

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

格局逐步优化，期待“止跌回稳” ——建材行业2025年中期策略报告

建材行业 强于大市（维持）

证券分析师

郑南宏 投资咨询资格编号：S1060521120001

杨 侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

2025年6月29日

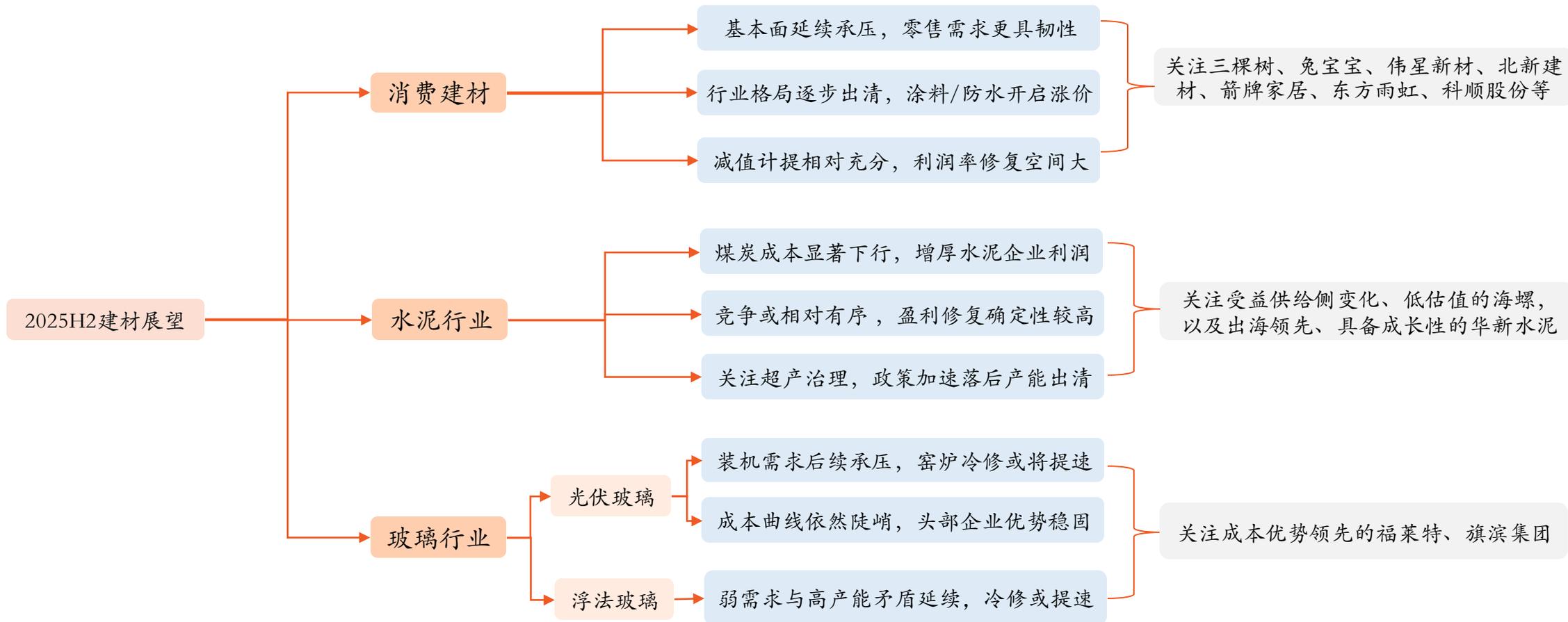
请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资要点

- **下游地产：“止跌回稳”仍不牢固，“好房子”去化良好。**上半年楼市延续弱修复、房价降幅收窄，但二季度重点城市成交放缓，整体看市场仍在调整过程中，各地库存周期偏长、居民收入预期偏弱，后续政策持续呵护仍有必要，包括加速推动收储、城市更新等政策落地，进一步降低实际房贷利率等。值得关注的是，得益于新建住房品质提升、位置更佳等，“好房子”去化维持良好。
- **消费建材：价格竞争趋于缓和，涂料防水开启涨价。**消费建材需求中新房装修占比偏高，地产开竣工下行仍是拖累、后续需求或仍承压。积极因素一是零售市场受益房屋翻新需求与客单值高，需求韧性相对更强；二是行业格局正优化出清，2025年部分行业价格战缓和，防水、涂料陆续宣布涨价，加上减值计提较为充分，利润率有望逐步修复；三是后续政策支持有望带来产业链的情绪提振。过去依靠大型房企集采实现工程端大幅增长的阶段已经过去，当前头部企业已形成供应链生产、规模化、品牌、渠道等优势，未来有望强者恒强。
- **水泥行业：盈利修复确定性较高，关注政策端去产能。**上半年水泥价格涨跌反复，需求端相对偏弱，错峰协同亦存在一定波折。考虑煤炭成本显著下滑，且中央明确“反内卷”背景下、行业竞争或相对有序，水泥盈利中枢或将优于2024年。中长期看水泥行业重返供需平衡，需要政策端去产能与整合并购加速。当前产业政策包括节能降碳、超产治理、碳交易，后续重点跟踪水泥超产落实与产能出清进展。
- **玻璃行业：地产与光伏需求承压，窑炉冷修或将提速。**上半年光伏玻璃价格先升后降，行业重新面临普遍亏损乃至亏现。上半年新能源政策出台导致光伏抢装潮出现，下半年装机规模或将回落、需求端不容乐观。预计后续光伏玻璃企业将通过封堵窑口、增加窑炉冷修来压降产能，对玻璃价格形成一定支撑。但具备复产价值的冷修窑炉与点火条件的新建窑炉总体规模不低，行业供需平衡彻底恢复仍需时间，另外也需关注浮法玻璃对光伏玻璃替代效应。上半年浮法玻璃价格小幅下滑，需求走弱与产能偏高矛盾犹在，后续价格总体或偏弱。
- **投资建议：**考虑一是中央明确地产要“止跌回稳”、后续政策支持仍然可期，有望提振产业链信心，二是涂料、防水、水泥等行业供给侧出现积极变化，印证行业格局逐步优化、利润率或渐迎修复，三是板块估值与持仓降至历史低位，维持建材行业“强于大市”评级。其中，消费建材方面建议关注三棵树、兔宝宝、伟星新材、北新建材、东方雨虹、科顺股份、箭牌家居、坚朗五金；水泥方面，行业盈利有望同比改善、政策正加速产能出清，关注低估值、高股息以及出海逻辑的海螺水泥、华新水泥；玻璃方面关注旗滨集团、福莱特。
- **风险提示：**1) 地产销售修复或基建需求落地低于预期的风险；2) 建材行业格局出清速度低于预期风险；3) 原材料、燃料价格上涨的风险；4) 应收账款回收不及时与资产减值风险。

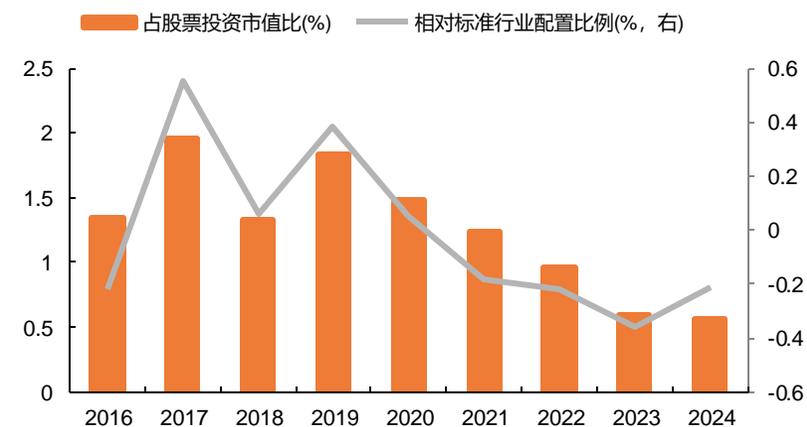
投资逻辑图



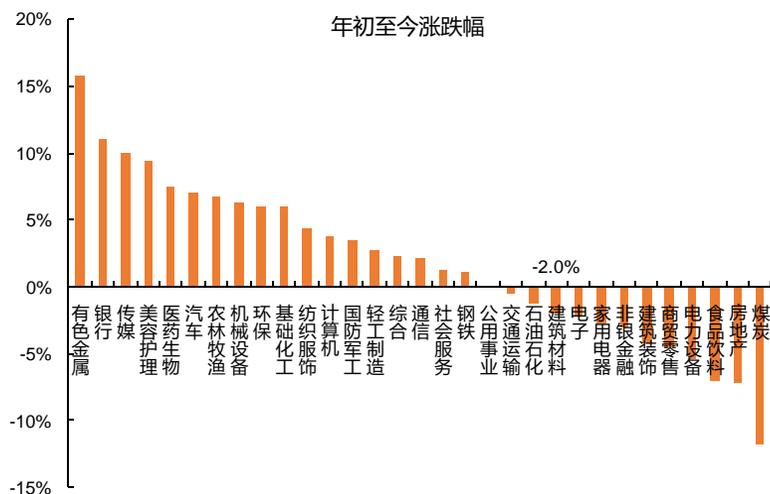
引言

- 截至2025/6/17，申万建筑材料板块累计下跌2%，跑输沪深300指数（-1.6%），在31个申万行业中排名第22。
- 分板块股价看，玻纤、涂料板块表现相对良好。从建材基本面看，2025Q1各板块表现分化，水泥、玻纤、涂料行业受益年初提价与原材料成本下行，2025Q1业绩实现同比增长，玻璃、防水、管材等行业延续弱势。

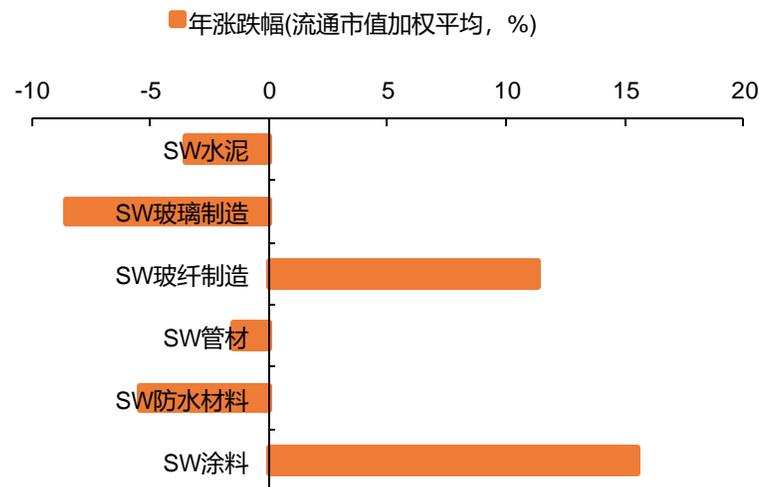
2024年末公募基金持仓中建材（申万分类）再创新低



建材板块股价表现落后（截至6/17）



分板块股价表现



建材各细分板块业绩情况

	2024年营收合计同比 (%)	2024年归母净利润合计同比 (%)	2025Q1营收合计同比 (%)	2025Q1归母净利润合计同比 (%)
SW水泥	-16.3	-43.6	-0.2	59.1
SW玻璃制造	-11.6	-93.2	-19.5	-56.2
SW玻纤制造	-2.1	-47.0	25.2	165.7
SW耐火材料	1.1	-21.8	-3.2	6.2
SW管材	-5.6	-36.4	-10.0	-52.9
SW其他建材	1.7	-6.7	-1.6	-1.7
SW防水材料	-14.5	-119.7	-14.7	-41.3
SW涂料	-9.2	-98.9	-5.4	136.3

资料来源：Wind，平安证券研究所

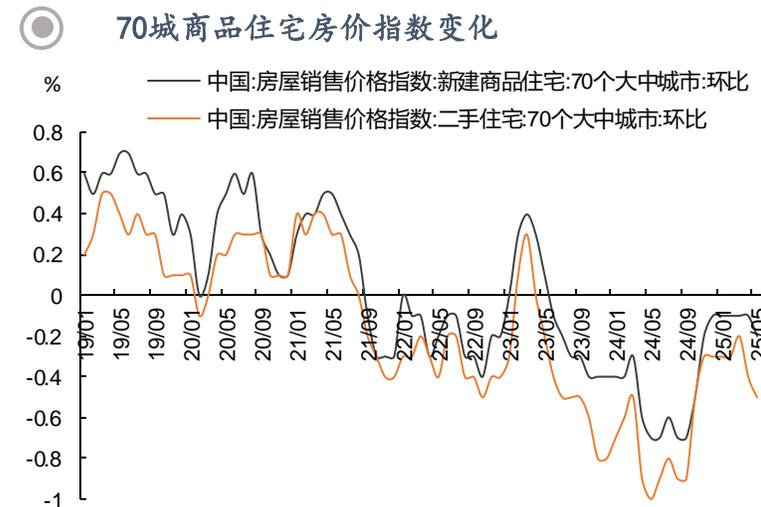


目录CONTENTS

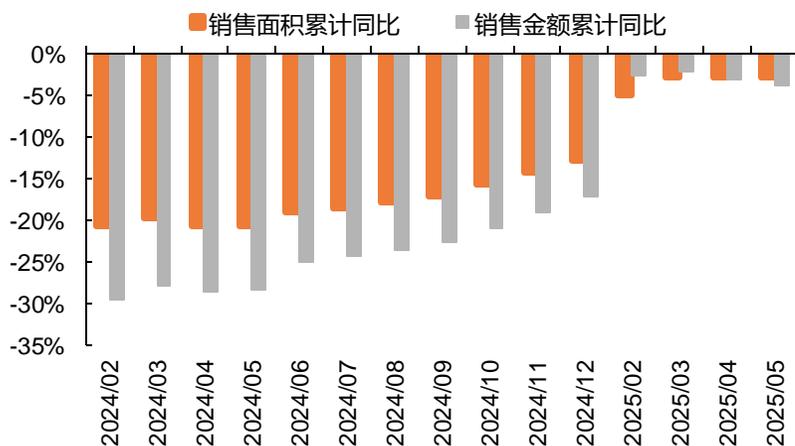
- 下游地产：“止跌回稳”仍不牢固，好房子去化良好
- 消费建材：价格竞争趋于缓和，涂料防水开启涨价
- 水泥行业：盈利修复确定性高，关注政策端去产能
- 玻璃行业：地产与光伏需求承压，窑炉冷修或将提速
- 投资建议及风险提示

1.1 上半年楼市延续弱修复，房价下行趋势放缓

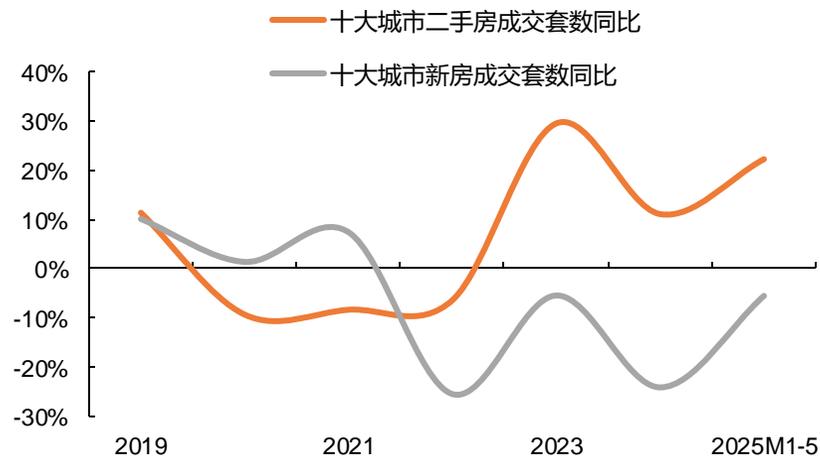
- 2025年上半年楼市整体延续弱修复，1-5月全国商品房销售面积同比降2.9%，降幅较2024年全年收窄10pct。从结构上看，一线城市成交好于二三线，二手房成交好于一手房，十大城市前5月二手房成交同比增长22.2%，好于同期新房（-5.5%），一二手房合计成交同比增长10.1%。
- 从房价走势来看，自2024年四季度来看，各线城市房价环比降幅有所放缓，其中一线城市表现好于二三线，新房表现好于二手房。
- 从二季度看，受政策效应减弱及季节性效应影响，4、5月重点城市成交有所放缓。整体来看，当前房地产市场仍在调整过程中，市场信心仍在修复，市场供求关系仍待改善。



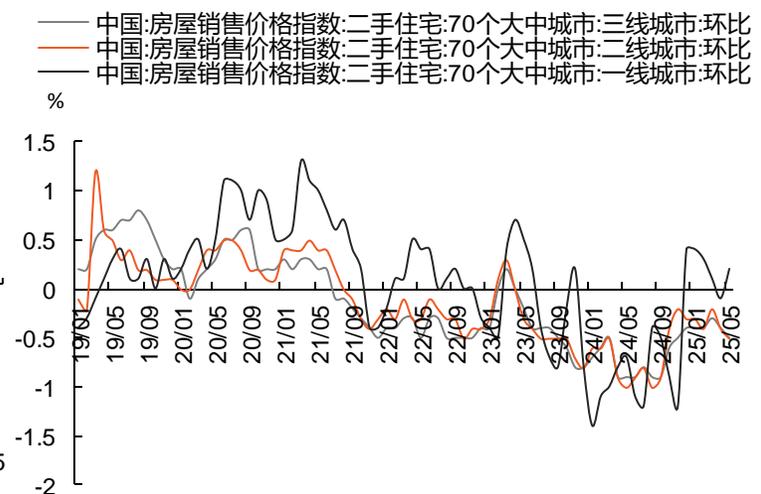
2025年以来全国商品房销售累计降幅明显收窄



2025年前5月十大城市二手房成交增速优于新房



各线城市商品住宅房价指数变化

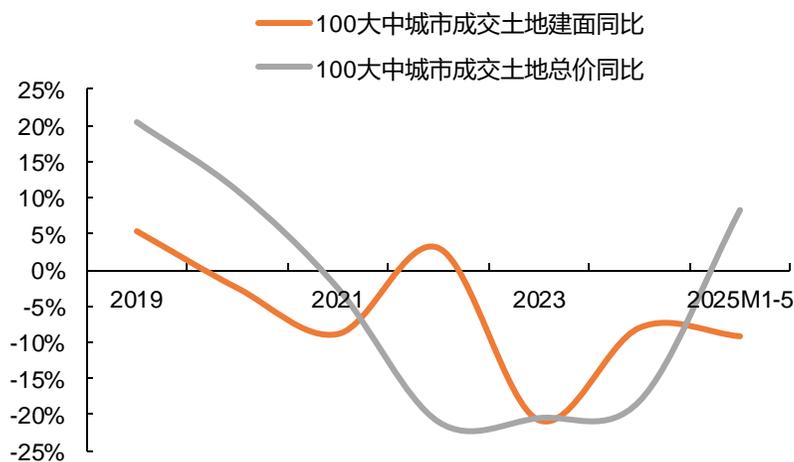


资料来源: Wind, 平安证券研究所

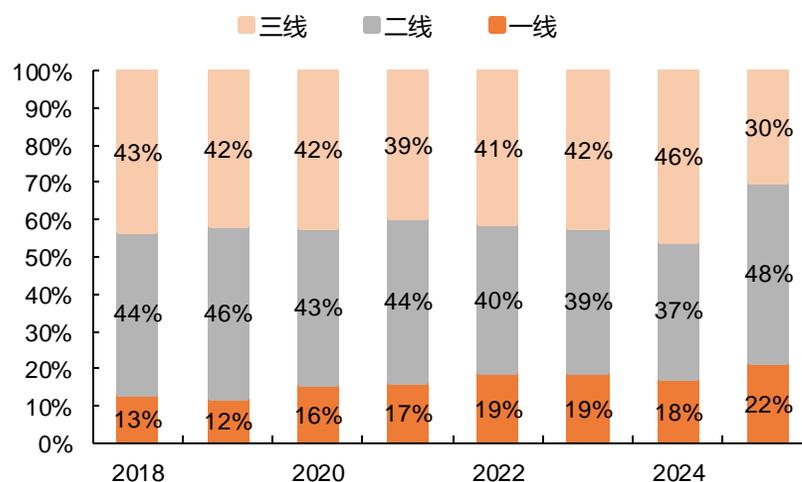
1.2 新房供应不足制约成交，品质提升促使去化维持良好

- 从新房销售看，由于全国土拍成交持续下滑、新房供应不足制约成交；但得益于新入市楼盘的品质提升、位置区域佳，上半年去化率维持良好。据CRIC调研，30个重点城市5月平均开盘去化率为39%，同比上升12pcts，与2023年高峰基本持平。各地新项目入市销量显著优于传统项目，“好房子”更加受到消费者青睐。
- 2023年以来中央及住建部曾在多次会议中表态，当下人民对住房要求已从“有没有”转向“好不好”；2025年“好房子”概念首次写入政府工作报告；2025年3月住建部发布《住宅项目规范》，对层高、电梯、隔音、绿化、适老化设施等做出明确要求。从地方层面看，2024H1多地发布住宅品质新规，包括取消70/90套型限制、优化容积率计算规则、鼓励发展第四代空间建筑、放宽层高限制、放松建筑密度、优化飘窗和设备平台管控要求等。

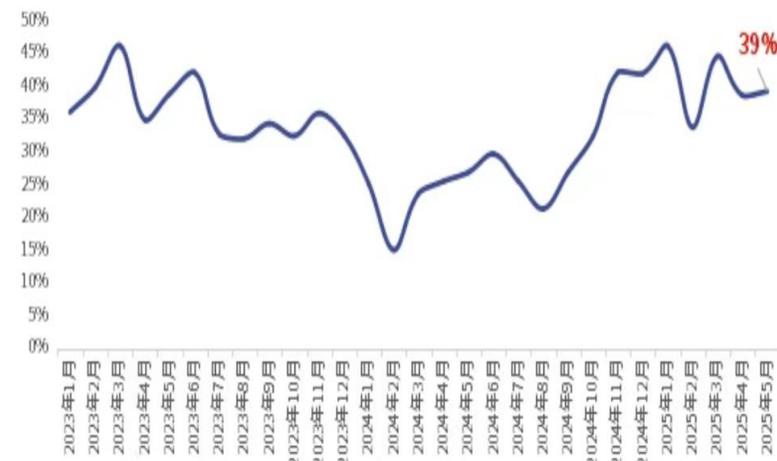
2025年前5月百城土地成交面积延续下滑



2025年前5月百城一二线土地成交总价占比提高



29个典型城市2023年1月以来平均去化率

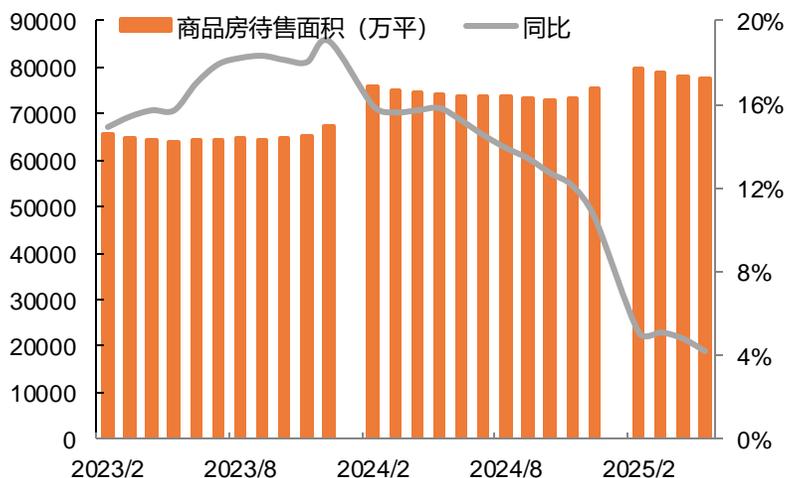


资料来源：Wind，克而瑞，平安证券研究所

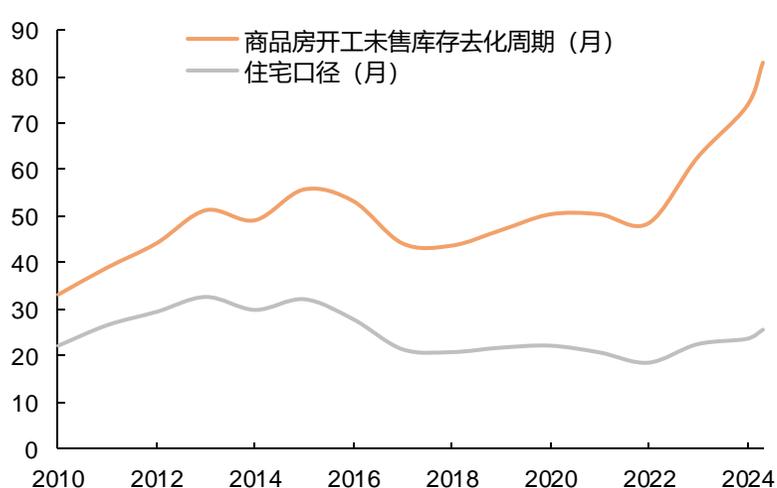
1.3 楼市“止跌回稳”基础仍不牢固，库存高企等堵点犹在

- 往后看，楼市“止跌回稳”基础仍不牢固，包括各地新房与二手房库存去化周期偏长、购房者收入预期偏弱，市场总体供求关系仍待改善，预计存量未售的新房及二手房短期仍存去化压力。
- 从政策层面看，2025年政策整体延续2024年以来“促进楼市止跌回稳”总基调，针对有效需求不足、存量库存较高等堵点，从供需两端持续发力。1) 需求端强调因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力、同时优化存量商品房收购政策、降低公积金及商贷利率；2) 供给端，合理控制新增房地产用地供应，加大高品质住宅供给、推动好房子建设。后续政策持续呵护仍有必要，一方面仍需加速推动收储、城市更新等政策落地，另一方面需进一步降低实际房贷利率，减轻居民置业压力。

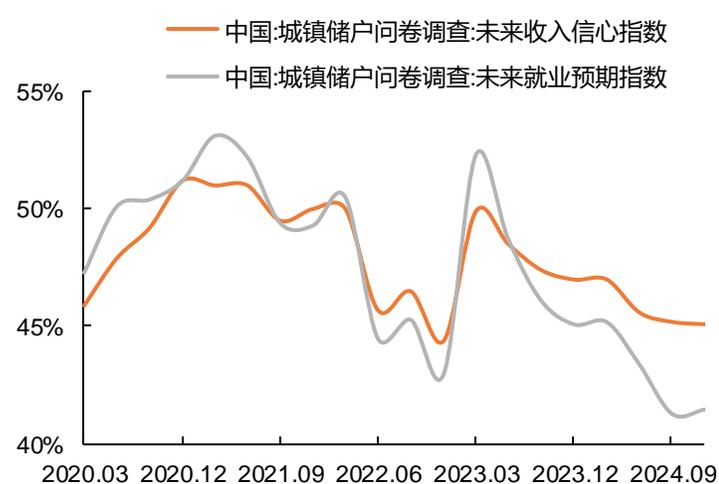
全国商品房待售面积维持高位



全国商品房已开工未售口径库存去化周期偏长



城镇居民收入信心指数偏低

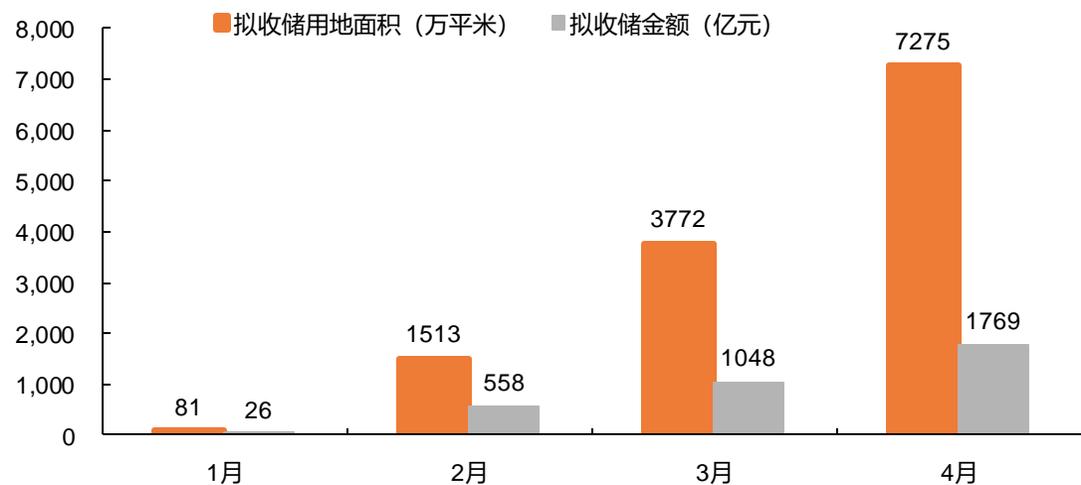


资料来源：Wind，平安证券研究所

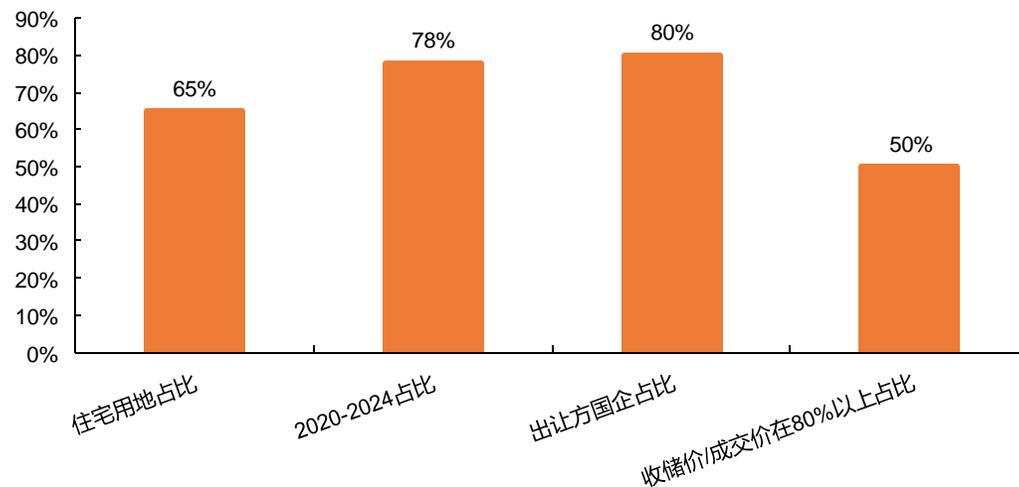
1.4 专项债收地进展加速，有助于降低广义库存

- 上半年各地专项债收地持续加速。根据中指统计，截至5月20日，各地公示拟使用专项债收回收购存量闲置土地接近3000宗，总面积超1.33亿平方米，其中广东、湖南、福建等省市已完成部分专项债发行，发债金额接近550亿元，约占拟收储金额比重15%。从收购地块特征来看，65%的地块为住宅用地、约78%的地块成交时间集中在2020-2024年、80%的拟收储土地归属于地方国企、约50%拟收储价格与成交价比值在0.8-1.0之间。

2025年各地拟使用专项债收购存量限制土地规模逐月上升



主要收储地块主要特点





目录 CONTENTS

● 下游地产：“止跌回稳”仍不牢固，好房子去化良好

● 消费建材：价格竞争趋于缓和，涂料防水开启涨价

● 水泥行业：盈利修复确定性高，关注政策端去产能

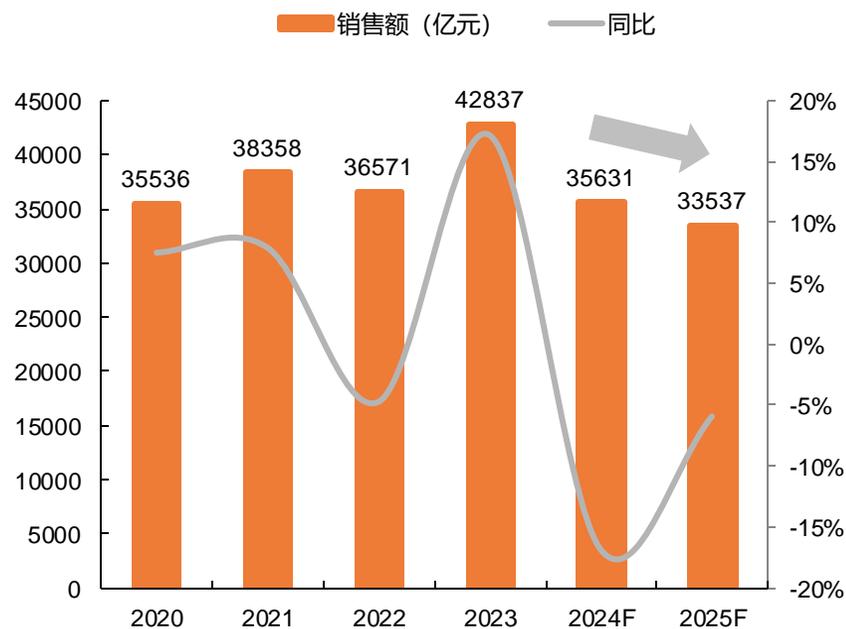
● 玻璃行业：地产与光伏需求承压，窑炉冷修或将提速

● 投资建议及风险提示

2.1 消费建材需求中新房装修占比偏高，地产开竣工下行仍是拖累

- 消费建材下游应用领域以房地产为主，新房装修需求占比仍高，尤其是防水、家装管材、瓷砖、建筑五金等。2022年以来房地产新开工、竣工面积下滑，导致消费建材需求持续承压。往后看，考虑地产开工、竣工仍然承压，消费建材需求端总体难言乐观。但是，地产销售作为需求端的领先指标，后续降幅有望收窄，缓解市场对于远期需求端担忧。

近两年我国家装市场规模呈现下滑（来自奥维云网）



2025Q1多数消费建材公司业绩延续下滑

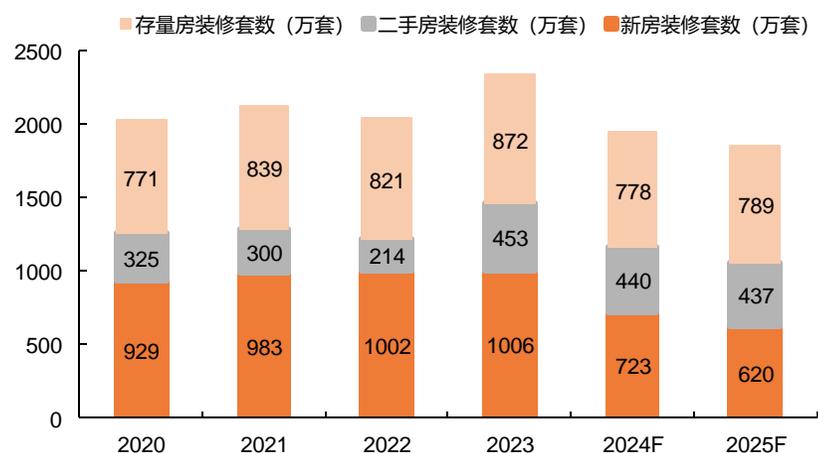
行业	公司	2024年营收 (亿元)	2024年归母净利润 (亿元)	2025Q1营收 (亿元)	2025Q1归母净利润 (亿元)	2024年营收同比 (%)	2025Q1营收同比 (%)	2024年归母净利润同比 (%)	2025Q1归母净利润同比 (%)
防水	东方雨虹	280.6	1.1	59.5	1.9	-14.5	-16.7	-95.2	-44.7
	科顺股份	68.3	0.4	14.0	0.4	-14.0	-6.1	113.1	-23.2
	凯伦股份	23.8	-5.4	4.7	0.1	-15.0	-11.8	-2,479.5	-15.9
管材	伟星新材	62.7	9.5	9.0	1.1	-1.8	-10.2	-33.5	-25.9
	公元股份	66.0	1.9	11.7	-0.4	-11.6	-5.6	-47.5	-360.2
涂料	三棵树	121.1	3.3	21.3	1.1	-3.0	3.1	91.3	123.3
	亚士创能	20.5	-3.3	1.0	-0.9	-34.0	-64.8	-647.2	-13.3
石膏板	北新建材	258.2	36.5	62.5	8.4	15.1	5.1	3.5	2.5
五金	坚朗五金	66.4	0.9	12.1	-0.4	-14.9	-11.7	-72.2	11.5
板材	兔宝宝	91.9	5.9	12.7	1.0	1.4	-14.3	-15.1	14.2
	蒙娜丽莎	46.3	1.2	6.9	-0.6	-21.8	-16.1	-53.1	-715.3
瓷砖	东鹏控股	64.7	3.3	9.9	-0.3	-16.8	-1.7	-54.4	-164.4
	箭牌家居	71.3	0.7	10.5	-0.7	-6.8	-7.5	-84.3	19.1

资料来源：Wind，奥维地产大数据，奥维云网推总《2024年中国家装市场蓝皮书》，平安证券研究所

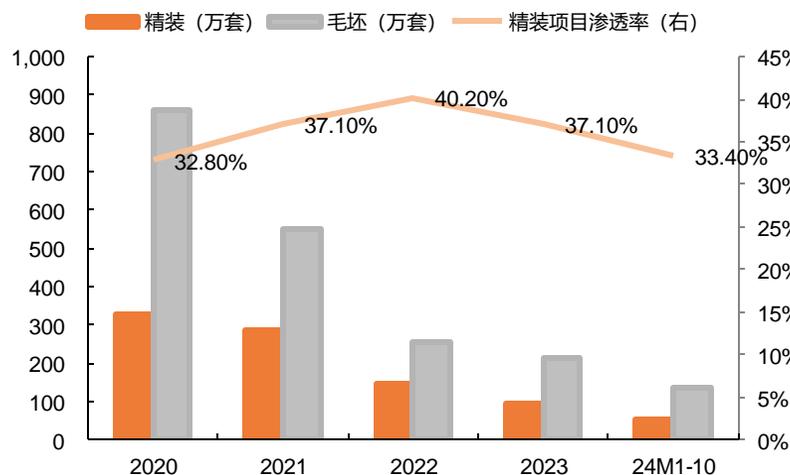
2.2 零售市场相对更具韧性，受益于翻新需求与高客单值

- 相较于地产工程市场，零售建材市场下行压力相对较小、中长期看需求更具韧性。
- 一方面，近年来全国二手房交易大幅增加、房屋重装需求释放，一定程度对冲新房装修需求下滑。同时，年初以来多地扩大消费品以旧换新支持范围，将住房装修改造纳入补贴范围，涉及智能马桶、涂料、板材、瓷砖、水管、吊顶等建材产品。补贴力度方面，例如深圳在《关于印发2025年超长期特别国债资金加力扩围支持消费品以旧换新实施方案的通知》提出针对旧房装修与厨卫改造，补贴标准为产品销售价格的15%-20%，单个消费者累计获补贴金额最高不超过2万元。
- 另一方面，建材零售客单值显著高于工程业务，精装修渗透率下滑导致部分工程转零售。据奥维云网，以项目个数计算，2024年1-10月精装项目渗透率33.4%，较2023年全年下降3.7pct，连续2年下滑。部分建材产品需求将从地产工程端转向居民零售端，带动建材客单值提升。以三棵树为例，2024年公司家装墙面漆为6.06元/千克，是工程墙面漆（3.52元/千克）的1.7倍。

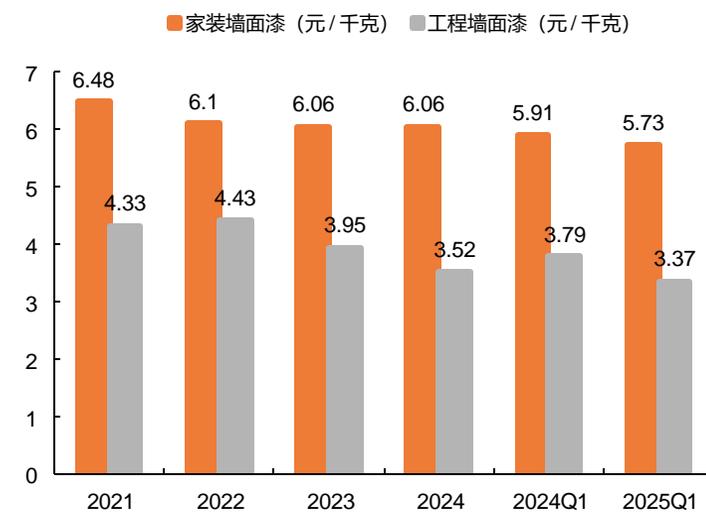
近年全国房屋装修中结构变化（来自奥维云网）



奥维云网监测显示新开盘项目精装修渗透率持续下滑



三棵树家装墙面漆均价大幅高于工程墙面漆

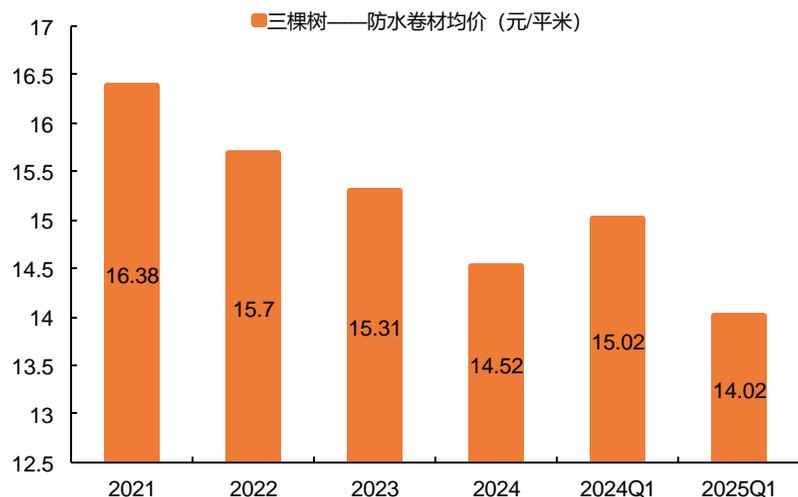


资料来源：Wind，公司公告，奥维云网推总《2024年中国家装市场蓝皮书》，平安证券研究所

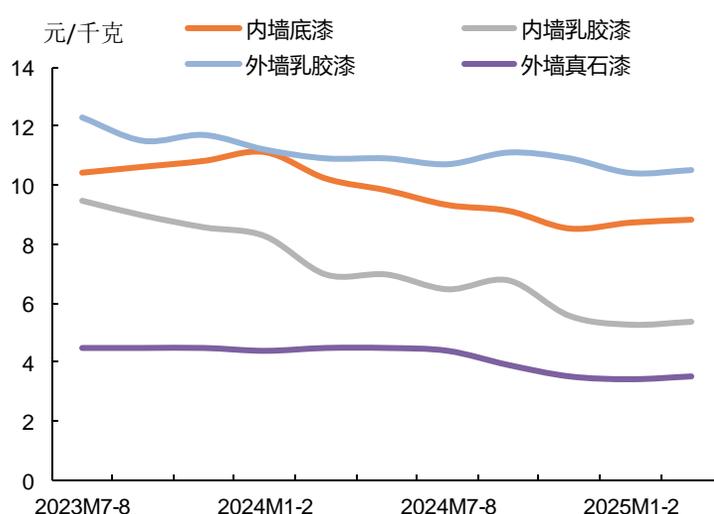
2.3 防水、涂料陆续开启涨价，利润率或迎改善

- 价格方面，因下游地产工程市场需求明显萎缩，行业竞争加剧，近年防水、建筑涂料、塑料管材、瓷砖、石膏板、卫浴等行业均面临价格下行压力。随着行业格局出清、叠加头部企业调整经营策略等，2025年以来许多消费建材行业“价格战”迎来缓和，其中防水、涂料陆续宣布涨价。
- 涂料方面，据中外涂料网披露，2025年3月立邦中国发布年内的第三封涨价函，对专业时时丽内墙乳胶漆价格上调1%。嘉宝莉等亦对部分产品价格适度提涨。据慧讯网调研，5款主流建筑涂料在三四月的价格呈现上涨态势，内墙底漆、内墙乳胶漆、外墙乳胶漆和真石漆的价格较一二月微涨0.1元/kg。
- 防水方面，据慧聪防水网、涂界公众号披露，2025年3月东方雨虹对部分工程防水产品价格上调1%-5%；6月对多种民建产品涨价，防水涂料价格上调3%-13%，美缝剂上调4%-9%，C0级瓷砖胶上调1%-5%（部分区域），7月1日正式执行。

2021-2025Q1三棵树防水卷材价格呈现下行态势



三四月5款主流建筑涂料的价格均小幅上涨



主要消费建材企业单季度毛利率变化 (单位%)

公司	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	走势图
东方雨虹	29.7	28.8	28.9	14.4	23.7	
科顺股份	23.8	23.2	22.2	17.9	24.4	
凯伦股份	21.7	23.4	25.4	8.1	20.3	
伟星新材	41.5	42.6	43.1	40.6	40.5	
公元股份	18.3	20.3	19.4	18.4	15.5	
三棵树	28.4	28.8	28.7	32.5	31.0	
亚士创能	19.8	24.4	23.2	-1.4	-5.8	
北新建材	28.6	32.7	30.1	27.0	28.9	
兔宝宝	17.9	17.2	17.1	20.0	20.9	
坚朗五金	30.4	31.9	31.4	32.6	30.5	
东鹏控股	26.5	32.6	32.5	25.7	23.5	
蒙娜丽莎	26.5	27.0	29.0	26.4	21.5	
箭牌家居	24.4	28.6	25.3	22.8	29.0	

资料来源：ICC，公司公告，Wind，平安证券研究所

2.4 净利率显著低于历史均值，坏账风险逐步解决

- 当前多数消费建材企业净利率显著低于历史平均水平。从成本端看，近年主要原材料价格中枢平稳略降，个别如PVC下滑幅度较大，成本端对于利润率拖累不大，后续关注原油及沥青、乳液等原材料价格走势。从减值计提看，进入2025年，企业在2021-2022年开展B端业务带来的应收账款账龄将拉长至3年及以上，而3年及以上应收账款的坏账计提比例将大幅上升，意味着大量计提减值后坏账包袱将逐步卸下，同时处置工抵房也有望带来部分减值损失的冲回。拉长时间维度看，随着未来终端需求企稳、竞争格局得以出清，未来利润率有望修复至历史平均水平，业绩端相比收入具备更高弹性。

当前多数公司净利率显著低于历史平均水平

行业	公司	2024年净利率	2015至2024年净利率平均值	2024年毛利率	2015至2024年毛利率平均值
防水	东方雨虹	0.3%	10.5%	25.8%	33.8%
	科顺股份	0.5%	7.8%	21.8%	32.7%
	凯伦股份	-22.9%	4.9%	19.8%	33.0%
管材	伟星新材	15.3%	20.1%	41.7%	43.9%
	公元股份	2.9%	5.6%	19.2%	23.3%
涂料	三棵树	2.6%	4.4%	29.6%	36.2%
	亚士创能	-16.0%	2.8%	19.2%	30.8%
石膏板	北新建材	14.4%	15.9%	29.9%	32.4%
板材	兔宝宝	6.5%	7.5%	18.1%	17.9%
五金	坚朗五金	1.8%	6.8%	31.7%	36.5%
瓷砖	东鹏控股	5.0%	10.1%	29.7%	33.6%
	蒙娜丽莎	2.8%	6.9%	27.3%	32.4%
卫浴	箭牌家居	0.9%	6.3%	25.2%	29.3%

主要消费建材公司近几年减值计提相对充分

行业	公司	2021年信用与资产减值损失(亿元)	2022年信用与资产减值损失(亿元)	2023年信用与资产减值损失(亿元)	2024年信用与资产减值损失(亿元)	合计值(亿元)
防水	东方雨虹	-2.5	-3.1	-7.5	-8.9	-22.1
	科顺股份	-2.5	-2.2	-7.6	-2.7	-15.0
	凯伦股份	-2.5	-1.3	-1.4	-4.8	-10.0
管材	伟星新材	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4
	公元股份	-0.5	-3.5	-1.6	-0.2	-5.7
涂料	三棵树	-8.1	-2.2	-3.5	-3.3	-17.1
	亚士创能	-7.8	-1.1	-2.1	-0.7	-11.7
石膏板	北新建材	-0.1	-1.1	-0.3	-0.1	-1.6
板材	坚朗五金	-1.1	-2.1	-2.2	-2.8	-8.2
五金	兔宝宝	-1.1	-1.4	-1.0	-1.5	-5.0
瓷砖	帝欧家居	-7.7	-1.5	-1.1	-0.8	-11.1
	蒙娜丽莎	-1.9	-5.7	-2.2	-1.2	-10.9
卫浴	箭牌家居	-1.2	0.3	-0.2	-0.2	-1.3

资料来源：Wind，平安证券研究所



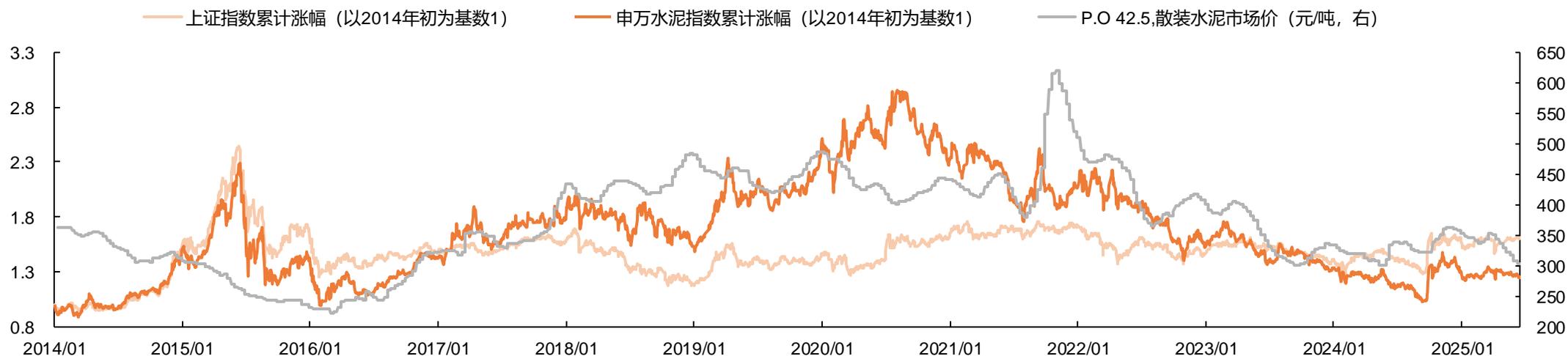
目录 CONTENTS

- 下游地产：“止跌回稳”仍不牢固，好房子去化良好
- 消费建材：价格竞争趋于缓和，涂料防水开启涨价
- 水泥行业：盈利修复确定性高，关注政策端去产能
- 玻璃行业：地产与光伏需求承压，窑炉冷修或将提速
- 投资建议及风险提示

3.1 股价驱动因素核心在水泥价格，其次为政策与市场风格

- 水泥行业为典型的周期性行业，股价核心催动因素在于水泥价格，二者长期走势高度一致，其次在于政策与市场风格。例如，2014-2015H1流动性宽松带来的牛市行情中，水泥板块受益下游地产政策持续宽松与牛市行情、获得较好的绝对收益，但相对收益不明显，或与水泥价格持续下行有关。随着2016年房地产新开工转正，叠加水泥供给侧改革开启，水泥行业供需大幅好转、价格持续上行，水泥板块走势大幅优于大盘。2019-2020年水泥价格高位盘整，高盈利、低估值的优势与当时市场追求价值投资、“蓝筹大白马”的市场风格相匹配，股价再创新高。2020年8月地产“三道红线”等政策开始陆续收紧，水泥股价开始承压下行。随着需求下行矛盾持续显现，叠加行业协同落实不佳，水泥价格战蔓延，期间股价同步走弱。

水泥价格与股价长期走势一致

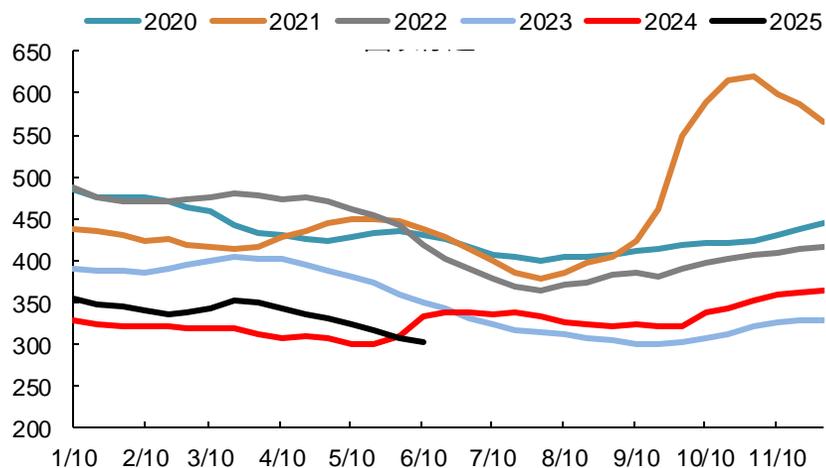


资料来源: Wind, 平安证券研究所

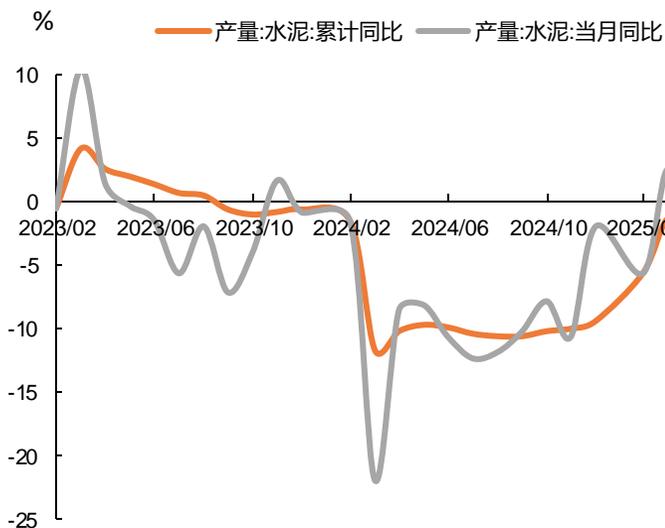
3.2 上半年水泥价格涨跌反复，错峰协同存在一定波折

- 2025H1水泥价格涨跌反复，6月长三角“以涨促稳”。2024年9月长三角等地大幅提涨水泥价格后，2025年一二月淡季水泥价格回落，随后长三角、珠三角尝试提价，四五月价格再次回落，目前全国水泥市场均价略低于上年同期。据水泥网公众号披露，6月长三角地区主要熟料线企业计划执行停窑12天左右，华东地区水泥企业大面积推涨价格，落地情况待观察。
- 从需求端看，2025H1水泥仍处于“弱复苏”通道，1-5月全国水泥产量同比下滑4%。
- 从产能端看，一季度水泥错峰协同落实较好、行业库存较低，为涨价奠定基础；步入施工旺季后，因煤价下行叠加水泥价格总体平稳、企业盈利较好，旺季出货诉求强，导致四五月竞争加剧、价格回落。

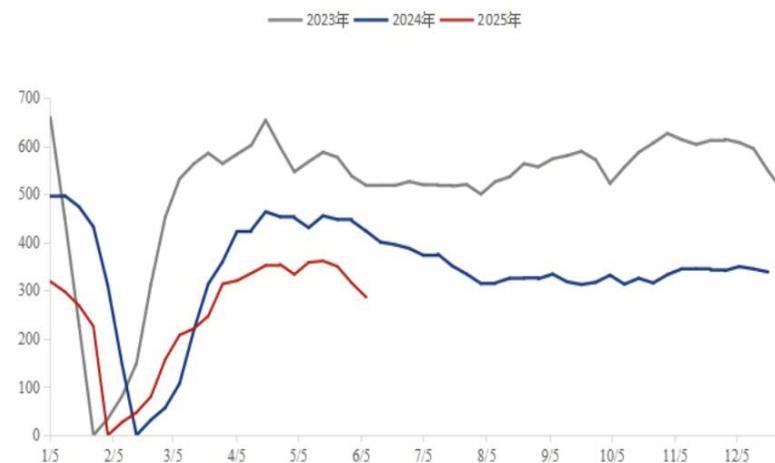
全国普通硅酸盐水泥散装P.042.5市场价（元/吨）



2025年1-5月全国水泥产量同比下滑4%



百年建筑网统计的全国水泥周度出库量（单位 万吨）



资料来源：Wind，百年建筑网，平安证券研究所

3.3 水泥盈利修复确定性较高，重点观察行业错峰力度

➤ 展望后续，我们维持此前年度策略观点，预计2025年水泥盈利中枢高于2024年。主要因动力煤价格自2024Q4以来明显下行、增厚水泥吨利润；同时2024Q1-3行业盈利显著恶化后、头部企业积极引导行业协同，叠加中央明确提出“反内卷”，后续水泥价格竞争态势或相对有序，重点观察行业尤其头部企业错峰减产力度。

5月各省市水泥停窑情况

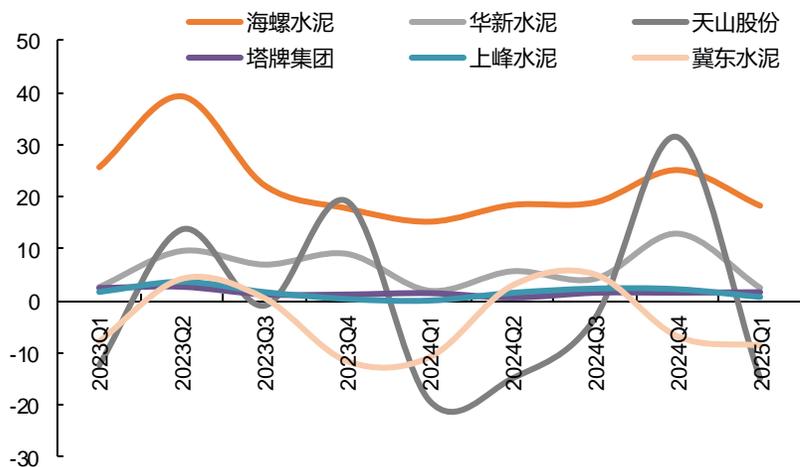
地区	停窑情况	停窑天数
上海	/	0
天津	1条水泥窑停窑时间为0天	0
西藏	藏中地区1-6月份至少停窑120天	/
安徽	85条水泥窑平均每条窑停窑时间约为9天	9
广东	5月份水泥企业平均停窑约9天	9
山东	64条水泥窑平均每条窑停窑时间约为9天	9
湖北	50条水泥窑平均每条窑停窑时间为10天	10
江苏	32条水泥窑平均每条窑停窑时间约为10天	10
青海	5月平均错峰10天左右	10
浙江	35条水泥窑平均每条窑停窑时间约为11天	11
河北	75条水泥窑平均每条窑停窑时间约为12天	12
山西	50条水泥窑平均每条窑停窑时间为13天	13
北京	4条水泥窑平均每条窑停窑时间约为14天	14
江西	5月错峰生产15天	15
宁夏	宁夏地区水泥熟料生产线错峰停窑15天左右	15
重庆	重庆地区计划5月份停窑15天	15
陕西	38条水泥窑平均每条窑停窑时间约为16天	16
四川	5月份错峰停窑天数17天	17
广西	水泥企业错峰生产17天左右	17
河南	63条水泥窑平均每条窑停窑时间约为18天	18
海南	9条水泥窑平均每条窑停窑时间约为18天	18
湖南	60条水泥窑平均每条窑停窑时间约为18天	18
吉林	5月错峰生产20天	20
黑龙江	5月累计错峰生产20天	20
贵州	5月错峰停窑时间20天左右	20
福建	42条水泥窑平均每条窑停窑时间约为21天	21
云南	5月份水泥企业错峰生产21天左右	21
新疆	平均每条窑停窑时间约为23天	23
内蒙古	46条水泥窑平均每条窑停窑时间约为23天	23
辽宁	辽宁34条水泥窑平均每条窑停窑时间约为25天	25
甘肃	36条水泥窑平均每条窑停窑时间约为29天	29

动力煤价格自2024Q4以来明显下滑

元/吨 京唐港:平仓价:动力末煤(Q5500,山西产)



2024Q4以来水泥企业单季度归母净利润同比改善 (单位:亿元)

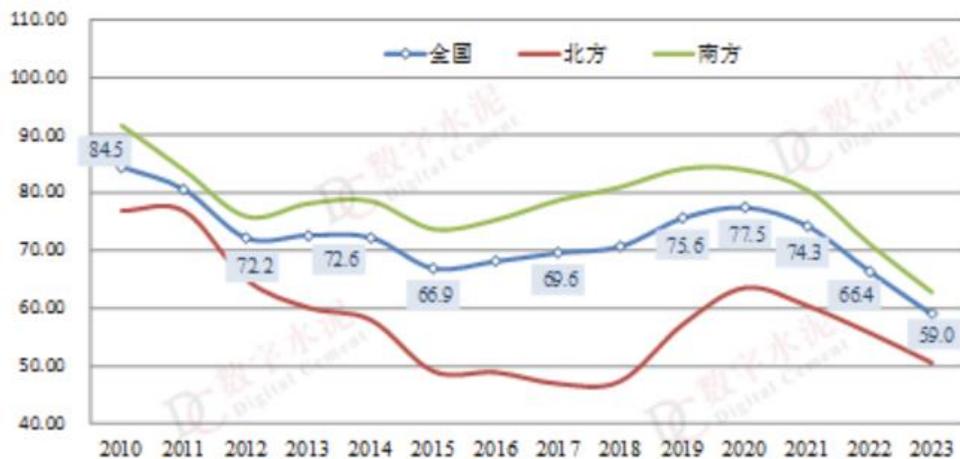


资料来源: Wind, 水泥网APP公众号, 平安证券研究所

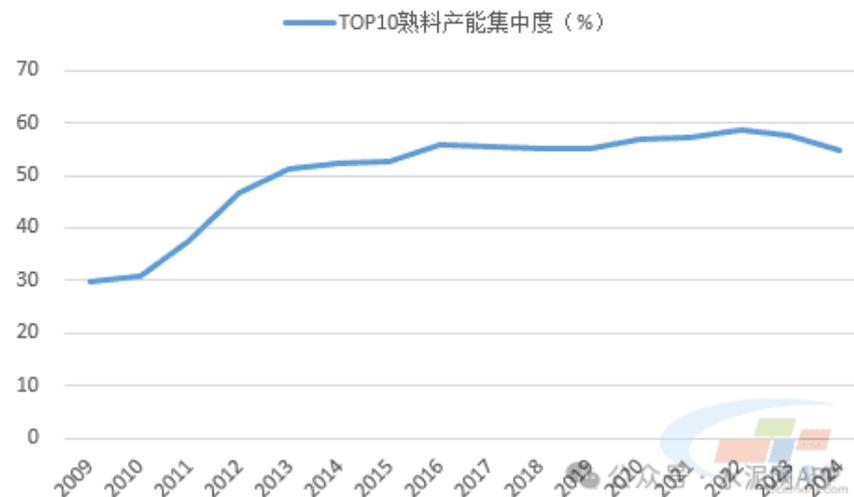
3.4 中长期行业重返供需平衡，期待政策去产能与整合并购

- 中长期看，随着国内城镇化进程放缓，地产步入存量房阶段，城镇基础设施建设趋于完善，水泥需求中枢下行成为市场共识。
- 从产能端看，2024年全国熟料产能利用率仅53%，需求下行将导致产能矛盾加大。据数字水泥网统计，截止到2024年底，全国新型干法水泥熟料线1543条（含小型特种水泥窑），年熟料设计产能18.1亿吨（按年310天计算）。2024年熟料实际产能利用率预计53%，比2023年下降6个百分点。过低的产能利用率意味着水泥价格缺乏持续涨价或者维持高位的能力。未来水泥行业重返供需平衡状态，一是借助政策加速低端产能出清、提高产能利用率，二是行业加速整合并购、提高市场集中度。

2010-2023年我国水泥熟料产能利用率走势(单位%)



全国TOP10熟料产能集中度约55%左右



资料来源：数字水泥网，平安证券研究所

3.5 政策助力水泥低端产能去化，后续跟踪出清进展

- 政策方面，当前推进主要包括节能降碳、超产治理、碳交易，后续跟踪产能出清进展与潜在新政策落地。
- 过去几年水泥新建产能普遍存在“批小建大”情况，叠加企业积极技改，导致实际产能远高于设计产能，尤其是华东、中南、西南地区，2023年底全国水泥熟料实际产能突破21亿吨。2024年10月工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》，其中对水泥产能约束进一步强化：1) 推动备案产能与实际产能的统一，重点针对前期“批小建大”项目、消除超产隐患；2) 新增不能用于置换的产能范围，包括能效不达标、自2024年连续2年每年运转天数不足90天等；3) 区域差异化调控。
- 从政策影响看，通过推动备案产能与实际产能统一，促使水泥企业通过旗下不同区域产能减量置换、或是购买行业产能指标实现超产产线的合法化、或是放弃超产部分的产能，从而实现过剩产能淘汰。最乐观情形下，全国熟料产能超出的3亿吨，粗略按照1.8:1的置换比例，需要用5亿吨(=1.8*3亿吨)落后产能去置换，意味着全国熟料产能将降至16亿吨左右，产能利用率大幅提升。另外，新产能置换办法增加了运转天数少的产线不能用于置换的要求，迫使能耗不达标的落后产线无法用于置换、只能被迫退出或是选择投钱技改。根据数字水泥网预计，目前全国预计约有350条左右、年熟料设计产能超过2亿吨熟料生产线达到此标准，以日产3000吨生产线及以下为主，主要集中在山西、辽宁、河南、河北、湖南、西南四省、两广、新疆等地区。
- 当然，实际淘汰情况将低于上述测算，取决于产量控制方式、超产比例、产能利用率、环保等级等。2024年全国熟料产能利用率仅53%，许多地方尤其北方产能利用率低于50%，若不严格控制日产而仅控制年产，全年开窑天数远小于270天，可能不会产生超产问题，意味着无需补产能；另外，若生产线环保等级与能耗水平优，允许的开窑天数增加，需要补的产能也会适当减少。
- 水泥企业除了面临“要不要补”的抉择，也面临“怎么补”的问题。《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》明确位于国家大气污染防治重点区域或前三年水泥熟料平均产能利用率低于50%的省份水泥熟料生产线开展产能置换，原则上不得从省外置换产能。除了大气污染防治重点城市，各省份是否允许从省外置换产能还有待观察。另外企业低效产能指标交易情况亦需要跟踪，尤其定价是否能够广泛接受。



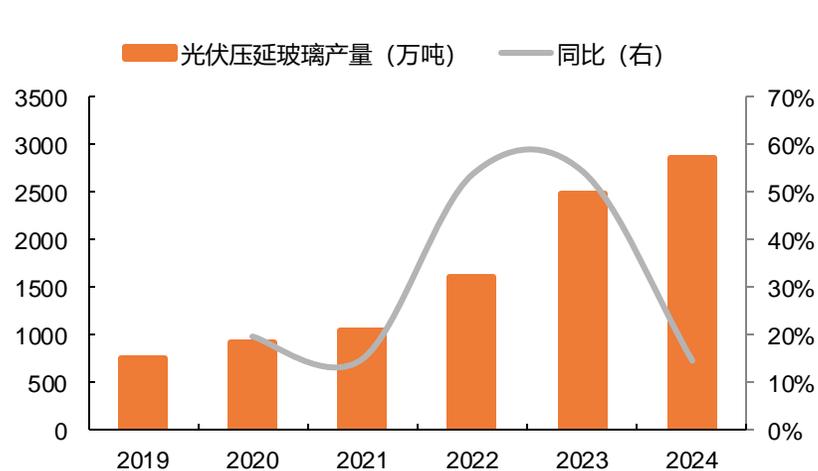
目录 CONTENTS

- 下游地产：“止跌回稳”仍不牢固，好房子去化良好
- 消费建材：价格竞争趋于缓和，涂料防水开启涨价
- 水泥行业：盈利修复确定性高，关注政策端去产能
- 玻璃行业：地产与光伏需求承压，窑炉冷修或将提速
- 投资建议及风险提示

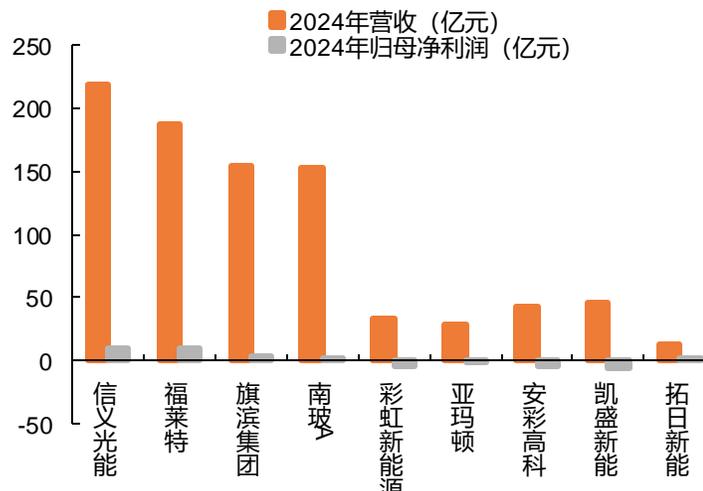
4.1 光伏玻璃价格先升后降，行业重回亏损局面

- 2024年光伏玻璃价格大幅下滑，主要因上半年盈利阶段性改善、玻璃产线点火规模超预期，叠加下游组件企业亏损严重、压制产业链价格。进入2025年，受益新能源新政下光伏抢装潮、叠加光伏玻璃行业自2024H2以来通过冷修、堵窑口有效压缩产能，供需改善下光伏玻璃价格迎来反弹，二三月2mm镀膜光伏玻璃市场价上涨2元/平米左右。但随着抢装潮结束、6月组件排产规模下滑，光伏玻璃供需矛盾再次凸显，库存重新攀升、价格再次回落，目前2mm单层镀膜玻璃已降至11元/平左右，低于年初水平。

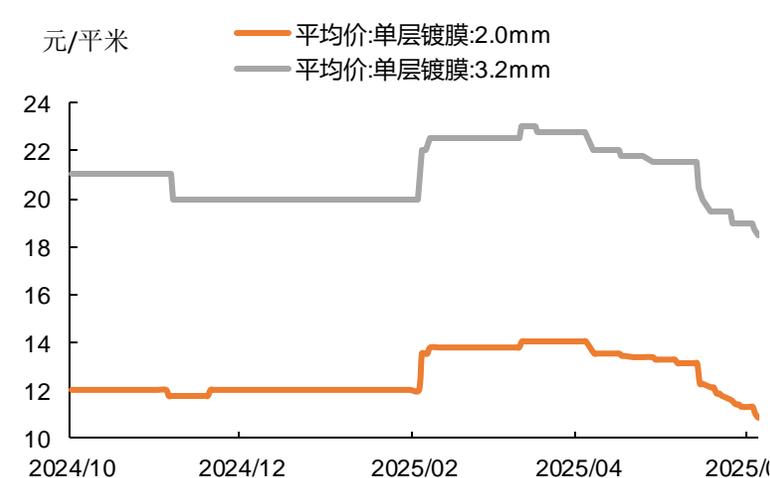
光伏玻璃年度产量持续增长



各家企业业绩对比



2025年上半年光伏玻璃价格先升后降

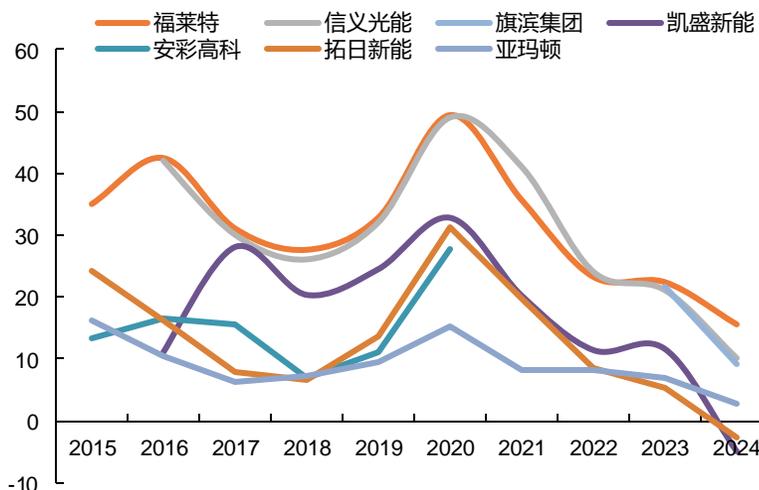


资料来源：CPIA，工信部，旗滨集团公司公告，Wind，同花顺iFind，平安证券研究所

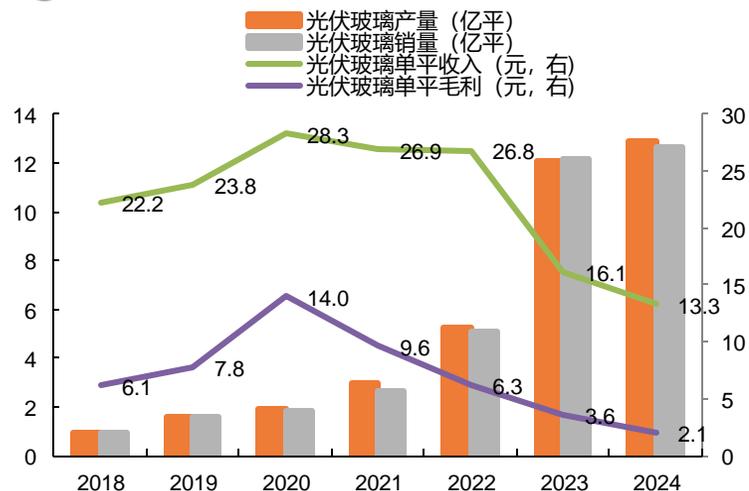
4.1 光伏玻璃价格先升后降，行业重回亏损局面

从成本曲线看，尽管二三线企业新建产线规模趋大，能耗、良品率逐渐改善，但头部企业福莱特、信义光能凭借着规模化采购、天然气直供、技术经验领先、矿储资源等，保持行业领先的成本优势。2024年福莱特、信义光能、旗滨集团的光伏业务毛利率较凯盛新能、拓日新能高10pct以上。从单平成本看，2024年福莱特光伏玻璃单平营业成本仅11.2元，旗滨集团2024年光伏玻璃单平营业成本12.0元。考虑当前光伏玻璃2mm单层镀膜价格已降至11元/平左右，意味着行业全面面临利润亏损、许多企业面临亏损现金流的局面。

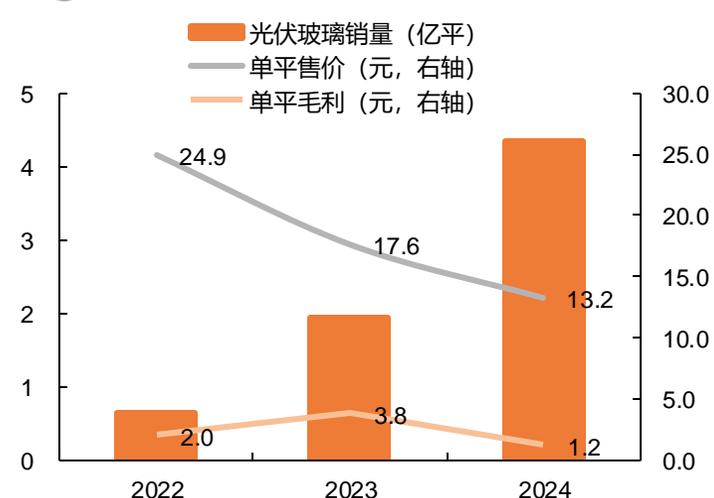
企业光伏玻璃业务毛利率对比 (单位 %)



福莱特光伏玻璃产销及单平收入测算



旗滨集团光伏业务销量及单平效益

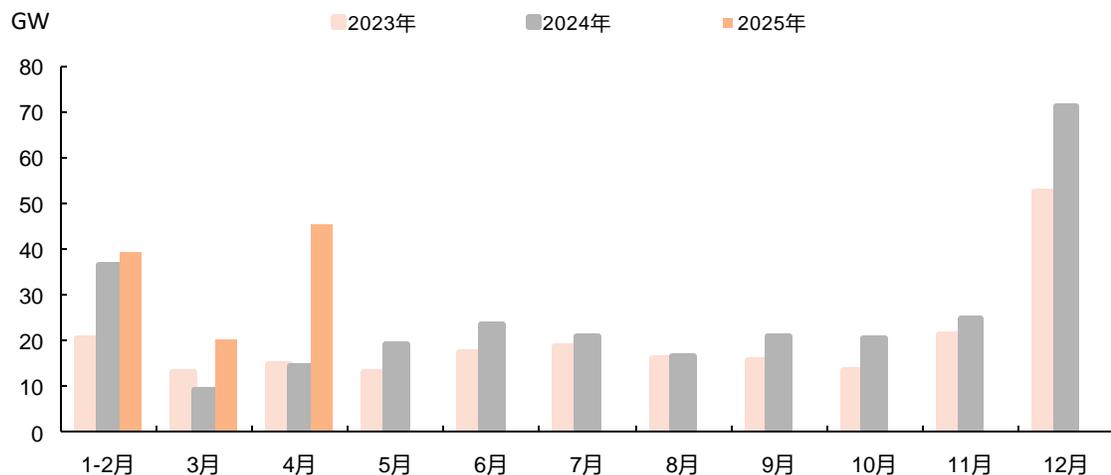


资料来源: Wind, 旗滨集团公司公告, 福莱特公司公告, 平安证券研究所

4.2 国内光伏抢装潮释放后，下半年需求或将回落

- 需求方面，上半年国家发改委及能源局发布《分布式光伏发电开发建设管理办法》，规定4月30日之前并网的工商业分布式光伏项目可以全额上网，享受较高的补贴电价；4月30日之后并网的项目，只能选择自发自用或部分上网模式，无法再全额上网销售；同时《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知(发改价格〔2025〕136号)》规定，5月31日后并网的项目执行新电价机制，由此或将导致部分项目交付有所提前。2025年1-4月全国新增光伏装机104.9GW，同比增长75%。
- 随着二季度抢装潮结束，下半年国内光伏装机规模或将回落。据SMM估计，6月国内光伏组件产量降至47.63GW，环比降幅4.61%；6月国内新增装机量预计13.8GW，海外装机23.8GW。

2025年1-4月国内光伏新增装机量增长较多



资料来源：国家能源局，平安证券研究所

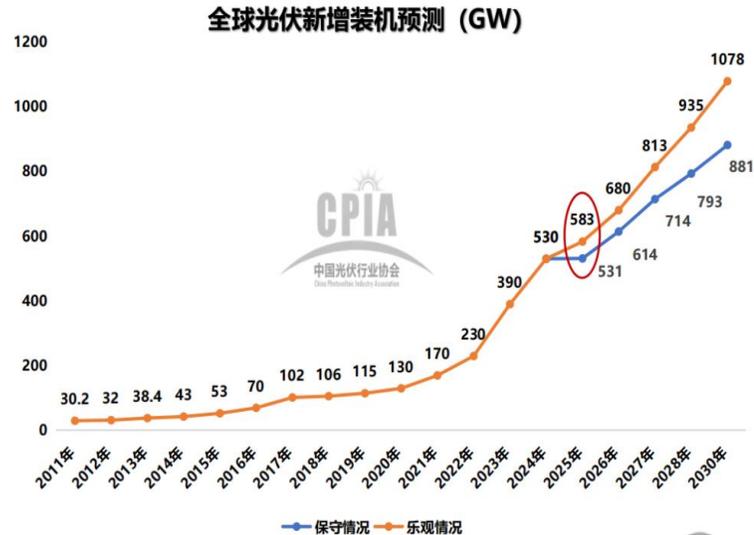
4.3 CPIA预计2025年全球新增装机增长0-10%， “十五五”保持增长

- 据光伏行业协会年初预测，乐观/保守情形下2025年全球新增光伏装机分别同比增长10%与基本持平，中国分别同比下滑8%与23%；长期来看，受新兴市场如拉美、中东等发展迅速的拉动，2025-2030年全球光伏新增装机有望保持增长，2030年乐观与保守情形下或分别达到1078GW与881GW，中国或分别达到340GW与280GW。
- 根据欧洲光伏产业协会SolarPower Europe发布的《2025-2029年全球光伏市场展望》，2024年全球光伏新增装机量597GW，同比增长33%；展望2025年，乐观情景下预计年度光伏新增装机容量将高达774GW，中性情景下预计新增655GW，悲观情景下预计新增548GW；分区域看，2025年中国或将占到全球新增装机53%左右，其次亚太地区（不含中国）占16%、美洲地区占14%、欧洲占13%，中东和非洲占4%；更长周期看，中性情形预测2029年全球光伏市场新增装机将达到930GW。

● CPIA对国内光伏新增装机预测



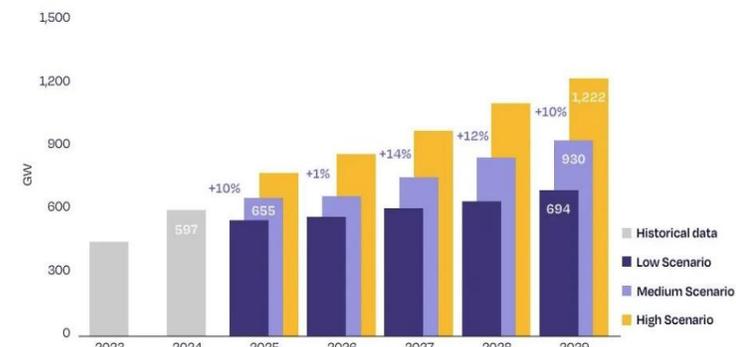
● CPIA对全球光伏新增装机预测



● SPE对全球光伏新增装机预测

Policy changes in China stagnate global market in 2026; two-digit growth rates revived from 2027

World annual solar PV market scenarios 2025-2029

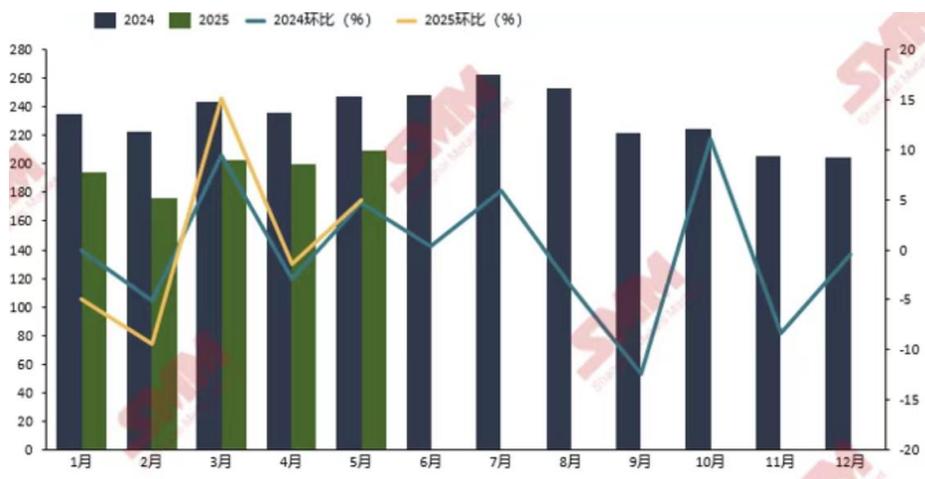


资料来源：CPIA，SPE，平安证券研究所

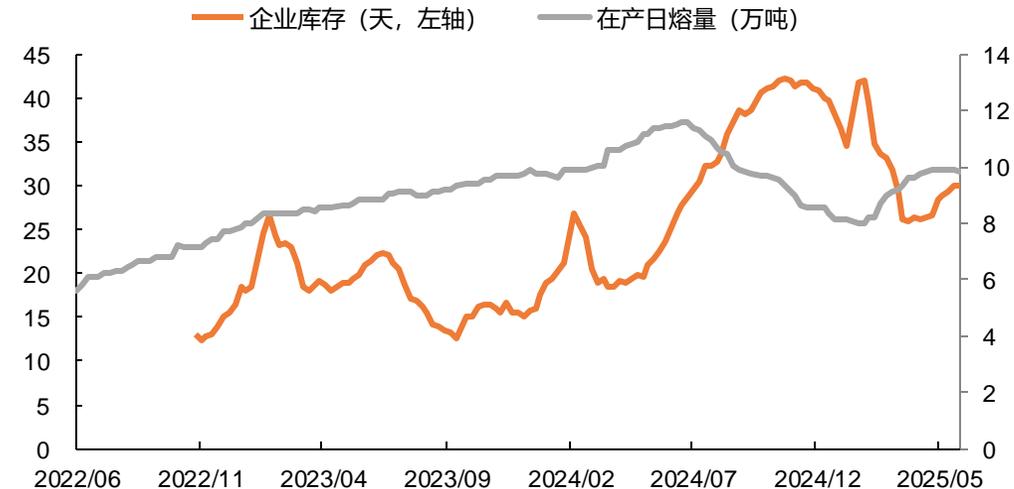
4.4 下半年光伏玻璃冷修或将提速，供需平衡恢复仍需时间

- ▶ 六月光伏玻璃价格再度下跌，行业全面陷入亏损状态，叠加下半年光伏装机规模不容乐观，预计后续光伏玻璃企业将通过封堵窑口、增加窑炉冷修规模来压降产能，从而对光伏玻璃价格形成一定支撑。
- ▶ 从潜在产能看，目前冷修停产的窑炉大多处于观望状态，且许多小型窑炉成本劣势大、未来或将通过产能置换方式等逐步出清，但总体而言，具备复产价值的冷修窑炉与点火条件的新建窑炉的规模不低，行业供需平衡彻底恢复仍需一定时间。

中国光伏玻璃月度产量(2024-2025H1, 单位 万吨)



光伏玻璃在产日熔量与企业库存走势



资料来源：SMM，同花顺iFind，平安证券研究所

4.5 关注浮法玻璃对光伏玻璃替代效应，核心取决于价差

- 除了关注点火复产，也要关注浮法玻璃对光伏玻璃替代效应，核心取决于二者的价差。
- 第一，浮法玻璃可以用作光伏玻璃。浮法超白玻璃乃至普白玻璃可以作为双玻组件背板，例如旗滨郴州的浮法1000t/d产线已稳定用作光伏背板玻璃。相比光伏压延玻璃，浮法玻璃透光效率稍低，存在对发电功率略有损耗、玻璃尺寸不契合带来裁切损耗的问题。但随着组件发电效率提高，用浮法玻璃替代压延玻璃导致的发电损耗影响趋小。
- 第二，浮法产线转产光伏玻璃的难点：因浮法窑炉多为一窑一线、生产5mm大板建筑玻璃为主，目前能生产2mm薄玻璃的产能不多，除非进行冷修技改，需要数月时间与资金投入；同时浮法窑炉里面中小窑炉较多，能耗等实际生产成本高。
- 第三，从浮法企业与光伏企业意愿看：光伏玻璃占组件成本比重不低，降本增效诉求下组件企业有意愿改用浮法玻璃，核心在于玻璃价差与发电损耗的平衡关系。浮法企业方面，目前浮法玻璃价格处于底部区间，以天然气为主的生产线普遍亏损。考虑地产竣工仍将下行，未来浮法玻璃产能仍需出清不小规模，而供需关系宽松下价格与盈利弹性或有限。因此若光伏玻璃与浮法建筑玻璃价差较大，浮法企业同样存在转产意愿。
- 总体而言，当前浮法与光伏玻璃价格与盈利差异不大、叠加存在的技术难度背景下，目前浮法窑炉转产光伏玻璃产能规模小。但若未来二者价差明显扩大，组件企业使用浮法玻璃替代光伏玻璃的性价比提高，浮法玻璃普及率或将提高，供给增加从而制约光伏玻璃价格高度。

4.6 上半年浮法玻璃小幅下滑，需求走弱与产能偏高矛盾犹在

- 2024Q4浮法玻璃价格反弹后，浮法厂家因盈利修复而放缓冷修，2025H1浮法玻璃日熔量维持在15.5-16万吨，但需求端地产竣工延续下行，且中下游贸易商及加工厂基于谨慎预期、补库意愿及投机需求不足，导致2025H1浮法厂家库存抬升、浮法玻璃价格小幅下行。另外成本端对价格支撑力度不足，由于成本端有所下行，以煤制气为燃料的生产线因煤炭成本下行而实现小幅盈利，纯碱期货价格亦持续下行，盈利修复导致价格让利空间打开。
- 往后看，玻璃价格或延续偏弱状态，下半年生产线冷修有望重新提速，相较于过去3年全国商品房销售面积下滑幅度，当前浮法玻璃产能较历史高点降幅相对有限，未来8-10年以上的高窑龄、中小规模产线预计将逐步出清。

2023-2025年全国浮法玻璃均价走势图（元/吨）



2021-2025年浮法玻璃日度产量走势图（吨/日）



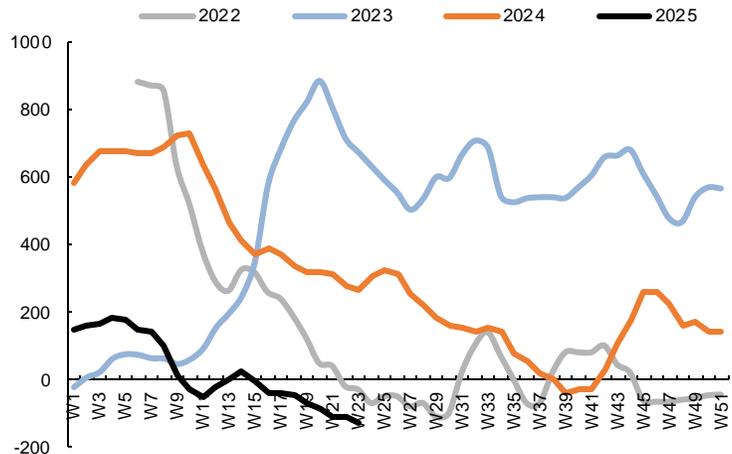
2025H1浮法玻璃企业库存重新攀升



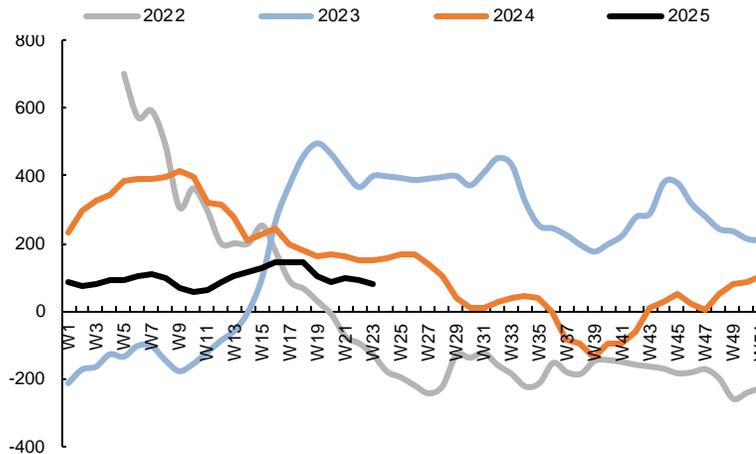
资料来源：隆众资讯，同花顺金融，平安证券研究所

4.6 上半年浮法玻璃小幅下滑，需求走弱与产能偏高矛盾犹在

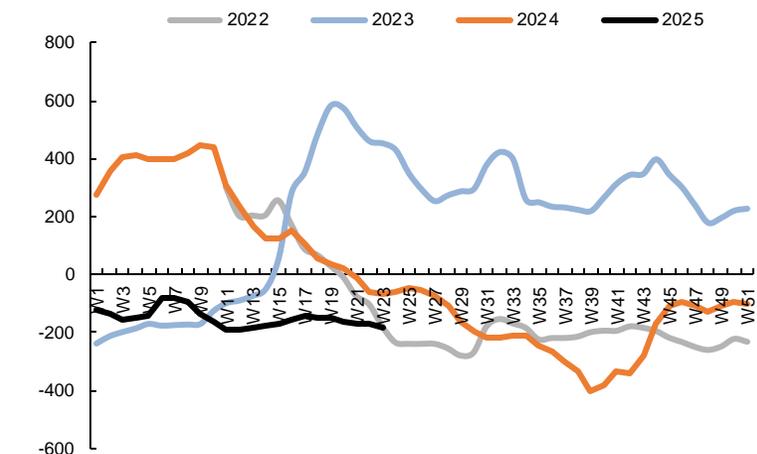
浮法玻璃利润情况（燃料为石油焦，单位 元/吨）



浮法玻璃利润情况（燃料为煤，单位 元/吨）



浮法玻璃利润情况（燃料为天然气，单位 元/吨）



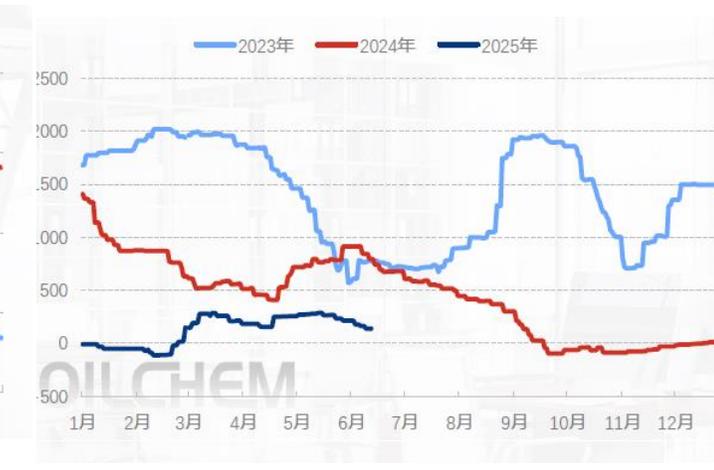
2023-2025年国内重质纯碱周产量对比（万吨）



2023-2025年国内纯碱企业库存统计（万吨）



纯碱企业采用联产法双吨利润走势图（元/吨）



资料来源：隆众资讯，同花顺iFind，平安证券研究所



目录 CONTENTS

- 下游地产：“止跌回稳”仍不牢固，好房子去化良好
 - 消费建材：价格竞争趋于缓和，涂料防水开启涨价
 - 水泥行业：盈利修复确定性高，关注政策端去产能
 - 玻璃行业：地产与光伏需求承压，窑炉冷修或将提速
- 投资建议及风险提示

5.1 投资建议

- 考虑一是中央明确地产要“止跌回稳”、后续政策支持仍然可期，有望提振产业链信心，二是涂料、防水、水泥等建材行业供给侧出现积极变化，印证行业格局逐步优化、利润率或渐迎修复，三是板块估值与持仓降至历史低位，维持建材行业“强于大市”评级。其中，消费建材方面建议关注三棵树、兔宝宝、伟星新材、北新建材、东方雨虹、科顺股份、箭牌家居、坚朗五金；水泥方面，行业盈利有望同比改善、政策端正加速产能出清，关注具备低估值、高股息以及出海逻辑的海螺水泥、华新水泥；玻璃方面关注成本优势领先的旗滨集团、福莱特。

重点公司盈利预测（注：时间截至2025/6/26，华新、北新、三棵树、旗滨、福莱特盈利预测来自Wind一致预测（180天））

证券代码	公司名称	归母净利润(亿元, 未评级者使用wind一致预期)				PE (倍)				评级
		2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E	
600585.SH	海螺水泥	77.0	93.1	103.4	111.0	14.6	12.1	10.9	10.1	推荐
002372.SZ	伟星新材	9.5	9.9	11.1	12.0	17.2	16.5	14.9	13.7	推荐
002043.SZ	兔宝宝	5.9	7.5	8.8	9.6	14.1	11.0	9.3	8.6	推荐
001322.SZ	箭牌家居	0.7	2.0	3.1	3.9	121.0	40.4	26.3	21.0	推荐
002271.SZ	东方雨虹	1.1	14.1	18.8	23.0	234.1	17.9	13.5	11.0	推荐
300737.SZ	科顺股份	0.4	2.0	3.3	4.4	119.4	26.2	15.9	12.1	推荐
002791.SZ	坚朗五金	0.9	2.0	2.7	3.3	83.4	37.0	28.0	22.7	推荐
600801.SH	华新水泥	24.2	26.1	30.4	33.3	9.0	8.4	7.2	6.6	暂无评级
000786.SZ	北新建材	36.5	45.1	52.0	58.1	12.3	9.9	8.6	7.7	暂无评级
603737.SH	三棵树	3.3	7.8	9.7	11.7	83.5	35.6	28.6	23.7	暂无评级
601636.SH	旗滨集团	3.8	9.2	10.1	13.1	35.0	14.5	13.2	10.2	暂无评级
601865.SH	福莱特	10.1	13.1	20.9	26.5	30.2	23.2	14.6	11.5	暂无评级

5.2 风险提示

- 地产销售修复或基建需求落地低于预期的风险：地产政策持续发力下，若后续销售修复不及预期，将影响建材未来需求表现；基建投资同理，若实物需求落地不及预期，亦可能导致水泥等建材需求继续走弱、导致量价承压。
- 建材行业格局出清速度低于预期风险：水泥与玻璃等产能过剩问题严重，若后续水泥错峰生产、浮法玻璃冷修进度不及预期，叠加地产需求继续萎缩，将导致周期建材行业盈利继续下行。
- 原材料、燃料价格上涨的风险：若后续煤炭、石油沥青等成本上涨，将制约建材企业利润率修复。
- 应收账款回收不及时与资产减值风险：若后续地产资金环境与房企违约情况未出现明显好转，将导致防水等消费建材行业出现应收账款回收不及时、坏账计提压力增大的风险，甚至出现资金流紧张恶化的问题。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。