



政策提振预期，供给优化扭转行业困境

—— 建材行业 2025 年度策略报告

建材行业分析师：贾亚萌



政策提振预期，供给优化扭转行业困境

——建材行业 2025 年度策略报告

2024 年 12 月 26 日

核心观点

- 2024 年回顾：行业整体承压，政策刺激板块估值修复。**2024 年我国建材行业整体发展不稳定，运行环境压力较大，供需矛盾问题仍存，市场需求疲软，产量缩减，产品价格低位，行业总体呈现弱运行态势，景气度不及预期。前三季度，行业整体效益下滑，收入及利润同比均出现大幅下降，盈利能力走弱。但“924”政策提振市场恢复信心，建材指数及估值显著修复。
- 2025 年展望：政策发力助推内需回暖，建材行业供给优化加速。**我们认为当前行业已出现积极变化，需求端，2025 年政策继续发力，地产存量市场需求有望逐步恢复，基建投资力度加大，带动开工端回暖；供给端，行业共识达成，供给优化加速推进，水泥、玻璃、玻纤供需矛盾有望缓和；价格端，价格已处于历史低位，供需格局优化背景下价格有上涨预期。静待行业底部企稳。
- 细分行业展望：2025 年建议关注两条投资主线。（一）稳增长总基调下国内需求有望企稳回升：**地产政策持续发力，存量市场有望带动消费建材需求回暖。（二）**控产能+调结构，行业供给持续优化，产业加速转型升级：**水泥行业协同恢复，供给调控趋严叠加基建投资增速有望回升，行业供需矛盾有望缓和，水泥价格有推涨预期；玻璃纤维行业产能调控力度有所增强，企业不断调整产品结构，新兴市场（如风电、汽车热塑、电子等）有望带动玻纤需求恢复，新一轮复价有望于 2025 年落地，龙头企业业绩将逐步修复；预计地产竣工延续疲软运行，但浮法玻璃行业产量有望缩减，行业供需格局将逐步优化。
- 投资建议：**消费建材：推荐渠道布局完善、品类扩张较好，具备产品品质优势及品牌优势的消费建材龙头企业：**北新建材、伟星新材、东方雨虹、公元股份**。水泥：行业共识达成，产能调控趋严，价格有上涨预期，区域龙头企业有望快速实现盈利修复，推荐**华新水泥、上峰水泥**，建议关注**海螺水泥**。玻璃纤维：复价落地后龙头企业业绩有望逐步修复，推荐**中国巨石**。玻璃：关注需求及供给变动情况，建议关注龙头企业**旗滨集团**。
- 风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；下游需求恢复不及预期的风险；行业新增产能超预期的风险；新产品拓展不及预期的风险；政策推进不及预期的风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000786.SZ	北新建材	2.53	2.88	3.20	11.55	10.16	9.13	推荐
600176.SH	中国巨石	0.56	0.72	0.87	20.84	16.14	13.41	推荐
600801.SH	华新水泥	0.94	1.14	1.31	13.50	11.08	9.64	推荐
002372.SZ	伟星新材	0.72	0.82	0.93	17.71	15.66	13.78	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，数据截止于 2024 年 12 月 13 日

建筑材料行业

推荐 维持评级

分析师

贾亚萌

☎：010-80927680

✉：jiayameng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060001

相对沪深 300 表现图

2024-12-25



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河建材】行业深度报告_建材行业 2024 年中期策略_需求有望发力，行业洗牌加速

【银河建材】11 月行业动态报告_政策有望继续发力，供需结构逐步优化

目录

Catalog

一、 2024 年回顾：整体承压，政策刺激板块估值修复	4
(一) 行业运行回顾：弱需求、弱供给、低价格	4
(二) 业绩回顾：业绩承压，盈利能力下降	6
(三) 行情回顾：政策刺激建材指数上涨，板块估值修复	8
二、 2025 年展望：政策积极定调，供需有望齐发力	11
(一) 展望一：政策提振市场预期，稳增长助推内需企稳回升	11
(二) 展望二：控产能+调结构，产业升级加速推动行业供需稳定	12
三、 消费建材：政策发力，存量市场带动需求回暖	13
(一) 政策继续发力，加速存量房去库，带动消费建材需求恢复	13
(二) 城市更新潜力巨大，旧改、修缮带动消费建材需求进一步释放	16
(三) “以旧换新”激发家装市场消费活力	18
(四) 渠道下沉及业务转型较好的龙头企业竞争优势增强	19
四、 水泥：供给优化+需求恢复，价格上涨预期增强	21
(一) 供给端：行业协同恢复，产能调控趋严，供给优化加速	21
(二) 需求端：稳增长背景下基建投资有望回升，带动 25 年水泥需求恢复	23
(三) 价格端：供需矛盾有望缓和，推动水泥价格上涨，企业盈利逐步修复	24
五、 玻璃纤维：高端化转型，新兴领域前景广阔	25
(一) 需求端：市场需求结构深度调整，新兴领域前景广阔	25
(二) 供给端：25 年玻纤产量或将增加	29
(三) 价格端：新一轮复价有望于 25 年落地，企业业绩修复可期	30
六、 玻璃：产量缩减，供需矛盾有望缓和	32
七、 投资建议	34
八、 风险提示	35

一、2024 年回顾：整体承压，政策刺激板块估值修复

(一) 行业运行回顾：弱需求、弱供给、低价格

2024 年以来，我国建筑材料行业整体发展不稳定，运行环境压力较大，行业供需矛盾问题仍存，市场需求疲软，产量缩减，产品价格持续低位，行业总体呈现弱运行态势，景气度不及预期。

1. 需求端：2024 年地产投资走弱，基建投资增速放缓，对建材市场需求拉动不强。

我国建筑材料行业对房地产、基础设施建设等下游领域依赖度较高，目前行业整体仍主要依赖投资和资源要素投入等因素拉动。2024 年至今我国投资市场需求偏弱，国家对房地产市场以持续防风险、加快构建房地产发展新模式为主，房地产投资等主要指标承压，2024 年 1-10 月，房地产开发投资完成额为 8.63 万亿元，同比下降 10.3%，降幅较去年同期扩大 1 个百分点；1-10 月房屋新开工面积累计为 67308.00 万平方米，同比减少 23.0%；1-10 月房屋竣工面积累计为 41995.15 万平方米，同比减少 23.9%。此外，2024 年地方政府新增专项债券发行速度偏缓，导致全国基建投资收缩，虽 8 月份开始专项债发行提速，但考虑到从基建投资到实物工作量落地的时间滞后性，预计对 2024 年建材产品需求拉动作用不强，2024 年 1-10 月，我国基础设施建设投资累计同比为 4.3%，较去年同期回落 1.6 个百分点。

图1：基础设施建设投资累计同比 (%)



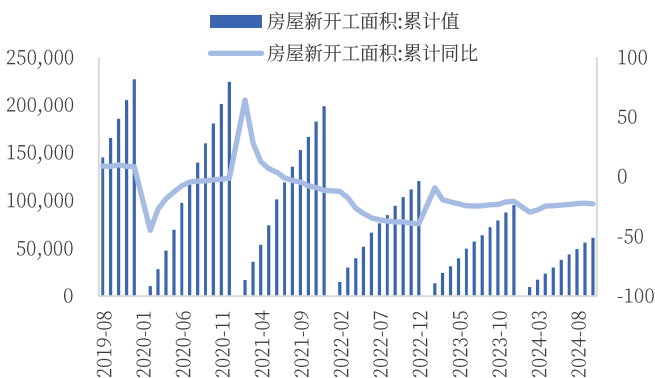
资料来源：Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图2：房地产开发投资完成额 (亿元) 及同比增速 (%)，右轴



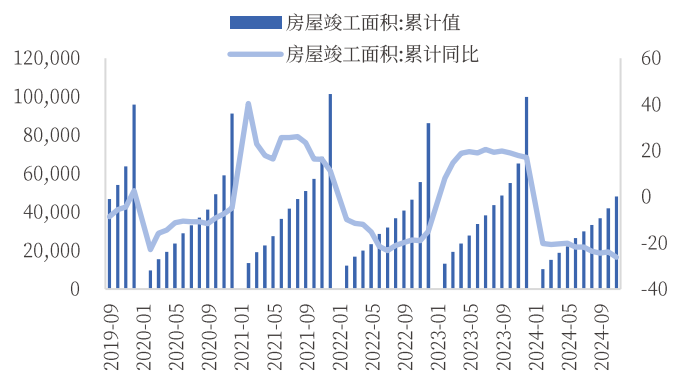
资料来源：Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图3：房屋新开工面积 (万平方米) 及同比增速 (%)，右轴



资料来源：Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图4：房屋竣工面积 (万平方米) 及同比增速 (%)，右轴

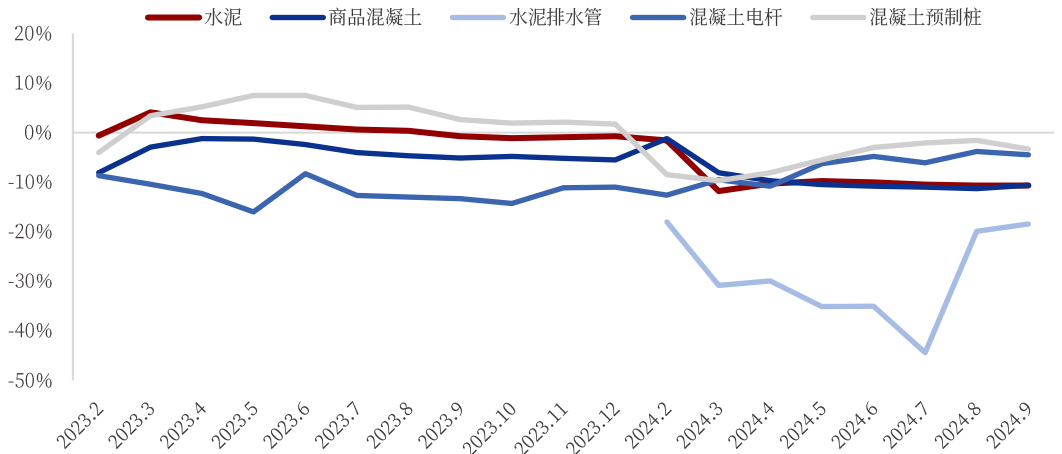


资料来源：Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

2. 供给端：受需求减弱影响，建筑用大宗建材产品产量大幅减少。

受市场需求疲软影响，水泥、水泥制品等建筑用大宗建材产品产量大幅下降，建材工业生产总体持续放缓，根据国家统计局数据，2024年1-10月，我国水泥累计产量为15.01亿吨，同比减少10.3%；根据中国混凝土与水泥制品协会数据，2024年1-9月我国商品混凝土/水泥排水管/混凝土电杆/混凝土预制桩产量累计同比分别下降10.6%/18.4%/4.5%/3.3%。

图5：水泥及其制品产量同比增速走势

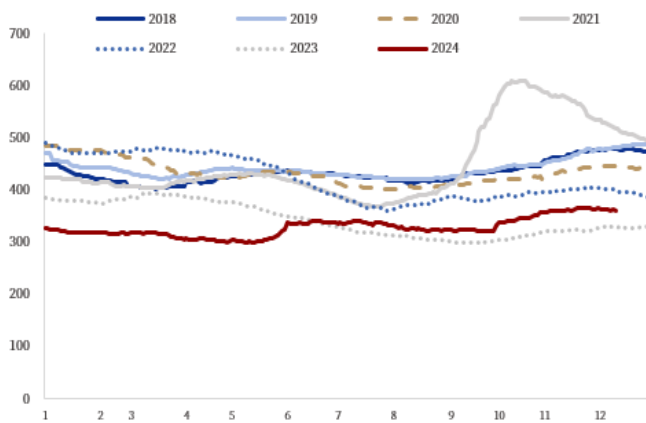


资料来源：Wind, 国家统计局, 中国建筑材料行业联合会, 中国银河证券研究院

3. 价格端：价格有边际改善迹象，但仍处于历史低位水平。

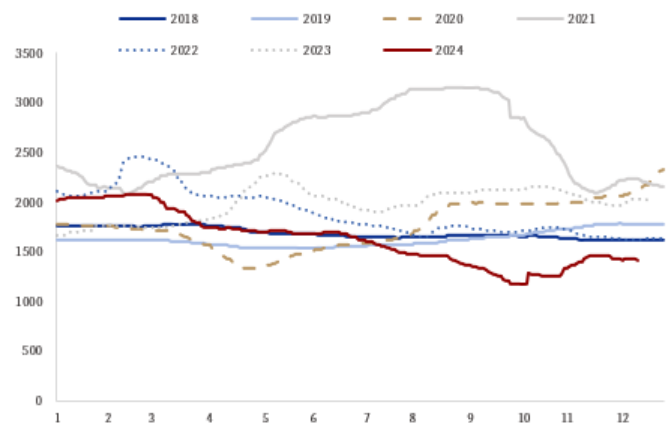
建材行业供需矛盾仍存，市场竞争激烈，各类产品价格缺乏稳定支撑，2024年价格虽有边际改善迹象，但整体市场价格较往年处于历史低位。根据卓创资讯数据，截至2024年12月9日，全国普通硅酸盐水泥P.O42.5散装均价为360.16元/吨，同比增长9.22%，但低于2018-2022年同期水平；全国浮法玻璃均价为1412.54元/吨，同比下降29.3%，低于2018-2023年同期水平。

图6：P.O42.5 散装水泥均价分年曲线（元/吨）



资料来源：卓创资讯, 中国银河证券研究院

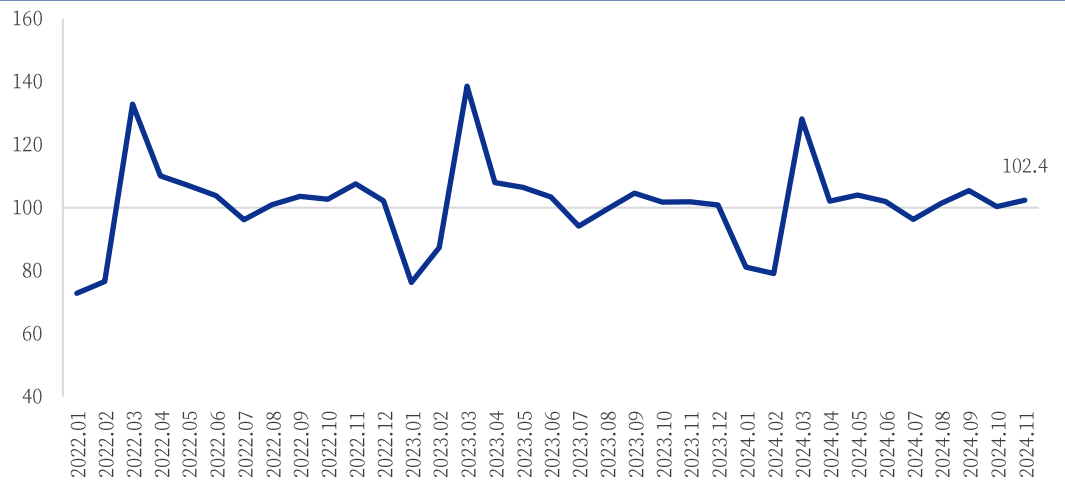
图7：浮法玻璃均价分年曲线（元/吨）



资料来源：卓创资讯, 中国银河证券研究院

总体来看，根据中国建筑材料行业联合会预测，2024年建筑材料工业总体呈现弱需求、弱供给、低价格特征，预计年度景气指数为92.2点。展望2025年，在稳增长预期下，建材投资市场需求有望趋稳，工业消费稳中有升，对外贸易降中趋缓，行业生产及价格低位企稳，行业景气度有望较2024年出现回升。

图8：我国建筑材料工业月度景气指数（点）



资料来源：中国建筑材料行业联合会，中国银河证券研究院

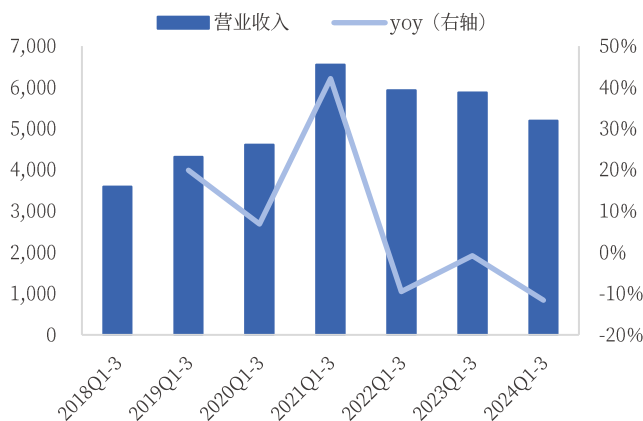
（二）业绩回顾：业绩承压，盈利能力下降

我们选取了 SW 建筑材料类的 76 家建材上市公司以及我们覆盖的 1 家消费建材上市公司（蒙娜丽莎），共计 77 家作为分析对象。根据建材上市公司已发布的 2024 年三季度业绩情况来看，2024 年前三季度，建材行业整体效益下滑，收入及利润同比均出现大幅下降，盈利能力走弱。

1. 利润表：收入、利润同比下滑，盈利能力下降。

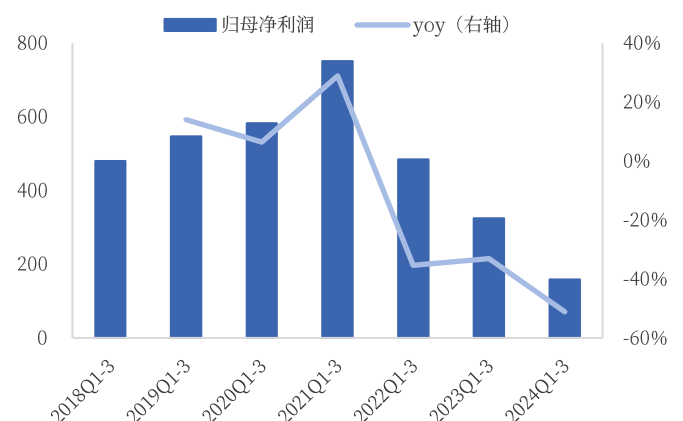
2024 年前三季度 77 家建筑材料上市公司合计实现营业收入 5196.72 亿元，同比下降 11.60%；实现归母净利润 158.53 亿元，同比下降 51.14%。2024 年前三季度地产投资继续筑底，基建投资增速放缓，建材市场需求未见明显好转，行业延续弱势运行，上市公司整体业绩承压。分子板块来看，水泥、玻璃、玻纤、消费建材、耐火材料的营业收入同比分别变动-16.04%/-7.82%/-4.22%/-4.88%/+5.27%，归母净利润同比分别变动-75.82%/-44.59%/-58.41%/-19.28%/-20.71%。除耐火材料之外，其他建材子行业营收、归母净利润同比均下降，水泥和玻纤行业营收和归母净利润降幅较上半年均有所收窄，其主要原因系水泥、玻纤价格提涨所致。

图9：建材行业营业收入（亿元）及同比增速



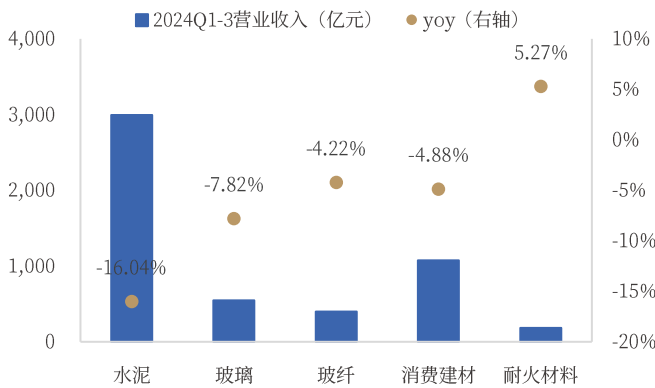
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：建材行业归母净利润（亿元）及同比增速



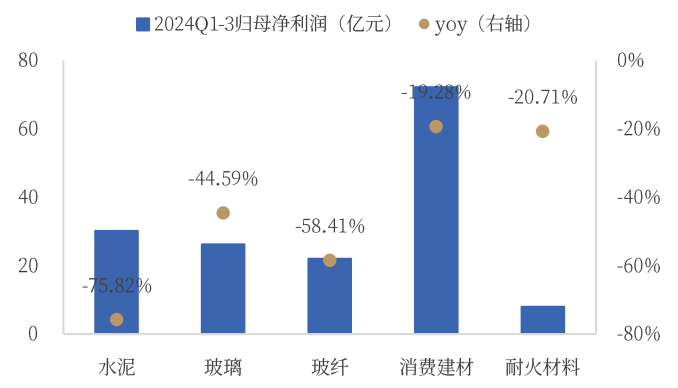
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11: 2024 年前三季度建材子行业营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

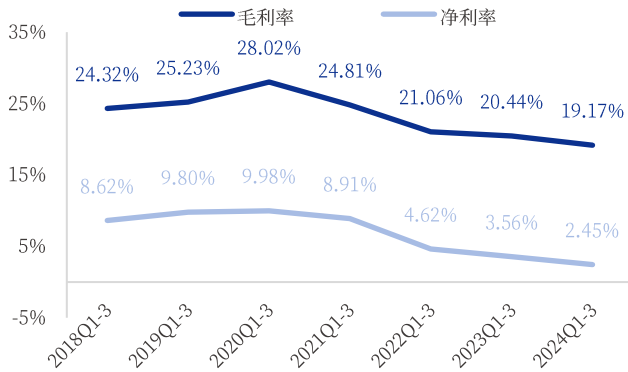
图12: 2024 年前三季度建材子行业归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

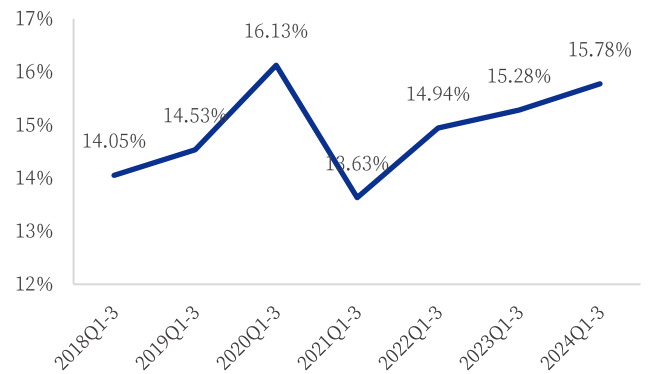
2024 年前三季度 77 家建材上市公司平均销售毛利率/销售净利率分别为 19.17%/2.45%，同比减少 1.28pct/1.11pct，行业盈利能力下行；平均期间费用率为 15.78%，同比增加 0.49 个百分点。

图13: 建材行业毛利率及净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 建材行业期间费用率

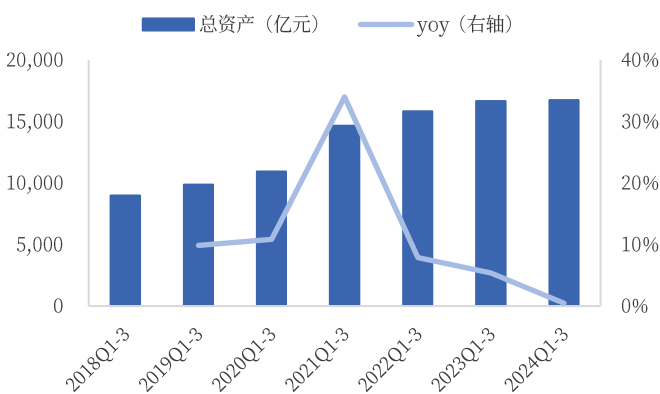


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 资产负债表: 总资产规模增速放缓, 杠杆率小幅下降。

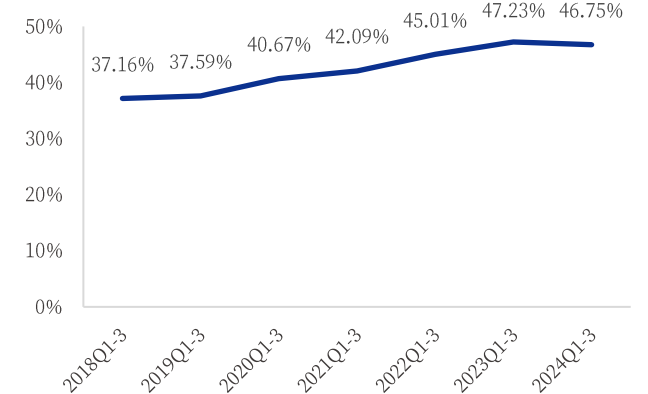
2024 年前三季度 77 家建材行业上市公司总资产规模 16748.44 亿元, 同比增长 0.46%, 总资产规模持续增长但增速显著放缓; 平均资产负债率为 46.75%, 同比下降 0.48 个百分点, 负债率小幅下降, 整体保持较稳定状态。

图15: 建材行业总资产及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 建材行业资产负债率

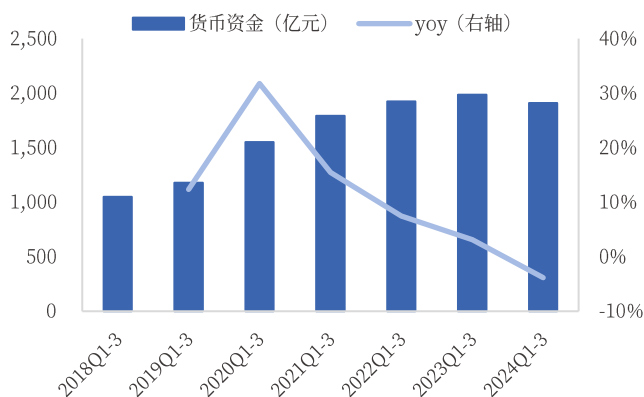


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 现金流量表：经营性净现金流量大幅减少，企业回款压力增加。

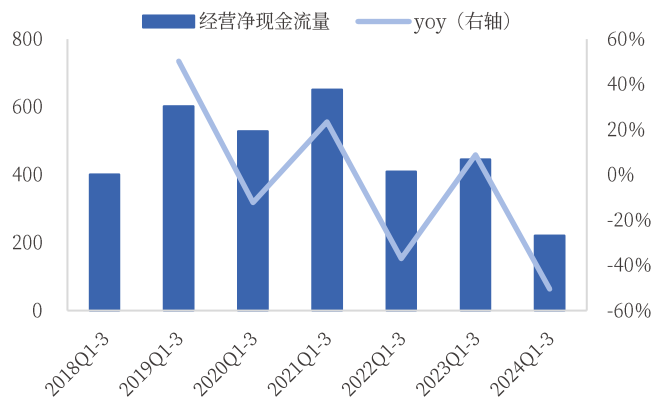
2024 年前三季度 77 家建材行业上市公司总货币资金为 1908.91 亿元，同比减少 3.84%，货币资金占总资产比重为 11.40%；经营活动产生的现金流量净额为 220.88 亿元，同比减少 225.01 亿元。在当前行业需求疲软，下游资金紧张问题仍存情况下，建材企业回款压力增加。

图17：建材行业货币资金及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图18：建材行业经营性净现金流量（亿元）



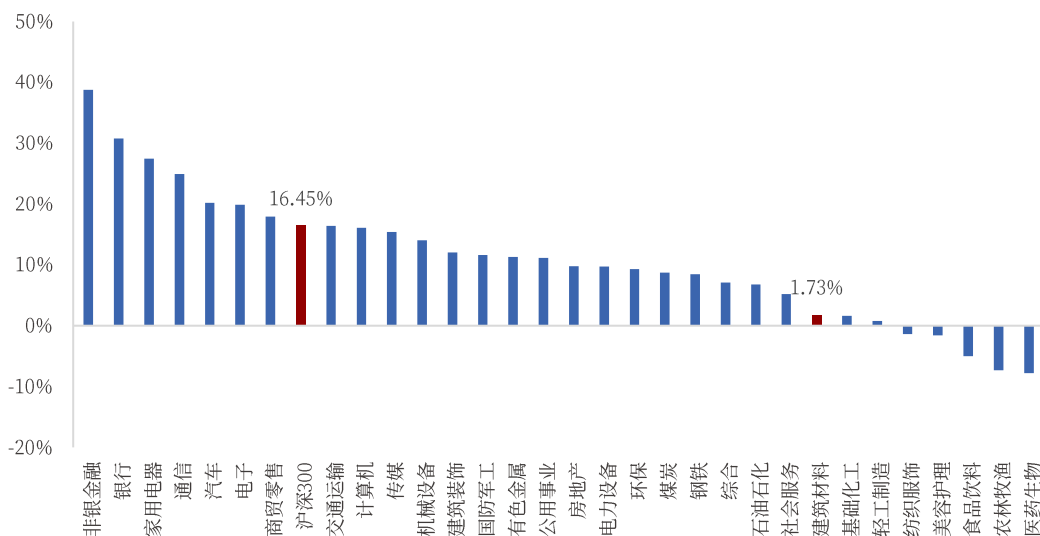
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

后续来看，随着一揽子政策的推进，预计地产将逐步企稳，基建投资有望回暖，将提振建材市场需求，建材企业收入及利润有改善预期；此外，化债政策出台后有望缓解地方政府债务压力，促进建材企业应收账款回款，企业现金流有望得到改善。

（三）行情回顾：政策刺激建材指数上涨，板块估值修复

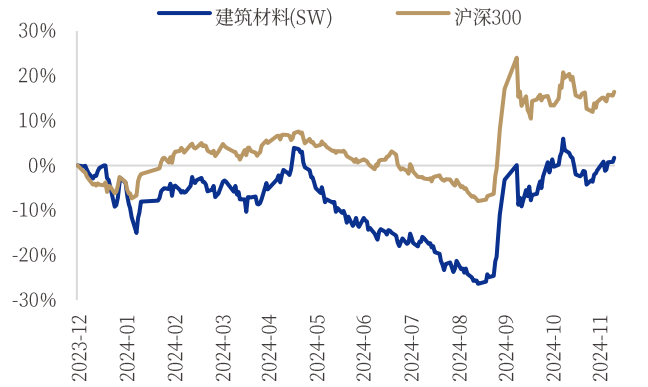
2024 年以来，建材指数呈先跌后涨态势，整体跑输沪深 300 指数，各子行业表现分化。2024 年初至 12 月 10 日，SW 建筑材料行业涨跌幅为 1.73%，跑输沪深 300 指数 14.72 个百分点，在全市场 31 个行业中排名第 24 位；其中，建材各细分板块表现分化，年初至 12 月 10 日水泥制造/水泥制品/玻璃制造/玻纤制造/管材/耐火材料/其他建材的涨跌幅分别为 6.49%/7.04%/10.76%/6.47%/0.69%/17.35%/16.61%。

图19：2024 年初至 12 月 10 日 SW 一级行业指数涨跌幅



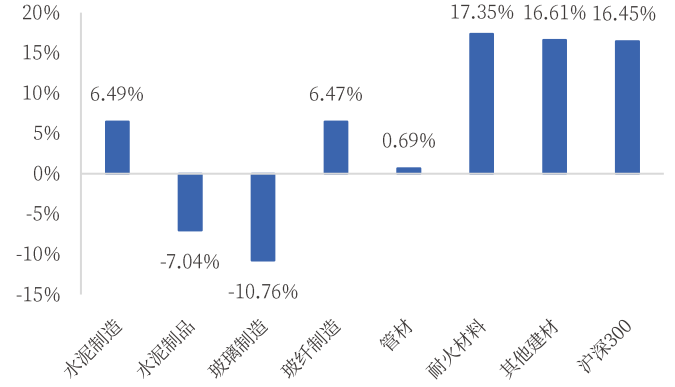
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图20: 年初至12月10日建材行业走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

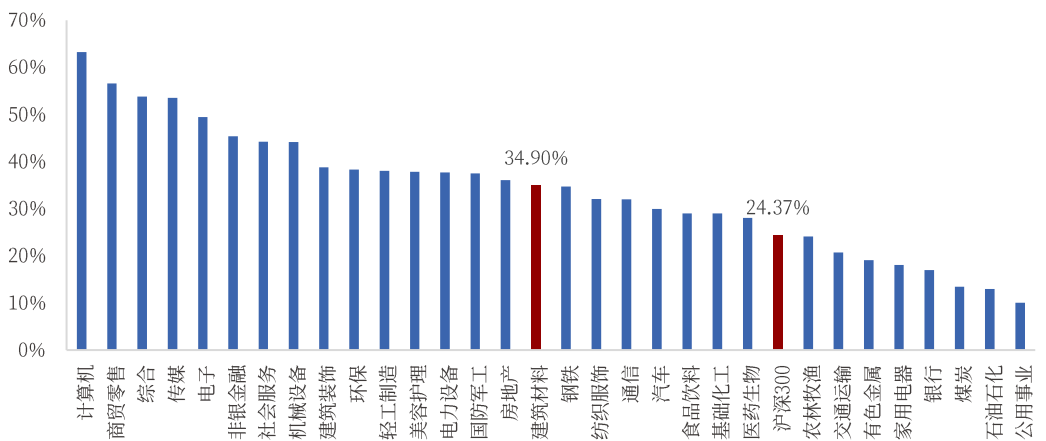
图21: 建材各细分板块年初至12月10日涨跌幅情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

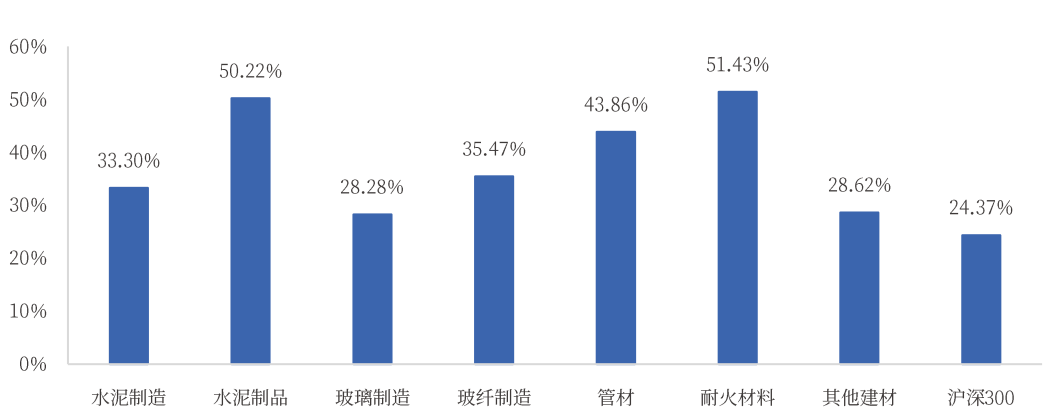
924 政策提振市场恢复信心，建材指数显著修复。2024年1-9月，建材指数整体呈震荡下行走势，但自9月24日一揽子增量政策出台后，提振市场恢复信心，建材指数快速修复。2024年9月24日至12月10日期间，SW 建筑材料指数上涨 34.90%，跑赢沪深 300 指数 10.53 个百分点，在 31 个行业中排名第 16 位；所有子板块指数均呈现大幅上涨态势，其中耐火材料、水泥制品板块涨幅显著，均超过 50%。

图22: “924” 政策发布后至12月10日SW 一级行业指数涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: “924” 政策发布后至12月10日建材各细分板块涨跌幅情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

建材板块估值迎来底部修复。从估值情况来看，截至 2024 年 12 月 10 日，SW 建筑材料板块估值 PE (TTM) 为 21.45 倍。2024 年以来，国家有关部门系统推出并推动落实宏观调控各项政策，提振经济活力，增强市场预期，建材板块估值迎来底部修复。

图24: 2009 年至 2024 年 12 月 10 日 SW 建材行业估值 PE(TTM)走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、2025 年展望：政策积极定调，供需有望齐发力

我们认为当前行业已出现积极信号，2025 年供需两侧有望共同发力，扭转建材行业供需矛盾格局。一方面，政策持续发力，提振 2025 年国内市场需求，建材需求有望企稳回升；另一方面，行业共识逐步达成并有望延续，将加速推动行业供给优化，助力行业稳定健康发展。

（一）展望一：政策提振市场预期，稳增长助推内需企稳回升

消费、投资市场同时发力，全方位扩大国内需求。2024 年 12 月 11 日-12 日，中央经济工作会议在北京举行，针对 2025 年的经济工作提出了九大工作重点内容，其中大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求是 2025 年经济工作首要任务。会议提到，实施提振消费专项行动；加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费；加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目；适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资；及早谋划“十五五”重大项目；大力实施城市更新。预计 2025 年将从消费及投资市场同时发力，全面提振国内市场需求。

基建投资力度有望加大，拉动水泥需求。针对投资端，中央经济工作会议提到，要实施更加积极的财政政策；提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力；加大财政支出强度，加强重点领域保障；增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施；增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围；及早谋划“十五五”重大项目等。我们认为 2025 年基建投资增速有望企稳回升，专项债及超长期特别国债将同时发力，对重大项目建设支持力度将增强，基建投资增速有望企稳回升，有望拉动水泥市场需求。

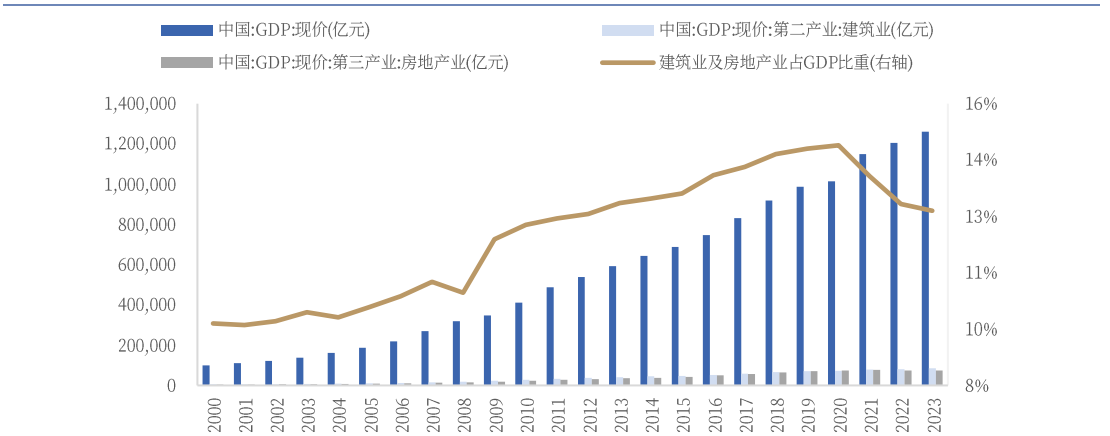
推动房地产止跌回稳，存量市场带动消费建材需求释放。此外，房地产作为支柱性产业，在国家经济发展占据重要地位，近年随着地产景气下行，房地产投资大幅下滑，对地产链上下游市场消费影响较大。2024 年国家发布多项提振地产市场政策，从供需两侧同时发力，降低购房需求，加速存量商品房去库；此外，多个省份推出住房以旧换新政策，刺激居民购房积极性，2024 年下半年商品房销售环比有所改善。后续来看，针对 2025 年房地产市场，12 月政治局会议首次提出“稳住楼市股市”，随后中央经济工作会议再次强调“稳住楼市”，延续了政治局会议对 2025 年房地产的定调，说明稳楼市将成为 2025 年至关重要的经济工作之一。中央经济工作会议提到，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击；持续力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力；合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作；推动构建房地产发展新模式。从政策导向上来看，存量市场将是我国房地产未来重点关注的方向，一方面，在政策的刺激作用下，购房门槛降低，居民购房需求有望加速释放，存量商品房去库加快，将直接带动消费建材在存量市场的重装、翻新需求；另一方面，随着我国进入城市更新阶段，城中村、危旧房市场改造需求加大，预计 2025 年在政策的作用下，城中村、危旧房市场的改造、修缮需求有望加速释放，进一步增加消费建材市场需求。

2025 年“两新”政策力度有望加大，提振建材消费积极性。与此同时，建材消费市场也在同时发力，在国家“两新”政策的推动下，消费建材龙头企业积极响应我国政策，针对零售市场给出多种企业让利优惠活动，刺激零售端建材消费需求。后续来看，针对 2025 年消费层面，中央经济工作会议提到，实施提振消费专项行动，提升消费能力、意愿和层级；加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费等。我们认为 2025 年“两新”政策有望延续并有望进一步加大政策支持力度，相关补贴优惠力度及范围有望扩大，提振居民消费积极性，消费建材有望收益。

（二）展望二：控产能+调结构，产业升级加速推动行业供需稳定

当前我国正处于新旧动能转换的关键节点，旧的动能对我国经济支撑逐渐弱化。房地产和建筑业作为我国两大支柱产业，近年占 GDP 比重逐年下降，根据国家统计局数据，我国房地产和建筑业占 GDP 比重于 2020 年达到顶峰，占比为 14.39%，随后占比逐年下降，2023 年占比下降至 12.65%。

图25：我国房地产业及建筑业占 GDP 比重情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

加速推动建材产业转型升级。建筑材料行业作为传统制造产业，对房地产、基础设施建设等下游领域依赖度较高，近年受其景气下行的影响，建材需求承压，建材行业供需矛盾加剧，落后产能过剩问题严重。二十届三中全会提到，以国家标准提升引领传统产业优化升级，支持企业用数智技术、绿色技术改造提升传统产业；健全促进实体经济和数字经济深度融合制度，加快推进新型工业化，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。

2025 年水泥、玻璃行业落后产能加速出清，行业供需矛盾有望进一步缓和。近年水泥和玻璃行业供需矛盾逐年加剧，行业落后产能较多，2024 年水泥及玻璃企业共识逐步达成，水泥行业错峰生产执行效果较好，玻璃企业通过冷修产线控制玻璃供给量，2024 年水泥、玻璃产能呈缩减态势，行业供需矛盾问题有所缓和。展望 2025 年，我们认为水泥及玻璃供给量有望进一步缩减，行业落后产能有望加速淘汰，行业集中度提升，利好行业龙头企业。一方面，工信部修订印发的《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》于 2024 年 11 月实施，行业落后产能的淘汰出清有望于 2025 年得到较明显改善；另一方面，2025 年是水泥行业纳入碳交易市场的首次履约年，有望通过提高水泥企业碳排放成本，淘汰行业落后产能。与此同时，水泥、玻璃行业作为高能耗、高排放行业，随着落后产能的淘汰，有望助力行业节能降碳，加快绿色转型。

玻纤高端产品占比逐步提升，2025 年新兴市场有望拉动玻纤需求。此外，玻璃纤维下游应用领域广泛，近年随着我国经济向高质量发展迈进，其中高端材料需求不断增多，玻璃纤维应用领域从传统的建筑建材领域逐步向风电、汽车轻量化、光伏、电子电气等领域延伸，玻纤行业高端材料占比快速提升。玻纤企业顺应经济、社会发展步伐，近年不断调整优化产品结构。展望 2025 年，我们认为随着玻纤下游新应用产业规模的扩大，其对玻纤需求量有望增加，此外，近年玻纤企业不断开拓新应用场景，有望进一步增加对玻璃纤维的需求。

三、消费建材：政策发力，存量市场带动需求回暖

消费建材是区别于水泥、玻璃、玻璃纤维等大宗建材产品，具有轻资产生产模式，价格周期特征不明显的功能及装饰类建筑材料，主要包含防水材料、涂料、五金件、管材管件、石膏板等，其需求与房地产关联度较高，更多偏向于地产竣工端及后周期阶段，具有一定消费属性。随着我国经济社会的持续发展以及新型城镇化的深入推进，我国房地产市场供求关系发生重大变化，住房发展的主要矛盾从总量短缺转向总量基本平衡、结构性供给不足，二手房在市场上交易占比提高，存量市场权重加大，我国房地产行业进入存量时代。

(一) 政策继续发力，加速存量房去库，带动消费建材需求恢复

地产政策不断加码，提振市场恢复信心。2024年以来，中央不断推出优化地产政策，从供给侧、需求侧同时出手，调节房地产供需平衡，促进房地产市场稳定发展。2024年5月17日，央行推出四项利好地产政策，对需求侧支持力度加大，降低购房门槛，有望刺激居民购房需求；通过地产“收储”政策对供给侧进行调控，持续优化房地产市场供需稳定。随后于9月24日、26日，地产政策再度加码，提到要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，调整住房限购政策、构建房地产发展新模式等；10月12日财政部发布会上提到，支持专项债收购存量房，优化保障性住房的供给等；10月17日住建部等五部门举行新闻发布会，针对促进房地产市场平稳健康发展提出“四个取消、四个降低、两个增加”的政策组合拳。政策再加码不断提振房地产市场恢复信心，且后续政策支持力度有望延续，将继续推动2025年房地产市场止跌回稳。

表1：2024年下半年中央层面发布的地产政策及导向

时间	部门	会议/文件	主要内容	调控方向
2024.7.18	二十届中央委员会	第三次全体会议	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。	供给侧
2024.7.30	中共中央	政治局会议	要持续防范化解重点领域风险。要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。	供给侧
2024.8.23	住建部	推动高质量发展”系列主题新闻发布会	完善住房供应体系，重点是增加保障性住房建设和供给；部署各地以编制实施住房发展规划和年度住房发展计划为抓手，建立“人、房、地、钱”要素联动机制；有力有序推进现房销售，指导地方选择新的房地产开发项目，在土地出让时就约定实行现房销售，结合实践制定配套政策；建立城市房地产融资协调机制，推出项目“白名单”制度，以城市为单元、以项目为对象，给予合规项目融资支持，推动房地产开发企业融资从依赖主体信用向基于项目情况转变；研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险制度，构建全生命周期房屋安全管理长效机制；建设绿色、低碳、智能、安全的“好房子”。	供给侧
2024.9.24	央行、国家金融监督管理总局	《关于延长部分房地产金融政策期限的通知》	《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（银发〔2022〕254号）中支	需求端

			持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期政策的适用期限延长至2026年12月31日。《中国人民银行办公厅 国家金融监督管理总局办公厅关于做好经营性物业贷款管理的通知》（银办发〔2024〕8号）中有关政策有适用期限的，将适用期限延长至2026年12月31日。	
2024.9.26	中共中央	政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，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。	供给侧
2024.9.27	央行办公厅	《关于优化保障性住房再贷款有关要求的通知》	对于金融机构发放的符合要求的贷款，中国人民银行向金融机构发放再贷款的比例从贷款本金的60%提升到100%。	需求端
2024.9.29	央行	《关于完善商业性个人住房贷款利率定价机制的公告》	借款人申请商业性个人住房贷款时，可以选择固定利率或浮动利率作为定价方式；固定利率商业性个人住房贷款借款人可与银行业金融机构协商，由银行业金融机构新发放浮动利率商业性个人住房贷款置换存量贷款；自2024年11月1日起，合同约定为浮动利率的，商业性个人住房贷款借款人可与银行业金融机构协商约定重定价周期；自2024年11月1日起，浮动利率商业性个人住房贷款与全国新发放商业性个人住房贷款利率偏离达到一定幅度时，借款人可与银行业金融机构协商，由银行业金融机构新发放浮动利率商业性个人住房贷款置换存量贷款；中国人民银行各省级分行应指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，指导辖区内金融机构做好落实工作，规范市场竞争行为，维护市场秩序；银行业金融机构应切实做好政策宣传、解释和咨询服务，依法依规保障借款人合同权利和消费者合法权益，确保有关工作平稳有序进行。	需求端
2024.9.29	央行、国家金融监督管理总局	《关于优化个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	对于贷款购买住房的居民家庭，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%。在全国统一的最低首付款比例基础上，中国人民银行各省级分行、国家金融监督管理总局各派出机构按照因城施策原则，根据辖区各城市政府调控要求，自主确定辖区各城市是否设定差别化的最低首付款比例政策，并确定辖区各城市最低首付款比例下限。	需求端
2024.10.17	住房和城乡建设部、财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局	促进房地产市场平稳健康发展国新办新闻发布会	四个取消：取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。四个降低：降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款的首付比例、降低存量贷款利率、降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。两个增加：新增实施100万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。今后符合“白名单”标准条件的房地产项目，均应该按照“白名单”管理，做到“应进尽进”。专项债收购存量商品房由地方自主决策、自愿实施。预计大部分存量房贷将在10月25日完成批量调整。总体预计会在10月31日前全部完成。	需求端
2024.11.7	自然资源部	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》	使用专项债券资金用于收回收购土地，应由纳入名录管理的土地储备机构具体实施；优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地；市、县自然资源主管部门要依托土地市场动态监测监管系统中的处置存量闲置土地清单摸清底数；土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价	供给端

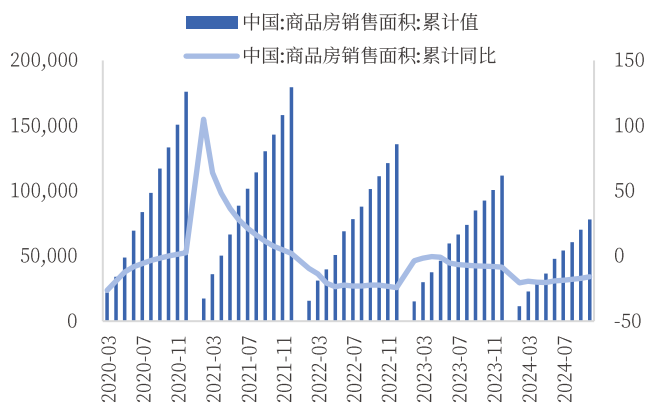
			格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格；收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发	
2024.11.12	财政部、税务总局、住房城乡建设部	《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	对个人购买家庭唯一住房（家庭成员范围包括购房人、配偶以及未成年子女，下同），面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套住房，面积为140平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为140平方米以上的，减按2%的税率征收契税。取消普通住宅和非普通住宅标准的城市，根据《中华人民共和国土地增值税暂行条例》第八条第一项，纳税人建造普通标准住宅出售，增值额未超过扣除项目金额20%的，继续免征土地增值税。北京市、上海市、广州市和深圳市，凡取消普通住宅和非普通住宅标准的，取消普通住宅和非普通住宅标准后，与全国其他地区适用统一的个人销售住房增值税政策，对该城市个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征增值税。	需求端
2024.11.13	国家税务总局	《关于降低土地增值税预征率下限的公告》	土地增值税预征率下限降低0.5个百分点。调整后，除保障性住房外，东部地区省份预征率下限为1.5%，中部和东北地区省份预征率下限为1%，西部地区省份预征率下限为0.5%。	供给端
2024.11.15	住房城乡建设部、财政部	部署各地进一步做好城中村改造工作	扩大城中村改造政策支持范围，从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市，进一步扩大到了近300个地级及以上城市；推进城中村改造货币化安置；将城中村改造作为城市更新的重要内容有力有序有效推进。	供给端
2024.12.12	中共中央	中央经济工作会议	有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。稳妥处置地方中小金融机构风险。央地协同合力打击非法金融活动。	供给端

资料来源：相关政府机构官网，中国银河证券研究院

存量房去库有望加速，带动消费建材需求恢复。中央经济工作会议提到，稳住楼市股市，持续力推动房地产市场止跌回稳；充分释放刚性和改善性住房需求潜力，合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作；推动构建房地产发展新模式等。从政策导向上来看，将继续强化前期“止跌回稳”的目标，存量市场将是2025年关注重点。当前房地产市场存量房数量较多，随着购房门槛的降低，有望刺激居民购房需求，加快商品房销售；此外，随着专项债资金用于收购存量房之后，存量商品房的去库有望进一步加快，存量房及二手房翻新需求有望直接带动消费建材需求的回升。

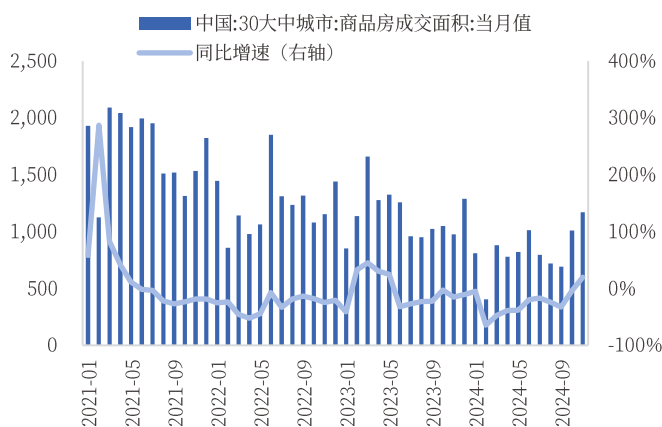
政策提振效用初显，消费建材需求回暖可期。从商品房销售及成交情况来看，2024年在一系列地产政策刺激下，商品房销售逐步企稳，我国30大中城市商品房成交情况整体呈改善趋势，特别是在“924”一揽子增量政策发布之后，10月及11月商品房成交显著改善，对消费建材在存量及二手房市场需求起到拉动作用。根据国家统计局数据，2024年1-10月我国商品房销售面积/销售额同比分别减少15.8%/20.9%，其中10月单月同比分别减少1.62%/0.99%，单月降幅较9月份分别收窄9.37pct/15.28pct；2024年11月我国30大中城市商品房成交面积/套数同比+19.83%/+20.41%。2024年地产政策效果已经显现，市场呈现积极变化，预计2025年随着政策的进一步发力，商品房销售情况有望继续改善，带动材料端市场需求的回升，消费建材需求回暖可期。

图26: 商品房销售面积 (万平凡米) 及同比增速 (% , 右轴)



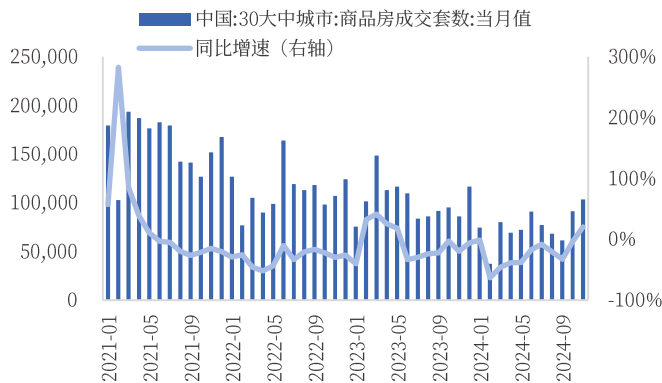
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图28: 30大中城市商品房每月成交面积 (万平方米) 及同比增速



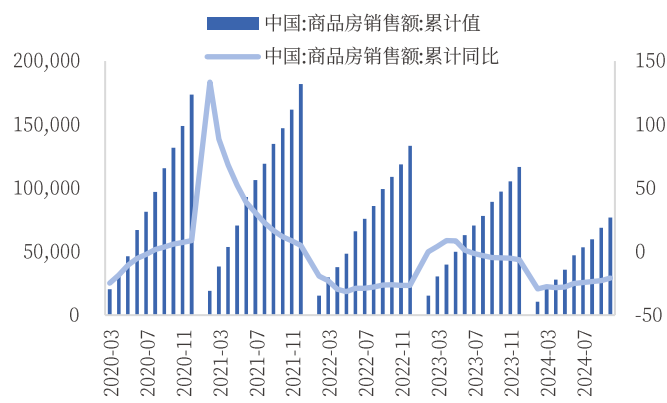
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 30大中城市商品房每月成交套数 (套) 及同比增速



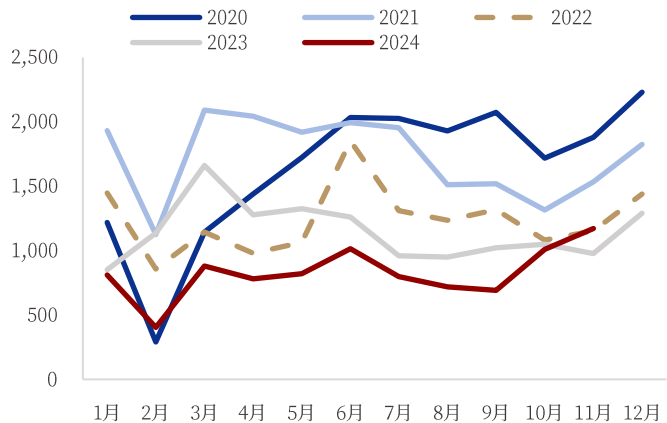
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 商品房销售额 (亿元) 及同比增速 (% , 右轴)



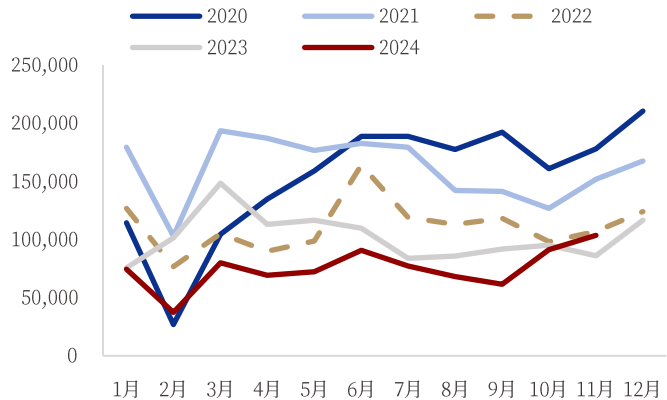
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图29: 30大中城市商品房成交面积分年曲线 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 30大中城市商品房成交套数分年曲线 (套)



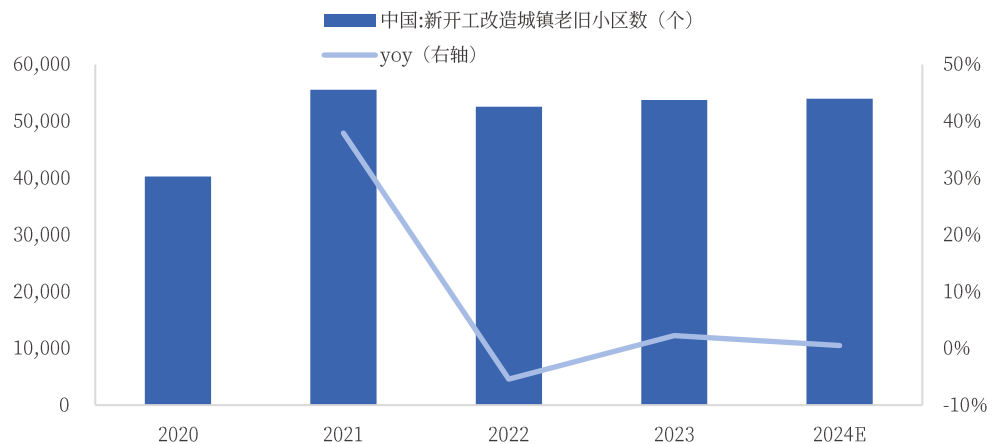
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 城市更新潜力巨大, 旧改、修缮带动消费建材需求进一步释放

城市更新阶段, 旧改及修缮需求不断增加。当前我国城市发展已经进入城市更新的阶段, 城中村改造、危旧房改造以及老旧小区改造是城市更新的重要内容, 近年我国旧改及修缮需求逐步增长, 根据住建部数据, 2023年我国新开工改造城镇老旧小区5.37万个, 同比增加2.25%; 2024年计划新开工改造城镇老旧小区5.40万个, 截至10月底, 全国新开工改造城镇老旧小区5.30万个, 完成

进度达到 98%。

图32: 我国新开工改造城镇老旧小区数量 (个) 及同比增速



资料来源: Wind, 住建部, 中国银河证券研究院

政策层面对城市更新、城中村改造等支持力度再度增强。2024年7月31日, 国务院印发的《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》中, 给出城市更新改造方向, 提到要深入实施城市更新行动, 加强城市基础设施建设, 特别是抓好城市地下管网等“里子”工程建设, 加快补齐城市安全韧性短板, 打造宜居、韧性、智慧城市; 此外, 重点任务中提要推进城镇老旧小区改造, 加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造, 加强城市洪涝治理等。10月17日, 住建部等五部门举行的促进房地产市场平稳健康发展的发布会上提到, 要通过货币化安置等方式, 新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。随后于11月15日, 住建部及财政部联合印发通知, 部署各地进一步做好城中村改造工作, 城中村改造政策支持范围从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市, 进一步扩大到近300个地级及以上城市。我国在城市更新方面的政策支持力度逐步增加, 有望加速旧改及修缮需求落地, 推动消费建材需求恢复。

政策推动下旧改需求有望于2025年释放, 城市更新成为消费建材未来重要市场。后续来看, 短期在政策的持续推动和作用下, 城中村改造、老旧小区改造等市场需求有望在2025年释放, 进而带动消费建材需求的快速回升; 长期来看, 随着我国新型城镇化建设的进一步推进, 城市更新市场潜力巨大, 将成为消费建材企业未来重要业绩增长点。

表2: 2024年中央层面发布的城中村改造、老旧小区改造等政策及导向

时间	部门	会议/文件	主要内容
2024.5.24	自然资源部办公厅	《关于进一步加强规划土地政策支持老旧小区改造更新工作的通知》	深化资源资产调查评估, 明确老旧小区改造中应当补足的公共服务设施和基础设施。以市县国土空间总体规划为统领, 按需加快编制城市更新相关详细规划, 深化近期实施规划和行动计划。鼓励既有城市土地混合使用和存量建筑空间功能转换, 积极盘活闲置国有资产用于社区公共服务。优化审批流程, 完善全周期监管机制
2024.6.13	自然资源部办公厅	关于印发《城中村改造国土空间规划政策指引》的通知	做实城中村改造的前期调查评估, 加强城中村资源资产调查, 前期体检评估; 在国土空间规划中统筹城中村改造要求, 总体规划层面强化空间统筹安排, 详细规划层面细化空间管控要求。完善城中村改造实施的政策保障, 强化政府统筹力度, 用好用足相关政策, 探索政策激励创新, 充分保障相关主体权益, 充分发挥社会综合治理力量。加强规划实施监督。

2024.7.31	国务院	关于印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》的通知	以人口规模大密度高的中心城区和影响面广的关键领域为重点，深入实施城市更新行动，加强城市基础设施建设，特别是抓好城市地下管网等“里子”工程建设，加快补齐城市安全韧性短板，打造宜居、韧性、智慧城市。 推进城镇老旧小区改造。扎实推进2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务，有序实施城镇房屋建筑更新改造和加固工程。 加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造。 加强城市洪涝治理。加快构建“源头减排、管网排放、蓄排并举、超标应急”的城市排水防涝工程体系，加强雨水管网和泵站建设改造，开展排涝通道系统整治，稳妥推进雨污分流改造和海绵城市建设。 实施城市生命线安全工程。加强地下综合管廊建设和老旧管线改造升级。加快城市燃气管道等老化更新改造。 推进绿色智慧城市建设。加快建立地级及以上城市生活垃圾分类处理系统，推广绿色建材、清洁取暖和分布式光伏应用。
2024.10.17	住房和城乡建设部、财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局	促进房地产市场平稳健康发展国新办新闻发布会	通过货币化安置方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造，并将主要采取货币安置的方式。重点支持地级及以上城市；开发性、政策性金融机构可以给予专项借款；允许地方发行政府专项债；给予税费优惠；商业银行根据项目评估还可以发放商业贷款。
2024.11.15	住房和城乡建设部、财政部	部署各地进一步做好城中村改造工作	扩大城中村改造政策支持范围，从最初的35个超大特大城市和城区常住人口300万以上的大城市，进一步扩大到了近300个地级及以上城市；推进城中村改造货币化安置；将城中村改造作为城市更新的重要内容有力有序有效推进。
2024.12.12	中共中央	中央经济工作会议	有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。

资料来源：相关政府机构官网，中国银河证券研究院

（三）“以旧换新”激发家装市场消费活力

“两新”政策有望延续，激发2025年建材零售市场活力。2024年3月7日，国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，在消费品以旧换新方向上提到要推动家装消费品换新，通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费；提供价格实惠的产品和服务，满足多样化消费需求。建材行业积极响应，2024年11月1日，中国建筑材料联合会发布《2024年建材行业以旧换新行动重点参与企业实施方案》，建材各细分行业龙头企业（北新建材、三棵树、蒙娜丽莎等）积极参与并给出多样化的让利优惠措施，提高消费积极性，加速消费建材零售端需求释放。后续随着国家对消费的进一步提振，以旧换新政策有望延续，进一步激发消费建材市场活力。

图33: 三棵树 2024 年以旧换新优惠补贴方案海报



资料来源: 中国建筑材料联合会《2024 年建材行业以旧换新行动重点参与企业实施方案》, 中国银河证券研究院

(四) 渠道下沉及业务转型较好的龙头企业竞争优势增强

龙头企业加速转型, 率先进行销售策略调整的企业有望收益。近年随着下游市场逐渐由新房市场的增量需求转向存量及二手房市场的重装翻新需求、以及城市化更新中的旧改修缮需求, 消费建材的销售渠道也逐步由工程端向小 B 及零售端转型, 消费建材龙头企业迅速响应市场变化, 快速调整经营、销售策略, 优化产品结构, 加速推进渠道下沉, 扩张零售业务规模。随着市场的转型, 龙头企业竞争优势显现, 市占率有望逐步提高, 率先进行业务转型及渠道下沉的龙头企业有望在本轮周期底部脱颖而出。

表3: 消费建材各细分行业龙头企业近年渠道下沉及品类扩张情况

股票代码	公司	渠道下沉情况	品类扩张情况
000786.SZ	北新建材	石膏板及石膏板+业务完善立体式饱和营销体系, 紧盯城市更新、修缮业务、工业建筑、民建市场等领域。防水业务强化区域深耕, 持续提升渠道开发能力, 锚定重点城市、重点客户, 加大项目攻坚, 促进防水业务规模质量效益均衡发展; 聚焦修缮、旧改、家装零售等市场, 有效布局民建业务新赛道。推动“工装到家装、城市到县乡、基材到面材、产品到服务”四个转变, 向消费类建材制造服务商转型。	坚定实施“一体两翼、全球布局”发展战略, 做强做优做大石膏板和石膏板+业务, 加快做强做大防水、涂料业务, 布局新兴国际市场。

002372.SZ	伟星新材	继续推进“零售为先”的战略，致力于打造家装管道龙头。	围绕“同心圆产品链”战略，积极拓展家装防水、净水等新业务，主要包括各类中高档新型塑料管道、防水材料、净水设备的制造与销售。
002271.SZ	东方雨虹	渠道销售成为公司主要的销售模式。工程渠道继续深入推进“平台+创客”经营管理模式，提升合伙人服务终端客户的整体交付能力。零售渠道不断深化渠道下沉，丰富渠道矩阵，坚持渠道精耕，搭建线上线下全渠道融合的零售运营模式。以用户为中心基于行业发展现状，结合消费者实际需求进行技术突破。聚焦存量市场，以社区为中心下沉渠道，致力于打通雨虹到家服务“最后一公里”，在全国已布局运营中心、社区服务站超1200家，分布在全国31个省（直辖市）164个城市。	坚持以客户需求为导向，形成聚焦建筑防水行业，向民用建材、砂浆粉料、建筑涂料、节能保温、胶粘剂、管业、建筑修缮、新能源、非织造布、特种薄膜、乳液等多元业务领域延伸的建筑建材系统服务商，也是国内建筑防水材料行业生产新型防水材料品种较为齐全的企业之一。
603737.SH	三棵树	持续推进全渠道营销网络建设，坚持零售高端化、年轻化、服务化和线上化。在稳固三、四线城市优势地位和向一、二线市场全面进驻的基础上，乡村振兴及村改项目蓬勃发展。深耕电商主流平台，大力拓展电商渠道，搭建线上全渠道覆盖体系，不断开拓新零售业务。	打造乳胶漆、艺术漆、仿石漆、胶黏剂、基辅材、防水涂料、小森板“七位一体”产品和“马上住”服务的美好生活解决方案。打造内外墙涂料、防水、保温、工业涂料、地坪、家居新材料、基辅材、施工服务为一体的绿色建材一站式集成系统。
002043.SZ	兔宝宝	公司装饰材料门店共4322家，其中乡镇店1168家，易装定制门店914家。公司新零售中心持续赋能经销商门店转型新零售营销模式，与公司共同构建1+N的新零售矩阵，开展电商、新媒体平台运营，为经销商门店提供业务派单和品牌推广赋能，同时要求门店转型线上新媒体运营。	研发了各类优质的基础板材和家具板材，开发了PP膜、PET膜、布和涂料等多种饰面材料，研发设计了近千种饰面材料花色，大大丰富了饰面家具板的类型。利用公司多基材的制造加工优势，结合地板、木门和木饰面墙板的生产供应优势，打造真正意义上个性化的木作定制家居产品体系。
002641.SZ	公元股份	形成以渠道经销为主，房地产配送、直接承揽工程、自营出口为辅的销售模式。已构建了一张涵盖省地级中心城市，并辐射下属县城、乡镇的庞大经销网络。	建筑工程与城乡管网建设的综合配套服务商，主要应用于市政管网、工业管网、建筑工程、消防保护、电力通讯、全屋家装、农业养殖、燃气管网等八大领域。子公司主要从事太阳能光伏组件和新能源领域节能环保产品的研发、生产及销售，涉及光伏发电、庭院美化、智能家居等多个应用场景。
002791.SZ	坚朗五金	积极拓展渠道建设，目前国内外销售网点1000多个。公司正在加强其销售网络，实现渠道下沉。大力完善上游供应商资源，建立合作共赢的供应链管理体系。	已在原有建筑门窗幕墙五金、门控五金系统、不锈钢护栏构件等的基础上，加大投入智能锁等智能家居、卫浴及精装房五金产品，开始进入安防、地下综合管廊、自然消防排烟与智能通风窗、劳动安全防护类产品、防火防水材料、机电设备与精密仪器等业务领域。初步形成了以建筑门窗幕墙五金为核心的建筑配套件集成供应商的战略布局。

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

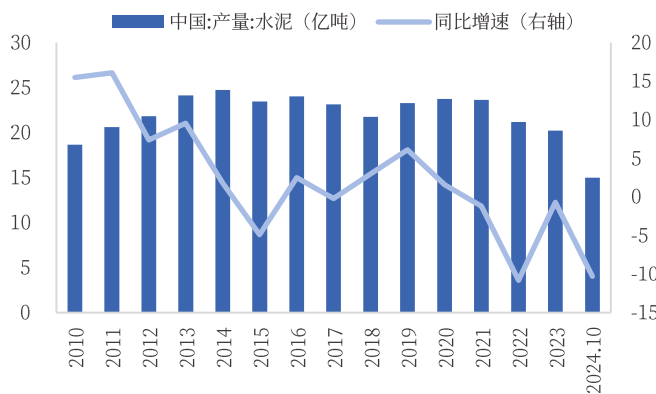
总体来看，未来存量市场将成为消费建材企业重点布局方向，2025年随着政策持续推进，存量房销售有望进一步企稳，带动消费建材重装、翻新需求；城中村改造及危旧房改造需求有望快速释放，预计消费建材在旧改、修缮市场需求将大幅回升。此外，建材“以旧换新”政策有望延续，进一步激发家装零售端消费活力。看好渠道下沉、零售转型、品类扩张较完善的消费建材龙头企业。

四、水泥：供给优化+需求恢复，价格上涨预期增强

(一) 供给端：行业协同恢复，产能调控趋严，供给优化加速

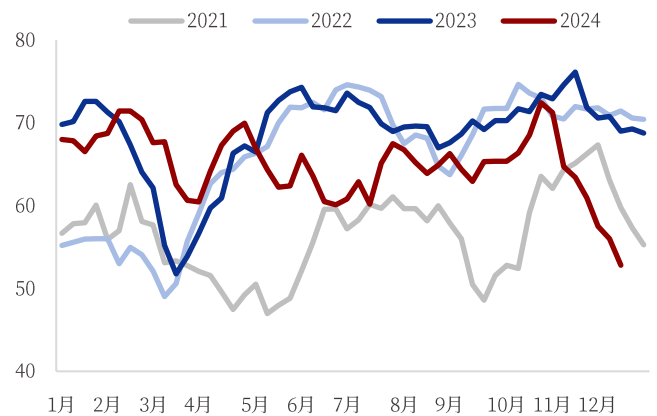
行业协同有望延续，错峰生产加强，推动行业供需平稳健康发展。近年水泥市场竞争加剧，2023年行业整体错峰执行情况不及预期，企业价格战严重，水泥价格低位运行；2024年受盈利承压影响，水泥企业达成共识，行业协同再次恢复，大部分水泥企业调整经营策略，严格执行错峰停窑计划，控制水泥及熟料供给量，在供给侧利好因素影响下，水泥价格逐步企稳回升。在行业错峰停窑力度加大、错峰时间延长的背景下，2024年水泥产量大幅缩减，1-10月水泥全国水泥产量为15.01亿吨，同比减少10.3%；此外，企业熟料库存压力自5月份行业协同恢复后逐步缓和，截至12月12日，全国水泥熟料周度库容率为52.81%，同比下降16.17pct。后续来看，我们认为随着水泥行业协同的恢复、企业间共识的达成，2025年行业错峰停窑力度有望进一步加强，错峰时间或将进一步延长，加速推动行业供需稳定健康发展。

图34：我国历年水泥产量（亿吨）及同比增速（%）



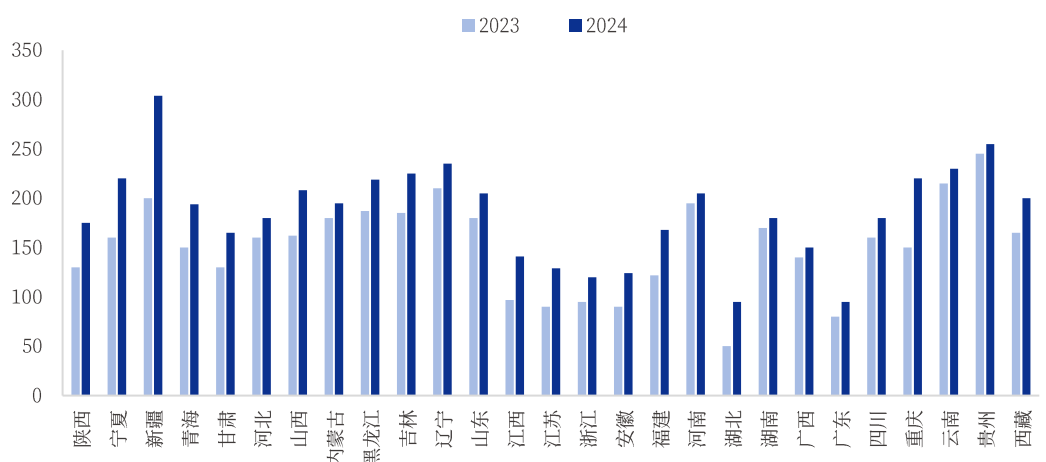
资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院

图35：我国水泥熟料周度库容率分年曲线（%）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图36：2023年及2024年各省份错峰停窑天数情况（天）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

节能降碳加速行业供给优化。2024年5月29日，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，针对建材行业节能降碳行动提出以下三点方向：1) 加强建材行业产能产量调控。严格落实水

泥、平板玻璃产能置换。加强建材行业产量监测预警，推动水泥错峰生产常态化。鼓励尾矿、废石、废渣、工业副产石膏等综合利用。到 2025 年底，全国水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右。2) 严格新增建材项目准入。新建和改扩建水泥、平板玻璃项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平。到 2025 年底，水泥行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，平板玻璃行业能效标杆水平以上产能占比达到 20%，建材行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。3) 推进建材行业节能降碳改造。优化建材行业用能结构，推进用煤电气化。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。2024—2025 年，建材行业节能降碳改造形成节能量约 1000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 2600 万吨。该方案为后续水泥行业节能降碳指明了方向，有望加速行业供给侧改革，控制行业新增产能进入，引导水泥企业有效落实错峰生产。

新规实施，水泥开启新一轮供给侧改革。近年，水泥行业供需矛盾问题未见显著改善，行业供给侧改革持续推进，新增水泥熟料产能大幅下降，但行业内落后产能的出清速度不及预期，且部分“僵尸产线”通过置换“复活”，反向提升了行业有效产能总规模，目前行业仍存在普遍超产的现象。通过对比 2021 年及 2024 年版本的产能置换办法发现，新规对置换产能的认定标准更加严格，有望在管控新增产能、淘汰落后产能、优化产能结构布局等方向发挥重要作用。预计 2025 年水泥行业供给将得到有效控制，促进水泥市场供需动态平衡，优化产能布局，提升行业绿色低碳发展水平，助推水泥行业健康稳定发展。

表4：水泥玻璃行业产能置换实施办法 2024 年本与 2021 年版内容对比

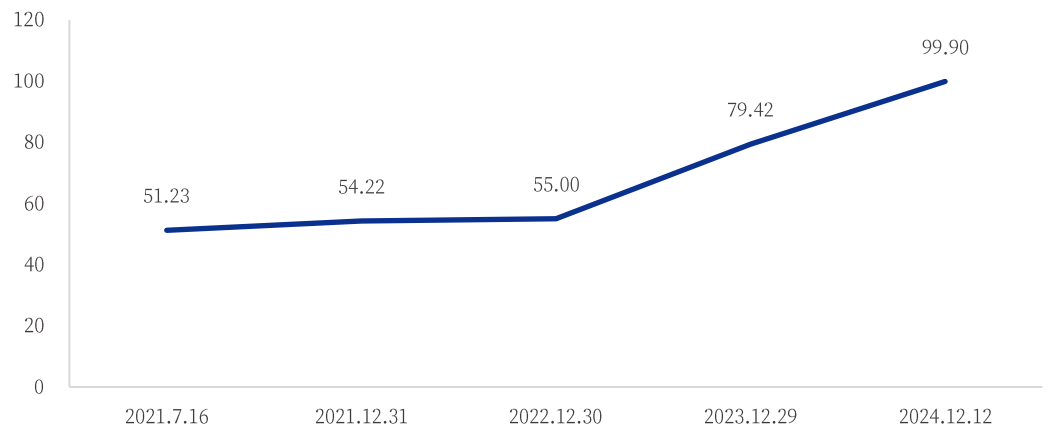
《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》2021 年版
<p>1.不能用于产能置换：2013 年以来连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃产能，或 2024 年以来连续两年每年运转天数不足 90 天的水泥熟料产能；未开展产能置换的光伏压延玻璃产能或不超过 150 吨/天的工业用平板玻璃产能等。</p> <p>2.用于新建项目置换的水泥熟料产能不能拆分转让，用于改建或补齐已建成项目的水泥熟料产能拆分转让不能超过两个项目。</p> <p>3.因不可抗力原因被地方政府要求停产超过两年的平板玻璃生产线，其产能于 2025 年 12 月底前可用于置换，2026 年 1 月 1 日后将不能用于置换。</p> <p>4. 水泥熟料产能置换比例：1) 位于国家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。2) 使用国家产业结构调整目录限制类和用于跨省置换的水泥熟料产能置换比例不低于 2:1。3) 同一法人同一厂区内产能置换比例为 1:1。4) 西藏自治区区内产能置换比例为 1:1。</p> <p>5.平板玻璃产能置换比例：1) 位于国家大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域平板玻璃产能置换比例分别不低于 1.25:1 和 1:1。2) 同一法人同一厂区内产能置换比例为 1:1。3) 鼓励光伏压延玻璃项目通过产能置换予以建设等。</p>	<p>1.不能用于产能置换：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；光伏压延玻璃产能等。</p> <p>2.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项目。</p> <p>3. 产能置换比例：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。</p>

资料来源：工信部官网，中国银河证券研究院

水泥行业纳入全国碳交易市场在即，节能减排效果好的企业将受益。2021 年 7 月全国碳排放交易市场启动上线交易，上线交易以来碳交易价格整体呈现稳步上涨的态势，截至 2024 年 12 月 12 日，碳市场交易收盘价为 99.90 元/吨，较 23 年最后一个交易日收盘价上涨 44.40%，较 2021 年 7 月 16 日上线首日收盘价上涨 95%。2024 年 9 月 9 日，生态环境部对《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）》公开征求意见，其中提到，分两个阶段做好水

泥行业纳入全国碳排放权交易市场相关工作：2024-2026 年为启动实施阶段，2024 年将作为水泥行业首个管控年度，2025 年底前完成首次履约工作，采用碳排放强度控制的思路实施配额免费分配，企业所获得配额数量与产品产量（产出）挂钩，不设置配额总量上限；2027 年及以后为深化完善阶段，使政策法规体系更完善，监督管理机制更健全，碳排放数据质量全面改善等。此外，水泥行业纳入碳市场的管控范围为化石燃料燃烧、工业过程等产生的直接排放，使用电力的间接排放不在内；年度温室气体直接排放达到 2.6 万吨二氧化碳当量的单位作为重点排放单位，纳入全国碳排放权交易市场管理。水泥行业纳入碳交易市场在即，叠加碳交易价格高位，各水泥企业间碳排放量差异将成为影响企业成本及效益的重要因素之一，未来产品环保等级高、超低排放绩效评级高的水泥企业将获得更多效益，能耗碳排放较高的企业将面临更高昂成本压力，加速行业优胜劣汰，行业集中度有望提升。

图37：全国碳市场每年综合价格收盘价（元/吨）

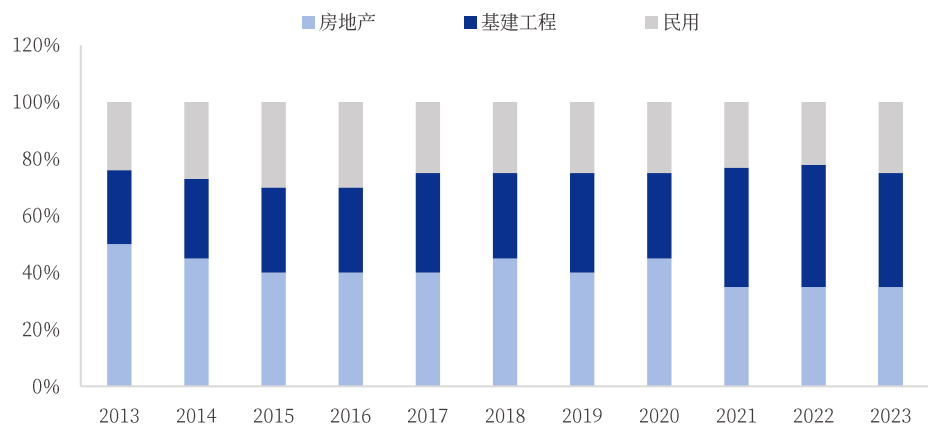


资料来源：上海环境能源交易所，中国银河证券研究院

（二）需求端：稳增长背景下基建投资有望回升，带动 25 年水泥需求恢复

基建支撑水泥市场需求。水泥主要下游应用领域为房地产、基建工程、民用三大类，近年随着地产产业景气下行，水泥下游应用逐渐向基建工程市场转移，根据卓创资讯数据显示，自 2021 年起，基建成为水泥下游主要应用领域，2023 年基建工程、房地产、民用市场对水泥需求占比分别为 40%、35%、25%。

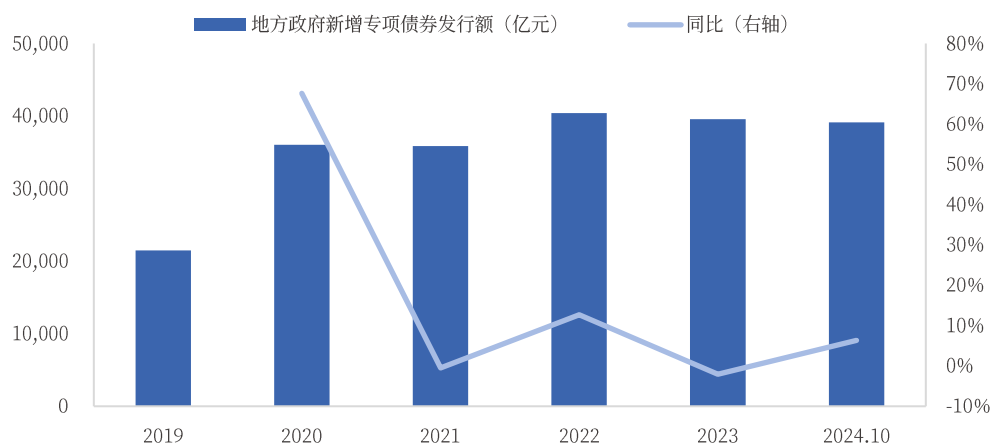
图38：水泥下游应用领域占比



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

2024 年地方专项债发行集中在下半年，预计材料端需求递延至 25 年显现。2024 年上半年，地方政府专项债发行进度偏缓，对下游基建实物工作量的落地支撑不足；自 8 月份开始，新增地方政府专项债券发行明显提速，截至 2024 年 10 月，今年我国新增地方政府专项债券累计发行 3.91 万亿元，较去年同期增加 6.36%，其中 8-10 月发行新增地方政府专项债券约 3.2 万亿元，今年新增地方政府专项债券已基本发行完毕。今年新增地方政府专项债主要集中于下半年，带动 10 月份基建投资增速回升，但考虑到当前已进入冬季，气温降低影响下游施工进度，预计对材料端的需求提振效果将于明年年初显现，需求递延将增加 2025 年水泥市场需求总量，企业销量及收入规模可期。

图39：历年地方政府新增专项债券发行额及同比增速



资料来源：Wind，财政部，中国银河证券研究院

2025 年积极的财政政策有望带动基建投资增速回升，水泥需求回暖可期。2024 年 12 月 12 日，中央经济工作会议对 2025 年重点任务进行战略部署，提到要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力；加大财政支出强度，加强重点领域保障；增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施；增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围；以政府投资有效带动社会投资；及早谋划“十五五”重大项目等。预计 2025 年地方政府专项债、超长期特别国债将同时发力，对重大项目建设支持力度将增强，基建投资增速有望企稳回升，拉动水泥市场需求。

（三）价格端：供需矛盾有望缓和，推动水泥价格上涨，企业盈利逐步修复

2024 年随着水泥行业共识的达成，企业不断尝试价格推涨，虽水泥价格边际回暖，但仍处于历史低位水平。展望 2025 年，水泥行业供需两侧均出现积极变化，一方面，行业错峰生产协同共识有望延续、产能置换新规执行、水泥行业纳入碳市场后企业生产成本增加，均将推动行业产能缩减。供给持续优化；另一方面，基建投资增速回升带动水泥需求恢复。行业供需矛盾有望缓和，水泥价格有上涨预期，企业盈利有望修复。

五、玻璃纤维：高端化转型，新兴领域前景广阔

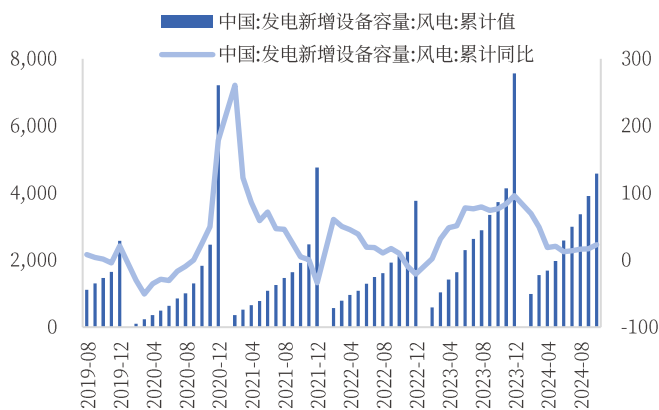
(一) 需求端：市场需求结构深度调整，新兴领域前景广阔

玻璃纤维下游应用领域主要集中在建筑建材、基础设施、电子电气、化工防腐、交通运输、航空航天、节能环保等产业，其中部分产业属于周期板块，如建筑建材等；另一部分属于新应用板块，如交通运输的汽车轻量化、节能环保的风电等。随着我国经济由高速增长阶段过渡到高质量发展阶段，玻璃纤维市场需求结构正在发生转变，行业产品结构逐步向高端化转型。近年我国风电、汽车轻量化、电子等产业快速发展，玻纤在新兴领域的应用大幅增加，为了顺应下游市场的转变，玻纤企业加速产品结构优化，玻纤中高端产品占比逐步增加。

1. 风电装机量增加+光伏边框新场景拓展，新能源市场玻纤需求有望大幅提升。

预计 2025 年新增风电装机量继续增长，风电纱需求有望保持较高增速。我国正向绿色低碳化转型，风电、光能等新能源行业快速发展。玻璃纤维作为风电上游原材料，主要应用于制造风电叶片及机组罩。近几年我国风电装机量不断增加，风电装机容量占总发电设备容量的比重逐年提升。根据国家能源局数据统计，2023 年我国新增风电装机容量 75.66GW，同比增长 96.00%；2024 年新增风电装机量进一步增长，1-10 月我国新增风电装机 45.80GW，同比增长 22.76%。截至 2024 年 10 月，我国风电装机总量达 486.17GW，占全国发电总装机容量的 15.22%，较 2023 年提升 0.1 个百分点。我们认为 2025 年风电新增装机量有望进一步增加，根据银河证券电新组预测，2025 年陆风及海风新增装机总量约 105-118GW，同比增长约 25.36%（取中值）。风电产业规模继续扩张，玻纤在其领域需求将保持较快增速。

图40：全国新增风电装机容量（万千瓦）及同比增速（%）



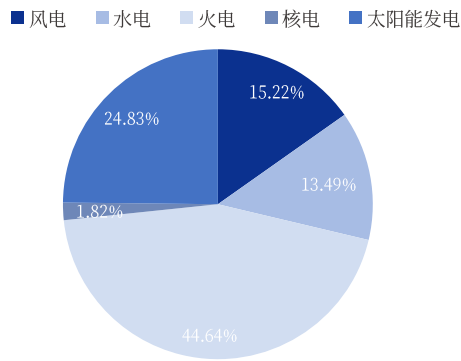
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：全国累计风电装机容量（万千瓦）及同比增速（%）



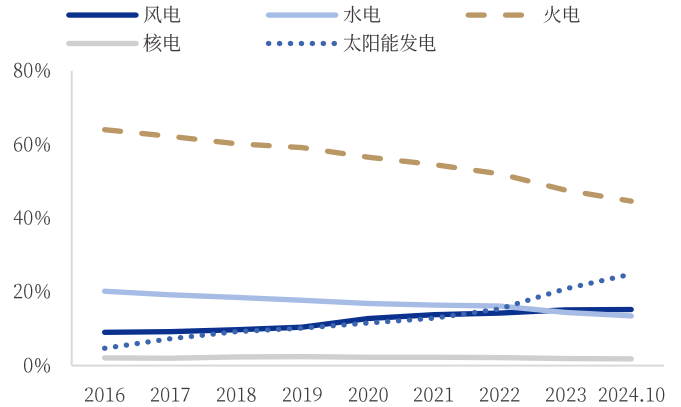
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图42: 截至 2024 年 10 月国内全口径发电设备容量占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

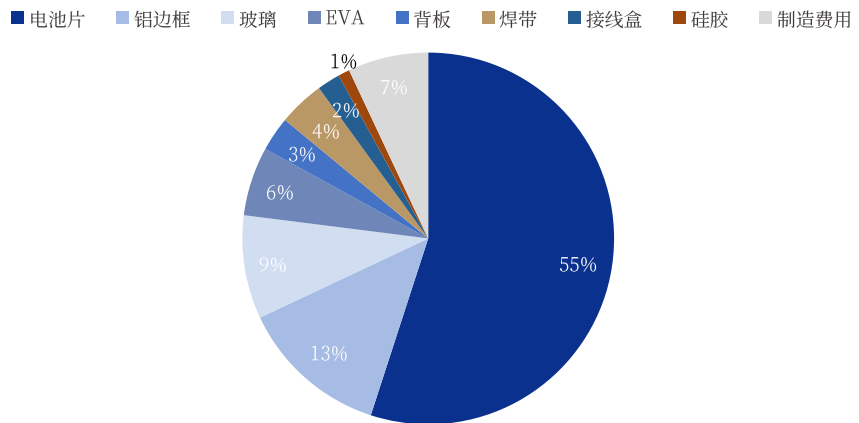
图43: 历年不同口径发电装机容量占比变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

玻纤复合材料光伏边框有望取代铝合金边框进入光伏组件市场。与此同时，玻纤厂商正积极开发新产品，拓展新应用市场，例如玻纤复合材料光伏边框。光伏边框是指用于固定、密封光伏组件的框架结构材料，是光伏组件的重要组成部分，对光伏组件的安装和使用寿命有直接影响。光伏边框属于光伏组件中价格较高的组件辅材，在光伏组件成本结构中，光伏边框成本占比约 13%，目前市场上使用最多的为铝合金边框，市场渗透率达到 95% 以上。而玻璃纤维复合材料边框具有轻质、高强、绝缘、力学性能优异等特点，重量只有铝合金的 75%，抗弯曲强度是铝合金的 6 倍多，具有很强的耐盐雾和耐化学腐蚀性能等，同时具有更低、更稳定的成本优势。2023 年 12 月，中国光伏行业协会发布了《2023 年度光伏行业创新成果推介目录》，其中浙江德毅隆科技股份有限公司的“玻纤增强聚氨酯复合材料光伏边框在光伏组件中的应用”以及浙江振石新材料股份有限公司的“新材光伏边框”成功入选。

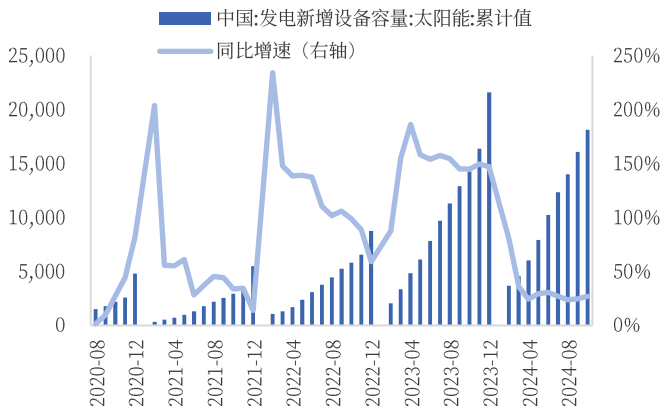
图44: 光伏组件成本结构占比



资料来源: 中国复合材料工业协会, 中国光伏行业协会, 中国银河证券研究院

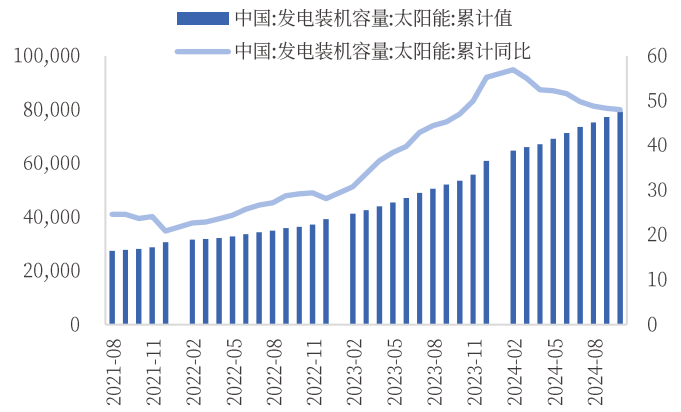
玻纤在光伏新场景应用有望快速放量。未来玻纤在光伏领域的需求增量主要来自于玻纤复合材料边框对铝合金边框的取代，以及光伏装机市场规模的扩大。目前玻纤复合材料光伏边框仍处于市场推广应用初期阶段，市场渗透率较低，如果未来玻纤复合材料边框能逐步取代铝合金边框，光伏产业新场景的应用将为玻纤行业带来巨大需求增量。此外，光伏产业规模的增长将扩大光伏边框市场需求总量，2024 年 1-10 月全国新增光伏装机容量为 181.30GW，同比增长 27.17%；截至 2024 年 10 月，全国累计光伏装机量达 793.11GW，占全国发电总装机容量的 24.83%，占比较 2023 年提升 3.95 个百分点，我国光伏产业规模快速增长。看好玻璃纤维在光伏边框市场的应用前景。

图45: 全国新增光伏装机容量(万千瓦)及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图46: 全国累计光伏装机容量(万千瓦)及同比增速(%)



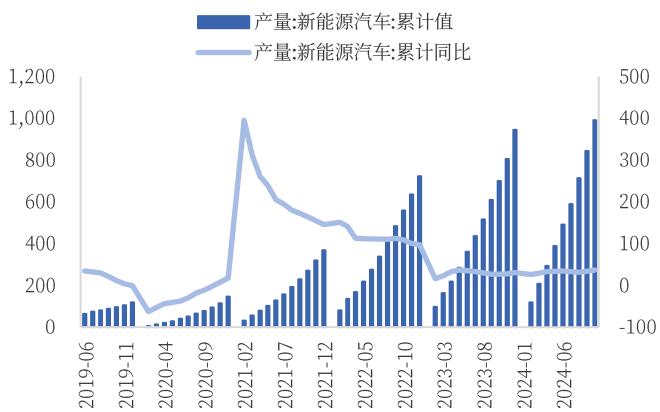
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 新能源汽车销量高增，轻量化发展拉动热塑纱需求。

汽车轻量化趋势下，热塑性玻纤复材需求前景可期。随着科技的飞速进步和全球环保意识的提升，汽车工业正面临着前所未有的变革，轻量化、环保、智能化成为当前汽车工业发展的重要趋势。热塑性复合材料作为一种具有优异性能的新型材料，正在汽车制造领域发挥着越来越重要的作用。热塑性复合材料是由热塑性树脂基体与纤维增强材料（如玻璃纤维）通过特定工艺复合而成的一类高性能材料，具有重量轻、强度高、耐腐蚀、设计灵活性和可回收等性能及特点。近年汽车工业逐步向汽车轻量化趋势发展，对于燃油汽车，减轻车辆重量可提高燃油效率、减少油耗量，对于新能源汽车，轻量化可增加续航里程，热塑性复合材料在汽车领域需求前景可期。

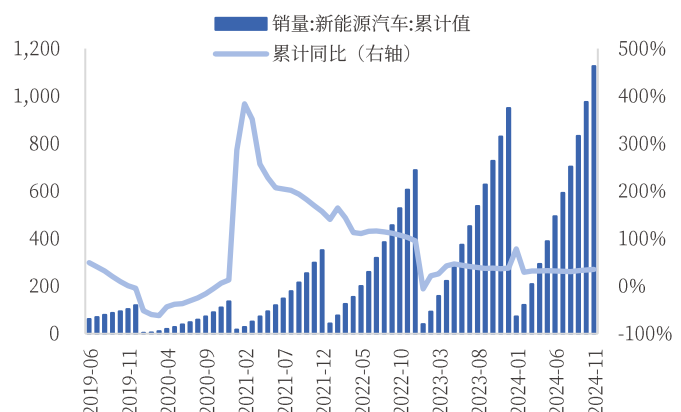
我国新能源汽车产销量大幅增长，在企业市场占比逐步提升。近几年我国新能源汽车产销量快速增长，2020-2023年新能源汽车产量及销量年复合增速分别为86.49%、90.79%，2024年至今新能源汽车高景气延续，2024年1-10月新能源汽车累计产量为990.0万辆，同比增加36.3%；累计销量为975.02万辆，同比增加33.93%。此外，新能源汽车销量占汽车总销量的比重大幅提高，截至2024年10月，新能源汽车销量占比约39.60%，较2023年提升8.04个百分点。当前我国新能源汽车正处于加速发展阶段，汽车轻量化更是处于发展初期，在双碳背景下，新能源车对轻量化节能降耗的需求更加迫切，将有力拉动对玻纤材料的需求。根据中商产业研究院数据，预计2024年我国汽车电子行业市场规模达11585亿元，同比增长5.58%。总体来看，PCB下游终端市场规模逐步增加，且有望继续延续增长态势，看好我国电子布市场前景。

图47: 新能源汽车产量(万辆)及同比增速(%)



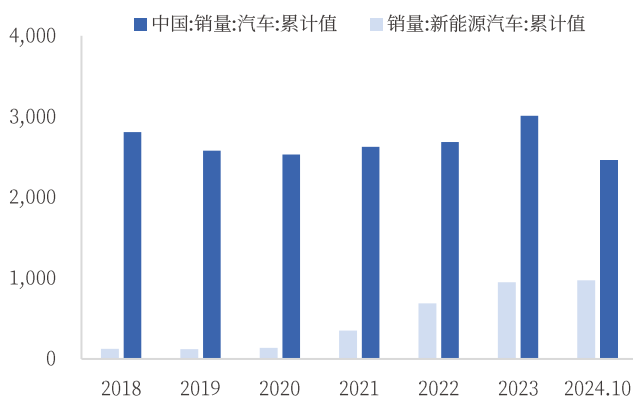
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图48: 新能源汽车销量(万辆)及同比增速



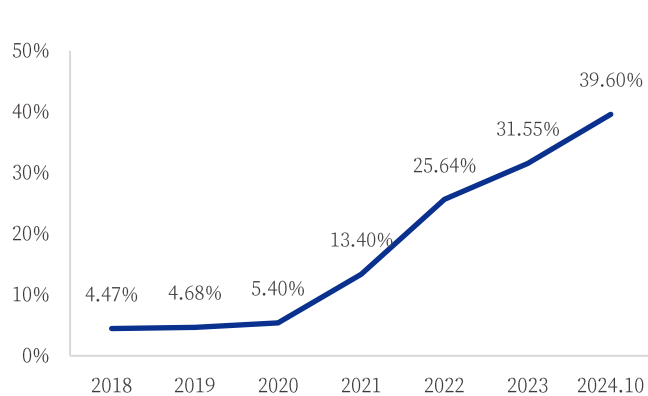
资料来源: Wind, 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究院

图49: 近年我国汽车及新能源汽车销量 (万辆)



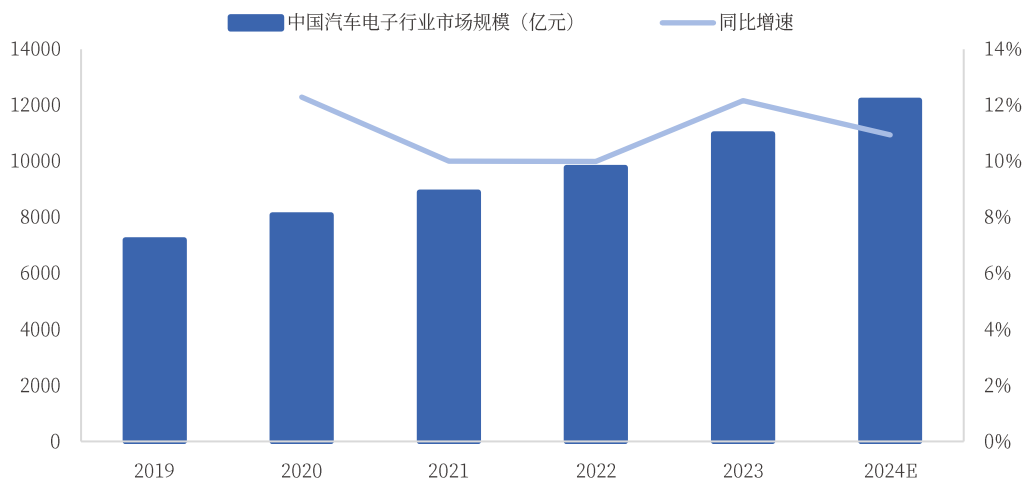
资料来源: Wind, 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究院

图50: 近年我国新能源汽车销量占汽车总销量比重



资料来源: Wind, 中国汽车工业协会, 中国银河证券研究院

图51: 我国汽车电子市场规模 (亿元) 及同比增速



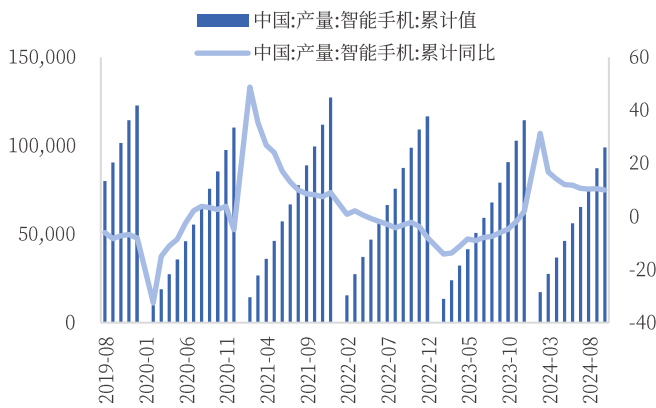
资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

3. PCB 市场不断扩大, 电子玻纤需求有望增加。

信息化程度提高带动电子级玻纤需求快速增加。电子级玻璃纤维纱具有绝缘性能好、防火阻燃、防水、耐老化、高强度、高模量等特点, 作为增强材料应用在覆铜板中, 最后以 PCB 印制电路板的形式应用在各类电子产品中。PCB 下游覆盖通讯、计算机、汽车电子、消费电子、工业控制、军事航空等领域, 近年随着下游终端市场规模的扩大, 电子纱及电子布需求有望大幅提升。

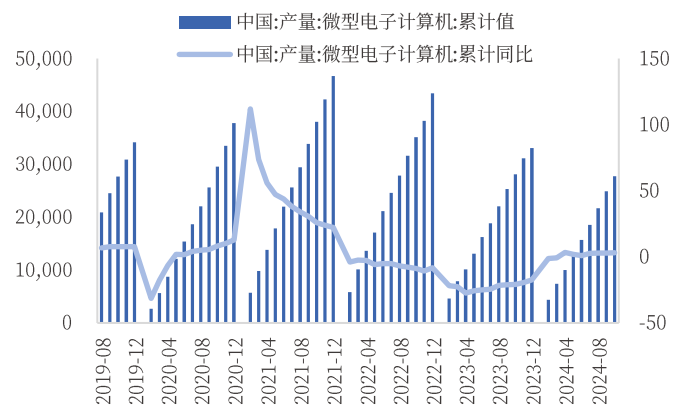
PCB 终端市场规模大幅增长, 电子布前景空间广阔。我国电子信息制造业生产增速较快, 从终端应用领域来看, 根据国家统计局数据, 2024 年 1-10 月我国智能手机累计产量 9.90 亿台, 同比增长 10.0%; 1-10 月全国微型电子计算机产量为 2.78 亿台, 同比增长 3.0%; 1-10 月全国家用电器和音响器材类零售额为 7908 亿元, 同比增长 7.8%; 1-10 月全国集成电路产量为 3529.99 亿块, 同比增长 11.8%。随着 5G 通讯、智能手机及电脑、VR 和 AR 等电子信息产品在生活中的不断渗透, PCB 终端市场规模有望继续保持高增速水平, 电子布需求持续向好。

图52: 我国智能手机产量 (万台) 及同比增速 (%)



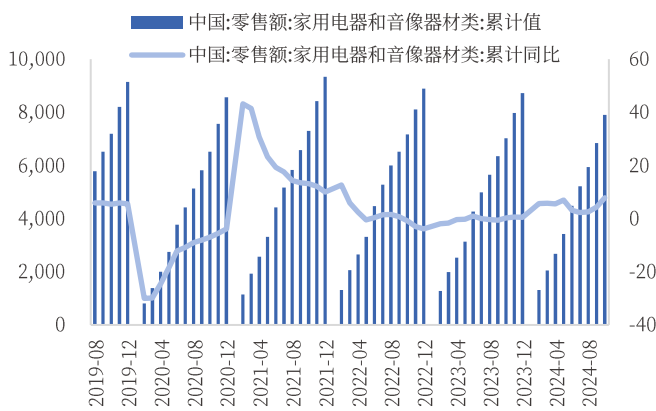
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图53: 我国微型电子计算机产量 (万台) 及同比增速 (%)



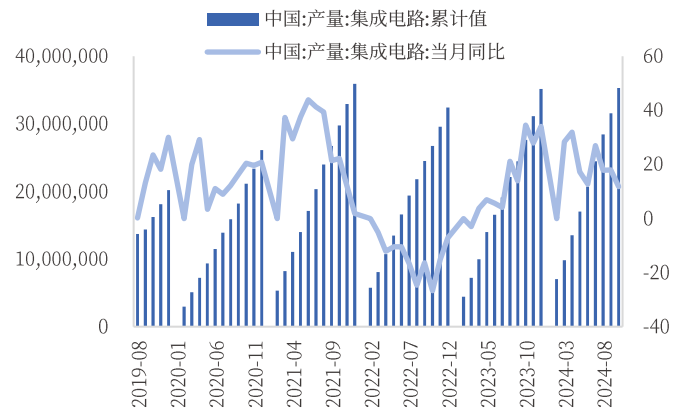
资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图54: 我国家用电器和音响器材零售额 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图55: 我国集成电路产量 (万块) 及同比增速 (%)

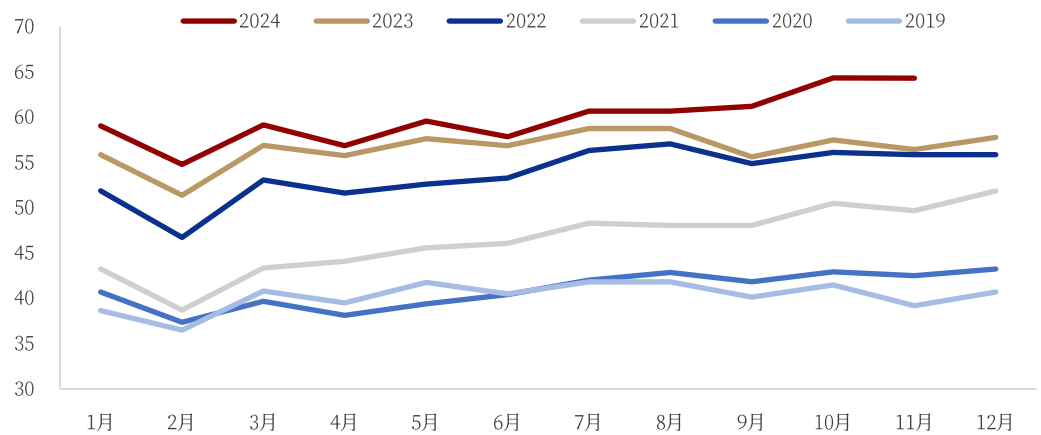


资料来源: Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

(二) 供给端: 25 年玻纤产量或将增加

2024 年下半年新增及复产产线增多, 预计 25 年行业供给量将增加。2024 年上半年, 玻纤行业有部分新增产能的释放, 但整体释放节奏放缓, 与此同时, 企业通过停产冷修避免新增产能投放后造成行业供需严重失衡。下半年随着需求恢复, 叠加玻纤价格企稳回涨后, 企业投产节奏加快, 新增及复产产线逐步增多, 截至 2024 年 12 月 14 日, 今年以来国内玻纤行业新增及复产点火产线涉及产能共计 128.8 万吨/年, 冷修产能 26 万吨/年, 行业总产能规模较年初大幅增加; 下半年行业月产能明显增长, 截至 11 月, 我国玻璃纤维月度行业产能为 64.34 万吨, 同比增长 13.94%, 较 6 月增长 11.20%。预计 24 年下半年新点火产线产能将于 2025 年释放, 2025 年玻纤行业供给量同比将有较明显增长。

图56：我国玻璃纤维行业月度产能分年曲线（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表5：2024年初至12月14日中国玻纤企业产线变动情况

区域	企业	生产线	产品	变动情况	点火/复产产能（万吨/年）	冷修产能（万吨/年）	时间
国内	山东玻纤	智能制造一期	粗纱	新增	15	/	2024.1
	山东玻纤	沂水池窑4线	粗纱	冷修	/	6	2024.1
	泰山玻纤	邹城池窑5线	电子纱	冷修	/	5	2024.1
	内蒙古天皓	一期	粗纱	新增	12	/	2024.3
	四川玻纤	德阳1线	电子纱	冷修	/	3	2024.3
	邢台金牛	2线	粗纱	冷修	/	4	2024.4
	中国巨石	淮安池窑1线	粗纱	新增	10	/	2024.5
	昆山必成玻纤	3线	电子纱	复产	3.8	/	2024.5
	四川玻纤	德阳1线	电子纱	复产	3	/	2024.6
	中国巨石	淮安池窑2线	粗纱	新增	10	/	2024.7
	长海股份	池窑4线	粗纱	新增	15	/	2024.8
	邢台金牛	3线	粗纱	新增	15	/	2024.9
	长海股份	常州2线	粗纱	冷修	/	8	2024.10
	常州天马	常州1线	粗纱	复产	8	/	2024.10
	重庆国际	长寿F01池窑线	粗纱	复产	12	/	2024.10
	泰山玻纤	邹城池窑5线	电子纱	复产	8	/	2024.11
	山东玻纤	池窑4线	粗纱	复产	17	/	2024.11
合计					128.8	26	
海外	重庆国际	巴西产线	粗纱	复产	5	/	2024.6

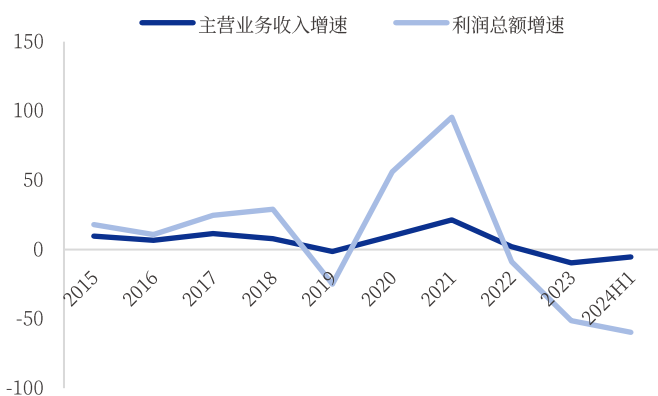
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

（三）价格端：新一轮复价有望于25年落地，企业业绩修复可期

在经历了一年多的行业供需失衡、市场低价竞争、企业盈利承压之后，2024年行业共识达成，3月底开始，玻纤厂家为了缓解经营压力，对玻纤产品价格进行多轮调涨，复价首先从局部小批量产品进行，进而逐步扩张到主要品种价格的普调，随后再对热塑、风电等中高端产品进行价格上调。

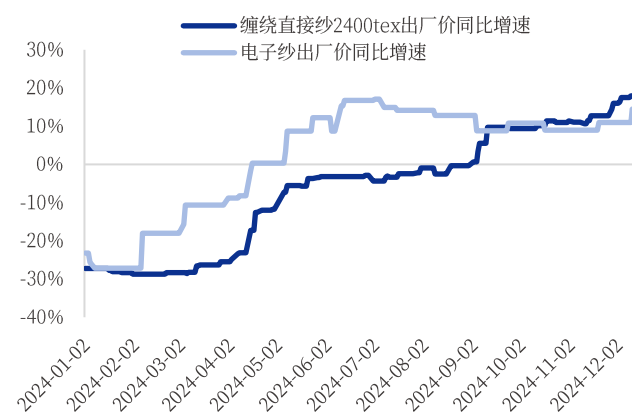
价格调涨刺激中下游备货需求，行业量价齐升，盈利能力有所改善，根据中国玻璃纤维工业协会数据，2024H1 规模以上玻璃纤维及制品工业主营业务收入同比下降 5.4%，降幅与一季度持平，行业利润同比下降 59.7%，降幅较 Q1 收窄超过 10 个百分点。下半年玻纤产品价格小幅松动，但仍好于去年同期水平。根据卓创资讯数据，截至 2024 年 12 月 13 日，主流玻纤厂家缠绕直接纱 2400tex 日度出场均价为 3862.5 元/吨，同比增长 17.94%；主流玻纤厂家电子纱日度出场均价为 8750 元/吨，同比增长 10.06%。与此同时，2024 年 11 月底，玻纤企业再发粗纱及制品复价通知，预计新一轮复价有望于 2025 年落地执行，助力 2025 年玻纤企业业绩修复。

图57：我国玻纤及制品工业收入及利润同比增速情况（%）



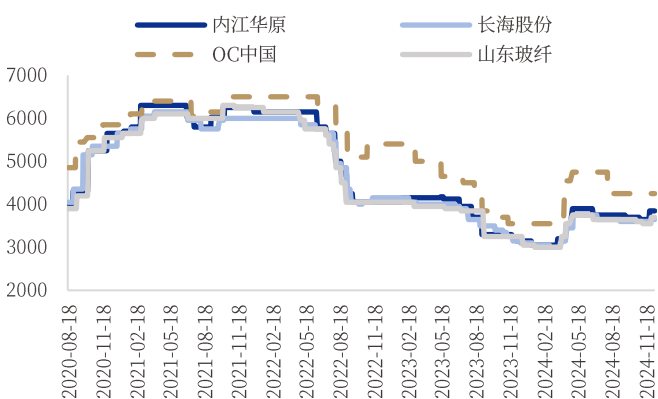
资料来源：中国玻璃纤维工业协会，中国银河证券研究院

图58：2024 年至今缠绕直接纱及电子纱出厂价同比增速情况



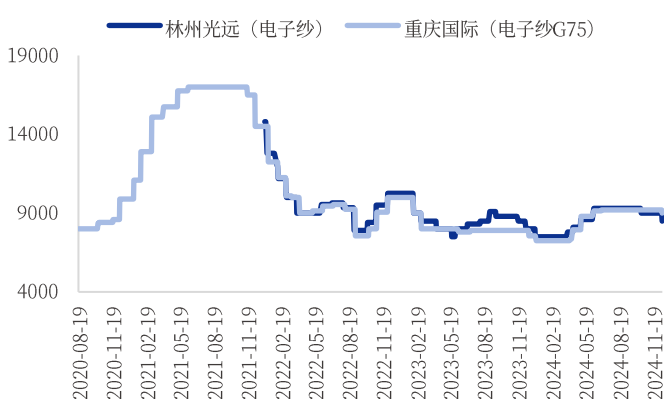
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图59：主流玻纤厂家缠绕直接纱 2400tex 日度出厂价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图60：主流玻纤厂家电子纱日度出厂价（元/吨）



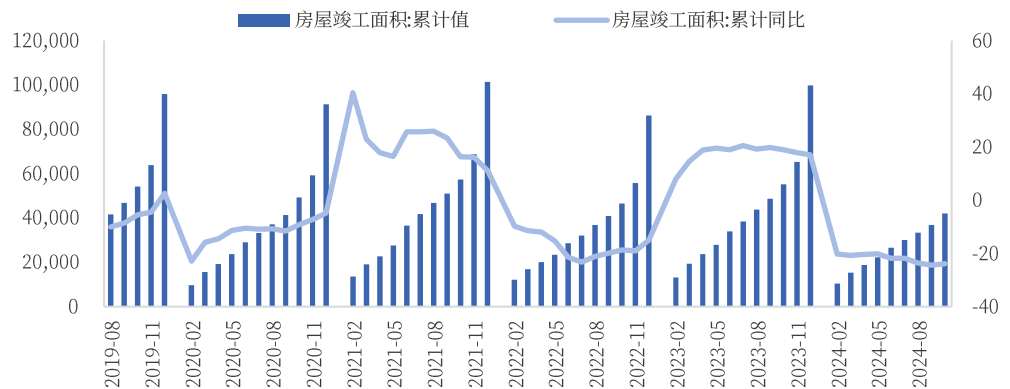
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

总体来看，随着新兴市场规模的扩张，有望拉动玻璃纤维及制品需求，看好玻纤在风电、光伏、汽车热塑、电子市场的需求前景。展望 2025 年，传统建材市场对玻纤需求拉动相对较弱，但风电、汽车、电子等新兴市场有望回暖，带动玻纤中高端产品需求恢复；此外，新一轮复价有望于 2025 年落地执行，2025 年玻纤企业业绩修复可期。

六、玻璃：产量缩减，供需矛盾有望缓和

地产竣工端对浮法玻璃需求支撑不足，价格大幅下降。2023年在地产保交楼政策推动下，竣工面积较明显改善，23年地产竣工面积为9.98亿平方米，同比增长17.0%，浮法玻璃需求回暖，价格逐步回升。2024年至今，地产竣工面积回落，在去年基数较高情况下，同比下行，2024年1-10月地产竣工面积为4.20亿平方米，同比减少23.9%，降幅较1-9月扩大0.5个百分点。地产竣工疲软背景下，浮法玻璃需求减少，价格承压，根据卓创资讯数据，截至2024年12月13日，我国浮法玻璃日均价为1409.88元/吨，同比下降30.38%。

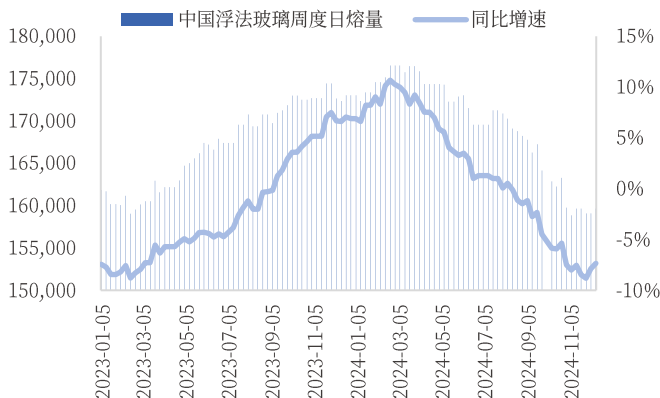
图61：房屋竣工面积（万平方米）及同比增速（%，右轴）



资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院

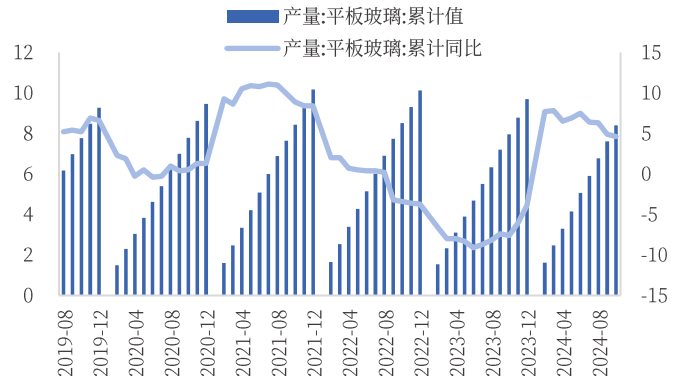
行业产能缩减，库存压力缓和。2024年行业供需矛盾加剧，为了缓解供需不平衡问题，玻璃企业增加冷修产线数量，行业在产产能持续下降，截至2024年12月12日，我国浮法玻璃日熔量为15.97万吨/天，同比减少7.36%。行业产能虽逐步缩减，但今年以来累计产量同比仍有所增长，根据国家统计局数据，2024年1-10月我国平板玻璃产量为8.39亿重量箱，同比增加4.6%。2024年前三季度浮法玻璃企业库存整体处于高位运行态势，但随着四季度赶工需求的增加，叠加企业产能的缩减，库存改善显著，截至2024年12月12日，我国浮法玻璃企业周度企业库存为4288万重量箱，同比增长45.55%，较9月末下降32.80%。

图62：我国浮法玻璃日熔量（吨/天）及同比增速



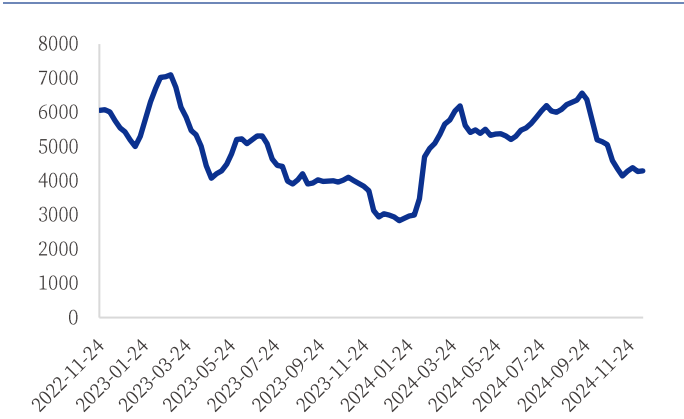
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图63：平板玻璃产量（亿重量箱）及同比增速（%，右轴）



资料来源：Wind，国家统计局，中国银河证券研究院

图64：我国浮法玻璃周度企业库存（万重量箱）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

浮法玻璃行业供需格局有望逐步优化。展望 2025 年，需求端，因近三年地产新开工持续走弱，开工到竣工的时间周期约为 2-3 年，预计 2025 年地产竣工将继续延续疲软态势，对浮法玻璃市场需求拉动作用不大。供给端，近年行业供需矛盾问题尚存，2024 年玻璃企业已开始通过冷修产线等手法对产能进行缩减，企业库存压力有所缓和，预计 2025 年在需求未见显著好转背景下，企业有望继续缩减产能，此外，玻璃行业产能置换新规的执行将进一步增强供给缩减力度，预计中长期浮法玻璃行业供给量呈收缩态势。价格端，随着行业供需矛盾的进一步缓和，预计 2025 年玻浮法玻璃价格有望逐步修复。

七、投资建议

从估值层面来看，截至 2024 年 12 月 10 日，SW 建筑材料板块 PE (TTM) 为 21.45 倍，处于 2009 年至今历史估值的 63%分位水平，仍有较大提升空间。

从行业基本面情况来看，我们建议 2025 年关注两条投资主线：

(一) 稳增长总基调下国内需求有望企稳回升：地产政策持续发力，存量市场有望带动消费建材需求回暖，推荐渠道布局完善、品类扩张较好，具备产品品质优势及品牌优势的消费建材龙头企业：北新建材、伟星新材、东方雨虹、公元股份。

(二) 控产能+调结构，行业供给持续优化，产业加速转型升级：水泥行业协同恢复，供给调控趋严叠加基建投资增速有望回升，行业供需矛盾有望缓和，水泥价格有推涨预期，区域龙头企业有望快速实现盈利修复，推荐华新水泥、上峰水泥，建议关注海螺水泥；玻璃纤维行业产能调控力度有所增强，企业不断调整产品结构，新兴市场（如风电、汽车热塑、电子等）有望带动玻纤需求恢复，新一轮玻纤复价有望于 2025 年落地，龙头企业业绩将逐步修复，推荐中国巨石；预计地产竣工延续疲软运行，但浮法玻璃行业产量有望缩减，行业供需格局将逐步优化，建议关注龙头企业：旗滨集团。

表6：相关公司盈利预测与估值

股票代码	公司名称	股价	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
000786.SZ	北新建材	29.22	2.53	2.88	3.20	11.55	10.16	9.13	推荐
002372.SZ	伟星新材	12.82	0.72	0.82	0.93	17.71	15.66	13.78	推荐
002271.SZ	东方雨虹	13.74	0.70	0.93	1.14	19.68	14.73	12.09	推荐
002641.SZ	公元股份	5.05	0.27	0.30	0.33	18.70	16.91	15.20	推荐
600801.SH	华新水泥	12.65	0.94	1.13	1.30	13.52	11.21	9.75	推荐
000672.SZ	上峰水泥	8.02	0.61	0.71	0.79	13.18	11.22	10.19	推荐
600585.SH	海螺水泥	26.11	1.60	1.82	2.00	16.31	14.34	13.04	
600176.SH	中国巨石	11.70	0.56	0.72	0.87	20.84	16.14	13.41	推荐
601636.SH	旗滨集团	6.22	0.31	0.42	0.54	19.88	14.89	11.59	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，数据截至 2024 年 12 月 13 日收盘

八、风险提示

1. 原材料价格大幅波动的风险：

建材产品生产所需多种原材料，包括石灰石、纯碱、树脂材料、沥青等，原材料的价格将直接影响产品毛利率，如未来原材料价格波动幅度超过预期水平，将直接导致产品毛利率出现大幅波动，影响企业盈利水平。

2. 下游需求恢复不及预期的风险：

建材下游涉及多个应用领域，如房地产、基建、风电、光伏等，下游应用领域景气的回升受多方面因素影响，具有不确定性。当前大部分建材产品需求处于弱运行态势，如后续下游应用领域景气回升偏弱，将影响建材产品市场需求的恢复。

3. 行业新增产能超预期的风险：

建材多个子行业目前存在供需矛盾问题，调整供给情况维持行业动态供需稳定尤为重要。玻璃纤维企业近年受下游新兴领域景气较高影响，不断进行中高端产线产能布局，如后续新增产能释放较多，将可能加剧玻纤行业供需矛盾问题。

4. 新产品拓展不及预期的风险：

建材企业正加速优化企业产品结构，提高中高端产品占比，开发拓展新应用领域及新市场，因产品及市场拓展受技术水平、产品认证、政策等多因素影响，开拓进度具有不确定，如开拓进度不及预期，短期会影响公司产品销售情况，中长期将会影响公司成长性。

5. 政策推进不及预期的风险：

近年房地产市场景气下行，拖累建材需求走弱，但近期利好地产政策持续释放，有望助力房地产市场企稳，进而带动建材需求恢复；行业节能降碳政策、产能置换政策等不断推出，建材供给端迎来积极信号，利好行业供需稳定。如以上政策后续推进效果不及预期，将直接影响建材行业供需稳定，行业供需矛盾或将加剧。

图表目录

图 1: 基础设施建设投资累计同比 (%)	4
图 2: 房地产开发投资完成额 (亿元) 及同比增速 (% , 右轴)	4
图 3: 房屋新开工面积 (万平方米) 及同比增速 (% , 右轴)	4
图 4: 房屋竣工面积 (万平方米) 及同比增速 (% , 右轴)	4
图 5: 水泥及其制品产量同比增速走势	5
图 6: P.O42.5 散装水泥均价分年曲线 (元/吨)	5
图 7: 浮法玻璃均价分年曲线 (元/吨)	5
图 8: 我国建筑材料工业月度景气指数 (点)	6
图 9: 建材行业营业收入 (亿元) 及同比增速	6
图 10: 建材行业归母净利润 (亿元) 及同比增速	6
图 11: 2024 年前三季度建材子行业营业收入及同比增速	7
图 12: 2024 年前三季度建材子行业归母净利润及同比增速	7
图 13: 建材行业毛利率及净利率	7
图 14: 建材行业期间费用率	7
图 15: 建材行业总资产及同比增速	7
图 16: 建材行业资产负债率	7
图 17: 建材行业货币资金及同比增速	8
图 18: 建材行业经营性净现金流量 (亿元)	8
图 19: 2024 年初至 12 月 10 日 SW 一级行业指数涨跌幅	8
图 20: 年初至 12 月 10 日建材行业走势情况	9
图 21: 建材各细分板块年初至 12 月 10 日涨跌幅情况	9
图 22: “924” 政策发布后至 12 月 10 日 SW 一级行业指数涨跌幅	9
图 23: “924” 政策发布后至 12 月 10 日建材各细分板块涨跌幅情况	9
图 24: 2009 年至 2024 年 12 月 10 日 SW 建材行业估值 PE(TTM) 走势情况	10
图 25: 我国房地产业及建筑业占 GDP 比重情况	12
图 26: 商品房销售面积 (万平凡米) 及同比增速 (% , 右轴)	16
图 27: 商品房销售额 (亿元) 及同比增速 (% , 右轴)	16
图 28: 30 大中城市商品房每月成交面积 (万平方米) 及同比增速	16
图 29: 30 大中城市商品房成交面积分年曲线 (万平方米)	16
图 30: 30 大中城市商品房每月成交套数 (套) 及同比增速	16
图 31: 30 大中城市商品房成交套数分年曲线 (套)	16
图 32: 我国新开工改造城镇老旧小区数量 (个) 及同比增速	17
图 33: 三棵树 2024 年以旧换新优惠补贴方案海报	19

图 34: 我国历年水泥产量 (亿吨) 及同比增速 (%)	21
图 35: 我国水泥熟料周度库容率分年曲线 (%)	21
图 36: 2023 年及 2024 年各省份错峰停窑天数情况 (天)	21
图 37: 全国碳市场每年综合价格收盘价 (元/吨)	23
图 38: 水泥下游应用领域占比.....	23
图 39: 历年地方政府新增专项债券发行额及同比增速.....	24
图 40: 全国新增风电装机容量 (万千瓦) 及同比增速 (%)	25
图 41: 全国累计风电装机容量 (万千瓦) 及同比增速 (%)	25
图 42: 截至 2024 年 10 月国内全口径发电设备容量占比	26
图 43: 历年不同口径发电装机容量占比变化	26
图 44: 光伏组件成本结构占比.....	26
图 45: 全国新增光伏装机容量 (万千瓦) 及同比增速.....	27
图 46: 全国累计光伏装机容量 (万千瓦) 及同比增速 (%)	27
图 47: 新能源汽车产量 (万辆) 及同比增速 (%)	27
图 48: 新能源汽车销量 (万辆) 及同比增速	27
图 49: 近年我国汽车及新能源汽车销量 (万辆)	28
图 50: 近年我国新能源汽车销量占汽车总销量比重.....	28
图 51: 我国汽车电子市场规模 (亿元) 及同比增速.....	28
图 52: 我国智能手机产量 (万台) 及同比增速 (%)	29
图 53: 我国微型电子计算机产量 (万台) 及同比增速 (%)	29
图 54: 我国家用电器和音响器材零售额 (亿元) 及同比增速 (%)	29
图 55: 我国集成电路产量 (万块) 及同比增速 (%)	29
图 56: 我国玻璃纤维行业月度产能分年曲线 (万吨)	30
图 57: 我国玻纤及制品工业收入及利润同比增速情况 (%)	31
图 58: 2024 年至今缠绕直接纱及电子纱出厂价同比增速情况	31
图 59: 主流玻纤厂家缠绕直接纱 2400tex 日度出厂价 (元/吨)	31
图 60: 主流玻纤厂家电子纱日度出厂价 (元/吨)	31
图 61: 房屋竣工面积 (万平方米) 及同比增速 (% , 右轴)	32
图 62: 我国浮法玻璃日熔量 (吨/天) 及同比增速.....	32
图 63: 平板玻璃产量 (亿重量箱) 及同比增速 (% , 右轴)	32
图 64: 我国浮法玻璃周度企业库存 (万重量箱)	33

表 1: 2024 年下半年中央层面发布的地产政策及导向	13
表 2: 2024 年中央层面发布的城中村改造、老旧小区改造等政策及导向.....	17
表 3: 消费建材各细分行业龙头企业近年渠道下沉及品类扩张情况	19
表 4: 水泥玻璃行业产能置换实施办法 2024 年本与 2021 年版内容对比.....	22
表 5: 2024 年初至 12 月 14 日中国玻纤企业产线变动情况.....	30
表 6: 相关公司盈利预测与估值	34

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

贾亚萌，建材行业分析师。澳大利亚悉尼大学商科硕士、学士，2021年加入中国银河证券研究院，从事建材行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn