

建筑建材行业：内需释放和供给优化下的新平衡

——建筑建材行业 2025 年中期展望

2025 年 6 月 17 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：

2025 年上半年建筑材料和建筑装饰行业指数绝对涨幅都好于 2024 年同期，从绝对涨幅上都录得正增长。并且相对于沪深 300 指数的涨幅也是超涨，而 2024 年相对是大幅下跌。但相对于上证指数的跌幅建筑材料和建筑装饰仍然还是下跌的，但相对跌幅收窄。2025 年 Q1 基金重仓股持股比例较 2024 年底建材下降，建筑装饰提升，2025 年上半年市场的偏好方向符合我们年初的判断：龙头和优秀的公司以及央企企公司在当前的环境下受益大，内需和科技创新是 2025 年两条主要的投资主线，市场也对龙头和央企企公司的喜好相对较高。

地产负向循环影响还在但动力在减弱。我们在 2023 年到 2025 年年度行业报告中提出的地产负向循环还在继续，但动力在 2025 年有所减弱。在土地购地下滑和竣工等影响下地产行业固定资产投资下滑幅度还在加大，2025 年房地产的土地购置额同比降幅继续扩大，竣工面积降幅较 2024 年有收窄。地产负向循环的动力显现减弱的迹象，新开工和施工面积同比下降幅度在 2025 年收窄，房地产销售面积下滑幅度收窄，新建商品房和二手房的价格下降动力也较 2024 年减弱。

基建投资和制造业投资仍保持较好增长，对冲地产下滑。在专项债和超长期国债加力下，超长期国债发行时间前置，对 2025 年影响更大，2025 年基建保持稳定增长态势，设备更新改造带动制造业投资保持一定增速，但弱于 2024 年。

2025 年房地产行业拖累建筑建材需求程度有改善迹象，一季度拉动经济增长。水泥价格指数仍处于历史较低水平，但产量同比降幅较 2024 年收窄；平板玻璃价格底部波动，产量降幅扩大；但全国石油沥青累计产量在 2025 年同比转正。房地产对经济影响在 2025 年一季度已由拖累变为正拉动，助力一季度 GDP 增速超预期。地产产业链长，影响广，这次房地产行业由拖累转正显现了地产负向循环处于可控当中。随着政策从量变的累计到质变政策效果会逐步显现，地产的负向循环的动力逐步得到减弱，最后带来地产行业回归长期健康发展轨道，也将带来建筑建材需求的企稳改善。

美国贸易保护助推内需政策释放，助推地产止跌企稳带来行业需求改善。美国高关税预期的情况下，“抢出口”带动出口增长始终保持较好的态势，2025 年一季度净出口对 GDP 拉动作用较强。后续“关税战”存在不确定性，如果后续“中美贸易战”情况加剧，对中国的外需出口将产生更大的影响，对中国经济的增长也将产生负面的影响。内需发力有利建筑建材行业需求逐步止跌企稳。国际国内双循环是国家未来的发展战略，稳地产是 2025 年政府工作重点。美国关税的影响加大将促进地产和基建相关的财政和货币政策的落地，有利于促进地产止跌回稳，有利于基建持续的发力，有利于建筑建材行业需求的止跌回稳。

市场和政策共推建筑建材行业供给端加速优化。从 2022 年到 2025 年 6 月房地产行业处于持续下行的过程当中，建筑建材需求不断下降，行业竞争持续激烈，优胜劣汰持续加剧。市场环境持续处于历史最恶劣状态已近三年，行业在加速供给端优化。龙头上市公司作为行业中优秀的企业，他们的盈利水平已经持续处于历史低位，处于微利的水平，有的已经处于亏损的状态，非上市公司的情况会更差，很多企业处于持续亏损和停产状态。在行业很差的情况下，行业政策上通过对产品标准要求的提升、对建材产品绿色环保要求的提高、对生产污染的环境保护趋严、对落后产能的淘汰力度加大等行业政策的推出进一步加快了供给端优化的速度。

内需释放和供给端加速优化带来行业新平衡和估值修复。作为内需的主要驱动力，房地产涉及的产业链长，对经济的影响大，房地产止跌回稳意义重大。面对高关税的冲击，基础设施建设和房地产作为释放内需的重要方向将成为对冲外部影响的重要方向，推动建筑材料行业下游需求逐步探底止跌企稳可期。建筑建材行业供给端优化前所未有，加快行业集中度提升和格局优化。从 2022 年四季度到 2025 年持续低迷的行业环境和不断趋严的行业政策是以前没有过的，是一次持续时间够长的行业供给端优化，也是一次行业政策助推的长时间的供给端优化。随着房地产下行动能减弱和政策对冲的效果逐步明确，房地产回归长期健康发展轨道的预期也会更加明晰。市场对于房地产行业的过度悲观的预期也会逐步改善，带来建筑建材行业估值的修复。行业供给端的优化也改善建筑建材行业发展的不良态势，带来行业格局优化和长期健康发展，带来行业估值的修

复。供给和需求齐发力带来行业的新平衡。新平衡的行业环境下带来龙头和优秀公司更大的估值修复和业绩新弹性。

风险提示：房地产政策调控效果不及预期、财政政策力度和效果低于预期、国际贸易保护发展超出预期和国际外部政策变化超出预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E		
北新建材	2.09	2.16	2.65	3.00	14.17	12.31	10.03	8.86	1.90	强烈推荐
伟星新材	0.90	0.61	0.65	0.72	13.61	17.77	16.68	15.06	6.71	强烈推荐
山东药玻	1.17	1.54	1.89	2.54	18.74	13.99	11.40	8.48	2.53	强烈推荐
美畅股份	3.31	1.00	1.25	1.5	5.16	18.41	14.73	12.27	3.63	强烈推荐
海螺水泥	1.97	1.46	1.72	1.94	12.63	15.18	12.89	11.43	0.69	强烈推荐
中国巨石	0.76	0.61	0.78	0.97	15.75	18.22	14.27	11.47	2.04	强烈推荐
中国交建	1.39	1.37	1.54	1.63	6.64	6.45	5.73	5.42	0.70	强烈推荐
东方雨虹	0.91	0.04	0.79	1.02	13.16	242.76	13.37	10.35	2.46	-
中国建筑	1.31	1.11	1.21	1.25	4.17	5.16	4.74	4.58	0.63	-
中国电建	0.68	0.76	0.83	0.90	6.96	6.36	5.82	5.37	0.78	-
中国化学	0.89	0.94	1.03	1.15	7.96	8.41	7.68	6.88	0.92	-

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（未评级数据参考 iFinD 行业一致预期）

目录

1. 行业的市场和基金持仓情况依然较差，但有改善	5
1.1 建筑材料和建筑装饰行业从 2025 年初到 6 月 13 日涨幅（算术平均）同比去年改善明显	5
1.2 2025 年 Q1 基金重仓股持股比例较 2024 年底建材下降，建筑装饰提升	6
2. 地产负向循环影响还在但动力在减弱	8
2.1 购地等影响下地产行业固定资产投资下滑幅度没有改善	9
2.2 地产负向循环的动力显现减弱的迹象	10
3. 基建投资和制造业投资仍保持较好增长，对冲地产下滑	11
3.1 2025 年基建保持稳定增长态势	11
3.2 制造业固定资产投资还将保持一定增速，但较 2024 年变弱	12
4. 2025 年房地产行业拖累建筑建材需求程度有改善迹象，一季度拉动经济增长	13
4.1 房地产继续拖累建筑建材行业需求，但有改善迹象	13
4.2 2025 年一季度房地产对经济由拖累变为正拉动	15
5. 美国贸易保护助推内需政策释放，助推地产止跌企稳带来行业需求改善	15
5.1 2025 年一季度出口对 GDP 拉动作用较强	15
5.2 美国高关税不确定性对 2025 年出口会产生抑制作用	16
5.3 内需发力有利推动建筑建材行业需求逐步止跌企稳	17
6. 市场和政策共推建筑建材行业供给端加速优化	18
6.1 市场环境持续处于历史最恶劣状态已近三年，行业在加速供给端优化	18
6.2 行业政策“锦上添花”加速供给端优化	20
7. 内需释放和供给端加速优化带来行业新平衡和估值修复	21
8. 风险提示	22
相关报告汇总	23

插图目录

图 1：建筑材料和建筑装饰指数 2025 年 1 月 1 日到 6 月 13 日涨幅（算术平均）榜（%）	5
图 2：建筑材料和建筑装饰指数 2024 年 1 月 1 日到 2024 年 6 月 13 日涨幅（算术平均）榜（%）	6
图 3：建筑材料基金重仓股持股季度比较	6
图 4：建筑装饰基金重仓股持股季度比较	6
图 5：房地产负向循环机制	8
图 6：房地产行业累计固定资产投资增速	9
图 7：房地产行业无收敛负向循环	9
图 8：房地产土地购置费用和增速（右轴）	9
图 9：房地产行业施工面积和增速（右轴）	9
图 10：房地产竣工面积和增速（右轴）	10
图 11：房地产行业新开工面积和增速（右轴）	10
图 12：房地产销售面积和增速（右轴）	10

图 13: 房地产销售额单月和增速 (右轴)	10
图 14: 新建商品房和二手房同比变化价格指数	11
图 15: 新建商品房和二手房环比变化价格指数	11
图 16: 地方政府专项债单月发行额	12
图 17: 地方政府专项债累计新发行额度和增速	12
图 18: 2025 年超长期国债支出方向	12
图 19: 基础设施建设投资累计增速	12
图 20: 中国制造业固定资产投资增速	13
图 21: 固定资产投资中设备工器具购置同比变化	13
图 22: 全国固定资产投资和增速	13
图 23: 全国水泥产量和增速	13
图 24: 全国水泥价格指数	14
图 25: 全国浮法玻璃市场均价	14
图 26: 全国平板玻璃累计产量和增速	14
图 27: 全国石油沥青累计产量和增速	14
图 28: 中国 GDP 季度增速变化	15
图 29: 房地产对经济的拉动 (%)	15
图 30: 货物和服务净出口对 GDP 的拉动 (%)	16
图 31: 中国贸易顺差额和增速	16
图 32: 中国对美国出口额占总出口额比例	16
图 33: 中国对美国进出口差额	16
图 34: 扩大内需驱动因素	17
图 35: 海螺水泥单季度净利率水平变化	18
图 36: 东方雨虹单季度毛利率变化	18
图 37: 中国联塑净利率变化	19
图 38: 垒知集团单季度净利率变化	19
图 39: 伟星新材净利率水平变化	19
图 40: 中国巨石毛利率水平变化	19

表格目录

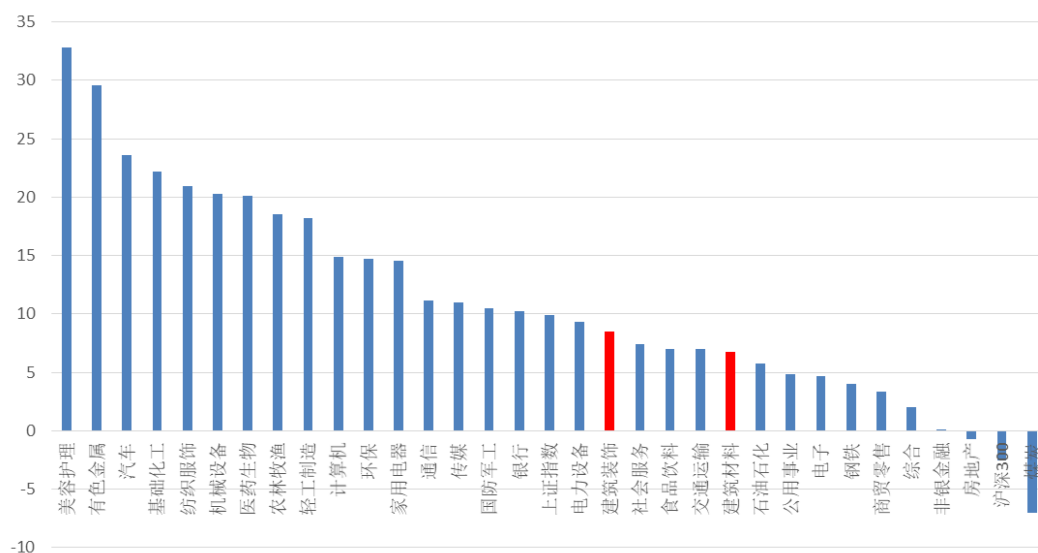
表 1: 建筑材料公司基金重仓股持有基金数前十的公司情况	7
表 2: 建筑装饰公司基金重仓股持有基金数前十的公司情况	7
表 3: 行业产能优化相关政策	20

1. 行业的市场和基金持仓情况依然较差，但有改善

1.1 建筑材料和建筑装饰行业从 2025 年初到 6 月 13 日涨幅（算术平均）同比去年改善明显

2025 年 1 月 1 日到 6 月 13 日建筑材料指数和建筑装饰指数涨幅分别为 6.77%和 8.48%，同期沪深 300 指数和上证指数分别下跌 2.58%和上涨 9.92%。建筑材料和建筑装饰指数涨幅较沪深 300 指数超出 9.35 和 11.05 个百分点，较上证指数下跌 3.15 和 1.45 个百分点，分别处于申万 31 个行业指数涨幅榜的第 22 位和第 18 位的水平。

图1：建筑材料和建筑装饰指数 2025 年 1 月 1 日到 6 月 13 日涨幅（算术平均）榜（%）



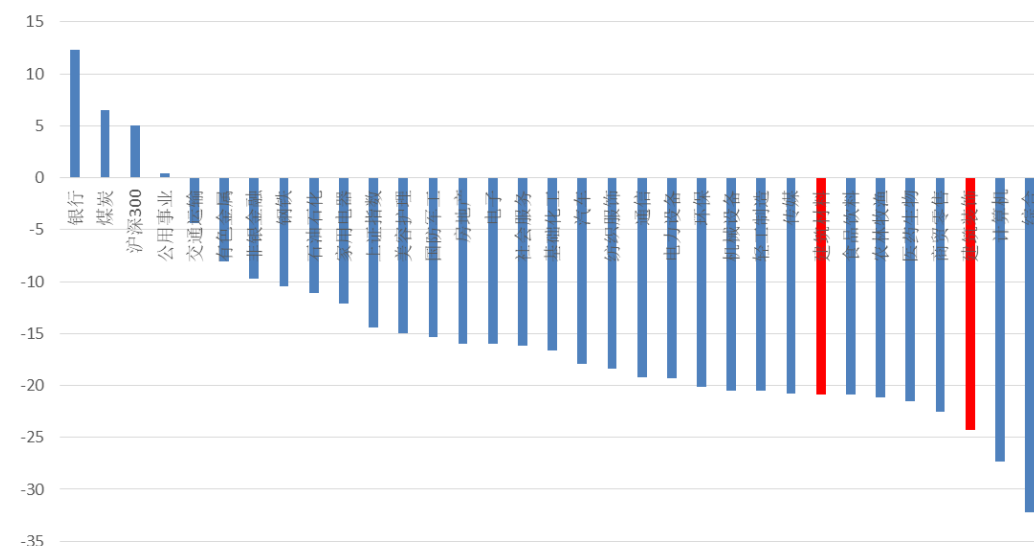
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

而去年的 2024 年 1 月 1 日到 2024 年 6 月 13 日建筑材料和建筑装饰指数分别大幅下跌 20.89%和 24.31%，2025 年出现明显改善，2025 年涨幅榜排名也分别同比提高 2 名和 11 名。

2024 年同期沪深 300 指数和上证指数分别上涨 5.04%和下跌 14.40%，2024 年同期建筑材料和建筑装饰指数涨幅超跌沪深 300 指数 25.93 个百分点和 29.35 个百分点，超跌上证指数分别为 6.48 和 9.91 个百分点。

可以看出 2025 年建筑材料和建筑装饰行业指数绝对涨幅都好于 2024 年同期，从绝对涨幅上都录得正增长。并且相对于沪深 300 指数的涨幅也是超涨，而 2024 年相对是大幅下跌。但相对于上证指数的跌幅建筑材料和建筑装饰仍然还是下跌的，但相对跌幅收窄。2025 年较 2024 年建筑材料指数和建筑装饰指数相对上证指数跌幅分别是收窄 3.34 和 8.46 个百分点。建筑材料指数和建筑装饰指数涨幅的好转，除了市场风格的变化外，同时行业本身基本面也在发生着变化。从 2024 年和 2015 一季度报的情况看，部分细分行业最差的情况正在出现改善的迹象。

图2：建筑材料和建筑装饰指数 2024 年 1 月 1 日到 2024 年 6 月 13 日涨幅（算术平均）榜（%）



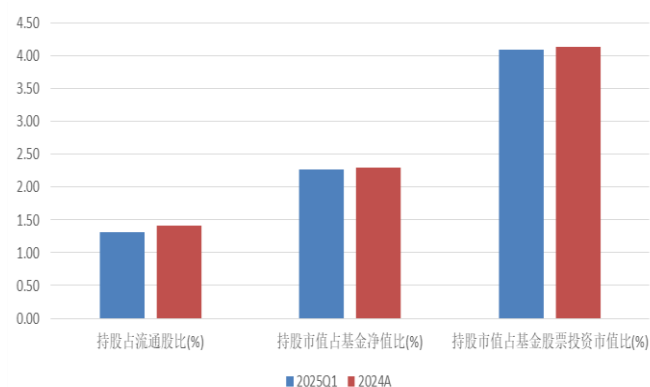
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.2 2025 年 Q1 基金重仓股持股比例较 2024 年底建材下降，建筑装饰提升

从建筑材料看，2025 年一季度末重仓持有基金数量从 2024 年末的 398 只提升到 489 只，但是持股占流通股的比例从 1.42% 降至 1.31%；持股市值占基金净值比例从 2.30% 降至 2.27%；持股市值占基金股票投资市值比例从 4.14% 降至 4.10%。

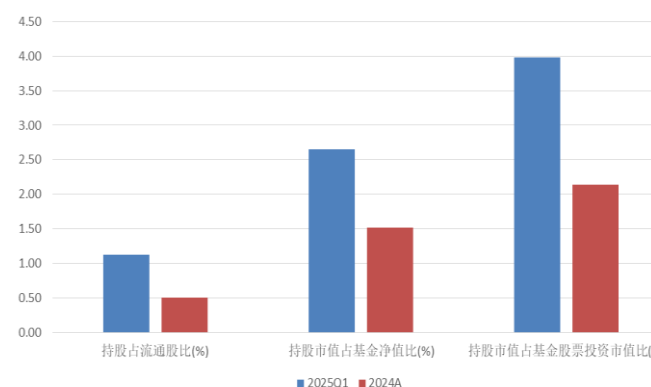
从建筑装饰看，2025 年一季度末重仓持有基金数量从 2024 年末的 530 只减少到 518 只，但是持股占流通股的比例从 0.50% 升至 1.13%；持股市值占基金净值比例从 1.52% 升至 2.65%；持股市值占基金股票投资市值比例从 2.14% 升至 3.98%。

图3：建筑材料基金重仓股持股季度比较



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：建筑装饰基金重仓股持股季度比较



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从个股上看，建筑材料行业中重仓持有基金个数最多的公司是海螺水泥、三棵树、中国巨石、北新建材、东方雨虹、兔宝宝、华新水泥、塔牌集团和中材科技。

表1：建筑材料公司基金重仓股持有基金数前十的公司情况

公司名称	持有基金数	季度持仓变动(万股)	季度持仓变动 比例(%)	持股占流通股比(%)	持股市值占基金股票投资市值 比(%)
海螺水泥	101	-495.82	-3.77	2.39	4.41
三棵树	55	586.49	14.65	8.71	5.70
中国巨石	49	-210.14	-3.10	1.64	6.11
北新建材	34	-136.08	-5.59	1.41	5.80
东方雨虹	33	-15.57	-0.22	3.69	6.16
兔宝宝	28	-2,433.67	-47.27	3.70	6.38
华新水泥	26	1,000.18	43.19	1.60	3.74
塔牌集团	25	-150.18	-8.14	1.42	2.42
伟星新材	24	216.50	27.32	0.69	4.13
中材科技	13	416.33	50.96	0.73	5.37

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

建筑装饰行业中重仓持有基金数较多的上市公司为：中国建筑、四川路桥、鸿路钢构、中国中铁、隧道股份、中国化学、中国能建、中国铁建、中国交建和中国电建等。

表2：建筑装饰公司基金重仓股持有基金数前十的公司情况

公司名称	持有基金数	季度持仓变动(万股)	季度持仓变动 比例(%)	持股占流通股比(%)	持股市值占基金股票投资市值 比(%)
中国建筑	124	-23,074.89	-25.82	1.60	6.34
四川路桥	49	1,093.39	13.08	1.41	2.68
鸿路钢构	48	-284.89	-1.93	29.13	8.08
中国中铁	24	-2,699.42	-13.43	0.71	4.97
隧道股份	23	-1,664.37	-20.70	2.03	3.41
中国化学	21	-4,255.10	-46.93	0.79	4.94
中国能建	19	-716.97	-5.55	0.29	4.42
中国铁建	19	-685.02	-11.55	0.39	5.53
中国交建	18	540.73	16.76	0.23	5.14
中国电建	14	-6,248.43	-48.20	0.51	6.67

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

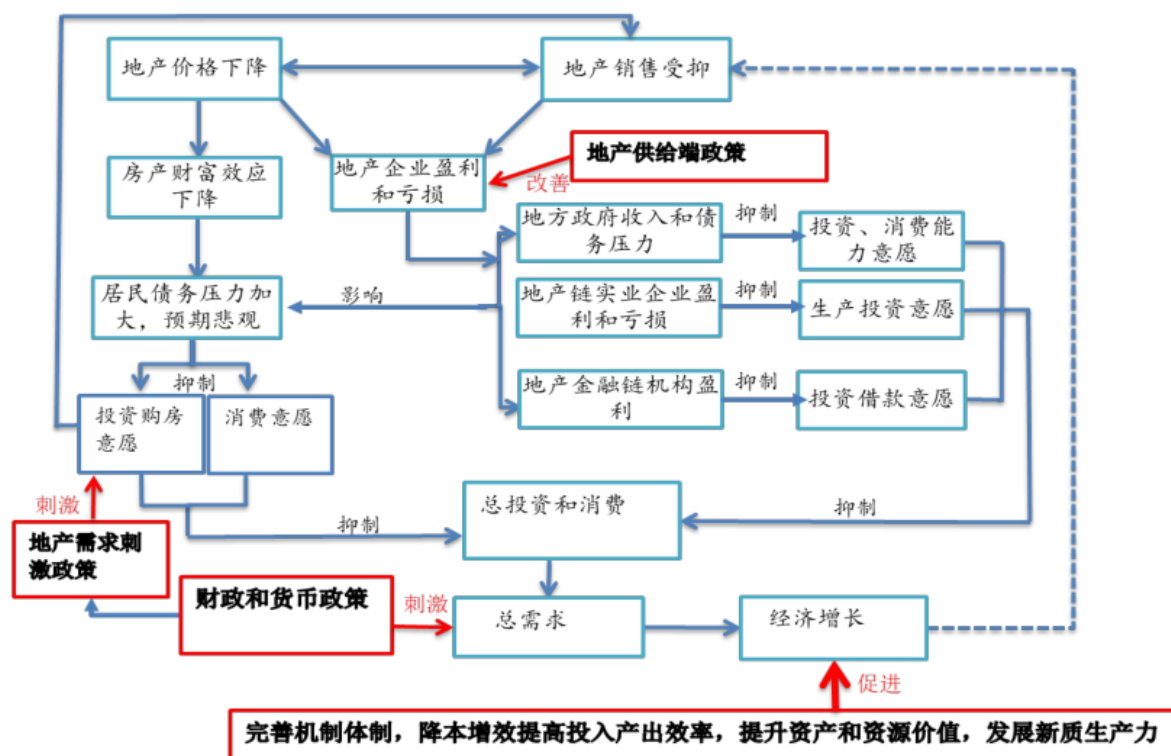
从行业的涨幅情况和基金重仓的情况看，2025 年上半年市场的偏好方向符合我们年初的判断：龙头和优秀的公司以及央国企公司在当前的环境下受益大，内需和科技创新是 2025 年两条主要的投资主线，市场也对龙头和央国企公司的喜好相对较高。

2. 地产负向循环影响还在但动力在减弱

我们在 2022 年 11 月发布的年度报告《2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航》中提出了地产行业的负向反馈循环。并在 2023 年 11 月 23 日发布的年度报告《2024 年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡》、2024 年 7 月 29 日发布的《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》中做了进一步详细的阐述。我们在 2024 年 11 月 27 日发布的年度报告《建筑建材行业 2025 年投资展望：内需之重下行稳致远》中提出 2025 年地产的负向循环还会继续拖累中国经济的发展，拖累 2025 年建筑建材行业的需求。

从 2025 年初到当前的情况看，地产对于经济的持续拖累还在继续，增加了宏观经济调控的难度，拖累了行业的需求，使得建筑建材行业景气度持续处于历史低迷的状况当中。2025 年政府工作报告中把稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击作为 2025 年政府工作总目标的重要内容，为房地产行业回归长期健康发展轨道提供坚实保障。

图5：房地产负向循环机制



资料来源：东兴证券研究

2.1 购地等影响下地产行业固定资产投资下滑幅度没有改善

房地产行业负向循环还在继续，投资降幅仍略有扩大。到 2025 年 5 月房地产固定资产投资同比下滑已持续 38 个月。从 2022 年 4 月房地产固定资产投资同比开始下滑后，过去的三年多的时间里保持持续的同比下滑态势。2025 年 1-5 月房地产固定资产投资额累计为 3.62 万亿，同比下滑 10.7%，较上月扩大 0.4 个百分点，显现地产负向循环还在继续。房地产行业投资降幅的扩大与前期土地购置下滑和竣工情况有关。

图6：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7：房地产行业无收敛负向循环

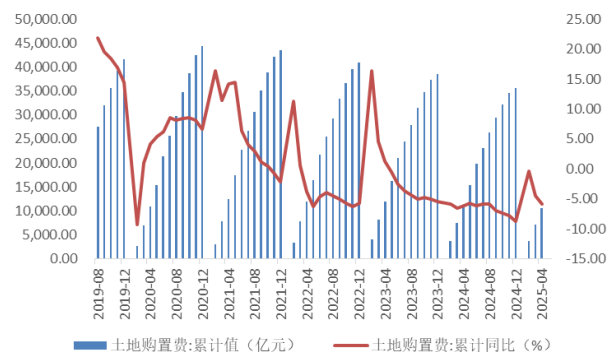


资料来源：东兴证券研究所

2025 年房地产的土地购置额同比降幅继续扩大，竣工降幅较 2024 年有收窄。2025 年 1-4 月房地产土地购置费用累计为 1.06 万亿，同比下滑 5.90%，较 2024 年全年下滑幅度收窄 2.8 个百分点。从 2022 年 4 月以来土地购置费用已经连续下滑三十七个月，2025 年同比降幅出现收窄。

2025 年 1-5 月房地产累计竣工面积为 1.84 亿平方米，同比下滑 17.3%，同比下滑幅度较 2024 年全年大幅收窄 10.4 个百分点，保交楼政策作为地产政策的重要方向还在不断地发力，带来 2025 年房地产竣工面积同比降幅收窄。

图8：房地产土地购置费用和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：房地产行业施工面积和增速（右轴）



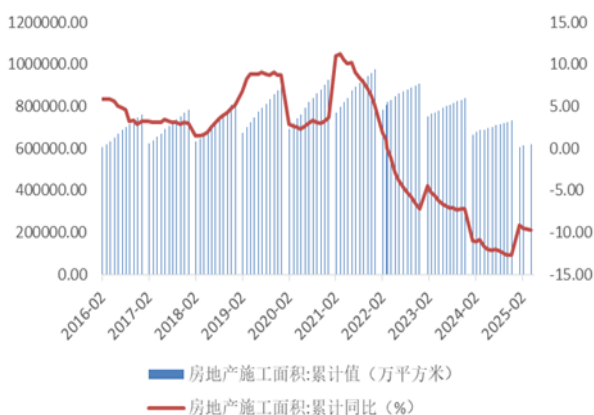
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

所以，前期土地购置降幅扩大和竣工降幅收窄，导致房产固定资产投资的降幅出现略有扩大的迹象。

2.2 地产负向循环的动力显现减弱的迹象

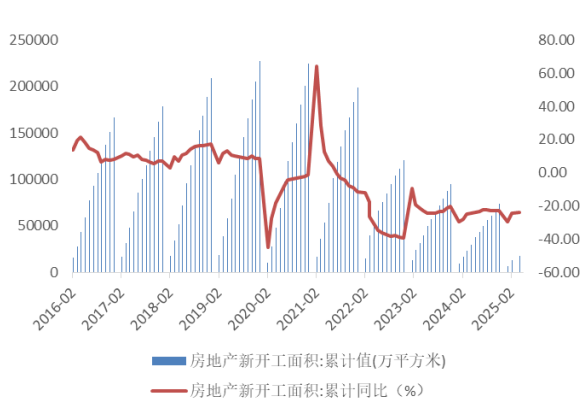
新开工和施工面积同比下降幅度在 2025 年收窄。2025 年 1-5 月房地产累计施工面积为 62.50 亿平方米，同比下降 9.2%，同比降幅较上月收窄 0.5 个百分点，较 2024 年全年收窄 3.5 个百分点，下滑幅度出现改善迹象。2025 年 1-5 月房地产累计新开工面积为 2.32 亿平方米，同比下降 22.8%，同比下滑幅度较 2024 年全年收窄 0.2 个百分点，较上月收窄 1 个百分点。地产行业销售的持续低迷和前期地产企业土地储备购置的下滑对新开工继续产生着负面的影响。但随着地产销售下滑幅度的改善和土地储备购置同比下滑幅度的回稳，房地产新开工面积同比下滑幅度显现逐步收窄的变化。

图10：房地产竣工面积和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

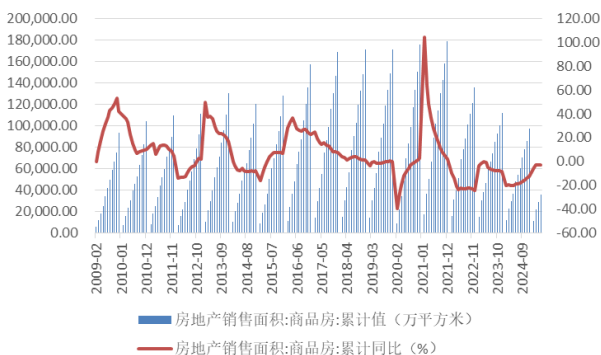
图11：房地产行业新开工面积和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

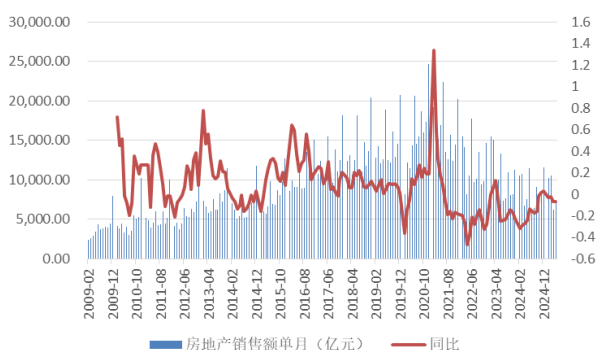
2025 年房地产销售面积下滑幅度收窄，房地产负循环动力持续减弱。2021 年四季度以来房地产政策不断地推出和落地，并且在因城施策的情况下，中央政府政策的出台也正在逐步更加系统化和针对性。2025 年中央政府工作报告，把稳楼市和股市作为 2025 年的重要工作目标，显现出稳地产在防风险工作中的重要地位。随着政策得不断出台，政策效果也正在从量化向质变转变。

图12：房地产销售面积和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：房地产销售额单月和增速（右轴）

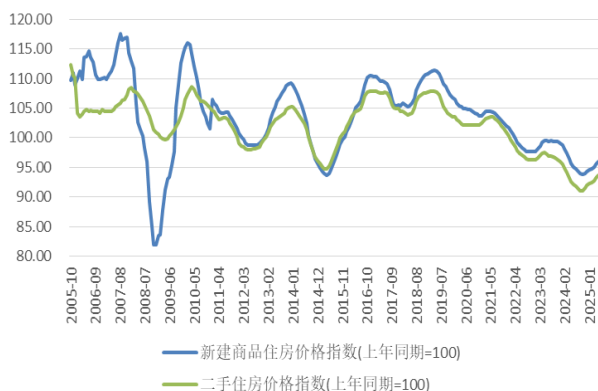


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2025 年 1-5 全国房地产累计销售面积为 3.53 亿平方米，同比下降 2.9%，降幅较 2024 年全年同比降幅收窄 10 个百分点，出现明显收窄迹象。并且在 2024 年单月 11 月和单月 12 月，房地产销售面积和销售额出现过转正的情况，显现政策的作用正在逐步的显性化。

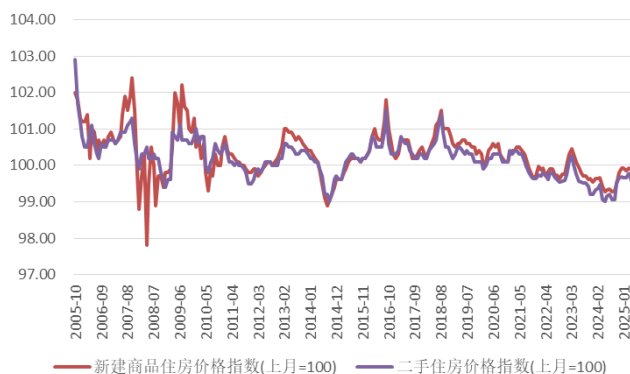
新建商品房和二手房的价格下降动力也较 2024 年减弱。2025 年 5 月新建商品房价格指数(上年同期为 100)为 95.92，较上月的指数提高 0.47 个百分点；新建商品房价格指数(上月=100)为 99.78，较上月仅变小 0.1 个百分点，2025 年各月总体保持在 99.78 以上的水平，总体降幅已较 2024 年的降幅变小。二手住房价格指数(上年同期=100)为 93.70，较上月提高 0.49 个百分点；二手住房价格指数(上月=100)为 99.50，较上月降低 0.09 个百分点，从 2024 年 11 月以来这个指数总体保持在 99.7 以上的水平，比前推 12 月的各月水平也是明显提升。

图14：新建商品房和二手房同比变化价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：新建商品房和二手房环比变化价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

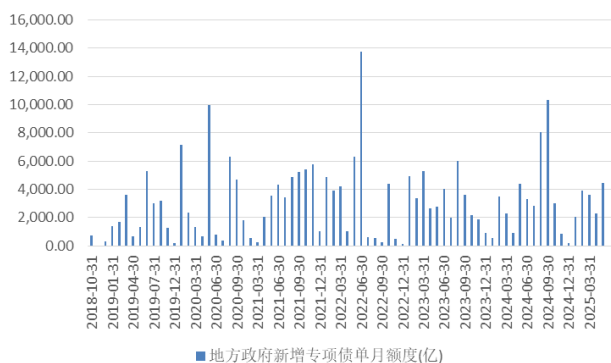
从 2025 年房地产新开工和施工、销售情况和价格指数的变化看，2025 年房地产负向循环虽然还在继续，但负向循环的动力较 2024 年已显现出减弱的迹象。随着房地产行业政策的进一步推进，地产政策也正在从量变向质变演进，在防风险政策的推进下，地产回归长期健康发展轨道可期。

3. 基建投资和制造业投资仍保持较好增长，对冲地产下滑

3.1 2025 年基建保持稳定增长态势

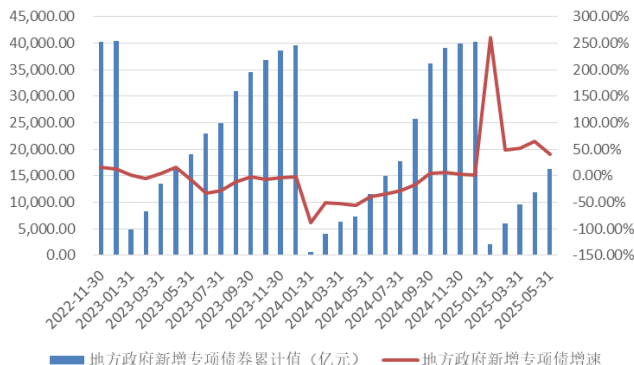
2025 年 1-5 月地方政府专项债累计发行规模为 1.63 万亿，同比增长 40.72%，占 2025 年计划发行额度 4.4 万亿的 37.05%。2025 年 4 月超长期国债也开始发行，发行节奏较 2024 年提前了一个月。首批发行额度 1210 亿元，占 2025 年计划发行额度的 9.2%，其中 20 年期为 500 亿元，30 年期为 710 亿元。2025 年的 1.3 万亿国债有 8000 亿元主要用于“两重”项目，另外 5000 亿元用于“两新”，特别是消费品以旧换新规模为 3000 亿，比 2024 年增加了 1500 亿。

图16：地方政府专项债单月发行额



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

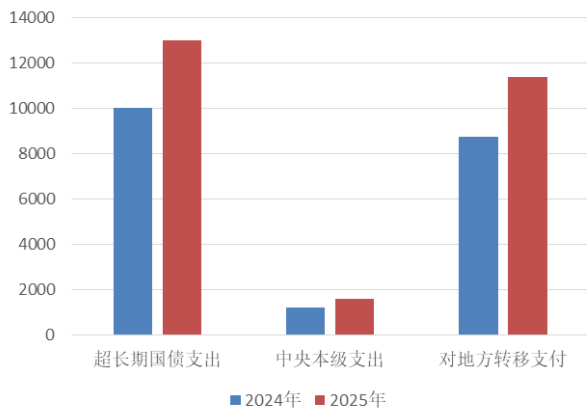
图17：地方政府专项债累计新发行额度和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

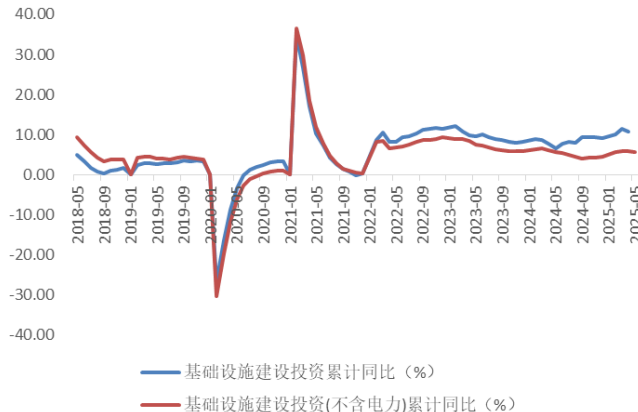
2025 年超长期国债发行时间前置，对 2025 年影响更大。2025 年超长期国债发行计划如下：5 月发行四次；6 月、7 月各月分别发行三次；8 月、9 月各月分别发行四次，10 月发行一次，完成全年的发行计划。整个发行过程前置，完全作用于 2025 年。同时，叠加 2025 年超长期国债额度较 2024 年增加 3000 亿，同比增长 30%，所以，2025 年超长期国债的作用要大于 30%增量的影响。同时，2025 年的 1.3 万亿超长期国债中，中央本级支出预算为 1600 亿元，地方转移支付为 1.14 亿元，分别占比为 12.3%和 87.7%。超长期国债发行将助力 2025 年基础实施投资保持稳定的增长态势。

图18：2025 年超长期国债支出方向



资料来源：财政部，东兴证券研究所

图19：基础设施建设投资累计增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.2 制造业固定资产投资还将保持一定增速，但较 2024 年变弱

2025 年 1-5 月制造业固定资产累计投资同比增长 8.5%，较上月同比增速下降 0.3 个百分点。2025 年发改委财政部发布加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策通知：要加大重点领域设备更新项目支持力度；加力实施设备更新贷款贴息；加快存量设备评估诊断和项目储备；加强老旧营运船舶报废更新项目实施；扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新；提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。这些有利于

制造业投资的继续向上。同时外需出口受到影响也会对制造业投资产生抑制作用。总体上制造业投资还会保持一定的增速。设备更新改造也会带动厂房等土建投资的增量。

图20：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21：固定资产投资中设备工器具购置同比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 2025 年房地产行业拖累建筑建材需求程度有改善迹象，一季度拉动经济增长

4.1 房地产继续拖累建筑建材行业需求，但有改善迹象

在制造业固定资产投资和基础设施固定资产投资的带动下，总体对冲了地产投资下滑对总投资的影响，全国固定资产投资额持续保持相对稳定的增长。2025 年 1-5 月全国固定资产累计投资额为 19.19 万亿元，同比依然增长 3.7%，同比增速较上月下降 0.3 个百分点，但较 2024 年全年同比增速提高 0.5 个百分点。固定资产投资同比增速在 2025 年总体保持一定的增速，当然这和基础设施投资、制造业投资在 2025 年对冲有关，也和房地产行业的拖累减弱有关。

房地产行业拖累建筑建材的需求依然受到影响。从全国水泥产量看，2025 年 1-5 月全国水泥累计产量为 6.59 亿吨，同比下降 4%，较 2024 年全年同比降幅收窄 5.50 个百分点。

图22：全国固定资产投资和增速

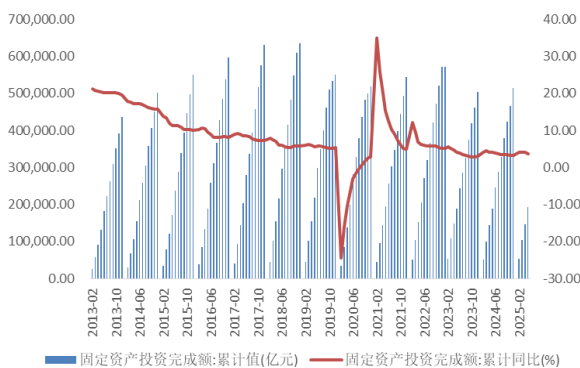
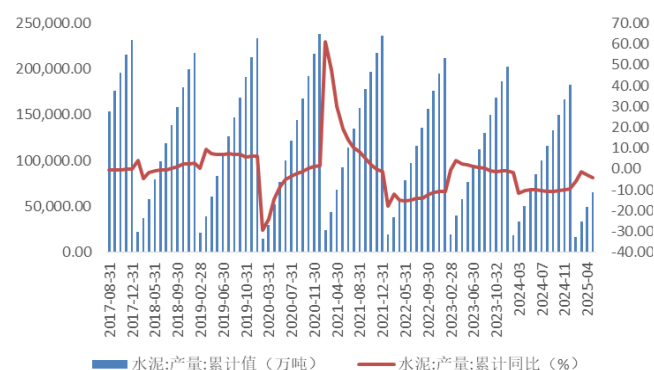


图23：全国水泥产量和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从全国水泥价格指数看，2025年6月13日为140.54，较去年同期下降10.89。价格指数持续显现疲弱，仍处于历史较低水平。

图24：全国水泥价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图25：全国浮法玻璃市场均价

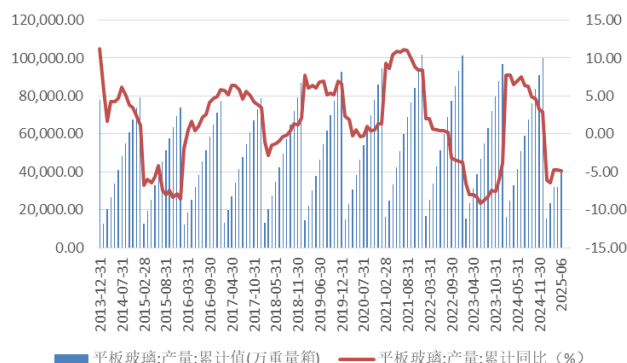


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

浮法玻璃全国市场均价2025年6月13日为1203元/吨，同比下降27.70%，2025年以来依然处于历史低位波动。全国平板玻璃累计产量在2025年开始同比下滑，1-5月累计产量为4.02亿重量箱，同比下降4.9%，较上月降幅扩大0.1个百分点，可以看出这主要是由于平板玻璃的需求出现更大的下滑所致。

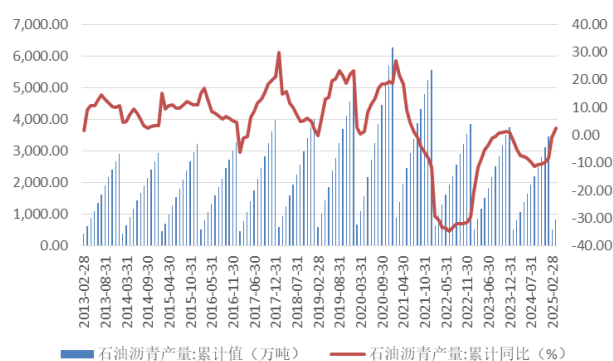
全国石油沥青累计产量在2025年同比转正。2025年1-4月累计产量为1145.6万吨，同比增长5.90%，出现产量的同比正增长。所以，我们可以看到地产对于建筑建材的需求虽然还在拖累，但是在地产景气度下降幅度收窄、基建继续发力和制造业等下游的带动下，建筑建材行业的需求虽然仍有下降，但已出现改善迹象。

图26：全国平板玻璃累计产量和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图27：全国石油沥青累计产量和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4.2 2025 年一季度房地产对经济由拖累变为正拉动

地产对经济影响在 2025 年已由拖累变为正拉动，助力 2025 年一季度 GDP 增速超预期。2025 年一季度中国 GDP 实际增速达到 5.4%，超出 2025 年增速的目标，超出了市场的预期。这和地产有拖累变为正增长有关，在 2024 年各季度房地产对经济均为拖累的状态，但到 2025 年一季度房地产成为拉动经济增长的动力，拉动 GDP 0.77 个百分点。

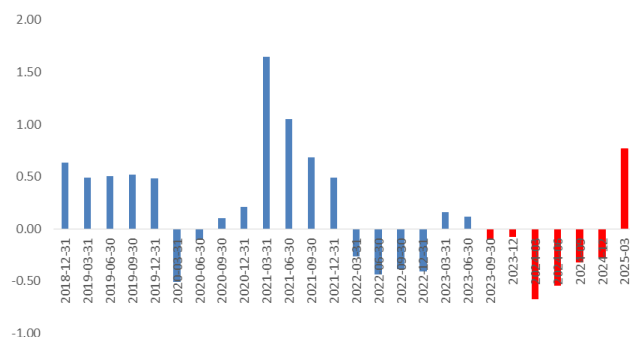
地产产业链长，影响广，在房地产负向循环的驱动下如果不能到控制容易产生加速的风险。这次房地产行业由拖累转正显现了房地产负向循环处于可控当中。国家出台各种改善地产投资、释放购房需求和促生产消费调结构的多种政策来对冲地产下滑的影响。随着政策从量变的累计到质变政策效果会逐步显现，地产的负向循环的动力逐步得到减弱，最后带来地产行业回归长期健康发展轨道，也将带来建筑建材需求的企稳改善。

图28：中国 GDP 季度增速变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图29：房地产对经济的拉动（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

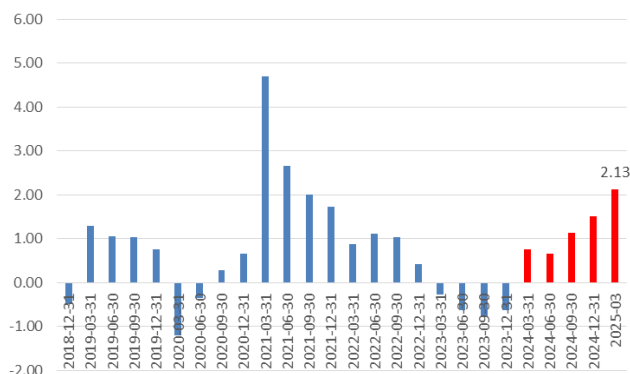
5. 美国贸易保护助推内需政策释放，助推地产止跌企稳带来行业需求改善

5.1 2025 年一季度出口对 GDP 拉动作用较强

2025 年一季度出口对中国经济的增长拉动依然很强。2025 年一季度货物和服务净出口累计拉动中国 GDP 增长为 2.13 个百分点，对 2025 年一季度经济的增长起到了很大的作用。这主要得益于 2025 年一季度在美国高关税预期的情况下，“抢出口”带动出口增长始终保持较好的态势。2025 年 1-3 月中国贸易进出口累计差额为 2729.67 亿美元，同比增长 49.02%。

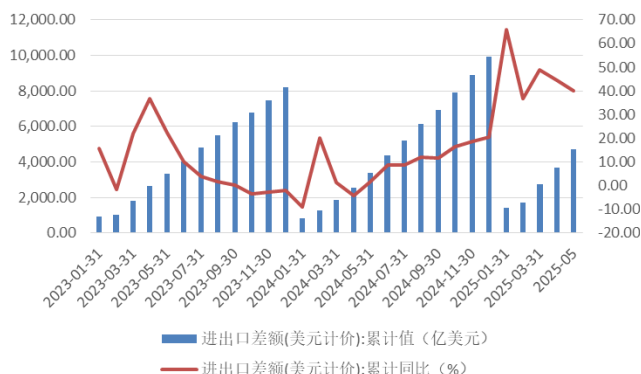
2025 年 1-5 月中国进出口累计差额为 4718.87 亿美元，同比增长 40.18%，出口拉动对 2025 年二季度 GDP 增长仍将起到积极的作用。

图30：货物和服务净出口对 GDP 的拉动（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：中国贸易顺差额和增速



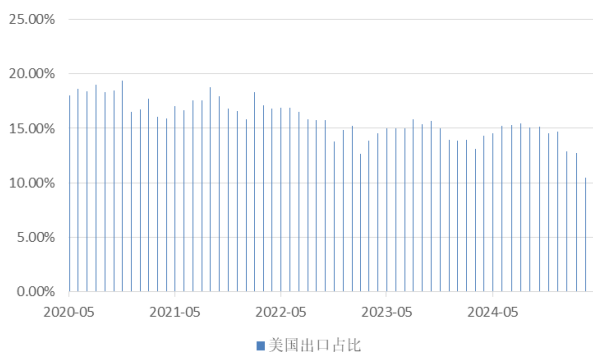
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

5.2 美国高关税不确定性对 2025 年出口会产生抑制作用

2025 年 4 月 3 日美国决定对全球实施“对等关税”政策，对中国关税达到 145%，个别商品高税高达 245%，国际贸易保护的抬头形成了对美国出口的严重阻碍。虽然 2025 年 5 月 12 日中美谈判给予中国 90 天的 30% 关税期，但是后续“关税战”存在不确定性。

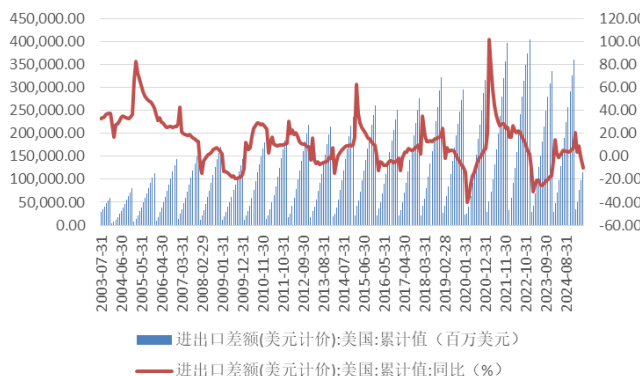
2025 年 5 月中国对美国出口额占总出口的比例为 9.12%，较上月缩小 1.34 个百分点，较 2021 年 11 月的阶段性高点已经大幅下降 10.27 个百分点。虽然占比逐月持续下降，但占比仍然较大。所以，美国高关税的不确定性会对 2025 年中国的出口造成不确定性的影响。

图32：中国对美国出口额占总出口额比例



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图33：中国对美国进出口差额



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2025 年 1-5 月中国对美国进出口差额为 1151.24 亿美元，同比下滑 10.23%，“中美关税战”已经对中美原先的进出口格局产生了拖累。如果后续“中美贸易战”情况加剧，对中国的外需出口将产生更大的影响，对中国经济的增长也将产生负面的影响。

5.3 内需发力有利推动建筑建材行业需求逐步止跌企稳

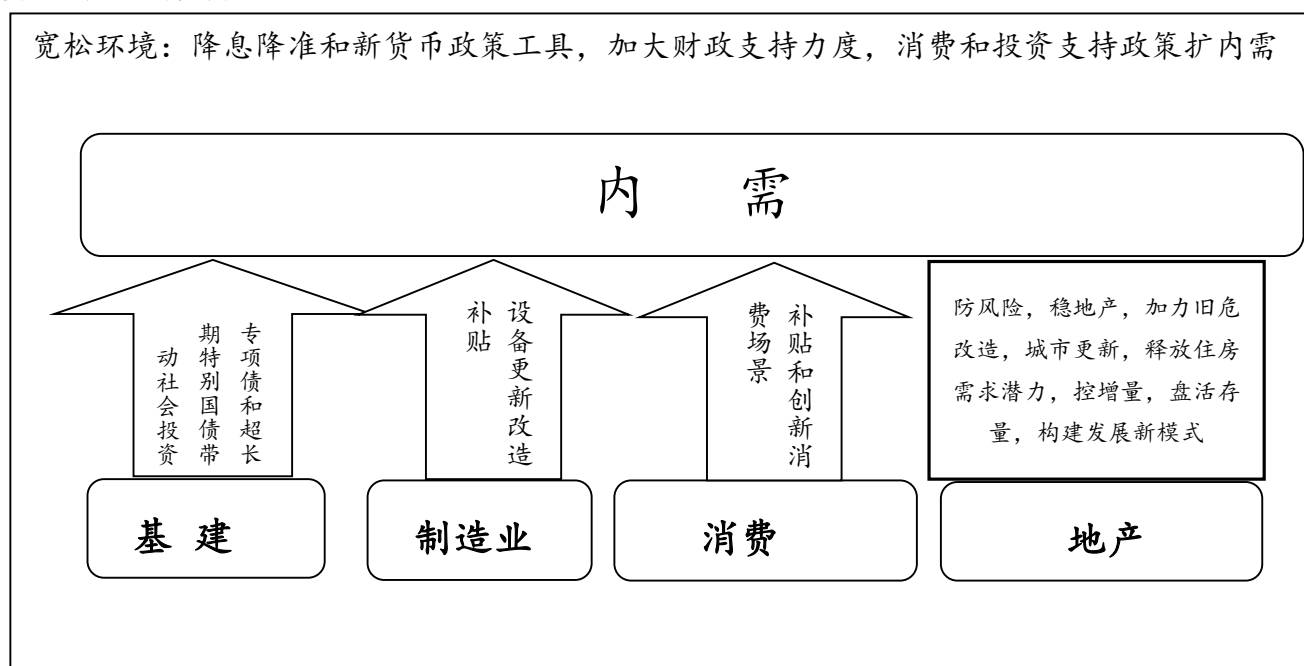
国际国内双循环是国家未来的发展战略，稳地产是 2025 年政府工作重点。2020 年以来构建以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局成为国家前瞻性的发展战略，并在 2021 年 3 月纳入《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）》，中国面对外部贸易保护主义有着充分的准备。释放内需对冲美国高关税的冲击成为 2025 年重要的政策方向。特别是房地产对内需拖累的情况下，促进地产止跌回稳成为 2025 年工作重点。

2024 年 12 月 11 日和 12 日中央经济工作会议明确提出：要提高投资效益，全方位扩大国内需求，更大力度支持“两重”项目，加强财政和金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。在有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线的内容里，特别提到要“持续用力推动房地产市场止跌回稳，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。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度”。中央政府已经充分认识到房地产行业的风险，并把房地产的调控作为防风险方向的重中之重。

2025 年政府工作报告在有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线的章节中，把持续用力推动房地产止跌回稳作为第一个重要段落，体现出政府对于经济风险源的精准把握和认识。并明确提出了“因城施策地调减购房限制性举措”、“加力实施城中村和危旧房改造”、“推进收购存量商品房上要给城市政府更大自主权和拓宽保障性住房再贷款使用范围”、“做好保交房和防范房企债务违约风险，加快构建房地产发展新模式”。

美国关税的影响加大将促进地产和基建相关的财政和货币政策的落地，如果美国高关税政策影响超预期，也将会推动相关的货币和财政政策有更大和更强力度的发力。

图34：扩大内需驱动因素



资料来源：东兴证券研究所

“中美贸易战”的不确定性推动内需加速释放。我们在 2024 年 12 月 27 日发布的年度报告《建筑建材行业 2025 年投资展望：内需之重下行稳致远》中提到：为应对外需的不确定性，“提振内需，防控地方拖累和风险仍是 2025 年政策重要方向”。并提出内需的驱动因素为：基建（专项债和超长期特别国债带动社会投资）、制造业（设备更新改造补贴）、消费（汽车、家电和消费电子补贴，创新新消费场景）和地产（防风险，加力旧危改造，释放住房需求潜力，控增量，盘活存量，构建发展新模式）。

2025 年中央政府工作报告提出，全年地方政府专项债发行额度和超长期国债发行额度加大。并重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。同时，在“两重”项目（中国的重大项目储备丰富像墨脱水电站等）建设的带动下有利于基建更大力度发力。

所以，在美国高关税的外部冲击下，相关政策的落地和更大力度发力，有利于促进地产止跌回稳，有利于基建持续的发力，有利于建筑建材行业需求的止跌回稳。

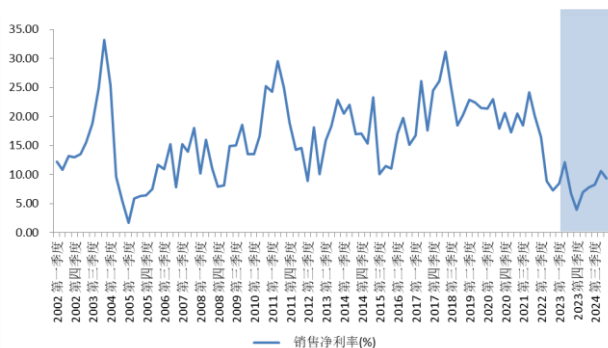
6. 市场和政策共推建筑建材行业供给端加速优化

6.1 市场环境持续处于历史最恶劣状态已近三年，行业在加速供给端优化

行业长时间持续处于优胜劣汰环境下，加快行业供给端优化。从 2022 年到 2025 年 6 月房地产行业处于持续下行的过程当中，建筑建材需求不断下降，行业竞争持续激烈，优胜劣汰持续加剧。上市公司作为行业中相对优秀的公司，在这几年时间里盈利水平一直在行业历史低位波动。行业中其他的中小企业的境况更是非常艰难，甚至被淘汰出市场。行业低迷的时间越长，这种淘汰的力度也就越大，行业恶劣的环境加速了行业供给端的优化。这种优化会加速行业供需进入新的平衡。

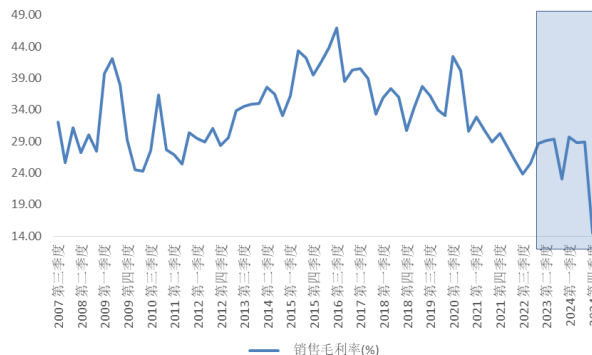
水泥龙头盈利水平持续处于历史低位：海螺水泥 2025 年第一季度净利率水平为 9.32%，同比提高 2.34 个百分点，但依然处于历史低位水平。从 2022 年第 4 季度以来，海螺水泥净利率水平持续在历史最低位置波动。

图35：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

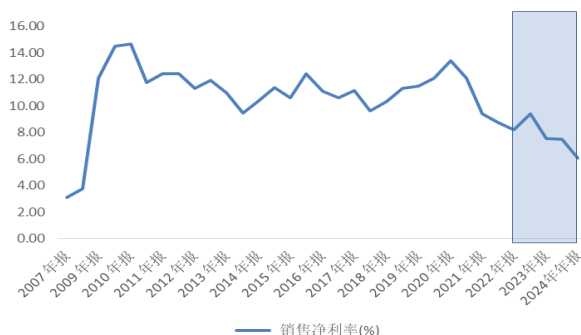
图36：东方雨虹单季度毛利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

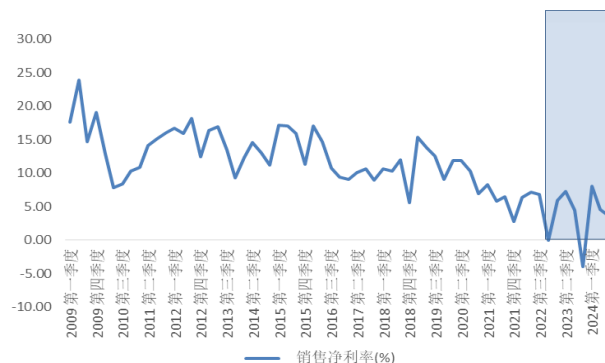
防水材料龙头盈利水平同比还在向下：东方雨虹在 2025 年第一季度毛利率和净利润率分别为 23.73%和 2.99%，同比下降 5.95 和 1.79 个百分点，防水材料的盈利水平虽然 2022 年三季度以来一直处于历史低位，仍经过了近三年的时间还未见好转迹象。

图37：中国联塑净利润率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图38：垒知集团单季度净利润率变化

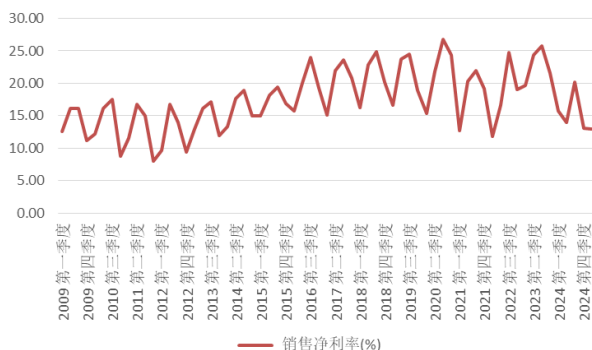


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

塑管龙头中国联塑和减水剂龙头垒知集团盈利水平持续下降：中国联塑从 2021 年以来销售净利润率持续下降，从 2021 年的阶段性高点 13.38%，到 2024 年跌至 6.06%。**减水剂龙头：垒知集团净利润率 2025 年第一季度为 6.97%，同比下降 1.02 个百分点，仍持续处于历史低位。**

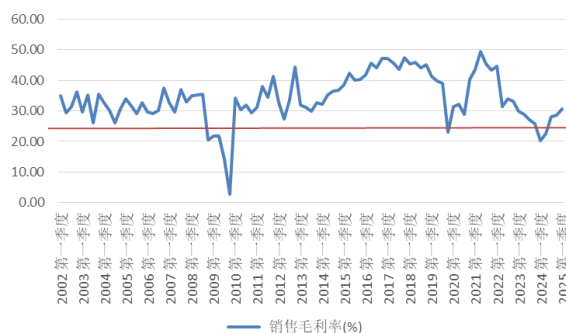
消费管材龙头盈利水平还在下降。伟星新材作为 PPR 管龙头公司，盈利水平相对波动较小。当季度净利润率高点在 2020 年第四季度，后面波动下行，2025 年第一季度净利润率为 12.95%，同比下降 2.82 个百分点，处于十年来的低位水平。

图39：伟星新材净利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图40：中国巨石毛利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

玻璃纤维全球龙头盈利水平改善。中国巨石 2025 年第一季度毛利率水平为 30.53%，同比去年提高 10.4 个百分点，从 2024 年的四个季度看，盈利水平季度环比处于改善的态势。但公司得盈利水平仍处于历史低位水平。

这些龙头公司作为行业中优秀的企业，他们的盈利水平已经持续处于历史低位，处于微利的水平。有的上市公司已经处于亏损的状态，非上市公司的情况会更差，很多企业处于持续亏损和停产状态。总体上来看，建筑建材行业盈利水平还在历史低位波动。行业景气度处于持续低迷的历史低位的时间越长，就会有更多落后企业和产能被淘汰出市场和行业，行业供给的优化程度就会越大。

从这些龙头公司的盈利水平看，龙头公司在行业低迷期抗风险能力强，在供需平衡略有改善，就会率先表现在基本面的变化上，像海螺水泥、中国巨石已经在盈利水平上出现改善的状况。

6.2 行业政策“锦上添花”加速供给端优化

行业政策助推行业供给端进一步优化。在行业很差，竞争加剧的情况下，行业相关政策的推出进一步加快了供给端优化的速度。2024 年《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年版）》继续对水泥和玻璃提出减量置换要求。并且提高了置换的门槛和要求：连续两年产能利用率低于 30% 的水泥生产线不能用于置换；前三年产能利用率低于 50% 的原则上不得从省外置换产能等。

同时，还有其他行业政策出台，比如：产品环保和技术指标要求提升，以及政府对于绿色建材采购力度加大，以及建设安全、绿色房子的要求等均会加速行业落后产能的退出。

行业政策上通过对产品标准要求的提升、对建材产品绿色环保要求的提高、对生产污染的环境保护趋严、对落后产能的淘汰力度加大等，在市场优胜劣汰的基础上进一步发力，更能够加速行业供给端的优化。

表3：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、石棉、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
2024-09-30	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
2024-10-17	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》	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。前三年水泥熟料平均产能利用率低于 50% 的省份新建水泥熟料生产线，原则上不得从省外置换产能。水泥熟料产能置换比例在大气污染防治重点区域和非大	工业和信息化部

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。产能置换方案自公告之日起两年内，项目建设企业应完成备案和环评等手续，三年内建完点火投产，否则方案失效。对已经完成产能置换方案公告的，在《实施办法》实施前未开工建设的项目，应于 2026 年 12 月底前完成点火投产；未完成的，2027 年 1 月 1 日后产能置换方案失效。

2024-12-31	关于进一步扩大政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升政策实施范围的通知	自 2025 年 1 月 1 日起，在北京市朝阳区等 101 个市（市辖区）实施政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升政策。	财政部 住房和城乡建设部 工业和信息化部
2025-03-05	中央政府工作报告	适应人民群众高品质居住需要,完善标准规范,推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。	国务院

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，国务院，东兴证券研究所

7. 内需释放和供给端加速优化带来行业新平衡和估值修复

建筑建材行业需求受益政策，逐步探底止跌回稳可期。作为内需的主要驱动力，基建和房地产的作用不可忽视。特别是房地产涉及的产业链长，对经济的影响大，房地产止跌回稳意义重大。面对国际贸易保护主义下美国高关税的冲击，基础设施建设和房地产作为释放内需的重要方向将会受益内需释放的相关政策，成为对冲外部影响的重要方向。

在当前房地产止跌企稳政策的推动下，房地产行业的负向循环动力正在减弱，随着政策的量变到质变，房地产回归长期健康发展轨道可期。同时叠加基建的共同发力，建筑材料行业下游需求逐步探底止跌企稳可期。

建筑建材行业供给端优化前所未有，加快行业集中度提升和格局优化。在当前低迷的行业环境下，建筑建材行业中很多企业包括上市公司在内，有些已持续几年处于停产和破产重整的状态。行业盈利水平很差和持续亏损的状态使得竞争差和抗风险能力弱的企业逐步退出市场。同时，行业政策的进一步助力更加速了行业落后产能的淘汰。这次长时间持续低迷的行业环境和不断趋严的行业政策是以前没有过的，是一次持续时间长的行业供给端优化，也是一次行业政策助推的供给端优化。

龙头和优秀公司抗风险能力强，在这样的环境下，反而能够提高自身的市场份额，不但能够通过内生增长，还可以通过外延式的并购，得到更快的发展。从而进一步使得龙头和优秀公司长期发展的更具确定性和护城河，进一步拓展了发展的空间。这也带来行业集中度提升，带来行业发展的新格局。

内需政策和供给端优化共同发力带来行业估值修复。房地产行业虽然还在下行，但这是前期地产问题带来的后遗症，也是地产行业向长期健康发展轨道回归所必然经历的过程。随着几年来在政策的不断地推出和累计落地，政策的效果也会开始逐步明显。特别是在外部冲击加大和地产对经济影响较大的情况下，房地产回归

长期健康发展轨道必须是确定的，中国经济也不允许出现房地产失控带来的系统性风险。随着房地产下行动能减弱和政策对冲的效果逐步明确，房地产回归长期健康发展轨道的预期也会更加明晰。

长时间的地产下行会带来过度悲观的市场预期和思维惯性，压制了行业的估值水平。随着政策发力起效，市场对于房地产行业的过度悲观的预期也会逐步改善，带来建筑建材行业估值的修复。行业供给端的优化也改善建筑建材行业发展的不良态势，带来行业格局优化和长期健康发展，带来行业估值的修复。

供给和需求齐发力带来行业的新平衡。中央把地产“止跌回稳”作为 2025 年的地产防风险的重要目标，随着房地产和基建的持续发力，推动建筑建材行业需求逐步止跌企稳。并随着行业供给结构优化的不断推进，一旦需求企稳或者减弱速度低于供给优化速度，就会带来行业新的供需平衡。

看好龙头和优秀公司的修复弹性。在地产景气度长时间下行冲击过程中，建筑建材行业景气度持续低迷的环境虽然会加速市场优胜劣汰，但龙头和优秀公司依靠自身的强综合竞争力和强抗风险能力，反而会成为行业环境低迷的受益者，逆势提升自身市占率水平，提升自身的护城河，提升长期健康发展的确定性和空间，从而提升自身的估值水平。同时在新平衡的行业环境下带来龙头和优秀公司更大的估值修复和业绩新弹性。

8. 风险提示

房地产政策调控效果不及预期、财政政策力度和效果低于预期、国际贸易保护发展超出预期和国际外部政策变化超出预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	建材行业：部分细分行业最差的情况存在改善迹象—2024 年和 2025 年一季报综述	2025-05-16
行业深度报告	建筑建材行业：内需释放下的新平衡—行业框架报告	2025-04-23
行业普通报告	建材行业：美国高关税促内需发力，政策逐步落地促行业估值修复—美国加征高关税点评	2025-04-08
行业普通报告	建筑建材行业：财政货币齐发力，稳地产助推估值修复和弹性—中央政府工作报告点评	2025-03-06
行业普通报告	政府绿色建材采购扩大，加速供给端优化	2025-01-15
行业深度报告	内需之重下行稳致远—建筑建材行业 2025 年投资展望	2024-12-27
行业普通报告	如何看待浮法玻璃价格的变化？	2024-10-25
行业普通报告	如何看待近期水泥的持续提价？	2024-10-22
行业普通报告	专项债发行加速提升行业需求，财政协同提效助质变	2024-10-10
行业深度报告	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	2024-09-30
公司普通报告	海螺水泥（600585.SH）：行业持续低迷，内生外延和海外拓展新空间	2025-05-03
公司普通报告	伟星新材（002372.SZ）：现金牛逆势拓市占率，分红率持续提升	2025-04-30
公司普通报告	北新建材（000786.SZ）：稳健发展运营升，两翼增长待发力	2025-03-28
公司普通报告	中国巨石（600176.SH）：玻纤龙头逆势持续提升市占率	2025-03-21
公司普通报告	中国巨石（600176.SH）：玻纤龙头优势引领，低迷期夯实新发展基础	2024-10-29
公司普通报告	北新建材（000786.SZ）：逆势继续保持稳健发展	2024-10-25
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

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

16 余年研究经验，上下结合研究框架，涵盖建筑建材及非金属新材料等行业。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；今日投资“天眼”2018 年唯一 3 年五星级分析师及 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益关系。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