

# 建筑材料

## 水泥供给侧优化预期增强，市值管理新政利好破净水泥龙头

### 行情回顾

过去五个交易日（1118-1122）沪深300跌2.60%，建材（中信）跌2.27%，除其他专用材料板块取得正收益外，其他板块均取得负收益。个股中，西部水泥（+16.4%），北京利尔（+15.7%），正威新材（+13.5%），松发股份（+3.8%），华立股份（+0.9%），涨幅居前。上周我们重点推荐组合的表现：上峰水泥（-3.2%）、海螺水泥（-1.4%）、塔牌集团（-0.7%）、华润建材科技（-3.2%）、西部水泥（+16.4%）、三棵树（-3.4%）、兔宝宝（-6.7%）、亚士创能（-7.4%）。

### 水泥供给侧优化预期增强，市值管理新政利好破净水泥龙头

据Wind，1118-1122一周，30个大中城市商品房销售面积258.38万平米，同比+8.36%，已连续四周同比正增，环比+16.78%。上周上海、北京、深圳、广州先后取消普通住房和非普通住房标准，与之衔接的契税及增值税优惠力度加大，大幅降低住房交易成本。自9月底以来经过系列存量和增量政策的出台，房地产市场在10月份出现了交易强力回升情况，地产基本面或将逐步企稳，C端建材品种有望率先受益。

随着水泥供需矛盾的加剧，供给侧优化政策落地预期增强。截至10月末水泥行业在产总产能约17.24亿吨（表观产能），但考虑超产能力，假设按照25%计算，真实年产能约21.55亿吨，相比于备案产能多出4.3亿吨，假如按照1.5:1的置换比例补足超产产能，对应补充指标的产能约6.5亿吨。因此，若企业选择通过置换方式补足超产指标，则意味着行业真实产能将压缩约30%。若不补足超产指标，则假设限定日产上限为核定产能110%，对应真实产能约19.0亿吨，较此前压缩约12%，因此，我们判断限产政策执行后行业真实产能有望下降12%-30%。我们认为短期来看，错峰生产仍是调整行业供需矛盾的主要手段，但如能够通过限制日产来规范企业生产行为有望更好发挥错峰生产效果，未来水泥行业借助环保、双碳等手段有望实现真实产能出清，供给格局将迎来逐步改善。建材板块破净权重股主要在水泥板块，如海螺水泥当前仅0.72倍PB，随着市值管制新政的推出，也有望催化估值修复。

### 本周重点推荐组合

海螺水泥、西部水泥、华润建材科技、塔牌集团、上峰水泥、三棵树、兔宝宝

**风险提示：**基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响；新材料品种下游景气度及自身成长性不及预期；地产产业链坏账减值损失超预期等。

### 证券研究报告

2024年11月24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

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

- 《建筑材料-行业专题研究:并购潮再袭,建材盈利承压或加大并购动能,四条路径探标的》 2024-11-18
- 《建筑材料-行业研究周报:水泥 PB 仍存较大修复空间,关注华南水泥龙头》 2024-11-17
- 《建筑材料-行业专题研究:Q3 建材业绩继续下行,看好政策驱动顺周期板块复苏行情》 2024-11-15

## 重点标的推荐

| 股票代码      | 股票名称   | 收盘价(元)<br>2024-11-22 | 投资<br>评级 | EPS(元)  |       |       |       | P/E     |       |       |       |
|-----------|--------|----------------------|----------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|           |        |                      |          | 2023A/E | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A/E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600585.SH | 海螺水泥   | 25.31                | 买入       | 1.97    | 1.81  | 2.18  | 2.61  | 12.85   | 13.98 | 11.61 | 9.70  |
| 02233.HK  | 西部水泥   | 1.49                 | 买入       | 0.08    | 0.2   | 0.36  | 0.51  | 18.63   | 7.45  | 4.14  | 2.92  |
| 01313.HK  | 华润建材科技 | 1.83                 | 买入       | 0.09    | 0.12  | 0.18  | 0.22  | 20.33   | 15.25 | 10.17 | 8.32  |
| 002233.SZ | 塔牌集团   | 7.58                 | 买入       | 0.62    | 0.55  | 0.66  | 0.75  | 12.23   | 13.78 | 11.48 | 10.11 |
| 000672.SZ | 上峰水泥   | 7.93                 | 买入       | 0.77    | 0.69  | 0.80  | 0.91  | 10.30   | 11.49 | 9.91  | 8.71  |
| 603737.SH | 三棵树    | 43.51                | 买入       | 0.33    | 1.24  | 1.59  | 1.91  | 131.85  | 35.09 | 27.36 | 22.78 |
| 002043.SZ | 兔宝宝    | 11.08                | 买入       | 0.83    | 0.79  | 0.92  | 1.04  | 13.35   | 14.03 | 12.04 | 10.65 |

资料来源: Wind、天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

注: 西部水泥、华润建材科技收盘价、EPS 单位分别为港元、港元/股, 数据截至 2024/11/22

## 内容目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 核心观点.....                           | 3 |
| 行情回顾 .....                          | 3 |
| 水泥供给侧优化预期增强, 市值管理新政利好破净水泥龙头 .....   | 3 |
| 建材重点子行业近期跟踪.....                    | 4 |
| 传统建材龙头中长期价值显著, 新能源品种成长性有望持续兑现 ..... | 5 |
| 风险提示 .....                          | 5 |

## 图表目录

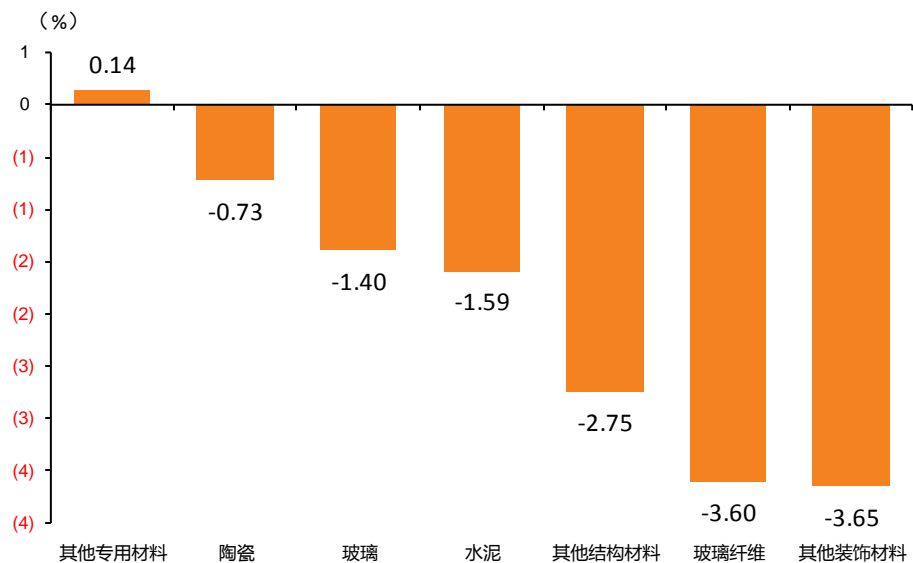
|  |   |
|--|---|
| 图 1: 中信建材三级子行业本周五个交易日 (1111-1115) 涨跌幅 .....        | 3 |
| 表 1: 2023-2024 年对应时间 30 大中城市商品房销售面积对比 (万平方米) ..... | 3 |

## 核心观点

### 行情回顾

过去五个交易日（1118-1122）沪深 300 跌 2.60%，建材（中信）跌 2.27%，除其他专用材料板块取得正收益外，其他版块均取得负收益。个股中，西部水泥（+16.4%），北京利尔（+15.7%），正威新材（+13.5%），松发股份（+3.8%），华立股份（+0.9%），涨幅居前。上周我们重点推荐组合的表现：上峰水泥（-3.2%）、海螺水泥（-1.4%）、塔牌集团（-0.7%）、华润建材科技（-3.2%）、西部水泥（+16.4%）、三棵树（-3.4%）、兔宝宝（-6.7%）、亚士创能（-7.4%）。

图 1：中信建材三级子行业本周五个交易日（1118-1122）涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 水泥供给侧优化预期增强，市值管理新政利好破净水泥龙头

据 Wind，1118-1122 一周，30 个大中城市商品房销售面积 258.38 万平米，同比+8.36%，已连续四周同比正增，环比+16.78%。上周上海、北京、深圳、广州先后取消普通住房和非普通住房标准，与之衔接的契税及增值税优惠力度加大，大幅降低住房交易成本。自 9 月底以来经过系列存量和增量政策的出台，房地产市场在 10 月份出现了交易强力回升情况，地产基本面或将逐步企稳，C 端建材品种有望率先受益。

表 1：2023-2024 年对应时间 30 大中城市商品房销售面积对比（万平方米）

|           | 2024   | 2023   | 同比      |
|-----------|--------|--------|---------|
| 0511-0517 | 209.54 | 296.05 | -29.22% |
| 0518-0524 | 200.03 | 309.05 | -35.28% |
| 0525-0531 | 230.89 | 369.87 | -37.58% |
| 0601-0607 | 175.81 | 236.66 | -25.71% |
| 0608-0614 | 162.59 | 267.28 | -39.17% |
| 0615-0621 | 217.95 | 297.72 | -26.79% |
| 0622-0628 | 314.83 | 308.79 | 1.96%   |
| 0629-0705 | 289.85 | 292.60 | -0.94%  |
| 0706-0712 | 170.78 | 196.59 | -13.13% |

|           |        |        |         |
|-----------|--------|--------|---------|
| 0713-0719 | 161.37 | 185.23 | -12.88% |
| 0720-0726 | 160.86 | 246.01 | -34.61% |
| 0727-0802 | 200.85 | 247.50 | -18.85% |
| 0803-0809 | 145.40 | 175.54 | -17.17% |
| 0810-0816 | 139.10 | 177.26 | -21.53% |
| 0817-0823 | 177.15 | 204.95 | -13.57% |
| 0824-0830 | 162.86 | 271.42 | -40.00% |
| 0831-0906 | 143.74 | 228.80 | -37.18% |
| 0907-0913 | 126.04 | 184.86 | -31.82% |
| 0914-0920 | 106.63 | 243.93 | -54.80% |
| 0921-0927 | 187.93 | 329.56 | -42.97% |
| 0928-1004 | 165.17 | 151.51 | 9.01%   |
| 1005-1011 | 141.31 | 190.66 | -25.88% |
| 1012-1018 | 273.78 | 249.74 | 9.62%   |
| 1019-1025 | 252.05 | 293.76 | -14.20% |
| 1026-1101 | 336.33 | 323.95 | 3.82%   |
| 1102-1108 | 235.12 | 188.73 | 24.58%  |
| 1109-1115 | 239.31 | 197.44 | 21.21%  |
| 1116-1122 | 258.38 | 238.45 | 8.36%   |

资料来源: Wind、天风证券研究所

随着水泥供需矛盾的加剧,供给侧优化政策落地预期增强。截至 10 月末水泥行业在产总产能约 17.24 亿吨(表观产能),但考虑超产能力,假设按照 25%计算,真实年产能约 21.55 亿吨,相比于备案产能多出 4.3 亿吨,假如按照 1.5:1 的置换比例补足超产产能,对应补充指标的产能约 6.5 亿吨。因此,若企业选择通过置换方式补足超产指标,则意味着行业真实产能将压缩约 30%。若不补足超产指标,则假设限定日产上限为核定产能 110%,对应真实产能约 19.0 亿吨,较此前压缩约 12%,因此,我们判断限产政策执行后行业真实产能有望下降 12%-30%。我们认为短期来看,错峰生产仍是调整行业供需矛盾的主要手段,但如能够通过限制日产来规范企业生产行为有望更好发挥错峰生产效果,未来水泥行业借助环保、双碳等手段有望实现真实产能出清,供给格局将迎来逐步改善。建材板块破净权重股主要在水泥板块,如海螺水泥当前仅 0.72 倍 PB,随着市值管制新政的推出,也有望催化估值修复。

### 建材重点子行业近期跟踪

**水泥:** 本周全国水泥市场价格环比小幅上涨 0.3%。价格上涨区域主要是广东、湖南和湖北,幅度 30-50 元/吨;价格回落地区为河北和河南,幅度 20-30 元/吨。十一月下旬,受季节性因素影响,国内水泥市场需求继续减弱,全国重点地区企业出货率为 50%,环比下滑约 2 个百分点。价格方面,经过持续推涨后,多数地区价格已处于中等或略偏上水平,后期继续大幅推涨的可能性不大,多将维持震荡调整走势。(数据来源:数字水泥网)

**玻璃:** 1) 光伏玻璃: 本周 2.0mm 镀膜面板主流订单价格 11.5-12 元/平方米,环比下滑 2.08%,3.2mm 镀膜主流订单价格 19.5-20 元/平方米,环比下滑 1.25%。近期下游组件厂家排产变动不大,按需采购为主。局部成交稍有好转,整体仍显一般。本周样本库存天数约 37.80 天,环比下降 1.02%,日熔量合计 98240 吨/日,环比持平,预计市场整体交投平稳,价格稳定为主。2) 浮法玻璃: 本周国内浮法玻璃均价 1458.02 元/吨,较上周均价上涨 4.23 元/吨,涨幅 0.29%,环比涨幅收窄。本周国内浮法玻璃市场需求变化不大,中下游采购积极性有所回落,交投一般。库存总量 4282 万重量箱,较上周四库存增加 142 万重量箱,

增幅 3.43%，库存天数约 22.33 天，较上周四增加 0.19 天。日熔量共计 159665 吨，较上周持平。周内产线改产 1 条线。后期市场看，南北方加工厂需求订单仍可延续，刚需支撑原片价格。超白产线转白玻，白玻供应总量仍在增加，目前供需结构维持尚可。近两日期货价格上涨，助推企业出货，浮法原片价格整体或呈现趋强震荡为主，预计下周均价为 1460 元/吨左右。（数据来源：卓创资讯）

**玻纤：**1) 无碱粗纱：本周国内无碱粗纱市场整体价格呈稳定走势，各池窑厂报盘暂稳，局部小厂实际成交灵活延续。截至 11 月 21 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流成交价格在 3300-3600 元/吨不等，全国均价 3607.50 元/吨，主流含税送到，较上周均价持平，同比上涨 9.49%，较上一周同比增幅扩大 0.40 个百分点。本周国内池窑厂产能无明显变动，在产产线稳定。截至 11 月 21 日，国内池窑厂在产产线条数共计 106 条，在产产能 765.8 万吨/年，较上周产能基本持平，同比涨幅达 10.66%。近期无碱粗纱市场整体需求无明显好转迹象，除热塑、风电订单较平稳外，传统玻璃钢市场需求支撑仍显乏力。下游深加工订单分化愈加明显，市场供需偏弱下，多数下游按需采购，局部贸易商少量择低价备货，但其提货持续性较差。各厂价格暂报稳，整体成交显一般，但近期大厂挺价意向仍较浓，短期预计稳中局部调整或延续。2) 电子纱：7628 电子布多数厂报价无明显变动，局部成交存小幅灵活空间，当前报价维持 3.8-4.0 元/米不等，成交按量可谈。电子纱下游需求仍显一般，短期下游 CCL 订单增量整体有限，供应增加预期增强，中下游按需采购仍延续。电子纱市场供需仍较弱，但成本支撑力度尚存，后期价格主流将延续稳定走势。（数据来源：卓创资讯）

## 传统建材龙头中长期价值显著，新能源品种成长性有望持续兑现

**重点推荐：**海螺水泥、西部水泥、华润建材科技、塔牌集团、上峰水泥、三棵树、兔宝宝

我们认为当前时点传统建材行业景气已处于接近周期底部区间，**新能源等高景气下游相关的新材料品种有望持续兑现成长性：**1) 水泥有望受益于后续基建和地产需求改善预期，中长期看，供给格局有望持续优化，推荐**西部水泥、塔牌集团、西藏天路、华新水泥**；2) 消费建材 22 年受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，当前上述因素有望逐步改善，地产政策改善趋势明确，23 年起基本面或已逐渐企稳。中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道。近期地产优化政策密集发布，我们认为地产商资金压力缓解有利于建材企业资产负债表改善，当前应收账款较高的企业改善空间更大，推荐**坚朗五金、三棵树、蒙娜丽莎、亚士创能、东方雨虹**等；3) 新型玻璃、碳纤维等新材料面临下游需求高景气和国产替代机遇，龙头公司拥有高技术壁垒，有望迎来快速成长期，推荐**金晶科技、亚玛顿、中复神鹰（与化工联合覆盖）、山东药玻（与医药联合覆盖）、凯盛科技（与电子联合覆盖）、时代新材（与电新联合覆盖）**；4) 当前玻璃龙头市值已处于历史较低水平，随着行业冷修提速，行业基本面或逐步筑底，光伏玻璃有望受益产业链景气度回暖，而电子玻璃有望受益国产替代和折叠屏等新品放量。推荐**旗滨集团、信义玻璃、福莱特（与电新联合覆盖）**等。5) 塑料管道板块下游兼具基建和地产，基建端有望受益市政管网投资升温，地产端与消费建材回暖逻辑相似，推荐**中国联塑、东宏股份、公元股份**；6) 玻纤当前价格处于相对低位，后续风电等需求启动有望带动行业去库涨价，推荐**中国巨石、长海股份（与化工联合覆盖）、中材科技、宏和科技**等。

## 风险提示

**基建、地产需求回落超预期，对水泥、玻璃价格涨价趋势造成影响：**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，当前水泥及玻璃价格变动体现了较好的景气度，但若后续因天气、疫情、政策等原因导致基建、地产开工工持续性不及预期，可能导致水泥和玻璃价格上涨持续性不及预期。

**新材料品种下游景气度及自身成长性不及预期：**新材料品种的估值中可能包含了对其下游及自身成长性的较高预期，但新技术的运用及市场放量具有较大不确定性，若成长性不及预期，则可能无法支撑其估值。

**地产产业链坏账减值损失超预期：**尽管 2022 年以来，地产链的消费建材等类型公司均对风险客户应收账款进行了大额减值计提，但若后续地产景气度仍无好转，不能排除部分此前低风险客户也变为高风险客户，进而使得减值计提超预期的可能。



## 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        |