

行业研究 | 行业深度研究 | 建筑材料

政策或改善需求，重视供给侧变化 ——建材建筑 2025 年度投资策略



| 报告要点

地产链材料板块，近期水泥错峰生产执行力度加强支撑价格改善，同时应重视行业供给方面重要政策推出及效果，重视水泥龙头；非地产链重视玻纤/药包材等，关注细分领域景气上行机会、关注药包材模制瓶龙头如山东药玻等。建筑板块，我们认为地方政府化债力度加大或有利于改善企业回款及资产质量，建议关注：1) 估值低、较好分红且更受益化债政策的央企，如中国建筑/中国交建等；2) 积极转型变革及海外市场持续突破的企业如中材国际/中钢国际/中国化学/北方国际等。

| 分析师及联系人



武慧东



朱思敏



吴红艳

SAC: S0590523080005 SAC: S0590524050002

建筑材料

政策或改善需求，重视供给侧变化

——建材建筑 2025 年度投资策略

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《建筑材料：多数规模降幅扩大，部分经营质量提升——装修建材 24Q3 经营表现探讨》2024.11.11
- 2、《建筑材料：水泥“淡季不淡”，价格中枢或持续提升——水泥 24Q3 经营表现探讨》2024.11.11



扫码查看更多

➤ 需求展望：政策效果逐步显现，基建地产或同步改善

2024 年 9 月以来政策基调有重要变化。地产方面，“止跌回稳”是核心政策落脚点，降准/降息/降低存量房贷利率/核心城市放松购房约束等支撑房屋交易需求持续释放，2024M11 新房/二手房成交面积单月增速均已转正，地产销售下跌动能预计将大幅减弱。基建方面，财政部 10 万亿化债政策落地，截至 2024/12/31，累计发行特殊再融资债约 4.1 万亿元。基建投资延续正增，但代表企业规模增长压力则较大，有一定背离预计源于偏弱的地方政府财政支出能力，后续或持续改善。

➤ 水泥：景气有改善信号，关注供给侧重要变化

2024H2 大部分区域错峰保持强度，水泥景气度呈改善趋势，2024 年 7-11 月全国水泥吨均价分别为 403 元，yoy+31 元/+8%，较 2024H1 +30 元/+8%。各区域协同错峰节奏有一定差异，东北地区 2024Q2 效果明显，水泥价格涨幅全国领先；南方 2024Q3 起陆续加大错峰力度，叠加临近传统需求旺季，2024Q4 水泥价格显著回暖。2024 年 10 月 30 日工信部出台产能置换新规，同时规范行业产能，或实现行业有效产能真正下降，中小企业或加速退出，行业景气有望持续改善。

➤ 建筑央国企：资产质量或改善，关注市值管理考核

2024Q1-3 建筑板块经营及回款压力或主要源于偏弱的地方政府财政支出能力，样本建筑央国企 2024Q1-3 新签/收入/归母净利润增速中位数分别为+3%/-5%/-1%。我们预计中央支持的化债工作持续推进，基建项目启动及推进节奏有望边际加快，同时建筑企业回款及资产质量预计有机会改善。近期证监会市值管理文件出台，且国资委对企业资本市场表现的重视程度持续提高，我们预计估值偏低破净情况较普遍的建筑央国企或许多方面推动工作以改善企业估值，应重视潜在积极变化。

➤ 新材料：玻纤景气或持续改善，药包材关注第十批集采

玻纤 2024 年内完成两轮复价工作（2024Q2 及 2024Q4），行业景气预计有持续改善机会，行业 2024Q1-3 整体盈利水平处于历史底部区域。我们预计 2025 年玻纤产能新增动能减弱。需求方面风电、汽车预计延续较好支撑，建筑领域拖累或减弱，关注光伏领域需求增量。药包材方面，中硼硅玻璃渗透率持续较快提升，第十批集采注射剂品种数为历次集采最高水平，12 月 12 日开标，12 月或释放部分订单，期待 2025 年主要增量释放。

➤ 投资建议：建材关注水泥/药包材等，建筑重视资产质量改善

9 月以来政策“组合拳”持续发力，“止跌回稳”为核心政策落脚点，我们认为在稳市场预期提振市场信心、乃至后续改善经济增长动能方面意义重大。地产链，近期水泥错峰生产执行力度加强支撑价格改善，同时应重视行业供给方面政策效果，重视央国企区域水泥龙头。非地产链，重视玻纤/药包材等，关注细分领域景气上行机会。建筑板块，我们认为地方政府化债力度加大或有利于改善企业回款及资产质量，有望驱动建筑企业资产质量短期出现拐点，并逐步形成长期改善趋势。

风险提示：地产融资政策落地不及预期；地产需求景气改善弱于预期；基建落地进展低于预期；原材料价格大幅波动；央企、国企改革提效进度不及预期。

投资聚焦

核心逻辑

- **水泥：新一轮供给改革机会，建议关注水泥龙头。**2024H2 大部分地区错峰保持较高强度，水泥景气度持续改善，2024 年 7-11 月全国单吨水泥均价分别为 403 元，yoy+31 元/+8%，相较于 2024H1 +30 元/+8%。各地区协同错峰节奏存在分化，东北地区 2024Q2 率先达成区域协同，水泥价格涨幅最大；南方 2024Q3 起陆续加大错峰力度，叠加临近传统需求旺季，2024Q4 水泥价格显著回暖。2024 年 10 月 30 日工信部出台产能置换新规，推动备案产能与实际产能统一，行业超产现象有望得到缓解；同时提高新建项目准入门槛，有利于落后产能出清。
- **建筑：央国企迎估值及报表质量修复机会。**2024Q1-3 建筑板块经营及回款压力或主要源于偏弱的地方政府财政支出能力，样本建筑央国企 2024Q1-3 新签/收入/归母净利润增速中位数分别为+3%/-5%/-1%。我们预计中央支持的化债工作持续推进，基建项目启动及推进节奏有望边际加快，同时建筑企业回款及资产质量预计有机会改善。近期证监会市值管理文件出台，且国资委对企业资本市场表现的重视程度持续提高，我们预计估值偏低破净情况较普遍的建筑央国企或许多方面推动工作以改善企业估值，应重视潜在积极变化。
- **非地产链材料：关注玻璃纤维、药包材。**玻纤年内两轮复价潮基本明确行业底部信号，目前行业或仅维持微利状态。2024 年复价以来，行业产能投放有所加快，预计 2025 年产能新增动能减弱。需求角度风电、汽车支撑延续，2025 年光伏领域需求存在超预期可能性，建筑建材在政策利好下有望边际回暖，中长期可保持乐观。药包材方面，中硼硅玻璃渗透率持续较快提升，第十批集采注射剂品种数为历次集采最高水平，12 月 12 日开标，12 月或释放部分订单，期待 2025 年主要增量释放。

投资看点

- **地产链材料板块，建议重视水泥龙头。**水泥方面，我们预计 24Q4 企业盈利或明显改善，近期错峰生产执行力度加强支撑价格改善，同时应重视行业供给方面重要政策推出及效果，水泥作为能耗大户、碳排放大户，更有效的供给管控及更优的价格水平对行业中长期健康发展及服务国家节能降碳战略有重要意义，我们认为水泥价格中枢有机会持续提升。同时主要企业估值水平亦处于历史底部区域，建议重视区域水泥龙头及具备市场领导力的央国企水泥企业。
- **非地产链材料板块，建议重视有积极变化的玻璃纤维/药包材/耐火材料。**玻璃纤维建议继续重视景气进一步上行机会，关注具备成本/规模有优势的龙头玻纤企业。药包材重视中硼硅模制瓶需求持续高景气、龙头竞争优势持续强化，关注模制瓶龙头如山东药玻等。同时建议关注有积极变化的耐火材料龙头。
- **建筑板块，我们认为地方政府化债力度加大或有利于改善企业回款及资产质量，我们建议关注两类标的：**1) 企业估值低（尤其是大幅破净）、有较好分红保护、且预计受益政策资产质量有机会较多改善的企业，基础设施工程为核心业务的建筑央企是其中代表，如中国建筑、中国交建等；2) 企业积极转型变革、拥抱产业趋势变化、围绕海外蓝海市场持续有突破的国际工程企业和专业工程企业如中材国际、中钢国际、中国化学、北方国际等。

正文目录

1.	复盘 2024：建材跑输指数，业绩延续压力	7
1.1	行情回顾：年初以来建材跑输大盘，政策驱动阶段行情	7
1.2	业绩回顾：需求承压，供给变革驱动积极变化	9
1.3	机构持仓：建材重仓延续低配，超配比例环比均小幅提升	10
2.	需求：政策效果逐步显现，基建地产或改善	11
2.1	政策：基调转变力度加大，或明显改善经济增长动能	11
2.2	地产基本面：销售单月增速转正，关注政策潜在积极效果	15
2.3	基建基本面：宏观微观表现有所背离，代表企业承压	19
3.	水泥：景气有改善信号，关注供给侧变化	21
3.1	2024H2 水泥景气度持续改善，东北为标杆	21
3.2	关注水泥新政策影响，行业有效产能迎下降拐点	24
3.3	水泥盈利底估值底，建议关注龙头	26
4.	建筑央国企：资产质量或改善，关注市值管理考核	27
4.1	样本建筑企业 24Q1-3 增长承压，Q3 回款有所改善	27
4.2	证监会市值管理文件出台，国资委预计开启相关考核	29
4.3	化债工作或利于改善工程回款，建筑企业资产质量或改善	31
5.	非地产链材料：玻璃纤维、药包材景气向上	32
5.1	玻璃纤维：供需关系改善，重视景气持续向上机会	32
5.2	药包材：1 类模制瓶等需求高景气，龙头优势持续强化	37
6.	投资建议	39
6.1	建材及新材料：关注水泥/装修建材龙头、药包材等	39
6.2	建筑：重视资产质量改善前景及估值优势	41
7.	风险提示	42

图表目录

图表 1：	2024 年初以来建材板块行情复盘图	8
图表 2：	2024 年初以来建材跑输沪深 300 指数 20.6pct	8
图表 3：	2024 年以来建材细分板块均下跌	8
图表 4：	2024Q1-3 及 2024Q3 建材板块收入利润增速情况	9
图表 5：	建材板块利润率、收现比同比变动情况	10
图表 6：	基金重仓各行业占比情况及超配情况（2024Q3 末）	11
图表 7：	基金重仓建材板块占比及超配情况变化	11
图表 8：	基金重仓建筑板块占比及超配情况变化	11
图表 9：	2024 年 9 月以来货币政策梳理	12
图表 10：	2024 年 9 月以来国家层面地产政策梳理	13
图表 11：	2023 年以来化债相关政策梳理	14
图表 12：	特殊再融资债发行规模	15
图表 13：	房地产开发投资完成额及同比增速	16
图表 14：	房地产开发投资完成额各项同比增速	16
图表 15：	商品房销售面积及同比增速	16

图表 16:	商品房销售额及同比增速	16
图表 17:	30 大中城市商品房月成交面积	17
图表 18:	13 城二手房月成交面积	17
图表 19:	房屋新开工面积及同比增速	17
图表 20:	房屋竣工面积及同比增速	17
图表 21:	房地产开发企业到位资金及同比增速	18
图表 22:	开发商到位资金各项同比增速	18
图表 23:	商品房待售面积及同比增速	19
图表 24:	新增地方政府专项债发行额及同比增速	20
图表 25:	新增地方政府专项债发行进度	20
图表 26:	全国基础设施建设投资完成额累计同比增速	20
图表 27:	全国基建各领域投资完成额累计同比增速	20
图表 28:	建筑央企新签合同额、营业总收入及同比增速 (单位: 亿元)	20
图表 29:	全国水泥产量及同比增速	22
图表 30:	全国水泥出货率	22
图表 31:	全国磨机开工率	22
图表 32:	全国水泥库容比	22
图表 33:	全国水泥均价 (单位: 元/吨)	22
图表 34:	全国水泥煤炭价格差 (单位: 元/吨)	22
图表 35:	2024 年各区域水泥价格变化情况 (单位: 元/吨)	23
图表 36:	2024 年各区域水泥熟料产能月均错峰停窑天数情况	23
图表 37:	水泥产能置换新规和旧规对比	25
图表 38:	2024H2 水泥熟料产线补充超产产能指标情况	26
图表 39:	水泥样本企业盈利预测与估值表	27
图表 40:	样本建筑企业营业总收入及增速	28
图表 41:	样本建筑企业归母净利及增速	28
图表 42:	样本建筑企业经营活动现金流情况	29
图表 43:	样本建筑企业投资活动现金流情况	29
图表 44:	样本建筑企业近年资产负债率变化	29
图表 45:	样本建筑企业近年两金周转周期变化	29
图表 46:	证监会市值管理文件内容梳理	30
图表 47:	纳入主要成分指数/低 PB 的主要建筑板块公司梳理	30
图表 48:	中国建筑、中国中铁、中国能建应收账款业主分类情况	32
图表 49:	近年 2400tex 缠绕直接纱价格 (元/吨)	33
图表 50:	近年电子布价格 (元/米)	33
图表 51:	近年行业在产产能变化	34
图表 52:	近年玻纤净新增产能变化	34
图表 53:	近年电子纱在产产能	35
图表 54:	近年玻纤行业库存变化	36
图表 55:	近年玻纤国内净需求变化	36
图表 56:	近年粗纱当月出口量 (万吨)	36
图表 57:	近年粗纱当月出口均价 (美元/吨)	36
图表 58:	主要玻纤企业盈利预测及估值	37
图表 59:	中国巨石近年 PE_TTM 估值情况	37
图表 60:	中国巨石近年 PB_LF 估值情况	37
图表 61:	2023 年通过一致性评价的药品剂型情况	38
图表 62:	近年通过一致性评价剂型中注射剂占比变化	38
图表 63:	历次集采注射剂占比情况	38

图表 64:	2023 年一致性评价通过品种数 TOP10 企业	38
图表 65:	主要药包材企业盈利预测及估值	39
图表 66:	山东药玻近年 PE_TTM 估值情况	39
图表 67:	山东药玻近年 PB_LF 估值情况	39

1. 复盘 2024：建材跑输指数，业绩延续压力

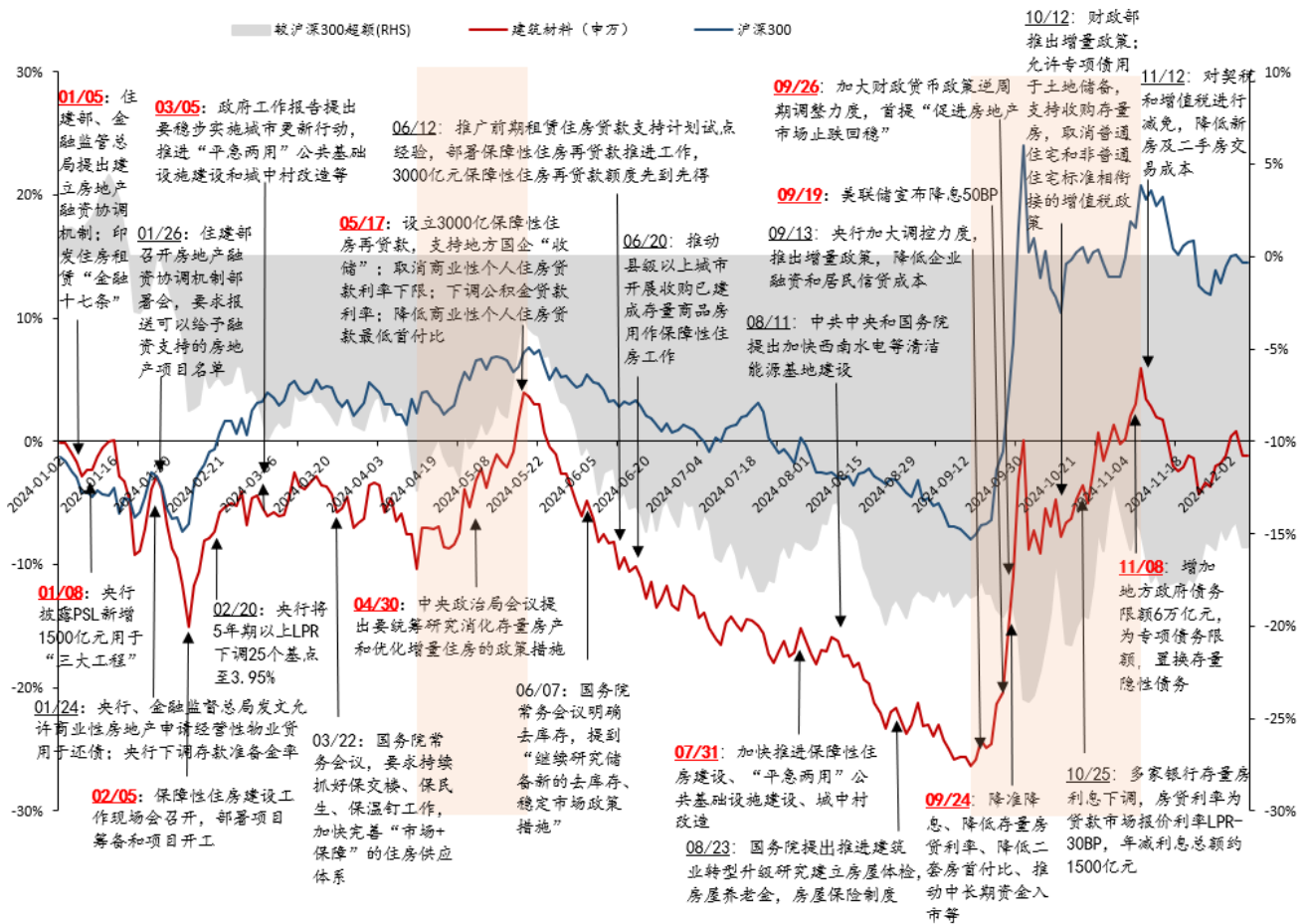
1.1 行情回顾：年初以来建材跑输大盘，政策驱动阶段行情

截止 2024/12/31，建材指数跑输沪深 300，超额-20.6pct，重要政策催化阶段反弹。建材板块累计涨跌幅为-5.9%，跑输沪深 300 指数 20.6pct；涨幅位于申万 31 个板块中第 26 位。细分领域来看，2024 年初以来建材子板块均下跌：水泥（-4.1%）、玻璃玻纤（-9.1%）、装修建材（-5.7%）。复盘 2024 年初以来建材板块整体行情走势，建材指数两轮较高的行情主要为 4 月中下旬-5 月中旬、9 月中下旬-11 月上旬，两轮行情均由地产政策驱动，建材指数较沪深 300 的超额跌幅有所收窄，均跑输沪深 300。

(1) 行情 1 (2024 年 4 月 16 日-2024 年 5 月 17 日，持续 1 个月，建材指数涨 15.9%，较沪深 300 超额 11.2pct)。4 月中旬开始市场预期 4 月底中央政治局会议的积极地产政策，到 4 月底中央政治局会议提出要统筹消化存量房产和优化增量住房的政策措施 (2024/04/30)，直至 2024 年 5 月 17 日央行发布设立 3000 亿保障性住房再贷款，支持地方国企“收储”等政策，此轮反弹基本结束。

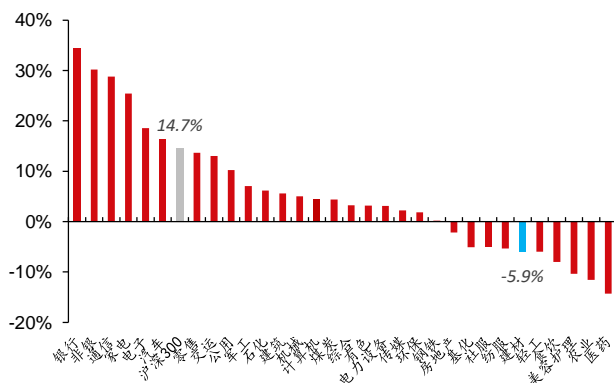
(2) 行情 2 (2024 年 9 月 13 日-2024 年 11 月 7 日，持续近 2 个月，建材指数涨 44.0%，较沪深 300 超额 12.7%)。9 月中旬市场开始提前交易降准降息等预期，9 月 24 日央行、证监会、金融监管总局发布一揽子增量政策，包括降准、降息、降低存量房贷利率、降低二套房首付比、创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展、制定推动中长期资金入市的指导意见等，建筑指数开始快速上涨，直至 2024 年 11 月 8 日全国人大常委会办公厅举办新闻发布会宣布增加地方政府隐债额度 6 万亿，此轮行情结束。

图表1：2024年初以来建材板块行情复盘图

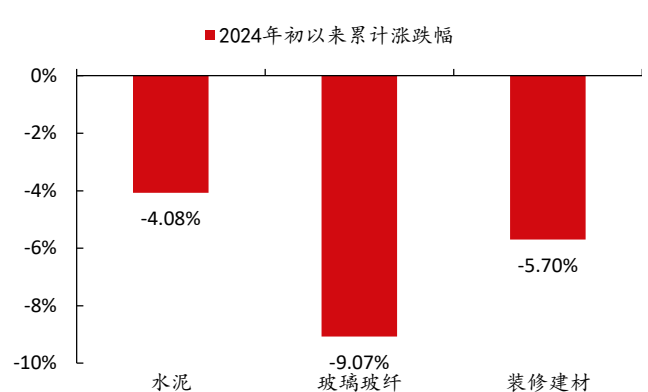


注：数据截止 2024/12/31；较沪深 300 超额数据对应右轴
资料来源：Wind、中房网、政府网、住建部、央行公众号，国联证券研究所

图表2：2024年初以来建材跑输沪深300指数 20.6pct



图表3：2024年以来建材细分板块均下跌



1.2 业绩回顾：需求承压，供给变革驱动积极变化

(1) **装修建材**：需求承压竞争激烈，收入利润多数下降。地产需求持续筑底，装修建材需求承压，主要装修建材竞争或延续较为激烈态势，部分具备“消费”特征更强的装修建材企业如北新建材、兔宝宝等延续相对稳定增长态势。(2) **玻璃**：药玻龙头增长强劲，浮法/光伏景气均承压。浮法玻璃方面，竣工需求低迷，浮法玻璃景气持续承压，浮法玻璃企业收入和利润增长承压。光伏玻璃方面，2024Q3 光伏玻璃行业景气度持续下行，光伏玻璃企业收入增长承压，包括福莱特在内的样本企业 24Q3 利润均亏损。药用玻璃中，山东药玻 2024Q1-3 盈利延续快速增长。(3) **玻纤水泥**：24Q3 玻纤扣非环比改善，水泥“淡季不淡”。玻纤方面，2024Q3 玻纤均价提升，主要企业扣非利润环比均延续改善。水泥方面，2024Q3 行业错峰协同力度持续加强，大多数水泥上市企业盈利同比延续负增，但降幅有所收窄，环比总体改善，“淡季不淡”特征明显，积极因素正持续累积。(4) **其他新材料**：民爆/硅材料景气上行，耐火材料等压力加大。碳纤维景气承压，VIP 板龙头赛特新材 2024Q1-3 利润同比负增，主要系维爱吉及安徽赛特两个子公司亏损拖累。陶纤龙头鲁阳节能收入利润均承压，耐火材料板块需求积极变化需等待，因高温工业为代表的领域偏低迷的效益。民爆景气上行，企业整体收入利润快速增长。

图表4：2024Q1-3 及 2024Q3 建材板块收入利润增速情况

板块	收入增速		归母净利增速		扣非归母净利增速	
	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3	2024Q3
消费建材	-6.6%	-10.8%	-30.6%	-41.5%	-30.8%	-43.2%
防水材料	-14.9%	-21.9%	-45.4%	-69.2%	-52.5%	-78.8%
塑料管材	-9.3%	-10.1%	-49.4%	-43.9%	-46.0%	-45.2%
涂料	-7.9%	-11.1%	-38.4%	-29.7%	-58.1%	-34.0%
瓷砖卫浴	-14.1%	-17.1%	-57.3%	-71.5%	-54.0%	-67.5%
石膏板	19.4%	19.8%	14.1%	8.2%	13.3%	3.5%
板材地板	0.6%	-2.1%	-25.2%	16.1%	-21.8%	9.1%
五金	-6.2%	-16.0%	-52.7%	-69.8%	-65.6%	-72.7%
石材	-7.1%	-29.6%	-43.2%	-56.6%	-55.3%	-77.6%
吊顶	-25.5%	-30.0%	转亏	转亏	转亏	转亏
玻璃	-13.2%	-33.0%	-60.4%	转亏	-62.6%	转亏
浮法玻璃	-5.2%	-20.8%	-38.2%	转亏	-40.1%	转亏
光伏玻璃	-11.5%	-40.8%	-59.3%	转亏	-61.4%	转亏
药用玻璃	3.7%	-3.0%	12.9%	3.8%	18.0%	6.4%
石英玻璃	-68.8%	-77.6%	-88.1%	-93.8%	-89.5%	-95.2%
玻纤	-4.0%	6.4%	-52.6%	-18.6%	-53.5%	9.3%
水泥	-22.2%	-20.4%	-72.1%	-16.2%	-80.7%	-28.8%
其他新材料	5.6%	7.9%	0.3%	7.2%	-0.8%	10.4%

资料来源：Wind、国联证券研究所

图表5：建材板块利润率、收现比同比变动情况

板块	毛利率yoy		归母净利率yoy		收现比yoy	
	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3	2024Q3
消费建材	-1.3	-1.8	-2.1	-3.1	-1.6	3.7
防水材料	0.4	5.0	-2.7	-5.7	5.0	15.3
塑料管材	-1.9	5.0	-5.3	-4.7	-3.3	-2.8
涂料	-3.8	0.4	-1.8	-1.3	-2.8	4.1
瓷砖卫浴	-1.7	2.7	-3.3	-5.3	0.0	5.7
石膏板	-0.1	2.8	-0.7	-1.5	-2.6	-4.5
板材地板	-2.4	-0.9	-1.7	1.0	-5.9	0.2
五金	-0.8	1.0	-1.6	-3.8	-13.0	-5.4
石材	-7.8	-1.0	-2.0	-1.9	6.7	14.7
吊顶	-119.8	-1.9	-13.1	-9.8	5.4	24.5
玻璃	-7.2	6.6	-7.8	-16.6	7.7	9.9
浮法玻璃	-2.3	2.7	-3.1	-10.3	1.7	6.7
光伏玻璃	-3.3	2.1	-4.5	-18.0	11.2	13.2
药用玻璃	3.1	1.1	1.3	1.0	7.9	8.0
石英玻璃	-35.2	23.1	-38.7	-46.7	42.7	5.2
玻纤	-5.4	-5.8	-7.1	-2.1	11.9	17.9
水泥	-0.3	0.4	-2.9	0.2	0.0	-5.9
其他新材料	-0.2	-1.4	-0.4	0.0	4.3	0.7

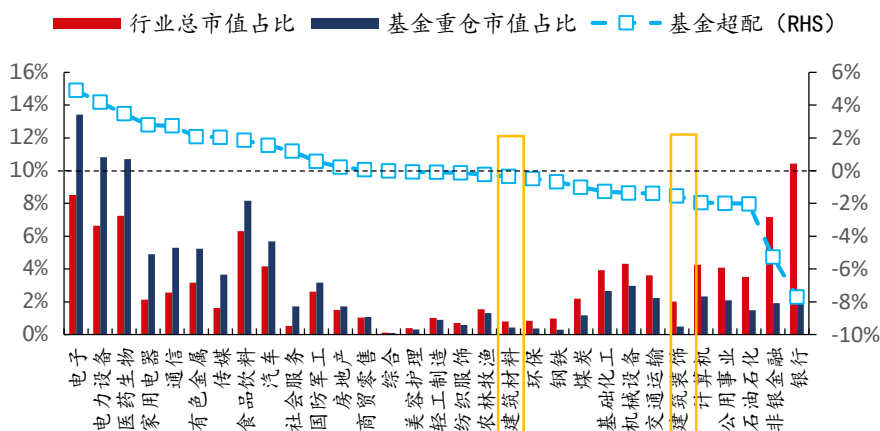
注：yoy 单位均为 pct；

资料来源：Wind、国联证券研究所

1.3 机构持仓：建材重仓延续低配，超配比例环比均小幅提升

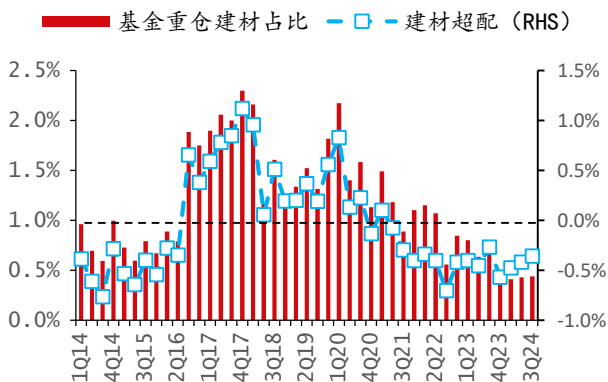
2024Q3 建材、建筑两行业基金重仓延续低配，超配比例环比均小幅提升。2024Q3 末建材、建筑两行业基金重仓持股市值分别为 82 亿、90 亿，重仓占全市场比例分别为 0.44%、0.48%，环比分别+0.01pct、-0.08pct；建材、建筑两个行业重仓超配比例分别为-0.36%、-1.54%，环比分别+0.06pct、+0.05pct，两个板块延续近年低配态势，两行业重仓超配比例环比均小幅提升。

图表6：基金重仓各行业占比情况及超配情况（2024Q3末）



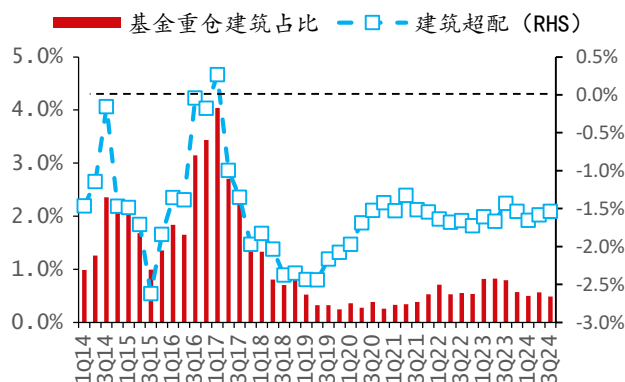
注：数据更新时间截止10/27；统计范围涵盖普通股票型、偏股混合型、灵活配置及平衡混合四类基金
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表7：基金重仓建材板块占比及超配情况变化



注：统计范围涵盖普通股票型、偏股混合型、灵活配置及平衡混合四类基金；数据截止10/27
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：基金重仓建筑板块占比及超配情况变化



注：统计范围涵盖普通股票型、偏股混合型、灵活配置及平衡混合四类基金；数据截止10/27
资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 需求：政策效果逐步显现，基建地产或改善

2.1 政策：基调转变力度加大，或明显改善经济增长动能

2024年9月以来国内重要政策“组合拳”持续落地，在货币政策、地产、化债等多方面重要论述，显示政策基调有所转变。我们认为在稳市场预期提振市场信心、乃至后续改善经济增长动能方面意义重大。

2.1.1 地产：政策“组合拳”持续发力，“止跌回稳”为核心政策落脚点

央行：降准降息，降低存量房贷利率，定向支持资本市场。2024年9月中国人民银行密集调整货币政策：1)降准，下调存款准备金率0.5pct，大、中型银行分别从8.5%、

6.5%将至8%、6%，已执行5%存款准备金率的金融机构不再调降；2) 降息，7天期逆回购操作利率由1.7%下调至1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行；3) 降低存量房贷利率，2024/10/31 六大国有银行发布公告，对于LPR基础上加点幅度高于-30BP的存量房贷，将其加点幅度调整为不低于-30BP，且不低于当地新发放个人住房商业贷款利率加点下限，存量房贷利率新定价机制正式落地，人民银行将不再统一调整存量房贷利率。此外，4) 央行首次创新结构性货币政策工具支持资本市场，第一项工具是证券/基金/保险公司互换便利（计划首期操作规模5,000亿），第二项工具是股票回购、增持再贷款。

图表9：2024年9月以来货币政策梳理

序号	会议/政策	时间	发布机构	内容
1	国新办新闻发布会	2024/9/24	央行、国家金融监管总局、证监会	1.近期将下调存款准备金率0.5pct，向金融市场提供长期流动性约1万亿元，年内择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5pct； 2.近期将降低政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2pct，从1.7%降至1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定； 3.引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5pct。
2	中共中央政治局会议	2024/9/26	中共中央政治局	要加大财政货币政策逆周期调节力度，加快出台金融增量政策举措文件。
3	《中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率》	2024/9/27	中国人民银行	自2024/9/27起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，大、中型银行分别从8.5%、6.5%将至8%、6%，已执行5%存款准备金率的金融机构不再调降。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率从7%下降至6.6%。
4	《公开市场业务公告[2024]第5号》	2024/9/27	中国人民银行	自2024/9/27起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%。
5	《中国人民银行公告[2024]第11号》	2024/9/29	中国人民银行	完善商业性个人住房贷款利率定价机制，允许满足一定条件的存量房贷重新约定加点幅度，促进降低存量房贷利率。
6	《关于批量调整存量房贷利率的倡议》	2024/9/29	市场利率定价自律机制	1.主要商业银行原则上应不晚于10月12日发布操作细则。 2.各商业银行原则上应于2024年10月31日前统一对存量房贷(包括首套、二套及以上)利率实施批量调整，对于LPR基础上加点幅度高于-30BP的存量房贷，将其加点幅度调整为不低于-30BP，且不低于所在城市目前执行的新发放商业性个人住房贷款利率加点下限(如有)。
7	《关于完善存量个人住房贷款利率定价调整机制的公告》	2024/10/31	六家国有银行	1.自11月1日起，浮动利率的存量房贷客户，若LPR加点值高于全国新发放房贷利率平均加点值+30BP，可申请调整LPR加点值。 2.浮动利率房贷客户可申请调整重定价周期，选择按3、6、12个月重定价。在贷款合同期内只能调整一次 3.存量房贷利率定价机制正式落地，人民银行将不再统一调整存量房贷利率。

资料来源：中国人民银行、中央人民政府官网、新华社、河北省金融市场协会，国联证券研究所

下调存量房贷利率落地，多个重要城市放松购房约束，政治局会议对地产表述有变化。2024年9月以来地产方面政策不断，且中央定调或有重要变化：1) 9/26 中央政

政治局会议提出“促进房地产市场止跌回稳”新表述，同时强调“严控增量、优化存量”，表明地产去库存基调未变。政治局会议表述变化显示中央对地产面临的严峻形势的清醒认识，稳地产前景或更值得期待。2) 降低存量房贷利率，2024/10/31 六大国有银行发布公告，统一对存量房贷利率实施批量调整，有助于降低购房者房贷利息支出，同时减轻提前还款潮，进一步带动消费回暖。3) 不断充实完善政策工具箱，中央政治局提出“调整住房限购政策”，10/17 国务院新闻发布会提出“四个取消”，即取消限购、限售、限价、普宅和非普宅标准，11/13 住建部等发布公告，对房地产相关税收政策持续优化，北上广深等代表城市相继放松购房约束。4) 城中村改造，国务院、住建部均提出“通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造”，政策支持范围从 35 个超大特大城市拓展至城区常住人口 300 万以上的大城市，同时提前下达 2025 年部分城镇保障性安居工程补助资金，总计 566 亿元。货币化安置落地或将有效带动存量房去化，进一步助推楼市回稳。

图表10：2024年9月以来国家层面地产政策梳理

序号	会议/政策	时间	发布机构	内容
1	国新办新闻发布会	2024/9/24	央行、国家金融监管总局、证监会	1. 预计存量房贷利率平均下调约 0.5pct。 2. 将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%。 3. 针对 5 月份人民银行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款，中央银行资金的支持比例由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。 4. 经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项政策文件延期到 2026 年底（原 2024 年底到期）。
2	中共中央政治局会议	2024/9/26	中共中央政治局	明确提出“ 促进房地产市场止跌回稳 ”，并部署“对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”“加大‘白名单’项目贷款投放力度”“调整住房限购政策，降低存量房贷利率”等一系列举措。
3	《中国人民银行公告〔2024〕第 11 号》	2024/9/29	中国人民银行	完善商业性个人住房贷款利率定价机制，允许满足一定条件的存量房贷重新约定加点幅度，促进降低存量房贷利率。
4	国务院新闻发布会	2024/10/12	国务院	关于房地产政策，财政部主要有三方面考虑。 1. 允许专项债券用于土地储备。 2. 支持收购存量房，考虑两项措施，一是用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房，二是继续用好保障性安居工程补助资金。 3. 及时优化完善相关税收政策，正在抓紧研究明确与取消普通住宅与非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策。
5	国务院新闻发布会	2024/10/17	国务院	1. 四个取消：取消限购、限售、限价、普宅和非普宅标准。 2. 四个降低：降低住房公积金贷款利率，截至会议日期，已下调 0.25pct；降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房贷最低首付比例到 15%；降低存量贷款利率；降低换购住房的税费负担。 3. 两个增加：通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造；截至 10/16 “白名单”房地产项目已审批通过贷款 2.23 万亿元；预计 2024 年底前信贷规模增加至 4 万亿。
6	国新办发布会	2024/10/17	住建部	将通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。主要政策包括：重点支持地级以上城市；开发性、政策性金融机构可以给予专项借款；允许地方发行政府专项债；给予税费优惠；商业银行根据项目评估可发放商业贷款。

7	《关于提前下达2025年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算的通知》	2024/10/31	财政部	提前下达2025年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金，共计566亿元。其中住房保障、城中村改造、老旧小区改造、棚户区改造补助资金分别为119、100、332、15亿元。
8	《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	2024/11/13	住建部、财政部、税务总局	1. 购买家庭唯一及第二套住房，140平方米及以下均征收1%契税，140平方米以上分别征收1.5%、2%契税。 2. 取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，增值额未超过扣除项目金额20%的，继续免征土地增值税。 3. 北上广深取消普通住宅和非普通住宅标准后，将持有2年及以上住房对外销售的，免征增值税。 自2024/12/1开始实施。
9	印发城中村政策相关通知	2024/11/15	住建部、财政部	城中村改造政策支持范围从最初的35个超大特大城市拓展至城区常住人口300万以上的大城市。地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围。

资料来源：中国人民银行、新华社、中央人民政府、财政部，国联证券研究所

2.1.2 化债：政策力度持续加强，资金支持加速落地

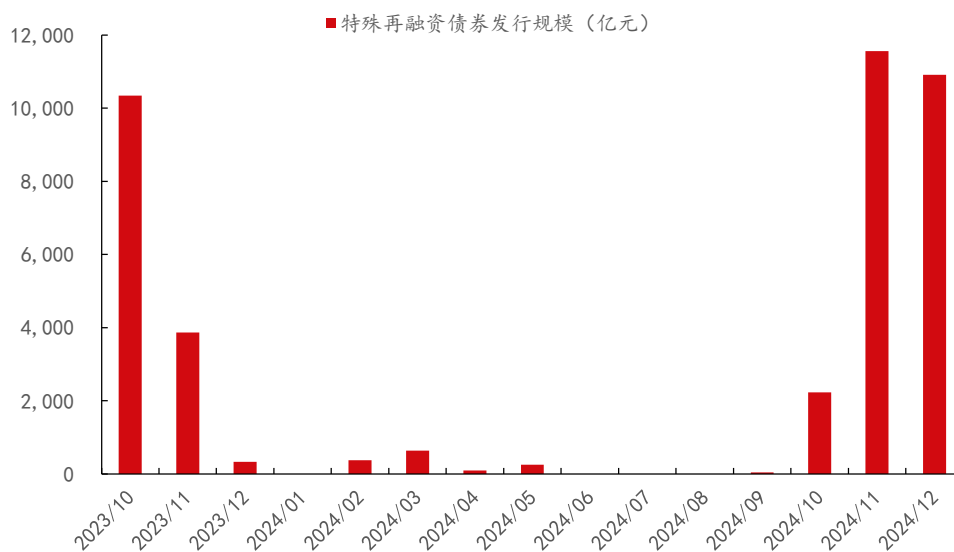
10万亿化债政策落地，特殊再融资债券发行提速，化债资金加速落地。2023年7月中共中央政治局首次提出“制定实施一揽子化债方案”，新一轮化债开启。2023年10月中央金融工作会议提出“建立防范化解地方债务风险长效机制”。特殊再融资债券发行快速落地，2023Q4地方政府共发行145只债券，发行规模约1.45万亿元。2024年11月8日国务院等出台化债方案：增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，同时财政部部长提出“自2024年起连续五年，每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元专门用于化债”，化债总金额约10万亿。化债政策力度持续加强，特殊再融资债券发行提速，化债资金加速落地，2024年11-12月地方政府共发行202只债券，发行规模约2.25万亿元；截至2024/12/31，累计发行409只债券，发行规模约4.07万亿元。

图表11：2023年以来化债相关政策梳理

序号	会议/政策	时间	发布机构	内容
1	中共中央政治局会议	2023/04	中共中央政治局	要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务
2	中共中央政治局会议	2023/07	中共中央政治局	要有效防范化解地方债务风险， 制定实施一揽子化债方案。
3	中共中央政治局	2023/10	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制 ，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。
4	国务院常务会议	2024/02	国务院	经过各方面协同努力， 地方债务风险得到整体缓解 。要强化配套政策支持，进一步推动一揽子化债方案落地见效。
5	十四届全国人大常委会第十二次会议	2024/11	国务院	1. 增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。 2. 2024年起连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元专门用于化债。

资料来源：中央人民政府、新华社、央视网，国联证券研究所

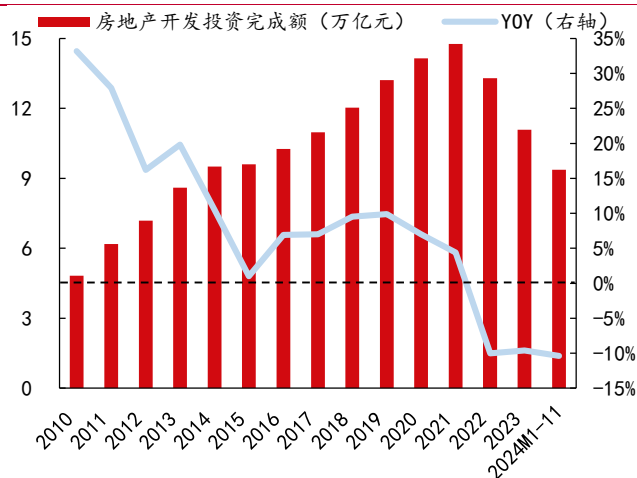
图表12：特殊再融资债发行规模



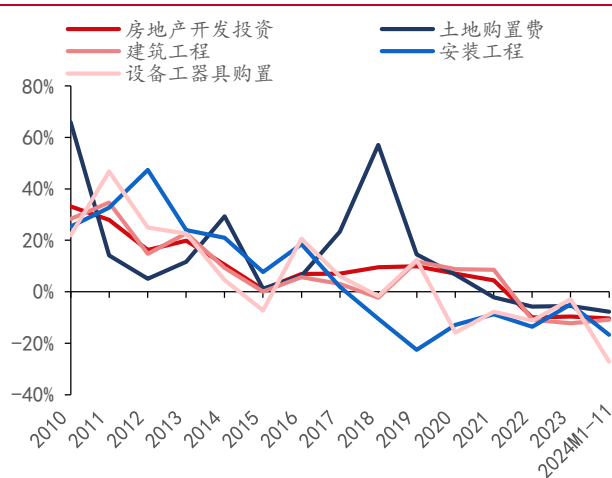
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 地产基本面：销售单月增速转正，关注政策潜在积极效果

房地产开发投资持续下降，建筑工程对其拖累较为明显。受销售低迷、房企融资压力较大的影响，2024年以来房地产开发投资持续下降，2024年1-11月房地产开发投资完成额为9.4万亿元，yoy-10%。分项来看，2024年1-11月土地购置费、建筑工程、安装工程、设备工器具购置投资完成额占比分别为37%、55%、3%、1%，分别yoy-8%、-11%、-17%、-27%。建筑工程和土地购置费是地产开发投资的重要组成部分，2024年以来建筑工程对地产开发投资的拖累较为明显。

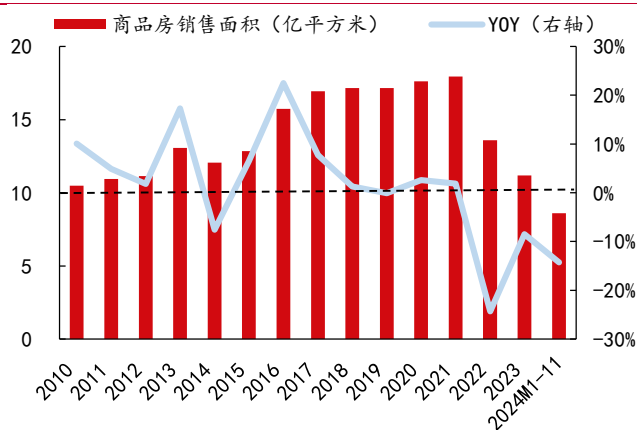
图表13: 房地产开发投资完成额及同比增速


资料来源: Wind、国联证券研究所

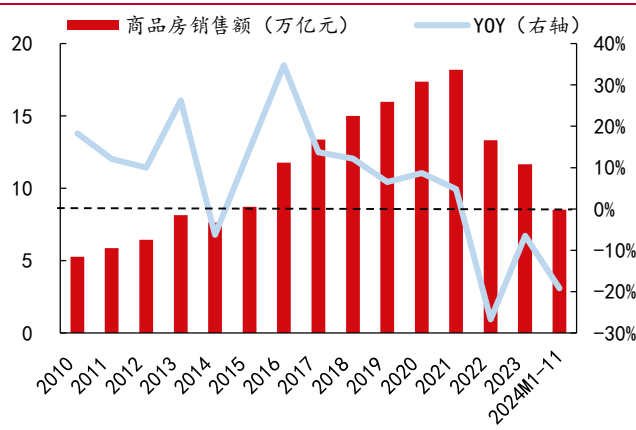
图表14: 房地产开发投资完成额各项同比增速


资料来源: Wind、国联证券研究所

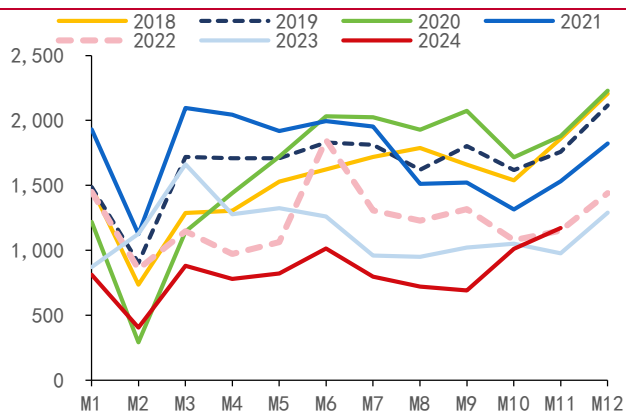
地产约束政策持续放松有效果, 新房/二手房成交面积单月增速近期转正。近期地产政策调控力度明显加大, 一线城市为代表的主要区域宽松政策密集落地, 地产销售边际回暖, 新房、二手房成交面积单月增速近期转正, 2024年11月30大中城市商品房、13城二手房成交面积分别为1,171、858万平方米, 分别yoy+20%、+18%。但受居民收入预期下降、地产投资属性减弱等因素影响, 地产销售处于历史较低水平, 2024年1-11月商品房销售面积为8.6亿平方米, yoy-14%; 商品房销售额为8.5万亿元, yoy-19%; 其中11月商品房销售面积为0.8亿平方米, yoy+3%; 商品房销售额为0.8万亿元, yoy+1%, 单月增速转正。

图表15: 商品房销售面积及同比增速


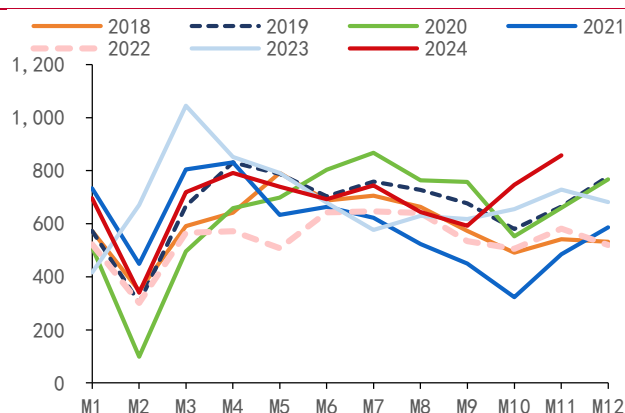
资料来源: Wind、国联证券研究所

图表16: 商品房销售额及同比增速


资料来源: Wind、国联证券研究所

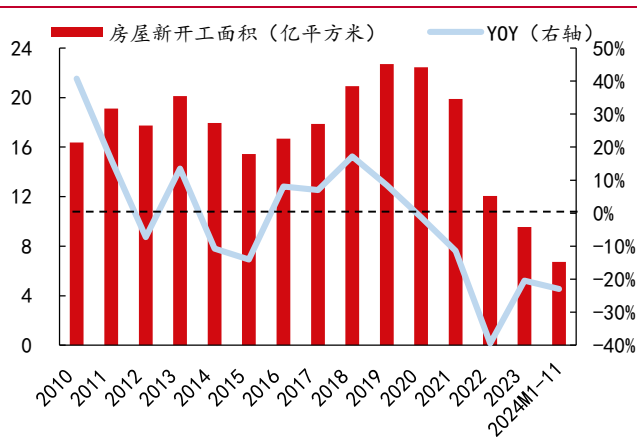
图表17: 30大中城市商品房月成交面积


资料来源: Wind、国联证券研究所
 注: 成交面积单位为万平方米

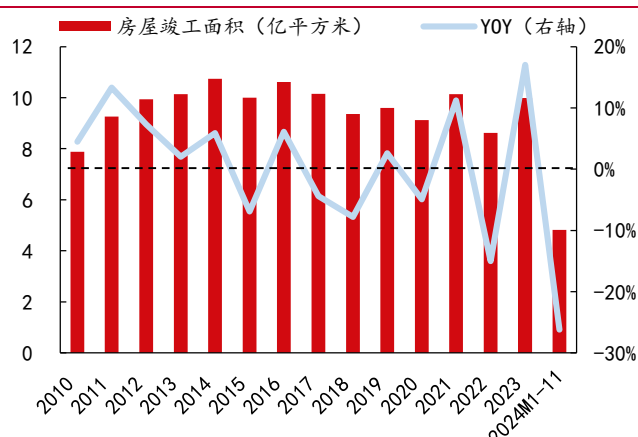
图表18: 13城二手房月成交面积


资料来源: Wind、国联证券研究所
 注: 成交面积单位为万平方米

新开工、竣工均有较大负增压力。房屋新开工方面,受销售低迷、房企融资压力较大的影响,房企投资更为谨慎,2024年房屋新开工延续大幅下降态势,2024年1-11月房屋新开工面积为6.7亿平方米,yoy-23%(2024年11月yoy-27%)。房屋竣工方面,在2023年较高基数以及房企资金压力较大的情况,地产竣工面临一定压力,2024年1-11月房屋竣工面积为4.8亿平方米,yoy-26%(2024年11月yoy-39%)。

图表19: 房屋新开工面积及同比增速


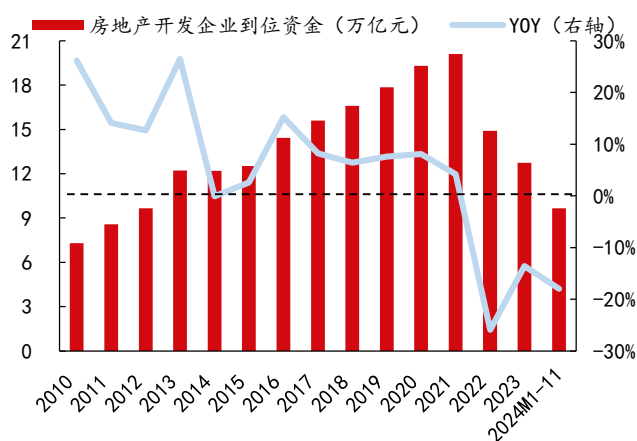
资料来源: Wind、国联证券研究所

图表20: 房屋竣工面积及同比增速


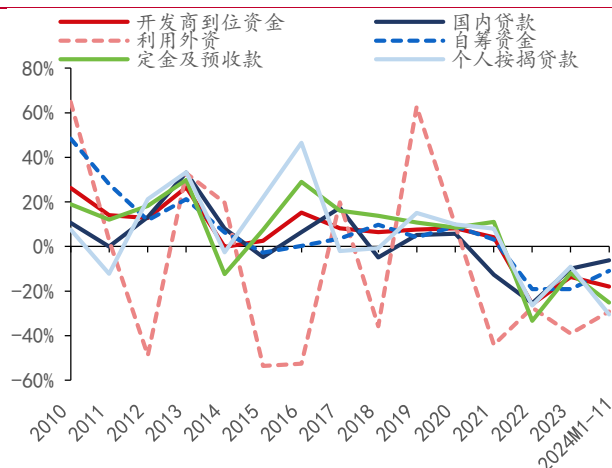
资料来源: Wind、国联证券研究所

房企实际到位资金情况边际改善,销售回暖是主要原因。2024年1-11月到位资金为9.7万亿元,yoy-18%(2024年11月yoy-4%),房企实际到位资金情况边际改善。分项来看,2024年1-11月国内贷款、外资、自筹资金、定金及预付款、个人按揭贷款分别为1.3、0.0、3.5、3.0、1.4万亿元,占比分别为14%、0%、36%、31%、

14%，分别 yoy-6%、-29%、-11%、-25%、-30%（2024 年 11 月份分别 yoy-3%、-99%、-14%、+6%、持平）；自筹资金和定金预付款是开发商到位资金的重要组成部分，近期地产政策调控力度明显加大，一线城市为代表的主要区域宽松政策密集落地，地产销售边际回暖，11 月定金及预付款增速转正。

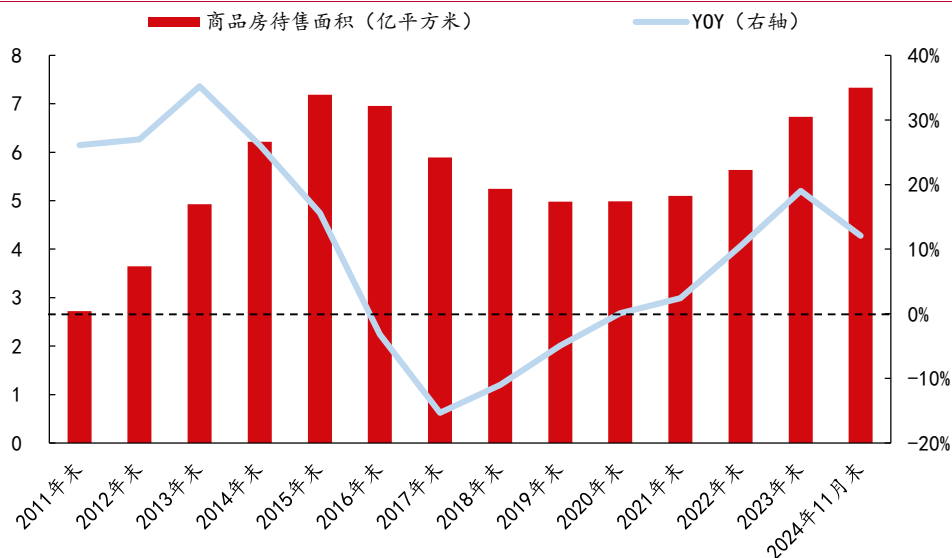
图表21：房地产开发企业到位资金及同比增速


资料来源：Wind、国联证券研究所

图表22：开发商到位资金各项同比增速


资料来源：Wind、国联证券研究所

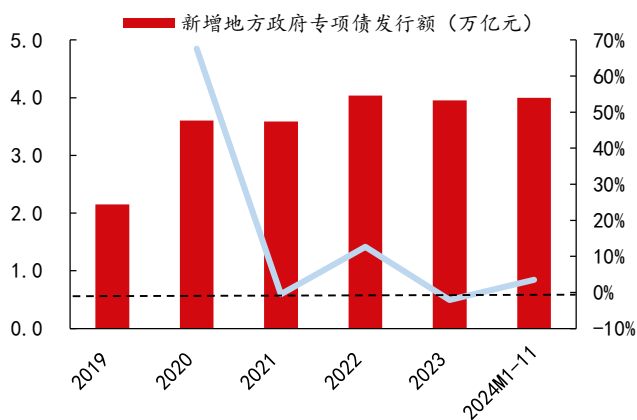
关注政策潜在积极效果，销售、竣工压力或边际缓解。截至 2024 年 11 月末，国内商品房待售面积为 7.3 亿平方米，yoy+12%，待售面积处于历史较高水平。2024 年 9 月以来国内重要政策“组合拳”持续落地，在货币政策和地产方面有重要论述。我们认为在稳市场预期、提振市场信心、乃至后续改善经济增长动能方面意义重大。展望 2025 年，随着国家持续拓宽需求端政策边界以及房产收储、城中村货币化安置逐步落地，我们认为地产销售压力或边际有所缓解，房企现金流有望得到改善，在政府收储现房、城中村货币化安置的激励下，或将有效带动存量房去化，房企竣工意愿有望增强，地产竣工压力或边际有所缓解。同时，在房企现金流改善的背景下，地产开工、投资同比降幅有望逐步收窄。

图表23：商品房待售面积及同比增速


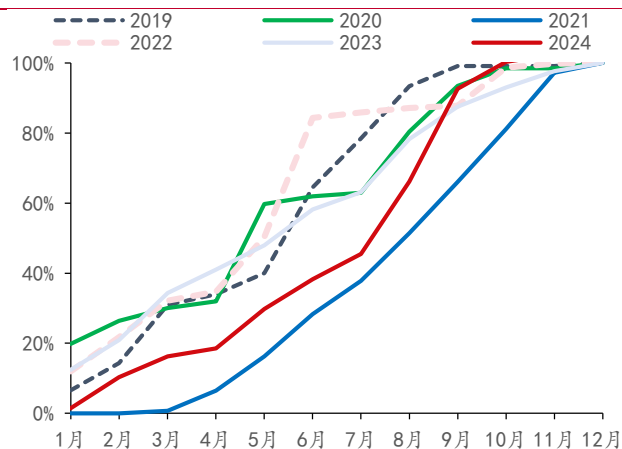
资料来源：Wind、国联证券研究所

2.3 基建基本面：宏观微观表现有所背离，代表企业承压

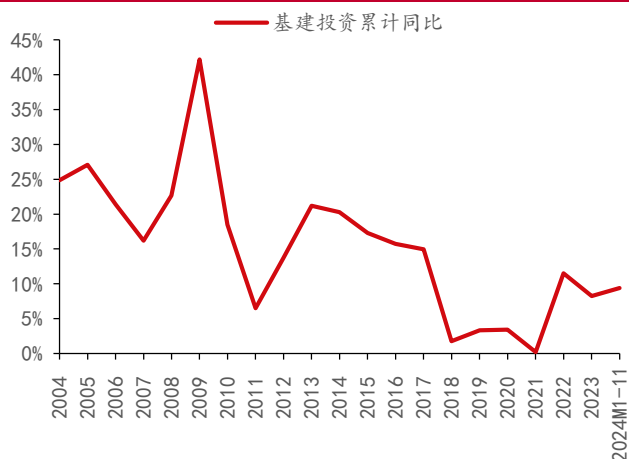
基建投资延续较快增长，微观企业 24Q1-3 规模增长动能承压，预计地方政府偏紧的财政支出能力有影响。2024 年 1-11 月全国新增地方政府专项债发行额为 4.0 万亿元，yoy+6%，超过计划的 3.9 万亿元。受部分省市加大力度化债的影响，2024 年全国新增地方政府专项债发行进度明显慢于 2022 年和 2023 年，主要集中在 2024H2 发行 (vs 2024H1 新增地方政府专项债发行额占全年计划的 38%)。专项债资金为基建投资持续较快增长提供有力支撑，2024 年 1-11 月全国基建投资完成额同比+9.4%，广义基建投资三个领域，电力等、水利等、交运等 2024 年 1-11 月投资增速分别为 23.7%、4.0%、6.9% (三个领域投资 2024 年 1-11 月在广义基建投资中占比分别为 25%、40%、35%)。另一方面，微观代表层面观察，2024Q1-3 九大建筑央企营业收入和新签合同额增长均有一定压力，显示宏观观察与微观企业表现存在一定的反差，其中原因需进一步探讨，但我们预计地方政府偏紧的财政支出能力对微观企业较大的增长压力有较大关系。

图表24：新增地方政府专项债发行额及同比增速


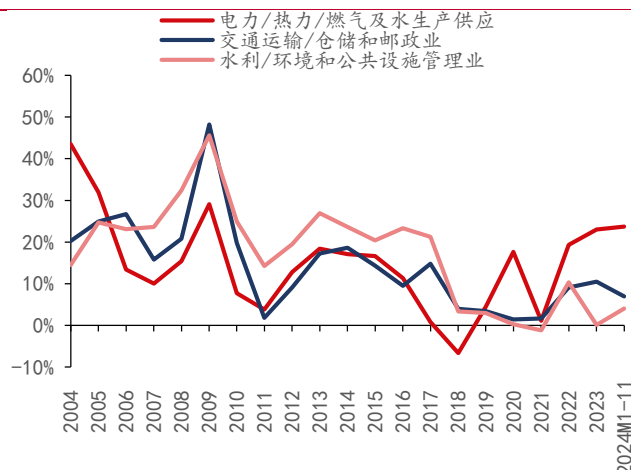
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表25：新增地方政府专项债发行进度


资料来源：Wind、国联证券研究所

图表26：全国基础设施建设投资完成额累计同比增速


资料来源：Wind、国联证券研究所

图表27：全国基建各领域投资完成额累计同比增速


资料来源：Wind、国联证券研究所

图表28：建筑央企新签合同额、营业总收入及同比增速 (单位：亿元)

	新签合同额		yoy		营业总收入		yoy	
	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3	2024Q3	2024Q1-3	2024Q3
中国建筑	29,874	6,992	8%	-8%	16,265	4,819	-3%	-14%
中国中铁	15,279	4,494	-15%	-15%	8,203	2,758	-7%	-6%
中国铁建	14,734	3,728	-18%	-13%	7,581	2,420	-6%	-9%
中国交建	12,805	3,196	9%	12%	5,366	1,792	-2%	-2%
中国电建	8,611	2,122	5%	0%	4,263	1,410	1%	1%
中国能建	9,889	2,503	5%	-15%	2,951	1,009	3%	8%
中国化学	2,841	805	0%	-19%	1,347	437	2%	8%
中国中冶	8,917	2,139	-9%	-18%	4,126	1,138	-12%	-14%
中国核建	1,067	301	11%	-1%	789	243	0%	1%

资料来源：Wind、各公司公告、国联证券研究所

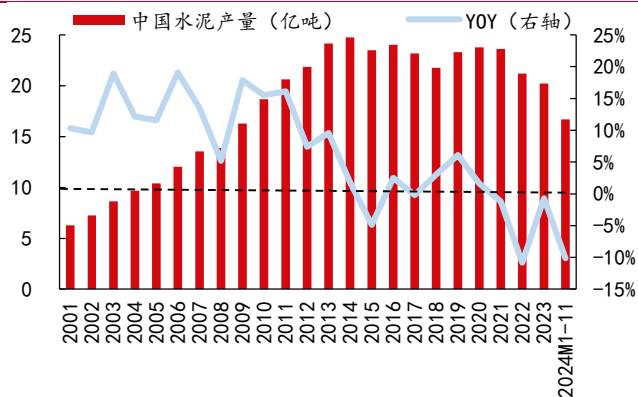
我们认为基建投资是稳增长逆周期调节工具的属性未变，化债工作持续推进等预计对 2025 年基建投资稳健增长有较好支撑。随着化债政策加速推进，地方财政压力以及城投融资环境或将逐步改善，有望对基建投资形成一定支撑。2024 年 12 月 5 日国务院出台《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》，明确目标“到 2027 年，新基建取得明显进展，形成一批可复制可推广的经验做法；到 2030 年，新基建取得显著成效，推动建成一批高水平韧性城市”，新基建或将进入快速发展期。我们认为基建为国家稳增长逆周期调节工具的特征未变，化债工作持续推进等预计对 2025 年基建投资稳健增长有较好支撑，同时预计微观企业规模增长压力有边际改善机会。

3. 水泥：景气有改善信号，关注供给侧变化

3.1 2024H2 水泥景气度持续改善，东北为标杆

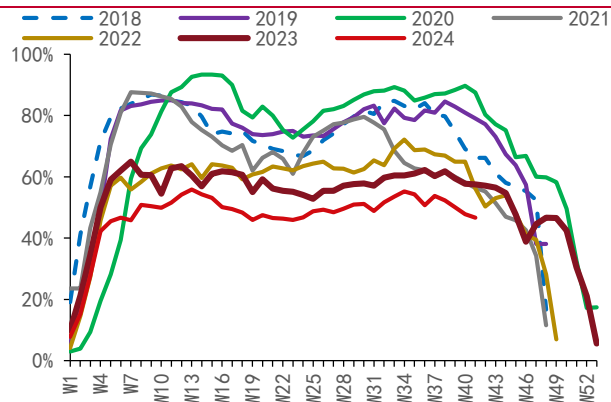
2024H2 大部分地区错峰保持较高强度，水泥景气度持续改善。受地产开工持续大幅下行的影响，2024 年以来水泥需求偏弱，观察三个微观指标：1) 2024 年 1-11 月水泥产量为 17 亿吨，同比-10%；2) 2024 年 1-11 月水泥出货率基本维持在 40-56%（不考虑需求淡季），处于近 7 年较低位置；3) 2024M1-11 水泥磨机开工率基本维持在 40%-60%（不考虑需求淡季），处于近 9 年较低区间。在水泥行业亏损背景下，2024 年 5 月以来行业协同持续加强，大部分地区错峰保持较高强度，2024Q1-Q4 全国水泥产能月均错峰停窑天数分别为 22、12、14、16 天，分别 yoy+1、+2、+6、+4 天。总体而言，2024H2 行业供需形势边际好转，但行业景气度总体仍然在历史偏底部区域。2024 年 7-11 月全国单吨水泥均价分别为 403 元，yoy+31 元/+8%，相较于 2024H1 +30 元/+8%；吨水泥煤炭价差平均值为 331 元，yoy+36 元/+12%，相较于 2024H1 +33 元/+11%；水泥库容比平均值为 66.3%，yoy-8.1pct，相较于 2024H1 -0.1pct。

图表29: 全国水泥产量及同比增速



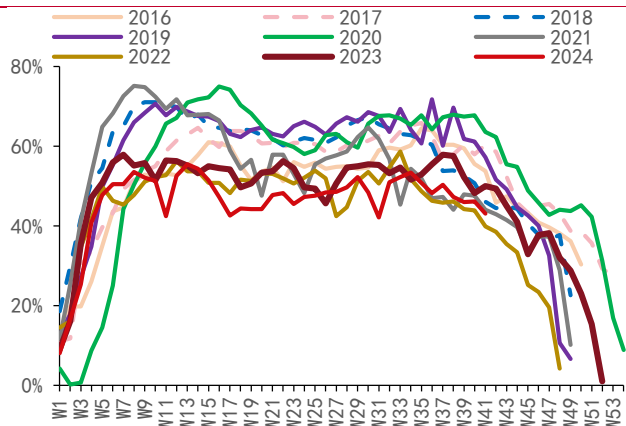
资料来源: Wind、国联证券研究所

图表30: 全国水泥出货率



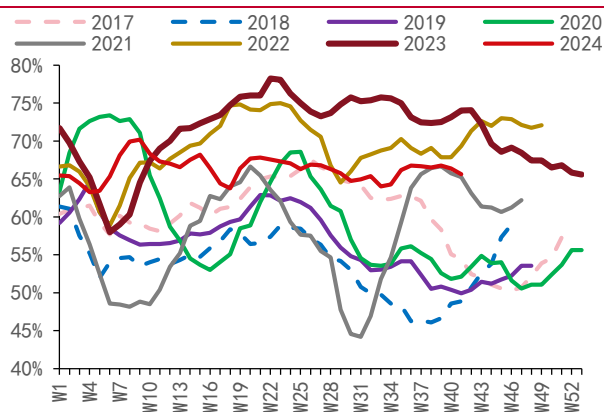
资料来源: 数字水泥网, 国联证券研究所
注: 春节后作为每年第一周。

图表31: 全国磨机开工率



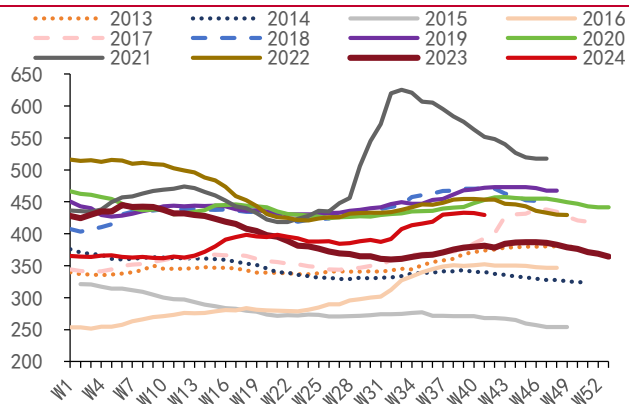
资料来源: 数字水泥网, 国联证券研究所
注: 春节后作为每年第一周。

图表32: 全国水泥库容比



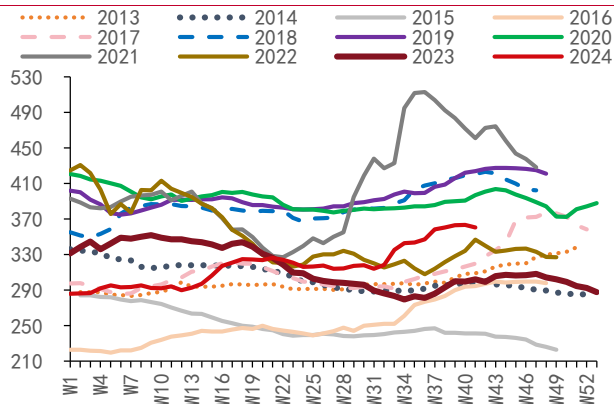
资料来源: 数字水泥网, 国联证券研究所
注: 春节后作为每年第一周。

图表33: 全国水泥均价 (单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网, 国联证券研究所
注: 春节后作为每年第一周。

图表34: 全国水泥煤炭价格差 (单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网、Wind, 国联证券研究所
注: 春节后作为每年第一周。

各地区协同错峰节奏存在分化，东北地区 2024Q2 率先达成区域协同，水泥价格涨幅最大；南方 2024Q3 起陆续加大错峰力度，叠加临近传统需求旺季，2024Q4 水泥价格显著回暖。分区域来看，2024 年 11 月 29 日相较于 2023 年 12 月 29 日，水泥价格涨幅排名为：东北>中南>华东>西南>西北>华北，分别 yoy+153 元/42%、+53 元/+14%、+49 元/+13%、+33 元/+8%、+18 元/+4%、+16 元/+4%，东北水泥价格表现亮眼。各地区协同错峰节奏存在分化：1) 东北地区率先达成区域协同，2024Q2 起加大错峰力度，且错峰保持较高强度，2024Q2-Q4 东北地区月均错峰天数分别为 10、15、22 天，分别 yoy+6、+7、+3 天 (vs 全国月均错峰天数分别 yoy+2、+6、+4 天)，水泥价格显著改善，2024Q2、Q3、M10-11 东北地区水泥吨均价分别为 417、522、518 元，分别 yoy+38 元/+10%、+174 元/+50%、+151 元/+41%，分别环比+50 元/+14%、+105 元/+25%、-5 元/-1%。2) 中南、西南、华东地区 2024Q3 起陆续加大错峰力度，2024Q2-Q4 月均错峰天数分别为 12/11/12、16/17/18、9/12/12 天，分别 yoy+2/+4/+4 天、+1/+4/+6 天、+1/+4/+5 天，同时 Q4 是南方传统需求旺季，进一步支撑中南、西南、华东地区涨价情绪，2024M10-11 水泥吨均价分别为 402、403、428 元，分别 yoy+31 元/+8%、+46 元/+13%、+53 元/+14%，分别环比+45 元/12%、+54 元/+16%、+73 元/+21%。

图表35：2024 年各区域水泥价格变化情况（单位：元/吨）

区域	水泥吨均价				YOY				环比			
	Q1	Q2	Q3	M10-11	Q1	Q2	Q3	M10-11	Q1	Q2	Q3	M10-11
全国	369	375	390	423	15%	10%	6%	12%	-3%	2%	4%	8%
华北	370	384	396	386	18%	-8%	6%	5%	1%	4%	3%	-3%
东北	367	417	522	518	15%	10%	50%	41%	0%	14%	25%	-1%
华东	363	359	355	428	18%	14%	0%	14%	-4%	-1%	-1%	21%
中南	360	353	358	402	20%	19%	1%	8%	-5%	-2%	2%	12%
西南	330	337	349	403	15%	14%	2%	13%	-9%	2%	4%	16%
西北	412	413	420	434	-4%	-4%	0%	5%	0%	0%	2%	3%

资料来源：Wind、数字水泥网，国联证券研究所

图表36：2024 年各区域水泥熟料产能月均错峰停窑天数情况

区域	2024年月均错峰停窑天数（天）					相较于2023年同期（天）				
	2024FY	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024FY	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
西北	18	26	13	15	16	5	1	3	13	2
华北	17	28	11	11	19	3	2	2	2	5
东北	19	28	10	15	22	4	0	6	7	3
华东	12	16	9	12	12	3	1	1	4	5
中南	13	16	12	11	12	2	0	2	4	4
西南	18	22	16	17	18	3	0	1	4	6
全国	16	22	12	14	16	3	1	2	6	4

资料来源：卓创资讯、各省市工信厅，国联证券研究所

注：月均错峰停窑天数=错峰总天数÷样本省份数÷月份数。

3.2 关注水泥新政策影响，行业有效产能迎下降拐点

新规推动备案产能与实际产能统一，行业有效产能迎下降拐点，2024年7月以来26,266 t/d产能退出市场。2024年10月30日工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》（以下简称“新规”），新规在2021年修订置换办法（以下简称“旧规”）的基础上对水泥产能置换条件提出更加严格和细化的要求。新规延续旧规对产能置换的核心原则和置换比例的规定，对置换要求更加严格：1）完善产能核定方式，取消以水泥回转窑窑径为依据核定产能的规定，2）提高水泥置换标准，明确抵消运行的产能不能用于产能置换、用于新建项目置换的产能指标不能拆分转让等；3）区域差异化管理，重点区域或前三年平均产能利用率低于50%的省份不能跨省置换。新规有利于推动备案产能与实际产能统一，明确“对于实际产能大于备案产能的合规生产线，可按照新规补齐差额产能并完善备案、环评、能评等相关手续”，2024年7月以来共有13条水泥熟料产线补充超产产能指标，合计26,266 t/d产能实现退出市场，水泥行业实际有效产能迎下降拐点。同时，新规提高新建项目准入门槛，有利于推动落后产能出清，竞争格局有望持续优化。

图表37：水泥产能置换新规和旧规对比

	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2021年修订）
发布时间	2024/10/30	2021/7/20
发布机构	工信部	工信部
核心原则	严禁备案新增产能的水泥熟料项目。 确有必要新建、改建的，必须制定产能置换方案，实施等量或减量产能置换。	
产能置换比例	重点区域和非重点区域置换比例分别不低于 2:1、1.5:1。 以下情形除外： 1.同一法人同一厂区内产能置换比例为 1:1； 2.西藏产能置换比例为 1:1； 3.确因国家等规划或地级市总体规划调整，导致不属于国家明令淘汰产能且未享受退出产能资金奖补的项目搬迁，搬迁地在同一地级市范围内，可按照 1:1 开展产能置换。	重点区域和非重点区域置换比例分别不低于 2:1、1.5:1。其中，西藏产能置换比例为 1:1。
不能置换情形	1.2013 年以来连续停产两年及以上的水泥熟料产能，或 2024 年以来连续两年每年运转天数不足 90 天的水泥熟料产能不能用于产能置换； 2.因债务纠纷等原因导致设备无法拆除的或存在法院查封情况的水泥熟料产能不能用于产能置换。	2013 年以来连续停产两年及以上的水泥熟料产能不能用于产能置换。
产能指标分拆	用于新建项目置换的水泥熟料产能不能拆分转让，用于改建或补齐已建成项目的水泥熟料产能拆分转让不能超过两个项目。	用于置换的水泥熟料产能拆分转让不能超过两个项目。
省外置换	位于重点区域或前三年水泥熟料平均产能利用率低于 50% 的省份，不得从省外置换产能。	-
特种水泥置换	-	非新型干法工艺的特种水泥产能指标只能置换为特种水泥项目。
能效要求	1.新建生产线应当达到现行标准中水泥行业能效标杆水平，环保绩效水平应当达到 A 级。国家大气污染防治重点区域严禁新增水泥熟料产能； 2.能效达不到现行标准基准水平要求的水泥熟料产能不能用于产能置换。	-

资料来源：工信部，国联证券研究所

图表38：2024H2 水泥熟料产线补充超产能指标情况

序号	水泥企业	公示时间	备案产能(t/d)	实际产能(t/d)	超产比例	补指标说明
1	阿克苏天山多浪水泥有限责任公司	2024/7/24	3200	4000	25%	新疆米东天山水泥有限责任公司 1600 吨/日产能退出，置换比例 2:1
2	新疆博海水泥有限公司	2024/9/2	5000	5500	10%	沙湾天山水泥有限责任公司 1000 吨/日产能退出，置换比例 2:1
3	布尔津天山水泥有限责任公司	2024/9/10	2000	2500	25%	新疆和静天山水泥有限责任公司 1000 吨/日产能退出，置换比例 2:1
4	杭州山亚南方水泥有限公司	2024/9/11	5000	5500	10%	桐庐南方水泥有限公司 2500 吨/日产能退出，其中 1000 吨/日产能指标用于补超产指标，置换比例 2:1
5	建德南方水泥有限公司	2024/9/11	5000	5500	10%	桐庐南方水泥有限公司 2500 吨/日产能退出，其中 1000 吨/日产能指标用于补超产指标，置换比例 2:1
6	福建省永定兴鑫水泥有限公司	2024/10/25	5000	6000	20%	济宁山水水泥有限公司 2500 吨/日产能退出，其中 2000 吨/日产能指标用于补超产指标，置换比例 2:1
7	保山海螺水泥有限责任公司	2024/10/28	4500	5000	11%	龙陵海螺水泥有限责任公司 2500 吨/日产能退出，其中 750 吨/日产能指标补超产指标，置换比例 1.5:1
8	四川利森建材集团有限公司	2024/11/27	2500	4166	67%	四川省绵竹澳东水泥有限责任公司 2500 吨/日产能退出，置换比例 1.5:1
9	四川资中西南水泥有限公司	2024/11/27	2500	4166	67%	四川成实天鹰水泥有限公司 2500 吨/日产能退出，置换比例 1.5:1
10	江油红狮水泥有限公司	2024/11/27	4000	5666	42%	四川明坤建材有限责任公司 2500 吨/日产能退出，置换比例 1.5:1
11	贵州黔西西南水泥有限公司	2024/12/4	2000	3000	50%	贵州西南联合新材料科技有限公司 2500 吨/日产能退出，其中 1500 吨/日产能指标补超产指标，置换比例 1.5:1

资料来源：各省级工信厅，国联证券研究所

3.3 水泥盈利底估值底，建议关注龙头

我们认为我国水泥需求或已进入平台期且边际或有持续下降压力，化解水泥产业过剩局面核心工作应聚焦供给侧。近期多省行业协会密集发声，对于加强主要企业对当前严峻局面的深刻认知有积极意义，同时企业间近期也积极响应加强协同，错峰力度有所加强。另一方面，近年国家出台有关约束产能、引导存量产能水平下降等相关政策，我们认为还有较多政策空间值得挖掘，关注包括规范水泥行业产能、水泥行业碳交易市场建设等政策亟待进一步发力，我们对水泥产业发展前景持乐观态度。

结合我国水泥产业发展历史及产业特征，目前水泥行业盈利或处于历史较低区域，同时主要水泥企业估值亦处于历史底部区域，建议更多关注政策、行业、企业多方面积极变化。政策方面建议关注支撑供给持续出清的后续相关内容；行业层面关注企业区域协同、行业兼并购优化供给格局等；企业方面关注新业务/出海方面布局进展及重要增量贡献。建议重点关注有规模优势、有技术优势的具备区域市场领导力的水泥龙头，尤其是其中代表央国企。

图表39：水泥样本企业盈利预测与估值表

代码	公司	总市值	归母净利润			YOY			PE_24E	PE_TTM	近10年分位数	PB_LF	近10年分位数
			24E	25E	26E	24E	25E	26E					
600585.SH	海螺水泥	1,166	85	97	106	-19%	14%	10%	13.7	17.8	97%	0.67	5%
600801.SH	华新水泥	215	20	24	28	-29%	23%	15%	11.0	12.4	68%	0.87	1%
000877.SZ	天山股份	382	0	17	24	-99%	6139%	36%	1,377.6	-20.8	0%	0.48	2%
000672.SZ	上峰水泥	72	6	7	8	-21%	17%	10%	12.3	16.2	68%	0.83	6%
002233.SZ	塔牌集团	89	6	7	7	-23%	15%	12%	15.6	17.5	62%	0.75	8%
002302.SZ	西部建设	78	0	2	4	-95%	403%	177%	250.8	26.0	64%	0.85	4%
600425.SH	青松建化	59	4	6	7	-10%	36%	18%	14.2	16.4	45%	0.92	5%
600449.SH	宁夏建材	66	2	3	4	-28%	55%	35%	31.2	37.6	76%	0.92	32%
000789.SZ	万年青	38	2	2	2	-28%	29%	13%	23.4	-52.3	0%	0.57	3%
600326.SH	西藏天路	81	0	4	8	109%	663%	115%	163.0	-24.3	0%	2.10	55%
000401.SZ	冀东水泥	132	2	5	9	112%	208%	59%	75.2	-8.9	0%	0.47	4%
605122.SH	四方新材	17	-	-	-	-	-	-	-	90.5	81%	0.8	8%
600802.SH	福建水泥	16	-	-	-	-	-	-	-	-6.2	0%	1.5	8%
002596.SZ	海南瑞泽	36	-	-	-	-	-	-	-	-7.4	0%	4.0	78%
603916.SH	苏博特	31	1	2	2	21%	31%	27%	24.3	31.6	89%	0.74	3%
002398.SZ	垒知集团	28	1	2	2	6%	20%	16%	19.0	32.4	96%	0.79	5%
002809.SZ	红墙股份	16	-	-	-	-	-	-	-	26.4	64%	0.98	4%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：1. 上市公司盈利预测均为Wind一致性预期；

2. 数据更新时间：2025/1/3；

3. 总市值、归母净利润单位为亿元。

4. 建筑央国企：资产质量或改善，关注市值管理考核

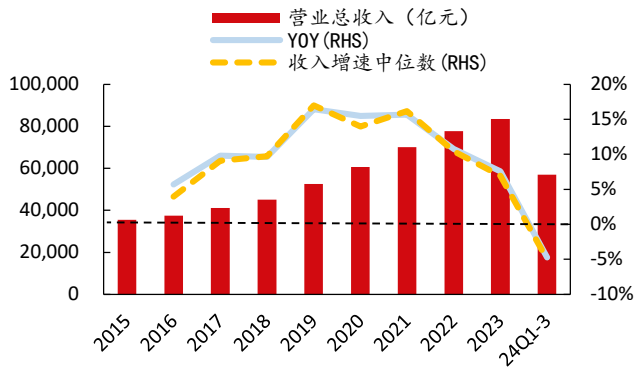
4.1 样本建筑企业 24Q1-3 增长承压，Q3 回款有所改善

样本建筑企业 24Q1-3 增长压力边际加大，行业集中度则延续提升。样本企业¹ 2024Q1-3 收入合计 5.7 万亿元，yoy-4.7%，增速中位数-5.0%；归母净利润 1,335 亿元，yoy-10.4%，增速中位数-1.4%。样本企业 2024Q1-2024Q3 单季度整体收入增速分别为 +1.6%/-7.2%/-8.2%，中位数分别为 +0.4%/-6.0%/-8.8%；整体归母净利润增速分别为 -1.8%/-16.1%/-12.8%，中位数分别为 +1.6%/-10.7%/-1.7%。样本企业收入占建筑业总产值比例整体持续提升，2023 年及 2024Q1-3 分别为 26%/26%（vs2021 年/2022 年分别为 24%/25%）。样本企业收入和利润增速自 2022 年以来持续放缓，2023 年及 2024Q1-3 增长动能总体偏弱，且近期转为下降，我们认为原因或为项目资金到位情

¹ 我们选取整体上市的建筑央企及主要国际工程、代表地方国企，包括中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国电建、中国能建、中国化学、中国中冶、中国核建、中材国际、北方国际、中钢国际、中工国际、山东路桥、四川路桥、安徽建工、陕建股份、重庆建工、隧道股份、上海建工作为样本建筑企业（后文简称“样本企业”）

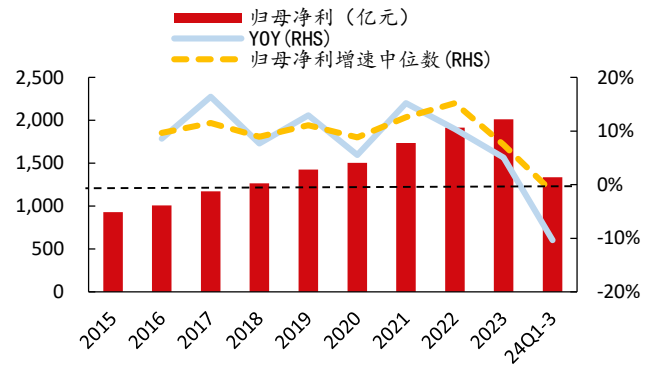
况不理想及地产等需求景气度欠佳的传导影响等。

图表40：样本建筑企业营业总收入及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

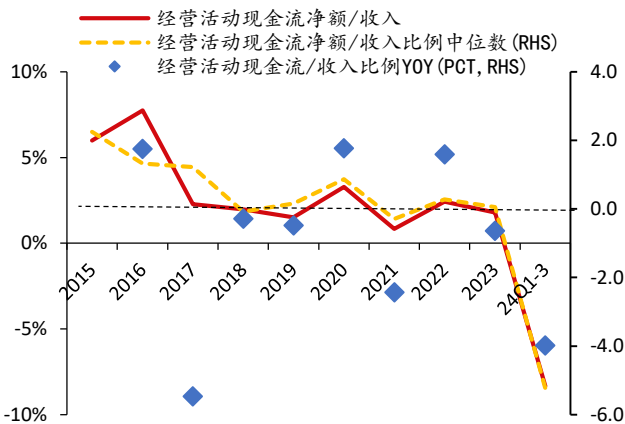
图表41：样本建筑企业归母净利润及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

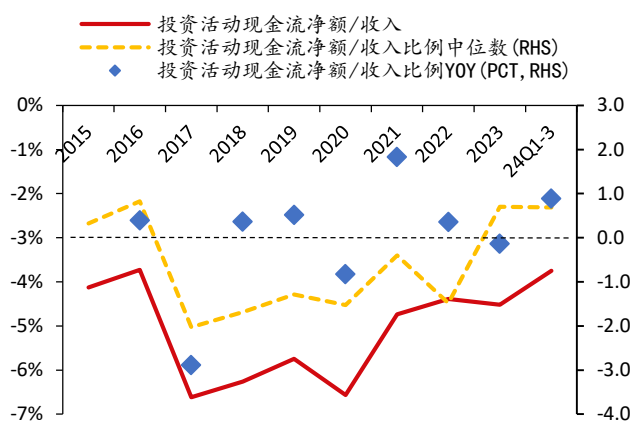
现金流 24Q3 有一定改善，样本建筑企业 2024Q3 经营活动、投资活动现金流净流出规模同比均有所收窄。样本企业 2023 年及 2024Q1-3 营业现金比率（经营活动现金流净额/收入）比例分别为 1.8%/-8.3%，分别 yoy-0.6/-4.0pct；投资活动现金流净额/收入比例分别为-4.5%/-3.8%，分别 yoy-0.1/+0.9pct。2024Q1-3 整体经营活动现金流同比多流出 2,147 亿元至净流出 4,758 亿元，整体投资活动现金流同比少流出 639 亿元至净流出 2,141 亿元。样本企业 2024Q1-3 经营活动现金流净流出同比延续增加，但单 24Q3 有所改善（单 24Q3 经营活动现金流同比多流入 144 亿元），结合收入增长压力，我们预计样本企业对经营回款表现更加重视；投资活动现金流净流出规模近年持续收窄，反映对其更严格的资产负债表表现管理及更审慎的投资决策。

图表42：样本建筑企业经营活动现金流情况



注：现金流及收入口径为样本建筑企业加总；
资料来源：Wind，国联证券研究所

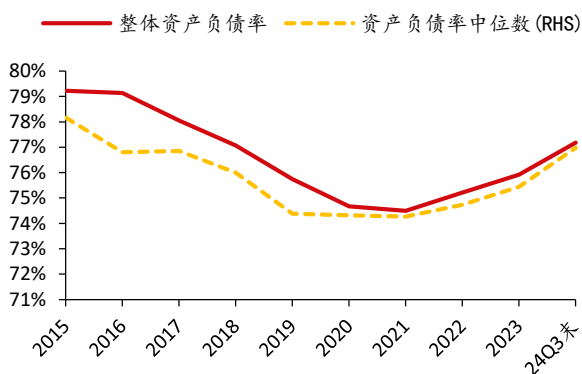
图表43：样本建筑企业投资活动现金流情况



注：现金流及收入口径为样本建筑企业加总；
资料来源：Wind，国联证券研究所

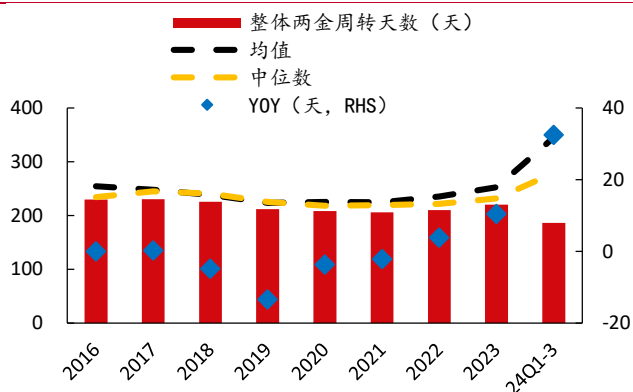
样本建筑企业 24Q3 末资产负债率同比延续提升，24Q1-3 两金周转同比继续延长。样本建筑企业 2023 年末及 2024Q3 末资产负债率分别为 75.9%、77.2%，分别 yoy+0.7、+0.9pct；资产负债率中位数分别为 75.4%/77.0%，yoy+0.7/+0.7pct。整体上资产负债率在 2020 年到达阶段底部位置后近年呈持续小幅提升态势，2024 年以来上升较多。2023 年及 2024Q1-3 两金（应收账款+存货+合同资产）周转天数分别为 220、186 天，分别 yoy+10、+32 天，2022 年以来周转速度呈小幅放缓态势。

图表44：样本建筑企业近年资产负债率变化



注：资产负债率=样本企业总负债/样本企业总资产；
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表45：样本建筑企业近年两金周转周期变化



注：两金为应收账款、存货+合同资产；指标为加总口径计算；
资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2 证监会市值管理文件出台，国资委预计开启相关考核

证监会市值管理文件出台，建筑央企市值管理工作或持续落地。2024 年以来，国

资委、证监会多次对上市公司市值管理提出要求，01/24，国务院国资委产权局负责人在国务院新闻办举行的发布会上明确宣布，国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核；01/29，国务院国资委举行中央企业、地方国资委考核分配工作会议，国资委表示在前期试点探索、积累经验的基础上，2024 年全面推开上市公司市值管理考核，央企全面实施“一企一策”，建立考核机制；11/06 证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》文件，对上市公司市值管理工作提供指引，明确对上市公司不同主体（董事会、董事长、董事、高管、董秘、控股股东、实控人）的工作内容，并单独指出主要成分股、长期破净公司市值管理要求。代表建筑企业（如八大建筑央企）均属于沪深 300、中证 A500 指数成分股，且按 2025/1/3 收盘价计算 PB_LF 均大幅破净。结合证监会市值管理文件要求，且国资委对企业资本市场表现的重视程度持续提高（如上所述，01/24、01/29 国资委明确推开市值管理考核）。我们预计估值偏低破净情况较普遍的建筑央国企或需多方面推动工作以改善企业估值。

图表46：证监会市值管理文件内容梳理

项目	主要内容
市值管理定义	上市公司以提高公司质量为基础，为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为。
提升上市公司质量方式	聚焦主业，提升经营效率和盈利能力，同时结合自身情况，综合运用以下方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量：并购重组；股权激励、员工持股计划；现金分红；投资者关系管理；信息披露；股份回购；其他合法合规的方式。
董事会	根据当前业绩和未来战略规划就上市公司投资价值制定长期目标；鼓励董事会建立长效激励机制，充分运用股权激励、员工持股计划等工具；鼓励董事会明确股份回购的机制安排，鼓励上市公司将回购股份注销；鼓励董事会制定并披露中长期分红规划，增加分红频次。
董事长	积极督促执行提升上市公司投资价值的董事会决议。
董事、高管	积极参与提升上市公司投资价值的各项工作，参加业绩说明会、投资者沟通会等各类投资者关系活动；依法依规制定并实施股份增持计划。
董秘	做好投资者关系管理和信息披露相关工作；加强与舆情监测分析。
控股股东、实控人	鼓励长期持有上市公司股份；可以通过依法依规实施增持、自愿延长股份锁定期、自愿终止减持计划或者承诺不减持股份等方式提振市场信心。
主要成分股公司	披露制定上市公司市值管理制度的制定情况，并就市值管理制度执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明，明确 1) 负责市值管理的具体部门或人员；2) 董事及高级管理人员职责；3) 对上市公司市值、市盈率、市净率或者其他适用指标及上述指标行业平均水平的具体监测预警机制安排；4) 上市公司出现股价短期连续或者大幅下跌情形时的应对措施。
长期破净公司	制定上市公司估值提升计划并披露，至少每年对计划实施效果进行评估，评估后需完善的进行披露。市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。

资料来源：证监会官网、国联证券研究所

图表47：纳入主要成分指数/低PB的主要建筑板块公司梳理

股票代码	公司简称	所属指数	总市值	PB_LF	PB 分位	PE_TTM	PE 分位	PE(24E)
601668.SH	中国建筑	沪深 300、中证 A500	2,405	0.54	7%	4.78	33%	4.53
601390.SH	中国中铁	沪深 300、中证 A500	1,386	0.50	1%	4.97	18%	4.78

601186.SH	中国铁建	沪深 300、中证 A500	1,106	0.46	8%	5.27	36%	4.98
601800.SH	中国交建	沪深 300、中证 A500	1,383	0.57	21%	6.71	19%	6.50
601669.SH	中国电建	沪深 300、中证 A500	885	0.65	6%	7.20	9%	6.65
601868.SH	中国能建	沪深 300、中证 A500	794	0.89	8%	10.72	5%	10.46
601117.SH	中国化学	沪深 300、中证 A500	470	0.78	7%	8.49	12%	8.15
601618.SH	中国中冶	沪深 300、中证 A500	600	0.64	2%	8.86	41%	8.52
002051.SZ	中工国际	-	94	0.83	14%	28.15	75%	24.65
600039.SH	四川路桥	沪深 300、中证 A500	617	1.37	43%	10.24	50%	7.92
600170.SH	上海建工	中证 A500	222	0.72	7%	13.77	58%	13.18
000498.SZ	山东路桥	-	89	0.63	3%	3.81	8%	3.74
600502.SH	安徽建工	-	78	0.75	3%	5.40	6%	5.07
600248.SH	陕建股份	-	160	0.66	4%	4.11	9%	4.09
600939.SH	重庆建工	-	54	0.68	8%	-26.52	n/a	n/a
002061.SZ	浙江交科	-	101	0.69	3%	7.08	18%	6.96
600284.SH	浦东建设	-	58	0.76	4%	10.75	14%	9.28
600820.SH	隧道股份	中证 A500	213	0.73	27%	7.22	23%	6.89
002541.SZ	鸿路钢构	中证 A500	117	1.27	26%	12.36	20%	12.39
002135.SZ	东南网架	-	45	0.72	2%	20.48	11%	n/a
601886.SH	江河集团	-	59	0.85	7%	8.35	13%	7.89
002375.SZ	亚厦股份	-	49	0.61	3%	19.11	12%	n/a
600496.SH	精工钢构	-	58	0.67	4%	11.96	25%	10.77
002081.SZ	金螳螂	中证 A500	90	0.67	4%	14.08	60%	12.84
300284.SZ	苏交科	创业 200	118	1.42	38%	46.60	95%	38.18

注：总市值单位为亿元；收盘价截止 2025/1/3；分位数区间为 2015/1/3-2025/1/3；
资料来源：Wind、国联证券研究所

4.3 化债工作或利于改善工程回款，建筑企业资产质量或改善

近期地方政府化债迎政策支持，建筑板块资产质量或边际改善。11 月全国人大常委会办公室新闻发布会介绍，从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上此次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。我们认为本轮隐债置换额度释放，对于建筑板块影响主要在报表层面的收入利润改善、回款质量改善。若基建项目付款持续规范/约束，建筑企业两金周转/净现金流表现等或有持续改善机会，有望驱动建筑企业资产质量短期出现拐点，并逐步形成长期改善趋势。

(1) 收入利润改善：2024 年以来建筑板块上市公司财报层面收入利润增长均有明显压力，我们认为主要源于前期地方政府化债压力下基建项目进度有所放缓。本次 10 万亿元隐性债务置换额度或一定程度纾解地方政府资金压力，基建项目或逐步恢复正常推进节奏，建筑企业收入利润有望改善。

(2) 回款质量改善：目前建筑板块应收账款中预计政府欠款占比较高，本轮隐债置换额度或能用于偿还应收账款，有助于改善建筑企业回款。中国建筑、中国中铁、中国能建披露组合计提坏账的应收账款分类，央企、地方政府及地方国企客户应收账款占总应收账款比例总体延续提升趋势。24H1 中国建筑的政府部门及央企客户应收 637 亿，占比 17.6%；中国中铁、中国能建的央企客户、地方政府及地方国企客户应收分别 1,736 亿、677 亿，占比分别 69.2%、67.1%（中国建筑、中国中铁、中国能建组合计提坏账的应收账款余额占比分别为 65.1%、93.8%、100.0%）。

图表48：中国建筑、中国中铁、中国能建应收账款业主分类情况

单位：亿元		2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
中国建筑	应收账款总额		1,778	1,862	2,139	2,484	3,030	3,610
	政府部门及中央企业客户		280	284	353	432	533	637
	海外企业客户		71	41	39	45	60	58
	政府部门及中央企业客户应收占总应收比例		15.7%	15.3%	16.5%	17.4%	17.6%	17.6%
	海外企业客户应收占总应收比例		4.0%	2.2%	1.8%	1.8%	2.0%	1.6%
	组合计提坏账的应收账款占比		72.7%	70.7%	67.2%	63.3%	63.0%	65.1%
中国中铁	应收账款总额	1,108	1,098	1,147	1,323	1,339	1,725	2,509
	中央企业客户	95	95	95	102	110	148	224
	地方政府/地方国有企业客户	551	536	583	690	700	930	1,511
	国铁集团	208	166	152	116	101	134	195
	海外企业客户	30	32	32	22	18	27	37
	中央企业客户应收占总应收比例	8.6%	8.6%	8.3%	7.7%	8.2%	8.6%	8.9%
	地方政府/地方国有企业客户应收占总应收比例	49.7%	48.8%	50.8%	52.2%	52.3%	53.9%	60.2%
	国铁集团应收占总应收比例	18.8%	15.1%	13.2%	8.8%	7.6%	7.8%	7.8%
	海外企业客户应收占总应收比例	2.7%	2.9%	2.8%	1.7%	1.4%	1.5%	1.5%
组合计提坏账的应收账款占比	96.3%	91.2%	94.3%	88.0%	87.4%	91.1%	93.8%	
中国能建	应收账款总额			548	609	775	843	1,008
	中央企业			198	239	268	325	369
	地方政府及其他国有企业			80	124	149	227	308
	民营企业及其他			270	247	309	290	332
	中央企业应收占总应收比例			36.0%	39.2%	34.5%	38.6%	36.6%
	地方政府及其他国有企业应收占总应收比例			14.7%	20.3%	19.2%	27.0%	30.5%
	民营企业及其他应收占总应收比例			49.3%	40.5%	39.9%	34.4%	32.9%
	组合计提坏账的应收账款占比			100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：wind、公司公告、国联证券研究所

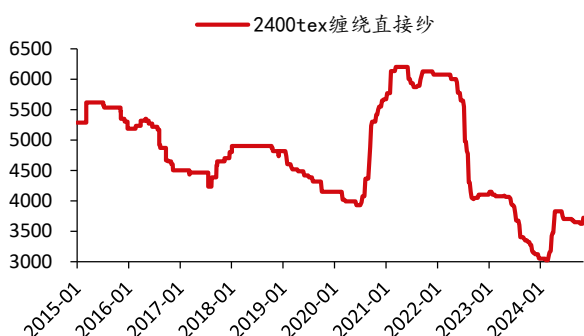
5. 非地产链材料：玻璃纤维、药包材景气向上

5.1 玻璃纤维：供需关系改善，重视景气持续向上机会

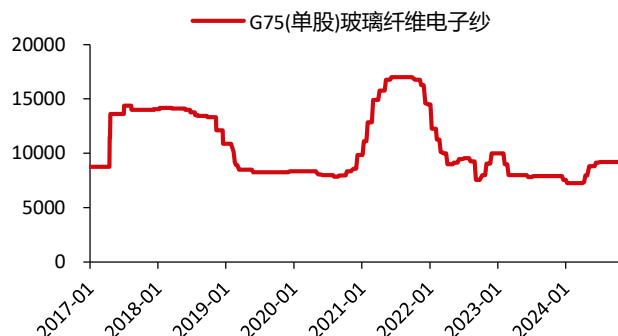
玻纤年内两次复价潮，持续性需观察需求恢复情况。2024 年玻纤经历两轮较大范围的生产企业涨价，3 月中旬第一轮复价潮，玻纤涨价品种由板材纱、制毡纱拓展至主流品类，企业集体涨价动力主要源于部分品种供不应求，同时多数企业现金流亏损有

较强的涨价动力。11月下旬年内第二轮复价潮，涨价涉及品种主要为风电纱、热塑短切纱，相较前一轮涨价，我们推测此轮涨价动力主要为：1) 近期玻纤价格逐步松动，行业盈利回落，叠加玻纤传统淡季将至的预期，成本支撑变强，企业有动力涨价；2) 风电及热塑纱产品多为长协定价，前期价格未及时调整，此次涨价系对明年长协价格调整；3) 玻纤出口退税由13%下降为9%，企业有成本传导动力。我们认为玻纤涨价持续性还需持续观察需求恢复情况。目前粗纱多数品种产销一般，叠加供给端有部分产线点火复产，市场观望情绪较浓。10月粗纱表现内需环比平稳，后续重点关注相对前瞻的库存去化情况，我们预计短期暂不具备涨价条件。电子纱布下游CCL短期提货以刚需为主，下游电子布库存有一定压力，需求角度短期下游CCL订单增量或不多。

玻纤价格底部明确，行业维持微利。截止2024年11月29日，国内主流产品2400tex缠绕直接纱价格3,725元/吨，周环比+2.7%，月环比+2.0%，年同比+14.8%。2400tex缠绕直接纱价格自2022年开始持续下跌，目前处于历史偏低水平。另一方面，近年来燃料等关键成本要素高位运行，现阶段玻璃纤维生产企业利润微薄，甚至部分亏损幅度较大。当前成交价格下预计多数企业扭转现金流亏损局面，以平均综合成本来看，行业直接纱平均净亏损约不到300元/吨，行业盈利能力得到修复。11月末样本玻纤重点生产企业库存80.7万吨，环比+3.6万吨，同比-4.2万吨，库存水平3-5月持续下降，自6月以来持续有所增加。出口自5月以来边际回落，10月玻纤粗纱净出口5.51万吨，月环比+13.3%，年同比+9.4%。

图表49：近年2400tex缠绕直接纱价格（元/吨）


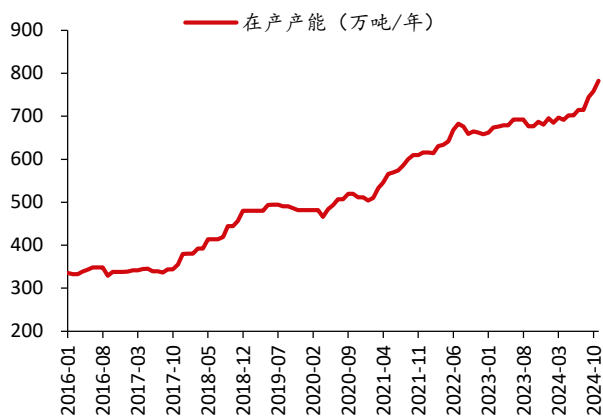
注：数据截止2024/11/29；
资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表50：近年电子布价格（元/米）


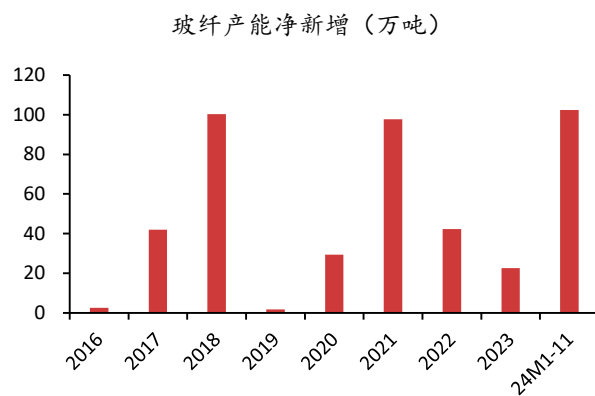
注：数据截止2024/11/29；
资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

2024年3月玻纤复价以来，行业产能新增有所加快，预计2025年玻纤产能新增动能

减弱，增幅或在个位数水平。2024M1-11 行业新点火产能 125 万吨，另有 18 万吨产能放水冷修。根据卓创资讯数据，预计 2024M12 拟新点火合计约 74 万吨，2025 年相对明确的新点火产能约 54 万吨。此外，目前正在进行冷修的产能规模约为 86 万吨（其中部分预计不再投产）。综合考虑当前盈利水平、部分主体资金压力等因素，我们预计 2025 年实际新点火产线或明显少于统计归总数据，供给新增动能减弱，产能增长幅度或在个位数水平。

图表51：近年行业在产产能变化


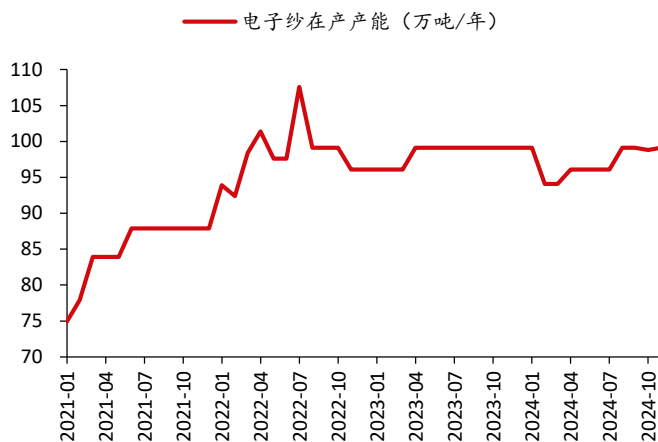
注：数据截止 2024/11 末；
资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表52：近年玻纤净新增产能变化


注：数据截止 2024/11 末；
资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

2025 年电子纱供给展望较稳定，预计电子纱企业新增资本开支能力及意愿偏弱。截至 2024 年 11 月末，电子纱在产产能 99.1 万吨，与 2023 年末持平。2025 年行业相对明确的电子纱点火产能为重庆国际复材一条 8.5 万吨产线。同时我们预计二线电子纱企业盈利持续承压背景下新增资本开支动力及能力或延续偏弱状态。

图表53：近年电子纱在产产能

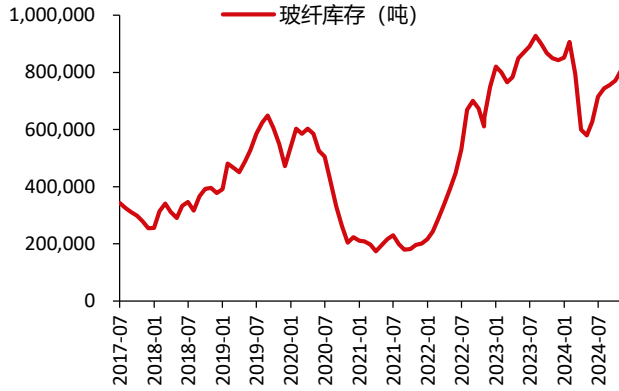


注：数据截止 2024/11 末；
资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

2024Q4 国内净需求同比小幅回升，短期需求有支撑，中长期需求增长可保持乐观。

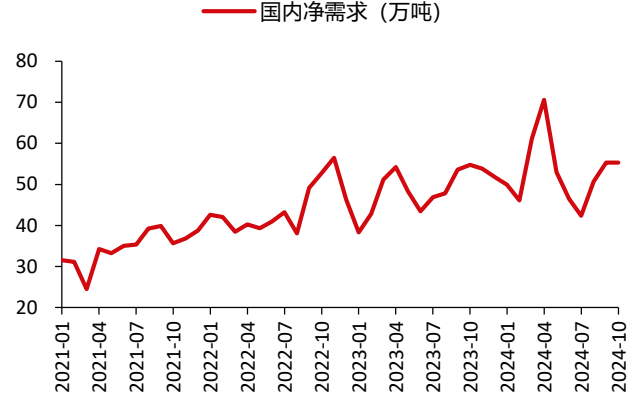
我们构建国内净需求指标观察玻纤国内需求，Q3 需求阶段偏淡，2024M9-11 需求呈小幅改善态势，风电、汽车支撑延续，关注如工程需求改善情况及部分新领域需求拓展情况。2024M1-10 国内玻纤净需求 531.0 万吨，同比+10.3%。月度来看，10 月国内玻纤净需求 55.3 万吨，环比+0.0%，同比+1.0%。2024 年 5 月以来国内净需求偏弱。出口角度，销量小幅改善，均价延续承压，2024M1-10 粗纱出口 64.3 万吨，同比+5.6%；均价 650.0 美元/吨，同比-10.8%。受益风电、汽车需求相对高景气，短期看我们预计玻纤需求延续有支撑，或驱动供需关系呈持续修复态势，2025 年光伏领域存在需求超预期可能性，建筑建材领域有望在政策呵护下边际回暖，中长期我们对玻纤需求保持较快增长保持乐观。

图表54: 近年玻纤行业库存变化



注: 数据截止 2024/11;
资料来源: 卓创资讯, 国联证券研究所

图表55: 近年玻纤国内净需求变化



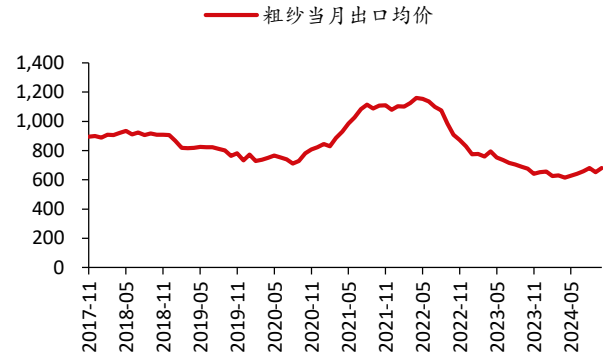
注: 数据截止 2024/10;
资料来源: 卓创资讯, 国联证券研究所

图表56: 近年粗纱当月出口量 (万吨)



注: 数据截止 2024/10;
资料来源: 卓创资讯, 国联证券研究所

图表57: 近年粗纱当月出口均价 (美元/吨)



注: 数据截止 2024/10;
资料来源: 卓创资讯, 国联证券研究所

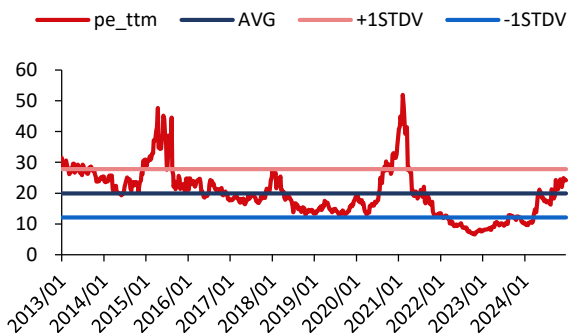
玻纤企业整体处于估值相对底部区间, 重视基本面改善前景及中长期配置价值。中国巨石、中材科技、山东玻纤、长海股份、宏和科技 PB_LF 处于近 5 年以来 11%、6%、20%、8%、41%分位。

图表58：主要玻纤企业盈利预测及估值

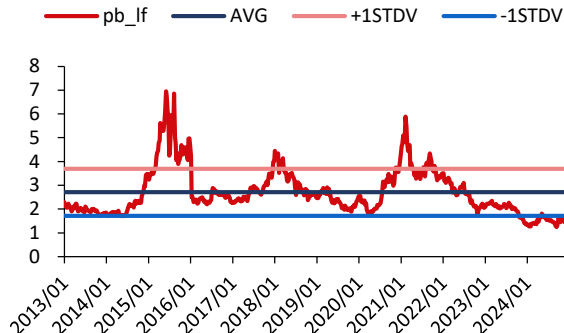
公司简称	市值	归母净利润			归母净利润 yoy			估值				
		23A	24E	25E	23A	24E	25E	PE(24E)	PE_TTM	PE 分位	PB_lf	PB 分位
中国巨石	434	30.4	22.4	29.1	-53.9%	-26.3%	29.7%	19.7	22.8	81%	1.5	11%
中材科技	210	22.2	10.5	13.4	-37.8%	-52.6%	27.5%	19.6	18.7	77%	1.2	6%
山东玻纤	38	1.1	0.2	1.5	-80.3%	-78.1%	534.4%	159.2	-33.9	n/a	1.5	20%
长海股份	42	3.0	2.9	4.1	-63.8%	-2.5%	42.0%	14.6	19.9	72%	0.9	8%
宏和科技	68	-0.6	0.2	0.6	-220.5%	n/a	175.2%	296.8	-578.1	n/a	4.8	41%

注：股价截止 2025/1/3；市值、归母净利润单位为亿元；归母净利润预测均来自 wind 一致预期；归母净利润 yoy 中 n/a 表示由负转正；PE 分位 n/a 表示估值为负，不计算分位；

资料来源：wind，国联证券研究所

图表59：中国巨石近年 PE_TTM 估值情况


资料来源：wind，国联证券研究所

图表60：中国巨石近年 PB_LF 估值情况


资料来源：wind，国联证券研究所

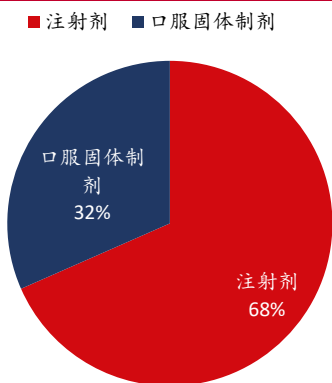
5.2 药包材：1 类模制瓶等需求高景气，龙头优势持续强化

药用玻璃行业近年有两方面重要变化，1) 中硼硅渗透率提升。药用玻璃下游应用主要为注射剂，注射剂一致性评价和国家药品集采共同驱动中硼硅模制瓶需求快速增长。注射剂一致性评价决定了进入国家药品集采的注射剂品种数量，而集采节奏进一步影响通过一致性评价的注射剂销售情况。2) 关联审评制度加速行业集中度提升。

注射剂一致性评价进入成熟阶段，2023 年注射剂占比提升至 68%。注射剂一致性评价要求使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂，而参比制剂多为国外原研药，其包材广泛采用中硼硅玻璃，因此药企在开展一致性评价时有动力使用中硼硅玻璃包装。从审评的时效来看，规定自第一家生产企业的品种通过一致性评价后，其他企业生产的与其相同的品种，原则上应在 3 年内完成一致性评价，逾期未完成的不予再注册。在现有政策框架下，未通过一致性评价的仿制药或面临无法进入医疗机构供应体系的风险。药品审评近年工作重心由口服固体制剂向注射剂转移，我们认

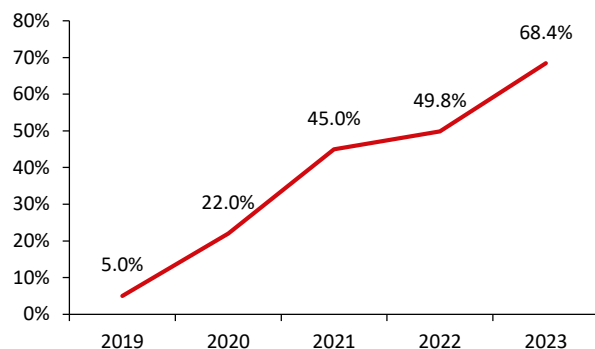
为注射剂过评效率有较大幅度提高，叠加时效性的政策约束，中硼硅药用玻璃包装材料渗透率提升节奏开始加速。数据角度观察，近年来过评剂型中注射剂占比持续上升，由2019年5%提升至2023年68%。

图表61：2023年通过一致性评价的药品剂型情况



资料来源：CDE，国联证券研究所

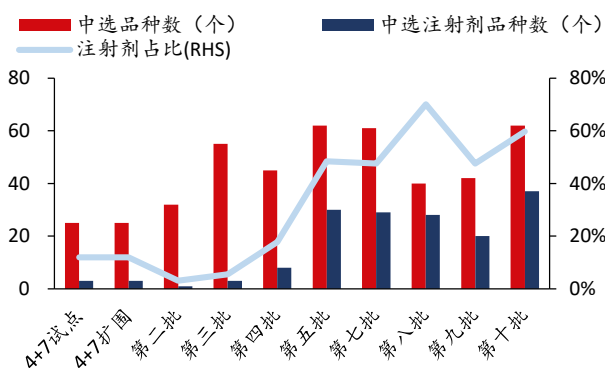
图表62：近年通过一致性评价剂型中注射剂占比变化



资料来源：CDE，国联证券研究所

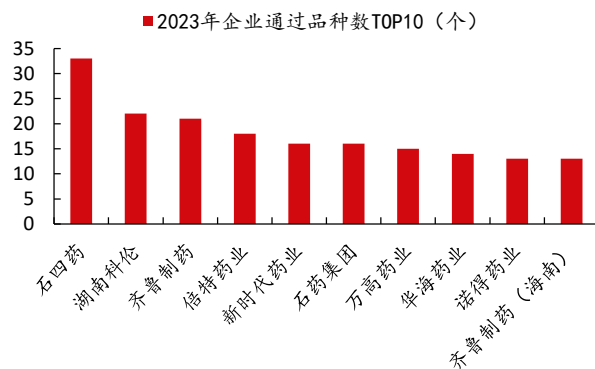
第十批集采注射剂品种数为历次集采最高水平，期待2025年中硼硅玻璃放量。2024年年内启动了胰岛素专项集采与第十批共计两批集采，其中第十批集采文件于2024/12/12公示拟中选结果，预计2025年开始实施。从剂型上来看，第十批集采采购品种中注射剂仍为主力剂型，包括37个注射剂，占比60%，此次注射剂品种数为历次集采最高水平，预计中硼硅需求增量可观。药玻企业微观层面，我们判断12月或有部分提前备货订单，主要增量体现在2025年。

图表63：历次集采注射剂占比情况



资料来源：上海阳光医药采购网，国联证券研究所

图表64：2023年一致性评价通过品种数TOP10企业



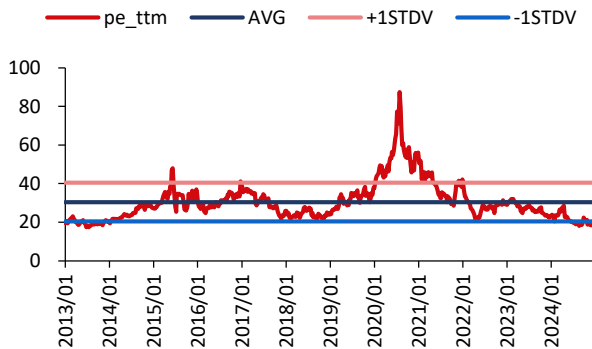
资料来源：药智网公众号，国联证券研究所

具备规模、客户优势的药包材制造商优势或持续强化。一致性评价大面积推进、国家药品集采制度驱动药包材产业变革，中硼硅药用玻璃渗透率持续较快提升，产品制造门槛持续提升等有望驱动行业集中度提升。有客户资源优势、产业耕耘久、药包材产品有口碑的龙头药包材企业在关联审批新阶段竞争力进一步强化，我们预计这些龙头企业将充分受益于行业新变化。目前山东药玻、华兰股份 PE_TTM 分位分别为近五年 3%、66%。

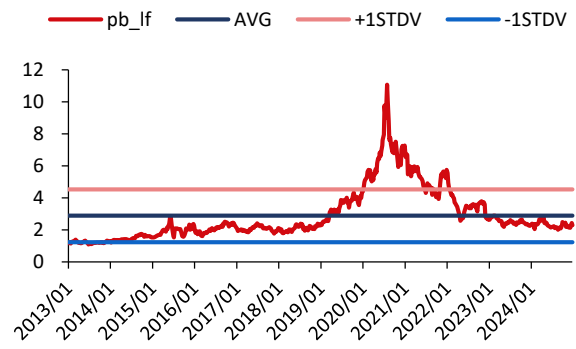
图表65：主要药包材企业盈利预测及估值

公司简称	市值	归母净利润			归母净利润 yoy			估值				
		23A	24E	25E	23A	24E	25E	PE(24E)	PE_TTM	PE 分位	PB_lf	PB 分位
山东药玻	168	7.8	9.8	11.7	25.5%	26.1%	19.9%	17.0	19.0	3%	2.2	8%
华兰股份	30	1.2	1.2	1.6	25.8%	1.9%	32.3%	26.6	37.4	66%	1.4	21%
力诺药包	34	0.7	1.3	2.0	-43.5%	93.4%	53.5%	27.5	40.8	61%	2.3	18%
正川股份	23	0.4	-	-	-37.8%	-	-	-	40.9	26%	1.9	10%

注：股价截止 2025/1/3；市值、归母净利润单位为亿元；归母净利润预测均来自 wind 一致预期；资料来源：wind，国联证券研究所

图表66：山东药玻近年 PE_TTM 估值情况


资料来源：wind，国联证券研究所

图表67：山东药玻近年 PB_LF 估值情况


资料来源：wind，国联证券研究所

6. 投资建议

6.1 建材及新材料：关注水泥/装修建材龙头、药包材等

6.1.1 政策或催化地产链基本面修复，非地产链材料有积极变化

地产链材料或受益需求逐步回暖，同时重视供给侧积极变化，重视水泥产业积极变化及装修建材龙头。2024 年下半年以来地产政策环境持续宽松，“去库存”成为

重要政策工作目标。9月政治局会议释放更强烈稳增长信号，地产政策方面，“止跌回稳”为核心政策落脚点。10月12日国务院新闻办公室举行新闻发布会，财政部明确“将叠加使用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳”“降坚持严控增量、优化存量、提高质量，积极研究出台有利于房地产平稳发展的政策措施”。短期看，主要指标显示地产销售数据有一定积极变化，地产需求或逐步回暖，关注开工端水泥及竣工端装修建材需求有改善前景。水泥产业企业协同效果正出现积极变化，期待政策进一步支持供给优化，2024年10月以来部分区域价格已有较好改善。同时建议关注装修建材龙头（头部企业渠道下沉、拓品类、结构调整变革持续进行，行业出清背景下市占率有望加速提升）。

非地产链材料建议关注玻纤景气持续改善前景、药包材高景气及部分耐材企业积极变化。玻纤价格自2024年3月中旬主要企业发布调价函以来，直接纱/合股纱等成交价格呈上升趋势。2024Q2主要企业盈利环比大幅改善，Q3需求阶段偏淡，关注2025年需求改善情况及价格进一步修复前景。短期我们预计玻纤需求环比持续改善确定性较好，或驱动供需关系呈持续修复态势，中长期我们认为玻纤需求有望保持较快增长。耐材行业底部区域持续出清，集中度有望进一步提升，部分企业有积极变化。药包材受益于国家集采驱动下的中硼硅需求高景气，龙头企业持续较快增长动能值得重视。

6.1.2 地产链关注水泥/装修建材龙头，非地产关注玻纤/药包材等

结合前文论述，我们建议重视几方面标的：

地产链材料建议重视水泥和装修建材龙头。水泥方面，我们预计2024Q4企业盈利或明显改善，近期错峰生产执行力度加强支撑价格改善，同时应重视行业供给方面重要政策推出及效果，水泥作为能耗大户、碳排放大户，更有效的供给管控及更优的价格水平对行业中长期健康发展及服务国家节能降碳战略有重要意义，我们认为水泥价格中枢有机会持续提升。同时主要企业估值水平亦处于历史底部区域，建议重视区域水泥龙头及具备市场领导力的央国企水泥企业。装修建材方面，地产需求低迷拖累装修建材企业基本面改善前景，建议重视部分企业更优的渠道布局及掌控力、更偏C端的客户结构，致其经营韧性/报表质量有优势，建议关注塑料管道/石膏板/板材/涂料/五金相关龙头上市公司。另一方面，部分前期客户结构偏B端的装修建材企业积极调整，拓品类/调客户等效果正逐步显现，估值亦处于较低水平，建议关注防

水材料/涂料/瓷砖等相关上市公司。

非地产链材料建议重视有积极变化的玻璃纤维/药包材/耐火材料。玻璃纤维建议继续重视景气进一步上行机会，关注具备成本/规模有优势的龙头玻纤企业。药包材重视中硼硅模制瓶需求持续高景气、龙头竞争优势持续强化，关注模制瓶龙头如山东药玻等。同时建议关注有积极变化的耐火材料龙头。

6.2 建筑：重视资产质量改善前景及估值优势

近期化债等政策或对建筑企业资产质量改善有重要积极意义。建筑样本企业主要指标显示行业 2024Q1-3 规模增长延续承压，但 Q3 回款情况有所改善，我们预计主要受 8、9 月地方政府专项债发行提速影响。2024 年 8、9 月地方政府专项债发行提速，M8/M9 单月新增地方政府专项债发行规模 8,051/10,329 亿元，2024M1-9 累计新增专项债 3.6 万亿，占全年限额（3.9 万亿）约 93%（vs 24M1-7 发行进度 46%）。2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会办公室举行新闻发布会，财政部介绍，从 2024 年开始连续五年从新增地方政府专项债中安排 8,000 亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元，再加上此次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。2028 年之前，地方需要消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅下降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。我们认为随着化债力度加大、政策落地效果逐步显现，基建项目资金端压力或持续缓解，建筑企业回款短期或明显好转；同时若基建项目付款持续规范/约束，建筑企业两金周转/净现金流表现等或有持续改善机会，有望驱动建筑企业资产质量短期出现拐点，并逐步形成长期改善趋势。

结合公司基本面情况及估值，我们建议关注两类标的：1) 企业估值低（尤其是大幅破净）、有较好分红保护、且预计受益政策资产质量有机会较多改善的企业，基础设施工程为核心业务的建筑央企是其中代表，如中国建筑、中国交建等；2) 企业积极转型变革、拥抱产业趋势变化、围绕海外蓝海市场持续有突破的国际工程企业 and 专业工程企业如中材国际、中钢国际、中国化学、北方国际等。

7. 风险提示

地产融资政策落地不及预期：若房企获得的资金支持弱于预期，房企资金压力未显著缓解，保交楼进展或较慢，对建材需求拉动作用或有限。

地产需求景气改善弱于预期：楼市优化政策持续加码，若居民购房意愿较弱，地产需求景气度改善或弱于预期，地产基本面以及建材需求或持续筑底。

基建落地进展低于预期：若基建实物工作量进展缓慢，对水泥、防水、管材等建材需求拉动作用或有限。

原材料价格大幅波动：若沥青、乳液、动力煤等原材料价格大幅上涨，建材企业盈利或承压。

央企、国企改革提效进度不及预期：国企改革助力建筑企业提质增效，若实施力度偏弱，或影响公司增长前景判断。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼