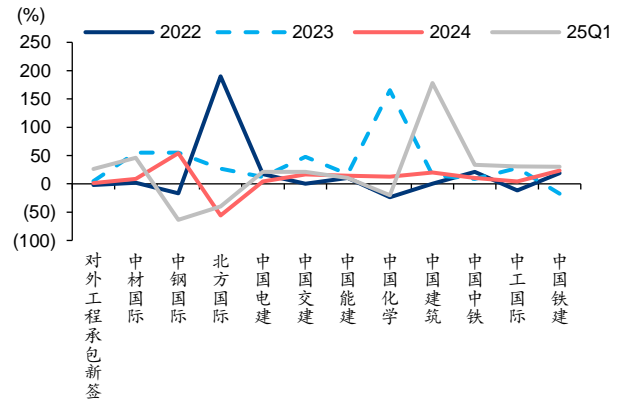
“一带一路”市场高景气，央企出海充分受益。2024 年上市建筑企业子板块收入均出现下滑，归母净利润仅国际工程同比实现增长。从海外市场开拓看，四大国际工程相较八大央企业务规模较小，境外收入占比较高，均在 48% 以上。八大建筑央企中，中国化学 24 年境外收入占比最高约 25%，较 23 年占比继续提升 5pct，中国交建次之约 18%，中国电建和中国能建则分别为 14%/13%。新签订单是市场开拓的领先指标，23 年建筑央企境外新签订单普遍提速，24 年及 25Q1 维持较高景气。四大国际工程中，中材国际、中钢国际和中工国际 23-24 年境外新签订单保持较好增长；八大央企中，中国交建、中国能建、中国建筑、中国中铁 23-25Q1 境外新签增速均持续表现较好，中国铁建则 24-25Q1 境外新签实现连续 20% 以上增长，中国化学 23-24 年境外新签分别实现增速 165%/13%，25Q1 由于高基数影响短期同比-20%。

图表23: 建筑央企 2024 年境外收入规模及占比



资料来源: Wind, 华泰研究

图表24: 建筑央企 2022-2025Q1 境外新签订单增速



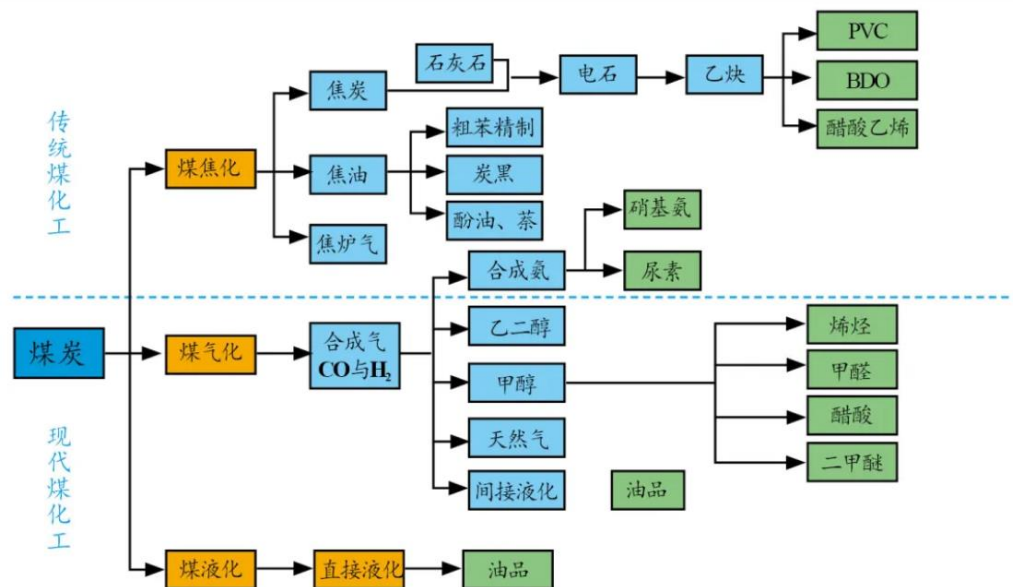
资料来源: Wind, 华泰研究

6 月中亚峰会将在哈萨克斯坦举行，有望催化订单落地、投资机会。中国—中亚机制 2020 年在中方倡导下成立。2023 年 5 月，中国—中亚峰会在西安举行，中国—中亚机制正式升级定型。2024 年 3 月，中国—中亚机制秘书处在西安启动。今年 6 月，第二届中国—中亚峰会将在哈萨克斯坦首都阿斯塔纳举行，哈萨克斯坦驻华大使努雷舍夫表示哈方正积极推进会议筹备工作，将签署包括《阿斯塔纳宣言》在内的一系列重要文件。

2) 煤化工迎来投资高峰，新疆成为重要弹性区域

我国“富煤贫油少气”的能源结构使得煤化工在我国能源安全和经济发展中具有举足轻重的战略地位。煤化工分为传统煤化工和现代煤化工，其中传统煤化工主要指焦化行业、电石行业、氮肥行业、甲醇行业，现代煤化工主要指煤炭液化、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制天然气等。2023 年 6 月，国家发改委等六部门联合发布《关于推动现代煤化工产业健康发展的通知》(以下简称《通知》)，提出要加强煤炭清洁高效利用，推动现代煤化工产业高端化、多元化、低碳化发展。

图表25: 传统煤化工与新型煤化工示意图



资料来源: 中国化学纤维工业协会, 华泰研究

煤制气、煤制油产能距离“十四五”规划目标仍有较大差距。根据《2024 煤炭行业发展年度报告》，2024 年末煤制气、煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇产能分别为 74.55 亿立方米、931 万吨、1972 万吨、1143 万吨。根据《煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见》，到“十四五”末，建成煤制气产能 150 亿立方米，煤制油产能 1200 万吨，煤制烯烃产能 1500 万吨，煤制乙二醇产能 800 万吨，完成百万吨级煤制芳烃、煤制乙醇、百万吨级煤焦油深加工、千万吨级低阶煤分质分级利用示范，建成 3000 万吨长焰煤热解分质分级清洁利用产能规模。

丰富的资源、绿电能源、良好的运输网络使得新疆成为重要弹性地区，“十五五”有望迎来煤化工投资高峰。新疆查明煤炭储量 4500 亿吨，占全国的 25%，预测储量居全国首位，约占全国煤炭资源预测总量的 40%，丰富的煤炭资源为新疆国家级煤电基地、煤制油气战略基地等战略布局奠定了坚实基础；2024 年新疆新能源累计装机规模达 1.048 亿千瓦，通过“源网荷储”一体化建设为煤化工与新能源耦合发展提供了绿电支撑；同时，运输网络的持续优化降低了物流成本。根据中国能源报，24 年 7 月，新疆与国家能源集团、中国石油、中国石化、国家电网等 25 家央企签署了百余个项目合作意向书，合作央企预计到 2028 年，将投资超 9300 亿元用于新疆油气、煤炭、新能源开发建设等关键领域。2025 年 40 多家中央企业计划在疆完成重点项目投资超 3800 亿，同比 24 年计划增长 60%。

3) AI 发展推动算力基建需求快速增长

国内智算中心需求高增，迎投建热潮，建筑企业主要参与智算中心建设、运营、算力租赁等环节。根据国际数据公司（IDC）与浪潮信息联合发布《2025 年中国人工智能算力发展评估报告》(2025/2/13)，2024 年中国智能算力规模为 725.3EFLOPS，同比增长 74.1%，市场规模为 190 亿美元，同比增长 86.9%。预计 2028 年将达到 2781.9EFLOPS，约为 2024 年 3.8 倍，市场规模 552 亿美元，约为 2024 年 2.9 倍。截至 2024 年 11 月，全国已投建的智算中心项目近 150 个，在建及规划建设的智算中心项目近 400 个。

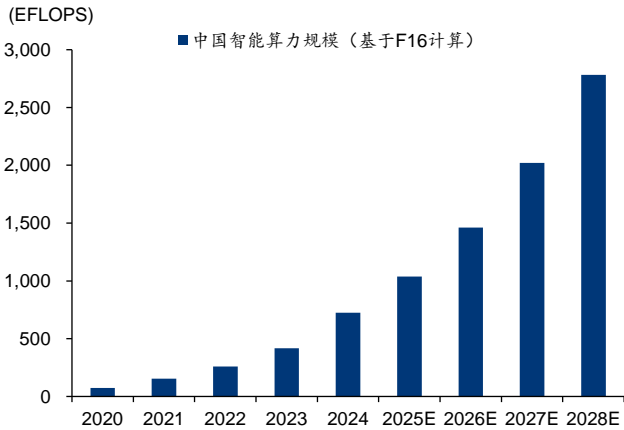
“东数西算”工程实施三年来，八大枢纽节点建设取得显著进展，截至 2024 年 6 月底，直接投资超过 435 亿元，拉动投资超过 2000 亿元，机架总规模超过 195 万架，整体上架率达 63%左右。据国家数据局，截至 2025 年一季度，我国“东数西算”八大枢纽节点算力总规模达到 215.5EFLOPS（每秒百亿亿次浮点运算次数），智能算力规模占枢纽节点算力规模的 80.8%；枢纽节点间 20 毫秒时延圈已基本实现；试点开通 9 条公共传输通道，为中小企业、科研机构提供弹性网络服务。

图表26：算力产业链



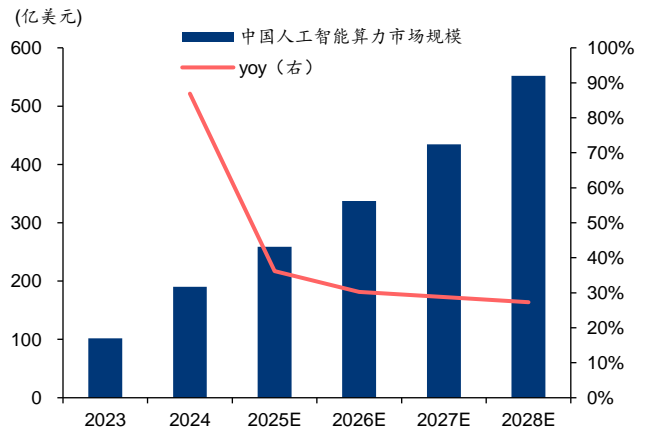
资料来源：撼地产业研究院，华泰研究

图表27：中国智能算力规模及预测



资料来源：《2025年中国人工智能算力发展评估报告》，华泰研究

图表28：中国人工智能算力市场规模及预测



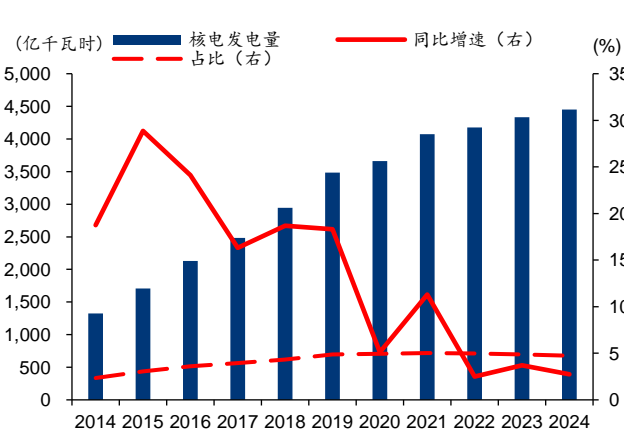
资料来源：《2025年中国人工智能算力发展评估报告》，华泰研究

4) 2025年核电工程审批前置，核电投资可预见性较高

核电投资有望维持高景气。据国家能源局，截至2024年底我国核电累计装机量达6083万千瓦，而据2022年发布的《中国核能发展报告2021》预计，到2025年我国核电在运装机达7000万千瓦左右，在建约5000万千瓦；到2030年核电在运装机容量达到1.2亿千瓦。而2022年发布的《“十四五”现代能源体系规划》中再次提出要求到2025年我国核电运行装机容量达7000万千瓦左右。据中国核能行业协会，我国核电在运机组由2014年的24台增长至2024年的58台，而在建机组于2018年触底后持续回升，2024年达27台。

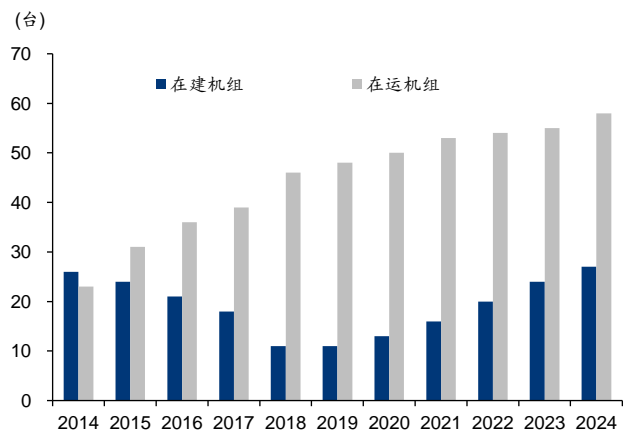
在国家政策的积极推动下，核电机组建设稳步推进，核电装机量有望持续增长。我国核电发展历史上存在一定的周期性，2019年以来，核电新增机组审批渐有“常态化审批”迹象，2019-2021年每年新增审批4-6台机组，并在2022-2023年进一步提高至每年新增审批10台机组，2024年新增核准11台，伴随着新增核准机组的陆续开工，我国核电投资自2019年起恢复增长（2020年受疫情等影响有所下滑），2021-2023年均保持20%以上的增速，2024年同比增长达到55%，2025年1-4月同比增长37%。参考华泰能源转型团队报告《全球核电再启动，铀矿“十年等一回”》（2024/05/10），预计2025-2028年有望延续每年8-10台的核准速度。2025年4月27日召开的国务院常务会议决定核准浙江三门三期工程等核电项目，共计5个工程、10台新机组，较2024年8月审批节奏再次前置，有望推动核电投资继续高增长。

图表29：我国核电发电量及其同比增速/占比



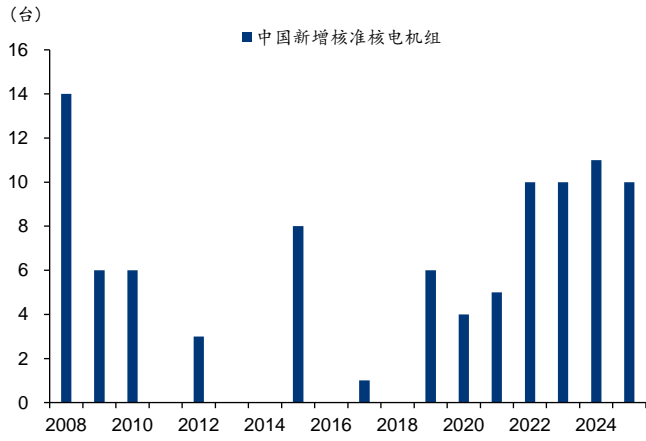
资料来源：Wind，华泰研究

图表30：我国核电在运/在建机组



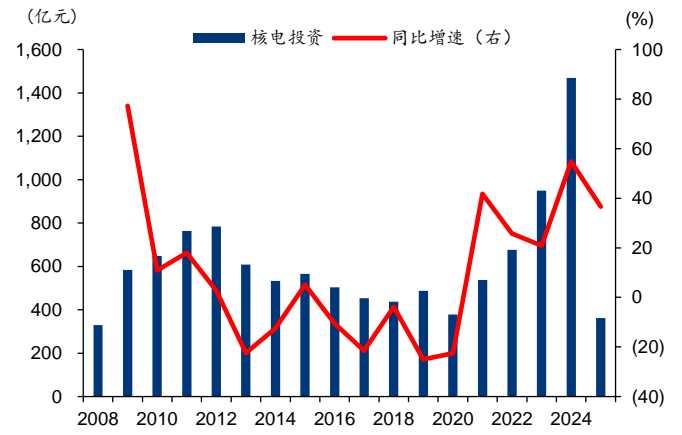
资料来源：Wind，华泰研究

图表31: 我国每年新增核准核电机组数量



资料来源: 中国核能行业协会, 华泰研究

图表32: 2024年核电投资完成额同比增长55%



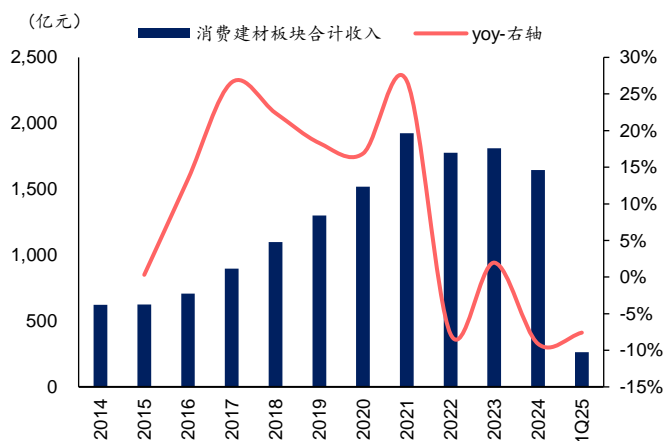
资料来源: Wind, 华泰研究

消费建材：出清与转型进行时，两新加速存量重装

主动与被动出清共同作用，盈利能力修复分化

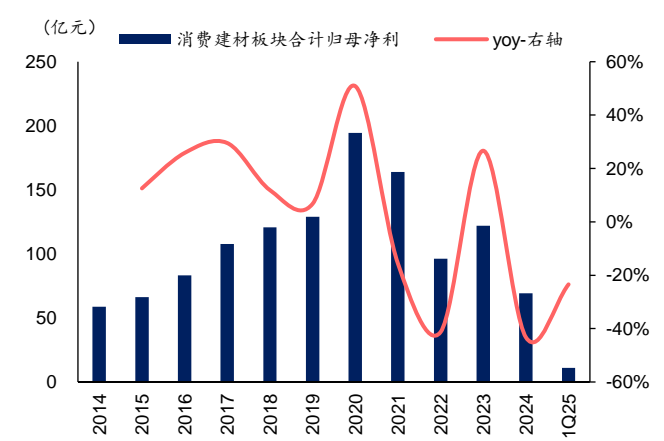
2024年，消费建材板块收入、利润重回负增长，板块及多数企业收入及盈利降至2014年以来的较低分位，需求偏弱叠加行业资金偏紧推动出清态势延续。我们跟踪的21家消费建材板块重点公司2024年总计实现营收1645.44亿元，同比-9.1%，较峰值-14.6%（峰值为2021年的1925.66亿元），年均复合降速为5.1%，处于14-24年以来的78.5%分位；实现归母净利润69.21亿元，同比-43.3%，收入及盈利降幅均超过22年因生产经营活动受限导致的经营不佳，较高点（2020年合计归母净利润为194.37亿元）下降64.4%，年均复合降速为22.8%，为2014年以来的7.7%分位。1Q25板块收入/归母净利润分别为262.18/10.99亿元，同比-7.6%/-23.4%，降幅有所收窄但仍承压，我们预计行业出清仍在进行时。

图表33：2014-1Q25 消费建材行业重点公司营收及增速



资料来源：Wind，华泰研究

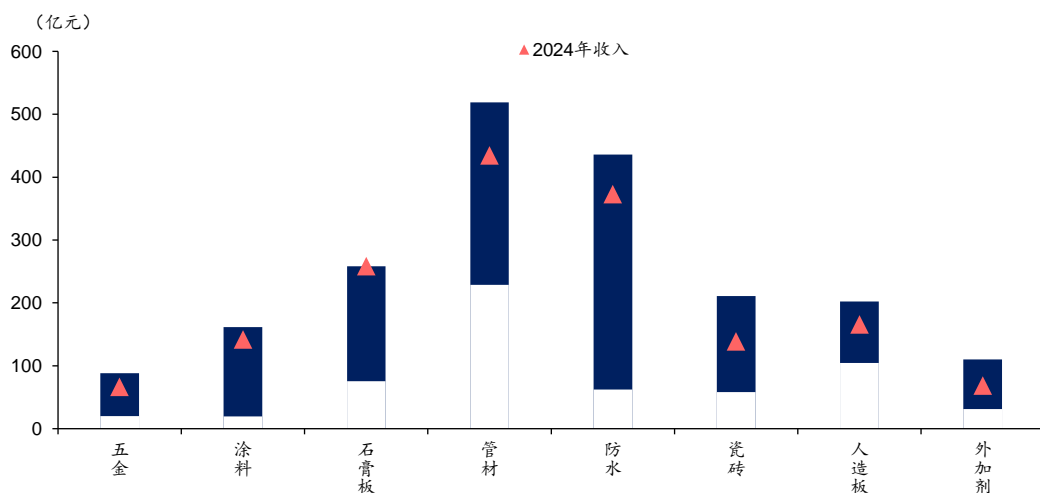
图表34：2014-1Q25 消费建材行业重点公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰研究

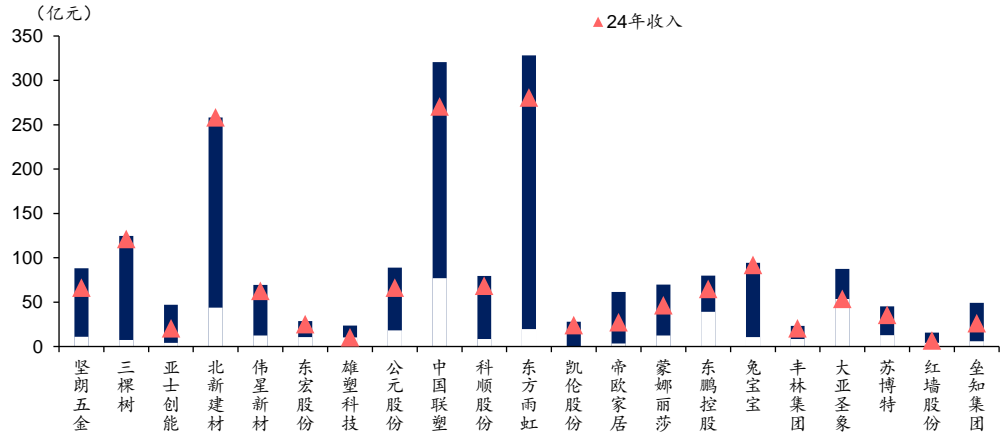
1) 营收角度看，外加剂/瓷砖/人造板行业收入较高点降幅较大，或反映行业被动出清程度较深。考虑到上市公司，多数情况下规模及资金能力占优、抗风险能力较强，故我们以细分板块下各上市公司合计收入规模变化趋势，反映各细分板块行业的需求变化。分板块来看，24年外加剂、瓷砖、人造板子板块上市公司合计营收规模下降较多，较高点分别下降37.7%/34.4%/18.2%，分别降至2014~2024年以来的47.4%/52.5%/62.4%分位，反映行业被动出清程度较深。

图表35：消费建材分板块2014~2024年收入规模峰值/谷值及2024年所处分位



注：数据区间为2014~2024年，柱状图顶为收入峰值，底为收入谷值，数据点为2024年各板块收入规模所处位置，后文同
资料来源：Wind，华泰研究

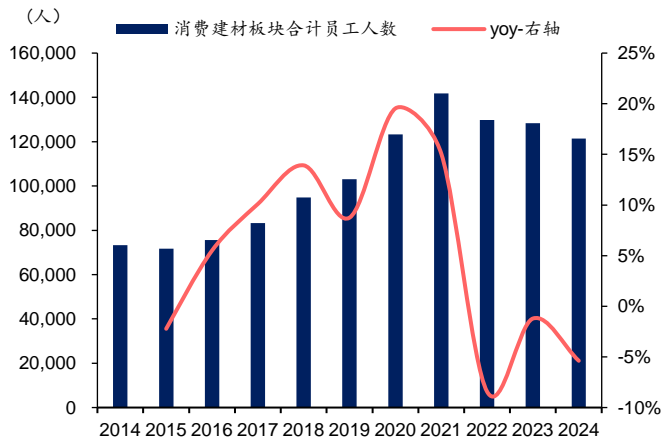
图表36：消费建材个股 2014~2024 年收入规模峰值/谷值及 2024 年所处分位



资料来源：Wind，华泰研究

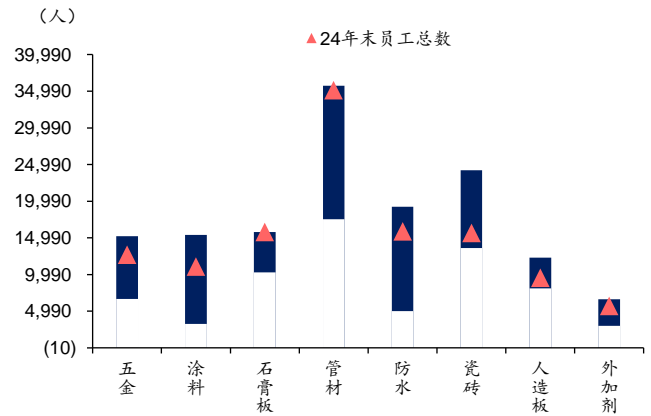
2) 员工人数角度看，瓷砖/涂料/人造板细分板块员工人数降幅较大，一定程度反映行业主动出清程度较深。2024 年消费建材行业重点上市公司员工总人数同比-5.4%至 12.1 万人，为 2014 年以来的 70.9%分位，其中瓷砖/涂料/人造板行业人数下降较多，较高峰下降 35.4%/28.2%/22.4%，降至 2014 年以来的 19.3%/64.3%/34.5%分位，行业主动出清程度更深。

图表37：消费建材板块重点上市公司员工数及同比变化



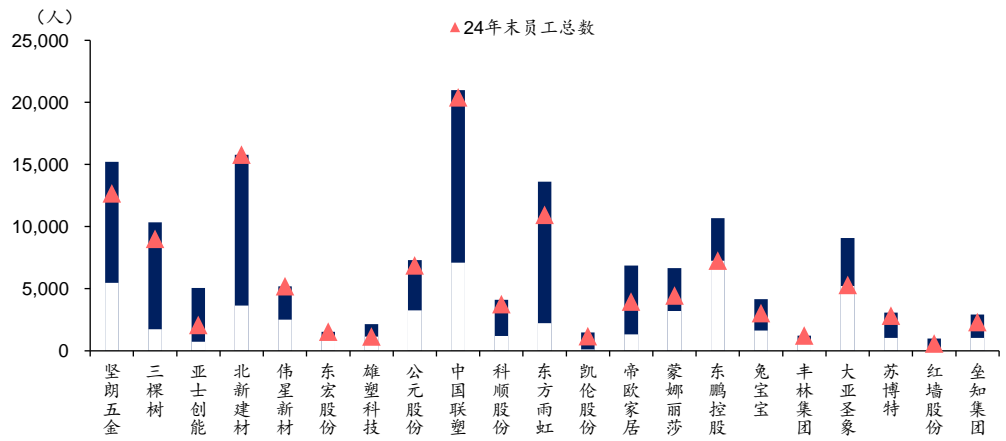
资料来源：Wind，华泰研究

图表38：细分板块员工人数峰值/谷值及 24 年所处分位



资料来源：Wind，华泰研究

图表39：消费建材个股 2014~2024 年员工人数峰值/谷值及 2024 年所处分位

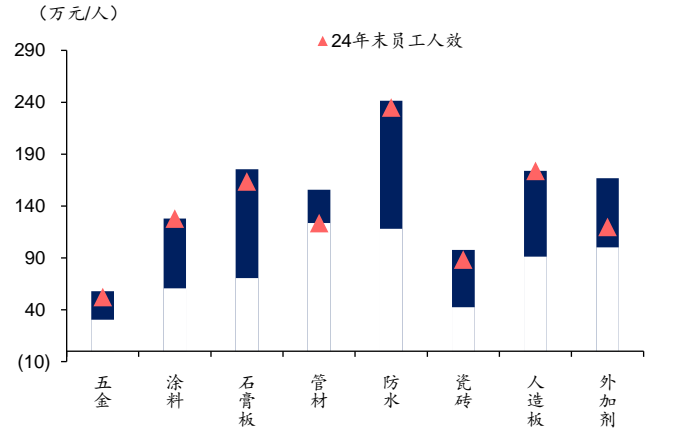


资料来源：Wind，华泰研究

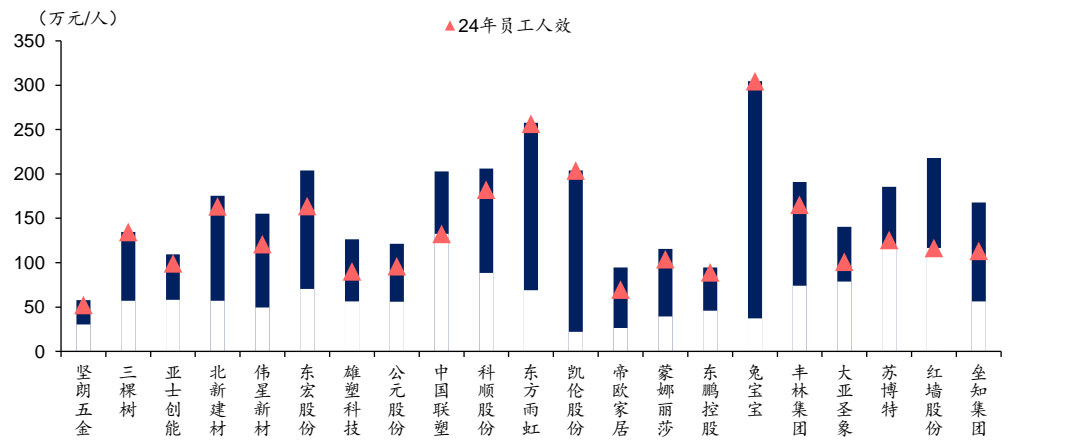
3) 人效角度观察，行业结构调整和资源配置效率仍有待优化，考虑需求端暂未展现修复迹象，我们预计行业出清态势仍将持续。消费建材行业重点上市公司综合人效较高点下降 3.9% 至 136 万元/人，为 2014 年以来的 90.1% 分位，综合看行业结构调整的效率与资源配置的仍有待优化，考虑到 1Q25 行业暂未展现需求好转迹象，我们预计行业出清态势短周期仍将持续。分板块看，外加剂、管材、五金、瓷砖板块人效降幅较大，分别较峰值下降 28.2%/20.6%/9.4%/9.4%，降至 2014 年以来的 29.4%/0%/80.1%/83.3% 分位。

图表40：消费建材板块重点上市公司人效及同比变化


注：人效=营业收入/员工人数
资料来源：Wind，华泰研究

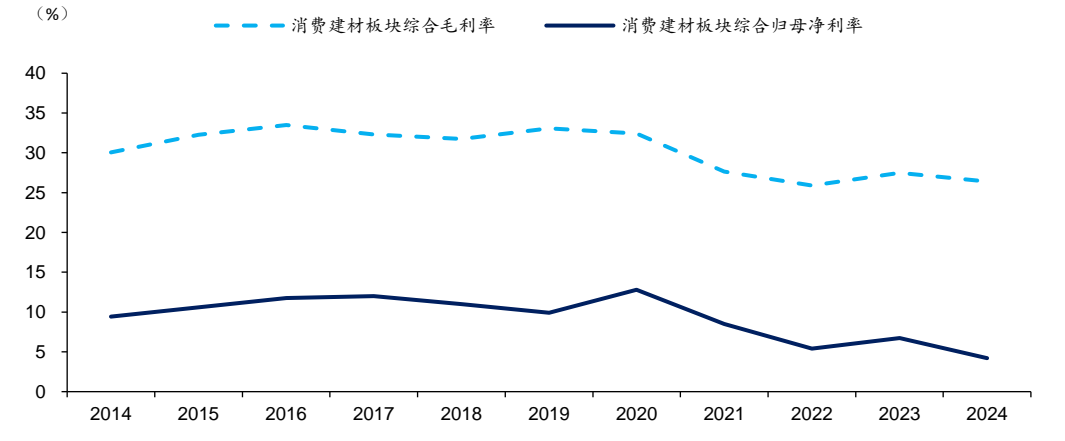
图表41：细分板块员工人数峰值/谷值及 24 年所处分位


资料来源：Wind，华泰研究

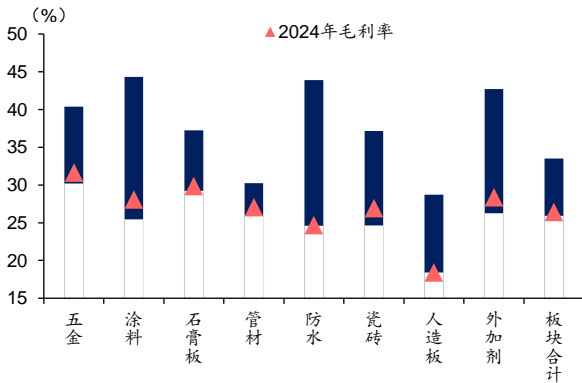
图表42：消费建材个股 2014~2024 年员工人数峰值/谷值及 2024 年所处分位


资料来源：Wind，华泰研究

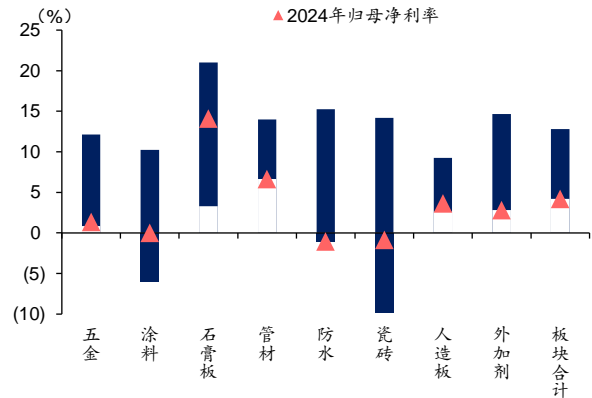
4) 盈利能力角度看，各细分板块盈利能力降至低点亟待修复。2024 年消费建材板块综合毛利率较峰值（2016 年：33.49%）下降 7.1pct 至 26.4%，但较低点（2022 年：25.89%）修复 0.51pct，处于 14 年以来的 6.7% 分位；净利率则降至 2014 年以来最低水平 4.21%，较峰值（2020 年：12.8%）下降 8.6pct。细分板块看，各板块毛利率均降至 2014 年以来中位数以下，归母净利率角度，仅石膏板板块北新建材维持在 2014 年以来的 61% 分位，体现出高市占率带来的盈利能力更具韧性。

图表43：消费建材板块综合毛利率及归母净利率


资料来源：Wind，华泰研究

图表44：消费建材板块毛利率分位


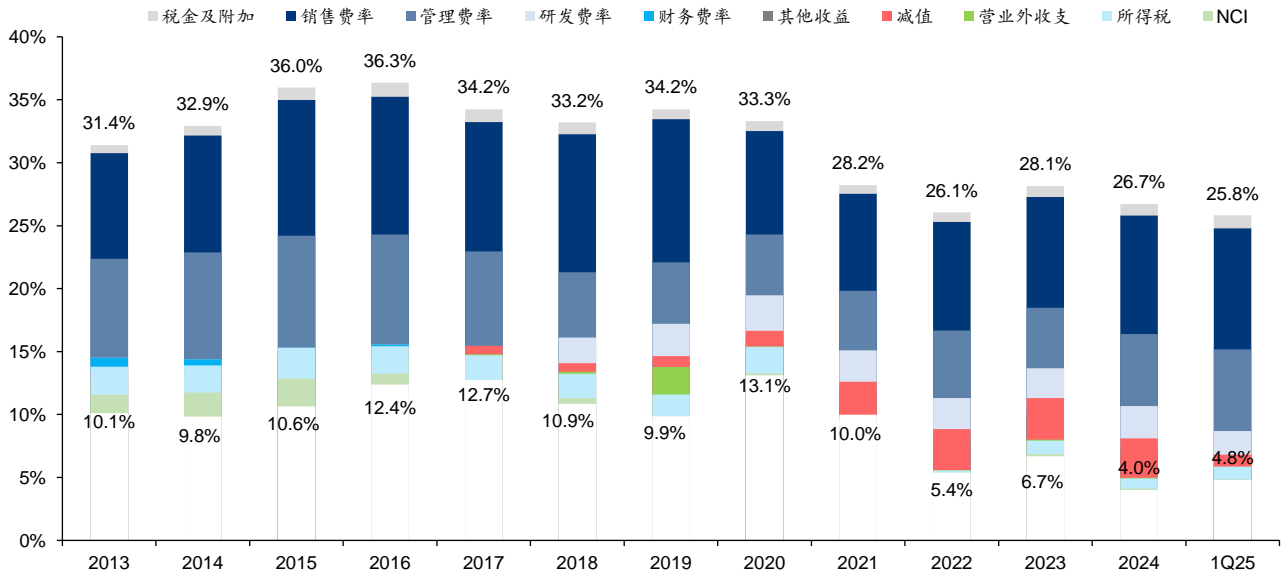
资料来源：Wind，华泰研究

图表45：消费建材板块归母净利率分位


资料来源：Wind，华泰研究

参考我们此前报告《重识建材之三：拆解利润率弹性》(20230816)中所述方法论，从上至下拆解消费建材板块利润表，分析24年板块盈利能力变化原因：

- a) **24年板块毛利率下降对盈利扰动最大，1Q25价格竞争暂未显现改善迹象。**2024年重点公司综合净利率同比-2.68pct，其中扰动最大为毛利率降幅，同比-1.43pct，我们认为主因：1) 24年资金端偏紧背景下，行业需求整体偏弱，原材料低价对多数产品价格缺乏支撑，导致行业价格竞争趋严，扰动毛利率水平；2) 部分行业需求下滑较大，龙头企业销量亦有承压，对制造成本摊薄能力削弱；1Q25由于成本及需求两侧均未出现改善，我们预计价格竞争持续，但向下空间有限，毛利率同比降幅略收窄。
- b) **24年全年多数公司费用管控滞后，但年底减员增效后，1Q25个别板块费率出现改善。**24年板块重点公司综合管理费率/销售费率分别同比+0.90/+0.60pct，为扰动盈利的第二大因素，或因多数公司24年初增长预期较强，前三季度整体费用与增长目标相匹配支出，但行业资金面紧张扰动实际销售，4Q24多数公司开始调整费用支出，但整体管控较为滞后，24年合计管理费用/销售费用分别同比+9.43%/-1.68%，收入规模收缩导致摊薄能力削弱，费率提升影响净利率下滑。但24年底的减员增效成果1Q25开始显现，综合管理费用/管理费用分别同比-12.0%/-11.6%，费率同比下降0.36/0.48pct，反向抵消毛利率下降的负面影响。

图表46：2013-2025Q1年消费建材板块毛利率与净利率的差值拆分


注：1) 图中柱形顶部代表毛利率，柱底代表净利率，柱形中部不同颜色区域代表各财务项对净利率的影响，其中根据会计准则变化，研发费率2018年起单独列示，信用减值损失2019年起单独列示，20年起运费重分类至营业成本，造成毛利率下降、销售费率下降。

2) NCI (Non-controlling Interest)：少数股东损益

3) 利润率拆解分析部分涉及消费建材板块重点/影响因子较大公司，具体包含：三棵树、亚士创能（涂料）；兔宝宝（板材）；北新建材（石膏板）；东方雨虹、科顺股份、凯伦股份（防水）；伟星新材、公元股份、雄塑科技、东宏股份（管材）；帝欧家居、蒙娜丽莎、东鹏控股（瓷砖）；坚朗五金（五金）；苏博特、垒知集团、红墙股份（外加剂），后文同。

资料来源：Wind，华泰研究

5) 减值角度，严控工程业务风险背景下，多数典型消费建材公司工程直销比例多有下降，同时24年平均应收账款净额周转率同比修复。多数公司年末应收账款净值同比降幅仍高于余额降幅，因而应收均值/营收比例下降主因多数公司进一步计提坏账损失所致，历史工程应收账款回收整体较为困难，但多数公司积极推进债务重组，推动抵债资产销售或过户，保全资产安全。对于单项计提减值准备的应收账款（即风险相对较高的应收账款）而言，多数公司累计计提比例已升至70%以上，其中板材、管材细分板块计提比例整体更为充分。

图表47：消费建材板块典型公司2024年应收账款情况明细（百万元）

		账面余额		账面净值		单项计提减值准备		
		(百万元)	同比	(百万元)	同比	余额(百万元)	累计计提比例	剩余风险敞口(百万元)
涂料	三棵树	4768	-3.3%	3235	-9.2%	1224	79%	262
	亚士创能	2722	-1.5%	1616	-9.4%	1018	73%	271
板材	兔宝宝	1485	-13.3%	709	-37.2%	264	91%	23
石膏板	北新建材	2871	23.2%	2431	16.9%	427	54%	195
防水	东方雨虹	9790	-13.3%	7341	-23.3%	2522	40%	1515
	科顺股份	5617	2.1%	4073	-1.1%	1194	63%	437
管材	伟星新材	628	0.6%	539	-2.2%	11	100%	0
	公元股份	1901	5.0%	1122	7.5%	558	100%	2
	东宏股份	1461	4.0%	1225	5.8%	17	100%	0
	中国联塑	6699	-2.8%	3939	-13.1%	1692	97.97%	34
瓷砖卫浴	蒙娜丽莎	1334	-14.8%	656	-23.1%	862	72%	245
	东鹏控股	1875	-5.1%	883	-15.3%	949	79%	203
	天安新材	835	7.3%	530	2.6%	339	77%	77
五金	箭牌家居	555	3.4%	376	0.4%	107	100%	0
	坚朗五金	3701	-6.8%	3221	-9.2%	270	60%	107
外加剂	苏博特	3205	5.4%	2816	2.7%	65	100%	0
	垒知集团	2975	-10.1%	2580	-13.4%	207	73%	56

资料来源：公司财报，Wind，华泰研究

图表48：消费建材板块重点公司关于债务重组（工抵房）相关表述

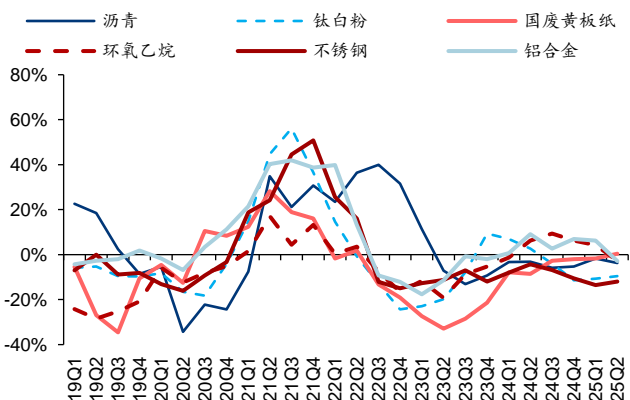
债务重组相关表述		
涂料	三棵树	截至 24 年底，其他非流动资产中含已过户工抵房 3.91 亿元，累计计提 30% 资产减值损失
	亚士创能	2022/2023/2024 期间债务重组带动的投资性房地产增量分别为 0.8/0.05/2.55 亿元，推测为已过户的工抵房，合计约 3.4 亿；其他非流动资产-预付房屋构建款 0.17 亿元；推测已过户工抵房合计约 3.6 亿
板材	兔宝宝	截至 24 年底，报表中通过债务重组转移的应收账款金额为 1.7 亿元
石膏板	北新建材	2024 年固定资产中债务重组增加 1.6 亿元
防水	东方雨虹	截至 24 年底其他非流动资产中含购房款 18 亿，累计计提资产减值约 20%，24 年通过转售未过户资产实现现金回流 4 亿，三方抵债 4.7 亿
	科顺股份	截至 24 年底，公司作为债权人，以资产清偿债务形式的债权价值为 5.2 亿元
管材	公元股份	截至 24H1，其他非流动资产-抵债资产约 651 万；在建工程中抵债资产约 498 万
	中国联塑	截至 2023 年底，从债务人手中获取 11.3 亿元的抵债资产，计入投资物业（投资性房地产），截至 24 年底，公司账面存货-持有出售的已竣工物业余额 4.9 亿元，合计过户工抵房资产约 16.2 亿
瓷砖卫浴	蒙娜丽莎	截至 24 年底，公司其他非流动资产中以房抵债款为 3.55 亿（已过户），与地产公司签订的以房抵债协议金额为 3.1 亿元，已网签合同额 3.4 亿元（列示在其他非流动资产），投资性房地产中其他非流动资产转入 1.2 亿
	帝欧家居	截至 24 年底，公司其他非流动资产中抵债资产 2.7 亿元，投资性房地产中债务重组增加 3.4 亿元，债务重组获得碧浦置业股权 0.72 万元

资料来源：公司财报，华泰研究

展望后市，考虑到多数原材料价格仍在底部徘徊，我们预计成本侧压力虽小，但对产品价格缺乏支撑，若需求无显著好转，我们预计毛利率的修复仍需时间。费用侧，考虑到多数消费建材公司已开启减员增效，我们预计费用管控效果 25 年有望逐季度体现；减值侧除个别公司账面临收包袱仍较大，多数公司已连续 3-4 年消化账面风险性应收，叠加 24 年后账龄结构整体有所优化，我们预计减值扰动仍呈现收敛趋势。

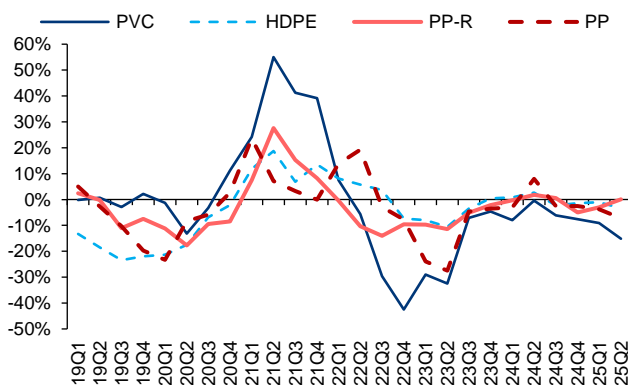
而细分板块层面，24 年盈利能力变化原因各异，我们预计后市修复节奏分化。涂料/管材/瓷砖/外加剂板块净利率承压主因价格竞争加剧，毛利率下滑扰动，其中涂料板块价格战已出现暂缓迹象，管材、外加剂板块仍须待需求修复，瓷砖板块供给侧缺乏约束，供需失衡加剧下毛利率改善仍需时间；五金/石膏板板块毛利率维持相对稳定，费用管控是后市经营改善的核心；防水/板材板块 24 年减值扰动较大，但展望后市，防水板块个别公司账面临收仍有一定规模，预期仍对盈利存负面扰动；板材典型公司资产负债表结构优化，报表风险显著收敛，后市经营质量有望随收入规模的扩张而逐步企稳。

图表49：消费建材主要原材料成本季度同比变化（1）



资料来源：Wind，华泰研究

图表50：消费建材主要原材料成本季度同比变化（2）



资料来源：Wind，华泰研究

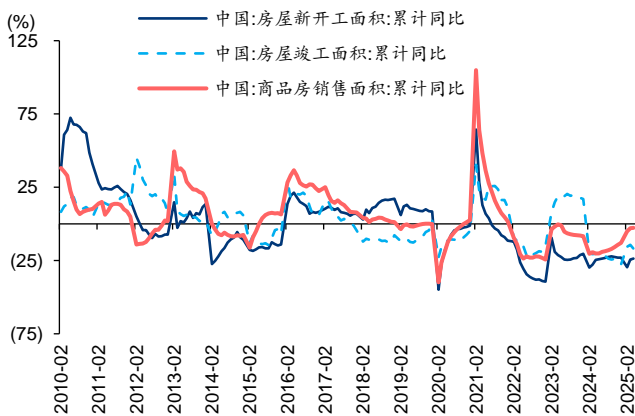
关注销售端止跌回稳，竣工承压但降幅或有限

展望 2025，我们维持认为消费建材应重视两个总量问题：1) 地产销售的止跌回稳持续性，地产积极刺激政策的接力提振，有利于消费建材估值提升和高弹性品种；2) 竣工预期下行，短周期消费建材的需求下行斜率将检验各企业的经营韧性。中长期来看，我们更加看好存量重装市场的崛起，此外以旧换新和城市更新类政策稳定接力，拉动挖掘真正具有适合存量装修市场的高性价比产品、渠道布局完善、品牌影响力增强的细分品类龙头。

2024年9月，中央政治局首提“促进房地产市场止跌回稳”，此后系列组合拳落地，有效推动地产主动去库存，提振新房销售及价格。根据国家统计局，2024年全年累计房地产销售/新开工/竣工面积累计同比-12.9%/-23.0%/-27.7%，其中销售累计同比降幅较前三季度收窄4.2pct，出现显著改善，但竣工侧表现仍呈现压力，降幅较前三季度扩大3.3pct；2025年1-4月房地产销售/新开工/竣工面积累计同比-2.8%/-23.8%/-16.9%，地产销售延续改善态势，竣工降幅较24全年略收窄，但考虑到春节等季节性因素，实际持续效果仍有待观察。

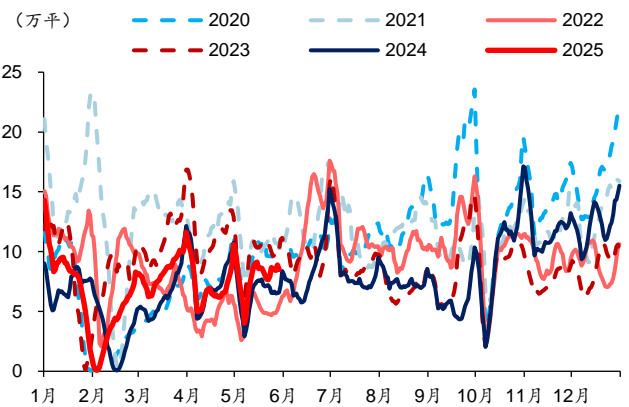
根据Wind，截至2025年5月29日，60个样本城市新房中，一线/二线/三线城市新房年初至今的累计成交面积同比分别+14.4%/-11.7%/-7.0%，一线城市地产销售维持景气，二线、三线政策刺激效果略有回落。

图表51：房地产销售/新开工/竣工面积累计同比



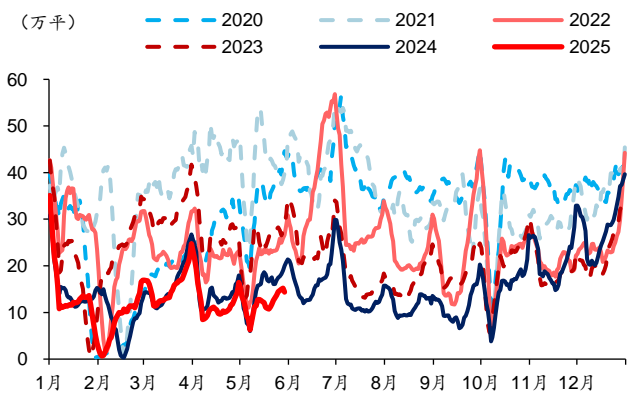
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表52：Wind 60城新房日成交面积：一线城市（7日平均）



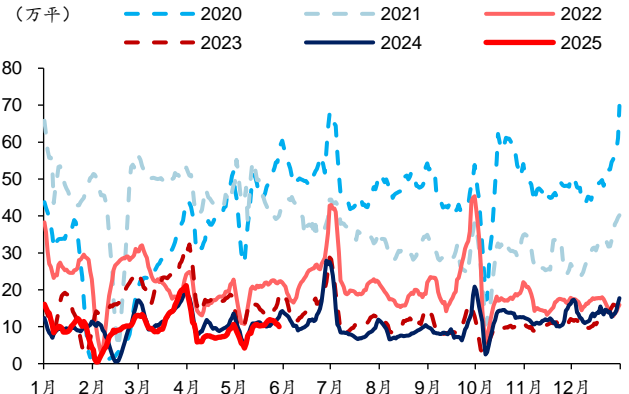
资料来源：Wind，华泰研究

图表53：Wind 60城新房日成交面积：二线城市（7日平均）



资料来源：国家统计局，华泰研究

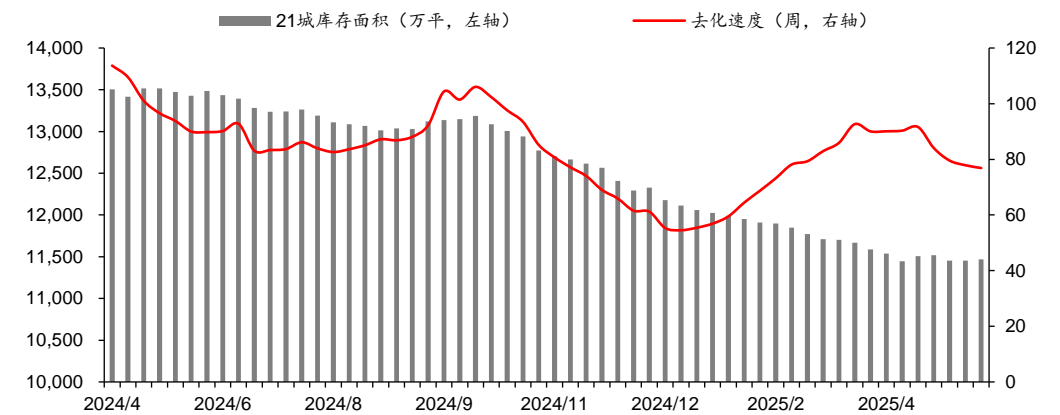
图表54：Wind 60城新房日成交面积：三线城市（7日平均）



资料来源：Wind，华泰研究

库存角度，根据中指研究院，截至2025年5月18日，21城商品房库存11470万平，环比+0.2%/同比-0.4%，去化周期77周，环比-1.3%/同比-20.4%。24年9月以来，地产库存快速去化，但近期去化速度放缓，我们认为或有一定春节因素扰动，仍待进一步的政策刺激。

图表55：21城商品房库存及去化周期

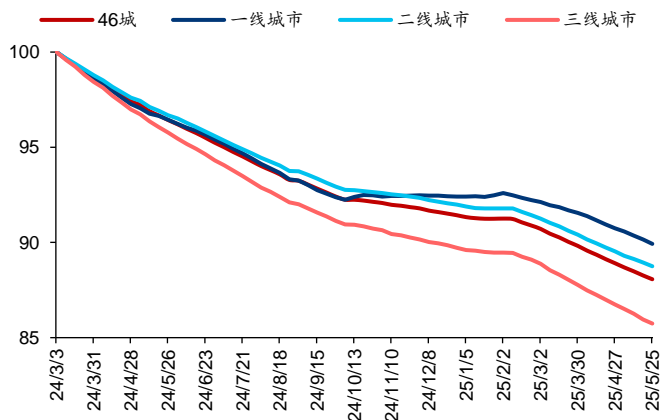


注：数据截至2025年5月18日

资料来源：中指研究院，华泰研究

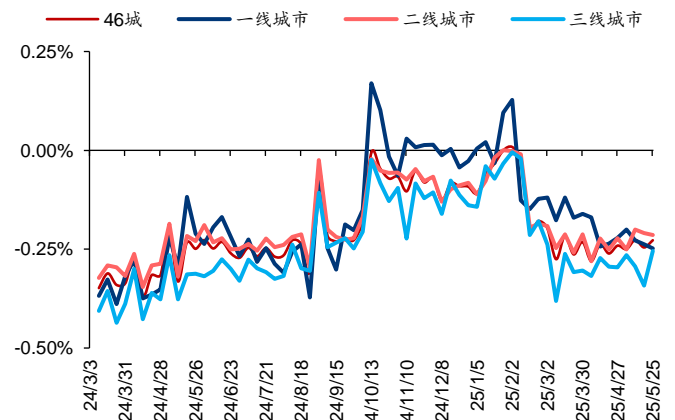
房价角度，根据趋势动物，5月19日~25日，趋势动物46城房价指数环比-0.23%（上周-0.25%），一线、二线、三线分别环比-0.25%、-0.21%、-0.25%；房价环比上涨的城市有0个（上周1个）。25年2月以来，整体房价仍处于筑底阶段，我们认为房价是销售的前瞻指标，房价企稳才能带动稳定的成交改善，新房销售景气持续性仍有待观察。

图表56：趋势动物46城房价指数



资料来源：趋势动物，华泰研究

图表57：趋势动物46城房价指数环比表现

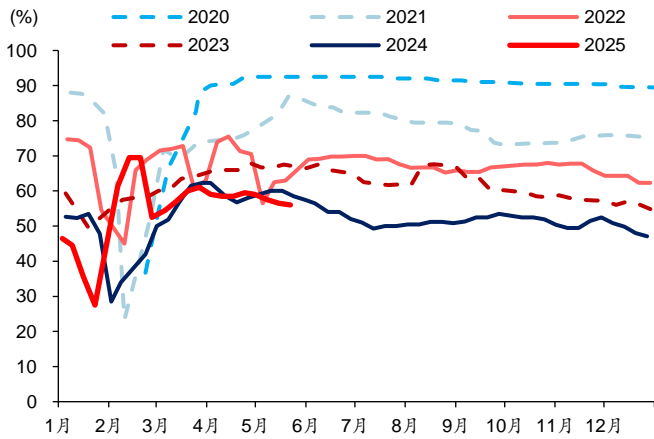


资料来源：趋势动物，华泰研究

此外，考虑地产资金周转循环理论周期为：销售回款——购置土地——土地开发（新开工）——施工——竣工，结合地产数据进行分析，我们发现循环周期期间显著拉长，截至2024年末，土地购置费累计同比-8.7%，较前三季度降幅扩大1.8pct，房企拿地仍趋于谨慎，我们认为或导致新开工和竣工的传导周期继续拉长，从而扰动实际实物工作量需求。2025年5月7日，央行、金融监管总局、证监会在国新办发布会上宣布一揽子金融政策，其中涉及房地产的增量政策主要包括降准降息、公积金贷款和结构性货币政策工具利率下调、房地产融资制度改革和REITs入通等，总体上符合4月政治局会议对于“用好用足适度宽松的货币政策”和房地产相关表述的定调。我们预计增量政策的逐步落地有望巩固房地产市场“止跌回稳”的趋势，但实际效果仍有待观察。

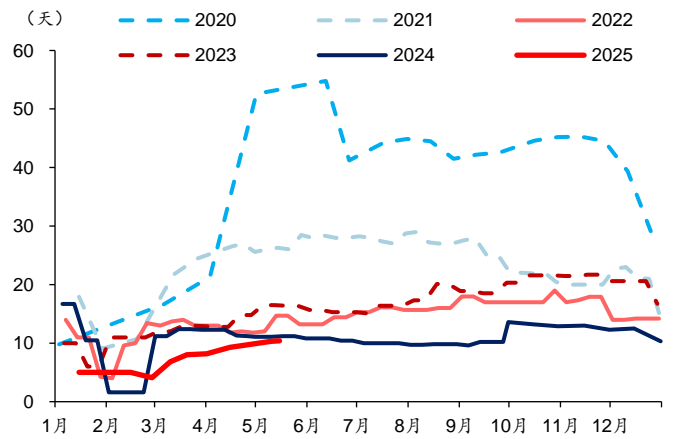
地产竣工端实物量景气度整体偏弱。25年以来，房建竣工端相关实物量同比均呈现压力。据SMM和隆众咨询，截至5月底，玻铝型材开工率56.0%，周环比-0.5pct/同比-2.5pct；浮法玻璃产能利用率为78.6%，环比+0.4pct/同比-6.2pct；浮法玻璃库存环比-0.9%至5774万重箱，同比+7.6%；5月下旬玻璃深加工企业订单可用天数提升0.1天至10.4天，同比-0.4天。

图表58：铝型材开工率



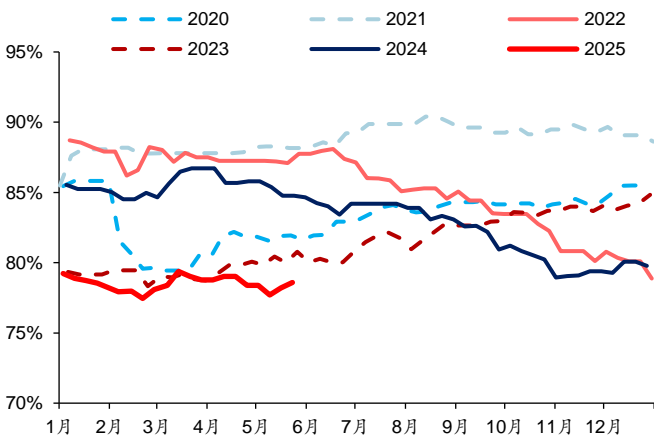
资料来源：SMM，华泰研究

图表59：玻璃深加工企业订单可用天数



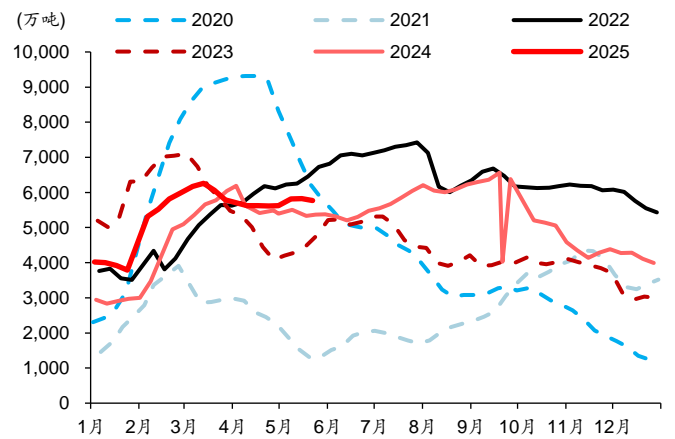
资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表60：浮法玻璃产能利用率



资料来源：隆众资讯，华泰研究

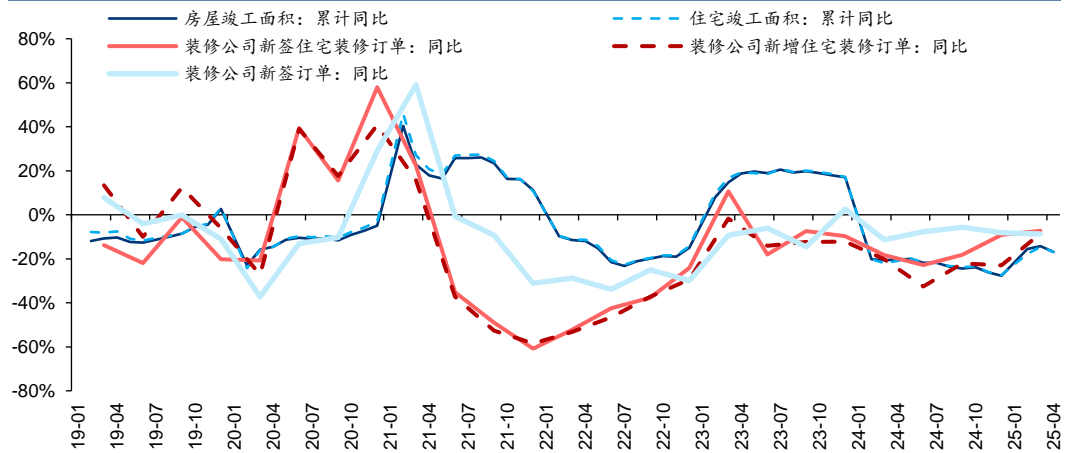
图表61：浮法玻璃重点企业库存



资料来源：卓创资讯，华泰研究

延续我们从建筑幕墙及装修企业订单数据拟合分析，我们认为同样佐证竣工端短期仍有压力，但展望后市降幅有限。一般建筑物主体封顶阶段前，业主即启动装修/幕墙工程招标工作，装修工程/幕墙工程施工市场根据具体项目规模不同而有一定差异，但多数在6-7个月内完成，因而建筑装饰及幕墙企业订单对竣工数据有一定预判意义。将三者进行拟合后，我们发现：从1Q25装修公司新签订单角度出发，新签订单/新增家装订单同比-8.7%/-8.6%，较4Q24同比增速-0.7/+14.5pct，家装订单虽同比仍降，但降幅边际收窄，我们认为竣工短期企稳仍面临一定压力，但降幅或逐步平滑。

图表62：装修公司订单同竣工数据拟合



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

存量重装崛起，城市更新催化

部分城市家装补贴新政试点执行和扩围，多重因素共振提振建材零售需求。2024 年以来，多地试点执行住宅装修补贴政策，如深圳，产权人进行全屋整体装修的，按照购买家装物和材料总购置价的 20% 给予一次性补贴，单个产权人累计补贴最高不超过 2 万元；杭州个人购置的用于住宅房屋装修、厨卫等局部改造所需物品和材料的（包括饰面砖、地板、墙板、集成吊顶、套装门、整体柜、淋浴房、洁具等 16 大类）可享受购置价的 20% 给予补贴，每人且每套房补贴金额最高不超过 2 万元。

我们在此前报告《重识建材之六：存量重装崛起元年》（20240721）中对家装市场规模及其结构进行了较为详细的测算，我们认为除少部分品类（如防水卷材多用于开工阶段地下基础建设及主体封顶后的屋面防水，管材在主体施工阶段多采取水电暖通管道预埋方式等），消费建材大多用于房屋建筑施工后期装修阶段，包含一次装修（首次装修）及二次装修（非首次装修）两种。一次装修主要由新交住宅房屋（增量市场）带动，将其按照住宅类型划分为精装房、毛坯房、保障房、自建房；二次装修根据装修动机差异，我们划分为二手房成交后重装、存量房自发翻新（剔除二手房成交后重装部分）两类进行分析，由于二次装修主要发生在过去年度已交付房屋，我们将其定义为存量市场。随政策的逐步调整及基本面的演进，我们认为存量翻新逻辑在未来中长期有望逐步兑现，结合当前基本面情形对此前测算参数进行更新调整。

图表 63：住宅家装市场需求规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
新房市场											
精装修工程											
装修需求面积（亿平）	0.83	0.98	1.43	1.95	2.07	2.37	1.85	2.39	1.49	1.19	1.10
装修需求套数（万套）	92	108	159	217	230	264	206	266	166	133	123
毛坯房装修											
装修需求面积（亿平）	6.78	6.70	6.00	5.24	4.77	4.77	4.41	4.51	4.33	3.54	2.98
装修需求套数（万套）	754	745	667	583	530	530	490	501	481	394	331
城镇自建房											
装修需求面积（亿平）	2.04	2.03	2.02	2.01	2.00	1.99	1.98	1.97	1.96	1.95	1.94
装修需求套数（万套）	170	169	168	168	167	166	165	164	163	163	162
保障性安居工程											
装修需求面积（亿平）	3.83	3.46	3.34	2.59	1.66	1.53	1.53	1.44	1.45	1.28	1.17
装修需求套数（万套）	658	686	591	334	283	299	266	280	280	300	320
新建市场装修需求合计（亿平）	13.48	13.16	12.79	11.79	10.51	10.66	9.77	10.31	9.23	7.96	7.19
新建市场装修需求合计（万套）	1674	1708	1585	1301	1210	1258	1127	1211	1090	989	936
存量房市场											
二手房装修											
装修需求面积（亿平）	3.51	3.77	3.42	3.35	3.44	3.27	2.47	3.33	3.79	3.95	4.19
装修需求套数（万套）	390	419	380	373	382	364	274	370	421	439	465
存量房翻新											
装修需求面积（亿平）	4.18	4.46	5.37	5.80	6.12	6.58	6.58	6.05	6.17	6.68	6.68
装修需求套数（万套）	464	495	597	644	681	731	731	672	685	743	742
存量市场装修需求合计（亿平）	7.69	8.23	8.79	9.15	9.56	9.85	9.05	9.38	9.96	10.63	10.87
存量市场装修需求合计（万套）	854	914	977	1017	1063	1095	1006	1042	1107	1181	1208
合计装修需求合计（亿平）	21.17	21.39	21.58	20.95	20.07	20.51	18.82	19.69	19.18	18.60	18.06
合计装修需求合计（万套）	2528	2622	2562	2318	2273	2353	2133	2253	2196	2170	2144

注：具体测算逻辑及过程请见《重识建材之六：存量重装崛起元年》（20240721）

资料来源：Wind，国家统计局，华泰研究预测

我们认为 24-26 年合计装修需求受制于前期地产销售和竣工下降，整体仍将呈现小幅下降趋势，但整体仍维持在 2000 万套/年以上，24-26E 复合增速预计为-2.0%。其中新房市场装修需求预计降至 900 万套/年左右，24-26E 复合增速预计为-8.2%，存量翻新需求或在 1100~1200 万套/年左右波动，24-26E 复合增速为 5%。24 年起存量翻新需求占比或超过 50%，成为存量需求崛起的新起点，此后占比逐年提升，短期新旧结构转变下需求震荡分化明显。但短期来看，存量零售市场阶段性受居民收入增长预期等因素影响，总量表现或仍偏弱，且大量工程端装企和建材企业涌入零售市场，竞争显著增强，重装需求显著超越新房装修、成为更加可持续的成长赛道或仍需一定时间。

此外，城市更新层面，根据 2024 年 5 月国务院发布的《第一次全国自然灾害综合风险普查公报》，普查涵盖成像房屋建筑 3.54 亿栋，总建筑面积 1280 亿平，其中城镇房屋(含住宅和学校、医院、商场、写字楼、厂房等建筑)4738.8 万栋、662 亿平方米，农村房屋(含住宅和公共建筑、商业建筑、文化建筑、生产(仓储)等建筑)3.07 亿栋、618 亿平方米。我们以 1280 亿平为 2023 年底全国存量建筑面积，参考住建部历年发布的城镇及农村人均住房面积，测算截至 24 年存量住宅面积约 634 亿平，存量非住宅面积预计 680 亿平：

图表 64：存量建筑面积测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
总存量建筑面积	1219.3	1209.7	1261.5	1280.9	1280.0	1314.4	1331.6	1349.2
总人口 (亿人)	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1	14.1
城镇化率	62.70%	63.88%	64.73%	65.27%	66.16%	67.00%	67.50%	68.00%
城镇人口 (亿人)	8.8	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6
全国城镇人均居住面积 (m ²)	39.8	38.6	41.0	41.4	41.8	41.8	42.0	42.2
YoY	2.1%	-3.0%	6.2%	1.0%	1.0%	0.0%	0.5%	0.5%
城镇存量住宅面积 (亿m²)	351.9	348.2	374.9	381.6	390.0	394.6	399.5	404.5
农村人口	5.3	5.1	5.0	4.9	4.8	4.6	4.6	4.5
农村人均居住面积 (m ²)	48.9	46.8	50.2	50.6	51.1	51.5	52.0	52.4
农村存量住宅面积 (亿m²)	257.2	238.7	250.1	248.3	243.7	239.5	237.9	236.3
存量住宅面积合计 (亿m²)	609.1	586.9	625.0	629.8	633.7	634.1	637.5	640.8
建筑业：非住宅竣工面积 (亿m ²)	13.1	12.6	13.8	14.5	15.1	14.1	13.8	14.3
存量非住宅建筑面积合计 (亿m²)	610.2	622.8	636.5	651.0	666.2	680.3	694.1	708.4

注：假设 2025-2026E 总人口持平，城镇人均居住面积以年均 0.5% 增速增长，农村人均居住面积以年均 0.88% 增速增长，城镇化率年均提升 0.5pct，假设每年住宅以外建筑物竣工面积基本为净新增
资料来源：住建部，华泰研究预测

拆分住宅与非住宅建筑：住宅市场，根据住建部公告，2019~2024 年实际开工老旧小区改造年均 4.65 万个，假设老旧小区平均面积为 2 万平米，则 19~24 年平均年度住宅翻新率为 2.5%，因而我们假设近年城镇住宅翻新率为 2.5%，农村住宅及其他非住宅类建筑我们假设翻新率为 1.5%，测算存量建筑物外部翻新需求面积 24-26E 约在 24 亿平/年，随存量建筑物规模扩大及平均使用年限中枢上升而逐年提升。

图表 65：存量建筑翻新需求规模

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
存量建筑面积 (亿平米)	1219	1210	1262	1281	1280	1314	1332	1349
城镇存量住宅面积合计 (亿m²)	352	348	375	382	390	395	400	404
翻新率假设	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
农村存量住宅面积合计 (亿m²)	257	239	250	248	244	239	238	236
翻新率假设	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
存量非住宅建筑面积合计 (亿m²)	610.2	622.8	636.5	651.0	666.2	680.3	694.1	708.4
翻新率假设	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
存量翻新建筑面积 (亿m²)	21.8	21.6	22.7	23.0	23.4	23.7	24.0	24.3

资料来源：住建部，华泰研究测算

政策层面，城市更新政策承上启下、稳定接力。2019年全国“两会”政府工作报告提出大力进行老旧小区改造提升后，明显提速，接力此前棚改。“十四五”期间，全国将基本完成2000年底前建成的、约21.9万个城镇老旧小区的改造任务；按投资强度乐观预计300-400元/m²（不含电梯），待改造的40亿平米对应市场空间1.2-1.6万亿。2019-2024年全国已累计开工改造城镇老旧小区近28万个（已超额完成目标），惠及1.2亿群众，加装电梯超过13万部，增设养老托育设施近8万个；更新改造地下管网约50万公里；打造口袋公园4万多个，建设城市绿道12万公里。2021年城市更新首次被纳入政府工作报告，随着2000年以前的老旧小区改造于2025年将初步完成，我们认为城中村改造等城市更新有望接力。

图表66：老旧小区改造、城市更新相关政策不完全梳理

时间	机构	政策文件	核心内容
2020年7月	国务院办公厅	《关于全面推进老旧小区改造工作的指导意见》	明确改造目标：2020年新开工改造3.9万个小区，到“十四五”期末基本完成2000年底前建成的需改造小区任务。改造内容分为基础类（基础设施）、完善类（环境提升）、提升类（公共服务）三类。建立政府与居民、社会力量共担机制，鼓励居民出资、专项债支持等。
2021年3月	中共中央办公厅	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加快推进城市更新，改造提升老旧小区、老旧厂区、老旧街区和城中村等存量片区功能，推进老旧楼宇改造，统筹城市规划建设管理，实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升。
2022年7月	住建部	《“十四五”全国城市基础设施建设规划》	推进老旧管网改造（供水、排水、供热等），完善防洪排涝体系。推动智慧社区建设，加强无障碍设施和适老化改造。
2023年11月	自然资源部办公厅	《支持城市更新的规划与土地政策指引（2023版）》	提出城市更新规划编制要点，强调存量空间优化和功能提升。明确建筑量转移规则，支持公益贡献导向的规划调整。
2024年5月	自然资源部办公厅	《关于进一步加强规划土地政策支持老旧小区改造更新工作的通知》	强化规划统筹，允许建筑量跨单元平衡，优先利用零星用地补公共服务设施。优化审批流程，充电桩等设施改造无需规划许可。鼓励土地混合使用和存量建筑功能转换，盘活闲置资产。
2025年5月	中共中央办公厅、 国务院办公厅	《关于持续推进城市更新行动的意见》	八大任务：既有建筑改造、老旧小区整治、完整社区建设、老旧街区更新等。完善用地政策，允许用途转换和容积率奖励，推动低效用地再开发。健全多元化投融资机制，支持发行REITs、专项债等。

资料来源：中国政府网、住建部，自然资源部、华泰研究

我们预计城市更新将对工程涂料/管材/防水卷材贡献稳定需求量。涂料层面，假设外墙面积 $\approx 0.8 \times$ 建筑面积；内部隔墙面积 $\approx 2.5 \times$ 建筑面积，参考立邦用量计算小程序测算值（100m²外墙涂刷预计使用底漆8L、面漆17L，假设1L涂料 $\approx 1.2\text{KG}$ ），参考上市公司工程涂料出厂价格，并以每年公布的租房CPI进行调整，假设终端有1倍加价空间，**我们测算城市更新所需涂料市场规模大约170~180亿元/年**；管材层面，参考《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，多层建筑给排水改造工程、污水外线更换工程的单方耗量约0.64m，一般给水管道多用外径80mm的PVC-U管材，排水管多用外径150mm的PVC-U管，其重量约1.6~3.1kg/m，对应单方耗量约4kg/m³，假设单层建筑高度约2.5m，假设仅有30%的建筑物对其管道进行改造，考虑到给排水管线主要建立在墙体结构及部分地面结构中，假设建筑面积中仅20%涉及管道改造，PVC管道单价约7000元/吨，**测算城市更新所涉及塑管需求约40亿元/年**；防水卷材层面，实务中老旧小区改造单位建筑面积涉及防水卷材更换约0.2平方米，假设卷材单价20元/平，**则城市更新对防水卷材年需求拉动金额约80亿元。**

图表67：存量建筑翻新涉及工程涂料、管材、防水卷材规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
城市更新所需涂料用量（万吨）	178	179	187	191	195	199	202	205
城市更新所需涂料市场规模（亿元）	161	161	170	173	176	179	182	185
城市更新所需管材用量（万吨）	52	51	55	56	57	58	59	59
城市更新所需管材市场规模（亿元）	36	36	39	39	40	41	41	42
城市更新所需防水卷材用量（亿平）	3.6	3.6	3.8	3.9	3.9	4.0	4.1	4.1
城市更新所需防水卷材市场规模（亿元）	72	72	76	77	79	80	82	83

资料来源：住建部，华泰研究测算

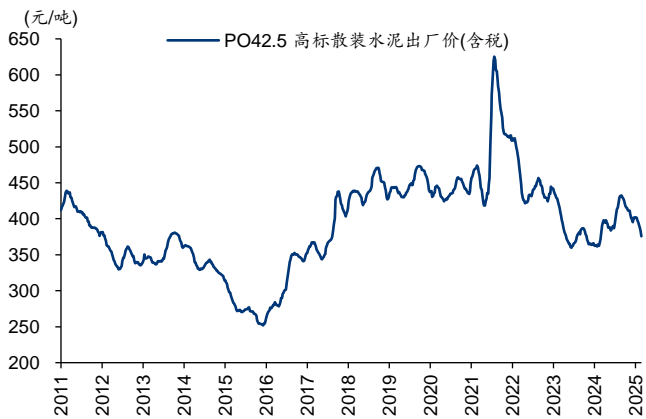
工业材料：水泥玻璃静待供给出清，玻纤碳纤聚焦需求景气

水泥：盈利如期修复，产能出清仍待加码

25Q1 水泥价格同比改善，淡季关注错峰生产执行力度。国内水泥价格自 24 年 4 月以来筑底回升，24Q3 开始同比增速转正，25Q1 延续同比改善趋势，截至 25 年 5 月 29 日，根据数字水泥网数据，全国 PO42.5 高标散装水泥出厂价 373 元/吨，同比-7 元/吨/-1.9%，短期处于淡季回落趋势；重点水泥企业库容比 66%，25 年重点水泥企业继续加强错峰生产，25Q1 库容比延续下降趋势，但 3 月起有所回升，若以错峰停产和产能置换全面开始实施的 2018 年起算，当前水泥价格低于 2018 年以来的均价 436 元/吨（幅度 14.5%），而目前水泥库容比仅较 2018 年以来的均值 62% 高 4 个百分点，因此，我们认为尽管水泥行业需求仍然面临挑战，但供给端相对低的产量库存水平和更为清晰的去产能路径也有望提供更加可持续的价格支撑，且考虑当前处于淡季，错峰生产的执行力度将是影响行业短期供需和价格的重要因素。

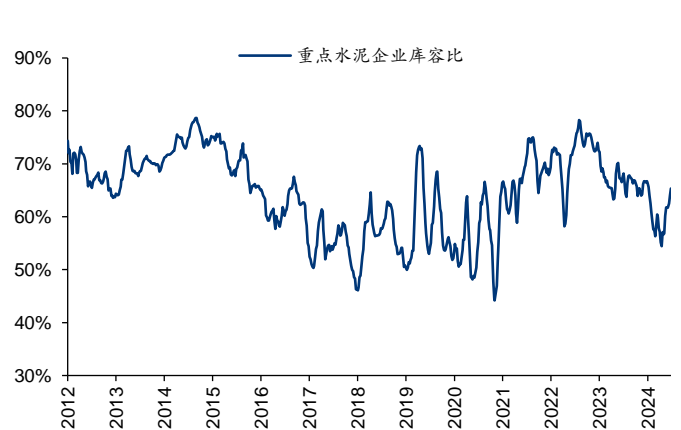
分区域来看，据数字水泥网，25 年前 5 月华北/东北/华东/中南/西南/西北水泥均价分别为 383/476/387/389/371/417 元/吨，同比+3.2%/+26.6%/+7.5%/+9.7%/+14.3%/+1.4%，区域间分化明显，前两年水泥需求和价格下滑较多的东北和西南地区今年均价同比涨幅较高，其中东北区域 4 月以来均价仍有所提升。

图表68：PO42.5 散装水泥出厂价格走势



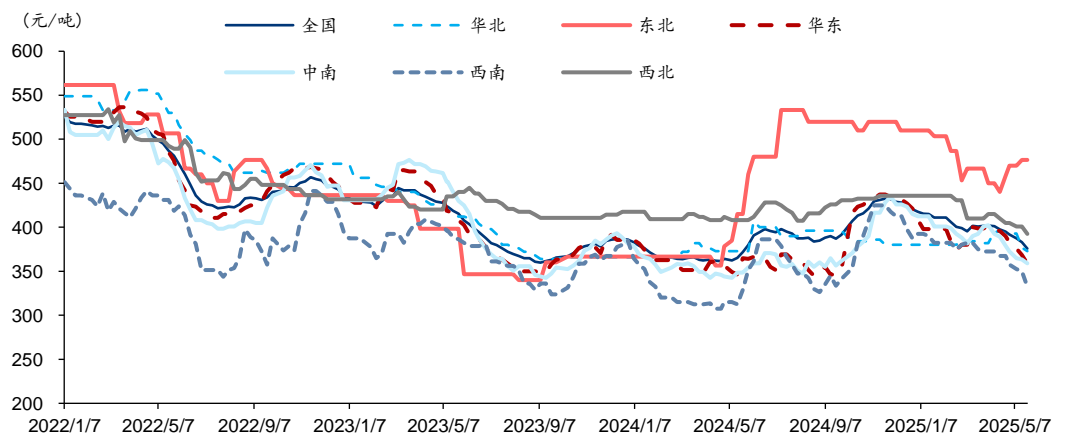
资料来源：数字水泥网，华泰研究

图表69：全国重点水泥企业库容比



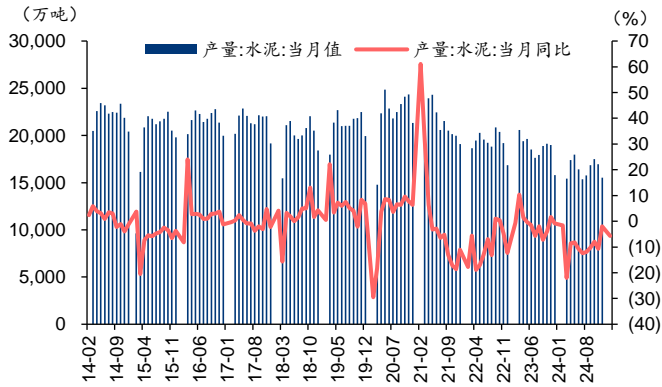
资料来源：数字水泥网，华泰研究

图表70：2022 年以来全国分区域水泥均价

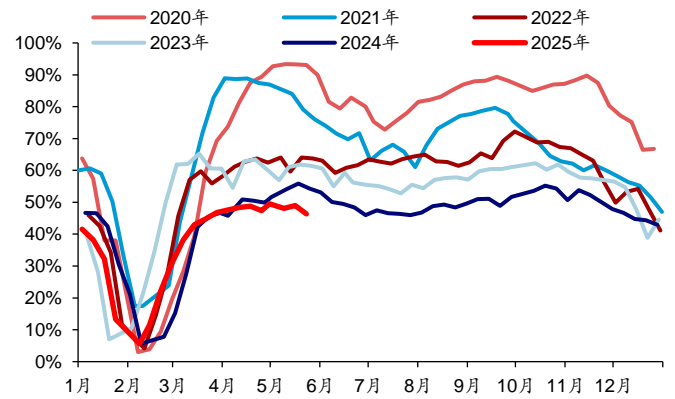


资料来源：数字水泥网，华泰研究

25年以来水泥产量延续收缩，5月水泥出货率位于20年以来同期最低。据国家统计局，25年1-4月水泥产量4.95亿吨，同比-2.8%，降幅较1-3月扩大1.4pct；据数字水泥网，25年1-5月全国水泥平均出货率38.4%，同比-1.4pct，截至5月30日，全国水泥出货率为47.8%，位于2020年以来同期最低水平，错峰生产持续推进叠加新开工项目需求下滑，水泥产量及出货率整体均呈下降趋势，供给端压力相对趋缓。

图表71：全国水泥当月产量及同比增速


资料来源：国家统计局，华泰研究

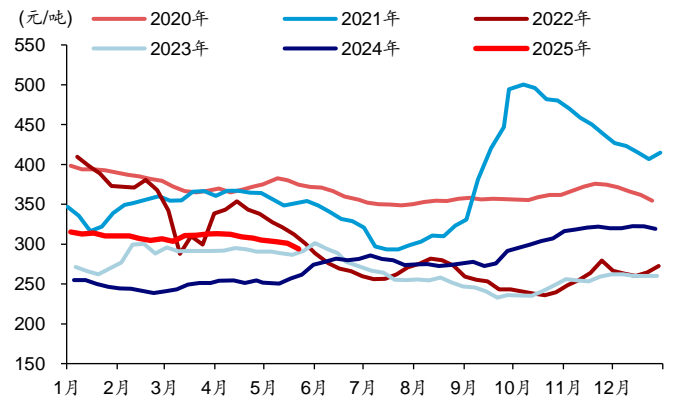
图表72：分年度水泥出货率


资料来源：数字水泥网，华泰研究

25年以来煤炭价格延续回落，水煤价差高于23/24年。煤炭是水泥企业的重要能源动力来源，25年以来煤炭价格同环比延续回落趋势，成本端延续改善趋势，据Wind，截至25年5月29日秦皇岛动力煤市场价617元/吨，同比-30.7%，若按水泥价格-煤炭价格*单吨煤耗计算水煤价差，则当前水煤价差为294元/吨，同比+12.2%，25年以来水煤价差高于2024年和2023年同期水平，由此反映出水泥企业盈利能力同比明显提升。从上市公司角度，25Q1海螺水泥/华新水泥/天山股份/冀东水泥/上峰水泥毛利率22.9%/26.1%/13.7%/8.5%/27.4%，同比+5.1/+4.2/+5.9/+10.8/+5.0pct，同比均有所改善，结合Q2以来成本端和价格同比延续改善趋势，预计25Q2水泥企业盈利能力仍有望延续同比提升。

图表73：秦皇岛动力煤市场均价

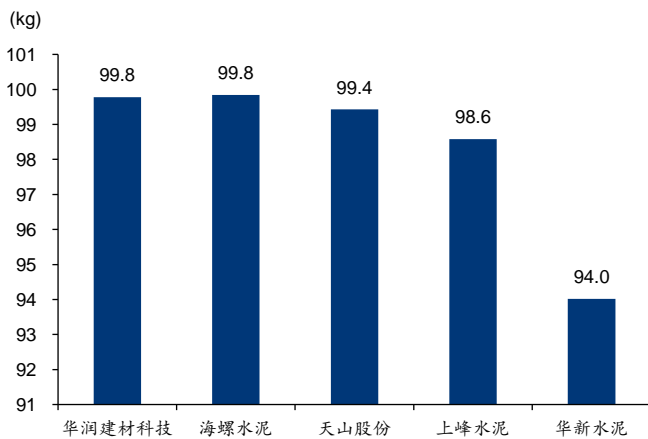

资料来源：Wind，华泰研究

图表74：分年度水煤价差


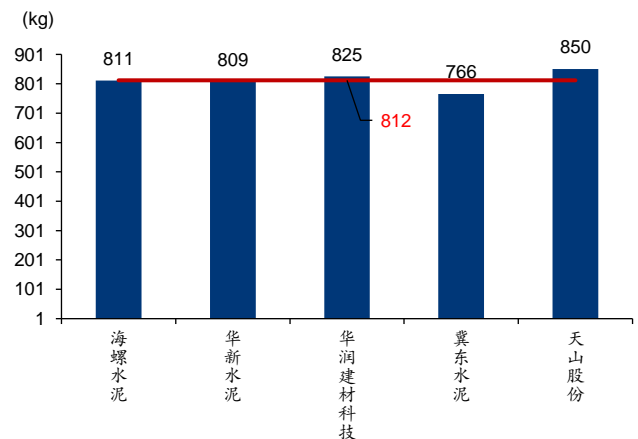
资料来源：数字水泥网，Wind，华泰研究测算

超产规范和碳排放核查有望加速行业出清，25H2有望进入加快落地阶段。据工信部《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》及《产能管理工作有关事项通知》，生产线实际日产量不得超过备案产能的110%、超产产能在2025年底前需补齐产能指标，我们认为超产产能的规范有望成为行业破局的关键。水泥生产线的实际产能高于名义核准产能，在中国水泥行业是一个较为普遍的现象。根据数字水泥网统计，2023年末全国名义核准熟料产能18.3亿吨/年，而实际产能约21.9亿吨/年，平均超产幅度约20%。在防止“内卷式”竞争背景下，我们预计行业有望以产能置换政策为依据，对实际产能超出名义产能的部分进行置换，从而推动更多“僵尸”产能的彻底出局，进而有望使行业的价格修复和稳定具备更强的持续性。

2025 年 3 月 3 日，生态环境部正式印发了《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》(后文简称工作方案)，其中 2024-2026 年作为启动实施阶段，以夯实碳排放管理基础、推动企业熟悉市场规则为主要目标，2025 年底前将完成首次履约，2025、2026 年度配额采用碳排放强度控制的思路分配。我们认为随着水泥行业纳入全国碳交易市场，成本陡峭化有望开始出现。如果以全国碳市场 2021 年以来的平均碳排放价格(66.6 元/吨)计算，样本大企业相当于较行业平均水平进一步降低熟料生产成本 1.9 元/吨(折水泥生产成本约 2.8 元/吨)；若以 2024 年以来 CEA 均价(90.8 元/吨)计算，样本大企业相当于较行业平均水平进一步降低熟料生产成本 2.6 元/吨(折水泥生产成本约 3.9 元/吨)。随着更多行业纳入全国碳交易市场、强度约束的逐步提升，碳排放权的需求或进一步出现提升。如果碳排放权的交易价格进一步提升，陡峭化的程度亦会相应提升。

图表 75: 主要上市公司吨熟料综合能耗 (2024)


资料来源:公司公告, 华泰研究

图表 76: 吨熟料温室气体排放强度 (2024)


注: 冀东水泥和天山股份以排放总量/熟料产量计算, 非公司核算数据

资料来源:公司公告, 华泰研究

预计 25 年水泥需求同比-6.0%，降幅较 24 年有望收敛。据国家统计局，2024 年全国水泥产量 18.3 亿吨，同比-9.5%，而 2025 年 1-4 月全国水泥产量 4.95 亿吨，同比-2.8%。据国家统计局，25 年 1-4 月基建（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）/地产/制造业投资累计同比+5.8%/-10.3%/+8.8%，较 1-3 月增速持平/-0.4/-0.3pct，基建投资维持较快增长，其中铁路、交通运输等投资增速延续提升；1-4 月地产销售/新开工/竣工面积同比-2.8%/-23.8%/-16.9%，较 1-3 月增速+0.2/+0.6/-2.6pct，销售和新开工降幅延续收窄。5 月中国人民银行公布将推出降准降息、公积金贷款和结构性货币政策工具利率下调等一揽子金融政策，内需稳增长政策的信号得到了强化，随着各项政策的逐步落地，我们预计 2025 年国内水泥需求同比-6.0%，下行的速度较 24 年有望收敛，需求端的压力有望得到缓解。

图表77：水泥行业供需平衡表

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
总供给(百万吨/年)	2,867	2,881	2,893	2,907	2,923	2,940	2,953	2,953	2,952
同比(%)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	(0.0)	(0.0)
新生产线投产(百万吨/年)	46	33	33	63	53	54	38	16	5
在生产线关停(百万吨/年)	(33)	(19)	(21)	(49)	(37)	(38)	(24)	(16)	(6)
当年净增加(减少)(百万吨/年)	13	14	12	15	16	17	14	(1)	(1)
水泥产量(百万吨)	2,316	2,177	2,330	2,395	2,377	2,118	2,023	1,825	1,716
同比(%)	-3.6	-6.0	7.1	2.8	-0.7	-10.9	-0.7	-9.5	-6.0
国内需求(百万吨)	2,304	2,169	2,327	2,395	2,379	2,120	2,020	1,819	1,710
同比(%)	-3.4	-5.9	7.3	2.9	-0.7	-10.9	-4.7	-9.9	-6.0
净出口(进口)(百万吨)	12.8	8.1	3.5	(0.5)	(1.4)	(0.4)	3.4	5.3	5.4
水泥出口(百万吨)	12.9	9.0	5.5	3.1	2.2	2.0	3.8	5.4	5.5
水泥进口(百万吨)	0.0	1.0	2.0	3.6	3.6	2.4	0.4	0.1	0.1
产能利用率 (%)	80.8	75.6	80.6	82.4	81.3	72.0	68.5	61.8	58.1

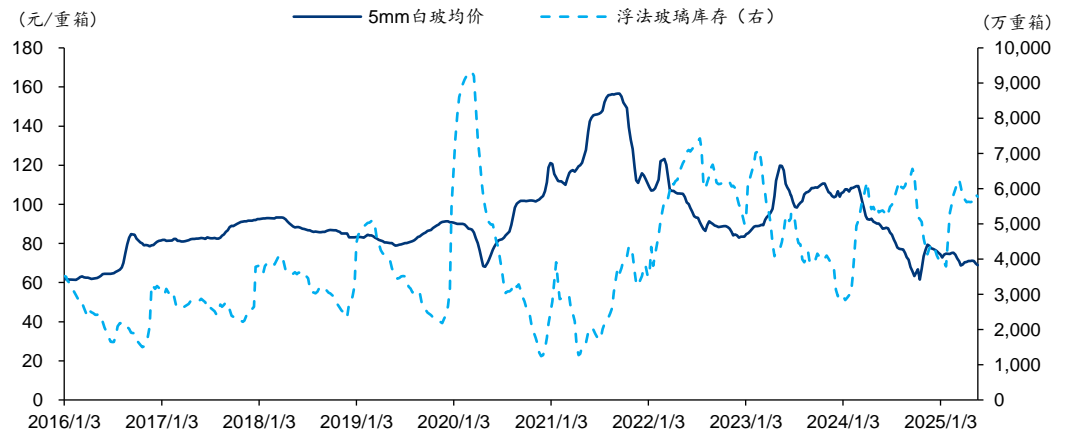
注：总供给以熟料名义产能为基础换算的等效水泥产能计算，并以此为基础计算产能利用率

资料来源：数字水泥，卓创资讯，国家统计局，华泰研究预测

浮法玻璃：价格延续下滑，等待集中冷修

25年以来浮法玻璃价格承压下滑但降幅趋缓，4月短暂去库后延续垒库趋势。2025年以来，随着竣工面积延续同比下滑，浮法玻璃需求延续承压态势，1月底开始库存大幅增加，价格承压下行。据卓创资讯，截至5月29日，全国5mm浮法白玻均价69元/重箱，同比-22.6%；1-5月均价72元/重箱，同比-27.4%，其中5月均价70元/重箱，同比-21.7%，同比降幅较4月+1.2pct，25年以来同比降幅呈收窄趋势。库存方面，截至5月29日重点样本企业库存5789万重箱，同比+7.6%，当前库存处于相对高位，但较24年9月份高点低11.8%。

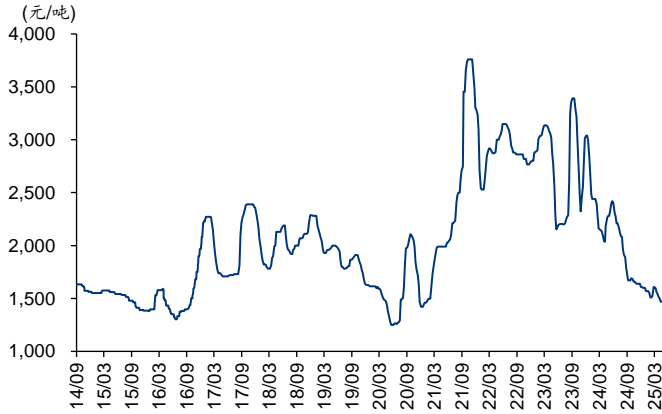
图表78：2016年以来5mm浮法玻璃白玻价格与库存走势



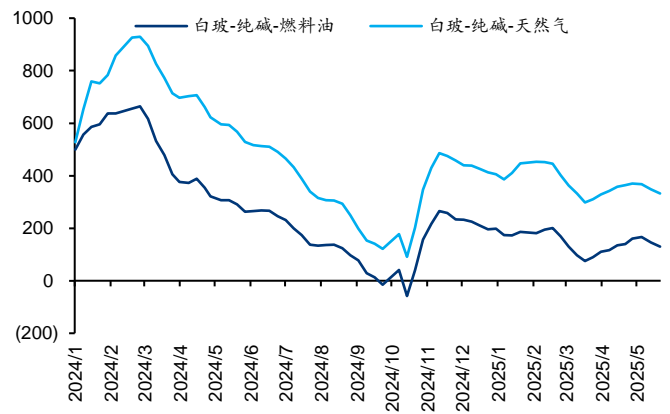
资料来源：卓创资讯，华泰研究

原料能源成本延续回落，25Q1企业盈利能力同比下滑但环比改善。据Wind，截至5月29日全国重碱均价1474元/吨，同比-35.4%，25年1-5月均价1542元/吨，同比-34.0%，重碱价格下降明显且降幅大于玻璃价格降幅，原料端成本压力相对较小。能源成本方面，25年1-5月燃料油均价5328元/吨，同比-1.6%，LNG出厂价格指数4497元/吨，同比+0.5%，主要能源价格同比相对平稳，但3月采暖季结束后整体均呈下滑趋势，预计Q2能源成本环比有望下降。结合国内浮法玻璃均价，我们以“白玻-纯碱-燃料油”和“白玻-纯碱-天然气”测算在使用不同燃料情况下浮法玻璃生产企业的盈利情况，25Q1浮法玻璃企业盈利能力同比明显下降，但环比24Q4有所提升，主要得益于成本端改善。

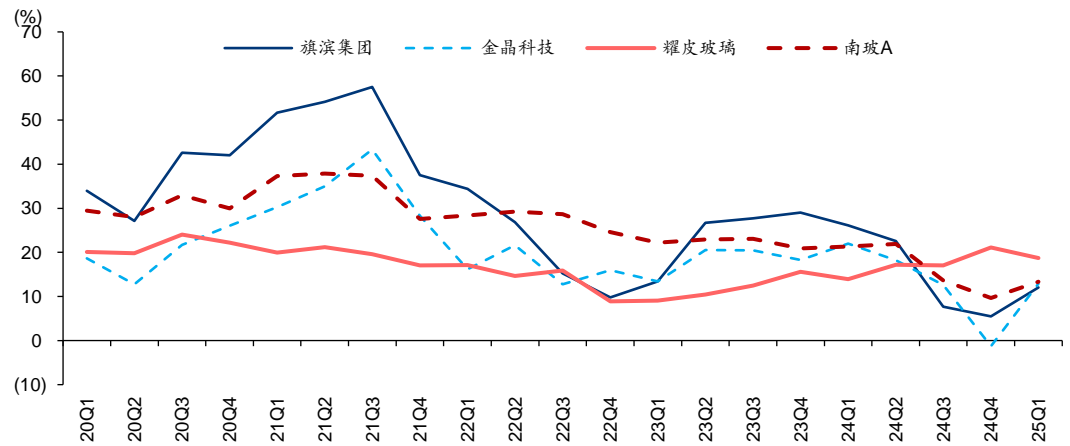
从上市企业浮法玻璃毛利率情况来看，23Q4-24Q4 主要浮法玻璃公司的单季度毛利率呈下降趋势，但 25Q1 除耀皮玻璃外环比均有所提升，其中旗滨集团/金晶科技/耀皮玻璃/南玻 25Q1 毛利率分别为 7.7%/12.6%/17.0%/13.6%，同比分别-20.0/-7.8/+4.5/-9.4pct，但同比仅耀皮玻璃有所提升。

图表79：2014 年以来全国重质纯碱均价走势


资料来源：卓创资讯，华泰研究

图表80：浮法玻璃与主要原料能源价差走势


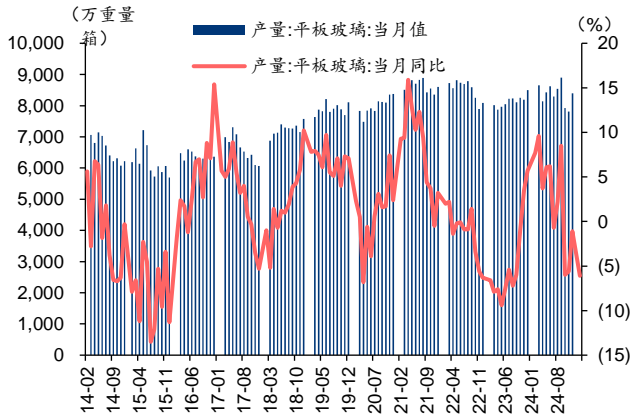
资料来源：卓创资讯，华泰研究

图表81：主要浮法玻璃企业单季度毛利率走势


资料来源：公司公告，华泰研究

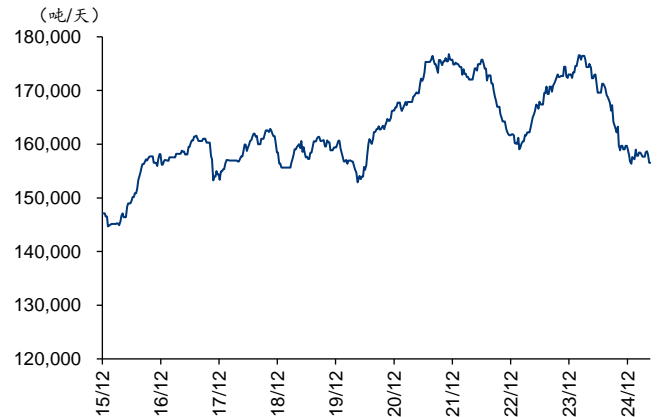
在产能回落至 23 年低点以下，但累计产量较 23 年同期仍有增长。浮法玻璃产能在 24 年 2 月达到历史高点后持续下降，25 年以来虽然有部分产线复产但在产产能仍有所下降。据卓创资讯，截至 5 月 23 日全国浮法玻璃日熔量为 15.7 万吨/天，同比-8.6%，相比 24 年底下降 1.0%，当前在产产能已低于 23 年的低点，接近 2020 年的低点（15.3 万吨/天）。产量方面，据国家统计局，25 年 1-4 月平板玻璃产量 3.19 亿重箱，同比-4.8%，较 1-3 月增速+1.6pct，4 月产量 7985 万重箱，环/同比-1.7%/-4.6%，随着浮法玻璃日熔量持续下滑，预计玻璃产量同比将延续下降趋势。另一方面，据卓创资讯统计，24 年全国浮法玻璃冷修及停产产线 45 条，冷修产线达 2012 年以来的最高水平，25 年以来有 14 条产线冷修或停产，考虑当前需求承压盈利压力较大，我们预计后续行业供给仍存进一步压降空间。

图表82：2014年以来全国平板玻璃当月产量及增速



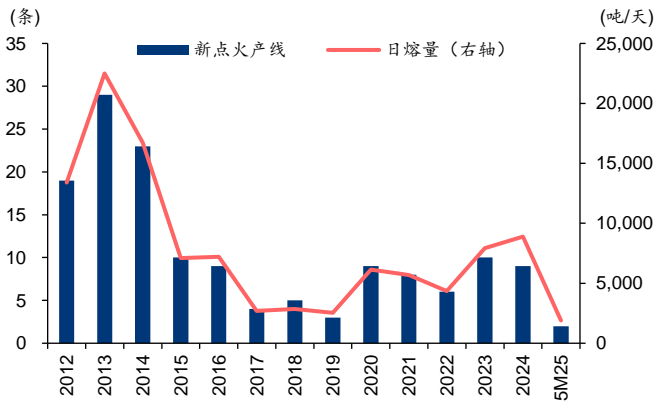
资料来源：Wind，华泰研究

图表83：2016年以来全国浮法玻璃在产产能变化



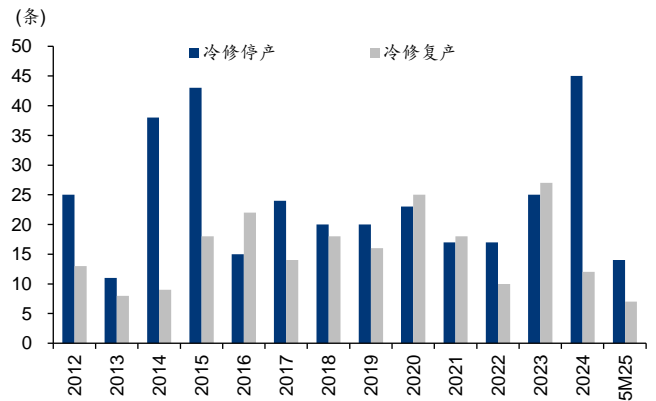
资料来源：卓创资讯，华泰研究

图表84：2012年以来全国浮法玻璃新点火产线条数及日熔量



资料来源：卓创资讯，华泰研究

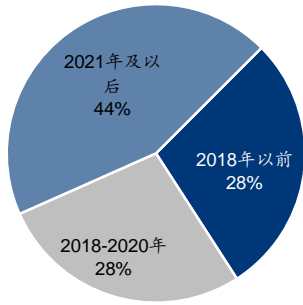
图表85：2012年以来全国浮法玻璃冷修停产和冷修复产条数



资料来源：卓创资讯，华泰研究

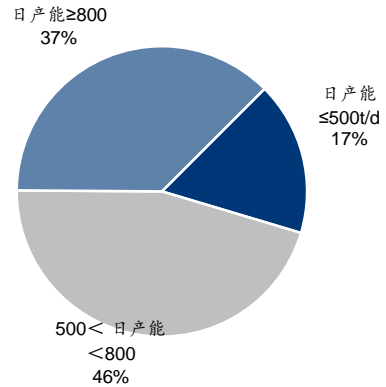
我们统计当前有超过3万t/d产能具备冷修条件，25H2若盈利能力进一步下降，行业有望出现集中冷修。据卓创资讯，截至2025年5月底，国内浮法玻璃在产产能中有84条产线单线规模在800t及以上，合计产能111250/d，产线条数/产能占比分别为37.7%/70.5%，大型窑炉贡献行业一半以上产能，中小型窑炉仍有一定规模在产，800t/d以下的小型窑炉目前139条在产，合计产能46605t/d，产线条数/产能占比分别为62.3%/29.5%。从产线运行时间看，2018年以前点火（运行时间在8年以上的）共63条，合计产能43270t/d，由于浮法玻璃窑炉理论冷修周期为8-10年，这部分产线已逐渐进入理论冷修周期，其中产能规模在800t/d以下的产线为52条，对应产能31070t/d，占当前在产产能的19.7%，考虑其投产时间较早，设备损耗或较为严重，叠加缺少规模优势，我们预计此类产线生产成本或高于行业平均水平，需求持续偏弱，价格表现不佳背景下，厂家冷修概率更高。

图表86：浮法玻璃在产产线投产时间



注：数据截至 2025 年 5 月
资料来源：卓创资讯，华泰研究

图表87：浮法玻璃在产产线结构（按产线条数）



注：数据截至 2025 年 5 月
资料来源：卓创资讯，华泰研究

从历史情况来看，每年房地产竣工面积约 10 亿平米，对应单平米浮法玻璃需求约 0.9-1.2 重箱/平米，但随着存量翻新需求逐步提升，近年来单平米对应浮法玻璃需求有所提升，24 年约 1.4 重箱/平米，以此比例测算，2025 年竣工面积每下降 1%，对应接近 1400 万重箱浮法玻璃需求减量，以平均 1 条产线 600 吨/天的日熔量估算则对应约两条产线的年产量。结合今年以来的产线冷修情况及在建情况，我们假设 2025 年新点火和复产产能合计为 8000 吨/天，中性预计冷修产线为 40 条，则 2025 年浮法玻璃年均日熔量为 151300 吨/天，对应的浮法玻璃年产量为 8.8 亿重箱，同比-11.7%；参考华泰地产团队预测（《企稳中谋转型》20250603），我们中性预计 25 年竣工面积同比增速为-18%，考虑翻新比例提升及单平米需求为 1.4 重箱/平米，则对应浮法玻璃需求为 8.6 亿重箱，对应期末行业库存约为 5690 万重箱，与 24 年末的库存水平相比有所上升，但由于供给收缩，预计库存总量不会达到此前的行业历史高点（9105 万重箱）。

展望 25H2，我们认为若供给端出现大规模冷修，价格有望阶段性企稳。首先我们认为 25 年浮法玻璃成本端有望延续稳中有降的趋势，其中纯碱价格已回落至较低水平，因此预计全年浮法玻璃原料端成本压力维持相对较小。供给端，虽然当前在产产能已下降至较低水平但仍高于 20 年低点，且竣工端需求仍处在下行趋势，因此当前供给仍有下降空间。考虑当前浮法玻璃行业整体盈利承压，且持续时间接近一年，若玻璃价格延续下滑趋势则 25H2 有望出现大规模冷修，而由于玻璃生产具备连续性且冷修后复产需要较长时间和资金，因此大规模冷修至供需再平衡后，行业价格才有望阶段性企稳。

我们以周度浮法玻璃均价模拟对全年均价进行测算，假设每年旺季为 3-5 月和 8-10 月，价格呈上升趋势（25 年 4 月价格已有所上涨），其余月份价格下跌或相对稳定，基于以上分析，我们认为：1) 基准情况下，25 年竣工需求延续 24 年以来的下滑趋势，若供给收缩维持当前节奏，需求承压下预计浮法玻璃均价或有一定下行压力，我们测算全年浮法玻璃行业均价为 68.5 元/重箱左右，同比-20.1%；2) 乐观情况下，若 25H2 行业出现大规模冷修，行业供需有望加速再平衡，浮法玻璃价格有望出现企稳反弹，但考虑需求端仍有压力，因此预计上涨持续性相对有限，测算全年浮法玻璃行业均价为 70.0 元/重箱左右，同比-18.4%；3) 若 25 年竣工下降幅度超预期（降幅超-25%），且行业仍未出现大规模冷修，预计玻璃价格将持续承压下行，测算全年浮法玻璃行业均价为 64 元/吨，同比-25.4%，行业大规模亏损将加速中小企业出清，进而推动行业供需再平衡。

图表88：浮法玻璃行业供需平衡表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
年均日容量 (吨/天)	158605	159630	172232	170728	167256	169322	151322	135000
年化产能 (万重箱/年)	115782	116530	125729	124631	122097	123605	110465	98550
yoy	-0.5%	0.6%	7.9%	-0.9%	-2.0%	1.2%	-10.6%	-10.8%
实际产量 (万重箱)	92670	94572	101665	101279	94942	100042	87820	77362
yoy	6.7%	2.1%	7.5%	-0.4%	-6.3%	5.4%	-12.2%	-11.9%
产能利用率	80%	81%	81%	81%	78%	81%	80%	79%
期初库存 (万重箱)	2358	2179	1271	3517	5434	2995	3993	5690
yoy	6.1%	-7.6%	-41.7%	176.7%	54.5%	-44.9%	33.3%	42.5%
期末库存 (万重箱)	2179	1271	3517	5434	2995	3993	5690	5541
yoy	-7.6%	-41.7%	176.7%	54.5%	-44.9%	33.3%	42.5%	-2.6%
表观需求 (万重箱)	92849	95480	99419	99362	97381	99044	86123	77511
yoy	7.1%	2.8%	4.1%	-0.1%	-2.0%	1.7%	-13.0%	-10.0%
竣工面积 (万平米)	95942	91218	101412	86222	100880	72936	59808	53827
yoy	2.6%	-4.9%	11.2%	-15.0%	17.0%	-27.7%	-18.0%	-10.0%
单位需求 (重箱/平米)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.0	1.4	1.4	1.4

资料来源：国家统计局，Wind，卓创资讯，华泰研究预测

由于浮法玻璃行业价格与库存通常存在反向变动，且库存变化通常为领先指标，是行业供需的直接反映，我们以25年行业净增产线条数代表供给，以竣工面积增速代表需求，结合两者的变化测算其对25年行业库存的影响。在所述中性基准预测情景下，即竣工面积增速-18%，我们预计行业净增产线为-30条，测算25年底行业库存相比24年底增长42%，对应我们的价格预测中的第一个情景，则25年行业均价或延续下降趋势。

图表89：25年净新增产线数量及竣工面积增速对浮法玻璃行业库存的影响敏感性测算

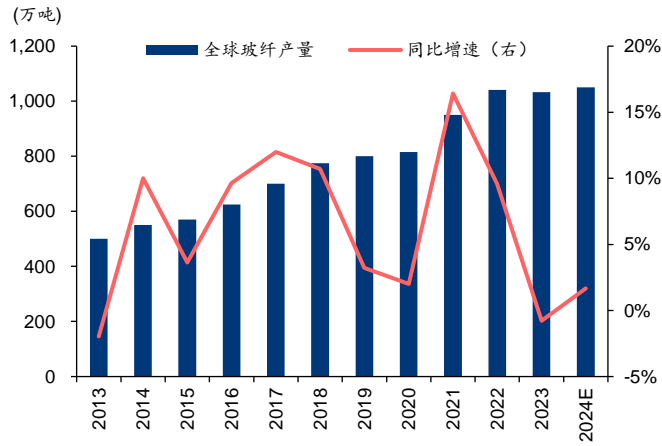
期末库存相对24年底变化 (%)		净增产线 (条)									
		-42	-39	-36	-33	-30	-27	-24	-21	-18	
竣工面积增速	-16.0%	-80%									
	-16.5%	-67%	-49%								
	-17.0%	-54%	-36%	-19%	-1%	16%					
	-17.5%	-40%	-23%	-6%	12%	29%	47%	64%			
	-18.0%		-10%	8%	25%	42%	60%	77%	95%	112%	
	-18.5%			21%	38%	56%	73%	91%	108%	125%	
	-19.0%				51%	69%	86%	104%	121%	139%	

资料来源：国家统计局，卓创资讯，华泰研究预测

玻纤：盈利同比延续改善，高端电子纱需求景气

24年玻纤产量同比增速延续回落，预计新增产能25年逐步释放。据中国玻璃纤维工业协会，2024年我国玻璃纤维纱产量达756万吨（其中池窑纱/坩埚拉丝产量分别为726/30万吨），同比+4.6%，2022年以来产量增速连续三年回落，能耗较高生产效率相对较低的坩埚拉丝产能连续三年下降。而据中国纤维复材网，2023年中国玻纤产量在全球产量中占比为70%，考虑近年来新增产能主要集中在国内，我们假设24年国内产量占比达72%，测算2024年全球玻纤产量约为1050万吨，同比+1.7%。据卓创资讯，25年前5月国内玻纤预估产量分别为63.0/57.7/62.1/66.5/69.34万吨，其中4/5月产量同比增速达15.6%/15.9%，随着新增产能逐步释放，预计25年产量同比将延续增长。

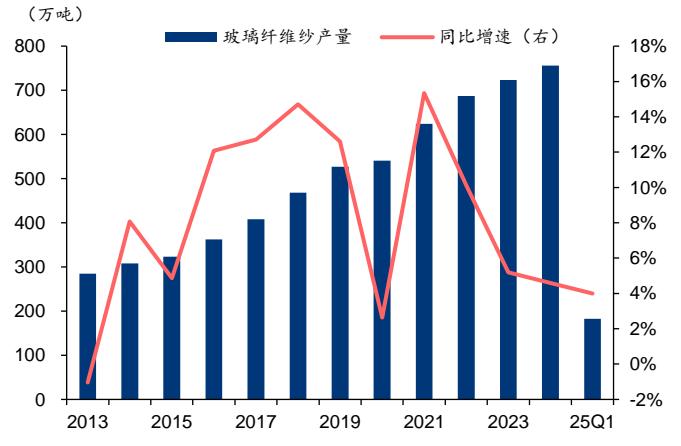
图表90：2013-2024E 全球玻纤产量及同比增速



注：24年产量根据国内产量占比测算

资料来源：玻璃纤维复合材料信息网，华泰研究测算

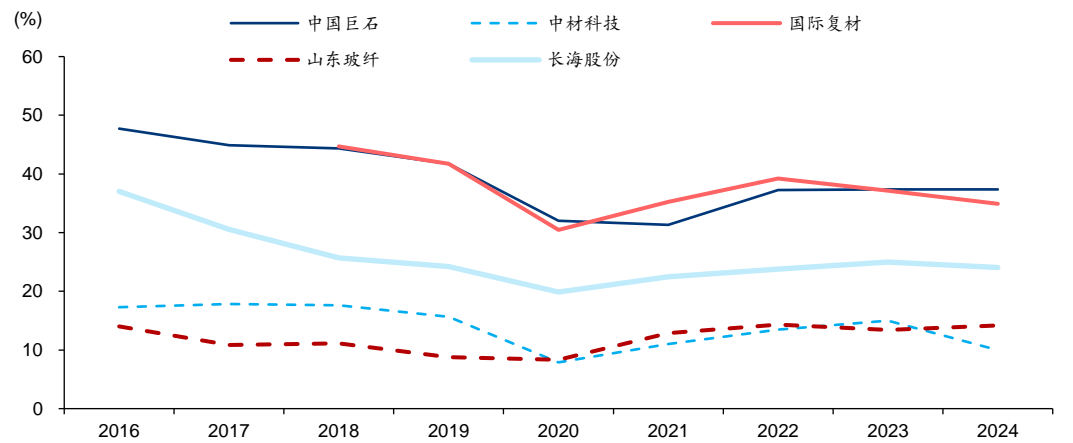
图表91：2013-25Q1 中国玻纤产量及同比增速



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，华泰研究

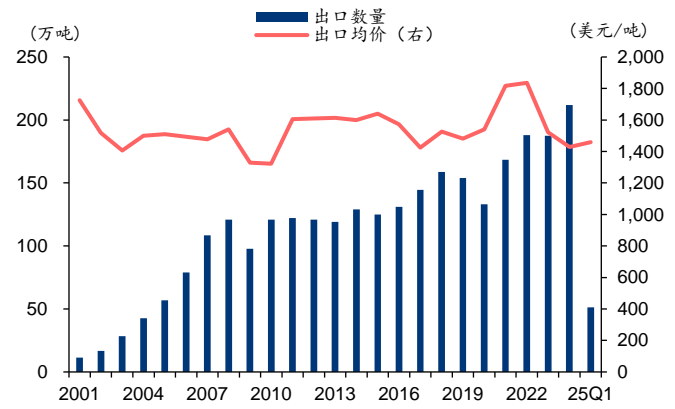
25Q1 出口量增速回落但价格同比回升，关税扰动下关注海外产能布局情况。据卓创资讯，2024 年我国玻纤及制品出口/进口量为 211.9/10.8 万吨，同比+13.0%/-13.8%，出口/进口均价分别为 1429.5/8639.1 美元/吨，同比-6.1%/+34.1%，出口量延续较快增长趋势，但出口均价有所下滑。据各公司年报，24 年中国巨石/中材科技/国际复材/山东玻纤/长海股份海外收入占比分别为 37.4%/10.0%/34.9%/14.2%/24.3%，海外市场仍是玻纤企业重要收入增长点之一，但 2016 年以来海外市场的收入占比整体来看呈下降趋势，内需已经逐步成为中国玻纤及制品行业稳步发展的主要支撑。24 年底以来，受出口退税率降低及海外关税政策等影响，我国玻纤及制品出口量呈回落趋势，但复价逐步落地带动出口均价同比回升，25Q1 我国玻纤及制品出口/进口量为 51.1/2.6 万吨，同比-2.6%/+7.8%。我们统计截至 24 年底中国巨石/国际复材在海外分别建有 46/16 万吨玻纤产能，分别占其在产产能的 15%/14%，关税政策存在不确定性的背景下海外产能优势或进一步凸显。

图表92：主要玻纤公司海外收入占比



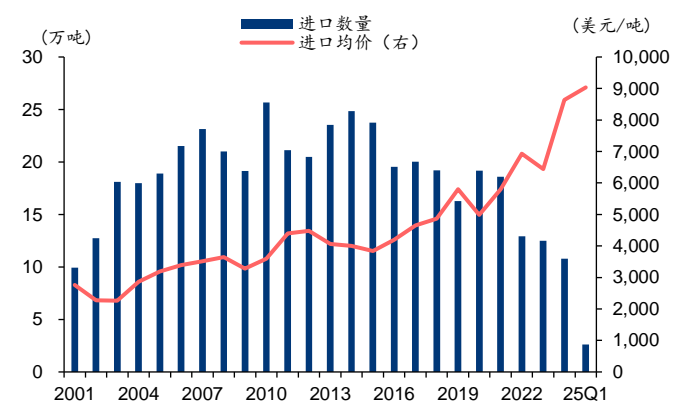
资料来源：公司公告，华泰研究

图表93：2001-2025Q1 玻璃纤维及制品出口量及出口均价



注：2023 年出口量不包括玻璃棉及其制品，同比增速为同口径下对比
 资料来源：海关统计数据平台，华泰研究

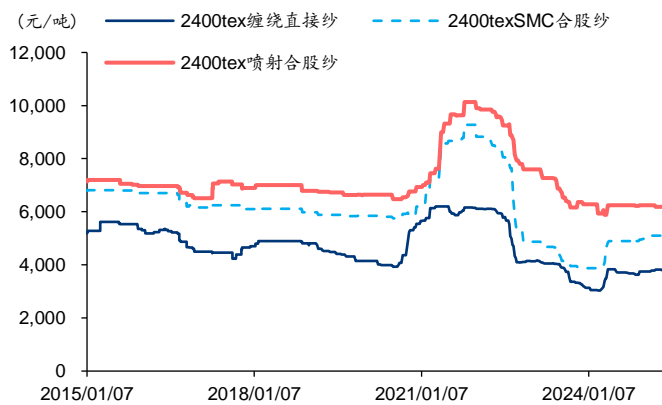
图表94：2001-2025Q1 玻璃纤维及制品进口量及进口均价



注：2023 年进口量不包括玻璃棉及其制品，同比增速为同口径下对比
 资料来源：海关统计数据平台，华泰研究

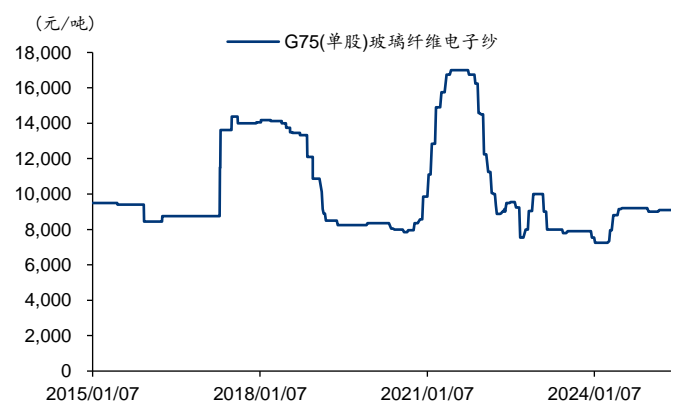
25Q1 新一轮复价落地，5 月起价格分化。据卓创资讯，24 年全国 2400tex 缠绕直接纱/SMC 合股纱/喷射合股纱/G75 电子纱均价分别为 3533/4591/6195/8540 元/吨，同比 -6.1%/+6.0%/-9.2%/+4.9%，2024 年 3 月起玻纤价格触底反弹，部分品种全年均价已高于 23 年。25Q1 玻纤开启新一轮复价，主要针对 23 年未复价的风电、热塑纱等产品的长协订单，25 年 1-5 月全国 2400tex 缠绕直接纱/SMC 合股纱/喷射合股纱/G75 电子纱均价分别为 3777/5092/6215/9062 元/吨，同比+15.3%/+22.7%/+1.5%/+18.2%，同比均有所提升，但 4 月底开始缠绕直接纱等中低端产品价格有所松动，而个别厂商针对 E225、D450 等高端电子纱价格仍有调涨，下游景气度差异造成价格出现分化，AI 等新兴领域需求旺盛有望继续驱动低介电电子纱等高端产品量价齐升。

图表95：不同类型玻纤粗纱全国均价走势



资料来源：卓创资讯，华泰研究

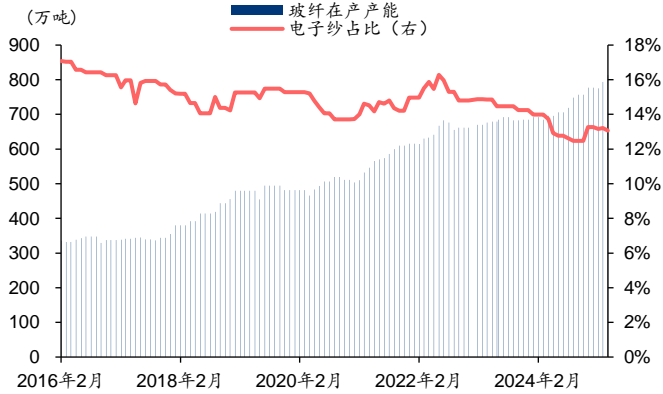
图表96：全国 G75（单股）玻璃纤维电子纱价格走势



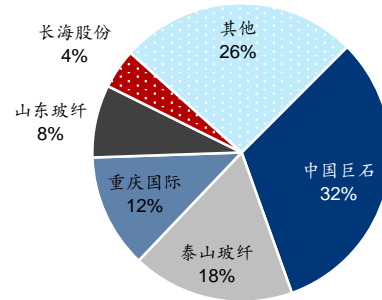
资料来源：卓创资讯，华泰研究

龙头公司产能扩张与冷修配套进行，电子纱新增多条产线及扩产规划。24Q1 以来，随着价格及盈利恢复，部分前期已基本建设完成的产线陆续点火，但新增供给仍集中于龙头企业且通常有老产线配套冷修，全年行业新点火产能 77.3 万吨，冷修产能 22 万吨（其中山东玻纤 6 改 17 项目年内复产），复产产能 46.8 万吨。电子纱方面，24 年下半年开始，国际复材、中材科技、中国巨石、宏和科技接连发布扩产规划，分别拟新建年产 8.5 万吨电子级玻璃纤维产线、年产 2600 万米特种玻纤布项目、年产 10 万吨电子级玻璃纤维零碳智能生产线、年产 1254 吨高性能玻纤纱项目；25Q1 光远新材接连投产多条低介电电子纱产线，随着下游新兴领域的需求逐步释放，电子纱行业或开始进入新一轮的扩产周期。

据卓创资讯，截至 25 年 5 月底全国玻璃纤维池窑在产产能 816.4 万吨，同比+16.3%，玻纤供给端格局相对稳定，中国巨石、泰山玻纤、重庆国际国内在产产能分别为 260.5、143、100.5 万吨，CR3 达 62%，CR5 达 74%，前五大龙头公司股份额基本稳定，但近年来新进入者产能投放同样积极，其中天皓玻纤已点火投产 20 万吨产能，后续仍需关注新进入者产能释放对供给端的影响。

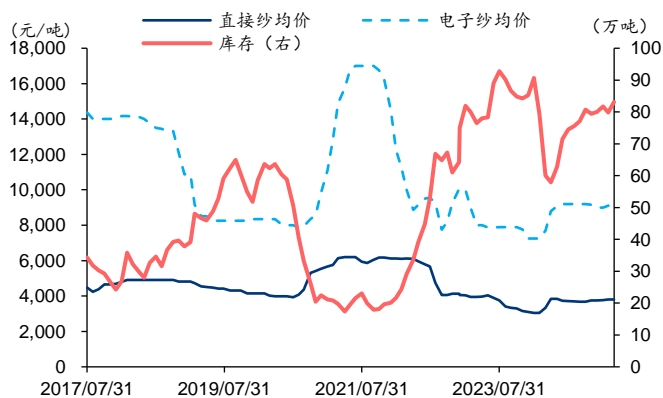
图表97：全国玻璃纤维纱产能及电子纱占比


资料来源：卓创资讯，华泰研究

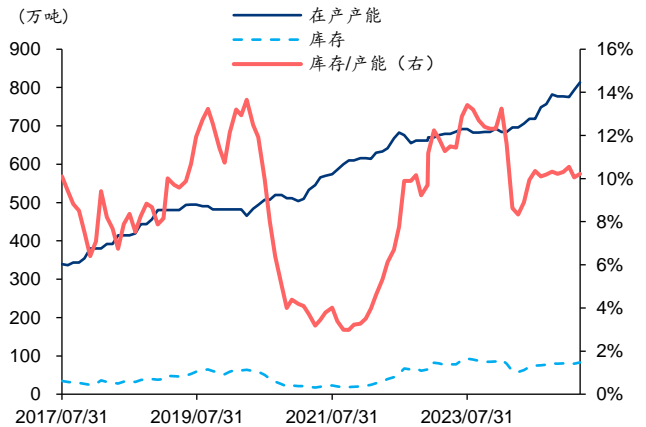
图表98：国内玻纤供给端市场格局（截至 2025 年 5 月）


资料来源：卓创资讯，华泰研究

24 年 8 月起库存占在产产能比例维持在 10%。24 年 3 月以来随着行业大范围复价，中游补库带动行业样本企业库存连续 3 个月（3-5 月）下降，6 月起库存由降转升，主要系新增产能逐步释放，8 月以来行业库存占在产产能的比例维持在 10% 左右。据卓创资讯，截至 25 年 5 月底国内玻纤纱库存为 87.0 万吨，月环比上升 4.8%，考虑在产产能维持增长，目前行业库存仍整体处于相对合理水平，后续需关注传统领域需求恢复情况及风电等领域的需求增长持续性。

图表99：玻纤库存与玻纤行业均价


资料来源：卓创资讯，华泰研究

图表100：上轮周期库存顶部（20Q1）约占行业年产能 14%


资料来源：卓创资讯，华泰研究

25H2 新增供给或放缓，关注 Low Dk/Low CTE 等高端领域需求放量。玻纤的下游较为多元化，主要涵盖建筑、电子电器、交通运输和风电新能源等四大领域。我们认为传统建筑领域整体增速或将趋于放缓，而在热塑纱、风电纱和电子纱等高端领域具有相对较高壁垒，该领域需求仍将保持较快增长。

值得关注的是，随着全球通用人工智能技术加速演进，人工智能训练和推理需求持续扩大，对 AI 服务器和高速网络系统的旺盛需求推动对大尺寸、高速高多层 PCB 和高速 CCL 的需求，低介电电子布以其低 Dk 和低 Df 的特性，成为满足高性能需求的理想材料。根据 Business Research Insights，2024 年全球低介电玻纤市场规模约为 2.8 亿美元，预计到 2033 年将达到 19.4 亿美元，期间年复合增长率为 23.8%。近年来国内企业持续推进技术研发，国产低介电电子纱有望取得突破，其中中材科技二代低介电超细纱已通过主要客户多轮测试验证，实现小规模产销，同时公司拟将年产 2600 万米特种玻纤布项目产能增加至 3500 万米，高端产品的拓展有助于提升玻纤企业差异化竞争能力并提升整体盈利能力。

供给方面，25H1 行业新点火产能达 50 万吨，随着行业复价落地企业盈利恢复，前期基本建成的新增产能逐步释放，我们认为在行业龙头理性竞争下产能投放节奏将趋缓，且新增产能多与老旧产线冷修配合进行，我们预计 25H2 新增产能压力相对较小。

图表101：2025 年玻璃纤维行业供需平衡表

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E		2026E	
							中性	乐观	中性	乐观
(1)建筑领域玻纤消费量	108	120	142	155	151	139	128	132	122	128
YoY	9.7%	5.9%	3.6%	-0.5%	-2.8%	-7.6%	-8.0%	-5.0%	-5.0%	0.0%
(2)电子电器领域玻纤消费量	67	75	93	99	94	100	105	108	111	114
YoY	10.3%	10.5%	12.9%	-0.5%	-5.0%	6.4%	5.0%	8.0%	5.0%	8.0%
(3)交通运输领域玻纤消费量	53	52	52	56	64	67	70	72	74	76
YoY	-0.6%	-2.0%	-0.3%	9.0%	13.0%	5.2%	5.0%	8.0%	5.0%	8.0%
(4)风电领域玻纤消费量	25	72	47	37	76	80	110	120	99	105
YoY	30.1%	190.9%	-35.1%	-21.3%	105.4%	5.2%	37.8%	50.3%	-10.0%	-5.0%
(5)四领域玻纤消费量合计(1+2+3+4)	253	319	334	348	385	387	414	433	405	422
YoY	9.6%	26.7%	6.7%	4.1%	10.6%	-0.4%	7.1%	12.1%	-2.1%	-2.5%
(6)其他领域需求	136	137	142	125	143	171	188	197	207	217
YoY	38.4%	1.0%	3.6%	-12.4%	15.0%	19.5%	10.0%	15.0%	10.0%	15.0%
(7)国内需求合计(5+6)	389	456	476	472	528	558	602	630	612	639
YoY	18.2%	17.3%	4.4%	-0.9%	11.8%	5.6%	8.0%	13.0%	1.7%	1.4%
(8)出口需求	154	133	168	183	187	212	206	210	216	226
出口同比	-3%	-14%	27%	9%	2%	13%	-3%	-1%	5%	10%
(9)进口需求	16	19	18	12	12	11	9	9	7	7
进口同比	-16%	18%	-2%	-32%	0%	-14%	-20%	-18%	-20%	-15%
(10)国内及海外净需求合计(7+8-9)	513	570	626	643	703	759	799	831	821	858
YoY	9.4%	11.2%	9.8%	2.6%	9.4%	8.0%	5.3%	9.5%	2.8%	7.3%
(11)国内产量	527	541	624	687	723	756	796	789	849	842
YoY	12.6%	2.6%	15.3%	10.1%	5.2%	4.6%	5.3%	4.3%	6.7%	5.7%
(12)国内库存	52	22	20	64	84	81	78	39	106	62

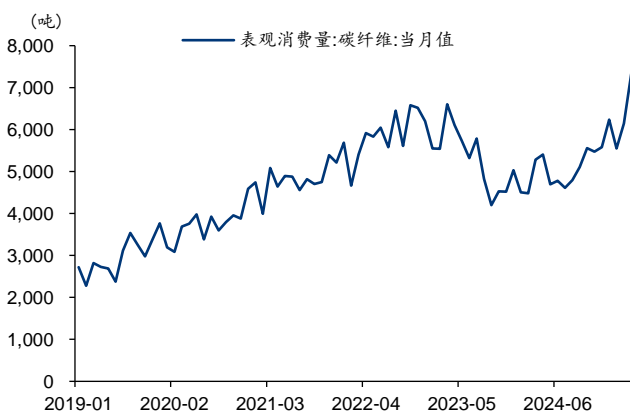
注：需求/产量/产能/出口/进口单位均为万吨，同比增速单位为%；建筑领域需求增速参考地产和基建增速预测；电子电器需求增速参考覆铜板开工率及消费电子销量预测；交通运输需求增速参考铁路及交通投资预测；风电领域需求参考风电装机量预测；出口及进口根据海关总署披露的进出口数据预测，相关假设逻辑与过往年度策略保持一致(《化债风起，供给变革》(20241105))。资料来源：卓创资讯，中国玻璃纤维工业协会，华泰研究预测

碳纤维：需求回升库存下降，持续关注新兴领域拓展

24H2起碳纤维需求出现持续回升。需求体量看，据2024年全球碳纤维复合材料市场报告，2024年碳纤维在全球/中国有15.6/8.4万吨市场规模，同比分别+35.7%/+21.7%，风电和航空航天军工等领域需求回暖带动碳纤维需求恢复增长，其中国内需求占比已由2016年的25.6%提升至2024年的53.8%。目前国内大部分碳纤维需求已由国产满足，24年国产碳纤维6.8万吨，占总需求的80.1%。据百川盈孚，25年前4月国内碳纤维表观消费量2.5万吨，同比+28.4%，24H2以来碳纤维表观消费量呈持续回升趋势。

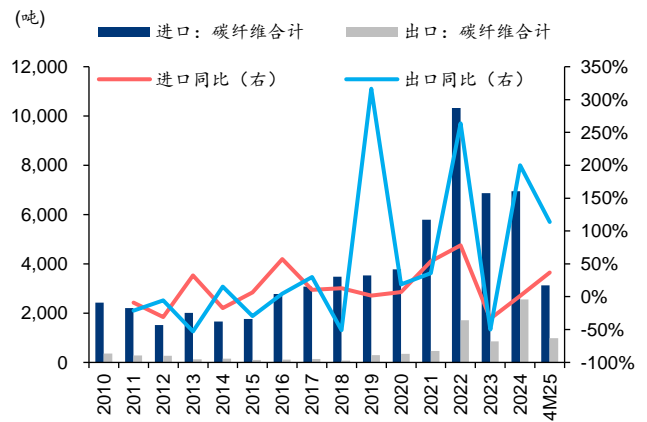
国产产能持续释放，碳纤维出口量同比延续高增。根据海关总署的数据，2025年前4月我国进口/出口碳纤维分别为3123/988吨，同比+37%/+114%，出口量同比延续较高增长，国产碳纤维在全球的影响力进一步提升，同时进口量自24年起也恢复同比增长，主要来自于日本及中国台湾高端体育器材产品。

图表102：24H2以来中国碳纤维表观消费量持续回升



资料来源：百川盈孚，华泰研究

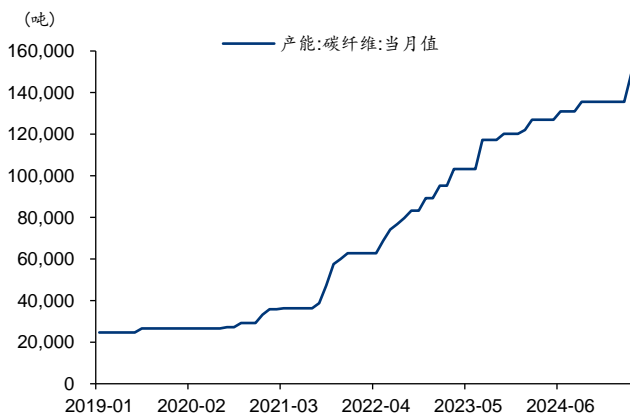
图表103：碳纤维进出口量同比均有所回升



资料来源：各年度全球碳纤维复合材料市场报告，中国海关总署，华泰研究

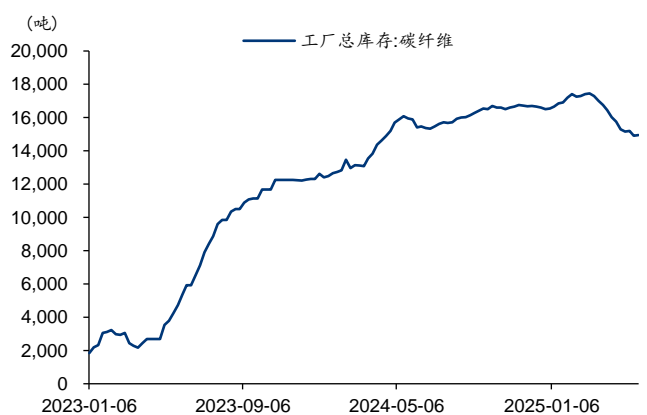
产能持续增加且开工率同比提升，但需求旺盛带动工厂总库存从3月起逐渐下降。据百川盈孚，截至25年5月底国内碳纤维总产能达15.0万吨，同比+17.7%，且24H2以来开工率持续回升，25年4月开工率达58.7%，同比+10.3pct。另一方面，由于下游需求持续增长，碳纤维库存在25年3月起持续下降，截至5月23日，工厂总库存达1.5万吨，同比-6.2%且相比3月高点已下降14.3%，供给增加的背景下库存仍持续下降反映出下游需求保持景气。

图表104：碳纤维产能及开工率



资料来源：百川盈孚，华泰研究

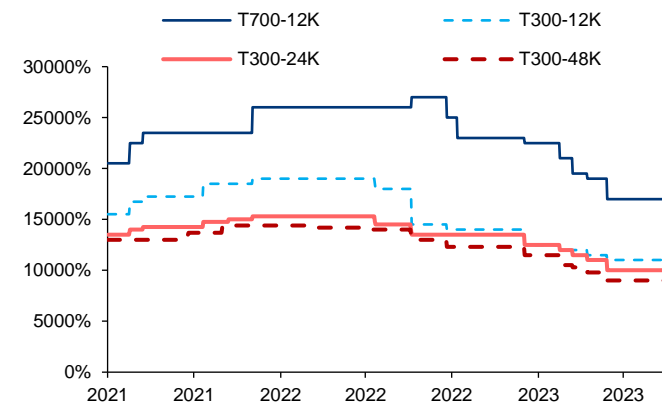
图表105：碳纤维工厂总库存



资料来源：百川盈孚，华泰研究

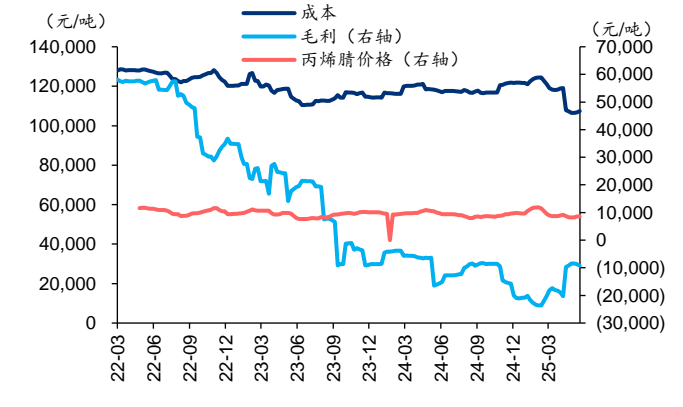
碳纤维价格低位企稳，持续去库有望带动价格反弹。据 Wind，截至 25 年 5 月 29 日，国内 T700-12K/T300-12K/T300-24K/T300-48K 碳纤维价格为 105/85/75/70 元/千克，同比分别 -12.5%/-5.6%/-6.3%/-6.7%，但环比已接近 5 个月持平。5 月吉林化纤发布涨价函，提出受低空经济、出口等需求拉动，其旗下湿法 3k 碳纤维供不应求，将针对其各牌号产品价格每吨上调 1 万元，随着需求旺盛带动库存持续下降，我们预计碳纤维行业整体价格有望反弹。原材料方面，截至 25 年 5 月 29 日丙烯腈价格 8600 元/吨，同比-11.3%，成本及原材料价格持续下行带动碳纤维毛利环比改善，但当前盈利能力仍处于低位。

图表106：不同型号碳纤维价格



资料来源：百川盈孚，华泰研究

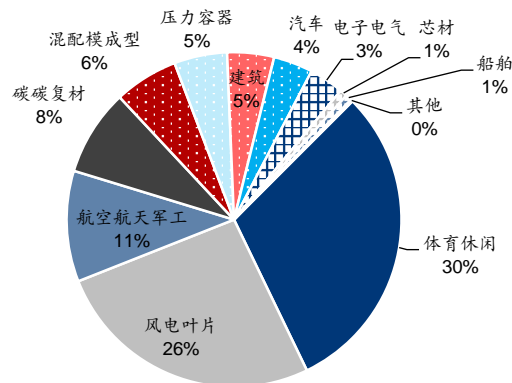
图表107：碳纤维成本及毛利



资料来源：百川盈孚，华泰研究

风电领域需求有望大幅增长，关注低空经济、机器人等新兴领域。据赛奥碳纤维，24 年中国碳纤维需求领域中风电叶片占比约 26% (2.2 万吨)，同比增长 22%，随着 25 年风电装机延续旺盛需求，预计将进一步拉动相关碳纤维产品需求。同时，我们认为碳纤维作为替代性材料，随着产能扩张带动成本及价格下降，其性价比有望持续提升进而带动需求领域扩张，其中人形机器人和低空经济等新型产业的快速发展有望为碳纤维带来新的需求增量。2025 年 3 月，深圳沃特推出 Wouper@PPA 及其碳纤维增强方案：PA6T/XT+碳纤维增强方案，具备 145°C 玻璃化转变温度、1.38g/cm³ 低密度 (比铝合金轻 50%)，同时拥有 500MPa 弯曲强度和 40,000MPa 弯曲模量，能够抗 500 万次疲劳和 10 万小时蠕变测试的颠覆性性能，打破机器人骨骼的“性能囚笼”，随着碳纤维解决方案的持续进步，预计未来碳纤维有望在机器人等领域发挥更大作用。

图表108：中国碳纤维需求领域拆分 (2024 年)



资料来源：2024 年全球碳纤维复合材料市场报告，华泰研究

总结今年前五个月建筑建材基本面与行情走势，我们认为板块整体仍然处于供给出清阶段，政策预期与基本面修复节奏是关注重点。25H2 内需投资政策有望加码，核电、风电、电网、水运等重点工程有望维持高景气；地产销售端止跌回稳拐点值得重点关注，以旧换新和城市更新加快存量翻新市场需求释放；建筑央企国企化债、中小民营企业转型跨界加快供给侧市场化出清。在短期政策及基本面无明显催化的背景下，我们建议沿着跨界转型和细分区域、产业景气主线进行配置，重点推荐中国建筑、中材国际、中国化学、中国核建、中国建筑国际、华新水泥、中材科技、三棵树、兔宝宝、中国联塑。

图表109：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级	最新收盘价			EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	目标价	市值(百万)	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
中国建筑	601668 CH	买入	5.69	8.60	235,113	1.12	1.13	1.14	1.16	5.09	5.02	4.97	4.92
中材国际	600970 CH	买入	9.03	13.04	23,839	1.13	1.19	1.21	1.23	8.00	7.62	7.46	7.35
中国化学	601117 CH	买入	7.68	9.03	46,915	0.93	1.00	1.06	1.11	8.25	7.66	7.25	6.89
中国核建	601611 CH	买入	9.02	10.81	27,185	0.68	0.78	0.94	1.08	13.17	11.55	9.63	8.39
中国建筑国际	3311 HK	买入	11.08	15.61	58,527	1.77	1.95	2.11	2.28	6.25	5.68	5.24	4.86
华新水泥	600801 CH	买入	12.15	15.11	25,260	1.16	1.19	1.47	1.55	10.45	10.19	8.26	7.83
中材科技	002080 CH	买入	17.18	19.60	28,830	0.53	0.98	1.22	1.39	32.33	17.59	14.05	12.34
三棵树	603737 CH	买入	33.19	60.14	24,488	0.63	1.24	1.61	2.07	52.70	26.85	20.65	16.04
兔宝宝	002043 CH	买入	10.00	13.96	8,321	0.70	0.87	1.00	1.13	14.22	11.48	9.99	8.84
中国联塑	2128 HK	买入	4.03	4.36	12,503	0.54	0.67	0.74	0.82	6.80	5.50	5.01	4.52

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表110：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
中国建筑 (601668 CH)	<p>公司发布一季报：2025Q1 实现营收 5553 亿，同比+1.1%，归母净利 150 亿，同比+0.6%，超过我们的预期（134 亿），主要系研发和财务费用同比减少使得费用率降低，利润率超预期所致。公司 25Q1 新签合同 12702 亿，同比+6.9%，较 1-2 月继续提速 1.3pct。我们认为未来在稳地产、稳增长、化债等政策催化下，公司需求端和资产端有望同步改善，稳健经营及分红能力强，根据 4 月 28 日收盘价，股息率 4.9%，具备较好的红利价值，维持“买入”评级。</p> <p>我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 468/473/478 亿。采用分部估值法，可比建筑/地产公司 25 年 PE 均值为 5/12x，认可给予公司 25 年 295 亿建筑净利/173 亿地产净利 5/12xPE，调整目标价至 8.60 元（前值 9.02 元，对应 25 年 295 亿建筑净利/173 亿地产净利 5/13xPE，均为可比均值），维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：稳增长政策低于预期，地产/工程增速不及预期。</p> <p>报告发布日期：2025 年 04 月 28 日</p> <p>点击下载全文：中国建筑(601668 CH,买入): Q1 净利超预期，基建订单增长强劲</p>
中材国际 (600970 CH)	<p>公司发布一季报：2025Q1 实现营收 101 亿，同比-1.37%，归母净利 6.63 亿，同比+4.19%，扣非净利 5.99 亿，同比-8.38%。25Q1 新签合同额 279 亿元，同比增长 31%，其中境外订单增长 46%，境外工程和装备订单分别增长 43%、220%，截至 25Q1 末未完合同额 586 亿，同比-1.94%，在手订单充裕。我们认为公司海外市场需求的持续性较好，高端装备出海认可度高。中长期看，公司有望在实现收入规模稳定的基础上，继续优化结构，带动盈利能力、现金流改善，维持“买入”评级。</p> <p>我们维持公司 25-27 年归母净利润 31.3/32.0/32.5 亿，根据公司分红政策，24-26 年以现金方式分配的利润分别不低于当年实现的可供分配利润的 44%/48.40%/53.24%，根据 4 月 24 日收盘价 9.26 元/股计算，对应股息率约 4.9%/5.6%/6.3%。可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 9xPE，公司业务转型有序推进，装备、运维业务双轮驱动，未来商业模式、经营可持续性有望优于可比，给予公司 25 年 11xPE，维持目标价 13.04 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：装备制造占率提升不及预期，水泥生产线及矿山运维增量不及预期，水泥行业投资显著下滑。</p> <p>报告发布日期：2025 年 04 月 24 日</p> <p>点击下载全文：中材国际(600970 CH,买入): Q1 业绩稳健增长，订单表现出色</p>
中国化学 (601117 CH)	<p>公司发布年报及一季报：2024 年实现营收 1866 亿，同比+4.14%，归母净利 57 亿，同比+4.82%，扣非净利 55 亿，同比+6.02%，归母净利低于我们的预期(59 亿)，主要系境外项目执行慢于国内，收入转化低于预期所致。24Q4/25Q1 实现营收 519/447 亿，同比+9.12%/+1.15%，归母净利 18.5/14.5 亿，同比+8.6%/+18.8%。公司 24 年新签订单同比+12.3%，境外新签高基数下同比+12.6%，占比较 22 年提升 18pct 至 31%，我们认为海外石油化工投资景气较好，利润率较高，公司有望充分受益，维持“买入”评级。</p> <p>考虑到境外项目执行速度低于国内，下调未来收入增速，调整公司 25-27 年归母净利润预测为 61/65/68 亿（前值 64/68/-亿，变化-4%/5%/）。可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 9xPE，认可给予公司 25 年 9xPE，调整目标价至 9.03 元（前值 9.43 元，对应 25 年 9xPE），维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：毛利率持续下降，海外业务波动较大，化工实业投资不及预期。</p> <p>报告发布日期：2025 年 05 月 04 日</p> <p>点击下载全文：中国化学(601117 CH,买入): Q1 盈利能力显著提升，业绩高增长</p>

股票代码	最新观点
中国核建 (601611 CH)	<p>公司公布 24 年及 25Q1 业绩：24 年收入/归母净利 1135.4/20.6 亿元，同比+3.8%/+0.1%，24 年业绩低于我们预期（22.5 亿元）主要系 Q4 计提信用减值损失较多。25Q1 公司收入/归母净利 295.5/5.5 亿元，同比+1.8%/-1.0%，25 年 4 月国常会新增核准 10 台核电机组，核电投资有望延续高景气，公司作为核电工程建设主力军有望持续受益，维持“买入”。</p> <p>考虑工民建业务订单下滑，我们下调公司工民建业务收入假设，预测公司 25-27 年归母净利为 23.5/28.2/32.4 亿元（前值 25.5/30.4/-亿元，下调 8%/7%）。采用分部估值法，25 年核电/工民建可比公司一致预期均值 15.4x/6.0xPE（前值 15.6x/6.0x），给予核电工程 25 年 20.0 亿归母净利 15.4xPE（前值 25 年 19.0 亿，15.6x），给予工民建及其他业务 25 年 3.5 亿归母净利 5.0xPE（前值 25 年 6.5 亿，5.0x）。综合两块业务，给予公司 25 年目标市值 326 亿元，目标价 10.81 元（前值 10.93 元），维持“买入”。</p> <p>风险提示：核电审批节奏不及预期、项目进度不及预期、应收账款风险。</p> <p>报告发布日期：2025 年 04 月 30 日</p> <p>点击下载全文：中国核建(601611 CH,买入)：核电延续高景气，毛利率同比提升</p>
中国建筑国际 (3311 HK)	<p>公司发布一季度经营情况：25Q1 实现营收 239 亿元，同比+5.5%，经营溢利及应占合营企业溢利 39.6 亿元，同比+10.8%。25Q1 新签合同额 505 亿元，同比-29.1%，主要系 24Q1 签订香港新界西堆填区扩建计划重大项目，权益合同额约 395 亿元，导致基数较高，23Q1-25Q1 两年订单复合增速 10.2%，维持稳健增长，维持“买入”评级。</p> <p>维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 103/112/121 亿港元。可比公司 25 年 Wind 一致预期 7xPE，考虑到公司新签合同保持双位数增长，现金流持续改善，中长期科技赋能有望优化商业模式和盈利能力，维持给予公司 25 年 8xPE，维持目标价 15.61 港元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：港澳投资低于预期；内地拓展低于预期；MIC 应用低于预期。</p> <p>报告发布日期：2025 年 04 月 28 日</p> <p>点击下载全文：中国建筑国际(3311 HK,买入)：业绩稳健增长，科技类收入贡献提升</p>
华新水泥 (600801 CH)	<p>公司公布 25 年一季报：25Q1 收入/归母净利 71.6/2.3 亿元，同比+1.1%/+31.8%，水泥价格同比改善带动公司收入及盈利能力同比提升，公司在出海发展和节能降碳方面继续具备领先优势，A/H 均维持“买入”。</p> <p>我们维持盈利预测，预计公司 25-27 年 EPS 为 1.19/1.47/1.55 元，华新水泥-A 目标价下调 5%至 15.11 元，基于 12.7x25 年 PE（前值基于 13.3x），与海外可比公司一致；华新水泥-H 目标价下调 4%至 11.26 港元，基于 8.8x25 年 PE（前值基于 9.2x），H-A 折价率 31%，与水泥公司 H-A 平均折价率一致，A/H 目标价下调主要系可比估值下降，我们仍看好公司在出海发展和节能降碳方面的领先优势，A/H 均维持“买入”。</p> <p>风险提示：房地产销售企稳的速度慢于预期，错峰生产的执行弱于预期。</p> <p>报告发布日期：2025 年 04 月 30 日</p> <p>点击下载全文：华新水泥(6655 HK,买入;600801 CH,买入)：盈利同比改善，汇率波动影响费用率</p>
中材科技 (002080 CH)	<p>公司公布 25 年一季报：25Q1 收入/归母净利/扣非归母净利 55.1/3.6/2.5 亿元，同比+24.3%/+68.3%/+132.4%，玻纤复价带动公司盈利能力环比改善，我们认为玻纤及叶片价格回升有望带动公司盈利能力改善，Low-Dk 电子布等高端产品有望为公司带来新增量，维持“买入”。</p> <p>我们维持公司盈利预测，预测公司 25-27 年 EPS 为 0.98/1.22/1.39 元。可比风电玻纤/隔膜公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 14x/25x，考虑隔膜业务承压暂不给予锂膜分部估值，预计公司 25 年利润均由玻纤及风电业务贡献，我们认为公司业务相较可比公司更加多元，且低介电玻纤等新材料具备成长潜力，产能规模扩大有望进一步提升差异化竞争力，维持给予公司 25 年 20xPE，维持目标价 19.60 元，维持“买入”。</p> <p>风险提示：风电新增装机容量不及预期；玻纤供需继续恶化；锂膜价格下跌。</p> <p>报告发布日期：2025 年 04 月 24 日</p> <p>点击下载全文：中材科技(002080 CH,买入)：Q1 盈利改善，新材料继续扩产</p>
三棵树 (603737 CH)	<p>三棵树发布半年报，2024 年实现营收 121.05 亿元（yoy-2.97%），归母净利 3.32 亿元（yoy+91.27%），符合公司此前发布的业绩预告。其中 Q4 实现营收 29.59 亿元（yoy-3.45%，qoq-12.58%），归母净利-7839.69 万元（yoy+79.42%，qoq-139.13%）。1Q25 公司实现收入 21.3 亿元（yoy+3.12%），归母净利 1.05 亿元（yoy+123.33%），毛利率较好修复叠加期间费用管控趋严，公司盈利出现改善迹象，考虑到公司“马上住”业务模式进入快速复制阶段，零售渠道日益完善，维持“买入”评级。</p> <p>考虑到公司转型较为完全，“马上住”美丽乡村等业务模式打通进入快速复制阶段，零售业务占比持续提升，我们上调公司毛利率假设，调整公司 25-27 年归母净利至 6.5/8.5/10.9 亿元（前值 25-26 年 6.5/7.8 亿元，调整幅度基本持平/+8%），3 年 CAGR 为 48.7%。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PEG 均值为 0.74 倍，考虑公司零售品牌力持续验证，经营对地产政策较为敏感，业绩具备双重弹性，给予公司 25 年 1.0xPEG（前值 25 年 0.8x），目标价 60.14 元（前值 53.44 元），维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：原材料成本大幅上涨，行业价格竞争加剧，坏账损失持续大增。</p> <p>报告发布日期：2025 年 04 月 29 日</p> <p>点击下载全文：三棵树(603737 CH,买入)：品牌持续验证，减值相对充分</p>
兔宝宝 (002043 CH)	<p>兔宝宝 2024 年实现营收 91.89 亿元（yoy+1.39%），归母净利 5.85 亿元（yoy-15.11%），符合公司此前发布的业绩快报。其中 Q4 实现营收 27.25 亿元（yoy-18.21%，qoq+6.61%），归母净利 1.03 亿元（yoy-55.75%，qoq-56.85%），主要受资产及信用减值影响。1Q25 公司实现营业收入 12.71 亿元，同比-14.3%，归母净利 1.01 亿元，同比+14.22%，我们推测主因工程业务规模收缩后裕丰汉唐减亏。考虑到公司账面商誉、风险应收敞口收敛，账龄结构优化，叠加家装补贴扩围作用下需求有望提振，维持“买入”评级。</p> <p>考虑到行业价格竞争持续，公司产品销售价格或仍面临压力，但家装补贴扩围下板材需求有望改善，我们下调公司产品销售均价、上调公司产品销量，调整公司 2025-2027 年 EPS 预测为 0.87/1.00/1.13 元（前值 25-26 年 0.93/1.07 元，下调 6%/7%）。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 14 倍，考虑公司品牌力持续扩张，商誉规模收缩，而账龄结构优化或导致应收被动减值规模收缩，给予公司 25 年 16 倍 PE（前值 25 年 15xPE），维持目标价 13.96 元，维持“买入”评级。</p> <p>风险提示：原材料价格快速上涨；行业竞争恶化；应收账款大幅计提减值。</p> <p>报告发布日期：2025 年 04 月 24 日</p> <p>点击下载全文：兔宝宝(002043 CH,买入)：品牌持续扩张，减值有望收敛</p>

股票名称

最新观点

中国联塑
(2128 HK)

中国联塑公布 24 年业绩：收入 270.3 亿元，同比-12.4%；归母净利润 16.8 亿元，同比-28.9%，归母净利低于我们此前预期（18.6 亿元），我们认为主因公司费用管控进度不及我们此前预期，叠加债务结构调整偏缓，财务费用高于此前预期，但考虑公司管道主业在行业下行期量价相对平稳，盈利能力维持稳定，体现龙头企业市场把控能力。维持“买入”评级。

考虑到塑管需求仍边际下行，叠加原材料价格处于低位，我们预计价格战或持续，且公司债务结构调整偏缓，我们调整 25-26 年 EPS 预测值-4%/-15%至 0.67/0.74 元，并引入 27 年预测值 0.82 元。25 年可比公司 Wind 一致预期 PE 为 14.9x，考虑到港股流动性较 A 股偏弱，但地产积极政策持续落地带动市场对于地产链预期改善，上调至 25 年 6x PE（前值 24 年 5.5x），目标价 4.36 港元（前值 3.60 港币）。

风险提示：上游原料涨价风险，行业竞争加剧风险，光伏业务大额亏损。

报告发布日期：2025 年 03 月 30 日

[点击下载全文：中国联塑\(2128 HK,买入\)：主业逆境下平稳，债务结构调整偏缓](#)

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

化债和供给侧政策执行力度低于预期：2024Q4 以来，财政化债和水泥玻璃产能置换办法等供给侧政策相继出台并得以执行，我们认为化债有利于建筑建材企业资产负债表和现金流改善，供给侧政策有利于防止行业“内卷式竞争”，推动行业龙头价格和盈利修复。但政策落地有赖于配套资金落地和具体执行，若具体执行层面力度低于预期或时点延后，将可能导致行业基本面改善低于预期。

基建或地产需求恢复不及预期：随着超长期特别国债、专项债等一揽子增量政策资金加快落地，以及新型政策性金融工具出台，我们相对看好 25H2 国内施工实物量的改善。但行业基本面的改善程度取决于增量政策的力度和方向，若财政货币政策对传统基建和地产的发力不及预期，将导致我们对行业基本面判断出现误判，进而影响相关的细分板块和公司推荐。

原材料或燃料成本大幅上涨：近期《2024—2025 年节能降碳行动方案》、《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》等文件陆续发布，若节能降碳政策增强行业供给约束，或者海外油气价格大幅上涨，将可能导致上游能源燃料或原材料价格上涨，相关公司盈利水平将进一步下降，进而影响相关公司盈利和估值。

本文测算结论与实际可能存在误差：本报告中有关存量重装市场规模、城市更新受益建材市场规模、工业材料供求平衡表、价格预测等一系列数据测算，主要基于一定的约束条件和模型假设，但理论及假设与实际可能差异较大，则导致本文测算结论与实际可能差异较大。

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、王玺杰、樊星辰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中国核建（601611 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、王玺杰、樊星辰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华新水泥（600801 CH）、中材国际（600970 CH）、中材科技（002080 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的12个月内担任了标的证券公开发行或144A条款发行的经办人或联席经办人。
- 华新水泥（600801 CH）、中材国际（600970 CH）、中材科技（002080 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 中材科技（002080 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 中国核建（601611 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司