

建筑材料

建材行业 2024 年中期策略：曙光渐至，静待花开

消费建材：短期关注困境反转品种，中长期坚守优质龙头

上半年地产政策频频发力，新房销售降幅有望逐步收窄，而二手房销售占比持续提升，存量改造对于行业的带动作用将逐步体现。短期来看，消费建材板块仍有望继续演绎政策催化下的估值修复行情，而前期跌幅大、当前估值水平较低的公司或具备更大的弹性。基本面角度，若地产端销售企稳则首先利好资金链改善，当前应收账款拖累较大及前期减值计提较多的企业有望率先受益，而中长期来看，具备品牌、渠道、品类优势的龙头公司竞争力持续提升，业绩成长性仍然值得期待。推荐三棵树、亚士创能、东方雨虹、北新建材、伟星新材、兔宝宝等。

水泥：利润底部基本夯实，供给侧有望逐步发力

24 年上半年水泥行业盈利底部逐渐夯实，我们对未来水泥价格保持相对乐观，一方面，当前水泥行业整体亏损情况较为严重，强利润诉求下，预期头部央企竞争策略或将有所调整，对价格的推涨力度也会加大；另一方面，新开工或已接近底部位置，地产对需求的拖累将逐步减弱，短期来看，错峰生产仍是供给侧最有效手段，而中长期超低排放、产能置换政策限制逐步趋严有望带动行业格局优化。随着资本开支下降，水泥企业分红能力逐渐增长，红利属性仍然突出。我们认为可以通过三条主线布局：1）水泥业务具备较厚盈利底，分红能力强，股息率较高，推荐海螺水泥、塔牌集团，关注华润建材科技。2）非水泥业务和海外水泥业务的第二增长曲线驱动，推荐西部水泥、华新水泥。3）区域需求有催化，推荐西藏天路。

玻纤：Q2 价格迎来反弹，产能冲击或有限

我们预计 24H1 国内玻纤实际消费量同比增长 14%，出口同比增长约 22%，需求景气度回升，全年来看，风电、汽车及海外仍是较强增长点，24 年行业预计新点火产能 95 万吨（已点火 50 万吨），同比有所增长，但考虑到点火不确定性，投产时间及冷修等因素，我们预计实际产能冲击或仍维持较低水平。头部企业价格策略调整叠加需求好转带动 Q2 价格强势反弹，下半年业绩同比有望开始转正。电子纱/电子布受益于 AI 手机、AIPC 等产品发布驱动消费电子行业景气度持续提升，供给端 23/24 年产能冲击较少，价格上涨动能或优于粗纱。推荐中国巨石、长海股份（与化工组联合覆盖）、中材科技，建议关注宏和科技。

玻璃：盈利回落，关注供需动态平衡情况

我们预计未来竣工端仍然存在下行压力，但存量改造、深加工渗透率提升有望对玻璃需求提供一定支撑，供给端来看，当前行业潜在冷修产能占比约 27%，当前盈利环境有助于加快玻璃企业冷修节奏，未来供需有望实现动态平衡。受价格下行影响，当前行业平均利润或已接近亏损状态，下半年成本端纯碱价格有下降预期，我们预计盈利进一步下行空间较为有限，而浮法玻璃企业的多元化布局有望实现新的盈利增长点。推荐旗滨集团，信义玻璃，建议关注金晶科技。

风险提示：下游需求低于预期，原材料、煤炭涨价超预期，产能投放超预期，文中测算具有一定的主观性等。

证券研究报告

2024 年 08 月 15 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

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:深圳收储新政落地，关注消费建材弹性品种及水泥高股息品种》 2024-08-11
- 2 《建筑材料-行业研究周报:政治局会议首提防止“内卷式”恶性竞争，有望加快水泥供给端协同关系重塑》 2024-08-04
- 3 《建筑材料-行业研究周报:当前建材板块外资配置情况如何？》 2024-07-28

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2024-08-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603737.SH	三棵树	29.51	买入	0.33	1.24	1.59	1.91	89.42	23.80	18.56	15.45
603378.SH	亚士创能	7.18	买入	0.14	0.35	0.60	0.73	51.29	20.51	11.97	9.84
002271.SZ	东方雨虹	11.87	买入	0.90	1.12	1.29	1.48	13.19	10.60	9.20	8.02
000786.SZ	北新建材	25.30	买入	2.09	2.35	2.66	2.96	12.11	10.77	9.51	8.55
002372.SZ	伟星新材	13.37	买入	0.90	0.99	1.12	1.26	14.86	13.51	11.94	10.61
002043.SZ	兔宝宝	9.62	买入	0.82	0.95	1.09	1.27	11.73	10.13	8.83	7.57
600585.SH	海螺水泥	22.71	买入	1.97	2.53	2.81	3.07	11.53	8.98	8.08	7.40
002233.SZ	塔牌集团	7.16	买入	0.62	0.53	0.63	0.73	11.55	13.51	11.37	9.81
02233.HK	西部水泥	1.05	买入	0.08	0.22	0.36	0.51	13.13	4.77	2.92	2.06
600801.SH	华新水泥	13.36	买入	1.33	1.55	1.76	1.98	10.05	8.62	7.59	6.75
600326.SH	西藏天路	6.01	买入	-0.42	0.09	0.34	0.72	-14.31	66.78	17.68	8.35
600176.SH	中国巨石	10.23	买入	0.76	0.67	0.94	1.18	13.46	15.27	10.88	8.67
300196.SZ	长海股份	9.32	买入	0.72	0.90	1.10	1.28	12.94	10.36	8.47	7.28
002080.SZ	中材科技	10.59	买入	1.33	1.49	1.82	2.18	7.96	7.11	5.82	4.86
601636.SH	旗滨集团	5.67	买入	0.65	0.71	0.92	1.01	8.72	7.99	6.16	5.61
00868.HK	信义玻璃	6.93	买入	1.26	1.29	1.28	1.28	5.50	5.37	5.41	5.41

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：PE=收盘价/EPS；除信义玻璃为wind一致预测外，其余均为天风建材团队预测；西部水泥、信义玻璃单位为港元

目录

1. 消费建材：短期关注困境反转品种，中长期坚守优质龙头	5
1.1. 地产政策发力，新开工已接近底部位置，竣工或仍存下行压力	5
1.2. 二手房销售好于新房，对C端建材需求提供支撑	8
1.3. 头部企业在品牌/渠道/产品端继续发力，业绩成长性仍值得期待	9
2. 水泥：利润底部基本夯实，供给侧有望逐渐发力	12
2.1. 需求端：下半年环比有望好转，关注西藏地区增长潜力	13
2.2. 供给：短期依靠错峰生产，中长期政策约束有望逐步趋严	14
2.3. 上半年行业盈利大幅承压，企业利润诉求增强	18
2.4. 分红能力逐渐增强，ROE提升有望催化估值修复	19
3. 玻纤：Q2价格迎来反弹，产能冲击或有限	22
3.1. 需求：上半年稳中有增，期待出口、风电、电子等领域景气回升	22
3.2. 供给：粗纱冲击有望低于预期，电子布格局良好	24
3.3. Q2价格触底反弹，短期粗纱看稳，电子布仍有提价可能	26
4. 玻璃：盈利回落，关注供需动态平衡情况	29
4.1. 需求：竣工存下行压力，深加工渗透率提升有望带来一定增量	29
4.2. 当前潜在冷修产能仍然较多，供给有望加快收缩	30
4.3. 上半年价格持续下行，当前盈利回落空间有限	32
5. 投资建议及推荐标的	34
6. 风险提示	35

图表目录

图 1: 商品房销售、房屋新开工、房屋竣工面积累计同比增速	5
图 2: 商品房销售、房屋新开工、房屋竣工面积累计值	5
图 3: 美国:已开工的新建私人住宅	8
图 4: 日本新屋(新宅)开工	8
图 5: 13 城市二手房月度销售面积及同比	8
图 6: 全国二手房销售面积及同比增速	8
图 7: 2023 年家装需求来源分类	9
图 8: 主要消费建材公司 24 年一季度收入同比增速	9
图 9: 主要消费建材公司 2022-2023 年广告宣传推广费用率	9
图 10: 主要消费建材公司 2022-2023 年研发费用率	9
图 11: 2024 年房地产开发企业 500 强首选防水材料品类 10 强	10
图 12: 2024 年房地产开发企业 500 强首选工程漆供应商品牌 10 强	10
图 13: 2024 年房地产开发企业 500 强首选管材供应商品牌 10 强	10
图 14: 2024 年房地产开发企业 500 强首选瓷砖供应商品牌 10 强	10
图 15: 24 年房地产开发企业 500 强首选石膏板供应商品牌 10 强	10
图 16: 2024 年房地产开发企业 500 强首选五金供应商品牌 10 强	10
图 17: 2023 年消费建材公司主业收入占比	11
图 18: 2023 年消费建材公司主业毛利占比	11
图 19: 消费建材公司经销占比	11
图 20: 消费建材公司当前股价较 21 年以来最大跌幅(截至 7.25)	12
图 21: 当前消费建材公司 PE 估值分位数(截至 7.25)	12
图 22: 基建、房地产投资同比增速	13
图 23: 水泥产量及同比增速	13
图 24: 墨脱水电站带来西藏地区水泥需求增量测算	13
图 25: 2024 年上半年各区域水泥产量及同比增速	13
图 26: 全国及各地区 23Q1-24Q2 单季度水泥价格走势	14
图 27: 2024 年至今华北地区水泥价格和库存	15
图 28: 2024 年至今东北地区水泥价格和库存	15
图 29: 2024 年至今华东地区水泥价格和库存	16
图 30: 2024 年至今中南地区水泥价格和库存	16
图 31: 2024 年至今西南地区水泥价格和库存	16
图 32: 2024 年至今西北地区水泥价格和库存	16
图 33: 2023 年水泥熟料前十产能及占比	19
图 34: 2013-2024 年 5 月水泥行业利润情况	19
图 35: 海螺水泥资本开支情况	19
图 36: 海螺水泥自由现金流情况	19
图 37: 海螺水泥单季度 ROE 及相对 PB 统计	20
图 38: 我国风电新增装机及同比增速	23
图 39: 我国汽车产量及同比增速	23

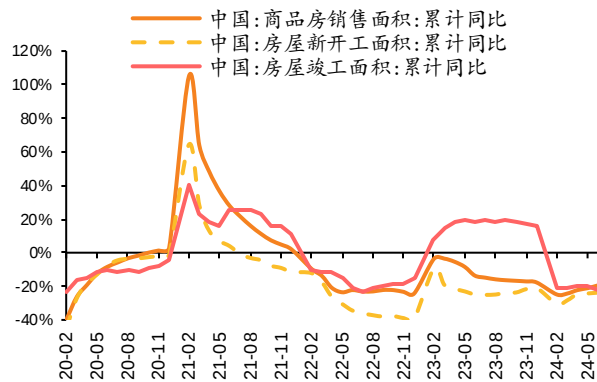
图 40：欧元区、美国制造业 PMI	23
图 41：我国玻纤及制品出口量及同比增速	23
图 42：2020Q3-2024Q2 中国与全球智能手机出货量及同比增速	24
图 43：2020Q3-2024Q2 中国与全球平板电脑出货量及同比增速	24
图 44：台股营收：印刷电路板制造：累计值	24
图 45：2018-2024 年粗纱实际产能冲击	26
图 46：2018-2024 年电子纱实际产能冲击	26
图 47：玻纤月度库存及同比增速	27
图 48：2400x 缠绕直接纱价格走势	27
图 49：2400xtexSMC 合股纱价格走势	27
图 50：中国巨石单季度毛利率/扣非归母净利润	27
图 51：山东玻纤单季度毛利率/扣非归母净利润	27
图 52：电子纱价格走势	28
图 53：电子布价格走势	28
图 54：宏和科技单季度毛利率/扣非归母净利润	28
图 55：21 年-24 年 6 月浮法玻璃消费量及同比增速	29
图 56：21 年-24 年 6 月深加工玻璃产量及同比增速	29
图 57：浮法玻璃库存	29
图 58：浮法玻璃在产产能	30
图 59：浮法玻璃生产线数量	30
图 60：2016 年及之前玻璃点火产能及占当前产能比重	31
图 61：5mm 浮法白玻价格走势	33
图 62：重碱价格走势	33
图 63：按燃料区分浮法玻璃利润情况	33
表 1：2024 年以来重要地产政策回顾	5
表 2：消费建材公司资金运营情况	12
表 3：2023 年和 2024 年各地区错峰生产要求对比	14
表 4：水泥超低排放相关政策	17
表 5：《水泥玻璃行业产能置换实施办法》新旧对比	18
表 6：水泥企业单季度归母净利润（亿元）及同比增速	19
表 7：水泥公司分红情况	20
表 8：各水泥公司经营情况	21
表 9：玻纤月度实际需求量	22
表 10：2023 年和 2024 年新点火/复产粗纱产线	25
表 11：2023 年和 2024 年冷修/停产粗纱产线	25
表 12：2023-2024 年国内冷修未投产浮法生产线统计表	31
表 13：2024 年国内在建浮法生产线统计表	32
表 14：重点公司盈利预测表	35

1. 消费建材：短期关注困境反转品种，中长期坚守优质龙头

1.1. 地产政策发力，新开工已接近底部位置，竣工或仍存下行压力

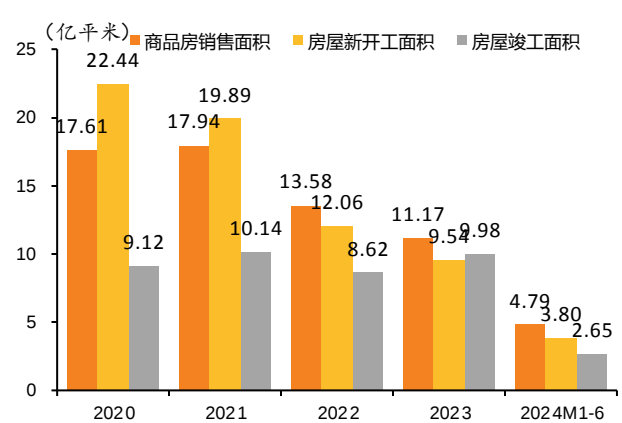
自 22 年以来地产需求持续下行，房屋销售和开工面积开始进入下行周期，2024 年 1-6 月，商品房销售/房屋新开工面积累计值分别达 4.8/3.8 亿平，同比分别-19%/-24%，单月来看，24 年 6 月销售/新开工面积分别达 1.1/0.8 亿平，同比分别-14%/-22%，前端数据仍未见企稳迹象，竣工端表现强于开工端，表观数据来看，23 年竣工面积同比增长 17%，从浮法玻璃消费量来看，2023 年同比小幅增长 1.6%，24 年上半年同比小幅增长 1.2%，或反映竣工强度仍未大幅下滑，背后或受到保交楼提振，截至 2023 年末，350 万套保交楼项目已实现交付超 300 万套，交付率超过 86%，我们预计随着保交楼工作逐渐进入尾声，未来竣工端需求仍然面临下滑压力。

图 1：商品房销售、房屋新开工、房屋竣工面积累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：商品房销售、房屋新开工、房屋竣工面积累计值



资料来源：Wind、天风证券研究所

2024 年以来地产政策继续发力，从供需两侧逐步释放边际利好。1) 需求端：一方面继续围绕原有约束性政策的优化与突破，如降利率、降首付等；另一方面以存量挖掘等方式刺激需求释放，以平滑周期，如城中村改造、城市更新等。同时，“因地制宜”、“因城施策”给予了地方更大的自主调控权，更便于政策贯彻落实。2) 供给端：一方面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；另一方面政府介入盘活存量资产、消化冗余供给等方式，更广范围主体融资需求的满足和行政介入利于供需关系再平衡。上半年 5·17 重磅地产政策从供需两端出手调控，近日 7·21 三中全会再对地产定调，提出要加快建立租购并举的住房制度、加大保障性住房建设和供给、改革房地产开发融资方式和商品房预售制度等。当前居民购房意愿仍有待提升，我们认为下半年地产政策仍有释放空间，节奏或延续此轮地产周期中逐步宽松风格。

表 1：2024 年以来重要地产政策回顾

日期	关键词	主要内容
1 月 11 日	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%。
1 月 12 日	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。
1 月 24 日	经营性物业	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，

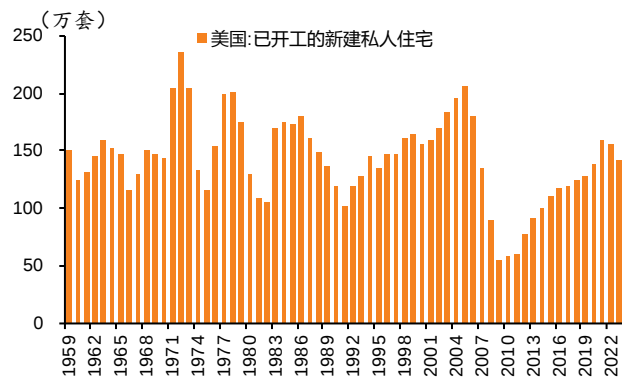
	业贷	对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。
1月26日	因地制宜	适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，充分赋予城市房地产调控自主权，各城市可以因地制宜调整房地产政策。
1月26日	融资协调机制	1) 加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，推动房企和金融机构精准对接，积极满足合理融资需求。2) 筛选确定可以给予融资支持的房地产项目名单向本行政区域内金融机构推送。
2月20日	降息	2月1年期贷款市场报价利率（LPR）报3.45%，与上月持平；5年期以上LPR报3.95%，上月为4.2%，下行25基点。
2月26日	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。
2月27日	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。
3月5日	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。
3月22日	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。
4月3日	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别化住房信贷政策，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。
4月3日	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。
4月11日	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。
4月30日	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。
5月17日	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。
5月17日	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%。
5月17日	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。
5月27日	金融与房地产	要促进金融与房地产良性循环，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，大力支持保障性住房等“三大工程”建设。要配合防范化解地方债务风险，指导金融机构按照市场化方式开展债务重组、置换。

6月7日	融资需求	完善城市协调机制、充分发挥地方政府的积极作用、“白名单”项目实施推送反馈管理、积极满足“白名单”项目合理融资需求，对符合要求的项目“应贷尽贷”、明确相关保障措施
6月20日	消化存量	市县根据本地区房地产市场情况，综合考虑保障性住房实际需求、商品房市场库存水平等因素，按照“政府主导、市场化运作”的思路，自主决策、自愿参与。要坚持以需定购，准确摸清需求，细致摸排本地区保障性住房需求底数和已建成存量商品房情况，合理确定可用作保障性住房的商品房房源，提前锁定保障性住房需求。要坚持规范实施，防范各类风险，做到收购主体规范、收购过程规范、配售配租规范，做到收购的已建成存量商品房户型面积合适、价格合适、位置合适。要坚持用好金融支持政策，实现资金可平衡、项目可持续。
6月24日	保交房	各地要坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，将保障购房人合法权益作为根本出发点和落脚点，以高度的责任感和使命感，以时不我待、只争朝夕的紧迫感，压茬推进，有力有序有效推进保交房各项工作。
7月18日	防范风险	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。
7月21日	政策优化	三中全会提出，加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。
7月21日	政策优化	提出加快构建房地产发展新模式，充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权。
7月22日	政策优化	要准确把握住房城乡建设事业发展的阶段性特征，聚焦制约住房城乡建设事业高质量发展的突出矛盾和问题，坚持把解决重大体制机制问题放在突出位置，以夯实基础、深化改革为主线，以完善机制、体制、法治为重点，以让人民群众住上绿色、低碳、智能、安全的好房子为基点，系统谋划、深入推进住房城乡建设领域各项改革，加快构建房地产发展新模式，深入实施城市更新行动，推动建筑业工业化、数字化、绿色化转型，系统推进好房子、好小区、好社区、好城区建设，全面提高城乡规划、建设、治理融合水平，打造宜居、韧性、智慧城市，促进城乡共同繁荣发展，以务实行动不断满足人民对美好生活的向往。

资料来源：中国政府网、新浪财经等、天风证券研究所

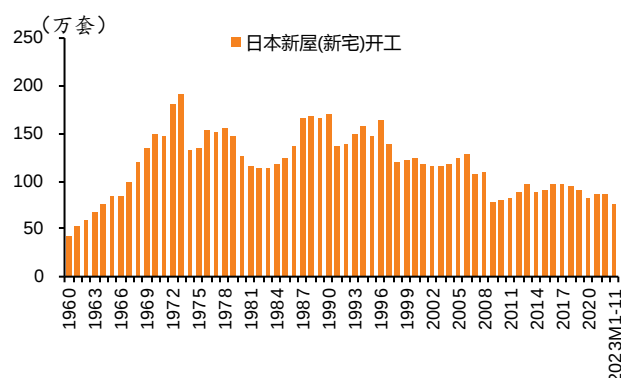
当前新开工已接近底部位置。参考美国、日本经验，美国新开工住宅由高位的200万套最低回落至50-60万套，最大下滑76%，而后开始逐渐回升，稳定在100万套以上，而日本新开工最高年份超过160万套，而后中枢稳定在80万套左右，而我国新开工面积最高值在22亿平以上（19-20年），23年已回落至9.5亿平米，24年上半年仅3.8亿平米，参考天风地产组预测（《房地产行业2024年度策略：寻找“新旧”间的平衡点》2024年01月26日），中性预期下24年全年新开工面积或在8.6亿平米，考虑到当前销售端偏弱，房企拿地积极性不高、开工信心不足等因素，预计短期内新开工难以回到向上趋势。据贝壳研究院预测，预计未来我国新开工面积中枢或在10亿平米左右，当前阶段或接近底部位置。

图 3：美国已开工的新建私人住宅



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：日本新屋(新宅)开工

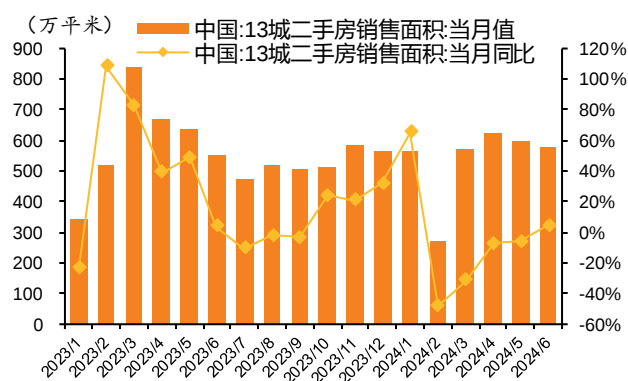


资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

1.2. 二手房销售好于新房，对 C 端建材需求提供支撑

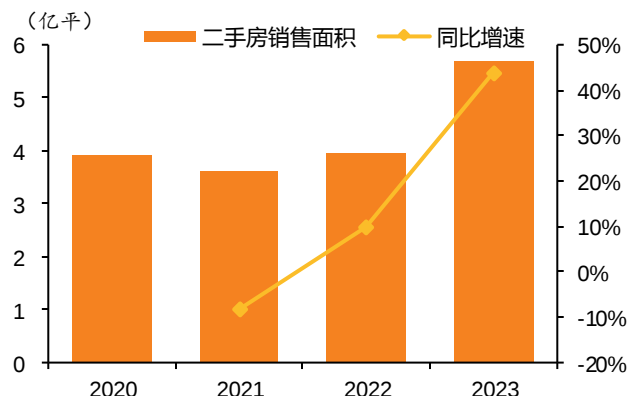
从结构上来看，二手房成交好于新房，占总成交面积的比重持续提升。销售端来看，新房销售中枢或进一步下移，主要因：1）二手房跌价影响或持续，短期新房价格难以快速匹配，分流新房需求；2）2024 年土地投资迅速减少，各地优先核心区（优先仍有倒挂或新房、二手房价差较小地区）供应，减少外围供应，整体性土地供给缩量影响新房销售。二手房方面，2023 年全国二手房成交面积约 5.7 亿平米，同比上升 44%，二手房成交占比提升至 38%，从 24 年来看，十三城二手房月度成交面积同比降幅逐步收窄，6 月同比转正，二手房成交情况仍旧好于新房。根据贝壳研究院统计数据，2023 年全国家装市场中，二手房占比超过 50%，因此二手房成交的回暖有望支撑 C 端家装建材需求逐步向好。从 24 年一季度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，未来仍然有望保持强韧性。

图 5：13 城市二手房月度销售面积及同比



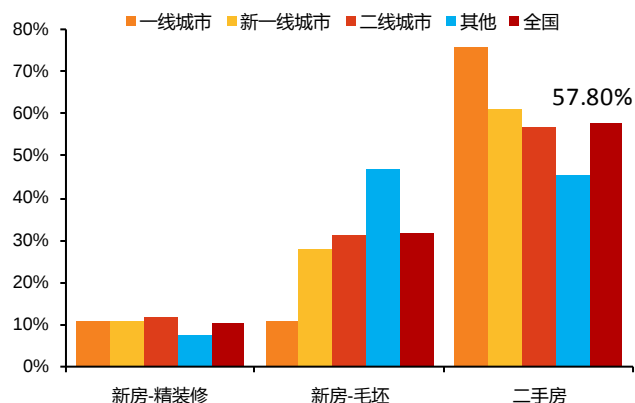
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：全国二手房销售面积及同比增速



资料来源：贝壳研究院、21 世纪经济报道公众号等，天风证券研究所

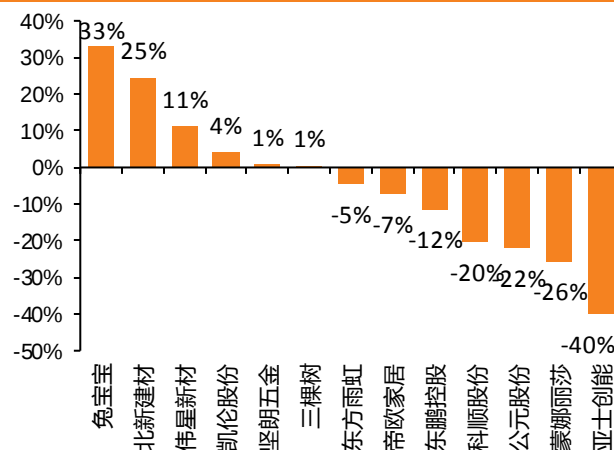
图 7：2023 年家装需求来源分类



资料来源：贝壳研究院、CIFF 上海虹桥公众号、天风证券研究所

注：调查时间为 2023/1-2023/12，N=4453

图 8：主要消费建材公司 24 年一季度收入同比增速

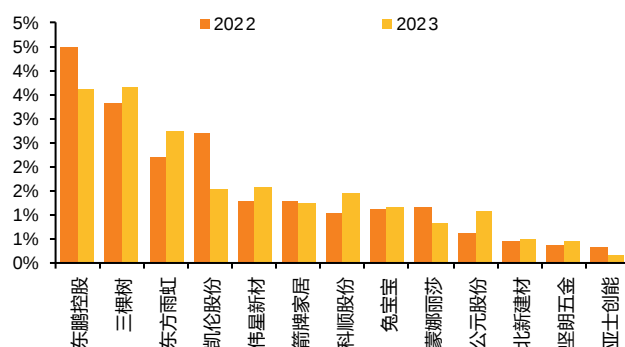


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.3. 头部企业在品牌/渠道/产品端继续发力，业绩成长性仍值得期待

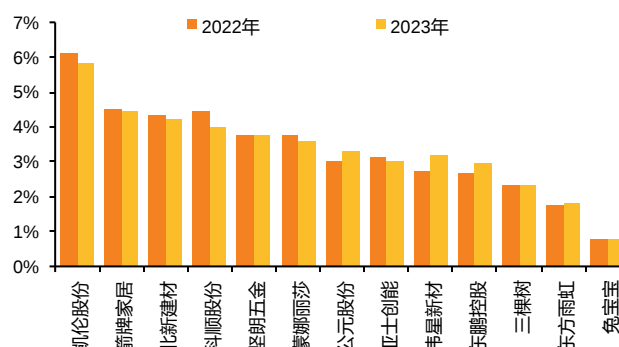
中央政治局会议提到，要结合人民群众对优质住房的新期待、优化增量住房、促进房地产高质量发展等，政策首次聚焦新房的优质产品，当前具备高品质住宅开发能力的开发商主要集中在央国企地产开发商，其更看重建材供应商的品牌影响力，而另一方面，随着下游逐渐由新建市场转为存量市场，在存量市场中，相比于 B 端客户，C 端消费者的专业性相对不足，因此我们认为 C 端品牌相比 B 端往往会有更高的品牌溢价。我们认为未来消费建材的品牌效应会进一步增强，而头部上市公司已与二三线企业差距逐渐拉开，参考地产首选供应商的排名，子行业榜一首选率均超过 20%，其品牌的建立依靠服务网络、经销体系、生产基地布局、产品质量及配套服务等多方面综合而成，而针对 C 端，品牌力的打造是一个长期的过程，需要持续加强消费者教育，主要反映在产品宣传及产品创新上，背后是广告费及研发费用方面的投入。

图 9：主要消费建材公司 2022-2023 年广告宣传推广费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：主要消费建材公司 2022-2023 年研发费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：2024 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%

资料来源：优采平台公众号，天风证券研究所

图 12：2024 年房地产开发企业 500 强首选工程漆供应商品牌 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	8%/8%
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

图 13：2024 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 14：2024 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 15：24 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

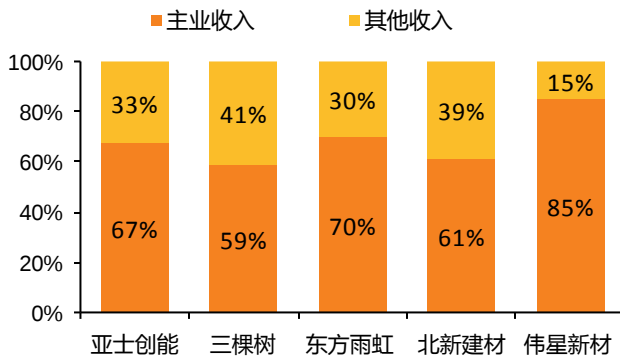
图 16：2024 年房地产开发企业 500 强首选五金供应商品牌 10 强

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

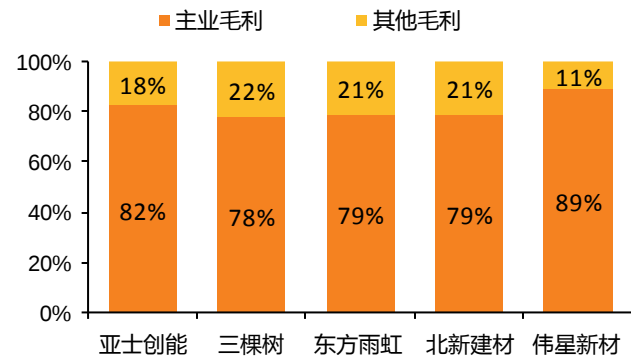
自 2023 年以来，头部企业进一步加大渠道下沉及品类扩张力度，在渠道扩张方面加速，布局分销零售和小 B 渠道，体现在经销收入整体占比的提升；在品类扩张方面，借助渠道优势加快横向协同业务发展。我们认为头部企业扩品类的优势在于，一方面可发挥渠道协同作用，通过完善的渠道布局加快新品类导入，另一方面公司主业的高认可度往往能够形成良好的品牌背书，增强下游客户黏性，提升客单价。从业绩贡献来看，且部分公司非主业盈利能力甚至更高，已逐渐形成了自身的第二成长曲线。

图 17：2023 年消费建材公司主业收入占比



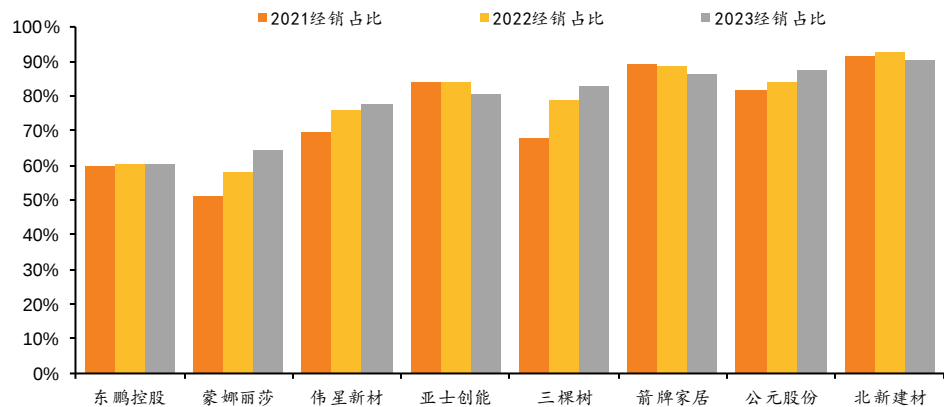
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 18：2023 年消费建材公司主业毛利占比



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 19：消费建材公司经销占比



资料来源：各公司公告、天风证券研究所

在地产企业出现信用风险后，消费建材企业开始主动战略性收缩大 B 地产业务，但前期通过垫资换市场的方式所积累的大量应收账款及票据仍未全部收回，当前部分公司应收体量仍然较高，对于资产周转造成较大掣肘。部分公司减值风险地产信用风险的暴露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，但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，东方雨虹、三棵树、科顺股份等占比仍不足 40%，减值对利润的潜在影响仍未完全消除。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，过去三年部分企业自由现金流净流出较多。

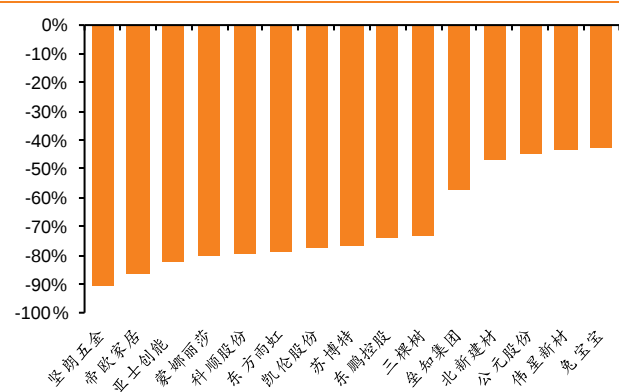
表 2：消费建材公司资金运营情况

公司名称	23 年应收账款+应 收票据总额(亿元)	23 年应收占流 动资产比重	21-23 年信用减值 计提总额(亿元)	21-23 年信用减值损 失总额占 23 年应收账 款及票据比重	21-23 年经营性现 金流+投资性现金 流净额(亿元)	21-23 年现金满足 投资比率
兔宝宝	11.70	29%	5.40	46%	41.11	309%
北新建材	21.84	18%	1.49	7%	42.91	147%
凯伦股份	20.53	46%	5.19	25%	-23.39	-6%
东方雨虹	101.85	31%	13.19	13%	-53.25	49%
伟星新材	5.52	11%	0.21	4%	29.94	117%
公元股份	10.86	24%	5.54	51%	7.39	91%
三棵树	35.93	49%	13.86	39%	-13.31	61%
帝欧家居	13.51	42%	13.23	98%	-7.15	31%
蒙娜丽莎	8.77	17%	9.74	111%	-10.61	54%
东鹏控股	11.30	17%	10.31	91%	2.60	92%
亚士创能	18.07	66%	11.03	61%	-19.91	-12%
科顺股份	41.62	42%	12.35	30%	-17.06	58%
坚朗五金	37.26	53%	3.55	10%	5.44	95%

资料来源：Wind、天风证券研究所

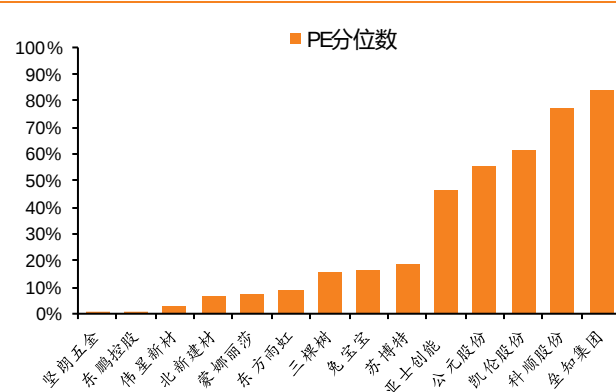
受地产 β 下行影响，当前建材公司股价较 21 年高点均出现较大回撤，截至 2024 年 7 月 25 日，我们统计的 15 家重点消费建材公司中跌幅超过 50% 的达到 11 家，其中 B 端业务占比高的龙头企业及二线企业跌幅相对更大，从当前 PE 估值分位数来看，东方雨虹、东鹏控股、坚朗五金、伟星新材等 2024 年 PE 已跌至 2021 年以来的 10% 分位数以下，我们认为在地产基本面实现企稳之前，政策仍有望持续发力，消费建材估值端有望率先修复，其中前期跌幅较大、当前估值水平较低的公司或具备更大的修复弹性。而后我们认为基本面的回升同样值得期待，短期来看，我们认为地产基本面的企稳或首先从资金端开始传导，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，而中长期看，随着销售逐步筑底，前端建材品种基本面相对底部或已基本确认，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，品牌力+渠道+品类布局更强的龙头公司有望持续扩大市场份额，格局优化带来的龙头 α 将带来长期增长。

图 20：消费建材公司当前股价较 21 年以来最大跌幅（截至 7.25）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：当前消费建材公司 PE 估值分位数（截至 7.25）



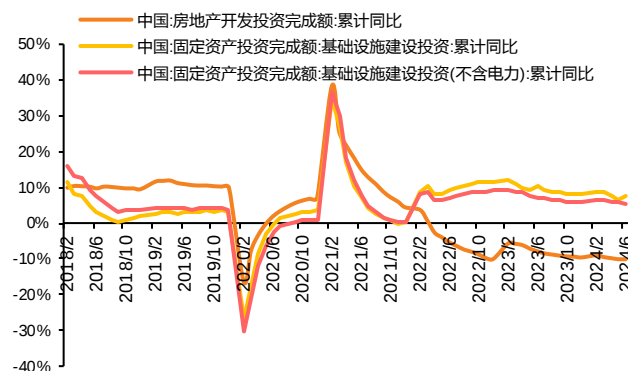
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 水泥：利润底部基本夯实，供给侧有望逐渐发力

2.1. 需求端：下半年环比有望好转，关注西藏地区增长潜力

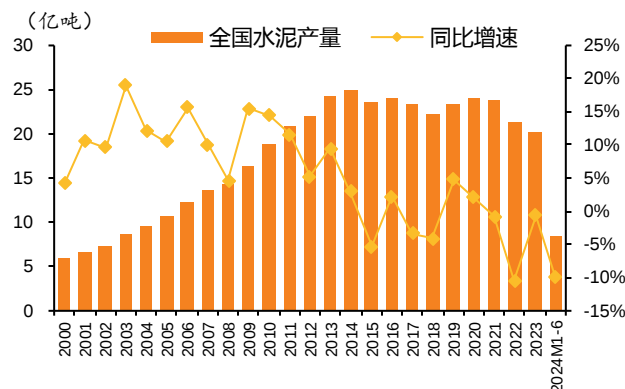
水泥需求端主要来自地产、基建、农村建设三个方面，当前地产端对水泥的拖累仍然存在，23 年全年地产开发投资同比下滑 9.6%，24 年上半年进一步下滑 10.1%，和水泥消费量相关的地产开工端今年上半年实现 3.8 亿平米，同比下滑 23.7%。基建方面，上半年狭义基建/广义基建同比分别+5.4%/+7.7%，基建延续发力态势，其中细分的水利、市政领域保持快速增长。24 年上半年水泥行业实现总产量 8.5 亿吨，同比下滑 10%，产量创下 11 年以来新低水平，我们认为下半年环比有望改善，一般而言，下半年水泥产量基本能占到全年的一半以上，资金到位的加速也将带动更多实物工作量形成，根据市场预期全年下滑 5% 左右，则对应下半年产量同比或将持平，环比有望实现两位数以上增长。

图 22：基建、房地产投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 23：水泥产量及同比增速



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

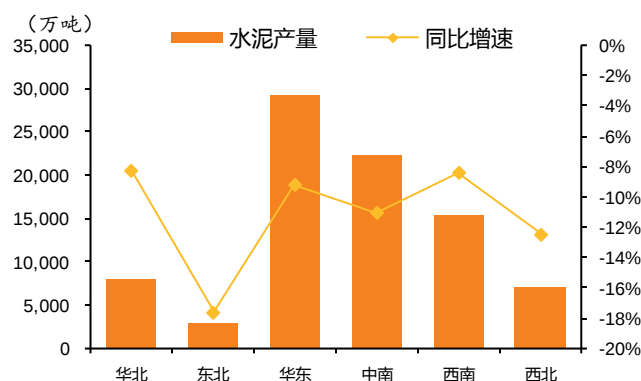
受益重点水电站项目建设，西藏地区水泥需求增长潜力较大。分区域来看，上半年华北/东北/华东/中南/西南地区水泥产量同比分别下滑 8.3%/17.0%/10.6%/11.3%/7.9%/15.6%，华北、西南地区降幅相对较少。其中华北地区预计主要受到灾后重建相关需求提振，去年四季度中央财政增发 1 万亿特别国债，23 年/24 年拟各安排 5000 亿元，其用途中提到将重点用于灾后恢复重建、重点工程防洪治理工程东北和京津冀受灾地区等高标准农田建设等。除此之外，我们继续看好西藏水泥需求前景，23 年西藏地区水泥产量同比大幅增长 51%，24 年上半年同比微降 0.6%，较全国降幅少 9.4pct，区域优势显著。十四五规划提到墨脱水电站，墨脱水电站或将逐渐进入开工阶段，建成后装机容量可达 6000 万千瓦，我们测算墨脱水电站动态总投资规模至少在 10000 亿元以上，预计对应 5400 万吨水泥，按照 15 年工期计算，则预计年均带动水泥需求 360 万吨，占西藏 23 年水泥需求比重约 30%。

图 24：墨脱水电站带来西藏地区水泥需求增量测算

项目	数量
装机容量（万千瓦）	6000
单位千瓦对应混凝土用量（立方米）	3
对混凝土总用量（万方）	18000
对应水泥用量（万吨）	5400
建设工期（年）	15
年均带动水泥需求量（万吨）	360
23 年西藏水泥需求量（万吨）	1198.43
带动水泥需求比重	30%

资料来源：数字水泥网等、天风证券研究所

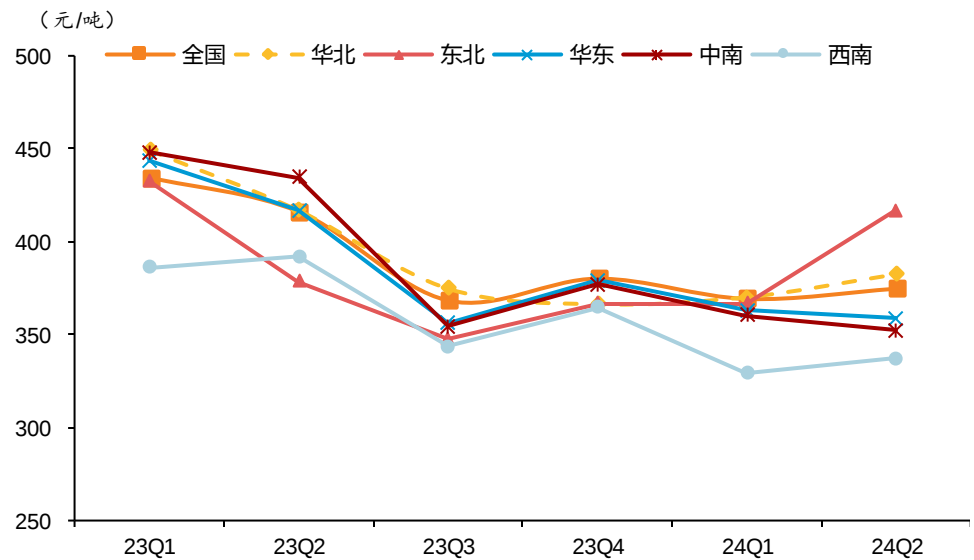
图 25：2024 年上半年各区域水泥产量及同比增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

水泥价格于一季度触底，二季度出现改善迹象。24 年上半年全国水泥加权平均价格约 362 元/吨，同比下滑 64 元/吨（-15%），其中中南、华东降幅较多，Q2 单季度全国水泥均价 365 元/吨，环比增长 6 元/吨，价格端出现改善迹象，其中东北改善情况较为明显。从今年以来各地区价格情况来看，主要有以下几类：一是企业通过增加错峰停产天数，减少供给的方式来维护价格；二是受重大会议、环保等因素影响，导致生产端受限，如华北地区；三是成本端预计上涨，企业为传导成本压力而选择涨价（如 5 月底 6 月初受新国标影响的一轮全国大范围的提价）。而通过错峰停产方式推涨价格也是全国最为普遍的方式。

图 26：全国及各地区 23Q1-24Q2 单季度水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

2.2. 供给：短期依靠错峰生产，中长期政策约束有望逐步趋严

2024 年各地错峰生产力度进一步加强，错峰提价已成常规手段。今年以来，全国错峰停产天数较 2023 年进一步增长，其中华东长三角地区在 7 月份停产 10 天的基础上，相比去年增加了 8 月份多停 10 天的计划，华中两湖地区二季度同比多停 10-15 天，华南两广地区 6-8 月多停 10 天左右，而东北地区 5-7 月停产天数同比增加 15-20 天，从力度来看，东北地区的停产力度最大。

表 3：2023 年和 2024 年各地区错峰生产要求对比

区域	省市	2023 年	2024 年
西北	陕西	采暖季 100 天，5-7 月 30 天	采暖季 100 天，5-8 个每月 15 天
	宁夏	采暖季 130 天，5-7 月 30 天	采暖季 150 天，5 月 10 天，6-7 月每月 15 天
	新疆	采暖季 165-180 天。6 月 30 天	采暖季 182 天，部分地区 5-7 月每月 30 天，8-9 月共停 15-45 天不等
	青海	采暖季 120 天，5 月 30 天	采暖季 120 天，6 月 25 天，7 月 20 天
	甘肃	采暖季 100 天，5-6 月 15 天，8-9 月 15 天	采暖季 100 天，4-5 月 20 天，7 月 15 天，9 月 10 天
华北	河北	采暖季 120 天，4-5 月 10 天，6 月、8 月各 15 天	采暖季 120 天，4-5 月 20 天，6-7 月每月 10 天
	山西	采暖季 77-120 天，4 月 10 天，5-6 月 15 天，7-8 月 20 天，9-10 月 15-19 天	采暖季 120 天，非采暖季不低于 80 天
	内蒙古	采暖季 120 天，4-6 月 30 天，7 月 30 天	采暖季 120 天，5-11 月每月 15 天
	古		
东北	黑龙	采暖季 152 天，6 月 10 天，7 月 15 天，9 月 10 天	采暖季 152 天，5-8 月每月 15 天

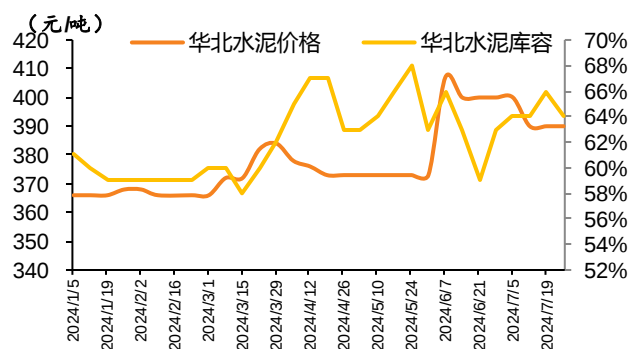
江	吉林	采暖季 150 天, 6 月 10 天, 7 月 15 天, 9 月 10 天	采暖季 150 天, 5-8 月每月 15 天
	辽宁	采暖季 135 天, 4-5 月 15 天, 7 月 15 天, 9 月、10 月各 10 天	采暖季 90 天, 5-8 月每月 15 天
华东	山东	秋冬季 120 天, 5 月/7 月/8 月/9-10 月各 15 天	秋冬季 120 天, 4-5 月 20 天, 6 月 20 天, 7-8 月 20 天, 9-10 月 20 天
	江西	一季度 40 天, 二季度 20 天, 三季度 20 天, 四季度 17 天	一季度 45 天, 4-5 月 15 天, 6 月 15 天, 全年 100 天
	江苏	一季度 45 天, 二季度 20 天, 7 月 10 天, 11-12 月 10 天	一季度 40 天, 二季度 20 天, 7-8 月每月 10 天, 全年计划 80 天
	浙江	一季度 35 天, 二季度 20 天, 三季度 30 天, 11-12 月 10 天	一季度 40 天, 二季度 20 天, 7-8 月每月 10 天, 全年计划 81 天
	安徽	一季度 30 天, 二季度 30 天, 7 月 10 天, 巢湖 11-12 月 10 天	环巢湖一季度 35 天, 二季度 20 天, 7-8 月每月 10 天
	福建	一季度 45 天, 二季度 30 天, 8-9 月 15 天, 10 月 12 天, 11 月/12 月各 10 天	一季度 50 天, 5-6 月 30 天, 全年 155 天
	河南	采暖季 120 天, 4-5 月 20 天, 6 月 20 天, 8-9 月 20 天, 9 月底起 15 天	采暖季错峰 125 天, 4 月 20 天, 6 月 20 天
华中	湖北	一季度 40 天, 二、三季度各 10 天, 四季度 10 天, 鄂西 7-9 月加 30 天	一季度 30-40 天, 二季度 20 天
	湖南	一季度 55 天, 二季度 45 天, 三季度 35 天, 四季度 35 天	一季度 45 天, 二季度 60 天
华南	广西	一季度 50 天, 二季度 40 天, 三季度 30 天, 四季度 20 天	全年 150 天, 一季度执行 30%, 二三季度 25%, 四季度 20%
	广东	1-4 月 50 天, 5-8 月 30 天	1-4 月 40 天, 6-8 月 40 天, 全年 90 天
西南	四川	一季度 45 天, 二季度 40 天, 三季度 45 天, 10 月 15 天, 11 月 15 天, 全年 130+X 天	一季度 55 天, 二季度 40 天, 4-6 月每月 13 天, 7-8 月每月 15 天, 全年 140+X 天
	重庆	全年 150+X 天	一季度 60 天, 二季度 50 天, 4-5 月每月 15 天, 6-8 月每月 20 天, 全年 150+X 天
	云南	一季度 60 天, 二季度 50 天, 三季度 60 天, 四季度 45 天	一季度 60 天, 二季度 45-60 天, 三季度 60 天
	贵州	一季度 60 天, 二季度 60 天, 三季度 55 天, 四季度 60 天	一季度 65 天, 二季度 60 天, 三季度 65 天, 四季度 60 天, 全年 230 天
	西藏	全年计划 165 天	一季度 90 天

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

我们认为短期来看错峰停产仍然是最有效的手段, 虽然涨价后的持续性有待考验, 但其对于价格的托底作用已经验证。要想使得涨价有较好的持续性, 我们认为需要有降库的支撑。回顾上半年, 华东地区在 4、5 月份分别通过错峰停产的方式来进行提价, 从实际效果来看, 第二轮要好于第一轮, 从库存水平来看, 4 月份执行错峰后, 5 月整体库存水平仍旧在 70% 以上高位, 未出现明显下滑, 而 6 月库存逐渐至 70% 以下, 因此库存的变化可能是涨价持续性的一个重要支撑, 若库存实现下降, 则反映错峰执行状况相对较好, 提价接受度较高。东北地区二季度错峰天数同比增长最多, 区域库存水平始终维持在 50% 以下的相对低位, 因此东北地区水泥价格得以从 5 月初的 357 元/吨上涨至 7 月上旬的 533 元/吨, 涨幅 176 元/吨, 较其他区域价格涨幅最高。总结来看, 想要实现库存的下降, 一是错峰力度要进一步加强, 达到主动去库存效果; 二是需求端环比出现改善, 实现被动去库存。

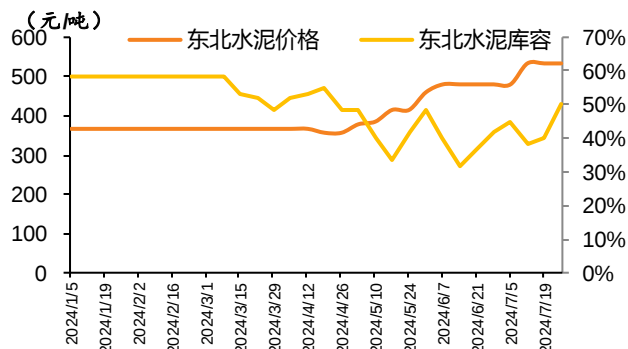
图 27：2024 年至今华北地区水泥价格和库存

图 28：2024 年至今东北地区水泥价格和库存



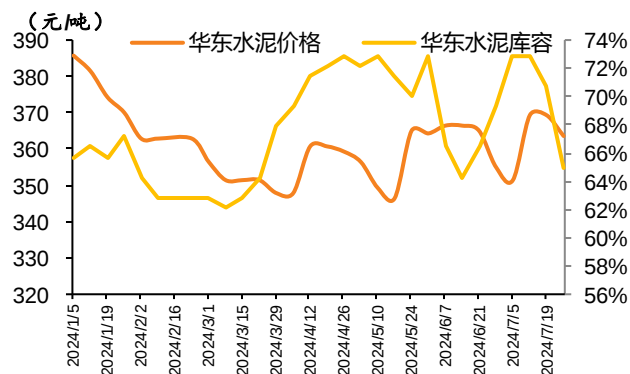
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 29：2024 年至今华北地区水泥价格和库存



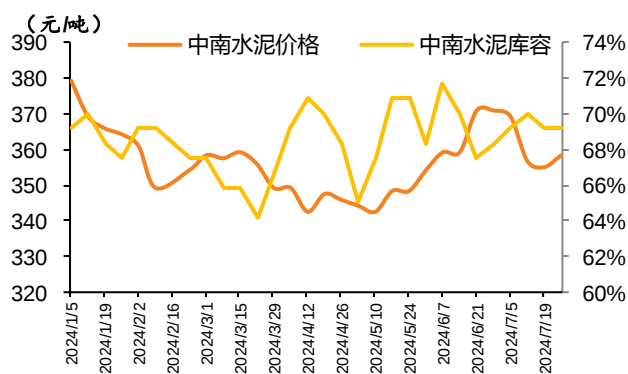
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 30：2024 年至今中南地区水泥价格和库存



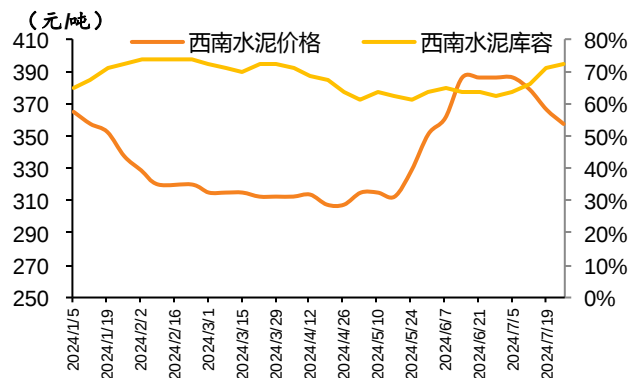
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 31：2024 年至今华东地区水泥价格和库存

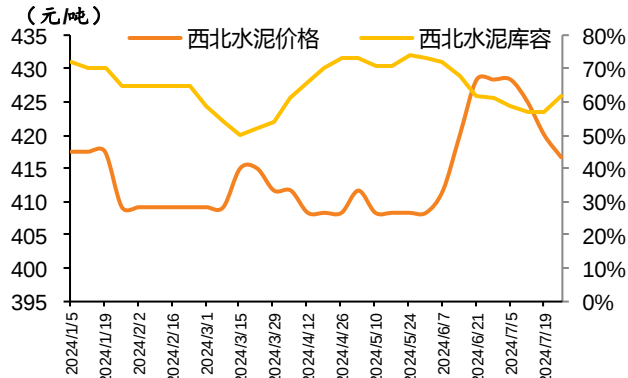


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 32：2024 年至今西北地区水泥价格和库存



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

2021 年，《中共中央国务院关于深入打好污染防治攻坚战的意见》明确要求推进水泥行业企业超低排放改造。2023 年，国务院印发《空气质量持续改善行动计划》，河北、河南、山东、山西、浙江等重点区域省份率先开展了水泥超低排放改造。2024 年 1 月 19 日生态环境部等五部门印发《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》，进一步明确了实施目标，要求到 2025 年底，重点区域取得明显进展，力争 50%水泥熟料产能完成改造，区域内大型国有企业集团基本完成有组织、无组织超低排放改造；到 2028 年底，重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造，全国力争 80%水泥熟料产能完成改造。我们预计单条窑炉改造费用 3000 万元，按照平均单条产线产能约 129 万吨，对应单吨熟料生产成本约 23 元，折合单吨水泥成本增加约 16 元（按照熟料系数 0.7 计算）。

虽然目前超低排放是鼓励导向，目前暂不会处罚无法达到超低排放改造要求的企业，但对于达到超低排放改造要求的企业会加大支持力度。另一方面，有些省市出台了与超低排放一致的水泥排放地方标准，超低排放改造就成为了法定责任，需要严格执行。**超低排放的政策激励在于一方面可享受差异化环保管理政策：对于已完成超低排放改造并公示的水泥企业，可开展 A 级绩效评级工作，完成 A 级绩效评定的，享受 A 级企业相关优惠政策，具体体现为可减少错峰生产天数，如河南、湖北等地，另一方面，实施超低排放改造的企业还可享受税收、信贷、融资等方面支持。**我们认为超低排放改造或将进一步加大中小企业资金压力，政策约束下，未来其出清的可能也将加大。

表 4：水泥超低排放相关政策

时间	政策名称	政策内容
2021 年 11 月 2 日	《中共中央国务院关于深入打好污染防治攻坚战的意见》	明确要求推进水泥行业企业超低排放改造，推进钢铁、水泥、焦化行业企业超低排放改造，重点区域钢铁、燃煤机组、燃煤锅炉实现超低排放。
2023 年 12 月 7 日	《空气质量持续改善行动计划》	坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目上马；加快退出重点行业落后产能；推进重点行业污染深度治理，高质量推进钢铁、水泥、焦化等重点行业及燃煤锅炉超低排放改造等。
2024 年 1 月 19 日	《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》	推动实施水泥熟料生产企业和独立粉磨站超低排放改造。到 2025 年 底前，重点区域取得明显进展，力争 50%水泥熟料产能完成改造，区 域内大型国有企业集团基本完成有组织、无组织超低排放改造；到 2028 年底，重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造，全国力争 80%水泥熟料产能完成改造。

资料来源：中国政府网、中国生态环境部官网、天风证券研究所

工信部 6 月 18 日晚发布的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》(征求意见稿)，相比于 2021 年 7 月实施办法，一方面对产能利用率过低的产线置换做出进一步限制，包括要求连续两年每年产能利用率不足 30%的产线不能用于置换，以及要求位于国家规定的大气污染防治重点区域或水泥熟料产能利用率低于 50%省区的新建水泥熟料生产线，原则上不得从省外置换产能。此次办法对产能置换管控趋严，将助力行业供给收紧，缓解产能跨区域流动所带来的供给压力。另一方面，办法增设特定区域或特定工艺的产线可予以等量置换的规定，我们认为此类鼓励性政策旨在推动水泥企业优化节能降耗的工艺标准，具有较优生产技术的企业有望获得优待。

表 5：《水泥玻璃行业产能置换实施办法》新旧对比

项目	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》 (2021.7)	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》 (征求意见稿) (2024.6)
产能置换 办法适用 范围	本办法适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目，以及明确由地方视情处理但尚未开展产能置换的在建项目。严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须制定产能置换方案，实施产能置换。	本办法适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建、改扩建水泥熟料、平板玻璃项目。严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建、改建的，必须制定产能置换方案，实施产能置换。 新建生产线能效必须达到《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》要求的水泥玻璃行业能效标杆水平。
置换产能 要求	(1) 用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能必须是合规的有效产能，且在各省工业和信息化主管部门每年公告的本地区合规水泥熟料、平板玻璃生产线清单内。 (2) 已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受产能退出补贴的生产线，无水泥产品生产许可证或许可证过期，未依法取得排污许可证或许可证过期的水泥熟料产能不能用于产能置换。 (3) 违反错峰生产规定被省级及以上工业和信息化主管部门或环保部门约谈后拒不改正的水泥企业所涉及的热料产能不能用于产能置换。 (4) 2013年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能（因省级主管部门制定或同意的错峰生产方案以及因地方规划调整导致此情况的除外）不能用于产能置换。 (5) 用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能拆分转让不能超过两个。 (6) 非新型干法工艺的特种水泥产能指标只能置换为特种水泥项目。	(1) 按照最新版《产业结构调整指导目录》要求，属于国家淘汰类的产能；已享受产能退出补贴的生产线产能；备案、环评、能评等审批手续不全，或无水泥产品生产许可证或许可证过期、未依法取得排污许可证或许可证过期的水泥熟料产能不能用于产能置换。 (2) 不在各省工业和信息化主管部门每年向工业和信息化部报送的合规清单范围内水泥熟料、平板玻璃生产线产能不能用于产能置换。 (3) 能效水平达不到最新版《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》基准值要求的水泥熟料、平板玻璃生产线产能不能用于产能置换。 (4) 连续两年每年产量不足年产能30%的水泥熟料生产线产能，连续停产三年及以上的平板玻璃生产线产能不能用于产能置换。 (5) 用于置换的水泥熟料生产线产能不能拆分转让。 (6) 用于置换的产能指标，严格依据项目备案或核准文件上的产能确定。
置换比例 确定	(1) 位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于2:1 和 1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于1.5:1 和 1:1。 (2) 使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于2:1。	(1) 位于国家规定的大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域产能置换建设项目置换比例分别不低于 2:1 和 1.5:1。产能置换比例按建设地点区域界定。大气污染防治重点区域依据《中共中央 国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》以及生态环境部相关文件界定。 (2) 同一法人同一厂区内产能置换比例为 1:1。 (3) 使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于 2:1。 (4) 西藏自治区区内产能置换比例为 1:1。 (5) 以工业废渣、尾矿渣等固体废物为主要原料，且石灰石替代率不低于 90%的水泥熟料建设项目，省内产能可实施等量置换。
置换比例 例外情形	新建白色硅酸盐水泥熟料项目，其产能指标可减半，但新建白色硅酸盐水泥熟料项目产能不能再置换为通用水泥和其他特种水泥熟料。其他特种水泥产能置换比例与通用水泥相同。	(1) 白色硅酸盐水泥、硫铝酸盐、铁铝酸盐、高贝利特水泥熟料建设项目实施等量置换，且熟料产能再次置换时只能置换为同类产品。其他特种水泥产能置换比例与通用水泥相同。 (2) 位于国家规定的大气污染防治重点区域或水泥熟料产能利用率低于 50%省区的新建水泥熟料生产线，原则上不得从省外置换产能。

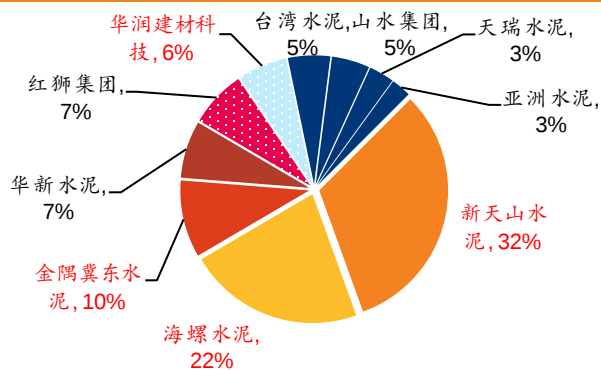
资料来源：中国政府网、工信部、天风证券研究所

注：标红部分为前后版本对比修改内容，标蓝部分为前次删除或后次新增内容

2.3. 上半年行业盈利大幅承压，企业利润诉求增强

上半年水泥行业盈利大幅承压，企业利润诉求明显增强。我们统计的 13 家水泥上市公司 24 年一季度合计归母净利润亏损 15 亿元，系 16 年以来单季度首次亏损，且亏损总额超过上一轮 15-16 年底部。据数字水泥网统计，1-5 月水泥行业亏损 34 亿元，企业亏损面超过 55%，从上半年水泥公司发布的业绩预告来看，万年青，上峰水泥，宁夏建材，华润水泥同比大幅下滑 60%以上，天山股份、冀东水泥、西藏天路、福建水泥上半年业绩亏损，反映当前水泥行业已面临较大的盈利压力。而水泥行业中，头部企业基本为央国企，2023 年水泥熟料排名前十水泥企业，央企产能 7.44 亿吨，占比达 70%，在整体财政背景承压和国央企加大对上市公司考核背景下，其下半年对利润诉求或将更强。我们对下半年水泥价格仍保持相对乐观，一方面，强利润诉求下，预计头部企业下半年价格推涨的力度或将加大；另一方面，我们预计下半年产量同比降幅或将逐步收窄，环比有望改善，对涨价提供支撑。

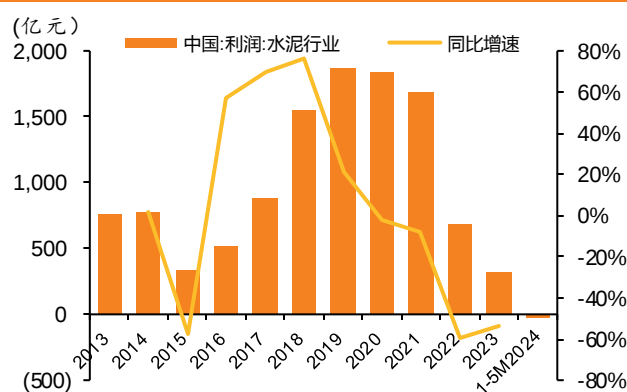
图 33：2023 年水泥熟料前十产能及占比



资料来源：水泥网、天风证券研究所

注：标红为央企企

图 34：2013-2024 年 5 月水泥行业利润情况



资料来源：Wind、中国水泥杂志公众号、新华网、数字水泥网、天风证券研

究所

表 6：水泥企业单季度归母净利润（亿元）及同比增速

公司名称	23Q1		23Q2		23Q3		23Q4		24Q1		24Q2	
	归母净利润	同比	归母净利润	同比增速	归母净利润	同比	归母净利润	同比	归母净利润	同比	归母净利润	同比
海螺水泥	25.5	-48%	39.2	-20%	22.0	-15%	17.6	-46%	15.0	-41%	——	——
天山股份	-12.3	-220%	13.7	-44%	-0.9	-116%	19.1	301%	-19.2	-56%	-12.8	由盈转亏
冀东水泥	-7.9	-240%	4.2	-69%	0.5	-91%	-11.8	-325%	-11.0	-39%	2.9	-31%
华新水泥	2.5	-63%	9.4	3%	6.8	7%	8.9	87%	1.8	-28%	——	——
上峰水泥	1.7	-49%	3.6	-2%	1.7	22%	0.4	-57%	0.1	-92%	——	——
万年青	0.9	-56%	1.7	-38%	0.4	-44%	-0.8	55%	-0.1	-110%	0.1	-94%
福建水泥	-1.0	-107%	-0.3	20%	-0.9	14%	-0.9	-115%	-0.8	16%	-0.2	亏损减小
塔牌集团	2.3	342%	2.5	107%	1.3	284%	1.3	-21%	1.5	-36%	0.8	-68%
华润水泥	-0.3	-105%	6.1	-39%	0.8	171%	-0.1	-115%	-0.3	11%	1.8	70%
宁夏建材	0.1	-56%	1.5	-61%	1.4	-35%	0.1	108%	-0.2	-339%	0.7	-53%
青松建化	0.1	182%	2.6	5%	2.4	62%	-0.4	-366%	-0.1	-298%	——	——
西藏天路	-0.8	-50%	-1.5	-76%	-0.3	63%	-2.7	-1%	-0.7	13%	-0.1	亏损减小
亚洲水泥	0.4	-67%	1.6	-18%	-0.8	-234%	-0.1	-121%	-1.3	-419%	——	——
合计	11.1		84.3		34.3		30.5		-15.3			

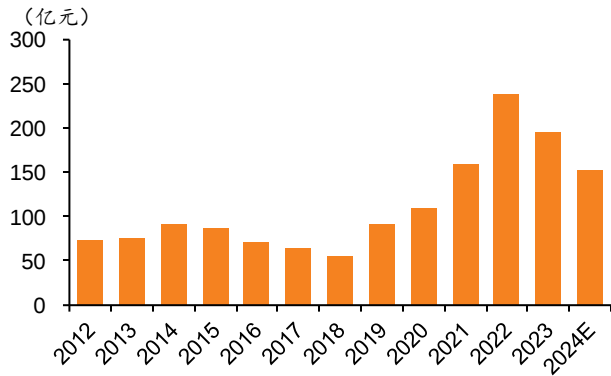
资料来源：Wind、天风证券研究所

2.4. 分红能力逐渐增强，ROE 提升有望催化估值修复

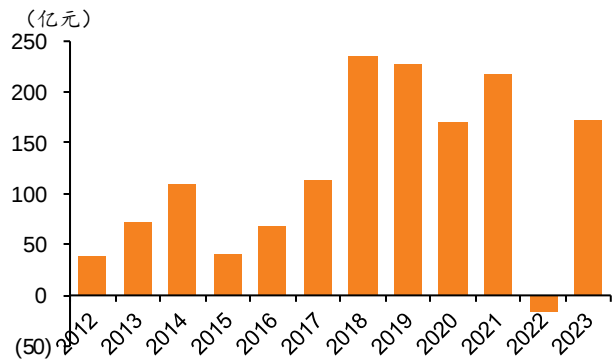
资本开支进入下行期，分红能力增强。水泥龙头海螺水泥过去资本开支主要用于项目建设、并购重组、矿权购置等，2022 年公司资本开支达到顶峰 239 亿元，但 2023 年以来，随着水泥行业需求景气度回落，公司的扩张也阶段性进入尾声，资本开支下降至 195 亿元，2024 年预计进一步降低至 152 亿元。而从自由现金流角度，公司 2023 年自由现金流达到 173 亿元，较 2022 年明显改善，虽比 18-21 年高峰期有所下降，但仍然远高于 17 年之前水平。我们认为头部企业的表现能够一定程度上代表整个行业的变化，由于水泥行业一般实行现款现货交易，经营性现金流状况相对较优，而资本开支将逐渐下降，水泥企业的现金储备仍有望稳步增长。

图 35：海螺水泥资本开支情况

图 36：海螺水泥自由现金流情况



资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

水泥公司分红比例自 18 年以来逐年提升。我们统计了 2018 年以来的分红情况，2018 年现金分红（含回购）总额为 168 亿，分红比例为 34%，2023 年已达 55%。从分红金额来看，2021 年水泥行业主要上市公司共分红 251 亿，创下阶段性新高，而后受行业盈利下滑影响，分红金额有所下降，但分红比例自 18 年开始逐年提升。分公司来看，塔牌集团分红水平相对较高，2023 年达到 79%，海螺水泥、上峰水泥、天山股份 2023 年提升至 50%及以上，万年青相对较低，冀东水泥由于 23 年亏损未进行现金分红。中长期来看，一方面水泥企业的现金储备逐渐增厚，分红能力预计将会增强，另一方面，随着 24 年初国资委提出将市值管理纳入央企负责人考核，并要求加大现金分红力度，预计未来水泥公司分红意愿有望也会更强，我们认为水泥仍是当前较好的红利资产。

表 7：水泥公司分红情况

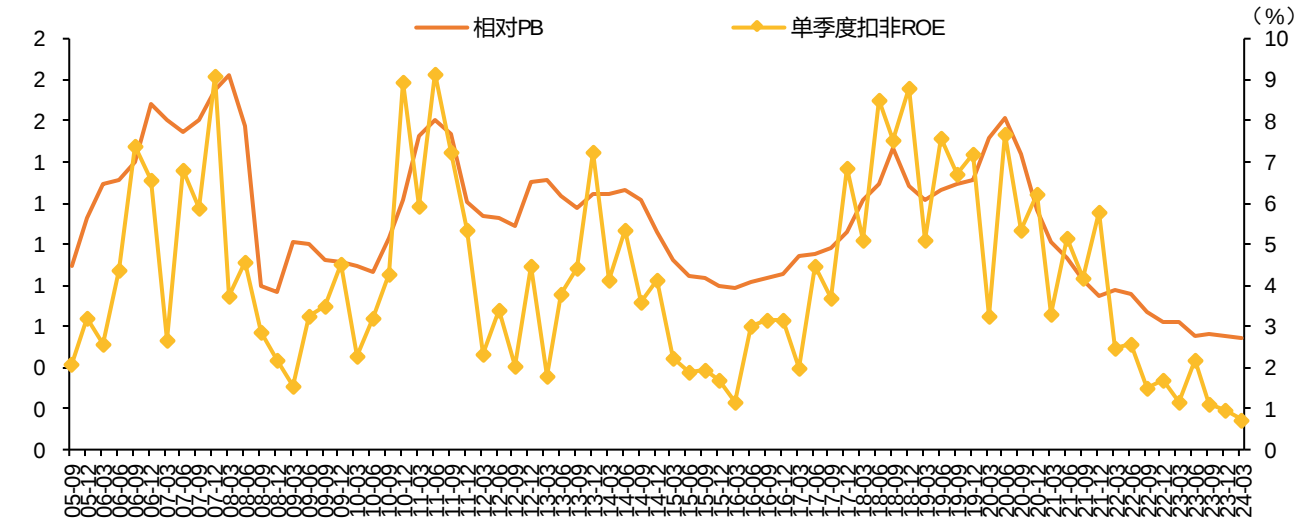
公司名称	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额
海螺水泥	30%	89.6	32%	106.0	32%	112.3	38%	126.1	50%	78.4	52%	54.1
天山股份	32%	4.0	33%	5.3	33%	5.0	23%	28.6	51%	23.4	50%	9.9
冀东水泥	36%	5.4	25%	6.7	25%	7.1	71%	19.9	50%	6.7	0%	
华润建材科技	48%	33.3	48%	37.7	48%	36.6	39%	30.6	41%	8.0	47%	3.0
华新水泥	33%	17.2	40%	25.3	40%	22.6	39%	20.9	40%	10.7	40%	11.0
塔牌集团	59%	10.1	58%	10.1	50%	8.9	54%	10.0	133%	3.5	79%	5.9
上峰水泥	22%	3.2	31%	7.2	34%	6.8	37%	8.1	35%	3.3	51%	3.8
万年青	43%	4.9	41%	5.6	38%	5.6	40%	6.4	53%	2.1	31%	0.7
合计	34%	168	35%	204	35%	205	37%	251	49%	136	55%	88

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：现金分红总额含回购，单位：亿元

相对 PB 反映未来 ROE 变动预期，下半年估值存修复空间。我们用水泥公司市净率/沪深 300 市净率代表水泥的相对估值，以海螺水泥为例，从过去 20 年来看，海螺水泥 ROE 提升往往能催化相对 PB 提升，如 05-07 年、09-11 年以及 15-18 年，而从 20 年开始，ROE 进入下行通道，相对估值也持续下滑，但相对 PB 是未来 ROE 变动的领先指标，例如海螺水泥相对 PB 于 23Q2 基本触底，而后虽然单季度 ROE 仍在下滑，但 23 年下半年开始至今相对 PB 基本稳定在 0.54-0.56 倍，未出现进一步下降。因此，我们认为当前水泥板块估值端具备较高的安全边际，随着水泥价格触底回升，ROE 有望出现向上拐点，估值端有望逐步修复。

图 37：海螺水泥单季度 ROE 及相对 PB 统计



资料来源：Wind、天风证券研究所

我们认为可以通过三条主线筛选优质企业：1）水泥业务具备较厚盈利底（体现在上半年行业底部利润仍为正），分红能力强，股息率较高，推荐海螺水泥、塔牌集团，关注华润建材科技。2）非水泥业务和海外水泥业务的第二增长曲线驱动，推荐西部水泥、华新水泥。华新水泥 23 年非水泥业务收入占比+10.7pct 达 43%，毛利占比高达 44%，且公司海外业务收入占比+2.4pct 达 16.3%。公司不断扩张海外布局，增长动能显著；西部水泥作为中资出海非洲的龙头企业，23 年海外利润已成为主要增长点，随着 24-26 年产能逐步落地，海外利润仍有较大增长弹性；3）区域需求有催化，例如西藏，受益于墨脱水电站建设，需求端有望持续放量，一方面区域水泥价格看涨空间大，另一方面随着产能利用率提升，公司成本端也有下降空间，推荐西藏天路。

表 8：各水泥公司经营情况

公司名称	总市值 (亿元)	销量 (万吨)	吨均价 (元/吨)	吨成本 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	归母吨 净利 (亿元)	自由现 金流 (亿元)	净现金 (亿元)	PB.LF	分红比 率	股息率
海螺水泥	1,120	29300	266	199	67	37	172.7	493.0	0.66	51.82%	4.21%
天山股份	372	26332	270	231	39	2	-23.3	-883.9	0.46	50.26%	2.66%
冀东水泥	121	9324	258	235	23	-19	18.5	-135.9	0.44	—	—
华新水泥	229	6190	311	231	81	26	12.3	-126.3	0.99	39.89%	3.97%
塔牌集团	85	1852	283	210	73	36	2.7	54.9	0.73	78.95%	6.86%
上峰水泥	61	2145	249	188	60	18	5.9	13.4	0.72	51.38%	6.23%
福建水泥	13	855	238	254	-16	-34	-2.1	-15.1	1.20	—	—
万年青	37	2449	214	214	0	-10	0.5	14.9	0.54	31.40%	1.96%
青松建化	50	902	405	268	138	78	4.7	-1.8	0.83	34.63%	3.19%
华润建材 科技	112	6455	273	240	32	-17	-11.5	-134.9	0.24	46.75%	2.92%
西部水泥	57	2050	392	281	111	31	-14.1	-86.2	0.42	29.82%	2.40%
西藏天路	77	407	524	439	85	-8	1.3	-17.6	2.13	—	—

资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

注：1）统计口径为水泥+熟料；2）市值、PB、股息率数据截止 2024/8/15，其余数据截止 2023 年末。

3. 玻纤：Q2 价格迎来反弹，产能冲击或有限

3.1. 需求：上半年稳中有增，期待出口、风电、电子等领域景气回升

24 年上半年玻纤实际消费量同比有所提升。由于玻纤行业产能刚性特点，我们认为玻纤产量可通过行业在产产能近似替代，由于数据可得性等原因，我们未考虑下游加工厂及经销商库存变化，假设其维持稳定，因此结合生产商库存变化以及玻纤净出口量算出国内玻纤实际需求情况。从 24 年上半年来看，国内玻纤实际需求约 265 万吨，同比增长 14%，若考虑到下游中间商及加工商补库存等因素，预计实际消费量同比增速或略低于理论数据。海外方面，上半年我国玻纤及制品净出口量为 104 万吨，同比增长 22%，整体来看，上半年玻纤需求端展现出向上趋势。

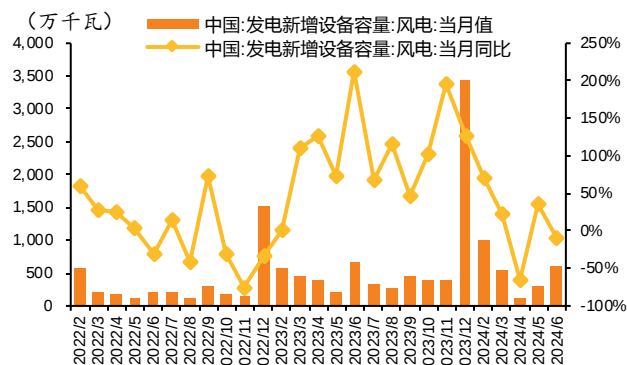
表 9：玻纤月度实际需求

日期	月底玻纤 纱产能 (万吨)	单月产量 (万吨)	月末生产 商库存 (万吨)	库存月度 环比变化 (万吨)	玻纤纱及 制品进口 量(万吨)	玻纤纱及 制品出口 量(万吨)	玻纤纱及 制品净出 口量(万 吨)	国内玻纤 实际消费 量(万吨)	国内+出 口实际需 求(万吨)
23-01	658	54.8	75.0	10.7	1.2	14.8	13.6	30.5	44.1
23-02	670	55.8	82.0	7.0	0.9	13.5	12.6	36.3	48.8
23-03	676	56.3	80.0	-2.0	1.0	16.2	15.2	43.1	58.3
23-04	679	56.6	76.5	-3.5	0.8	15.0	14.3	45.8	60.1
23-05	679	56.6	78.3	1.8	0.9	15.6	14.7	40.1	54.8
23-06	692	57.7	85.0	6.7	1.1	16.0	14.9	36.1	51.0
23-07	692	57.7	89.1	4.1	1.0	15.6	14.6	39.0	53.6
23-08	692	57.7	92.8	3.7	1.0	15.2	14.2	39.8	53.9
23-09	677	56.4	90.1	-2.7	1.0	14.1	13.1	46.0	59.1
23-10	677	56.4	86.7	-3.5	1.1	14.3	13.2	46.7	59.9
23-11	682	56.8	84.9	-1.8	1.2	15.3	14.1	44.5	58.6
23-12	681	56.7	84.3	-0.6	1.2	15.3	14.1	43.2	57.3
24-01	697	58.1	85.2	1.0	0.9	18.3	17.4	39.7	57.1
24-02	685	57.1	90.6	5.4	0.7	14.7	14.0	37.6	51.7
24-03	691	57.6	79.4	-11.2	0.8	19.4	18.6	50.2	68.8
24-04	691	57.6	60.2	-19.2	0.8	17.6	16.8	60.0	76.8
24-05	702	58.5	57.9	-2.3	1.1	20.1	19.0	41.7	60.7
24-06	702	58.5	62.8	4.8	1.1	19.4	18.3	35.4	53.7

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

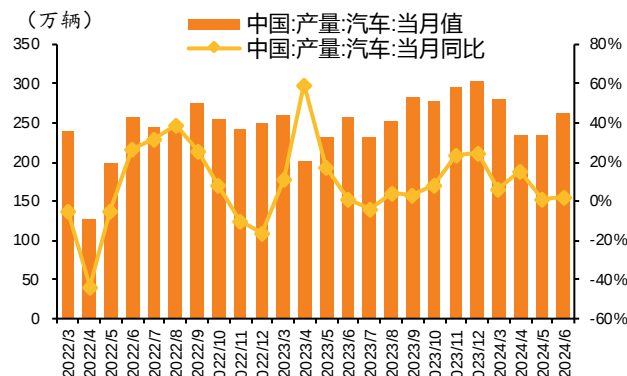
传统领域景气度或相对承压，汽车、风电、海外均有增长。分领域来看，粗纱下游与建筑相关的传统领域受房地产投资下滑拖累，玻纤需求量或有下滑，但相比于发达国家，我国玻纤材料的使用比例仍然较低，玻纤对传统材料有较大的替代空间；汽车方面，24 年 1-6 月我国汽车产量累计同比增长 5.7%，新能源汽车同比增长 34%，受汽车下乡等政策的积极催化，我们认为汽车相关热塑纱需求或保持较快增长；风电方面，23 年我国新增招标 118GW，24 年上半年累计新增招标 84.82GW，同比+97%。从装机量来看，24 年上半年我国风电新增装机 25.84GW，同比+12.4%，从招标量传导来看，我们预计下半年风电领域需求有望持续高增。出口方面，23 年我国玻纤纱及制品净出口量同比小幅下滑 1.5%，24 年上半年同比增长 22%，海外需求恢复明显，预计主要受欧美制造业 PMI 景气度回升拉动，我们认为下半年受益于美国补库存需求释放，玻纤及制品出口有望稳中有增。

图 38：我国风电新增装机及同比增速



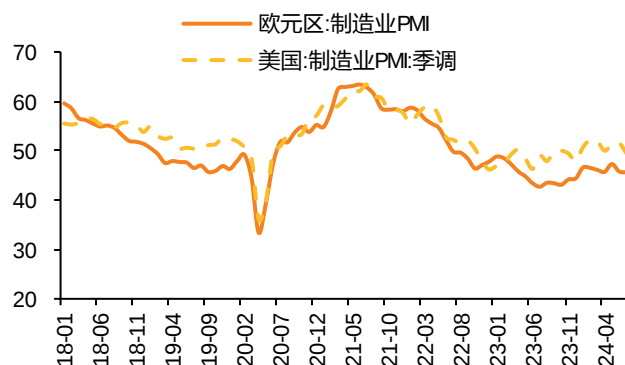
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 39：我国汽车产量及同比增速



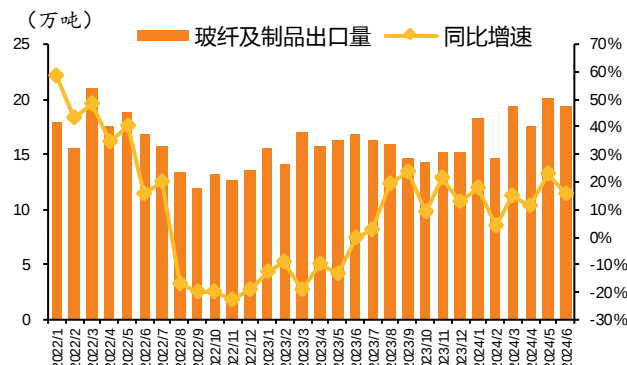
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 40：欧元区、美国制造业 PMI



资料来源：Wind、天风证券研究所

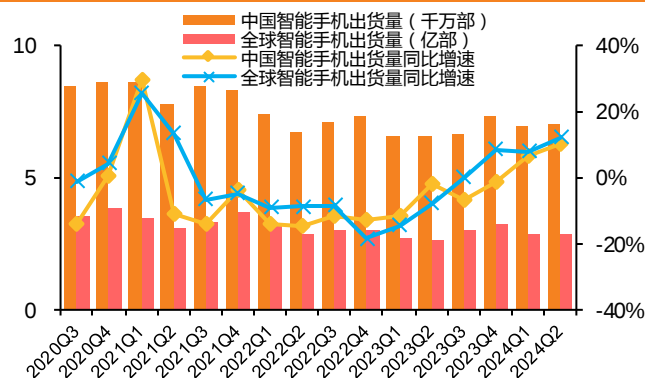
图 41：我国玻纤及制品出口量及同比增速



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

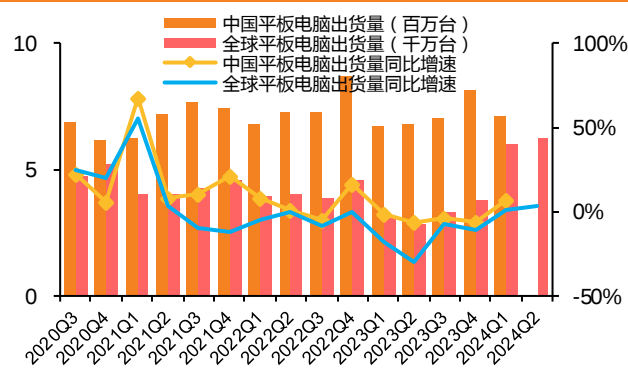
24 年以来消费电子复苏趋势基本确认，电子纱需求景气向上。电子纱来看，其下游与电子行业相关度较高，其产业链下游依次为覆铜板（CCL）、印制电路板（PCB），终端应用于消费电子等领域。近年来下游 PCB 需求经历两轮快速上行期，第一轮出现在 17-18 年，主要受 5G 建设拉动带来的基础设施建设及电子产品升级需求放量，第二轮出现在 20-21 年，电子行业需求实现了以“宅经济”为主题的增长，同时电动汽车景气度上升带来车联网、电动化等领域的需求放量。2023 年台股印刷电路板制造业累计收入同比下滑 19%，景气度触底，24 年以来增速逐渐回正。终端需求来看，24H1 消费电子需求复苏趋势已基本确认，据 IDC 数据，24Q2 中国/全球智能手机出货量均延续增长趋势，同比分别+10%/+12%达 7 千万/2.88 亿部，分别实现连续 2/3 个季度同比正增长。平板电脑方面，24Q1 中国/全球平板电脑出货量同比分别+6.6%/+1.5%达 713/5980 万台，同比实现转正，24Q2 全球平板电脑出货量环比继续增长 5.0%达 6280 万台，同比延续正增长。我们认为随着 AI 手机、AIPC 等产品发布，有望推动消费电子行业景气度持续提升。

图 42：2020Q3-2024Q2 中国与全球智能手机出货量及同比增速



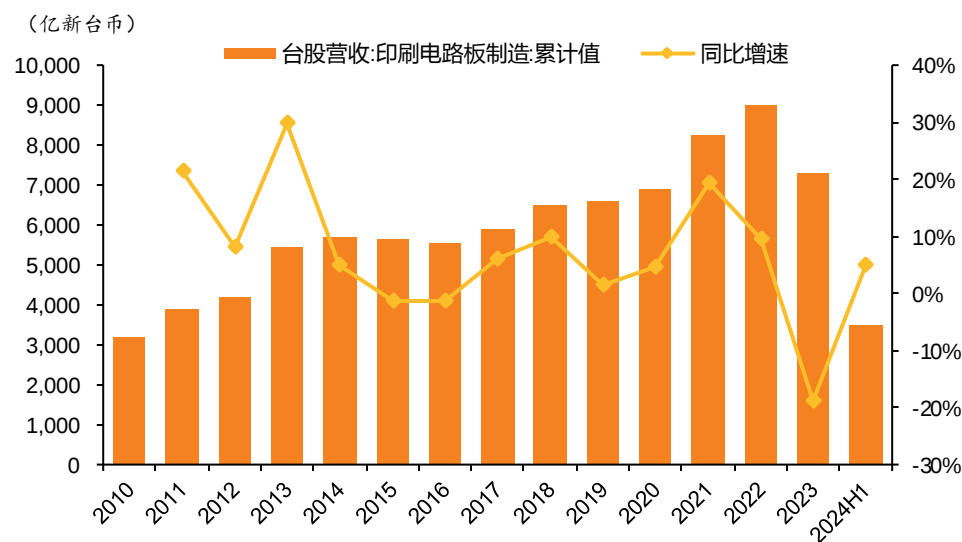
资料来源：IDC、36kr、Canalys、天风证券研究所

图 43：2020Q3-2024Q2 中国与全球平板电脑出货量及同比增速



资料来源：IDC、Canalys、天风证券研究所

图 44：台股营收：印刷电路板制造：累计值



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 供给：粗纱冲击有望低于预期，电子布格局良好

我们通过统计 23 年和 24 年新点火/投产产线所对应的当年和次年产能冲击量，来测算供给端实际产能冲击情况。

1) 粗纱方面：我们统计 23 年粗纱新点火和复产产能合计 53 万吨，同时行业共 4 条生产线开启冷修，合计产能 27 万吨，产能净增 26 万吨。24 年来看，我们预计新点火产能达到 95 万吨，截止 24 年 7 月底新点火产线 5 条，合计产能 50 万吨，主要系山东玻纤，中国巨石及内蒙古天皓玻纤，潜在点火企业包括邢台金牛，长海股份及泰山玻纤，同时 23 年年底至今行业共 3 条产线冷修，合计产能 13 万吨，我们测算 24 年行业实际供给冲击约 51.8 万吨。

2) 电子纱方面：我们统计 23 年仅台玻台嘉 1 条生产线点火复产（产能 3 万吨），24 年至今行业共 2 条产线复产，合计产能 6.8 万吨，暂无预期新点火产线，且已有两条产线冷修（合计产能 8 万吨），**测算 24 年实际供给约减少 5.8 万吨。**

表 10：2023 年和 2024 年新点火/复产粗纱产线

企业	产线	年产能(万吨)	产品	点火日期	当年产能冲击(万吨)	次年产能冲击(万吨)
2023 年						
泰山玻纤	邹城 4 线	12	无碱粗纱	2023/2/9 复产	9	3
中国巨石	九江 3 线	20	无碱玻纤粗纱	2023.5.30	8.3	11.7
重庆国际	F13	15	无碱玻纤粗纱	2023/10/31	0	15
重庆国际	大渡口 F02	6	无碱粗纱(TM2)	23 年 3 月底复产	3.5	2.5
台玻台嘉	成都 1 线	3	电子纱	2023/3/1 复产	2	1
小计		56			22.8	33.2
2024 年						
山东玻纤	沂水 6 线	3	超高模	24 年 1 月 16 日点火	2.5	0.5
山东玻纤	沂水 7 线	15	高模量玻纤	24 年 1 月 16 日点火	12.5	2.5
内蒙古天皓玻纤	呼和浩特 1 线	12	ECR 玻纤	24 年 3 月 26 日点火	7	5
中国巨石	淮安 1 线	10	无碱粗纱(短切)	24 年 5 月 10 日点火	5	5
中国巨石	淮安 2 线	10	无碱粗纱(短切)	24 年 7 月 26 日点火	2.5	7.5
邢台金牛	5 线	15	无碱玻纤粗纱	已在建设, 24 年 7 月底计划点火	5	10
长海股份	4 线	15	合股纱	基本建成, 预计 24 年二季度末或三季度初点火	5	10
泰山玻纤	山西 1 线	15	无碱玻纤粗纱	一期 15 万吨已动工, 预计 24 年三季度计划点火	8.75	6.25
小计		95			48.25	46.75

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

表 11：2023 年和 2024 年冷修/停产粗纱产线

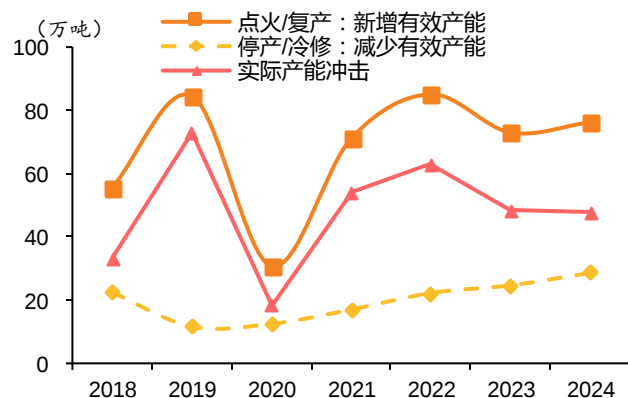
企业	产线	年产能(万吨)	产品	冷修/停产日期	当年产能冲击(万吨)	次年产能冲击(万吨)
2023 年						
重庆国际	长寿 F10 线	12	无碱粗纱	23 年 8 月底冷修	-4	-8
邢台金牛	邢台 2 线	3	无碱粗纱	23 年 9 月初冷修	-1	-2
九鼎新材	莘县 1 线	7	无碱粗纱	23 年 6 月初冷修	-4.1	-2.9
内江华原	威远 6 线	5	无碱粗纱	2023/11/7 冷修	-0.8	-4.2
小计		27			-9.9	-17.1
2024 年						
山东玻纤	沂水 4 线	6	无碱粗纱	24 年 2 月冷修	-5.5	-0.5
长海股份	常州 1 线	3	无碱粗纱	23 年年底	-3	0
邢台金牛	老厂 2 线	4	无碱粗纱	2024/4/7	-3	-1
泰山玻纤	邹城 5 线	5	电子纱	2024/1/20	-4.6	-0.4

四川玻纤	德阳 1 线	3	电子纱	2024/3/31	-2.3	-0.8
小计		21			-18.3	-2.7

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

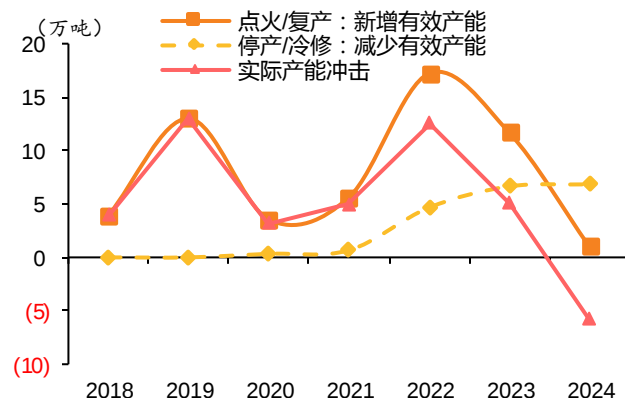
二线企业粗纱产能投放相对谨慎，电子纱/电子布供给格局良好。过去两轮产能投放高峰期分别集中在 18 年以及 21 年，新增产能一般需要 2 年左右的消化期，20 年及 23 年对应产能投放较少的年份，在新建产能方面，头部企业和二线企业的策略有所不同，体现为头部企业产能投放更坚决，在盈利底部仍保持自身投产节奏，但二线企业往往选择在盈利相对高位投产，而在盈利下行期策略较为保守。因此 24 年来看，虽然盈利环比有所恢复，但仍然处于历史相对底部水平，终端需求向上的弹性仍然偏弱，因此我们预计二线企业在产能投产方面或仍旧保持较为谨慎态度，且考虑到潜在冷修情况，我们预计下半年实际新增产能冲击有可能低于预期。而电子纱行业由于具有较高的技术、资金，以及客户认证壁垒，因此市场集中度较高，新进入行业难度较大，且本身行业潜在新增产能较少，24 年电子纱实际供给冲击已达负值，预计未来行业格局或持续向好运行。

图 45：2018-2024 年粗纱实际产能冲击



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 46：2018-2024 年电子纱实际产能冲击

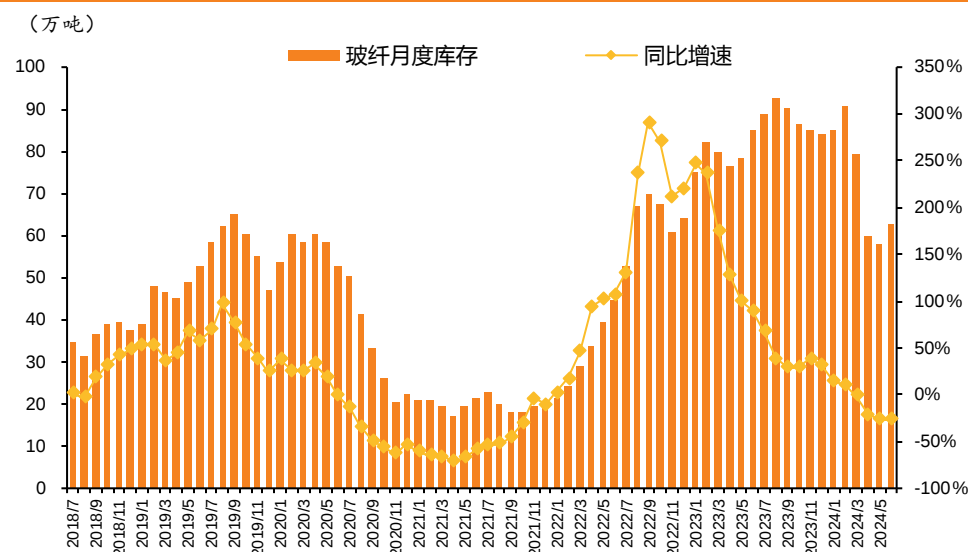


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

3.3. Q2 价格触底反弹，短期粗纱看稳，电子布仍有提价可能

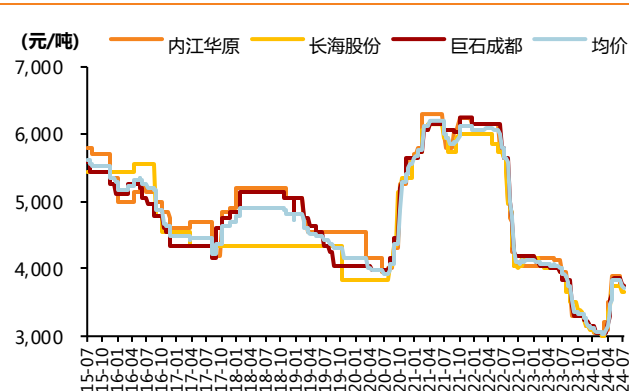
需求边际改善+企业策略调整带动粗纱价格 Q2 开始反弹。粗纱价格自 15 年来历经两轮波动周期，上一轮周期高点出现在 2021-2022 年，自 22 年下半年以来粗纱价格开始一路下行，至今年 3 月底 2400x 缠绕直接纱均价跌至 3033 元/吨底部位置，刺破上两轮价格底部，一季度行业亏损已较为严重，我们预计一方面因需求端比之前更弱，另一方面受到头部企业竞争策略影响。24 年 3 月底龙头企业率先带头涨价，其后多家玻纤企业紧密接续发布涨价通知，针对直接纱、合股纱等产品价格上调 300-600 元/吨，而后 4-5 月份再次对玻纤细纱及短切毡产品价格进行恢复性调价，涨幅 300-600 元/吨不等，6 月初巨石再次对公司全系列风电用纱及短切原丝复价 10%。我们认为此轮涨价的原因一方面在于需求淡旺季切换，另外我们认为与头部企业竞争策略的调整也有关。玻纤企业涨价进一步催生了下游中间商补库需求释放，3-5 月玻纤生产商库存持续消化，截至 6 月末库存达 62.8 万吨，环比有小幅回升，较 2 月末高库位下滑 30%，同比低 26%。截止 24 年 7 月 25 日，2400x 缠绕直接纱均价较底部已提涨 23% 达 3717 元/吨。从企业盈利情况来看，龙头企业中国巨石 24Q1 毛利率/扣非归母净利润率已跌至历史低位，分别达 20.1%/5.0%。而二线企业山东玻纤 24Q1 已达亏损。进入 24Q2 玻纤企业利润或环比改善，但受去年同期高基数影响，同比或仍有较大幅度下滑，我们预计下半年业绩同比或逐步实现企稳回正。

图 47：玻纤月度库存及同比增速



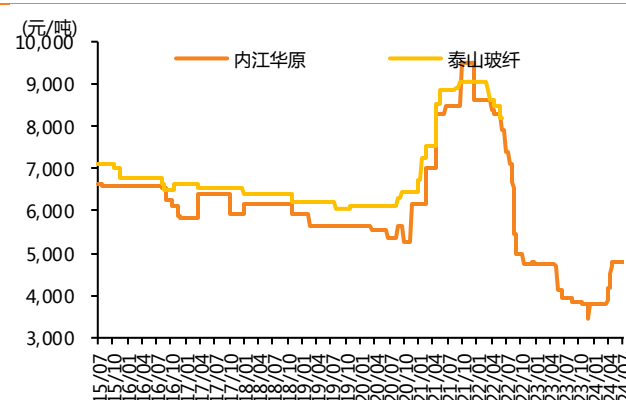
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 48：2400x 缠绕直接纱价格走势



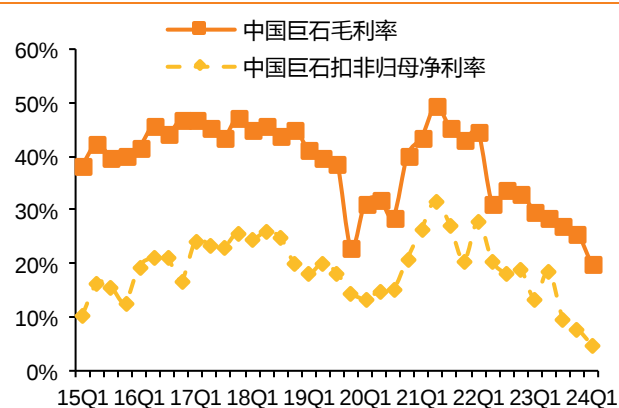
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 49：2400texSMC 合股纱价格走势



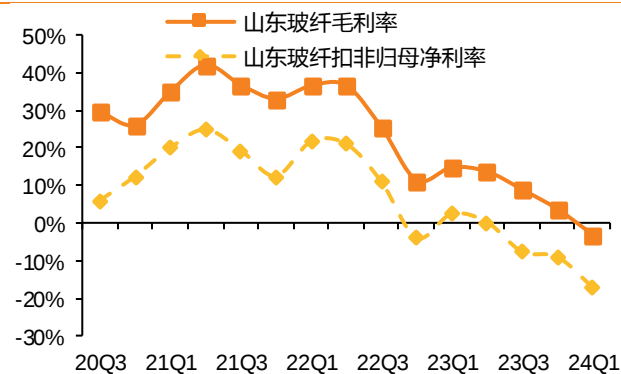
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 50：中国巨石单季度毛利率/扣非归母净利润率



资料来源：Wind、天风证券研究所

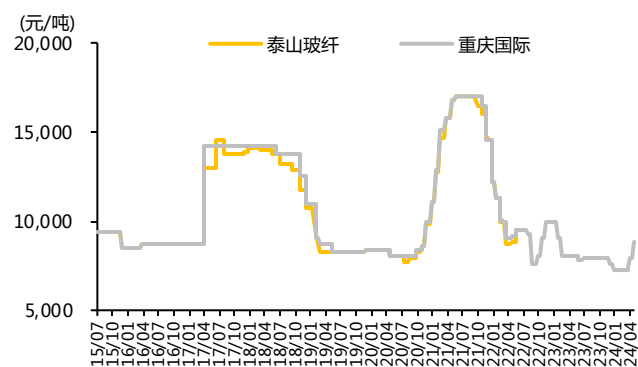
图 51：山东玻纤单季度毛利率/扣非归母净利润率



资料来源：Wind、天风证券研究所

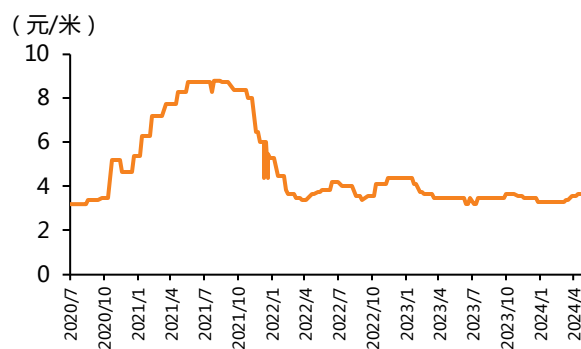
电子纱/电子布涨价前景好于粗纱。电子纱/电子布价格周期性亦十分明显，自 15 年以来行业共经历两轮周期，每轮周期的起点均为供给相对平稳状态下需求发力。自 21 年年底以来电子纱价格经历了连续两年多的下跌，24 年 4 月初跌至底部 7249 元/吨，电子布价格跌至底部 3.30 元/平米。4 月初电子纱/电子布厂商开始提价，截止 24 年 7 月 25 日，电子纱价格较低点提涨 27% 达 9200 元/吨，电子布价格提涨 21% 达 4.0 元/米。从企业盈利情况来看，受益于价格端的修复，以电子布销售为主的宏和科技 24Q1 毛利率/扣非归母净利润率分别达 12.2%/-5.8%，或均已实现触底反弹。我们认为当前电子纱/电子布供需格局好于粗纱，价格提涨动能更强。

图 52：电子纱价格走势



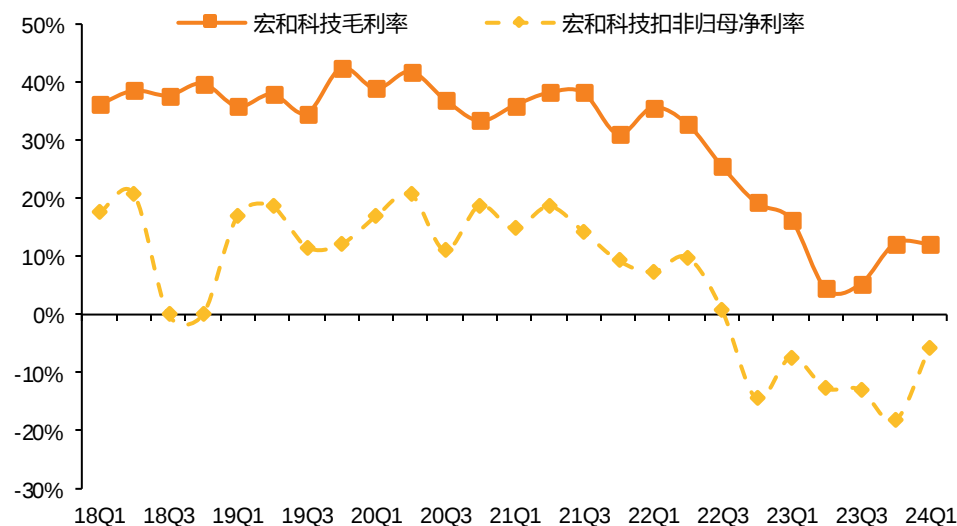
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 53：电子布价格走势



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 54：宏和科技单季度毛利率/扣非归母净利润率



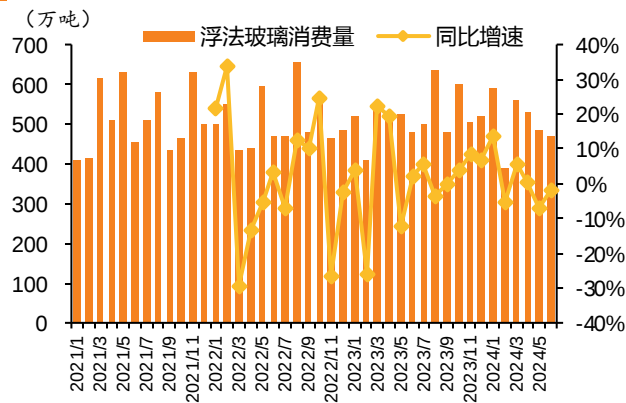
资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 玻璃：盈利回落，关注供需动态平衡情况

4.1. 需求：竣工存下行压力，深加工渗透率提升有望带来一定增量

需求端受竣工景气下滑影响，但深加工玻璃渗透率持续提升或带来一定增量。2023 年在保交楼政策驱动下，全年地产竣工面积呈现较好增长，带动浮法玻璃需求稳增，库存持续减少，截止 23 年末降至 2995 万重箱。进入 24 年以来，地产竣工景气度有所回落，截止 24 年 6 月，房地产竣工面积同比下滑 21.8% 达 2.65 亿平。受此影响，今年上半年浮法玻璃需求承压，累库斜率亦较往年加大，截止 24 年 7 月 25 日达 6040 万重箱，同比+1585 万重箱。从浮法玻璃消费量来看，我们计算 24H1 同比小幅增长 1.3%，表现好于竣工情况，我们预计主要或受深加工玻璃渗透率提升影响，我们测算 24H1 末深加工玻璃（包含中空玻璃、夹层玻璃、钢化玻璃）产量同比增长 9.8%。未来竣工端仍然存在下行压力，但受存量改造需求释放、深加工玻璃渗透率提升拉动，需求端仍有一定支撑。

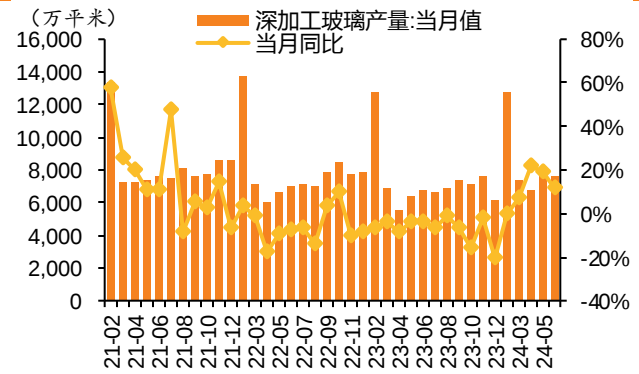
图 55：21 年-24 年 6 月浮法玻璃消费量及同比增速



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

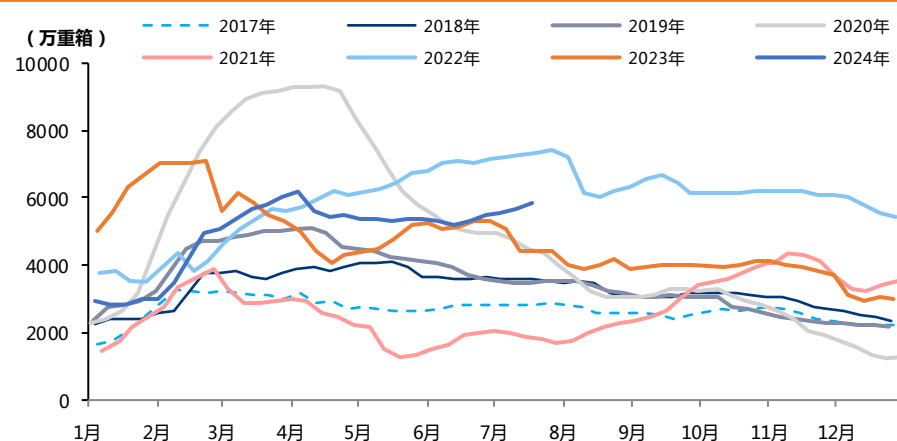
注：浮法玻璃消费量未剔除下游加工商、贸易商库存变化影响

图 56：21 年-24 年 6 月深加工玻璃产量及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 57：浮法玻璃库存

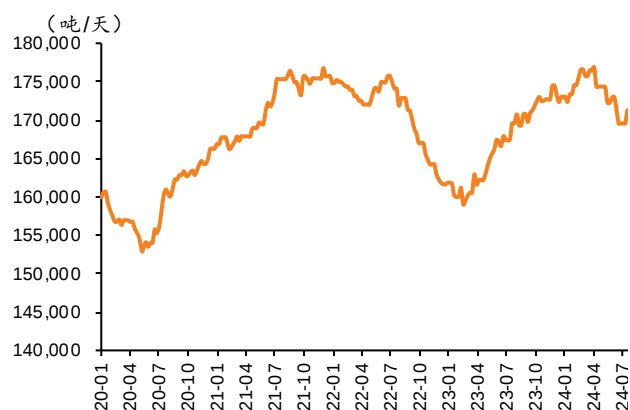


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

4.2. 当前潜在冷修产能仍然较多，供给有望加快收缩

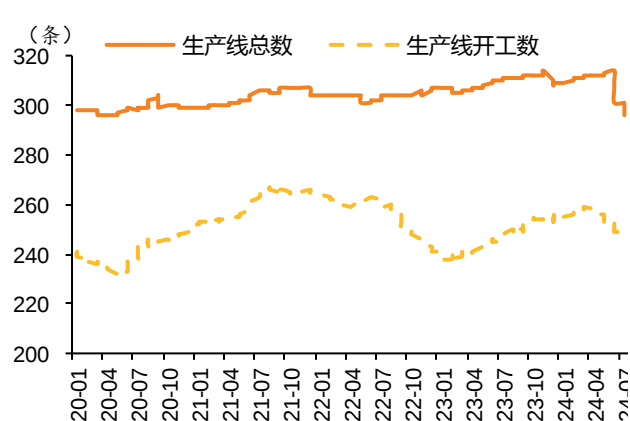
24H1 供给同比增 7 个点，Q2 产线冷修提速，当前日熔量为 17.1 万吨。浮法玻璃供给自 20 年至今走出两轮周期波动，20 年下半年随着玻璃价格快速上涨，停产产线开始加快复产，行业产能持续增长，至 21 年三季度最高达到 17.6 万吨/天，此后虽然需求景气度有所下降，但生产企业对旺季需求回暖仍有较强预期，产能高位延续至 22 年 7 月。此后开启新一轮冷修高峰，在产产能截至 23 年初已回到 16 万吨/天以下。而后随着行业盈利有所好转，前期冷修产线逐渐复产，在产产能持续高增。24 年以来在产产能呈现先升后降走势，至 Q1 末在产产能达历史高点 17.7 万吨/天，产线开工数同步增至 259 条。Q2 以来，受利润持续压缩影响，产线冷修速度加快，有 10 条产线合计 6800 T/D 产能开启冷修（Q1 仅 1 条 1000 T/D 产线冷修），Q2 浮法玻璃日熔量逐渐缩减，截止 24 年 7 月 25 日下降至 17.1 万吨/天，同比基本持平。上半年整体来看，日熔量均值为 17.4 万吨，同比仍高 6.7%。

图 58：浮法玻璃在产产能



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 59：浮法玻璃生产线数量



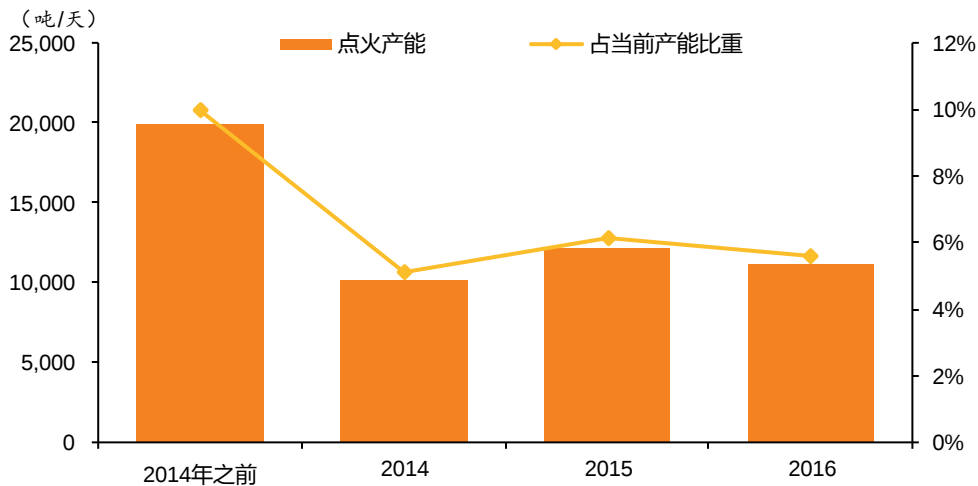
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

注：数据统计截止 24 年 7 月底

当前行业仍有 8.2%潜在复产产能，而潜在冷修产能占 26.8%，盈利压力下供给端有望加快收缩。我们统计 24 年 1-7 月，行业复产浮法玻璃生产线 8 条，合计产能 6000 T/D，新点火生产线 6 条，合计产能 5500 T/D，冷修及停产生产线 16 条，合计产能 11900 T/D。根据统计，23-24 年间冷修产线仍有 20 条未投产，合计产能 12510 T/D，除此之外，另有 5 条新建产线在 24 年有可能点火，合计产能 3915 T/D，因此未来一年行业潜在增量约 16425 T/D，占当前在产产能比重约 8.2%。

玻璃冷修周期通常在 8-10 年，预计 2014-2016 年间点火的产线已具备冷修必要条件，而 14 年之前点火产线冷修压力更大。据卓创资讯显示，14 年之前、14 年、15 年、16 年点火的产线分别有 29/15/17/15 条，产能为 19900/10200/12200/11150T/D，占当前产能比重分别为 10.0%/5.1%/6.1%/5.6%，合计占比达 26.8%，较 23 年底约缩减 3.1pct。考虑到当前浮法玻璃利润端仍存一定压力，我们认为下半年若行业需求及价格仍处在低位，产线冷修节奏或有加快，而新点火节奏或将放缓，供给端压力有望减弱。

图 60：2016 年及之前玻璃点火产能及占当前产能比重



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

表 12：2023-2024 年国内冷修未投产浮法生产线统计表

省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	品种	冷修时间
河北	沙河市安全实业有限公司	安全四线	600	白玻	2024 年 4 月
浙江	浙江旗滨玻璃有限公司	长兴三线	600	白玻	2024 年 6 月
河南	耀华（濮阳）玻璃有限公司	一线	400	白玻	2024 年 7 月
海南	信义玻璃（海南）有限公司	海南三线	600	白玻	2024 年 6 月
		海南四线	600	白玻	2024 年 4 月
四川	台玻成都玻璃有限公司	台玻一线	700	白玻	2024 年 4 月
	明达玻璃（成都）有限公司	明达一线	700	白玻	2024 年 5 月
	成都南玻玻璃有限公司	南玻三线	1000	白玻	2024 年 5 月
	信义节能玻璃四川有限公司	德阳二线	1000	白玻	2024 年 6 月
新疆	新疆光耀玻璃有限公司	光耀一线	600	白玻	2024 年 5 月
辽宁	信义玻璃（营口）有限公司	信义二线	1000	白玻	2024 年 2 月
河北	河北鑫利玻璃有限公司	一线	600	白玻	2023 年 2 月
	沙河市长城玻璃有限公司	长城一线	450	白玻	2023 年 3 月
天津	天津耀皮玻璃有限公司	天津二线	600	黑玻	2023 年 10 月
山东	山东金晶科技股份有限公司	金晶六线	600	白玻	2023 年 10 月
	滕州金晶玻璃有限公司	滕州一线	600	白玻	2023 年 10 月
广东	信义超薄玻璃（东莞）有限公司	东莞三线	500	灰玻	2023 年 6 月
陕西	中玻（陕西）新技术有限公司	咸阳二线	500	福特蓝	2023 年 6 月
青海	青海耀华特种玻璃股份有限公司	耀华一线	600	白玻	2023 年 12 月
重庆	重庆渝荣玻璃有限公司	一线	260	白玻	2023 年 1 月
合计			12510		

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

表 13：2024 年国内在建浮法生产线统计表

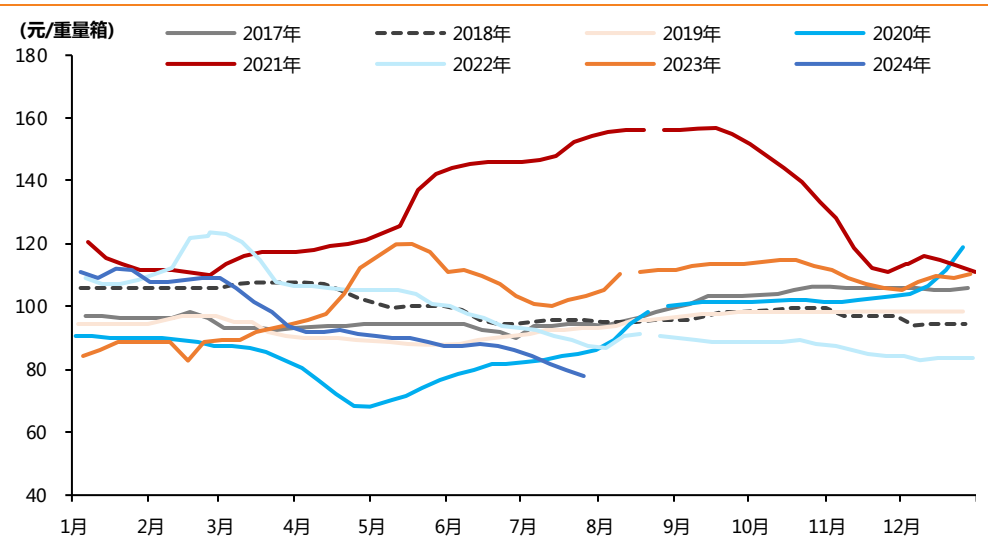
省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	进展
河北	河北正大玻璃有限公司	三线	1200	在建，计划 2024. 08 点火
		四线	850	拟建技改线
	河北德金玻璃有限公司	新线	1200	拟建，计划 2027 年 12 月份点火
	沙河市安全实业有限公司	超白线	1000	拟建，计划 2025 年 5 月份点火
湖北	武汉长利玻璃有限公司	洪湖四线	1000	一窑两线，在建，计划 2024. 10 点火
江西	江西透光陶瓷新材料有限公司	一线	1200	基本建成
	江西萍乡浮法玻璃厂	新区一线	500	筹建，老线搬迁置换
		新区二线	700	筹建，老线搬迁置换
福建	福建龙泰实业有限公司	二线	600	基本完工，点火时间待定
云南	信义玻璃控股有限公司	一线	700	在建，预计 2025 年点火
		二线	700	在建
四川	四川旗滨电子玻璃有限公司	电子线	65	高铝，在建，计划 2024 年 11 月点火
		电子线	150	中铝，在建，计划 2024 年 11 月点火
重庆	信义玻璃（重庆）有限公司	三线	600	筹建
贵州	贵州海生玻璃有限公司	凯里二线	700	在建，点火待定
		凯里三线	600	拟建
		凯里四线	600	拟建
辽宁	本溪玉晶玻璃有限公司	技改一线	1160	一窑三线，在建，产能指标原一线、四线，计划 2024 年底点火
吉林	双辽迎新玻璃有限公司	双辽三线	1500	在建，一窑三线，计划 2024. 09 点火
合计			15025	

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

4.3. 上半年价格持续下行，当前盈利回落空间有限

上半年玻璃价格持续下跌，短期或仍存调整空间，关注金九银十旺季情况。受需求景气下行及供给冲击增加影响，24 年上半年玻璃价格整体表现出下行趋势，Q1 价格先稳后降，春节后呈现出一轮较大的下跌行情，主要系春节期间累库超预期以及节后开复工率不及预期影响。Q2 以来玻璃价格震荡走低，截止 24 年 7 月 25 日 5mm 白浮法白玻价格下滑至 78 元/重量箱，同比下滑 25 元/重量箱，已降至近七年来同期历史低位。当前中下游观望情绪较浓，提货积极性不高，短期看价格或仍存调整空间。伴随着“金九银十”旺季需求临近，我们认为 Q3 玻璃价格或将走出阶段性恢复行情，Q4 淡季期间价格仍存一定下行压力，下半年或呈季节性先涨后跌走势，后市仍需关注地产竣工需求恢复情况及浮法玻璃点火及冷修进展。

图 61：5mm 浮法白玻价格走势

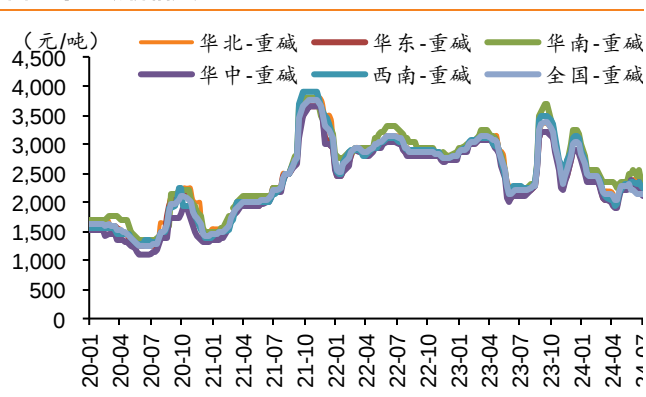


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

下半年成本端纯碱价格有进一步下行空间。玻璃生产成本中原材料和能源占总生产成本比例约 80%，其中纯碱（20-30%）及燃料（约 30%）占比较高，我们观测上半年全国重碱均价同比下降 19%达 2283 元/吨，主要受产能扩张带来供给增加影响，5 月份出现价格短暂反弹，主要受阶段性的检修和下游补库及政策利好带动。下半年来看，纯碱计划新增产能 240 万吨，供应压力较大，同时下游浮法玻璃需求存在下行压力，我们预计纯碱价格或仍存在下降预期。

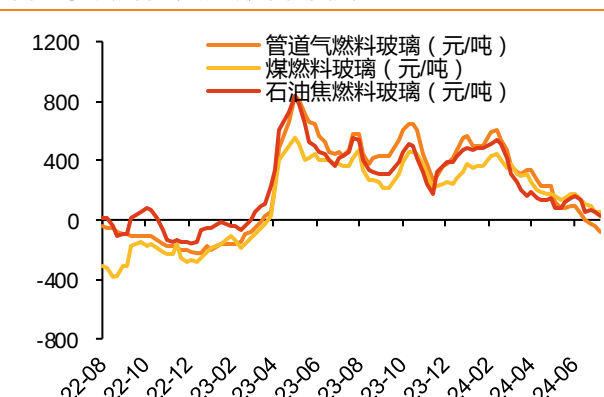
当前行业已现亏损，利润下降空间有限。受价格下滑影响，24 年以来浮法玻璃利润持续下滑，截止 7 月 25 日，管道气燃料/煤燃料/石油焦燃料玻璃利润分别为-4.0/2.7/1.1 元/重箱，同比分别下滑 25.7/15.6/20.5 元/重箱，较年初下滑 27.6/11.2/20.2 元/重箱，管道气燃料玻璃品种已现亏损，石油焦和煤燃料玻璃仅能维持微利水平，我们判断后续利润下降空间已较为有限。

图 62：重碱价格走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 63：按燃料区分浮法玻璃利润情况



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

5. 投资建议及推荐标的

24 年上半年地产数据继续下探，行业低景气运行，但从前端销售、新开工绝对值来看，或已基本接近底部，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，基本面有望逐步企稳。我们认为短期建材板块仍有望继续演绎政策催化下的估值修复行情，而在这一轮的调整过程中，消费建材龙头在渠道/产品端苦练内功，进一步夯实竞争优势，业绩端有望率先看到改善，中长期的成长性仍然值得期待，而水泥、玻纤等行业经历过去较为激烈的价格战后，利润的大幅下滑使得头部企业开始积极调整策略，供给端的边际改善有望带动价格走出底部。

消费建材：上半年地产政策频频发力，新房销售降幅有望逐步收窄，而二手房销售占比持续提升，存量改造对于行业的带动作用将逐步体现。短期来看，消费建材板块仍有望继续演绎政策催化下的估值修复行情，而前期跌幅大、当前估值水平较低的公司或具备更大的弹性。基本面角度，若地产端销售企稳则首先利好资金链改善，当前应收账款拖累较大及前期减值计提较多的企业有望率先受益，而中长期来看，具备品牌、渠道、品类优势的龙头公司竞争力持续提升，业绩成长性仍然值得期待。推荐三棵树、亚士创能、东方雨虹、北新建材、伟星新材、兔宝宝等。

水泥：24 年上半年水泥行业盈利底部逐渐夯实，我们对未来水泥价格保持相对乐观，一方面，当前水泥行业整体亏损情况较为严重，强利润诉求下，预期头部央企竞争策略或将有所调整，对价格的推涨力度或将加大；另一方面，新开工或已接近底部位置，地产对需求的拖累将逐步减弱，短期来看，错峰生产仍是供给侧最有效手段，而中长期超低排放、产能置换政策限制逐步趋严有望带动行业格局优化。随着资本开支下降，水泥企业分红能力逐渐增长，红利属性仍然突出。我们认为可以通过三条主线布局：1）水泥业务具备较厚盈利底，分红能力强，股息率较高，推荐海螺水泥、塔牌集团，关注华润建材科技。2）非水泥业务和海外水泥业务的第二增长曲线驱动，推荐西部水泥、华新水泥。3）区域需求有催化，推荐西藏天路。

玻纤：我们预计 24H1 国内玻纤实际消费量同比增长 14%，出口同比增长约 22%，需求景气度回升，全年来看，风电、汽车及海外仍是较强增长点，24 年行业预计新点火产能 95 万吨（已点火 50 万吨），同比有所增长，但考虑到点火不确定性，投产时间及冷修等因素，我们预计实际产能冲击或仍维持较低水平。头部企业价格策略调整叠加需求好转带动 Q2 价格强势反弹，下半年业绩同比有望开始转正。电子纱/电子布受益于 AI 手机、AIPC 等产品发布驱动消费电子行业景气度持续提升，供给端 23/24 年产能冲击较少，价格上涨动能或优于粗纱。推荐中国巨石、长海股份（与化工组联合覆盖）、中材科技，建议关注宏和科技。

玻璃：我们预计未来竣工端仍然存在下行压力，但存量改造、深加工渗透率提升有望对玻璃需求提供一定支撑，供给端来看，当前行业潜在冷修产能占比约 27%，当前盈利环境有助于加快玻璃企业冷修节奏，未来供需有望实现动态平衡。受价格下行影响，当前行业平均利润或已接近亏损状态，下半年成本端纯碱价格有下降预期，我们预计盈利进一步下行空间较为有限，而浮法玻璃企业的多元化布局有望实现新的盈利增长点。推荐旗滨集团、信义玻璃，建议关注金晶科技。

表 14：重点公司盈利预测表

股票代码	股票名称	收盘价	EPS（元/股）			PE		
		（元/股）	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603737.SH	三棵树	29.51	0.33	1.24	1.59	89.42	23.8	18.56
603378.SH	亚士创能	7.18	0.14	0.35	0.6	51.29	20.51	11.97
002271.SZ	东方雨虹	11.87	0.9	1.12	1.29	13.19	10.6	9.2
000786.SZ	北新建材	25.3	2.09	2.35	2.66	12.11	10.77	9.51
002372.SZ	伟星新材	13.37	0.9	0.99	1.12	14.86	13.51	11.94
002043.SZ	兔宝宝	9.62	0.82	0.95	1.09	11.73	10.13	8.83
600585.SH	海螺水泥	22.71	1.97	2.53	2.81	11.53	8.98	8.08
002233.SZ	塔牌集团	7.16	0.62	0.53	0.63	11.55	13.51	11.37
02233.HK	西部水泥	1.05	0.08	0.22	0.36	13.13	4.77	2.92
600801.SH	华新水泥	13.36	1.33	1.55	1.76	10.05	8.62	7.59
600326.SH	西藏天路	6.01	-0.42	0.09	0.34	-14.31	66.78	17.68
600176.SH	中国巨石	10.23	0.76	0.67	0.94	13.46	15.27	10.88
300196.SZ	长海股份	9.32	0.72	0.9	1.1	12.94	10.36	8.47
002080.SZ	中材科技	10.59	1.33	1.49	1.82	7.96	7.11	5.82
601636.SH	旗滨集团	5.67	0.65	0.71	0.92	8.72	7.99	6.16
00868.HK	信义玻璃	6.93	1.26	1.29	1.28	5.5	5.37	5.41

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：PE=收盘价/EPS，收盘价对应日期为 2024/08/15；除信义玻璃为 wind 一致预测外，其余均为天风建材团队预测；西部水泥、信义玻璃单位为港元

6. 风险提示

下游基建、地产需求不及预期：水泥、玻璃价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，但若后续因政策传导时间过长等原因导致基建、地产实物工作量落地不及预期，可能导致水泥和玻璃需求及价格不及预期。

原材料、煤炭涨价超预期：部分建材子行业中化工类原材料、煤炭成本占比较高，23 年原燃料价格下降带来较大盈利空间，若后期原材料及煤炭价格上涨，或使得公司毛利率再次承压。

产能投放超预期：部分子行业如玻纤、玻璃仍有产能扩张，若未来产能投放较多，可能导致行业供给过剩，使得价格大幅下滑。

文中测算具有一定的主观性：文中情景假设等参数设定具有一定的主观性，仅供参考。

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