



证券研究报告



把握众多“不确定”中的“确定性”

中泰证券2018年建材中期策略

分析师：张 琰 (SAC: S0740518010001) (18621778581)

联系人：孙 颖 (15618950673)

2018. 5. 31

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

目 录

- 一、2018，把握诸多“不确定”中的确定性
- 二、水泥：全年需求预计平稳，“熟料资源化”利好过剩产能化解
- 三、玻璃纤维：需求稳增，成长趋势不改，龙头配置价值凸显
- 四、消费建材：与时间为友，与强者相伴
- 五、玻璃：环保趋严平滑行业成本曲线，期待地产补库存带动需求回暖
- 六、石英玻璃：下游需求高景气，进口替代空间大

建材行业：存量时代，从供给端的确定性中把握机会

2018年下半年我们面临着较多的不确定性

需求端的相对不确定性

- 唯GDP论的思维变化
- “去杠杆”背景下财政收紧
- 房地产调控导致投资下滑
- “防范金融风险”下资金面风险
- 错综复杂的外部环境

供给端的相对确定性

- 新旧动能转换的大背景
- 供给侧改革推进的决心
- 产能新增受到严格限制
- 绿水青山下的环保趋严
- 资源端收缩的力度加强

存量时代，强者恒强

从供给端的相对确定性中把握结构性机会

紧握三条主线

- 随着建材行业“存量时代”到来，行业的整体研究框架和投资思路也悄然发生了变化。
 - ✓ 行业格局固化沉淀，好的“跑道”、“风口”越来越少，供给侧站上主舞台，市场从“做加法”开始转向“做减法”；
 - ✓ “价”取代“量”成为市场关注的重心，资产质量和“定价权”将扮演更为重要的角色。
- 基于以上判断，我们建议市场在2018从定价权的角度关注建材板块的三条逻辑主线：
 - 1) 供给侧改革深化，巨头定价权继续凸显，周期波动收窄，行业价值属性增强（传统建材龙头**海螺水泥、中国建材、旗滨集团**等）；
 - 2) 产业结构升级大趋势下，具备需求真实增长潜力的细分领域，将有望涌现竞争力、壁垒都更为强大的企业（玻璃纤维行业龙头**中国巨石、中材科技**；石英玻璃行业龙头**菲利华**等）；
 - 3) “家”本位的传统观念将继续推动消费升级，地产商集中度快速提升将助力B端放量，优质品牌建材延续做大做强之路（**北新建材、东方雨虹、伟星新材、帝欧家居**等）。
- 从定价权的强弱来看 目前 水泥=石膏板>玻纤>玻璃>其他品牌建材

目 录

- 一、2018，把握诸多“不确定”中的确定性
- 二、水泥：下半年价格或超预期，“熟料资源化”利好过剩产能化解
- 三、玻璃纤维：需求稳增，成长趋势不改，龙头配置价值凸显
- 四、消费建材：与时间为友，与强者相伴
- 五、玻璃：环保趋严平滑行业成本曲线，期待地产补库存带动需求回暖
- 六、石英玻璃：下游需求高景气，进口替代空间大

水泥：上半年需求稳中略降，区域间分化明显

- 今年1-3月，由于春节后各地开工晚，水泥需求不济；但4-5月需求持续回暖，大企业的出货量也持续超预期，4月水泥单月需求增速为3.2%，1-4月累计需求增速缩窄至-1.9%
- 从区域角度看，南强北弱的现象非常明显，从全口径看，北方的需求增速均下滑明显，而南方的需求下滑幅度较小

图：全国水泥产量增速



来源：国家统计局、中泰证券研究所

图：全口径2018年1-4月各地需求累计增速

产量	增速
全国	-11.7%
华北	-31.6%
东北	-34.0%
华东	-13.2%
中南	-7.1%
西南	-3.0%
西北	-24.7%

来源：国家统计局、中泰证券研究所

2018夏季错峰生产力度前所未有

- 今年错峰力度进一步加强，河北、山西、江苏、福建、江西、山东、河南、湖北等地错峰生产政策比2017年更加严格，供给端的收缩力度进一步加强

图：2017-2018夏季错峰生产政策一览

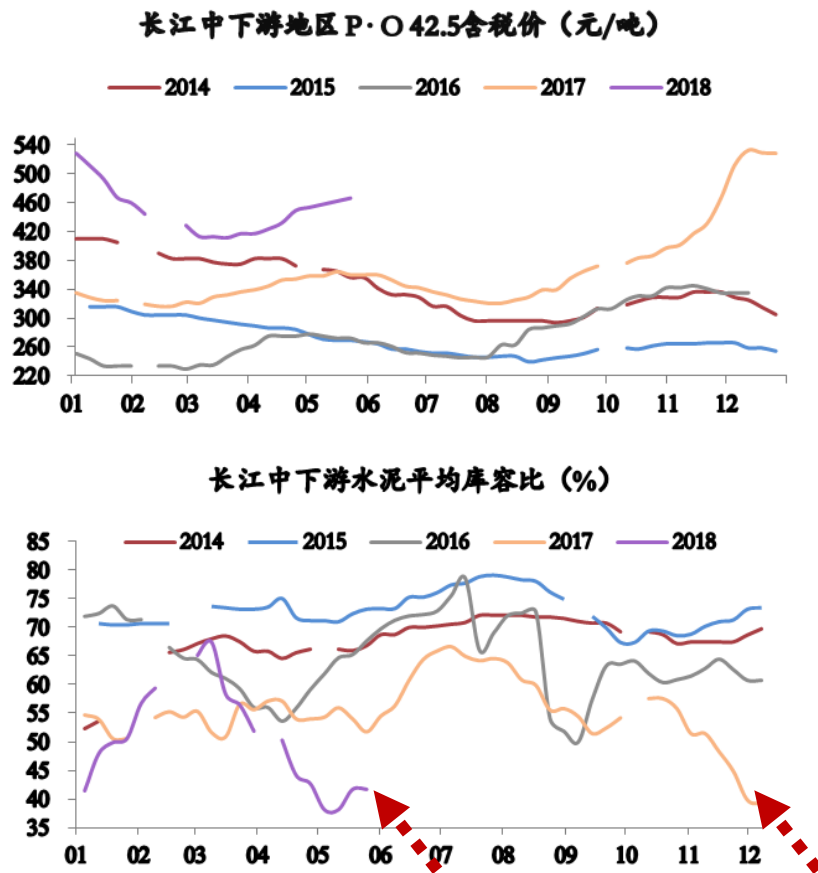
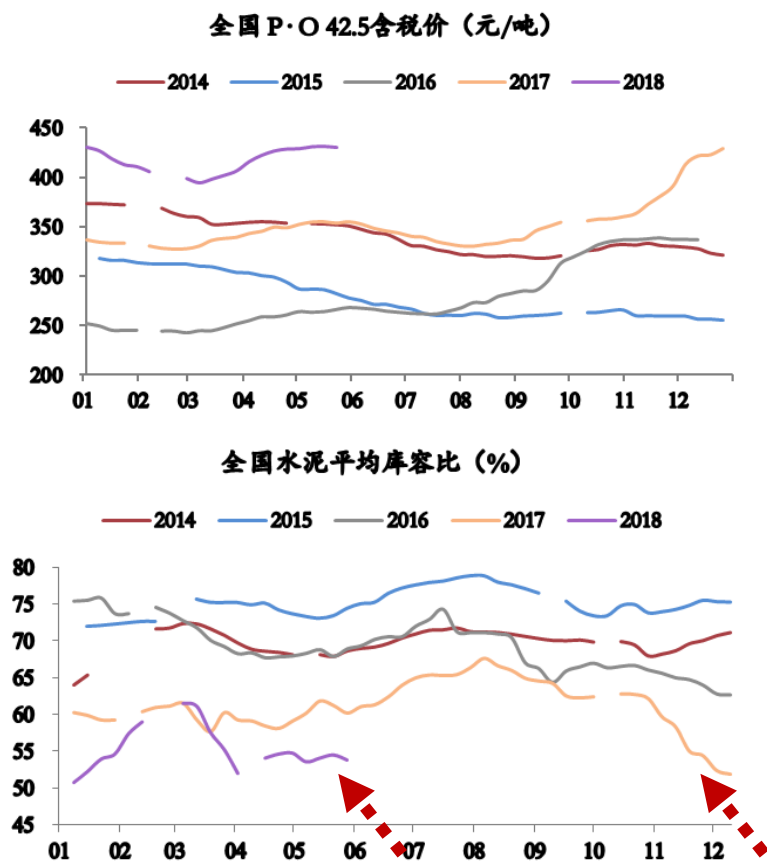
已公布夏季错峰生产政策的省份政策对比（标红代表2018年错峰力度增强）		
省份	2017	2018
河北	邯郸、邢台、石家庄、保定四市水泥熟料企业，自6月26日0时至7月5日24时停产10天	2018年3月16日至2018年11月14日，唐山市水泥窑限产 30% ；邯郸市水泥行业今年非采暖季限产 20% 左右；河北石家庄、邢台、邯郸 5.25-6.13停窑20天
山西	2017年山西省水泥行业秋季错峰生产时间安排为8月26日至9月4日，停窑10天；9月26日至10月5日，停窑10天，两次共计停窑20天	2018年全省非采暖季停窑 60天 。2018年4月26日-2018年5月15日，共计停窑20天；2018年6月26日-2018年7月15日，共计停窑20天；2018年9月21日-2018年10月10日，共计停窑20天；2018年11月起执行全省冬春季错峰生产规定
安徽	基本无错峰	原则上一季度及6-7月份市场需求淡季实施错峰，停窑时间不少于20天
江苏	2017年6月24日起至2017年7月30日停产共计20天	一季度停产45天，梅雨和高温期间停产 30天
福建	要求6月12日至7月11日期间每条窑线停窑检修10天	2018年春节期间及酷暑伏天开展错峰生产行动，从春节前至8月30日，分2个阶段，43台窑每台窑停 60天
江西	江西各主要水泥企业，定于6月1日-8月20日前全省平均每条窑线停10天	全省水泥熟料生产线每年错峰生产时间原则上不少于55天，其中春节期间不少于35天，夏季酷暑不少于10天，环境敏感期不少于10天
山东	2016年11月1日到2017年3月31日停产	6月起非采暖季停窑 40天 ，自2018年6月1日至20日，全省水泥熟料生产企业错峰停窑；自2018年8月17日至9月5日期间，全省熟料企业错峰停窑。
河南	全年120天	2018年河南水泥错峰生产时间将比去年增加40天，达到 160天 。这其中，由政府主导的采暖季错峰为120天，行业企业之间自律性停窑为40天左右。
湖北	一季度不少于50天；三季度8-9月不少于20天；四季度不少于20天。	约80%的生产线停窑需超过 60天 ，全年每条窑的停产时间超过70天，非冬季错峰的生产天数达到平均30天以上
湖南	全年停窑错峰生产及检修时间原则上不少于100天。	2018年错峰生产停窑时间原则上不少于85天，其中一季度不少于35天，四季度不少于20天，承担协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物的熟料生产线可以适当减少错峰停窑时间
广东	一季度停产20天，全年40-45天	全年计划错峰生产停窑40天/窑，分两阶段进行。第一阶段：春节前后：2018年2月1日至4月30日所有熟料生产线分别停窑20天，其中2月1日至2月28日每条生产线分别停窑10天，3月1日至4月30日每条生产线分别停窑10天；第二阶段：酷暑伏天和台风雨季季节：2018年5月1日至9月30日所有熟料生产线分别停窑20天，其中5月1日至7月31日每条生产线分别停窑10天，8月1日至9月30日每条生产线分别停窑10天。
广西	一季度停产20天，全年40-45天	2018年所有熟料生产线错峰生产 55天 ，其中春节期间（2-3月份）不少于35天，夏季酷暑不少于10天，环境敏感期不少于10天
青海	2016年12月1日到2017年3月10日	自2017年12月1日起错峰停产 150天 。2017年12月至2018年4月30日连续停窑120天；剩余30天：2018年7月1日至2018年9月30日，根据市场需求情况确定停窑时间。
新疆	2016年11月1日到2017年3月31日	乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业（含塔城地区沙湾天山水泥有限公司和乌苏青松水泥有限公司）2017年11月1日至2018年5月16日，共计 6个半月 ；其他3-5个月不等

来源：各地方政府公告，中泰证券研究所分析整理

低库存或将延续，下半年水泥价格有超预期可能

- 在全国产能、原材料控制持续增强、行业供给格局持续好转的背景下，今年全国、华东等地的库存一直处于低位运行（当前库存水平位于去年四季度水泥价格暴涨前的水平）。
- 而今年空前的夏季错峰生产力度，我们认为下半年水泥价格具备超预期的基础。

图：水泥价格和库存情况

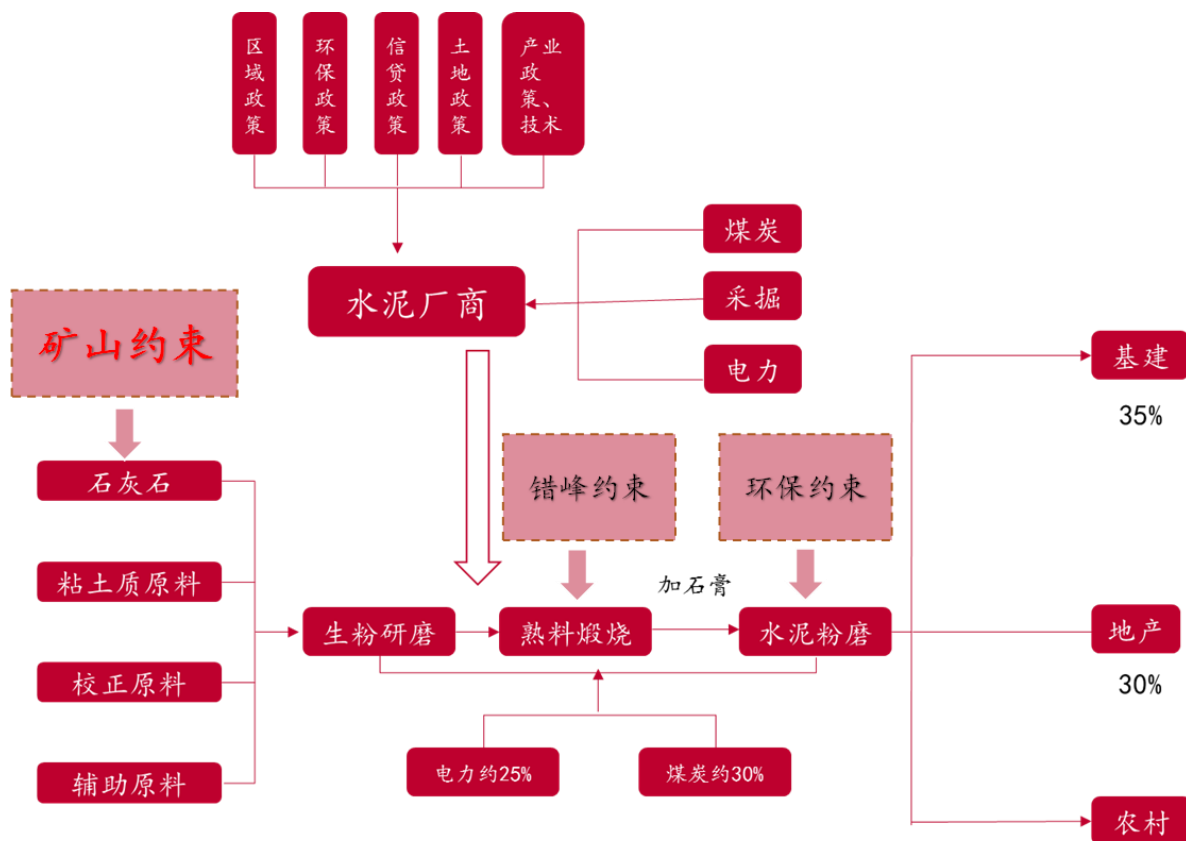


来源：数字水泥网，中泰证券研究所分析整理

熟料的“资源属性”越来越强

- 资源属性逐渐增强，矿山严控已经成为水泥产能约束的重要因素。
- ✓ 水泥工业具备较强的资源属性。从产业链条上看，水泥企业承担着贯穿上下游（原材料开采-产品生产-终端销售）的工作，具备一定的资源属性。

图：矿山控制成为水泥产能约束新的重要变量



来源：中泰证券研究所整理

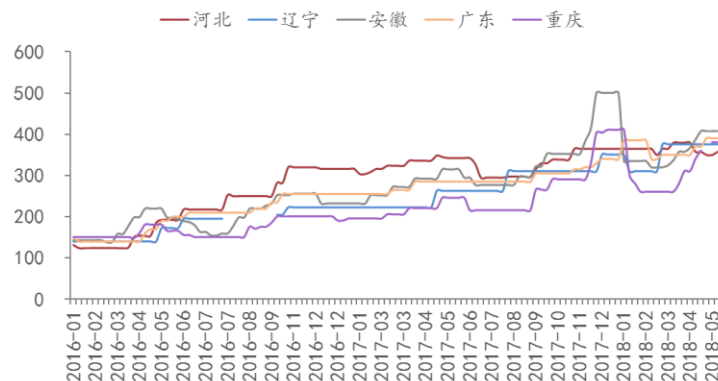
熟料“资源化”利好过剩产能化解

- 矿石产业升级迫在眉睫，大小企业资源禀赋差距明显。
- ✓ 丰沛的储量、粗放式的开采模式、低廉的价格，导致了过去较多中小型熟料生产企业并不重视矿石资源的储备，更多的是依赖民采石灰石矿山供应。而大型熟料生产企业因为具备规模效应，较有前瞻性的储备了大量石灰石资源。
- 熟料“资源化”倒逼行业出清。
- ✓ 过去原材料端并没有严格管控的时代，行业仍是单纯的制造业属性；近年随着原材料端控制的不断增强，熟料的“资源品”属性越来越明显。
- ✓ 资源禀赋较差的小型熟料生产企业和部分个体粉磨站，虽然水泥价格在不停攀升，但是其生存难度越来越高、盈利空间反而越来越小，部分企业甚至开始主动退出水泥市场。
- ✓ 我们认为，“熟料资源化”作为一条新演绎出的主线逻辑，将在2018年对水泥市场产生更为深远的影响。

图：提升规范、清退落后是矿山行业大趋势

地区	部门	文件	时间	内容
唐山市	唐山市公安局、国土资源局、安全生产监督管理局和环境保护局	《关于严厉打击非法违法采矿行为的通告》	2018年5月	露天非金属矿山全部停产，未经市政府批准擅自恢复生产的，一律取消整治资格。凡达不到环保、安全生产标准，无法整改或整改后仍不达标的，一律关闭取缔。
山东省	山东省矿业协会	《山东省绿色矿山建设指南（试行）》	2018年5月	砂石矿区可绿化处100%绿化，砂石骨料开采须符合生态环境要求
青海省	青海省政府	《青海省矿业权出让收益征收管理实施办法》	2018年5月	矿业权出让收益原则上通过出让金额的形式征收，对属于资源储量较大、矿山服务年限较长、市场风险较高等情形的矿业权，可探索通过矿业权出让收益率的形式征收。矿业权出让收益为中央和地方共享收入，中央、省、市（州）、县分成比例为4:4:1:1
甘肃省	省政府	《甘肃省人民政府办公厅关于开展全省各级各类保护地内矿业权分类处置的意见》	2018年5月	清理保护地内矿业权，停止矿产资源勘查开采活动，用3年左右的时间，基本完成国家公园、自然保护区、风景名胜區、水源保护区矿业权分类处置。根据进展情况，稳妥有序推进其他各级各类保护地矿业权退出。
全国	国土资源部	《关于进一步规范矿产资源勘查审批登记管理的通知》	2018年1月	对矿产资源勘查准入，探矿权新立、延续、保留和变更的审批管理，以及探矿权的监督管理作出进一步规范。
湖南省	国土资源厅	《湖南省绿色矿山建设工作方案》	2018年1月	新建矿山企业必须全部按照绿色矿山建设要求进行建设；到2020年，完成100家在建、生产矿山企业的绿色矿山建设工作。
甘肃省	国土资源厅	《甘肃省祁连山国家级自然保护区矿业权分类退出办法》	2018年1月	以划定的保护区范围为界限，对此前已设置的合法探矿权、采矿权和此后各项手续完备且已征得保护区主管部门同意设置的探矿权、采矿权全部退出，采用注销、扣除、补偿三种方式分类退出，所有退出工作将于2018年12月底前完成

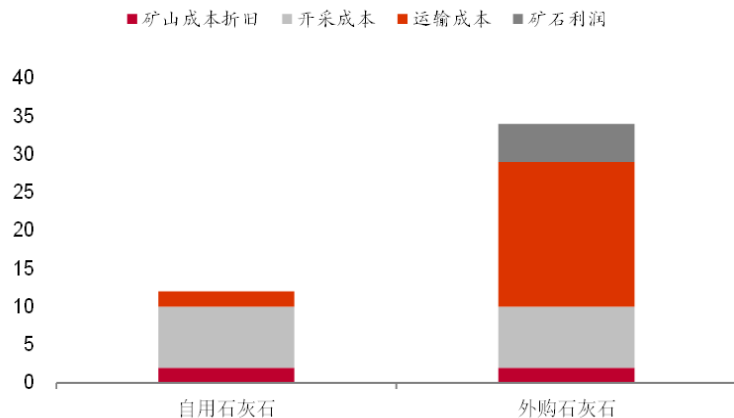
图：2016年以来各地熟料价格猛增



熟料“资源化”本质是推动产业链条利润再分配

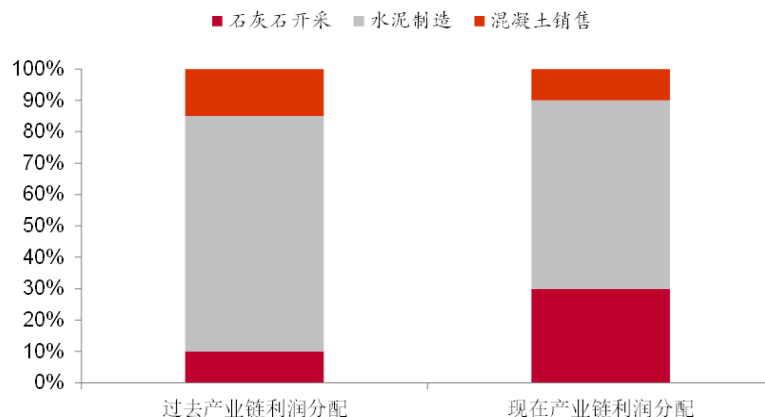
- 原材料成本的上升将促使行业加速分化，需要外购石灰石的水泥小企业由于竞争力加速衰弱逐步退出市场。我们测算过去外购石灰石的成本相比自有矿山约需多付出20-30元的吨成本。而建立在当前外售石灰石价格出现明显上涨的情况下，缺少资源禀赋的小企业成本上升的更加明显。如此高昂的成本提升将对需要外购石灰石生产的水泥企业形成非常明显的压力，而大企业由于在发展过程中普遍已经锁定了矿山成本，受到的影响小了很多。因而大小企业在生产成本端的竞争差距进一步加大。
- 矿石资源化将推动利润向上游矿山资源转移，受益的是自备矿山的大型水泥企业。而需要外购石灰石的小水泥公司以及下游混凝土成本端大幅上行，利润则受到大幅挤压。水泥产业链包括“矿山开采-水泥制造-混凝土销售”三块，三个行业的竞争力强弱决定了在产业链上话语权的地位。过去，由于矿山的“小散乱”，在产业链上几乎没有任何话语权，因此所能获得的利润较低；终端的混凝土销售由于粉磨站众多，技术壁垒低也没有话语权，所获利润也有限，大部分利润都留存在了产业链中游的水泥制造中。而现在随着合法石灰石矿石的逐渐稀缺化，矿山开采部分在产业链上的话语权逐渐增强，需要外购石灰石企业（包括小水泥制造企业和粉磨站）的生产能力和盈利能力都在受到明显的影响，这也是近两年熟料这一产业链条上的中间产品价格出现大幅上涨（涨幅远超过水泥）的原因。

图：自用和外购石灰石成本测算



来源：中泰证券研究所

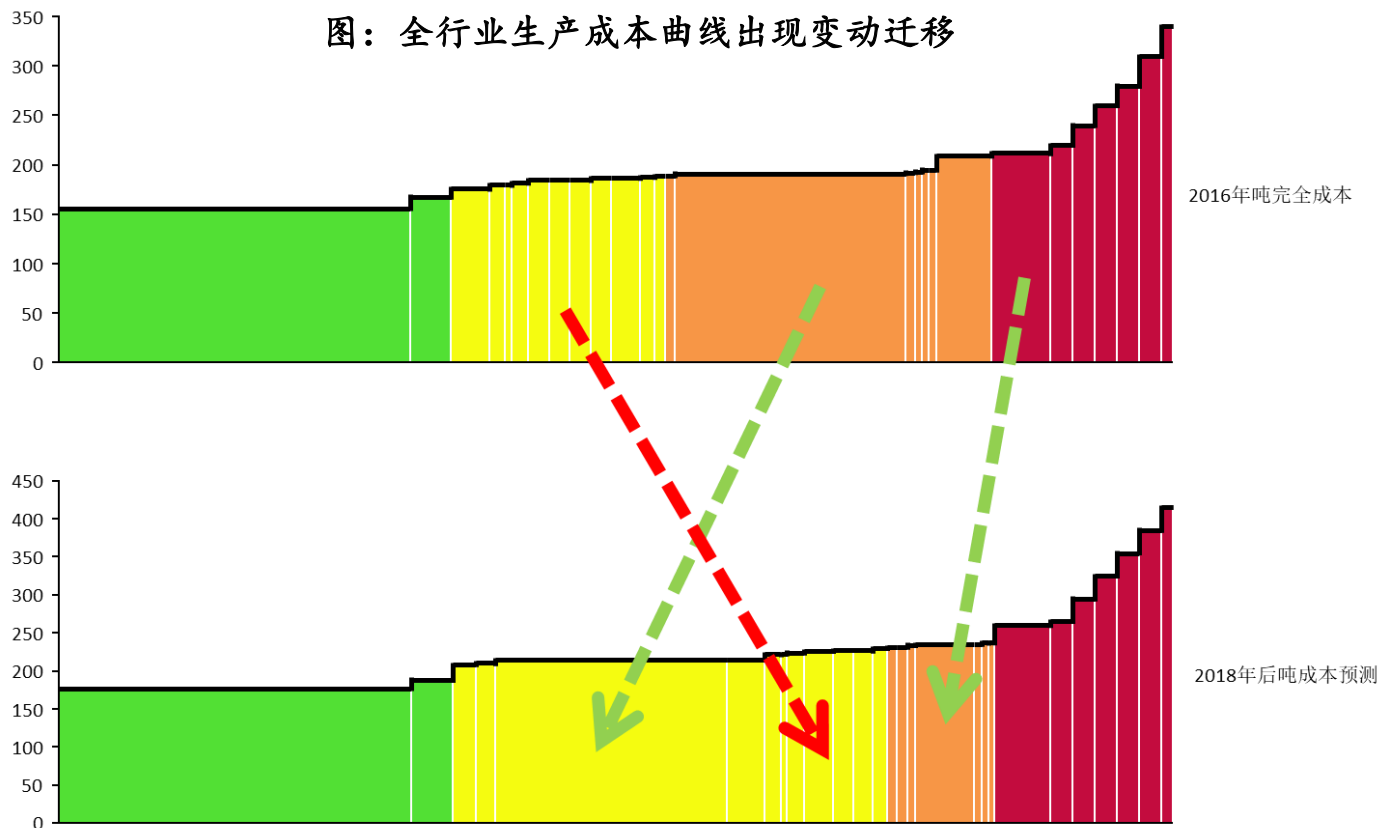
图：水泥产业链利润再分配示意



来源：中泰证券研究所

水泥供给侧改革本质是推动行业成本曲线的变动迁移

- 我们认为，对于行业整体而言，无论是**错峰生产\行业自律\差别电价\环保约束**等到现在的**“熟料资源化”**，核心目的都是针对大小企业在**资产质量端存在的差异（矿山资源、能耗差异、产能布局规模优势等）**对行业运行规则进行调整。从而推动全行业成本曲线的变动迁移。原本具备优势的大型水泥企业将进一步拉开和小企业之间的差距；而一些经营能力原本较弱的大型国有企业（但是资源禀赋相对较强），在行业产业链条利润重新分配的阶段完成了向前的相对跃迁。

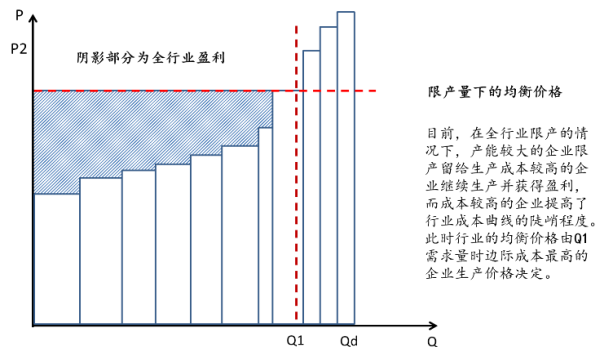
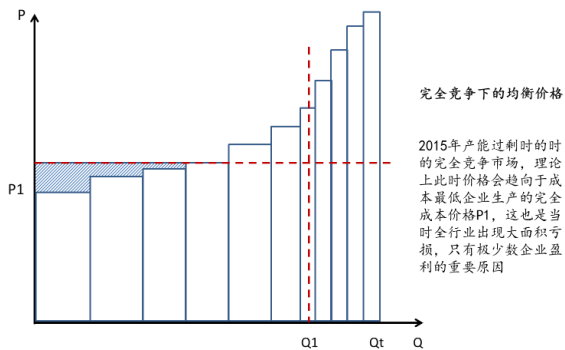
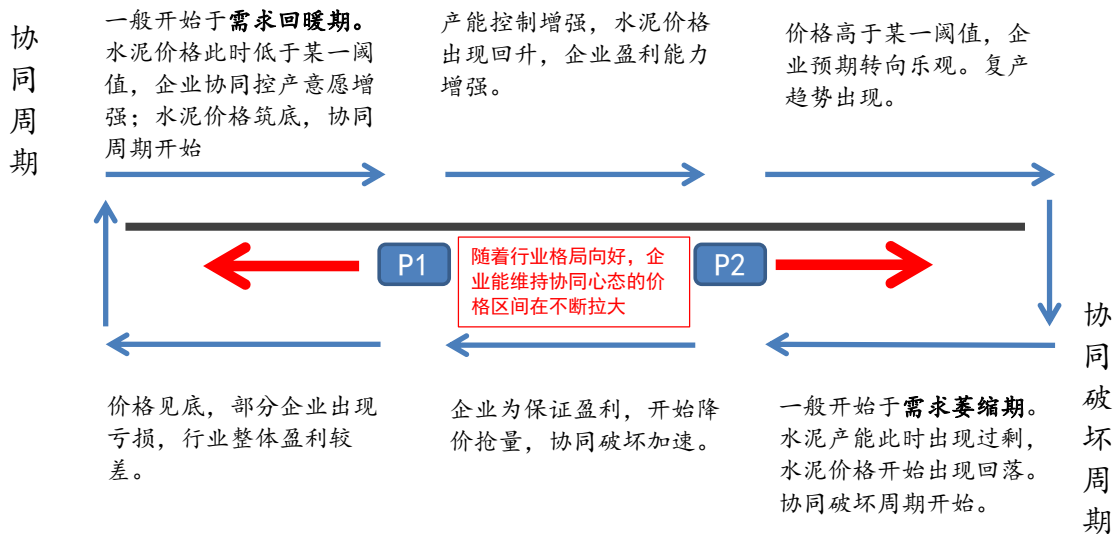


来源：中泰证券研究所测算

新常态下，不断深化的行业自律

- “价在量先”已成共识，行业自律将继续维持。依据我们提出的协同周期模型，当前破坏协同的核心因素并没有出现，当前仍然处于行业协同的上升周期，控量稳价将继续成为2018年下半年水泥企业自律工作的核心。
- 我们绘制了水泥行业的在完全竞争形态下和在“控产量”情况下的价格模型。
- ✓在产能严重过剩下的完全竞争市场中，价格趋向于完全成本最低生产主体的成本价格P1，全行业出现大幅亏损，仅有少数企业具备盈利能力
- ✓而建立在需求基本维持稳定、全行业产量控制逐渐增强的过程中，各企业通过均衡压缩自身产能使得全行业的价格中枢得到提升，全行业盈利能力得以增强。

图：水泥行业的协同周期理论



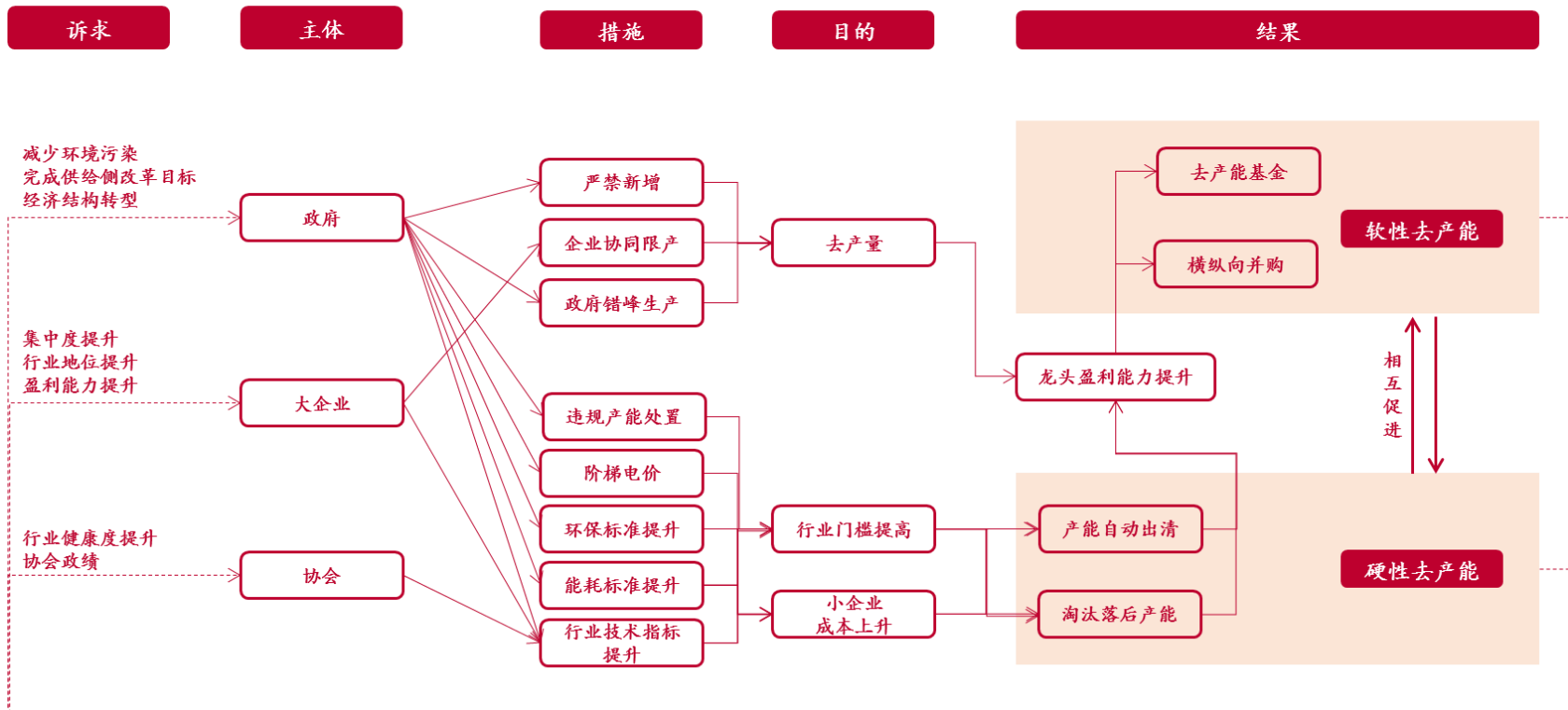
来源：中泰证券研究所分析整理

来源：中泰证券研究所分析整理

水泥：供给侧改革有序推进

- 去产能行动方案将有序推进，名义产能曲线将迎来拐点。
- ✓ 在部分区域建立水泥去产能基金
- ✓ 推进产能互换和股权互换
- ✓ 继续严控新增，加强落后产能淘汰

水泥供给侧改革逻辑闭环



来源：中泰证券研究所总结整理

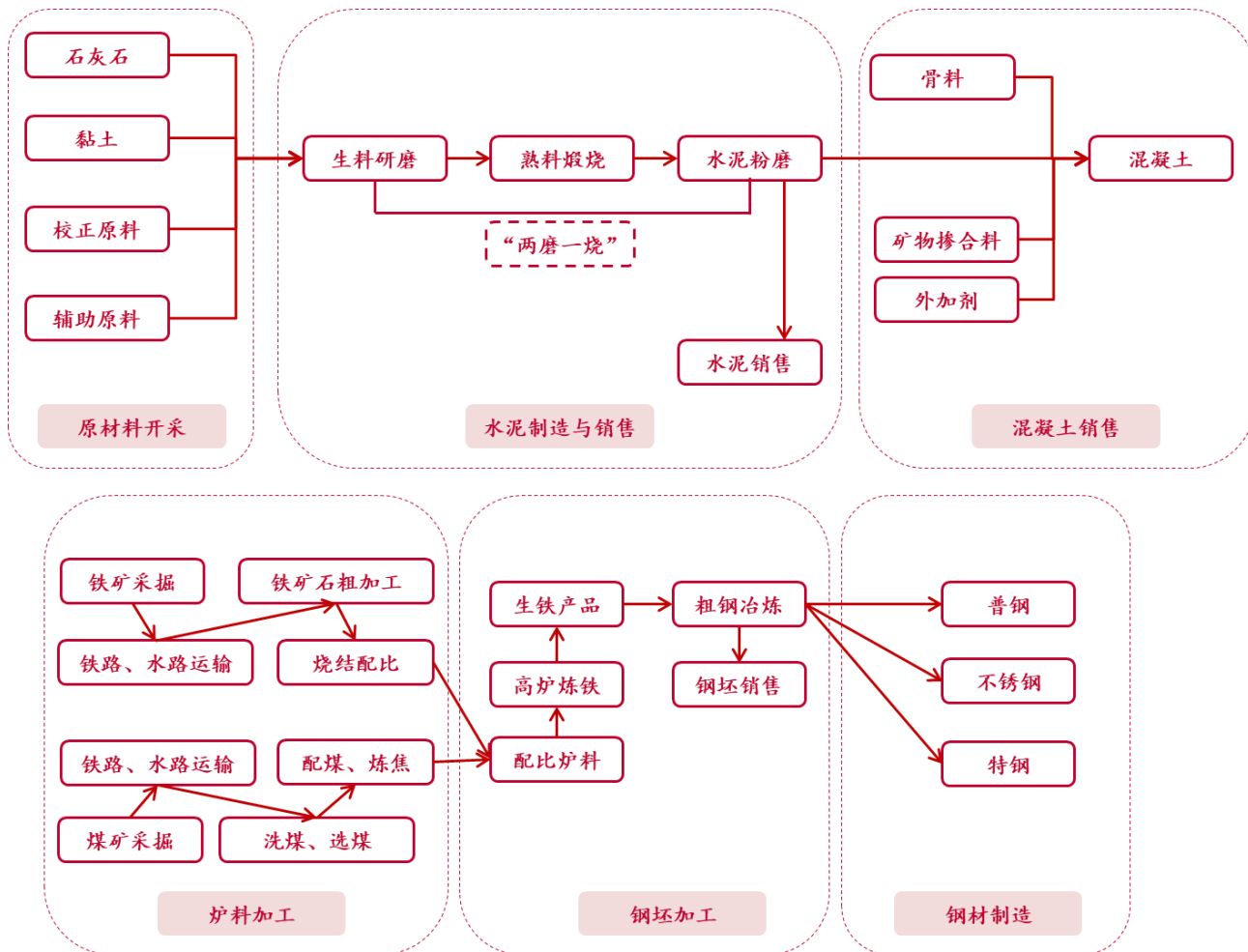
水泥：新常态下水泥行业配置价值凸显

- 平抑周期下，周期品配置逻辑在悄然变化，我们认为水泥行业是经济“新常态”下配置价值非常高的周期品。

- 其一、新常态下的需求周期平抑是大趋势：新旧动能转换是核心工作目标，而旧动能仍承担着较强的造血功能。

- 其二、平抑的周期下水泥的行业定价权最强、稳定性较高，价值属性逻辑最能讲通：新常态下盈利波动整体波动越窄的行业，龙头企业相比于行业总体平均成本有明显优势的行业，而且未来资产负债率比较低，分红率有提升能力的龙头。是可以讲类价值化的逻辑的，水泥从各个条件上来看比较符合这个标准。

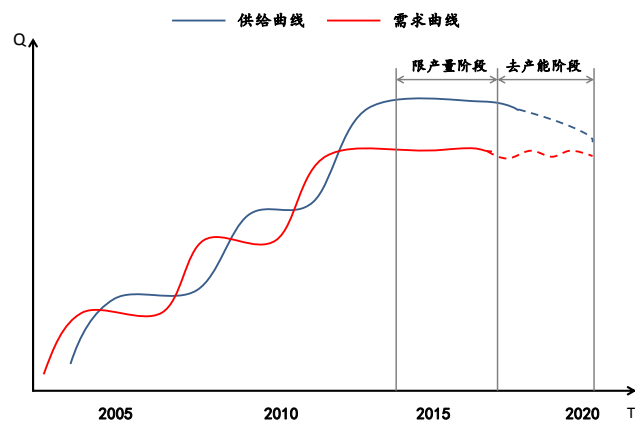
图：从产业链条对比水泥和钢铁的定价权强弱



水泥是当前“新常态”下定价权最强的周期品

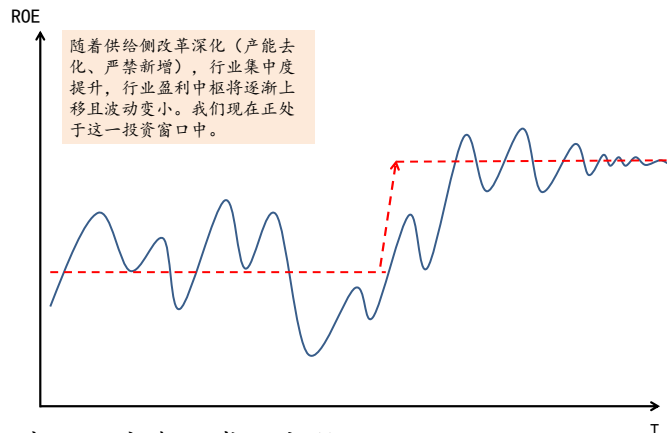
- “三周期”去其二，行业盈利波动收窄，企业价值有望迎来重估。
- ✓ 建立在当前需求整体高位维持窄幅波动，而行业格局持续向好的过程中，行业整体盈利将延续回升趋势。ROE中枢逐渐上移，且波动逐渐收窄。
- ✓ 同时企业资本开支不断减少，分红率提高，龙头企业的价值属性将会带来估值中枢的提升。
- 我们核心推荐水泥行业龙头 **海螺水泥** 和 **中国建材、华新水泥** 等。

图：水泥行业近年供需关系变化示意图



来源：中泰证券研究所

图：我们处在行业整体ROE水平回升的通道中



来源：中泰证券研究所

图：海螺水泥分季度盈利预测表

吨数据	2018Q1E	2018Q2E	2018Q3E	2018Q4E
吨价格（元）	308	310	300	310
吨制造成本（元）	172	168	172	170
吨毛利（元）	136	142	128	140
吨三费（元）	24	22	24	24
吨归母净利（元）	81	87	76	86
水泥、熟料销量总计（万吨）	5,800	7,700	7,700	8,300
单季度归母净利润（百万元）	4,718	6,734	5,876	7,105
年度归母净利润（亿元）	2018年 水泥244亿元，骨料增量净利润6亿元，合计250亿元			

来源：wind、中泰证券研究所

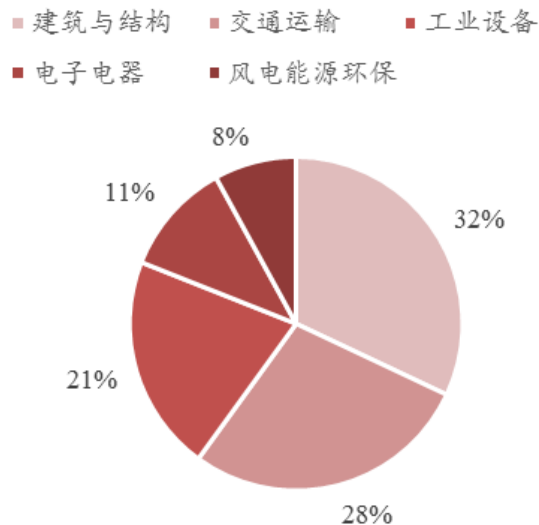
目 录

- 一、2018，把握诸多“不确定”中的确定性
- 二、水泥：下半年价格或超预期，“熟料资源化”利好过剩产能化解
- 三、玻璃纤维：需求稳增，成长趋势不改，龙头配置价值凸显**
- 四、消费建材：与时间为友，与强者相伴
- 五、玻璃：环保趋严平滑行业成本曲线，期待地产补库存带动需求回暖
- 六、石英玻璃：下游需求高景气，进口替代空间大

玻纤：需求全面开花，中高端渗透率逐渐提升

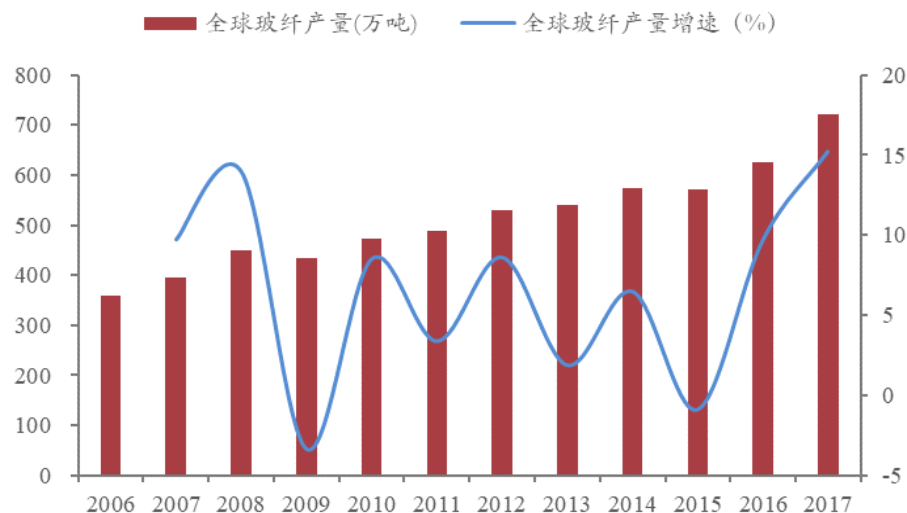
- 全球来看，玻纤下游应用中建筑建材和交通运输占比为32%和28%；工业设备（管道、贮藏等）、风电叶片、电子等的需求分别为21%、8%和11%。根据欧文斯科宁判断，玻纤行业需求增速约为全球工业产值增速的1.6倍，按照未来三年全球工业产值增速3%（中国约6%）来计算，玻纤行业需求增速约5%（中国接近10%）。**2017年，全球和全国的玻纤产量分别为720和408万吨，同比分别增长15.2%和12.7%，其中国内占比达到57%。**
- 高端需求增速较快，结构不断优化。热塑型玻璃钢产量占比逐年提高，**2016年达到43%**。汽车领域对热塑型玻纤需求提升包括新增量和渗透率提高；2018年预计风电领域装机有望出现反转且型号变大增加单位MW玻纤用量；电子纱终端应用PCB受益5G和汽车电子，需求增长值得期待。

图：2016年全球玻纤需求结构



来源：中国玻纤协会、中泰证券研究所

图：2017年全球玻纤产量增速超过15%



来源：中国玻纤协会、中泰证券研究所

玻纤：中高端产能新增有序，小企业投放意愿增强

- 新一轮产能投放来自主流大企业，中高端占比较高。我们预计到2018年底，三大企业（巨石、泰玻、重庆国际）新增产能将达到61万吨；其他主要企业（长海、山玻、威玻、中材金晶）新增产能将达到24万吨；国外新增相对较少，接近5万吨。产能冲击将主要在2019年体现。
- 小企业投产逐步落地，电子纱新增或存压力。重庆三磊和元源新材等2条产线点火落地，由于资金和技术壁垒目前实际有效产能相对有限。电子纱景气高位，或存产能新增压力。

图：国内主要企业2017、18年新增产能和产能冲击情况

企业分类	企业名称	新增产能		有效产能		产能冲击	
		2017	2018	2018	2019	2018	2019
主要大企业 (粗纱)	中国巨石	4	41	29	58	11.8	29
	泰山玻纤	9.4	10	2	10	2.0	8
	重庆国际	10	10	5	10	5.0	5
	长海股份	0	6	13	16	4.7	3
	四川威玻	0	2.0	2.8	5.0	-0.3	2
	中材金晶	0	8.0	4.3	8.0	4.3	4
	山东玻纤	0	8.0	0.0	8.0	0.0	8
	国外 (OCV和 NEG)	0	4.6	4.6	4.6	4.6	0
	小计	23	90	61	120	32	59
新进入者 (粗 纱)	重庆三磊	0	6.0	5.0	8.5	5.0	4
	元源新材	0	5.0	2.1	5.0	2.1	3
	江西大华	0	3.0	0.0	6.0	0.0	6
	小计	0	14	7	20	7	12
电子纱企业	安徽丹凤	0	3.0	0.8	3.0	0.8	2
	林州光远	0	5.0	1.3	5.0	1.3	4
	台嘉玻纤	0	3.0	0.0	3.0	0.0	3
	小计	0	11	2	11	2	9
	总计	23	115	70	150	41	80

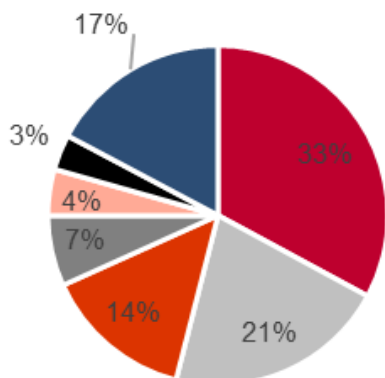
来源：卓创资讯、中泰证券研究所分析整理

玻纤：行业集中度高，中高端产品资金和技术壁垒较高

- 行业集中度较高，全球五大巨头中国占三席。2017年底巨石和泰玻产能分别达到136和77万吨，分别位列全球第一和第三。国内玻纤行业集中度较高，CR3接近70%。
- 行业资金和技术壁垒较高：玻纤属于重资产行业，每一万吨池窑投资额约为1~1.5亿元；也是技术密集型行业：1) 窑炉设计、浸润剂配方、多孔漏板、粘结剂等技术以及人员经验对产品质量和成本均十分关键；2) 中高端产品技术壁垒更加明显：热塑、风电以及电子纱等中高端产品对研发和技术实力要求更高，且一般认证周期较长，用户粘性较高，新进入者很难抢占市场。目前在风电领域，CR3达到91%。
- 龙头企业的成长性来自应用领域高端化且渗透率不断提升：中国巨石、泰山玻纤中高端产品占比分别接近65%和60%。

图：2018年2月底全国玻纤产能CR3接近70%

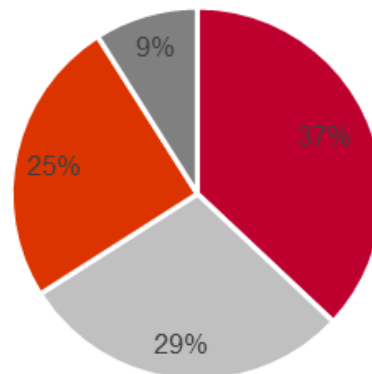
■ 中国巨石 ■ 泰山玻纤 ■ 重庆国际 ■ 山东玻纤
■ 四川威玻 ■ 长海股份 ■ 其他



来源：中国玻纤协会、中泰证券研究所

图：国内风电纱领域CR3达到91%

■ 中国巨石 ■ 泰山玻纤 ■ 重庆国际 ■ 其他

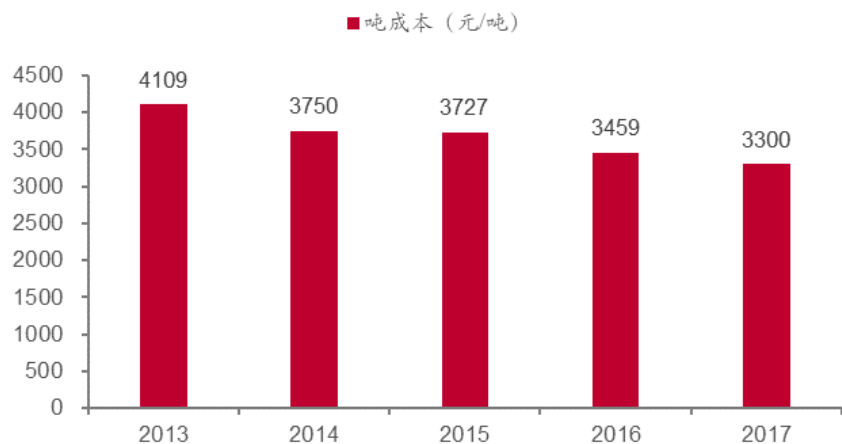


来源：中国玻纤协会、中泰证券研究所

玻纤：成本造就盈利差异，龙头企业优势明显

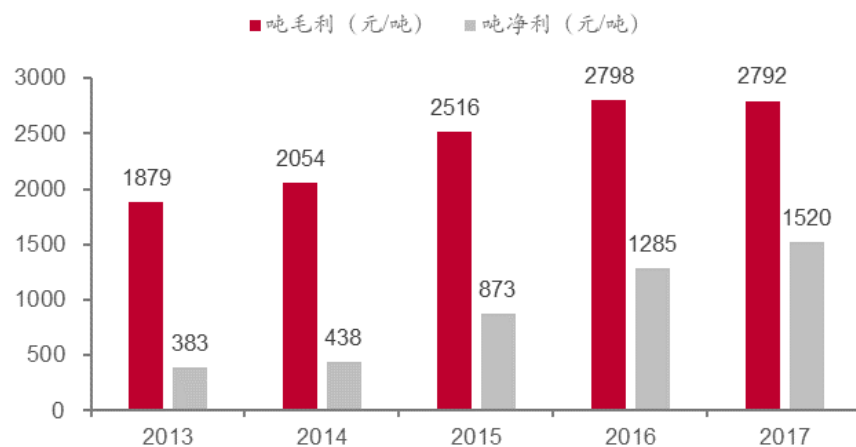
- 中国巨石先人一步，冷修技改和技术升级致生产成本大幅降低：巨石的产能投放主要集中在2007~2010年，冷修技改高峰期为2013~2018年，预计至2018年6月底，将完成所有产线的冷修技改工作。通过冷修技改，巨石的生产成本得到极大改善，吨成本由2013年的4109下降至2017年的3300元，下降幅度高达20%，吨毛利自1879增加至2792元。管理上，公司持续进行自动化升级和精细化管理等，三费由1592下降至1089元/吨，从而导致吨净利增幅远远大于毛利增幅。

图：巨石的吨成本自13年以来持续下降



来源：公司公告，中泰证券研究所

图：巨石的吨毛利和净利持续上升



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 泰山玻纤建新线，关老线，成本改善仍有空间：公司利用资金优势于2016和2017年分别点火10和15万吨产能，2017年关闭一条6万吨老线，未来仍有关闭老产线及冷修技改计划。在保证有效产能的同时进行产能置换有助于技术升级和优化产品结构，边际改善空间仍较大。

玻纤：推荐中国巨石

- 玻纤作为替代性材料，近年在全球经济回暖和国内经济结构转型的大潮中，整体需求增长明显。风电行业2018年大概率反转、汽车轻量化领域的渗透率将逐渐提高、电子纱下游覆铜板领域订单饱满，我们预计玻纤需求在未来几年仍然将维持稳定增长。
- 此轮产能新增主要来自巨石、泰玻和重庆国际等大型企业，且集中在热塑、风电等中高端领域。从行业需求来看，热塑型产品增速较高，近几年巨石和泰玻此领域的销售增速均超过30%。且由于认证周期较长，用户粘性较高，新进入者很难抢占市场，我们预计三大家的产能增加将被新增需求逐步消化。中低端产能来讲，持续数年的高盈利的确刺激了一定程度的产能新增（重庆三磊、江西元源等），但是与此同时需求的增长和行业壁垒的显现将使得产能冲击的力度相比上个周期有所减弱。根据我们测算：2018和2019年全球产能冲击（即有效产能增加值）约为41和80万吨，同比增长6%和10.5%，2019年价格或存在小幅下降压力。
- **中国巨石：夯实技术和成本优势，龙头强者恒强**
 - ✓ **技术和成本优势确保盈利稳步增长：**公司通过技改持续降低单位成本，盈利能力领跑国际竞争对手和中小企业。随着九江和桐乡产能后续投产，2018和2019年有效产能增速为16%和19%左右。全球玻纤需求稳定增长，公司将夯实成本优势，进一步提升盈利。
 - ✓ **深耕中高端领域，进一步分享热塑、风电和电子纱红利：**公司热塑、风电和电子纱产品占比接近65%。另外，公司积极布局电子纱领域，未来将新建3条6万吨产线。公司凭借技术、成本和管理优势将进一步分享中高端领域红利。
 - ✓ **继续全球扩张之路：**为应对贸易壁垒影响、避免反倾销税，巨石近年来持续进行海外扩张，截止2017年底，在埃及产能为20万吨，占比达到15%。美国产线预计将于2018年底点火，未来印度产线也将开始建设，海外产能将进一步提高。从国内到国际，中国巨石将进一步腾飞。

目 录

- 一、2018，把握诸多“不确定”中的确定性
- 二、水泥：下半年价格或超预期，“熟料资源化”利好过剩产能化解
- 三、玻璃纤维：需求稳增，成长趋势不改，龙头配置价值凸显
- 四、消费建材：与时间为友，与强者相伴**
- 五、玻璃：环保趋严平滑行业成本曲线，期待地产补库存带动需求回暖
- 六、石英玻璃：下游需求高景气，进口替代空间大

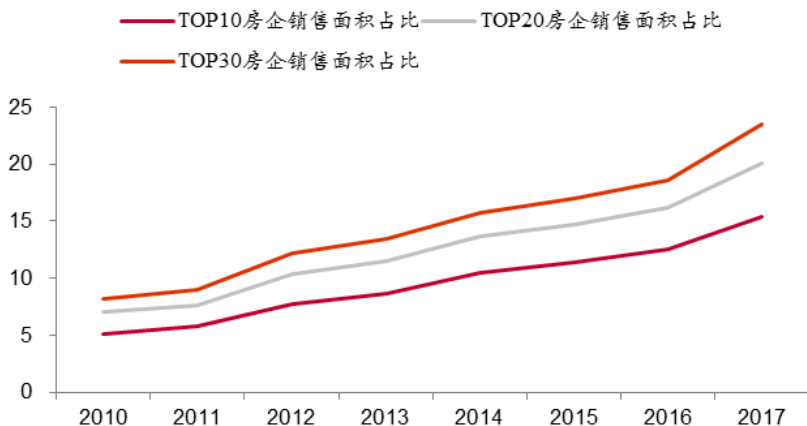
消费建材：龙头市占率将持续提升

龙头市占率将持续提升。我们重点推荐的消费建材龙头公司的成长性不仅源于细分行业市场规模的平稳增长，更来源于作为各细分行业龙头的内生增长带来的市占率和盈利能力的持续提升，主要基于以下原因：1) 2B端：地产商集中度和精装房比例的双重提升使龙头地产商具有更强的采购话语权，前期在工程端发力且绑定大地产商的龙头建材企业将进一步深化优势促进市占率提升；2) 2C端：存量房的二次装修和消费升级带来的新增需求以及相对较小的单客消费金额使消费者更加看重品牌和服务，具有品牌和渠道优势的企业将受益于此；3) 矿产资源紧缺叠加环保趋严，进一步淘汰资源储备不足的石膏板小企业，以及环保不达标的石膏板、瓷砖和防水材料企业。东方雨虹、北新建材、帝王洁具更多受益于2B端放量，伟星新材拥有强大的零售渠道，2C端优势将进一步显现。

图：政府对全装修房占比提出要求

政策发布人	政策发布时间	政策内容
住建部	2017年4月26日	《建筑业发展“十三五”规划》：要求新开工全装修成品住宅面积达到30%
北京市住建委	2015年10月30日	自2015年5月1日起，由市保障房建设投资中心新建、收购的项目率先全面推行全装修成品交房。自2015年10月31日起，凡新纳入我市保障性住房年度建设计划的项目(含自住型商品房)全面推行全装修成品交房。
上海市住建委	2016年11月	自2017年起，外环线以内城区新建商品住宅实施全装修的比例要达到100%，其他地区达到50%。
江苏省住建厅	2017年8月1日	《江苏省“十三五”住宅产业现代化发展规划》：到2020年精装修新房比例要达到40%以上
山东省住建厅	2016年12月3日	《关于转发省住房城乡建设厅山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》，要求大力推广住宅精装修，推进土建装修一体化，推广精装修和装修工程菜单式服务。2017年，设区城市新建高层住宅实行全装修；2020年，新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
浙江省住建厅	2016年12月7日	公开解读《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》，明确住宅全装修实施范围为各市、县(市、区)中心城区，出让或划拨国有土地上的新建住宅，推行全装修，实现成品交房。
海南省住建厅	2016年12月9日	《关于继续落实“两个暂停”政策，进一步促进房地产市场健康发展的通知》，要求从2017年7月1日起，各市(县)商品住宅项目全部实行全装修。
湖北省住建厅	2017年6月30日	《湖北建筑业发展“十三五”规划纲要》：到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%。
河南省住建厅	2017年8月22日	《关于加快发展成品住宅的指导意见》：2018年1月1日起河南省新建住宅全为成品房即精装修
成都市城建委	2016年12月11日	《成都市建设行业大气污染防治十条措施》要求，从2017年起，将成品住宅建设要求纳入土地出让建设条件，大力发展成品住宅。2020年底，成都中心城区、高新区和天府新区新建商品住宅中成品住宅比例要达到80%。

图：地产商集中度近年来明显提升



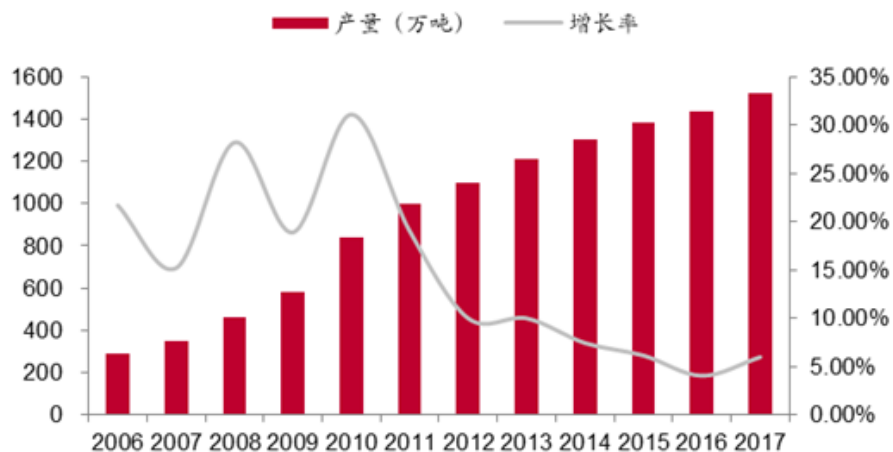
来源：克而瑞咨询、中泰证券研究所

来源：各地方政府公告，中泰证券研究所

伟星新材：深耕零售，多品类扩张打开成长空间

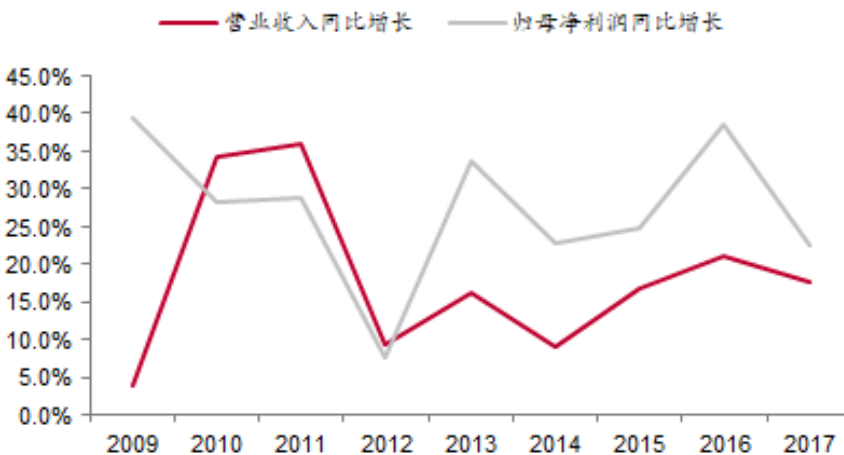
- **公司增速远高于行业增速，市占率仍有较大提升空间：**随着房地产和基建需求的逐渐平稳，行业进入平稳发展期。塑料管道行业属于“大行业，小公司”，2014年CR20在44%左右，对比欧美地区CR5在70%以上，行业集中度仍有提升趋势。公司主要产品为PPR管材市占率大约在7%左右。公司拥有强大的品牌与稳健的产能扩张能力，业绩稳定增长且公司增速远高于行业增速，市占率仍有非常大的提升空间。
- **深耕零售渠道，服务升级提升品牌溢价：**公司主要采用“零售”的销售模式，17年底拥有经销商1000多家、终端网点2.3万家左右，目标达到3万家左右规模，公司将持续增加零售渠道建设。另外，由于管材在家装中的成本占比较低（1%），且属于隐蔽工程，消费者愿意给予品牌溢价；公司也通过创建“星管家”服务提升品牌力，在优质的品牌力下通过稳健的产能扩张进一步提高市占率。
- **拓展多元品类，有望借助公司强大的渠道打开市场。**借助公司强大的扁平化销售渠道网络和高效的服务体系，公司于2017年与5位核心经销商建立合资公司，切入防水领域；同时，公司也在净水领域进行拓展，开启“同心多元化”战略。

图：中国塑料管道2007-17年复合增长率16%



来源：中国塑料加工工业协会、中泰证券研究所

图：伟星新材净利增速高于营收增速

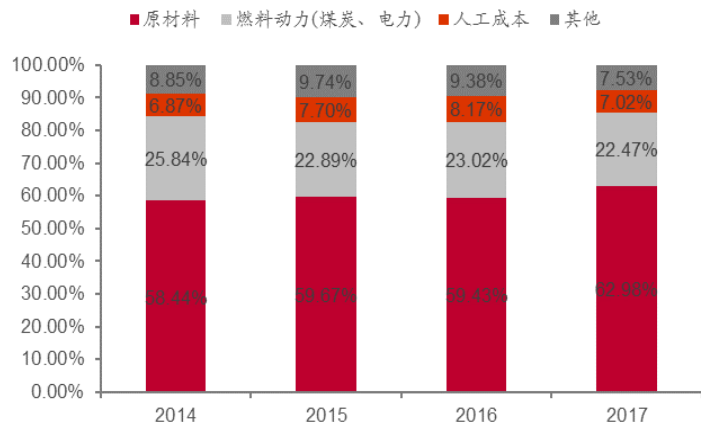


来源：wind，中泰证券研究所

北新建材：成本端优势领先，拥有核心定价权

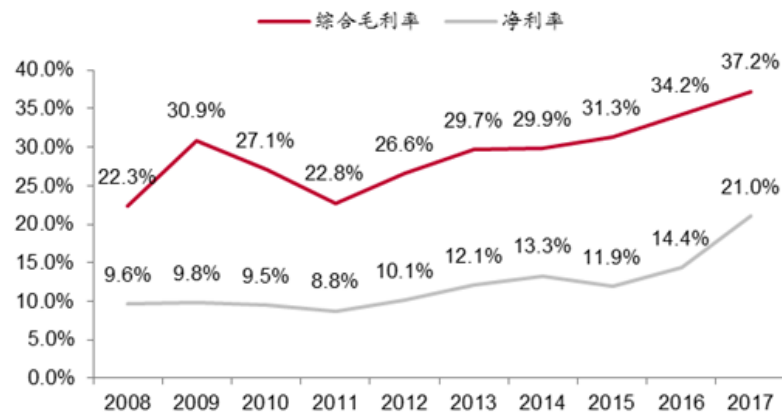
- 石膏板行业进入平稳增长阶段，新开工面积的积极增长为未来几年石膏板需求提供了积极保障。我们认为石膏板需求仍有开启二次高速成长的可能性，近期住宅应用+二次装修，中期看装配式建筑为市场容量打开向上期权。1) 住宅市场广阔（目前工装：家装=7:3，而住宅面积更大），政策变化、认知改变和精装房占比提高驱动住宅和隔墙领域应用逐渐提高，龙头企业与地产商合作有望促进其应用进入快车道；2) 2017年存量房市场约370亿平，且主要城市二手房交易占比较高，存量二手房的翻新需求将增加石膏板用量；3) 各项政策和标准推动装配式建筑发展，2016年中国装配式建筑市场规模增长率达到150%，钢结构发展潜力巨大，其隔墙替代有望推动石膏板行业增长。
- 北新建材通过近40年的精耕细作和不懈扩张，已成为绝对龙头，龙牌+泰山两大品牌2017年市占率约58%；公司具备强大的成本优势（脱硫石膏的获取优势、技术革新驱动单位能耗不断降低以及护面纸价格上涨带来的相对成本优势），诸多优势奠定了其强势的定价权。2017年由于原材料成本上行、环保出清部分小企业，公司调整了近年低价挤压竞争对手的战略思路，在各区域市场进行了不同程度的提价，毛利率逐季提升明显，盈利中枢显著上移（2017Q4约为2.1元/平）。我们认为随着小企业利润水平逐渐被成本上涨挤压，且环保趋严供给端待淘汰落后产能较大（约5.5亿平），公司市占率有望继续提高。另外，随着石膏板消费属性逐渐增强，公司的品牌优势有望继续深化。

图：北新建材成本中原材料占比接近60%



来源：公司公告，中泰证券研究所

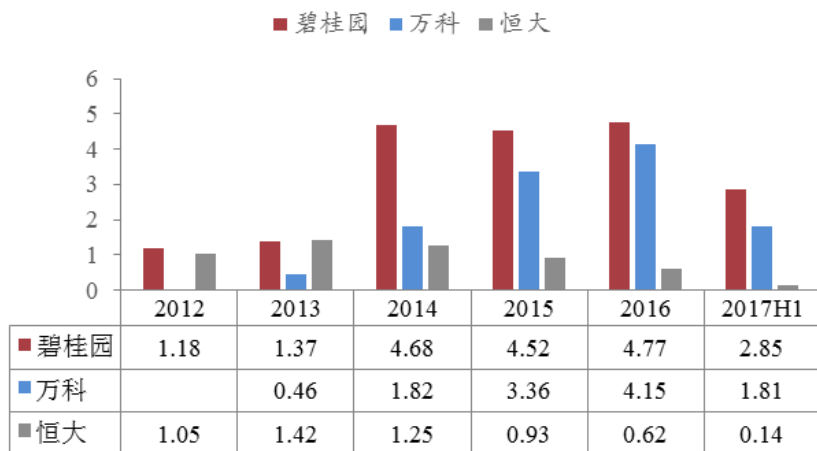
图：北新建材17年毛利率和净利率为37%和21%



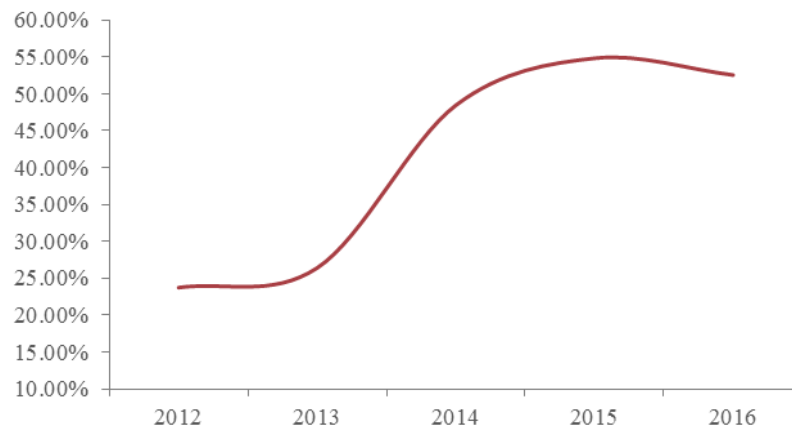
帝王洁具：欧神诺绑定核心地产商，放量可期

- 瓷砖行业5000亿市场空间，“大行业，小企业”下龙头集中度逐渐提升，品牌企业最受益。瓷砖行业市场空间巨大，新增需求+存量替换（住宅装修占比近6成）确保未来需求保持平稳增长。行业目前CR10仅为10%，近年来龙头企业市占率逐渐提升（按收入口径算，2013-2016年欧神诺、东鹏控股、蒙娜丽莎的市占率从1.53%提高至1.85%）。在地产开发商集中度提升、精装房占比提高和环保持续加码的趋势下，具有资金和品牌优势的大企业市占率有望进一步提高。
- 欧神诺工程渠道优势明显，助力业务放量；经销商渠道同步推进，自主性或更强。1) 公司产品定位中高端，近年来市占率不断提升（2011-2016年，公司15.6%的复合增长率高于行业的9.5%）。2) 工程渠道优势明显，有望持续受益地产商集中度和精装修比例双重提升：2014至2016年公司自营工程销售占比均超过55%。2016年主要客户碧桂园、恒大、万科等的合同销售面积增长率分别为74%、75%、34%，且其精装修比例均超过80%，高比例精装房的大客户销售的高增长有助于工程业务持续放量。3) 积极拓展云商平台，与传统经销商共发力，2016年营收占比为42%，未来盈利和自主性有望进一步提高
- 欧神诺将利用募集资金加速跑马圈地，充足产能为后续持续释放业绩及提高市占率夯实基础，同时规模效应将进一步提升盈利能力。

图：欧神诺前三大直销商销售收入（亿元）



图：欧神诺碧桂园、万科和恒大直销占比超过50%



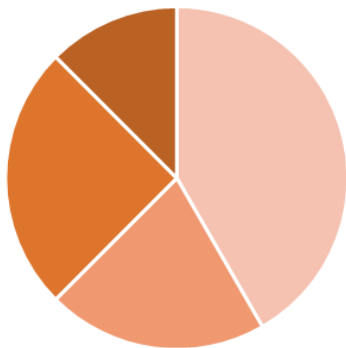
来源：公司公告，中泰证券研究所

东方雨虹：深度绑定优质下游，产能扩张再发力

- **竞争格局分散，市占率仍有较大提升空间：**防水材料规模以上企业总收入接近1000亿；预计十三五期间产量年均增长率保持在6%以上，增速高于施工量增速1-3个点。防水企业竞争格局非常分散，CR5为10%左右。龙头雨虹2016年的市占率为7.8%，较15年提升接近2个点。相比于海外防水企业50%的市占率，大行业小公司，公司仍有很大提升空间（公司目标2020年市占率达20%）。
- **工程端持续发力，充分受益地产商集中度提升：**雨虹通过渠道端打通和中大型地产商的合作来拓展销售额，2016年工程端占比达到近90%，前5大客户占比维持在15.3%左右。2017年公司作为房地产500强企业最受欢迎防水品牌，首选率达32%。龙头地产商集中度提升，公司将持续受益。同时，公司也在积极拓展民用市场，虹哥汇及渠道合伙人制度的推行有助于将此业务发展壮大。
- **资金+产能扩张，新一轮增长可期：**公司本轮可转债募集资金主要用于产能扩张，增强全国布局，同时具备资金优势带来的垫资能力将进一步促进业绩增长。
- **多品类发展增加新市场空间：**除了防水材料，公司也在持续扩大产品品类，如涂料、保温材料、硅藻泥产品等，充分利用公司的品牌和渠道优势，未来有望通过品类扩张成长为建材巨头公司。

图：东方雨虹2016年不同渠道收入贡献占比

■ 直销：房地产 ■ 直销：基建 ■ 经销：工程 ■ 经销：民建



来源：公司公告，中泰证券研究所

图：公司可转债募集资金用途

	项目名称	总投资额 (亿元)	拟以募集资金投入金额 (亿元)
1	徐州卧牛山年产2,040万平方米防水卷材项目	1.23	1.02
2	唐山年产10万吨聚氨酯防水涂料项目	2.04	1.61
3	芜湖新型建筑防水、防腐和保温材料生产研发项目（一期）	6.10	4.59
4	杭州东方雨虹生产研发基地建设项目（一期）	4.15	3.14
5	青岛东方雨虹生产研发基地建设项目（一期）	5.87	4.41
6	滁州年产十万吨非织造布项目（一期）	5.17	3.64

28

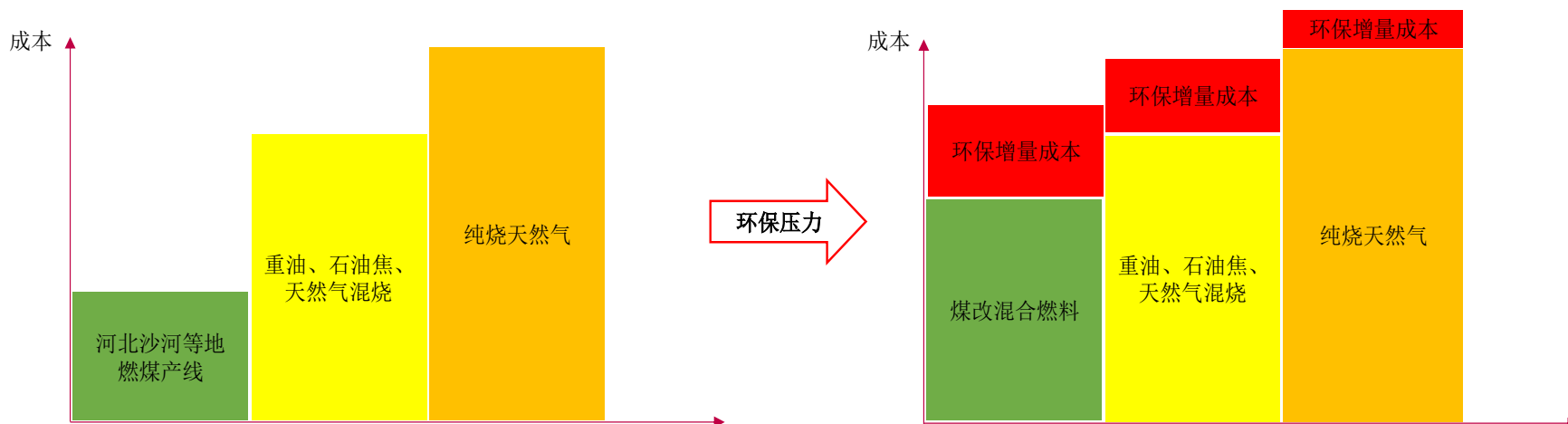
目 录

- 一、2018，把握诸多“不确定”中的确定性
- 二、水泥：下半年价格或超预期，“熟料资源化”利好过剩产能化解
- 三、玻璃纤维：需求稳增，成长趋势不改，龙头配置价值凸显
- 四、消费建材：与时间为友，与强者相伴
- 五、玻璃：环保趋严平滑行业成本曲线，期待地产补库存带动需求回暖**
- 六、石英玻璃：下游需求高景气，进口替代空间大

玻璃：玻璃行业成本曲线趋向平坦化

- 玻璃制造行业属于纯粹的中游加工制造业，由于玻璃原片高度同质化，企业的盈利取决于自身加工成本与行业边际成本的差额，**燃料成本是造成企业间相对盈利的核心变量。**
- **环保要求趋严下，燃料造成的成本差异在逐步缩小，玻璃行业成本曲线趋向平坦化，原片企业盈利能力差距逐步缩小，同质化进一步加强。**
- **优质的原片企业通过效益优势将逐步走向成本曲线最前端，但是整体来看玻璃原片的去产能进程才刚刚开始，在现有政策的考量下，若通过市场化的手段，原片企业可能需要经历新一轮盈利长时间的谷底才能实现一波真正的产能去化。**

图：玻璃行业成本曲线变平坦



来源：中国玻璃信息网，中泰证券研究所

产能周期：冷修高峰陆续而至，产能彻底去化路途漫漫

- 中期来看，玻璃产线进入冷修高峰期。按照8年的玻璃产线设计年限，2018年起玻璃行业将进入较长时间的冷修高峰期。
- 冷修复产成本提高的背景下，企业将尽可能延长窑炉使用时间。玻璃行业的冷修成本非常高昂，主要是耐火材料需要大量更换、复产时烤窑的燃料成本以及冷修的时间成本，一般在4000万-6000万。而随着耐火材料的涨价，复产成本也水涨船高。
- 虽然中期进入玻璃冷修高峰期，但长期看玻璃行业的产能去化将是漫长的过程。
 - ✓ 通过行政性的办法进行产能去化诉求和效果有限。
 - ✓ 市场化的产能去化将较为痛苦漫长。

图：历年最新点火产线数量（包括冷修复产）



来源：wind, 中泰证券研究所

图：耐火材料价格上涨

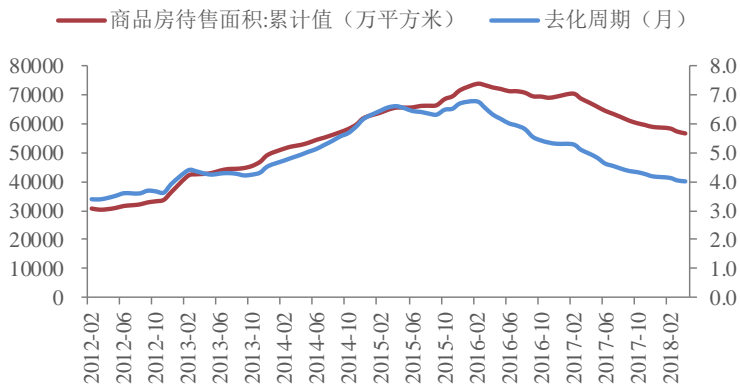


来源：找耐火材料网, 中泰证券研究所

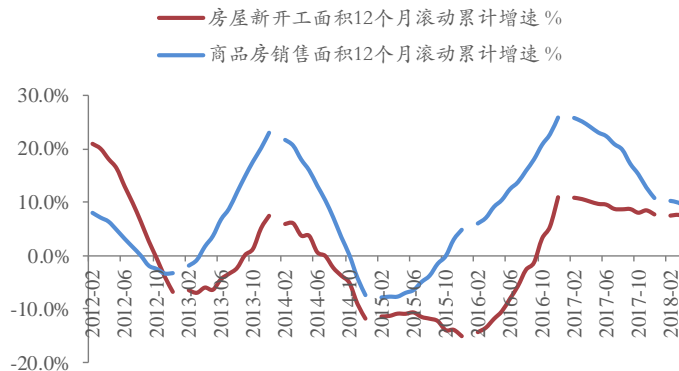
需求周期：三季度地产存在松动可能

- 整体来看，我们预计2018年下半年的玻璃需求偏平，但存在向上的可能性。
- 玻璃的80%需求来自地产，我们认为今年房地产低库存下对于投资端有较强的支撑，若剔除价格的因素偏平，这一点也可以从房地产新开工增速的韧性上看到。

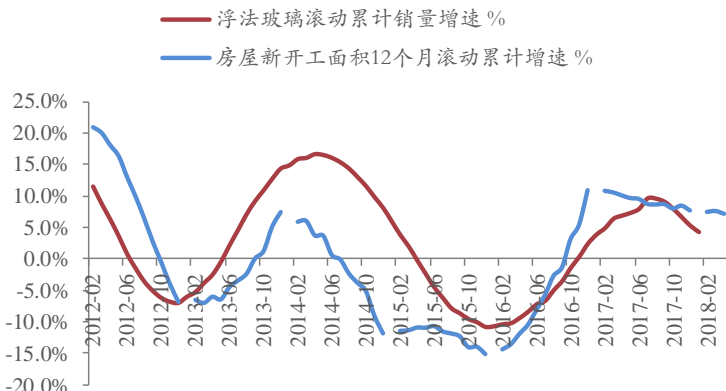
图：狭义房地产库存降至过去4年低位



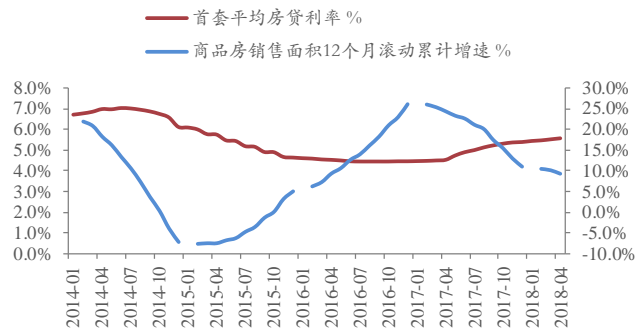
图：销售增速持续高于新开工体现去库



图：玻璃销量约滞后地产新开工6~8个月



图：房地产销售与贷款利率负相关



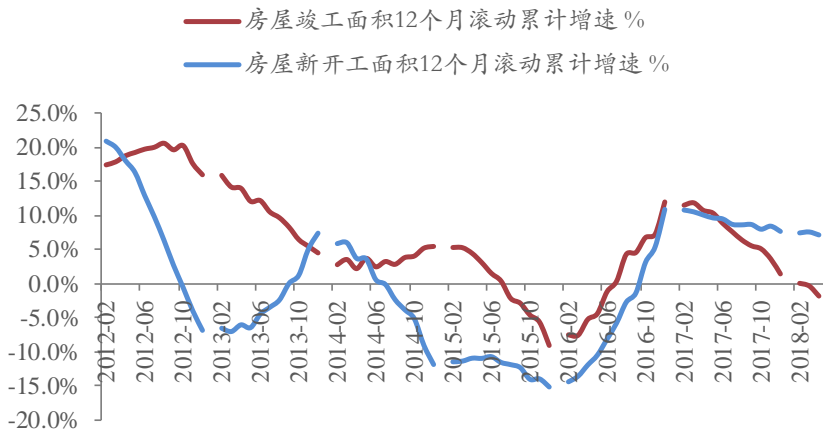
来源：wind, 中泰证券研究所

来源：wind, 中泰证券研究所

需求周期：三季度地产补库存

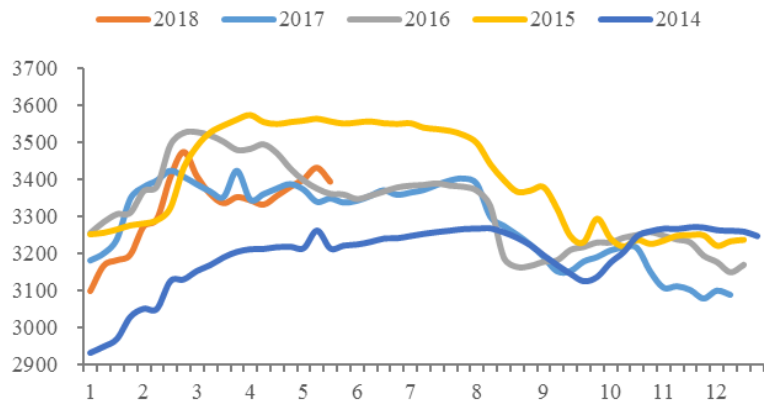
- 今年下半年地产可能出现向上的可能，我们认为在由于外部风险的不确定性，国家需要通过提振内需对冲经济大幅回落的风险，三季度房地产可能出现边际放松的迹象，进而提振玻璃需求。
- 玻璃需求的另一个上行的可能性来自新开工-竣工剪刀差的修复。过去一年以来，竣工增速持续低于新开工增速，且剪刀差不断加大，这可能是由于销售端增速下降、房企资金链紧张、施工约束较多等因素，使得工期进度缓慢，后续剪刀差若出现修复则需求端可能会超预期。
- 从今年的库存周期看，情况不算太乐观。年初玻璃企业对于2018年的乐观预期导致库存垒得较高，今年整体新开工略晚，玻璃的需求相比去年也偏弱，过去3个月企业都在进行一个库存消化的阶段，玻璃的价格持续走低。到5月底，原片企业的库存仍然不算低位，后续的库存变化仍然需要观察。

图：新开工和竣工剪刀差将修复



来源：wind, 中泰证券研究所

图：浮法玻璃生产线库存



来源：wind, 中泰证券研究所

玻璃行业投资建议：首选旗滨集团，在预期低点积极配置

- 2018年下半年玻璃企业盈利的不确定性较多，投资上可以在预期低点博弈反弹。
- 我们认为玻璃行业中的原片龙头**旗滨集团**是具备预期修复空间的。
 - ✓从成本曲线上来看，旗滨集团的石英砂自给率达到50%，自供的成本约70元，相比市场价要便宜一半；公司也拥有自己的码头，运费低；
 - ✓公司通过引入南玻的管理层对整体的公司经营进行了优化，效益进一步提升；
 - ✓公司通过不断提高原片的质量，大量提高电子和汽车用浮法玻璃的生产比例，保证产品的毛利率；
 - ✓公司逐步提高玻璃深加工的比例，通过3-5年时间把公司从原片龙头发展成为集原片制造和节能玻璃的综合企业。

图：旗滨集团盈利预测

	旗滨集团2018年业绩预测							
吨数据	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4E	2018Q1E	2018Q2E	2018Q3E	2018Q4E
吨价格（元）	71	70	74	78	81	80	80	80
吨制造成本（元）	47	47	50	55	54	55	55	55
吨毛利（元）	24	23	24	23	28	25	25	25
吨三费（元）	10	9	9	9	11	9	9	8
吨归母净利（元）	11	11	11	12	16	13	12	11
销量	2,308	2,650	2,700	2,671	2,040	2,900	3,000	2,900
单季度归母净利润（百万元）	245	290	289	318	322	388	369	306
年度归母净利润（亿元）					2017年 11.43	2018年 13.86		

来源：中泰证券研究所

目 录

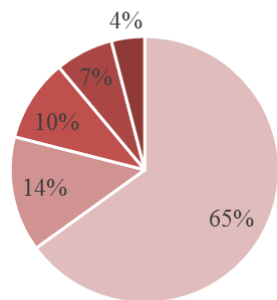
- 一、2018，把握诸多“不确定”中的确定性
- 二、水泥：下半年价格或超预期，“熟料资源化”利好过剩产能化解
- 三、玻璃纤维：需求稳增，成长趋势不改，龙头配置价值凸显
- 四、消费建材：与时间为友，与强者相伴
- 五、玻璃：环保趋严平滑行业成本曲线，期待地产补库存带动需求回暖
- 六、石英玻璃：下游需求高景气，进口替代空间大

石英玻璃下游需求高景气，进口替代空间大

下游行业景气均向上，产业链向国内转移是大趋势：全球石英玻璃市场规模接近250亿，半导体和光纤应用占比分别为65%和14%左右。1) 全球半导体进入景气周期，半导体石英需求量年增长有望达15%。2) 5G提升光纤景气：按照2020年5G商用，我们预计未来几年光纤需求年复合增长率为25%，2018年同比增长超过20%。3) 国防装备升级加民用拓展，推动石英纤维复合材料稳步增长。一方面，市场竞争加剧推动生产地向需求地转移，另一方面，在国家战略和一系列产业政策的支持下，国内半导体企业大干快上，加速国内产能建设。资本大量注入将助推行业快速发展，随着晶圆制造环节向中国转移，半导体上游环节的转移也将加快。

图：石英玻璃下游行业中半导体占比达65%

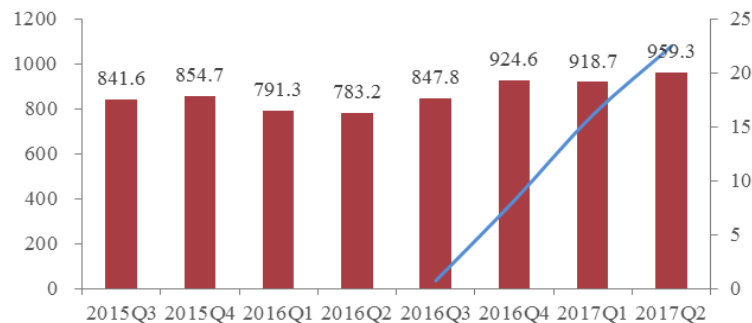
■ 半导体 ■ 光纤 ■ 光学 ■ 光伏 ■ 电光源



来源：《中国硅产业年鉴 2014》、中泰证券研究所

图：全球半导体市场季度规模2017Q2同增35%

■ 规模 (亿美元) ■ YoY



来源：全球半导体贸易组织、中泰证券研究所

图：国家近年来扶持集成电路产业的政策

时间	名称	部门	主要内容
2014	《国家集成电路产业发展推进纲要》	工信部	提出到2020年，全行业销售收入年均增速超过20%，到2030年，集成电路产业链主要环节达到国际先进水平。
2015	《中国制造2015》	国务院	提出大力推动重点领域突破发展，集成电路位列榜首。
2016	《关于软件和集成电路产业企业所得税优惠政策有关问题的通知》	财政部	提出对软件、集成电路企业提供税收优惠
2016	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	提出做强信息技术核心产业，组织实施集成电路发展工程。
2016	《“十三五”国家信息化规划》	国务院	提出核心技术自主创新实现系统性突破。集成电路等关键薄弱环节实现系统性突破。

来源：各部门网站、中泰证券研究所

菲利华：半导体石英耗材龙头，国产替代受益明显

- 国内行业龙头，资质认证构筑强劲竞争力，国产替代受益明显。
- ✓ 公司是国内石英玻璃行业龙头，深耕石英玻璃五十年，在半导体领域，公司是国内唯一获得主要半导体设备商（东京电子、应材、Lam）认证的石英材料供应商；在航天航空领域，公司是全球少数具有石英纤维量产能力的制造商之一，具有独家军方供货资质；在光通信领域，公司可提供绝大部分石英玻璃辅材器件。
- ✓ 内生外延，纵横扩张。募投1.3亿元建设的“电子级用石英玻璃锭生产项目”投产，石英材料产能迅速增长。收购“上海石创”、“武汉理航”，延伸至石英玻璃制品、复合材料。
- ✓ 半导体领域进口替代空间大。首先，公司以技术研发见长，产品质量和工艺稳定性已获得国际主流设备商的资质认证，而且相对海外竞争对手具有成本和本地化服务优势。其次，半导体产业链向中国迅速转移，而且政策大力支持国内供应商，公司有望受益。
- ✓ 三大主业景气均向上，光纤稳定增长，军工和半导体加速增长（2017年半导体业务营收增速为46%），而且半导体产业链向国内迅速转移，公司作为研发和技术龙头，有望加速实现进口替代。

图：石英玻璃全球竞争格局

	照明	半导体	光伏	光纤	军工	核心竞争力
美国Momentive(迈图)	✓		60%	✓	✓	掌握生产熔融石英和合成石英的气熔法和电熔法
德国Heraeus(贺利氏)	✓	✓	✓	✓		掌握气熔法已达117年，深耕光纤产业
日本Tosoh(东曹)		67%	✓			氢氧焰熔融、电熔工艺生产熔融石英玻璃，火焰水解合成工艺生产合成石英玻璃
德国Qsil(昆希)	✓	✓	✓			全球唯一一家掌握等离子技术的企业
美国Unimin(尤尼明)	✓	✓	✓			凭借高纯石英砂提纯技术掌控全球90%的石英砂市场
菲利华		29%	1%	35%	35%	国际第五家，国内唯一一家获得国际主要半导体设备制造商认证
石英股份	56%	26%	18%	和半导体合计占比26%	收购鑫有泰	国内唯一一家拥有高纯石英砂提纯技术的企业

备注：数字为16年营收占比

来源：各公司公告、中泰证券研究所

风险提示

- 房地产、基建投资低于预期，宏观经济大幅下滑
- 供给侧改革不及预期，政策变动的风险
- 玻纤行业新增产能超预期，需求不及预期

重要声明

■中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

■本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

■市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

■投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

■本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。