



# 建筑建材行业：行业长期历史低位波动，等待供给优化和政策量变到质变

2024年9月30日

看好/维持

建筑建材

行业报告

分析师

赵军胜 电话：010-66554088 邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480512070003

## 投资摘要：

建筑材料需求来自地产、基建、制造业和农村建设等。分布在地产建设和装修的各个环节，地产相关的建筑材料需求占比大。水泥作为中国使用量最大的建筑材料，行业规模较大，在地产和基建使用比例相当，有运输半径。玻璃和防水材料需求中房地产占比大，受地产变化影响相对较大，行业规模在千亿左右。石膏板、装修供水管、瓷砖和涂料等消费属性的建筑材料在新房和二手房装修中均会使用，随着中国逐步向存量房阶段过渡，需求结构会逐渐变化，周期波动相对较小。

**地产行业长期持续大幅下滑，建筑材料需求受拖累大。**房地产固定资产投资负增长已经持续两年多，房价下跌和房地产销售低迷相互加强，形成的无收敛负向循环态势还在继续。地产的无收敛的负向循环状态导致地产行业持续大幅下行，从土地购置、新开工、施工以及竣工等地产项目的各个环节都呈现出持续下滑的态势，分别从2020年、2019年、2021年和2021年的高点位置持续回落至今，对建筑材料需求拖累很大。地产无收敛负向循环对内需也产生很强的收缩作用，经济活力下降，不但导致经济量强价弱，也间接影响建筑材料的相关需求的改善。

**基建和制造业固定资产投资仍保持稳增改善需求，但难以对冲地产影响。**中央财政发力，对冲地方政府固定资产投资约束。2024年地方政府在“化债”的情况下，基建项目增量开始有所趋缓，8月新增地方政府专项债加速，万亿超长期国债项目也全部开工落地，但随着中央国债项目的落地建设和地方政府专项债发行的加速，基础设施投资的增速将继续保持稳定增长态势。2024年外需出口的改善、设备技术更新和改造和库存周期影响助力提升相关制造业的固定资产投资，增速保持改善。但由于地产的建筑材料需求占比大，制造业生产场地的建设和基建投资带来建筑材料的相关需求难以对冲地产对于需求的拖累，各种建筑材料需求均受到影响，呈现出回落的态势。

**行业持续处历史低迷态势，供给端优化效果会逐渐显现提升行业集中度。**建筑建材作为传统的周期行业，集中度提升是长期趋势。从2022年以来行业景气度持续下行，在2022年4季度跌至历史低位水平后，长时间持续在历史最低迷态势下波动。水泥、玻璃等价格从2021年的高点呈现出波动持续回落的态势。水泥、防水材料、塑管和减水剂等行业龙头上市公司盈利水平从2022年第4季度以来已经持续在历史低位波动近二年时间，当前企业微利，亏损甚至停产的情况比较普遍，行业内各企业的生存环境持续长时间处于恶劣环境下，行业优胜劣汰的效果会越来越显著。同时，本来行业已经在景气度历史低谷，已经经营困难，行业政策助推加快落后产能淘汰。2024年以来相关的环保、生产标准提升和产能置换等行业政策不断出台，进一步对落后产能进行出清。供给端的优化有利于龙头和优秀公司市场份额提升和外延式发展，推动行业的集中度提升的加速。

**政策将持续发力对冲行业需求下滑程度，量变到质变推动房地产行业回归和行业新平衡。**美联储降息周期开启，国内政策空间也会逐步打开，随着政策空间的打开，货币和财政政策以及地产的相关政策正在逐步铺开和深入，政策的力度也越来越大，地产不回归长期健康发展轨道，地产、货币和财政政策不会停止。中国货币政策和财政政策未来空间很大，达到一定的程度也会产生累计效应，产生从量变到质变的效果。随着行业供给端在持续低迷环境下的不断出清和优化，随着政策效果不断累计后效果的显现，带来的需求改善，行业会逐步迎来新的平衡，带来行业历史景气度的底部改善。

**风险提示：**房地产政策效果低于预期、需求促进政策效果低于预期、国际贸易保护超预期发展、能源和原材料成本冲击超预期。

## 目 录

1. 建材行业的产业链条情况 .....	4
1.1 建筑材料需求分布房地产建设的各个阶段 .....	4
1.2 基础设施建设和农村建设也是建筑材料的主要下游 .....	4
1.3 主要建筑材料的行业情况 .....	4
2. 需求端：建筑材料需求受地产拖累大，基建和制造业发力难以对冲 .....	8
2.1 房地产投资持续大幅下滑进入第三年，拖累建筑材料需求 .....	8
2.2 基建和制造业固定资产投资仍保持稳定增长，有助改善行业需求 .....	11
2.3 制造业固定资产投资增速在 2024 年提升明显 .....	11
2.4 基建和制造业增长带来的需求还难以对冲地产下滑的影响 .....	12
3. 行业持续处历史低迷态势，有利供给端优化提升行业集中度 .....	14
3.1 行业集中度提升的大趋势不会发生变化 .....	14
3.2 行业景气度持续下行，长时间持续在历史最低迷态势下波动 .....	14
3.3 等待行业供给优化和政策发力带来的行业新平衡 .....	17
4. 风险提示 .....	20
相关报告汇总 .....	21

## 插图目录

图 1： 建筑材料需求在地产建设各个阶段的分布 .....	4
图 2： 水泥生产工艺图 .....	5
图 3： 水泥行业产业链 .....	5
图 4： 玻璃行业生产工艺 .....	6
图 5： 玻璃行业产业链 .....	6
图 6： 防水材料行业产业链 .....	7
图 7： 房屋装修相关消费建材等 .....	7
图 8： 房地产行业累计固定资产投资增速 .....	8
图 9： 房地产行业销售面积和增速 .....	8
图 10： 新建商品住房价格指数变化 .....	9
图 11： 二手住房价格指数变化 .....	9
图 12： 房地产行业累计新开工面积和增速 .....	9
图 13： 房地产行业累计施工面积和增速 .....	9
图 14： 房地产行业累计竣工面积和增速 .....	10
图 15： 房地产行业累计土地购置费和增速 .....	10
图 16： 地产无收敛循环的机制和影响 .....	10
图 17： 基础设施累计投资增速 .....	11
图 18： 地方政府专项债单月发行情况 .....	11
图 19： 中国制造业固定资产投资增速 .....	12
图 20： 城镇固投中设备工具购置投资占制造业总投资比重 .....	12

图 21： 全国固定资产投资额和增速 .....	12
图 22： 水泥需求的占比 .....	12
图 23： 全国水泥产量和增速 .....	13
图 24： 全国沥青累计产量和增速 .....	13
图 25： 浮法玻璃库存水平 .....	13
图 26： 浮法玻璃产能利用率 .....	13
图 27： 建材行业集中度提升驱动因素 .....	14
图 28： 建筑行业集中度提升驱动因素 .....	14
图 29： 全国水泥价格指数变化 .....	15
图 30： 浮法玻璃市场价格变化 .....	15
图 31： 海螺水泥单季度净利率水平变化 .....	15
图 32： 东方雨虹单季度毛利率变化 .....	15
图 33： 中国联塑净利率变化 .....	16
图 34： 垒知集团单季度净利率变化 .....	16
图 35： 旗滨集团净利率水平变化 .....	16
图 36： 中国巨石毛利率水平变化 .....	16
图 37： 玻璃纤维价格变化 .....	17
图 38： 佛山陶瓷价格指数 .....	17

## 表格目录

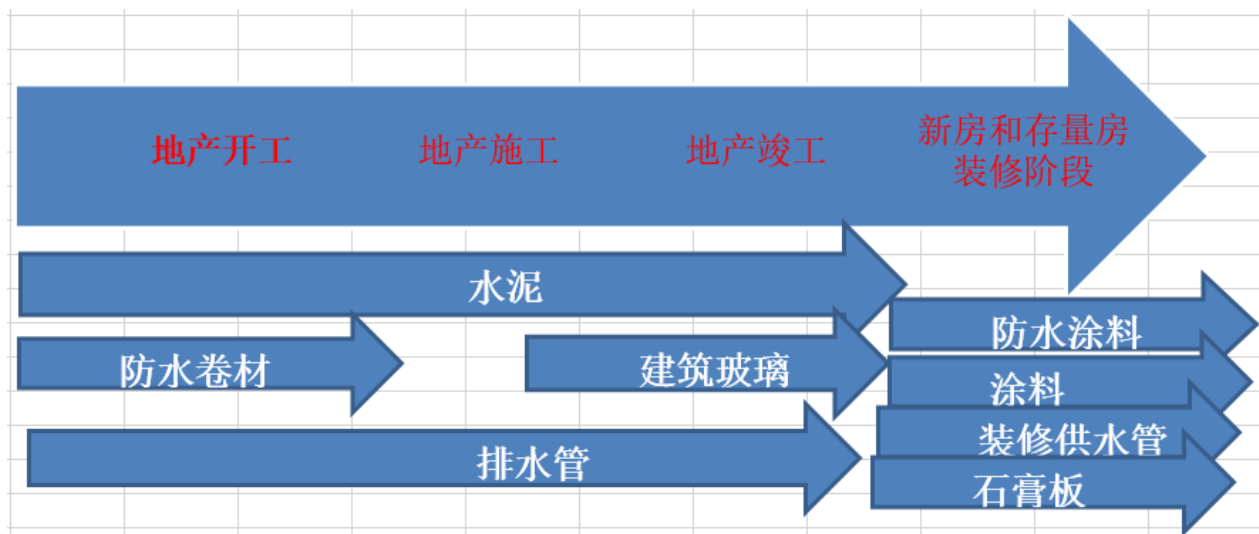
表 1： 行业产能优化相关政策 .....	18
表 2： 2024 年以来中央出台的房产相关政策 .....	19

## 1. 建材行业的产业链条情况

### 1.1 建筑材料需求分布房地产建设的各个阶段

建筑材料需求分布在房地产建设的各个阶段。水泥的需求从地产开工到竣工分布在地产施工建设的各个阶段；玻璃一般是在房屋建筑结构完成后开始在窗户上安装玻璃及玻璃幕墙等；排水管一般也是在房屋的施工阶段使用；防水卷材等一般在房屋开始建设的时候使用较多；而涂料、装修供水管及石膏板等装修材料一般是房屋完工后以及装修阶段使用，并且既包括新房也包括二手房。所以，建筑材料的需求和地产的建设情况和进度紧密相关，分布在房地产建设装修的各个环节，以及存量房装修改造的各个环节。

图1：建筑材料需求在地产建设各个阶段的分布



资料来源：东兴证券研究所

### 1.2 基础设施建设和农村建设也是建筑材料的主要下游

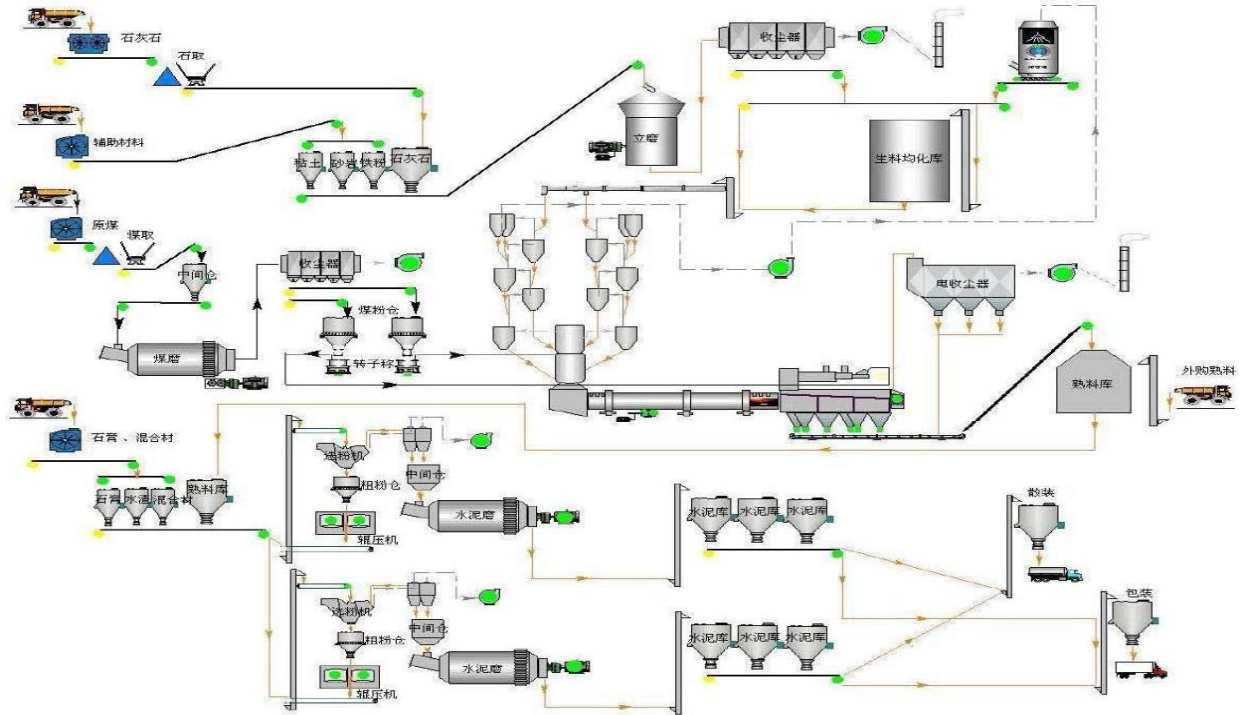
建筑材料下游的基础设施建设一般包括公路、铁路、机场、桥梁、隧道、水利、港口、管道、能源、市政、城市改造以及平急两用工程等公共性质的相关基础设施和建筑项目等。这些项目一般需求量最大的建筑材料是水泥、砂石骨料、混凝土、沥青、钢材、玻璃、防水材料和管材等。基础设施建设和地产同样成为建筑材料的重要下游。

同时，基建是政府启动的设施建设项目，房地产是房地产公司发起的项目。同时，中国的农村房屋等建设也会有一定的建筑材料需求。所以，房地产、基建和农村需求构成中国建筑材料的主要下游需求来源，特别是对于运输距离有要求的建筑材料，出口占比更是很小。

### 1.3 主要建筑材料的行业情况

一、水泥：水泥是最重要的建筑材料，主要是用煤炭作为燃料，对石灰石等原材料进行煅烧成熟料后，用电磨机添加辅料石膏、矿渣、粉煤灰等粉磨成水泥产品，按照不同的生产标准形成不同水泥类型。

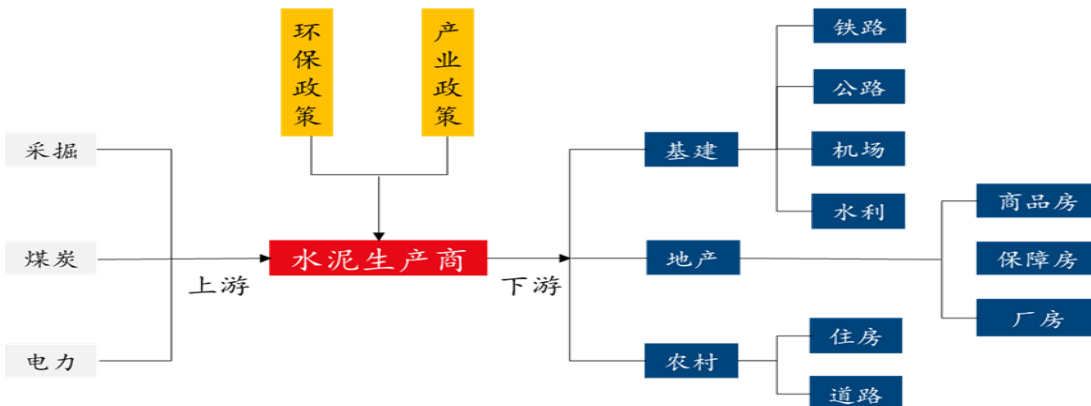
图2：水泥生产工艺图



资料来源：塔牌集团招股说明书，东兴证券研究所

水泥作为中国使用量最大的建筑材料，行业规模较大，2023 年规模以上企业营业收入为 7433.2 亿元。水泥不能长期存放，超过一个月容易变质，所以存在着运输半径：一般公路为 100-200 公里左右、铁路为 300-500 公里，水路运输一般为 600-800 公里。水泥的需求比例来一般为房地产、基建和农村的水泥需求占比约 40%、30%和 30%的比例，但是随着地产行业的下行，房地产水泥需求占比下降，基建水泥需求提升。

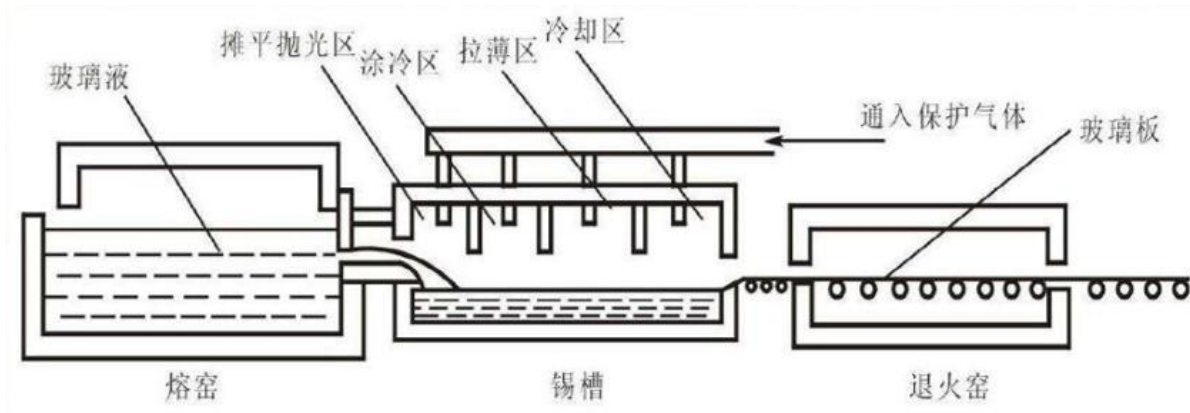
图3：水泥行业产业链



资料来源：东兴证券研究所

**二、玻璃：**平板玻璃是通过高温熔窑将石英砂、纯碱等原料融化为玻璃液，然后通过锡槽抛光、拉薄和冷却后，通过退火窑形成玻璃板。平板玻璃行业规模在千亿元左右，随着地产行业规模的下降，平板玻璃的市场规模也处于下降当中。

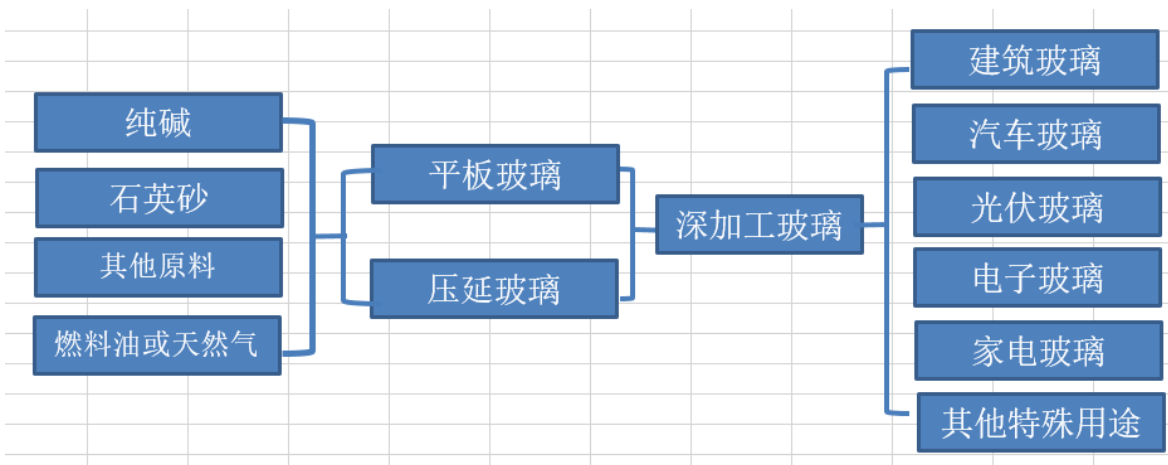
图4：玻璃行业生产工艺



资料来源：宝盾网站,东兴证券研究所

玻璃一般用于房地产、汽车、光伏、电子和出口等领域，房地产使用比例最大，超过70%。所以，地产的变化对于玻璃的需求影响最大。

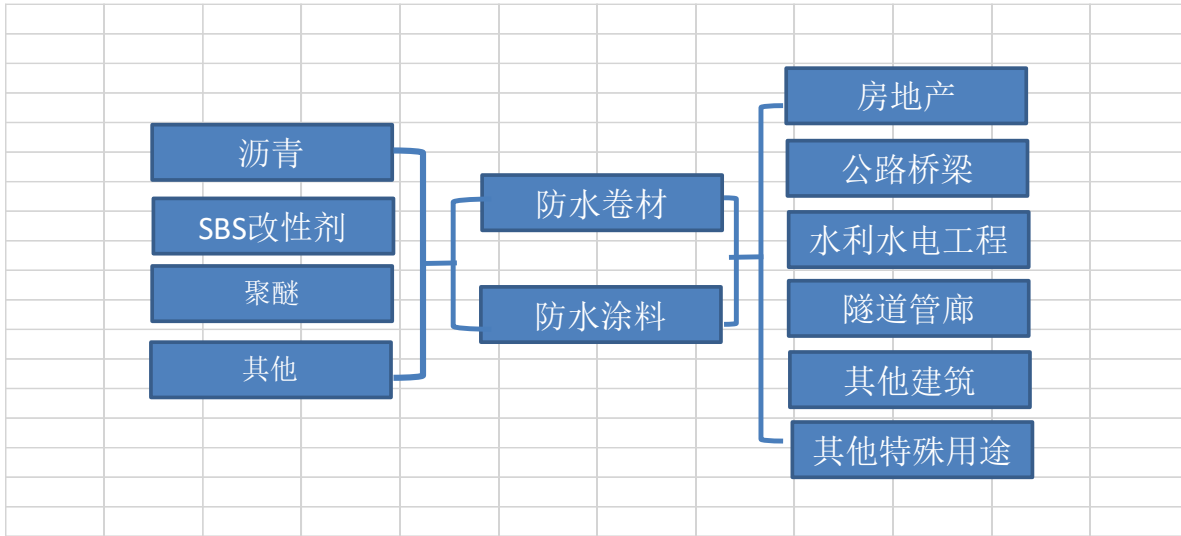
图5：玻璃行业产业链



资料来源：东兴证券研究所

**三、防水材料：**防水材料有卷材和涂料，主要原材料为沥青、SBS 改性剂和高分子聚合物等，主要是用于房地产、公路、桥梁、隧道和水利水电工程等，其中房地产的使用量最大。防水材料行业的市场规模约在 1200 亿左右，随着地产的下行，需求规模也受到影

图6：防水材料行业产业链



资料来源：东兴证券研究所

**四、其他消费属性建材：**石膏板、装修供水管、瓷砖和涂料等消费属性的建筑材料一般在地产建设完成后装修时使用，以及存量房装修改造时使用，它们和新房和存量房地产的关系都非常的紧密。特别是中国从新房向存量房过度的阶段，存量房的需求比重在逐步提升。

作为消费属性的建筑材料，虽然当前下游需求受新房的影响依然较大，但是随着中国逐步进入存量房时代，相关需求也会向存量房需求演变，而对于存量房的总体需求将保持一定的稳定的。相关细分行业周期的波动相对于水泥、玻璃和防水材料较弱。

图7：房屋装修相关消费建材等



资料来源：东兴证券研究所

## 2. 需求端：建筑材料需求受地产拖累大，基建和制造业发力难以对冲

通过产业链的分析，我们看到建筑材料的需求主要是来自于商品房、基础设施建设、厂房建筑、农村房屋和农村基础建设等，其中商品房和基础设施建设占到很大的比例，厂房建筑和农村房屋及项目建设相对较小。所以，我们通过房地产和基建的变化来判断建筑建材需求的变化。固定资产投资由于包含了房地产、基建和制造业投资等，所以成为建筑材料需求判断的总标准。

### 2.1 房地产投资持续大幅下滑进入第三年，拖累建筑材料需求

房地产固定资产投资负增长已经持续两年多。为了稳定房地产行业的杠杆，2021年房地产“三条红线”的融资约束政策开始全面执行。政策落地的一年后的2022年房地产投资开始出现负增长，并且到2024年8月房地产投资的下滑情况并没有出现改善，2024年1-8月房地产累计固定资产投资额为6.93万亿元，同比下滑10.20%，已经连续下滑了27个月的时间。

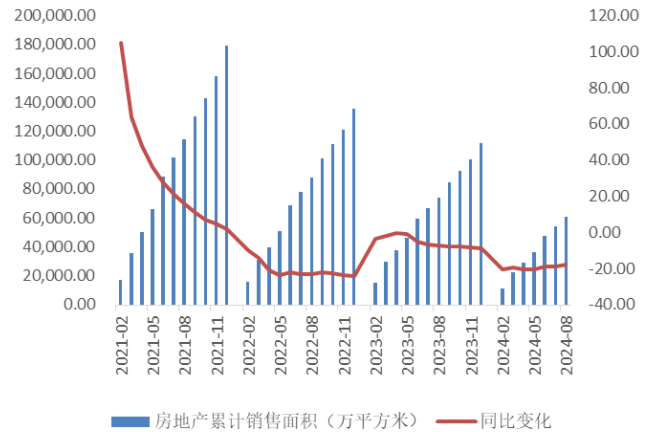
房地产无收敛的负向循环还在继续。房价下跌和房地产销售低迷相互加强，形成了无收敛的负向循环态势，导致房价持续下降和地产销售面积持续下降。我们在2022年11月29日发布的《2023年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航》、2023年11月28日发布的《2024年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡》和2024年7月29日《建筑建材行业2024年半年度宏观展望：内需之重下静待新平衡》中一直提到地产无收敛的负向循环影响很大，必须得到控制。

图8：房地产行业累计固定资产投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：房地产行业销售面积和增速

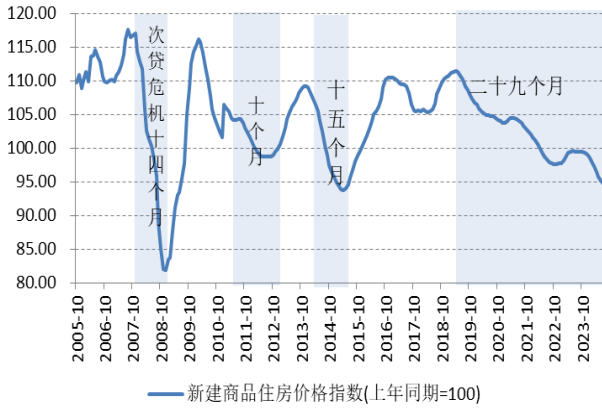


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2024年1-8月房地产累计销售面积为6.06亿平方米，同比下降18.0%，从2022年2月份以来房地产销售面积保持持续下滑态势。截止到2024年8月大中城市新建商品房价格已经连续二十九个月持续下降，二手房价格连续三十一个月时间下降，均创出历史下滑的时间最长。

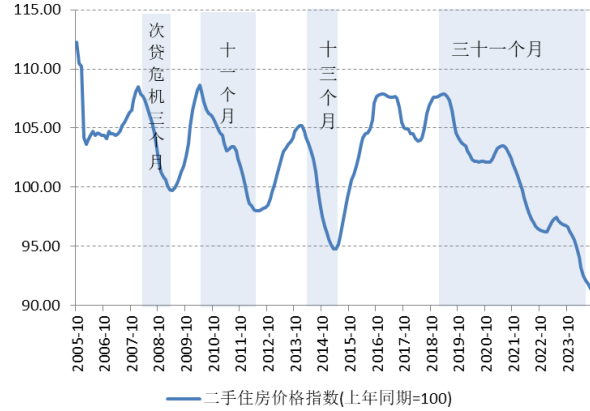


图10：新建商品住房价格指数变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：二手住房价格指数变化

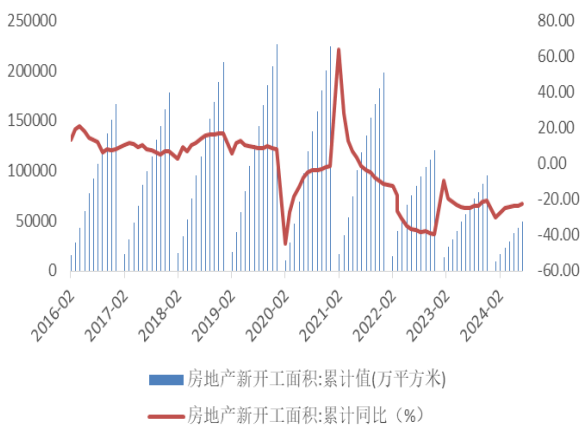


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

地产的无收敛的负向循环状态导致地产行业持续大幅下行。地产无收敛负向循环使得购房需求持续下滑，房地产企业经营不能形成自我良性循环，债务压力难以改善，投资和开工意愿减弱。所以，从土地购置、新开工、施工以及竣工等地产项目的各个环节都呈现出持续下滑的态势。

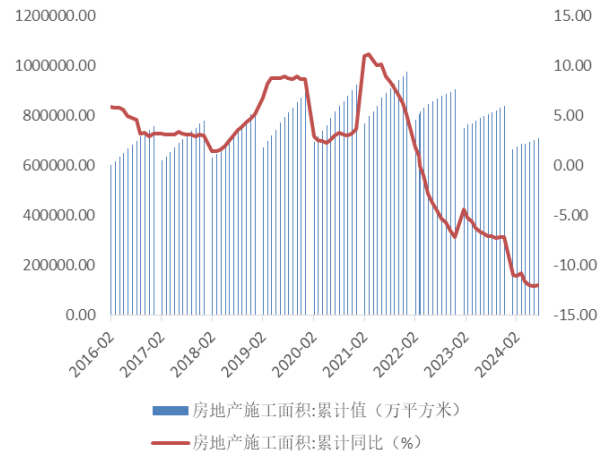
2024年1-8月房地产新开工面积累计为4.95亿平方米，同比下降22.50%，从2019年1-12月的累计22.72亿平方米开始持续回落；累计施工面积为70.94亿平方米，同比下降12%，从2021年1-12月的累计97.54亿平方米的高点开始持续回落；累计竣工面积为3.33亿平方米，同比23.6%，从2021年1-12月的累计10.14亿平方米的高点，波动向下回落。

图12：房地产行业累计新开工面积和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：房地产行业累计施工面积和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2024年1-8月累计土地购置费为2.64万亿元，同比下降5.80%，2024年继续延续2022年4月以来的同比持续下滑的趋势，从2020年1-12月累计费用4.45万亿高点回落逐年回落。在房地产销售情况低迷的情况

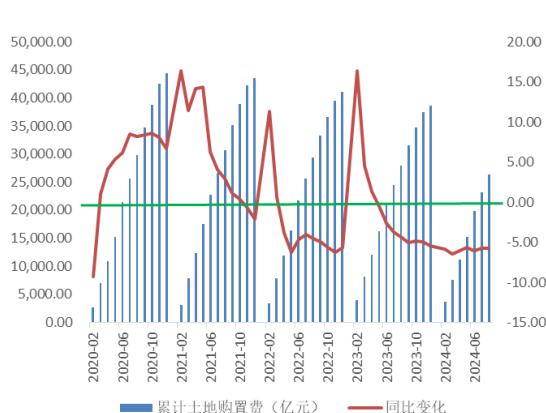
下，一些企业没有资金去购买土地储备，同时也没有意愿去增加土地的储备。土地购买的下滑必然会影响到后续地产项目的开工量等后续指标。

图14：房地产行业累计竣工面积和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

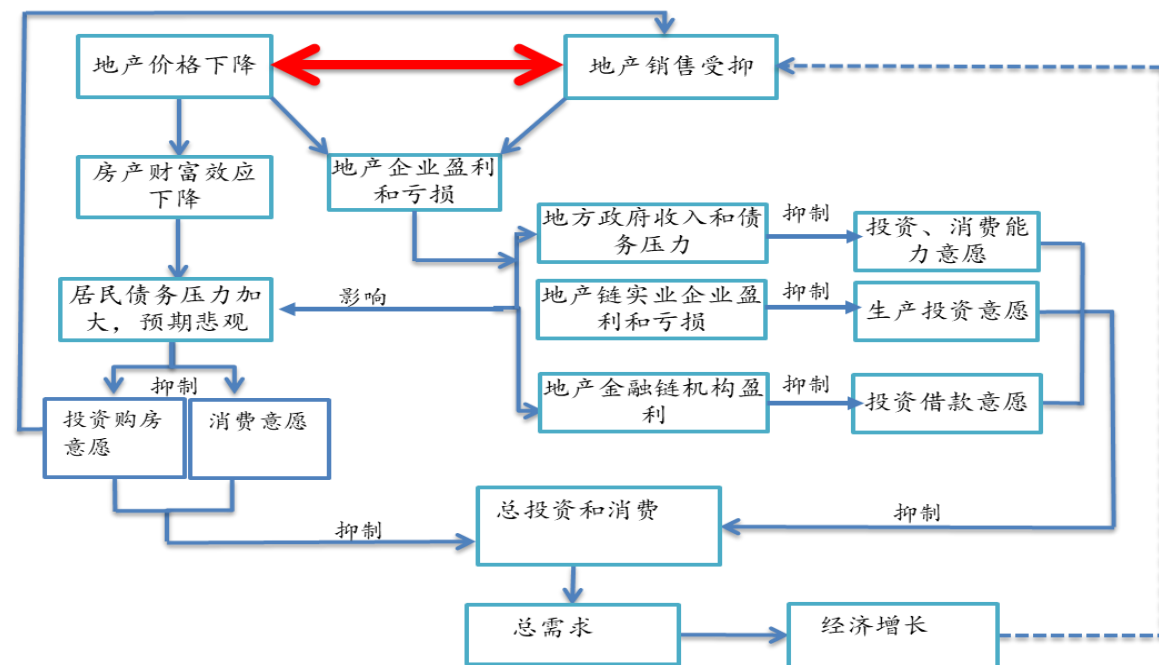
图15：房地产行业累计土地购置费和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

地产无收敛循环导致内需持续收缩，影响经济良性发展和建筑材料需求。由于房地产行业无收敛负向循环的影响，地产行业下滑的惯性逐渐变大。前期的地产政策不断出台，虽然对地产的下滑有着积极的托底作用，但是地产行业的这种无收敛负向循环的状态还没有改善，虽然在后续政策不断持续陆续出台的情况下，地产回归长期健康发展轨道可期，但地产行业固定资产投资的下滑还在继续。

图16：地产无收敛循环的机制和影响



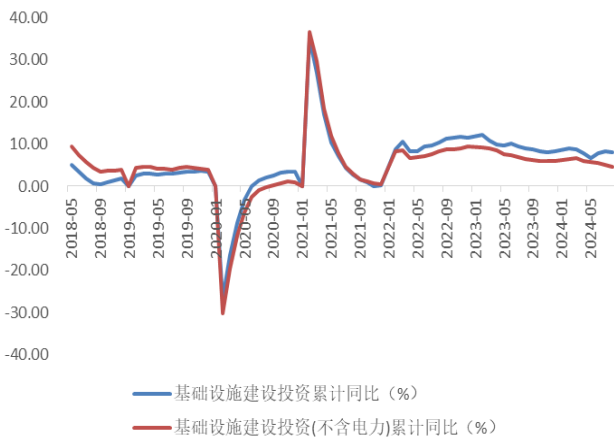
资料来源：东兴证券研究所

地产的这种无收敛负向循环不但使得地产行业景气度持续下滑，还对相关地产产业链、地方政府投资消费链、金融机构的贷款投资消费链以及居民的投资消费链产生负面影响，导致内需低迷、流动性收缩和经济活力下降，导致经济呈现出量强价弱的态势。地产各项指标的大幅持续下滑，必然导致地产产业链条上各个环节的建筑材料需求同步保持下滑的态势。

## 2.2 基建和制造业固定资产投资仍保持稳定增长，有助改善行业需求

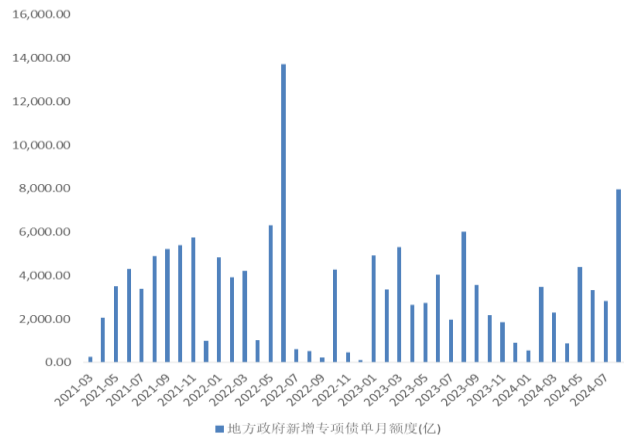
中央财政发力，对冲地方政府固定资产投资约束。2024年1-8月基础设施固定资产投资累计投资同比增长7.87%，年初以来波动下行；不含电力的基础设施投资同比增速为4.40%，也较上月出现下降。虽然基建从年初以来增速持续回落，但仍保持一定的增长速度。主要是地方政府在“化债”的情况下，基建项目增量开始有所趋缓，但是中央政府的超长期国债项目开始接力。

图17：基础设施累计投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：地方政府专项债单月发行情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2024年上半年中央国债项目逐步开工落地。截止到7月，1.5万个2023年增发国债项目实现全部开工，其中江河堤防、病险水库加固等水利项目已经建成，黄河古贤水利枢纽、广西长塘水库、贵州花滩子水库等重大水利工程已开工建设。这些国债项目的落地实施会对冲地方政府基础设施投资的下滑。

中央财政和齐发力带动后续基建投资增速的持续稳定，改善相关建筑材料需求。地方政府新增专项债2024年8月开始加速，单月发行新增专项债额度创出2024年的最高，达到7964亿元，同比增长33%，这将在下半年继续托底基建投资的增长。按照2024年的地方政府专项债发行安排，截止到8月专项债发行额度仅占到了年初发行安排3.9万亿美元的65.93%，预计下半年地方政府新增专项债发行将加速。随着中央国债项目的落地建设和地方政府专项债发行的加速，基础设施投资的增速将继续保持稳定增长态势，这将有助于改善相关链条上建筑材料的需求。

## 2.3 制造业固定资产投资增速在2024年提升明显

中国作为全球制造业中心，2024年外需出口的改善有助于提升相关制造业的投资。同时，制造业的设备技术更新和改造也是2024年的政策的重点，叠加库存周期的影响，2024年制造业固定资产投资增速较2023年上了一个台阶：由9%以下的制造业固定资产投资增速提升至9%以上，并保持相对稳定的态势。2024年1-8月制造业累计固定资产投资增速为9.1%，增速虽然从3月的9.9%持续回落，但仍保持较高的增长速度。

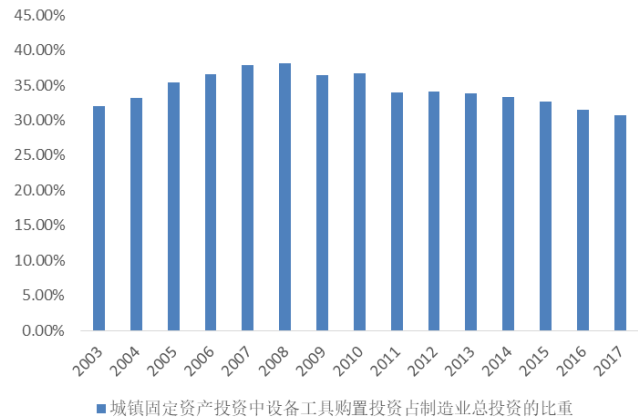
制造业固定资产投资中虽然有设备的投资部分，但总体上占比不会超过 40%。而除了设备工具购置的投资外，生产场地的建设也会带来建筑材料的相关需求。所以，制造业固定资产投资在 2024 年保持稳定的较高增速，也部分改善建筑材料的相关需求，部分对冲房地产行业对于需求的拖累。

图19：中国制造业固定资产投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：城镇固投中设备工具购置投资占制造业总投资比重



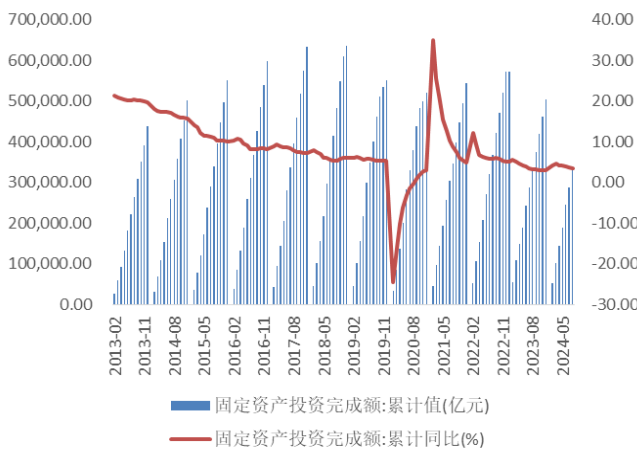
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 2.4 基建和制造业增长带来的需求还难以对冲地产下滑的影响

在基建和制造业的对冲下，固定资产投资依然保持正增长，2024年1-8月全国固定资产投资额为32.9万亿，同比增长3.4%，虽然从4月以来增速持续小幅回落，但依然保持一定的增速。

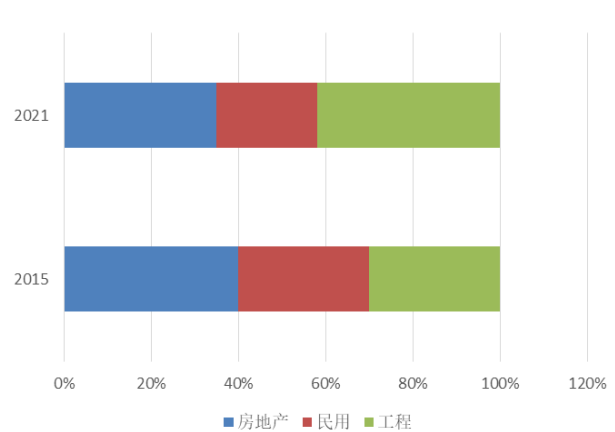
**房地产下行严重影响建筑材料需求。**房地产的建筑材料需求占比较大，以水泥为例：房地产水泥需求占比约40%。虽然随着房地产的下行，相关水泥需求下降，但是占比依然不低，2021年水泥需求占比依然有35%。

图21：全国固定资产投资额和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：水泥需求的占比

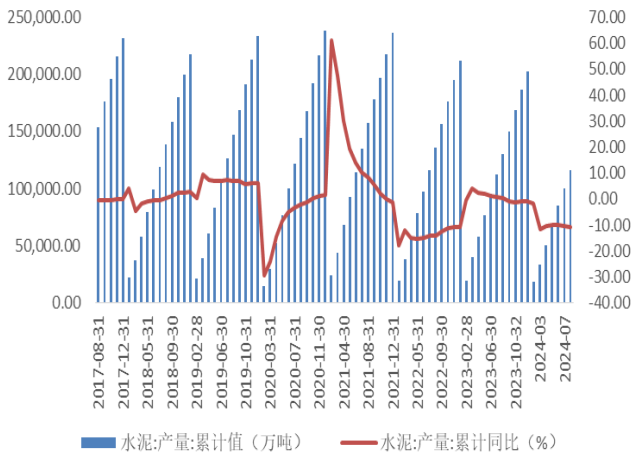


资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

基建和制造业固定资产投资带来的需求难以对冲房地产对于建筑材料需求的拖累，建筑材料需求出现持续的下降，价格也是持续的下降。2024年1-8月水泥累计产量为11.59亿吨，同比下降10.7%，连续4年的下滑累计幅度超过20%。

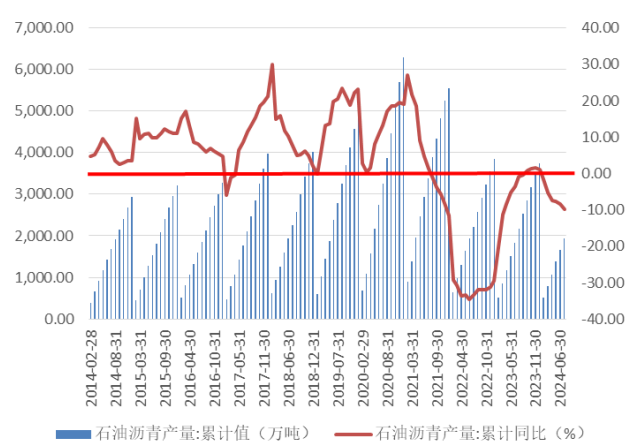
沥青等产量从2021年8月份以来基本上是负增长的趋势。2024年1-8月全国沥青累计产量为2204.7万吨，同比下降11.2%。

图23：全国水泥产量和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

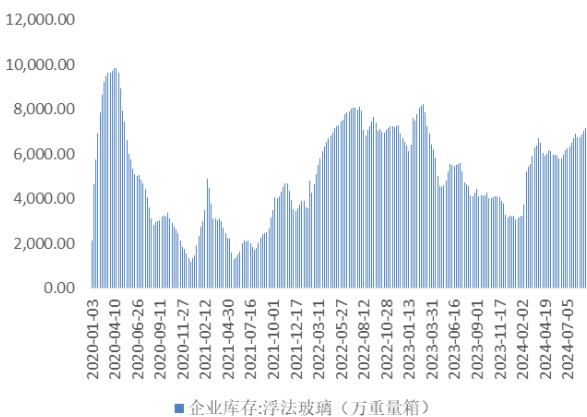
图24：全国沥青累计产量和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

随着保交楼进入后阶段，2024年浮法玻璃需求也开始变弱。浮法玻璃库存水平从2024年初开始提升，从1月中旬最低3060万重量箱到9月中旬增加到7239.8万重量箱。随着需求继续变弱，库存水平会继续提升。浮法玻璃的产能利用率也开始下降，从2024年3月底的86.72%，回落到9月中旬的82.66%。

图25：浮法玻璃库存水平



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图26：浮法玻璃产能利用率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3. 行业持续处历史低迷态势，有利供给端优化提升行业集中度

#### 3.1 行业集中度提升的大趋势不会发生变化

作为传统的行业，建筑材料行业虽然是周期性行业，但是随着中国城镇化率的提升，地产的发展阶段进入后期，基础设施建设也不断地完善，行业总体的趋势是行业集中度持续提升。

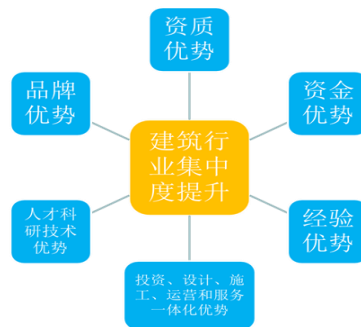
我们在 2020 年 8 月 6 日发布的《集中度提升孕育老建材核心资产》、2021 年 12 月 28 日发布的《建材行业：内需之变和绿色增长的行业走向-2022 年建材行业发展综述报告》和 2022 年 11 月 29 日发布的年度《内需之重下的新启航-2023 年建筑建材行业报告》等多篇报告中论述：建筑建材行业作为传统周期性行业，长期最大的趋势是行业集中度提升。

图27：建材行业集中度提升驱动因素



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：建筑行业集中度提升驱动因素



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

建材行业集中度提升主要驱动因素包括：产品质量标准提升、下游集中度提升、客户消费升级、行业竞争加剧以及环保、落后产能淘汰和产能控制政策等。甚至作为服务业的建筑行业也在龙头和优秀公司的资质、资金、经验、品牌、人才科研技术以及投资设计施工运营一体化等优势下形成了集中度提升趋势。特别是当前在地产行业下行的周期中，行业集中度提升的趋势更是会得到加速。

#### 3.2 行业景气度持续下行，长时间持续在历史最低迷态势下波动

本次周期行业景气度低迷持续时间较长，建筑建材产品价格持续下降幅度大。建筑材料行业景气度从 2021 年 4 季度达到行业高点后，2022 年开始持续下行，到 2022 年第 4 季度达到历史低位水平。而后随着保交楼政策在 2023 年的推进，浮法玻璃行业景气度从历史低位逐步回升至历史中枢水平。但是水泥等行业景气度则在历史低位水平持续波动向下到 2024 年，迄今为止未发生改变，持续时间近 2 年。

全国水泥价格指数从 2021 年 11 月下旬的高点 230.81 波动持续回落，到 2024 年 9 月中旬至 142.55，下跌 88.26 点。浮法玻璃市场价格也是从 2021 年 9 月 10 日的高点 3068 元/吨，回落到 2024 年 9 月中旬的 1277 元/吨，下跌幅度为 58.38%。

图29：全国水泥价格指数变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

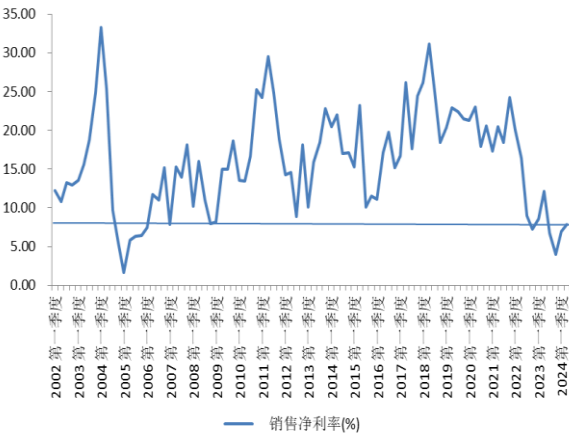
图30：浮法玻璃市场价格变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

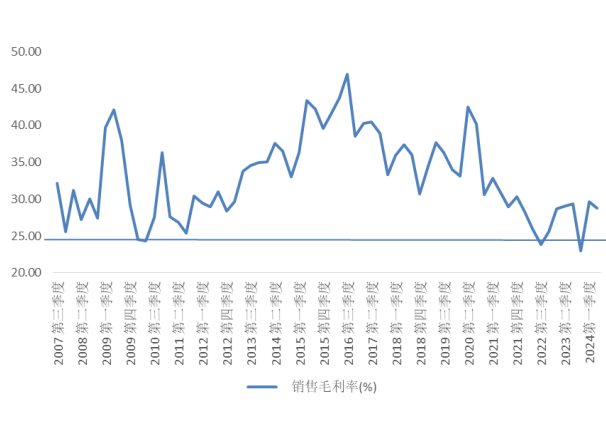
2022 到 2024 年行业中优秀的龙头上市公司盈利水平持续处于历史最低迷区域波动。在价格持续下行的情况下，行业景气度逐步回落至历史低位水平，并持续在历史低位波动。从上市公司的情况看，2022 年第四季度到 2024 年上半年，行业盈利水平持续处于历史的最低水平。

图31：海螺水泥单季度净利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图32：东方雨虹单季度毛利率变化



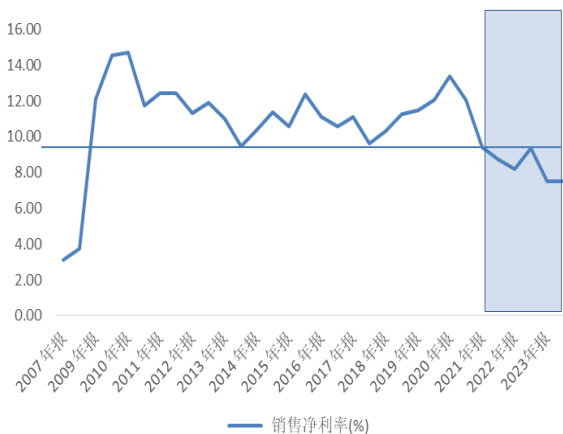
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

水泥龙头海螺水泥 2024 年第二季度净利率水平为 7.87%，同比下降 4.32 个百分点，从 2022 年第四季度以来持续在历史最低位置波动。虽然公司资产在不断优化，成本优势不断提升，但公司盈利水平在当前的行业环境下依然是历史低位水平。防水材料龙头东方雨虹在 2024 年第二季度毛利率和净利率分别为 28.1%和 7.30%，同比下降 0.29 和 2.91 个百分点，盈利水平在低位水平依然下降，持续处于历史盈利水平的最低区域。

塑管龙头中国联塑虽然产品结构也在不断优化调整，但从 2021 年以来净利润率水平也是持续下降，从 2020 年的较高水平 13.38% 降到 2024 年中期的 7.50%，创出历史新低。减水剂龙头垒知集团净利润率 2022 年和

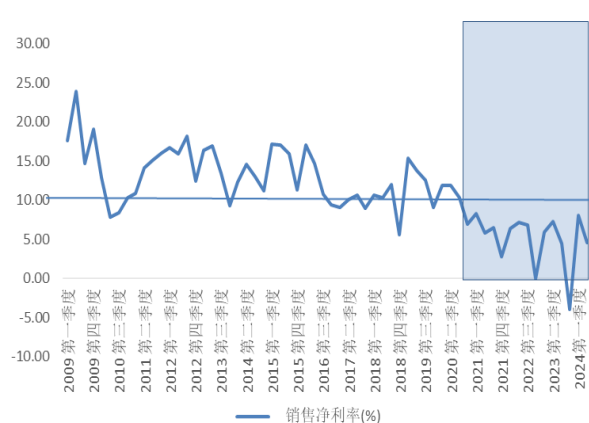
2023年第四季度均为负值，并且自2020年第四季度以来净利润率水平一直在8.3%以下，2024年第二季度仅为4.57%，同比下降2.71个百分点。2020年以来房地产新开工持续下滑，前周期中作为传统建材行业的龙头公司像中国联塑、垒知集团、东方雨虹和海螺水泥等盈利水平都已经降至历史最低水平，并且持续在低位波动，难以改善。在龙头上市公司均为微利的情况下，非上市公司盈利水平更差，很多中小企业已经处于持续亏损甚至停工状态。

图33：中国联塑净利润率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

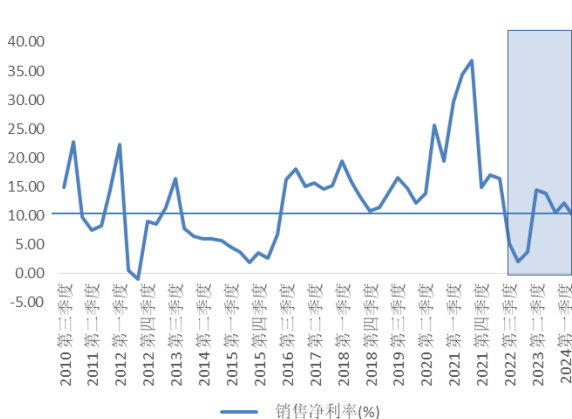
图34：垒知集团单季度净利润率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

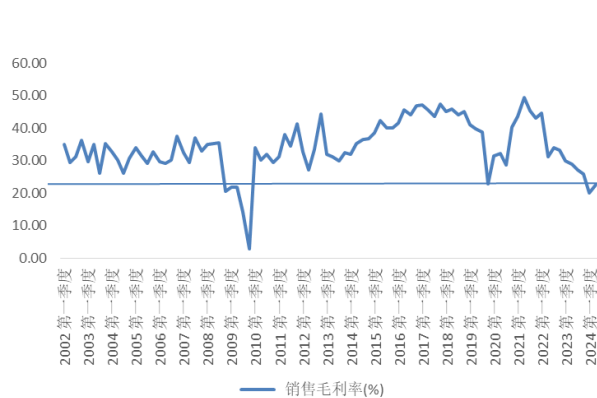
2024年以来随着保交楼进入后阶段，房地产竣工情况开始下滑，后周期建材上市公司的相关需求也开始变弱。盈利水平又从中枢水平开始回落。比如浮法玻璃行业，2024年月中旬以来浮法玻璃价格大幅回落，浮法玻璃龙头旗滨集团净利润率水平在2022年第四季度跌至历史最低后，在2023年保交楼政策的推动下，回归到历史中枢水平，但在2024年第二季度开始较快的回落，跌至9.70%，同比下降4.68个百分点。随着需求的继续回落，浮法玻璃行业景气度将继续下降，旗滨集团盈利水平将继续回落至更低水平。

图35：旗滨集团净利润率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图36：中国巨石毛利率水平变化



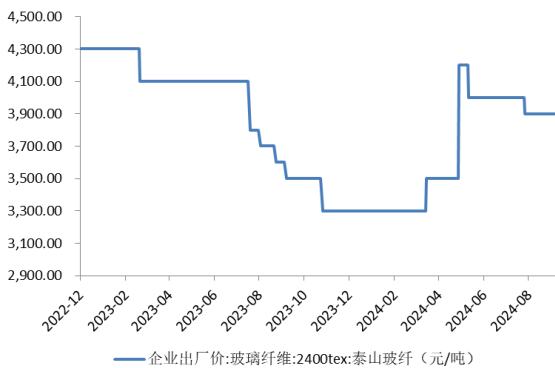
资料来源：iFinD，东兴证券研究所



玻璃纤维等产品价格也是在持续的下降。在外需出口的拉动下玻璃纤维需求略有改善，但是还难以形成价格上涨的趋势。以泰山玻纤的 2400tex 玻璃纤维价格为例：从 2023 年初的 4300 元/吨，到 11 月 10 日降至 3300 元/吨，降幅达到 23.26%，而后到 2024 年 3 月底在中国巨石“复价”的带领下，玻纤价格在 5 月底开始涨至 4200 元/吨，但在需求疲弱和供给压力的情况下，价格又略有回落。在这样的情况下，玻纤龙头中国巨石的毛利率水平在上半年仍回落到历史低位水平，2024 年第 2 季度毛利率为 22.57%，同比下降 6.3 个百分点。

陶瓷价格也是在持续的下跌，2024 年 8 月佛山陶瓷价格总指数为 79.01，较年初下跌 0.64，延续持续下跌的总体趋势。

图37：玻璃纤维价格变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图38：佛山陶瓷价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 3.3 等待行业供给优化和政策发力带来的行业新平衡

房地产拖累内需看不到亮点的情况下，供给端优化带来新平衡。在地产拖累地产链、拖累政府链、拖累金融链的情况下，必然导致内需受到很大的影响，这种地产无收敛的负向循环不得到改变，基建和制造业的对冲力度有限的情况下，内需很难出现根本的改善。所以，只有供给端不断地优化，不断地淘汰掉落后的产能，才能够实现供需的新平衡。

市场优胜劣汰和产业相关政策助推加快落后产能淘汰。2022 年以来建筑材料行业景气度从 2021 年的高点持续下行，从年初到年末快速回落至历史低位水平。除了保交楼的相关建筑材料如平板玻璃等在 2023 年回到历史中枢水平外，其他的行业基本上都持续爬在历史低位波动了近 3 年的时间。企业微利，亏损甚至停产的情况比较普遍，行业内各企业的生存环境持续恶化，优胜劣汰进一步加剧。

在行业竞争加剧的情况下，行业政策也在发力，加大落后产能企业生产成本，加速落后产能的淘汰。这些产业政策的推进，会进一步在市场优胜劣汰发力的情况下，对企业生产提出更高的要求，提升企业的生产运营成本，成为低迷市场环境下落后产能退出的加速器。

表1：行业产能优化相关政策

时间	相关政策和意见	内容	发布单位
2023-11-27	GB175-2023《通用硅酸盐水泥》	新国标对水泥企业提出了更高的要求，强制标准必须执行。取消复合硅酸盐水泥 32.5 等级水泥，调整水泥生产用原料要求，修订水泥技术指标。2024 年 6 月 1 日执行。	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会
2023-11-30	《空气质量持续改善行动计划》	高质量推进钢铁、水泥、焦化等重点行业及燃煤锅炉超低排放改造。确保工业企业全面稳定达标排放。推进玻璃、石灰、矿棉、有色等行业深度治理。	国务院
2023-12-27	产业结构调整指导目录（2024 年本）	对建材行业的产能做了鼓励、限制和淘汰类型的区分	国家发改委
2024-05-27	《水泥行业节能降碳专项行动计划》	加快推进水泥行业节能降碳改造和用能设备更新，推广应用节能技术，推进绿色低碳发展。并提出 2025 年和 2030 年行业能效目标，加快水泥行业强制性节能标准更新升级、技术创新和管理提升。	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局
2024-06-18	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）（征求意见稿）》	按照等量或减量的原则进行置换，新建生产线能效需达到能效标杆水平。连续两年产量不足年产能 30% 的生产线等产能不可用于置换。水泥熟料产能置换比例在大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域置换比例不低于 2:1 和 1.5:1 平板玻璃为分别不低于 1.25:1 和 1:1。	工业和信息化部
2024-09-09	全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）	2024 年水泥作为首个管控年度，2025 年完成首次履约工作。2027 年深化完善。	中华人民共和国生态环境部

资料来源：国家市场监督管理总局、国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局、东兴证券研究所

**地产、货币和财政政策将持续发力对冲需求下滑程度。**在地产无收敛负向循环没有得到控制之前，地产相关的政策、货币和财政政策会不断地出台，来缓冲地产无收敛负向循环带来的需求收缩。这种地产引起的内需收缩的状态不得到控制，政策也不会停止，以避免地产的硬着陆风险。

随着外部环境的变化，政策的空间也会不断地打开，政策的效果也会不断地显现。虽然这需要时间去消化，但地产回归长期健康发展可期。

**表2：2024 年以来中央出台的房产相关政策**

时间	相关政策和意见	内容	发布单位
2024-01-05	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》	健全住房租赁金融支持体系。加大住房租赁开发建设信贷支持力度。满足团体批量购买租赁住房的合理融资需求。支持发放住房租赁经营性贷款。	央行、金融监管总局
2024-01-05	《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》	对正常开发建设，抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目，积极满足合理融资。对符合条件的项目要尽快为其办理“四证”，为房地产开发企业和金融机构做好在建工程等抵押提供支持。	住建部、金融监管总局
2024-01-22	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027年）》	优化永久基本农田外农用地转为建设用地的审批机制，探索永久基本农田精细化管控的路径，健全土地增值收益分配和征地拆迁补偿协调机制。	中共中央、国务院
2024-02-06	各地第一批房地产项目“白名单”出炉	截至1月底，26个省170个城市已建立城市房地产融资协调机制，提出了第一批房地产项目“白名单”给商业银行，共涉及房地产项目3218个。	住建部
2024-03-05	2024 年政府工作报告	加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民改善性住房需求。稳步推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造。	国务院
2024-03-13	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，培育智能家居等新型消费。	国务院
2024-04-30	中共中央召开政治局会议	因城施策，切实做好保交房工作。统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。	中共中央
2024-05-17	国务院政策例行吹风会	支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房。	住建部、自然资源部、央行、国家金融监管总局
2024-05-17	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。	中国人民银行、国家金融监管总局

2024-05-17	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。	中国人民银行
2024-05-17	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套住房公积金贷款利率分别调整为 2.35%和 2.85%，二套住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775%和 3.325%。	中国人民银行
2024-9-24	央行、金融监管总局和证监会新闻发布会	降低全国层面首套房和二套房比例，二套房由 25%降至 15%，创设保障性住房再贷款，资金支持比例提高至 100%；降低存量房利率 0.5 个百分点。	央行、金融监管总局、证监会

资料来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、住建部，国务院、东兴证券研究所

美联储降息周期开启，中国政策空间也进一步开启，随着政策空间的打开，货币和财政政策以及地产的相关政策正在逐步铺开和深入，达到一定的程度也会产生累计效应，产生从量变到质变的效果。随着供给端的优化和政策带来的需求变化，会带来行业新的平衡，带来行业历史景气度的底部改善。

## 4. 风险提示

房地产政策效果低于预期、需求促进政策效果低于预期、国际贸易保护超预期发展、能源和原材料成本冲击超预期。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	关注政策发力下龙头和优秀公司的估值修复	2024-08-20
行业普通报告	着眼供给端变化，内需之重下政策推进行业估值修复	2024-08-13
行业普通报告	非金属材料：内需之重下政策推进行业估值修复—非金属材料周报	2024-08-07
行业深度报告	内需之重下静待新平衡—建筑建材行业 2024 年半年度宏观展望	2024-07-29
行业普通报告	建材行业：双重发力加速水泥落后产能淘汰，等待新平衡	2024-06-20
行业深度报告	2024 年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡	2023-11-28
公司普通报告	海螺水泥（600585.SH）：历史底部持续蓄力，等待改善	2024-08-29
公司普通报告	中国巨石（600176.SH）：玻纤龙头经营稳定抗风险能力强	2024-08-27
公司普通报告	北新建材（000786.SZ）：“两翼”业务和海外拓展带来新成长	2024-08-23
公司普通报告	北新建材（000786.SZ）：嘉宝莉并表资产协同优化，央企建材龙头逆势继续扩张	2024-04-30
公司普通报告	伟星新材（002372.SZ）：市占率逆势向上，现金牛分红提升	2024-04-10
公司普通报告	中国巨石（600176.SH）：玻纤龙头行业底部孕育新变化	2024-01-31

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师、选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。2020 年 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 名。2021 年 wind 金牌分析师第 2 名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526