

2024 年 11 月 03 日

化债或导致房地产被动见底

——建筑材料行业周报（24/10/28-24/11/03）

投资评级：看好（维持）

证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

板块表现：



投资要点：

924 政策拐点以来，市场对顺周期预期渐浓，但相对于市场对化债的期待，房地产产业链仍然分歧颇大，主要系市场普遍陷入了“什么房地产政策才能见效”的牛角尖循环中。事实上，无论从海外案例还是 2015 年复盘看，政策转向只是房地产见底的必要条件之一，而非决定性条件，通胀预期才是根本。我们认为，房地产本质是我国居民资产通缩和通胀的重要载体，目前依然占据居民资产负债表约 60%。以 2015 年为例，房地产产业链的信心修复也并非一蹴而就，而是股市带来财富通胀效应叠加棚改货币化定向放水共同驱动居民侧资产通胀后的结果。这一轮房地产的信心更为脆弱，但我们认为，核心预期差在于大家低估了本轮化债的决心及被动影响，参考国际经验，有效化债大概率依赖流动性宽松，通胀难以规避。随着“止跌回稳”表述的出现，我们需要从资产通胀的角度去理解房地产的见底，判断后续房地产或经历两阶段修复：1) 随着资产端通胀传导被动见底，若过度聚焦房地产政策本身或对第一阶段修复脱敏；2) 供需关系重构及房价回暖，此轮的地产供需关系或由以往的“全口径供给 VS 投资性需求+刚性需求”转化为“有效供给 VS 改善性需求”，房价涨跌由有效供给决定。近年新开工和拿地萎缩导致有效供需缺口从而构建价格回升的良性循环。

（1）水泥：全国 42.5 水泥平均价为 416.8 元/吨，环比上升 5.7 元/吨，同比上升 44.3 元/吨。（2）浮法玻璃：全国 5mm 浮法玻璃均价为 1463.8 元/吨，环比上升 122.5 元/吨，同比下降 727.1 元/吨。（3）光伏玻璃：2.0mm 镀膜均价为 12.3 元/平，环比不变，同比下降 6.5 元/平。3.2mm 镀膜均价为 20.3 元/平，环比下降 0.1 元/平，同比下降 7.0 元/平。（4）玻纤：无碱玻璃纤维纱均价为 4640.0 元/吨，环比下降 5.0 元/吨，同比上升 495.0 元/吨。电子纱均价为 9200.0 元/吨，环比不变，同比上升 1300.0 元/吨。（5）碳纤维：大丝束碳纤维均价为 72.5 元/千克，环比不变，同比下降 5.0 元/千克。小丝束碳纤维均价为 97.5 元/千克，环比不变，同比下降 18.5 元/千克。

我们建议关注三个方向：1) 估值直接反应信心的消费建材，现阶段重点关注曾经具备牛股记忆的细分赛道龙头，关注；2) 交易新周期起点的水泥，关注 H；3) 此外，我们继续推荐分子端确定性较高的景气赛道，关注。

1. 板块跟踪.....	5
1.1. 板块跟踪.....	5
1.2. 行业动态.....	6
2. 数据跟踪.....	7
2.1. 水泥：水泥价格仍在上涨，下周上涨或将结束.....	7
2.2. 浮法玻璃：玻璃价格上涨，部分产品扭亏.....	9
2.3. 光伏玻璃：整体成交一般，库存缓增.....	10
2.4. 玻璃纤维：市场价格弱势下行，刚需交投.....	11
2.5. 碳纤维：市场价格僵持维稳，盈利不佳.....	12
3. 风险提示.....	13

图表 1: 申万一级分类涨跌幅	5
图表 2: 板块指数涨跌幅	5
图表 3: 建材板块涨跌幅前五	5
图表 4: 全国水泥价格 (元/吨)	7
图表 5: 分大区水泥价格 (元/吨)	7
图表 6: 水泥价格环比 (元/吨)	7
图表 7: 水泥价格同比 (元/吨)	7
图表 8: 水泥库容比 (%)	8
图表 9: 分大区水泥库容比 (pct)	8
图表 10: 水泥库容比环比 (pct)	8
图表 11: 水泥库容比同比 (pct)	8
图表 12: 水泥出货率 (%)	8
图表 13: 分大区水泥出货率 (pct)	8
图表 14: 水泥出货率环比 (pct)	9
图表 15: 水泥出货率同比 (pct)	9
图表 16: 全国 5mm 浮法玻璃价格 (元/吨)	9
图表 17: 浮法玻璃期货价格及基差 (元/吨)	9
图表 18: 浮法玻璃全国 13 省库存 (万重箱)	10
图表 19: 浮法玻璃盈利 (元/吨)	10
图表 20: 2.0mm 镀膜光伏玻璃价格 (元/平方米)	10
图表 21: 3.2mm 光伏玻璃价格 (元/平方米)	10
图表 22: 光伏玻璃产能 (吨/天, %)	11
图表 23: 光伏玻璃库存天数 (天, %)	11
图表 24: 无碱玻璃纤维纱均价 (元/吨)	11
图表 25: 合股纱均价 (元/吨)	11
图表 26: 缠绕直接纱均价 (元/吨)	12
图表 27: 电子纱均价 (元/吨)	12
图表 28: 碳纤维价格 (元/千克)	12
图表 29: 碳纤维-丙烯腈价差 (元/千克)	12

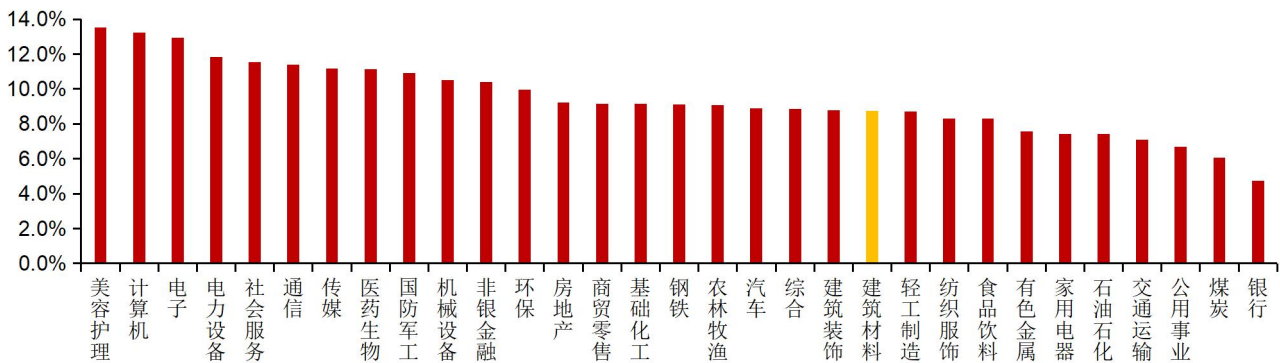
图表 30: PAN 基 T300 碳纤维盈利 (元/千克)	13
图表 31: 碳纤维企业周平均开工率 (%)	13
图表 32: 重点公司估值表	13

1. 板块跟踪

1.1. 板块跟踪

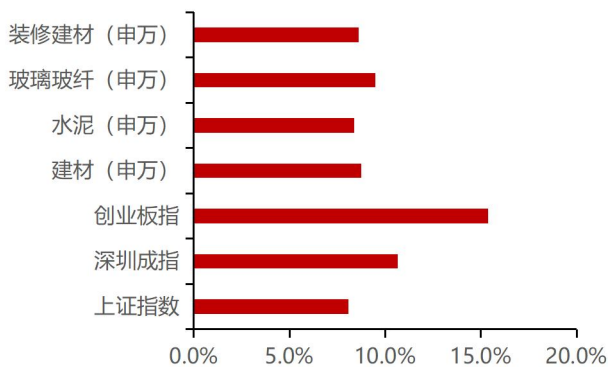
本周上证指数上升 8.1%、深证成指上升 10.7%、创业板指上升 15.4%，同期建筑材料指数（申万）上升 8.7%。建材行业细分领域中，水泥、玻璃玻纤、装修建材指数（申万）分别上升 8.4%、上升 9.5%、上升 8.6%。个股方面，涨跌幅前五的分别为：金刚光伏(+19.1%)、科创新材(+19.1%)、纳川股份(+17.9%)、科顺股份(+17.2%)、开尔新材(+14.8%)，涨跌幅后五的分别为：深天地 A(+0.0%)、万里石(+4.2%)、法狮龙(+4.9%)、南玻 B(+5.3%)、北新建材(+5.5%)。

图表 1：申万一级分类涨跌幅



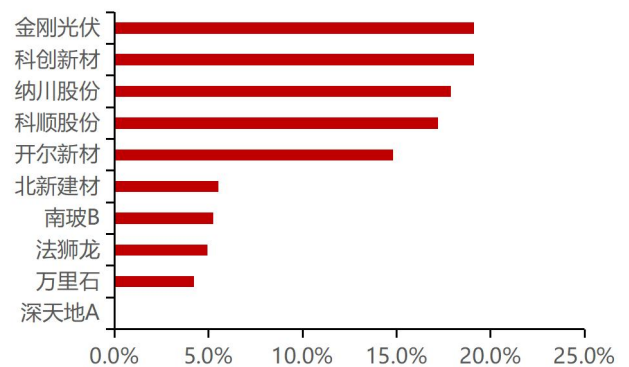
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：板块指数涨跌幅



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 3：建材板块涨跌幅前五



资料来源：Wind，华源证券研究所

1.2. 行业动态

- “银十”超“金九” 2007
据住房和城乡建设部

数据，今年 10 月商品房销售面积环比“银十”超“金九”。房地产市场历来有“金九银十”的说法，形容这个下半年的销售旺季。从环比数据能看出市场变化。10 月份全国新建商品房网签成交量环比增长 6.7%；二手房网签成交量环比增长 4.5%；新建商品房和二手房成交总量环比增长 5.8%。9 月份是三季度末月，房企会拼业绩冲销量。10 月份是四季度首月，一般会受 9 月份冲量的透支影响，今年“银十”超过“金九”十分罕见，是 2007 年起首次“银十”超过“金九”。
- “中国金融四十人论坛 10 月

28 日发布 2024 年第三季度宏观政策报告。报告认为，宏观政策进入了更加积极的状态，而政策的实施力度是未来几个季度宏观经济恢复能否加快的关键影响因素。报告建议，一方面，保持广义财政支出强度，2025 年适度提高财政赤字率，同时推出足够规模的地方隐性债务置换计划；另一方面，继续落实“有力度的降息”，降低真实利率水平，并适时将结构性货币政策工具的利率降至政策利率水平以下。此外，报告认为，稳定房地产行业，需缓解房地产企业当前面临的现金流压力。建议优化预收资金监管制度，提高房地产企业的可支配现金流。采用更为积极的“一企一策”的方式，尽快建立一套规范和有效的司法和解流程。
- 10.21-10.27 17
17%

具体来说，一线指数环比增长 16.54 点至 137.99，二线成交指数环比增长 7.83 点至 66.31，三四线成交指数环比下降 17.61 点至 119.03。
- 10.21-10.27
周

内土地成交规模延续上行，溢价率水平持续低位。重点城市本周监测供应建筑面积 1299 万平方米，环比上升 64%，成交建筑面积 712 万平方米，环比上升 15%。市场热度方面，本周平均溢价率 1.6%，环比上升 0.3 个百分点，流拍率 9.2%，环比上升 4.7 个百分点。
- 10.21-10.27 14
2%

14 个重点监测城市二手房成交面积 194.5 万平方米，环比下降 2%，同比增长 8%，较今年周平均值增长 28%。成交套数总计 20351 套，环比下降 2%，同比增长 12%。环比来看，近 7 成城市成交继续回升，成都、苏州保持强劲增势，环比增幅超过 10%，北京、深圳在高基数的基础上，成交分别继续增长 8%、5%。同比来看，6 城以上城市成交规模高于去年同期。

2. 数据跟踪

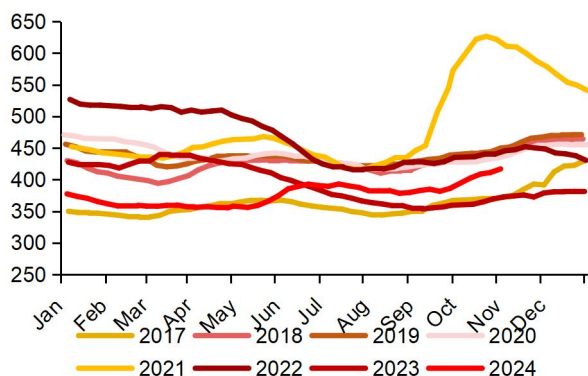
2.1. 水泥：水泥价格仍在上涨，下周上涨或将结束

1) 全国 42.5 水泥平均价为 416.8 元/吨，环比上升 5.7 元/吨，同比上升 44.3 元/吨。环比上升地区是东北、华东、中南、西南；

2) 全国水泥库容比为 66.8%，环比上升 0.6pct，同比下降 5.8pct。环比上升地区是华北、东北、中南、西北，环比下降地区是华东、西南；

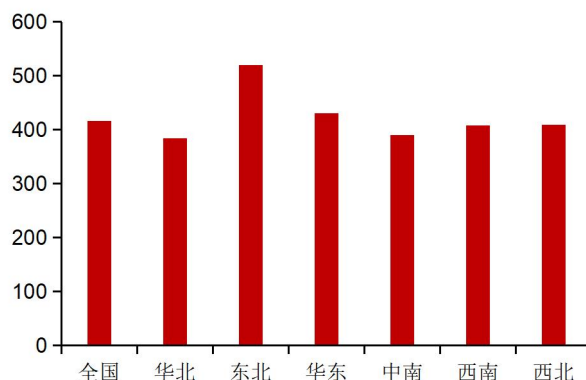
3) 水泥出货率为 51.0%，环比下降 3.4pct，同比下降 8.7pct。环比下降地区是东北、华东、中南、西南、西北。

图表 4：全国水泥价格（元/吨）



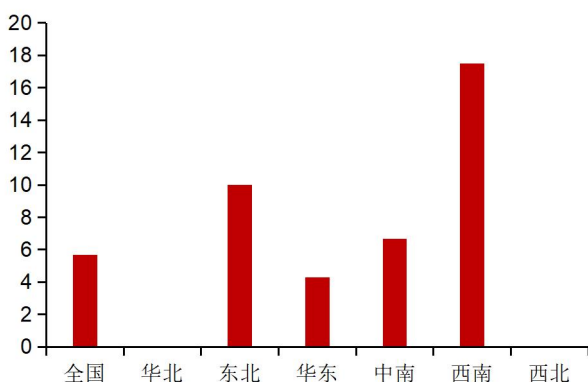
资料来源：数字水泥网，华源证券研究所

图表 5：分大区水泥价格（元/吨）



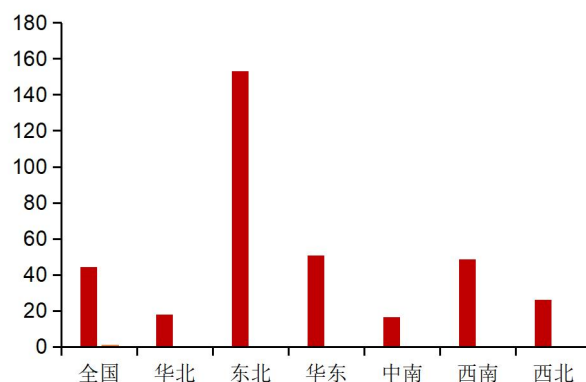
资料来源：数字水泥网，华源证券研究所

图表 6：水泥价格环比（元/吨）



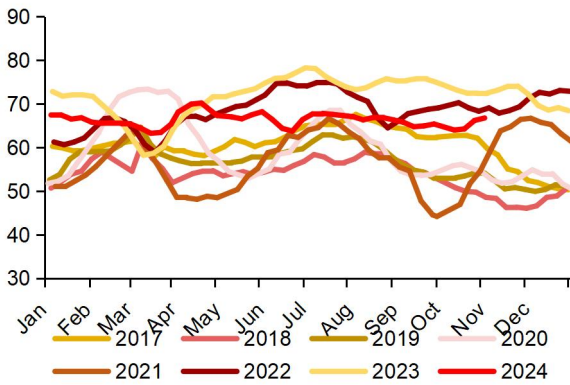
资料来源：数字水泥网，华源证券研究所

图表 7：水泥价格同比（元/吨）



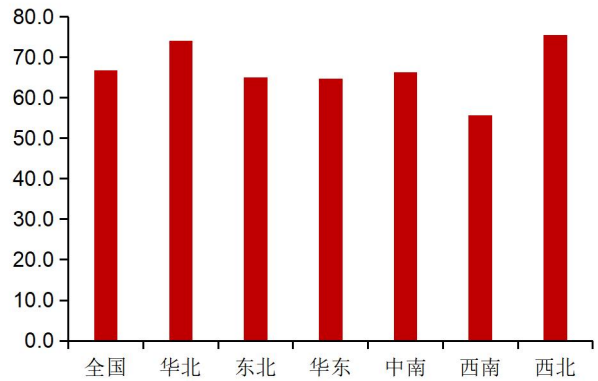
资料来源：数字水泥网，华源证券研究所

图表 8: 水泥库容比 (%)



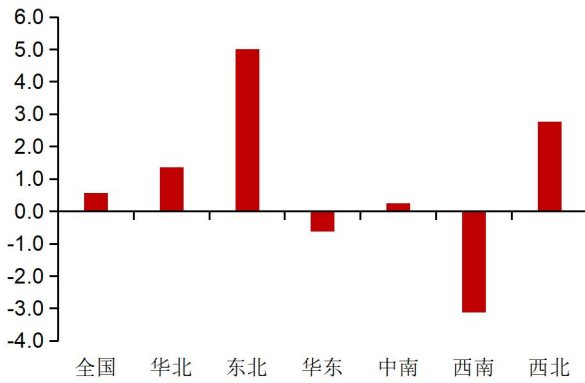
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究所

图表 9: 分大区水泥库容比 (pct)



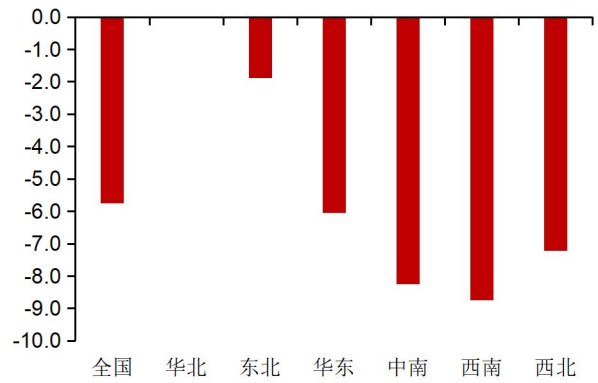
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究所

图表 10: 水泥库容比环比 (pct)



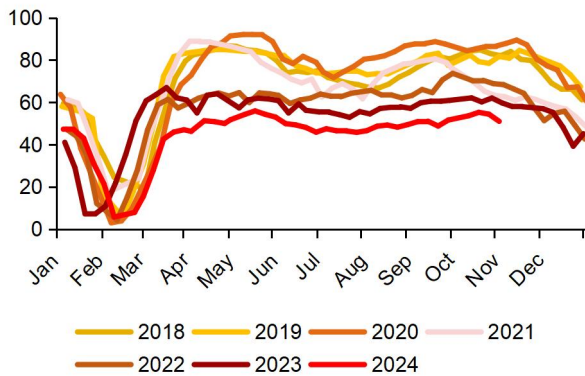
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究所

图表 11: 水泥库容比同比 (pct)



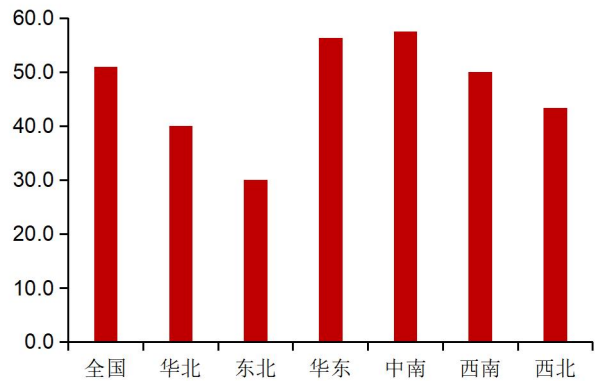
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究所

图表 12: 水泥出货率 (%)



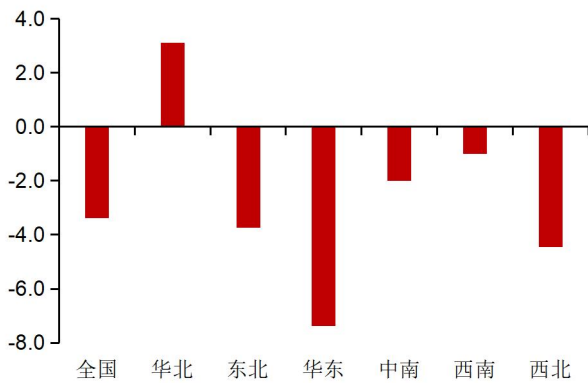
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究所

图表 13: 分大区水泥出货率 (pct)



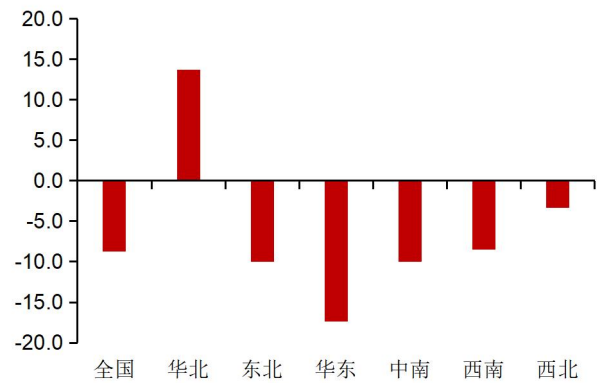
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究所

图表 14: 水泥出货率环比 (pct)



资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究所

图表 15: 水泥出货率同比 (pct)



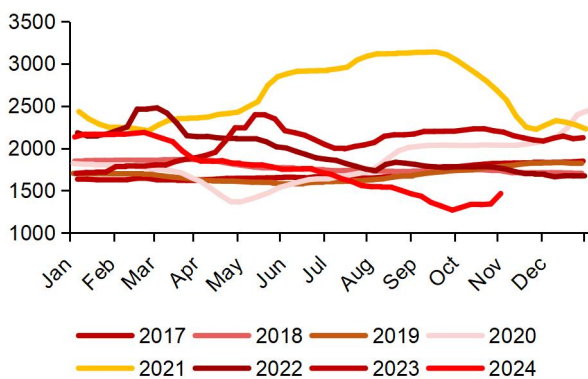
资料来源: 数字水泥网, 华源证券研究所

2.2. 浮法玻璃: 玻璃价格上涨, 部分产品扭亏

1) 全国 5mm 浮法玻璃均价为 1463.8 元/吨, 环比上升 122.5 元/吨, 同比下降 727.1 元/吨。环比上升地区是华北、华中、华东、华南、西南、东北、西北;

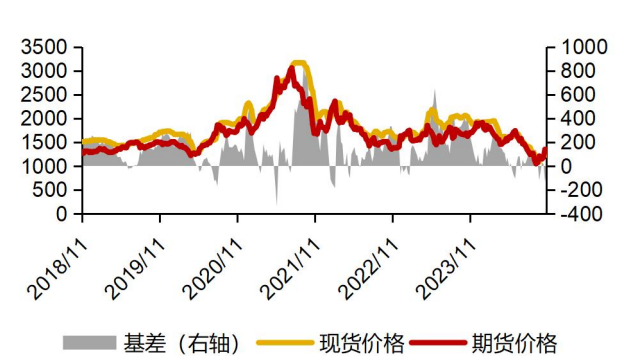
2) 全国重点 13 省生产企业库存总量为 4588 万重箱, 环比下降 9.3%, 同比上升 11.9%。环比下降地区是河北、山东、江苏、浙江、安徽、广东、福建、湖北、湖南、四川、山西、陕西、辽宁。

图表 16: 全国 5mm 浮法玻璃价格 (元/吨)



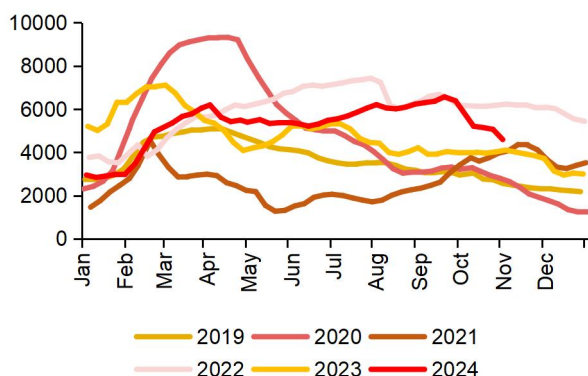
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 17: 浮法玻璃期货价格及基差 (元/吨)



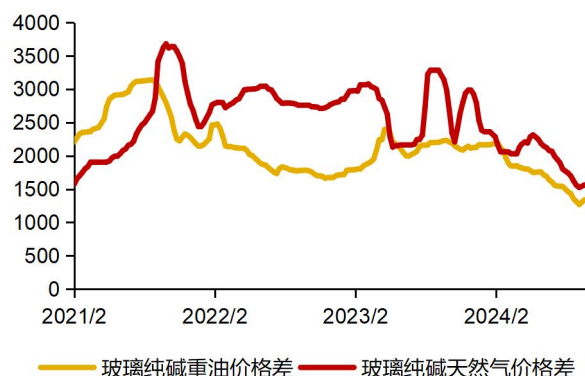
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 18: 浮法玻璃全国 13 省库存 (万重箱)



资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 19: 浮法玻璃盈利 (元/吨)

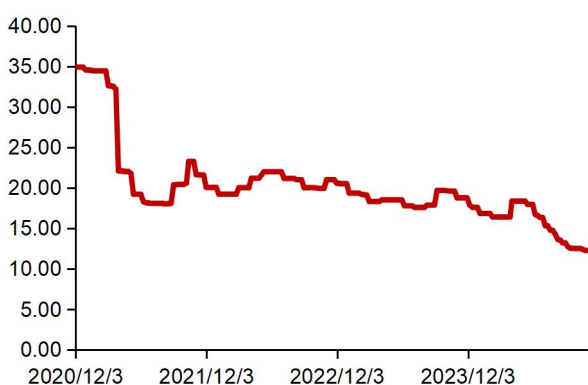


资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

2.3. 光伏玻璃: 整体成交一般, 库存缓增

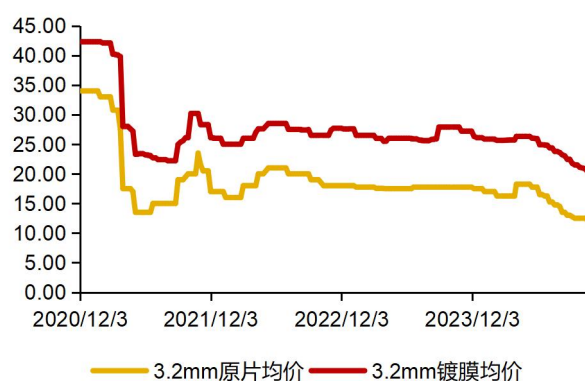
- 1) 2.0mm 镀膜均价为 12.3 元/平, 环比不变, 同比下降 6.5 元/平; 3.2mm 原片均价为 12.3 元/平, 环比不变, 同比下降 5.5 元/平; 3.2mm 镀膜均价为 20.3 元/平, 环比下降 0.1 元/平, 同比下降 7.0 元/平;
- 2) 全国光伏玻璃在产生产线共计 481 条, 日熔量合计 102370 吨/日, 环比下降 0.9%, 同比上升 7.4%;
- 3) 光伏玻璃库存天数为 38.31 天, 环比上升 0.7%, 同比上升 95.0%。

图表 20: 2.0mm 镀膜光伏玻璃价格 (元/平方米)



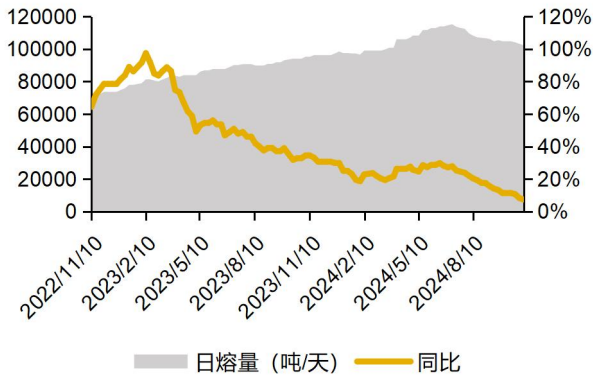
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 21: 3.2mm 光伏玻璃价格 (元/平方米)



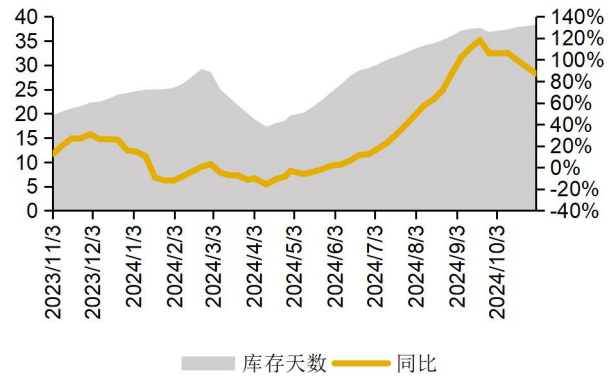
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 22: 光伏玻璃产能 (吨/天, %)



资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 23: 光伏玻璃库存天数 (天, %)

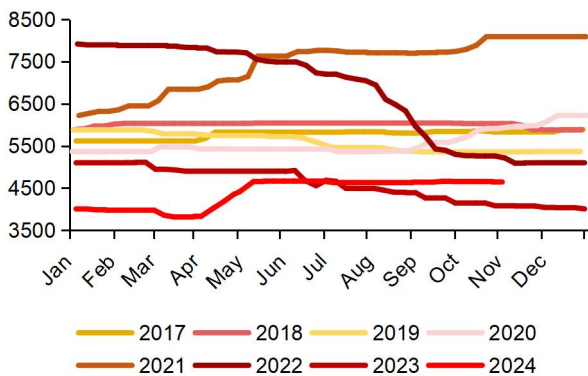


资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

2.4. 玻璃纤维: 市场价格弱势下行, 刚需交投

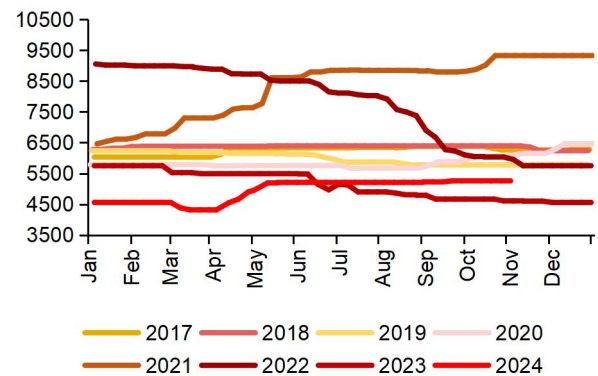
- 1) 无碱玻璃纤维纱均价为 4640.0 元/吨, 环比下降 5.0 元/吨, 同比上升 495.0 元/吨;
- 2) 合股纱均价为 5275.0 元/吨, 环比上升 16.7 元/吨, 同比上升 608.3 元/吨;
- 3) 缠绕直接纱均价为 3687.5 元/吨, 环比下降 37.5 元/吨, 同比上升 325.0 元/吨;
- 4) 电子纱均价为 9200.0 元/吨, 环比不变, 同比上升 1300.0 元/吨。

图表 24: 无碱玻璃纤维纱均价 (元/吨)



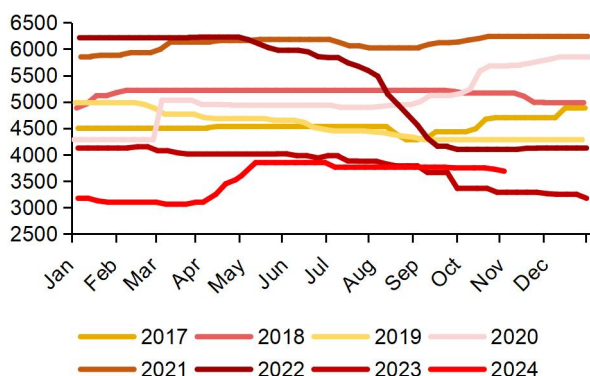
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 25: 合股纱均价 (元/吨)



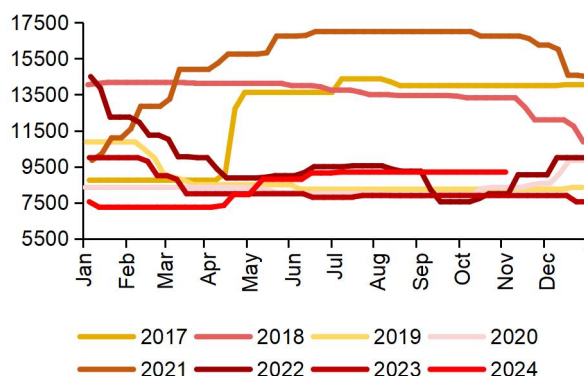
资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 26: 缠绕直接纱均价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 27: 电子纱均价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

2.5. 碳纤维: 市场价格僵持维稳, 盈利不佳

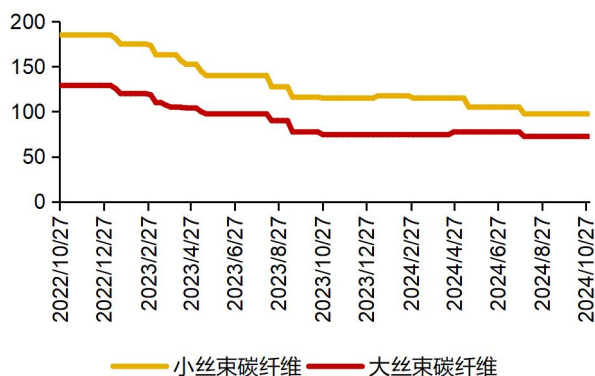
1) 大丝束碳纤维均价为 72.5 元/千克, 环比不变, 同比下降 5.0 元/千克, 小丝束碳纤维均价为 97.5 元/千克, 环比不变, 同比下降 18.5 元/千克;

2) 大丝束碳纤维-丙烯腈价差为 48.18 元/千克, 环比下降 0.19 元/千克, 同比上升 0.37 元/千克, 小丝束碳纤维-丙烯腈价差为 70.30 元/千克, 环比下降 0.19 元/千克, 同比下降 13.35 元/千克;

3) PAN 基 T300-24K 碳纤维盈利-8.11 元/千克, 环比下降 0.38 元/千克, 同比下降 0.57 元/千克, PAN 基 T300-12K 碳纤维盈利 1.89 元/千克, 环比下降 0.38 元/千克, 同比上升 1.42 元/千克;

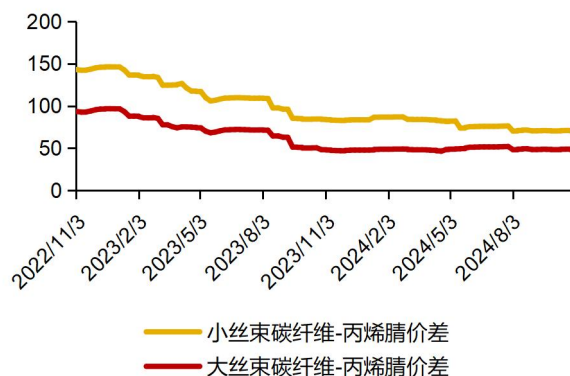
4) 碳纤维企业平均开工率为 47.59%, 环比不变, 同比上升 4.50pct。

图表 28: 碳纤维价格 (元/千克)

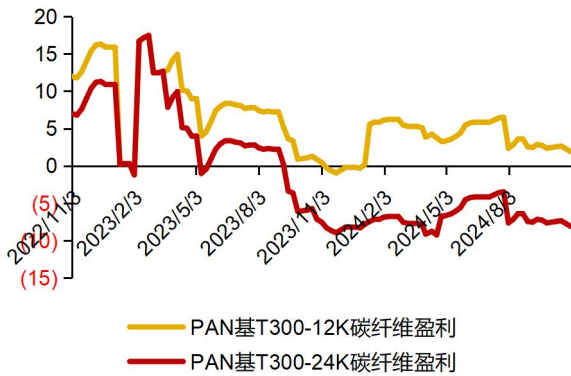


资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

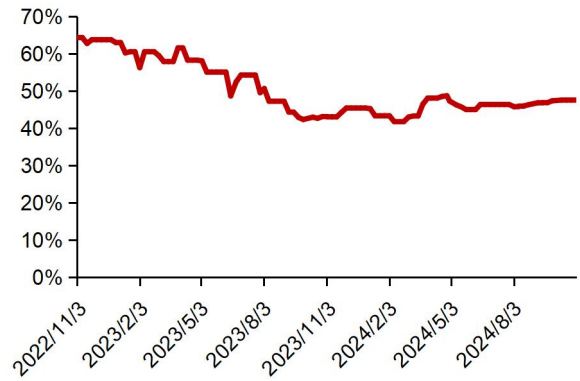
图表 29: 碳纤维-丙烯腈价差 (元/千克)



资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 30: PAN 基 T300 碳纤维盈利 (元/千克)


资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

图表 31: 碳纤维企业周平均开工率 (%)


资料来源: 卓创资讯, 华源证券研究所

3. 风险提示

逆周期调节背景下, 经济有望企稳回升, 但仍存在不确定性。

化债有望推动地产产业链重回正常轨道, 但具体落地力度仍有不确定性。

地产政策边际宽松, 但整体复苏程度仍然较弱, 地产需求仍有不确定性。

图表 32: 重点公司估值表

		2024/11/01		EPS			PE			PB
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000401.SZ	冀东水泥	5.58	148	0.06	0.20	0.31	89	28	18	0.5
000786.SZ	北新建材	32.98	557	2.58	2.97	3.30	13	11	10	2.3
000877.SZ	天山股份	5.70	405	0.04	0.22	0.31	140	26	18	0.5
002372.SZ	伟星新材	14.96	238	0.85	0.94	1.05	18	16	14	5.3
002641.SZ	公元股份	4.56	56	0.29	0.32	0.35	16	14	13	1.0
002791.SZ	坚朗五金	31.01	110	0.99	1.29	1.58	31	24	20	1.9
002798.SZ	帝欧家居	3.99	15	0.37	0.79	-	11	5	-	0.8
003012.SZ	东鹏控股	6.72	79	0.59	0.65	0.76	11	10	9	1.0
600176.SH	中国巨石	11.76	471	0.60	0.78	0.95	19	15	12	1.7
600585.SH	海螺水泥	26.14	1385	1.58	1.76	1.91	17	15	14	0.8
600720.SH	中交设计	9.99	206	0.90	0.97	1.06	11	10	9	1.7
601636.SH	旗滨集团	6.37	171	0.58	0.69	0.81	11	9	8	1.3
603737.SH	三棵树	39.47	208	1.06	1.45	1.83	37	27	22	8.1
603378.SH	亚士创能	7.40	32	0.24	0.35	0.57	31	21	13	1.9
301058.SZ	中粮科工	10.69	55	0.52	0.61	0.71	21	17	15	2.7
605598.SH	上海港湾	20.63	51	0.90	1.22	1.57	23	17	13	2.9
600552.SH	凯盛科技	12.57	119	0.19	0.27	0.37	68	47	34	2.9

资料来源: Wind, 华源证券研究 (重点公司盈利预测均使用 Wind 一致预期)

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。