

内需之重下静待新平衡

——建筑建材行业 2024 年半年度宏观展望

2024 年 7 月 29 日

看好/维持

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：

2024 年上半年地产负向循环对经济和行业需求的拖累还在继续。上半年地方政府“化债”下基建发力减弱，中央财政接替发力，叠加前期项目处建设期，保证基建增速稳中略降。随着外需的进一步改善、制造业的设备和技术的更新改造和库存周期的影响，制造业投资增速在 2024 年上半年较 2023 年出现改善。2024 年上半年地产固定资产投资持续下滑进入第三年，地产无收敛负循环拖累经济还在继续，为十多年来最大拖累，加强经济量强价弱现象，导致经济和行业需求持续变弱。

2024 年上半年出口改善拉动需求，消费疲弱下地产回归长期健康发展轨道意义重大。欧洲经济的低位稳定、美国经济仍处于较好的态势及低库存影响，叠加中国“一带一路”的推进和人民币汇率的贬值出口成为拉动上半年 GDP 的正动力。地产财富效应下降情况下，预期和信心影响 2024 年上半年消费，消费对 GDP 的拉动变弱。地产无收敛负向循环会影响地产链相关实业行业和地产金融链相关机构。会影响居民的投资购房和消费的信心和能力、地产企业生产投资意愿、地方政府的投资和消费能力以及金融机构的投资和借款意愿，影响经济活力。最后影响到投资和消费总需求，影响到资产和商品服务价格改善，影响到各个经济主体的信心和预期。叠加外围经济政策环境的约束，货币和财政政策实施空间和效果受到影响，使得地产风险防范非常重要。特别是在美欧等国家贸易保护和脱钩趋向等外部环境的影响下，地产风险控制意义重大。

政策持续推进地产回归长期健康发展轨道可期。2024 年上半年地产政策陆续出台，在需求和供给端进行调控，一定程度上防范了地产下行的影响。2024 年下半年地产和财政货币政策等还将陆续出台，地产回归健康发展可期。地产政策的目标就是要让地产回归长期健康发展轨道，在地产无收敛循环没有得到改善之前，政策会持续发力。中国房地产回归健康发展有着很多有利条件，同时，随着时间变化财政和货币政策还有很大潜在空间。

着眼新质生产力提高投入产出和资产价值，政策发力提内需改善经济量强价弱。降本增效优化新质生产力关系提升投入产出效率。不管是生产设备的更新还是技术改造，或者是严监管和反腐等完善市场机制体制的举措都能够起到降本增效的目的，提高生产能力，优化生产关系，打造新质生产力。二十届三中全会对社会经济体制机制全面的完善和改革，将助力投入产出效率提升和公平正义。资产价值提升方面不但城中村改造，央企国企的资产优化，而且农业和农村的生产及资源要素等各种资产资源的优化和价值提升也是重要方向，提高资产和资源价值使得新质生产力得到更好的发展。中央财政积极发力，货币政策配合对冲地产的拖累，这和我们之前的判断一致。同时，新质生产力发展长期看有利于地产风险的控制。

集中度加速提升重建供需新平衡，龙头和优秀公司迎来发展机遇期。建筑建材行业长期集中度提升的趋势没有改变，并且在当前持续处于历史低迷的态势下，反而会加速。当前行业景气度处于历史低位，低迷持续时间前所未有。这将使得行业淘汰的力度和效果会越来越明显。叠加行业政策的同时发力，行业格局将得到优化，行业供给总量得到控制和减少，这将重建行业供需的新平衡。龙头和优秀公司有较强的抗风险能力，依靠自身的规模成本、区位布局覆盖、绿色智能生产和质量技术等综合优势，反而在当前的环境下，迎来发展的机遇。地产回归长期健康发展和公司自身成长提升带来估值改善。资产结构优化和质量提升带来估值提升。等待行业供给出清和地产风险被控后带来的供需新平衡下，龙头和优秀公司业绩的探底改善，带来的估值和业绩戴维斯双击。

我们建议继续重点关注的公司有：北新建材、伟星新材、东鹏控股、东方雨虹、山东药玻、美畅股份、海螺水泥、中国巨石和中国交建等。

风险提示：房地产政策调控效果不及预期、需求促进政策效果低于预期、国际贸易保护超预期发展、能源和原材料成本冲击超预期。

目 录

1. 回顾：2024 年上半年基建和制造业投资稳增，地产继续拖累经济和行业	5
1.1 地方政府“化债”继续，和中央双重发力保证基建.....	5
1.2 2024 年上半年制造业固定资产投资增速较 2023 年提升.....	6
1.3 2024 年上半年地产固投持续下滑进入第三年，地产无收敛负循环拖累经济还在继续.....	6
1.4 2024 年上半年地产行业继续拖累建筑建材需求，行业景气度历史低位持续波动.....	9
2. 出口改善拉动需求，消费疲弱下地产回归长期健康发展轨道意义重大	10
2.1 2024 年上半年出口持续改善，拉动 GDP 增长.....	10
2.2 地产财富效应下降情况下，预期和信心影响 2024 年上半年消费.....	12
2.3 地产回归长期健康发展轨道意义重大.....	13
3. 政策持续推进地产回归长期健康发展轨道可期	15
3.1 2024 年上半年地产政策陆续出台，防控地产风险.....	15
3.2 2024 年下半年地产和财政货币政策等还将陆续出台，地产回归健康发展可期.....	17
4. 着眼新质生产力提高投入产出和资产价值，政策发力提内需改善经济量强价弱	18
4.1 着眼改革发展新质生产力，降本增效提升投入产出效率.....	18
4.2 提升资产和资源价值，发展新质生产力.....	18
4.3 新质生产力叠加财政和货币政策综合发力，提内需立信心对冲地产拖累经济量强价弱.....	19
5. 集中度加速提升重建供需新平衡，龙头和优秀公司迎来发展机遇期	20
5.1 行业长期集中度提升的趋势没有改变.....	20
5.2 2024 年上半年行业依然处于历史低迷位置.....	21
5.3 2024 年下半年政策和市场同发力，重建行业供需新平衡.....	23
5.4 重建新平衡下龙头和优秀公司迎来发展机遇期.....	25
5.5 继续着眼估值改善，等待和业绩的戴维斯双击.....	25
6. 风险提示	26
相关报告汇总	27

插图目录

图 1： 地方政府专项债单月发行情况（亿元）	6
图 2： 基础设施固定资产累计投资增速	6
图 3： 中国制造业固定资产投资增速	6
图 4： 2024 年上半年固投增速较 2023 年下降的细分制造业	6
图 5： 房地产行业累计固定资产投资增速	7
图 6： 房地产行业累计施工面积和增速	7
图 7： 房地产行业新开工面积和增速	7
图 8： 房地产行业竣工面积和增速	7
图 9： 房地产互相加强的负向循环	8
图 10： 购房和地产企业及基建等影响的负向无收敛循环	8
图 11： 地产无收敛循环对经济内需的影响	8

图 12: 中国 GDP 当季增速	9
图 13: 房地产对中国 GDP 拖累程度	9
图 14: 全国固定资产投资和增速	9
图 15: 全国水泥产量和增速	9
图 16: 全国水泥价格指数	10
图 17: 浮法玻璃市场均价	10
图 18: 欧盟 GDP 当季同比增速	10
图 19: 欧元区的通胀情况	10
图 20: 欧元区隔夜贷款利率	11
图 21: 美国 GDP 当季增长	11
图 22: 美国联邦基金利率变化	11
图 23: 美国 CPI 变化	11
图 24: 中国一带一路贸易指数	12
图 25: 中国分区域出口占比	12
图 26: 中国出口总额 (人民币) 累计同比	12
图 27: 出口对中国经济的拉动变正	12
图 28: 居民人均可支配收入同比	13
图 29: 社会消费品零售总额和增速	13
图 30: 消费对 GDP 的拉动	13
图 31: 资产财富效应下降抑制消费需求	13
图 32: 地产无收敛循环对经济的影响	14
图 33: 三架马车对经济的拉动	14
图 34: 大中城市二手房价格指数	15
图 35: 大中城市新建商品房价格指数	15
图 36: 中国城镇化率	17
图 37: 中国存量房水平	17
图 38: 美日中家庭负债情况比较	18
图 39: 房地产上市公司负债率	18
图 40: 新质生产力和财政货币等政策推动地产回归长期健康发展轨道	19
图 41: 建材行业集中度提升驱动因素	21
图 42: 建筑行业集中度提升驱动因素	21
图 43: 海螺水泥单季度净利率水平变化	21
图 44: 海螺水泥单季度毛利率水平变化	21
图 45: 东方雨虹单季度毛利率水平变化	22
图 46: 东方雨虹单季度净利率水平变化	22
图 47: 中国联塑净利率率变化	22
图 48: 垒知集团单季度净利率率变化	22
图 49: 全国浮法玻璃价格变化	23
图 50: 旗滨集团毛利率水平变化	23
图 51: 佛山陶瓷价格指数变化	23

图 52： 玻璃纤维价格变化.....	23
图 53： 海螺水泥货币资金和交易性金融资产变化.....	24
图 54： 海螺水泥资产负债率.....	24

表格目录

表 1： 2024 年以来中央出台的房产相关政策.....	16
表 2： 特别国债发行情况.....	20
表 3： 行业产能优化相关政策.....	24

2024年上半年地产行业无收敛负向循环的态势还没有发生改变，行业景气度依然处于持续的下滑当中。地产影响从实业链到金融链条，再到消费链，对经济产生了明显的拖累。地方政府受债务压力，专项债发行规模下降。消费拉动内需的作用在后疫情阶段释放后较2023年减弱，投资也在地产的拖累下对经济拉动也变弱。但在人民币贬值和海外需求较好的情况下，叠加中国加大主动拓展海外市场，出口从2023年的拖累变成经济拉动的积极动力。2024年上半年GDP增速为5%，虽然二季度增速回落至4.70%，但经济增长总体稳定。同时，经济也显现出量强价弱的状况。

在地产影响经济需求持续疲弱的情况下，中央政府发债成为稳定需求的重要方向。严监管和市场规范等各种综合举措降本增效，保证中国经济增长的稳健。但建筑建材行业继续受地产的直接拖累，需求低迷，行业继续处于历史低位波动，行业优胜劣汰进一步加剧，有利于行业集中度提升，这样的环境下龙头和优秀公司受益较多。并且之前美联储降息的市场预期发生延后，高利率持续时间超预期，外部环境约束没有发生根本的变化，再一次验证了我们2023年11月28日发布的《2024年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡》报告中和市场预期不一致的观点。

2024年下半年经济的内外部环境较年初时虽然并未发生根本的变化，但是市场经济优化的举措在陆续落地，包括各种严监管的法规和制度陆续出台，像《公司法》等得到进一步的完善。这些经济、行政和法律法规等举措推出和实施减少了市场经济摩擦成本，减少了经济的跑冒滴漏，完善了市场经济运行的框架，为降本增效打下基础，为投入产出效率的提升打下基础。同时，房地产相关政策的出台也对地产行业的负向无收敛循环产生了积极的作用，为地产行业的回归长期健康发展打下坚实的基础。2024年下半年在改革进一步深化的情况下，中央财政积极发力，货币政策积极配合，地产对于经济的拖累将得到进一步的控制，需求将得到进一步的改善，经济迎来新的平衡是大概率事件。建筑建材行业供给端在当前的环境下得到优化和改善，行业也将迎来新的平衡，等待估值改善和业绩改善的戴维斯双击。

1. 回顾：2024年上半年基建和制造业投资稳增，地产继续拖累经济和行业

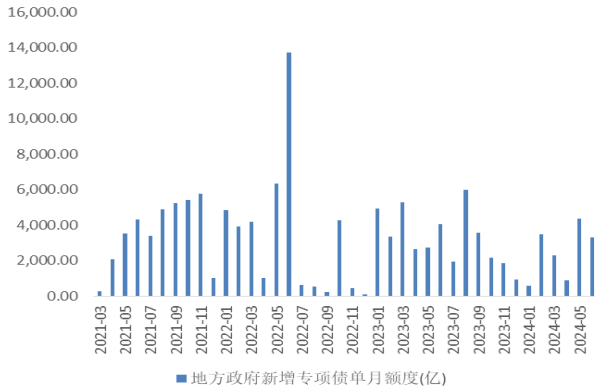
固定资产投资的情况影响着建筑建材行业的需求状况，2024年上半年虽然地产投资增速持续下行，但在基础设施投资和制造业投资保持稳定增长的情况下固定资产投资增速保持相对稳定的增长。

1.1 地方政府“化债”继续，和中央双重发力保证基建

2024年上半年地方财政建设发力减弱。2024年3月政府工作报告提出安排地方政府专项债额度为3.9万亿元，较2022年的3.8万亿提升了2.63%，但较2023年实际发行额度3.95万亿下滑1.27%。而从实际发行情况看，2024年1-6月份专项债发行额度仅为1.49万亿，占全年发行额度仅为38.21%，同比下降幅度为35.09%，这和地方政府持续“化债”有关。

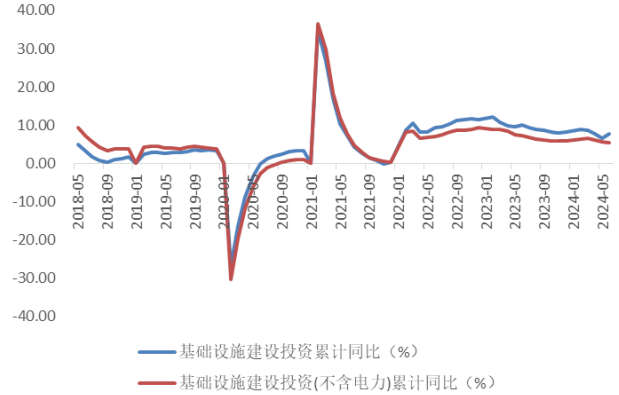
中央财政接替发力和项目处建设期基建增速稳中略降。由于2023年发债项目逐步进入建设期和中央财政积极发力，2024年1-6月基础设施建设固定资产累计投资额仍同比增长7.70%，虽然同比增速较年初2月高点下降4.48个百分点且持续下降，但仍保持一定的稳健增速。2023年4季度中央政府增发1万亿特别国债，2024年上半年随着这些国债项目的开工建设，有利于基建投资增速保持持续的稳定。

图1：地方政府专项债单月发行情况（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：基础设施固定资产投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 2024年上半年制造业固定资产投资增速较2023年提升

中国制造业投资增速在2024年上半年由2023年12月份的累计投资增速6.5%提升到2024年6月份的9.5%，连续几个月维持在9.4%以上的水平。中国在疫情期承担了更多的全球需求，随着海外疫情后的恢复，2023年外需同比变弱，影响到制造业投资的扩大。2024年随着外需的进一步改善、制造业的设备和技术的更新改造和库存周期的影响，制造业投资增速较2023年出现改善。

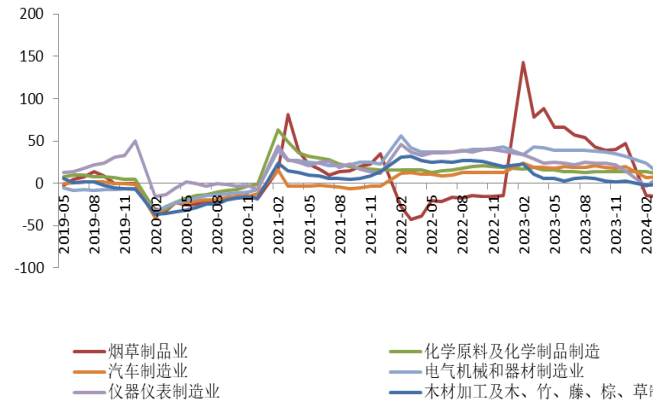
除了烟草制造业、木材加工及木竹藤棕草制品业、化学原料及化学制品业、汽车制造、电气机械和器材制造和仪器仪表制造外，其他的细分制造业行业固定资产投资同比增速2024年上半年均较2023年出现改善。

图3：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4：2024年上半年固投增速较2023年下降的细分制造业



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 2024年上半年地产固投持续下滑进入第三年，地产无收敛负循环拖累经济还在继续

房地产行业投资仍处于持续大幅下滑当中。由于地产行业的融资受限，地产行业出现债务危机后，房地产行业固定资产投资增速从2022年4月份出现同比下降的趋势，截止到2024年6月房地产累计固定资产投资继续保持下滑幅度持续扩大态势，6月累计投资降幅达到10.10%，地产行业固定资产投资的持续下滑进入第三年。

持续下滑的原因是地产销售低迷，地产企业经营周转不顺，导致企业购地、新开工、施工和竣工等都出现大幅下滑。

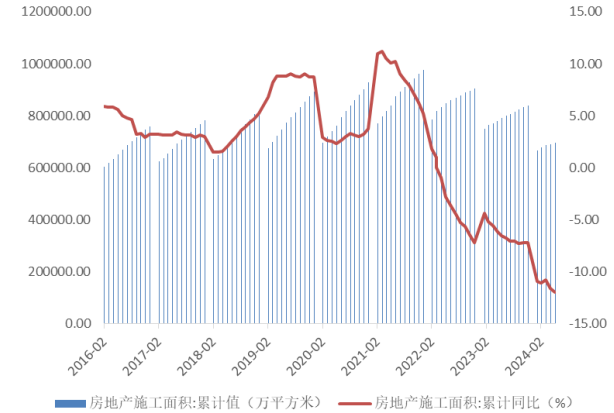
施工、新开工和竣工面积继续持续下滑。2024年1-6月房地产累计施工面积为69.68亿平方米，同比下降12%，降幅较2023年持续扩大。从2022年5月以来增速持续下降已有二十四个月，且降幅持续扩大。

图5：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6：房地产行业累计施工面积和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

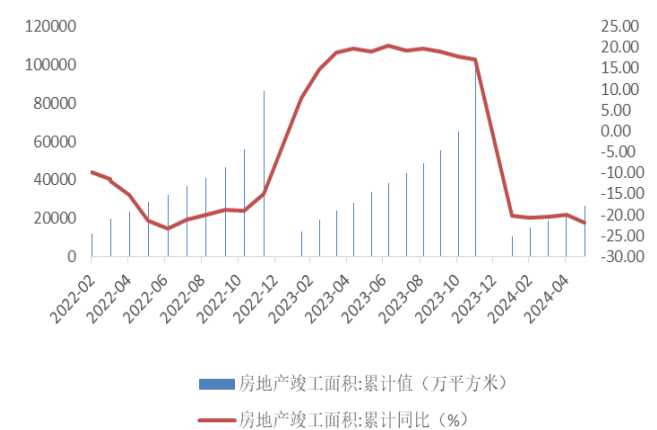
2024年1-6月房地产累计新开工面积为3.80亿平方米，同比下降23.7%，已经连续33个月连续大幅度下滑，地产企业预期悲观和地产销售的低迷使得新开工面积持续大幅的下滑。2024年1-6月房地产累计竣工面积为2.65亿平方米，同比下滑21.8%，下滑幅度较上月扩大1.7个百分点，2024年以来开始同比下滑，每月下滑幅度均在20%以上，去年的高基数和2024年可竣工项目的完成成本加大的情况下，竣工面积在2024年也出现大幅的下滑。

图7：房地产行业新开工面积和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：房地产行业竣工面积和增速

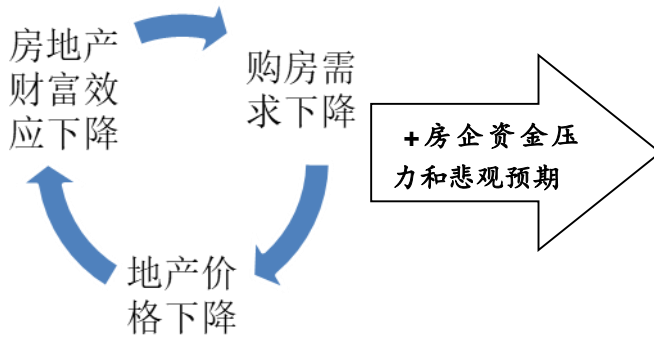


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

房地产无收敛的负向循环情况还没有得到遏制。我们在2023年11月28日发布的年度报告《2024年建筑建材行业展望：内需之重下的新平衡》中提到地产行业存在着无收敛的负向循环：1、房产的财富效应下降会

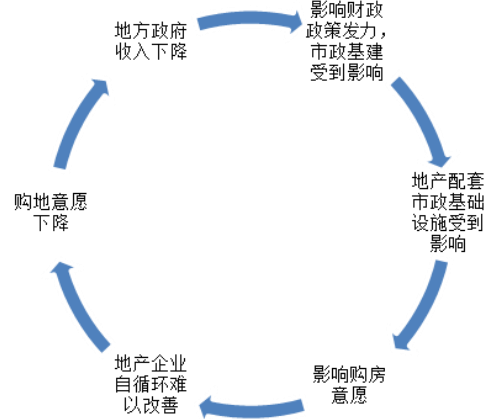
抑制购房需求导致地产价格下降形成无收敛的负向循环；2、购地意愿下降导致地方政府基建受到影响，地产配套设施受到影响也会影响购房需求，地产企业自循环经营难以改善，也会进一步影响购地和地方政府收入。

图9：房地产互相加强的负向循环



资料来源：东兴证券研究所

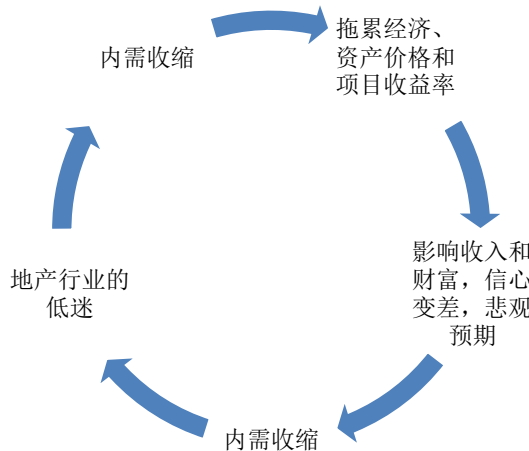
图10：购房和地产企业及基建等影响的负向无收敛循环



资料来源：东兴证券研究所

地产对经济的影响还在继续。地产行业产业链较长，对经济的影响大，不但是地产相关链条的实业行业，还有对地产相关的资产和金融链条形成影响。对总需求的影响较大，对于内需形成较大的抑制作用，容易继续加强经济量强价弱的状况，也影响到经济的良性循环。

图11：地产无收敛循环对经济内需的影响

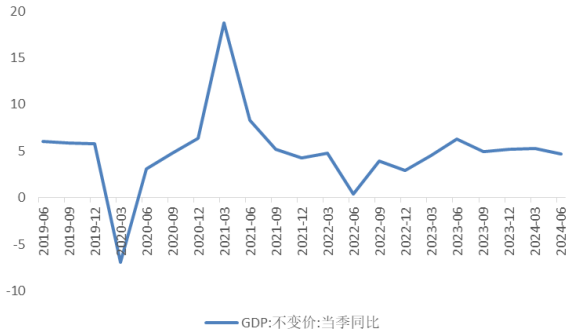


资料来源：东兴证券研究所

在地产的拖累下，2024年第一季度和第二季度中国GDP增速分别为5.3%和4.7%，其中房地产业在第一季度对GDP的拖累为-0.67个百分点，为十多年来最大的拖累程度。同时，中国经济也呈现出量强价弱的特征，

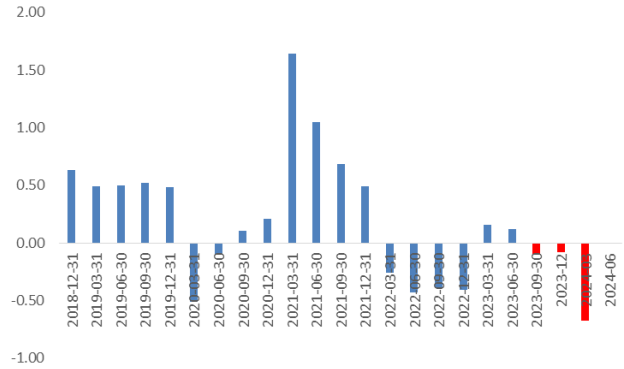
GDP 实际增速高于名义增速。在当前地产无收敛负向循环没有得到遏制的情况下，地产还会继续拖累经济的增长。考虑到地产的产业链条很长，包括产业链和金融链等，地产行业对于经济的总需求和经济的影响更大。

图12：中国 GDP 当季增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：房地产对中国 GDP 拖累程度

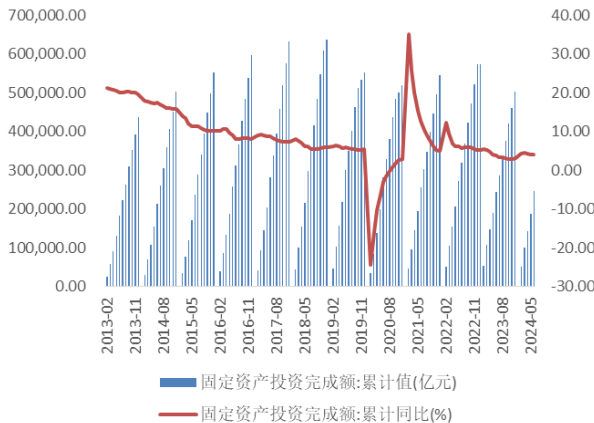


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.4 2024 年上半年地产行业继续拖累建筑建材需求，行业景气度历史低位持续波动

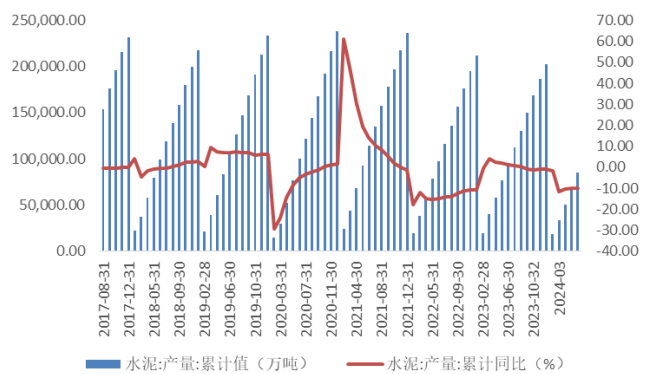
地产继续拖累建筑建材行业需求。2024 年上半年全国固定资产投资额为 24.54 万亿，同比增长 3.9%。在基建和制造业投资对冲地产投资拖累的情况下，固定资产投资同比增速保持相对的稳定。但地产相关需求的疲弱导致建筑建材行业需求继续受到较大的影响。水泥行业 2024 年 1-6 月全国累计产量为 8.51 亿吨，同比下降 10%。

图14：全国固定资产投资和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：全国水泥产量和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

全国水泥价格指数 2024 年 7 月 15 日为 148.33 点，较去年底下降 3.56 点，从 2011 年 11 月份的高点持续下降，进入第三年。2024 年 7 月 12 日全国浮法玻璃市场均价为 1556 元/吨，同比下降 15.62%，同样从 2011 年的高点持续下滑至 2022 年底，受保交楼政策对于需求的推动开始略有回升，但到 2023 年 6 月份以后又开始持续下降。建筑建材行业需求受地产拖累的情况下，行业需求持续变弱，行业景气度处于历史低位水平。

图16：全国水泥价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图17：浮法玻璃市场均价



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

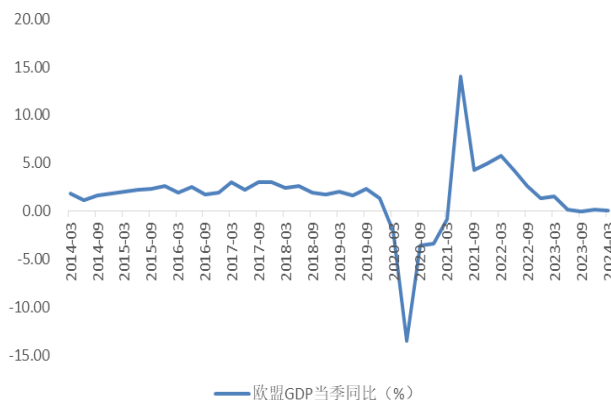
2. 出口改善拉动需求，消费疲弱下地产回归长期健康发展轨道意义重大

2024 年上半年市场预期的 6-7 月份的美联储降息预期落空，符合我们 2023 年 11 月 28 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》中提出的美联储高利率持续时间可能超预期的观点。同时，欧洲的经济低位略有复苏和 2024 年出口改善也验证了我们年度报告中的观点。

2.1 2024 年上半年出口持续改善，拉动 GDP 增长

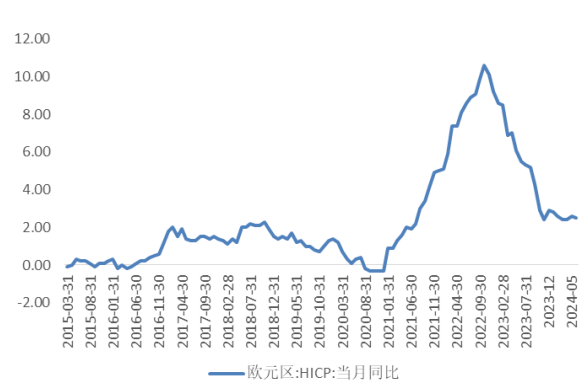
欧洲经济低位波动，美国经济较好改善外需。欧洲经济在 2024 年上半年增速略有放缓，叠加通胀水平低位波动，2024 年 6 月欧元区 HICP 回落至 2.5%，欧元区 6 月份开始下调利率 25 个基点到 4.5%，有利于欧洲经济的低位改善。

图18：欧盟 GDP 当季同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

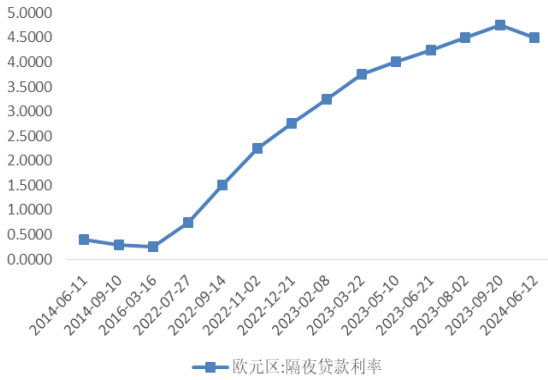
图19：欧元区的通胀情况



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

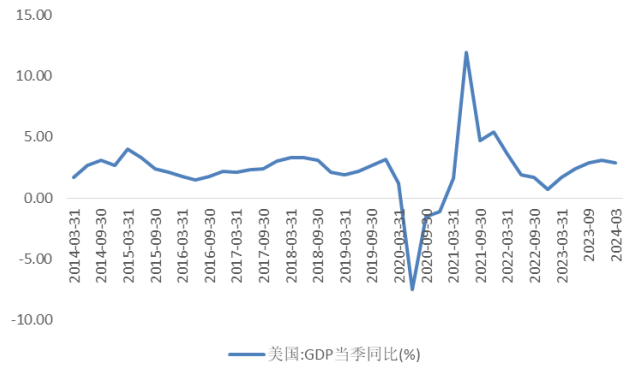
美国经济 2024 年上半年则保持比较好的增长势头，增速回归到历史增长中枢水平，2024 年一季度美国 GDP 同比增速高达 2.9%。

图20：欧元区隔夜贷款利率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

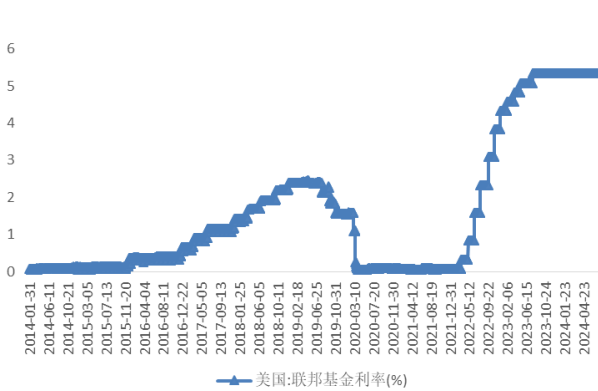
图21：美国 GDP 当季增长



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

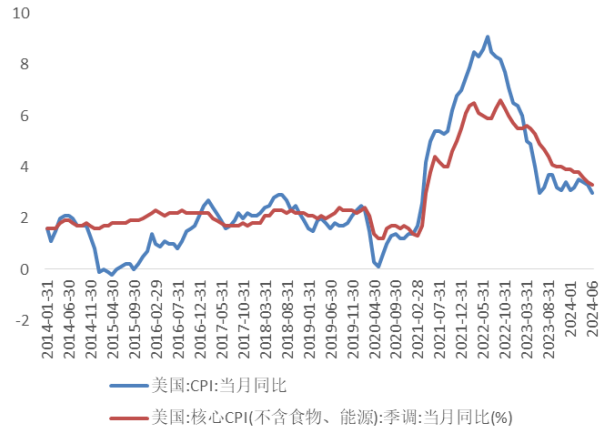
同时，在稳定缓慢回落的通胀态势下，高利率水平维持的时间超出了市场的预期。2024 年 6 月美国 CPI 当月同比降至 3%。2024 年从 1 月到 7 月美国联邦基金利率保持在 5.33% 的水平，这个高利率水平持续的时间已经近一年。美联储利率稳定处于历史高位水平，说明后续将进入到降息周期，如果通胀水平持续回落和经济减速，美联储降息将会逐步落地。

图22：美国联邦基金利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：美国 CPI 变化

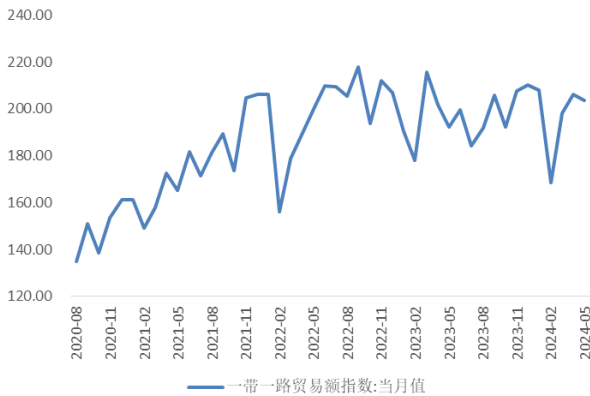


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

当前阶段欧洲经济的低位稳定、美国经济仍处于较好的态势及低库存影响，叠加人民币汇率的贬值有利于中国外需持续的改善。

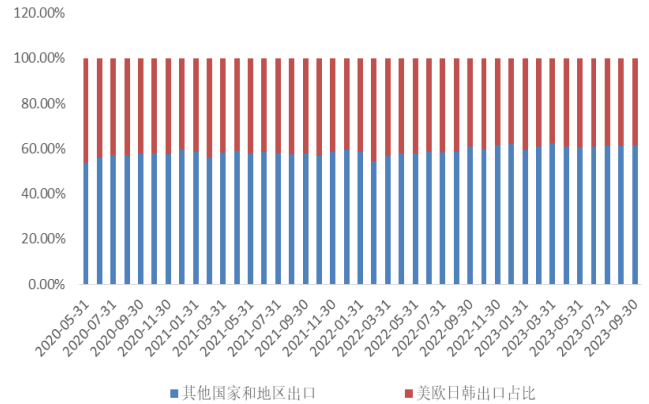
“一带一路”加快拓展改善中国的外需状况。随着国家“一带一路”战略的推进，“一带一路”国家的贸易额也在稳步改善，2024 年 5 月一带一路贸易额指数为 203.79, 同比提高 11.39 个百分点。中国出口的区域额度更加平衡，一带一路国家出口占比逐步提升。出口占比的逐步均衡有利于降低中国出口的波动，保证出口的稳健。

图24：中国一带一路贸易指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图25：中国分区域出口占比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

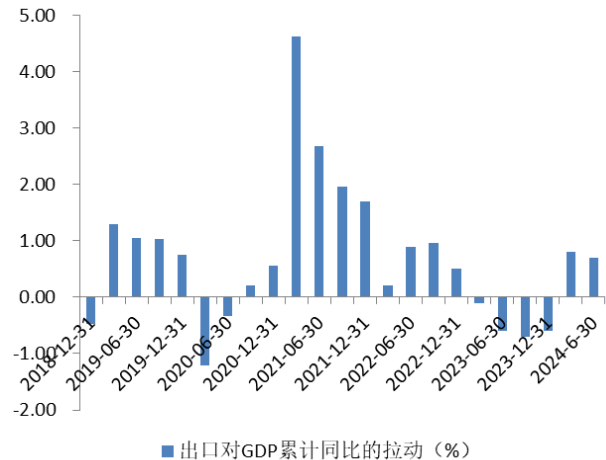
中国出口带动 GDP 在 2024 年上半年从 2023 年拖累转为正增长。在外需条件改善的情况下，2024 年上半年中国出口额（人民币）为 12.13 万亿，同比增长 6.90%。出口从 2023 年的 GDP 拖累变为正向拉动，2024 年上半年出口对 GDP 正向拉动 0.7 个百分点。

图26：中国出口总额（人民币）累计同比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图27：出口对中国经济的拉动变正



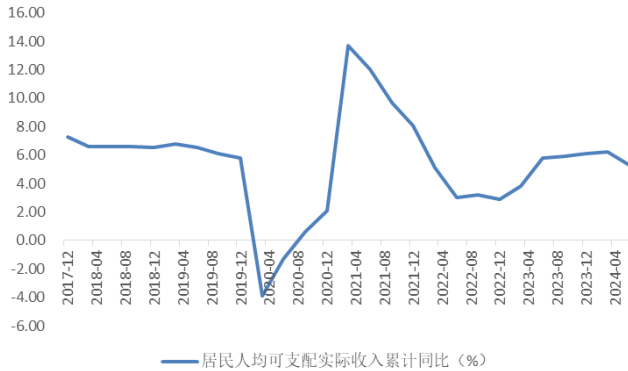
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 地产财富效应下降情况下，预期和信心影响 2024 年上半年消费

2024 年 1-6 月社会消费品零售累计总额为 23.60 万亿元，同比增长 3.7%，同比增速较 1-5 月下降 0.4 个百分点，总体增速较 2023 年下降。这里面有价格的因素，但是在人均收入增长仍较快的情况下，我们预计消费增长变弱和包括地产在内的资产财富下降带来的悲观预期和信心有关，特别是部分受财富效应影响较大的消费能力较强群体的消费需求增长趋弱。这也验证了我们年度报告《2024 年建筑建材行业展望：内需之重下的新平衡》房产财富效应下降抑制消费支出。

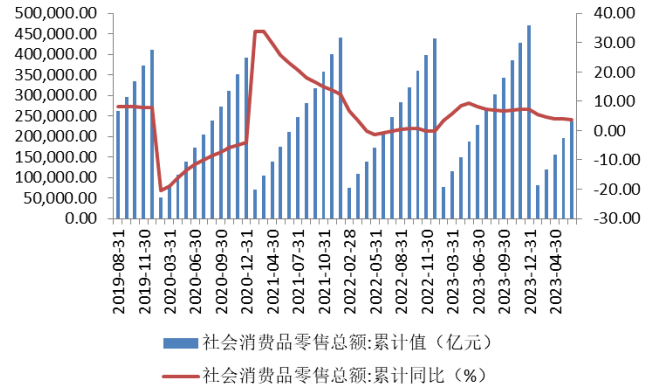
并且 2024 年二季度消费对于 GDP 的拉动变弱，从 2024 年 1 季度的 3.90% 回落到 3%，减少了 0.9 个百分点，成为二季度 GDP 增速下降的主要原因。消费变弱的情况如果得不到改善，还会继续影响经济的增长。

图28：居民人均可支配实际收入同比



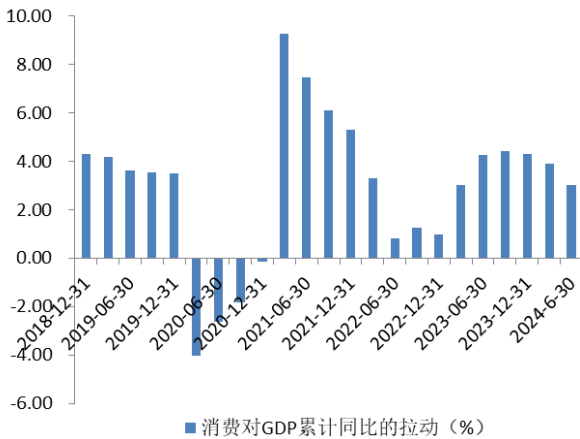
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图29：社会消费品零售总额和增速



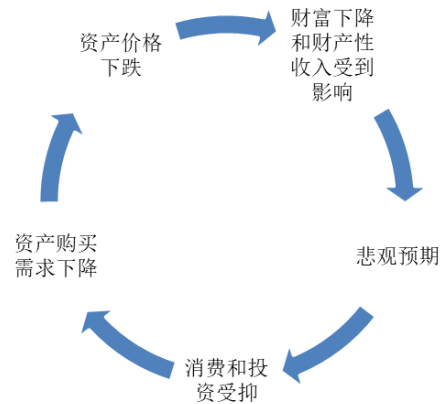
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图30：消费对 GDP 的拉动



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：资产财富效应下降抑制消费需求



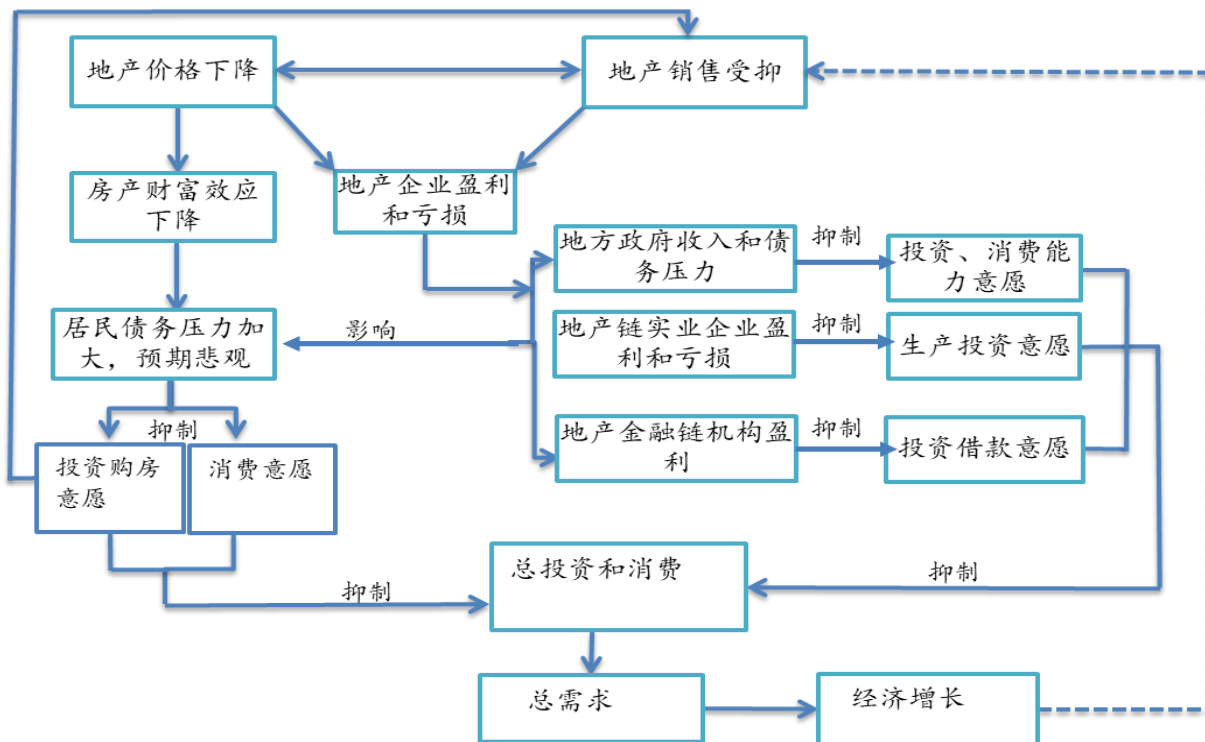
资料来源：东兴证券研究所

2.3 地产回归长期健康发展轨道意义重大

地产成为经济健康发展的主要风险之一。地产行业的无收敛负向循环影响到地产企业盈利下降或者亏损，影响到地产链上相关企业的盈利，影响到地方政府收入，影响到相关金融机构的盈利状况，导致地产链上企业生产和投资受到影响，导致地方政府债务压力加大投资消费意愿下降，导致相关金融机构投资意愿下降；加上房产财富效应的下降，共同导致了居民的消费和购房意愿下降，从而导致总投资和消费受到影响，总需求受到影响，经济活力下降，容易产生价格的疲弱，经济增长的良性发展受到影响。

经济良性发展受到影响和居民购房意愿下降会进一步导致地产销售受到影响，形成一个互相加强的循环状态。在经济中导致相关项目收益率下降，无项目可投，资金空转，资产价格下降，产品价格下降，叠加外围经济政策环境的约束，导致货币和财政政策的实施空间受到约束和效果受到影响。导致地产行业成为经济健康发展的主要风险方向。

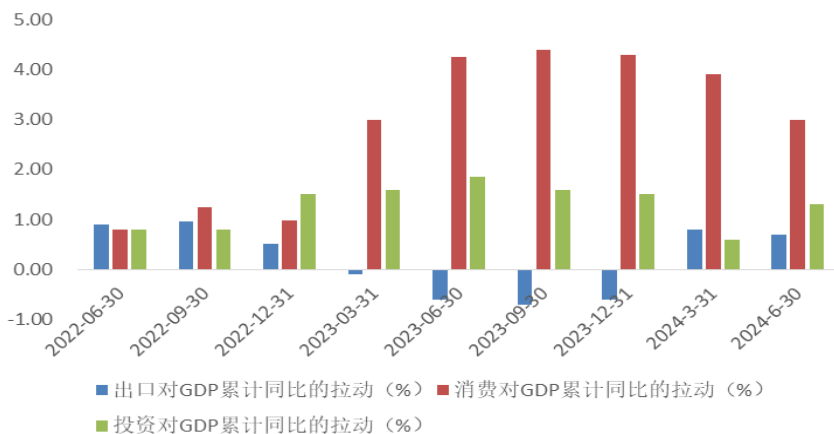
图32：地产无收敛循环对经济的影响



资料来源：东兴证券研究所

在美欧等国家贸易保护和脱钩等外部环境的影响下，地产风险防控意义重大。防控地产行业风险，保证地产行业回归长期健康发展轨道，才能够保证内需得到健康释放。只有控制好内部风险，建立好经济内循环的发展机制，才能够保证经济长期健康发展。特别是当前欧美国家贸易保护主义抬头的情况下，全球的产业格局正在发生变化的情况下，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非常重要和迫切。

图33：三架马车对经济的拉动



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

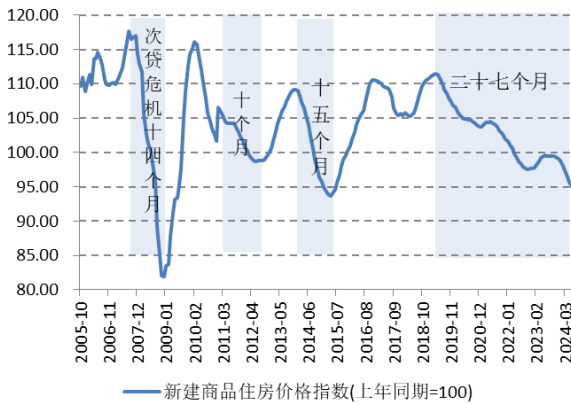
当前中国经济增长稳定，但是微观主体的感受较差，量强价弱现象突出。这和当前 GDP 增长的结构性驱动力有关，和出口拉动成为了很重要的增量有关，和地产对于内需的拖累有关。在当前出口增量边际变化的情况下，必须发挥出中国内需的驱动力，构建国内国际双循环的经济良性发展模式。

3. 政策持续推进地产回归长期健康发展轨道可期

3.1 2024 年上半年地产政策陆续出台，防控地产风险

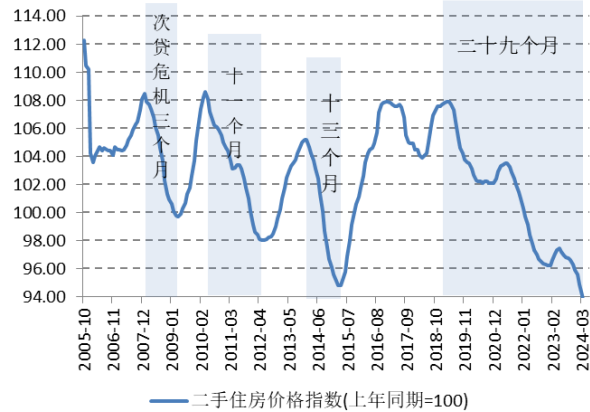
地产价格下跌持续时间大大超出以前的历史情况。2024 年上半年以来不管是新房价格还是二手房价格依然处于不断地下跌当中。2024 年 6 月新建商品住房价格指数为 95.12（上年同期是 100），已经连续下降二十七个月，二手房价格指数为 92.13（上年同期为 100）已经连续下降二十九个月，为以往商品房发展过程中所没有。

图34：大中城市二手房价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图35：大中城市新建商品房价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

政策陆续出台缓冲地产下行幅度。2024 年上半年地产需求端政策继续不断出台，有各地因城施策陆续出台各种购房刺激政策，包括降低首付、放松贷款资格、降低贷款利率、降低贷款条件和购房补贴退税等各种购房需求刺激政策。还有中央层面也出台的房地产最低首付款比例、取消商贷利率下限、公积金贷款利率下调等政策。同时，供给端通过白名单等在贷款上给予地产企业支持，还有支持地方国有企业收购存量商品房的再贷款等各种政策。

虽然当前的政策力度还没有达到完全改善地产无收敛负向循环的情况，但是陆续出台的政策也在一定程度上对地产下行起到了缓冲的作用。如果没有相关政策的出台，可能情况更差。2024 年 6 月一线城市新建商品房住宅销售价格环比下降 0.5%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，其中上海上涨 0.4%，二线城市降幅与上月持平，三线城市降幅也比上月收窄；二手房住宅销售价格一线城市价格环比降幅为 0.4%，也较上月收窄 0.8 个百分点，二线城市降幅较上月收窄，三线城市降幅较上月持平。

表1：2024 年以来中央出台的房产相关政策

时间	相关政策和意见	内容	发布单位
2024-01-05	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》	健全住房租赁金融支持体系。加大住房租赁开发建设信贷支持力度。满足团体批量购买租赁住房的合理融资需求。支持发放住房租赁经营性贷款。	央行、金融监管总局
2024-01-05	《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》	对正常开发建设，抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目，积极满足合理融资。对符合条件的项目要尽快为其办理“四证”，为房地产开发企业和金融机构做好在建工程等抵押提供支持。	住建部、金融监管总局
2024-01-22	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027 年）》	优化永久基本农田外农用地转为建设用地的审批机制，探索永久基本农田精细化管理的路径，健全土地增值收益分配和征地拆迁补偿协调机制。	中共中央、国务院
2024-02-06	各地第一批房地产项目“白名单”出炉	截至 1 月底，26 个省 170 个城市已建立城市房地产融资协调机制，提出了第一批房地产项目“白名单”给商业银行，共涉及房地产项目 3218 个。	住建部
2024-03-05	2024 年政府工作报告	加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民改善性住房需求。稳步推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造。	国务院
2024-03-13	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，培育智能家居等新型消费。	国务院
2024-04-30	中共中央召开政治局会议	因城施策，切实做好保交房工作。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。	中共中央
2024-05-17	国务院政策例行吹风会	支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房。	住建部、自然资源部、央行、国家金融监管总局
2024-05-17	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策	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	中国人民银行、国家金融

	的通知》	首付款比例调整为不低于 25%。	监管总局
2024-05-17	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	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
2024-05-17	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套公积金贷款利率分别调整为 2.35%和 2.85%，二套公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775%和 3.325%。	中国人民银行

资料来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、住建部，国务院、东兴证券研究所

3.2 2024 年下半年地产和财政货币政策等还将陆续出台，地产回归健康发展可期

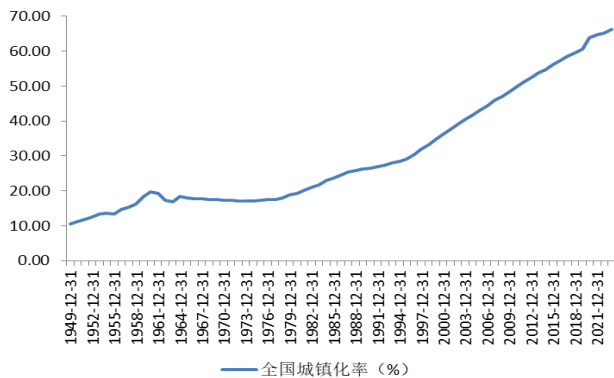
地产政策的目标就是要让地产回归长期健康发展轨道。在当前的政策下地产防风险虽然有一定的效果，但是还没有完全改善地产无收敛的负向循环的状态，还需要政策继续发力防控风险。2024 年 7 月 18 日二十届三中全会上明确提出：“要统筹好发展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措”，把地产防风险放在第一位。

政策的目标要保证地产回归长期健康发展轨道。所以，在地产无收敛循环没有得到改善之前，地产政策将会逐步落地和发力，直到地产行业风险得到控制。

受到约束的财政和货币政策在风险临近时空间仍大。从当前情况看，不管是从财政政策还是货币政策，仍然有很大的潜在空间。财政政策受到地方政府债务压力影响，货币政策受到外部宏观环境的制约，随着时间推移和风险临近，财政和货币政策仍然会有很大的释放空间，推动地产行业回归长期健康发展轨道。

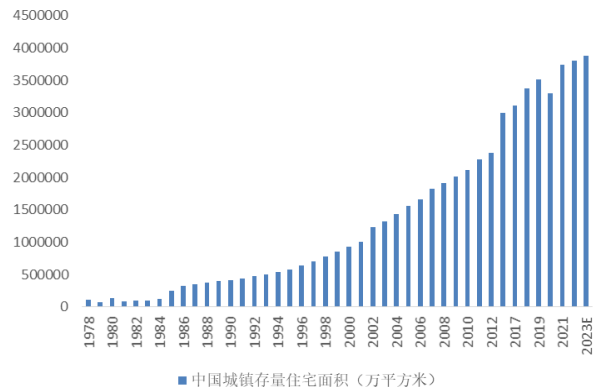
中国房地产回归具备长期有利条件。我们在 2023 年 11 月发布的年度报告《2024 年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡》中提到中国当前的城镇化率水平较发达国家还有一定的差距、中国人口基数大改善需求大、存量房折旧需求大、中国家庭负债率水平还不是很高以及地产企业的杠杆率已经有所下降。这些有利条件也成为中国地产回归长期健康发展的坚实基础。

图36：中国城镇化率



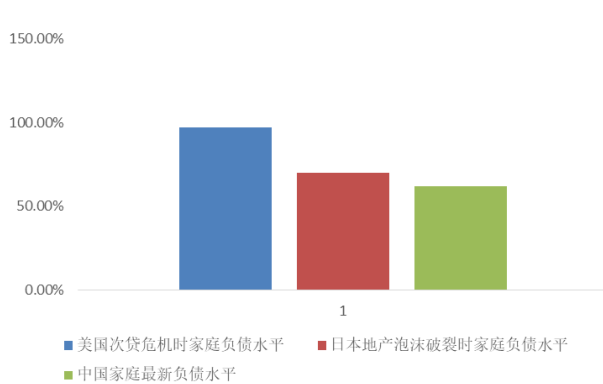
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图37：中国存量房水平



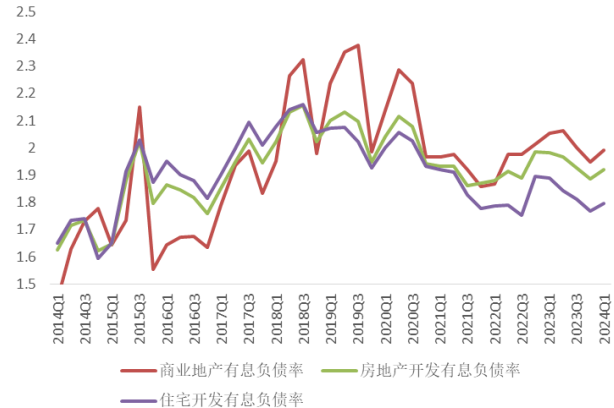
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图38：美日中家庭负债情况比较



资料来源：TEs，东兴证券研究所

图39：房地产上市公司负债率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 着眼新质生产力提高投入产出和资产价值，政策发力提内需改善经济量强价弱

我们2023年11月28日发布的年度行业报告《2024年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡》中提出要提升投入产出效率，提升资产的价值，其中具体提到了城中村改造和央国企的资产价值提升。2024年上半年以来，可以看到相关的举措正在进一步的落地。

4.1 着眼改革发展新质生产力，降本增效提升投入产出效率

降本增效优化新质生产力关系提升投入产出效率。2024年上半年不管是生产的设备更新还是技术改造，都能够提高生产效率，达到降本增效，提升投入产出效率的效果。同时，也在大力加强上市公司等实业企业和市场的监督和管理，进一步深化反腐力度，不断地完善各种市场机制和体制，从而达到优化生产关系，进一步降低市场机制运营成本的目的。2024年上半年，在需求低迷的情况下生产效率也得到一定的改善，经济发展保持了稳健的态势。

二十届三中全会深化改革发展新质生产力，进一步提升投入产出效率。2024年7月18日二十届三中全会进一步提出了《中共中央关于进一步全面深化改革推进中国式现代化的决定》对中国深化改革做了系统、全面和前瞻性的纲领性部署，包含：构建高水平社会主义市场经济体制、健全推动经济高质量发展体制机制、构建支持全面创新体制机制、健全宏观经济治理体系、完善城乡融合发展体制机制、完善高水平对外开放体制机制，以及民主、文化、民生、生态文明、国家安全、国防军队、党的领导等多个方向，为深化改革，推进中国式现代化做出了系统全面的指导。改革的推进也将进一步优化各方面机制和体制，构建完善的社会和经济最优机制，改善生产关系，提高投入产出效率。技术更新和革命虽然是发展新质生产力长期的重要方向和目标，但是短期除了技术的充分应用，调整和建立最优化的生产关系也是新质生产力的主要内容。

4.2 提升资产和资源价值，发展新质生产力

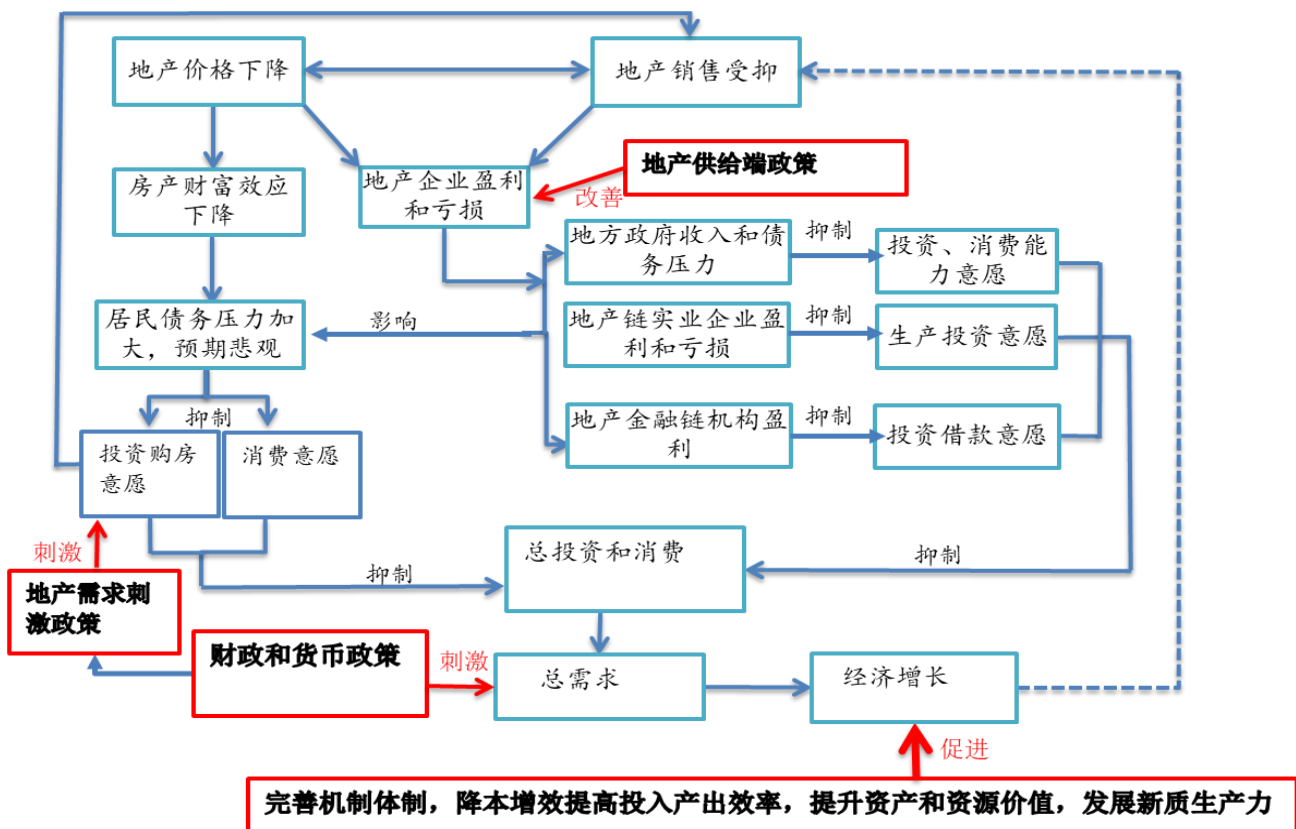
二十届三中全会还提出了“探索实行国家宏观资产负债表的管理”的方向，这将从更广义的层面去提升国家资产和资源价值，这不但和我们2024年年度报告中提出的通过资产端价值的提升来改善负债压力的观点符合，而且还包含了负债端管理等更高更全面的要求。

其实不但城中村改造，央国企的资产优化，而且农业和农村的生产及资源要素等各种资产资源的优化和价值提升也是重要方向。二十届三中全会决定中提出“深化承包地所有权、承包权、经营权分置改革，发展农业适度规模经营，“完善承包地经营权流转价格形成机制，促进农民合作经营，推动新型农业经营主体扶持政策同带动农户增收挂钩。”，“允许农户合法拥有的住房通过出租、入股、合作等方式盘活利用。有序推进农村集体经营性建设用地入市改革，健全土地增值收益分配机制”，“探索国家集中垦造耕地定向用于特定项目和地区落实占补平衡机制”。这些也会进一步盘活相关资产，提升价值和效率。提高资产和资源价值，“实现资源配置效率最优化和效益最大化”使得新质生产力得到更好的发展。

4.3 新质生产力叠加财政和货币政策综合发力，提内需立信心对冲地产拖累经济量强价弱

积极中央财政和稳健货币政策对冲地产拖累经济量强价弱。在地方财政政策受到约束的情况下，中央财政持续发力，2023年四季度增发了1万亿特别国债，并且在2024年7月份增发国债的1.5万个项目已经全部开工，完成总投资4800亿元，成为拉动内需的动力。

图40：新质生产力和财政货币等政策推动地产回归长期健康发展轨道



资料来源：东兴证券研究所

同时，2024年政府工作中也提到继续增发1万亿超长期特别国债，积极的财政政策特别是中央财政政策将继续成为拉动需求的重要力量。

表2：特别国债发行情况

时间	资料名称	内容	发布单位
2023-10-25	《增加发行国债,支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力国务院政策例行吹风会》	今年四季度增加发行国债 1 万亿元:在今年四季度增加发行 2023 年国债 1 万亿元,作为特别国债管理。	中华人民共和国财政部
2024-07-11	《1.5 万个 2023 年增发国债项目全部开工》	2023 年增发的万亿特别国债 1.5 万个项目已全部开工建设,已完成总投资 4800 亿元。	中华人民共和国中央人民政府
2024-03-05	《2024 政府工作报告》	为解决重大项目建设的资金问题,从今年拟连续几年发行超长期特别国债,专项用于国家重大战略和重点领域安全能力建设,今年先发行 1 万亿元。	中华人民共和国中央人民政府

资料来源：财政部,中国政府网,东兴证券研究所

货币政策也稳健配合,利率也进一步降低。2024 年 5 年期 LPR 利率在 2 月份和 7 月份分别下调 25 个和 10 个基点。还有央行支持地方国企回购已建成存量商品房的低利率再贷款政策等成财政货币政策,都将对冲地产对经济的拖累,改变地产带来的无收敛负向自循环的状况,改善经济量增价弱负向反馈状况。

发展新质生产力,长期视角也改善地产拖累经济量强价弱。除了财政货币政策以及地产直接的相关政策能够促进地产行业回归长期健康轨道,发展新质生产力长期视角也能改善地产拖累。发展新质生产力不管是完善的市场经济制度、体制和机制,还是设备更新改造,新技术研发应用等都将降低成本,提升中国产品的全球综合竞争力,改善企业投资需求,激发经济活力。经济自身的健康和稳健增长长期也能够对地产形成良性的影响,改善地产的拖累,对地产的健康回归起到积极的作用,助力经济新平衡的建立。

5. 集中度加速提升重建供需新平衡,龙头和优秀公司迎来发展机遇期

地产风险问题在被充分认识的情况下,相关政策在系统性和渐进性的推进,地产不健康回归,政策也不会停止。政策的起效,政策系统性推进以及地产行业的调整需要一个过程,但是地产行业回归长期健康发展轨道确定。

建筑建材行业在政策次第系统推进和地产的调整过程中行业继续处于低迷的状态,这将有助于行业加快优胜劣汰,有助于行业供给结构的优化,有助于行业集中度的提升,有助于建立行业供需的新平衡,有助于龙头和优秀公司的长期发展,为龙头和优秀公司的发展带来机遇期。

5.1 行业长期集中度提升的趋势没有改变

我们在 2020 年 8 月 6 日发布的《集中度提升孕育老建材核心资产》、2021 年 12 月 28 日发布的《建材行业：内需之变和绿色增长的行业走向-2022 年建材行业发展综述报告》、2022 年 11 月 29 日发布的年度《内需之重下的新启航-2023 年建筑建材行业报告》和 2023 年 11 月 28 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》等多篇报告多次论述和提出：建筑建材行业作为传统周期性行业,长期最大的趋势是行业集中度提升,多种因素将驱动行业集中度的提升。

图41：建材行业集中度提升驱动因素



资料来源：东兴证券研究所

图42：建筑行业集中度提升驱动因素



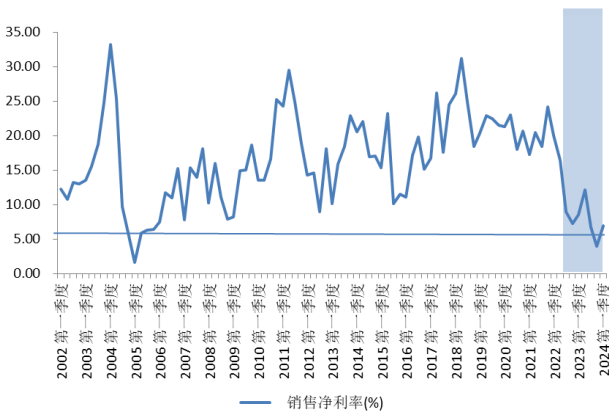
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

5.2 2024年上半年行业依然处于历史低迷位置

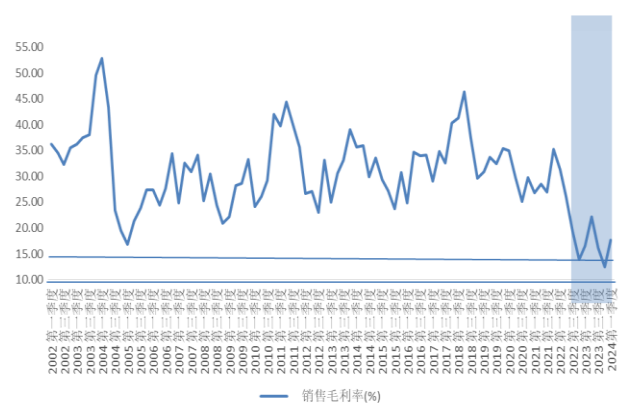
2024年上半年行业继续处于历史最低迷位置。地产行业固定资产投资在2023年大幅下滑的基础上，2024年上半年继续大幅下滑。这对建筑建材行业的需求进一步产生拖累，行业整体依然处于历史低迷的状态波动。从龙头和优秀公司的情况可以看到，2022年到2024年行业景气度持续处于历史低位进入第三年。

图43：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44：海螺水泥单季度毛利率水平变化



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

水泥龙头：海螺水泥2024年第一季度净利率水平为6.93%，同比下降1.54个百分点；毛利率为17.75%，同比提高1.25个百分点，依然在历史最低位置波动。海螺水泥在保证市场份额的基础上，调整销售价格，虽然公司的规模成本优势在提升，但是盈利水平在当前的行业环境下依然处于历史低位水平。

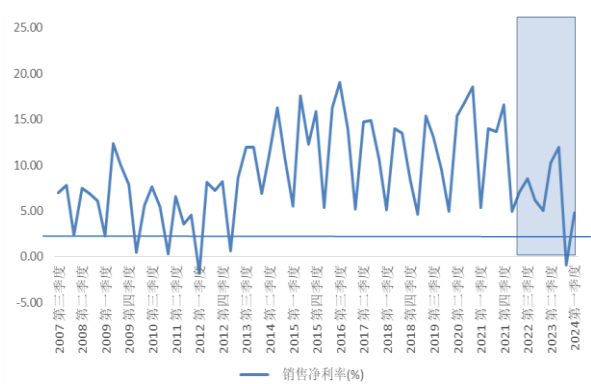
防水材料龙头：东方雨虹毛利率从2022年第一季度以来，一直处于低于30%的水平波动，毛利率水平始终处于历史的低位水平；净利率也是在个位数水平波动，2023年第四季甚至出现亏损。规模成本和技术综合优势不断提升的东方雨虹在当前的行业环境中经营情况也是持续受到很大的拖累和影响。

图45：东方雨虹单季度毛利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

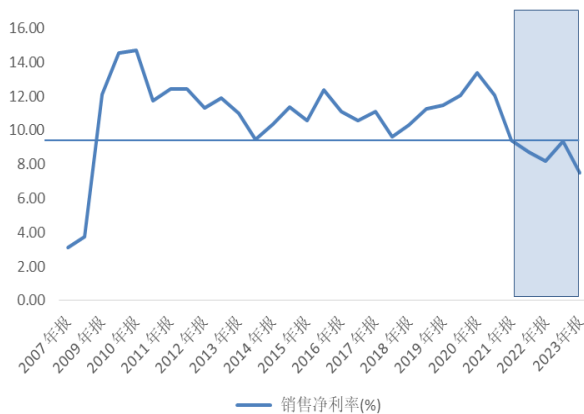
图46：东方雨虹单季度净利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

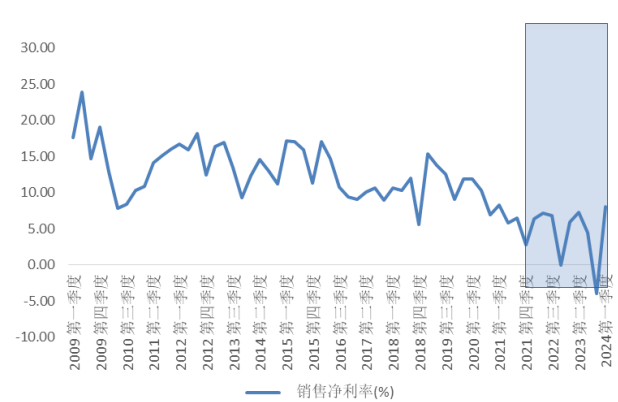
塑管龙头：中国联塑 2021 年以来净利润率水平一直在 10% 以下的历史低位水平波动，2023 年净利润率水平跌至十五年来的历史最低水平。**减水剂龙头：**垒知集团从 2020 年四季度以来，净利润率水平也是在 8.5% 以下波动，总体上处于微利的状态，2022 年和 2023 年第四季度还出现亏损的情况。

图47：中国联塑净利润率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图48：垒知集团单季度净利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

这些上市公司龙头作为行业最优质的企业，经营状况已经持续在历史低位水平波动，甚至已经出现亏损。行业中的其他企业经营更是处于困难之中，中小企业亏损的现象成为普遍，持续长时间和大幅度的亏损。

浮法玻璃龙头：旗滨集团毛利率水平在 2022 年第四季度跌至历史最低后，在保交楼政策的推动下行业需求在 2023 年持续改善，公司盈利水平也回到了历史中枢波动。随着 2024 年玻璃价格的下降，盈利水平也会同比下降。同样为后周期的陶瓷业，价格指数仍在下跌，2024 年 7 月佛山陶瓷价格指数为 79.59%，较年初下降 0.06。

图49：全国浮法玻璃价格变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

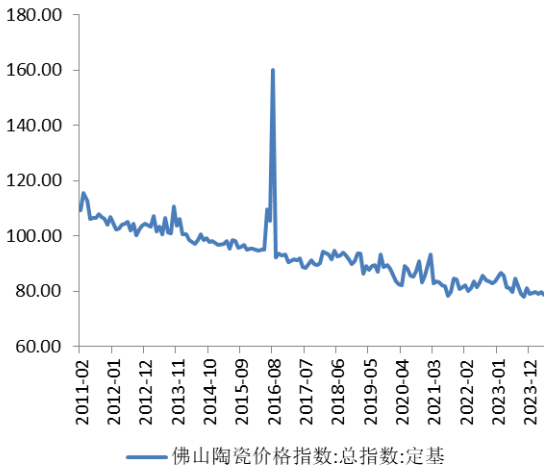
图50：旗滨集团毛利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

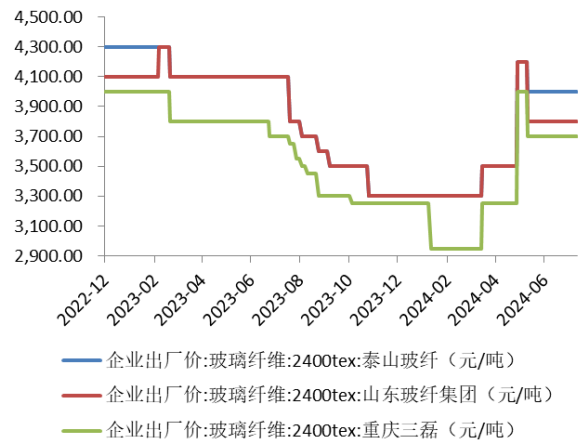
玻璃纤维价格也是从高位在下跌了近两年的时间。2024年2季度才开始略有上涨。2024年4月，在中国巨石复价的带动下，行业价格开始回升，以泰山玻纤 2400tex 玻璃纤维价格为例，2022年玻纤价格还在 4300 元/吨，到 2023 年 11 月跌至低位 3300 元/吨，之后从 2024 年 3 月开始上涨，到 2024 年 7 月 22 日涨至 4000 元/吨，较年初增长 21.21%。随着中国巨石等公司的多轮复价，公司盈利水平也会同步得到相应的改善。

图51：佛山陶瓷价格指数变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图52：玻璃纤维价格变化

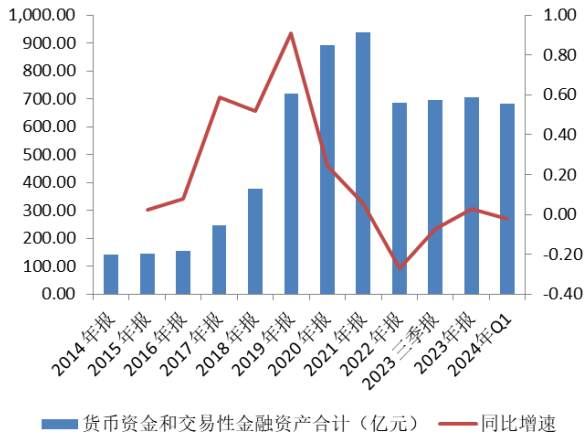


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

5.3 2024 年下半年政策和市场同发力，重建行业供需新平衡

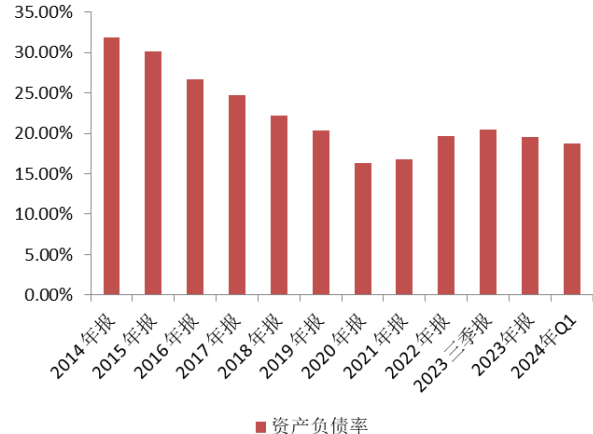
2024 年下半年行业优胜劣汰效果会持续显现。在当前行业低迷，景气度处于历史低位的情况下，企业之间的竞争还将持续加剧。虽然我们相信地产无收敛的负向循环会得到控制，行业回归长期健康轨道确定，但地产相关需求的恢复需要一个时间和过程，不可能一蹴而就。特别是在持续低迷的环境下，企业前期积累的利润也逐渐被消耗，中小企业的经营状况和环境会更加恶劣，行业优胜劣汰的效果会更明显。像海螺水泥的货币资金和交易性金融资产也有持续减少变化：2024 年一季度公司货币资金和交易性金融资产同比减少 2.3%，在 2022 年和 2023 年减少的基础上继续下降。

图53：海螺水泥货币资金和交易性金融资产变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图54：海螺水泥资产负债率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

行业政策推动中小企业的退出将会加速，带来新平衡。以水泥行业为例，2024年以来行业出台了一系列行业优化政策，对小企业是雪上加霜：2024年5月国家发改委等五部门联合印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》；2024年6月1日GB 175-2023《通用硅酸盐水泥》国家强制标准落地实施；2024年6月18日工信部公布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）（征求意见稿）》。这些标准、计划和办法的出台和落地，对水泥企业生产提出了更高的要求，对产能置换提出了更高的要求，这不但会进一步控制水泥熟料的产能总量，同时对水泥供给的落后产能加快了淘汰，并进一步推动生产线的升级改造。这在水泥需求较大回落和行业经营困难的情况下，政策再持续加力，在产能端进行优化，加快淘汰落后低效产能，加速了行业供给和需求新平衡的重建。

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
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
2024-06-18	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）（征求意见稿）》	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。水泥熟料产能置换比例在大气污染防治重点区域和非大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。	工业和信息化部

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、东兴证券研究所

5.4 重建新平衡下龙头和优秀公司迎来发展机遇期

龙头和优秀公司抗风险能力强，受行业低迷影响较小。建筑建材行业作为传统的周期性行业，龙头和优秀公司一般在规模成本上已经具备明显的优势，在产能的布局上已经具备区位优势，在行业低迷的情况下，龙头和优秀公司完全可以依靠自身的综合成本优势，在价格较低的情况下依然可以获得盈利，或者在亏损的情况下也比其他企业亏损的少。龙头和优秀的公司在产能的建设上也是更加的绿色化和智能化，产品的质量控制在技术应用上也更具优势，在市场的竞争中更具产品优势，在落后产能的淘汰中因产能符合较高的标准受到的影响较小。

而一些中小企业不但要应对行业激烈竞争带来的经营压力，还要面对产品标准提升带来的成本加码，面对生产绿色化达标带来的成本增加，这使得本来生产成本就高的企业面临着成本的进一步提高。本来在价格低迷的情况下已经盈利困难，成本的进一步增加导致经营的雪上加霜，这些都会加剧和加速行业供给端的优胜劣汰，达到供给端的优化。

供给端优化助力供需新平衡。行业竞争激烈，优胜劣汰加剧会推进产能落后的企业退出市场，达到供给端的优化。在市场力量的作用下，地产低迷虽然会导致建筑建材需求变弱，但同时也导致行业的供给量发生变化。特别是行业持续低迷和供给端加速优化的环境下，随着地产回归长期健康发展轨道，行业供需之间将形成新的平衡。

龙头和优秀公司迎来发展机遇期。行业竞争加剧加快中小企业的退出。龙头和优秀的公司由于其综合的竞争优势，反而可以在这样的环境下保持自己的市场份额，并能够进一步提升自己的市占率水平。同时，在优胜劣汰加剧的行业环境下，龙头和优秀公司不但能够通过市场份额的提升获得发展，并且还可以利用自身的现金优势和融资优势进行外延式的发展。龙头和优秀公司在当前环境下比较容易获得较高性价比的并购资产，为未来更快更好地成长和发展打下基础。所以，当前的行业优化和格局重塑为龙头和优秀公司发展带来机遇。

5.5 继续着眼估值改善，等待和业绩的戴维斯双击

地产回归长期健康发展和公司自身成长提升带来估值改善。在地产防范风险政策的系统性和次第性推进下，行业回归长期健康发展值得期待。地产行业风险的化解下压制建筑建材行业估值的因素解除，会带来建筑建材行业估值的修复和改善。同时，在行业长期低迷的环境下龙头和优秀公司凭借自身较强的抗风险能力和综合竞争力不但会在市场占有率上得到提升，并且通过外延式并购获得更大的规模成本优势或者新的发展空间。这不但会带来行业格局的进一步优化，也会带来公司未来更好更快地发展，提升公司估值水平。

资产结构优化和质量提升带来估值提升。建筑公司特别是央企国企公司作为国家资产，其资产优化和质量提升是重要方向。这里面不但包括在中央国债发行和央企出海的情况下新订单项目带给公司未来资产结构的优化，也包括对于存量资产使用效率的提升和盘活等，还有新业务发展带来的资产结构的改善等，这些均有利于相关公司估值中枢的提升。

等待业绩带来的戴维斯双击。随着行业供给端长期在低迷环境下的不断出清，行业供给端总量将得控制甚至减少。同时，积极财政政策对行业需求的推动，特别是地产行业向长期健康状态的回归，行业需求也会有相应的变化。在供需双向发力的情况下，行业供需新平衡将得到重建。龙头和优秀公司在供需新平衡和供给格局优化的双重推动之下，业绩也将得到周期性的探底改善，叠加估值的推动，形成戴维斯双击。我们建议继续重点关注的公司有：北新建材、伟星新材、东鹏控股、东方雨虹、山东药玻、美畅股份、海螺水泥、中国巨石和中国交建等。

6. 风险提示

房地产政策调控效果不及预期、需求促进政策效果低于预期、国际贸易保护超预期发展、能源和原材料成本冲击超预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	建材行业：双重发力加速水泥落后产能淘汰，等待新平衡	2024-06-20
行业深度报告	2024 年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡	2023-11-28
行业深度报告	2023 年中期建筑建材行业报告：回归下的修复与成长	2023-07-26
公司普通报告	北新建材（000786.SZ）：嘉宝莉并表资产协同优化，央企建材龙头逆势继续扩张	2024-04-30
公司普通报告	伟星新材（002372.SZ）：市占率逆势向上，现金牛分红提升	2024-04-10
公司普通报告	北新建材（000786.SZ）：“一体”现金牛，“两翼”双起飞	2024-03-21
公司普通报告	中国巨石（600176.SH）：玻纤龙头行业底部孕育新变化	2024-01-31
公司普通报告	伟星新材（002372）：品牌和渠道优势下成长确定，低迷期显现战略灵活	2023-08-28
公司普通报告	东鹏控股（003012）：精益运营和产品赋能有成效，业绩进入释放期	2023-08-25
公司普通报告	东方雨虹（002271）：民建引领和渠道优化提效下进稳健发展阶段	2023-08-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。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。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，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害关系。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