

# 从上游产业链视角预判基建投资与实物工作量

## 建筑工程业

评级:

增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
韩其成(分析师)	021-38676162	hanqicheng@gtht.com	S0880516030004
郭浩然(分析师)	010-83939793	guohaoran@gtht.com	S0880524020002
曹有成(分析师)	021-23185701	caoyoucheng@gtht.com	S0880525040079

### 本报告导读:

建筑产业链上游水泥、钢铁、工程机械、石油沥青、玻璃等高频指标反映实物工作量强度，指示公司基本面变化。从当前指标看，基建房建需求仍承压。

### 投资要点:

**建筑产业链高频指标判断实物工作量强度，当前基建房建需求仍承压。**

(1)基建产业链涉及水泥、螺纹钢、石油沥青及中型挖掘机等高频指标，地产产业链涉及线材、小型挖掘机及玻璃等高频指标。(2)基建方面，从当前指标看，水泥产量、产能利用率、磨机运转率等处较低位置，水泥价格仍处于下行区间；螺纹钢价格、产量，挖掘机开工小时数，沥青产量、装置开工率等，均处于近年低位，说明当前基建需求仍然承压。(3)地产方面，高线价格处于近年低位，玻璃产量同比负增，说明当前地产链的工程施工需求仍然承压。(4)龙头建筑公司当前PB估值有性价比，在国企改革和市值管理政策的催化下，未来估值有望提升。

**水泥价格、产量、产能利用率、出货率及磨机运转率均与基建投资呈正相关。**(1)水泥价格近3年与基建投资正相关，价格上升反映下游需求增强。水泥价格变动与企业订单和利润呈近似正相关。(2)水泥产量呈下降趋势时，基建投资增速往往承压，企业季度订单增速、归母净利润增速与水泥产量之间存在正向关系。(3)水泥产能利用率低于50%时处于低景气区间，高于70%时处于高景气区间。(4)水泥出货率与磨机运转率与基建投资呈正相关，分别以50%和40%为低景气阈值。(5)水泥库存与基建投资呈负相关，与建筑公司实物工作量呈负相关。四家央企季度订单增速、归母净利润增速与水泥库存之间存在反向关系。

**螺纹钢、高线指标指示基建和房建施工强度，工程机械销量、开工小时数反映施工景气度。**(1)螺纹钢价格2016~2022年主要由供给侧因素主导，近3年与基建投资正相关，需求端与价格展现关联性。(2)螺纹钢产量与基建投资增速呈正相关，周产量300万吨为高景气区间阈值。且其与四家央企季度订单增速、归母净利润增速也呈正相关关系。(3)高线价格与地产投资增速呈正相关，且基本保持同步。(4)工程机械方面挖掘机开工小时数和基建投资增速呈正相关，与四家央企季度订单增速、归母净利润增速也保持正相关。(5)小型挖掘机需求与房地产投资和施工关联大，中型挖掘机月销量与基建投资和施工景气度关联大。

**沥青指标反映道路运输投资景气度，玻璃指标反映房建和地产竣工情况。**(1)石油沥青方面，其产量与道路投资增速呈正相关，产量下降时，道路运输投资往往承压。(2)石油沥青装置开工率指示道路运输施工强度，与道路运输投资增速呈正相关。(3)玻璃方面，库存上升显示下游需求减少，玻璃库存与房建地产投资大致呈负相关，且与房屋竣工面积的负向变动关系较为显著。(4)玻璃价格与地产投资、建筑公司业绩呈正相关，且与房屋竣工面积基本呈正相关，同时存在3-6个月的时滞。玻璃产量与地产投资呈正相关，也存在一定传导时滞。

**风险提示:**宏观经济政策风险，基建投资低于预期等。

### 相关报告

建筑工程业《财政地产等建筑产业链全景数据库20250804》2025.08.04

建筑工程业《政策支持高质量城市更新，反内卷工作提速》2025.08.02

建筑工程业《财政地产等建筑产业链全景数据库20250727》2025.07.29

建筑工程业《农村公路条例公布，城市更新加速推进》2025.07.27

建筑工程业《财政地产等建筑产业链全景数据库20250721》2025.07.21

## 目录

1. 建筑产业链高频指标判断实物工作量强度，当前基建需求仍承压	3
1.1. 建筑产业链中水泥、螺纹钢、石油沥青、玻璃、工程机械等指标对施工景气度有指示作用	3
1.2. 当前多指标显示基建需求承压，下半年仍待增量政策发力	4
1.3. 近年基建投资增速处于历史低位，房地产投资增速持续下降	5
2. 水泥库存、价格、产能利用率等指标能综合指示基建景气度	6
2.1. 水泥指标呈明显周期属性，当前年产量约为 2014 年峰值时的 68.7%	6
2.2. 水泥价格近 3 年与基建投资正相关，开始反映需求端景气度	8
2.3. 水泥产量下降显示基建投资承压，产能利用率以 60% 为景气度分界线	10
2.4. 水泥出货率与磨机运转率与基建投资呈正相关，分别以 50% 和 40% 为低景气阈值	12
2.5. 水泥库存与基建投资呈负相关，与建筑公司实物工作量呈负相关	14
3. 螺纹钢库存、产量、高线价格等指示基建和房建施工强度	16
3.1. 螺纹钢指标与基建投资关联性强，线材指标受房建地产影响大	16
3.2. 螺纹钢价格当前与基建投资增速同降，建筑公司基本面领先于钢价	17
3.3. 高线价格与房建地产投资增速正相关，且基本保持同步	19
3.4. 螺纹钢产量与基建投资正相关，与建筑公司基本面正相关	19
4. 工程机械销量、开工小时数反映基建和房建投资景气度	21
4.1. 工程机械以挖掘机为主，反映基建与房建施工强度	21
4.2. 小型挖掘机需求与房地产投资关联大，中型挖掘机销量关联基建景气度	22
4.3. 挖掘机开工小时数提升显示基建项目施工强度上升，与基建投资呈正相关	24
5. 石油沥青装置开工率和沥青产量等指标显示道路运输投资趋势	25
5.1. 道路运输投资带动沥青需求，其占基建投资比例近年下降	26
5.2. 石油沥青产量下降时，道路运输投资往往承压	27
5.3. 石油沥青装置开工率指示道路运输施工强度，与道路运输投资增速呈正相关	28
6. 玻璃库存、价格、产量综合反映房建和地产竣工景气度	29
6.1. 玻璃和房建地产景气程度密切相关，下游需求中建筑领域占比高	29
6.2. 玻璃库存与地产投资呈负相关，库存上升显示下游需求减少	30
6.3. 玻璃价格与房建地产投资呈正相关，与建筑公司基本面呈正相关	31
6.4. 玻璃产量与地产竣工呈正相关，且存在一定传导时滞	33
7. 盈利预测表	34
8. 风险提示	35

## 1. 建筑产业链高频指标判断实物工作量强度，当前基建需求仍承压

### 1.1. 建筑产业链中水泥、螺纹钢、石油沥青、玻璃、工程机械等指标对施工景气度有指示作用

基建产业链选取水泥、螺纹钢、线材等大宗产品及工程机械指标；基建细分板块，选取石油沥青相关指标。(1)水泥指标中，产能利用率和磨机运转率周度更新，指标可得性领先于基建投资数据和建筑公司基本面数据。(2)螺纹钢指标中，产量周度更新，指标可得性领先。(3)挖掘机销量处于基建项目的开工端，指标变化领先于基建整体的景气度，为先行指标。(4)石油沥青装置开工率周度更新，指标可得性领先。

表1: 基建产业链指标指示行业景气度

指标名称	频率	指标类型	判断标准	对基建投资的指示作用
水泥月度产量	月	同步指标	>2 亿吨高景气; <1.7 亿吨低景气	若月产量大于 1.7 亿吨, 则水泥需求增加, 基建景气度提升
水泥产能利用率	周	先行指标	>70%高景气; <50%低景气	若水泥产能利用率在 65%以上, 则基建投资景气度提升
全国水泥均价	周	同步指标	350 元/吨为中枢	价格回到 350 元/吨以上可视为基建需求回暖信号
水泥库存	周	滞后指标	>70%高库存; <55%低库存	库存呈下降趋势, 且下降至 55%以下, 基建景气度提升
磨机运转率	周	先行指标	>60%高景气; <40%低景气	若磨机运转率提升至 50%, 则表征基建需求提升
水泥出货率	周	同步指标	>70%高景气; <50%低景气	若水泥出货率增至 55%, 则表示水泥需求量增加, 基建景气度提升
螺纹钢价格	月	同步指标	当前处于 3300-4000 元/吨区间	价格能回到 3800 元/吨以上可在一定程度上视为基建需求回暖
螺纹钢周度产量	周	先行指标	>300 万吨高景气; <250 万吨低景气	若回升至 250 万吨以上, 可认为基建实物工作量改善
挖掘机开工小时数	月	同步指标	>120 小时高景气; <100 小时低景气	挖掘机开工小时数大于 120 小时, 则基建投资景气度提升
中型挖掘机销量	月	先行指标	<4000 低景气; >6000 高景气	若连续 2 个月>6000 台可视为未来基建复苏的信号
沥青月度产量	月	同步指标	>380 万吨高景气; <350 万吨低景气	若大于 380 万吨, 显示道路投资增速有望回升
石油沥青装置开工率	周	先行指标	>50%高景气; <35%低景气	回升至 35%以上则表示道路运输投资景气度修复

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

房建地产方面, 玻璃、线材、小型挖掘机需求与房建地产景气度关联较大。(1)玻璃指标中, 玻璃价格与产量与竣工关联度大, 滞后于地产投资。(2)高线价格变化趋势基本与地产投资增速变化一致, 为同步指标。(3)小型挖掘机销量处于房建项目的开工端, 指标变化领先于房建整体的景气度, 为先行指标。

表2: 地产产业链指标指示行业景气度

指标名称	频率	指标类型	判断标准	对地产链施工的指示作用
高线价格	月	同步指标	当前处于 3600-4300 元区间	若回升至 4000 元/吨以上, 可在一定程度上视为地产链需求回暖

小型挖掘机销量	月	先行指标	>14,000 台高景气; <10,000 台低景气(3月除外)	若月度销量大于 14,000 台, 可认为地产施工景气度复苏
玻璃库存	周	同步指标	>5000 高库存; <4000 低库存	若降至 4500 万重箱以下, 则地产竣工端景气度回升
浮法平板玻璃(4.8/5mm)价格	周	滞后指标	当前处于 1200-1700 元区间	若回升至 1500 元以上, 视为地产竣工改善信号
玻璃产量同比	月	滞后指标	大于 0 则为景气, 小于 0 为不景气	若玻璃产量同比增长, 则视为地产竣工端改善

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

## 1.2. 当前多指标显示基建需求承压, 下半年仍待增量政策发力

当前基建产业链指标多位于低景气区间, 显示基建需求承压。从最新数据看, 水泥: 库存 65.2%(中等偏高)、产量 1.55 亿吨(低景气)、均价 271.3 元(需求疲软)。螺纹钢: 产量 211.12 万吨/周(施工放缓)。机械: 中型挖掘机销量 5357 台(中等区间), 但开工 64.2 小时(低景气)。沥青: 开工率 33.1%(低景气)。

表3: 基建产业链指标最新数据

产业链指标	当前数据	目前数据结论	目前数据对基建投资含义
水泥月度产量	6月 1.55 亿吨	低景气	需求疲软, 基建景气度不足
水泥产能利用率	第 31 周(7.24-7.30)58.09%	接近低景气区间	基建实物量偏弱, 景气度未达提升条件
全国水泥均价	第 31 周(7.24-7.30)271.3 元/吨	显著低于中枢	需求疲软, 基建未现回暖信号
水泥库存	第 31 周(7.26-8.1)65.2%	中等偏高库存	基建需求承压
磨机运转率	第 30 周(7.18-7.24)35.95%	低景气	项目施工强度不足, 需求疲软
水泥出货率	第 31 周(7.26-8.1)41.5%	低景气	需求疲软, 基建景气度不足
螺纹钢价格	8月 3393 元/吨	低于中枢	需求疲软, 基建未现回暖信号
螺纹钢周度产量	第 31 周(7.26-8.1)211.12 万吨	低景气	基建施工节奏放缓, 实物工作量疲弱
挖掘机开工小时数	6月 64.2 小时/月	低景气	项目施工强度不足
中型挖掘机销量	4月 5357 台	高于低景气阈值但未达高景气	基建投资增速有望企稳回升, 但复苏信号未确认
沥青月度产量	6月 315.2 万吨	低景气	道路投资仍偏弱
石油沥青装置开工率	第 31 周(7.24-7.30)33.1%	低景气	道路运输投资仍弱

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

当前房建产业链指标多位于低景气区间, 显示房建地产投资仍低迷。从最新数据看, 玻璃: 库存 5178 万重箱(高库存)、价格 1268.9 元(低于改善阈值)、产量同比-4.5%(低景气)。高线价格: 3750 元(低于 4000 元中枢)。小型挖机: 13523 台(接近高景气阈值)。

表4: 地产产业链指标最新数据

产业链指标	当前数据	目前数据结论	目前数据对地产链含义
高线价格	8月 3750 元/吨	低于回暖阈值	地产链需求未回暖
小型挖掘机销量	4月 13523 台	接近高景气区间	房建施工景气度未复苏(需>14,000 台)
玻璃库存	第 31 周(7.26-8.1)5178 万重箱	高库存	地产竣工端景气度未回升
浮法平板玻璃(4.8/5mm)价格	第 31 周(7.25-7.31)1268.9 元/吨	低于改善阈值	地产竣工端未改善
玻璃产量同比	6月 -4.5%	低景气	地产竣工端未改善

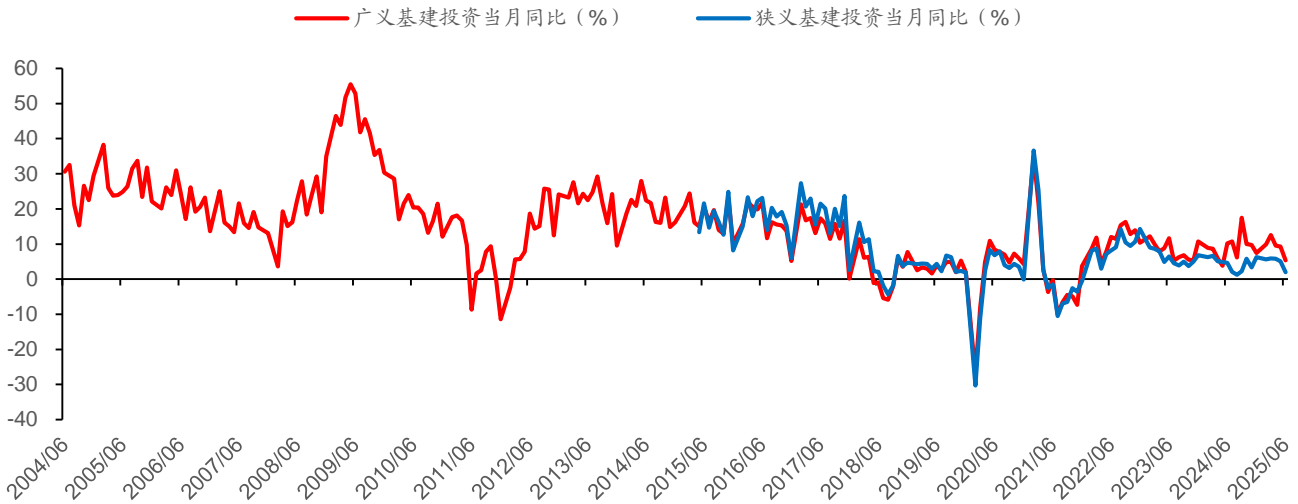
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

### 1.3. 近年基建投资增速处于历史低位，房地产投资增速持续下降

基建投资增速在 2021 年~2022 年中呈上升趋势，但近年内呈现下降趋势。

(1)从 2020 年 2 月到 2022 年 8 月，广义基建投资增速从-26.9%波动上升至 15.4%；狭义基建投资增速从-30.3%波动上升至 14.2%。(2)2024 年 6 月到 2025 年 6 月，广义基建投资增速从 10.2%波动下降至 5.3%；狭义基建投资增速从 4.6%波动下降至 2.0%。

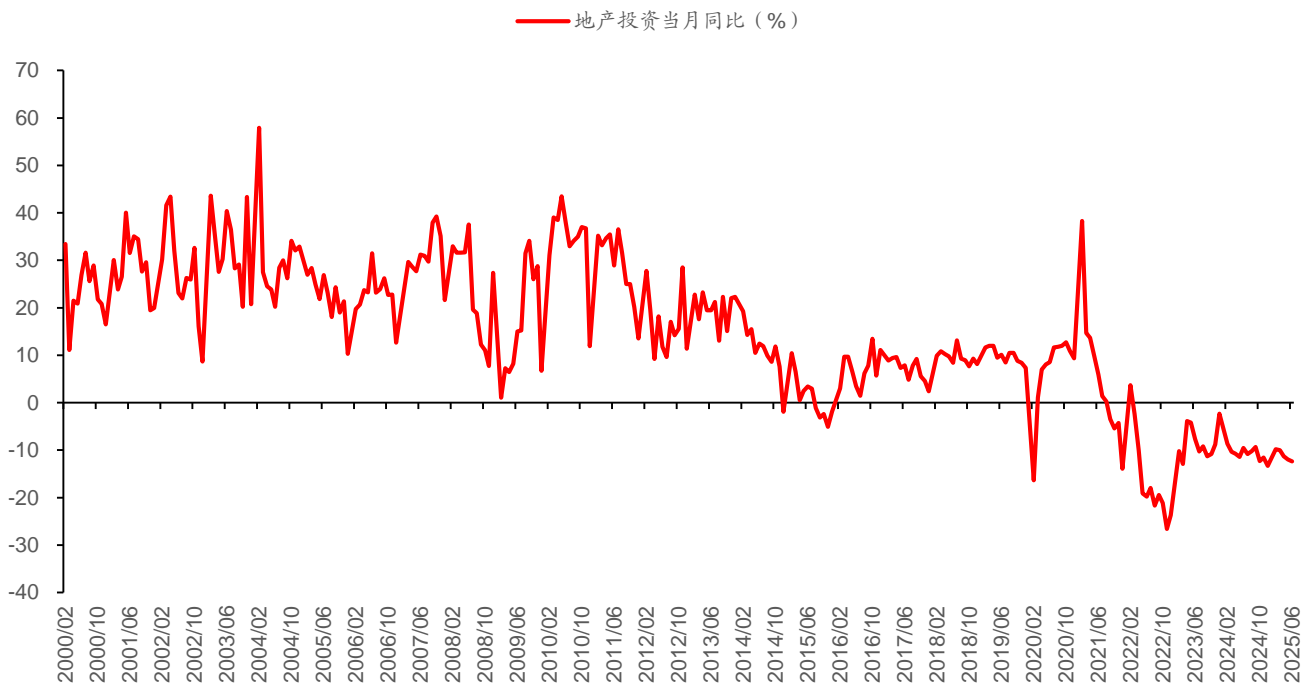
图1：中国基建投资近 5 年内呈现整体上升的趋势



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

地产投资增速近 5 年内呈下行趋势。从 2020 年 6 月至 2025 年 6 月，地产投资增速从 8.5%下降至-12.4%。

图2：中国地产投资近 5 年呈整体呈下降趋势

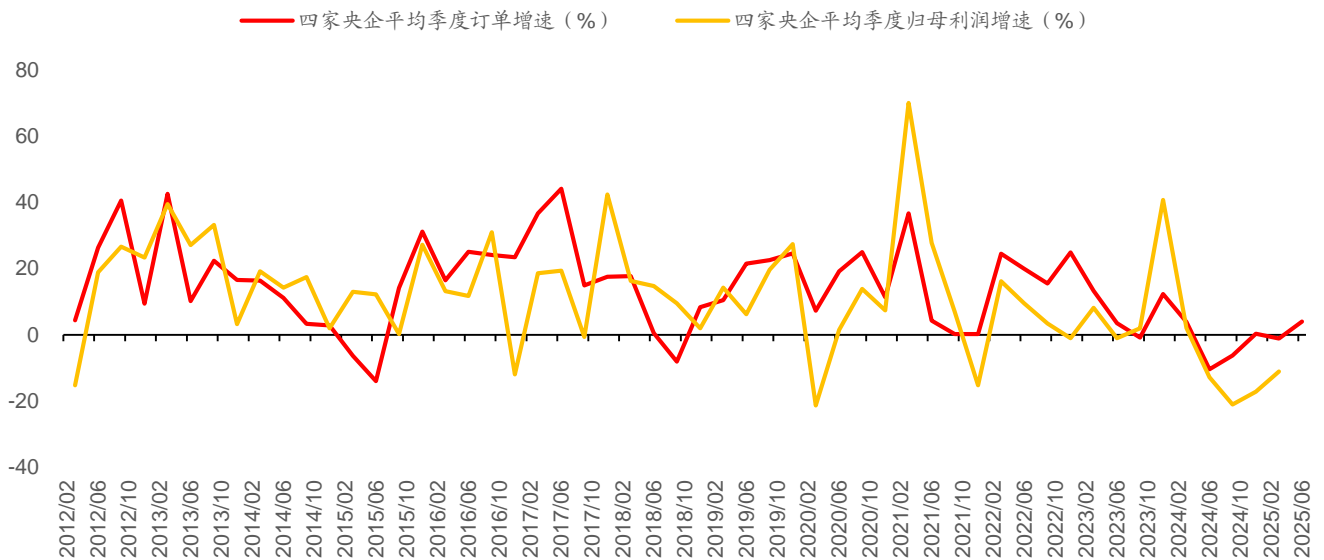


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

四家央企平均季度订单增速和归母净利润增速近 5 年来均呈下降趋势。(1)为研究产业链指标与建筑公司实物工作量之间的关系，本报告选择中国建

筑、中国中铁、中国铁建、中国交建四家以房建、基建为主业的建筑央企，对公司的订单和利润进行分析。(2)从 2021Q1-2025Q2，订单增速从 36.63% 下降至 4%;(3)从 2021Q1-2025Q1，归母净利润增速从 70.03%下降至-11%。

图3: 四家央企平均季度订单增速和归母净利润增速



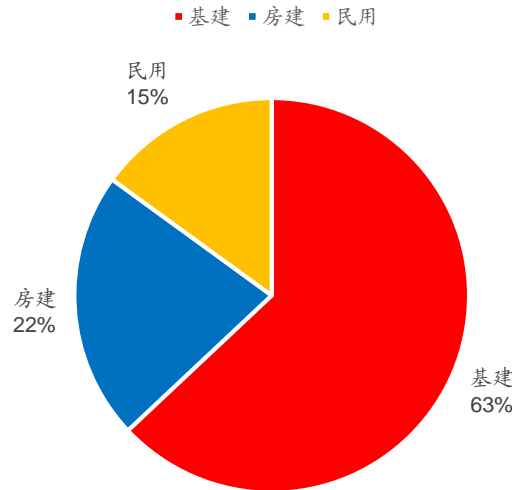
资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

## 2. 水泥库存、价格、产能利用率等指标能综合指示基建景气度

### 2.1. 水泥指标呈明显周期属性，当前年产量约为 2014 年峰值时的 68.7%

水泥市场的供需状况和价格走势，高频数据能够反映基建景气度变化。据百年建筑网数据显示，中国水泥下游需求结构为：基础设施建设(如铁路、公路、机场、水利、管道与设备安装)占 63%; 房地产建设(含商品房与保障房)占 22%，民用用途(主要包括自建住房和装修活动)占 15%。水泥作为建筑结构的基础性材料往往应用于基建前中期，其生产端高频指标(如产量、产能利用率和磨机运转率)，指标可得性领先于基建投资数据，能够反映基建的景气度情况。

图4: 水泥下游需求结构



资料来源: 百年建筑网, 国泰海通证券研究

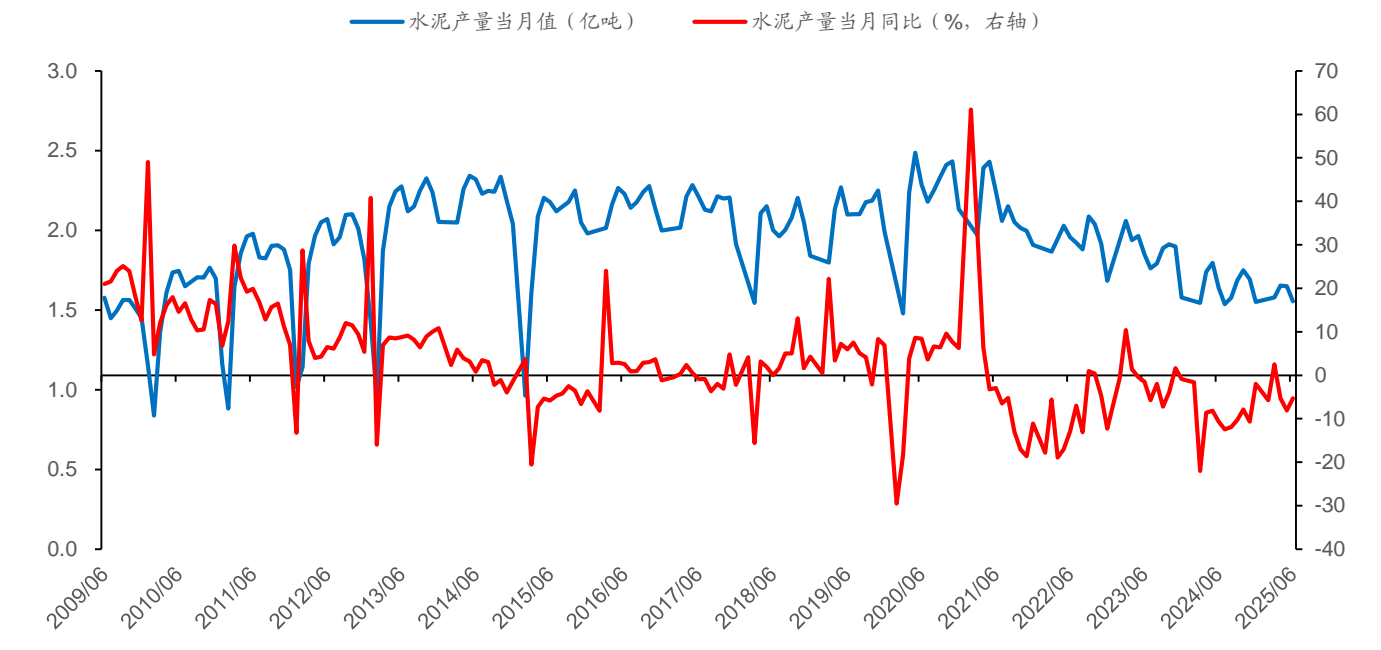
表5: 水泥高频指标

指标	实物量相关性	频率	单位	波动区间	指标计算方法
全国水泥均价	近3年呈正相关	周	元/吨	200-650元/吨	全国148个主要水泥品牌及地方主导品牌的P.O42.5级水泥的平均散装价格
水泥月度产量	正相关	月	亿吨	每月1-2.5亿吨	当月公布的规模以上工业企业(2011年起, 标准由年主营业务收入500万元提高到年主营业务收入2000万元)总产量
产能利用率	正相关	周	%	15%-85%(>70%高景气; <50%低景气)	实际产量÷设计产能×100%
磨机运转率	正相关	周	%	7%-75%(>60%高景气; <40%低景气)	(磨粉机总运输时间(小时)÷日历总时间(小时))×100%
水泥出货率	正相关	周	%	7%-85%(>70%高景气; <50%低景气)	发运量÷实际产能
水泥库存	负相关	周	%	45%-80%(>70%高库存, <55%低库存)	对区域范围进行市场调研, 用区域数据进行算数平均得出全国平均库存水平

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

2009年至今我国水泥年产量总体在16~24亿吨区间, 总体呈先升后降特征。(1)2009年-2014年为持续上升期, 产量由2009年的16.37亿吨逐年攀升至2014年的峰值24.04亿吨, 峰值年同比增幅10%。(2)2015年-2019年转入高位回落期, 产量依次递减为22.25亿吨、21.77亿吨、21.64亿吨、21.50亿吨和19.94亿吨, 降幅由-7%逐年收窄至-2%、-1%、-1%, 下降速度趋缓。(3)2020年-2024年为短暂反弹后的加速下行期: 2020年产量回升至21.11亿吨, 2021年进一步升至近五年高点22.23亿吨; 此后连续下滑, 2022—2024年产量分别为21.22亿吨、19.33亿吨、18.64亿吨和16.51亿吨, 相应降幅-5%、-9%、-4%、-11%, 下降速率高于上一周期。(4)2025年上半年, 全国水泥累计产量为6.44亿吨, 同比下降-4%。

图5: 水泥产量及其月同比

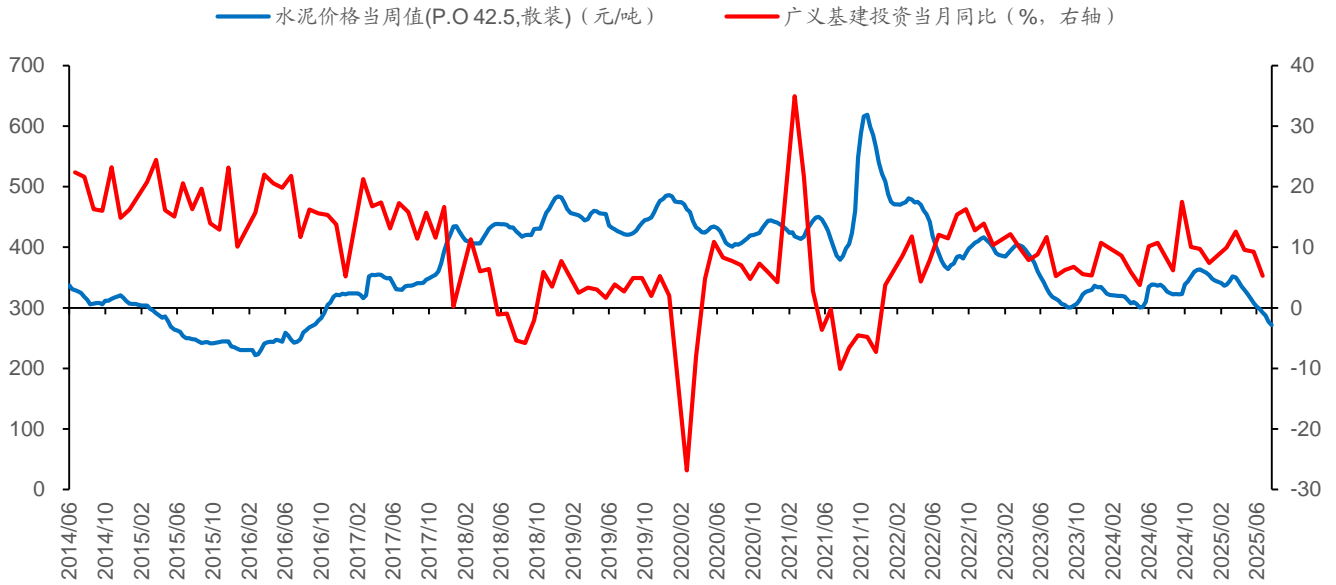


资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

## 2.2. 水泥价格近3年与基建投资正相关, 开始反映需求端景气度

**2022年6月前, 水泥价格与基建投资负相关; 2022年6月后, 水泥价格与基建投资正相关。**(1)2022年6月前, 水泥价格与基建投资增速呈负相关关系。以图中2016年4月至2018年8月为例, 水泥价格从243.3元/吨涨至420.2元/吨, 基建投资增速从20.58%下降至-5.83%。(2)2022年6月后, 水泥价格与基建投资正相关。以近一年的数据来看, 基建投资增速基本维持在5%-12%左右, 总体趋势为先升后降: 从2024年7月的10.73%上升至2024年9月的17.50%, 再波动下降至2025年6月的5.3%; 相应的, 水泥价格则大致处在290元/吨-360元/吨的区间, 总体上同样展现为先升后降: 从2024年7月的336.7元/吨上升至2024年11月的363.4元/吨, 再波动下降至2025年6月的292.1元/吨。

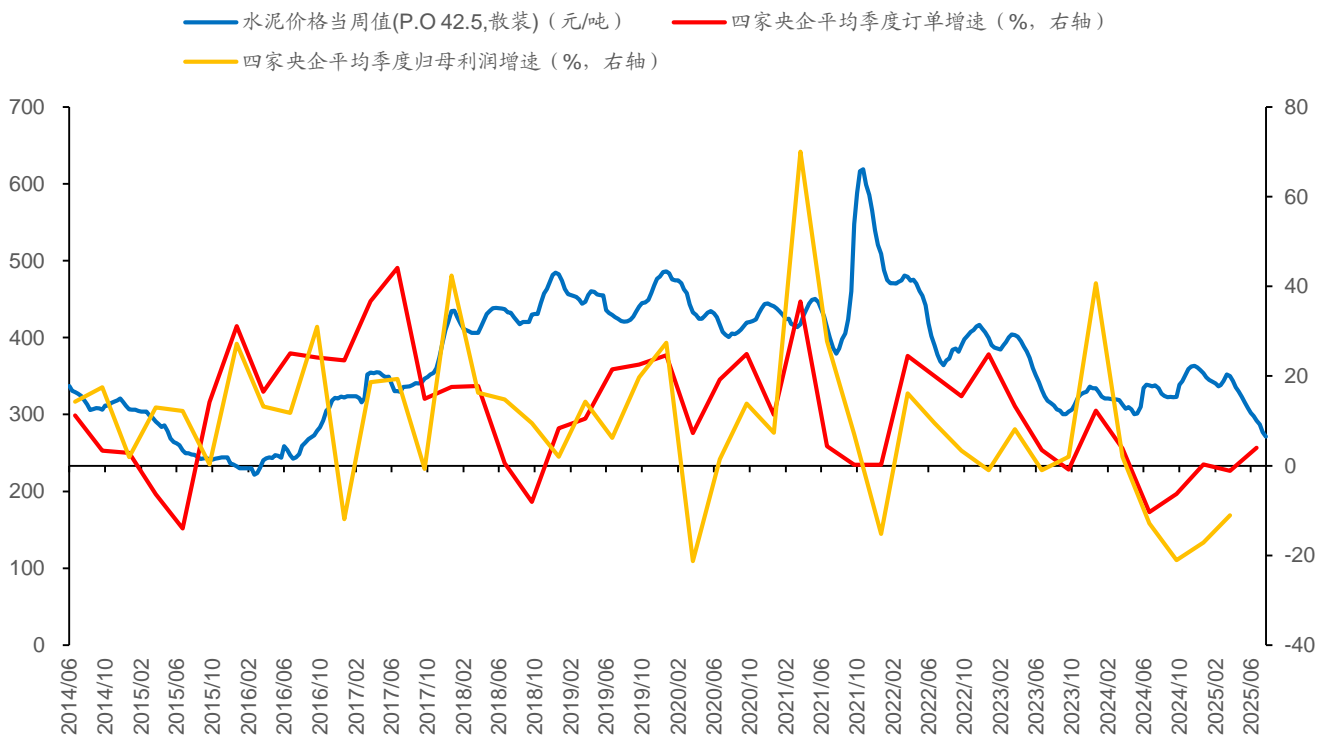
图6: 全国平均水泥价格与基建投资在 2022 年 6 月起呈现出正向关联



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

水泥价格的变动与建筑企业的订单和利润呈近似正相关性, 体现了施工端盈利向上游的传导。(1)以四家主要央企为例, 其季度订单增速与水泥价格走势存在较强的相关性。当基建需求的增强时, 企业订单增速和利润增速往往随之提高, 水泥价格亦随之上升。(2)2015 年 3 月至 2017 年 3 月, 水泥价格从 291 元/吨上升至 354.4 元/吨, 四家央企的季度订单增速从 -6.34% 上升至 36.67%; 季度归母净利润增速从 12.98% 上升至 18.63%。(3)2020 年 3 月至 2022 年 3 月, 水泥价格从 432.7 元/吨上升至 479 元/吨, 四家央企的季度订单增速从 7.25% 上升至 24.52%; 季度归母净利润增速从 -21.30% 上升至 16.15%。

图7: 水泥价格的变动对企业的订单和利润产生直接影响

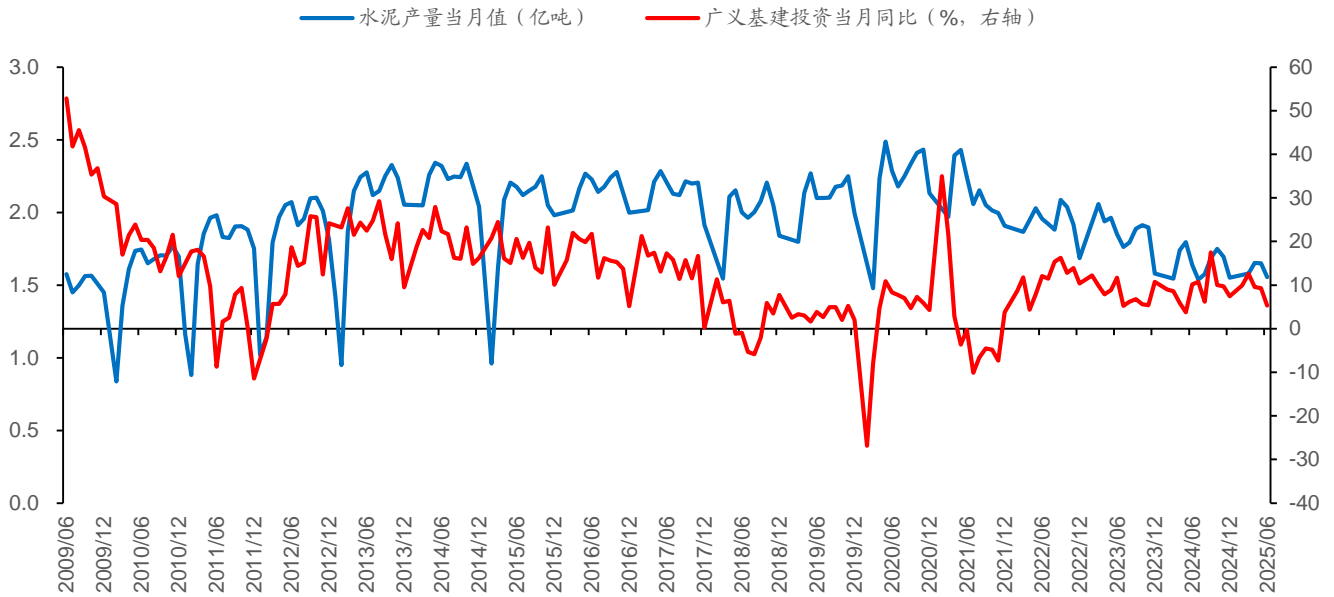


资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

### 2.3. 水泥产量下降显示基建投资承压，产能利用率以 60% 为景气度分界线

当水泥产量呈下降趋势，基建投资增速往往承压。(1)2014 年 10 月至 2015 年 7 月，水泥月度产量从 2.34 亿吨下降至 2.12 亿吨，基建投资增速从 23.2% 下降至 16.3%。(2)从 2021 年至今，水泥月度产量由 2021 年 5 月高点时的 2.43 亿吨下降至 2025 年 6 月 1.55 亿吨，在此期间，广义基建投资增速的中枢在 10% 附近，为历史较低水平；同期，狭义基建投资增速的中枢在 5% 附近，亦为历史较低水平。

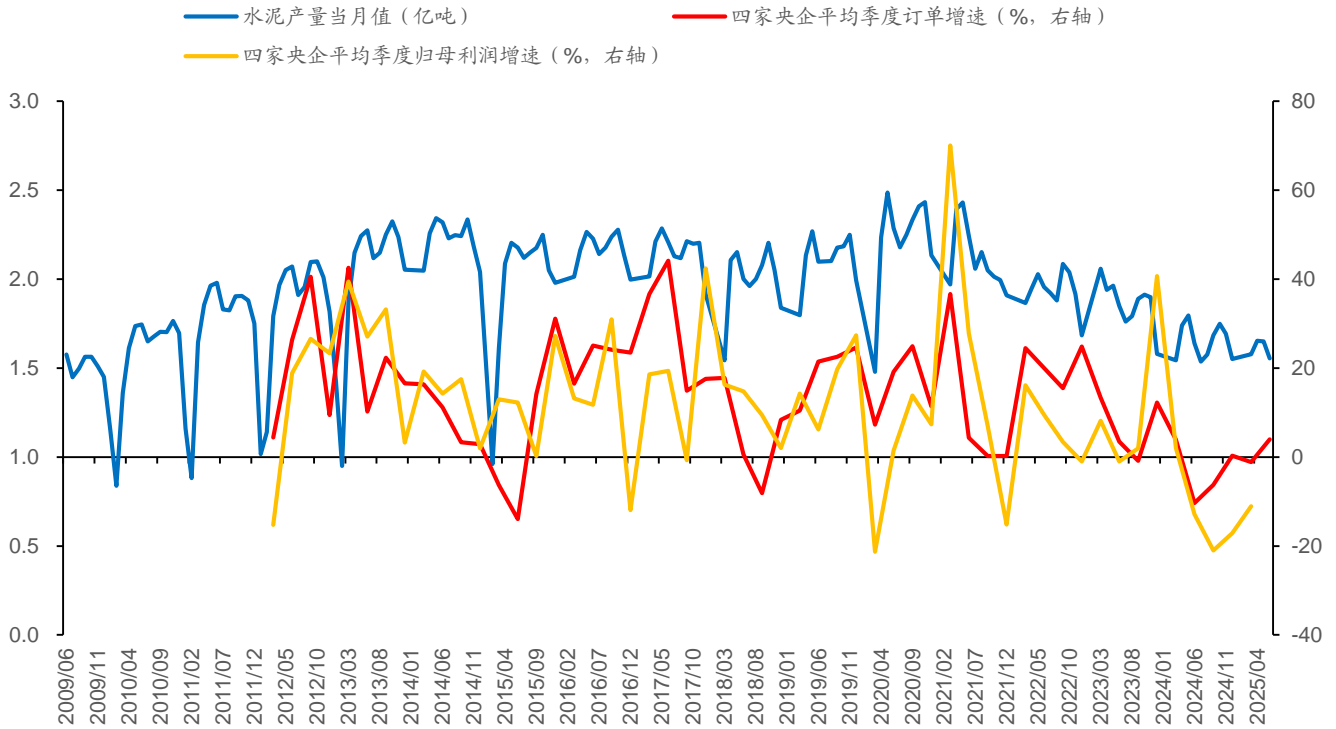
图8: 基建投资与水泥产量变动具有关联性



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

**四家央企的季度订单增速、归母净利润增速与水泥产量之间存在正向关系。**  
(1)2014 年 3 月至 2015 年 3 月，水泥产量从 2.05 亿吨下降至 1.61 亿吨，四家央企的季度订单增速从 16.36% 下降至 -6.34%；季度归母净利润增速从 19.22% 下降至 12.98%。(2)2020 年 3 月至 2021 年 3 月，水泥产量从 1.48 亿吨上升至 1.97 亿吨，四家央企的季度订单增速从 7.25% 上升至 36.63%；季度归母净利润增速从 -21.3% 上升至 70.03%。

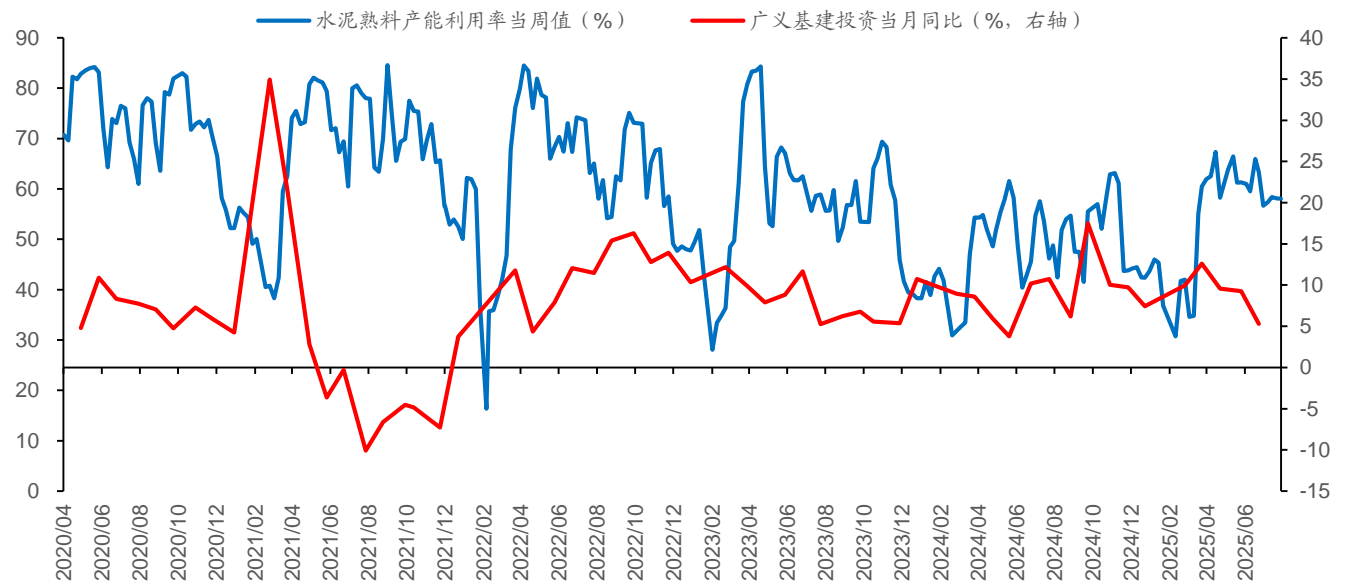
图9: 水泥产量与四家央企订单增速和归母净利润的变动具有关联性



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

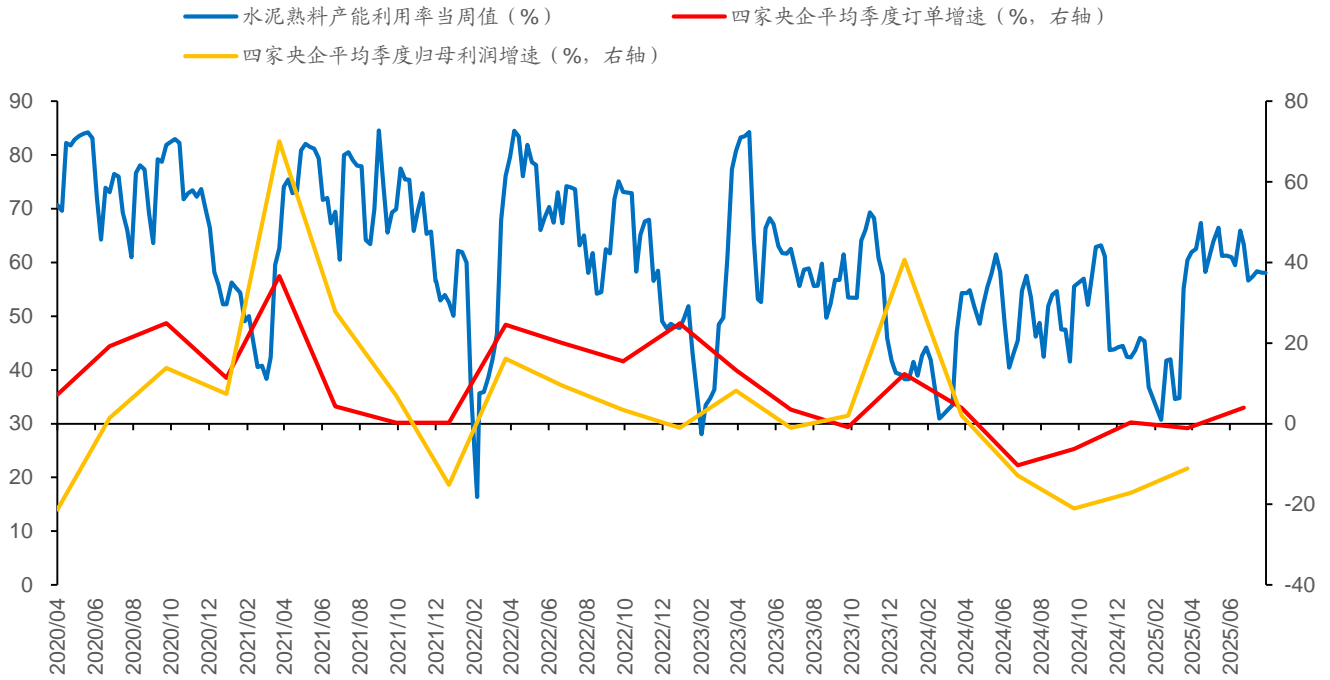
水泥产能利用率低于50%时处于低景气区间,高于70%时处于高景气区间。  
 (1)从近5年数据看,当产能利用率低于50%时,往往指示基建投资处于低景气区间,50%~70%为中等景气区间,高于70%时处于高景气区间,以中间值60%为景气度分界线。(2)产能利用率与建筑公司的基本面关联更显著,2024年以来,水泥产能利用率始终处于70%以下,重点建筑公司平均订单增速对应位于-10%~0%区间,平均归母净利润增速对应位于-20%~0%之间。(3)在每年的第一季度,水泥产能利用率处于季度性低位。同时,产能利用率的高低,还与水泥行业反内卷、控超产的推进程度相关,并不完全取决于其下游的基建投资景气度。

图10: 基建投资与水泥熟料产能利用率变动具有关联性



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

图11: 水泥熟料产能利用率与四家央企平均季度订单增速和归母净利润增速的变动具有关联性



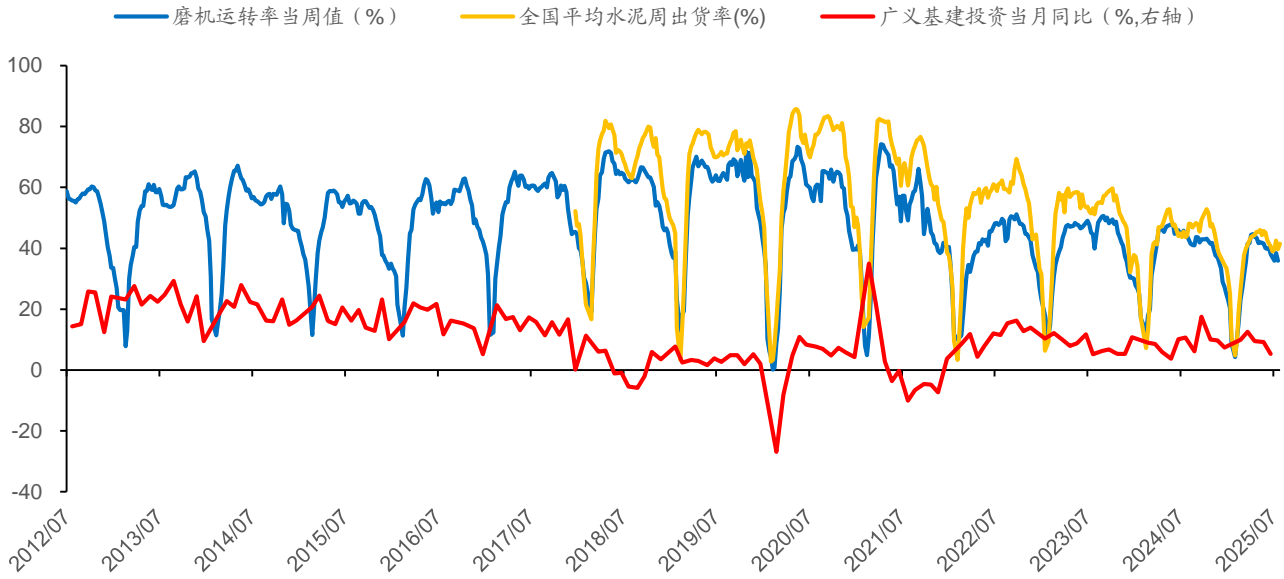
资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

#### 2.4. 水泥出货率与磨机运转率与基建投资呈正相关, 分别以 50% 和 40% 为低景气阈值

水泥出货率低于 50% 时处于低景气区间, 高于 70% 时处于高景气区间。(1) 观察 2017 年至今的数据, 当水泥出货率低于 50% 时, 往往指示基建投资处于低景气区间, 50%~70% 为中等景气区间, 高于 70% 时处于高景气区间。(2) 水泥出货率与建筑公司的基本面关联显著, 2024 年以来, 水泥出货率始终处于 50% 以下, 重点建筑公司平均订单增速对应位于 -10%~0% 区间, 平均归母净利润增速对应位于 -20%~0% 之间。(3) 在每年的第一季度, 水泥出货率处于季度性低位, 2018-2025 年 2 月的平均值仅为 21.5%。

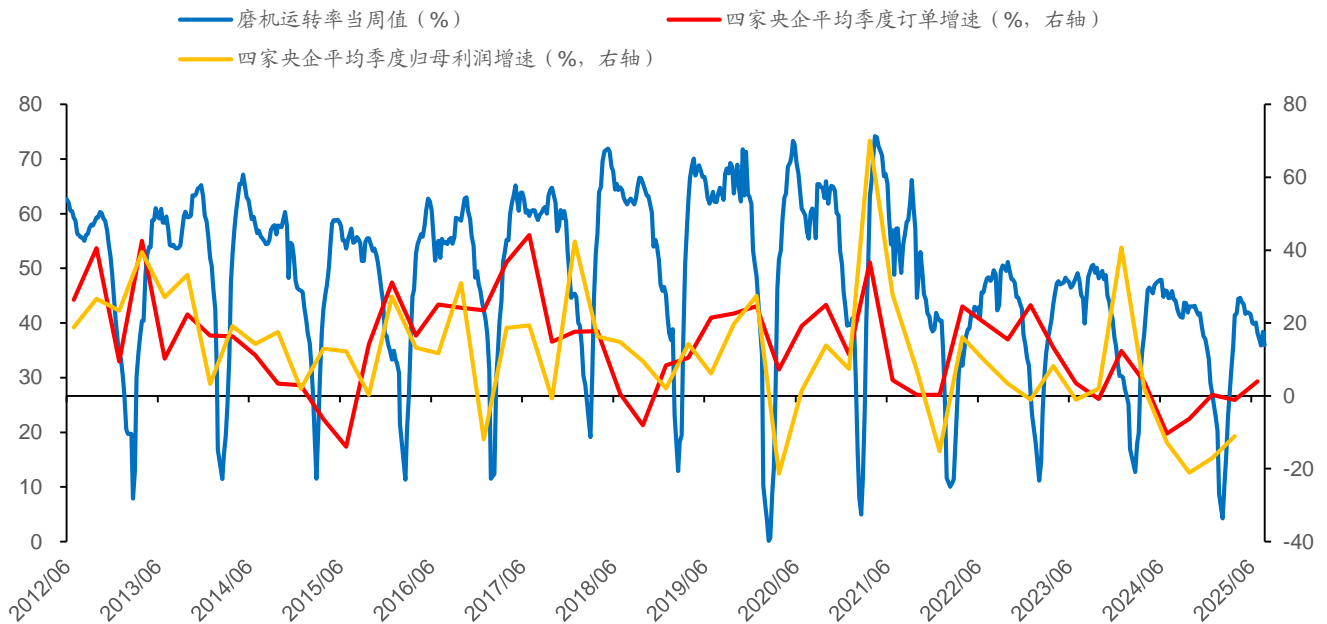
磨机运转率低于 40% 时处于低景气区间, 高于 60% 时处于高景气区间。(1) 观察 2012 年至今的数据, 当磨机运转率低于 40% 时, 往往指示基建投资处于低景气区间, 40%~60% 为中等景气区间, 高于 60% 时处于高景气区间。(2) 磨机运转率与建筑公司的基本面关联显著, 2024 年以来, 磨机运转率始终处于 40% 左右, 重点建筑公司平均订单增速对应位于 -10%~0% 区间, 平均归母净利润增速对应位于 -20%~0% 之间。(3) 在每年的第一季度, 磨机运转率处于季度性低位, 2012-2025 年 2 月的平均值仅为 22.32%。

图12: 水泥出货率、磨机运转率与基建投资增速正相关



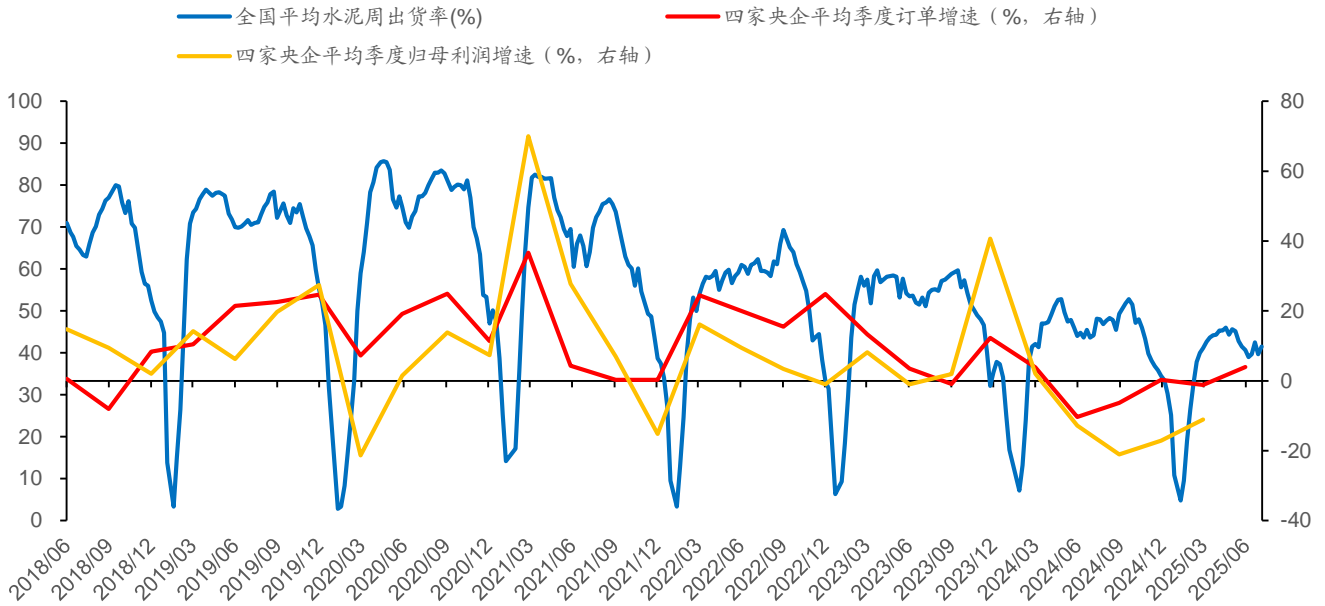
资料来源: Wind, 百年建筑网, 国泰海通证券研究

图13: 磨机运转率、四家央企订单增速与四家央企归母净利润的联系



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

图14: 水泥出货率、四家央企订单增速与四家央企归母净利润的联系

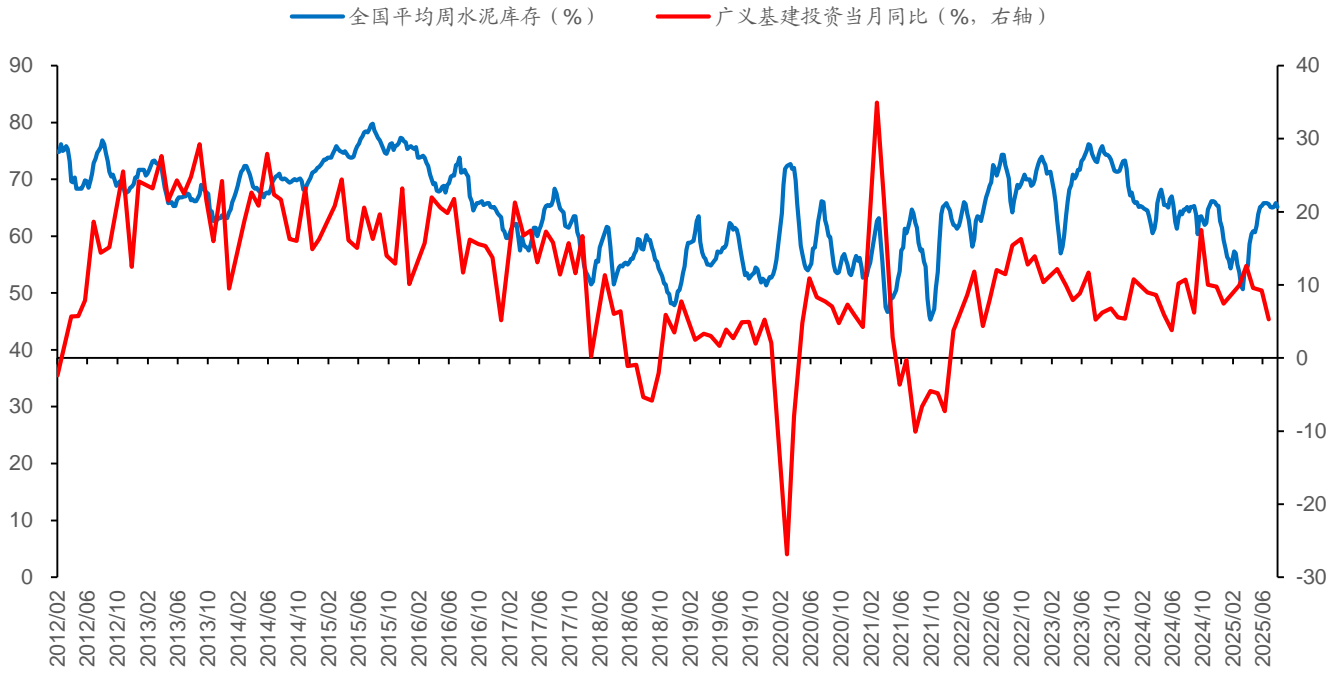


资料来源: Wind, 百年建筑网, 国泰海通证券研究

## 2.5. 水泥库存与基建投资呈负相关, 与建筑公司实物工作量呈负相关

水泥库存与基建投资呈负向脉冲, 当一段时间的水泥库存上升, 则这段时间的基建投资增速往往下降。(1)2014年10月至2015年7月, 水泥库存从69.1%上升至79.8%, 相应的, 2014年10月至2015年12月, 基建投资增速从23.2%下降至10.1%。(2)2018年3月至2019年7月, 水泥库存从51.5%上升至61.2%, 基建投资增速从6.0%下降至2.7%。(3)2022年8月至2023年7月, 水泥库存从64.2%上升至73.2%, 基建投资增速从15.4%下降至5.3%。(4)2025年2月至2025年6月, 水泥库存从53.7%上升至65.7%, 基建投资增速从10.0%下降至5.3%。

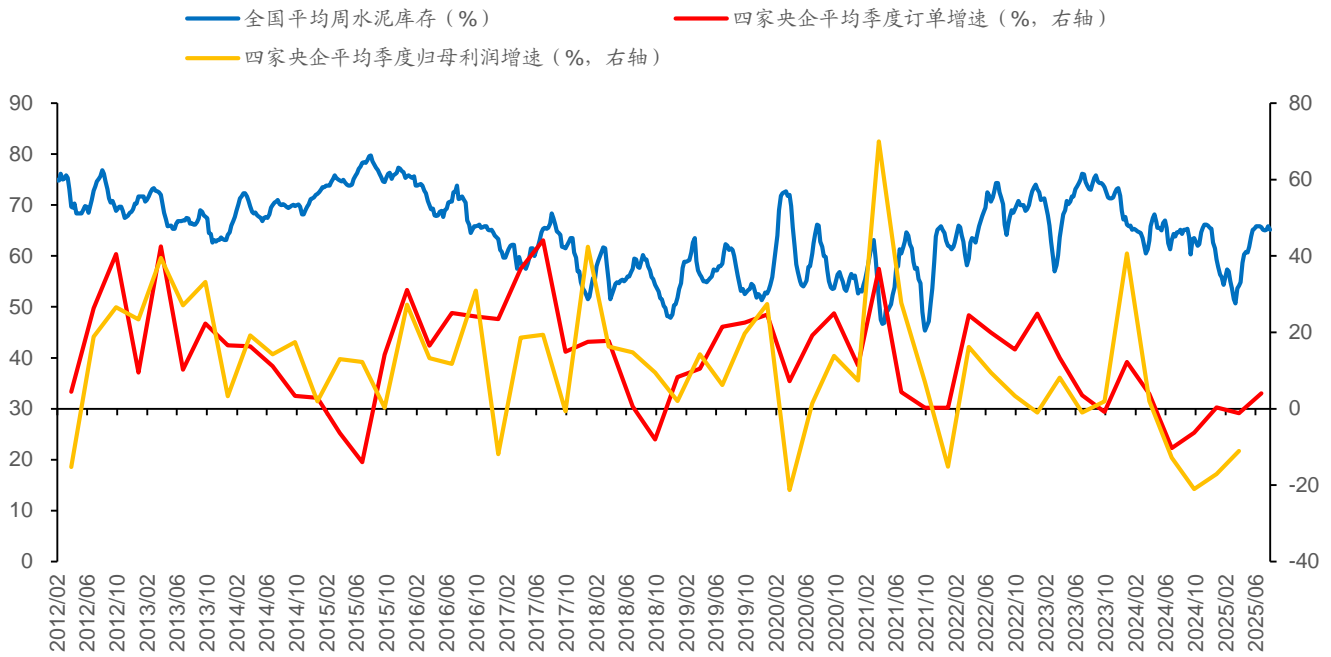
图15: 水泥库存与基建投资呈负向脉冲



资料来源: Wind, 百年建筑网, 国泰海通证券研究

**四家央企的季度订单增速、归母净利润增速与水泥库存之间存在一定的反向关系。**(1)2014年9月至2015年6月,水泥库存从69.8%上升至78.3%,相应的,2014年Q3到2015年Q2,四家央企的季度订单增速从3.35%下降至-13.98%;季度归母净利润增速从17.48%下降至12.24%。(2)2018年3月至2019年3月,水泥库存从51.5%上升至56.3%,四家央企的季度订单增速从17.77%下降至10.46%;季度归母净利润增速从16.28%下降至14.25%。(3)2021年6月至2021年12月,水泥库存从60.5%上升至62%,四家央企的季度订单增速从4.33%下降至0.25%;季度归母净利润增速从27.79%下降至-15.2%。(4)2022年9月至2023年9月,水泥库存从69.2%上升至74%,四家央企的季度订单增速从15.52%下降至-0.86%;季度归母净利润增速从3.39%下降至1.97%。

图16: 四家央企的季度订单增速与水泥库存之间存在一定的反向关系



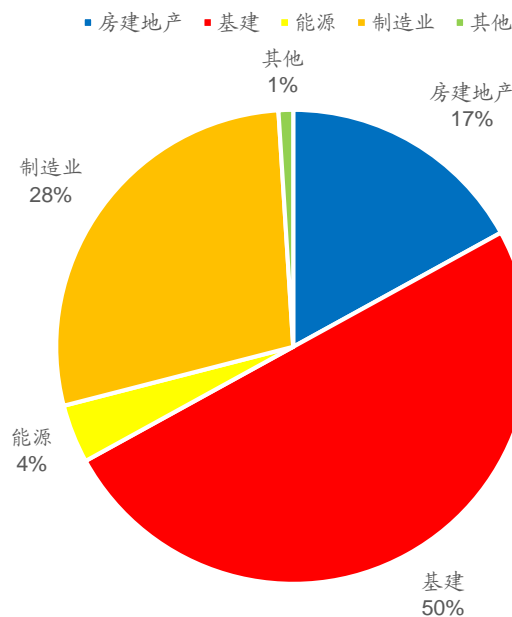
资料来源: Wind, 百年建筑网, 国泰海通证券研究

### 3. 螺纹钢库存、产量、高线价格等指示基建和房建施工强度

#### 3.1. 螺纹钢指标与基建投资关联性强, 线材指标受房建地产影响大

我国钢材消费主要流向为制造业、基建、房建。目前, 地产用钢量逐年下降, 而基建用钢则呈现出稳步增长的态势。与此同时, 制造业用钢量保持稳定。据国泰海通钢铁组测算, 2024年地产用钢量降低至17%, 制造业用钢量稳定在28%, 基建用钢量则攀升至为50%。

图17: 2024年钢材下游需求结构



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

**螺纹钢与线材高频指标变化一定程度上反映了基建、地产投资趋势。**(1)螺纹钢是建筑结构的关键材料，用于桥梁、道路、高层建筑等工程中。线材则常用于建筑中的箍筋、拉筋等。(2)在基建中，通常会大量使用直径较大的螺纹钢，而箍筋的需求相对较少(或可采用螺纹钢作为箍筋材料)。在房建中，建筑物的规模相对较小，更多地使用直径较细的螺纹钢，且通常采用线材作为箍筋材料。(3)基建投资对螺纹钢需求的拉动作用更为明显，螺纹钢的高频指标变化也反映着基建投资的走势。线材虽然也用于基建，但需求相对较少，其高频指标对基建的指示作用小，对房建的指示作用大。

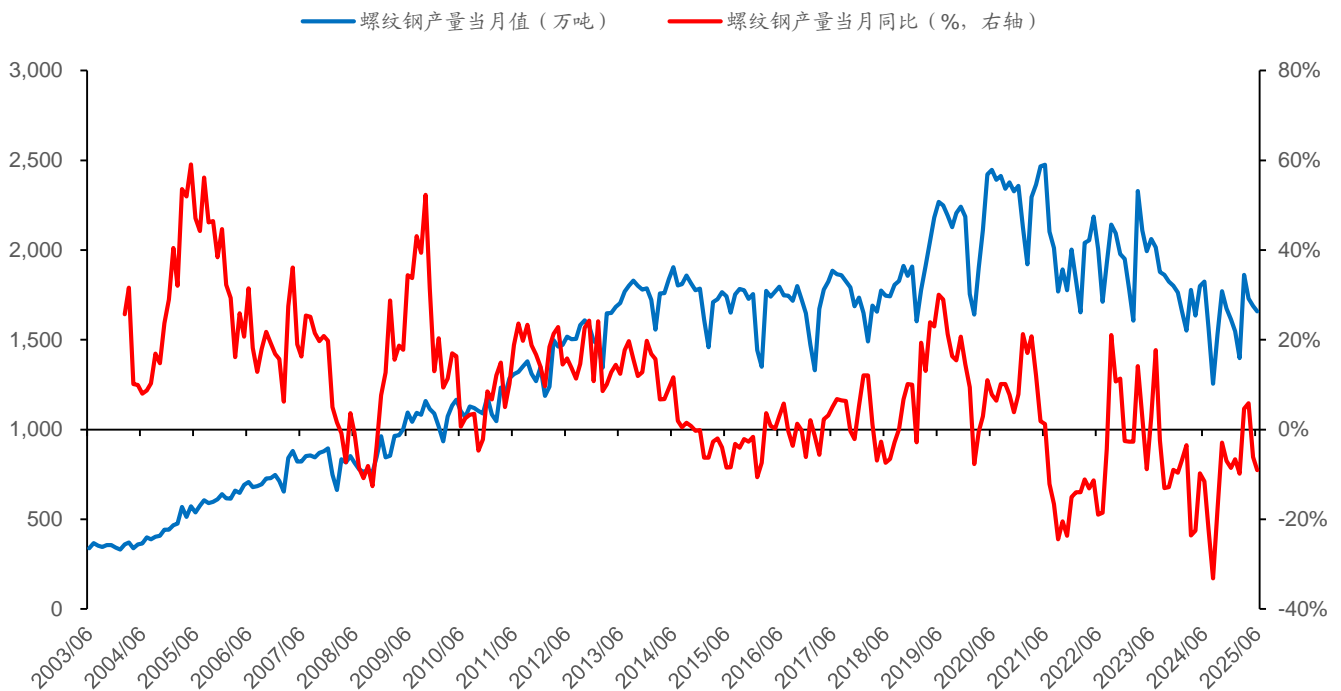
**表6: 螺纹钢、线材指标**

指标	实物量相关性	频率	单位	波动区间	指标计算方法
螺纹钢周度产量	正相关	周	万吨/周	单周 0-450 万吨	全国 137 家螺纹钢厂周产量
螺纹钢价格	负相关	月	元/吨	1500-6500 元/吨	HRB400EΦ20mm 螺纹钢当日价格
线材价格	负相关	月	元/吨	1500-7000 元/吨	河钢承钢产 HPB300Φ6.5mm 高线当日价格

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

**中国螺纹钢产量近二十年呈现先升后降的周期特征:** (1)2003 至 2013 年高速扩张期,月产量从 2003 年 2 月的 286.46 万吨跃升至 2013 年 7 月的 1787.2 万吨(增长 5 倍), 年均增速超 15%, 2009 年 5 月产量首破千万吨级(1095 万吨, +34.5%); (2)2014 至 2021 年上半年高位盘整, 产量在 1700-2500 万吨之间波动, 2019 年基建发力, 需求增多推动 2021 年 5 月创 2467 万吨历史峰值; (3)2021 年下半年起"双碳"政策触发加速下行, 产量从 2021 年 7 月的 2102 万吨(-24.1%)断崖式下跌至 2024 年 8 月的 1255 万吨(-33.1%, 近十年最大单月跌幅), 全年中枢回落至 1600 万吨级(较峰值跌 35%); (4)2025 年上半年进入筑底阶段, 月均 1681 万吨(同比-4.0%, 较 2024 年-11%收窄), 3 月短暂反弹至 1861 万吨(+4.6%)但 4-6 月再度转负(6 月 1658 万吨, -9.1%)。

**图18: 螺纹钢产量及其月同比**

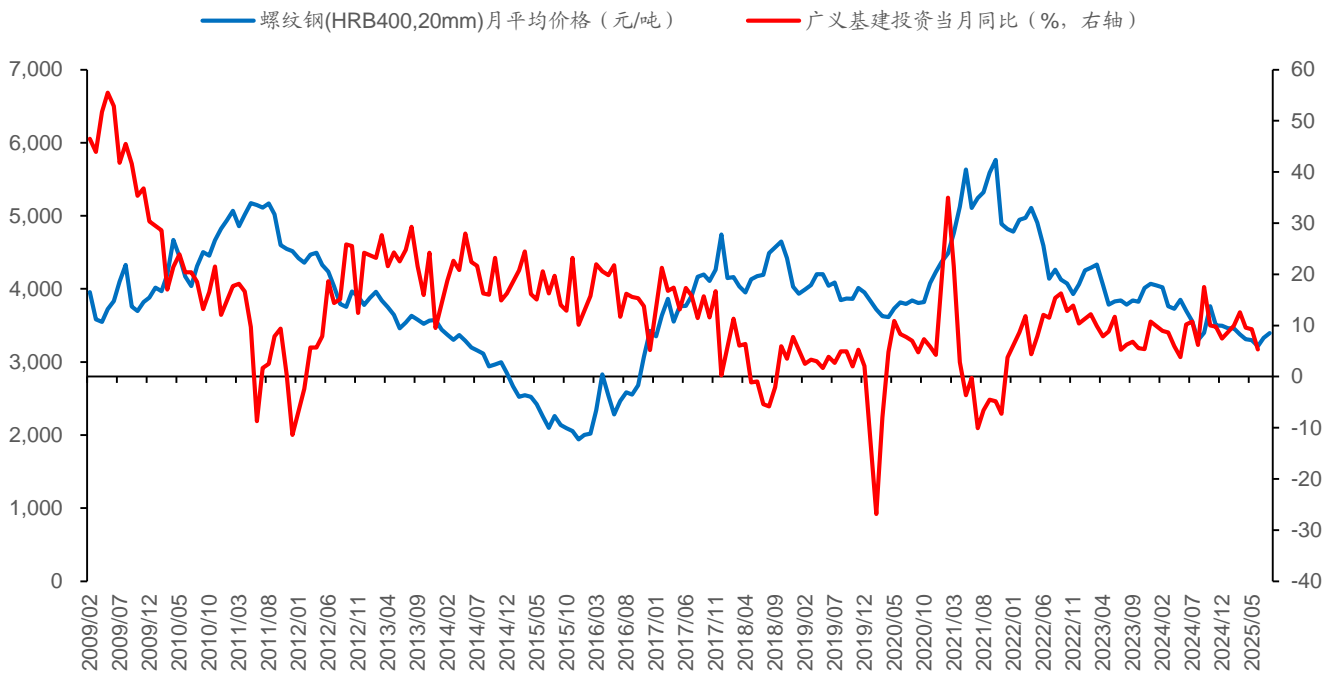


资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

### 3.2. 螺纹钢价格当前与基建投资增速同降, 建筑公司基本面领先于钢价

**螺纹钢价格由供给、需求共同影响。**(1)2009年-2011年：价格与基建投资增速呈反向关系。螺纹钢价由2009年2月的3956.67元/吨快速上涨至2011年2月的5068.47元/吨，而基建投资增速由46.5%下降至17.7%。(2)2015年12月-2021年10月：供给侧改革叠加“双碳”限产，供给受到约束，钢材行业供减需增，供给端收缩成为钢价回升的推力。2015年12月到2021年10月，螺纹钢价格涨幅接近4000元/吨；其间基建投资增速波动有限，对价格的边际影响弱于环保限产与产能置换。(3)2022年7月至今：需求端重新成为影响定价的重要因素。2022年7月螺纹钢价4139.71元/吨至2025年6月的3216.8元/吨，跌幅22%；同期基建投资增速由11.5%缓降至5.3%，叠加房地产新开工深度负增长，需求收缩幅度较大，成为本轮钢价下行的主要原因。

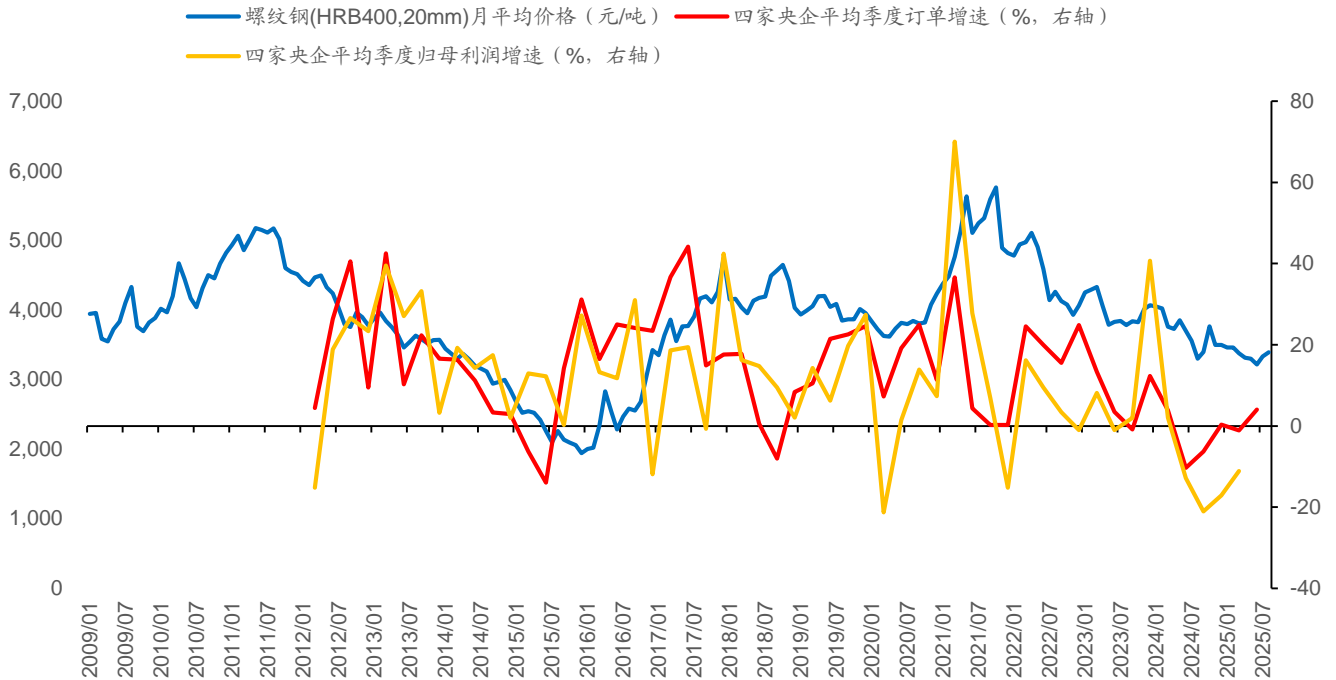
图19：基建投资与螺纹钢价格具有一定关联性



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

**四家央企的季度订单增速、归母净利润增速与螺纹钢价格之间存在正向关系，且公司的变化略领先螺纹钢价格变化。**(1)2012年6月至2015年9月，螺纹钢价格从4238.20元/吨下降至2136.81元/吨，四家央企的季度订单增速从26.36%下降至14.18%；季度归母净利润增速从18.85%下降至0.27%。(2)2018年3月至2023年6月，螺纹钢价格从4034.14元/吨下降至2827.14元/吨，四家央企的季度订单增速从17.77%下降至3.49%；季度归母净利润增速从16.28%下降至-0.01%。(3)2024年3月至2025年3月，螺纹钢价格从3761.86元/吨下降至3375.76元/吨，四家央企的季度订单增速从3.89%下降至-1.13%；季度归母净利润增速从2.03%下降至-11.1%。

图20: 螺纹钢价格与四家央企平均季度订单增速和归母净利润增速的变动具有关联性

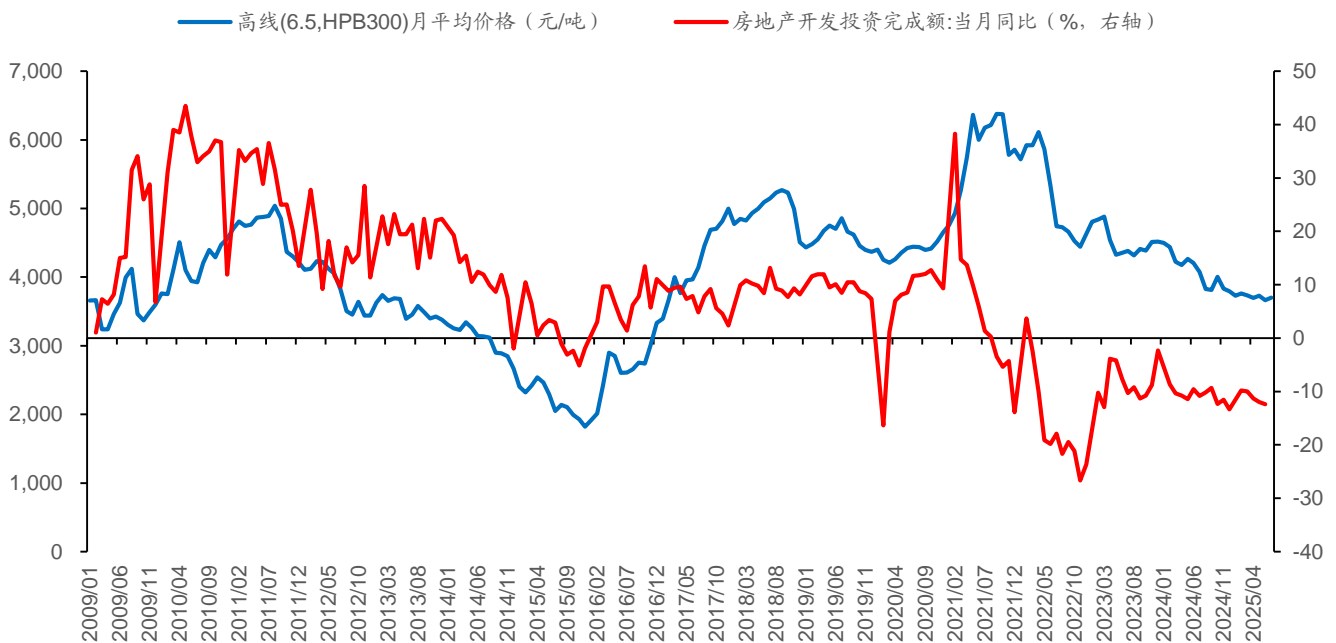


资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

### 3.3. 高线价格与房地产投资增速正相关，且基本保持同步

高线价格与房地产投资增速多数时间呈正相关关系。(1)2011年9月至2016年2月，高线价格从4852.38元/吨下降至2011.11元/吨，相应的，2011年9月至2016年2月，地产投资增速从25%下降至3%。(2)2016年2月至2016年12月，高线价格从2011.11元/吨上升至3332.73元/吨，地产投资增速从3%上升至11.1%。(3)2021年7月至2025年6月，高线价格从6178.64元/吨下降至3662.5元/吨，地产投资增速从1.4%下降至-12.4%。

图21: 地产投资与高线价格具有一定关联性

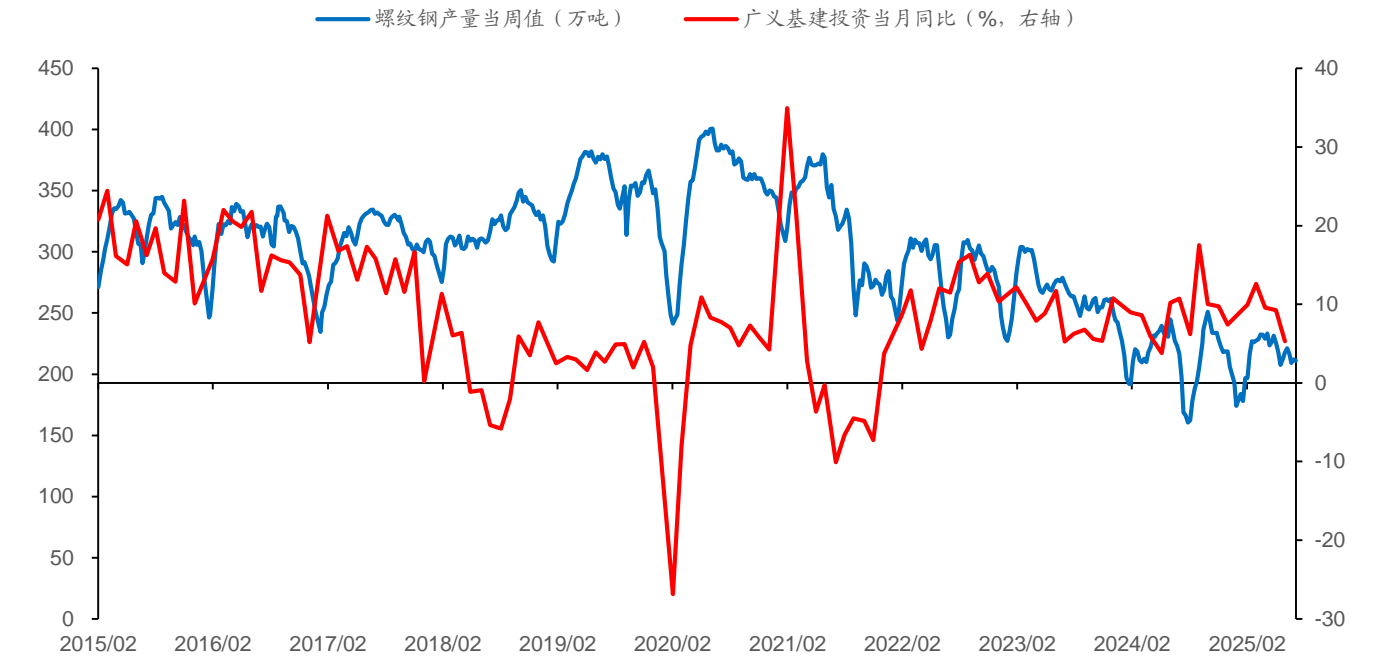


资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

### 3.4. 螺纹钢产量与基建投资正相关，与建筑公司基本面正相关

螺纹钢产量往往与基建投资增速存在明显的正向关系。基建增速提升则钢材需求上升，钢厂提产；反之，基建投资增速下降则需求回落，产量同步下滑。以近期为例，2025年3月至6月，基建投资增速由12.6%逐月降至5.3%，螺纹钢产量从227.49万吨下降至217.9万吨。

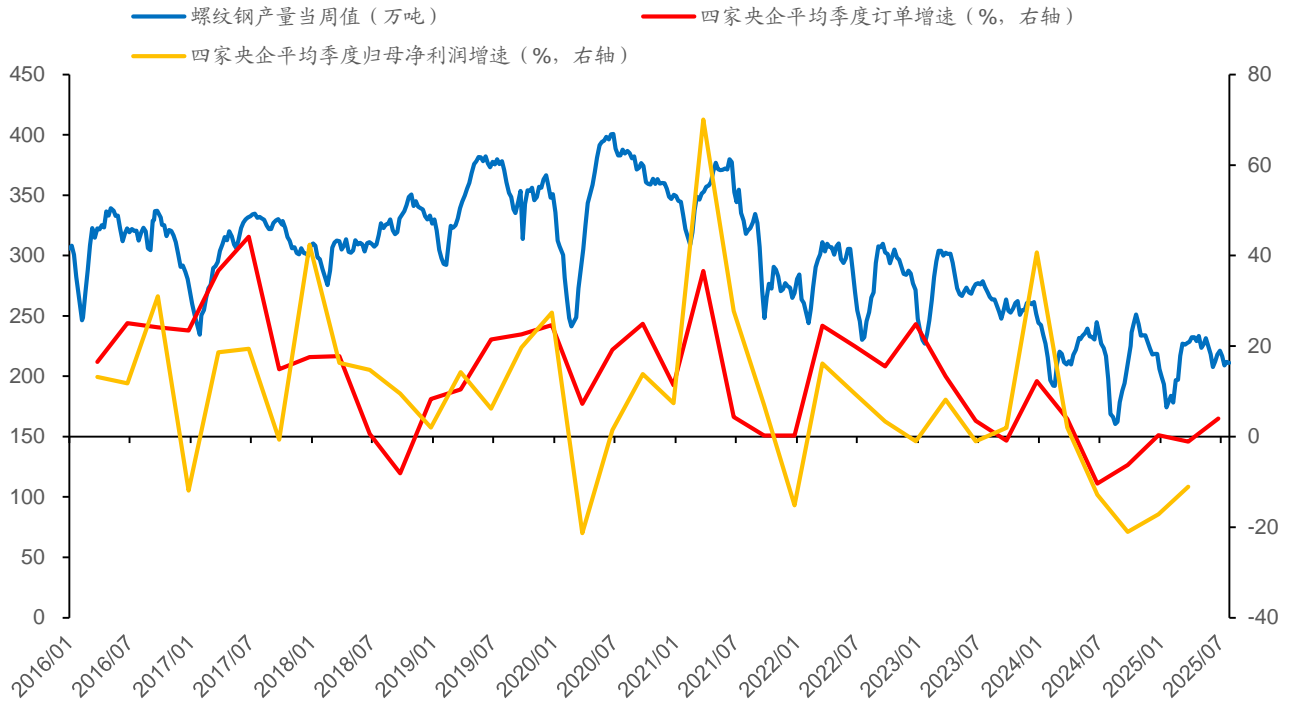
图22: 螺纹钢产量往往与基建投资增速存在明显的正向关系



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

进一步观察，建筑公司的订单增速也与螺纹钢产量有相关性。基建投资的持续增长将推动建筑企业订单量上升，提高其营收预期。以2024年Q3、Q4为例，随着多地重大基建项目的落地，四家央企平均季度订单增速为0.3%，较上一期增长了将近7个百分点。同期，螺纹钢产量从205.51万吨上升至218.68万吨。

图23: 螺纹钢产量和四家央企平均季度订单增速呈正向关系



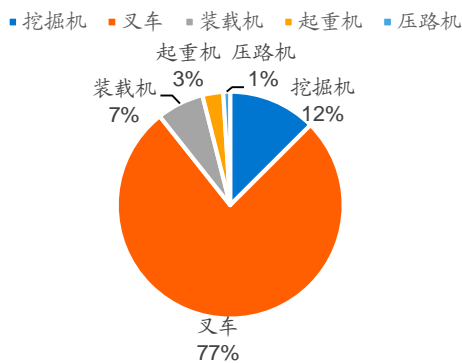
资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

## 4. 工程机械销量、开工小时数反映基建和房建投资景气度

### 4.1. 工程机械以挖掘机为主，反映基建与房建施工强度

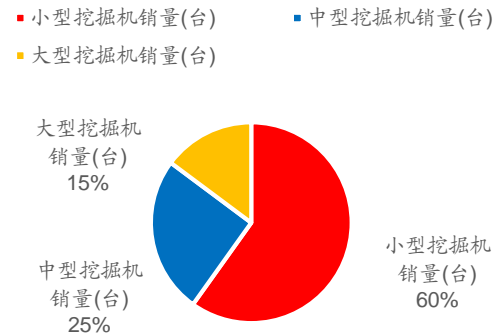
从需求端看，房地产开发和基础设施建设为工程机械行业下游应用的主要领域，工程机械指标可以直观反映基建和房建情况。其中，挖掘机和叉车是重要指标，共占主要工程机械的89%，叉车下游行业主要以制造业和物流为主，而挖掘机下游需求则与型号相对应。一般而言，大挖主要用于开采矿山和大型建设工程等领域；中挖则集中在房建地产和基建领域；小挖多用于农村、市政、绿化等项目。从2024年的销售占比数据来看，小型挖掘机占比最大，达60%。

图24: 2025年1-6月主要工程机械销量占比



资料来源: Mysteel, 国泰海通证券研究

图25: 2024年小型挖掘机销量占比达60%



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

表7: 工程机械指标

指标	实物量相关性	频率	单位	波动区间	指标计算方法
小型挖掘机销量	正相关	月	台/月	单月 950-49000	统计范围 6吨级以下, 6-10吨级, 10-18.5吨级的液压挖

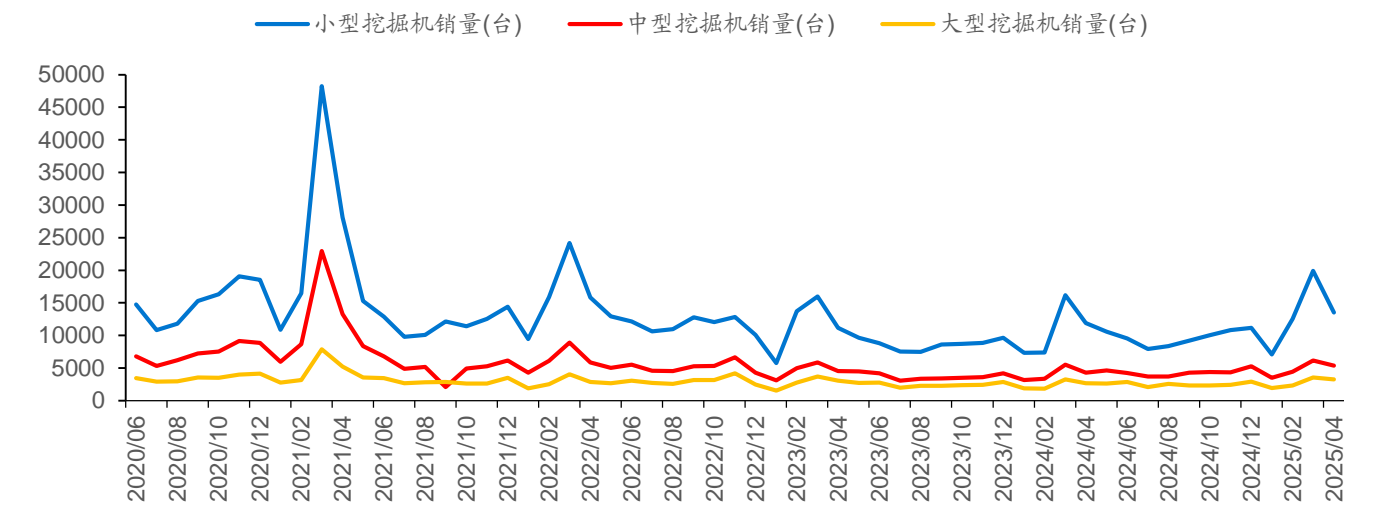
		台		掘机当前观察月内统计数据	
中型挖掘机销量	正相关	月	台/月	单月 2000-23000 台	统计范围 18.5-28.5 吨级的液压挖掘机当前观察月内统计数据
挖掘机开工小时数	正相关	月	小时/月	单月 28-155 小时	挖掘机月平均机器使用小时数

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

#### 4.2. 小型挖掘机需求与房地产投资关联大，中型挖掘机销量关联基建景气度

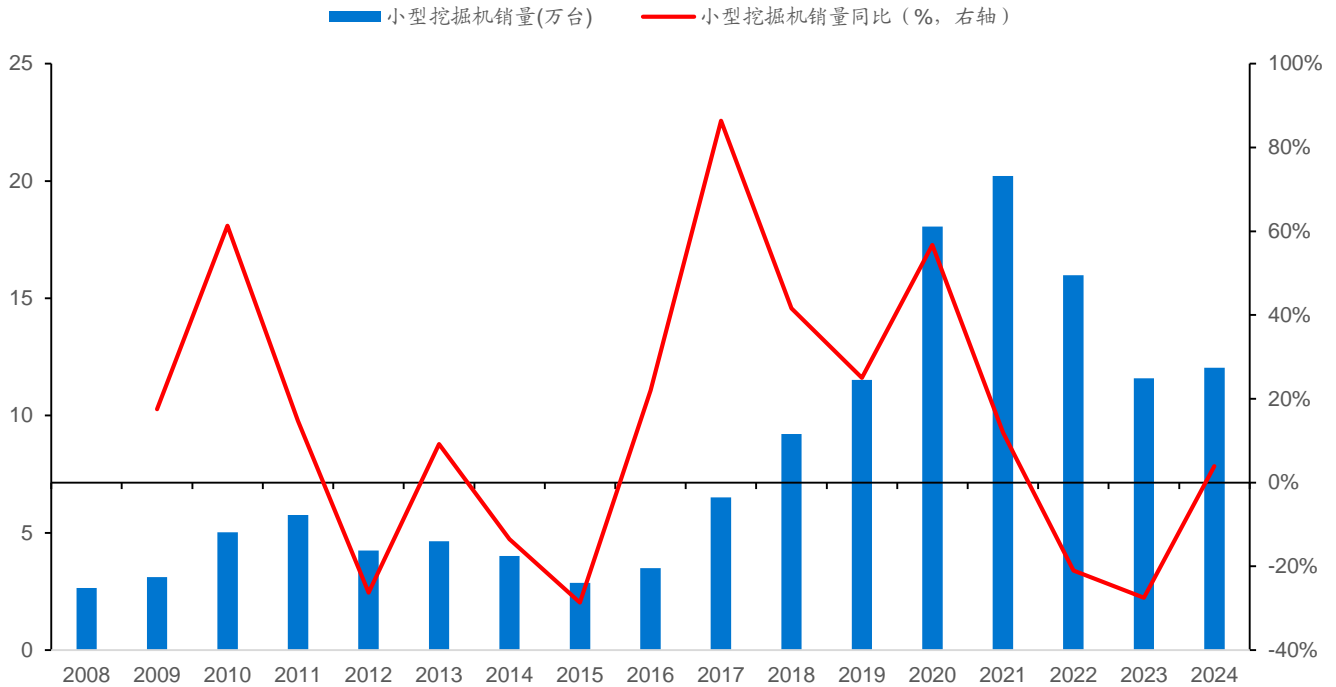
大中小型挖掘机的销量走势与基建投资之间存在不同程度的关联关系。从大中小挖掘机整体数据来看，2025年4月，我国挖掘机销量同比增长18%，表明行业整体仍处于扩张阶段。然而，从细分机型来看，小型挖掘机销量表现更为突出，2025年4月销量为13523台，同比增速达14%，而中型挖掘机销量为5357台，同比增速为26%，大型挖掘机销量为3262台，同比增速为22%。这一趋势反映出当前市场对灵活、多功能的小型设备需求旺盛。

图26：小型挖掘机应用更广泛



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

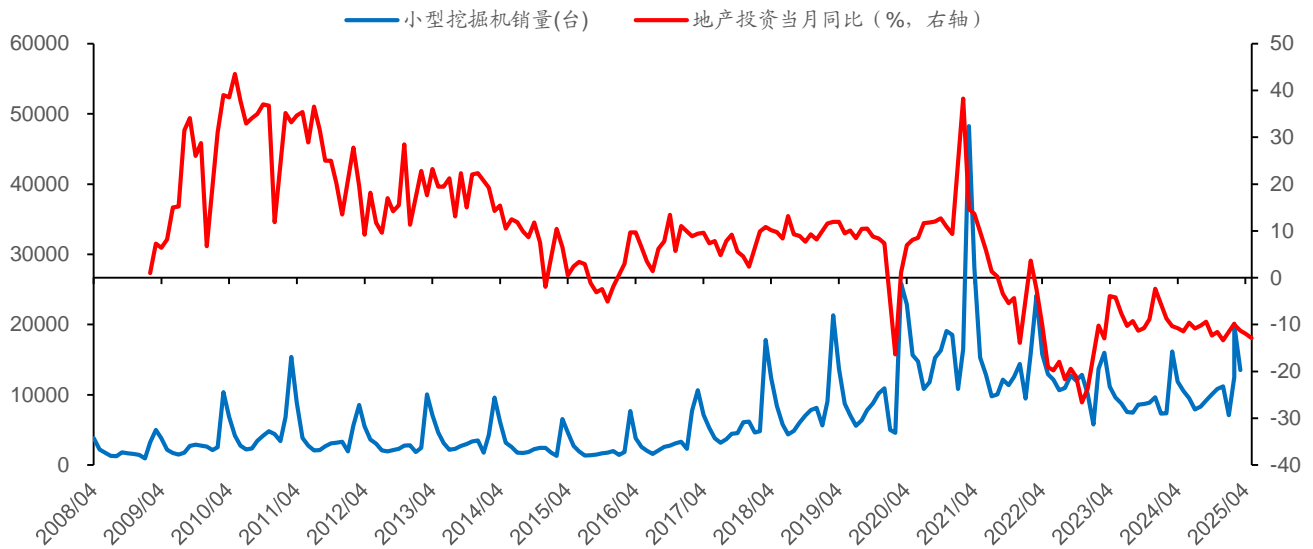
图27: 小型挖掘机年度销量



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

**小型挖掘机与房建和地产投资的关联性较强。**(1)小型挖掘机(0-18.5吨级)在房建项目中应用广泛,包括小型土方工程、基础施工、市政工程和城市改造等场景,与地产开发密切相关,尤其是在住宅项目、商业地产开发和小型市政配套工程中。(2)从历史数据来看,小型挖掘机销量与地产投资同比增速呈现出一定的关联性。

图28: 小型挖掘机与地产投资具有一定关联性

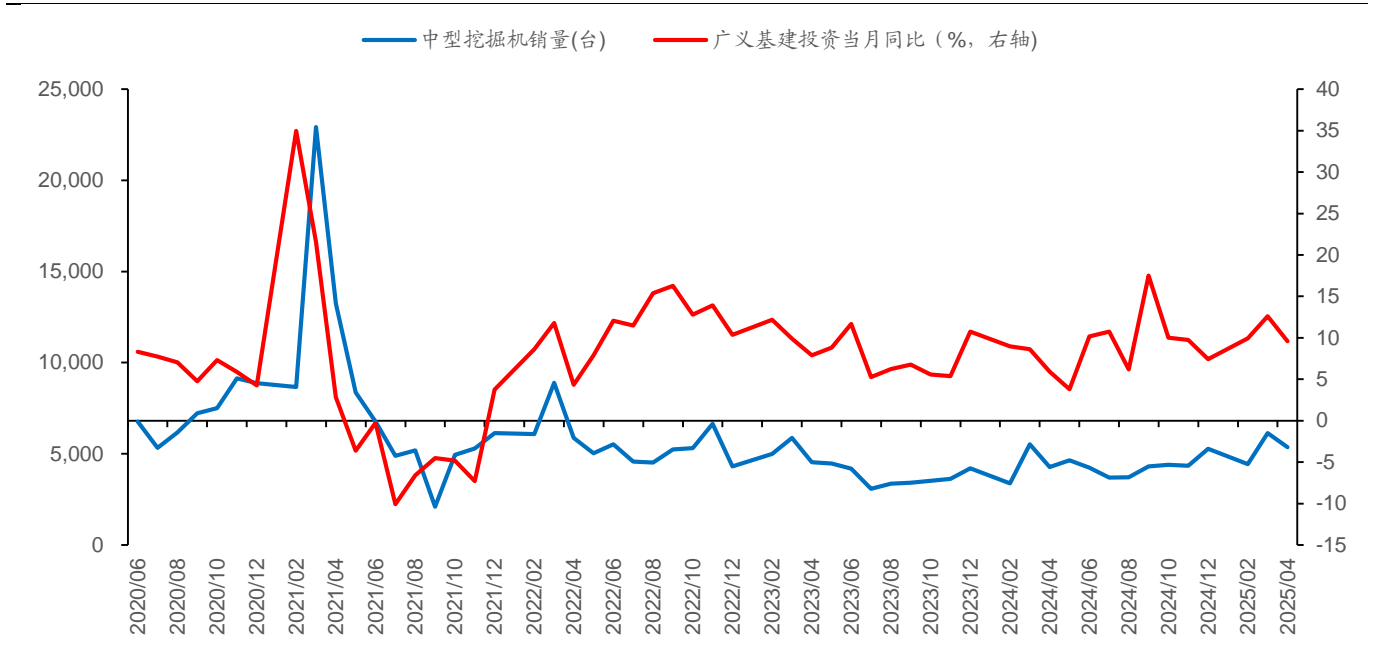


资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

**中型挖掘机与基建投资的关联性较强。**(1)中型挖掘机(18.2-28.5吨级)在基建项目中应用广泛,包括土方挖掘、道路建设、桥梁施工、城市轨道交通等。相比大型挖掘机,中型挖掘机的吨位适中,既能够满足大规模施工的需求,又能灵活作业,适合处理基础施工。(2)从历史数据来看,中型挖掘机销量与基建投资同比增速呈现出较强的关联性。从近5年数据看,当中型挖掘机销量低于4000台时,往往指示基建投资处于低景气区间,高于5000台

时处于高景气区间，4000 台到 5000 台之间为中等景气区间。

图29：中型挖掘机与基建投资的关联性较强

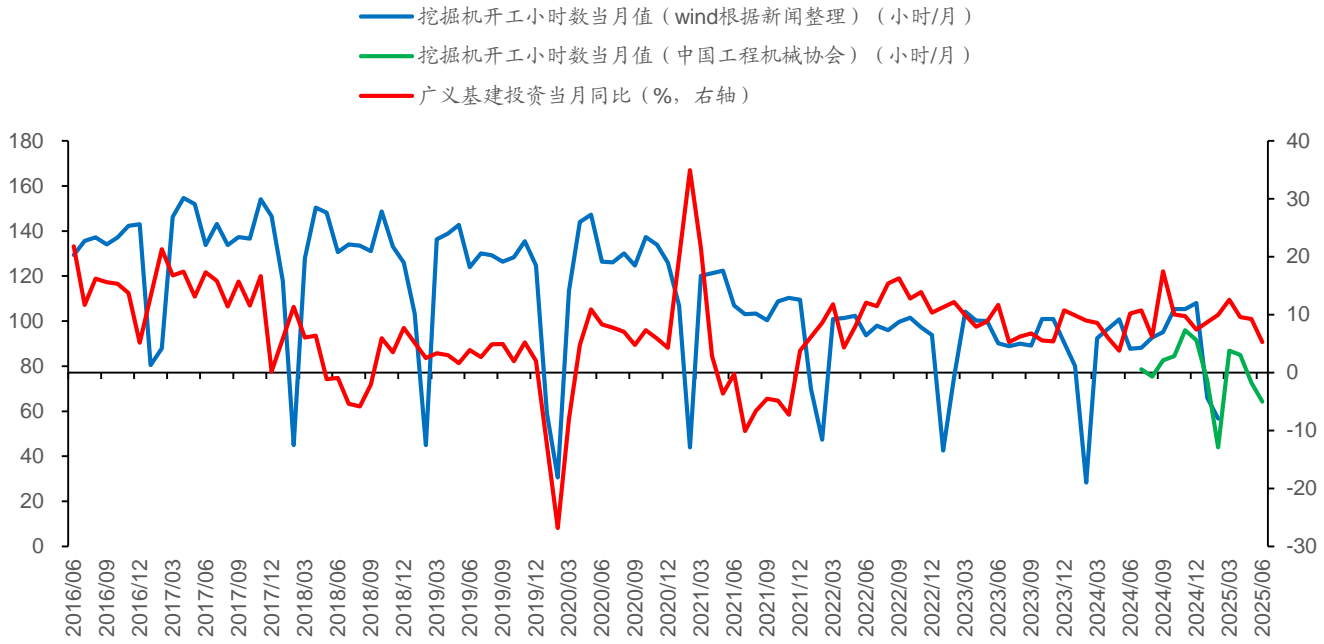


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

#### 4.3. 挖掘机开工小时数提升显示基建项目施工强度上升，与基建投资呈正相关

挖掘机开工小时数低于 100h 时处于低景气区间，高于 120h 时处于高景气区间。(1)基建投资增速的持续回升(或下滑)直接反映项目施工强度的上升(或下降)，并通过需求端传导至挖掘机开工小时数的高低；需同步剔除春节等季节性停工扰动。(2)2016 年 6 月至 2017 年 12 月(剔除 2017 年 1-2 月春节因素)，小时数大于 120h(最大值 154.6h，最小值为 129.4h)，同期基建投资当月同比维持 10%—22%，呈现“高景气—高增速”的阶段性特征。(3)2022 年 6 月至 2025 年 6 月，小时数跌落至低于 100 小时和 100~120 小时区间(期间最高为 122.4h)，其中一年有半数及以上低于 100 小时，相应的，同期基建投资增速下移至-10%~12%，呈现“中低景气—较低增速”的阶段性特征。

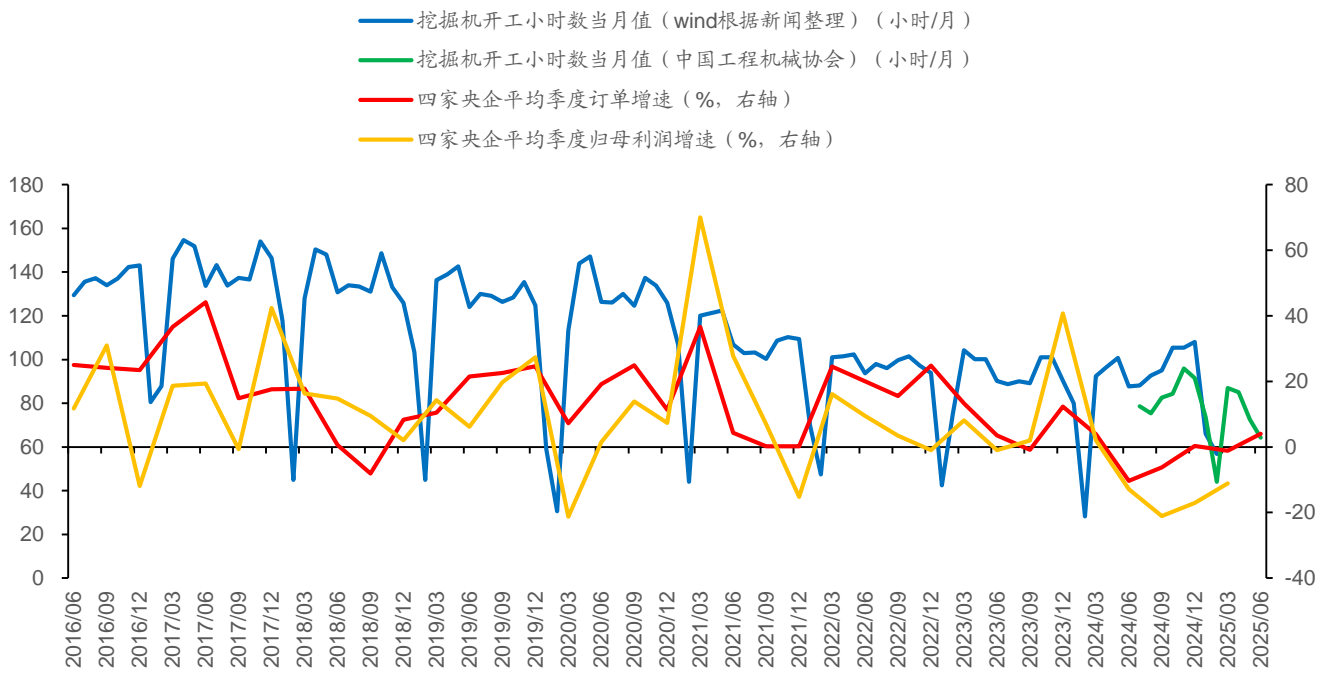
图30: 挖掘机开工小时数和基建投资增速之间呈正相关



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

挖掘机开工小时数是观测建筑行业基本面的关键指标之一。其与四家央企经营数据的关联性在2021年后显著强化并呈现清晰的区间化规律。从2016-2025年数据可见,当开工小时数持续低于120小时(中等及低景气区间),建筑央企订单增速普遍收缩至-10%~0%的负增长通道,归母净利润增速同步处于-20%~0%的区间,二者形成紧密的负向联动。例如2023-2024年期间,小时数均值仅97小时(较2016-2020年下降26%),对应订单增速从4.3%(2021Q2)连续下滑至-10.3%(2024Q2),利润增速更由27.8%跌至-12.8%,设备闲置反映基建需求萎缩,从而建筑公司盈利下降。

图31: 挖掘机开工小时数与建筑公司基本面正相关



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

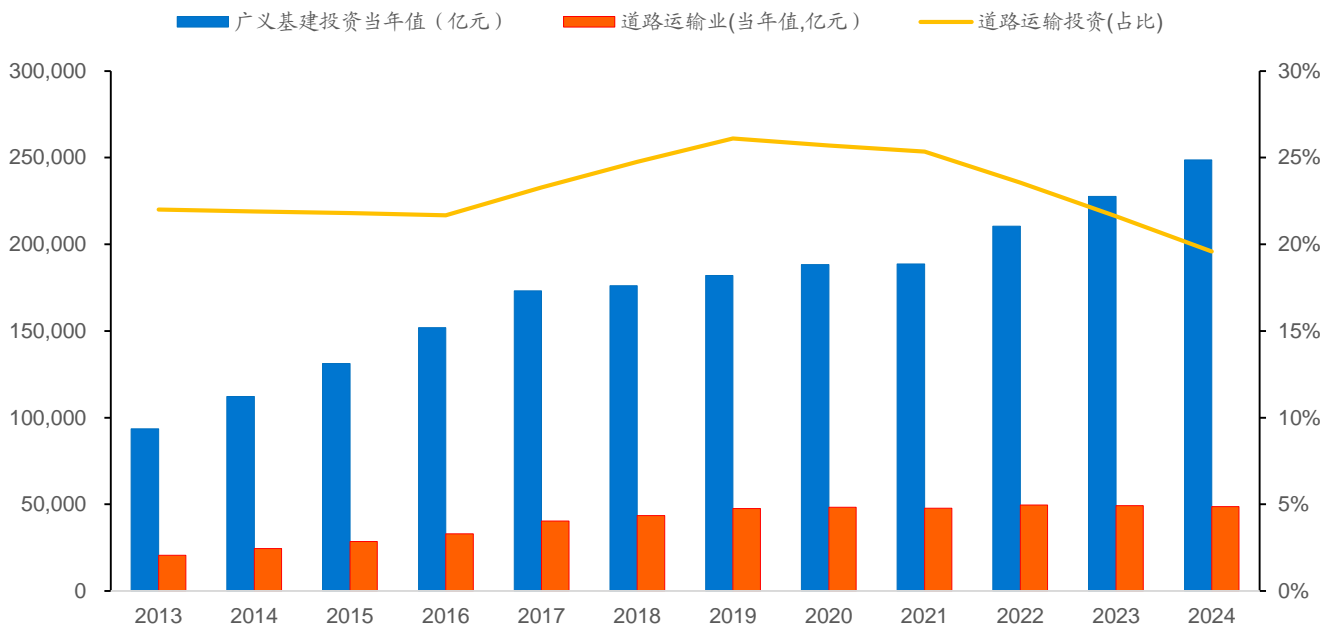
### 5. 石油沥青装置开工率和沥青产量等指标显示道路运

## 输投资趋势

### 5.1. 道路运输投资带动沥青需求，其占基建投资比例近年下降

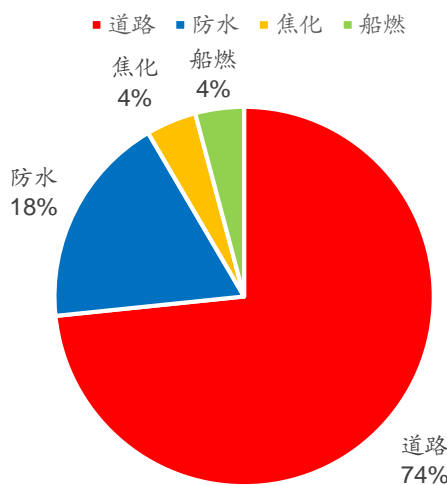
道路运输业投资属于基建投资中交通运输、仓储和邮政业部分，占基建投资比重近 25%，占交通运输业投资的 70%。(1)石油沥青是道路建设中最重要的基础材料之一，广泛应用于高速公路、城市道路、机场跑道等的铺设。据云沥青发布的 2024 年度市场总结，流向道路市场的沥青约占总消费量的 74%；流向防水市场的沥青占总消费量的 18%，占比较 2023 年同期上升 4 个百分点；流向焦化市场的沥青占比 4%；流向船燃市场的沥青占比 4%。(2)沥青价格无法直接反映其消费增速，主要原因在于沥青价格的波动主要受原油价格的影响。石油沥青产量和道路运输业投资增速呈正相关；石油沥青装置开工率显示项目开工强度，即与道路运输投资增速呈正相关。

图32: 道路运输业的投资占比达到 25%



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

图33: 2024 年道路市场占石油沥青下游需求的近 74%



资料来源: 云沥青, 国泰海通证券研究

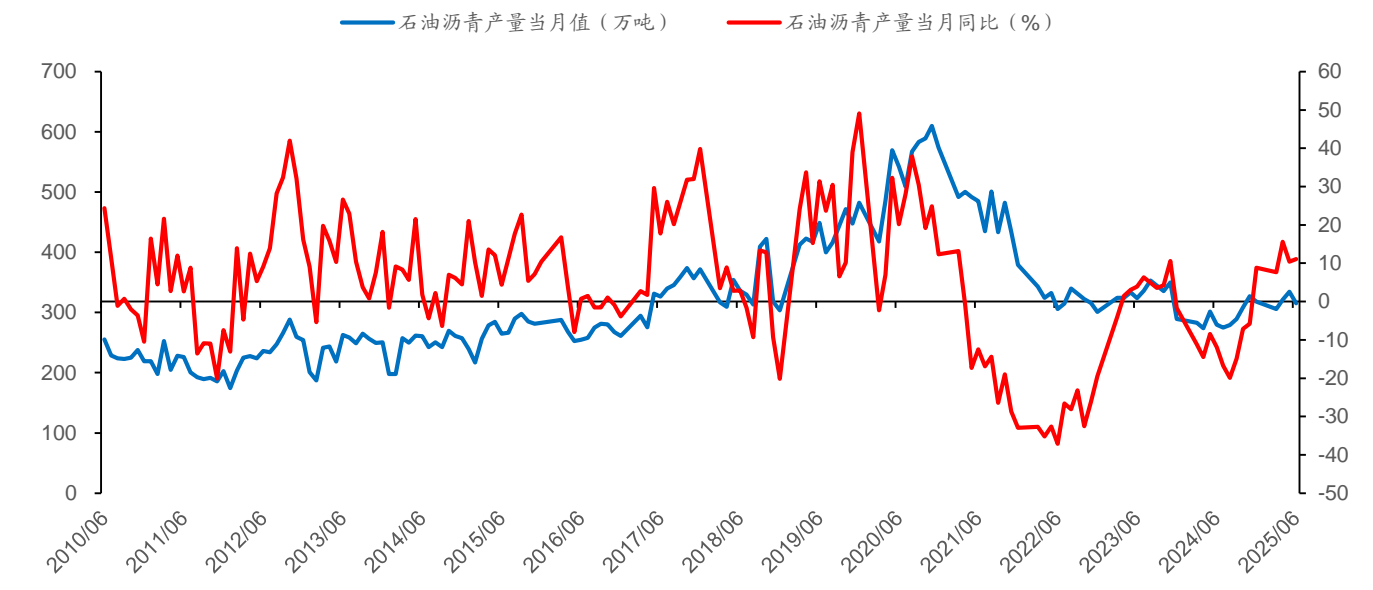
表8: 石油沥青高频指标

指标	实物量相关性	频率	单位	波动区间	指标计算方法
沥青月度产量	正相关	月	吨	单周 0-6100000 吨	统计范围为规模以上工业法人单位，即年主营业务收入 2000 万元及以上的工业企业
石油沥青装置开工率	正相关	周	%	单周 21%-82%	产品产量或原料加工量与有效产能之间的比值，统计口径为国内 81 家沥青炼厂

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

中国石油沥青产量自 2010 年以来呈现显著的周期性波动特征，整体可划分为四个发展阶段：(1)2010-2014 年处于温和增长期，月产量在 190-290 万吨区间震荡，年均水平约 230 万吨，期间同比增速波动剧烈(如 2012 年 10 月冲高至+42%，2011 年 8 月跌至-13.5%)；(2)2015-2020 年产量规模迅速扩张，2020 年 8 月达到历史峰值 567.1 万吨(同比+37.9%)，较 2014 年月均水平增长超 120%，尤其 2019-2020 年在基建刺激下连续创出单月增速新高(2019 年 12 月同比+49.1%)；(3)2021-2023 年开始回落，2022 年 6 月跌至 305.8 万吨(同比-37.1%)，较峰值缩水近 50%，且连续 24 个月维持同比负增长；(4)2024 年起基本维持稳定，上半年虽延续跌势(4 月产量 273.8 万吨，同比-14.5%)，但四季度企稳回升(2 月同比+8.8%)，至 2025 年上半年确立复苏趋势，4-6 月连续实现双位数正增长(产量 321.4 万/334.7 万/315.2 万吨，同比+15.6%/+10.4%/+11.1%)，月均中枢回升至 320 万吨以上。

图34：石油沥青产量和当月同比

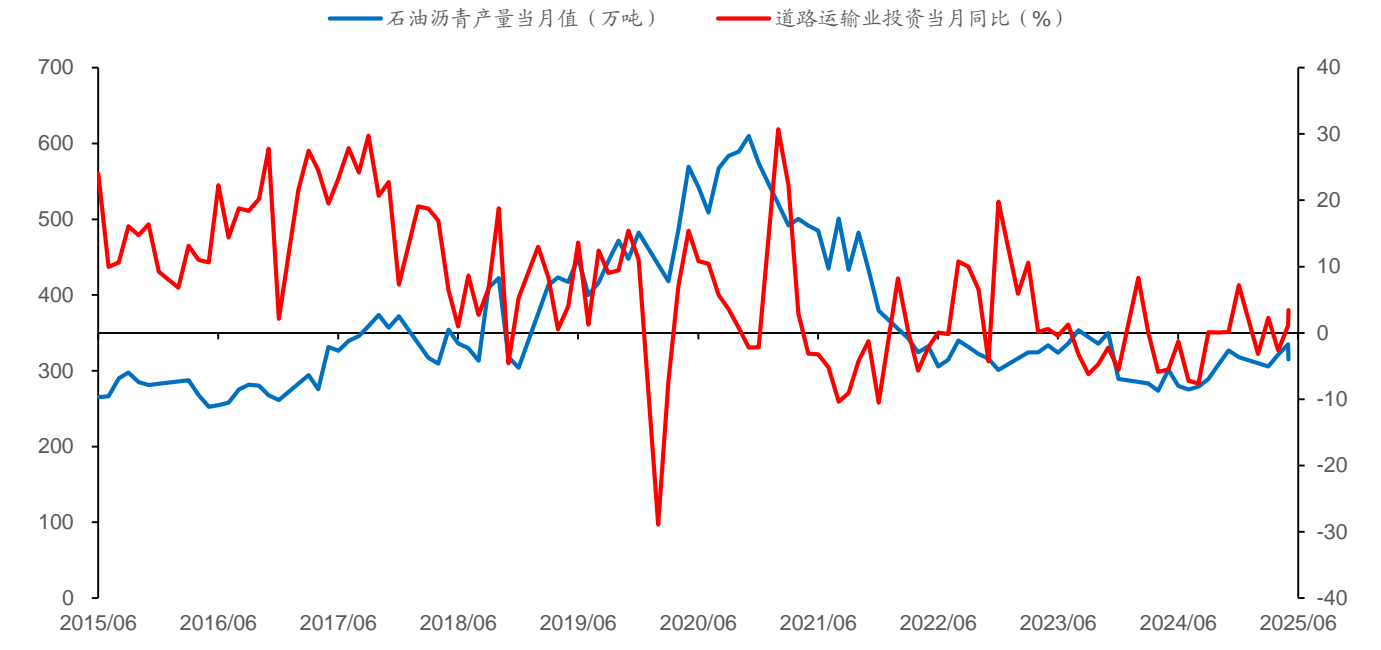


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

## 5.2. 石油沥青产量下降时，道路运输投资往往承压

石油沥青作为道路建设的重要原料，和道路运输业投资增速呈正相关。(1)2015 年 9 月至 2017 年 9 月，石油沥青产量从 297 万吨上升至 359 万吨，道路运输业投资增速从 16.1% 上升至 29.7%。(2)2020 年 6 月至 2022 年 6 月，石油沥青产量从 542.2 万吨下降至 305.8 万吨，道路运输业投资增速从 10.8% 下降至 0.1%。(3)2024 年 6 月至 2025 年 6 月，石油沥青产量从 279.9 万吨上升至 315.2 万吨，道路运输业投资增速从-1.3% 上升至 3.4%。

图35: 石油沥青和道路投资增速呈正相关

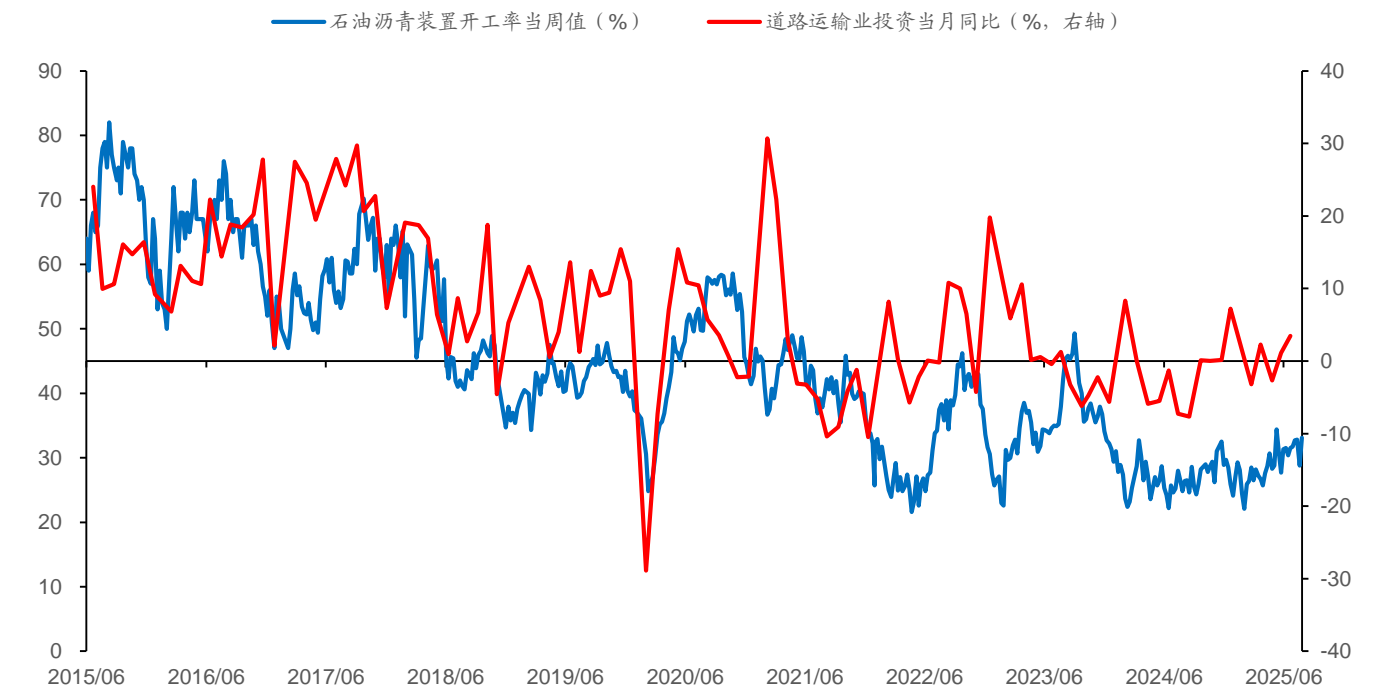


资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

### 5.3. 石油沥青装置开工率指示道路运输施工强度, 与道路运输投资增速呈正相关

石油沥青装置开工率与道路运输投资增速之间存在显著的正相关关系。  
 (1)2015年8月至2017年12月, 石油沥青装置开工率从75%下降至63%, 道路运输业投资增速从10.6%下降至7.3%。  
 (2)2022年9月至2023年4月, 石油沥青装置开工率从44.2%下降至35.5%, 道路运输业投资增速从10%下降至0.1%。  
 (3)2024年6月至2024年12月, 石油沥青装置开工率从22.2%上升至28.9%, 道路运输业投资增速从-1.3%上升至7.2%。

图36: 石油沥青装置开工率与道路运输投资增速之间存在显著的正相关关系



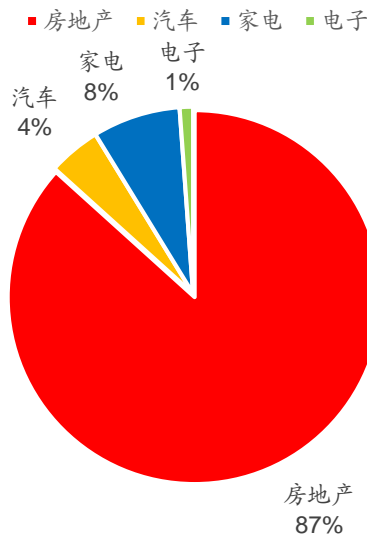
资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

## 6. 玻璃库存、价格、产量综合反映房建和地产竣工景气度

### 6.1. 玻璃和房建地产景气程度密切相关，下游需求中建筑领域占比高

**玻璃市场供需指标能够反映房建与地产投资景气程度。**(1)平板玻璃是高层建筑和现代建筑幕墙、门窗的核心采光、隔热与装饰材料。当前，浮法工艺占据主流地位，其余为压延、引上法和平拉法等工艺。(2)据玻璃工业网，浮法玻璃下游需求端中房地产领域达 87%，其余需求来自汽车、光伏、电子等行业。(3)玻璃通常应用在房屋建设的中后期，与地产投资景气度指标如房地产开发投资完成额、房地产竣工面积等存在相关性，其中房屋竣工的需求预期及实际施工进度会拉动玻璃的市场需求，房屋竣工面积指标的变化到玻璃供需指标的调整之间可能存在一定时滞性。

图37：2024 年房地产市场占浮法玻璃下游需求的 87%



资料来源：玻璃工业网，国泰海通证券研究

表9：玻璃高频指标

指标	实物量相关性	频率	单位	波动区间	指标计算方法
玻璃库存	负相关	周	万重箱	1000-10000 万重箱	冀、鲁、苏、浙、皖、粤、闽、鄂、湘、川、晋、陕和辽共 13 个重点监测省份生产企业库存总量
浮法平板玻璃(4.8/5mm)价格	正相关	周	元/吨	1000-3500 元/吨	厚度为 4.8/5mm 的无色透明玻璃价格
玻璃产量同比	正相关	月	%	-16%-22%	全国平板玻璃月度产量同比

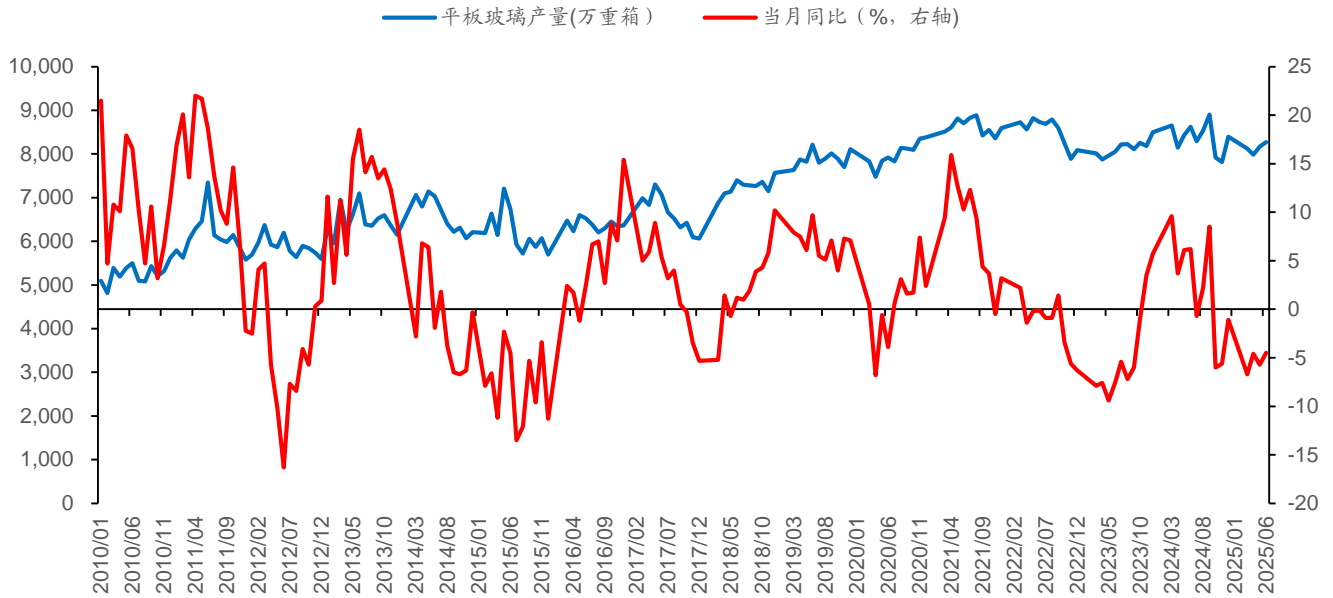
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

**2009 年至今我国平板玻璃产量呈现显著周期性波动，整体可分为四个阶段：**

(1)2010-2011 年高速扩张期：产量从 2010 年初的 5096.5 万重箱快速攀升至 2011 年 6 月的 7348.2 万重箱，期间同比增速连续 18 个月保持正增长，2011 年 4 月达 22% 的峰值增幅。(2)2012-2015 年调整期：2012 年 6 月起同比增速首次转负(-16.3%)，产量回落至 6200 万重箱以下；2014-2015 年持续低迷，2015 年 7 月产量跌至 5925.8 万重箱(较峰值缩水 19.4%)，同比降幅多次低于-10%(2015 年 7 月-13.5%、12 月-11.3%)。(3)2016-2021 年复苏企稳期：2016 年产量触底反弹，同比增速由负转正(2016 年 12 月+15.4%)，2021 年 5 月产量达 8812.9 万重箱，2021 年全年同比增速均值 7.6%。(4)2022 年至

今新一轮波动期：2022年4月起持续一年半负增长，2023年5月产量跌至7961.6万重箱(同比-9.4%)；2023年12月反弹(同比+5.7%，产量8499.9万重箱)，但2024年10至今再次负增长，下行压力加大。

图38：平板玻璃产量和当月同比

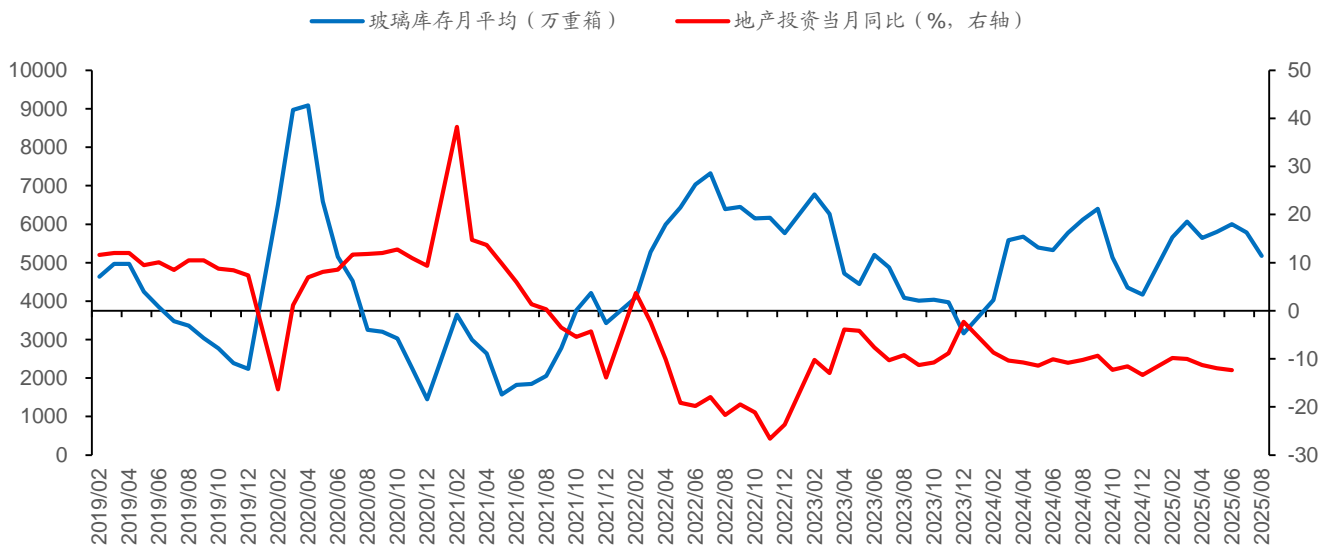


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

## 6.2. 玻璃库存与地产投资呈负相关，库存上升显示下游需求减少

玻璃库存与房地产投资大致呈负相关。(1)在地产投资上行周期，玻璃库存显著降低。自2020年2月起，房地产开发投资完成额月同比增速波动上升，由-16.33%上升至2021年2月的38.26%；相应地，月均玻璃库存自2020年4月的9089.40万重箱波动下降至2020年12月的1446.60万重箱。(2)自2021年2月起，房地产开发投资完成额月同比增速迅速下降，自38.26%降至2022年12月的-23.69%，随后围绕-10.00%上下波动；月均玻璃库存从2021年5月起呈快速上升趋势，由1575.50万重箱上升至最高点2022年7月的7321.00万重箱，而后随着地产投资变动趋缓，月均玻璃库存震幅也自2025年3月起趋于平稳。

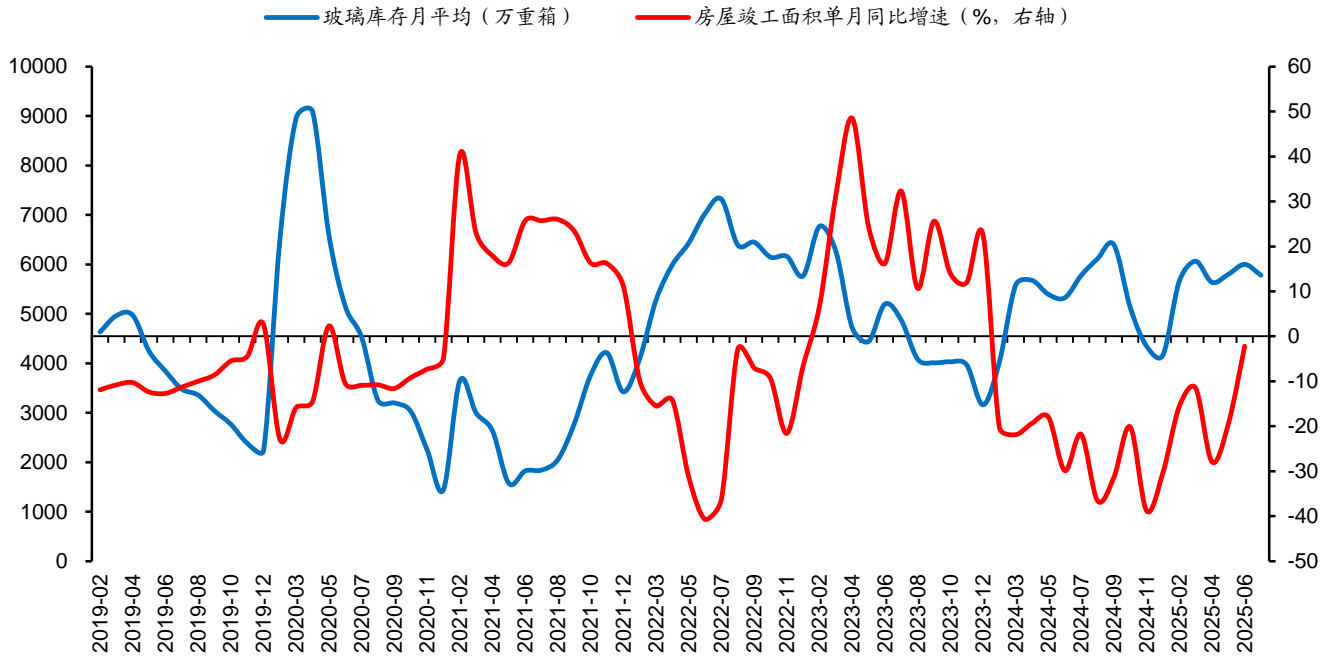
图39：玻璃库存和地产投资呈负相关



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

**玻璃库存与房屋竣工面积的负向变动关系较为显著。**(1)房屋竣工面积增加时，门窗、幕墙等工程对玻璃的需求旺盛，促使库存快速消耗；反之，竣工面积减少会导致玻璃需求下降，库存上升。这一传导可能存在1-3个月的时滞。(2)2022年6月房屋竣工面积单月同比增速开始迅速走高，由-40.73%波动上升至2023年4月的48.52%；相应地，月平均玻璃库存由2022年7月开始下降，由6773.00万重箱下降至2023年5月的4441.75万重箱。(3)房屋竣工面积单月同比增速由2023年12月的22.53%降至2024年2月的-20.28%；与之对应，月平均玻璃库存自2023年12月起，由3163.00万重箱波动上升至2024年3月的5586.40万重箱。

图40：玻璃库存与房屋竣工面积呈负相关

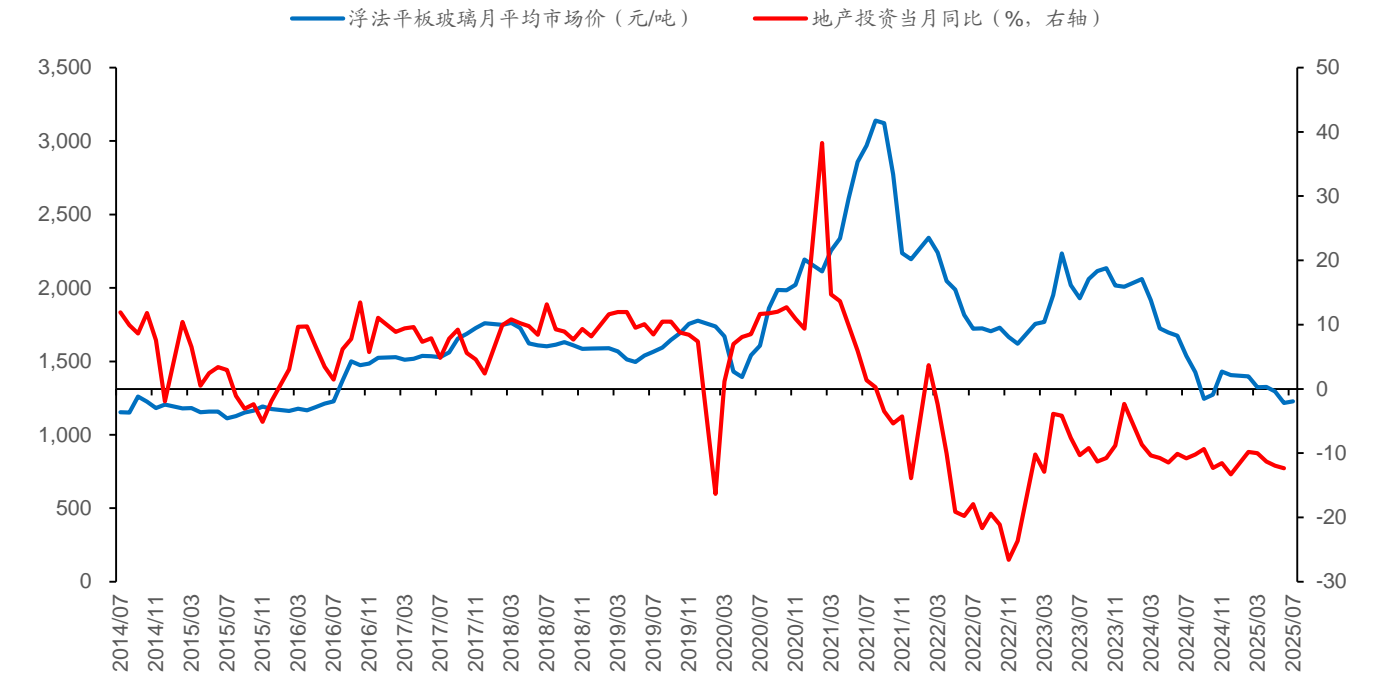


资料来源：Wind，国泰海通证券研究

### 6.3. 玻璃价格与房建地产投资呈正相关，与建筑公司基本面呈正相关

**浮法玻璃价格与房地产开发投资完成额基本呈现正相关，且存在一定时滞性。**(1)地产投资增长通常会带动玻璃价格上涨，且存在近3个月的产业链传导时滞。2020年2月起房地产开发投资完成额月同比增速显著上升，由-16.33%波动上涨至2021年2月的38.26%；与之对应，月平均玻璃价格自2020年5月的1393.43元/吨波动升至2021年8月的3140.20元/吨。(2)当地产投资增速降低时，玻璃价格通常也会在一段时间后下降。房地产开发投资完成额月同比增速自2021年2月起显著下滑，截至2025年6月，房地产开发投资完成额月同比增速降至-12.38%；月平均玻璃价格则从2021年8月起下降，截至2025年7月，月平均玻璃价格降至1228.2元/吨。

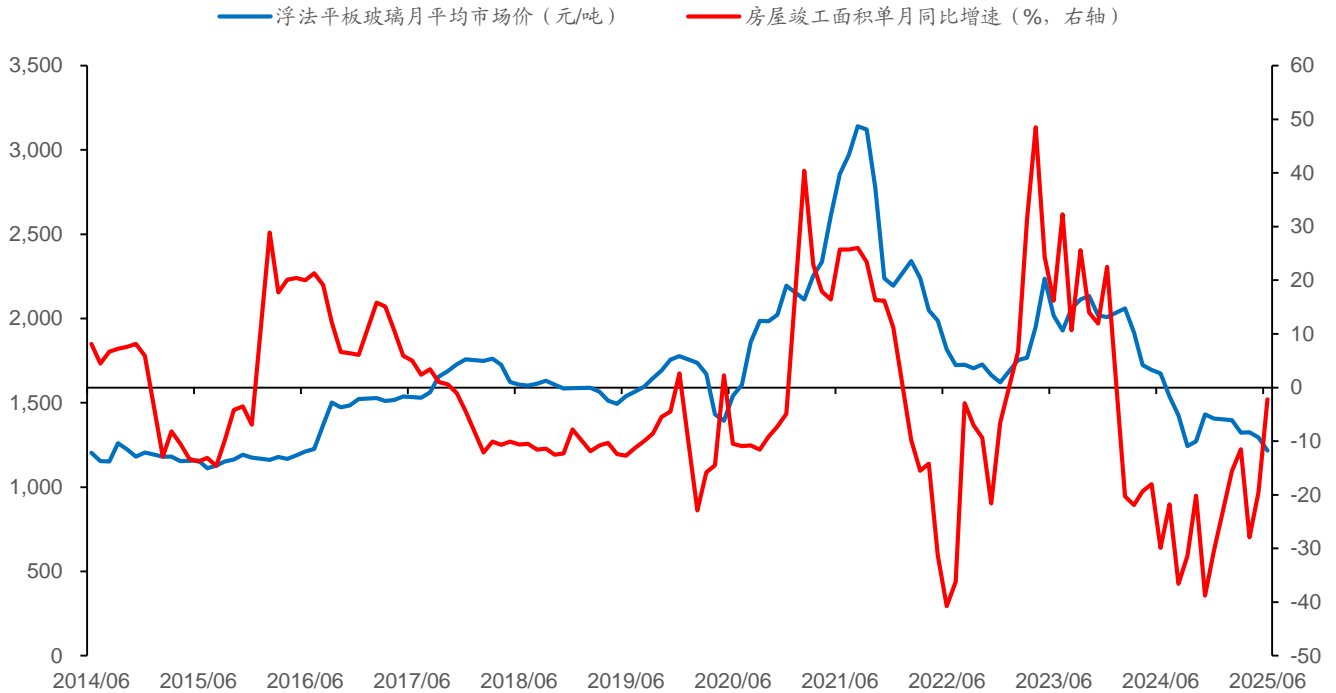
图41: 地产投资会带动玻璃价格增长



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

浮法玻璃价格与房屋竣工面积基本呈正相关, 且存在 3-6 个月的时滞。(1) 浮法平板玻璃作为建筑门窗、幕墙的主要材料, 房屋竣工面积的增加会带动其市场需求增加, 因而玻璃价格变动可作为反映竣工端景气度的指标。(2) 2020 年 2 月起房屋竣工面积单月同比增速呈现波动上升趋势, 由-22.90%升至 2021 年 2 月的 40.40%; 与之对应, 月平均玻璃价格自 2020 年 5 月由 1393.43 元/吨升至 2021 年 8 月的 3140.20 元/吨。(3) 房屋竣工面积单月同比增速自 2022 年 6 月显著提高, 由-40.73%波动升至 2023 年 4 月的 48.52%; 相应地, 月平均玻璃价格自 2022 年 12 月起波动上升, 时滞约 6 个月。

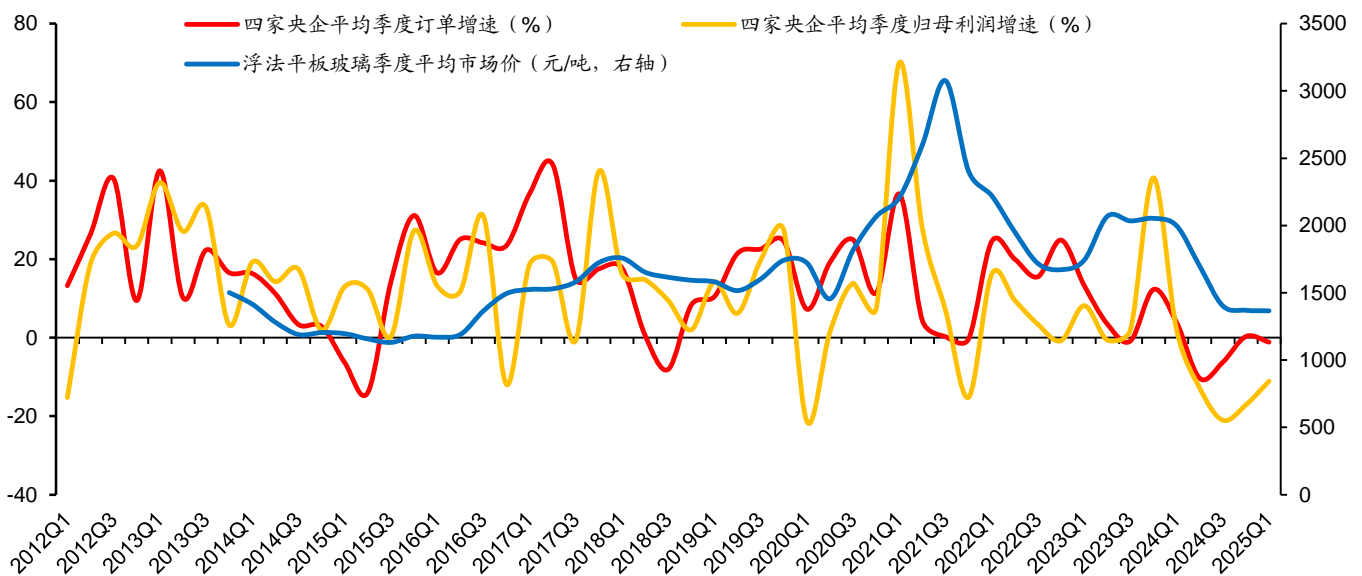
图42: 房屋竣工面积与玻璃价格呈正相关



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

进一步观察建筑公司基本面, 浮法玻璃市场价格与建筑企业订单获取能力、归母净利润增速呈正相关。(1)建筑企业平均订单增速较高、项目承接数量较多时, 市场对浮法玻璃采购需求一般较高, 带动浮法玻璃价格上升但可能存在一定时滞性。(2)以2023年Q4为例, 中国中铁、中国交建、中国铁建、中国建筑四家央企平均季度订单增速分别为23.73%、14.00%、7.59%、3.83%, 四家央企整体平均季度订单增速为12.28%, 同期平均季度归母净利润增速为40.71%, 同期浮法玻璃市场季度平均价达到2,053.46元, 均达到2023年Q3-2024年Q1区间内峰值。

图43: 浮法玻璃市场价格与四大央企平均季度订单增速、归母净利润增速基本呈现正相关



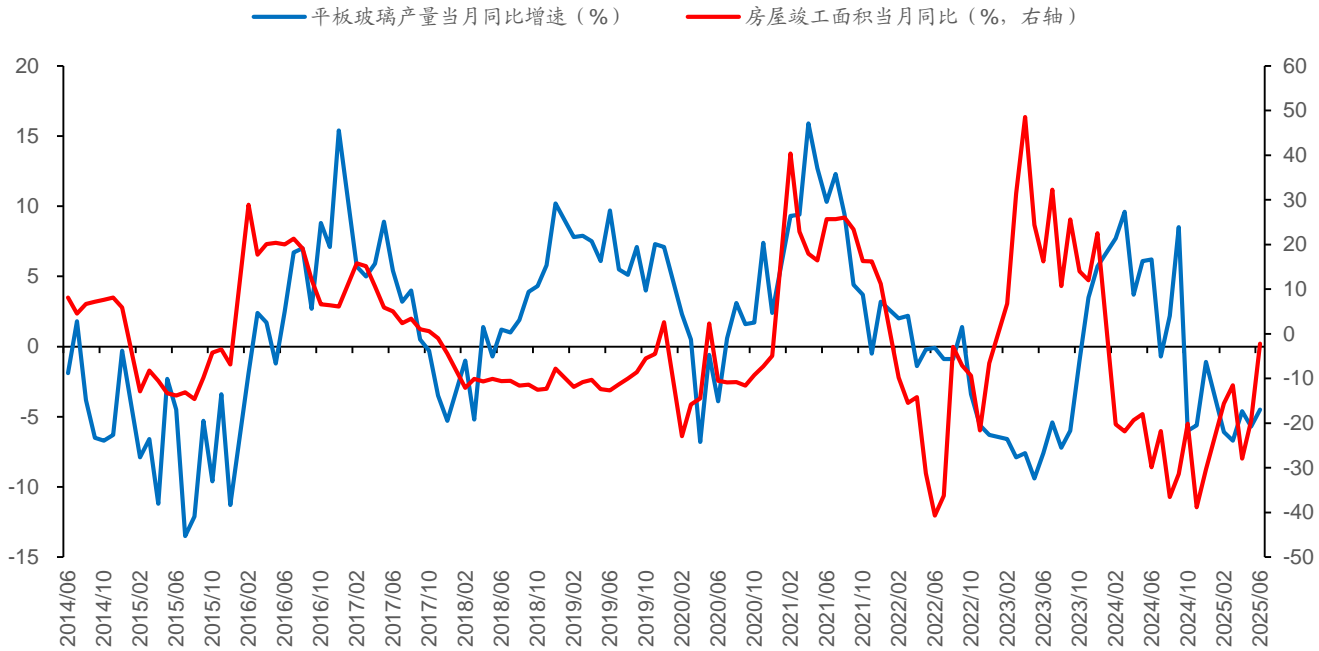
资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

#### 6.4. 玻璃产量与地产竣工呈正相关, 且存在一定传导时滞

平板玻璃产量与房屋竣工面积基本呈正相关, 且存在一定产业链传导时滞。

2013-2025年期间，平板玻璃产量与房屋竣工面积单月同比增速呈现周期关联特征。以2023-2024年为例，房屋竣工面积单月同比增速自2022年11月由-21.60%持续上升至2023年4月的48.52%，而后呈现波动下降走势，自2023年12月后迅速下降；而此周期的平板玻璃产量月同比增速自2023年5月开始波动上升，并于2023年9月起迅速走高，至2024年3月达到高点9.60%，而后震荡下降，平板玻璃产量相对竣工增速存在时滞。

图44：平板玻璃产量与房屋竣工面积呈正相关



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

## 7. 盈利预测表

表10：重点建筑公司盈利预测表(收盘价日期为8月7日)

证券代码	证券简称	股息率 (TTM)	收盘价 (元)	EPS(元/股)			净利增速(%)			PE			PB (LF)	市值 (亿元)	评级
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E			
铜矿有色	601390.SH 601618.SH	3.14% 1.84%	5.67 3.04	1.20 0.34	1.22 0.36	1.25 0.37	6 5.1	2.5 4.1	2.5 4.3	4.7 8.9	4.6 8.5	4.5 8.2	0.46 0.61	1316 589	增持
央企市值国改	601800.SH 601186.SH 601668.SH 601117.SH	3.25% 3.70% 4.79% 2.31%	9.28 8.10 5.67 8.04	1.56 1.74 1.20 1.03	1.60 1.79 1.27 1.14	1.65 1.83 1.34 1.24	8.3 6.3 7.1 11.0	3.2 2.7 6.1 10.1	2.8 2.6 5.2 8.9	6.0 4.7 4.7 7.8	5.8 4.5 4.5 7.1	5.6 4.4 4.2 6.5	0.53 0.42 0.51 0.77	1329 1037 2343 491	增持
低空/智能驾驶	603357.SH 603018.SH	3.21% 1.19%	8.73 8.29	0.97 0.61	1.03 0.67	1.08 0.72	6.2 9.2	5.6 8.9	4.8 8.2	9.0 13.6	8.5 12.5	8.1 11.5	1.32 1.10	49 57	增持
机器人	002541.SZ	2.02%	17.75	1.33	1.58	1.80	19.1	18.2	14.1	13.3	11.3	9.9	1.33	122	增持
AI数字化	600820.SH 002949.SZ	4.83% 2.43%	6.63 14.38	0.96 0.77	1.01 0.87	1.06 0.97	6.0 20.0	5.5 13.2	5.0 12.0	6.9 18.8	6.6 16.6	6.2 14.8	0.68 2.05	208 28	增持
新能源	601669.SH 601868.SH 601226.SH 601886.SH	2.00% 1.52% 0.52% 7.42%	6.34 2.54 6.55 7.41	0.75 0.22 0.16 0.61	0.79 0.23 0.19 0.67	0.83 0.25 0.20 0.70	7.0 7.8 66.8 9.1	6.0 7.2 13.6 8.4	5.0 7.1 9.3 5.7	8.5 11.7 39.8 12.1	8.0 10.9 35.0 11.1	7.6 10.2 32.1 10.5	0.79 0.98 1.84 1.19	1092 934 76 84	增持
出海国际工程	600970.SH 000065.SZ	4.96% 1.29%	9.08 11.45	1.21 1.03	1.29 1.13	1.34 1.23	7.3 5.5	6.2 9.7	4.2 8.4	7.5 11.1	7.1 10.1	6.8 9.3	1.16 1.26	240 123	增持

	000928.SZ	中钢国际	4.75%	6.29	0.68	0.76	0.83	16.3	11.9	10.2	9.3	8.3	7.5	1.11	90	增持
	002051.SZ	中工国际	1.46%	8.56	0.32	0.35	0.38	9.8	9.0	8.0	26.7	24.5	22.7	0.93	106	增持
消费设 备更新	002116.SZ	中国海诚	2.93%	10.55	0.77	0.82	0.86	7.1	6.2	5.5	13.7	12.9	12.2	1.92	49	增持
地方基 建	600502.SH	安徽建工	5.58%	4.84	0.82	0.84	0.87	4	3.6	3.5	5.9	5.7	5.5	0.77	83	增持
	600039.SH	四川路桥	4.93%	8.39	0.88	0.97	1.06	6.2	9.9	9.2	9.5	8.7	8.0	1.57	731	增持
	600629.SH	华建集团	0.84%	14.53	0.42	0.44	0.46	4.8	4	3.6	34.4	33.0	31.9	2.72	141	增持
洁净室	603929.SH	亚翔集成	5.34%	37.43	2.40	2.82	3.14	-19.5	17.3	11.7	15.6	13.3	11.9	4.40	80	增持
粮油冷 链工程	301058.SZ	中粮科工	1.31%	11.44	0.53	0.59	0.66	15.0	13.2	11.0	21.8	19.3	17.4	2.79	59	增持

数据来源：Wind，国泰海通证券研究。注：股息率(TTM)的计算方式为当前最新四期财报披露的现金股利总额除以当前市值。

## 8. 风险提示

宏观经济政策风险，基建投资低于预期等。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。  以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 谨慎增持 相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 减持 相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	行业投资评级	增持 明显强于沪深 300 指数 中性 基本与沪深 300 指数持平 减持 明显弱于沪深 300 指数

## 国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666