

# 建筑材料

## 政策春风频吹，重视地产链困境反转机遇

### 地产：政策强化，重视困境反转机遇

在行业基本面拐点仍不清晰的背景下，近期政策对 1) 约束性政策原有的边界；2) 更广范围主体融资需求满足 3) 行政介入再平衡供需关系等方面均做出突破。伴随中央层面对住房信贷、收储等政策的定调，需求侧我们预计各地未来将有更多刺激举措落地，同时市场或将等待成交量边际变化以检验政策效力，期间博弈行情或有望延续；供给侧政府收储模式的开启将推动房企的资产负债表改善，融资协调机制也将继续发力，我们认为主体出清或接近尾声，行业信心有望稳步修复。基本面止跌企稳前我们认为需求不稳、政策不止，短期继续看好供需政策双向发力对板块行情的持续驱动。**择股层面，建议重点关注：**1) 未出险优质非国央企：龙湖集团、绿城中国、滨江集团、万科 A 等。2) 地方国企&地方城投：建发国际集团、越秀地产、城建发展、合肥城建、城投控股等。3) 龙头央企：招商蛇口、保利发展、中国海外发展等；4) 租赁企业：贝壳、我爱我家。

### 建材：地产预期逐步修复，首推消费建材困境反转品种

截至 4 月 30 日，从 PE 估值分位数来看，东方雨虹、东鹏控股、坚朗五金等 2024 年 PE 已跌至 2021 年以来的 10% 分位数左右，近期政治局会议对房地产政策创新定调，通过消化存量房产和优化增量住房等措施有望解决供需核心堵点，推动市场信心和基本面回升，短期估值端有望率先修复，其中前期跌幅较大、当前估值水平较低的公司具备更大的修复弹性。而后我们认为基本面的回升同样值得期待，短期来看，一方面，我们认为下游客户付款状况预期有望逐渐向好，利好当前应收账款压力较大及前期减值计提较多的消费建材企业，另一方面，新房品质关注度的提升，品牌力更强的龙头公司有望借机进一步扩大市场份额，而中长期看，我们认为随着销售逐步筑底，前端建材品种（水泥、减水剂、防水等）基本面底部或已基本确认，随着改造对于行业的带动作用将逐步体现，后端消费建材需求端有望率先恢复，同时格局优化或将带动龙头  $\alpha$  长期增长，综上所述，短期我们首推困境反转弹性品种，中长期继续坚守优质龙头，首推坚朗五金，三棵树，蒙娜丽莎，亚士创能，东方雨虹。

### 建筑：关注房建产业链基本面改善及估值修复

短期来看，我们认为地产景气度回升有望带动房建产业链资金流动性回暖，建议关注前端设计、中端施工、后端装修三类企业的应收款及减值损失改善。此外，大  $\beta$  止跌对部分新兴行业（如装配式建筑、建筑节能改造、BIM 应用）具有较好的带动效果。中长期来看，存量房屋的检测和改造具有良好的成长性，建议关注 IDI 市场扩容所带来的相关机会。投资机会：1) 前端设计：建议关注房屋建筑设计弹性标的华阳国际、筑博设计、深圳瑞捷等。2) 中端施工：行业内供给格局持续优化，央企市占率提升，建议关注中国建筑（地产+房建复合龙头）、中国中铁、中国铁建、安徽建工、上海建工等。3) 装饰装修：当前时点，我们认为行业减值计提或已较为充分，后续基本面有望迎来改善，龙头抗风险能力或更优，建议关注金螳螂、东易日盛、亚厦股份。

**风险提示：**政策落地效果不及预期、原材料价格上涨、行业竞争加剧、文中测算具有主观性等。

证券研究报告

2024 年 05 月 27 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

鲍荣富 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

林晓龙 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523050002  
linxiaolong@tfzq.com

王雯 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521120005  
wangwena@tfzq.com

任嘉禹 联系人  
renjiayu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:水泥再掀涨价潮，新国标实施有望缓解行业供给压力》 2024-05-26
- 《建筑材料-行业研究周报:地产预期或迎反转，继续推荐消费建材一线优质龙头及二线弹性品种》 2024-05-19
- 《建筑材料-行业专题研究:23 年营收利润有所下滑，期待 24 年基本面/估值双升》 2024-05-19

## 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-05-24	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
00960.HK	龙湖集团	13.52	买入	2.06	1.91	1.96	2.13	6.56	7.08	6.90	6.35
000002.SZ	万科 A	8.99	买入	1.02	0.77	0.80	0.86	8.81	11.68	11.24	10.45
00688.HK	中国海外发展	15.64	买入	2.34	2.47	2.63	2.79	6.68	6.33	5.95	5.61
002791.SZ	坚朗五金	40.21	买入	1.01	1.33	1.63	1.98	39.81	30.23	24.67	20.31
603737.SH	三棵树	48.02	买入	0.33	1.33	2.23	2.55	145.52	36.11	21.53	18.83
002918.SZ	蒙娜丽莎	11.91	增持	0.64	0.87	1.04	1.26	18.61	13.69	11.45	9.45
603378.SH	亚士创能	6.12	买入	0.14	0.35	0.60	0.73	43.71	17.49	10.20	8.38
002271.SZ	东方雨虹	16.05	买入	0.90	1.12	1.29	1.48	17.83	14.33	12.44	10.84
601668.SH	中国建筑	5.70	买入	1.30	1.39	1.48	1.57	4.38	4.10	3.85	3.63
600170.SH	上海建工	2.40	增持	0.18	0.19	0.21	0.23	13.33	12.63	11.43	10.43
002081.SZ	金螳螂	3.55	买入	0.57	0.68	0.78		6.23	5.22	4.55	
002949.SZ	华阳国际	10.89	买入	0.82	0.99	1.19	1.38	13.28	11.00	9.15	7.89
300977.SZ	深圳瑞捷	16.07	买入	0.27	0.46	0.85	1.18	59.52	34.93	18.91	13.62

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：PE=收盘价/EPS，除龙湖集团和中国海外发展为 Wind 一致预测外，其余公司均为天风预测

## 内容目录

<b>1. 地产：政策强化，重视困境反转机遇</b>	<b>6</b>
1.1. 政策方向：需求侧突破边界，供给侧政府入局	6
1.1.1. 政策受益逻辑一：约束性政策全面突破，利好需求尽早稳定	7
1.1.2. 政策受益逻辑二：政府“收储”模式开启，化债+去库存并行	10
如何“消化存量”？	10
1.1.3. 政策受益逻辑三：融资协调机制推动“保交楼”及房企资金面修复	12
1.2. 地产板块受益标的梳理	14
1.2.1. 关注业绩稳健、抗周期属性强的公司	14
1.2.2. 关注销售弹性好，市占率提升快的公司	15
1.2.3. 关注 PB、PS 低，估值弹性高的公司	16
1.2.4. 策略：重视收储落地及需求修复双重刺激下板块的困境反转机遇	18
<b>2. 建材：地产预期逐步修复，首推消费建材困境反转品种</b>	<b>19</b>
2.1. 下游付款有望改善，利好消费建材公司现金流和减值预期修复	19
2.2. 新房品质关注度的提升，将利好龙头公司和品牌建材	20
2.3. 二手房销售仍具韧性，C 端需求相对稳定	21
2.4. 中长期改造需求有望逐步放量，同时格局优化或将带动龙头 $\alpha$ 长期增长	22
2.5. 短期关注困境反转弹性品种，中长期坚守优质龙头	24
<b>3. 建筑：关注房建产业链基本面改善及估值修复</b>	<b>25</b>
3.1. 短期：房建、装饰公司的应收款回收有望改善，减值损失有望下降	25
3.2. 大 $\beta$ 止跌对部分新兴行业具有较好的带动效果	29
3.2.1. 新兴行业展望一：装配式建筑	29
3.2.2. 新兴行业展望二：绿色建筑&建筑节能改造	30
3.2.3. 新兴行业展望三：BIM 及 AI 在设计领域的运用	31
3.3. 长期：存量房屋的检测和改造具有良好的成长性	32
3.4. 投资标的梳理	33
<b>4. 风险提示</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1：2024 年 4 月重点 30 城商品住宅成交一览（单位：万方）	9
图 2：广义库存量及去化周期	11
图 3：重点城市库存去化周期	12
图 4：融资协调机制运转流程	12
图 5：A&H 股上市房企 2023 年业绩一览	14
图 6：2024 年 4 月房企百强销售一览	15
图 7：A 股上市房企 PB、PS 及分位数情况	16
图 8：H 股上市房企 PB、PS 及分位数情况	17
图 9：应收账款+应收票据总额	19

图 10: 应收账款及应收票据/流动资产 .....	19
图 11: 2019-2023 年信用减值损失计提金额 .....	19
图 12: 2021-2023 年信用减值损失总额占 23 年应收账款及票据比重 .....	19
图 13: 2019-2023 年经营性现金流净额+投资现金流净额 .....	20
图 14: 过去三年现金满足投资比率 .....	20
图 15: 2024 年房地产开发企业 500 强首选防水材料品类 10 强 .....	20
图 16: 2024 年房地产开发企业 500 强首选涂料供应商品牌 10 强 .....	20
图 17: 2024 年房地产开发企业 500 强首选管材供应商品牌 10 强 .....	21
图 18: 2024 年房地产开发企业 500 强首选瓷砖供应商品牌 10 强 .....	21
图 19: 24 年房地产开发企业 500 强首选石膏板供应商品牌 10 强 .....	21
图 20: 2024 年房地产开发企业 500 强首选五金供应商品牌 10 强 .....	21
图 21: 主要消费建材公司 24 年一季度收入同比增速 .....	21
图 22: 十三个代表城市二手房月度交易面积及同比增速 .....	21
图 23: 2023 年三棵树产品结构 .....	23
图 24: 2023 年亚士创能产品结构 .....	23
图 25: 2023 年东方雨虹产品结构 .....	24
图 26: 2023 年北新建材产品结构 .....	24
图 27: 建材公司当前股价较 21 年以来最大跌幅 (截至 4.30) .....	24
图 28: 当前建材公司 PE 估值分位数 (截至 4.30) .....	24
图 29: 房屋建筑产业链梳理 .....	25
图 30: 2012-2022 年全国工程设计企业营业收入及增速 .....	26
图 31: CS 建筑设计及服务成份股市场占有率 .....	26
图 32: 营收口径八大建筑央企市占率测算 (万亿元) .....	26
图 33: 新签订单口径八大建筑央企市占率测算 (万亿元) .....	26
图 34: 2018-2023 年 SW 装修装饰营业收入及增速 .....	29
图 35: 2018-2023 年 SW 装修装饰归母净利润 .....	29
图 36: 2017-2022 年我国新建装配式建筑面积及占比 .....	30
图 37: 2020-2021 年我国新开工装配式建筑各类型结构占比 .....	30
图 38: 公共建筑改造前后能耗变化 .....	31
图 39: 1985-2022 年我国建筑业竣工面积及增速 .....	32
图 40: 建筑板块标的梳理 .....	34
表 1: 2024 年全国重要地产政策一览 .....	6
表 2: 2024 年重点城市重要地产政策一览 .....	7
表 3: 杭州临安区《关于收购商品住房用作公共租赁住房供应商的征集公告》 .....	10
表 4: 家装市场规模预测 .....	22
表 5: 消费建材公司品类扩张步伐持续加快 .....	23
表 6: 建筑央企房地产开发业务梳理 .....	26
表 7: 部分地方国企房建及地产开发业务情况梳理 .....	28
表 8: 十三五及十四五建筑节能与绿色建筑发展规划主要指标对比 .....	30
表 9: 既有公共建筑节能改造措施 .....	31

表 10: 运用 BIM 进行建筑设计的优势 .....	32
表 11: 工程质量潜在缺陷保险 (IDI) 制度推行地区 .....	33

## 1. 地产：政策强化，重视困境反转机遇

### 1.1. 政策方向：需求侧突破边界，供给侧政府入局

2024 年，以来地产政策延续过去两年的宽松基调。**需求端**，在行业基本面拐点仍不清晰的背景下，继续围绕①原有约束性政策的优化与突破；②存量挖掘（城改）等方式刺激需求释放，以平滑周期。较过突破点在于“因地制宜”给予了地方更大的自主权。**供给侧**，①加大房企融资支持力度，主要通过增量信贷等方式协助其做好项目建设；②政府介入盘活存量资产、消化冗余供给等方式。突破点在于对更广范围主体融资需求的满足和行政介入对供需关系的平衡。

表 1：2024 年全国重要地产政策一览

日期	关键词	主要内容
01-11	住房租赁贷款	中国人民银行、国家金融监督管理总局发布关于金融支持住房租赁市场发展的意见，支持发放住房租赁经营性贷款。住房租赁企业运营自有产权长期租赁住房的，住房租赁经营性贷款的期限最长不超过 20 年，贷款额度原则上不超过物业评估价值的 80%。
01-12	融资协调机制	精准支持房地产项目合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展，建立城市房地产融资协调机制。
01-24	经营性物业贷	央行、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确 2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。
01-26	因地制宜	适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，充分赋予城市房地产调控自主权，各城市可以因地制宜调整房地产政策。
01-26	融资协调机制	1) 加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，推动房企和金融机构精准对接，积极满足合理融资需求。 2) 筛选确定可以给予融资支持的房地产项目名单向本行政区域内金融机构推送。
02-20	降息	2 月 1 年期贷款市场报价利率（LPR）报 3.45%，与上月持平；5 年期以上 LPR 报 3.95%，上月为 4.2%，下行 25 基点。
02-26	城中村改造	据国家开发银行消息，截至 2 月 20 日，全行已发放城中村改造专项借款 360 多亿元，涉及北京、上海、广州等 32 个城市 223 个项目，惠及城中村居民 26 万户，支持建设安置房 54 万套。
02-27	土地供应	通知要求各地科学编制 2024 年、2025 年住房发展年度计划。各地要科学编制规划，认真组织实施，根据人口变化确定住房需求，根据住房需求科学安排土地供应、引导配置金融资源，实现以人定房，以房定地、以房定钱，促进房地产市场供需平衡、结构合理，防止市场大起大落。
03-05	政策优化	国务院总理李强向十四届全国人大二次会议作政府工作报告。1) 优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，因城施策优化房地产市场调控，降低房贷成本，推进保交楼工作，促进房地产市场平稳健康发展。2) 适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。3) 积极推进新型城镇化。深化户籍制度改革，完善“人地钱”挂钩政策 4) 稳步实施城市更新行动，推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造。
03-22	政策优化	国务院总理李强 3 月 22 日主持召开国务院常务会议，指出要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效。
04-03	因城施策	中国人民银行货币政策委员会召开 2024 年第一季度例会。会议指出，因城施策精准实施差异化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。
04-03	融资协调机制	目前全国 31 个省份和新疆生产建设兵团均已建立省级房地产融资协调机制，所有地级及以上城市（不含直辖市）已建立城市房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给

		商业银行。
04-11	保障房	住建部表示，各地要切实推动保障性住房建设落地落实见到成效。目前，许多城市在明确保障对象标准、以需定建、轮候库建设、用地保障、资金监管、配售价格、建设分配管理工作机制等方面都形成了一些好的经验做法。尚未出台实施意见和配套政策的城市，要充分学习借鉴，加快推动政策出台，尽快形成保障性住房政策体系。
04-30	消化存量	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，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。
05-17	限贷调整	中国人民银行发布关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知。其中提到，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。
05-17	限贷调整	中国人民银行、国家金融监督管理总局发布通知。通知提出，对于贷款购买商品住房的居民家庭，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%。
05-17	消化存量、保障房	商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。 央行将设立 3000 亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。

资料来源：财联社，中国政府网，新浪财经等，天风证券研究所

### 1.1.1. 政策受益逻辑一：约束性政策全面突破，利好需求尽早稳定

2024 年，城市层面的需求侧政策围绕三个关键词：约束性政策放松、存量收购（以旧换新）、城中村改造。政策目标或旨在刺激合理需求释放、优化供给、挖掘存量，以应对行业所面临的震荡与变局。

“限购”是“四限”政策中对需求刺激力度较直接的调控手段。截至 5 月 9 日，全国共计 50 余个城市对限购政策松绑，其中西安、成都、杭州、佛山、东莞、厦门、南京、苏州等 23 个城市全面取消限购；一线城市如北京放宽五环外限购；上海放宽单身限购；深圳缩短非户籍人群社保缴纳年限、多孩家庭可再购 1 套房；广州放开 120 平方米以上住房限购等。近期，北京、深圳再次进行限购优化则印证了政策或将持续且仍具空间，同时多数强二线城市限购的全面取消，也意味着限购政策工具一定程度或已接近调控边界。

表 2：2024 年重点城市重要地产政策一览

日期	地区	关键词	主要内容
01-05	深圳	城中村改造	深圳拟出新规推进城中村改造涉全市约 40% 建面，由深圳市规划和自然资源局会同深圳市住房和建设局起草的《关于积极稳步推进城中村改造实现高质量发展的实施意见》（征求意见稿）发布，于 2024 年 2 月 4 日前向社会征求意见。
01-08	广州	房票安置	为鼓励被征收人选择“房票安置”，按规定在基础补偿额以外给予被征收人一定的政策性奖励，具体比例由各区自行制定。房票全市通用，可跨区购买“房源超市”中的房屋。房票实行实名制，不得质押融资、违规套现。房票可以转让。
01-24	重庆	房地产税	重庆对房产税调整，主要包括几个方面：其一，重庆将个人住房房产税应税住房的计税依据，由“房产交易价”调整为“房产交易价的 70%”。其二，将不同交易价格区间独栋商品住宅和高档住房对应执行的 0.5%、1%、1.2% 三档税率，调整为统一的 0.5% 一档税率。其三，将试点以来新购独栋商品住宅、高档住房的家庭免税面积，由 100 平方米调整为 180 平方米。
01-27	广东	限购调整	在限购区域范围内，购买建筑面积 120 平方米以上（不含 120 平方米）住房，不纳入限购范围。随后广州市住房和城乡建设局发布政策解读文件，名下已有的建筑面积 120 平方米以上住房，不计入名下已拥有住房套数核算。
01-30	上海	限购调整	自 1 月 31 日起，在上海连续缴纳社会保险或个人所得税已满 5 年及以上的非沪籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购 1 套住房。

01-30	苏州	限购调整	苏州购房不再对购房资格进行审查。
02-06	北京	限购调整	在京具备购房资格的四类家庭，可以在通州区购买一套商品住房，取消了落户、社保或纳税需满 3 年的要求。
02-06	海口	限贷调整	海口等 11 市县调整购房商贷首付比例，首套最低首付款比例调整为 20%，二套最低首付款比例调整为 30%，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点。
02-28	香港	交易税费	全面撤销所有楼市需求管理措施，所有住宅物业交易无须再缴付额外印花税、买家印花税和新住宅印花税。
03-26	深圳	供应比例	3 月 26 日，深圳市规划和自然资源局宣布废止《关于按照国家政策执行住宅户型比例要求的通知的通知》，此举意味着被称为“7090 政策”的户型比例要求，即住宅项目中 90 平方米以下住房面积占比需达 70%以上，在深圳正式退出。
03-27	北京	限购调整	北京离婚后购房不再受离婚年限限制，已从 3 月 27 日开始执行。
04-15	郑州	以旧换新	郑州城市发展集团有限公司和郑州市住宅与房地产协会将启动二手住房收购试点工作，试点期限 2024 年 4 月 20 日至 6 月 30 日，试点阶段限额 500 套，若收购套数已满，则报名提前结束。
04-18	长沙	限购调整	4 月 18 日，长沙住建局印发《关于支持居民购买改善住房的通知》。不再审查购房者资格条件，“以旧换新”购买新房的，可按照“认房不认贷”政策，享受首套房首付比和按揭利率优惠。
04-18	厦门	限贷调整	4 月 18 日，厦门岛内购房首付比例下调，首套房首付比例最低 20%，二套房首付比例最低 30%。
04-23	北京	限贷调整	人民银行北京市分行、金融监管总局北京监管局、北京市住建委联合发布通知，明确住房套数认定标准执行口径，4 月 23 日后签订购房网签合同，且离婚不满一年的房贷申请人，如家庭名下在北京市无成套住房，执行首套房信贷政策。
04-23	上海	城中村改造	上海市住房和城乡建设管理委员会副主任、上海市房屋管理局局长王桢表示，上海的“城中村”改造已进入关键阶段，今年预计启动不少于 15 个“城中村”改造项目。
04-24	深圳	以旧换新	深圳市房地产业协会与深圳市房地产中介协会联合发起商品住房“换馨家”活动，该活动旨在通过联动模式，提升住房交易便利度，更好满足居民刚需和改善型住房需求，减轻居民购房负担。
04-26	南京	落户政策	4 月 26 日，南京市公安局发布了《关于合法稳定住所落户有关事项的通知（征求意见稿）》，其中提到，为贯彻落实市政府有关工作部署要求，将进一步放宽落户条件。在南京市拥有合法稳定住所且实际居住的非南京户籍人员，可以直接办理落户。
04-29	成都	限购调整	4 月 29 日起，成都市商品住房项目不再实施公证摇号选房，由企业自主销售，全市范围内住房交易不再审核购房资格。
04-30	天津	限购调整	北京市、河北省户籍居民和在北京市、河北省就业人员在津购买住房的，享受本市户籍居民购房政策。天津市户籍居民在市内六区购买单套 120 平方米以上新建商品住房的，不再核验购房资格。
04-30	北京	限购调整	4 月 30 日，北京市住建委发布《关于优化调整本市住房限购政策的通知》，提出在执行现有住房限购政策的基础上，允许已拥有住房达到限购套数的居民家庭，到五环外新购一套住房。
05-06	深圳	限购调整	深圳市住房和建设局关于进一步优化房地产政策的通知，非本市户籍居民家庭及成年单身人士（含离异）限购 1 套住房。在盐田区、宝安区（不含新安街道、西乡街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区范围内购买住房，需提供购房之日前 1 年在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明。
05-09	杭州	限购调整	5 月 9 日，杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室 5 月 9 日发布《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》全面取消住房限购，在本市范围内购买住房，不再审核购房资格。对于购房意向登记家庭数量小于或等于准售房源数量的新建商品住房项目，取消公证摇号销售要求，由开发企业自主销售。
05-09	西安	限购调整	5 月 9 日，西安市住房和城乡建设局等部门发布通知，全面取消全住房限购措施，居民家庭在全市范围内购买新建商品住房、二手住房不再审核购房资格。

资料来源：财联社，四川省人民政府，深圳市人民政府，天风证券研究所

**限贷放松力度突破历史。**5月17日，中国人民银行发布关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知。其中提到，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、国家金融监督管理总局发布通知，对于贷款购买商品住房的居民家庭，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%。

自23年以来已有超60城宣布阶段性取消首套商贷利率下限，全国性层面房贷利率下限的打开给予了更多城市的降成本空间，而首套15%、二套25%的首付比例下限同样创下历史新低。整体来看，约束性政策调整的持续性和背后空间是源于目前基本面仍下行，政策“稳地产”诉求仍未实现，本次调整后对基本面企稳进程也有望加速。我们认为，诸如如一线限购区域继续向内收缩、调整后各地首付下调、取消下限后各地房贷利率下调，新房限价、土拍限价等路径均可能在未来推出。

图 1：2024 年 4 月重点 30 城商品住宅成交一览（单位：万方）

能级	城市	4月	环比	同比	较Q1月均	前4月	累计同比
一线	北京	26	-26%	-60%	-14%	118	-45%
	上海	57	-24%	-36%	25%	194	-43%
	广州	51	-16%	-33%	21%	177	41%
	深圳	32	-0.4%	-27%	35%	104	-22%
合计		167	-18%	-40%	17%	594	-40%
二三线	成都	112	3%	-58%	19%	394	-24%
	西安	104	75%	9%	74%	282	-0.5%
	武汉	55	-3%	-32%	41%	171	-61%
	天津	49	-45%	-50%	-17%	227	-45%
	贵阳	40	-35%	-49%	-10%	175	-49%
	长春	58	-27%	25%	54%	112	-25%
	佛山	36	-17%	-37%	18%	127	-53%
	郑州	35	23%	-44%	54%	112	-54%
	南京	35	44%	-58%	99%	87	-64%
	济南	52	-44%	54%	-10%	139	-49%
	重庆	31	-43%	-45%	-21%	150	-42%
	杭州	31	-62%	-75%	-41%	187	-59%
	苏州	27	-22%	-55%	0%	107	-50%
	长沙	25	-14%	-59%	16%	90	-64%
	昆明	23	1%	-27%	18%	83	46%
	九银	23	41%	-29%	69%	64	-44%
	合肥	20	10%	-69%	57%	64	-66%
	东大	15	-17%	-47%	14%	56	-50%
	常州	14	-13%	-56%	4%	56	-47%
	珠海	12	-15%	-61%	-10%	54	-48%
宁波	12	-56%	-64%	-27%	61	-55%	
南宁	11	-54%	66%	-34%	61	-65%	
厦门	10	9%	-57%	55%	32	-57%	
福州	8	-18%	-61%	0%	31	-57%	
徐州	7	-36%	-31%	-28%	37	-61%	
嘉兴	5	-7%	-46%	5%	20	-59%	
合计		811	-17%	-44%	12%	2978	-48%
总计		978	-17%	-43%	15%	3572	-47%

资料来源：新浪财经，CRIC 中国房地产决策咨询系统，天风证券研究所

### 1.1.2. 政策受益逻辑二：政府“收储”模式开启，化债+去库存并行

4月30日，中共中央政治局召开会议，针对房地产领域，政策强调：

1) **保交楼**：“要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。” 2) **消化存量&优化增量**：“要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，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”。“消化存量、优化增量”表述为首次出现，同时未提及“三大工程”，传达短期工作重点向“去库存”和“稳需求”倾斜意向。其中，“消化存量”打开市场对房企信用风险缓解的想象空间。

#### 如何“消化存量”？

- 方式一：政府收储——去新房库存

##### 关键词 1：库存多、以需定购、合理价格

5月17日，全国切实做好保交房工作视频会议在京召开，国务院副总理何立峰提出，商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。

##### 关键词 2：银行贷款、地方国企、已建成未售、

5月17日，国务院政策例行吹风会上，人民银行副行长陶玲表示，央行将设立3000亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。再贷款利率1.75%，期限1年，可展期4次。央行按照贷款本金60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。住房和城乡建设部副部长董建国表示，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。

近期，已有杭州临安区收储新政为例，商品房收购的实施主体为地方政府，被收购房源为整栋房屋，房源为现房或一年内可交付期房。我们预计，类似杭州临安的模式，各地有望迎来新一轮政府收储热潮，高库存城市供需关系将迎来优化，有望推动量价尽早回归健康水平，同时房地产企业低效房地产库存具备消化可能，利好房企资产债务问题的修复。

表 3：杭州临安区《关于收购商品住房用作公共租赁住房供应商的征集公告》

政策内容	杭州临安区人民政府于临安区范围内收购一批商品住房用作公共租赁住房
房源基本条件	①房源要求位于杭州市临安区范围内 ②房源以整幢作为基本收购单位，同时单套建筑面积不超过70m <sup>2</sup> ③收购房源需搭配一定比例的车位，房源待售车位数量满足配比条件，即60m <sup>2</sup> （含）以下的每套按0.6个车位比例配置，60m <sup>2</sup> 以上的每套按1.0个车位比例配置 ④本次收购房源面积原则不超过10000平方米，现房或一年内具备交付条件的期房
限价原则	以不超过周边房源、车位的评估价作为本次收购的最高限价，最终按经区政府审议通过的《关于收购商品住房用作公共租赁住房的具体实施方案》执行。
供应商资格条件	公司具有独立的法人资格，能独立承担民事责任和合同义务；具有履行合同所必须的房源和服务能力；近三年经营活动中无违法违规或失信行为；具有良好的商业信誉和健全的财务会计制度。

资料来源：财联社，天风证券研究所

### • 方式二：以旧换新——去二手库存

截至 4 月末，据中指研究院监测，23 年以来全国范围内至少有超过 30 个城市表态参与住房“以旧换新”，主要方式包括：①中介合作模式和②二手房收购模式。

4 月 1 日，郑州市房管局等部门发布《郑州市促进房地产市场“卖旧买新、以旧换新”工作方案（试行）》。郑州城市发展集团有限公司收购二手住房，促成群众通过“卖旧买新、以旧换新”购买改善性新建商品住房。先行在金水区、郑东新区等区域进行试点，试点期间完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”500 套，逐步在主城区全面实施，全年计划完成 5000 套。具体步骤包括，“城发集团”制定二手住房收购计划，房源筹集，二手住房收购洽谈，签约、过户以及二手住房房屋交接。

我们认为，“以旧换新”的二手收储模式本质为以行政干预的方式消化存量供给、协助置换链条的打通，刺激改善需求和新房去化，且对产业链上下游同样具备拉动效应，相较新房收储具有拉动需求的政策效力，理论上推广优先级更高，但同时或也面临收购价格高、及点状收购后期管理运营难度大等堵点需要解决。

### • 方式三：减少供给

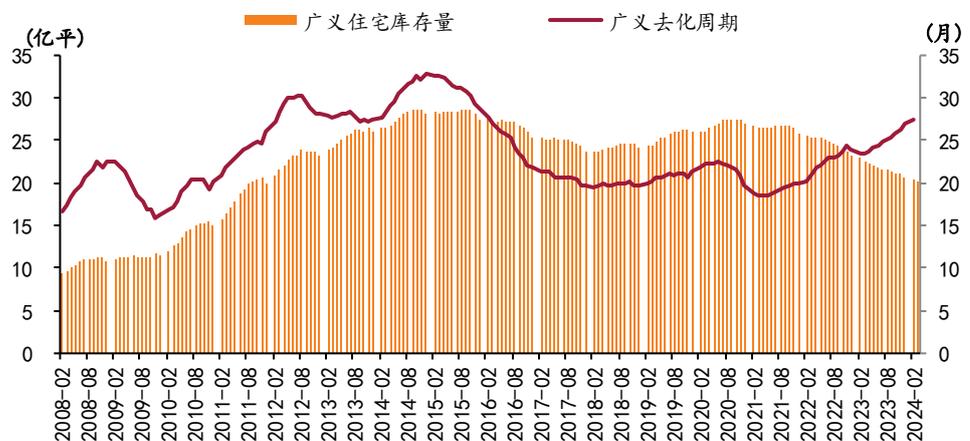
近日，自然资源部发布《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》，通知提出，各地要根据市场需求及时优化商业办公用地和住宅用地的规模、布局和结构，完善对应商品住宅去化周期、住宅用地存量的住宅用地供应调节机制。

1) 商品住宅去化周期超过 36 个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至 36 个月以下。

2) 商品住宅去化周期在 18 个月（不含）-36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。

截至 24 年 3 月，全国重点 80 城中，一线、二线、三线城市的库存去化周期分别为 25.47、31.65、38.22 个月，较去年同期分别上升 9.77、14.03、20.17 个月，去化周期提升明显。截至 24 年 3 月，重点 88 城中有 45 个城市商品住宅去化周期超过 36 个月。我们认为，过去两年，市场参与主体购地行为的减少带来的开工及新增供给总量的减少，并不足以扭转势大力沉的预期回落，“供过于求”现象明显。而通过“被动式”转向“主动式”的供应调节，将加速各地供需关系平衡的进程。

图 2：广义库存量及去化周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：重点城市库存去化周期

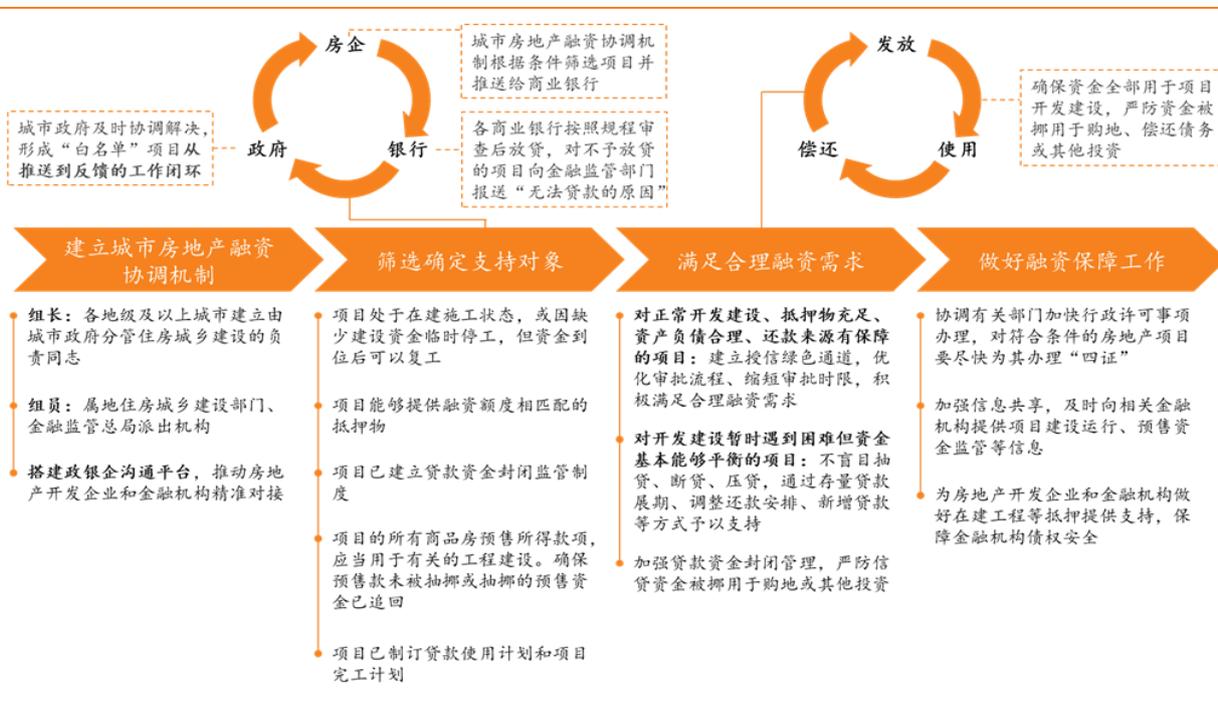
2024年3月重点80城库存去化周期（单位：月）							
丹东	274.6	厦门	46.9	常州	36.1	马鞍山	23.8
太原	188.4	东莞	45.4	清远	35.4	成都	23.4
银川	156.3	长沙	45.3	宜昌	34.6	天津	22.7
建德	149.9	惠州	44.2	昆明	34.2	宁波	22.6
宜兴	145.6	岳阳	44.2	钦州	33.1	茂名	22.3
蚌埠	133.9	舟山	44.1	海口	32.4	滁州	20.6
哈尔滨	129.3	景德镇	43.6	泉州	32.3	重庆	20.6
株洲	118.4	石家庄	42.8	兰州	32.1	济南	18.1
嘉兴	111.2	武汉	42.5	莆田	31.3	西安	17.7
张家口	91.9	九江	42.3	青岛	31.1	合肥	17.3
大连	81.9	昆山	41.1	晋江	30.4	上海	16.5
呼和浩特	77.3	南宁	41.0	北京	29.6	南昌	15.0
日照	74.6	常熟	40.9	荆门	29.5	杭州	13.0
三明	63.4	金华	40.6	广州	29.0	淮南	12.4
南京	52.7	长春	39.8	苏州	28.4	乌鲁木齐	9.4
江阴	52.5	西宁	39.7	深圳	28.4	贵阳	3.9
北海	51.6	沈阳	39.6	张家港	27.6	唐山	1.8
洛阳	50.7	烟台	39.6	徐州	26.7	三亚	0.0
珠海	49.9	佛山	38.2	太仓	26.6	大厂	0.0
福州	47.2	郑州	37.6	常德	26.5	固安	0.0
芜湖	47.2	中山	36.6	温州	25.9	燕郊	0.0
汕头	47.0	无锡	36.3	南通	24.4	香河	0.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.1.3. 政策受益逻辑三：融资协调机制推动“保交楼”及房企资金面修复

2024年1月5日，住房和城乡建设部和金融监管总局联合印发了《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，要求协调解决房地产融资中存在的困难和问题。截至到5月16日，商业银行已按内部审批流程审批通过了“白名单”项目贷款金额9350亿元。。

图 4：融资协调机制运转流程



资料来源：中国政府网，新浪财经，财联社，天风证券研究所

5月17日电，金融监管总局副局长肖远企表示，近期将发布《关于进一步发挥城市房地产融资协调机制作用满足房地产项目合理融资需求的通知》，建立健全城市房地产融资协调机制。融资协调机制是由城市政府主要负责同志任组长，分管城建住房和金融的副市长为副组长，相关部门及金融机构

为成员单位，组建工作专班，开展集中办公。

城市协调机制主要是汇总辖内房地产项目情况，按照条件和标准审核“白名单”项目，对于暂时不符合条件与标准的项目，要督促有关各方加大整改力度，切实解决相应问题，使其符合“白名单”的项目条件和标准。“白名单”由房地产项目公司自愿申报，所在城市的区县预审并提出名单。城市协调机制组织甄别审查，符合条件与标准的纳入“白名单”，不符合条件与标准的要实施整改，推动问题解决，形成闭环管理机制。另外，城市协调机制要负责优化预售资金监管流程，合理确认预售监管资金的额度。同时，要压实房地产企业和房地产项目公司的责任。

我们认为，融资机制 1) 核心目标为“保交付”，地方政府高度参与和监督是促进金融机构加大房企项目融资的前提；2) 施策遵循传统“因城施策”框架，考虑地方问题项目数量差异及机构涉房风险敞口可能落地效果不一；3) 隔离“项目”与“企业”风险，突破了原有金融机构内部放款企业白名单的限制；4) 即保“正常”、也保“困难”项目，覆盖面扩大，问题项目除了“保交楼”资金具备了新的外部注资渠道。“白名单”对于优质项目的融资支持的作用不局限于供给侧房企信用的修复，沿袭“保交楼”的思路，通过改善行业整体交付预期也为未来购房者主体抉择的再转化奠定了一定前提。

## 1.2. 地产板块受益标的梳理

### 1.2.1. 关注业绩稳健、抗周期属性强的公司

**通过业绩指标筛选：**2023年，我们统计的A股128家主流上市房企营收同比-0.99%，归母净利润同比-11.19%。40家H股主流上市房企营收同比-17.13%，归母净利润同比-39.71%。其中，利润为正，且增速表现显著好于行业平均的地产开发企业包括：**1) 央企：招商蛇口、华润置地、中国海外发展等；2) 地方国企：建发股份、越秀地产、中华企业、张江高科、陆家嘴、浦东金桥等；3) 非国资央企：绿城中国、大名城等。**

图5：A&H股上市房企2023年业绩一览

A股						H股					
公司名称	总市值(亿元)	2023年营业收入(亿元)	YOY	2023年归母净利润(亿元)	YOY	公司名称	总市值(亿元)	2023年营业收入(亿元)	YOY	2023年归母净利润(亿元)	YOY
中国铁建	1,129.2	11,379.9	3.8%	261.0	-2.0%	华润置地	2,274.8	2,520.0	21.1%	313.7	11.7%
保利发展	1,218.6	3,468.9	23.4%	120.7	-34.2%	中国海外发展	1,731.5	2,023.1	12.2%	256.1	10.1%
万科A	910.5	4,657.4	-7.6%	121.6	-46.2%	龙湖集团	933.9	1,810.9	-27.8%	123.5	-47.3%
招商蛇口	945.0	1,750.1	-4.4%	63.2	48.2%	越秀地产	233.5	803.5	10.8%	31.9	-19.4%
陆家嘴	398.9	106.7	-9.3%	10.9	0.8%	碧桂园服务	207.6	426.2	2.9%	2.9	-85.0%
建发股份	325.3	7,636.8	-8.3%	131.0	108.6%	保利物业	197.5	150.7	10.1%	13.8	24.0%
张江高科	282.3	20.3	6.2%	9.5	15.3%	绿城中国	214.2	1,319.5	3.0%	31.2	13.1%
绿地控股	276.9	3,603.1	-17.3%	-95.6	-1046.1%	中海物业	189.0	130.7	3.0%	13.4	5.4%
上海临港	266.9	70.5	17.5%	10.6	5.1%	碧桂园	135.7	0.0	-100.0%	0.0	-100.0%
新城控股	257.4	1,191.7	3.2%	7.4	-47.1%	绿城服务	149.8	174.1	17.1%	6.1	10.6%
华侨城A	226.7	557.4	-27.4%	-64.9	-40.5%	融创中国	123.4	1,561.8	58.8%	-79.7	-71.2%
滨江集团	284.4	704.4	69.7%	25.3	-32.4%	中国金茂	106.6	725.6	-12.9%	-69.0	-447.6%
新湖中宝	187.2	172.1	33.4%	16.3	-12.2%	滨江服务	54.2	28.1	41.5%	4.9	19.6%
金地集团	187.4	981.3	-18.4%	8.9	-85.5%	雅生活服务	50.0	154.5	0.4%	4.6	-74.9%
中华企业	184.1	131.9	406.9%	5.6	2308.0%	旭辉控股集团	51.0	718.6	51.1%	-89.8	-31.2%
华发股份	202.0	721.4	21.9%	18.4	-28.7%	富力地产	44.3	362.5	1.6%	-201.6	28.1%
中新集团	132.2	36.6	-22.9%	13.6	-15.3%	永升生活服务	35.0	65.4	4.2%	4.3	-9.5%
万业企业	119.7	9.6	-16.7%	1.5	-64.3%	龙光集团	43.2	471.7	13.1%	-89.3	4.8%
浦东金桥	118.8	65.9	30.3%	18.2	14.9%	雅居乐集团	37.3	434.2	-19.7%	-138.0	-7.9%
招商积余	131.4	156.3	20.0%	7.4	24.0%	宝龙地产	34.0	229.2	-27.0%	-26.5	-750.7%
大悦城	118.7	367.8	-7.1%	-14.7	-49.2%	新城悦服务	30.1	54.3	4.8%	4.5	5.1%
深深房A	110.2	5.3	-16.3%	-2.5	-263.2%	远洋集团	43.4	465.7	0.8%	-21.0	32.4%
信达地产	111.8	114.2	-37.4%	5.1	-8.2%	中国恒大	21.5	0.0	-100.0%	0.0	-100.0%
大名城	103.8	117.0	58.9%	2.2	30.2%	世茂集团	47.5	599.8	-5.2%	-210.3	-2.2%
金融街	93.6	125.7	-38.7%	-19.5	-329.9%	福晟国际	18.9	2.5	-86.0%	-4.9	-26.2%
城建发展	92.2	203.6	-17.1%	5.6	-160.3%	宝龙商业	20.6	26.4	3.4%	4.5	2.2%
福瑞达	85.8	45.8	-64.6%	3.0	567.4%	合景泰富集团	18.5	162.1	19.6%	-187.3	102.7%
荣安地产	84.7	223.3	57.8%	3.6	-43.3%	佳源国际控股	11.8	0.0	-	0.0	-
荣盛发展	80.0	589.6	85.4%	3.9	-102.4%	和泓服务	8.7	13.2	26.1%	0.8	13.4%
首开股份	75.1	477.6	-0.3%	-68.4	1275.1%	中梁控股	9.1	666.4	69.4%	-42.5	215.3%
市北高新	63.5	10.2	-19.1%	-1.8	-327.0%	佳兆业集团	12.5	261.6	3.0%	-199.3	52.6%
*ST金科	87.6	632.4	15.3%	-87.3	-59.2%	中骏集团控股	8.0	211.0	-21.2%	-79.9	-32658.1%
上实发展	58.3	98.6	87.8%	1.3	5.2%	时代邻里	6.2	24.8	-5.1%	-2.0	-5.6%
苏州高新	56.1	78.1	-27.1%	2.0	-34.8%	时代中国控股	6.9	212.4	-13.9%	-45.1	-54.6%
深振业A	54.8	28.1	-24.0%	-8.0	-291.3%	中国奥园	10.0	279.2	48.6%	-95.3	21.6%
北辰实业	53.6	157.5	21.3%	0.7	-104.3%	祈福生活服务	4.6	3.5	-9.8%	0.9	-9.8%
华夏幸福	50.9	359.1	12.4%	-60.3	-480.8%	奥园健康	4.4	15.6	-4.2%	1.6	-2.0%
我爱我家	62.4	120.9	3.6%	-8.5	177.2%	合富辉煌	4.2	13.1	-14.7%	-5.3	-8.5%
光明地产	48.4	86.0	-48.0%	0.3	-33.9%	中奥到家	3.2	17.3	0.5%	0.8	4.1%
福星股份	43.4	55.1	-63.6%	0.7	-34.9%	融创中国	3.4	443.1	47.4%	-59.2	-47.3%
合肥城建	45.0	79.0	96.2%	2.2	-34.4%	彩生活	4.1	15.3	15.8%	0.2	-26.6%
世联行	42.4	33.7	-15.2%	-3.0	-13.9%	正荣地产	3.7	387.8	49.7%	-84.7	-34.2%
光大嘉宝	37.9	43.9	-21.2%	-20.0	-3542.5%	佳兆业美好	3.1	17.9	0.5%	-4.5	-581.9%
ST中南	21.4	684.9	16.0%	-52.9	-42.3%	建业地产	3.2	192.8	-20.2%	-32.6	-56.8%
ST世茂	16.1	55.5	-3.5%	-90.0	98.5%	易居企业控股	3.3	44.7	-11.8%	-12.4	-68.2%
国创高新	21.5	8.2	-62.5%	-1.5	-72.7%	德信中国	3.3	245.9	9.7%	-21.9	-685.7%
天地源	27.9	115.3	9.2%	-3.9	-213.9%	浦江中国	1.2	9.2	0.4%	-0.7	-694.5%
新大正	24.7	31.3	20.4%	1.6	-13.8%	首创置业	0.0	0.0	-	0.0	-

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2.2. 关注销售弹性好，市占率提升快的公司

**通过销售表现筛选：**2024 年前 4 月，百强房企全口径销售金额累计同比增速-46.6%，其中 Top10、11-30、31-50 分别累计同比-38.8%、-57.2%、-49.6%、-42.3%。头部房企韧性更好，市占率持续提升。其中，销售累计同比降幅低于 45%，且市占率排名较 2023 年显著提升地产开发企业包括：1) 央企：保利发展、中海地产、华润置地、大悦城控股、保利置业等；2) 地方国企：建发房产、滨江集团、城建集团等；3) 非国央企：绿城中国、仁恒置地、伟星房产、星河地产、大华集团等。

图 6：2024 年 4 月房企百强销售一览

公司名称	销售金额 (单位: 亿元)					销售面积 (单位: 万平)					销售金额排名				
	当月值	当月同比	环比上月	年初至今	累计同比	当月值	当月同比	环比上月	年初至今	累计同比	2022全年	2023全年	年初至今		
保利发展	331	-20.6%	22.6%	960	-38.3%	186	9.9%	13.2%	559	-35.0%	5	↑	4	↑	1
中海地产	218	-36.1%	-47.1%	820	-30.3%	78	-46.7%	-63.2%	391	-34.8%	6	→	6	↑	2
万科地产	200	-38.7%	-18.4%	780	-41.5%	135	-33.7%	-22.6%	526	-36.1%	3	↑	2	↓	3
华润置地	213	-35.5%	-29.1%	720	-35.7%	86	-40.6%	-31.6%	310	-37.3%	9	↑	8	↑	4
招商蛇口	186	-51.1%	-2.8%	588	-46.7%	66	-54.5%	-19.5%	251	-47.2%	10	↑	7	↑	5
绿城中国	153	-24.7%	-29.0%	525	-24.4%	59	-1.7%	9.2%	161	-30.4%	19	↑	13	↑	6
建发房产	96	-43.8%	-38.2%	411	-34.7%	44	-34.4%	-31.2%	189	-36.8%	31	↑	21	↑	7
滨江集团	93	-53.7%	-9.2%	356	-41.4%	19	-53.9%	-27.7%	85	-38.9%	27	↑	22	↑	8
龙湖集团	87	-49.0%	-21.6%	324	-51.9%	58	-28.7%	-21.1%	227	-42.2%	11	↑	10	↑	9
越秀地产	83	-35.2%	-27.2%	300	-46.7%	19	-52.0%	-54.5%	97	-40.4%	45	↑	37	↑	10
中国金茂	65	-54.9%	-7.8%	241	-58.9%	33	-63.5%	-3.5%	128	-62.2%	15	→	15	↑	11
华发股份	36	-57.2%	-62.4%	240	-58.3%	13	-57.3%	-60.3%	81	-58.2%	34	↑	32	↑	12
金地集团	62	-58.4%	1.8%	230	-61.1%	45	-36.3%	41.1%	135	-58.5%	13	↑	11	↓	13
碧桂园	49	-83.0%	-11.3%	226	-80.7%	61	-83.0%	-11.4%	280	-80.7%	1	→	1	↓	14
融创中国	126	57.4%	258.7%	225	-39.7%	94	61.6%	112.5%	193	-32.2%	4	↑	3	↓	15
中国铁建	69	-54.8%	-10.7%	199	-45.2%	71	113.8%	65.2%	162	-16.1%	32	↑	26	↑	16
绿地控股	47	-11.6%	-14.0%	187	-47.5%	49	-38.1%	-6.3%	179	-42.1%	7	↓	9	↑	17
保利置业	57	-10.9%	-8.1%	165	-41.1%	19	-26.5%	27.3%	53	-51.3%	62	↑	60	↑	18
新城控股	38	-49.8%	-10.3%	157	-46.0%	52	-40.5%	-5.4%	210	-36.2%	12	↓	16	↓	19
旭辉集团	39	-53.3%	-2.8%	140	-52.3%	21	-63.7%	-37.8%	106	-46.2%	14	→	14	↓	20
美的置业	32	-45.8%	-22.8%	136	-54.0%	27	-24.9%	-22.5%	113	-49.8%	33	↑	28	↑	21
大悦城控股	35	-43.1%	-30.2%	117	-34.1%	11	-49.5%	-6.2%	37	-43.0%	51	↓	56	↑	22
中交房地产	35	-50.6%	4.8%	111	-54.0%	20	-36.7%	-4.8%	58	-44.3%	49	↑	44	↑	23
世茂集团	26	-47.9%	-33.1%	109	-45.3%	20	-39.8%	-33.2%	83	-36.9%	8	↓	12	↓	24
卓越集团	21	-67.6%	-46.3%	107	-60.0%	7	-73.1%	-37.4%	36	-63.7%	43	↑	31	↑	25
城建集团	40	-61.6%	67.6%	99	-44.8%	14	-25.4%	53.3%	32	-23.0%	170	↑	64	↑	26
联发集团	18	-78.7%	-51.5%	98	-56.9%	9	-67.4%	-48.5%	47	-46.7%	73	↑	59	↑	27
中国恒大	26	-74.7%	16.9%	95	-64.7%	33	-58.3%	99.4%	100	-53.2%	2	↓	5	↓	28
电建地产	27	-41.8%	-25.7%	95	-52.7%	14	-40.3%	-7.2%	49	-51.2%	57	↑	47	↑	29
首开股份	21	-68.2%	-25.3%	94	-60.0%	9	43.5%	-20.5%	40	-50.6%	41	↑	38	↑	30
国贸地产	26	-75.3%	59.3%	87	-58.5%	12	-68.4%	56.6%	36	-55.4%	83	↑	74	↑	31
伟星房产	30	-2.0%	60.1%	77	-32.5%	14	-8.8%	14.4%	39	-27.0%	170	↑	88	↑	32
远洋集团	29	-58.3%	34.5%	71	-70.1%	30	-28.5%	24.6%	75	-47.7%	36	↑	29	↓	33
上海城投	17		-65.7%	65		0			0		152	↑	140	↑	34
中南置地	17	-57.3%	-10.9%	64	-60.0%	14	-60.1%	-15.0%	54	-59.9%	17	→	17	↓	35
路劲集团	13	-73.6%	-29.8%	64	-68.0%	7	-73.3%	-28.2%	35	-68.0%	60	↑	53	↑	36
仁恒置地	18	-18.8%	82.8%	63	-42.5%	10	-36.0%	106.0%	28	-41.6%	46	↓	54	↑	37
武汉城建	18	7.0%	-26.8%	63	-53.5%	10	9.8%	-40.9%	38	-45.2%	66	↑	57	↑	38
中建东孚	18	-47.1%	38.9%	62	-46.9%	9	-21.6%	49.2%	34	-21.4%	120	↓	124	↑	39
华侨城	16	-82.7%	-6.3%	60	-63.5%	11	-55.2%	-6.7%	40	-55.2%	48	↓	50	↑	40
大华集团	22	-26.9%	25.3%	60	-44.1%	13	-28.3%	25.2%	33	-42.0%	63	↑	61	↑	41
星河地产	17	-56.3%	-7.7%	59	-38.7%	9	-55.0%	-12.2%	32	-40.3%	79	↑	71	↑	42
新希望地产	12	-56.3%	-42.7%	59	-49.3%	7	-55.8%	-45.4%	32	-47.2%	39	→	39	↓	43
<b>TOP3</b>	749	-30.9%	-19.2%	2560	-37.0%	399	-23.2%	-27.5%	1476	-35.4%					
<b>TOP10</b>	1660	-37.8%	-21.6%	5784	-38.8%	750	-31.7%	-26.3%	2796	-37.6%					
<b>TOP11-30</b>	869	-53.9%	-8.0%	3069	-57.2%	622	-47.9%	5.8%	2122	-56.5%					
<b>TOP31-50</b>	367	-53.1%	-1.3%	1224	-49.6%	188	-46.7%	-7.9%	646	-48.3%					
<b>TOP51-100</b>	422	-24.3%	4.3%	1276	-42.3%	251	-25.0%	4.7%	800	-45.1%					
<b>百强合计</b>	3317	-43.7%	-13.5%	11352	-46.6%	1810	-39.2%	-11.7%	6363	-47.3%					

资料来源：新浪财经，克而瑞，天风证券研究所

### 1.2.3. 关注 PB、PS 低，估值弹性高的公司

**1) A股标的：通过 PB 指标筛选：**截至 2024 年 5 月 17 日，48 家 A 股重点上市房企平均 PB (LF) 倍数为 1.09X，平均 PB 分位数 17.39。其中，PB 低于 0.5 (或明显低估) 的房地产开发企业包括：1) 非国央企：万科 A、金地集团、新城控股、光明地产等；2) 地方国企：金融街等。除上述房企外，PB 大于 0.5 低于 1.0 (或低估) 的房地产开发企业包括：1) 央企：保利发展等；2) 地方国企：建发股份、城建发展、北辰实业、天地源等。

图 7：A 股上市房企 PB、PS 及分位数情况

代码	公司	总市值	PB (LF)	PB 分位数	区间最高 PB	区间最低 PB	PS (LYR)	PS 分位数	区间最高 PS	区间最低 PS
601186.SH	中国铁建	1,222.2	0.48	6.03	3.68	0.40	0.11	22.61	0.56	0.09
600048.SH	保利发展	1,340.7	0.69	3.78	3.30	0.49	0.39	2.91	4.97	0.28
000002.SZ	万科 A	1,073.8	0.43	0.89	3.90	0.31	0.23	0.86	2.84	0.17
001979.SZ	招商蛇口	1,032.9	1.05	9.29	3.17	0.70	0.59	8.68	3.77	0.39
600663.SH	陆家嘴	493.3	2.12	28.73	11.52	1.47	4.62	34.89	27.75	2.64
600153.SH	建发股份	344.0	0.60	5.25	4.14	0.50	0.05	14.16	0.60	0.03
600895.SH	张江高科	294.4	2.34	44.61	8.05	1.23	14.53	43.32	41.52	3.58
600848.SH	上海临港	285.0	1.52	2.18	105.91	1.30	4.04	22.48	36.48	1.95
600606.SH	绿地控股	305.0	0.38	3.41	163.70	0.25	0.08	4.99	2690.06	0.05
601155.SH	新城控股	280.6	0.46	6.73	7.79	0.30	0.24	6.87	3.63	0.15
000069.SZ	华侨城 A	247.6	0.42	2.78	4.11	0.33	0.44	4.85	14.95	0.28
002244.SZ	滨江集团	312.7	1.21	36.93	6.26	0.64	0.44	7.97	8.33	0.30
600208.SH	新湖中宝	197.4	0.47	3.76	5.61	0.38	1.15	0.29	9.27	1.05
600383.SH	金地集团	206.3	0.32	2.75	2.44	0.22	0.21	4.19	3.50	0.14
600675.SH	中华企业	202.4	1.38	27.58	5.60	0.99	1.53	30.62	10.85	0.71
600325.SH	华发股份	222.1	0.99	32.97	3.14	0.65	0.31	18.38	4.31	0.21
600639.SH	浦东金桥	141.2	0.99	5.52	5.04	0.74	2.14	33.49	19.46	1.86
601512.SH	中新集团	137.3	0.93	13.99	2.37	0.74	3.75	53.43	6.93	2.18
600641.SH	万业企业	124.5	1.46	23.68	5.30	1.01	12.91	79.50	40.46	1.68
000029.SZ	深深房 A	127.7	3.46	59.78	8.65	1.65	24.05	99.20	24.05	1.71
000031.SZ	大悦城	130.7	0.95	18.52	7.11	0.67	0.36	12.16	18.34	0.25
600657.SH	信达地产	119.5	0.49	12.37	3.69	0.36	1.05	58.08	6.18	0.34
600094.SH	大名城	114.6	0.92	30.41	9.95	0.48	0.98	26.85	2466.34	0.50
000402.SZ	金融街	102.2	0.29	2.18	1.93	0.23	0.81	6.68	5.19	0.43
600266.SH	城建发展	101.5	0.51	15.04	3.37	0.37	0.50	14.25	5.29	0.31
600223.SH	福瑞达	88.2	2.17	23.24	25.67	1.11	1.93	83.64	4.83	0.35
000517.SZ	荣安地产	93.3	1.04	14.68	10.09	0.70	0.42	0.37	5437.46	0.34
600604.SH	市北高新	82.4	1.30	3.24	35.32	0.98	8.07	31.08	256.08	2.65
002146.SZ	荣盛发展	87.8	0.37	14.05	5.19	0.19	0.15	0.32	7.85	0.11
600376.SH	首开股份	82.5	0.48	10.24	3.18	0.29	0.17	4.21	4.87	0.12
000656.SZ	*ST 金科	86.0	3.65	86.98	9.45	0.24	0.14	8.54	26741.89	0.06
601588.SH	北辰实业	65.7	0.52	7.86	2.89	0.42	0.42	17.63	5.09	0.28
600748.SH	上实发展	62.7	0.63	5.46	6.50	0.50	0.64	7.77	7.89	0.51
600736.SH	苏州高新	59.3	0.80	17.55	4.39	0.60	0.76	24.08	5.84	0.42
000006.SZ	深振业 A	58.3	0.84	14.45	6.05	0.60	2.07	32.11	11.27	1.26
600340.SH	华夏幸福	56.0	1.03	15.88	16.87	0.33	0.16	2.25	58.77	0.10
000560.SZ	我爱我家	68.8	0.72	16.26	6.03	0.33	0.57	17.50	14.02	0.29

600708.SH	光明地产	52.4	0.48	12.87	6.42	0.37	0.61	46.30	4.34	0.17
000926.SZ	福星股份	46.1	0.38	14.89	2.29	0.29	0.84	53.38	2.76	0.22
002208.SZ	合肥城建	49.5	0.76	2.15	6.31	0.55	0.63	1.83	9.38	0.48
002285.SZ	世联行	46.6	1.55	11.90	19.24	1.01	1.38	31.57	15.71	0.76
600622.SH	光大嘉宝	39.7	0.81	22.56	4.45	0.48	0.91	10.09	8.46	0.56
000961.SZ	ST中南	21.4	0.25	0.16	4.64	0.23	0.03	0.10	4.94	0.03
600823.SH	*ST世茂	16.1	0.15	0.03	3.19	0.16	0.29	0.03	40.61	0.29
002377.SZ	国创高新	21.8	4.18	76.26	9.51	0.55	2.65	83.33	16.89	0.48
600665.SH	天地源	30.7	0.80	20.30	4.10	0.44	0.27	9.26	3.51	0.18
002968.SZ	新大正	27.1	2.22	6.49	10.69	1.38	0.87	6.03	7.44	0.61
300295.SZ	三六五网	23.4	1.90	27.15	23.42	0.96	19.48	95.74	40.01	3.91

资料来源: Wind, 天风证券研究所

**通过 PS 指标筛选:** 截至 2024 年 5 月 17 日, 48 家 A 股重点上市房企平均 PS(LYR)倍数为 2.45X, 平均 PS 分位数 24.65。其中, PS 小于 0.5 (或明显低估) 的房地产开发企业包括: 1) 央企: 保利发展、华侨城 A、大悦城等; 2) 地方国企: 华发股份、首开股份、天地源等。3) 非国央企: 滨江集团、万科 A、金地集团、新城控股等。

**2) H 股标的: 通过 PB 指标筛选:** 截至 2024 年 5 月 17 日, 48 家 H 股重点上市房企平均 PB(LF)倍数为 0.54X, 平均 PB 分位数 14.37。其中, 未出险且 PB 低于 1 (或低估) 的房地产开发企业包括: 华润置地、中国海外发展、中国金茂、越秀地产、龙湖集团、绿城中国等。

图 8: H 股上市房企 PB、PS 及分位数情况

代码	公司	总市值	PB (LF)	PB 分位数	区间最高 PB	区间最低 PB	PS (LYR)	PS 分位数	区间最高 PS	区间最低 PS
2007.HK	碧桂园	135.7	0.08	0.47	4.35	0.08	0.03	0.47	2.84	0.03
3333.HK	中国恒大	21.5	0.00	0.00	6.30	0.07	0.01	1.02	15.24	0.01
1918.HK	融创中国	155.3	0.23	11.25	6.80	0.07	0.09	10.73	4.35	0.04
0688.HK	中国海外发展	1,808.1	0.44	4.80	3.74	0.29	0.81	7.48	7.50	0.54
1109.HK	华润置地	2,342.5	0.82	5.99	2.44	0.56	0.84	3.91	9.59	0.57
0960.HK	龙湖集团	1,035.4	0.62	4.80	8.77	0.33	0.52	10.09	8.97	0.19
0813.HK	世茂集团	50.1	0.31	17.04	2.20	0.05	0.08	5.48	6.50	0.02
0884.HK	旭辉控股集团	56.2	0.25	13.43	2.87	0.08	0.07	7.80	2.18	0.03
3900.HK	绿城中国	232.9	0.58	37.78	2.02	0.32	0.16	7.18	2.56	0.09
2777.HK	富力地产	49.9	0.13	16.59	109.58	0.05	0.12	13.99	2.52	0.04
6158.HK	正荣地产	4.2	-0.10	0.00	2.52	0.05	0.01	3.28	1.49	0.00
0817.HK	中国金茂	121.5	0.28	5.26	1.76	0.15	0.15	4.72	6.50	0.08
3301.HK	融信中国	3.8	1.37	85.71	3.14	0.04	0.01	0.63	1.64	0.00
3377.HK	远洋集团	48.0	0.62	68.00	2.23	0.06	0.09	8.48	6.00	0.04
3383.HK	雅居乐集团	46.4	0.15	9.60	2.84	0.06	0.10	5.94	4.01	0.04
3380.HK	龙光集团	47.2	0.17	16.38	2.89	0.04	0.09	9.46	2.99	0.02
1638.HK	佳兆业集团	14.1	-0.10	0.00	3.64	0.09	0.05	4.35	4.11	0.02
3883.HK	中国奥园	10.0	-0.03	0.00	2.36	0.12	0.03	4.18	5.36	0.01
0832.HK	建业地产	4.5	-0.19	0.00	1.40	0.13	0.02	7.70	1.59	0.01
2868.HK	首创置业	0.0	0.00	0.00	1.39	0.21	0.00	0.00	1.22	0.18
1813.HK	合景泰富集团	20.5	0.15	13.28	1.77	0.05	0.11	2.06	9.54	0.04
0627.HK	福晟国际	17.8	-1.59	0.00	157.56	0.03	6.39	90.05	71.61	0.00

1233. HK	时代中国控股	8.6	1.23	87.45	2.01	0.05	0.04	7.60	1.56	0.01
0123. HK	越秀地产	258.0	0.42	15.29	1.41	0.23	0.29	2.54	3.91	0.16
2048. HK	易居企业控股	3.3	-0.05	0.00	64.08	0.14	0.07	8.05	3.90	0.02
0733. HK	合富辉煌	4.9	0.30	6.90	3.08	0.17	0.37	32.83	2.03	0.08
6098. HK	碧桂园服务	228.0	0.57	9.07	28.80	0.36	0.48	6.80	18.86	0.31
2669. HK	中海物业	198.9	4.37	1.99	19.89	2.93	1.38	4.98	5.51	0.91
1778. HK	彩生活	4.5	0.10	4.19	24.43	0.05	0.27	16.99	26.17	0.14
1755. HK	新城悦服务	31.6	0.99	7.73	23.84	0.61	0.53	8.17	10.97	0.33
2869. HK	绿城服务	153.3	1.88	14.29	52.69	0.96	0.80	12.22	4.66	0.44
3319. HK	雅生活服务	56.2	0.40	8.25	12.11	0.25	0.33	7.54	12.93	0.21
2168. HK	佳兆业美好	3.4	0.36	27.52	7.88	0.10	0.17	17.46	4.21	0.07
1995. HK	永升生活服务	39.4	0.73	12.41	20.41	0.35	0.54	12.41	19.51	0.26
1966. HK	中骏集团控股	9.0	0.08	5.63	5.16	0.03	0.04	4.01	22.01	0.02
1238. HK	宝龙地产	38.1	0.09	8.34	3.97	0.05	0.15	10.99	5.87	0.05
2768. HK	佳源国际控股	11.8	0.05	8.49	5.46	0.03	0.05	8.49	7.32	0.04
2019. HK	德信中国	4.1	0.08	12.14	3.66	0.02	0.01	10.66	1.01	0.01
3662. HK	奥园健康	5.3	0.44	13.22	30.47	0.25	0.31	14.56	9.04	0.16
3316. HK	滨江服务	55.4	3.37	16.04	10.68	2.53	1.79	8.10	8.75	1.44
2772. HK	中梁控股	10.2	0.13	21.90	7.72	0.06	0.01	2.60	0.66	0.01
6093. HK	和泓服务	8.7	1.13	1.05	9.94	1.09	0.60	1.05	6.06	0.58
1538. HK	中奥到家	3.4	0.32	11.61	74.20	0.23	0.18	14.49	3.49	0.10
3686. HK	祈福生活服务	4.5	0.58	0.81	6.33	0.55	1.18	32.43	2.50	0.79
1417. HK	浦江中国	1.4	0.63	17.78	184.27	0.41	0.14	2.22	3.17	0.10
6049. HK	保利物业	207.8	2.16	15.71	42.29	1.43	1.25	15.34	8.03	0.83
9928. HK	时代邻里	7.0	0.47	36.23	39.19	0.16	0.26	33.27	10.85	0.10
9909. HK	宝龙商业	21.9	0.65	15.23	21.45	0.42	0.75	16.90	10.24	0.49

资料来源: Wind、天风证券研究所

**通过 PS 指标筛选:**截至 2024 年 5 月 17 日,48 家 H 股重点上市房企平均 PS( Lyr )倍数为 2.45X, 平均 PS 分位数 24.65。其中,未出险且 PS 低于 0.5( 或明显低估)的地产开发企业包括:越秀地产、绿城中国、中国金茂等。

#### 1.2.4. 策略: 重视收储落地及需求修复双重刺激下板块的困境反转机遇

**需求侧,** 中央层面突破政策边界后, 预计各地未来将有更多需求刺激举措落地, 同时市场或将等待成交量边际变化以检验政策效力, 在此期间博弈行情或有望延续。**供给侧,** 政府收储模式的开启将推动房企的资产修复, 融资协调机制也将继续发力, 行业供给侧改革或接近尾声, 信用修复利好行业信心稳固。伴随 24 下半年高基数效应消退, 销售同比降幅有望进一步收窄, 发生二次下滑概率或较低。基本面止跌企稳前我们认为需求不稳、政策不止, 短期继续看好供需政策双向发力对板块行情的持续驱动。

**择股层面, 建议重点关注:**

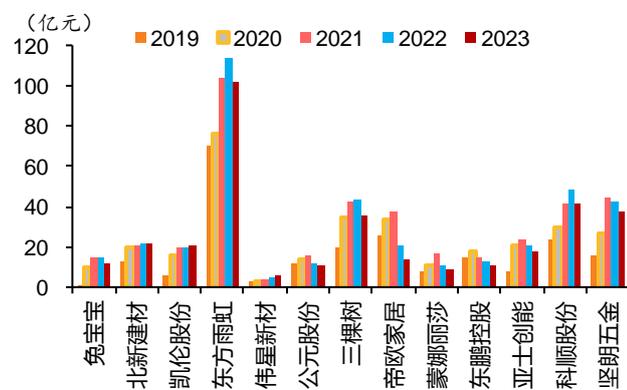
**1) 未出险优质非国央企:** 龙湖集团、绿城中国、滨江集团、万科 A 等。**2) 地方国企&地方城投:** 建发国际集团、越秀地产、城建发展、合肥城建、城投控股等。**3) 龙头央企:** 招商蛇口、保利发展、中国海外发展等;**4) 租赁企业:** 贝壳、我爱我家。

## 2. 建材：地产预期逐步修复，首推消费建材困境反转品种

### 2.1. 下游付款有望改善，利好消费建材公司现金流和减值预期修复

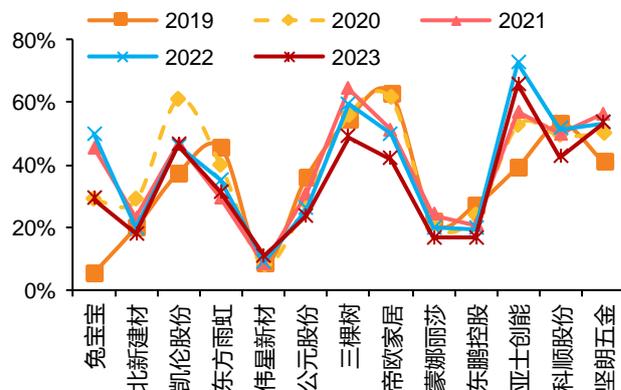
过去地产类大 B 客户相关的应收账款对于消费建材企业的资产周转仍造成较大掣肘。消费企业销售模式大体分为直销和经销两种，二者在货款结算方式上存在较大差异，直销客户通常为大 B 地产客户，其往往按照工程进度节点来进行支付，因此直销客户的回款周期较长，且在地产信用风险暴露之前，对于地产客户，企业往往通过垫资换市场的方式来取得快速的增长，因此也积累了大量的应收账款。但在地产企业出现信用风险后，随着此前的应收账款转化为大量的坏账，此类高风险的发展模式也难以维继，消费建材企业开始主动收缩大 B 地产业务，从应收账款及票据总额来，当前仍然较高的主要有东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、三棵树等，从应收账款及票据占流动资产比重来看，当前亚士创能、坚朗五金均超过 50%，三棵树、凯伦股份、科顺股份、帝欧家居在 40-50%之间，反映应收款对于资产周转仍造成较大掣肘。

图 9：应收账款+应收票据总额



资料来源：Wind、天风证券研究所

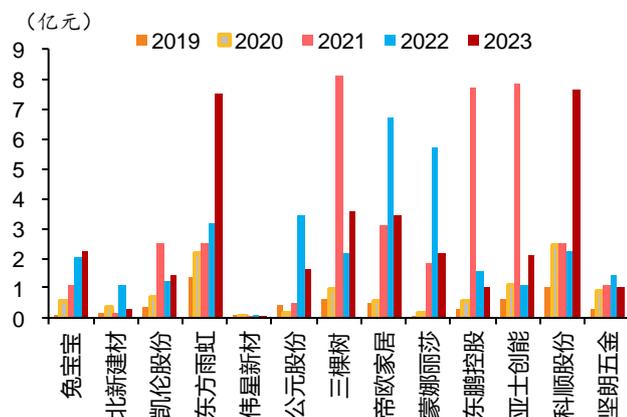
图 10：应收账款及应收票据/流动资产



资料来源：Wind、天风证券研究所

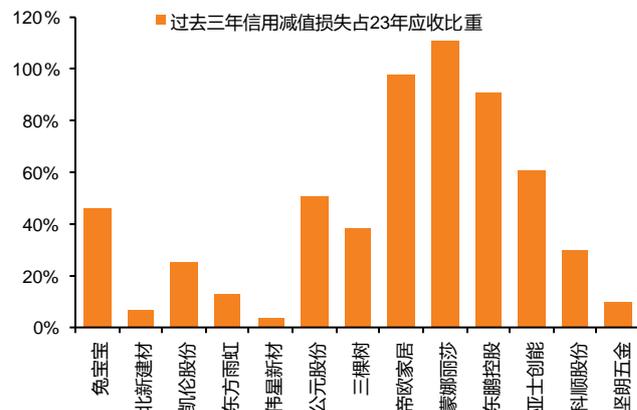
过去三年信用减值挤压消费建材企业利润空间，虽大额计提已基本完成，但减值对利润的影响仍未完全消除。受地产信用风险暴露影响，部分公司出现减值风险，导致此前的应收账款转化为大量的坏账，对利润端造成挤压，过去三年来看，东方雨虹、三棵树、帝欧家居，科顺股份、亚士创能、东鹏控股计提了超过 10 亿的信用减值损失，从过去三年信用减值损失金额/23 年末应收账款及票据的比例来看，东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居已在 90%以上，但东方雨虹、三棵树、科顺股份等占比仍不足 40%。

图 11：2019-2023 年信用减值损失计提金额



资料来源：Wind、天风证券研究所

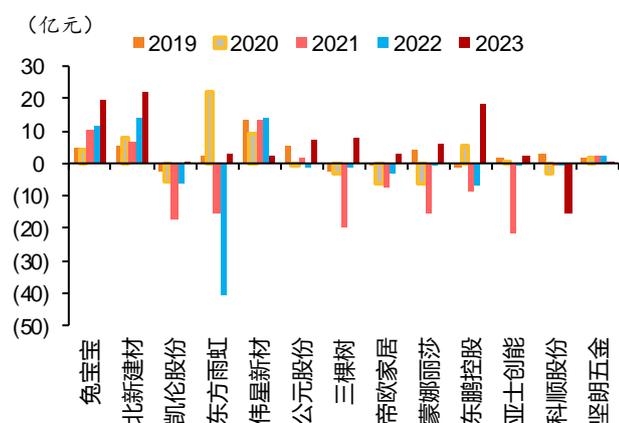
图 12：2021-2023 年信用减值损失总额占 23 年应收账款及票据比重



资料来源：Wind、天风证券研究所

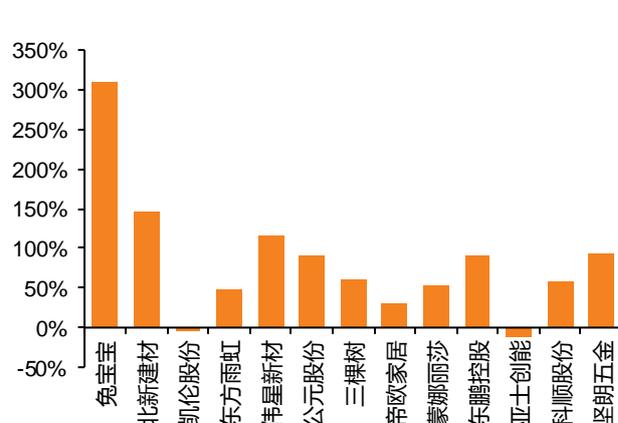
下游客户付款能力改善有望提升消费建材公司内生增长动能。消费建材企业的产能扩张及渠道布局均对现金流有较高的要求，我们用经营现金流净额+投资现金流净额来近似表示公司自由现金流情况，过去三年自由现金流净流出较多的包括东方雨虹（超过53亿），凯伦股份（超过23亿），三棵树、蒙娜丽莎、亚士创能、科顺股份均在10-20亿之间，从现金满足投资比率来看，亚士创能、凯伦股份在0%以下，东方雨虹、蒙娜丽莎、科顺股份仅50%上下，或反映当前内生增长动能或有不足。4月30日中共中央召开政治局会议，提到“统筹研究消化存量房产”，政策端首次提到消化存量库存这一核心问题，有利于房企资产负债表改善，我们认为下游客户付款状况预期有望逐渐向好，利好当前应收压力较大及前期减值计提较多的消费建材企业：一是针对当前应收账款及票据体量仍大的企业，后续减值预期将有所减弱，减值对利润的不利影响或逐步消除，同时回款有望加快；二是针对前期减值计提较多的企业，若后续减值能够冲回，则有望改善企业现金流状况，资金对企业扩张的限制因素有望得到缓解。

图 13：2019-2023 年经营性现金流净额+投资现金流净额



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：过去三年现金满足投资比率



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2.2. 新房品质关注度的提升，将利好龙头公司和品牌建材

中央政治局会议提到，要结合人民群众对优质住房的新期待、优化增量住房、促进房地产高质量发展等，我们认为政策首次聚焦新房的优质产品，当前具备高品质住宅开发能力的开发商主要集中在央企地产开发商，其更看重建材供应商的品牌影响力，我们认为B端品牌的建立依靠服务网络、B端经销体系、生产基地布局、产品质量及配套服务等多方面综合而成，可以参考地产首选供应商的排名，是产品、价格、服务的综合结果。

图 15：2024 年房地产开发企业 500 强首选防水材料品类 10 强

品牌名称	品牌首选率
东方雨虹	20%
科顺	15%
北新防水	15%
卓宝	10%
三棵树防水/雨中情	9%/9%
远大洪雨	6%
大禹	5%
凯伦	3%
宏源	2%
亚士/月星防水	1%/1%

图 16：2024 年房地产开发企业 500 强首选涂料供应商品牌 10 强

品牌名称	品牌首选率
立邦	21%
三棵树	20%
亚士	11%
富思特/固克节能	10%/10%
嘉宝莉/美涂士/久诺	9%/9%/9%
德爱威/巴德士	7%/7%
多乐士专业	6%
PPG 申纽丽漆	3%
北新涂料	3%
紫荆花	2%

资料来源：优采平台公众号，天风证券研究所

资料来源：优采平台公众号，天风证券研究所

图 17：2024 年房地产开发企业 500 强首选管材供应商品牌 10 强

品牌名称	品牌首选率
联塑	27%
日丰	17%
伟星新材	16%
宏岳管业	11%
多联实业	10%
公元	8%
川路	7%
星泉	7%
中德	6%
中德管材	3%

资料来源：优采平台公众号，天风证券研究所

图 18：2024 年房地产开发企业 500 强首选瓷砖供应商品牌 10 强

品牌名称	品牌首选率
马可波罗	22%
蒙娜丽莎	20%
东鹏	15%
欧神诺	12%
诺贝尔	10%
能强	9%
冠珠	6%
宏宇陶瓷	5%
欧美	4%
简一	3%

资料来源：优采平台公众号，天风证券研究所

图 19：24 年房地产开发企业 500 强首选石膏板供应商品牌 10 强

品牌名称	品牌首选率
龙牌	25%
泰山石膏	19%
Gyproc 杰科	16%
顶诺(原优时吉博罗)	13%
莫干山	7%
洛斐尔	6%
梦牌	5%
杰森	3%
兔宝宝	2%
信发	2%

资料来源：优采平台公众号，天风证券研究所

图 20：2024 年房地产开发企业 500 强首选五金供应商品牌 10 强

品牌名称	品牌首选率
坚朗	21%
兴三星	17%
合和	13%
国强	13%
丝吉利娅	8%
诺托	7%
雄进	5%
格屋	4%
固诺 GURO	4%
海福乐	2%

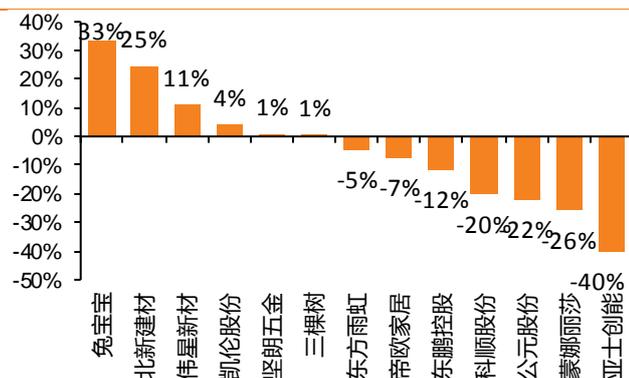
资料来源：优采平台公众号，天风证券研究所

### 2.3. 二手房销售仍具韧性，C 端需求相对稳定

二手房销售好于新房，对 C 端建材需求提供支撑。2023 年以来，受市场景气度低迷影响，新房及二手房销售同比均有所下降，但从结构上来看，二手房成交跌幅小于新房，占总成交面积的比重持续提升。从 23 年消费建材公司收入增速来看，兔宝宝、北新建材、伟星新材等 C 端企业收入同比均是实现两位数以上增长，未来随着二手房交易所带动的存量改造渗透率逐渐提升，我们认为 C 端消费建材中长期需求仍有望稳健增长。

图 21：主要消费建材公司 24 年一季度收入同比增速

图 22：十三个代表城市二手房月度交易面积及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

## 2.4. 中长期改造需求有望逐步放量, 同时格局优化或将带动龙头 α 长期增长

我们认为随着化解存量政策的推进, 新房销售端有望逐步筑底, 中长期来看, 更新改造稳步放量是家装建材主要的增长驱动力, 我们预计 2024/2025 年家装市场规模分别为 4.08/4.68 万亿元, 更新改造规模占比约在 65%左右。我们认为我国家装市场需求可分为一手房装修和二手房装修两个方面, 前者主要来自新建商品住宅需求, 而后者可进一步分为存量房改造和二手房交易所产生的重装需求。1) 一手房装修方面, 参考我们此前新开工-竣工模型 (《23 年中期策略: 传统建材预期/基本面触底, 新材料估值优势或已现》, 2023-07-10), 不考虑其他因素, 则 24-25 年理论竣工水平或分别为 12.56/11.99 亿平; 2) 二手房装修方面, 预计 24-25 年存量改造面积分别为 12.63/13.74 亿平; 23 年二手房交易面积达 5.7 亿平, 过去三年二手房交易面积复合增速达 13%, 我们假设 24、25 年平均增速维持 13%, 则对应 24/25 年二手房交易面积分别为 6.44/7.28 亿平; 3) 我们根据 20-23 年家装市场规模及对应装修面积测算得到 20-23 年单平米装修强度复合增速达 17%, 23 年约 1173 元/平, 我们假设 24/25 年平均增速为 10%, 则对应 24/25 年单平米装修强度分别为 1290/1419 元/平米。最终测算 2024 年家装建材市场规模将达到 4.08 万亿元, 同比增长 7%, 2025 年将达到 4.68 万亿, 同比增长 15%, 24/25 年二手房家装建材需求占总家装建材需求比重分别为 60%/64%。

表 4: 家装市场规模预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>一手房家装建材需求</b>						
全国商品住宅竣工面积 (亿平米)	22.17	22.19	21.92	15.15	12.56	11.99
消费建材每平米装修强度 (元/平米)	685	807	1,040	1,173	1,290	1,419
一手房家装建材市场规模 (亿元)	15,178	17,915	22,797	17,769	16,204	17,015
<b>二手房家装建材需求</b>						
存量改造面积 (亿平米)	8.92	9.51	10.53	11.55	12.63	13.74
二手房交易面积 (亿平方米)	3.92	3.60	3.96	5.70	6.44	7.28
家装建材每平米装修强度 (元/平米)	685	807	1,040	1,173	1,290	1,419
二手房家装建材市场规模 (亿元)	8,793	10,585	15,068	20,231	24,604	29,828
家装建材市场规模 (亿元)	23,972	28,500	30,723	38,000	40,808	46,843

资料来源: 贝壳研究院、中新网等, 天风证券研究所

在家装硬装流程依次为拆除工程、水电工程、泥瓦工程、土木工程、油漆工程、安装工程等步骤, 其中每一项工程均涉及多种建筑材料使用, 而另一方面, 改造部位在整个工程中涉及的步骤越早, 则对应整个改造链越长, 用到的装修材料品种则越多, 因此在改造市场, 产品矩阵更丰富, 能提供一体化解决方案的企业竞争力将会进一步放大。自 2023 年以来, 头部企业进一步加大品类扩张力度, 如东方雨虹、三棵树、北新建材、亚士创能等在聚焦主业发展的同时, 借助渠道优势加快横向协同业务发展。我们认为头部企业扩品类的优势

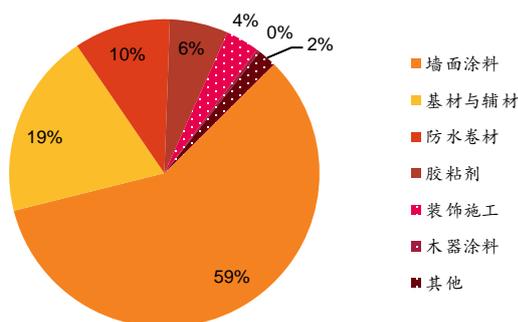
在于，一方面可发挥渠道协同作用，通过完善的渠道布局加快新品类导入，另一方面公司主业的高认可度往往能够形成良好的品牌背书，增强下游客户黏性，提升客单价。从业绩贡献来看，部分公司非主业盈利能力凸显，已逐渐形成了自身的第二成长曲线。

表 5：消费建材公司品类扩张步伐持续加快

公司	品类扩张进展
亚士创能	公司涂料、成品板、保温、防水、砂浆、家居新材料 6 大行业产品形成的横向协同业务，全面覆盖了建筑领域各类墙地面涂装的需求。针对各类难题与个性化要求，公司提供了一体化的解决方案，包括旨在提升效益的涂保防一体化解决方案等。
三棵树	公司通过创新和微创新，坚持以用户为中心，面向关键应用场景，不断丰富产品线、完善产品服务体系，研发一站式配套的健康产品，打造匠心品质，致力于在工程领域打造内外墙涂料、防水、保温、工业涂料、地坪、家居新材料、基辅材、施工服务为一体的绿色建材一站式集成系统，在零售领域打造乳胶漆、艺术漆、仿石漆、胶黏剂、基辅材、防水涂料、小森板“七位一体”产品和马上住服务的美好生活解决方案。
东方雨虹	公司民建集团聚焦防水防潮系统和铺贴美缝系统的双主业发展战略，持续扩大防水材料、瓷砖胶、美缝产品市场占有率，在多品类发展路径上，持续培育腻子粉等墙辅产品线，推动胶类、管业产品线发展，孵化厨卫五金、工具耗材、家用电线等新品类，同时，依托产品品类优势，公司不断升级建筑服务体系，提供建筑建材系统集成服务，覆盖工程从规则、设计、选材、供材、施工到运营维护的全生命周期，满足客户多样化的需求。
北新建材	公司两翼业务持续取得突破性进展，防水方面，23 年新开发渠道 1300 余家，加快市场开拓，防水板块营业收入实现逆势突破。涂料方面，公司 23 年联合重组嘉宝莉，补强涂料翼；同时，公司拓宽延伸产业链，进一步拓展“石膏板+”新品类，打造专业技术服务团队，强化一揽子服务质量，“石膏板+”业务实现逆势大幅增长。

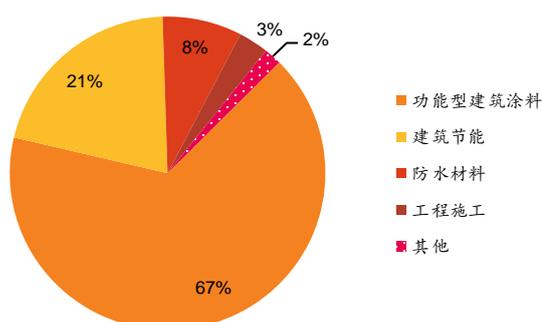
资料来源：各公司年报、天风证券研究所

图 23：2023 年三棵树产品结构



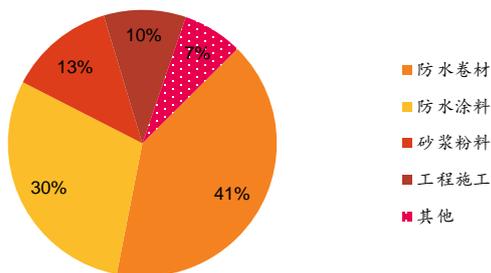
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 24：2023 年亚士创能产品结构



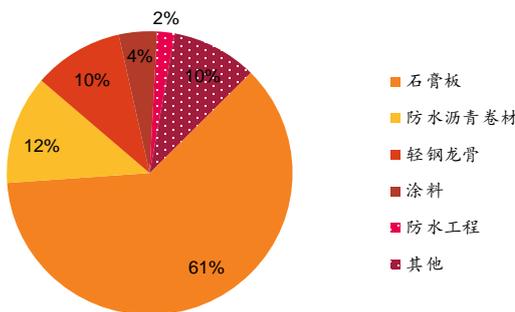
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 25：2023 年东方雨虹产品结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：2023 年北新建材产品结构

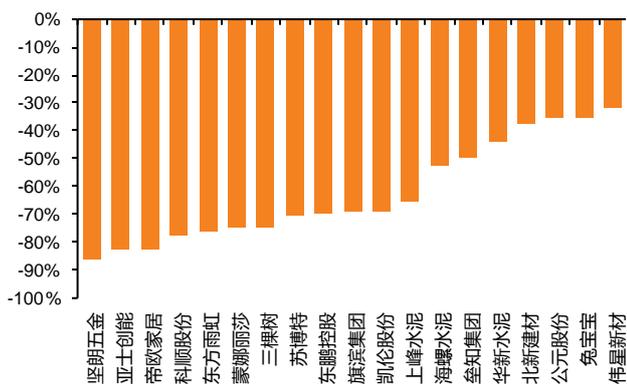


资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2.5. 短期关注困境反转弹性品种，中长期坚守优质龙头

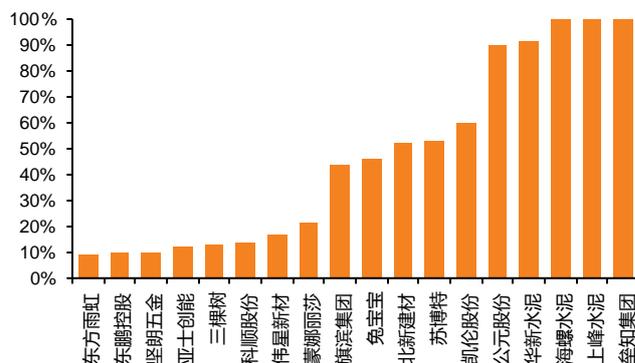
受地产  $\beta$  下行影响，建材公司股价较 21 年高点均出现较大回撤，截至 4 月 30 日，我们统计的 19 家重点公司中跌幅超过 50% 的达到 13 家，其中 B 端业务占比高的龙头企业及二线企业跌幅相对更大，从 PE 估值分位数来看，东方雨虹、东鹏控股、坚朗五金等 2024 年 PE 已跌至 2021 年以来的 10% 分位数左右，近期政治局会议对房地产政策创新定调，通过消化存量房产和优化增量住房等措施有望解决供需核心堵点，有望推动市场信心和基本面回升，短期估值端有望率先修复，其中前期跌幅较大、当前估值水平较低的公司具备更大的修复弹性。而后我们认为基本面的回升同样值得期待，短期来看，一方面，我们认为下游客户付款状况预期有望逐渐向好，利好当前应收账款压力较大及前期减值计提较多的消费建材企业，另一方面，随着销售逐步筑底，前端建材品种（水泥、减水剂、防水等）基本面底部或已基本确认，新品质关注度提升，品牌力更强的龙头公司有望借机进一步扩大市场份额，而中长期看，我们认为改造对于行业的带动作用将逐步体现，后端消费建材需求端有望率先恢复，同时格局优化或将带动龙头  $\alpha$  长期增长，综上所述，首推坚朗五金，三棵树，蒙娜丽莎，亚士创能，东方雨虹。

图 27：建材公司当前股价较 21 年以来最大跌幅（截至 4.30）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 28：当前建材公司 PE 估值分位数（截至 4.30）



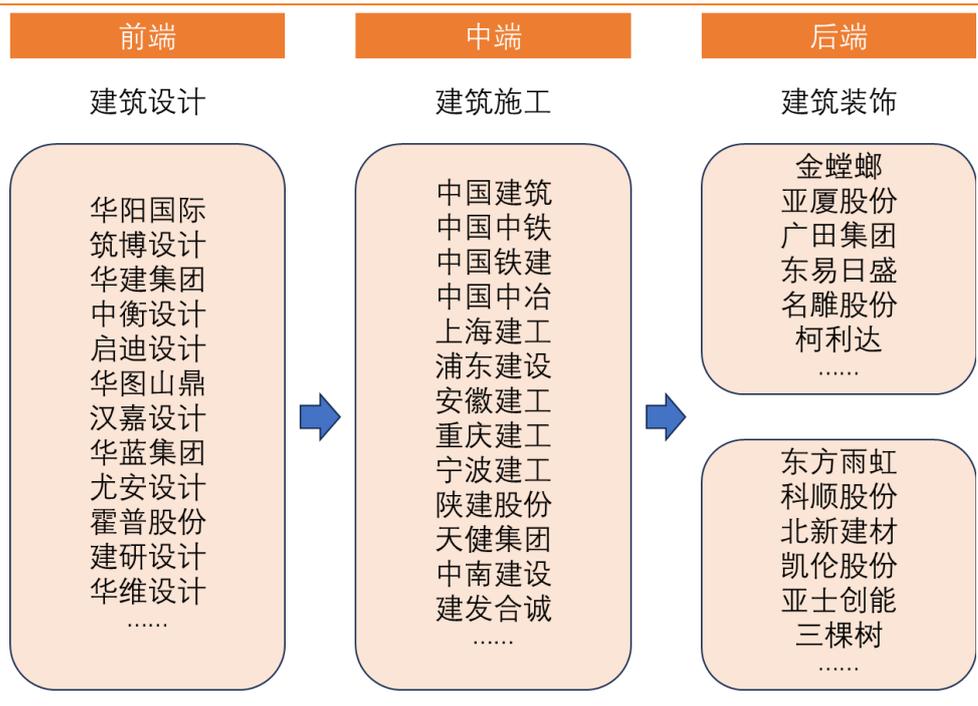
资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3. 建筑：关注房建产业链基本面改善及估值修复

#### 3.1. 短期：房建、装饰公司的应收款回收有望改善，减值损失有望下降

关注地产政策催化对于房建产业链上下游的基本面改善。从产业链角度来看，地产对应的房屋建筑产业链大致可分为建筑设计、建筑施工、建筑装饰三个主要环节，参与主体分别对应前端的设计咨询公司、中端的土建施工类公司、后端的装修公司以及建材公司。从指标的角度，房建产业链前中后端均与地产新开工面积的关联度较高，同时新开工面积作为地产产业链的前置指标，能够更好的反映地产政策及基本面的边际变化，因而我们认为若后续房企拿地、地产销售等数据回暖后，经营质量改善亦有望带动新开工保持较好增长，从而带动房建产业链迎来改善。

图 29：房屋建筑产业链梳理



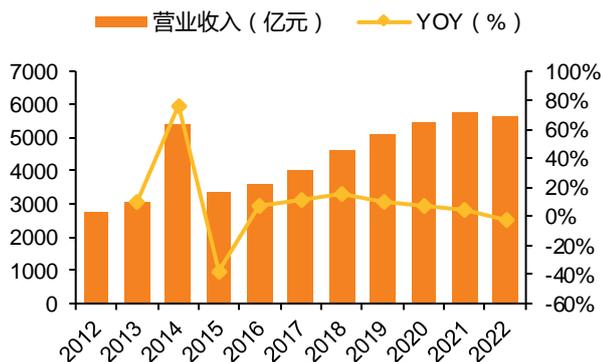
资料来源：各公司公告，李婧《城市化背景下的“城中村”改造模式研究——以广东省广州市为例》，天风证券研究所

**前端设计：竞争格局分散，属地化、区域化特征明显。**前端建筑设计领域的参与方除了传统国有的大中型设计单位以外，还包括民营建筑设计企业、外资设计机构等，目前行业内呈现两个明显特征：

**竞争格局分散，龙头企业市占率低：**建筑设计龙头企业的市占率相对较低，2022 年全国工程设计企业一共有 24726 个，营业收入总额为 5629.3 亿元，同比-2.0%，其中 CS 建筑设计及服务所包含的 36 家 A 股上市的建筑设计企业收入占比仅为 10.7%。

**属地化、区域化经营：**除了大型建筑央企下属的工程设计院以外，大部分建筑设计公司属地化、区域化经营的特征较为明显，例如 2023 年华阳国际在华南地区的收入占比高达 84%，中衡设计华东地区收入占比达 89.8%，华建集团上海地区收入占比 67.2%。

图 30：2012-2022 年全国工程设计企业营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：CS 建筑设计及服务成份股市场占有率



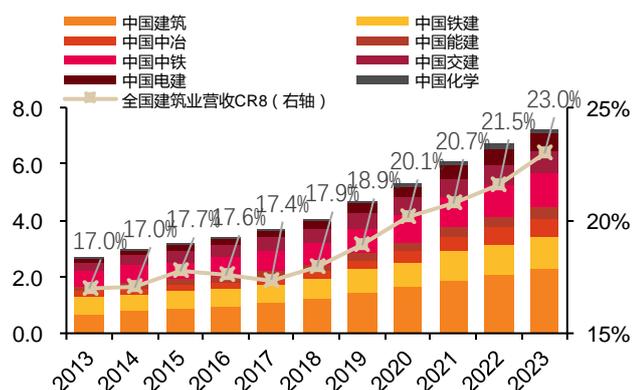
资料来源：Wind，天风证券研究所

**中端施工：以全国化布局的大型建筑央企以及各地方建筑国企为主，市场集中度稳步提升。**中端的施工环节的进入壁垒较低，行业内从业主体众多且竞争激烈，根据中国建筑业协会数据，2023 年底，全国有施工活动的建筑业企业 15.79 万个。参与竞争的主要是跨国建筑公司、全国化布局的大型建筑央企、区域型的地方建筑国企以及少部分完成民营化改制或者新兴的民营建筑企业。

**央企竞争优势显著，后续有望加速提升行业集中度。**我们从订单和收入两个维度对市占率进行测算，用“新签订单额/建筑行业新签合同额”估算龙头的订单市占率，用“营业收入/建筑行业总收入”来估算龙头企业的收入市占率。从我们的测算来看，2016 年之前央企市占率提升较为缓慢，2016 年之后加速提升。

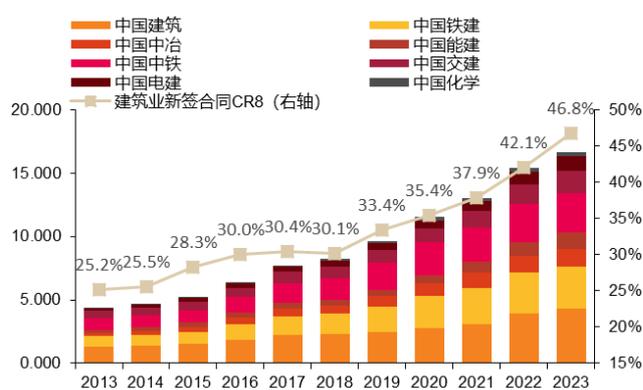
从订单市占率的角度来看，2023 年八大建筑央企订单市占率为 46.8%，并且订单市占率相比于收入市占率高 23.8pct，提升的趋势与收入市占率相同，同时提升幅度高于收入市占率，考虑到建筑行业具有订单领先收入的特征，建筑央企新签订单高增长也反映出后续市占率加速提升的趋势。

图 32：营收口径八大建筑央企市占率测算（万亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：新签订单口径八大建筑央企市占率测算（万亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**除房建施工以外，部分建筑央企也拥有较多的房地产开发业务，有望直接受益于地产行业景气度回暖。**从并表的角度，中国建筑拥有较多的房地产开发投资，旗下拥有中海地产和中建地产两大房地产品牌。此外，中国中铁、中国铁建、中国能建、中国中冶也均有一定体量的房地产开发业务，我们判断有望直接受益于地产产业链景气度回升。

表 6：建筑央企房地产开发业务梳理

		2019	2020	2021	2022	2023
中国建筑	房地产开发业务收入 (亿元)	2170	2713	3309	2820	3088
	同比 (%)	17.9%	25.0%	22.0%	-14.8%	9.5%
	毛利率 (%)	31.1%	26.2%	21.1%	19.0%	18.2%

	占总营收比例 (%)	15.3%	16.8%	17.5%	13.7%	13.6%
	地产合约销售额 (亿元)	3826	4287	4221	4016	4514
	同比 (%)	28.1%	12.1%	-1.5%	-4.9%	12.4%
	其中: 中海地产	2669	2960	2983	2544	2670
	同比 (%)	30.8%	10.9%	0.8%	-14.7%	4.9%
	地产合约销售面积 (万平方米)	2173	2370	2143	1722	1858
	同比 (%)	6.0%	9.1%	-9.6%	-19.7%	7.9%
	其中: 中海地产	1290	1387	1322	1015	982
	同比 (%)	8.0%	7.5%	-4.7%	-23.3%	-3.2%
	新增土地储备 (万平方米)	2259	2042	1842	1489	1310
	其中: 中海地产	1146	1349	1165	739	764
	期末土地储备 (万平方米)	12166	11637	10395	9303	8523
	其中: 中海地产	6522	6179	5100	4389	3522
	地产开发业务利润总额 (亿元)	472	598	570	346	359
中国铁建	地产开发业务收入 (亿元)	413	409	507	623	833
	同比 (%)	11.9%	-0.9%	23.8%	22.9%	33.8%
	毛利率 (%)	21.4%	20.3%	17.6%	14.0%	12.3%
	占总营收比例 (%)	5.0%	4.5%	5.0%	5.7%	7.3%
	地产合约销售额 (亿元)	1254	1265	1432	1296	1214
	同比 (%)	34.2%	0.9%	13.2%	-9.5%	-6.3%
	地产合约销售面积 (万平方米)	860	866	991	834	749
	同比 (%)	29.5%	0.7%	14.4%	-15.8%	-10.2%
	新增土地储备 (万平方米)	803	867	1578	884	640
	地产开发业务利润总额 (亿元)	61	59	66	37	30
中国中铁	地产开发业务收入 (亿元)	430	493	502	535	509
	同比 (%)	-0.7%	14.6%	1.9%	6.39%	-4.76%
	毛利率 (%)	29.2%	23.2%	22.2%	17.1%	14.5%
	占总营收比例 (%)	5.1%	5.1%	4.7%	4.6%	4.0%
	地产合约销售额 (亿元)	697	686	580	752	696
	同比 (%)	31.4%	-1.6%	-15.4%	29.6%	-7.4%
	地产合约销售面积 (万平方米)	503	525	403	548	446
	同比 (%)	16.4%	4.5%	-23.4%	36.2%	-18.7%
	新增土地储备 (万平方米)	340	210	530	131	80
	地产开发业务净利润 (亿元)	37	-41	16	-15	-8
中国中冶	地产开发业务收入 (亿元)	200	241	214	227	165
	同比 (%)	-12.7%	20.8%	-11.2%	6.1%	-27.3%
	毛利率 (%)	26.0%	20.7%	23.5%	11.0%	7.9%
	占总营收比例 (%)	5.9%	6.0%	4.3%	3.8%	2.6%
	地产合约销售额 (亿元)			163	93	104
	同比 (%)				-42.9%	11.4%
	地产合约销售面积 (万平方米)			68	48	63
	同比 (%)				-29.8%	31.4%
	新增土地储备 (万平方米)	75	21	156	49	10
	地产开发业务利润总额 (亿元)	32	35	0	4	-2
	地产开发业务净利润 (亿元)	24	25	-7	2	-3
中国能建	地产开发业务收入 (亿元)			155	201	134
	同比 (%)			26.9%	29.1%	-33.3%

毛利率 (%)	15.0%	19.3%	26.9%
占总营收比例 (%)	4.8%	5.5%	3.3%

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

除央企以外，部分地方国企也以房建+地产开发的形式深度参与地产产业链。23年安徽建工新签房建订单529亿元，占比35%，房建业务收入320亿元，占比35.1%，并通过“长城置业”品牌开展房地产业务，23年实现地产开发业务收入72亿元，占比7.8%。此外，上海建工23年房建营收2650亿元，营收占比达87%，房地产开发业务收入83亿元，占比2.7%。

表 7：部分地方国企房建及地产开发业务情况梳理

		细分类别	2019	2020	2021	2022	2023
安徽建工	新签订单 (亿元)	房建工程	214	244	309	489	529
		基建工程	314	383	449	830	982
		其他	1	0	1	9	0
		合计	529	627	759	1327	1511
	订单占比 (%)	房建工程	40.4%	38.9%	40.8%	36.9%	35.0%
		基建工程	59.4%	61.1%	59.1%	62.5%	65.0%
		其他	0.2%	0.1%	0.1%	0.6%	0.0%
		合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	营业收入 (亿元)	房建工程	175	166	187	252	320
		基建工程	182	230	342	366	396
		房地产开发	65	79	71	76	72
		其他	51	95	113	107	125
		合计	473	570	713	801	912
	营收占比 (%)	房建工程	37.0%	29.1%	26.2%	31.4%	35.1%
		基建工程	38.5%	40.4%	48.0%	45.7%	43.4%
		房地产开发	13.8%	13.9%	10.0%	9.5%	7.8%
其他		10.7%	16.6%	15.8%	13.4%	13.6%	
合计		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
四川路桥	新签订单 (亿元)	基建工程		358	913	1292	1492
		房屋建设		28	88	108	188
		其他		9	0	37	6
		合计		395	1002	1403	1685
	订单占比 (%)	基建工程		90.5%	91.2%	92.1%	88.5%
		房屋建设		7.1%	8.8%	7.7%	11.1%
		其他		2.4%	0.0%	2.6%	0.4%
		合计		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
上海建工	营业收入 (亿元)	房屋建设			1779	1825	2650
		设计咨询	43	54	52	53	59
		房地产开发	101	63	139	133	83
		其他 (含基建、黄金销售等)	1911	2196	841	850	255
		合计	2055	2313	2811	2860	3046
	营收占比 (%)	房屋建设			63.3%	63.8%	87.0%
		设计咨询	2.1%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%
		房地产开发	4.9%	2.7%	4.9%	4.6%	2.7%
	其他 (含基建、黄金销售等)	93.0%	94.9%	29.9%	29.7%	8.4%	
	合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

**后端装饰装修：行业已位于底部回升的拐点。**以使用性质为划分依据，建筑装饰业又可分为公共建筑装饰、住宅装饰和幕墙装饰三类。近年来受到下游房地产市场景气度持续下行影响，行业内企业经营压力普遍较大，2023 年 SW 装饰装修成份企业营业收入为 1104.1 亿元，同比+1.1%，在 20-22 年持续下滑的基础上实现增速转正，归母净利润为-5.2 亿元，虽仍处于亏损状态，但较 21-22 年已经有明显改善。

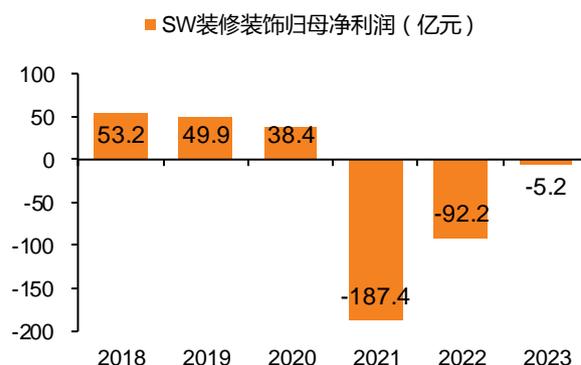
从地产风险敞口的角度看，过去三年行业内企业持续进行应收账款减值计提，导致利润大幅亏损，我们认为当前时点，行业龙头企业金螳螂来自地产的风险敞口已经逐步减少（减值计提+实物资产抵账），截至 23 年我们统计 SW 装饰装修类企业的归母净利润为-5.2 亿元，较 21-22 年已经明显改善。从估值层面来看，截至 5 月 24 日收盘，采用整体法计算并剔除负值以后的 SW 装饰装修类企业的 PE (TTM) 为 10 倍，若后续地产基本面出现实质性改善的信号，则我们认为装饰装修类企业的业绩及估值具有较高弹性。

图 34：2018-2023 年 SW 装饰装修营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：2018-2023 年 SW 装饰装修归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

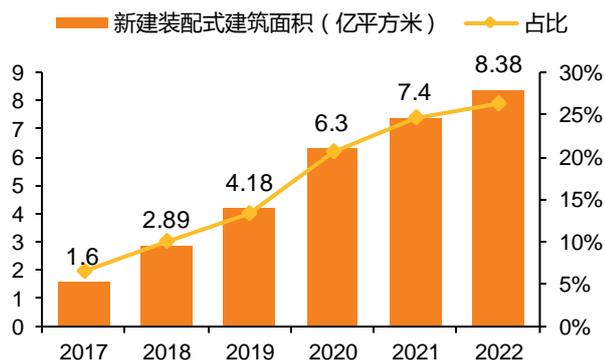
## 3.2. 大 $\beta$ 止跌对部分新兴行业具有较好的带动效果

### 3.2.1. 新兴行业展望一：装配式建筑

装配式建筑按主要结构材料可分为装配式混凝土结构、装配式钢结构和装配式木结构；装配式房屋主要分为三大开发模式：预制钢筋混凝土结构、预制轻钢结构、预制集装箱房屋。根据北京中建协认证中心有限公司发布的《中国建筑业装配式建筑发展研究报告（2023）》，装配式混凝土建筑占比相对较高，预制楼板、剪力墙、楼梯等预制构件在住宅建筑中应用广泛，该结构类型占到装配式建筑总量的 70%-80%。装配式钢结构建筑约占到装配式建筑总量的 20-30%。钢结构具有重量轻、强度高、施工速度快等优点，在高层和大跨度公共建筑中得到广泛应用。装配式木结构建筑在环保和可持续性方面具有优势，但受到材料来源和防火性能等因素的限制，国内应用相对较少。北美和欧洲的木结构建筑应用广泛。

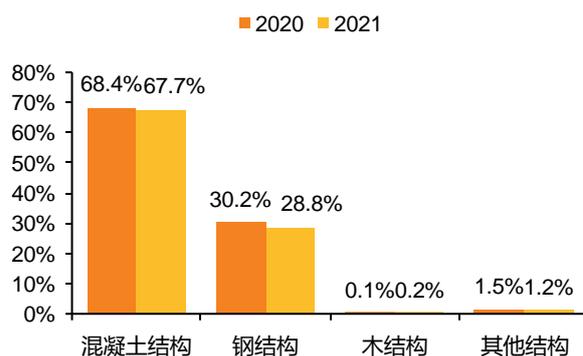
2022 年我国新建装配式建筑面积 8.38 亿平方米，占比达到 26.3%。住房和城乡建设部发布的《“十四五”建筑业发展规划》明确提出，智能建造与新型建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系基本建立，十四五末装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%以上。2022、2023 年新开工的保障房中应用装配式建筑的比例分别为 70%和 80%。到 2025 年，全国大部分省市装配式建筑面积占比要求达到 30%以上，部分省市要求达到 50%，天津和上海要求 100%实施装配式建筑。

图 36：2017-2022 年我国新建装配式建筑面积及占比



资料来源：中国混凝土与水泥制品协会官网，中研网，预制建筑网，天风证券研究所

图 37：2020-2021 年我国新开工装配式建筑各类型结构占比



资料来源：北京中建协认证中心有限公司《中国建筑业装配式建筑发展研究报告（2023）》，天风证券研究所

### 3.2.2. 新兴行业展望二：绿色建筑&建筑节能改造

十四五期间新建建筑太阳能光伏装机 50GW，24-25 年建筑节能改造面积空间达 2 亿平方米。住建部印发的《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》显示，十三五期间我国完成近零能耗建筑建设 1000 万平方米，到 2025 年，城镇新建建筑全面建成绿色建筑，近零能耗建筑建设增加至 5000 万平方米，新建建筑太阳能光伏装机 50GW。住建部 24 年 3 月 15 日发布的《加快推动建筑领域节能降碳工作方案》提出，到 2025 年，建筑领域节能降碳制度体系更加健全，城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准，新建超低能耗、近零能耗建筑面积比 2023 年增长 0.2 亿平方米以上，完成既有建筑节能改造面积比 2023 年增长 2 亿平方米以上，建筑用能中电力消费占比超过 55%，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%。

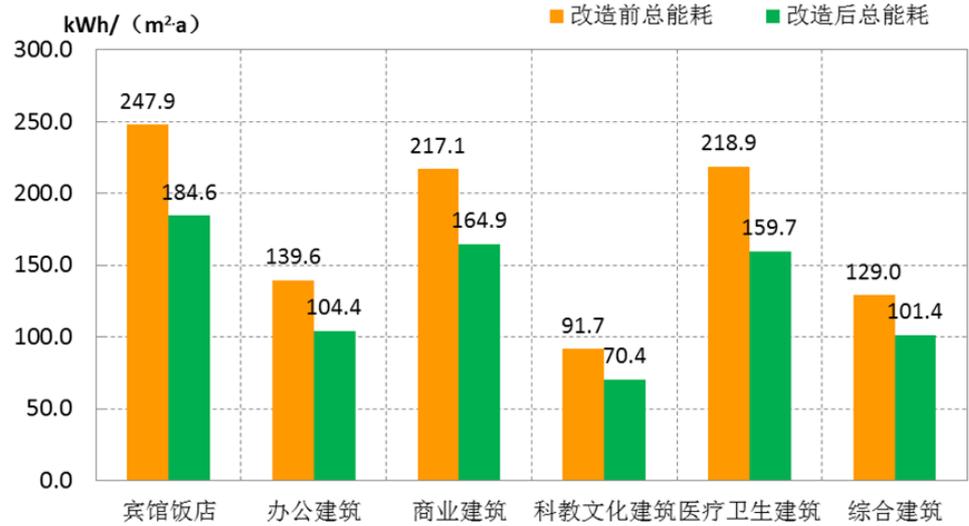
表 8：十三五及十四五建筑节能与绿色建筑发展规划主要指标对比

主要指标	十三五末	十四五末
既有居住建筑节能改造面积（亿平方米）	5	1
既有公共建筑节能改造面积（亿平方米）	1	2.5
建设超低能耗、近零能耗建筑面积（亿平方米）	0.1	0.5
城镇新建建筑中装配式建筑比例	15%	30%
新增建筑太阳能光伏装机容量（GW）	10	50
新增地热能建筑应用面积（亿平方米）	2	1
城镇建筑可再生能源替代率	6%	8%
建筑能耗中电力消费比例	-	55%
全国城镇绿色建筑占新建建筑比例	50%	100%

资料来源：住建部，中国政府网，天风证券研究所

24-25 年 2 亿平方米建筑节能改造对应的市场空间有望达到 200-400 亿元。从投资额的角度来说，公共建筑节能改造成本根据实施方案的不同差异较大，尤其与需要达到的节能率关系密切。一般来说，目标节能率越高则投资成本越大。以实现 20%建筑整体节能率为例，既有公共建筑节能改造投资成本约为 100~200 元/平米，投资回收期为 2~8 年。若按照 100-200 元/平米的改造投资成本计算，24-25 年 2 亿平方米建筑节能改造的市场空间有望达到 200-400 亿元。

图 38：公共建筑改造前后能耗变化



资料来源：临港建交公众号，天风证券研究所

表 9：既有公共建筑节能改造措施

系统	改造技术	补充说明
暖通系统	更换冷热源机组	磁悬浮冷机、高效离心机、风冷热泵、真空热水锅炉
	输配系统变频	冷冻泵、冷却泵、空调箱
	冷却塔变频	/
	排风热回收	/
	免费供冷	/
	机房智能群控系统	/
生活热水系统	热源更换	二氧化碳热泵、真空热水锅炉、空气源热泵
照明系统	LED 改造	/
	智能照明系统	/
	自然采光改造	导光筒、光导纤维
可再生能源	太阳能	太阳能热水、太阳能光伏
	地源热泵	/
围护结构	外窗改造	外窗拆换、外窗改造、外窗贴膜、遮阳改造
	外墙保温改造	外保温、内保温
	屋面保温改造	倒置式屋面改造、正置式屋面改造
	屋顶绿化	/

资料来源：临港建交公众号，天风证券研究所

### 3.2.3. 新兴行业展望三：BIM 及 AI 在设计领域的运用

所谓 BIM，即建筑信息模型（building information model），是一种在建设项目的规划、设计、施工和运维过程中进行数据共享、优化、协同与管理的技术和方法。较传统的 CAD 辅助制图的二维设计而言，BIM 是三维设计，包含了更多的数字信息。目前行业内对于 BIM 的应用仍然以逆向设计为主，即根据已有的二维施工图图纸进行翻模，其目的是发现二维设计中问题，校验二维设计图，但周期长、效率低，实用效果较差。与之相反的正向设计，省去了翻模的环节，提高了设计效率，有望成为行业发展的趋势（即设计之初就以三维设计作为主要设计手段、在后续方案的对接、展示、成果交付等阶段均以 BIM 模型为主要载体）。

**AI 有望助力 BIM 正向设计打破推广壁垒。**在传统 BIM 建模过程中，人工建模方式在图纸数据收集整理、样板及空间坐标建立、数据导入建模检查、BIM 模型数据成果输出这 4 项流程上会花费大量时间精力，机械重复该流程。而且不同工程师有不同的操作习惯，导致模型数据成果质量、进度、建模效率不同，给后期模型数据整合、深化应用带来不便，甚至返工重建耽误进度。而基于深度机器学习的 AI 算法，通过海量输入图纸模型数据，使 BIM 系统能够较全面的识别图纸图文信息，自动生成建筑模型，设计师只需要进行图模一致性的审查，对模型中建模错误的问题和算法识别错误的问题进行修改即可，从而节省了大量的时间，提高设计效率。

表 10：运用 BIM 进行建筑设计的优势

优势	内容
可视化	所见即所得，项目设计、建造、运营过程中的沟通、讨论、决策都在可视化的状态下进行。
模拟化	节能模拟、紧急疏散模拟、日照模拟、热能传导模拟、施工模拟等。
协同管理	各参建方在项目规划、设计、施工、运维全过程通过一个信息模型协同工作。
成本控制	BIM 模型可精确提取工程量信息，从而实现成本控制。
进度控制	BIM 施工模拟加入进度计划信息，实时模拟工程进度。
廉政风险防控	通过 BIM 信息化平台，建立更加公开、透明的政府核查与监督机制。
提升管理水平	减少错漏碰缺，提高工程质量，协同管理提升工作效率，从而提升整体管理水平。

资料来源：筑龙 BIM 公众号，天风证券研究所

### 3.3. 长期：存量房屋的检测和改造具有良好的成长性

**建筑竣工面积持续增加，存量建筑检测和改造具备广阔市场空间。**根据建筑杂志社数据，截至 2018 年底，我国既有建筑总量为 601 亿平方米，其中既有公共建筑总面积已达 124 亿平方米。根据我们此前发布的《对比美国，我国的存量房时代能否开启？（2022-06-08）》报告中的观点，2022 年我国城镇居民的住房房龄中位数可能在 16-17 年，随着城镇化速度边际下降，我国房地产新建市场后续增长放缓或进入负增长时代是较大概率事件。13-22 年我国建筑业年均竣工面积在 40 亿平方米左右，我们认为中长期来看，随着我国存量房屋的规模不断扩大以及房龄中位数的增长，建筑检测、建筑改造等围绕存量建筑而展开的业务仍具备较好的成长性。

图 39：1985-2022 年我国建筑业竣工面积及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

**保险领域发展强劲，IDI 市场持续扩容。**

**物业保修金来维修无法满足建筑物维修需求，IDI 保险更好保障业主权益。**工程质量潜在缺陷保险，IDI (Inherent Defect Insurance)，是指由建设单位投保的，在保险合同约定的保险范围和保险期间内出现的，由于工程质量潜在缺陷所造成的投保工程的损坏，保险公司承担赔偿责任的保险。

住建部提出研究建立房屋体检、养老、保险三项制度，为房屋提供全生命周期安全保障，让人民群众的居住生活更加舒适美好。多省市工程质量潜在缺陷保险（IDI）制度也在稳步推进中，目前广州、上海、重庆、北京已在住宅项目中强制执行。2023年9月，住建部在宁波召开城镇房屋安全管理三项制度框架培训暨试点工作现场会，确定房屋安全保险制度试点为北京、上海、深圳、宁波、芜湖、株洲、苏州、杭州、合肥、青岛、武汉、长沙、广州、成都共14个城市。

**表 11：工程质量潜在缺陷保险（IDI）制度推行地区**

是否强制	地区名单
强制	北京、上海、广州、重庆
试点	浙江（杭州、宁波、嘉兴、金华、衢州、临海）、山东（济南、青岛、烟台、淄博、日照、德州）、广东（珠海横琴、深圳福田、深圳龙华、佛山）、海南（海口、三亚、儋州）、山西（阳泉、高平）、安徽、湖南（长沙、株洲、湘潭、岳阳、郴州、永州）、广西（河池、贵港、桂林、贺州）、四川（成都、绵阳市、乐山市、资阳市）、贵州（贵阳）、云南（昆明）、江苏（江阴、张家港）、广西（南宁、钦州）。

资料来源：深圳瑞捷公告，天风证券研究所

### 3.4. 投资标的梳理

从产业链的角度，我们建议关注三类标的：

- 1) 前端设计：**设计板块有望受益于 AI、数字化等主题行情催化，中长期人效提升逻辑有望不断兑现，建议重点关注房屋建筑设计弹性标的**华阳国际、筑博设计、深圳瑞捷**等。
- 2) 中端施工：**行业内供给格局持续优化，央企市占率提升，建议关注地产+房建复合龙头**中国建筑、中国中铁、中国铁建、安徽建工、上海建工**等。此外，建议关注**腾达建设、中装建设**等民营建筑企业。
- 3) 装修装饰：**此前受恒大影响导致行业内普遍进行应收款减值计提，严重拖累业绩，当前时点，我们认为减值计提或已较为充分，预计后续产业链基本面有望迎来改善，龙头企业抗风险能力或更优，建议关注**金螳螂、东易日盛、亚厦股份**。

图 40：建筑板块标的梳理

产业链	证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	23年年报现金分红金额 (亿元)	23年归母净利润 (亿元)	23年分红比例	股息率	PE (TTM)	PE分位	PB (LF)	PB分位	股息率 (TTM)
前端设计	002949.SZ	华阳国际	21.35	1.57	1.61	97.21%	7.35%	13.32	1.42%	1.63	4.17%	7.3%
	300564.SZ	筑博设计	16.85	0.81	0.83	98.12%	4.83%	38.08	98.82%	1.29	4.09%	6.1%
	300732.SZ	设研院	29.38	0.65	1.37	47.51%	2.21%	48.59	99.81%	1.06	8.70%	2.2%
	002811.SZ	郑中设计	19.32	0.53	-0.48	-109.13%	2.74%	-140.65	0.00%	1.88	41.38%	0.0%
	603017.SH	中衡设计	28.36	0.83	1.07	77.65%	2.92%	26.45	52.47%	1.92	43.08%	2.9%
	600629.SH	华建集团	49.40	1.36	4.25	31.96%	2.75%	11.85	0.52%	0.98	0.37%	0.4%
	300746.SZ	汉嘉设计	17.09	0.77	0.11	702.72%	4.49%	410.19	99.78%	1.39	3.78%	4.5%
	833427.BJ	华维设计	9.59	0.29	0.29	98.85%	3.01%	50.06	98.27%	2.93	72.92%	3.0%
中端施工	601668.SH	中国建筑	2,372.34	112.98	542.64	20.82%	4.76%	4.36	17.84%	0.55	3.66%	4.5%
	601186.SH	中国铁建	1,114.34	47.53	260.97	18.21%	4.27%	4.55	16.63%	0.47	4.05%	3.2%
	600502.SH	安徽建工	85.66	4.46	15.53	28.73%	5.21%	5.65	3.69%	0.84	2.81%	5.0%
	600170.SH	上海建工	213.26	5.33	15.58	34.22%	2.50%	13.40	56.93%	0.70	1.02%	2.1%
	600248.SH	陕建股份	151.13	5.65	39.62	14.26%	3.74%	4.09	4.01%	0.67	0.20%	2.5%
	600512.SH	腾达建设	35.50	0.32	0.47	67.93%	0.90%	112.61	71.70%	0.56	1.36%	0.0%
后端装修	002081.SZ	金螳螂	94.26	2.63	10.24	25.67%	2.79%	9.88	11.72%	0.70	1.09%	2.8%
	002713.SZ	东易日盛	13.01	0.00	-2.08	0.00%	0.00%	-5.55	0.00%	-25.23	0.00%	0.0%
	002830.SZ	名雕股份	15.32	0.32	0.39	81.87%	2.09%	31.95	2.60%	2.26	18.93%	1.0%
	002989.SZ	中天精装	33.47	0.00	0.08	0.00%	0.00%	-109.45	0.00%	2.16	65.03%	3.3%
	002375.SZ	亚厦股份	52.93	0.26	2.50	10.38%	0.49%	20.92	22.18%	0.67	1.47%	0.4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 20240524，估值分位数计算的起始日期为 2010 年 1 月 1 日。

## 4. 风险提示

**政策落地效果不及预期：**若出现社会资本积极性不足、政府财政压力加大等情况，政策落地将面临较大的资金缺口，导致进展缓慢、效果不及预期。

**原材料价格上涨：**23 年大宗商品价格略降但仍维持在历史相对高位，而部分建材子行业中化工类原材料、煤炭成本占比较高，这对建材公司利润空间形成挤压，若后期原材料及煤炭价格超预期，或使得公司毛利率难以回暖，导致利润承压。

**行业竞争加剧：**建筑新兴行业内小型企业较多，且毛利率较高，或存在较多竞争，若行业竞争加剧，不排除出现价格战等情况，从而造成客单价及订单量双重承压，影响业绩。

**文中测算具有主观性：**本文中测算均基于一定假设条件，具有主观性，可能与实际数据存在偏差。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com