



建筑材料

中性（维持）

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

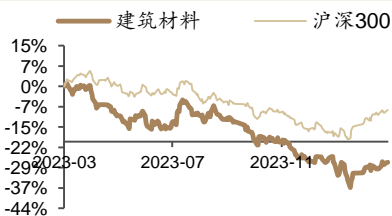
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

- 《周观点：1-2月新增居民长贷同增，光伏玻璃预期向好》，2024.3.17
- 《周观点：开年复工复产缓慢，“两会”再提信心》，2024.3.10
- 《周观点：1-2月百强房企销售疲软，期待政策催化下的“金三银四”》，2024.3.3
- 《伟星新材（002372.SZ）：23年业绩快报超预期，关注战略升级》，2024.2.29
- 《周观点：5年期LPR下调，降成本提信心》，2024.2.25

1-2月行业数据点评：高基数下地产销售降幅扩大，基本面修复仍待政策持续呵护

投资要点：

- **事件：**2024年3月18日，国家统计局公布2024年1-2月宏观投资数据。2024年1-2月全国固定资产投资（不含农户）5.08万亿元，累计同比+4.2%，增速较2023年全年扩大1.2个百分点；2月固定资产投资额（不含农户）环比（季调）+0.88%。分项来看，2024年1-2月基础设施建设投资（不含电力）累计同比+6.3%，增速较2023年全年扩大0.4个百分点，其中，铁路运输业投资累计同比+27.0%，增速较2023年全年扩大1.8个百分点，道路运输业投资累计同比+8.3%，增速较2023年全年扩大9.0个百分点。
- 2024年1-2月全国房地产开发投资1.18万亿元，累计同比-9.0%，降幅较2023年全年收窄0.6个百分点；其中住宅投资完成额0.88万亿元，累计同比-9.7%。2024年1-2月商品房销售面积约1.14亿平方米，累计同比-20.5%，降幅较2023年全年扩大12.0个百分点。2024年1-2月房屋新开工面积累计0.94亿平方米，累计同比-29.7%，降幅较2023年全年扩大9.3个百分点；房屋施工面积累计66.69亿平方米，累计同比-11.0%，降幅较2023年全年扩大3.8个百分点；房屋竣工面积累计1.04亿平方米，累计同比-20.2%，增速较2023年全年由涨转跌。由于统计局不再公布土地购置面积等土地市场指标，我们选择财政部口径来替代，2023年1-12月地方本级政府性基金收入中，国有土地使用权出让收入累计57996亿元，累计同比-13.2%，较2023年1-11月降幅收窄4.7个百分点。
- 2024年1-2月全国水泥累计产量1.83亿吨，累计同比-1.6%，降幅较2023年全年扩大0.9个百分点。2024年1-2月全国平板玻璃累计产量1.62亿重量箱，累计同比+7.7%，增速较2023年全年扩大11.6个百分点。
- **房地产需求：高基数下销售降幅扩大，一线城市二手房行情有望先行。**2024年前两个月商品房销售面积合计约1.14亿平方米，在公告口径和计算口径下，分别同比-20.5%和-24.9%，均显示为降幅扩大，我们认为或主要系：1) 23年同期疫情积压需求脉冲释放带来高基数；2) 24年春节假期较长，居民出游热情一定程度上影响住房需求正常释放；3) 需求端政策优化后，从看房传导至成交仍需时间转化，根据贝壳研究院，24年春节假期重点50城市二手房看房量同比回升明显，一线/二线/三线城市看房量分别同比23年春节期间增长90%/180%/140%。**我们认为，当前基本面仍在底部盘整，高基数下开年降幅有所扩大，但一线城市二手房“小阳春”修复行情或仍值得期待：**1) **二手房降幅小于新房：**根据中指院数据，24年1-2月重点25城二手住宅成交面积同比-13.1%，较新房降幅较小，其中深圳节后二手房反弹明显，根据克而瑞深圳节后二手房周均成交水平已达到阶段性高位，主要系深圳限购限贷等政策优化，叠加房价调整较深所致；2) **一线城市二手房价格有所企稳：**根据国家统计局，截至24年2月一线城市二手住宅价格指数环比降幅0.8%，已连续三个月环比降幅持续收窄，有利于后市居民购房预期企稳，进而带动交易量的进一步修复。
- **房地产投资：销售磨底背景下投资维持疲软，关注三大工程推进情况。**24年1-2月房屋新开工面积/竣工面积/施工面积分别为0.94/1.04/66.69亿平，分别同比-29.7%/-20.20%/-11.00%，同比降幅均较23年全年有所走阔。投资端各指标拖累下，24年前两个月房地产开发投资完成额同比-9.0%。房企投资意愿及能力取决于房企资金，虽然当前在房地产融资协调机制下房企融资有所改善，但后端销售市场持续疲软下房企内部造血能力仍然偏弱，24年前两个月房企到位资金同比-24.1%，降幅扩大主要系个人按揭贷款和定金及预收款等销售相关项拖累。我们认为，房企

投资的企稳修复仍依赖于销售端的修复情况，此外需关注“三大工程”建设落地情况，有望为房地产开发投资提供一定支撑。

- **1-2月固投及基建增速有所回升，看好资金落位后加快形成更多实物工作量。**2024年1-2月全国固定资产投资完成额累计同比增速4.2%，其中基础设施建设（不含电力）累计同比增速6.3%。资金面来看，地方政府1-2月专项债发行总额4033.70亿元。我们认为，24年稳增长趋势不变，政府工作报告中提到从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，24年先发行1万亿，超市场预期，同时24年专项债达3.9万亿，同比增加1000亿，中央加杠杆支持经济复苏有望推动更多实物工作量落地，带动基建需求提速。
- **水泥：上周全国范围内水泥价格涨跌互现，均价窄幅上涨。**华北局部仍在推涨，华东散装仍有小幅下滑、但部分地区袋装价格开始释放上涨信号。供给端，错峰生产收尾，熟料线陆续开始点火烘窑，上周熟料线开窑率继续回升，北方地区库存水平下降，南方多数区域库位偏高；需求端，天气转晴、气温回升，虽然资金情况整体仍然较差，但在重点工程项目复工和农村市场基本恢复的正向带动下，整体需求环比前周继续增加；成本端，燃料价格延续跌势，水泥成本正在逐步下降。**我们认为，城中村改造+万亿国债推动下24年地产及基建都有积极政策支持，当前节点看2024年，水泥需求有望受益于开工端企稳，有望呈现需求改善、利润修复趋势：**
1) 城中村改造推进利好地产筑底企稳：23年7月国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》后，21个超大特大城市城中村改造推进蓄势待发，截至10月各地上报住房城乡建设部城中村改造信息系统已入库城中村改造项目达162个。房地产投资趋势向下是影响水泥需求周期变化的关键因素，2022-2023年水泥市场持续下行导致行业利润快速收缩，而城中村改造、保障房建设、“平急两用”公共基础设施三大工程的推进或给当前低迷的市场带来一针强心剂，对于产业链的需求拉动产生积极作用。**2) 万亿国债或对24年基建端产生积极效果：**23年10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议上明确中央财政将在23Q4增发2023年国债1万亿元，并通过转移支付方式全部安排给地方，其中23年拟安排使用5000亿元，结转24年使用5000亿元。截至23年11月17日，财政部已在建立增发国债项目实施工作机制、加强部门协同+组织项目申报和审核，并向地方印发通知+按照国债发行计划，合理把握发行节奏，推动增发国债平稳顺利发行三方面取得最新进展。根据国家发改委披露，2023年增发国债第一批项目清单涉及近2900个项目，拟安排国债资金2379亿，第二批项目清单涉及项目9600多个，拟安排国债资金超5600亿元，截至23年12月前两批项目涉及安排增发国债金额超8000亿元，1万亿元增发国债已大部分落实到具体项目。我们认为，地产与基建链仍是稳经济的重要一环，后续需求有望持续恢复，低估值、高分红的水泥板块将最受益，建议关注龙头**海螺水泥、华新水泥**及弹性标的**上峰水泥**。
- **玻璃：上周浮法市场弱势整理，价格重心进一步下移，出货持续表现一般。**根据卓创资讯，上周国内浮法玻璃均价1942.46元/吨，环比下跌97.44元/吨，跌幅4.78%，环比跌幅扩大。1) 需求及价格端：周内多地价格进一步走低，华北区域成交有所好转，但其他区域出货改善不明显，整体出货仍存压力。需求端下游加工厂订单缓慢修复，整体南方区域订单好于北方，加工厂订单存差异，整体开工率仍偏低，需求支撑偏乏力；2) 供应端：产能保持在相对高位，部分产线近期陆续出玻璃，库存压力逐步上升；3) 成本端：23年8-10月纯碱价格在经历了23年6-7月的下降后迎来上涨，23年11月以来价格再次迎来下降，玻璃盈利情况有所改善，但23年11月底后开新一轮上涨压缩行业利润空间，上周纯碱市场下滑，截止上周五全国重质纯碱均价约2000元/吨。**我们认为，24年行业或呈现供需双升的紧平衡。**在当前浮法玻璃产能置换政策下，新增产能愈发困难，行业进入到存量产能博弈阶段；短期在盈利恢复的推动下，复产产线增多，浮法玻璃在产产能接近历史高位，淡季供给端压力或凸显；但对24年需求端来看，“保交楼”政策推动下，24年待交付的住房规模依旧较大，同时21年地产销售的高基数仍有望支撑24年的竣工，24年浮法玻璃或是供需双升的走势，价格呈现淡旺季波动，成本下行趋势下盈利或同比有所提升；同时关注龙头企业产业链延伸的进展，带来新的业绩增长点。建议重点关注**旗滨集团、信义玻璃、金晶科技**。

- **投资建议：**根据央行数据，2月新增人民币贷款1.45万亿元，同比少增3600亿元，1-2月累计新增人民币贷款为6.37万亿，同比少增3400亿元，其中1-2月新增居民中长期贷款合计5234亿元，同比多增2140亿元，地产政策持续放松对居民购房需求形成一定的支撑，但力度仍稍弱，上周杭州限购政策基本完全放松，作为热门二线城市，示范意义明显，后续或有更积极的政策出台；当前水泥、玻璃等产销以及价格走势依旧承压，市场信心依旧不足，基本面恢复仍需更强政策持续呵护。根据百年建筑统计，截止到农历二月初三，全国开复工率为75.4%，同比下降10.7%，全国劳务上工率为72.4%，同比下降11.5%，资金到位率47.7%，环比增加3个百分点，续建项目进度偏慢以及当下新项目明显减少，反映出资金问题仍较为严重。我们认为，上半年地产链或是政策呵护阶段，下半年有望迎来基本面的改善，“三大工程”带来新的增量。
 - 1) 从投资角度来看，建议优先关注光伏玻璃（**旗滨集团**、**亚玛顿**、**信义玻璃**），近期光伏组件开工率提升，光伏玻璃持续去库+涨价预期提升，成本持续下降背景下24Q2业绩有望超预期；
 - 2) 其次关注经营质量优异，高分红的**伟星新材**（23年业绩实现正增长，零售业务占比高，经营稳健，经营质量优质）、**兔宝宝**（现金流充足，高分红）、**北新建材**（股权激励指引积极，收购嘉宝莉补齐涂料，补强一体两翼）；
 - 3) 而从中期来看，随着各地地产政策继续优化放松，2024年市场或走出前低后高的走势，今年也或是板块资产负债表修复的拐点；板块行至当前位置，估值性价比凸显，一是消费建材龙头调整后的估值性价比，在行业下行周期，龙头仍体现出很强的经营韧性， α 属性逐步凸显，建议关注强 α 的**东方雨虹**（加速战略调整，经营结构优化，反弹弹性大）、**三棵树**（国内涂料龙头，小B+C端业务稳健增长）、**青鸟消防**（消安龙头，经营稳健，新一轮股权激励提振士气）；
 - 4) 最后关注低估值的**公元股份**（减值计提卸下包袱，盈利有望重回稳态）、**科顺股份**（低估值，低基数，高弹性）、**蒙娜丽莎**（工程与零售占比均衡，弹性十足）等，普遍PE估值回落至10倍左右；
 - 5) 非地产链建议关注中硼硅药包材快速放量的**山东药玻**（模制瓶龙头，保持稳定增长）；
 - 6) 建筑板块建议关注央国企新一轮国改带来的修复行情，**中国中铁**、**中国交建**等八大央企，**中材国际**、**中钢国际**等国际工程公司。
- **风险提示：**固定资产投资低于预期；地产政策传导力度低于预期；环保督查边际放松，供给收缩力度低于预期；原材料价格大幅上涨带来成本压力。

图表目录

图 1: 2024 年 1-2 月统计局房地产核心数据	5
图 2: 全国固定资产累计值及累计同比增速走势	5
图 3: 基础设施建设投资 (不含电力) 累计同比增速走势	5
图 4: 铁路运输业投资额及累计同比增速走势	5
图 5: 道路运输业投资额及累计同比增速走势	5
图 6: 地方政府新增专项债券发行额度累计值	6
图 7: 地方政府新增专项债券发行额度当月值	6
图 8: 22 年 1 月-24 年 2 月地方政府新增专项债券当月投向	6
图 9: 2024 年 2 月地方政府新增专项债券投向	6
图 10: 商品房销售面积累计值及累计同比	6
图 11: 商品房销售额累计值及累计同比	6
图 12: 商品房销售均价累计值及累计同比	6
图 13: 商品房待售面积及去化周期	6
图 14: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%)	7
图 15: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%)	7
图 16: 2022 年 5 月-2023 年 12 月房地产政策放松统计	7
图 17: 2022 年 5 月-2023 年 12 月各线城市房地产政策放松统计	7
图 18: 房地产开发投资完成额趋势	7
图 19: 房地产开发投资完成额住宅投资趋势	7
图 20: 房屋施工面积趋势	7
图 21: 房屋竣工面积趋势	7
图 22: 新开工面积趋势	8
图 23: 国有土地使用权出让收入	8
图 24: 房地产开发企业到位资金累计值及累计同比	8
图 25: 房地产开发资金来源中国内贷款累计值及累计同比	8
图 26: 房地产开发资金中个人按揭贷款累计值及累计同比	8
图 27: 房地产开发资金中定金及预收款累计值及累计同比	8
图 28: 水泥产量趋势	9
图 29: 平板玻璃产量趋势	9

附:

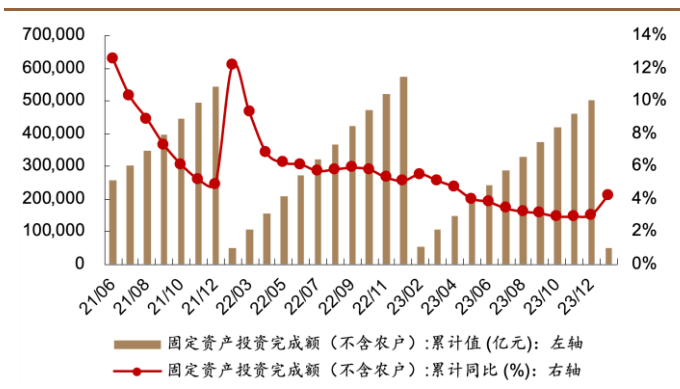
图 1: 2024 年 1-2 月统计局房地产核心数据

指标	累计数据	累计同比% (公告口径)	增速变动pct	累计同比% (计算口径)	单月数据			
					单月数据	单月增速%(计算口径) 环比	同比	
投资	房地产开发投资完成额(亿元)	11,842	-9.0%	0.6	-13.4%	11,842	72.4%	-13.4%
	房屋新开工面积(万平方米)	9,429	-29.7%	-9.3	-30.5%	9,429	19.1%	-30.5%
	房屋施工面积(万平方米)	666,902	-11.0%	-3.8	-11.1%	-	-	-
	房屋竣工面积(万平方米)	10,395	-20.2%	-37.2	-21.1%	10,395	-70.0%	-21.1%
	国有土地使用权出让-截止12月(亿元)	57,996	-13.2%	4.7	-	15,965	126.8%	1.8%
销售	商品房销售面积(万平方米)	11,369	-20.5%	-12.0	-24.9%	11,369	1.3%	-24.9%
	商品房销售额(亿元)	10,566	-29.3%	-22.8	-31.6%	10,566	-6.5%	-31.6%
	商品房平均售价(元/平方米)	9,294	-11.1%	-13.3	-9.0%	9,294	-7.7%	-9.0%
	商品房待售面积(万平方米)	75,969	8,674	-	-	-	-	-
			(环比增加值)					
资金	房地产开发企业到位资金(亿元)	16,193	-24.1%	-10.5	-24.1%	16,193	55.5%	-24.1%
	其中: 国内贷款	3,144	-10.3%	-0.4	-9.9%	3,144	129.8%	-9.9%
	其中: 定金及预收款	4,630	-34.8%	-22.9	-34.9%	4,630	27.9%	-34.9%
	其中: 个人按揭贷款	2,214	-36.6%	-27.5	-36.6%	2,214	46.9%	-36.6%

资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦研究所; 注: 根据统计局官方释义, 公告口径按照可比口径计算, 报告期数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素, 不能直接相比计算增速, 相关基数调整涉及: 1) 加强在库项目管理, 对毁约退房的商品房销售数据进行了修订; 2) 加强统计执法, 对统计执法检查中发现的问题数据, 按照相关规定进行了改正; 3) 加强数据质量管理, 剔除非房地产开发性质的项目投资以及具有抵押性质的销售数据。注: 本月环比指 1-2 月累计与 12 月对比。

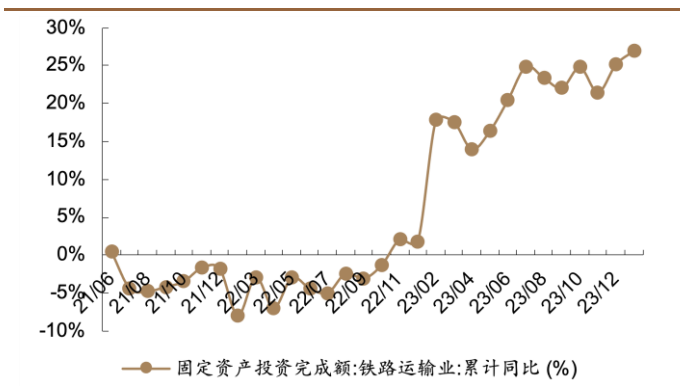
固定资产投资:

图 2: 全国固定资产累计值及累计同比增速走势



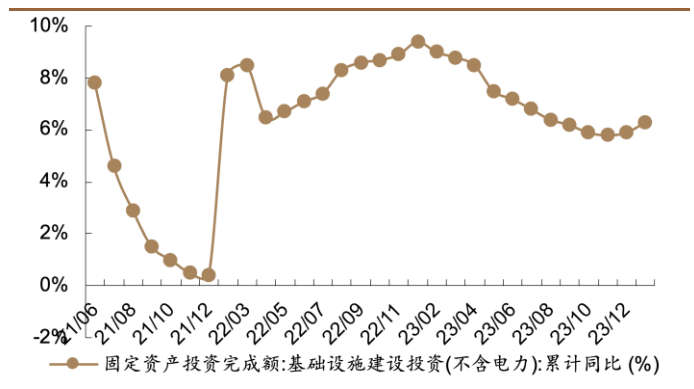
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 4: 铁路运输业投资额及累计同比增速走势



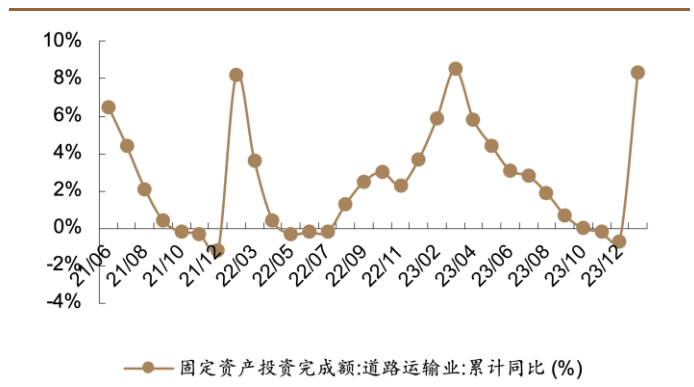
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 3: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比增速走势



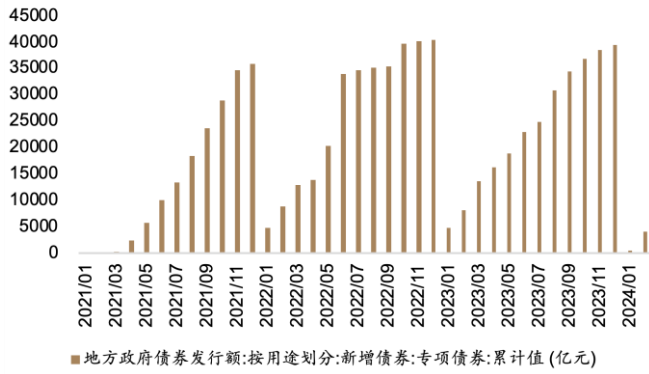
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 5: 道路运输业投资额及累计同比增速走势



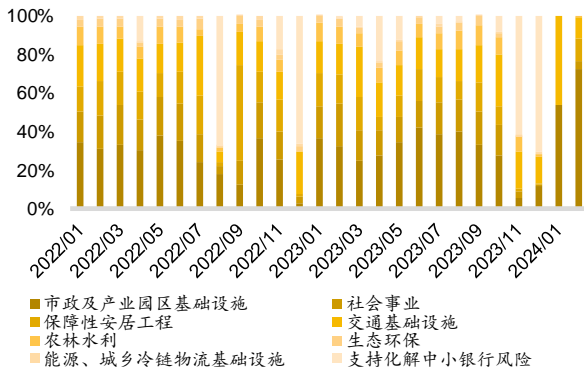
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 6：地方政府新增专项债券发行额度累计值



资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

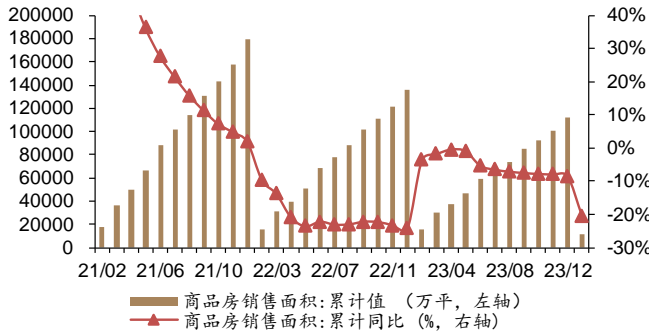
图 8：22 年 1 月-24 年 2 月地方政府新增专项债券当月投向



资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

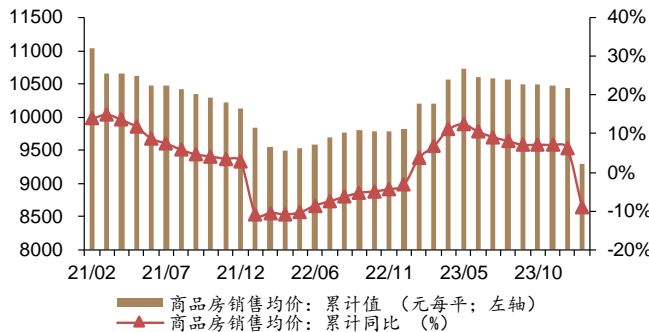
房地产销售：

图 10：商品房销售面积累计值及累计同比



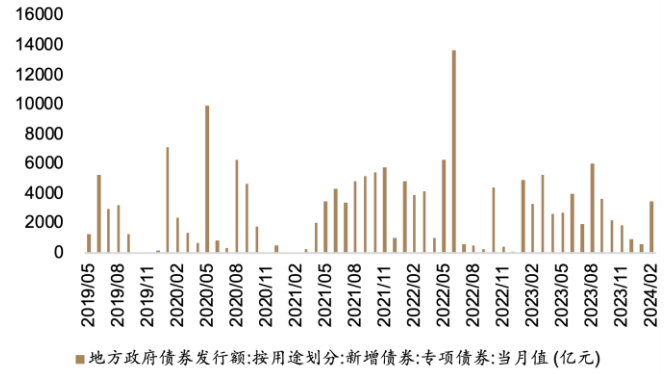
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 12：商品房销售均价累计值及累计同比



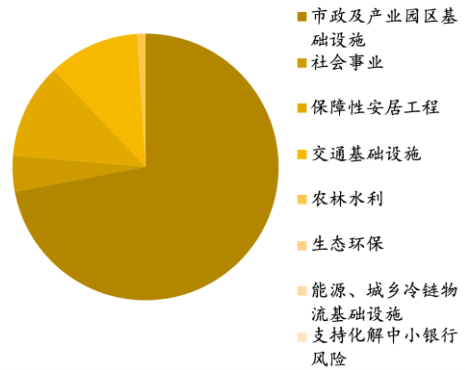
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 7：地方政府新增专项债券发行额度当月值



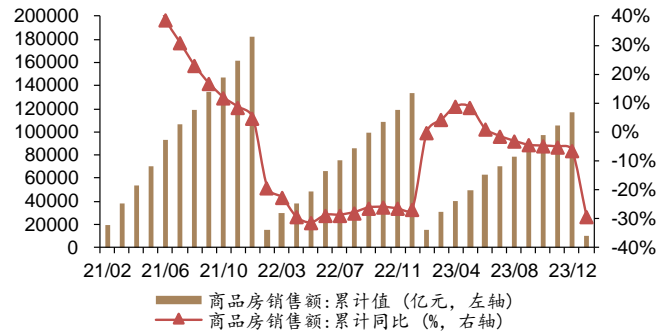
资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

图 9：2024 年 2 月地方政府新增专项债券投向



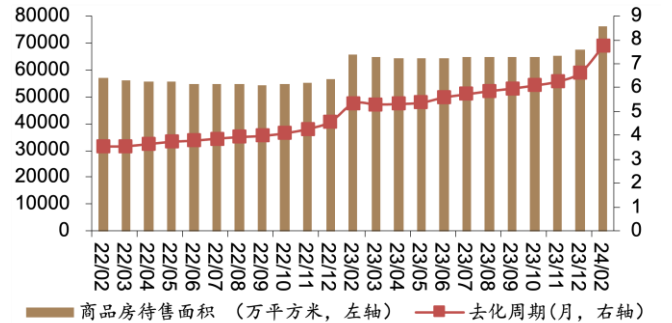
资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

图 11：商品房销售额累计值及累计同比



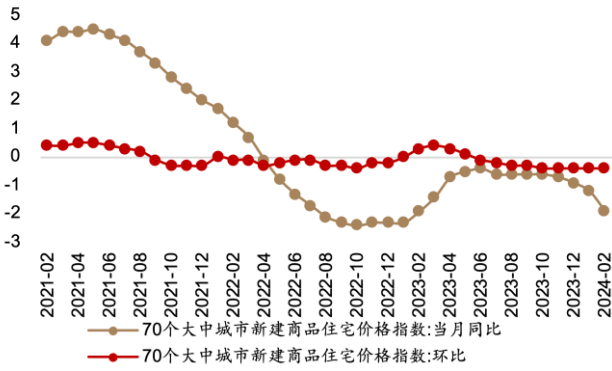
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 13：商品房待售面积及去化周期



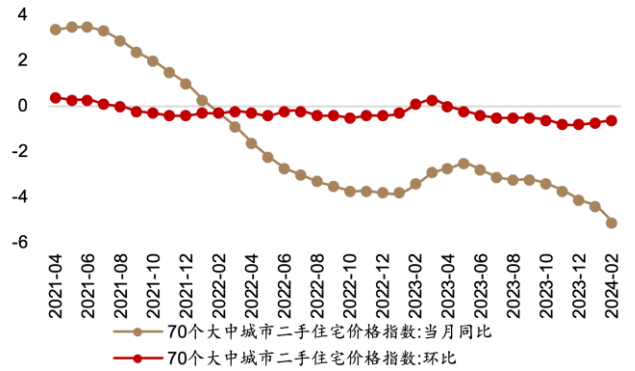
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 14: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%)



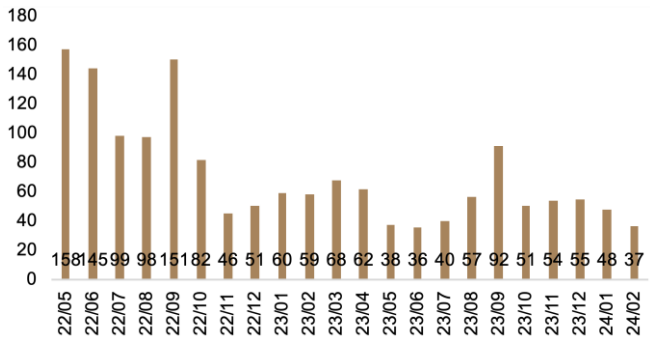
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 15: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%)



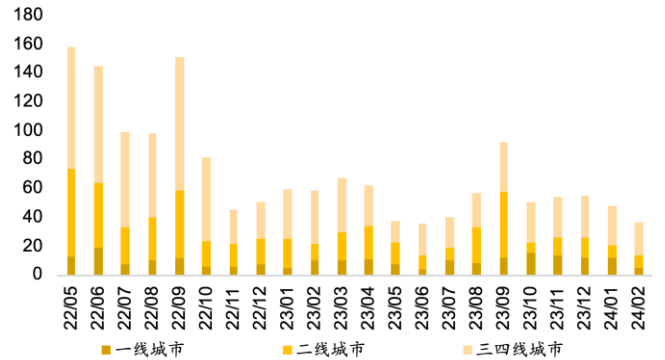
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 16: 2022 年 5 月-2023 年 12 月房地产政策放松统计



资料来源: 中指院, 德邦证券研究所

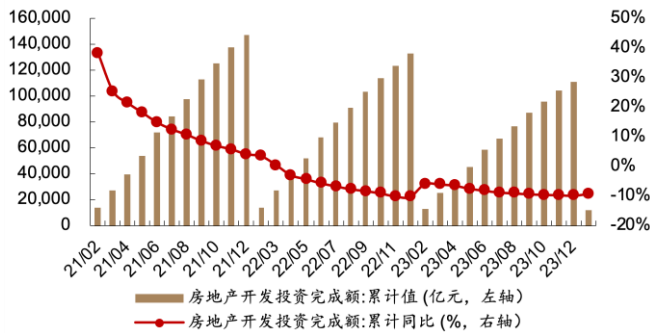
图 17: 2022 年 5 月-2023 年 12 月各线城市房地产政策放松统计



资料来源: 中指院, 德邦证券研究所

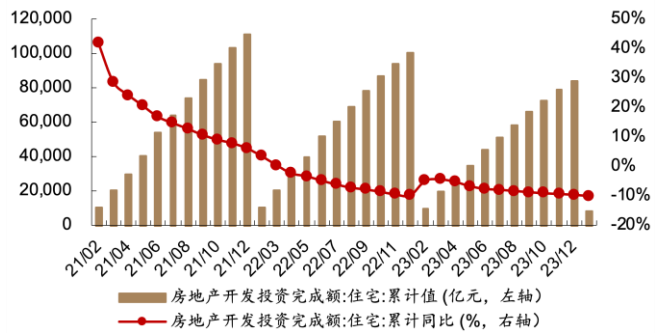
房地产投资:

图 18: 房地产开发投资完成额趋势



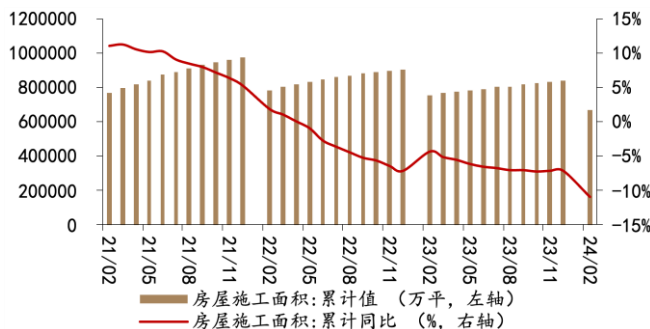
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦研究所

图 19: 房地产开发投资完成额住宅投资趋势



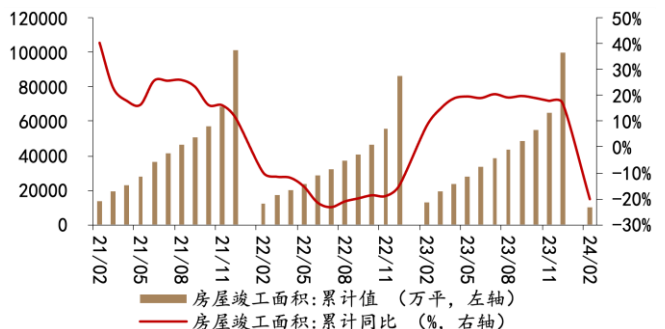
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦研究所

图 20: 房屋施工面积趋势



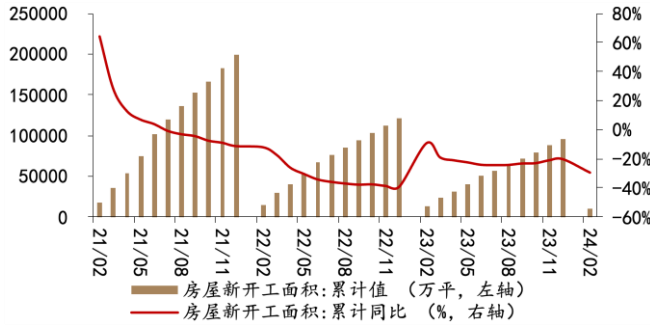
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 21: 房屋竣工面积趋势



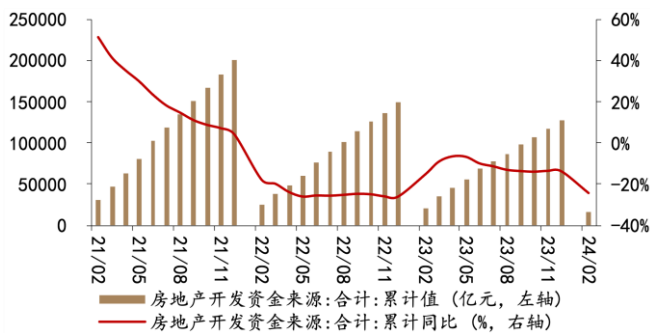
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 22: 新开工面积趋势



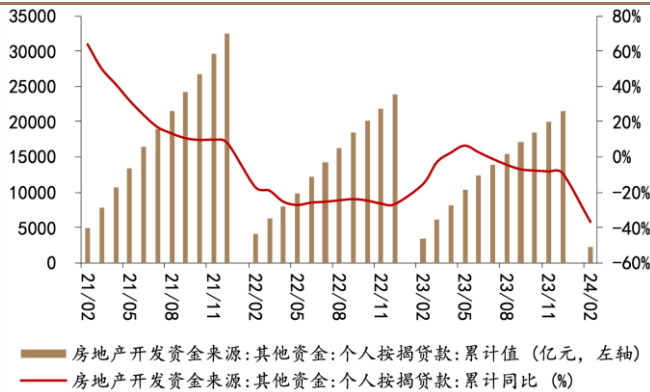
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 24: 房地产开发企业到位资金累计值及累计同比



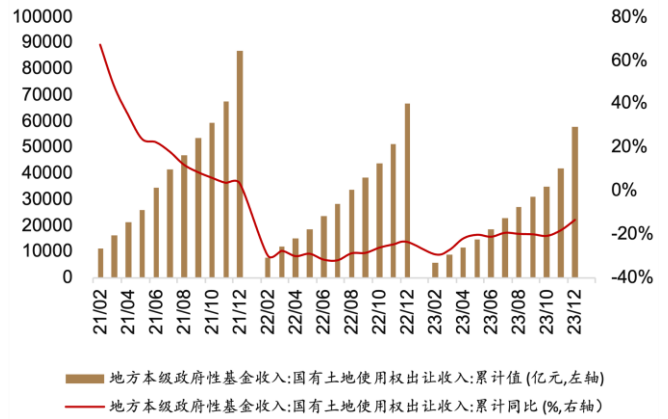
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 26: 房地产开发资金中个人按揭贷款累计值及累计同比



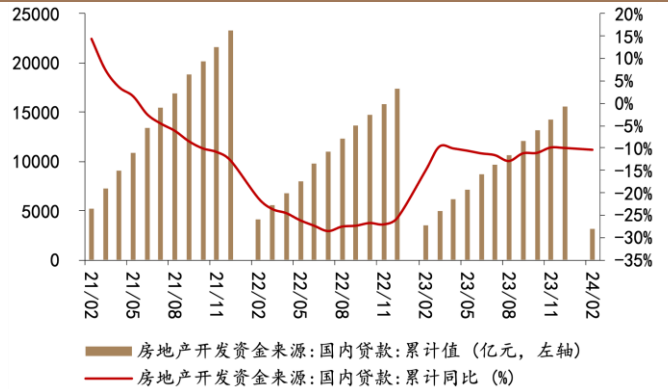
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 23: 国有土地使用权出让收入



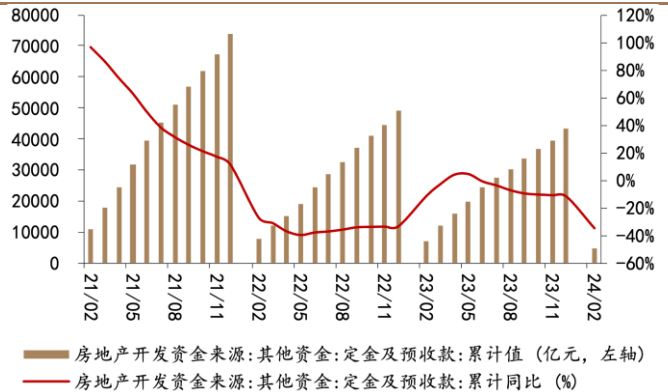
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 25: 房地产开发资金来源中国内贷款累计值及累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

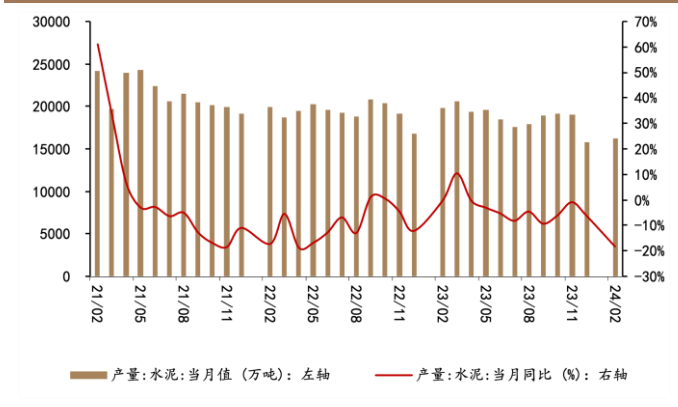
图 27: 房地产开发资金中定金及预收款累计值及累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

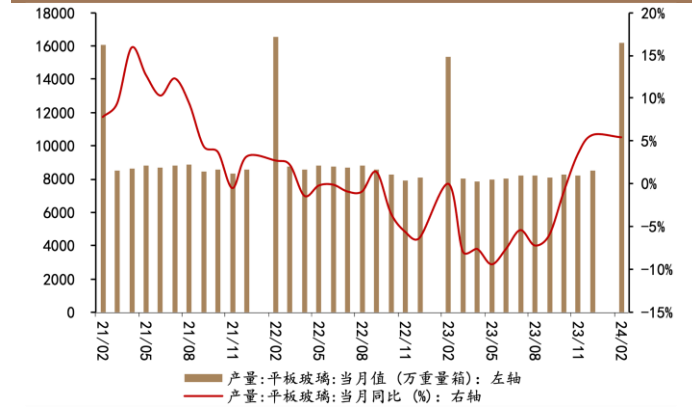
建材产量:

图 28: 水泥产量趋势



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 29: 平板玻璃产量趋势



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。