

证券研究报告

2024年12月22日

行业报告：行业投资策略

## 建筑材料

# 2025年年度策略：重视供给侧积极变化，静待需求回暖

作者：

分析师 鲍荣富 SAC执业证书编号：S1110520120003

分析师 王涛 SAC执业证书编号：S1110521010001

分析师 林晓龙 SAC执业证书编号：S1110523050002



天风证券  
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）  
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 核心观点

我们认为当前建材景气度仍处于左侧，但随着前端数据的好转，以及化债、收储等政策的持续推动，底部信号或已逐步临近。24年水泥、玻纤开始复价，25年供给侧有望持续发力，支撑价格继续恢复，考虑到低基数及行业属性差异，水泥的业绩弹性或最优。消费建材中长期成长性最佳，且新建端企稳后，存量对于业绩的拉动效果有望进一步凸显，部分C端公司24年收入逆势增长体现出强 $\alpha$ ，继续看好优质龙头盈利能力和经营质量的长期改善。

### ➤ 消费建材：销售端拐点将至，看好存量需求释放带来新一轮增长

- 9月底以来我国地产政策力度加大，地产基本面出现边际修复，11月单月销售面积同比有望实现正增长，新建端基本面或逐步迎来筑底企稳，而二手房销售累计实现正增长，占比提升至65%，预计中长期仍有15-25%提升空间，存量需求的拉动效果将愈发显著。对比美国经验，地产销售自11年下半年开启上行周期，此后持续增长近十年，CAGR约7%，而头部消费建材公司凭借自身现金流赋能及加杠杆优势，通过横向及纵向扩张迎来新一轮增长，如宣伟09-23年利润CAGR达13%，实现超额利润。对标国内企业，我们认为随着资金状况的改善以及客户结构的调整，现金流已开始好转，业绩端C端品种已体现出强韧性，在 $\beta$ 下行期收入仍然实现同比增长，而随着地产新建的触底，扩渠道/扩品来所带来的增长会进一步显现。推荐三棵树、北新建材、伟星新材、兔宝宝等。

### ➤ 水泥：25年供给侧改革有望发力，利润增长弹性或最优

- 我们认为25年受益于基建实物工作量的推进以及地产新建端的筑底，需求降幅有望收窄，而供给侧将逐渐发力，短期来看，错峰生产仍是调节供需平衡最有效的手段，25年随着限制超产政策的逐步趋严，倒闭企业通过补足超产指标等方式退出中小产能，行业有望开始实现真正意义上的产能出清，而2027年开始将进入碳交易深化完善阶段，行业产能优化效果有望进一步显现。10月份华东长三角地区开始大幅提价，并逐渐传到至华中、华南等地，四季度利润有望开始走出底部，同时也为25年开年价格奠定良好基础，在供给端政策驱动及企业利润诉求增长下自我约束力加强的双重推动下，我们继续看好25年国内水泥企业利润向上弹性，推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、华润建材科技，成长性方向，推荐非洲出海龙头西部水泥。

### ➤ 玻纤：阶段性点火高峰期已过，期待需求端新能源领域放量

- 25年在国内宏观经济增长拉动下，需求增长前景仍较好，其中风电、光伏是主要增长点，汽车、电子等领域进一步恢复，出口端可能面临关税提升压力，相对利好在海外布局的龙头企业。供给端来看，我们预计24年行业新点火/冷修复产能合计117万吨，同比增长121%，25年新点火压力有望开始下降，但考虑到24年产能投放时间主要集中在下半年，因此25年上半年供给端短期或仍然面临一定冲击，但进入下半年后或开始逐渐减弱，同时随着冷修需求的增加，亦有望对冲部分新增产能的压力。24年玻纤价格经历两轮集中复价，底部已基本夯实，25年头部企业产品结构、产能布局等优势或进一步凸显，关注差异化竞争下的结构性机会，推荐中国巨石、长海股份，建议关注宏和科技。

### ➤ 玻璃：行业冷修有望提速，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28%，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处亏损状态，25年成本端纯碱价格或仍有下降预期，我们预计盈利进一步下行空间较为有限，关注阶段性价格反弹机会，同时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、金晶科技等。

- 风险提示：下游基建、地产需求不及预期，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。

## 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2024-12-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603737.SH	三棵树	44.30	买入	0.33	1.24	1.59	1.91	134.24	35.73	27.86	23.19
000786.SZ	北新建材	28.15	买入	2.09	2.57	2.92	3.34	13.47	10.95	9.64	8.43
002372.SZ	伟星新材	12.54	买入	0.90	0.72	0.81	0.90	13.93	17.42	15.48	13.93
002043.SZ	兔宝宝	11.93	买入	0.83	0.79	0.92	1.04	14.37	15.10	12.97	11.47
600585.SH	海螺水泥	24.13	买入	1.97	1.81	2.18	2.61	12.25	13.33	11.07	9.25
600801.SH	华新水泥	12.19	买入	1.33	0.88	1.01	1.17	9.17	13.85	12.07	10.42
000672.SZ	上峰水泥	7.92	买入	0.77	0.69	0.80	0.91	10.29	11.48	9.90	8.70
01313.HK	华润建材 科技	1.58	买入	0.09	0.12	0.18	0.22	17.56	13.17	8.78	7.18
02233.HK	西部水泥	1.74	买入	0.77	0.69	0.8	0.91	2.26	2.52	2.18	1.91
600176.SH	中国巨石	11.50	买入	0.76	0.58	0.76	0.92	15.13	19.83	15.13	12.50
300196.SZ	长海股份	11.25	买入	0.72	0.73	1.02	1.40	15.63	15.41	11.03	8.04
603256.SH	宏和科技	9.77	增持	-0.07	0.03	0.09	0.13	-139.57	325.67	108.56	75.15
601636.SH	旗滨集团	5.98	买入	0.65	0.22	0.42	0.62	9.20	27.18	14.24	9.65
600586.SH	金晶科技	5.87	买入	0.32	0.23	0.37	0.46	18.34	25.52	15.86	12.76

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：P/E=收盘价/EPS

1

消费建材：销售端拐点将至，看好存量需求释放带来新一轮增长

2

水泥：25年供给侧改革有望发力，利润增长弹性或最优

3

玻纤：Q2价格迎来反弹，产能冲击或有限

4

玻璃：行业冷修有望提速，关注供需动态平衡情况

5

投资建议及推荐标的

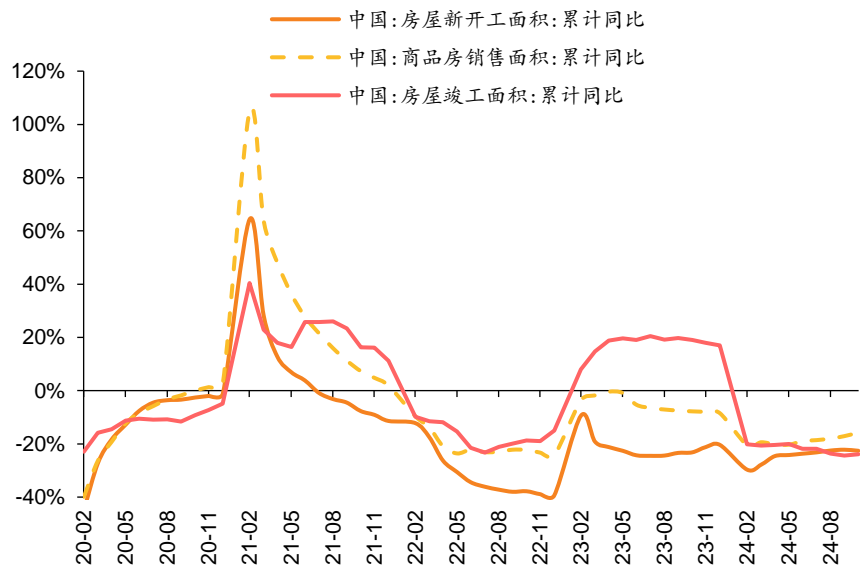
6

风险提示

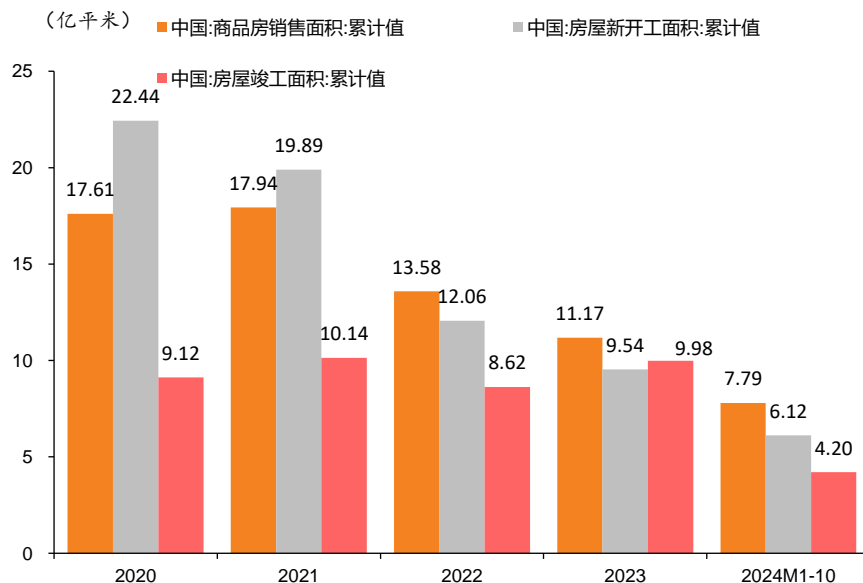
## 1.1. 前端销售数据拐点将至，一线城市二手房修复动能强

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，截止2024年10月，商品房销售/房屋新开工/竣工面积累计值分别达7.8/6.1/4.2亿平，同比分别-16%/-23%/-24%，单月来看，24年10月销售/新开工/竣工面积分别达7646/5176/5180万平，同比分别-2%/-27%/-20%，销售端降幅边际收窄，开工和竣工端仍在下探。11月重点30城单月销售面积同比实现20%增长，12月首周继续延续增长趋势，政策拉动效果在持续显现，销售好转有望带动新建端逐渐企稳。

图：商品房销售、房屋新开工、房屋竣工面积累计同比增速



图：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

## 1.1. 前端销售数据拐点将至，一线城市二手房修复动能强

- ▶ 今年“5·17”新政之后，特别是9月底至今的一揽子增量政策持续发力，为房地产市场止跌回稳奠定了坚实基础。9月26日，中共中央政治局提出促进房地产市场止跌回稳等，此前高层会议表态为“促进房地产市场平稳健康发展”，地产政策定调明显转向。
- ▶ 当前从地产需求端政策来看，已基本做到应出尽出，有望带动地产销售端逐步企稳。住房消费需求的限制性政策已基本解除，房贷利率和首付比例降至历史最低，加上住房交易环节的税收优惠、“以旧换新”、购房补贴等政策措施，居民购房成本大幅降低。而供给端存量商品房和存量闲置土地的收储是目前亟待破解的最大难题，也是房地产市场止跌回稳的关键。当前政策推进仍存多重因素制约，如房地产融资“白名单”需要金融监管部门和金融机构的协同、商品房收储用作保障房涉及资金来源、收储规则等一系列问题。从目前供给端政策推进情况看，截至10月末房地产“白名单”项目贷款审批通过金额超3万亿元，完成预期融资规模的3/4。

表：2024年5月17日以来重要地产政策回顾

日期	发布主体	主要内容
5月17日	央行、国家金管局	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	央行	央行将设立3000亿保障性住房再贷款，鼓励金融机构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。 金融支持经济高质量发展有关情况以及最新政策举措，包括： 1、降低存款准备金率和政策利率：下调存款准备金率0.5个百分点，年内还可能下调存款准备金率0.25至0.5个百分点；降低中央银行的政策利率，7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点。
9月24日	国新办新闻发布会	2、降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例：引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将二套房贷款最低首付比例下调到15%，将3000亿元保障性住房再贷款中央银行资金的支持比例提高到100%。
9月26日	中共中央政治局	1、促进房地产市场止跌回稳。 2、对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，释放出强烈的稳增长、稳楼市信号。 3、回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。 4、加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。
10月12日	财政部	1、首次允许专项债券用于土地储备。 2、支持收购存量房，优化保障性住房供给。 3、及时优化完善相关税收政策。
10月17日	住建部、财政部、自然资源部、央行、金融监管总局	五部门共同提出“四个取消、四个降低、两个增加”的地产组合拳。 1、四个取消：政府要因城施策调整或取消购房的限制性措施。包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普宅和非普宅标准。 2、四个降低：降低住房公积金贷款利率、住房贷款的首付比例、存量贷款利率、“卖旧买新”换购住房的税费负担。 3、两个增加：一是新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。二是年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网、人民网、中国房地产报公众号等、天风证券研究所

## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

### ■ 对比美国，我国销售端降幅接近触底

复盘美国次贷危机后地产基本面历经三年半见底，两年震荡后复苏，销售端跌幅55%。

1) 06年初见顶，09Q3现复苏迹象，09H2-11H1震荡：06年前后地产销售/开工/竣工端依次见顶，经历14~15个季度的阴跌后，09Q3房屋销售数量（折年数，季调，下同）环比+10%达1452万套，实现危机后同比首次转正，09H2-11H1震荡运行。

2) 11Q3确认向上趋势，销售端跌幅达55%：历经两年震荡后，销售端于2011Q3同比+4%达1364万套，开工端和竣工端几乎同步回暖，分别同比+6.8%/+3.1%达1858/1851万套，其后地产上行趋势确认，开启十年增长期，销售端数据增长至20Q4，年均复合增速约7%。

当前位置看中国地产，销售端降幅接近触底，见底时间久于美国。截止2024年10月中国商品房销售面积较21年高峰时期下降46%，接近美国地产销售端最大降幅。时间角度来看。中国地产下行期已达4年之久，而美国销售端仅经过约3年半即见底，叠加2年震荡期后实现回升，中国地产见底节奏慢于美国，预计主要受美国成屋销售韧性相对较强影响。

表：美国次贷危机发生时地产销售/开工/竣工端同比增速

时间	销售端	开工端	竣工端
2005Q4	1.4%	5.3%	5.3%
2005/10	3.4%	-0.3%	6.7%
2005/11	1.3%	20.5%	8.5%
2005/12	-0.7%	-2.4%	1.0%
2006Q1	-4.2%	2.3%	13.3%
2006/01	-4.9%	6.0%	7.6%
2006/02	-3.6%	-4.0%	7.3%
2006/03	-4.1%	5.6%	25.6%
2006Q2	-8.6%	-9.6%	0.4%
2006/04	-6.6%	-11.6%	7.5%
2006/05	-8.4%	-4.1%	-9.8%
2006/06	-10.6%	-12.9%	4.3%
2006Q3	-13.9%	-18.9%	1.1%
2006/07	-14.6%	-15.4%	2.5%
2006/08	-13.1%	-21.2%	-3.8%
2006/09	-14.1%	-20.0%	4.6%
2006Q4	-11.0%	-24.1%	-1.9%
2006/10	-13.5%	-27.8%	-2.2%
2006/11	-10.9%	-26.9%	-0.7%
2006/12	-8.4%	-17.3%	-2.7%

表：美国危机后地产复苏时地产销售/开工/竣工端同比增速

时间	销售端	开工端	竣工端
2009Q3	4.0%	-31.8%	-29.2%
2009Q4	22.9%	-14.4%	-25.8%
2010Q1	11.8%	17.6%	-18.1%
2010Q2	15.2%	12.7%	-5.2%
2010Q3	-20.3%	-1.5%	-22.3%
2010Q4	-18.6%	-4.5%	-26.4%
2011Q1	-2.7%	-5.8%	-13.4%
2011Q2	-11.6%	-4.6%	-28.1%
2011/04	-15.4%	-19.4%	-25.5%
2011/05	-13.2%	-3.8%	-21.8%
2011/06	-5.6%	13.4%	-35.2%
2011Q3	4.0%	6.8%	3.1%
2011/07	21.3%	14.1%	10.8%
2011/08	20.7%	-2.3%	3.7%
2011/09	12.2%	9.4%	-4.6%
2011Q4	8.1%	23.8%	2.3%
2012Q1	4.7%	21.5%	-2.2%
2012Q2	8.7%	28.7%	14.6%

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

表：美国房屋销售数量、已开工和已完工的新建私人住宅数量及同比

时间	美国:房屋销售数量	同比增速	美国:已开工的新建私人住宅数量	同比增速	美国:已完工的新建私人住宅数量	同比增速
2005Q1	2479	8.3%	6215	8.0%	5587	7.0%
2005Q2	2520	4.5%	6154	5.9%	5995	5.4%
2005Q3	2551	7.6%	6300	6.2%	5760	3.1%
2005Q4	2476	1.4%	6206	5.3%	5810	5.3%
2006Q1	2374	-4.2%	6361	2.3%	6329	13.3%
2006Q2	2304	-8.6%	5565	-9.6%	6018	0.4%
2006Q3	2196	-13.9%	5107	-18.9%	5822	1.1%
2006Q4	2204	-11.0%	4710	-24.1%	5699	-1.9%
2007Q1	1954	-17.7%	4384	-31.1%	5085	-19.7%
2007Q2	1820	-21.0%	4353	-21.8%	4556	-24.3%
2007Q3	1668	-24.0%	3867	-24.3%	4402	-24.4%
2007Q4	1529	-30.6%	3498	-25.7%	4123	-27.7%
2008Q1	1421	-27.3%	3192	-27.2%	3800	-25.3%
2008Q2	1387	-23.8%	3032	-30.3%	3306	-27.4%
2008Q3	1396	-16.4%	2587	-33.1%	3264	-25.9%
2008Q4	1303	-14.8%	1989	-43.1%	3152	-23.6%
2009Q1	1278	-10.1%	1577	-50.6%	2435	-35.9%
2009Q2	1321	-4.8%	1603	-47.1%	2461	-25.6%
2009Q3	1452	4.0%	1765	-31.8%	2310	-29.2%
2009Q4	1601	22.9%	1703	-14.4%	2340	-25.8%
2010Q1	1428	11.8%	1854	17.6%	1994	-18.1%
2010Q2	1521	15.2%	1806	12.7%	2333	-5.2%
2010Q3	1157	-20.3%	1739	-1.5%	1796	-22.3%
2010Q4	1303	-18.6%	1627	-4.5%	1722	-26.4%
2011Q1	1390	-2.7%	1747	-5.8%	1726	-13.4%
2011Q2	1345	-11.6%	1723	-4.6%	1677	-28.1%
2011Q3	1364	4.0%	1858	6.8%	1851	3.1%
2011Q4	1409	8.1%	2015	23.8%	1761	2.3%
2012Q1	1455	4.7%	2122	21.5%	1688	-2.2%
2012Q2	1461	8.7%	2218	28.7%	1922	14.6%
2012Q3	1535	12.5%	2341	26.0%	2012	8.7%
2012Q4	1584	12.5%	2724	35.2%	2075	17.8%
2013Q1	1612	10.8%	2860	34.8%	2259	33.8%
2013Q2	1664	13.9%	2604	17.4%	2156	12.2%
2013Q3	1713	11.6%	2647	13.1%	2325	15.6%
2013Q4	1615	2.0%	3027	11.1%	2418	16.5%
2014Q1	1530	-5.1%	2802	-2.0%	2607	15.4%
2014Q2	1593	-4.2%	2961	13.7%	2525	17.1%
2014Q3	1650	-3.7%	3092	16.8%	2722	17.1%
2014Q4	1660	2.7%	3148	4.0%	2738	13.2%
2015Q1	1669	9.1%	2931	4.6%	2598	-0.3%
2015Q2	1732	8.7%	3474	17.3%	2975	17.8%
2015Q3	1769	7.2%	3500	13.2%	3002	10.3%
2015Q4	1713	3.2%	3376	7.2%	3008	9.9%
2016Q1	1745	4.6%	3428	17.0%	3096	19.2%
2016Q2	1813	4.7%	3514	1.2%	3054	2.7%
2016Q3	1790	1.2%	3478	-0.6%	3161	5.3%
2016Q4	1835	7.1%	3705	9.7%	3415	13.5%

资料来源：Wind、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

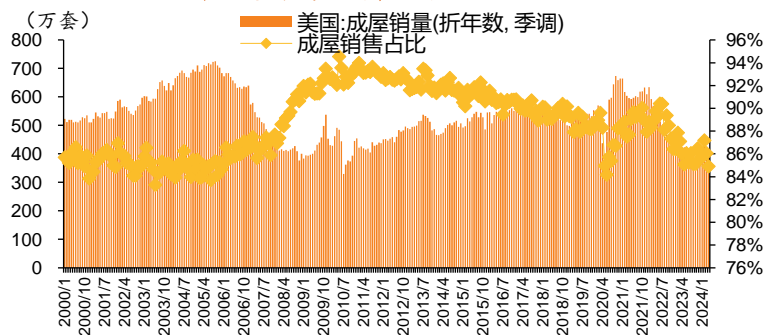


## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

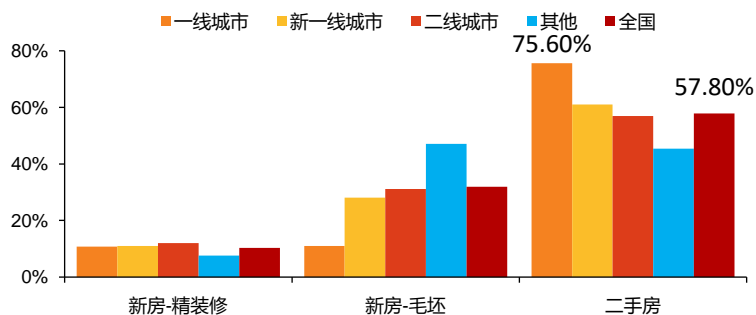
### ■ 对比美国，我国二手房成交占比提升空间仍存

➤ 对比美国，我国二手房成交占比未来仍存约15%-25%提升空间，当前一线城市二手房修复动能强。美国成屋市场极具韧性，销售数量在09年7月至10年6月同比持续正增。国内来看，截止24年10月，我们跟踪的13城二手房单月成交面积同比+22.4%达624万平米，前10个月累计成交面积同比+0.6%达5600万平米，二手房成交优于新房。从销售结构角度来看，当前美国成屋销售占比由06年约85%持续提升至10年约95%，截至10月底占比在87%附近。我国来看，自21Q4以来二手房成交占比快速提升，至24年10月占比达65%，较23年底提升25pct。参考美国等发达国家成交占比约为80-90%，我们认为未来中国二手房成交占比仍有约15%-25%的提升空间。11月上海/深圳/北京等一线城市二手房表现亮眼，成交套数分别达27050/7125/18763套，分别创下近44/50/20个月以来的历史新高。据贝壳研究院统计，2023年全国/一线城市家装市场中二手房（含存量房）占比分别达58%/76%，一线城市二手房强修复动能或进一步提振家装市场需求。

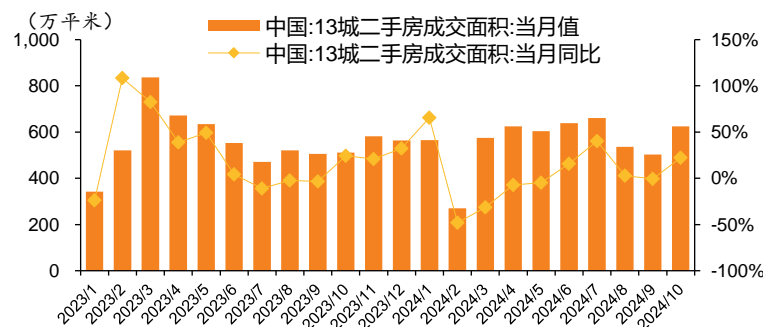
图：美国成屋销售及占比



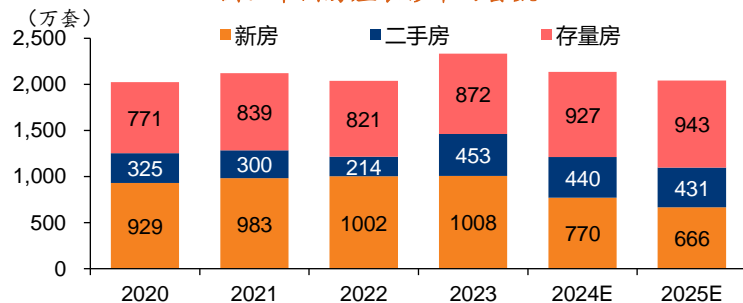
图：2023年家装需求来源分类



图：中国二手房销售及同比增速



图：中国房屋装修市场套数



资料来源：Wind、贝壳研究院、CIFF上海虹桥公众号、奥维云网等、天风证券研究所

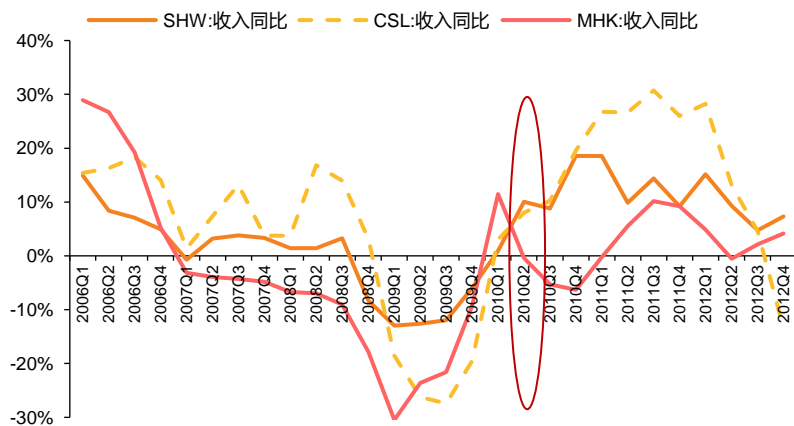
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

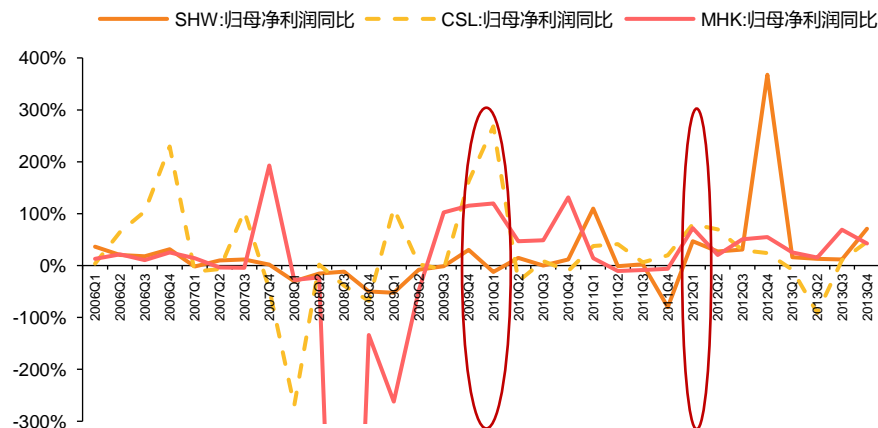
### ■ 企业角度看：头部消费建材公司业绩拐点领先于基本面拐点，贝塔上行期能够跑赢行业

- 美国消费建材企业收入端于10Q2附近现拐点，率先于地产拐点一年多，预计主要受成屋销售增长所致。跟踪三家美国代表性消费建材头部企业宣伟（主营涂料，SHW）、卡莱尔（主营防水材料，CSL）、莫霍克（主营瓷砖，MHK）次贷危机后业绩修复节奏，可以发现三家公司营收均在10Q2附近同比转正。收入端修复先于地产拐点约一年多，预计主要在于美国成屋市场销售率先回暖所致，09年7月至10年6月美国成屋折年数销量同比持续正增。
- 09Q4利润端率先修复，预计受龙头高市占率下强定价权所致，11-12年确认向上，滞后地产拐点半年。09年四季度SHW/CSL/MHK归母净利润同比分别+30%/+162%/+115%，预计主要受08年同期基数较低，以及宏观政策宽松下价格率先修复预期较强、且头部企业凭借较高市场份额而具备定价权所致。我们跟踪美国消费建材头部企业市占率约在30%-50%附近，远高于国内同行业头部企业市占率，且在周期底部均逆势扩张，进一步提振公司业绩。以SHW为例，公司业绩自09年至今持续保持增长，至23年归母净利润CAGR达13%，高于地产销售端增速水平，龙头企业优势凸显。

图：宣伟(SHW)、卡莱尔(CSL)、莫霍克(MHK)收入同比增速



图：宣伟(SHW)、卡莱尔(CSL)、莫霍克(MHK)归母净利润同比增速



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

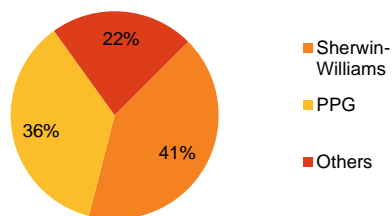
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

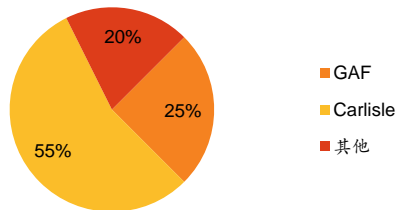
表：SHW、CSL、MHK次贷危机前后收并购历程

公司名称	收并购事项
宣伟 (SHW)	<p>1、1980s-2008年持续稳步扩张，门店数量大幅增长：公司1980s-1990s间凭借进行一系列的资产收购以及剥离其非涂料业务恢复元气，公司门店数量从1920年30多家提升至1991年超过2000家。2004年宣伟在中国开设了第一家工厂，同年收购Paint Sundry Brands、Duron Inc.等，市场逐步扩张。</p> <p>2、2008年-2016年再遇周期底，扩张步伐仍未停止，危机后先于市场复苏：2008年受次贷危机影响，美国地产链受到较大冲击，公司在周期底部仍持续扩张，2008年，购东南亚工业木器涂料品牌INCHE，2010年收购欧洲著名工业木器涂料品牌Sayerlack®和Becker Acroma™。</p>
卡莱尔 (CSL)	<p>2000s-2021年，公司收购力度逐渐加大。2008年以来公司收购力度不断加大，公司通过收购轮胎、制动系统、绝缘线缆等业务，逐步建立起多元化的工业产品组合，逐步转向以核心业务为中心的并购策略。2015年，公司收购了Finishing Brands Holdings Inc.，进入新的涂装设备市场平台。随着2016年“2025愿景”战略的启动，卡莱尔逐渐从以多元化为导向的并购策略转型为以建筑产品业务为核心的战略。</p>
莫霍克 (MHK)	<p>1. 1990s-2000s，加大收购力度，成为北美最大地毯商：1992年公司上市之后收购进度疾速狂奔，不到10年间通过对Horizon、ARC、Karastan Bigelow等12家地毯企业的收购与合并，成为了北美地区最大的地毯生产商。</p> <p>2. 2000s-2010s，通过收购开始涉足瓷砖和地板业务：21世纪初，公司开始涉足地毯之外的其他领域，继续其扩张战略。2002年收购Dal-Tile瓷砖，正式涉足瓷砖行业。2005年收购比利时地板公司Unilin，领跑北美和欧洲复合地板市场。2007年收购美国Columbia公司，进入实木地板领域。</p>

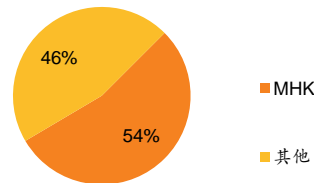
图：美国涂料行业市占率



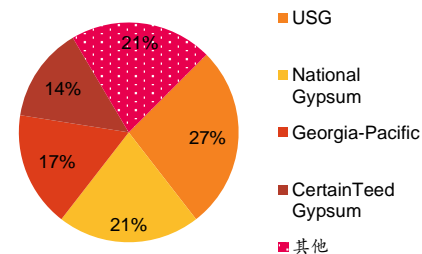
图：美国防水行业市占率



图：美国瓷砖行业市占率



图：美国石膏板行业市占率



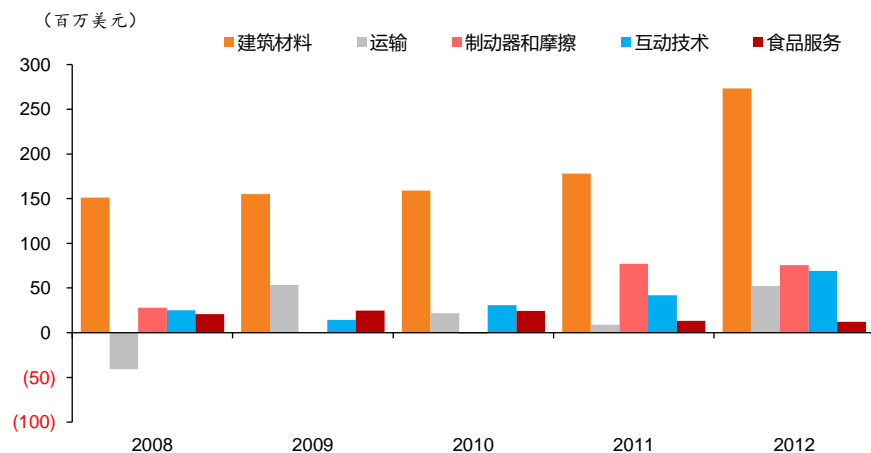
资料来源：宣伟公司官网、涂饰商情公众号等、天风证券研究所

## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

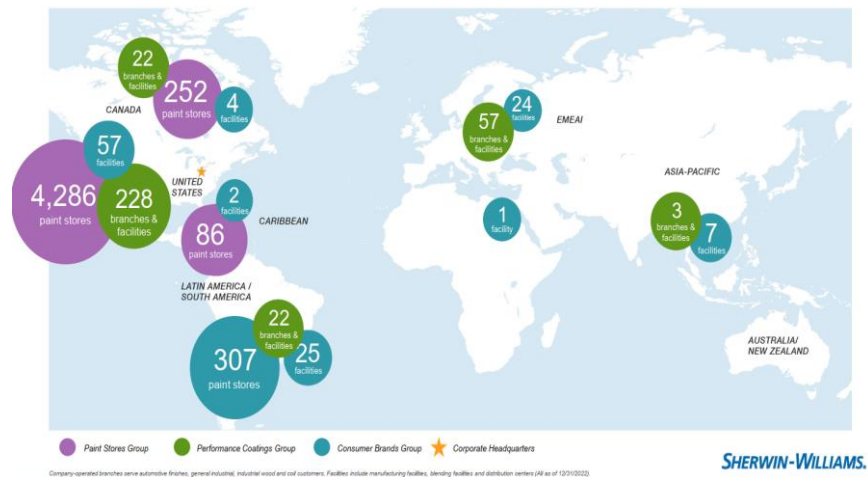
### ■ 企业角度看：消费建材企业多通过品类和渠道扩张，走出业绩底部

- 以CSL为例，08-12年期间建筑材料主业整体维持缓慢增长，公司通过品类扩张，布局多个细分行业，增厚整体利润。以SHW为例，公司作为国际涂料龙头，在150多年的发展历程中持续增加门店数量，加强渠道优势。截止2023年底，宣伟在全球拥有涂料直营店数量高达5000+家，13000个+零售门店，其中在核心市场美国就设有高达4300家+直营店，实现了90%的美国家庭每隔50英里都有一家宣伟涂料店的布局。

图：卡莱尔（CSL）分产品EBITDA



图：宣伟（SHW）全球门店布局



资料来源：卡莱尔公司年报、涂界公众号、天风证券研究所

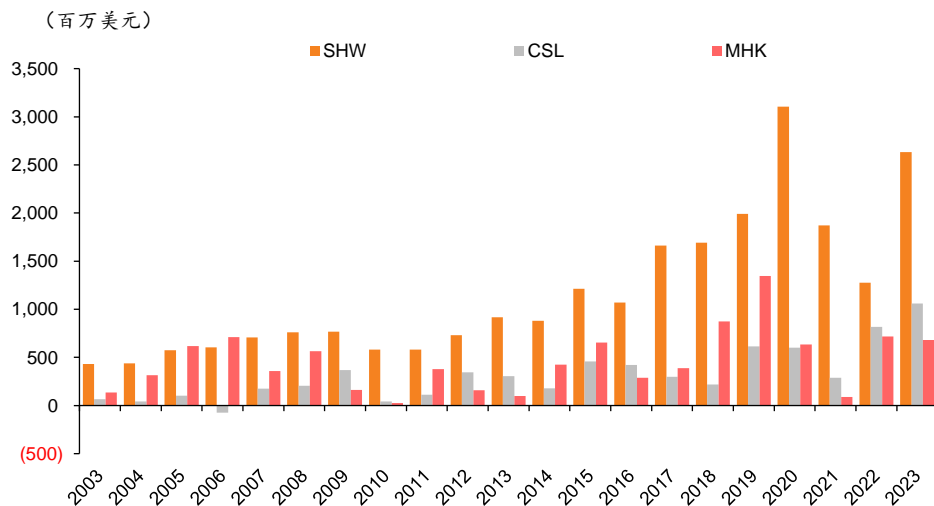
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

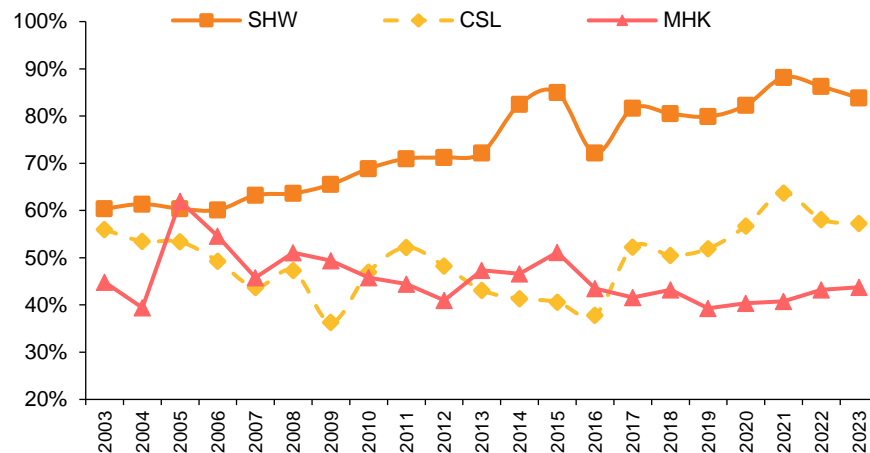
### ■ 企业角度看：充裕的现金流、较低的资产负债率为企业扩张提供必要条件

- 进一步地，我们从企业现金流角度来跟踪支撑其扩张能力的核心因素，其中SHW现金流最为充裕，即使在10年底部仍有将近6亿美元的自由现金流，彼时资产负债率为69%，其后至20年现金流整体持续增长，同时由于公司加大现金回购力度，导致资产负债率进一步提升。CSL/MHK在10年底部附近现金流仍然为正，且资产负债率始终保持在40~50%附近，举债空间相对充足，分别于10/13年阶段性推升负债率，而后仍保持动态稳定。

图：美国消费建材企业自由现金流量



图：美国消费建材企业资产负债率



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

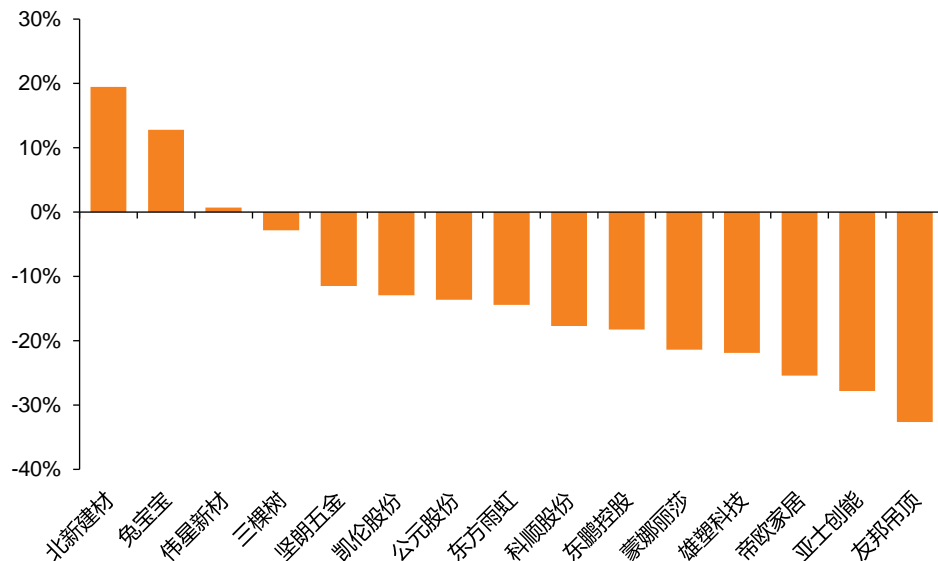
## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

### ■ 借鉴美国经验，随着存量需求的逐渐释放，消费建材公司有望迎来新一轮增长

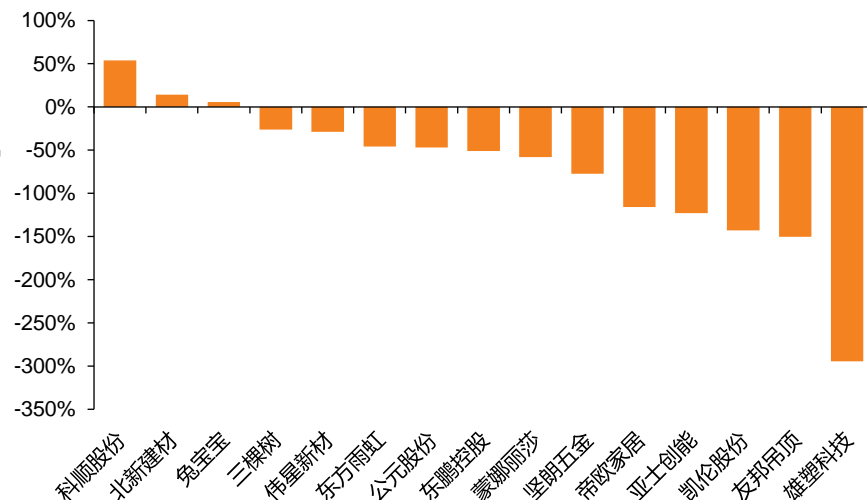
1) 业绩角度来看，2022年下半年开始主要消费建材公司收入同比增速开始转负，主要受新建需求下滑拖累，虽然24年地产贝塔仍在下行，但部分优质龙头业绩已体现出强韧性，如北新建材、兔宝宝、伟星新材收入端同比增速已实现转正，三棵树已基本接近持平， $\alpha$ 逻辑已然得到验证。

2) 市占率角度来看，我国消费建材企业整体格局相对分散，仅石膏板行业集中度较高，23年防水CR3/涂料CR3/瓷砖CR4分别为28.2%/26.7%/9.4%，而石膏板龙头北新建材一家市占率高达67.4%，相比于美国市场，头部企业的市占率仍然存在较大的提升空间。

图：24前三季度消费建材公司收入同比增速



图：24前三季度消费建材公司利润同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

表：2018-2023年我国防水、涂料、瓷砖、石膏板行业市占率

板块	公司	年份					
		2018	2019	2020	2021	2022	2023
防水	科顺股份	2.3%	4.1%	4.8%	4.9%	5.0%	5.5%
	东方雨虹	9.8%	15.0%	15.9%	20.2%	20.1%	20.6%
	凯伦股份	0.5%	1.1%	1.8%	1.9%	1.6%	2.1%
	合计	12.7%	20.3%	22.4%	27.0%	26.7%	28.2%
涂料	三棵树	2.0%	2.8%	3.5%	5.3%	5.7%	6.4%
	亚士创能	0.9%	1.3%	1.7%	2.3%	1.8%	1.8%
	立邦中国	9.2%	9.6%	10.4%	14.2%	16.2%	18.4%
	合计	12.1%	13.8%	15.6%	21.8%	23.8%	26.7%
瓷砖	马可波罗		2.6%	2.8%	2.7%	2.6%	3.0%
	新明珠		2.6%	2.5%	2.4%	2.2%	2.2%
	东鹏控股	2.2%	2.2%	2.3%	1.9%	1.7%	2.2%
	蒙娜丽莎	1.1%	1.2%	1.6%	2.0%	1.9%	2.0%
	合计	3.3%	8.7%	9.1%	9.1%	8.4%	9.4%
石膏板	北新建材	58.2%	59.2%	60.1%	69.0%	68.2%	67.4%

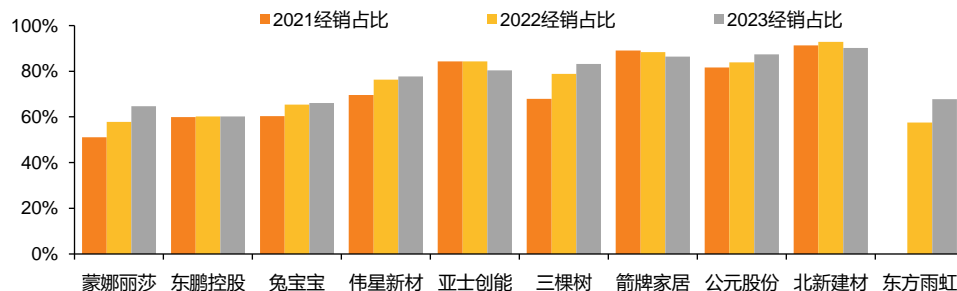
资料来源：Wind、各公司报告等、天风证券研究所

## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

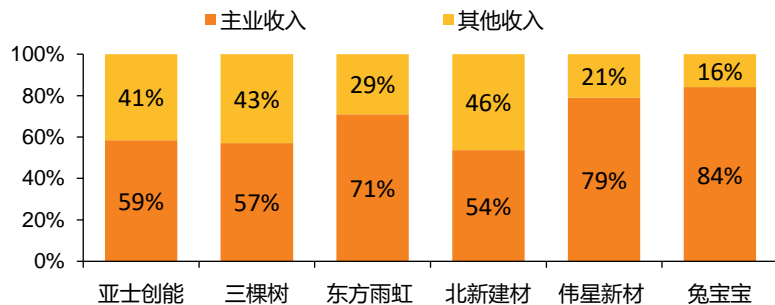
■ 从渠道和品类扩张角度来看，23年以来头部企业持续加大渠道下沉及品类扩张力度。

- 1) 渠道扩张来看，消费建材企业布局分销零售和小B渠道，体现在经销收入占比的持续提升，23年我们跟踪的9家拓渠道公司经销占比较21年平均提升5pct至77%中枢水平，其中三棵树/蒙娜丽莎/伟星新材分别+15pct/+14pct/+8pct达83%/65%/78%，经销份额显著提升。
- 2) 品类扩张来看，企业借助渠道优势加快横向协同业务发展，同时有助于加强下游客户黏性，提升客单价。从业绩贡献来看，我们跟踪的6家拓品类公司24年上半年非主业收入/毛利占比均值分别约为33%/22%，其中北新建材（涂料&防水卷材等）/三棵树（防水卷材&胶粘剂等）/亚士创能（建筑节能&防水材料等）非主业收入占比相对较高，分别达46%/43%/41%，北新建材/三棵树非主业毛利占比亦相对较高，分别达31%/25%。

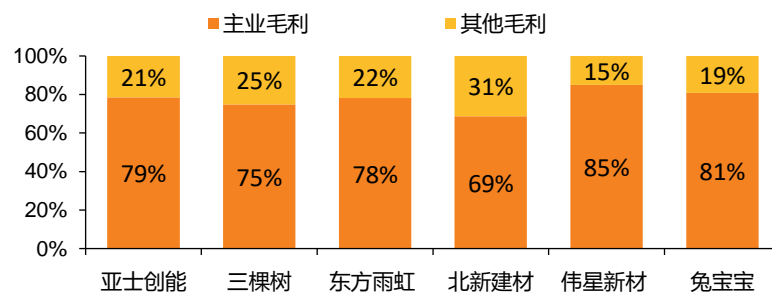
图：消费建材公司经销占比



图：消费建材公司主业收入占比



图：消费建材公司主业毛利占比



资料来源：各公司年报、Wind、天风证券研究所

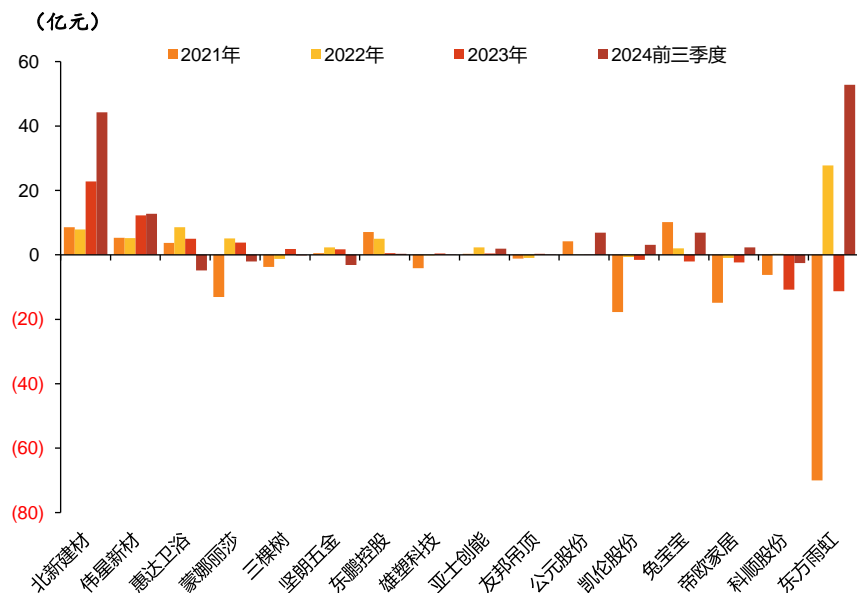


## 1.2. 借鉴海外经验：存量房需求空间大，头部企业品类渠道扩张显优势

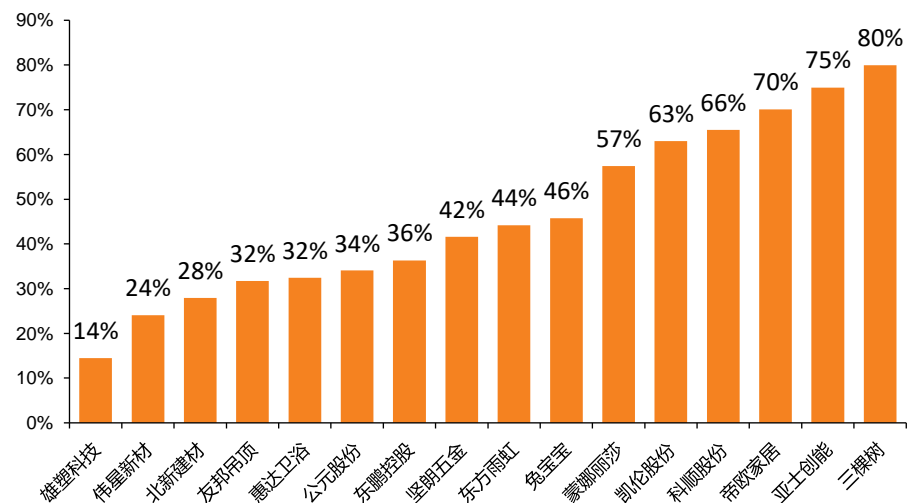
### ■ 经营质量逐渐改善，部分消费建材公司已具备横向/纵向扩张的必要条件

- 从现金流角度看，21年至今北新建材、伟星新材等公司自由现金流持续为正，反映其公司经营质量相对较优，主业现金流有较强保障，背后是商业模式、公司渠道结构的优势体现；而东方雨虹24年现金流改善最为明显，是积极调整和优化客户、业务和渠道结构成果的体现。而从资产负债率角度来看，除部分二线企业目前资产负债率在50%以上之外，大多数消费建材公司仍然处于相对健康水平，随着资金条件的改善，具备进一步信用扩张的空间。

图：国内消费建材企业自由现金流量



图：国内消费建材企业24Q3末资产负债率



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 1.3. 消费建材：销售端拐点将至，看好细分赛道优质龙头

► 短期来看，我们认为消费建材板块较强的增长逻辑主要在于二手房交易量增+政策补贴驱动两方面。今年以来各省市家装建材补贴政策频出，比例约在10%-20%附近，主要涉及涂料、瓷砖、板材、吊顶、橱柜、乳胶漆等品类。今年以来国家层面积极推动消费建材产品的政策补贴，以促进绿色建材产品消费和提升居民生活品质。各省市根据国家政策精神，结合地方实际情况，部署了具体的补贴政策。补贴方向主要集中在家装建材、家具、适老化产品等领域，补贴力度普遍按照产品销售价格的15%至20%予以补贴，每单或每件最高补贴金额多在2k-3k元左右，政策实施时间多从2024年年中开始，持续至年底。其中，涉及的消费建材品类主要包括涂料、瓷砖、板材、吊顶、橱柜、乳胶漆等，我们认为在当前国家对于促进消费和推动绿色发展的目标背景下，各省市或有望继续推进政策补贴发放，25年消费建材企业或将持续受益政策驱动下需求复苏。

表：部分省市消费建材补贴政策和力度

省市	涉及消费建材品类	补贴力度
北京	符合能效（水效）标准的 <b>家装建材</b> 、家电、家居等绿色智能产品	补贴比例为新购家具价格的 <b>10%</b> ，其中政府和家具销售企业各补贴5%，多数卖场规定，5%的补贴由卖场和商户各负担2.5%。
天津	按照 <b>厨卫</b> 家电焕新、智能家居消费和适老化产品购置三个方向制定补贴产品目录	原则上按照产品销售价格 <b>15%</b> 的比例给予个人消费者补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。
上海	家装建材家具等产品，包括 <b>装修材料</b> ，以及 <b>橱柜、浴缸</b> 等	统筹安排资金超过40亿元，按照销售价格的 <b>15%</b> 予以补贴。每位消费者每类产品可补贴1件（次），每次补贴不超过2000元。
江苏	<b>家具、门窗、卫生陶瓷、室内板材、地瓷砖、涂料</b> 等	110亿元补贴消费品以旧换新。补贴标准为成交价格的 <b>15%</b> 左右，每人限领取3000元额度。
浙江	<b>用于旧房装修、厨卫局部改造</b> 所需的地板、饰面砖、墙板、集成吊顶等物品和材料	今年将统筹安排省级财政资金盘子150亿元以上。一级能效的家电可按照成交价的 <b>10%</b> 左右补贴，原先仅支持一级能/水效的产品，现拓展至二级及以上的最高可享受 <b>20%</b> 的补贴。
山东	门、窗、 <b>地暖管</b> 或散热器、分集水器、 <b>木地板、瓷砖、乳胶漆、壁纸、定制板材及相关辅料、配件</b> 等	家装建材方面，政策鼓励有条件的市对居民家装厨卫换新、购买绿色家居产品给予补贴。
湖南	住宅升级和厨卫改造产品包括 <b>饰面砖、地板、墙板、橱柜、衣柜、书柜</b> 等	按购置发票总额给予 <b>15%</b> 一次性补贴，每位消费者每类商品限申请1次补贴，每类商品补贴金额不超过2000元。
广东	广州市： <b>成品门窗、涂料、瓷砖、石材、木质地板</b> 等 深圳市： <b>涂料</b> 等 佛山市： <b>门窗及配件、瓷砖及木质地板及板材</b> 等	广州市：按 <b>15%</b> 进行核减。 深圳市：按 <b>20%</b> 给予补贴。 佛山市：活动共发放 <b>8折</b> 和 <b>8.5折</b> 两种消费券。

资料来源：北京市住房和城乡建设委员会官网、湖南省人民政府等、天风证券研究所

1

消费建材：销售端拐点将至，看好存量需求释放带来新一轮增长

2

水泥：25年供给侧改革有望发力，利润增长弹性或最优

3

玻纤：Q2价格迎来反弹，产能冲击或有限

4

玻璃：行业冷修有望提速，关注供需动态平衡情况

5

投资建议及推荐标的

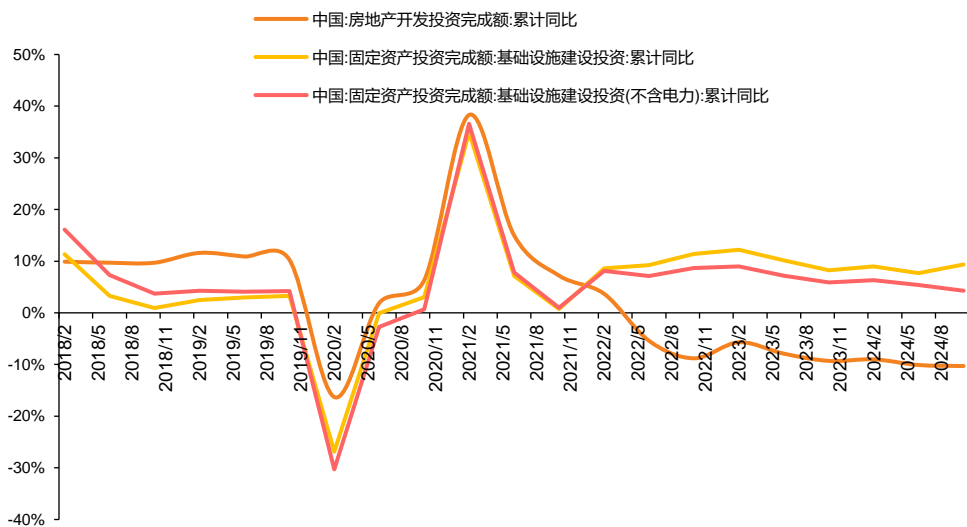
6

风险提示

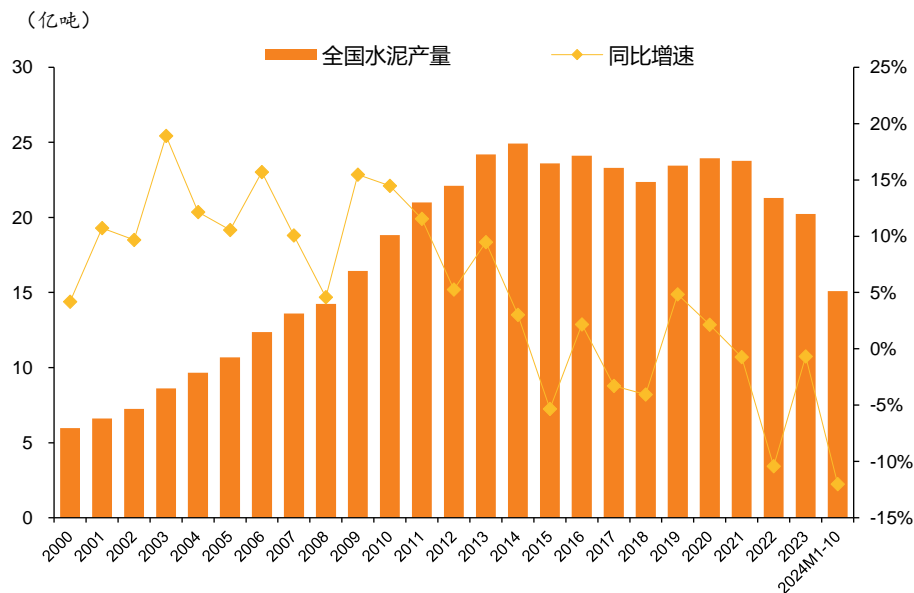
## 2.1. 需求端：地产新建企稳+财政发力，预计25年水泥产量同比降幅有望收窄

从下游需求来看，当前地产端对水泥的拖累仍然存在，24年1-10月地产开发投资同比下滑10.3%，和水泥消费量相关的地产开工端今年1-10月实现6.1亿平米，同比下滑22.7%，其中10月单月同比下滑26.6%，虽然新开工仍处于下行通道，但从前端数据来看，10月份地产销售面积同比降幅已收窄至-1.6%，11月同比增速有望转正，前端销售数据的改善或意味着新建端也将逐渐企稳，我们判断25年地产端对于水泥需求的拖累将有所减弱。基建方面，前10个月狭义基建/广义基建同比分别+4.3%/+9.4%，我们认为随着财政的发力，25年基建仍有望保持较高增速，根据天风建筑组预测，25年广义基建投资增速或在8.8%。24年1-10月水泥行业实现总产量15亿吨，同比下滑10.3%，基建对水泥需求仍将起到拉动作用。我们预计全年产量或在18亿吨左右，产量可能创下10年以来新低水平。

图：基建、房地产投资同比增速



图：水泥产量及同比增速

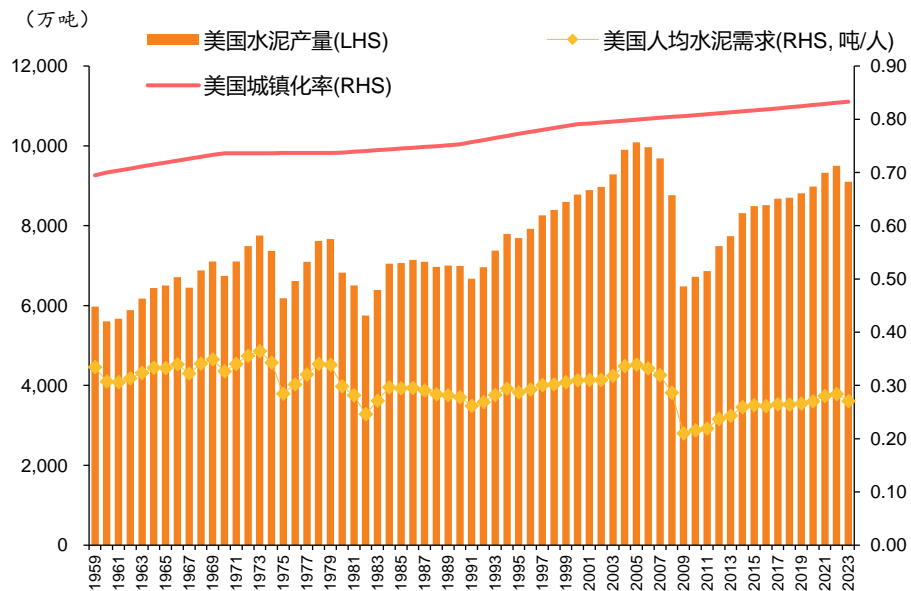


资料来源：Wind、国家统计局、天风证券研究所

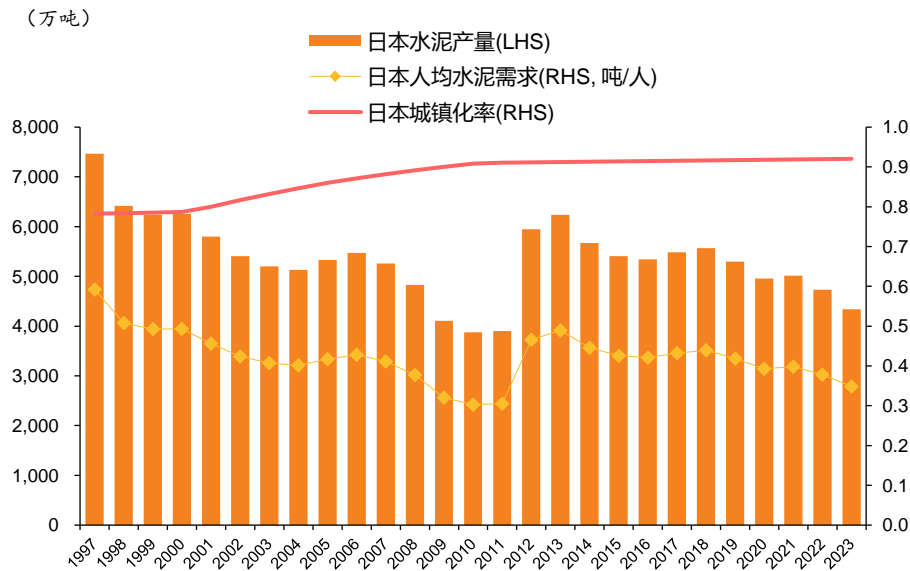
## 2.1. 需求端：地产新建企稳+财政发力，预计25年水泥产量同比降幅有望收窄

▶ 参考发达国家水平，美国水泥需求自05年高位回落至09年低位的整体降幅为36%，日本自97年回落至10年低位的降幅为48%，因此借鉴发达国家之经验可粗略得出需求回落见底位置约为高峰的50~60%附近，24年中国水泥产量相较14年高位已回落27%，故相较需求底未来可能仍有20~30%的下降空间，产量底或在12~15亿吨附近。但考虑到需求端地产、基建的影响因素在边际改善，我们预计25年水泥需求的降幅有望收窄至个位数。而水泥生产的特点决定了其产能弹性较大，且自2022年后，水泥企业对于行业需求下滑的现实在认知上逐渐加深，因此通过加大停产力度来收缩供给的积极性也在增加。从过去来看，产量的下滑并不代表行业利润一定会变差（产量自2014年见顶，但行业利润在2019年创新高），供给端的协调是影响利润的主要因素。

图：美国水泥产量、人均水泥需求、城镇化率



图：日本水泥产量、人均水泥需求、城镇化率

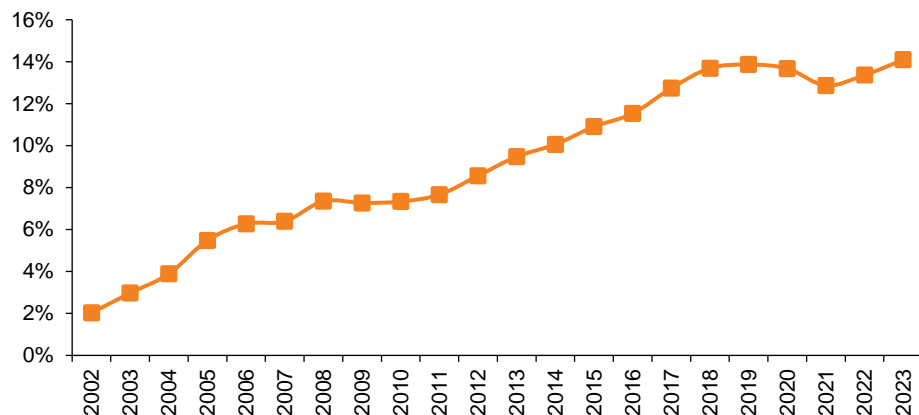


资料来源：Wind、Bloomberg等、天风证券研究所

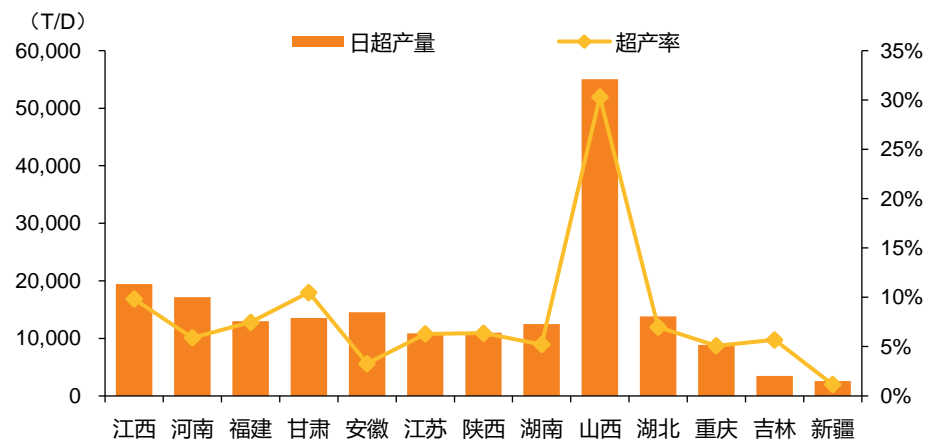
## 2.2. 25年供给侧改革进入新阶段，通过环保、双碳控制产能产量将是未来政策的主要方向

- ▶ 从过去来看，行业依靠错峰生产政策实现了16-19年利润的增长，但当前环境下，其局限性在于：1) 不同省份的错峰政策力度不一。除北方15省份冬季错峰生产的约束性较强之外，非采暖季的错峰一般由当地水泥协会发布方案并负责停窑的核查工作，监管、处罚力度较低。2) 由于需求已进入下行趋势，协会在年初制定的错峰生产方案很可能难以填补需求缺口。3) 头部企业战略方向的调整，进一步增加了企业协同的难度。
- ▶ 当前水泥行业“超产”现象较为普遍，使得供给过剩的压力进一步加大。水泥生产线之所以能够实现超产的原因主要有以下几点：1) 部分地方政府出于地方招商引资和地方经济发展考虑，为吸引企业投资违规“批小建大”水泥熟料生产线建设项目。2) 生产工艺的不断升级，使得企业通过对老线进行技改提升实际产能，超产对于正常的错峰生产的执行也造成一定干扰。目前全国水泥行业共有水泥熟料生产线1500条左右，几乎所有的水泥熟料生产都存在超产的情况，据可得数据，我们测算江西、河南等13个省份平均超产率约7%，而考虑到统计数据中只统计了超产运行的产能情况，实际上正常运行或暂未超产的产能可能也具备超产的能力，而根据业内经验，水泥熟料生产线平均超产率可能在30%，按照当前全国水泥熟料在产产能17.24亿吨计算，对应实际产能或在22亿吨以上。

图：海螺水泥市占率变化



图：部分省份超产情况



资料来源：数字水泥网、Wind、卓创资讯等、天风证券研究所

## 2.2. 25年供给侧改革进入新阶段，通过环保、双碳控制产能产量将是未来政策的主要方向

- 2024年10月新版产能置换实施办法发布，最重要的变化在于对产能核定方式进行了完善，有望推动备案产能与实际产能统一，以此来规划企业超产行为。
- 历次水泥行业产能置换实施办法在管控新建项目、调整增量、退出过剩产能、优化产业布局、规范行业发展等方面发挥重要作用。产能置换方案的产能核定是环境容量、能耗限额和生产许可等批复的依据，也是中央环保督察和专项督查对水泥行业落实生态环境保护工作的产业政策依据。2024年10月工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》，新规重要的信号在于：1）此次新规对于产能核定方式进行了完善，取消以水泥回转窑窑径为依据核定产能的规定，推动备案产能与实际产能统一。2）加强与能效环保政策协同，如能效达不到现行版《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》基准水平要求的水泥熟料产能不能作为指标使用，新建生产线应当达到现行版《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》中水泥玻璃行业能效标杆水平，环保绩效水平应当达到A级；3）遏制了闲置产能或是在手指标的再盘活。如提到2024年以来连续两年每年运转天数不足90天的水泥熟料产能不能再作为指标使用、并对在手项目明确提出逾期的时间节点。
- 政策释放积极信号，下一步或逐步解决实际产能大于批文产能的问题。
- 之前水泥企业主要利用水泥产能置换来新建项目，但随着需求中枢的下降，产能置换、环保、双碳等政策的逐步趋严，市场对于未来盈利预期有所下降，推动企业更有动机利用置换办法实施存量项目改建或补充指标产能的置换，通过主动瘦身以及及时处置低效产能来优化自身产能结构。
- 当前我国水泥熟料在产产能17.24亿吨，假设按照25%超产率计算，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%。

## 2.2. 25年供给侧改革进入新阶段，通过环保、双碳控制产能产量将是未来政策的主要方向

- 24年水泥行业超低排放意见、碳交易方案稿逐步落地，从政策思路来看，通过环保、双碳手段来淘汰落后产能可能将成为供给侧改革的主要方式。当前水泥行业正逐渐进入供给侧改革的第二阶段，短期来看，错峰生产仍是调节供需平衡最有效的手段，进入2025年后，随着限制超产政策的逐步趋严，倒逼企业通过补足超产指标等方式退出中小产能，行业有望开始实现真正意义上的产能出清，而2027年开始将进入碳交易深化完善阶段，出清力度将有望进一步加大。
- 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》，明确了水泥行业超低排放改造的实施目标，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。从政策思路来看，通过环保手段来鼓励企业进行设备更新改造，发展先进产能，淘汰落后产能可能成为供给侧改革的手段之一，我们预计未来产能限制与环保绩效相结合的力度有望进一步加大，达到环保绩效A级企业有望在年产天数等方面获得更多优待。
- 9月15日生态环境部印发了全国碳交易方案(征求意见稿)，明确了水泥行业碳交易市场的总体框架和落地时间，其中24-26年为启动实施阶段，采用绩效评价法，根据单位产出的碳排放强度进行绩效管理，不预设配额绝对总量，2027年开始将进入深化完善阶段，配额分配方法由绩效评价法逐步转向基准法。我们认为在政策执行的第一阶段，由于不限制企业产能，意味着产量越大，获得的配额总量越多，此阶段的主要目的是为了通过压减碳排放强度达到减碳的目的，且提到“将企业配额盈缺率控制在较小范围内”，因此对于生产端的总体影响较为有限。而进入第二阶段，即2027年之后，配额将逐步收紧，且配额分配方法由绩效评价法转向基准法意味着强度指标好的企业有望充分发挥优势。碳交易政策或是针对水泥行业限产最有效的手段，虽然通过企业污染物排放环保部门也可对监测水泥的实际产量，但实际执行的行政成本较高，且监管力度及处罚力度不一，但随着水泥行业纳入碳交易，由于每条生产线如按照备案产能每年所获批的碳指标是一定的，超产的部分碳指标只能外购，因此将加大水泥企业超产的成本，从而降低企业超产的意愿。

表：水泥行业超低排放、碳交易政策重点内容

时间	政策名称	发布部门	政策内容
2024年1月19日	《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》	生态环境部、国家发展和改革委员会、工业和信息化部、财政部、交通运输部	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，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。
2024年9月9日	《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》	生态环境部	2024-2026年为启动实施阶段，采用绩效评价法，根据单位产出的碳排放强度进行绩效管理，不预设配额绝对总量；2027年开始将进入深化完善阶段，配额分配方法由绩效评价法逐步转向基准法。

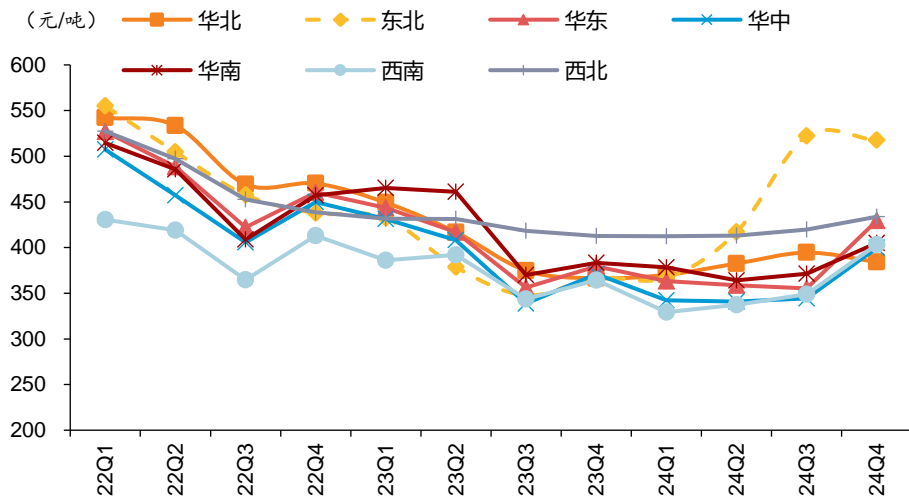
资料来源：中国生态环境部官网、天风证券研究所



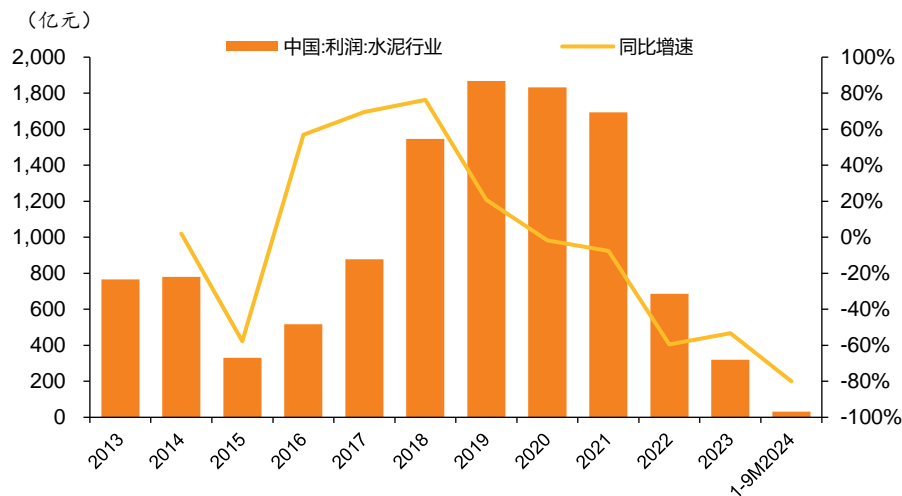
## 2.3. 四季度水泥价格全面推涨，25年有望走出利润底部

- 从24年水泥出货率来看，需求端仍旧表现相对疲软，但从水泥价格表现来看，24年降幅相比23年明显有所放缓，而作为过去价格洼地的东北地区24年水泥价格实现逆势上涨，其背后原因仍旧是错峰生产的发力。10月初华东长三角沿江地区熟料价格计划一次性大幅上涨100元/吨，此轮涨价落实情况较为理想，核心原因在于进入最后需求期企业利润诉求明显增强，头部企业充分发挥带头作用，积极参与错峰，其他地区纷纷响应。四季度截至目前，华北/东北/华东/华中/华南/西南/西北地区水泥均价分别为384/518/430/400/405/403/434元/吨，环比Q3分别-10/-5/+74/+56/+34/+54/+14元，其中华东、华中、西南地区改善相对明显，短期来看，四季度业绩环比有望实现正增长。
- 根据水泥网预计，24年前三季度水泥行业利润总额或在31亿元上下，同比下降80%，全年利润总额可能创近20年新低。近期水泥企业稳价意愿强烈，多数地区企业或将继续采取以涨促稳策略，有望为25年开年水泥价格奠定良好基础，另一方面，主观来看，企业战略逐渐转向以利润考核为重心，更利于价格恢复，客观来看，供给侧如限产等政策也在逐渐发力，预计25年国内水泥企业利润有望走出相对底部。

图：22Q1-24Q4各地区水泥单季度均价



图：水泥行业利润总额及同比增速



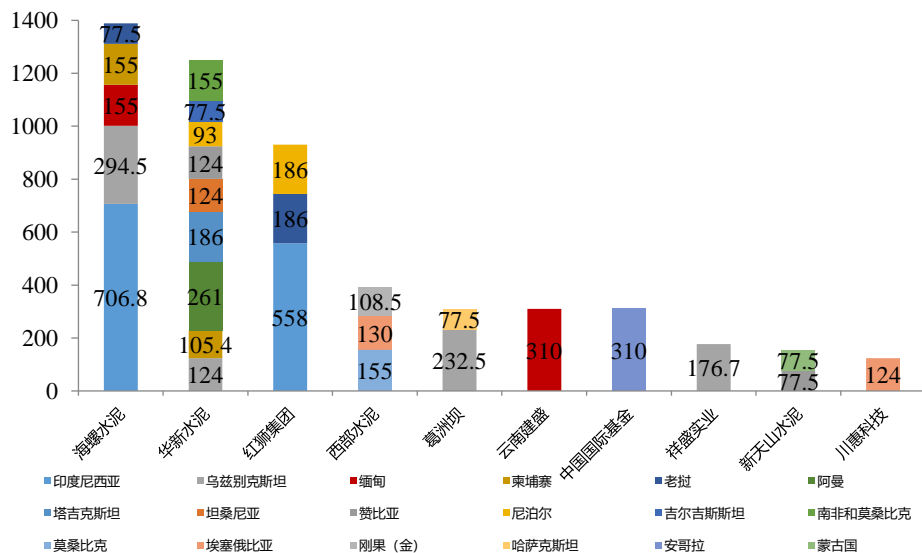
资料来源：卓创资讯、新华网、Wind等、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 2.3. 四季度水泥价格全面推涨，25年有望走出利润底部

- 随着国内需求拐点的出现，盈利中枢不断下移倒逼具备扩张实力的头部水泥企业加快“出海”步伐，海螺水泥，中国建材、华新水泥、西部水泥、冀东水泥等在2024年持续在海外进行市场拓展，加码全球化布局。从过去来看，国内企业出海主要集中在东南亚、中亚等地，但随着供给的增加，当地市场逐渐成为红海，盈利较此前高位有所下滑，而非洲地区当前仍是蓝海市场，已成为国内企业出海的新方向。从利润贡献来看，西部水泥、华新水泥海外占比较高，其中华新水泥前三季度海外水泥及熟料净利润约8.47亿元，占公司总净利润比重达54%，西部水泥上半年实现海外溢利5.87亿元，占公司总溢利比重高达90%。

图：2023年海外投产情况TOP10（万吨产能）



表：2024年水泥企业海外布局

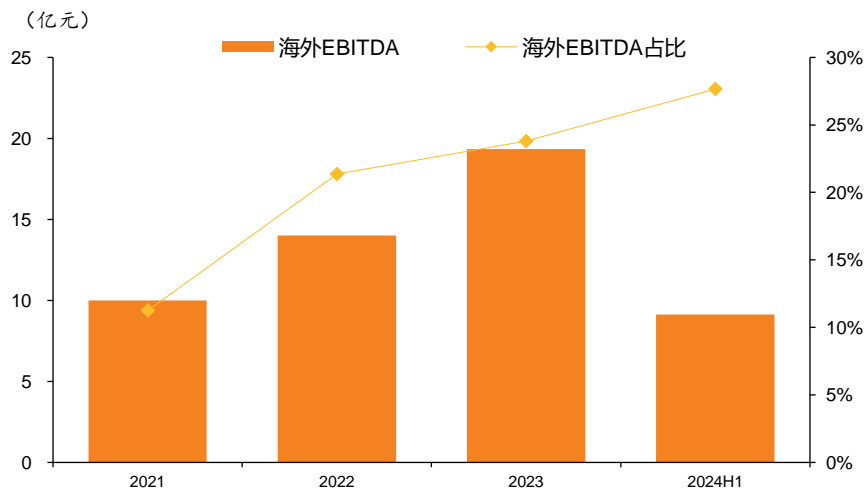
公司名称	出海进展
海螺水泥	乌兹别克斯坦安集延海螺水泥6500 t/d熟料生产线竣工；柬埔寨金边海螺正在工程建设中。
华新水泥	莫桑比克水泥公司纳卡拉工厂3000 t/d熟料生产线点火试生产；坦桑尼亚马文尼石灰石有限公司二期4000t/d熟料生产线成功点火投入试生产；收购豪瑞在尼日利亚的4家大型水泥工厂及6家混凝土工厂，其中水泥产能1,060万吨/年，混凝土产能40万方/年。
西部水泥	莱米国家水泥有限公司10000t/d熟料水泥生产线点火投产；乌兹别克斯坦安集延西部水泥6000t/d熟料水泥生产线点火投产
中国建材	旗下附属公司中材水泥与沃特兰亭水泥签订股份购买协议，计划收购Ciments Jbel Oust及其附属公司Granulats Jbel Oust 100%的股权；完成多米尼加PANAM升级改造项目，将熟料线产能提升至3500t/d；由中材国际（南京）总承包的越南大洋二期7200t/d熟料生产线项目点火投产
冀东水泥	计划收购中非建材100%股权，其投资设立的曼巴水泥熟料年产能87万吨。

资料来源：水泥网、各公司年报、智慧水泥等、天风证券研究所

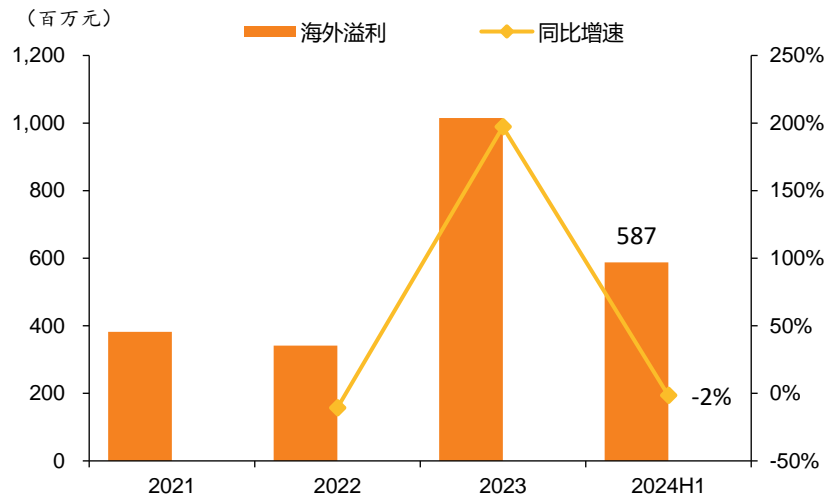
## 2.3. 四季度水泥价格全面推涨，25年有望走出利润底部

- ▶ **西部水泥、华新水泥海外利润增长弹性较大。**截至24年三季度末，华新水泥已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔等12个国家布局，海外水泥熟料产能为1,544万吨/年，水泥粉磨能力为2,254万吨/年。另还有莫桑比克新建生产线、马拉维新建生产线、赞比亚生产线升级、南非生产线升级、津巴布韦粉磨站等在建项目，在建熟料产能合计约300万吨/年，在建水泥粉磨产能合计约270万吨/年。西部水泥24年分别在乌兹别克斯坦、埃塞俄比亚新增两条水泥生产线，截至目前公司水泥年产能达1200万吨，同比增长154%，26年产能有望进一步扩张至1600万吨以上，业绩有望于2025年加速释放。

图：华新水泥海外EBITDA及占比



图：西部水泥海外溢利及同比



资料来源：各公司年报、天风证券研究所

1

消费建材：销售端拐点将至，看好存量需求释放带来新一轮增长

2

水泥：25年供给侧改革有望发力，利润增长弹性或最优

3

玻纤：Q2价格迎来反弹，产能冲击或有限

4

玻璃：行业冷修有望提速，关注供需动态平衡情况

5

投资建议及推荐标的

6

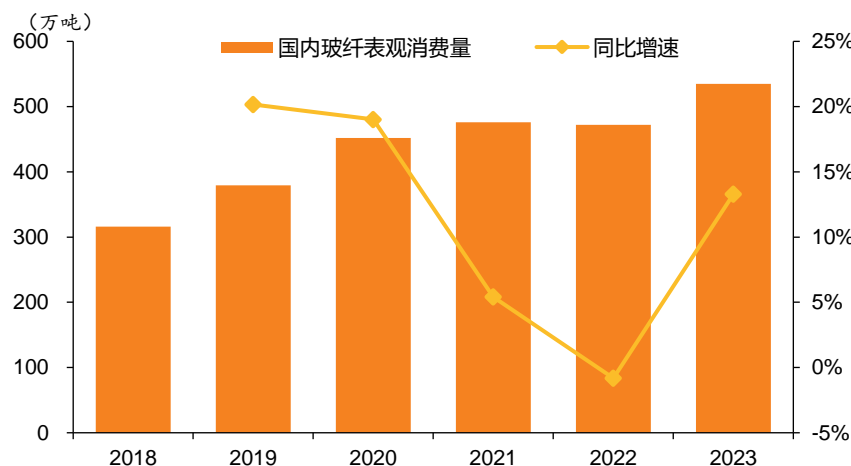
风险提示

### 3. 玻纤：阶段性点火高峰期已过，期待需求端新能源领域放量

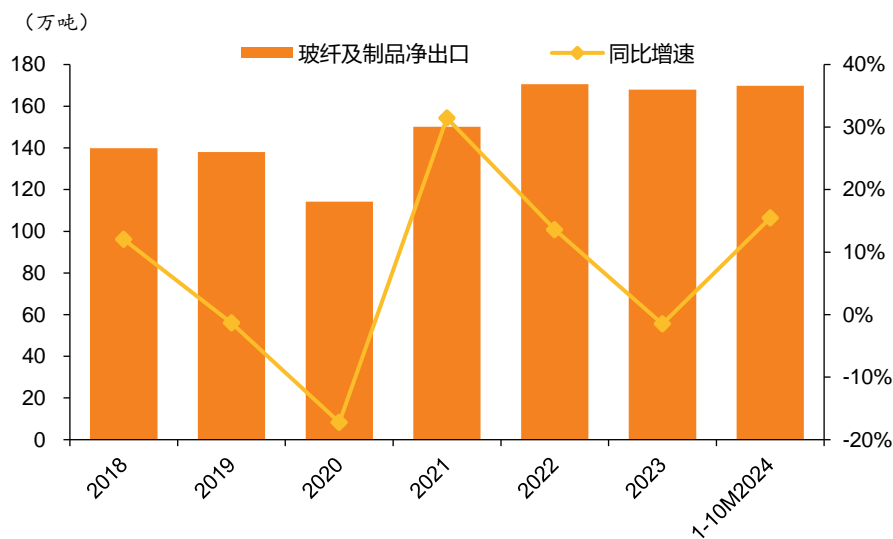
#### 3.1. 需求：看好风电、光伏领域，出口或面临关税提升压力

国内经济稳中向好奠定需求基础，风电、光伏是最强增长点，出口或面临关税提升压力。2023年我国玻璃纤维产量达723万吨，我们测算国内表观消费量（产量剔除生产商库存以及净出口口径）约535万吨，同比增长13%，我们预计24年1-10月份同比或继续有9%左右增长。整体来看，玻纤需求和GDP增速的相关性较强，25年我国经济有望继续保持稳中向好发展，分领域来看，玻纤下游较为多元化，我们认为和传统建筑领域相关的需求增长或相对平缓，风电有望受益于装机增长所带来的增量，光伏领域有望开始放量，风电和光伏是主要的需求增长点，而汽车、电子等领域需求或保持稳健增长。出口方面，24年1-10我国玻纤及制品净出口量169.9万吨，同比增长15.5%，25年出口或面临关税提升压力，相对利好在海外布局的龙头企业，如中国巨石。

图：2018-2023年玻纤表观消费量及同比增速



图：玻纤及制品净出口量及同比增速

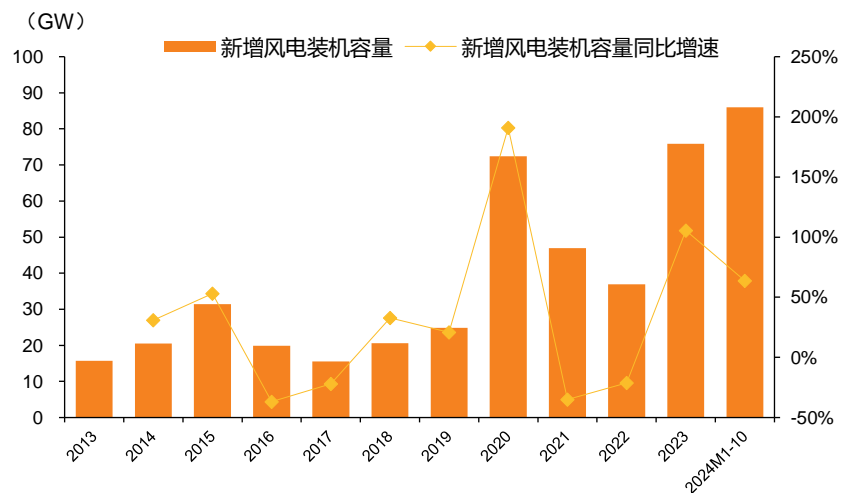


资料来源：中国玻璃纤维协会、天风证券研究所

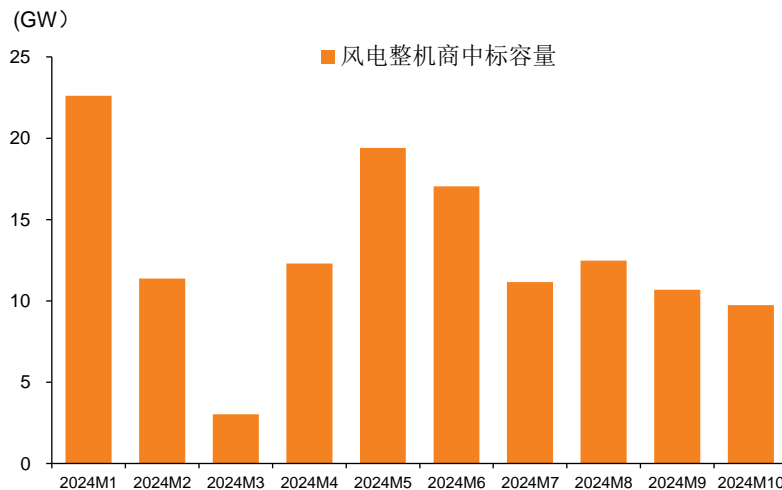
### 3.1. 需求：看好风电、光伏领域，出口或面临关税提升压力

- **25年风电装机有望保持高增，风电纱需求有望实现进一步增长。**2024年1-10月，国内风电累计装机45.80GW，同比增长23%，2025年系十四五的收官之年，各地政府为推动新能源装机目标完成，各能源央企招标、开工节奏有望加快，根据金风科技统计，24年前三季度我国风电公开招标量达119GW，同比大幅增长93%，其中陆风/海风新增招标量分别为111.5/7.6GW，同比增长100.5%/24.6%，招标高增长亦有望奠定明年装机量增长基础，我们预计2025年风电装机或在105GW左右，同比增速在30%以上，在装机增长的拉动下，风电纱需求有望实现进一步增长。

图：风电新增装机量及同比增速



图：风电整机商中标量



资料来源：Wind、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

### 3.1. 需求：看好风电、光伏领域，出口或面临关税提升压力

► **光伏边框领域有望实现新突破。**光伏边框是太阳能发电系统中关键的结构组成部分，主要功能是固定和保护太阳能电池板，确保其能够在各种气候条件下稳定运行并延长使用寿命，目前光伏边框以铝边框为主，但是铝合金材料存在热膨胀系数不匹配、导热性较高、成本较高等问题，与铝合金边框相比较，玻纤增强复合材料具有耐腐蚀、耐盐雾、高屈服强度、优良的绝缘性能、低碳排放等优势。2024年8月30日T/CPIA 0081—2024《光伏组件用玻纤增强复合材料边框》标准正式发布，标志着光伏复合材料边框产业标准化工作迈上新台阶，2023年多家复合材料边框厂商已通过第三方材料认证，2024年在组件厂认证方面取得突破，在SNEC光伏展会上，多家头部组件厂推出应用了复合材料的组件产品，根据中国巨石，1GW光伏边框的玻纤使用量预计在3600-3700吨，整个市场对应的玻纤需求或在百万吨级以上。根据PV-Tech，预计2025年全球光伏新增装机量或达到580GW，假设玻纤复合材料边框渗透率5%，则对应玻纤需求在10万吨左右，未来随着渗透率的提升，增长空间仍然较大。

表：复合材料光伏边框与铝合金边框对比

成本	原材料成本	复合材料通常由树脂、纤维等组成，价格相对稳定;而铝是一种重要的有色金属，价格受市场供需关系影响较大，近年来价格波动上涨。
	加工成本	复合材料的生产工艺相对简单，可采用拉挤等成型工艺，有效降低加工成本;铝边框的生产需要经过挤压、氧化等多道复杂工序，加工成本较高。
性能	耐腐蚀性	复合材料光伏边框具有良好的耐腐蚀性，能够在不同的环境条件下长期稳定使用;铝边框在海边、化工厂附近等恶劣环境中容易受到腐蚀。
	强度与重量	复合材料的比强度高，即强度与重量的比值较大，能够在保证边框强度的同时，减轻光伏组件的整体重量，便于运输和安装。
	绝缘性能	复合材料具有优良的绝缘性能，能够有效避免电气事故的发生，提高光伏系统的可靠性。
应用场景	海上光伏	复合材料光伏边框能够更好地适应海上环境，为海上光伏项目的建设提供了可靠的保障;铝边框在海水中容易受到腐蚀。
	分布式光伏	复合材料光伏边框可以通过添加不同的颜料和添加剂，实现各种颜色和外观效果，满足不同建筑风格和用户需求。
环保		复合材料边框碳排放量仅为铝合金材料的15%，更加环保;铝边框的生产过程中能耗和碳排放较高。

资料来源：全球光伏公众号、玻纤情报网公众号等、天风证券研究所

## 3.2. 供给：25年新点火产能有望开始下降，供给冲击逐渐减弱

► 24年粗纱新点火/复产生产线较多，25年或有所减少，电子纱相对稳定。粗纱方面，我们统计24年粗纱新点火/冷修复产产线共10条，产能合计117万吨，同比增长121%，其中下半年新增表观产能76.4万吨，同时行业共4条生产线开启冷修，合计产能20万吨，按实际投产时点计算，24年实际产能供给冲击约40.6万吨，相较23年有所减弱。25年来看，我们预计潜在点火生产线在6条，产能合计82万吨，新投产产能相较24年或有所下降。电子纱方面，24年行业共3条电子纱产线复产，没有新建生产线，合计产能14.8万吨，同时有2条生产线于当年冷修，合计产能8万吨，25年预计有一条新建生产线存点火预期，产能8.5万吨，电子纱供给冲击相对较低。

图：2024年和2025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)
2024年						
山东玻纤	沂水6线	3.00	超高模	24年1月16日点火	2.50	0.50
山东玻纤	沂水7线	15.00	高模量玻纤	24年1月16日点火	12.50	2.50
邢台金牛	5线	15.00	无碱玻纤粗纱	24年9月20日点火	2.50	12.50
长海股份	4线	15.00	合股纱	24年8月底点火	5.00	10.00
中国巨石	淮安1线	10.00	高性能无碱粗纱	24年5月点火	5.00	5.00
中国巨石	淮安2线	10.00	高性能无碱粗纱	24年7月26日点火	2.50	7.50
内蒙古天皓玻纤	呼和浩特1线	12.00	ECR玻纤	24年3月26日点火	7.00	5.00
重庆国际	F10	12.00	无碱粗纱	2024年10月31日复产	0.00	12.00
长海股份	1线	8.00	无碱粗纱 (高模)	2024年10月29日复产	0.00	8.00
山东玻纤	沂水4线	17.00	ECER玻纤	2024年11月24日复产	0.00	15.6
<b>小计</b>		<b>117</b>			<b>37</b>	<b>78.6</b>
四川玻纤	德阳1线	3	电子纱	2024/6/19复产	1.0	2.0
昆山必成	昆山3线	3.8	电子纱	24年5月底复产	1.6	2.2
泰山玻纤	邹城5线	8	电子纱	2024年11月6日复产	0.0	8.0
<b>小计</b>		<b>14.8</b>			<b>2.6</b>	<b>12.2</b>
2025年						
中国巨石	九江5线	20.00	无碱粗纱	预计24年年底或25年年初		
中国巨石	淮安3线	10.00	高性能无碱粗纱	预计25年点火		
中国巨石	淮安4线	10.00	高性能无碱粗纱	预计25年点火		
泰山玻纤	山西1线	15.00	无碱粗纱	预计24年年度或25年点火		
内蒙古天皓玻纤	呼和浩特2	12.00	无碱粗纱	预计25年可能点火		
山东玻纤	沂水8线	15.00	ECER玻纤	预计25年点火		
<b>小计</b>		<b>82</b>				
重庆国际	长寿	8.5	电子纱	预计25年点火		
<b>小计</b>		<b>8.5</b>				

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所



## 3.2. 供给：25年新点火产能有望开始下降，供给冲击逐渐减弱

表：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)
山东玻纤	沂水4线	6.00	无碱粗纱	24年2月冷修	-5.50	-0.50
长海股份	常州1线	3.00	无碱粗纱	23年年底冷修	-3.00	0.00
邢台金牛	老厂2线	4.00	无碱粗纱	24年4月7日冷修	-3.00	-1.00
长海股份	常州2线	7.00	无碱粗纱	24年10月12日冷修	-1.75	-5.25
<b>小计</b>		<b>20.00</b>			<b>-11.50</b>	<b>-1.50</b>
泰山玻纤	邹城5线	5	无碱粗纱	24年1月20日冷修	-4.6	-0.4
四川玻纤	德阳1线	3	无碱粗纱	24年3月31日冷修	-2.3	-0.8
<b>小计</b>		<b>8</b>			<b>-6.8</b>	<b>-1.2</b>

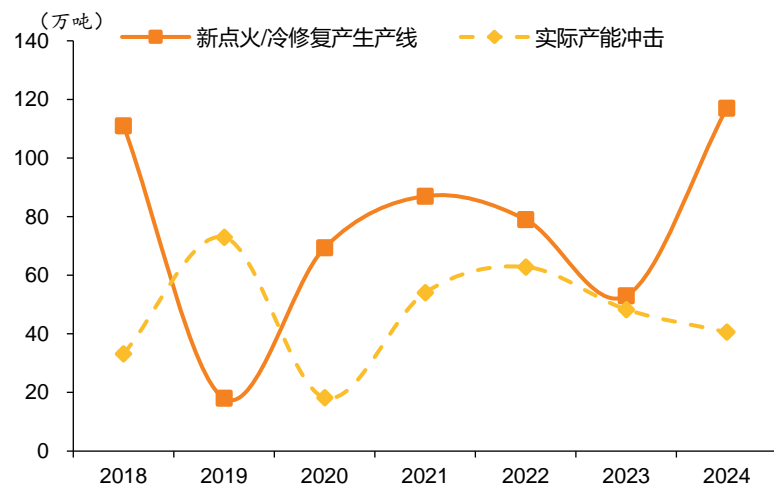
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

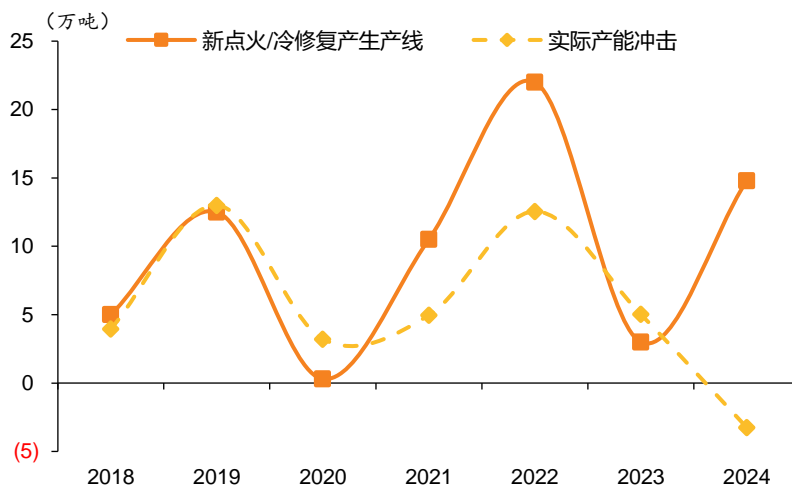
## 3.2. 供给：25年新点火产能有望开始下降，供给冲击逐渐减弱

- 供给冲击有望自25年下半年开始减弱。过去两轮产能投放高峰期分别集中在18年以及21年，而后一般经过了2年左右的消化期，24年或是产能投放的又一阶段性高点，从企业投产规划来看，25年新点火压力已有所下降，但考虑24年产能投放时间主要集中在下半年（24年下半年新点火/复产产能合计77万吨，上半年仅40万吨），因此25年上半年供给端短期或仍然面临一定冲击，但进入下半年后有望开始逐渐减弱，同时随着冷修需求的增加，亦有望对冲部分新增产能的冲击。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，预计未来行业供给端波动或将弱于粗纱。

图：2018-2024年粗纱表观新增产能及实际产能冲击



图：2018-2024年电子纱表观新增产能及实际产能冲击

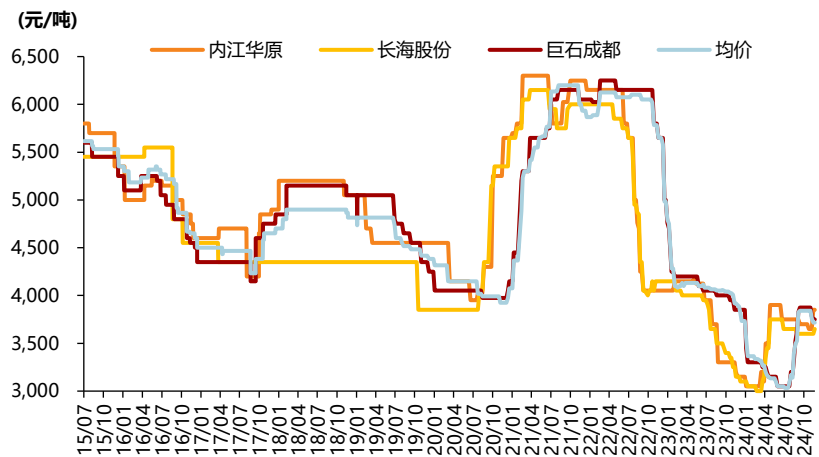


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

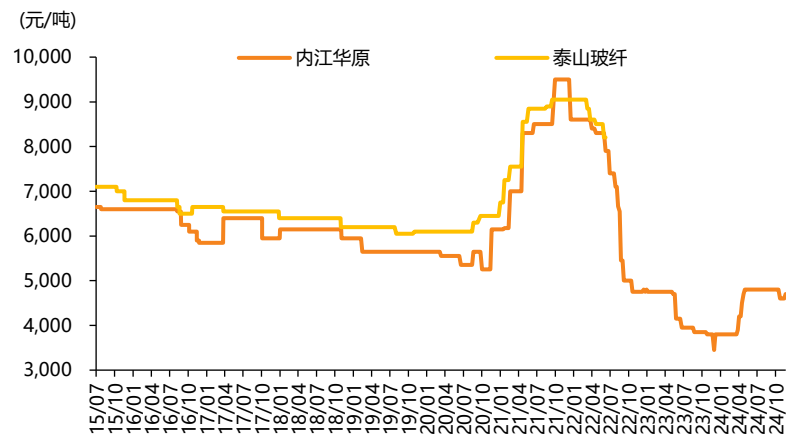
### 3.3. 价格：24年行业出现两轮集中涨价潮，底部基本夯实

- 3月末粗纱价格开始反弹，11月末迎来第二轮涨价。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，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，开启第一轮涨价潮，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5月末库存达到年内低位的57.9万吨，但随后由于终端需求增长缓慢，叠加中间商补库需求下降，导致生产商库存继续升高，截至11月末达80.71万吨，较5月低位增长39.3%。
- 玻纤价格在三季度略有回调，11月27日中国巨石发布提价函，对公司全系列风电纱产品复价15-20%，对热塑短切产品复价10-15%，对短切毡产品复价300元/吨，随后行业主流玻纤企业纷纷跟进，整体涨幅在300-400元/吨，开启年内第二轮集中涨价潮，第一轮提价主要是中低端产品领涨，而此次涨价品种主要集中在风电、热塑产品，一方面因该类品种多为长协定价模式，前期涨幅较少，此轮主要系补涨，另一方面系下游需求支撑较强，但其他低端品种此次涨价的持续性仍需进一步观察。截止24年12月7日，2400x缠绕直接纱均价较底部已提涨24%达3767元/吨，同比高19%。

图：2400x缠绕直接纱价格走势



图：2400xtexSMC合股纱价格走势

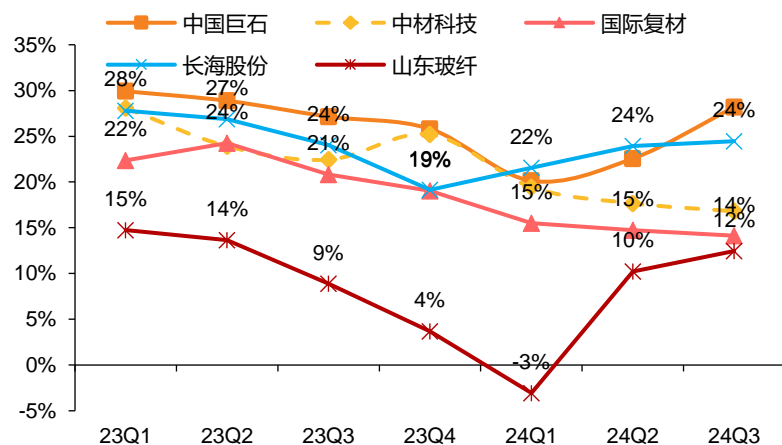


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

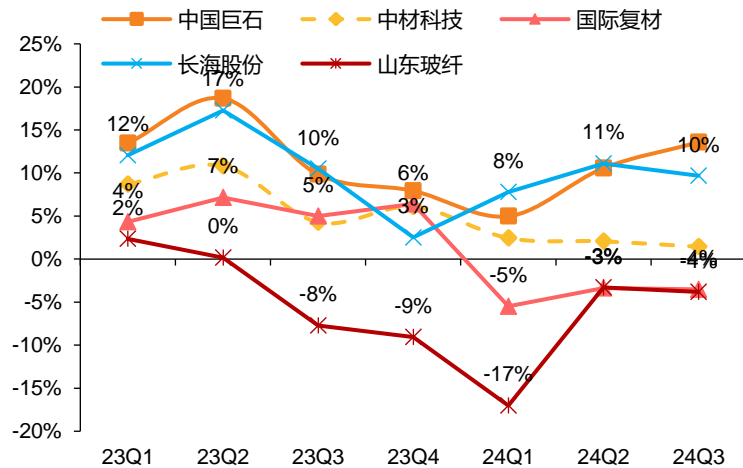
### 3.3. 价格：24年行业出现两轮集中涨价潮，底部基本夯实

- 从企业盈利情况来看，三季度扣非归母净利润同比已实现正增长，龙头企业中国巨石24Q3毛利率/扣非净利率分别达28.2%/13.6%，而二线企业山东玻纤Q2-Q3亏损明显收窄。25年来看，考虑到低基数影响，玻纤企业整体业绩增长趋势有望延续，而中国巨石凭借产品结构、产能布局优势，增速或更显著。

图：主要玻纤公司毛利率



图：主要玻纤公司扣非净利率



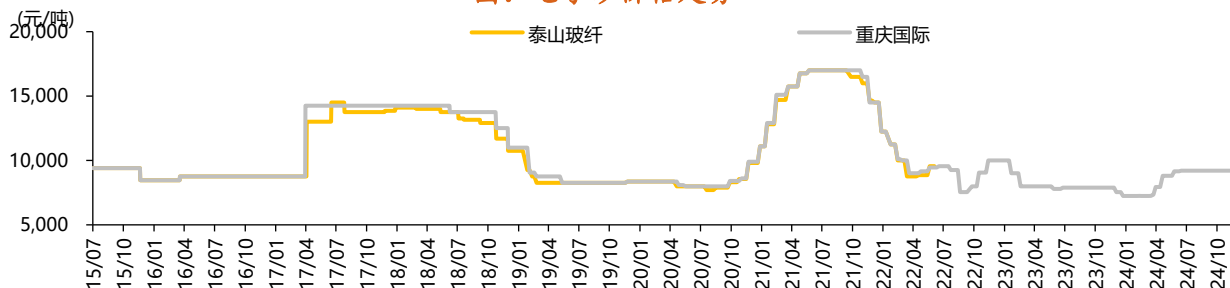
资料来源：Wind，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

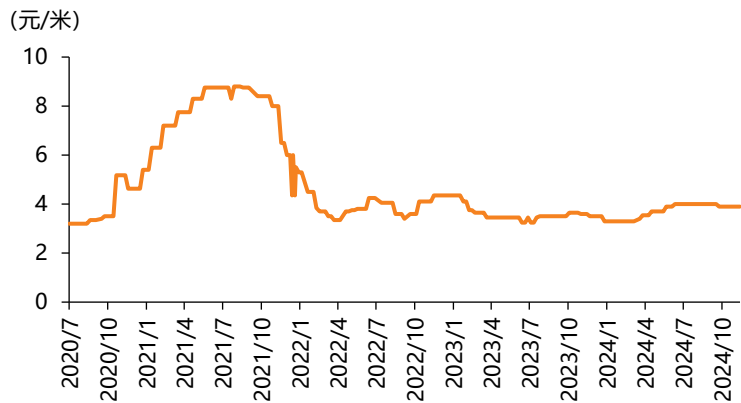
### 3.3. 价格：24年行业出现两轮集中涨价潮，底部基本夯实

- 电子纱/电子布二季度提价后目前维持平稳，25年有进一步向上可能。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3月底跌至历史底部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，6月份以来价格基本保持稳定，截止24年12月5日，电子纱价格较低点提涨27%达9200元/吨，电子布价格提涨18%达3.9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Q2利润已实现盈利，24Q3毛利率/扣非归母净利率分别达18.99%/1.4%，均已实现触底反弹。考虑到25年电子纱/电子布供给端压力较小，随着下游消费电子需求的恢复，价格仍有进一步向上可能。

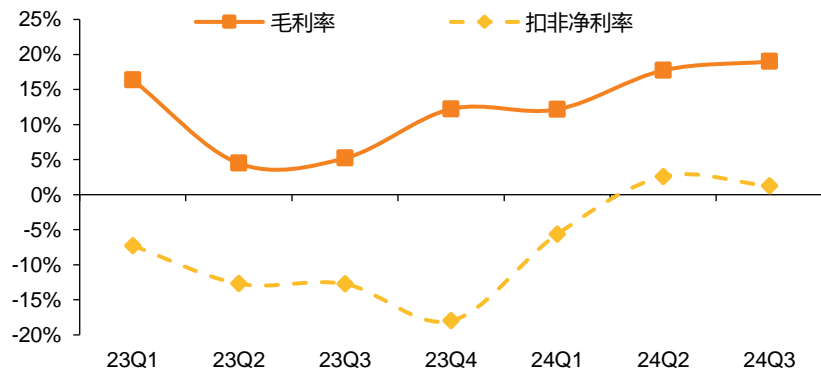
图：电子纱价格走势



图：电子布价格走势



图：宏和科技单季度毛利率/扣非净利率



资料来源：卓创资讯、Wind、天风证券研究所

1

消费建材：销售端拐点将至，看好存量需求释放带来新一轮增长

2

水泥：25年供给侧改革有望发力，利润增长弹性或最优

3

玻纤：Q2价格迎来反弹，产能冲击或有限

4

玻璃：行业冷修有望提速，关注供需动态平衡情况

5

投资建议及推荐标的

6

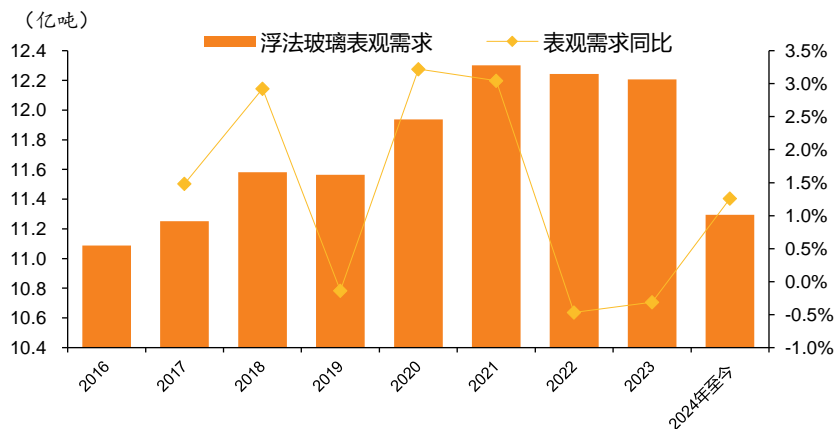
风险提示

## 4. 玻璃：价格反弹动能不足，关注供需动态平衡

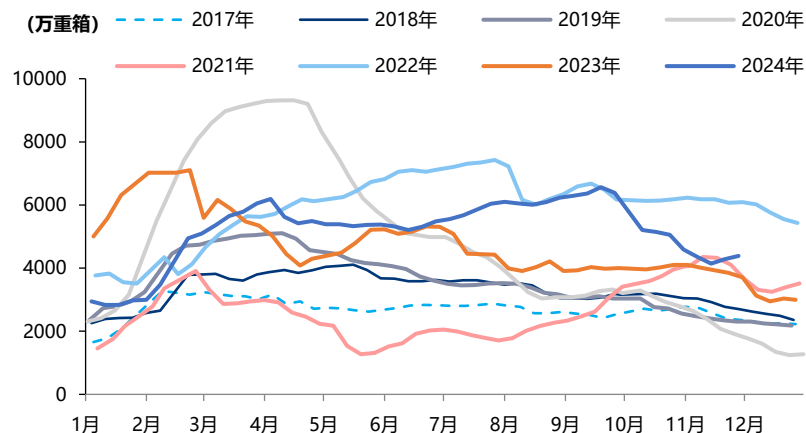
### 4.1. 需求：竣工仍存下行压力，表观消费量高位震荡

- 需求端受竣工景气下滑影响，玻璃表观消费量仍在高位震荡。24年以来地产竣工景气度持续回落，截止24年10月地产竣工面积同比-23.9%达4.20亿平。受此影响浮法玻璃需求承压，其间持续累库。10月开始受涨价氛围带动，部分中下游采购情绪好转，适量备货，需求有边际修复，截止24年11月28日达4388万重箱，月环比超-200万重箱，年同比+545万重箱。而从浮法玻璃消费量来看，我们计算24年至今（11.21）同比小幅增长4.1%，表现好于竣工情况，预计主要受玻璃渗透率提升影响。

图：浮法玻璃表观消费量及同比增速



图：2017-2024年浮法玻璃库存



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

## 4.1. 需求：竣工仍存下行压力，表观消费量高位震荡

- **玻璃存在渗透率提升逻辑，需求韧性相对更强。**玻璃的需求主要集中在房地产领域，和竣工相关度较高，而从过去来看，建筑玻璃多为单层玻璃，但双层玻璃具有更优的环境可持续性、污染排放率控制参数等特性，近年来市场正快速增长。我们测算发现16-23年单位竣工面积对应玻璃用量整体呈现提升趋势，23年单位用量约0.75重箱/平，较16年提升0.13重箱/平。据中玻网公众号，预计2028年双层玻璃市场将达到347.4亿美元，2021年至2028年以5%的速度增长，受单位建设对应的玻璃需求增长驱动，预计未来玻璃渗透率提升逻辑仍存。

表：建筑浮法玻璃的单位使用量

时间	竣工面积 (万平)	玻璃表观消费量 (万重箱)	地产需求占 玻璃总产量比重	建筑玻璃需求量 (万重箱)	单位面积玻璃用量 (重箱/平米)
2016	106,128	100,316	65%	65206	0.61
2017	101,486	103,542	65%	67302	0.65
2018	93,550	115,479	65%	75061	0.74
2019	95,942	115,005	65%	74753	0.74
2020	91,218	114,996	65%	74747	0.82
2021	101,412	115,158	65%	74853	0.76
2022	86,222	115,217	65%	74891	0.87
2023	99,831	114,739	65%	74581	0.75

资料来源：Wind、卓创资讯、立鼎产业研究院、天风证券研究所



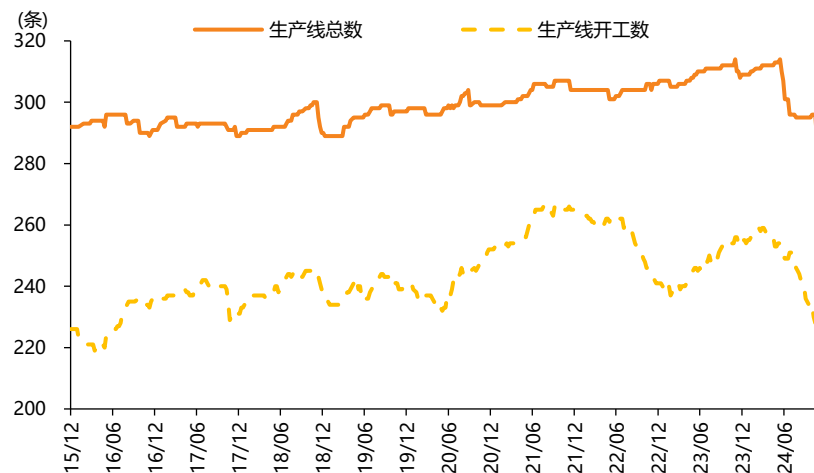
## 4.2. 供给：潜在复产和冷修产能维持弱平衡，盈利低位下冷修或持续加码

- **24Q2以来产线冷修提速，当前日熔量15.9万吨。**浮法玻璃供给自20年至今走出两轮周期波动，此轮冷修周期启动于23年初，2月中旬在产产能最低跌至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，Q2/Q3分别冷修10/16条产线，合计产能分别为7400/10050T/D（Q1仅2条合计1800T/D产线冷修），10-11月另有11条产线共计7400T/D产能冷修，截止24年11月28日下降至15.9万吨/天，同比下降9%。

图：浮法玻璃在产产能



图：浮法玻璃生产线数量

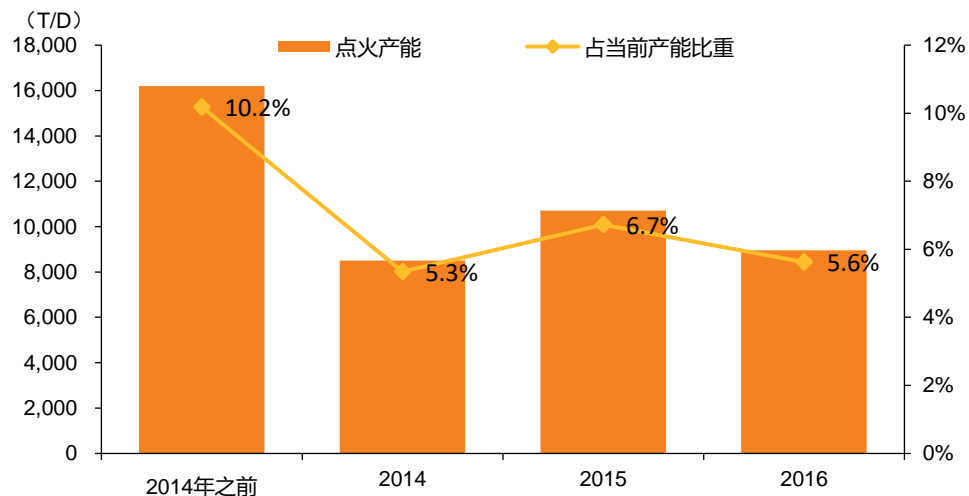


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

## 4.2. 供给：潜在复产和冷修产能维持弱平衡，盈利低位下冷修或持续加码

- ▶ 当前行业潜在复产/冷修产能分别约占20%/28%，盈利压力下供给端有望收缩。我们统计24年1-11月，行业复产浮法玻璃生产线11条，合计产能8500T/D，新点火生产线9条，合计产能8900T/D，冷修及停产生产线40条，合计产能26650T/D。23-24年间冷修产线仍有43条未投产，合计产能26360T/D，除此之外，另有至少6条新建产线在24-25年有可能点火，合计产能5660T/D，因此未来一年行业潜在增量约32020T/D，占当前在产产能比重约20%。
- ▶ 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24/12/15/12条，产能为16200/8500/10700/8950T/D，占当前产能比重分别为10.2%/5.3%/6.7%/5.6%，合计占比达27.9%。考虑到当前浮法玻璃利润端仍存一定压力，我们认为25年若行业需求及价格仍处在低位，产线冷修节奏仍有望加快，而新点火节奏或将放缓，供给端压力或将保持相对平缓。

图：2016年及之前玻璃点火产能及占当前产能比重

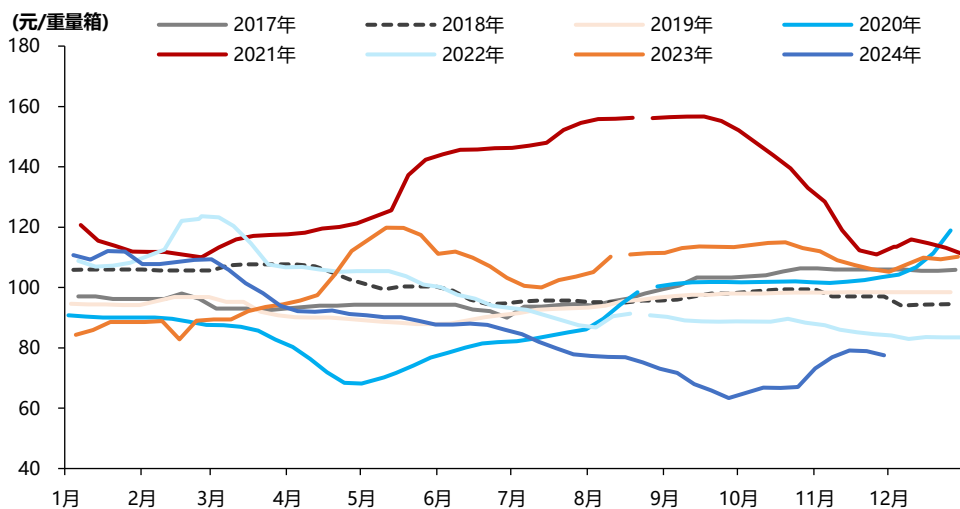


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

### 4.3. 价格：10月以来价格触底反弹，盈利再下行空间有限

- **10月以来玻璃价格触底反弹，短期价格仍承压，后市关注地产竣工及玻璃产线变动。**受需求景气下行拖累，24年年初以来玻璃价格持续走低，10月以来受宏观宽松政策刺激下涨价氛围的驱动，玻璃价格有所修复，截止11月28日5mm浮法白玻价格为78元/重量箱，同比低27元/重量箱，仍处近七年来同期历史低位。12月玻璃供需结构预期尚可，但北方部分区域需求下滑，以及投机性货源库存较高，个别大厂库存较高，叠加需求收尾阶段，下游补货动能一般，市场依旧承压。预计1-2月份淡季效应预期明显，供需压力较大，对价格形成偏强利空，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：5mm浮法白玻价格走势

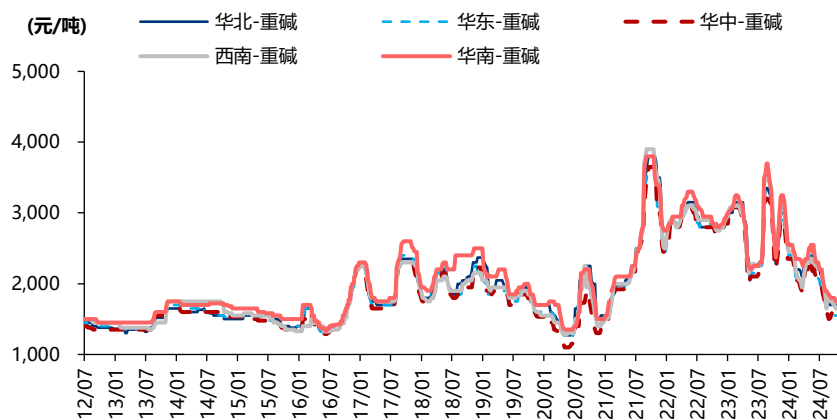


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

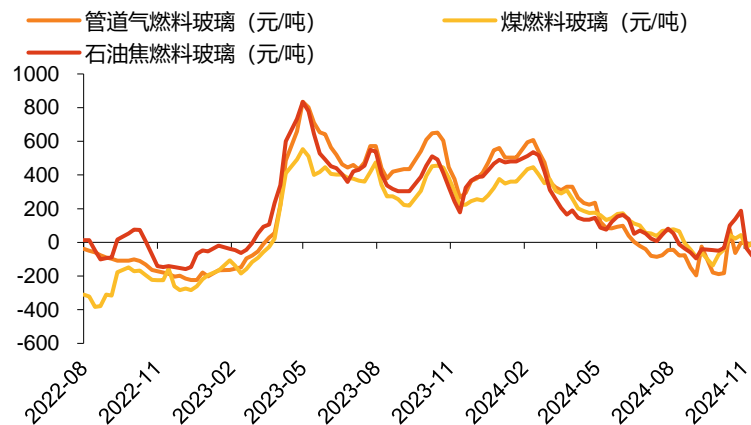
### 4.3. 价格：10月以来价格触底反弹，盈利再下行空间有限

► 当前行业已现亏损，利润下降空间有限。成本端来看，纯碱价格24年以来持续下行，全年纯碱产量增加475万吨，产量增速14.7%，累库170万吨，25年纯碱供需过剩矛盾仍在，价格压力仍存。利润端来看，24年以来浮法玻璃利润持续下滑，10月反弹后又回落，截止11月28日，管道气燃料/煤燃料/石油焦燃料玻璃利润分别为-1.3/0.5/3.7元/重箱，同比分别下滑14.6/10.6/5.2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，后续利润下降空间已较为有限。

图：重碱价格走势



图：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

1

消费建材：销售端拐点将至，看好存量需求释放带来新一轮增长

2

水泥：25年供给侧改革有望发力，利润增长弹性或最优

3

玻纤：Q2价格迎来反弹，产能冲击或有限

4

玻璃：盈利回落，关注供需动态平衡情况

5

投资建议及推荐标的

6

风险提示

## 5. 重点公司盈利预测表格

表：重点公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价（元）		EPS（元）			P/E			
		2024/12/20	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603737.SH	三棵树	47.96	0.33	1.24	1.59	1.91	134.24	35.73	27.86	23.19
000786.SZ	北新建材	29.22	2.09	2.57	2.92	3.34	13.47	10.95	9.64	8.43
002372.SZ	伟星新材	12.82	0.90	0.72	0.81	0.90	13.93	17.42	15.48	13.93
002043.SZ	兔宝宝	12.24	0.83	0.79	0.92	1.04	14.37	15.10	12.97	11.47
600585.SH	海螺水泥	26.11	1.97	1.81	2.18	2.61	12.25	13.33	11.07	9.25
600801.SH	华新水泥	12.65	1.33	0.88	1.01	1.17	9.17	13.85	12.07	10.42
000672.SZ	上峰水泥	8.02	0.77	0.69	0.80	0.91	10.29	11.48	9.90	8.70
01313.HK	华润建材科技	1.64	0.09	0.12	0.18	0.22	17.56	13.17	8.78	7.18
02233.HK	西部水泥	1.73	0.77	0.69	0.8	0.91	2.26	2.52	2.18	1.91
600176.SH	中国巨石	11.70	0.76	0.58	0.76	0.92	15.13	19.83	15.13	12.50
300196.SZ	长海股份	11.75	0.72	0.73	1.02	1.40	15.63	15.41	11.03	8.04
603256.SH	宏和科技	10.84	-0.07	0.03	0.09	0.13	-139.57	325.67	108.56	75.15
601636.SH	旗滨集团	6.22	0.65	0.22	0.42	0.62	9.20	27.18	14.24	9.65
600586.SH	金晶科技	6.25	0.32	0.23	0.37	0.46	18.34	25.52	15.86	12.76

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：P/E=收盘价/EPS

1

消费建材：销售端拐点将至，看好存量需求释放带来新一轮增长

2

水泥：25年供给侧改革有望发力，利润增长弹性或最优

3

玻纤：Q2价格迎来反弹，产能冲击或有限

4

玻璃：盈利回落，关注供需动态平衡情况

5

投资建议及推荐标的

6

风险提示

## 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

THANKS