

强于大市

建材行业 2024 年中期策略

长风破浪会有时

2024年建材指数处于总体承压阶段，下游需求疲软导致一季度多数建材企业业绩下行。水泥板块，短期竞争格局优化有望推动价格中枢上行，增厚盈利能力；长期视角下关注行业节能降碳以及供给端格局优化。消费建材企业板块，当前多数企业处于估值低位，报表端风险陆续出清，地产政策频出有望拉动需求。供需两侧均有边际向好动力，业绩有望持续修复。玻纤板块，24Q1末开启涨价后各厂商盈利能力得到修复，参考行业头部企业及新进入者扩产动作，我们对玻纤行业长期需求保持乐观。

支撑评级的要点

- 2024年以来，建材指数处于总体承压阶段。上半年地产行业积极政策带动产业链上行，但该波行情未能持续。2024Q1建材行业需求较为疲软，多数企业一季度业绩同比下行。
- 水泥：短期看竞争优化，长期看供给改革。2023年及2024年上半年水泥企业亏损面较大，我们认为主要系价格中枢下行导致行业盈利下滑。短期来看，在需求疲软的背景下，落实地区内错峰减产、推动价格中枢抬升是增厚水泥企业盈利的有力措施。二季度东北地区错峰减产落地情况最优，价格中枢持续上涨，7月中旬已超过华东地区价格水平。长期来看，水泥行业节能降碳已成为行业大方向，龙头企业具备技术优势，有望进一步提升市占率。估值角度考虑，水泥板块当前处于市净率底部位置，部分企业的分红比例和股息率较高，具备较高的投资安全边际。
- 消费建材：估值低位，报表端风险陆续出清。消费建材企业业绩与估值走势呈现相反方向。公司报表端风险陆续出清，收现比提升，经营现金流同比显著增加。2024H1多数消费建材原材料价格震荡下行，公司成本端压力不大，若下游需求好转则利润有望继续增厚。上半年地产行业积极政策频出，5-6月30大中城市商品房销售情况出现好转信号，政策效果持续性以及从政策落地传导至消费建材需求端的效果仍需观察。2024H1在需求未有明显好转的背景下，消费建材供给端有望继续出清，行业竞争格局进一步优化。供需两端均有边际向好的动力，消费建材企业业绩有望持续修复。
- 玻纤：价格涨后趋稳，看好长期需求。上半年玻纤价格上涨时点下行业供需持续偏弱，恐慌性补库持续约两个月后，因行业需求难以支撑而收尾。但24Q1末开启涨价后各玻纤厂商盈利能力均获得明显修复。当前价格水平下行业头部厂商能够实现盈利，其余中小厂商仍在盈亏平衡线附近。参考行业头部企业及新进入者的大举扩产动作，我们对玻纤行业的长期需求保持乐观；同时，玻纤作为一种替代材料，价格下行的情况下其性价比凸显，新型应用领域有望浮现。

投资建议

- 水泥板块推荐海螺水泥、华新水泥；水泥产业链推荐垒知集团、苏博特、西部建设。消费建材板块推荐北新建材、伟星新材、东方雨虹。玻纤板块推荐中国巨石、宏和科技。

评级面临的主要风险

- 地产销售不及预期，基建下滑及实物工作量落地不及预期，成本压力卷土重来。

相关研究报告

《建材行业周报（3.4-3.10）》20240311
《建材行业周报（2.26-3.3）》20240304
《建材行业周报（1.21-1.28）》20240129

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

证券分析师：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524030002

联系人：郑静文

jingwen.zheng@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122110011

目录

回顾与复盘	5
行情：建材指数总体承压	5
水泥：底部信号日渐清晰，竞合格局逐步优化	7
短期：战略转向，竞合优化	8
长期：节能降碳，供给改革	10
估值处于低位，安全边际较高	10
消费建材：地产政策密集出台，行业需求有望改善	12
业绩改善，走出泥沼	12
二季度地产政策密集出台，效果有待观察	12
报表端风险陆续出清，现金流呈现向好趋势	15
原材料成本压力不大，盈利能力有望改善	15
估值处于相对低位，投资具备性价比	16
玻纤：行情跌宕起伏，市场博弈继续	18
大厂引领价格反击战，玻纤价格触底反弹	18
当前时点库存、供给与估值分析	19
玻纤行业观点总结	22
投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图表 1. 截至 7 月 19 日, 申万建材指数总体跑输沪深 300 指数.....	5
图表 2. 制造业、基建、地产投资当月同比增速.....	5
图表 3. 电热气水、交运邮储、公用水利投资当月同比增速.....	5
图表 4. 2024 年 6 月基建投资分项数据.....	6
图表 5. 2024 年 6 月固定资产投资数据.....	6
图表 6. 开工面积和竣工面积呈同比下降趋势.....	6
图表 7. 销售面积和平均单价同比下降, 但降幅收窄.....	6
图表 8. 2024 年 6 月地产数据.....	6
图表 9. 2023 年全国水泥产量较历史最高值下滑近 20% (单位: 万吨).....	7
图表 10. 2024 年 6 月水泥产量同环比均有下降.....	7
(单位: 万吨).....	7
图表 11. 2021 年后, 我国水泥行业盈利能力持续下滑 (单位: 亿元).....	7
图表 12. 2024Q1 多数水泥企业营收同比下降.....	8
图表 13. 2024Q1 多数水泥企业归母净利润同比下降.....	8
图表 14. 2006-2023 年海螺水泥熟料吨单价及吨毛利 (单位: 元).....	8
图表 15. 2022 年以来 P.O42.5 散装水泥价格呈现下滑趋势 (单位: 元/吨).....	8
图表 16. 2024Q2 东北地区错峰生产落实到位, 价格中枢推涨明显 (单位: 元/吨).....	9
.....	9
图表 17. 2024Q2&Q3 各省份错峰停产天数及减产率.....	10
图表 18. 水泥企业多处于破净 (PB<1).....	11
图表 19. 截至 7 月 19 日, 水泥企业 PB(MRQ)分位数均处于 6% 以下 (单位: %).....	11
.....	11
图表 20. 水泥企业近年分红比例较高 (单位: %).....	11
图表 21. 水泥企业近年股息率较高 (单位: %).....	11
图表 22. 2023 年部分消费建材企业营收增速 (单位: %).....	12
图表 23. 2023 年部分消费建材企业归母净利润增速 (单位: %).....	12
图表 24. 2024Q1 部分消费建材企业营收增速 (单位: %).....	12
图表 25. 2024Q1 部分消费建材企业归母净利润增速 (单位: %).....	12
图表 26. 2024 年中央层面及部分地区地产优化政策.....	13
续 图表 26. 2024 年中央层面及部分地区地产优化政策.....	14
图表 27. 30 大中城市商品房成交面积及同环比走势 (单位: 万平方米).....	14
图表 28. 一线城市商品房成交面积及同环比走势 (单位: 万平方米).....	14
图表 29. 二线城市商品房成交面积及同环比走势 (单位: 万平方米).....	15
图表 30. 三线城市商品房成交面积及同环比走势 (单位: 万平方米).....	15
图表 31. 2023 年多数消费建材企业收现比提升 (单位: %).....	15
图表 32. 2023 年多数消费建材企业经营现金流实现同比增长 (单位: %).....	15
图表 33. 2024H1 沥青、丙烯酸价格同比小幅下降 (单位: 元/吨).....	16

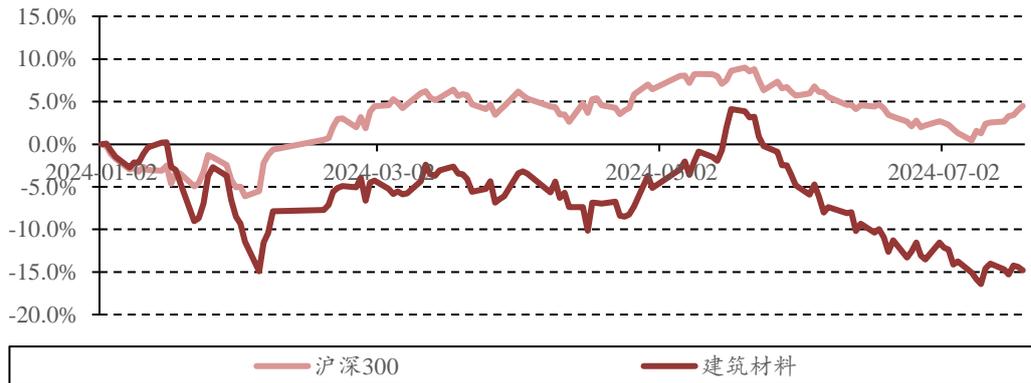
图表 34. 2024H1 煤炭、天然气平均单价同比降幅接近 15% (单位: 元/吨)	16
图表 35. 2024H1 PPR、PE、PVC 价格小幅波动 (单位: 元/吨)	16
图表 36. 2024H1 废纸价格同比下降, 松板价格相对稳定 (单位: 元/吨, 元/立方米)	16
图表 37. 东方雨虹业绩震荡上行, 估值下行	16
图表 38. 北新建材业绩稳步提升, 估值震荡下行	16
图表 39. 伟星新材业绩持续攀升, 估值下修较多	17
图表 40. 兔宝宝近期业绩提升, 估值震荡下行	17
图表 41. 公元股份业绩震荡上行, 估值持续下行	17
图表 42. 东鹏控股业绩平稳提升, 但估值持续下行	17
图表 43. 部分消费建材企业 PE/PB 及分位数	17
图表 44. 2019 年至今玻纤价格复盘	18
图表 45. 2024Q1 末玻纤价格触底后快速回升, 随后有所回落	19
图表 46. 2024Q2 电子纱电子布价格回升	19
图表 47. 2024 年 3-5 月玻纤库存快速下降	20
图表 48. 玻纤库存天数从历史高位水平明显回落	20
图表 49. 2023 年冷修产能 (万吨)	20
图表 50. 2024 年以来冷修产线 (万吨)	20
图表 51. 2022 年产能变动情况 (万吨)	21
图表 52. 2023 年产线变动情况 (万吨)	21
图表 53. 2024 年以来产线变动情况 (万吨)	21
图表 54. 拟建产能情况 (万吨, 标红为行业新进入者)	21
图表 55. 玻纤行业 PB 估值水平较低	22
图表 56. 中国巨石 PB 仍处于历史低位	22

回顾与复盘

行情：建材指数总体承压

建材指数表现总体承压。2024 年年初以来，建材指数处于总体承压阶段。截至 2024 年 7 月 19 日，申万建材板块累计下降 14.8%，跑输沪深 300 指数(截至 7 月 19 日，沪深 300 指数累计涨幅为 4.5%)。上半年申万建材指数经历一次上行机会，主要系多地放松住房限购政策带动地产链上行。此行情自 5 月末回落。2024 上半年建材板块总体呈现涨少跌多的情形。

图表 1. 截至 7 月 19 日，申万建材指数总体跑输沪深 300 指数



资料来源：iFinD，中银证券
注：20240101-20240719

制造业和基建投资同比增速较高，地产投资同比下滑但降幅收窄。2024 年上半年的固定资产投资中，制造业和基建投资同比增速维持较高水平，1-6 月制造业和基建投资累计同比增速分别为 9.5%、7.7%；地产投资依然呈现同比下滑态势，但 24Q2 以来同比降幅有所收窄。基建投资结构上，2024H1 电热气水投资单月同比增速维持较高水平，除 5 月以外增速水平均超过 20%；交运邮储和公用水利投资同比增速水平略低。

图表 2. 制造业、基建、地产投资当月同比增速



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 3. 电热气水、交运邮储、公用水利投资当月同比增速



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 4. 2024 年 6 月基建投资分项数据

	单位	电热气水	交运邮储	公用水利
当月值	亿元	8,214.74	11,144.08	13,491.07
当月同比	%	25.33	5.41	6.29
当月环比	%	58.82	73.99	48.03
前月同比	%	17.74	3.72	(2.72)
累计值	亿元	26,612.36	38,100.33	45,252.51
累计同比	%	24.20	6.60	0.70

资料来源：国家统计局，中银证券

图表 5. 2024 年 6 月固定资产投资数据

	单位	制造业投资	基建投资	地产投资
当月值	亿元	37,296.19	32,849.89	11,896.65
当月同比	%	9.26	10.16	(7.41)
当月环比	%	37.36	58.76	22.59
前月同比	%	9.37	3.78	(4.74)
累计值	亿元	128,795.62	109,965.19	52,529.00
累计同比	%	9.50	7.70	(10.28)

资料来源：国家统计局，中银证券

地产相关数据表现依然较为疲软，6 月地产销售同比降幅收窄。2024 年上半年，地产新开工、竣工和销售面积累计值分别同比下降 21.9%/29.7%/13.8%，地产新开工和销售情况依然疲弱，2023 年增长较为强劲的竣工数据在 2024 年开始持续回落。2024H1 地产销售面积总体呈现同比下降趋势，但分月份来看，受 5 月份各地积极地产政策的密集出台，6 月销售面积同比降幅有所收窄。

图表 6. 开工面积和竣工面积呈同比下降趋势



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 7. 销售面积和平均单价同比下降，但降幅收窄



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 8. 2024 年 6 月地产数据

	单位	新开工面积	施工面积	竣工面积	销售面积	平均单价
当月值	万平、元/平	7,932.99	696,817.85	4,273.86	11,274.17	10,172.14
当月同比	%	(21.89)	(11.97)	(29.68)	(13.77)	(0.04)
当月环比	%	20.56	1.15	26.27	52.56	(1.07)
前月同比	%	(22.61)	(11.62)	(18.41)	(16.06)	(9.80)
累计值	万平、元/平	38,022.99	3,418,660.95	26,518.86	47,916.17	49,489.98

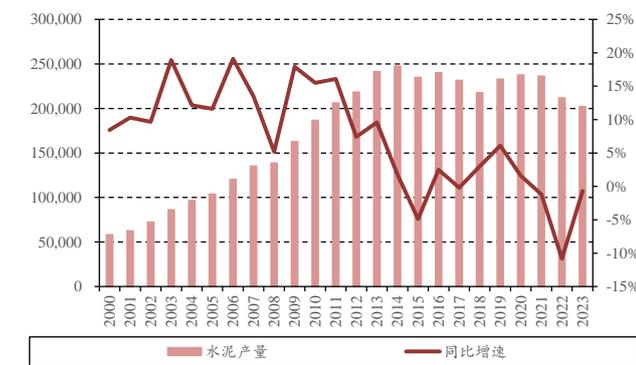
资料来源：国家统计局，中银证券

水泥：底部信号日渐清晰，竞合格局逐步优化

考虑到水泥行业需求主要来自于房地产、基建和农村领域，无新型领域需求渗透，因此长期来看，水泥需求呈现下行趋势。2023年全国水泥产量为20.2亿吨，同减0.7%，较2014年的历史最高值24.8亿吨下滑了18.3%。

2024年上半年，水泥产量维持同比下滑态势。1-6月，全国水泥产量合计8.5亿吨，同减10.0%；其中6月份全国水泥产量为1.6亿吨，同减10.7%，环比下滑8.7%。2024年上半年，受部分地区暂缓重大基建项目建设、房地产市场尚未企稳、以及部分地区雨水天气和环保督察等因素的影响，水泥行业需求依然较为疲软。

图表 9. 2023 年全国水泥产量较历史最高值下滑近 20%
(单位：万吨)



资料来源：Wind，中银证券

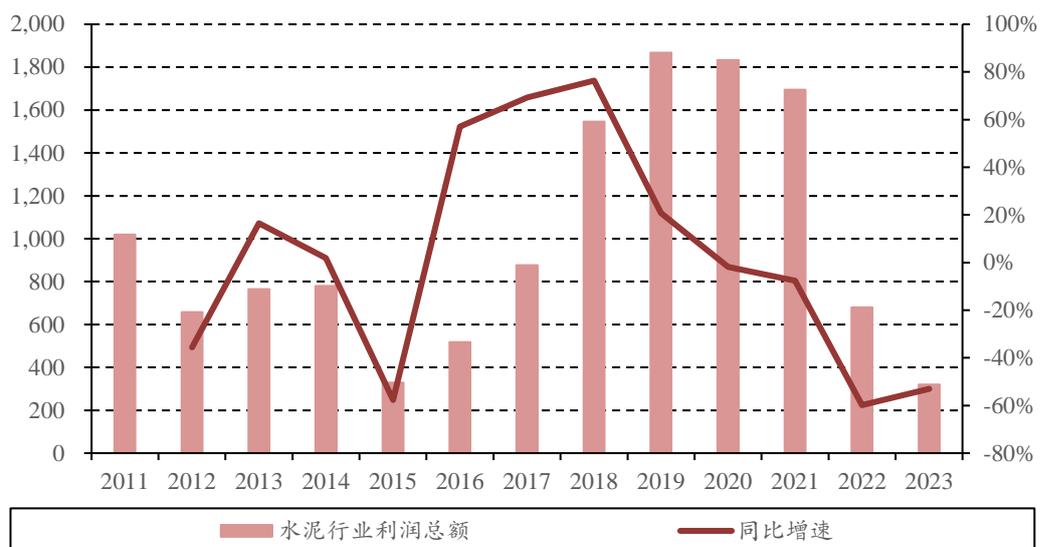
图表 10. 2024 年 6 月水泥产量同环比均有下降
(单位：万吨)



资料来源：Wind，中银证券

盈利方面，2021年后我国水泥行业盈利能力持续下滑。根据数字水泥网数据，2023年我国水泥行业利润总额约为320亿元，同比下降约50%，较2021年利润总额下滑了约80%，创下近16年以来的最低水平，企业亏损面持续扩大。

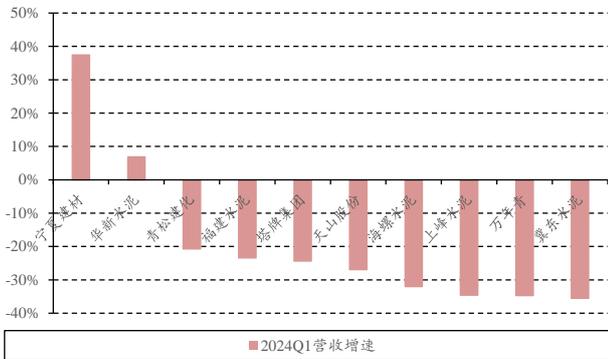
图表 11. 2021 年后，我国水泥行业盈利能力持续下滑 (单位：亿元)



资料来源：数字水泥网，水泥网，工信部，国家统计局，中银证券

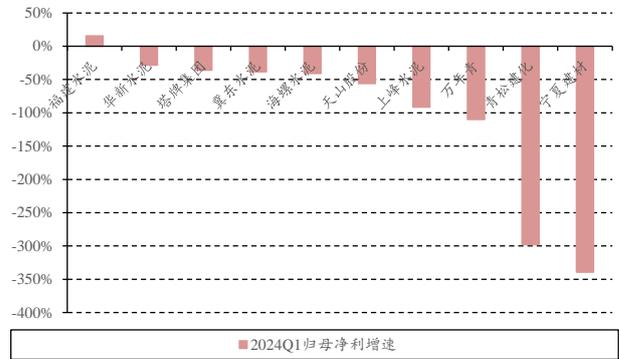
2024 年一季度，全国水泥价格低开低走，市场供需严重失衡。3 月份作为节后市场启动期，需求并未如期快速恢复。因此，大部分地区水泥企业为了抢占市场份额，开启激烈的价格竞争，促使水泥价格跌破成本线。主流水泥企业一季度收入和归母净利润同比增速均有下滑。二季度水泥行业亏损持续。数字水泥网数据显示，2024 年 1-5 月，水泥行业亏损约 34 亿元，企业亏损面超过 55%。

图表 12. 2024Q1 多数水泥企业营收同比下降



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 13. 2024Q1 多数水泥企业归母净利润同比下降

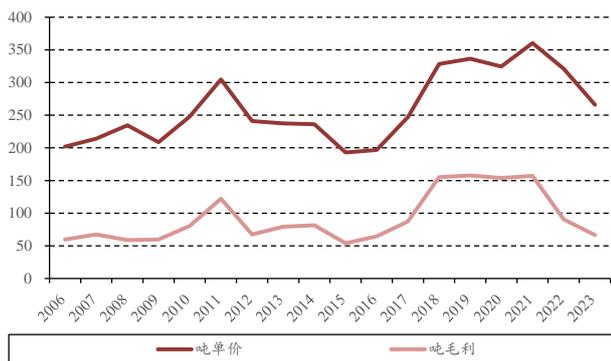


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

短期：战略转向，竞合优化

2023 年水泥行业利润总额较 2021 年下滑了约 80%，但 2023 年的水泥产量较 2021 年仅下滑了约 14.4%。因此，我们认为行业利润下滑的主要原因在于价格中枢下行导致的单吨盈利下滑。2022 年以来，随着水泥需求下滑以及新产能仍在增加，产能利用率下滑压力增加，行业内主要企业的发展战略以提升市场份额为主，导致行业价格中枢和单吨盈利下滑。以海螺水泥为例，2023 年公司水泥熟料吨单价为 266 元/吨，同减 17.1%；吨毛利为 66.6 元/吨，同减 26.5%。从全行业来看，2023 年 P.O42.5 散装水泥单吨均价为 349.7 元/吨，同减 17.6%；2024H1 吨单价继续下滑，为 318.0 元/吨，较 2023 年平均价格继续下降 9.1%。

图表 14. 2006-2023 年海螺水泥熟料吨单价及吨毛利（单位：元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 15. 2022 年以来 P.O42.5 散装水泥价格呈现下滑趋势（单位：元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

在房地产新开工未有好转、基建资金到位及开工情况不及预期的背景下，水泥行业需求仍较为疲软，处于下探新中枢的进程中。因此，短期来看，行业错峰减产的落实能够推动价格中枢抬升；长期来看，节能降碳、整合并购等有望改善行业供给侧格局。

进入二季度，为了减亏脱困，大部分地区水泥企业加大了错峰生产力度，以改善供需格局，提高水泥价格，增厚盈利。其中，东北地区是错峰生产执行落地情况最优的区域，价格中枢推涨明显。

4-5 月份，东北地区企业计划执行错峰生产 30 天，市场供应减少，企业为提升盈利，积极推动价格上调，吉林长春等地区水泥企业推涨价格 30 元/吨，但后续价格上涨未能落实到位。

4月下旬，黑龙江哈尔滨地区水泥价格公布上涨60元/吨，企业计划5月份执行错峰生产15天。由于前期价格一直处于亏损状态，因此为提升运营质量，企业涨价决心较大，大幅推涨价格。

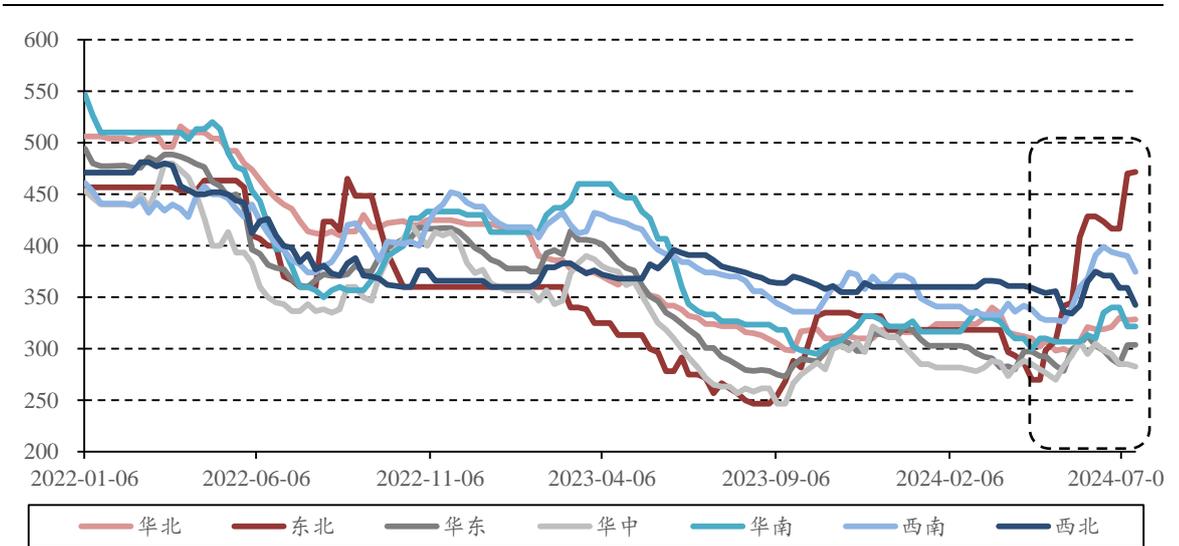
5月中旬，东北地区水泥企业错峰生产执行情况较好，库存降至低位，且6月1日起区域内继续增加错峰生产15天，市场供需关系明显改善；叠加第一轮价格推涨落实情况良好，企业信心增加，为改善经营状况，东三省地区水泥价格开启第二轮上涨，涨幅在15-50元/吨不等。

5月下旬，辽宁中部地区水泥企业继续公布价格上调20-30元/吨，开启第三轮上涨。6月1日起，东北地区水泥企业继续执行错峰生产15天，市场供需关系得到显著改善，水泥价格继续上涨。

7月1日起，东北三省地区企业继续执行错峰生产15天，保持良好的市场供需关系，黑龙江哈尔滨、吉林长春、辽宁地区等水泥价格陆续上涨到位。

截至7月18日，根据卓创资讯数据，东北地区P.O42.5散装水泥价格达到471.67元/吨，较4月末已经累计上涨超过170元/吨，价格水平已经超过华东地区。

图表 16. 2024Q2 东北地区错峰生产落实到位，价格中枢推涨明显（单位：元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

二季度东北地区水泥价格上涨主要得益于错峰生产的坚定执行。2024年5-6月份，东北地区水泥企业发货仅在3-4成，但行业减产力度达到50%，供需格局有所改善；前期各企业亏损严重，为改善经营状况，企业有动力推动价格上涨；多轮涨价落实良好进一步增强了企业落实错峰生产、推涨价格的信心，形成良性循环。根据数字水泥网，黑吉辽地区水泥企业为稳定涨价成果，计划8月份继续增加错峰生产15天，减产50%。

我们认为，从短期来看，落实错峰生产是改善地区供需格局、推动价格上涨的有力措施。综合来看，二季度内蒙、河南、湖南、重庆、贵州、新疆和云南等省份的减产力度均超过50%，而南方地区力度较小，仅在20%-30%，且执行情况一般。三季度，各地区将延续或继续加大停产力度，以改善市场供需格局，稳定水泥价格，直至扭亏为盈。根据数字水泥网，华东地区水泥企业计划在7、8月份每月分别执行错峰生产10天，减产30%左右。截至7月12日，区域内涨价落实在30-50元/吨不等。

图表 17. 2024Q2&Q3 各省份错峰停产天数及减产率

2024 年	4 月	5 月	6 月	二季度 减产率/%	7 月	8 月	9 月	三季度 减产率/%
河北省	10	10	10	33.33	10	10	10	33.33
山西省	20		20	44.44	10	10	20	44.44
内蒙古	30		15	50.00	15	15	15	50.00
辽宁省		15	15	33.33	15	15		33.33
吉林省		15	15	33.33	15	15		33.33
黑龙江		15	15	33.33	15	15		33.33
江苏省	10	10		22.22	10	10		22.22
浙江省	10	7	8	27.78	10	10		22.22
安徽省					10	10	10	33.33
福建省		15	15	33.33	12			13.33
江西省	7	8	12	30.00	12			13.33
山东省	10	10	20	44.44	10	10		22.22
河南省	20		30	55.55	10	10		22.22
湖北省								
湖南省	20	20	20	66.67	15	15	15	50.00
广东省		10	10	22.22	10	10		22.22
广西省			15-20		15-20			
重庆市	15	15	15	50.00	20	20		44.44
四川省	14	13	13	44.44	15			16.67
贵州省	20	20	20	66.67	20	20	30	77.78
云南省	15	15	18	53.33	20	20	20	66.67
陕西省		15	15	33.33	15	15		33.33
甘肃省	20			22.22	15	15		33.33
青海省			25	27.78				
宁夏区	10	10	15	38.89	15			16.67
新疆	30		30	66.67				

资料来源：数字水泥网，中银证券

长期：节能降碳，供给改革

2024 年 4 月，生态环境部公开征求《企业温室气体排放核算与报告指南 水泥熟料生产》（以下简称《核算指南》）、《企业温室气体排放核算技术指南 水泥熟料生产》（以下简称《核算指南》）意见，这是继发电行业和电解铝行业之后第三个对外征求意见的行业。《核算指南》中将水泥行业的碳排放核算关键参数由 15 个减少至 4 个，显著提高了技术规则的科学性和核算工作的可操作性。

2024 年 5 月，国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，要求：1) 到 2025 年底，全国水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右；2) 到 2025 年底，水泥行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出；3) 加快水泥原料替代，提升工业固体废弃物资源化利用水平。到 2025 年底，大气污染防治重点区域 50% 左右水泥熟料产能完成超低排放改造。我们认为，水泥行业节能降碳政策趋严有利于加快落后产能出清，以及在节能降碳领域布局较早的龙头企业市占率进一步提升，优化行业竞争格局。

根据海螺水泥 2023 年 ESG 报告，截至 2023 年末，海螺水泥吨熟料综合能耗 102.63 千克标煤，同比下降约 2.1%，较 2020 年下降约 7.2%，提前完成“2025 年较 2020 年熟料工序单位产品综合能耗降低 6%”的目标。华新水泥 2023 年 ESG 报告显示当年吨熟料综合能耗 94.69 千克标煤，同比下降约 4.8%。2023 年中国建材吨水泥熟料综合能耗同比下降 3.9%（资料来源：2023 年中国建材 ESG 报告）。

估值处于低位，安全边际较高

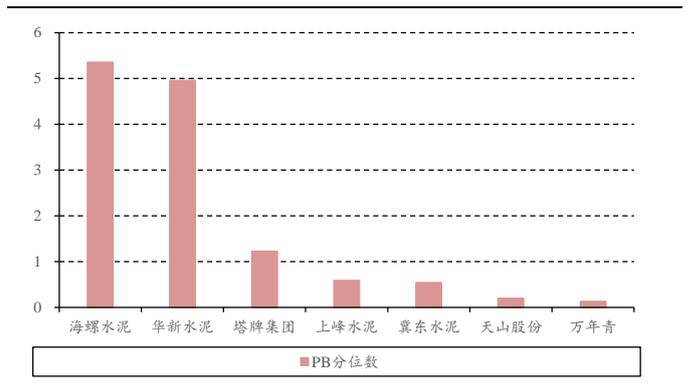
从估值角度考虑，水泥板块当前已基本处于市净率底部位置。以海螺水泥为例，截至 2024 年 7 月 19 日，海螺水泥 PB 为 0.71 倍，处于 2010 年以来的 5.35% 分位数。天山股份、冀东水泥、塔牌集团等水泥企业也基本处于破净水平。分红方面，近年来水泥企业分红比例和股息率较高，2023 年海螺水泥、天山股份、塔牌集团、上峰水泥等的分红率接近或超过 50%。我们认为当前水泥行业估值水平较低，具备较高的投资安全边际。

图表 18. 水泥企业多处于破净 (PB<1)



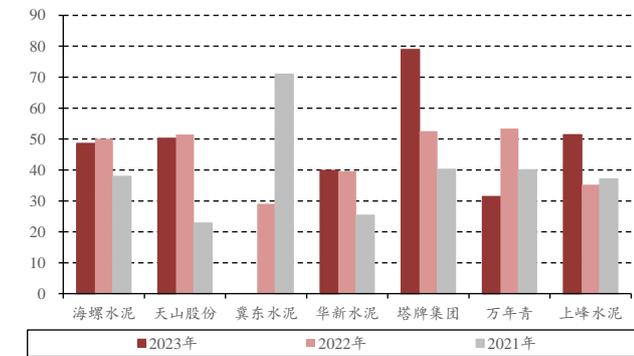
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券
注: 数据截至 2024 年 7 月 19 日

图表 19. 截至 7 月 19 日, 水泥企业 PB(MRQ)分位数均处于 6% 以下 (单位: %)



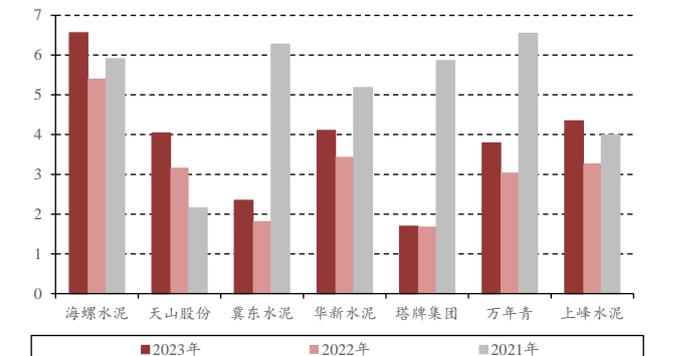
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 20. 水泥企业近年分红比例较高 (单位: %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 21. 水泥企业近年股息率较高 (单位: %)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

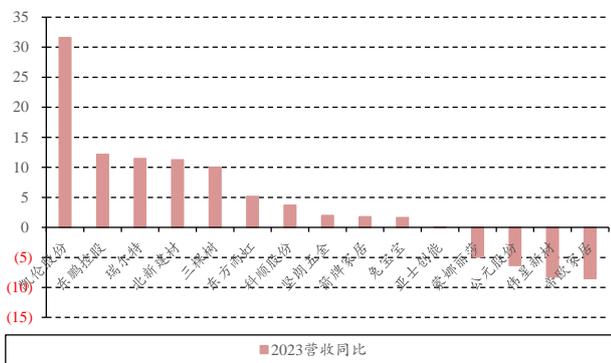
消费建材：地产政策密集出台，行业需求有望改善

业绩改善，走出泥沼

我们选取了 15 家企业作为消费建材行业的代表，覆盖防水、涂料、瓷砖、管材、石膏板、板材等多个消费建材细分行业。2023 年，除科顺股份、三棵树、亚士创能、箭牌家居的归母净利润同比下滑以外，其他消费建材企业均已实现归母净利润同比增长。

2024Q1 消费建材整体收入及归母净利润呈现同比下滑态势。2024 年一季度，我们选择的 15 家消费建材企业中仅有 7 家实现归母净利润同比增长，平均归母净利润增速为-296.3%，较 2023Q1 有较大幅度下滑。我们认为 2024Q1 消费建材企业业绩下滑的主要原因系：1) 2023Q1 业绩基数较高，选取的 15 家消费建材企业 2023Q1 归母净利润平均同比增速为 57.2%；2) 2024 年一季度消费建材下游需求疲弱，春节后需求恢复速度慢于往年。

图表 22. 2023 年部分消费建材企业营收增速（单位：%）



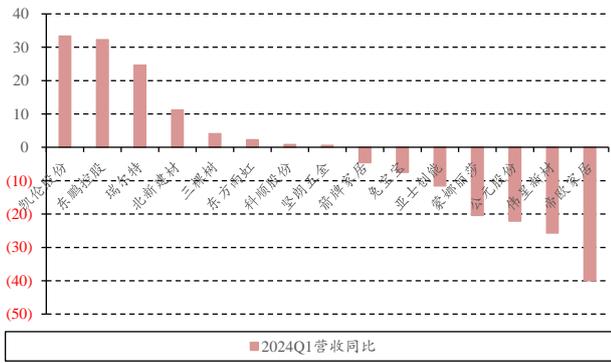
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 23. 2023 年部分消费建材企业归母净利润增速（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 24. 2024Q1 部分消费建材企业营收增速（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 25. 2024Q1 部分消费建材企业归母净利润增速（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

二季度地产政策密集出台，效果有待观察

二季度以来，房地产行业政策密集出台。中央层面上，4 月 30 日政治局会议提及“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”，同时首次提出“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”。5 月 5 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》，要求根据存量调整住宅用地供应。商品住宅去化周期在 18-36 个月的城市应根据本年度内盘活的存量住宅用地面积动态确定其新出让的住宅用地面积上限；去化周期超过 36 个月的城市应暂停新增商品住宅用地出让。

5月17日，中国人民银行、国家金融监管总局联合发布通知，首套和二套房贷最低首付款比例分别降至不低于15%和25%，同时取消全国层面首套和二套房贷利率下限，下调个人住房公积金贷款利率。地产政策力度明显加大，进一步加强对房地产需求的刺激。除此之外，中国人民银行拟设立3000亿元保障性住房再贷款，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，预计带动银行贷款5000亿元。政府向开发商收储使得库存房源成为保障房的来源之一，化解供给端风险的同时实现去库存。

地方层面上，北京、上海、广州和深圳四个一线城市均出台了优化限购政策，其中广州市还全面取消了限售政策：居民家庭和企事业单位、社会组织等法人单位转让或办理其产名下住房手续时，不再审核取得不动产权证时间。除此之外，杭州、西安、珠海等市全面取消限购政策，在本市范围内购买商品住房时不再审核购房人资格。除此之外，南京、河南等地还出台了购房补贴、优化住房公积金政策等措施。

图表 26. 2024 年中央层面及部分地区地产优化政策

省市	政策类型	政策内容	
中央层面	保交房	4月30日政治局会议提及“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”。	
	消化存量、优化增量	4月30日政治局会议首次提出“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”。	
	住宅用地供应调节机制	5月5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》，提出根据存量调节住宅用地供应的机制：商品住宅去化周期超过36个月的城市应暂停新增商品住宅用地出让；商品住宅去化周期18~36个月的城市，按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量住宅用地面积动态确定其新出让的住宅用地面积上限。	
	下调首付比例	5月17日，中国人民银行、国家金融监管总局联合发布通知，首套和二套房贷最低首付款比例分别降至不低于15%和不低于25%。	
	取消全国层面房贷利率下限	5月17日，中国人民银行宣布，取消全国层面首套和二套房贷利率下限。	
	下调公积金贷款利率	5月17日，中国人民银行宣布，下调个人住房公积金贷款利率。	
地方层面	央行设立3000亿元保障性住房再贷款	5月17日，中国人民银行宣布拟设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年，可展期4次。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行。中国人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，银行按照自主决策、风险自担原则发放贷款。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，预计带动银行贷款5000亿元。	
	北京	优化限购	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。
	上海	以旧换新	5月3日，上海启动商品住房“以旧换新”活动，主要针对计划出售二手住房并购买新房的购房居民。首批参加倡议的房地产开发企业20余家，房地产经纪机构近10家。首批参加倡议的项目30余个，主要分布在嘉定、松江、青浦、奉贤、临港等区域。
		优化限购	5月27日，上海市四部门联合印发《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，提出调整优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策、支持“以旧换新”以及优化土地和住房供应等九条政策措施。
	深圳	以旧换新	4月23日，深圳市房地产业协会、深圳市房地产中介协会联合发布关于《开展深圳市商品住房“换馨家”活动》的通知，官宣在全市推行房产“以旧换新”。活动自5月1日开启，为期一年。
		优化限购	5月6日，深圳市住建局发布《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）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（简称部分区域）范围内购买住房，个税/社保年限由3年降至1年。本市户籍多孩家庭，可在部分区域内增购一套。符合条件的企事业单位，可在部分区域购买商品住房，用于解决员工住房等需求。
	广州	优化限购	5月28日，广州市人民政府办公厅发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，在越秀、海珠、荔湾、天河、白云（不含江高镇、太和镇、人和镇、钟落潭镇）、南沙等区购买住房的，非本市户籍居民家庭能提供购房之日起前6个月在本市连续缴纳个人所得税缴纳证明或社会保险证明的，享受户籍居民家庭购房待遇。
		取消限售	5月28日《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》提出“居民家庭和企事业单位、社会组织等法人单位转让或办理其产名下住房手续时不再审核取得不动产权证时间”。

资料来源：中国政府网，中国人民银行，国家金融监管总局，各省市人民政府网站，中银证券

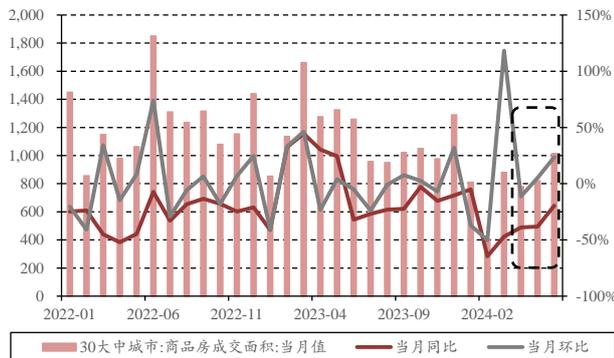
续 图表 26. 2024 年中央层面及部分地区地产优化政策

省市	政策类型	政策内容
地方层面	杭州	全面取消限购 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发布《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》，明确全面取消住房限购。自《通知》发布之日起在本市范围内购买住房，不再审核购房资格。
	西安	全面取消限购 5月9日，西安市发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，全面取消住房限购措施，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。
	珠海	全面取消限购限售 5月24日，珠海市住房和城乡建设局等四部门联合发布《关于促进我市房地产市场平稳健康发展的若干措施》，全面取消商品住房限购，在珠海市范围内购买商品住房（含新建商品住房和二手住房），不再审核购房人资格。取消了商品住房（含新建商品住房和二手住房）转让限制年限规定（有限制产权转让的除外），支持居民刚性和改善性购房需求。
	南京	以旧换新 4月27日，南京安居建设集团发布关于开展存量住房“以旧换新”试点活动的公告，首批试点限额2000套。试点期间，换购人可用一套或多套存量住房置换一套或多套新建商品住房，置换总价不高于所购新建商品住房总价的80%。
	重庆	购房补贴 5月20日，重庆市促进房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于支持刚性和改善性购房需求的通知》，实施多子女家庭购房补贴、给予“换新购”购房补贴、实施人才购房补贴。
		优化住房公积金政策 5月20日，重庆市促进房地产市场平稳健康发展领导小组办公室《关于支持刚性和改善性购房需求的通知》中提出“进一步支持灵活就业人员缴存使用住房公积金。进一步加大对灵活就业人员解决自住住房需求的支持力度，优化重庆市灵活就业人员缴存使用住房公积金产品。对按月缴存的，最低缴存期数由24个月调减为12个月；一次性缴存的，缴存资金最低留存期限由24个月调减为12个月”。
	河南	优化住房公积金政策 河南省省直机关住房资金管理中心发布通知，调整住房公积金部分使用政策。通知提到，在郑州市区内购买自住住房，最高贷款额度由100万元调整为120万元，在郑州市郊县购买自住住房，最高贷款额度由80万元调整为100万元。

资料来源：中国政府网，中国人民银行，国家金融监管总局，各省市人民政府网站，中银证券

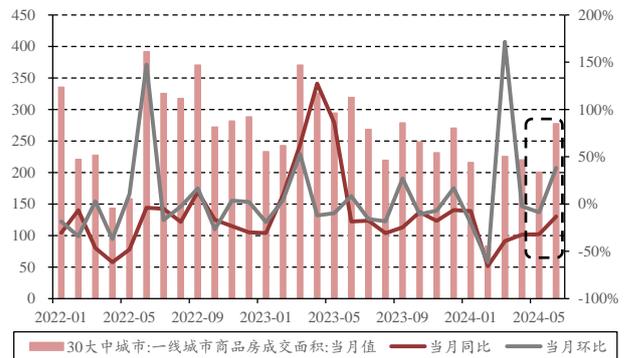
5月份较大力度的地产政策出台之后，5-6月，30大中城市商品房成交面积同比降幅有所收窄，且环比呈现提升态势。2024年6月，30大中城市商品房成交面积同比降幅为19.5%，较上月收窄18.6pct；其中一、二线城市同比降幅收窄超过15个百分点，三线城市同比降幅收窄25个百分点。6月，30大中城市商品房成交面积环比5月提升23.6%，其中一线城市商品房成交面积环比提升近40%。可见5月份地产政策的出台在一定程度上拉动了商品房销售，但政策效果的持续性、以及从地产政策落地到向消费建材需求的传导效果仍需观察。

图表 27. 30 大中城市商品房成交面积及同环比走势（单位：万平方米）



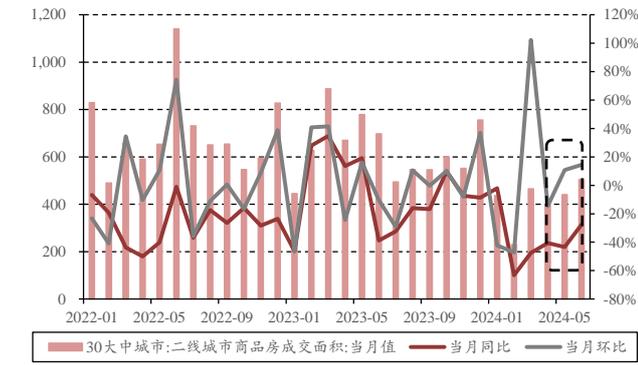
资料来源：Wind，中银证券

图表 28. 一线城市商品房成交面积及同环比走势（单位：万平方米）



资料来源：Wind，中银证券

图表 29. 二线城市商品房成交面积及同环比走势 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 三线城市商品房成交面积及同环比走势 (单位: 万平方米)

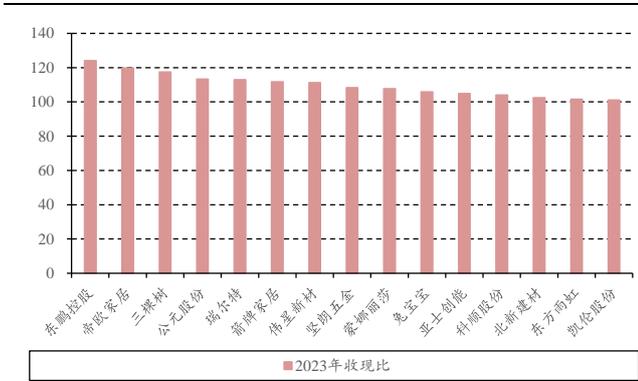


资料来源: Wind, 中银证券

报表端风险陆续出清, 现金流呈现向好趋势

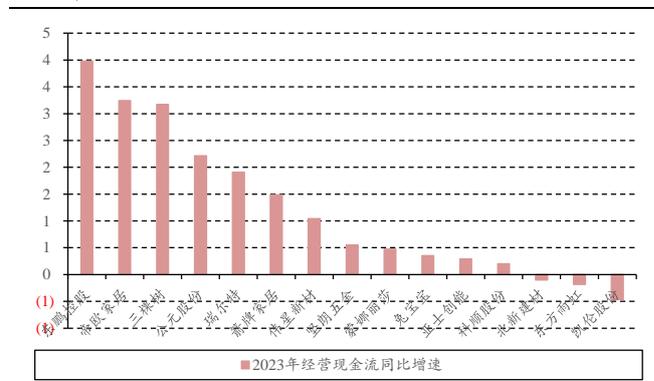
2023年, 我们统计的15家消费建材企业的平均收现比为109.8%, 同增1.4pct; 其中, 帝欧家居、亚士创能、蒙娜丽莎、凯伦股份、东方雨虹等企业的收现比有小幅下滑, 但消费建材企业收现比表现总体呈现向好趋势。经营性现金流方面, 2023年大部分统计企业经营现金流同比有较大幅度增长, 15家消费建材企业2023年平均经营现金流为12.5亿元, 较2022年均值增加了61.5%。其中仅有科顺股份、伟星新材和坚朗五金三家企业经营现金流同比有所下降。综合来看, 我们认为消费建材企业报表端的风险正在持续出清, 现金流开始回归向好表现。

图表 31. 2023年多数消费建材企业收现比提升(单位:%)



资料来源: 公司财报, 中银证券

图表 32. 2023年多数消费建材企业经营现金流实现同比增长 (单位:%)



资料来源: 公司财报, 中银证券

原材料成本压力不大, 盈利能力有望改善

消费建材行业上游主要包括沥青、丙烯酸、煤炭、天然气、PPR、PVC、废纸等多种原材料和燃料。2024年上半年, 多数原材料和燃料价格同比呈现下降趋势。其中, 动力煤上半年平均单价为876.0元/吨, 同比下滑14.5%; 2024H1液化天然气平均单价为4362.3元/吨, 同减14.5%; 沥青、丙烯酸、废纸等原材料价格也呈现同比小幅下降趋势。综合来看, 当前消费建材企业原材料端压力不大, 上半年主要原材料价格呈现同比下降趋势, 使得相关企业盈利空间有所扩大。

图表 33. 2024H1 沥青、丙烯酸价格同比小幅下降（单位：元/吨）



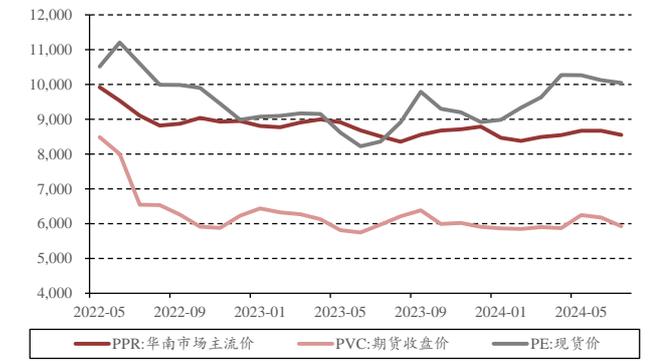
资料来源：Wind，中银证券

图表 34. 2024H1 煤炭、天然气平均单价同比降幅接近 15%（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中银证券

图表 35. 2024H1 PPR、PE、PVC 价格小幅波动（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中银证券

图表 36. 2024H1 废纸价格同比下降，松板价格相对稳定（单位：元/吨，元/立方米）



资料来源：Wind，中银证券

估值处于相对低位，投资具备性价比

将建材板块股价走势拆分，业绩向上，估值向下。我们将建材板块个股的股价拆分成 PE 与 EPS，分别作为个股的估值与业绩指标。可以看出，今年消费建材板块的走势总体呈现业绩向上，估值向下。我们认为行业业绩下降的阶段已经结束，当前处于估值下降阶段。

图表 37. 东方雨虹业绩震荡上行，估值下行



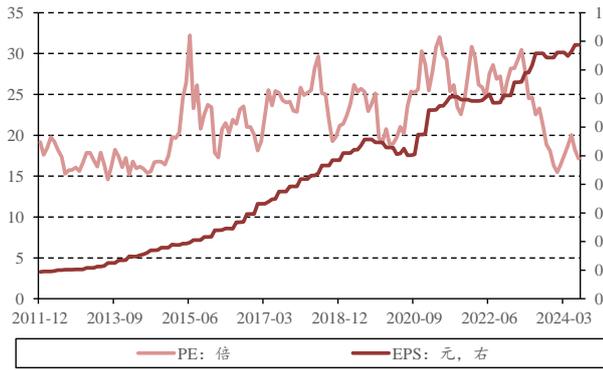
资料来源：Wind，中银证券

图表 38. 北新建材业绩稳步提升，估值震荡下行



资料来源：Wind，中银证券

图表 39. 伟星新材业绩持续攀升，估值下修较多



资料来源: Wind, 中银证券

图表 40. 兔宝宝近期业绩提升，估值震荡下行



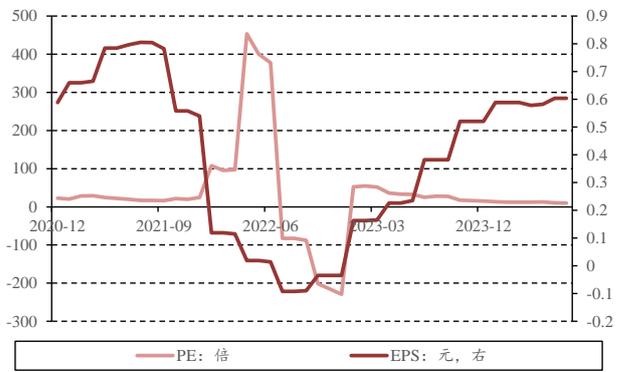
资料来源: Wind, 中银证券

图表 41. 公元股份业绩震荡上行，估值持续下行



资料来源: Wind, 中银证券

图表 42. 东鹏控股业绩平稳提升，但估值持续下行



资料来源: Wind, 中银证券

消费建材板块估值已消化相对充分。按照同花顺一致预期，截至 2024 年 7 月 19 日，东方雨虹 2023、2024 年 PE 估值已跌至 10.62、9.02 倍，PE-TTM 已经处于 2018 年 1 月以来的 3.0% 分位数，PB 分位数更是跌至 0.6%。而伟星新材 PE 分位数已经跌至 2018 年 1 月以来的 3.8% 分位数。东鹏控股、坚朗五金 PE 分位数已跌至 10% 以下，北新建材、蒙娜丽莎、兔宝宝等个股也已跌至历史较低分位数水平。

图表 43. 部分消费建材企业 PE/PB 及分位数

股票代码	股票名称	PE-23	PE-24	PE 分位数/%	PB 分位数/%
002271.SZ	东方雨虹	10.62	9.02	3.02	0.59
002372.SZ	伟星新材	16.15	14.75	3.81	1.17
000786.SZ	北新建材	10.90	9.27	17.39	11.99
003012.SZ	东鹏控股	8.34	7.32	0.87	0.78
002918.SZ	蒙娜丽莎	8.27	7.05	6.65	0.13
002043.SZ	兔宝宝	10.36	8.74	12.86	2.85
002791.SZ	坚朗五金	15.58	12.07	5.88	9.10
603737.SH	三棵树	28.57	21.08	72.95	28.82
002641.SZ	公元股份	11.38	10.40	52.92	0.26
601636.SH	旗滨集团	8.18	6.91	4.01	0.82

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

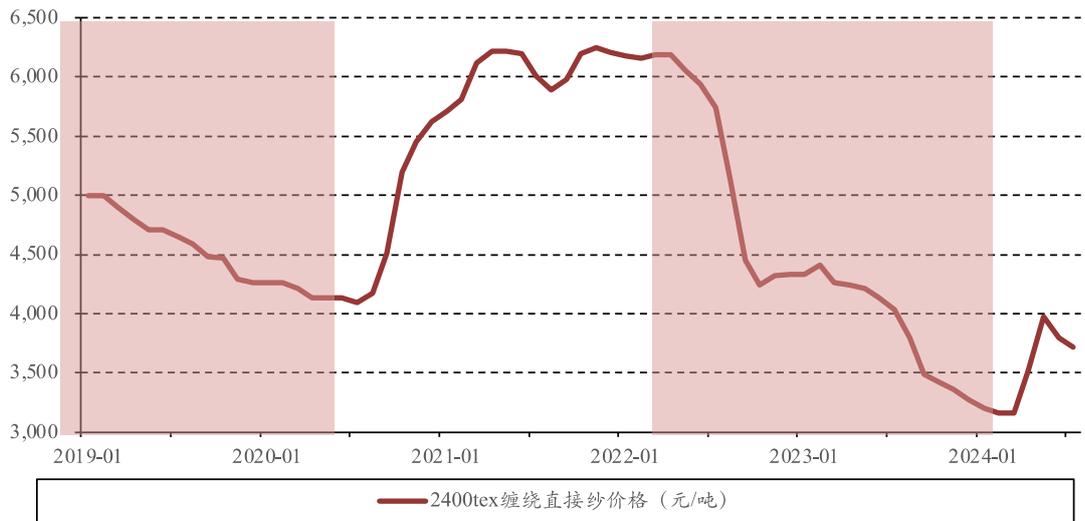
注: 股价截止日 2024 年 7 月 19 日

玻纤：行情跌宕起伏，市场博弈继续

大厂引领价格反击战，玻纤价格触底反弹

价格大幅下行至历史低位：以 2400tex 缠绕直接纱价格为代表，本轮玻纤价格下行周期自 2022 年 5 月起，先经历了 4 个月内降价 1,600 元/吨的骤降，随后进入约 5 个月的平台期，最后自 2023 年 2 月起在底部开始第二轮下降，价格从 4,400 元/吨降至 2024 年 3 月中旬的 3,150 元/吨，价格降幅约为 2,900 元/吨。本轮周期价格下行幅度大，且价格底部远低于上一轮下行周期：2019 年 1 月-2020 年 7 月，价格降幅 910 元/吨，价格底约为 4,100 元/吨。

图表 44. 2019 年至今玻纤价格复盘



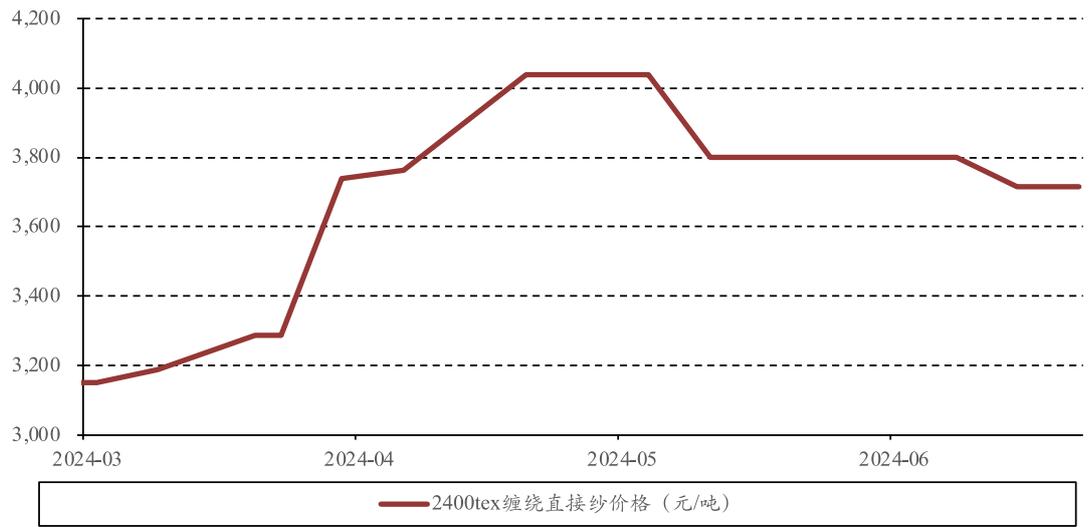
资料来源：卓创资讯，中银证券

大厂率先提价，其余厂商快速跟进：今年 3 月 15 日，玻纤行情因为供大于求而跌跌不休，市场都在等待底部出现之时，玻纤中合股纱的细分品种板材纱和毡纱价格突然提涨，涨幅在 100-200 元/吨。上述两品种涨价主要是由于前期亏损较多，厂商逐步减产，供需平衡恢复，而其他品类的玻纤产品则不存在类似的涨价条件。不过，玻纤价格在持续阴跌之后的首次涨价还是引起了全产业链的关注。3 月 25 日，玻纤行业龙头中国巨石率先公布玻纤涨价函，对玻纤主要品种进行了复价，主要的玻纤厂商纷纷快速跟进。

下游积极补库，4 月玻纤价格快速修复：玻纤价格持续下跌时，玻纤下游厂商始终保持较低的库存水位，补库意愿弱；而当玻纤价格突然上涨时，为了避免错过当前“第二低”的价格，下游厂商补库意愿显著增强。随着下游恐慌性补库的进行，玻纤厂商库存压力减轻，甚至出现部分品种紧缺，又进一步加剧了下游的补库意愿、提升了价格。在此循环作用的刺激下，玻纤价格于 3 月末开始了快速的修复，一个月间行业主流产品均价回升了 850 元/吨。

社会库存需消化，淡季临近，7 月玻纤价格有所回落：5 月初玻纤厂商进行了第二轮的提价，但由于玻纤终端需求持续平平，而中下游前期已经备货充足，玻纤厂商产销有所放缓，新价推进缓慢。5-6 月玻纤价格整体平稳，而进入 7 月，受高温、降雨等天气影响，终端需求走弱，市场观望情绪较浓，玻纤价格稳中偏弱。截至 7 月中旬，价格自本轮高点回落约 320 元/吨。

图表 45. 2024Q1 末玻纤价格触底后快速回升，随后有所回落



资料来源：卓创资讯，中银证券

电子纱/布 24Q2 价格回升：3 月末，受下游 PCB 厂商产品涨价影响，叠加前期电子纱/布厂商持续亏损，电子纱/布厂商提价意愿强，陆续上调报价。4 月，局部个别产线进入冷修，叠加下游订单稍有好转，行业供需获得修复，电子纱/布价格实现第一轮上涨。5-6 月，下游订单逐步恢复，行业供需好转，且下游 PCB 价格继续走高，电子纱/布价格成功向上传导，实现第二轮上涨。6 月中旬，两条电子纱产线点火复产，供给端压力有所减轻，我们预计价格短期内趋稳。

图表 46. 2024Q2 电子纱电子布价格回升



资料来源：卓创资讯，中银证券

当前时点库存、供给与估值分析

玻纤行业库存 3-5 月下降，6 月小幅回升：据卓创资讯，2024 年 3/4/5/6 月行业库存分别为 79.4/60.0/57.9/62.8 万吨，分别环比变化 -11.2/-19.4/-2.1/+4.8 万吨；库存天数分别为 41.6/31.7/30.1/32.6 天。受益于玻纤突然提涨，下游积极备货，3-5 行业月库存连续快速下降；进入 6 月，产销转弱，玻纤库存水平小幅回升。当前库存水平及库存天数从历史高位水平有所下降，回到 2022 年 7-8 月的水平。

图表 47. 2024 年 3-5 月玻纤库存快速下降



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 48. 玻纤库存天数从历史高位水平明显回落



资料来源：卓创资讯，中银证券

预计 2024 年会有较多产能进入冷修：长时间的高温连续生产会使得产线老化，一般玻纤池窑的窑龄期是 8-10 年。全行业 2010 年以来经历了两轮产能投放：第一次是 2013-2014 年，国内池窑集中冷修进行第一次升级换代，至今已有 9 至 10 年；第二次产能投放是 2017-2018 年玻纤产能景气度高点，国内众多厂商投入较多产能，距今 6 至 7 年。随着投产的产能窑龄逐步到期，行业内将会有较多产能需要进行冷修。据卓创资讯，截至 2024 年 6 月，国内有 5 条线共计 23 万吨产能进入冷修。我们判断当前行业仍处于供大于求，或有企业选择在行业低谷提前冷修。

图表 49. 2023 年冷修产能（万吨）

企业	原产能	产品	冷修时间
九鼎新材	7	粗纱	2023 年 6 月 9 日停产
重庆国际	12	风电纱	2023 年 8 月底冷修
邢台金牛	3	粗纱	2023 年 9 月冷修
内江华原	5	粗纱	2023 年 11 月 7 日冷修
常州天马	3	粗纱	2023 年 12 月 30 日冷修
合计	30		

资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 50. 2024 年以来冷修产线（万吨）

公司	原产能	产品	冷修时间
山东玻纤	6	粗纱	2024 年 1 月底冷修
泰山玻纤	5	电子纱	2024 年 1 月下旬冷修
重庆国际	5	粗纱	2024 年 3 月初冷修
四川玻纤	3	电子纱	2024 年 3 月 31 日冷修
邢台金牛	4	粗纱	2024 年 4 月 7 日冷修
合计	23		

资料来源：卓创资讯，中银证券

相较于 2022 年，新建产线投放速度放缓：2022 年玻纤行业国内点火产线 8 条，新增粗纱产能 59 万吨，新增电子纱产能 16 万吨；2023 国内点火及复产产线 4 条，其中粗纱产能合计 41 万吨，电子纱产能 5 万吨；2024 年以来，国内点火及复产产线 6 条，其中粗纱产能合计 49 万吨，电子纱产能合计 6.8 万吨。

图表 51.2022 年产能变动情况 (万吨)

公司	产能	产品	备注
建滔化工	6	电子纱	2022 年 1 月 10 日点火
邢台金牛	10	粗纱	2022 年 3 月 28 日点火
四川裕达	3	粗纱	2022 年 5 月 20 日点火
中国巨石	15	短切纱	2022 年 5 月 28 日点火
中国巨石	10	电子纱	2022 年 6 月 18 日点火
重庆三磊	10	粗纱	2022 年 6 月 27 日点火
重庆国际	15	粗纱	2022 年 6 月 29 日点火
泰山玻纤	6	风电纱	2022 年 7 月 10 日点火

资料来源: 卓创资讯, 各公司公告, 中银证券

图表 52.2023 年产线变动情况 (万吨)

公司	产能	产品	备注
国际复材	6	粗纱	2023 年 3 月冷修复产
中国巨石	20	粗纱	2023 年 5 月 30 日点火
国际复材	15	粗纱	2023 年 10 月 31 日点火
中国巨石	5	电子纱	2023 年年底点火

资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 53.2024 年以来产线变动情况 (万吨)

公司	产能	产品	备注
山东玻纤	15	粗纱	2024 年 1 月点火
内蒙古天皓	12	粗纱	2024 年 3 月 26 日点火
中国巨石	12	粗纱	2024 年 4 月 8 日复产
中国巨石	10	粗纱	2024 年 5 月 10 日点火
四川玻纤	3	电子纱	2024 年 6 月 19 日复产
昆山必成	3.8	电子纱	2024 年 6 月底复产

资料来源: 卓创资讯, 中银证券

已公告产能总量巨大, 主要集中于行业头部企业及新进入者: 出于在低谷扩张抢占未来市场份额的考虑, 头部玻纤企业纷纷公告扩产计划。此外, 行业内还出现了不少新进入者, 他们多为大型制造、能源企业, 本身即拥有一定的能耗指标及空闲土地, 被玻纤行业在重工业中相对较高的毛利率及较好的需求前景吸引而进入行业。据我们统计, 截至目前, 国内各企业公布的产能建设计划总计包含 15 个生产基地, 拟建产能合计约 570 万吨。

图表 54.拟建产能情况 (万吨, 标红为行业新进入者)

公司	产线名称	产能	产品
泰山玻纤	高性能玻纤智能制造生产线	15	粗纱
中国巨石	九江 4 线	20	粗纱
中国巨石	淮安基地	30	粗纱
长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	45	粗纱
泰山玻纤	高性能玻纤智能制造生产线 2 线	15	粗纱
山东玻纤	8 线	12	粗纱
重庆三磊	高性能玻纤生产基地	50	粗纱、短切毡
邢台金牛	5 线	15	粗纱
邢台金牛	6 线	15	粗纱
冀中新材	3 线	12	粗纱
协和新能源集团	1 线	10	粗纱
扬州恒润海洋重工		50	粗纱
武安晶石新材料		120	粗纱
内蒙古天皓	分三期建设 5 条 12 万吨	48	粗纱
东方希望集团		100	粗纱
合计		572	

资料来源: 卓创资讯, 各公司公告, 中银证券

玻纤企业处于估值低位：截至 2024 年 7 月 19 日，中国巨石、中材科技、长海股份 PB 估值在上升后有所回落，仍均处于上市以来估值低位，具备较高性价比及安全边际。

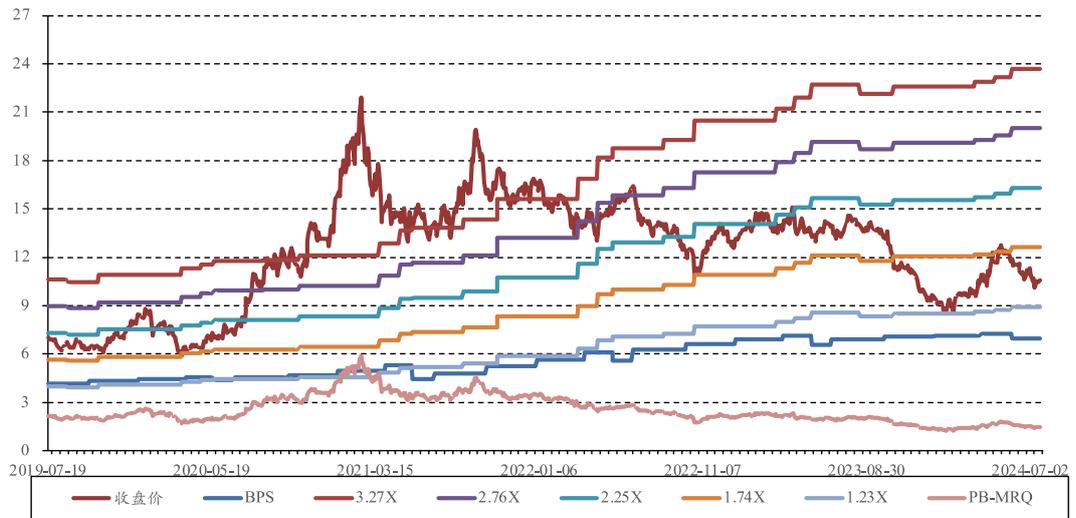
图表 55. 玻纤行业 PB 估值水平较低

	PE_TTM	PB_LF	PE 分位数/%	PB 分位数/%
中国巨石	17.09	1.52	22.22	1.48
中材科技	9.31	1.06	1.37	0.33
长海股份	14.48	0.88	23.21	0.68

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2024 年 7 月 19 日

图表 56. 中国巨石 PB 仍处于历史低位



资料来源：iFind，中银证券

玻纤行业观点总结

需求恢复仍需等待：从行业基本面来看，本轮玻纤价格上涨的时点下供需是持续偏弱的，而玻纤厂商集体提价能够快速落实，主要是因为下游“买涨不买跌”的心态以及下游集中度低于上游，议价能力较低两个原因。本轮上涨依靠下游的恐慌性补库持续了约两个月的时间，最终又因为基本面上需求难以支撑而收尾。展望下半年，新产线逐步投产，供给端压力仍存，需求恢复仍需等待。

大厂盈利有所修复，中小厂仍是举步维艰：24Q1 末开启涨价后，各玻纤厂商的盈利能力均获得了明显修复。当前的价格水平下，行业头部几家大厂能够实现一定盈利，但其余中小厂商仍在盈亏线附近徘徊。据卓创资讯，截至 7 月中旬，玻纤行业综合毛利为-26.8 元/吨，上半年平均毛利为-638.2 元/吨。考虑下半年供需稳中偏弱，我们预计行业盈利格局或维持该局面。

对玻纤行业长期需求保持乐观：从行业头部企业及新进入者的大举扩产来看，企业家们对玻纤行业的长期发展仍是充满信心。考虑玻纤需求涉及多个重要下游行业，总需求基本与宏观经济相挂钩；同时，作为一种替代材料，价格下行下其性价比凸显，新兴的应用领域也有望会陆续出现。我们对玻纤行业长期需求保持乐观。

图表 57. 观点总结

影响因素	观点
价格	24Q2 价格大幅震荡后趋稳，当前价格水平下头部厂商能够维持一定盈利
库存	24Q1 末价格提涨后玻纤企业去库较多，但淡季临近叠加前期社会库存累积，仍有一定去库压力
供给	2024 年新点火及复产产能较多，企业冷修和行业落后产能出清一定程度上会缓解供给压力
估值	行业第一梯队公司 PB 估值仍处于历史低位，具备安全边际

资料来源：中银证券

投资建议

水泥：短期看竞合优化，长期看供给改革。2023 年及 2024 年上半年水泥企业亏损面较大，我们认为主要系价格中枢下行导致行业盈利下滑。短期来看，在需求疲软的背景下，落实地区内错峰减产、推动价格中枢抬升是增厚水泥企业盈利的有力措施。二季度东北地区错峰减产落地情况最优，价格中枢持续上涨，7 月中旬已超过华东地区价格水平。长期来看，水泥行业节能降碳已成为行业大方向，龙头企业具备技术优势，有望进一步提升市占率。估值角度考虑，水泥板块当前处于市净率底部位置，部分企业的分红比例和股息率较高，具备较高的投资安全边际。推荐**海螺水泥、华新水泥**。水泥产业链推荐**垒知集团、苏博特、西部建设**。

消费建材：估值低位，报表端风险陆续出清。消费建材企业业绩与估值走势呈现相反方向。公司报表端风险陆续出清，收现比提升，经营现金流同比显著增加。2024H1 多数消费建材原材料价格震荡下行，公司成本端压力不大，若下游需求好转则利润有望继续增厚。上半年地产行业积极政策频出，5-6 月 30 大中城市商品房销售情况出现好转信号，政策效果持续性以及从政策落地传导至消费建材需求端的效果仍需观察。2024H1 在需求未有明显好转的背景下，消费建材供给端有望继续出清，行业竞争格局进一步优化。供需两端均有边际向好的动力，消费建材企业业绩有望持续修复。推荐**北新建材、伟星新材、东方雨虹**。

玻纤：价格涨后趋稳，看好长期需求。上半年玻纤价格上涨时点下行业供需持续偏弱，恐慌性补库持续约两个月后，因行业需求难以支撑而收尾。但 24Q1 末开启涨价后各玻纤厂商盈利能力均获得明显修复。当前价格水平下行业头部厂商能够实现盈利，其余中小厂商仍在盈亏平衡线附近。参考行业头部企业及新进入者的大举扩产动作，我们对玻纤行业的长期需求保持乐观；同时，玻纤作为一种替代材料，价格下行的情况下其性价比凸显，新型应用领域有望浮现。推荐**中国巨石、宏和科技**。

风险提示

- 1.地产销售不及预期。**地产销售恢复情况如何很大程度影响新开工链条的恢复，同时也会影响后期装修建材的需求。若地产销售持续低迷，或是销量进一步下台阶，将会延后对地产新开工链条恢复的预期，同时对装修建材板块的业绩和估值都形成一定的冲击。
- 2.基建增速下滑及实物工作量落地不及预期。**基建投资当前仍处于相对较高水平，若后续资金支持不足，或资金落实到项目上的情况不及预期，大宗建材需求将受损。
- 3.成本压力卷土重来。**当前上游原材料及能源价格处于震荡回落状态，建材行业成本压力正逐渐修复，若后续因各种因素成本再次冲高，则利润会再现压力。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371