

内需之重下行稳致远

——建筑建材行业 2025 年投资展望

2024 年 12 月 27 日

看好/维持

建筑建材

行业报告

分析师

赵军胜 电话：010-66554088 邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480512070003

投资摘要：

2024 年基建和制造业带动固投正增长，地产对经济拖累较 2023 年加大。2024 年是对冲地产拖累、化解地方政府债务和大力发展新质生产力的一年。地方政府再融资专项债发行力度加大，地方专项债和中央超长期特别国债共同发力保证基建投资增长，基础设施投资（不含电力）增速略有回落，但总体稳定。设备更新改造政策和外需拉动下制造业固定资产投资保持稳定的较好增长。地产行业固定资产投资大幅下滑在 2024 年没有改变，但 11 月单月销售同比转正。房地产行业继续拖累建筑建材需求较大，拖累经济幅度较 2023 年加大。

面对地产拖累和外部不确定性，扩大内需仍是 2025 年政策重要方向。2025 年美国对外加关税和对内减税的政策也会导致通胀存在不确定性。叠加能源和原材料价格的波动等各种因素影响，通胀波动的不确定性会导致降息节奏和力度存在不确定性。以美国为代表的发达国家国际贸易保护主义抬头，对中国的出口会产生负面的影响。中央经济工作会议明确把扩大内需，把防范房地产风险作为 2025 年防风险工作的重要内容。

地产负向循环已经影响到中国经济的各个层面，影响内需释放和经济健康发展。地产价格下降和购房需求减弱的相互影响的无收敛的循环还在继续，新房和二手房价格下跌时间持续近三年，但从待售商品房面积增速收窄和销售单月同比转正看，循环加速度有减弱迹象。地产无收敛负向循环对经济拖累已涉及到各个方面，包括地产链、政府链、消费链和金融链等。对经济内需释放产生很大的约束，影响经济的健康发展。除了地产行业自身，像链条上的建筑材料上市公司营业收入和归母净利润同比下滑情况已持续近四年，2024 年前三季度营业收入和归母净利润分别下降 12.16%和 52.67%，建筑行业受基建推动影响滞后分别同比降 5.09%和 12.61%。房地产负向循环继续影响政府链条，但对税费影响变小，2024 年 1-9 月土地使用权转让累计收入和一般公共收入同比下降 22.4%和 0.6%。购房需求下降开始会改善消费，但随着房产财富效应缩水的进一步显现，财富和债务悲观预期会带来消费的抑制。城镇居民消费支出和社会消费品零售总额增速较疫情前均有所放缓。在地产行业的拖累下，企业和居民投资和融资意愿受到影响，2024 年 1-11 月社会融资规模累计为 29.42 万亿元，同比下降 12.62%；如果剔除政府债券发行额，社会融资规模减为 19.87 万亿元，同比更是大幅下降 20.47%。其中居民中长期贷款为 1.95 万亿，同比下降 18.88%。房地产行业调整已经让中国经济的系统结构产生变化。不但是地产行业相关链条形成了负向循环，也拖累经济整体进入一个“通缩”负向循环的状态。

地产、财政和货币政策齐发力，政策效果量变到质变推动地产“止跌企稳”可期。2021 年四季度以来，各种政策不断地出台来解决出现的问题：从刺激购房需求的一系列因城施策和中央政策，到恢复地产企业正常经营的供给端支持政策，以及对违规行为的监管政策等。2024 年前三季度地产对经济拖累的幅度较 2023 年虽然加大，但逐季环比在收窄，不断推出的政策正在从量变到质变。2024 年国家对于企业设备更新的补贴力度加大，对于高科技等新质生产力方向的政策支持力度加大。同时，优化生产关系，完善各种监管制度法规等，加大反腐力度，减少经济运行的跑冒滴漏，降低市场经济运行的成本，改善市场经济的分配机制。通过提升生产力，规范和完善市场运行机制，提升宏观政策的效果，为地产防风险提供更厚的安全垫。2025 年政策支持力度加大和合理控制用地增量有利房地产“止跌企稳”。房贷利率的持续下调和税费的减免等正在释放刚性和改善型住房需求，叠加城中村和旧城改造，以及新政策工具的推出，政策正在从量的累计，逐渐向质变过渡。

供给优化和地产企稳助力建筑建材行业回归新平衡，带来估值和业绩改善。建筑建材行业在这几年地产持续下行的过程当中，需求减少，行业竞争激烈，优胜劣汰加剧。作为行业中优秀的龙头上市公司已经多年处于微利，甚至亏损的状态。行业中的很多中小企业更是处境艰难，处于持续亏损和停产状态。在市场淘汰的基础上，建筑建材行业政策也在提高产品和环保标准，制定更严格的减量置换要求，加速推动行业供给端优化，加快落后产能的淘汰。房地产需求端刺激政策有助 2025 年建筑建材需求探底企稳，供给优化叠加需求探底企稳带来供需新平衡。

房地产回归长期健康发展轨道必须是确定的，中国经济也不允许出现房地产失控带来的系统性风险。随着房地产下行动能减弱和政策对冲地产拖累的效果逐步明显，前期长时间地产下行带来的悲观预期会得到改善，带来行业估值修复。同时优秀公

司依靠自身的综合竞争力和抗风险能力，提升市占率，提升自身的护城河和健康发展的确定性，从而带来自身估值的修复。

投资策略：建材着眼供给端优化和并购受益大的龙头和优秀公司，建筑着眼央企国企龙头。合理控制土地增量地方政府化债约束地产和基建端的相关需求，基建端需求改善的弹性受中央政府财政力度的影响。供给端优化程度越大的行业，供需改善弹性更大，龙头和优秀公司在行业持续低迷中收益更大，会迎来更好弹性和外延式发展机遇。央企建筑龙头公司受益政策较大，市占率持续提升。央企建筑龙头板块分红比例总体保持稳定，政策落地等有利分红比例持续提升。央企建筑龙头现金流有改善迹象，海外发展进入较好阶段。

风险提示：房地产政策调控效果不及预期、财政政策力度和效果低于预期、能源和原材料价格波动超出预期、国际贸易保护发展超出预期、地缘冲突影响超预期和国际外部政策变化超出预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E		
北新建材	1.86	2.09	2.52	2.89	16.54	14.72	12.18	10.62	1.90	强烈推荐
东方雨虹	0.85	0.91	0.7	1.15	16.12	15.05	19.57	11.91	2.46	强烈推荐
伟星新材	0.82	0.90	0.7	0.78	15.49	14.11	18.14	16.28	6.71	强烈推荐
山东药玻	1.03	1.17	1.54	1.89	25.18	22.17	16.84	13.72	2.53	强烈推荐
美畅股份	3.07	3.31	1	1.25	6.83	6.34	20.97	16.78	3.63	强烈推荐
海螺水泥	2.96	1.97	1.57	1.72	8.28	12.45	15.62	14.26	0.69	强烈推荐
中国巨石	1.65	0.76	0.53	0.67	7.03	15.25	21.89	17.31	2.04	强烈推荐
中国交建	1.09	1.39	1.47	1.57	9.94	7.79	7.37	6.90	0.70	强烈推荐
中国建筑	1.23	1.31	1.27	1.31	4.93	4.63	4.77	4.63	0.63	-
中国电建	0.68	0.68	0.74	0.85	8.16	8.16	7.53	6.55	0.78	-
中国化学	0.89	0.89	0.94	1	9.55	9.55	9.04	8.50	0.92	-

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（未评级数据参考 iFinD 行业一致预期）

目 录

1. 回顾：2024 年基建和制造业带动固投正增长，地产继续拖累经济更大	6
1.1 加大地方政府“化债”的同时，基建仍保持一定的增速	6
1.2 设备更新改造政策和外需拉动下制造业固定资产投资保持稳定的较好增长	7
1.3 地产行业固定资产投资大幅下滑在 2024 年没有改变，但 11 月单月销售同比转正	8
1.4 2024 年房地产行业继续拖累建筑建材需求较大，拖累经济幅度加大但逐季收窄	10
2. 面对地产拖累和外部不确定性，扩大内需仍是 2025 年政策重要方向	11
2.1 美联储降息周期开启，但降息节奏和力度存在不确定性	11
2.2 2025 年贸易保护对中国出口的影响存在不确定性	12
2.3 提振内需，防控地产风险仍是 2025 年政策重要方向	13
3. 地产对经济健康稳定发展的影响已涉及到各个层面，影响内需释放	13
3.1 地产无收敛的循环还在继续	13
3.2 地产无收敛循环对地产链、政府链、消费链和金融链等经济方方面面产生影响	15
4. 2025 年政策量变到质变，助力实现房地产“止跌企稳”目标可期	19
4.1 地产、财政和货币政策齐发力，政策效果量变到质变推动地产“止跌企稳”	19
4.2 2025 年地产“止跌回稳”，回归长期健康发展轨道可期	23
5. 供给优化和地产企稳助力建筑建材行业回归新平衡，带来估值和业绩改善	24
5.1 市场和政策双向推动供给端优化叠加需求探底企稳，助力 2025 年行业供需改善	24
5.2 地产回归长期健康发展推动行业估值修复	27
6. 建材着眼供给端优化和并购受益大的龙头和优秀公司，建筑着眼央企国企龙头	28
6.1 需求稳定的情况下供给端优化有利龙头和优秀公司弹性和并购	28
6.2 央企建筑公司受益政策大，提高分红和海外发展开拓新空间	29
7. 风险提示	31
相关报告汇总	32

插图目录

图 1： 地方政府再融资专项债累计发行额和增速	6
图 2： 地方政府专项债累计新发行额度和增速	6
图 3： 全国地方政府专项债限额	7
图 4： 基础设施建设投资累计增速	7
图 5： 中国制造业固定资产投资增速	8
图 6： 固投增速较高的制造分行业投资增速	8
图 7： 房地产行业累计固定资产投资增速	8
图 8： 房地产行业无收敛负向循环	8
图 9： 房地产土地购置费用和增速（右轴）	9
图 10： 房地产行业新工面积和增速（右轴）	9
图 11： 房地产施工面积和增速（右轴）	9
图 12： 房地产行业竣工面积和增速（右轴）	9

图 13: 全国固定资产投资和增速	10
图 14: 全国水泥产量和增速	10
图 15: 全国水泥价格指数	10
图 16: 房地产对 GDP 的拖累	10
图 17: 美国联邦基金利率变化	11
图 18: 美国 GDP 不变价当季同比增速	11
图 19: 美国 CPI 变化	11
图 20: 美国失业率变化	11
图 21: 中国累计出口同比变化	12
图 22: 货物和服务净出口对当季 GDP 的拉动	12
图 23: 中国一带一路贸易额指数	12
图 24: 对美欧日韩出口和其他国家出口占比	12
图 25: 扩大内需驱动因素	13
图 26: 地产无收敛循环还在继续	14
图 27: 大中城市二手房价格指数	14
图 28: 大中城市新建商品房价格指数	14
图 29: 地产无收敛循环影响经济的机制	15
图 30: 建材板块上市公司营业收入和归母净利润同比变化	16
图 31: 建筑板块上市公司营业收入和归母净利润同比变化	16
图 32: 政府土地累计收入和同比变化	16
图 33: 政府一般公共预算收入和同比变化	16
图 34: 城镇和农村居民人均消费支出变化	17
图 35: 社会消费品零售总额和变化	17
图 36: 购房需求变化对于消费意愿的影响变化	17
图 37: 累计社会融资额和变化	18
图 38: 剔除政府债券后累计社会融资额和变化	18
图 39: 银行贷款余额和增速	18
图 40: 居民中长期贷款和增速	18
图 41: PPI 变化	19
图 42: CPI 变化	19
图 43: 2024 年房地产对经济拖累情况	22
图 44: 中美日人均 GDP 水平	22
图 45: 地产无收敛循环影响经济的机制	22
图 46: 全国房地产去库周期	23
图 47: 全国住宅去库周期	23
图 48: 商品房和住宅单月销售面积和增速	24
图 49: 平均购房贷款利率变化	24
图 50: 海螺水泥单季度净利率水平变化	25
图 51: 东方雨虹单季度毛利率变化	25
图 52: 中国联塑净利率率变化	25

图 53: 垒知集团单季度净利率变化	25
图 54: 旗滨集团净利率水平变化	26
图 55: 中国巨石毛利率水平变化	26
图 56: 地方政府债务限额	28
图 57: 中央债务余额和增速	28
图 58: 建筑业新签合同额和同比增速	29
图 59: 七大央企建筑龙头公司新签合同额占比	29
图 60: 建筑央企龙头公司分红比例变化	30
图 61: 央企建筑龙头股息率 (24 年 12 月 24 日收盘价)	30
图 62: 建筑央企龙头公司经营净现金流/经营活动收益	30
图 63: 央企建筑龙头海外新签订单额和增速	30

表格目录

表 1: 2024 年以来中央出台的房产相关政策	19
表 2: 行业产能优化相关政策	26

2024 年是对冲地产拖累的一年，是化解地方政府债务的一年，是大力发展新质生产力的一年。面对外部环境的约束，在积极财政和稳健货币政策的基调下，通过政府债券发行和降息降准等政策的适时落地调控内需来对冲地产的拖累。通过不断出台地产行业相关政策来改善地产下行压力；通过地方再融资债券化解地方债务压力；通过提升中央财政赤字，发行超长期特别国债，推动“两新两重”政策的不断落地，来持续扩大内需。同时，不断地改善各种市场关系和法规制度规范防止经济跑冒滴漏，从生产力和生产关系两个方面不断推进新质生产力的持续发展。从降本增效的角度，不断地降低各种成本，提高投入产出效率，化解风险，保证经济的持续稳健增长。2024 年前三季度实际 GDP 累计增速为 4.80%，保持相对稳定的增速，预计第四季度在政策的发力之下，实际 GDP 累计增速将继续提升。2024 年也在地产的拖累之下，市场总需求受到抑制，经济整体有通缩的迹象。2024 年的情况符合我们 2023 年 11 月 28 日发布的报告《2024 年建筑建材行业宏观报告：内需之重下的新平衡》中的观点。

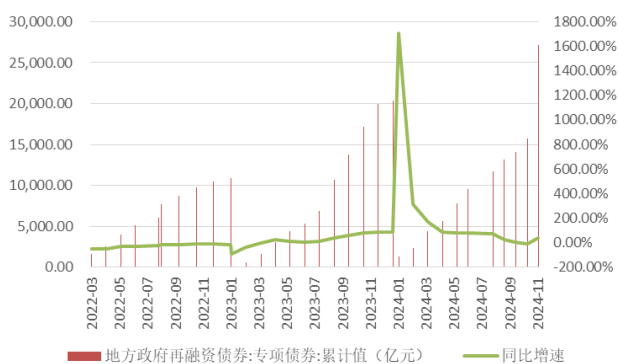
2025 年是继续扩大内需的一年，是发挥政府投资带动作用的一年，是推进地产止跌企稳的一年，是面对外部不确定要适时应对的一年，是统筹新旧动能、增量和存量和继续提高资源配置效率的一年，是地产和经济回归良性发展的一年。政策的导向是通过政府的调控，化解市场经济自我运行机制中的问题，保证经济发展的系统机制有更强自我驱动力。如果政策力度够大，建筑建材行业总需求面临着收缩后逐步企稳的态势，在供给端两年来的收缩优化后带来行业性的机会。如果政策效果低于预期则供给端优化还将继续，行业还将继续处于集中度的加速提升阶段，优秀和龙头公司继续处于发展机遇期。总之，2025 年总体环境较 2024 年的改善是可以预期的。我们继续着眼供给端优化、着眼龙头和优秀企业的机遇期，着眼央国企建筑龙头，着眼经济发展的行稳致远。

1. 回顾：2024 年基建和制造业带动固投正增长，地产拖累经济较 2023 年加大

1.1 加大地方政府“化债”的同时，基建仍保持一定的增速

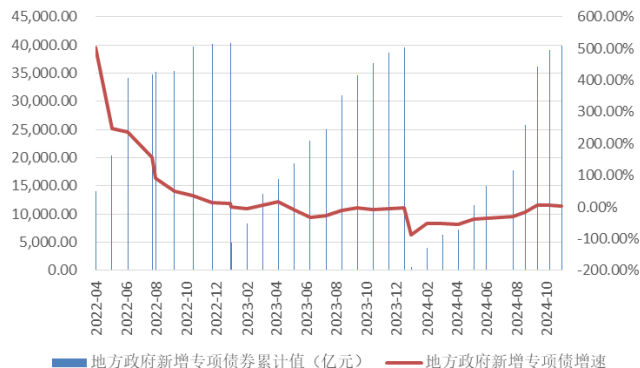
2024 年地方政府“化债”力度加大。2024 年 1-11 月地方政府再融资专项债累计发行额度 2.72 万亿元，同比提升 36.64%。从 2023 年二季度以来，地方政府再融资专项债发行保持较好的增长，化解地方政府债务的问题是两年来重要的工作。

图1：地方政府再融资专项债累计发行额和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：地方政府专项债累计新发行额度和增速



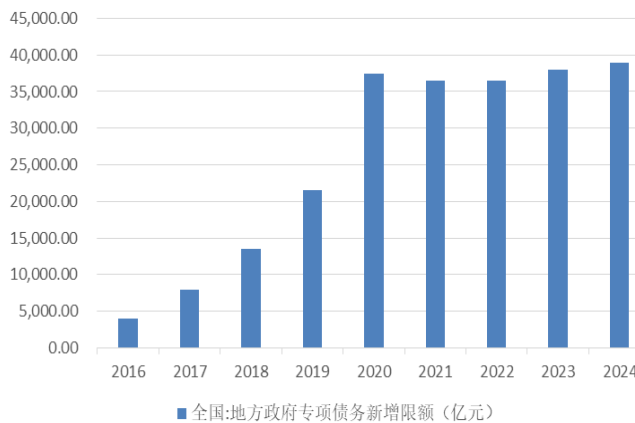
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2024 年地方专项债和中央超长期特别国债共同发力保证基建投资增长。2024 年的 1-8 月份地方政府新增专项债累计发行额度为 2.58 万亿元，同比下降 16.71%，发行速度较慢。但是 2023 年的 1 万亿超长期特别国债在 2024 年 2 月全部下达，对冲了地方政府专项债下滑的影响，保证基础设施投资增长的稳定。

2024 年 8 月和 9 月地方政府新增专项债集中发行，两月发行额度为 1.83 万亿，占到 2024 年全年发行限额 3.9 万亿的 47%。并且 2024 年超长期特别国债在 11 月发行完毕，这些成为 2024 年第四季度基础设施投资增速保持稳定的基础。中央政府和地方政府相互配合来保证基础设施建设的稳定。

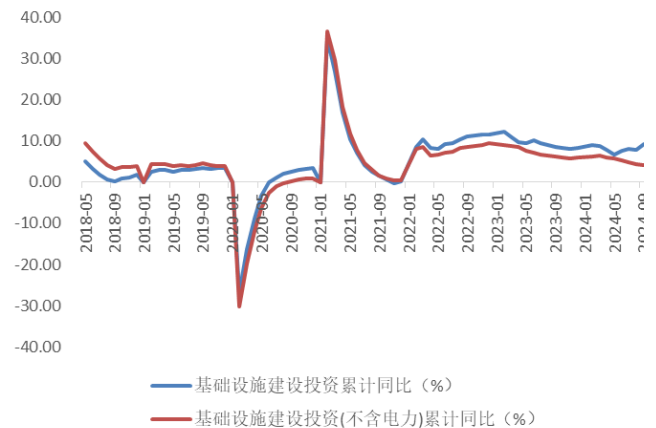
基础设施投资（不含电力）增速略有回落，但总体稳定。2024 年 1-11 月基础设施累计投资增速为 9.39%，保持相对稳定；基础设施投资累计额（不含电力）同比增速为 4.20%，较上月收窄 0.1 个百分点，虽然较上半年的同比增速有一定回落，但总体仍保持相对稳定。

图3：全国地方政府专项债限额



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：基础设施建设投资累计增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

地方政府专项债与中央超长期特别国债发行节奏的变化和相互的配合，体现出投资项目更加注重项目的质量，财政发力在地方政府债务压力较大的情况下，更加注重中央财政和地方财政发力的共同作用。

1.2 设备更新改造政策和外需拉动下制造业固定资产投资保持较好增长

2024 年 1-11 月制造业固定资产累计投资增速为 9.3%，较上月提高 0.1 个百分点。2024 年各个月制造业固定资产累计投资额保持在 9% 以上的增速。

2024 年 3 月国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》从财政、金融和税收等方向对设备更新改造进行支持。同时中国作为制造业大国，出口拉动了相关的产品需求也推动相关制造业固定资产投资的增长。

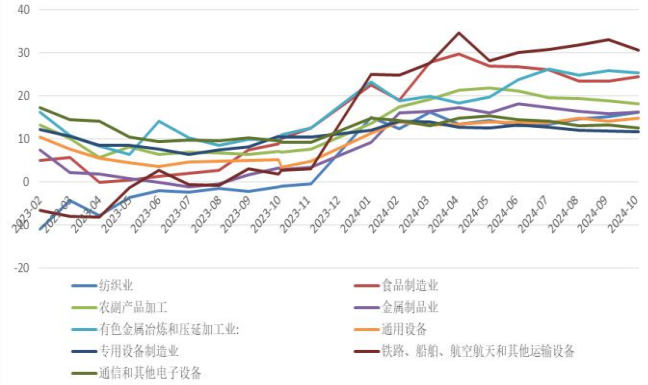
其中，（纺织品）、（食品饮料）、（农副产品加工）、（金属制品业）、（有色金属冶炼和压延加工）、（通用设备制造）、（专用设备制造）、（铁路船舶航空航天和其他运输设备制造）和（通信和其他电子设备）细分制造业 2024 年 1-11 月保持两位数的增长，分别为 16.2%、24.5%、18.2%、16.3%、25.3%、14.9%、11.7%、30.60% 和 12.6%。

图5：中国制造业固定资产投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：固投增速较高的制造分行业投资增速（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 地产行业固定资产投资大幅下滑在 2024 年没有改变，但 11 月单月销售同比转正

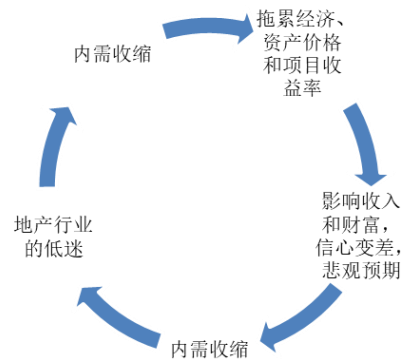
到 2024 年 11 月房地产固定资产投资同比下滑已持续 30 个月。从 2022 年 4 月房地产固定资产投资同比开始下滑后，过去的两年多的时间里保持持续的下滑，并且下滑的幅度还不断地扩大。2024 年 1-11 月房地产固定资产累计投资额为 9.36 万亿，同比下滑 10.4%，较上月扩大 0.1 个百分点。我们在 2022 年 11 月 29 日发布的《2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航》中首次提出的地产无收敛的负向循环观点，这几年的地产行业投资持续大幅下滑和我们提出的地产无收敛负向循环有关。

图7：房地产行业累计固定资产投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：房地产行业无收敛负向循环

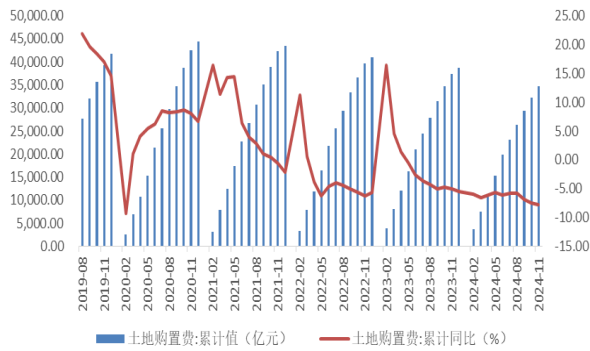


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2024 年房地产的土地购置额、新开工、施工和竣工面积同比仍处于较大的下滑当中。2024 年 1-11 月房地产土地购置费用累计为 3.46 万亿，同比下滑 7.80%，较 1-10 月扩大 0.4 个百分点。从 2022 年 4 月以来土地购置费用已经连续下滑三十个月，并且同比下滑幅度扩大。

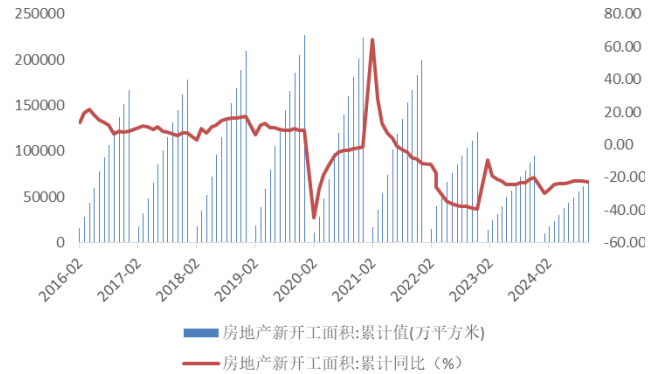
2024 年 1-11 月房地产累计新开工面积为 6.73 亿平方米，同比下降 23.00%，已经连续二十八个月连续大幅度下滑。新开工面积从 2021 年单月 1 亿多到 2 亿多平方米的量回落到当前约 6000 万平方米左右的水平。

图9：房地产土地购置费用和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

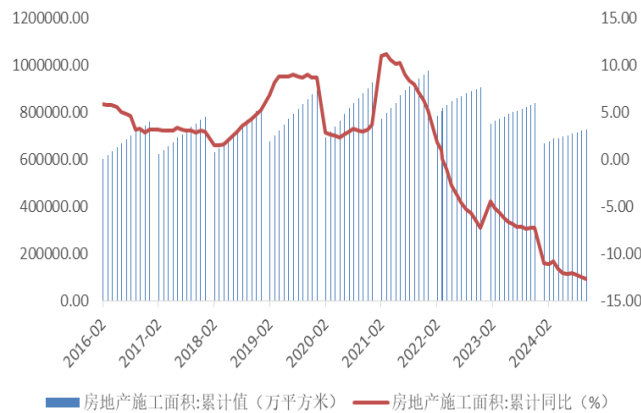
图10：房地产行业新开工面积和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

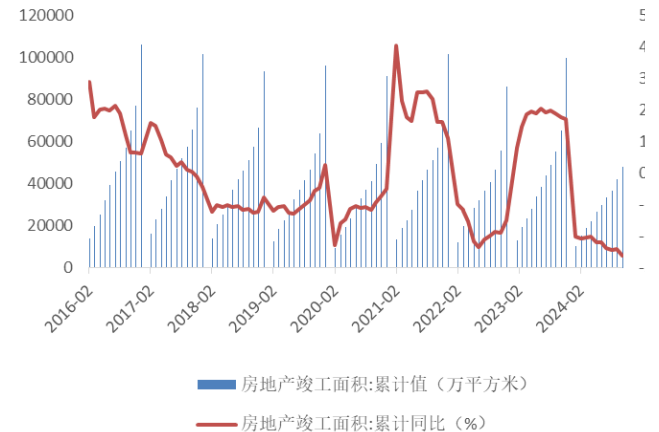
2024年1-11月房地产施工面积为72.60亿平方米，同比下滑12.70%，下滑幅度较上月扩大0.3个百分点。单月施工面积从2020年单月为2亿多甚至3亿平方米的水平回落到当前5000多万平方米的水平。2014年1-11月房地产竣工面积为4.82亿平方米，同比下降26.20%，下滑幅度较上月扩大2.3个百分点。当月竣工面积从以前的1亿平方米左右，回落到当前6000多万平方米。

图11：房地产施工面积和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：房地产行业竣工面积和增速（右轴）



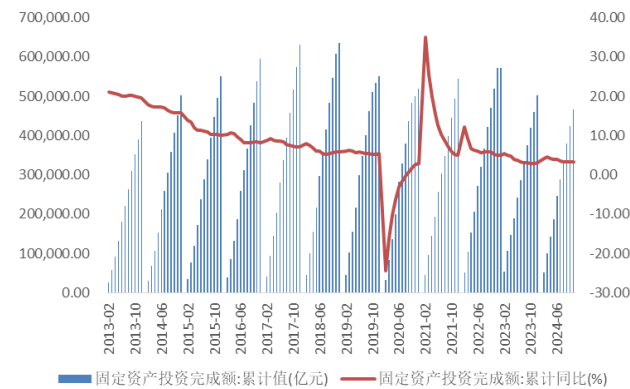
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

在中央和地方政府政策的推进下2024年11月房地产销售面积单月转正。稳地产防风险作为政策的重要方向，相关积极推进地产的政策从2021年四季度以来不断地开始出台，从各地因城施策的力度不断地提升，到中央政府政策加力加码，地产政策正在从量变向质变发展。2024年1-11月全国房地产累计销售面积为8.61亿平方米，同比下降14.30%，降幅较上月收窄1.5个百分点。2024年11月单月销售面积和销售额分别为8187.84万平方米和8270.10亿元，同比增长3.25%和1.39%，销售面积从2021年7月以来当月销售同比下滑三十七个月后，出现了转正。房地产的刺激政策的效果正在开始明显。

1.4 2024 年房地产行业继续拖累建筑建材较大，对经济拖累较去年加大

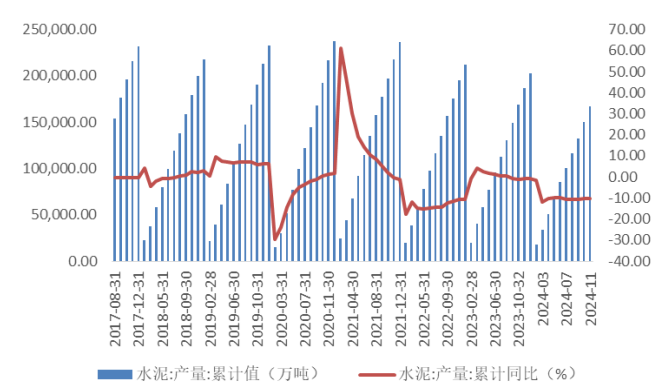
房地产继续拖累建筑建材行业需求较大。在制造业固定资产投资和基础设施固定资产投资的带动下，对冲了地产投资下滑对总投资的影响，全国固定资产投资额持续保持相对稳定的增长。2024 年 1-11 月全国固定资产投资累计投资额为 46.58 万亿元，同比增长 3.3%，较上月回落 0.1 个百分点，2024 年全年各个月固定资产投资增速总体保持在 3% 以上的稳定增长。

图13：全国固定资产投资和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

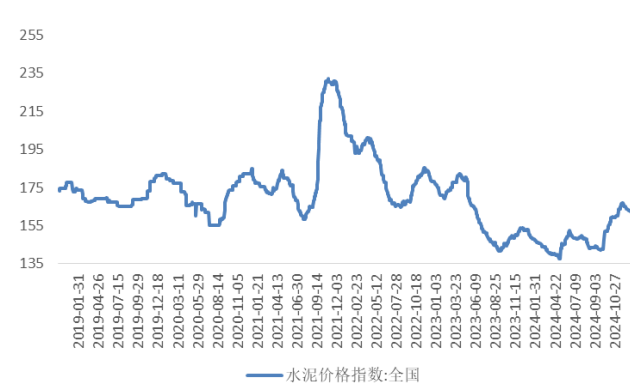
图14：全国水泥产量和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

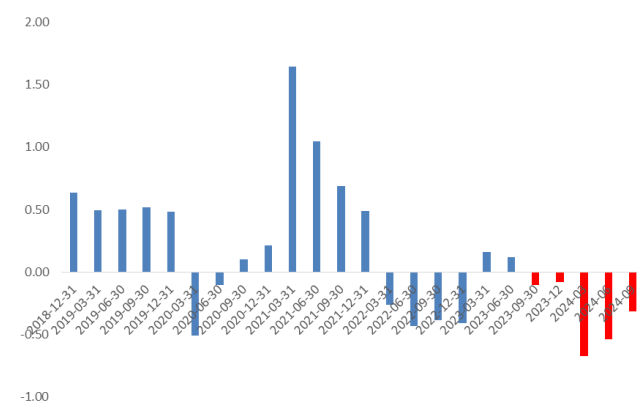
但由于房地产行业景气度的持续下滑，建筑建材行业需求继续受到较大的影响。比如水泥：2024 年 1-11 月全国累计产量为 16.71 亿吨，同比下降 10.1%。全国水泥价格指数 2024 年 12 月 17 日为 163.40 点，较去年同期下降 10.14 点。由于水泥行业景气度低迷，行业协同意识增强，全国水泥价格指数从 2024 年 5 月中旬以来开始逐步有所回升，虽然从 5 月 13 日到 12 月 17 日累计回升 25.84 点，但总体还处于低位水平。

图15：全国水泥价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：房地产对 GDP 的拖累 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

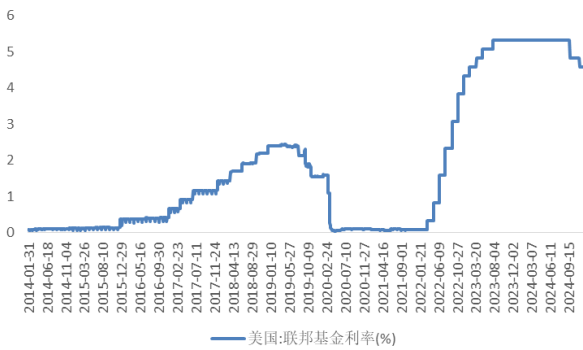
2024 年地产继续拖累经济较 2023 年加剧，但幅度逐季收窄。地产产业链长，影响广，在无收敛负向循环的驱动下容易产生风险，在 2024 年房地产对经济的拖累加大。国家出台各种改善地产投资、释放购房需求和促生产消费调结构的多种政策来对冲地产下滑的影响。随着政策效果的显现，地产对于 2024 年经济的拖累也在逐季改善，2024 年前三季度房地产对于经济拖累为 0.32 个百分点，较上季收窄 0.22 个百分点。2024 年虽然较 2023 年的拖累加剧，但从 2024 年的各个季度看，拖累正在逐季变小。

2. 面对地产拖累和外部不确定性，扩大内需仍是 2025 年政策重要方向

2.1 美联储降息周期开启，但降息节奏和力度存在不确定性

经济变差通胀回落，2024 年 9 月 19 日美联储开启降息周期。从维持了 1 年多的联邦基金利率高点 5.33% 开始调降，首次降息 50 个基点，11 月 7 日和 12 月 9 日又分别各降 25 个基点。截止到 2024 年底美联储联邦基金利率降至 4.33%。

图17：美国联邦基金利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：美国 GDP 不变价当季同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

经济变差推动美联储利率的下调。美国 GDP 增速处于回落当中，2024 年第三季度 GDP 同比增速为 2.7%，较第二季度回落 0.3 个百分点。美国 2024 年 11 月份失业率为 4.2%，较上月提高 0.1 个百分点。美国 CPI 在 2024 年总体回落，11 月为 2.7%，接近 2% 的目标水平，但较上月提高 0.1 个百分点。

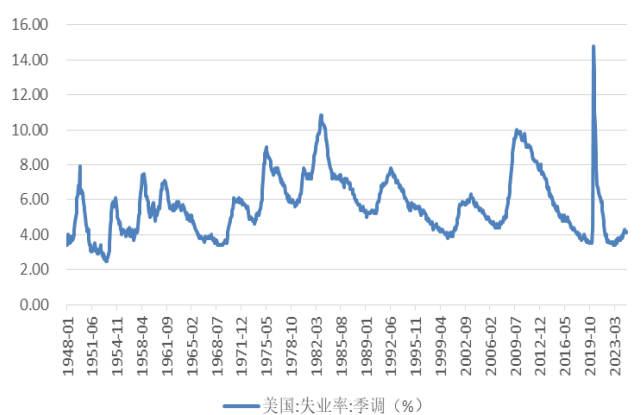
2025 年美国对外加关税和对内减税的政策也会导致通胀存在不确定性。叠加能源和原材料价格的波动等各种因素影响，通胀波动的不确定性会导致降息节奏和力度存在不确定性。

图19：美国 CPI 变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：美国失业率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2.2 2025 年贸易保护对中国出口的影响存在不确定性

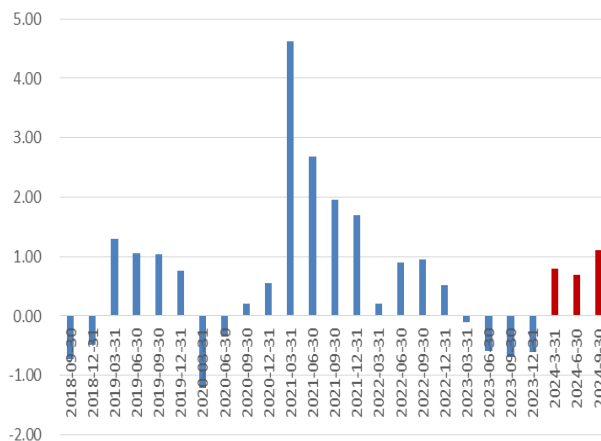
2024 年中国出口成为经济增长的重要驱动。2024 年中国出口总值保持较高的增速，1-11 月中国出口总值累计为 23.04 万亿，同比增长 6.70%，成为中国经济的增量驱动。2024 年前三个季度净出口对经济拉动比例为 0.8、0.7 和 1.1 个百分点，持续成为拉动经济增长的力量，特别是第三季度出口的拉动作用更大。

图21：中国累计出口同比变化（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图22：货物和服务净出口对当季 GDP 的拉动（%）

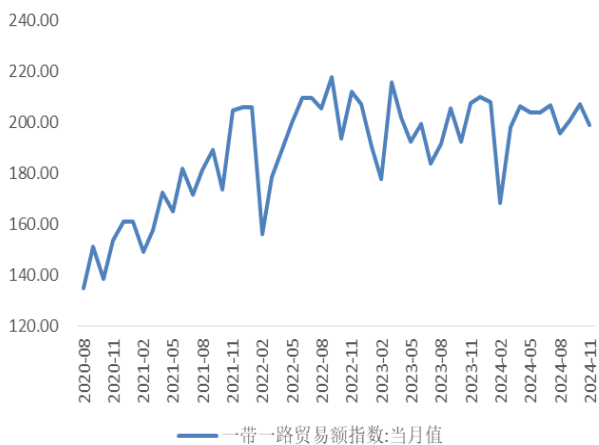


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

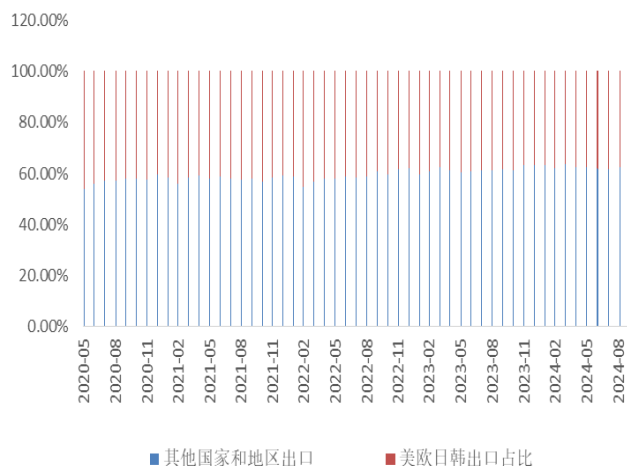
2025 年国际贸易保护主义对中国的出口影响存在着不确定性。中国作为全球制造业中心，出口对中国经济有着很大的影响。在中国“一带一路”政策的推动，一带一路贸易额保持总体稳定的态势，2024 年前 11 个月的贸易额指数保持 200 左右，对出口改善起到积极作用。2024 年 1-11 月对非美欧日韩国家累计出口额占中国总出口额比例为 63.28%，但是对美欧日韩四国的出口占比仍然高达 36.72%。2025 年如果发达国家国际贸易保护主义抬头，对中国的出口会产生负面的影响。中国对美国出口占到总出口的比例高达 15%左右，2025 年美国特朗普的加关税的政策对中国的影响会较大。2025 年中国出口存在着不确定性。

图23：中国一带一路贸易额指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图24：对美欧日韩出口和其他国家出口占比



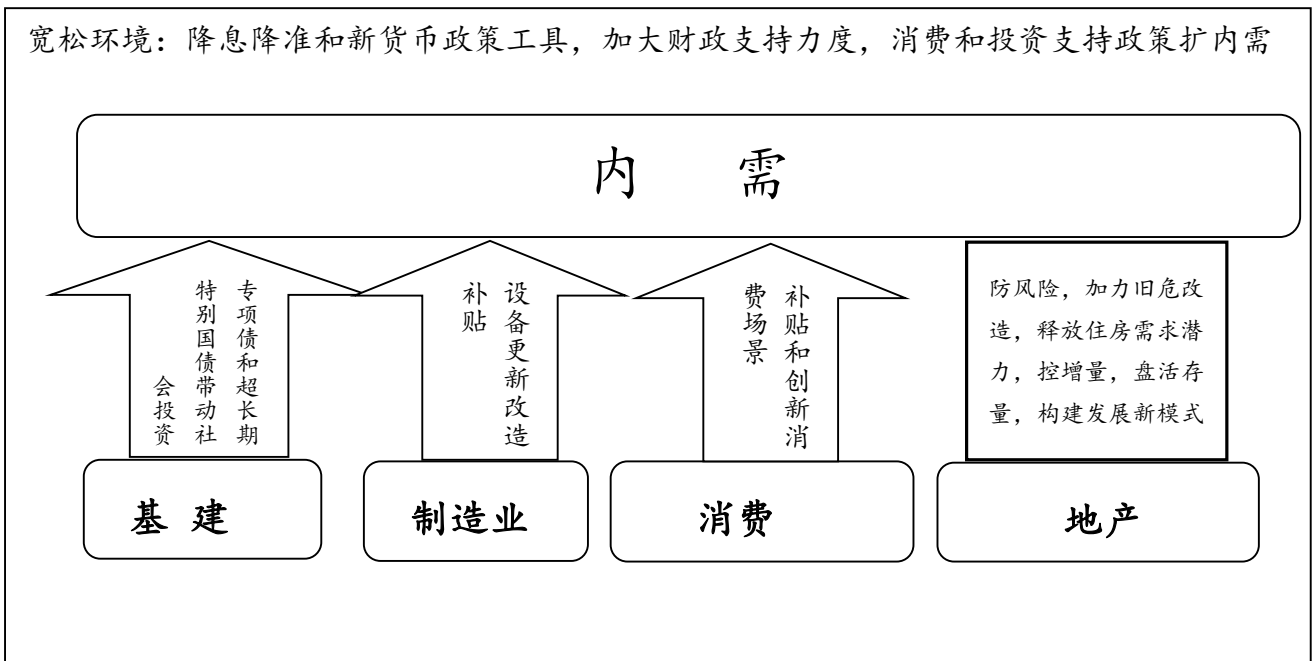
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

2.3 提振内需，防控地产拖累和风险仍是 2025 年政策重要方向

2024 年 12 月 11 日和 12 日中央经济工作会议明确提出：要提高投资效益，全方位扩大国内需求，更大力度支持“两重”项目，加强财政和金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。在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的内容里，特别提到要“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”。中央政府已经充分认识到房地产行业的风险，并把房地产的调控作为防风险方向的重中之重。

图25：扩大内需驱动因素



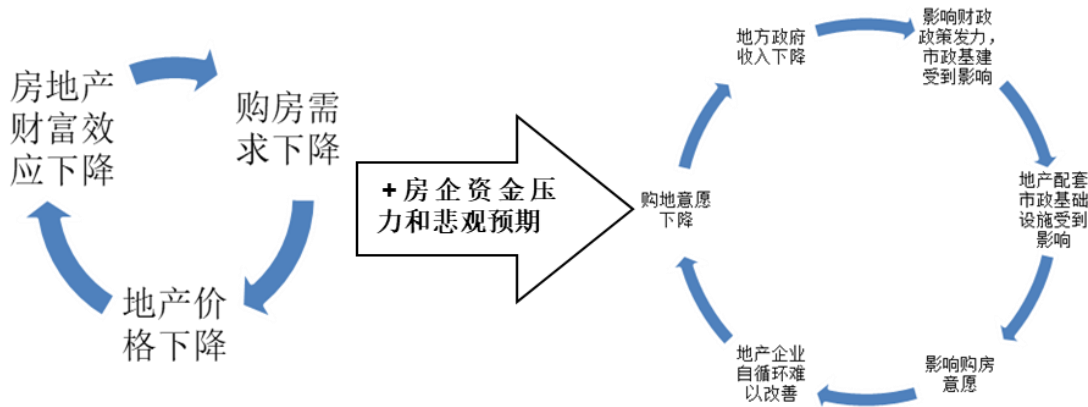
资料来源：东兴证券研究所

3. 地产对经济健康稳定发展的影响已涉及到各个层面，影响内需释放

3.1 地产无收敛的循环还在继续

从 2021 年开始的房地产去杠杆政策落地到现在已经有三年多的时间。从房地产公司出现债务危机到地产行业一些企业的破产倒闭，从购房需求低迷到房地产价格持续下跌，房地产行业的下行已经形成了暂时看不到收敛的负向循环。在过去的几年里，这种负向循环的惯性导致地产行业出现持续大幅的下行，并对经济产生很大的拖累。

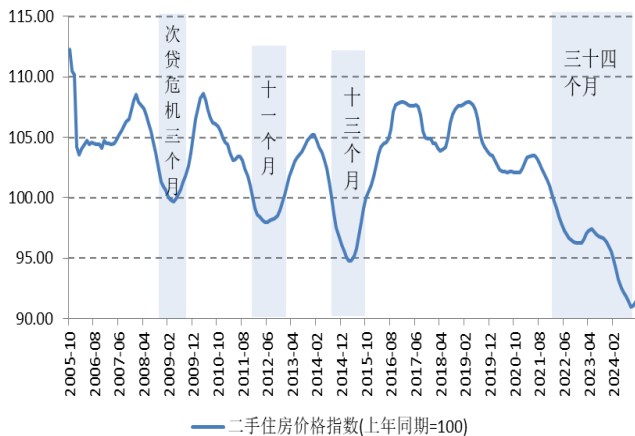
图26：地产无收敛循环还在继续



资料来源：东兴证券研究所

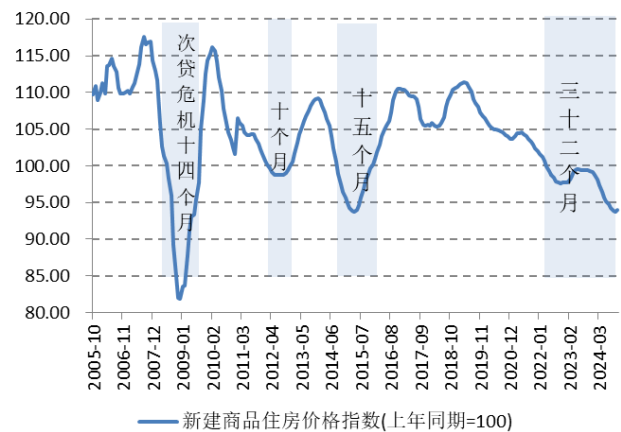
当前看房地产没有收敛的负向循环还在继续，但加速度有减弱迹象。从土地购置、新开工、施工和竣工的情况看，同比下跌趋势还在继续。并且全国大中城市二手房价格从 2022 年 2 月和新建商品房价格从 2022 年 4 月开始的下跌还在继续，到 2024 年 11 月二手房价和新建商品房价指数分别为 91.46 和 93.93（上年同期为 100），依然处于跌势当中。二手房价格下跌时间已经达到三十四个月，新建商品房价格下跌时间达到了三十二个月，创出房地产价格下跌时间的历史新长度。

图27：大中城市二手房价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：大中城市新建商品房价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

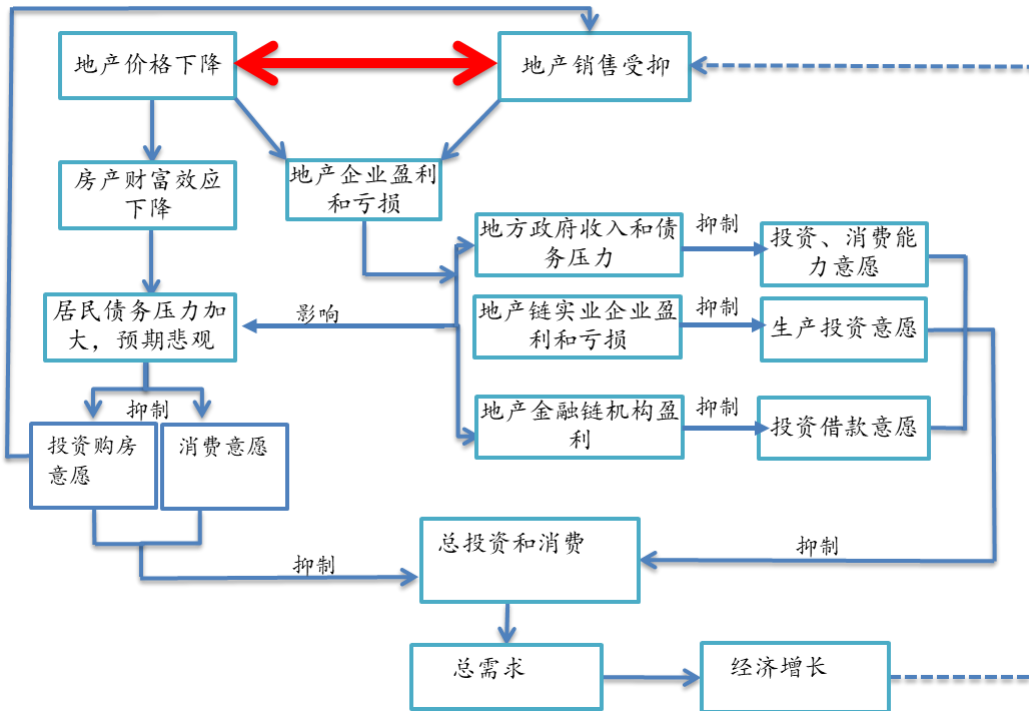
资料来源：iFinD

房地产价格没有止跌回稳，地产无收敛负向循环还在继续。价格下跌还会对购房需求产生抑制，进而导致购房需求低迷，从而进一步推动地产价格下跌。2024 年 11 月房地产待售面积为 7.33 亿元，同比增长 12.10%，较上月收窄 0.6 个百分点，虽然增速较 2023 年有所回落，但仍处于较高的水平。并且房地产销售面积和销售额在 11 月单月同比实现转正，地产的负向循环虽然没有反转，但循环动能在政策的控制下有减弱的迹象。

3.2 地产无收敛循环对地产链、政府链、消费链和金融链等经济方方面面产生影响

地产无收敛负向循环对经济的拖累涉及到各个方面，包括地产链、政府链、消费链和金融链等。对经济内需产生很大的负面影响，影响经济的健康发展。

图29：地产无收敛循环影响经济的机制



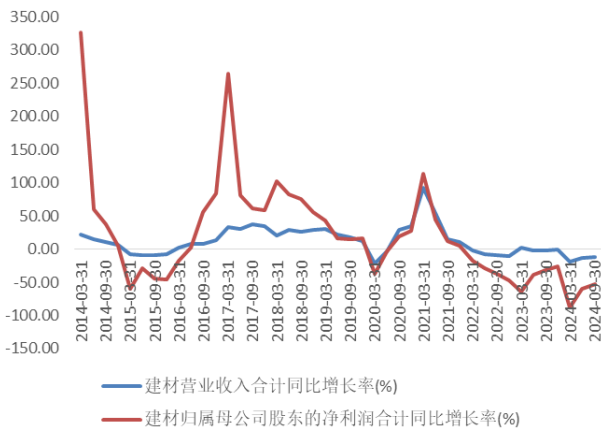
资料来源：东兴证券研究所

地产负向循环对地产链条产生负面影响。随着地产企业的债务危机加大，地产企业本身经营受到影响的同时，地产链上的相关行业也会受到直接的负面影响和拖累。首先，对地产公司应收账款较多的 2B 类企业，因下游地产企业资金压力应收账款等容易出现坏账，回款比以前也会变难，营业收入和资产质量变差。其次，在地产行业持续下行的过程中，行业需求变的低迷，导致地产链相关行业中的企业营业收入受到影响，进而利润和现金流受到影响。最后，相关企业员工收入和政府税收受到影响。

上市公司作为行业中相对优质的企业，2024 年前三季度建筑材料行业上市公司总营业收入同比下滑 2.16%，归属母公司净利润同比下滑 52.67%，从 2022 年一季度营业收入和归母净利润均开始出现持续同比下滑。建筑行业上市公司 2024 年前三季度营业收入同比下降 5.09%，归母净利润同比下降 12.61%。受益稳增长的积极财政政策，建筑行业上市公司归母净利润同比下滑从 2024 年一季度才出现同比下滑；营业收入最滞后，同比下滑从 2024 年二季度才开始。

但低迷的需求导致行业内企业竞争加剧，低效的企业面临着巨大的经营压力，面临着优胜劣汰的选择。这从长期看也是对行业的供给端进行了加速的优化，对未来的供给结构和供需状况的改善有益。

图30：建材板块上市公司营业收入和归母净利润同比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：建筑板块上市公司营业收入和归母净利润同比变化

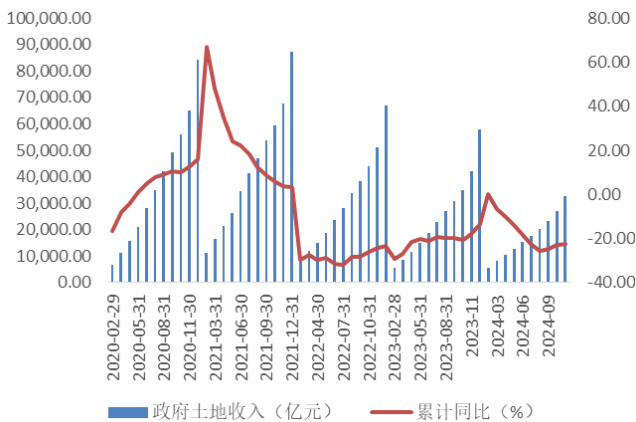


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

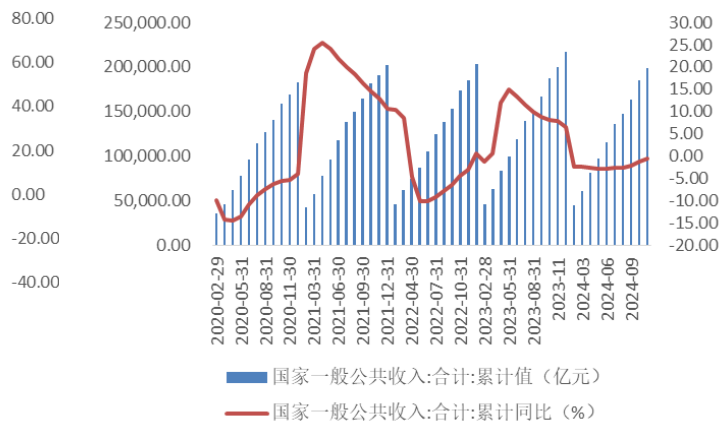
房地产负向循环继续影响政府链条，但对税费影响变小。政府的收入不但会因企业利润下降，税收减少受到影响，对于地方政府，土地使用权转让收入影响更大。2024年1-11月地方政府土地使用权转让累计收入为3.26万亿，同比下降22.4%；国家一般公共收入累计为19.90万亿，同比下降0.6%，较上月收窄0.7个百分点。地方政府的土地相关收入依然下滑较大，但随着中国经济结构的优化政府税费相关的一般公共收入下滑幅度在收窄。地方政府收入下滑会直接影响地方政府的基础设施建设投资力度，不利于地方政府缓解债务压力。

图32：政府土地累计收入和同比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图33：政府一般公共收入和同比变化

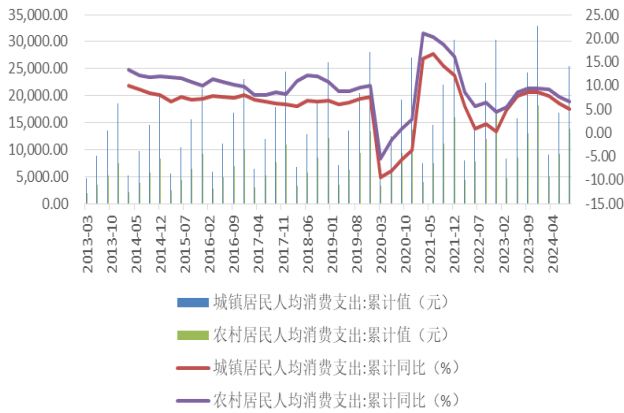


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

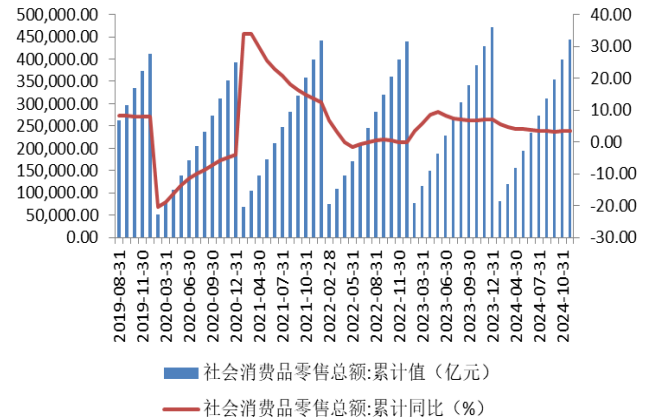
房地产负向循环继续影响消费链条。我们在2023年11月28日发布的《2024年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡》中提到房地产财富效应下降会抑制消费需求的释放。虽然收入的情况会影响到消费，地产的财富效应对于城镇居民消费支出的影响也很大。2024年前三季度城镇居民人均消费支出为2.55万元，同比增长5%，农村居民人均消费支出为1.38万元，同比增长6.5%。居民人均消费支出增速均较以前出现下降。2024年1-11月社会消费品零售总额为44.27万亿元，同比增长3.5%，增速较疫情前也有所下降。

图34：城镇和农村居民人均消费支出变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图35：社会消费品零售总额和变化

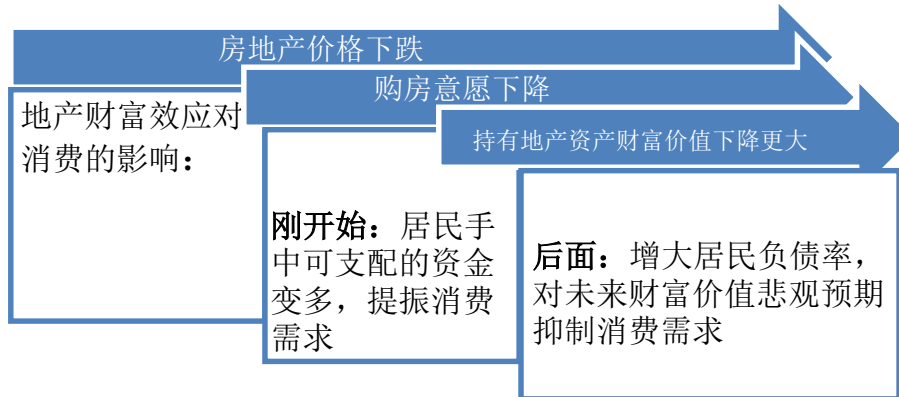


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

购房需求下降开始会改善消费，但随着房产财富效应缩水的进一步显现，财富和债务预期会带来消费的抑制。房地产价格下跌，买房意愿下降。在开始阶段，人们手中原先可能购房的资金无处可去时会部分转化为消费需求。但是随着房产价格的进一步下降，持有房产的财富价值下降，会对未来房产财富价值产生悲观预期。同时，持有房产财富价值下降预期会提升债务压力感，让人们不敢放心消费，抑制消费的进一步释放。

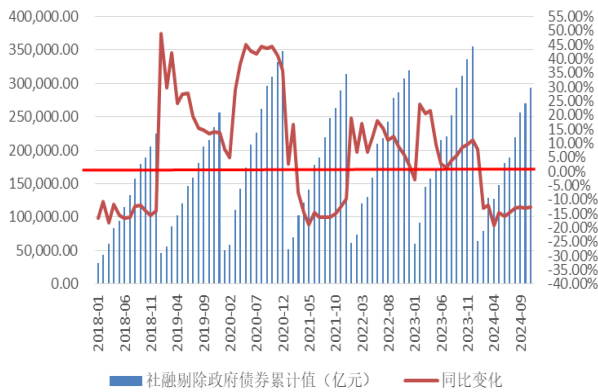
图36：购房需求变化对于消费意愿的影响变化



资料来源：东兴证券研究所

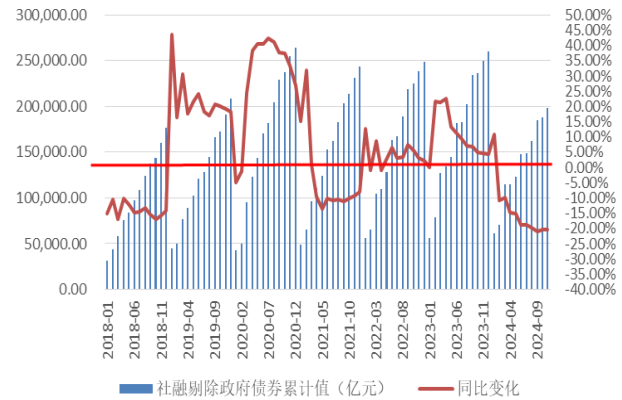
房地产负向循环继续影响金融链条。在地产行业的拖累下，企业和居民投资和融资意愿受到影响，积极财政政策下政府债券发行额度加大。2024年1-11月社会融资规模累计为29.42万亿元，同比下降12.62%；如果剔除政府债券发行额，社会融资规模减为19.87万亿元，同比更是大幅下降20.47%。

图37：累计社会融资额和变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图38：剔除政府债券后累计社会融资额和变化

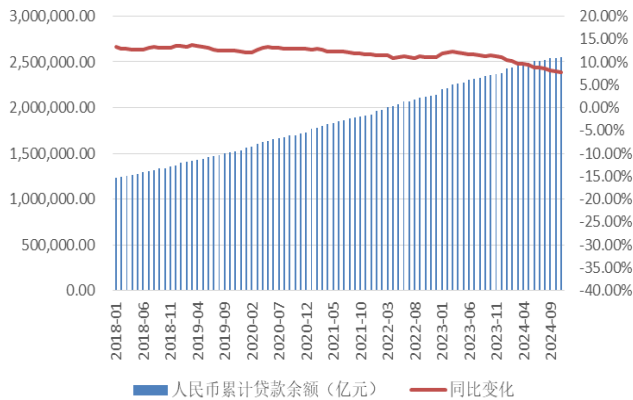


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

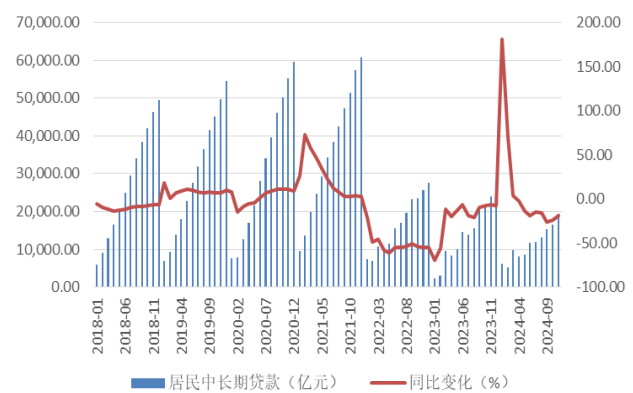
2024年1-11月累计人民币贷款余额为254.68万亿元，同比增长7.72%，较2023年之前的增速明显下降，其中居民中长期贷款为1.95万亿，同比下降18.88%。在房地产行业的拖累下，居民购房贷款购房意愿下降，企业等通过银行贷款的意愿受到影响。

图39：银行贷款余额和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图40：居民中长期贷款和增速

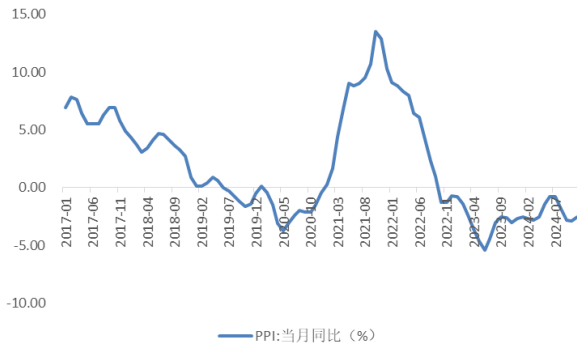


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

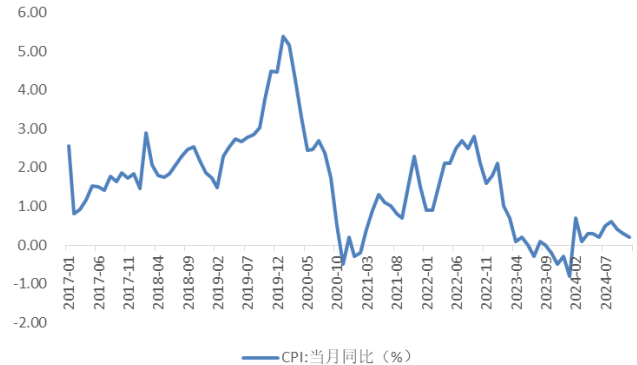
房地产行业负向循环对经济运行的影响已经触及到了各个层面。房地产行业的持续下行，刚开始还只是影响直接相关的行业和经济方面，导致房地产价格下跌，导致相关产业产品价格的下落。但是经过几年来的持续下行，房地产对经济的拖累已经触及到了方方面面，房地产行业调整已经让中国经济的系统结构产生变化。不但是地产行业相关链条形成了负向循环，也拖累经济整体进入一个“通缩”的状态。2024年11月中国PPI为-2.50%，连续二十六个月出现负增长；CPI为0.2%，连续二十一个月在0附近波动。

图41：PPI 变化



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图42：CPI 变化



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

资料来源：iFinD

4. 2025 年政策量变到质变，助力实现房地产“止跌企稳”目标可期

4.1 地产、财政和货币政策齐发力，政策效果量变到质变推动地产“止跌企稳”

地产防风险政策形式越来越丰富，覆盖越来越广，力度越来越大。对于地产行业的下行和对经济的拖累，政府防风险稳增长政策一直在不断地推出和发力，来对冲地产无收敛循环的惯性。2021 年四季度以来，各种政策不断地出台来解决出现的问题：从刺激购房需求的一系列因城施策和中央政策，到恢复地产企业正常经营的供给端支持政策，以及对违规行为的监管政策等。政策的力度也是越来越大，覆盖范围越来越广，像北上广深一线大城市在购房首付、房贷利率和税收等方面的放松政策也陆续落地。

表1：2024 年以来中央出台的房产相关政策

时间	相关政策和意见	内容	发布单位
2024-01-05	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》	健全住房租赁金融支持体系。加大住房租赁开发建设信贷支持力度。满足团体批量购买租赁住房的合理融资需求。支持发放住房租赁经营性贷款。	央行、金融监管总局
2024-01-05	《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》	对正常开发建设，抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目，积极满足合理融资。对符合条件的项目要尽快为其办理“四证”，为房地产开发企业和金融机构做好在建工程等抵押提供支持。	住建部、金融监管总局
2024-01-22	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027 年）》	优化永久基本农田外农用地转为建设用地的审批机制，探索永久基本农田精细化管理的路径，健全土地增值收益分配和征地拆迁补偿协调机制。	中共中央、国务院

2024-02-06	各地第一批房地产项目“白名单”出炉	截至 1 月底，26 个省 170 个城市已建立城市房地产融资协调机制，提出了第一批房地产项目“白名单”给商业银行，共涉及房地产项目 3218 个。	住建部
2024-03-05	2024 年政府工作报告	加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民改善性住房需求。稳步推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造。	国务院
2024-03-13	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	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，培育智能家居等新型消费。	国务院
2024-04-30	中共中央召开政治局会议	因城施策，切实做好保交房工作。统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。	中共中央
2024-05-17	国务院政策例行吹风会	支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房。	住建部、自然资源部、央行、国家金融监管总局
2024-05-17	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》	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%。	中国人民银行、国家金融监管总局
2024-05-17	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。	中国人民银行
2024-05-17	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	5 年以下(含 5 年)和 5 年以上首套公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，二套公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。	中国人民银行
2024-9-24	央行、金融监管总局和证监会新闻发布会	降低全国层面首套房和二套房比例，二套房由 25% 降至 15%，创设保障性住房再贷款，资金支持比例提高至 100%；降低存量房利率 0.5 个	央行、金融监管总局、证监会

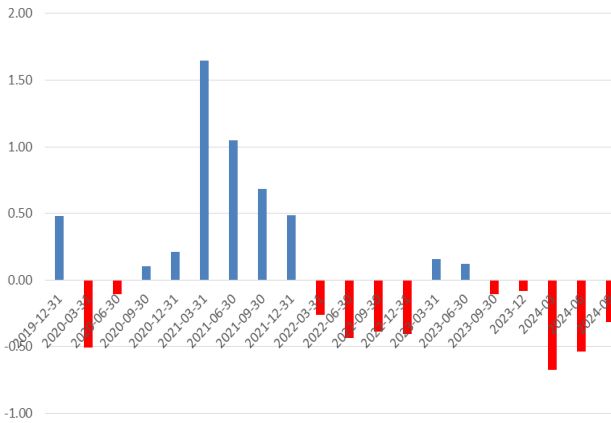
		百分点。	会
2024-10-17	住建部、财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等部门新闻发布会	取消限购、限售、限价、普通住宅和非普通住宅标准。降低住房公积金贷款利率、首付比例。新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造	住建部、财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等
2024-11-7	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》	专项债券资金用于收购土地，优先收回收购企业无力或无意继续开发，已供应未动工的住宅用地和商服用地。收回收购土地原则上当年不再供应于地产开发。	自然资源部
2024-11-8	《全国人民代表大会常务委员会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议》	增加 6 万亿地方政府债务限额置换存量隐性债务。从 2024 年开始，连续五年新增地方政府专项债中安排 8000 亿元，补充政府性财力，用于化债。	全国人大常委
2024-11-13	《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	家庭唯一住房和二套住房面积 140 平方米及以下契税率均为 1%，一套和二套面积 140 平方米以上的契税率分别为 1.5% 和 2%。土地增值额未超过扣除项目金额 20% 的，继续免征土地增值税。北上广深取消普通和非普的与全国统一增值税政策，购买 2 年及以上的住房销售免征增值税。12 月 1 日执行。	财政部、税务总局、住建部
2024-11-15	《部署各地进一步做好城中村改造工作》	城中村改造从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，扩大到近 300 个地级及以上城市。	住建部、财政部

资料来源：中国人民银行、国家金融监督管理总局、住建部，国务院、东兴证券研究所

地产对经济拖累正逐季环比收窄，政策正从量变到质变。在地产负向循环的过程当中，在距离循环自我收敛约束条件还有很大差距的时候，在外部政策控制效果力度不够的情况下，惯性的力量会逐步越来越大。

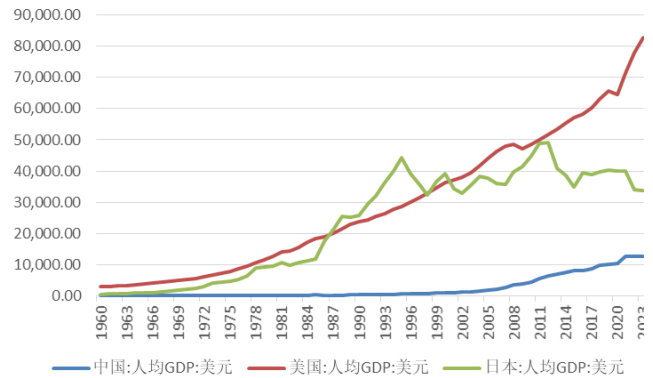
我们也可以看到：房地产对于经济的拖累在 2024 年大于 2023 年。2024 前三季度房地产对 GDP 的拖累较 2023 年同期加大 0.22 个百分点。但是也看到 2024 年前三季度环比 2024 年上半年的拖累减少 0.22 个百分点，这和政策不断地出台有关。虽然一系列因城施策和系统性中央政策的次第陆续出台不能够立竿见影的遏制房地产的负向循环，但使得负向循环的惯性得到一定的减弱。政策也正在从数量上的变化向显现质的效果方向转变。

图43：2024 年房地产对经济拖累情况（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图44：中美日人均 GDP 水平

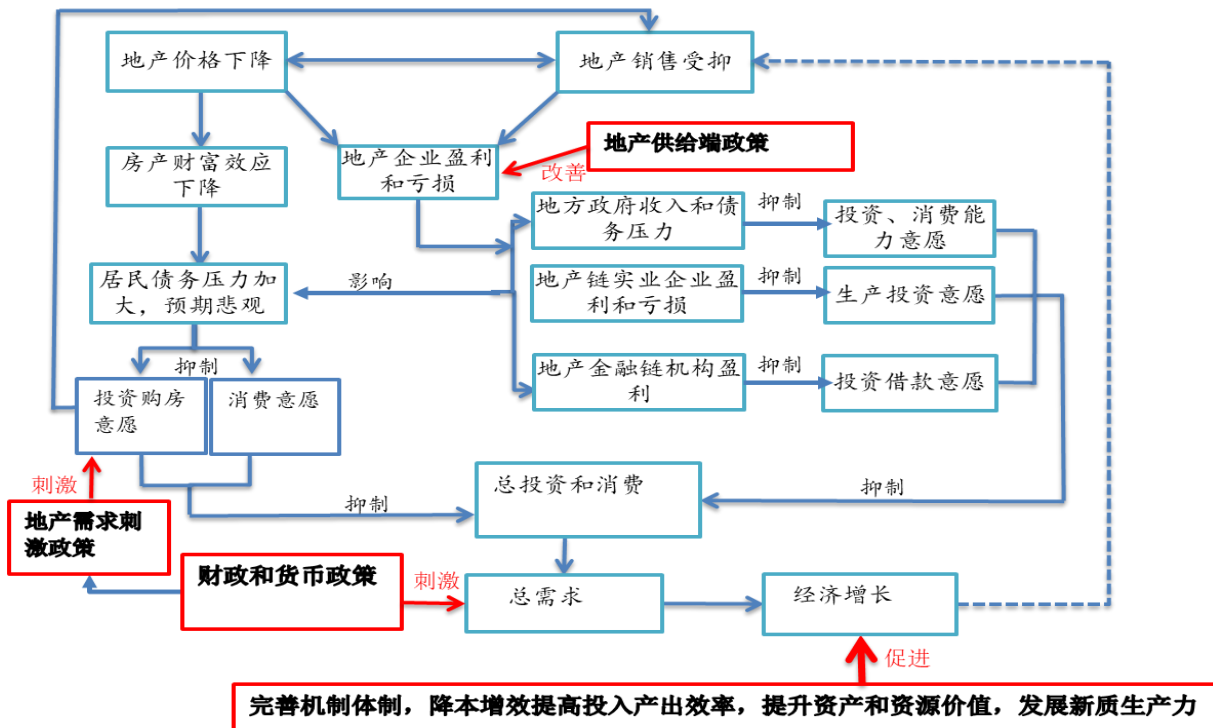


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

发展新质生产力，打实地产和经济防风险安全垫。在房地产防风险的相关系统政策出台的同时，积极发展新质生产力、优化生产关系，提高政策的效率，提高投入产出效率。从而达到完善和优化市场运行机制，提升生产力水平，完善提升经济自我驱动机制。中国的人均 GDP 水平还比较低，2023 年中国人均 GDP 为 1.26 万美元，较美国的人均 8.28 美元，日本的 3.38 美元还有很大的差距。发展新质生产力才能够实现投入产出效率的提升，和我们 2023 年 11 月 28 日发布《2024 建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡》中的观点：面对地方债务压力和地产对经济的拖累，提高投入产出和资产价值才能够从长期解决问题。

图45：地产无收敛循环影响经济的机制



资料来源：东兴证券研究所

2024 年国家对于企业设备更新的补贴力度加大，对于高科技等新质生产力方向的政策支持力度加大。同时，优化生产关系，完善各种监管制度法规等，加大反腐力度，减少经济运行的跑冒滴漏，降低市场经济运行的成本，改善市场经济的分配机制。提升生产力和润滑和完善市场运行机制，提升宏观政策的效果，为地产防风险提供更厚的安全垫。

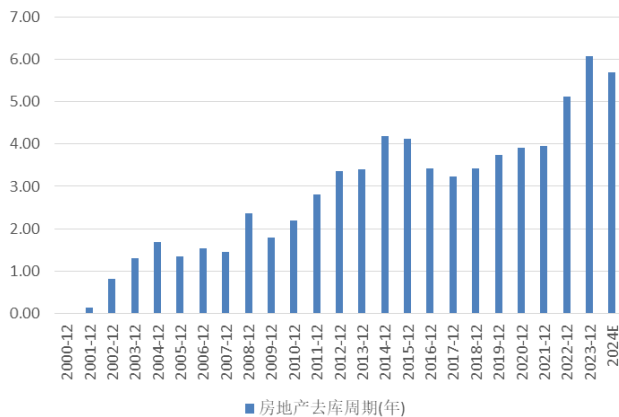
4.2 2025 年地产“止跌回稳”，回归长期健康发展轨道可期

2025 年政策支持力度加大有利房地产“止跌回稳”。2024 年房地产的负向循环虽然还没有反转，但是在政策的调控之下仍处于向长期健康发展回归的可控状态。2024 年 12 月中央政治局会议和中央经济工作会议提出了 2025 年防风险，持续用力推动房地产市场止跌回稳的重要工作目标。实施积极财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，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。

2025 年合理控制用地增量有利房地产“止跌企稳”。2021 年之前，房地产行业粗放式发展模式建设了大量的住房供给，同时也产生了很多不能按时竣工的地产项目。在中国逐步向老龄化迈进，新增人口减少，城镇化率水平达到 66.16% 的情况下，阶段性购房需求不能够消化前期粗放式建设带来的房地产供给。

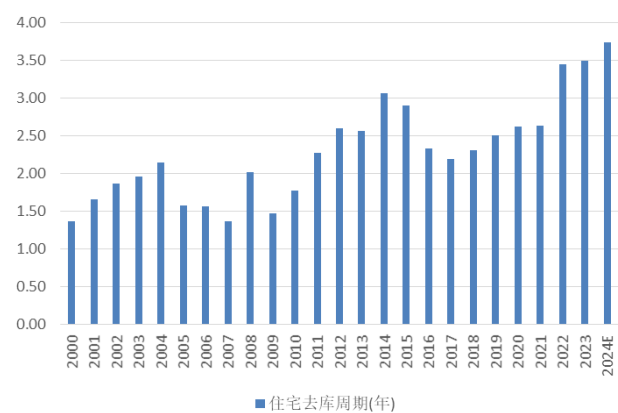
但是随着地产调控政策推进，房地产增量下降，地产供需状况也会发生变化。我们从 2024 年的房地产库存去化时间看，正在发生着改善。我们把累计新开工面积中减去已销售面积作为房地产的库存面积，按照这样的计算，2024 年房地产去库周期已经开始较 2023 年下降，从 2023 年的 6.07 年降至 5.70 年。虽然住宅的去库时间在 2024 年没有出现回落，主要是 2024 年住宅销售低迷。但是随着 2025 年新开工继续低迷，随着 2024 年四季度全面落地的降低首付，降低房贷利率和降低税费政策的推动下，住宅销售情况将会有所改善，带来住宅去库周期改善。

图46：全国房地产去库周期



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图47：全国住宅去库周期



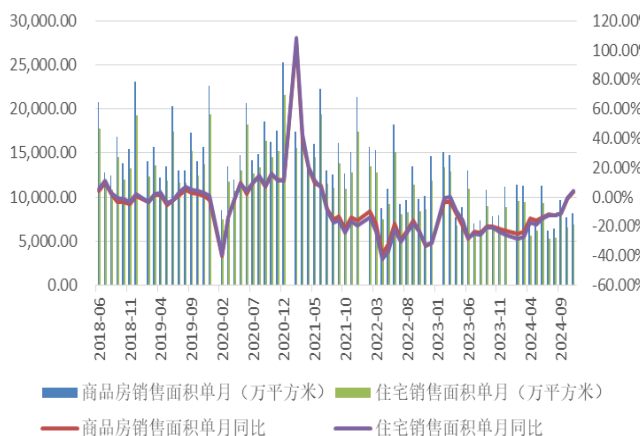
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

系统性需求刺激政策从量变到质变起效，销售逐渐企稳带来房地产“止跌企稳”。在房地产需求系统性刺激的政策下，销售情况开始有企稳迹象。2024 年 11 月单月全国商品房和住宅销售面积分别为 8187.79 万平方米和 6855.84 万平方米，同比增长 3.25% 和 4.22%，已经实现了同比转正。政策累计的效果开始逐步显现。

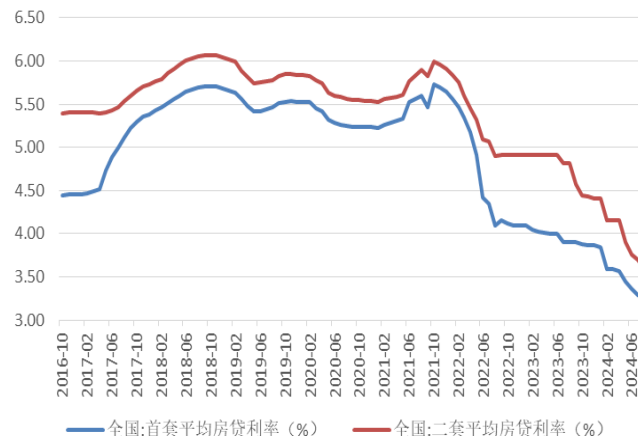
我们可以看到购房的首付比例已经降至 15% 的历史新低, 全国房贷平均利率从 2021 年 10 月以来持续下跌, 首套房和二套房的平均贷款利率从 5.73% 和 5.99% 逐步回落, 到 2024 年 8 月分别已经降至 3.25% 和 3.6%。再加上税费的减免正在释放刚性和改善型住房需求, 叠加城中村和旧城改造, 以及新政策工具的推出, 政策正在从量的累计, 逐渐向质变过渡。

图48：商品房和住宅单月销售面积和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图49：平均购房贷款利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

5. 供给优化和地产企稳助力建筑建材行业回归新平衡，带来估值和业绩改善

面对地产负向不良循环带来的经济拖累已经持续了很长时间, 这种影响虽然在 2024 年在变大, 但是在政策不断地对冲的过程当中, 地产的负面影响和拖累也在 2024 年逐季有改善迹象。在 2025 年负向循环势能逐步减弱和政策进一步加大发力的过程当中, 房地产企稳可期。房地产稳健发展才能够为中国经济结构调整和升级提供稳定的发展环境, 让中国经济行稳致远。

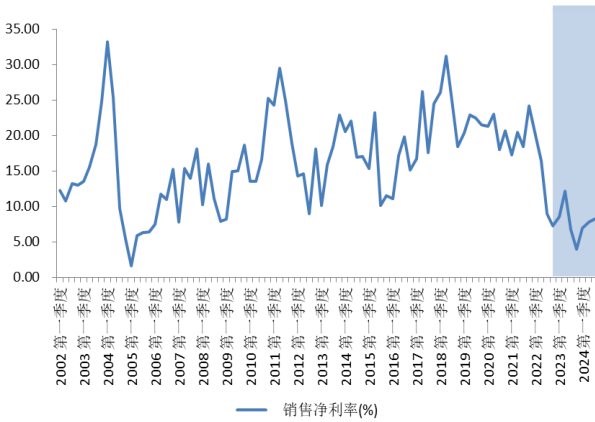
5.1 市场和政策双向推动供给端优化叠加需求探底企稳, 助力 2025 年行业供需改善

建筑建材行业这几年在地产持续下行的过程当中, 需求减少, 行业竞争激烈, 优胜劣汰加剧。上市公司作为行业中相对优秀的公司, 在这几年时间里盈利水平一直在行业历史低位波动。行业中其他的中小企业的境况更是非常艰难, 甚至被淘汰出市场。行业低迷的时间越长这种淘汰的力度也就越大。

水泥龙头：海螺水泥 2024 年第三季度净利率水平为 8.24%，同比提高 1.5 个百分点。从 2022 年第 4 季度以来, 海螺水泥净利率水平持续在历史最低位置波动。但也看到海螺水泥单季盈利水平在供给优化的情况下同比也出现微幅改善, 估计这和水泥行业供给端优化的趋势较好有关。

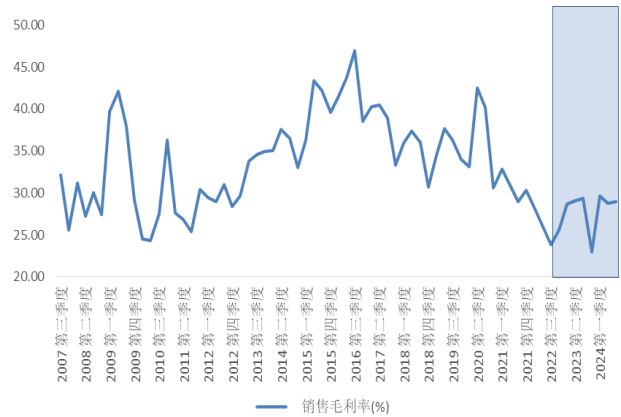
防水材料龙头：东方雨虹在 2024 年第三季度毛利率和净利润率分别为 28.92% 和 5.10%，同比下降 0.46 和 6.89 个百分点, 防水材料的盈利水平虽然 2022 年三季度以来一直处于历史低位, 仍未见好转迹象。

图50：海螺水泥单季度净利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图51：东方雨虹单季度毛利率变化



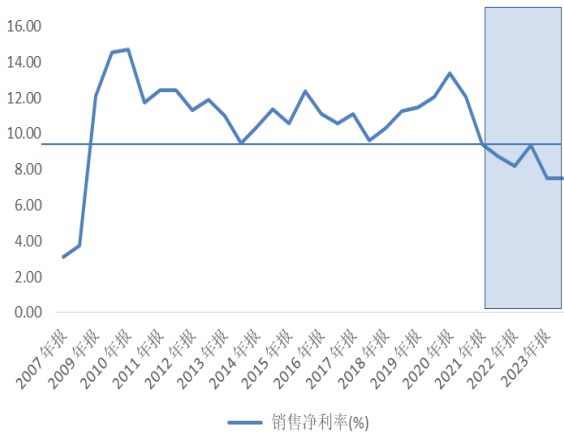
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

塑管龙头：中国联塑 2024 年上半年销售净利率率为 7.5%，同比下降 1.88 个百分点，虽然盈利水平已经是历史低位，但同比依然更低。

减水剂龙头：垒知集团净利率率 2024 年第三季度仅为 3.51%，同比下降 0.97 个百分点。

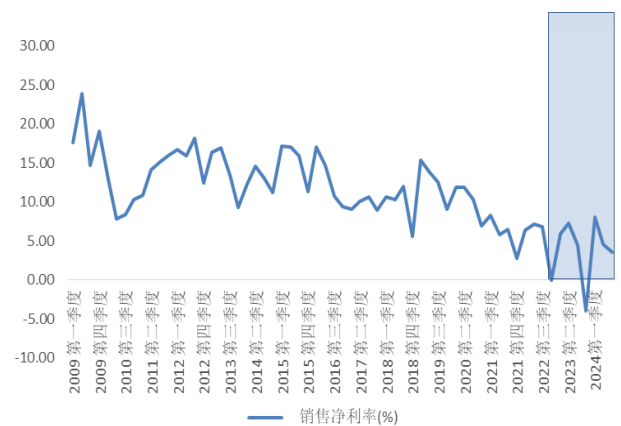
这些公司作为行业中优秀的企业，他们的盈利水平已经持续处于历史低位，处于微利的水平，非上市公司的情况会更差，很多中小企业处于持续亏损和停产状态。

图52：中国联塑净利率率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图53：垒知集团单季度净利率率变化



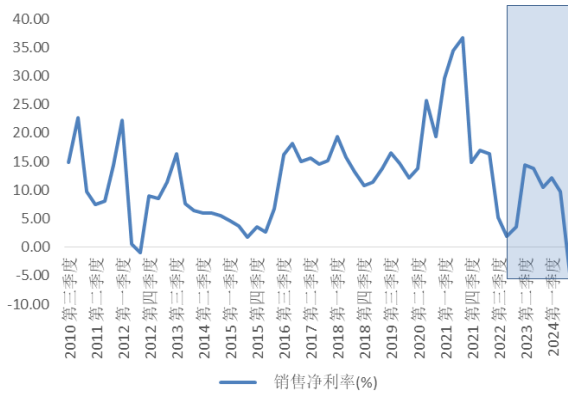
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

浮法玻璃龙头：旗滨集团虽然不断发展特种玻璃新业务，但在 2024 年第三季度单季度净利率率水平已经为负值-4.74%，同比下降 18.59 个百分点，处于亏损的状态。

玻璃纤维全球龙头：中国巨石 2024 年第三季度毛利率水平为 28.28%，虽然同比去年提高 1 个百分点，但仍处于历史低位水平。

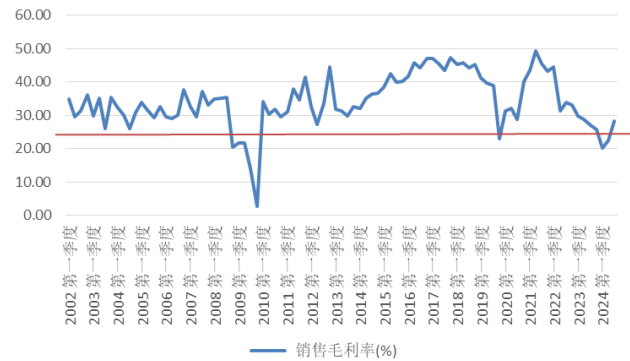
行业在景气度历史底部持续低迷的时间越长，就会有更多落后企业和产能被淘汰出市场和行业。行业供给的优化程度就会越大。

图54：旗滨集团净利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图55：中国巨石毛利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

在市场淘汰的基础上，行业政策也在加速推动行业供给端优化。2024 年《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》继续对水泥和玻璃提出减量置换要求。并且提高了置换的门槛和要求：连续两年产能利用率低于 30% 的水泥生产线不能用于置换；前三年产能利用率低于 50% 的原则上不得从省外置换产能等。还有环保和技术指标要求提升等均会加速行业落后产能的退出，实现供给端的优化。

表2：行业产能优化相关政策

时间	相关政策和意见	内容	发布单位
2023-11-27	GB175-2023《通用硅酸盐水泥》	新国标对水泥企业提出了更高的要求，强制标准必须执行。取消复合硅酸盐水泥 32.5 等级水泥，调整水泥生产用原料要求，修订水泥技术指标。2024 年 6 月 1 日执行。	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会
2023-11-30	《空气质量持续改善行动计划》	高质量推进钢铁、水泥、焦化等重点行业及燃煤锅炉超低排放改造。确保工业企业全面稳定达标排放。推进玻璃、石灰、矿棉、有色等行业深度治理。	国务院
2023-12-27	产业结构调整指导目录（2024 年本）	对建材行业的产能做了鼓励、限制和淘汰类型的区分	国家发改委
2024-05-27	《水泥行业节能降碳专项行动计划》	加快推进水泥行业节能降碳改造和用能设备更新，推广应用节能技术，推进绿色低碳发展。并提出 2025 年和 2030 年行业能效目标，加快水泥行业强制性节能标准更新升级、技术创新和管理提升。	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局
2024-09-30	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）	2024 年水泥作为首个管控年度，2025 年完成首次履约工作。2027 年深化完善。	中华人民共和国生态环境部

2024-10-17 《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》 按照等量或减量的原则进行置换，新建生产线能效需达到能效标杆水平。连续两年产量不足年产能 30%的生产线等产能不可用于置换。前三年水泥熟料平均产能利用率低于 50%的省份新建水泥熟料生产线，原则上不得从省外置换产能。水泥熟料产能置换比例在大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域置换比例不低于 2:1 和 1.5:1 平板玻璃为分别不低于 1.25:1 和 1:1。产能置换方案自公告之日起两年内，项目建设企业应完成备案和环评等手续，三年内建完点火投产，否则方案失效。对已经完成产能置换方案公告的，在《实施办法》实施前未开工建设的项目，应于 2026 年 12 月底前完成点火投产；未完成的，2027 年 1 月 1 日后产能置换方案失效。

资料来源：国家市场监督管理总局、国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局、东兴证券研究所

在市场优胜劣汰和行业政策加速落后产能淘汰的双重驱动下，建筑建材行业中很多企业，包括上市公司在内处于停产和破产重整的状态。随着行业供给结构优化的不断地深入，一旦需求企稳或者减少速度低于供给优化速度，就会带来行业新的供需平衡和优秀公司的业绩弹性。

需求探底回稳助力 2025 年行业供需改善。中央把地产“止跌回稳”作为 2025 年的地产防风险的重要目标，在地产行业供给端持续下行，收缩的趋势未发生根本变化的情况下，供给端的政策更注重存量土地和商品房的盘活也会对地产行业起到活跃市场的作用。虽然控制增量影响建筑建材需求释放，但地产行业还未达到和需求形成新平衡的情况下，要达到“止跌回稳”，政策的重点也必然会更着力地产的需求。通过城中村和危旧房改造、贷款利率下调和房地产发展新模式等政策改善房地产的销量，加快地产供需达到新平衡状态。供需两端的发力也会带来存量土地和房地产项目工程建设状况的改善，对于建筑建材行业需求企稳起到积极的作用。从而达到 2025 年行业供需状况较 2024 年的基础上一定程度的改善，特别是供给优化较好的行业有更好的改善弹性。

5.2 地产回归长期健康发展推动行业估值修复

房地产行业虽然还在持续下行，但这是前期地产问题带来的后遗症，也是地产行业向长期健康发展轨道回归所必然经历的过程。随着几年来在政策的不断地推出和累计落地，政策的效果也会开始逐步明显。房地产回归长期健康发展轨道必须是确定的，中国经济也不允许出现房地产失控带来的系统性风险。随着房地产下行动能减弱和政策对冲的地产拖累效果逐步明显，房地产回归长期健康发展轨道的预期也会更加明晰。长时间的地产下行会带来过度悲观的市场情绪，当市场对于房地产行业的过度悲观的预期逐步改善，也会带来建筑建材行业估值的修复。

同时，在罕见的地产景气度长时间下行冲击过程中，建筑建材行业景气度持续低迷的环境会加速市场优胜劣汰，龙头和优秀公司依靠自身的强综合竞争力和很强的抗风险能力，反而会成为行业环境低迷的受益者，提升市占率，进一步提升自身的护城河和健康发展的确定性，从而提升自身的估值水平。

6. 建材着眼供给端优化和并购受益大的龙头和优秀公司，建筑着眼央企国企龙头

6.1 需求稳定的情况下供给端优化有利龙头和优秀公司弹性和并购

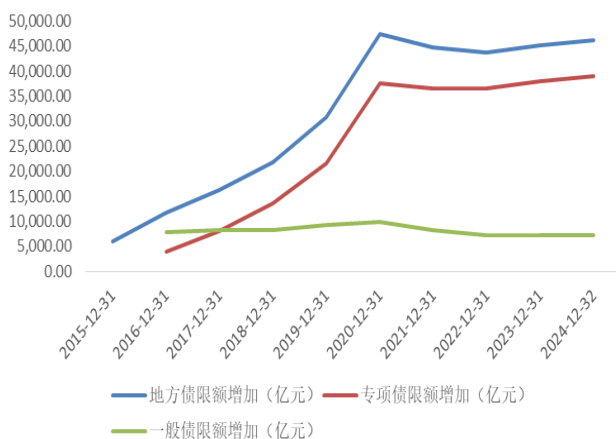
合理控制土地增量对地产行业端需求端改善会有约束。房地产当前负向循环的状况还没有发生反转，中央经济工作会议也提出政策的目标是“止跌回稳”，并提出要“合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作”，可以看出政策的目标并不是要增加房地产的供给量，而是要让房地产企稳。结合房地产行业当前的状况，作为房地产上游的建筑建材行业，需求端的改善弹性必然会受到约束。

地方政府化债约束 2025 年基建相关需求。对房地产行业合理控制新增用地供应，地方政府土地使用权转让收入也必然会受到影响。在地方政府财政力量受债务压力影响的情况下，基础设施的建设不能够再走以前的地产推动基建，基建推动地产的老路。

2023 年末全国地方政府隐性债务余额为 14.3 万亿元，考虑到政府债务和隐性债务后全国政府的负债率为 67.5%，2024 年 11 月 4 日全国人大常委会安排了 6 万亿元分三年落地的置换地方政府存量隐性债务的额度，并提出从 2024 年连续五年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债。

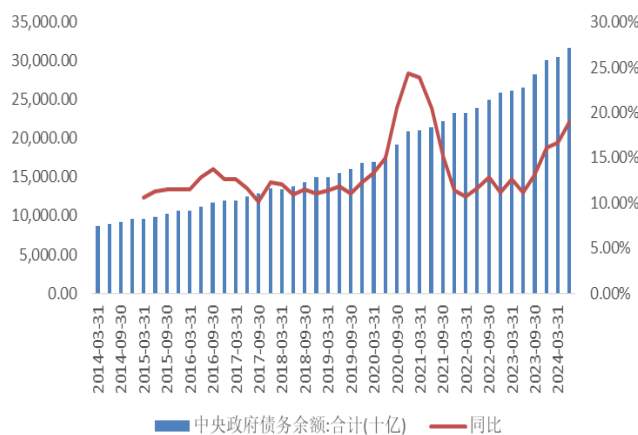
在地方政府土地收入和化债的约束下，不利于地方政府基础设施建设财力的改善。中央政府的超长期特别国债更多地是用于“两新两重”的项目，主要是起到长远发展和稳定内需的作用。所以，基建端需求改善的弹性受中央政府财政力度的影响，中央财政发力的节奏和力度存在不确定。

图56：地方政府债务限额



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图57：中央债务余额和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

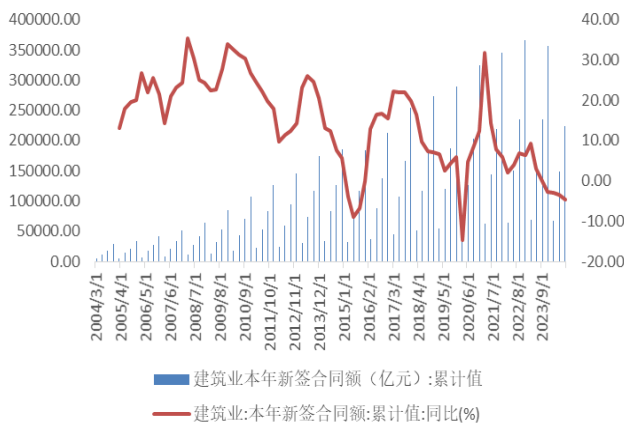
供给端优化较好的行业弹性更大，龙头和优秀公司受益更大迎来更好弹性和外延式发展机遇。周期性行业的弹性来自于供需的周期性变化，特别像水泥、防水材料、塑管、涂料和玻纤等建材行业。甚至建筑行业，在行业持续低迷的情况下，对于供给端的优化力度越大，一旦需求企稳会带来的供需弹性越大。建筑建材行业最大趋势是集中度的提升，在当前的行业环境下，行业集中度提升趋势会加速，龙头和优秀公司的市场份额得到较快提升以及通过并购获得外延式发展的机遇。

6.2 央国企建筑公司受益政策大，提高分红和海外发展开拓新空间

央企建筑龙头公司受益政策较大，市占率持续提升。建筑行业中央国企上市公司是行业中优秀的公司。2024 年以来建筑行业新签订单虽然同比在下降，2024 年前三季度新签合同额为 22.32 万亿，同比下降 4.74%。但对建筑央企上市公司（中国中铁、中国铁建、中国交建、中国能建、中国建筑、中国中冶、中国电建和中国化学）新签合同额大部分公司同比保持正增长。

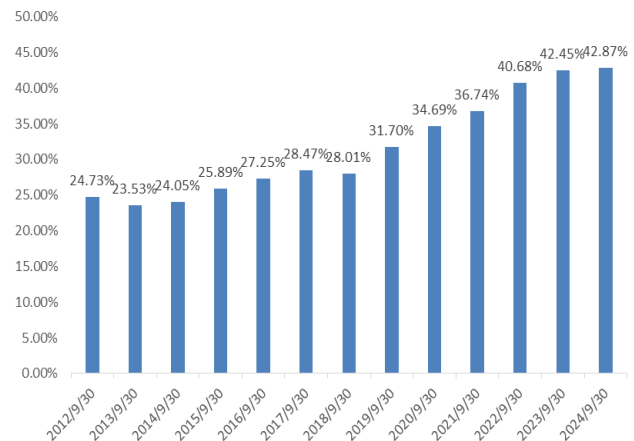
七大基建央企建筑龙头上市公司（中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑、中国中冶、中国电建和中国化学，中国能建数据较短剔除）的新签合同额占行业新签合同额的比重处于不断上升的态势当中，2024 年前三季度新签合同额占比为 42.87%，较 2023 年前三季度提高 0.42 个百分点。

图58：建筑业新签合同额和同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图59：七大央企建筑龙头公司新签合同额占比

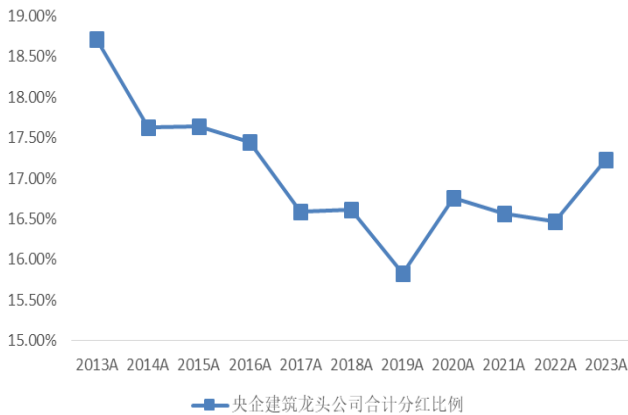


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

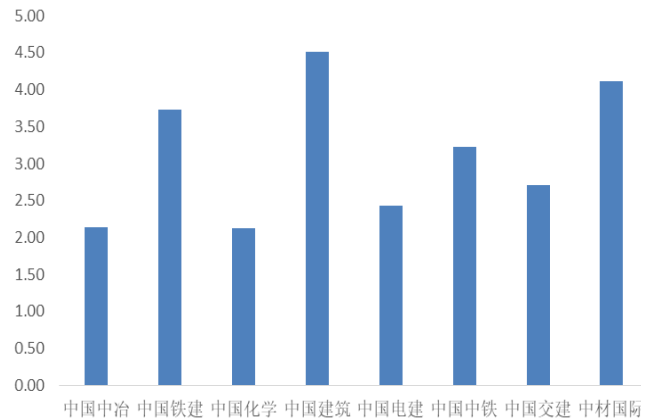
央企建筑龙头板块分红比例总体保持稳定，政策落地等有利分红比例持续提升。我们以中国建筑、中国中铁、中国铁建、中国交建、中国中冶、中国电建、中材国际和中国化学八大央企建筑龙头为样本统计。2014 年到 2023 年的十年时间里央企建筑龙头板块的现金分红比例总体保持稳定，在 17% 左右。2020 年到 2023 年的分红比例保持波动向上的态势。公司章程中均对分红提出要求。国资委“一利五率”（利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善、研发投入强度和科技产出效率持续提高、资产负债率稳定）的考核和对央国企市值管理的要求必然会减少公司资金的低效占用，更加注重股票价格和股本规模的匹配，更加注重股东的回报，提升央企分红比例的提升。

图60：建筑央企龙头公司分红比例变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图61：央企建筑龙头股息率（%）（24年12月24日收盘价）



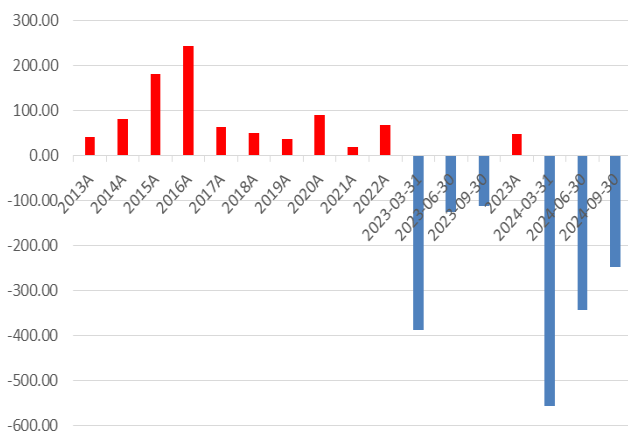
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

央企建筑龙头现金流有改善迹象，海外发展进入较好阶段。在地产行业持续下行的拖累下，地产的工程项目和地方政府相关的基建项目均受到负面的影响和约束，对建筑行业需求造成影响。建设项目资金紧张影响央企建筑龙头上市公司的经营现金流，央企建筑龙头 2024 年前三季度加大筹资力度，减少更多的支出。虽然近两年来央企建筑龙头公司现金流情况有所变差，但是从 2024 年前三季度看，环比有改善迹象。

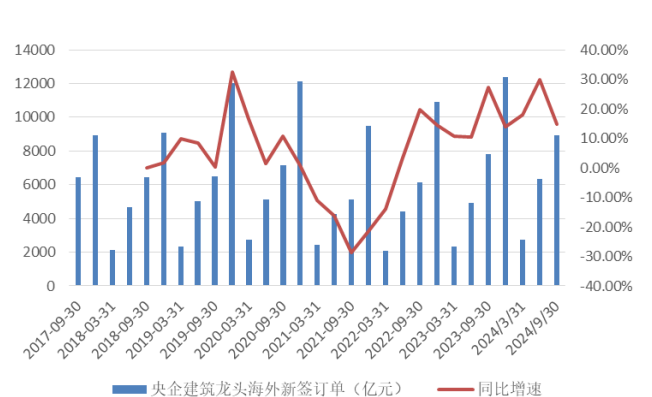
中国海外工程承包新签合同 2024 年增速保持较高水平。2024 年 1-10 月全国对外承包工程新签合同额人民币计价 1.26 万亿元，同比增长 16.60%。“一带一路”共建国家累计新签合同的占总对外承包工程新签合同额的比重 2024 年以来占比一直在 80% 以上。央企建筑行业龙头上市公司具备全球竞争力，不但是中国“一带一路”政策落地的主力军，同时在全球市场竞争中优势明显。建筑央企龙头公司 2024 年 1-9 月（中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建、中国中铁和中国化学）累计新签海外合同金额为 8938 亿元，同比增长 14.76%，2022 年三季度末以来新签海外合同额同比增速一直保持在 10% 以上，最高达到 29.82%。在一带一路政策的推进下，在当前的内外部特殊的宏观环境中，央企建筑龙头海外业务的快速推进带来发展新空间。

图62：建筑央企龙头公司经营净现金流/经营活动收益（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图63：央企建筑龙头海外新签订单额和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

7. 风险提示

房地产政策调控效果不及预期、财政政策力度和效果低于预期、能源和原材料价格波动超出预期、国际贸易保护发展超出预期、地缘冲突影响超预期和国际外部政策变化超出预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	央企龙头研究系列之四：海外发展加速	2024-12-12
行业普通报告	政策落地等有利分红比例持续提升	2024-12-06
公司普通报告	中国交建 (601800.SH)：提质优化资产，增加分红	2024-12-04
行业普通报告	央企龙头研究系列之二：现金流环比有改善迹象	2024-12-03
行业普通报告	央企龙头集中度继续提升	2024-12-02
行业普通报告	如何看待浮法玻璃价格的变化？	2024-10-25
行业普通报告	如何看待近期水泥的持续提价？	2024-10-22
行业普通报告	专项债发行加速提升行业需求，财政协同提效助质变	2024-10-10
行业深度报告	建筑建材行业：行业长期历史低位波动，等待供给优化和政策量变到质变	2024-09-30
行业普通报告	关注政策发力下龙头和优秀公司的估值修复	2024-08-20
行业普通报告	着眼供给端变化，内需之重下政策推进行业估值修复	2024-08-13
行业普通报告	非金属材料：内需之重下政策推进行业估值修复—非金属材料周报	2024-08-07
行业深度报告	内需之重下静待新平衡—建筑建材行业 2024 年半年度宏观展望	2024-07-29
行业普通报告	建材行业：双重发力加速水泥落后产能淘汰，等待新平衡	2024-06-20
公司普通报告	中国巨石 (600176.SH)：玻纤龙头优势引领，低迷期夯实新发展基础	2024-10-29
公司普通报告	北新建材 (000786.SZ)：逆势继续保持稳健发展	2024-10-25
公司普通报告	海螺水泥 (600585.SH)：历史底部持续蓄力，等待改善	2024-08-29
公司普通报告	中国巨石 (600176.SH)：玻纤龙头经营稳定抗风险能力强	2024-08-27
公司普通报告	北新建材 (000786.SZ)：“两翼”业务和海外拓展带来新成长	2024-08-23
公司普通报告	伟星新材 (002372.SZ)：市占率逆势向上，现金牛分红提升	2024-04-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师、选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。2020 年 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 名。2021 年 wind 金牌分析师第 2 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526