

建筑材料

2018 年半年报综述：水泥业绩亮眼，消费龙头强者恒强

水泥行业：走过淡季不淡，迎来旺季更旺

行业 2018 年上半年产量比去年有所下降，但受益于行业愈发成熟的协同自律行为与环保限产，水泥价格整体呈现高位企稳、淡季不淡的态势。总体来看，2018 年上半年水泥行业量稳价升，维持景气水平。目前水泥即将迎来需求旺季，水泥价格有望进一步上涨，继续重点推荐**水泥龙头海螺水泥、华新水泥**。

玻璃行业：价格中枢上移，盈利稳增

玻璃行业从后市来看，地产投资增速有所下滑，但绝对增量仍较为可观，玻璃需求端将企稳；供给方面，今年是理论上玻璃生产线冷修大年，环保不达标新关停玻璃生产线叠加大量冷修，上半年产品高价驱动下厂商多加快复产、延迟冷修，同时需求不及预期，库存处于高位。但受益价格中枢总体上移，玻璃板块上市公司盈利稳步增长。下半年预计供给端将继续收缩，利好玻璃价格稳中有升，推荐**旗滨集团**。

玻纤行业：需求升级，结构性机会仍在

玻纤行业整体来看，行业竞争格局良好；需求端来预计维持稳定增长，供给端增量可控，部分细分领域需求向好，结构性机会仍然存在。产品价格自 2017Q4 启动涨价，当前价格仍位于高位，龙头企业有望受益。建议关注**中国巨石**。

管材：利润端增速快于营收，三费得到控制

塑料管道类上市公司整体业绩两极分化明显，但总体实现增长，行业合计营收同比增长 20.41%，归母净利润增长 82.95%。2018 年前两季度，塑料管道类公司总计贡献了 64.75 亿收入，在管材类整体收入占比 81.71%；归母净利润 6.04 亿元，贡献率高达 97.93%。建议关注**管材龙头伟星新材**，盈利能力远超同行，星管家销售模式提升客户粘度叠加 C 端扁平化营销发力，市占率提升空间很大。公司零售+工程并举，进入“G5+”品质受认证，关注“煤改气”等市政订单为 PE、PVC 业务创造增长机会。

耐材：下游景气恢复量价齐升，成本上涨，业绩稳定

2018 年上半年度，耐材公司共计完成营业收入 60.25 亿元，同比上升 55.18%；实现归母净利润 4.58 亿元，同比增长 119.78%；销售毛利率 29.90%，同比下降 2.14 个百分点，销售净利率 8.09%，同比上升 2.15 个百分点；期间费用率 18.62%，同比下降 5.2 个百分点，其中销售、管理和财务费用率分别下降 2.85、1.13、1.22 个百分点。

其他消费建材：业绩分化，龙头强者恒强

2018 年上半年度，其他消费建材板块整体实现收入 389.51 亿元，同比增加 31.07%；归母净利润 35.93 亿元，同比增加 48.2%；销售毛利率 25.96%，同比增加 0.55 个百分点；销售净利率 9.32%，同比增加 1.12 个百分点。我们认为部分消费建材板块龙头仍将维持竞争优势，建议关注**北新建材、东方雨虹和三棵树**。

风险提示：宏观经济显著下行，行业竞争加剧。

证券研究报告

2018 年 09 月 02 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

盛昌盛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120002

shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518010003

wuhaoxiang@tfzq.com

侯星辰

联系人

houxingchen@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《建筑材料-行业点评:需求抬估值,供给保业绩》2018-08-28
- 《建筑材料-行业研究周报:秋冬旺季环保加码,水泥玻璃继续涨价》2018-08-26
- 《建筑材料-行业研究周报:政策趋严环保加强,水泥旺季更旺》2018-08-18



水泥业绩亮眼，消费建材龙头恒强

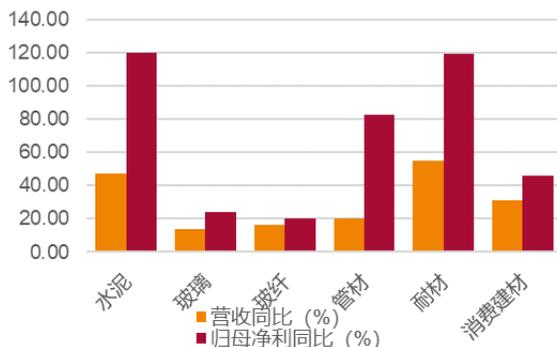
2018 年上半年我们重点覆盖建材行业上市公司业绩稳健增长，合计实现营业收入合计 3,349.76 亿元，同比增长 39.05 %；实现归母净利润合计 386.64 亿元，同比增长 86.90 %；行业毛利率同比增加 4.40 个百分点；净利率同比增长 4.08 个百分点。

细分子行业来看，水泥在高基数基础上大幅增长，营收同比增长 47.49%，归母净利润同比增长 119.83 %；玻璃、玻纤相对稳健，营收分别同比增长 13.99%、16.36 %，归母净利润分别同比增长 24.05 %、19.97 %。消费建材板块表现较好，管材、耐材营收分别增长 20.41 %、55.18 %，归母净利润分别增长 82.95 %、119.78 %；其他消费建材营收、归母净利润分别增长 31.41 %、45.82 %。建材各子行业营收、归母净利润均实现 10%以上增长率，且除玻璃、玻纤外剩余子行业利润端增速均超过收入端。

从经营活动产生的净现金流情况来看，2018 年半年度行业经营活动产生的净现金流为 217.12 亿元，但经过筛查，个股中金隅股份的此项数据出现异常波动，查阅定期报告我们发现，主要是公司非建材业务中的房地产业务土地支出大幅增加所致，剔除金隅股份数据，2018 年行业经营活动产生的净现金流为 253.51 亿元，同比增长 79.22 %。细分子行业来看，水泥行业剔除金隅股份数据之后，同比增长 117.37 %，玻璃行业同比增长 9.32 %，玻纤行业增长 26.75 %，管材行业增长 40.53 %，耐材行业下滑 10.54 %，其他消费建材行业下滑 -56.60 %。

从盈利水平来看，水泥业绩十分亮眼。2018 年上半年水泥盈利十分显著，毛利率、净利率分别为 33.92%、14.08%，同比分别增加 6.35、5.42 个百分点；玻璃毛利率为 26.34%，同比下降 0.78 个百分点，净利率为 10.53%，同比增加 0.8 个百分点；玻纤毛利率为 35.43%，同比下降 0.34 个百分点，净利率为 15.91%，同比增加 0.47 个百分点。消费建材中，管材毛利率、净利率分别为 28.88%、7.79%，同比分别增加 1.07、2.80 个百分点；耐材毛利率为 29.90%，同比下降 2.14 个百分点，净利率为 8.09%，同比增加 2.15 个百分点；其他消费建材毛利率、净利率分别为 26.14%、8.96%，分别增加 0.42、0.93 个百分点。

图 1：2018 上半年各子行业营收及归母净利润同比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：各子行业公司营业活动现金流（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2018 上半年各子行业盈利能力同比变化 (%)

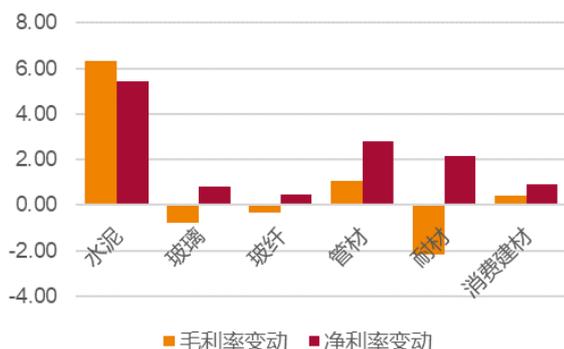
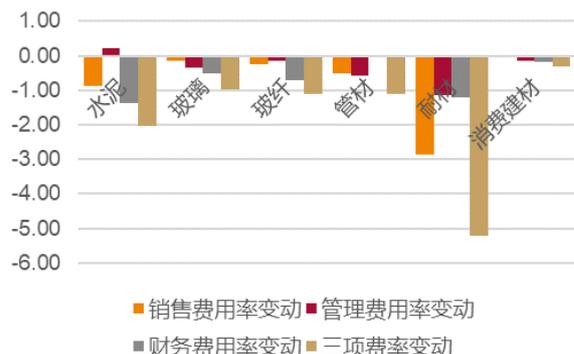


图 4：2018 上半年各子行业三项费用率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

水泥行业：走过淡季不淡，迎来旺季更旺

2018年1~6月份，全国水泥产量为9.97亿吨，同比下滑10.42%，产量比去年有所下降，但受益于行业愈发成熟的协同自律行为与环保限产，水泥价格整体呈现高位企稳、淡季不淡的态势。总体来看，2018年上半年水泥行业量稳价升，维持景气水平。

表 1：水泥行业重点上市公司上半年单吨指标对比（元/吨）

单位：元	海螺水泥	华新水泥	上峰水泥	塔牌集团	祁连山	天山股份	冀东水泥	华润水泥控股	万年青
吨售价	311	325	310	355	286	344	281	355	281
吨成本	172	199	174	197	194	221	179	210	172
吨毛利	139	125	137	158	93	123	101	145	109
吨三费	22	51	35	18	60	59	83	56	33

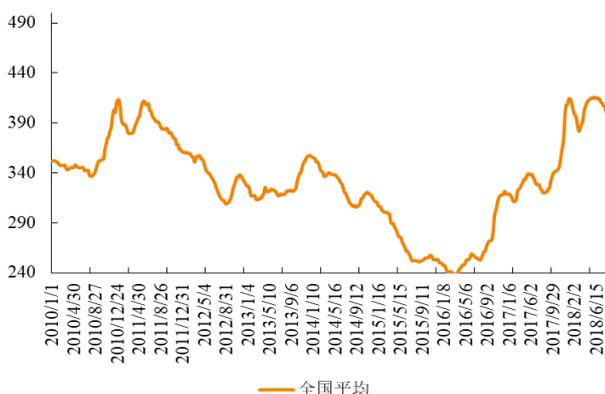
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：1.售价、成本、毛利均采用【水泥+熟料】口径，三费、净利为全口径；2.时间范围：2018上半年）

从行业供需层面来看，供给端角度，全行业继续贯彻落实国办发〔2016〕34号文明确提出“严禁新增熟料产能，淘汰落后产能”的基本要求，并且到2020年计划再压减一批水泥熟料产能。根据中国水泥网统计，2018年上半年全国新投产5条水泥熟料生产线，新增熟料产能共765.7万吨。新增产能方面已经连续四年大幅放缓，随着之前审批开工项目接近尾声，预计2018年全年新增产能也将进一步下降。淘汰32.5标号水泥已在新疆落地，后续有望在全国范围内执行，届时将对中小粉磨站以及落后熟料产线出清构成利好。中央环保督察常态化等举措也有助于加速淘汰落后产能，遏制产能增量。行业整合使产能向龙头企业进一步集聚，有助于消除恶性竞争，进一步提升协同效应。此外，我们认为应该正视环保常态化，供给侧逻辑优化升级。大气污染防治、环保督查、环保“回头看”、“蓝天保卫战”、臭氧层保护、长江水质治理等并非阶段性任务，绿水青山轻易可逆的自然属性决定环保常态化，积极立法明确奖惩，利用制度化手段背后是对环保常态化的默认。上到中央下到地方政府，多项文件或举措中早已为供给侧力度持续优化提供保障。

而从需求端来看，2018年1-6月基础设施建设及房地产开发投资增速分别达到7.30%、9.70%。中共中央政治局7月31日召开会议，指出坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，提出“加大基建补短板”、“实施好乡村振兴战略”和“‘一带一路’向纵深发展”。基建有望触底回升，静待融资实质性改善，有望带动基建相关的水泥需求，修复抬高水泥股估值。

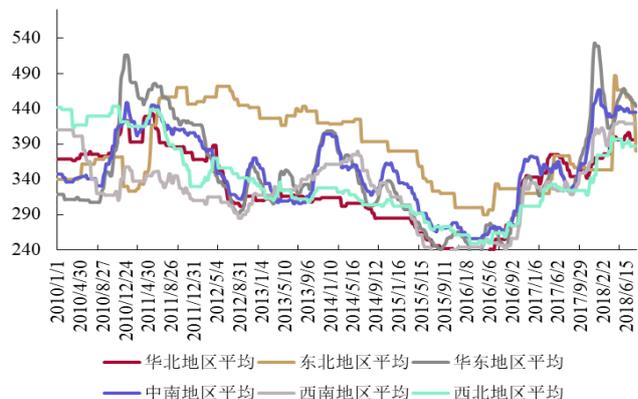
综合来看，2018年水泥边际供需结构进一步优化，供给端收缩以及行业协同自律将促使行业维持高景气度。

图 5：全国全品种水泥平均价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：分地区高标散装水泥平均价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：全国水泥产量累计（万吨）同比增速

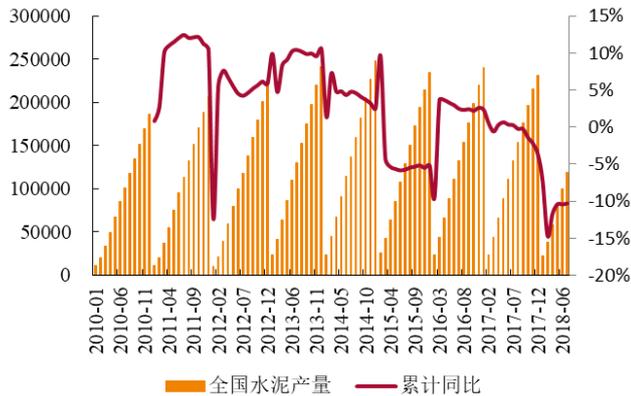
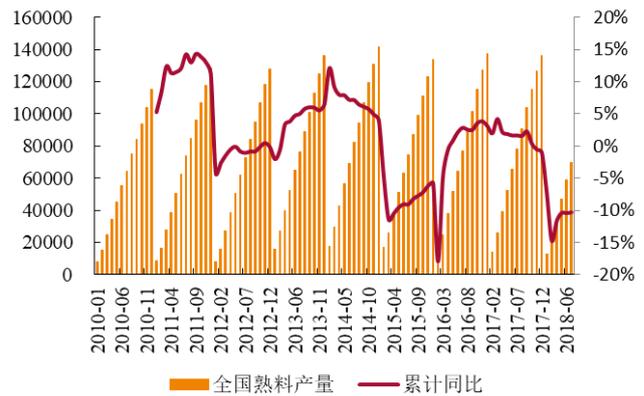


图 8：全国水泥熟料产量累计（万吨）同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们重点研究的 14 家水泥上市公司在 2018 年全年共实现营收 1292.52 亿元，同比增长 31.02%，实现归母净利润 210.32 亿元，同比增长 107.21%。除宁夏建材、祁连山外，其他 12 家水泥企业全部实现营收同比增长。今年上半年归母净利全部为正，7 家企业归母净利超过 5 亿，且均同比上升，去年同期有 3 家企业归母净利为负，同时 8 家企业归母净利 0-5 亿。海螺、华新、塔牌等业绩均有优异表现。

2018 年二季度 14 家水泥公司共实现营收 840.24 亿元，同比增长 37.77%，实现归母净利润 160.26 亿元，同比增长 92%。二季度仅宁夏建材营收同比为负，亚泰集团归母净利同比为负，而归母净利为正的公中，9 家同比增速超过 80%。

表 2：水泥行业上市公司收入、归母净利对比

证券简称	营业收入（亿元）					归母净利（亿元）				
	2018H1	同比%	2018Q2	同比%	环比%	2018H1	同比%	2018Q2	同比%	环比%
亚泰集团	64.23	24.65	36.26	12.46	29.61	0.80	12.25	2.15	-20.18	258.92
金圆股份	35.80	273.79	22.52	176.99	69.51	1.70	109.65	1.64	37.97	2,742.12
塔牌集团	30.31	53.75	18.06	69.85	47.37	8.62	177.34	4.90	180.18	31.84
福建水泥	12.66	68.79	7.63	93.28	51.76	2.25	622.93	1.39	29,164.47	60.40
上峰水泥	20.82	14.53	12.52	18.12	50.76	5.10	94.55	3.44	97.17	106.80
华新水泥	118.83	26.76	73.74	34.12	63.54	20.68	184.07	15.38	142.88	189.91
冀东水泥	78.24	19.54	58.36	21.96	193.60	5.16	562.80	10.02	288.16	306.06
青松建化	9.53	30.29	8.66	38.79	895.55	0.66	153.84	1.47	374.34	282.02
宁夏建材	16.90	-16.88	13.45	-10.59	289.48	1.43	26.08	2.30	33.88	364.41
祁连山	23.50	-9.79	19.15	-5.63	339.88	2.19	18.65	3.58	17.18	358.32
天山股份	29.71	14.41	22.23	10.50	197.23	3.08	1107.46	3.25	103.55	2,003.09
金隅集团	353.65	20.02	254.26	40.27	155.81	24.10	30.54	26.23	86.57	1,333.65
万年青	40.91	49.02	23.66	49.20	37.13	5.14	487.15	2.88	256.10	27.96
海螺水泥	457.42	43.36	269.76	47.66	43.74	129.42	92.68	81.64	78.90	70.86

资料来源：Wind，天风证券研究所

具体到盈利指标上，2018 上半年除金圆股份外，其余公司毛利率、净利率均同比提升。毛利率涨幅较大的公司有：福建水泥 23.22 个 PCT、青松建化 18.16 个 PCT、万年青 15.72 个 PCT、塔牌集团 14.68 个 PCT，净利率涨幅较大的有：福建水泥 29.73 个 PCT、青松建化 27.77 个 PCT，ROE（摊薄）同比变动较大的有：福建水泥 35.54 个 PCT、万年青 11.93 个 PCT、华新水泥 8.37 个 PCT。

表 3：水泥行业上市公司毛利率、净利率、ROE（摊薄）指标对比（%）

证券名称	毛利率	净利率	ROE（摊薄）
------	-----	-----	---------

	2018H1	同比变动百分点	2018H1	同比变动百分点	2018H1	同比变动百分点
亚泰集团	29.31	1.74	0.23	-1.15	0.53	0.04
金圆股份	12.68	-15.17	5.92	-2.67	4.81	0.66
塔牌集团	42.48	14.68	28.43	12.66	9.93	3.46
福建水泥	34.10	23.22	20.85	29.73	29.45	35.54
上峰水泥	44.31	13.05	24.74	10.69	19.08	3.67
华新水泥	37.76	11.63	19.05	11.10	15.27	8.37
冀东水泥	35.13	6.43	7.10	8.54	5.01	6.13
青松建化	27.39	18.16	3.07	27.77	1.61	4.78
宁夏建材	35.61	7.86	9.50	2.96	3.12	0.50
祁连山	32.26	2.39	8.90	1.95	3.98	0.31
天山股份	33.77	9.03	12.05	11.49	4.11	3.68
金隅集团	27.80	0.69	8.28	2.23	4.44	0.37
万年青	34.91	15.72	21.18	13.74	15.09	11.93
海螺水泥	44.23	11.86	29.10	6.98	13.49	5.14

资料来源：Wind，天风证券研究所

从期间费用率变动角度看，除亚泰集团、宁夏建材、祁连山外，其他企业均呈下降趋势，青松建化期间费用率下降幅度最大，为 12.64 个百分点，金圆股份下降 10.41 个百分点。从期间费用率绝对值角度看，低于 10%的企业有：塔牌集团 4.79%，海螺水泥 6.98%，金圆股份 7.42%，万年青 8.51%。

表 4：水泥行业上市公司各项费用率指标对比（%）

证券名称	销售费用率		管理费用率		财务费用率		期间费用率	
	2018H1	变动百分点	2018H1	变动百分点	2018H1	变动百分点	2018H1	变动百分点
亚泰集团	8.76	-1.12	8.34	-1.19	13.21	3.75	30.31	1.43
金圆股份	1.51	-3.96	3.76	-2.30	2.15	-4.14	7.42	-10.41
塔牌集团	1.40	-0.54	3.60	-1.29	-0.21	-0.37	4.79	-2.20
福建水泥	2.25	-0.53	6.24	-5.30	3.42	-2.56	11.91	-8.40
上峰水泥	2.08	-0.42	5.89	-0.35	2.36	-0.58	10.32	-1.35
华新水泥	6.51	-0.25	5.07	-0.47	2.14	-2.12	13.73	-2.84
冀东水泥	3.31	-0.87	16.70	2.53	7.37	-1.68	27.38	-0.02
青松建化	1.89	-0.08	10.65	-7.01	10.03	-5.55	22.58	-12.64
宁夏建材	10.36	0.99	12.35	5.18	1.23	-0.89	23.95	5.28
祁连山	5.17	-0.12	12.11	1.38	2.14	-0.58	19.42	0.68
天山股份	3.30	-0.82	6.19	-1.90	5.43	-3.41	14.92	-6.13
金隅集团	3.29	-0.65	8.75	-0.39	3.86	-0.67	15.89	-1.71
万年青	2.90	-0.73	4.62	-0.41	0.99	-1.48	8.51	-2.63
海螺水泥	3.65	-1.34	3.48	-0.80	-0.14	-0.38	6.98	-2.52

资料来源：Wind，天风证券研究所

单看 2018 年二季度各企业盈利表现，除金圆股份毛利率同比下降，其余公司毛利率均有提升，涨幅较大的有：福建水泥 22.98 个 PCT、上峰水泥 14.52 个 PCT、青松建化 12.25 个 PCT、海螺水泥 11.45 个 PCT、华新水泥 11.17 个 PCT；净利率除亚泰集团和金圆股份同比回落以外，涨幅较大的有：福建水泥 24.46 个 PCT、青松建化 14.29 个 PCT、冀东水泥 12.23 个 PCT、上峰水泥 11.96 个 PCT、塔牌集团 10.68 个 PCT。

表 5：水泥行业上市公司二季度毛利率、净利率指标对比（%）

证券名称	毛利率	净利率
------	-----	-----

	2018Q2	同比变动百分点	环比变动百分点	2018Q2	同比变动百分点	环比变动百分点
亚泰集团	31.07	2.81	4.04	6.14	-3.94	13.57
金圆股份	16.32	-14.76	9.81	8.58	-6.60	7.18
塔牌集团	41.52	12.95	-2.37	27.14	10.68	-3.19
福建水泥	37.08	22.98	7.52	22.22	24.46	3.45
上峰水泥	47.55	14.52	8.12	28.25	11.96	8.81
华新水泥	40.58	11.17	7.43	22.80	10.64	9.89
冀东水泥	38.19	6.80	12.07	18.86	12.23	46.30
青松建化	30.03	12.25	28.92	15.71	14.29	138.57
宁夏建材	39.12	6.59	17.22	18.61	5.97	44.61
祁连山	38.75	2.73	35.06	19.50	3.53	57.21
天山股份	33.53	6.68	-0.94	17.07	8.40	19.94
金隅集团	29.96	2.43	7.69	14.03	4.53	20.45
万年青	33.59	11.43	-3.13	20.25	9.83	-2.20
海螺水泥	46.30	11.45	5.04	31.17	5.02	5.05

资料来源: Wind, 天风证券研究所

单看 2018 年二季度各企业费用表现, 除亚泰集团、宁夏建材外, 其他企业期间费用率均呈下降趋势, 福建水泥期间费用率下降 8.35 个 PCT、青松建化下降 7.05 个 PCT。期间费用率低于 10%的企业有: 塔牌集团 4.80%、海螺水泥 6.09%、金圆股份 7.46%、万年青 8.10%、上峰水泥 9.10%。

表 6: 水泥行业上市公司二季度各项费用率指标对比 (%)

证券名称	销售费用率			管理费用率			财务费用率			期间费用率		
	2018Q2	同比变动百分点	环比变动百分点									
亚泰集团	8.24	-0.47	-1.20	7.64	3.01	-1.61	12.17	6.31	-2.39	28.05	8.86	-5.21
金圆股份	1.61	-2.94	0.27	3.96	-0.15	0.52	1.90	-2.02	-0.67	7.46	-5.11	0.12
塔牌集团	1.40	-0.46	-0.01	3.56	-0.71	-0.12	-0.15	-0.31	0.16	4.80	-1.48	0.03
福建水泥	2.02	-0.49	-0.59	5.66	-4.75	-1.47	2.94	-3.11	-1.19	10.62	-8.35	-3.24
上峰水泥	1.88	-0.49	-0.49	5.12	0.28	-1.93	2.10	-1.60	-0.65	9.10	-1.81	-3.07
华新水泥	5.89	-0.61	-1.65	4.51	-0.09	-1.47	1.58	-2.36	-1.49	11.98	-3.07	-4.61
冀东水泥	2.67	-1.27	-2.51	10.35	0.43	-24.99	5.01	-1.65	-9.27	18.03	-2.49	-36.78
青松建化	1.35	-0.02	-5.92	6.63	-3.60	-44.10	4.95	-3.43	-55.66	12.93	-7.05	-105.68
宁夏建材	10.10	0.90	-1.28	6.80	0.53	-27.18	0.79	-0.61	-2.20	17.68	0.82	-30.66
祁连山	4.62	-0.08	-2.99	8.63	-0.68	-18.80	1.30	-0.37	-4.55	14.54	-1.14	-26.34
天山股份	2.83	-0.68	-1.86	4.39	-2.13	-7.17	3.38	-2.47	-8.13	10.60	-5.29	-17.16
金隅集团	2.57	-1.06	-2.58	5.53	-1.49	-11.45	2.84	-1.05	-3.61	10.94	-3.60	-17.64
万年青	2.82	-0.63	-0.19	4.48	-0.17	-0.33	0.80	-1.27	-0.45	8.10	-2.07	-0.97
海螺水泥	3.49	-1.15	-0.39	3.06	-0.42	-1.01	-0.46	-0.59	-0.78	6.09	-2.16	-2.17

资料来源: Wind, 天风证券研究所

投资建议:

需求景气提升有望抬高估值, 供给端持续收缩构成涨价动力, 当前时点我们看好水泥涨价趋势, 继续推荐稳健龙头海螺水泥, 弹性品种华新、上峰, 关注华南龙头塔牌、华润。此外, 提振基建释放西北、华北水泥需求, 项目落地有望进一步提高价格, 关注龙头祁连山、冀东水泥、天山股份、宁夏建材。

海螺水泥——“泥龙”海螺，价值表率。2018 上半年实现营收 457.42 亿元，同比增长 43.36%，归母净利 129.42 亿元，同比增长 92.68%，综合毛利率、净利率分别为 44.83%、29.10%。分化到单位利润指标，上半年水泥及熟料吨毛利约为 139 元，去年同期约为 75 元，同比提高 64 元，吨三费从去年同期 22.5 元下降至 22.3 元。吨净利约为 91 元，去年同期约为 50 元，同比提高 40 元+。公司量价齐升，龙头表率，领先行业平均，成本优势可看长期，现金流亮眼，增强抗风险能力，受价值投资青睐。

风险提示：基建项目建设不及预期，旺季涨价幅度不及预期

华新水泥——弹性龙头，蓄力成长。2018 上半年实现营收 118.83 亿，同比增长 26.76%，归母净利 20.68 亿，同比大幅增长 184.07%，综合毛利率、净利率分别为 37.76%、19.05%。分化到单位利润指标，上半年水泥及熟料吨毛利约为 125 元，去年同期约为 68 元，同比提高约 57 元，吨三费从去年同期 49 元上升至 51 元。吨净利约为 70 元，去年同期约为 23 元，同比提高 47 元。公司特色布局，量弹性角度关注地区边际贡献。随着华东、华中区域需求趋缓，西南基建、地产洼地备受关注。新建项目有序推进，后续增长蓄力。

风险提示：各地水泥需求不及预期，两湖竞争不及预期

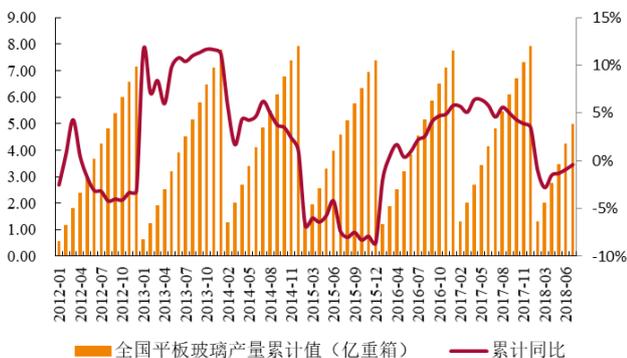
玻璃行业：价格中枢上移，盈利稳增

从需求端来看，平板玻璃的主要下游包括房地产、汽车、出口及其他，其中房地产消费占比 75%左右。根据国家统计局数据显示，2018 年上半年全国房地产开发投资完成额增幅 9.70%；全国房屋新开工面积累计增幅为 11.80%；全国房屋竣工面积累计下降 10.60%，2017-2018H1 土地供应量、房屋新开工面积增幅保持高位。受竣工量下滑影响，上半年玻璃需求相对较弱。

从供给端来看，18 年为理论上的冷修大年，但由于上半年由于玻璃价格中枢同比抬升，玻璃企业纷纷加快复产，推迟冷修。上半年新建及冷修复产生产线共计 11 条，冷修生产线 6 条，与 2017 年年底相比日熔量增加 2706 吨，增幅 2.90%。2018 年上半年玻璃行业共生产平板玻璃 4.25 亿重箱，仅同比下降 0.90%，需求低于厂商预期销售下降，导致 6 月累计库存同比大幅增加 20%，玻璃价格高开低走。按照中国玻璃期货信息网统计口径，2018 年上半年全国平板玻璃整体产能利用率在 71.94%左右。

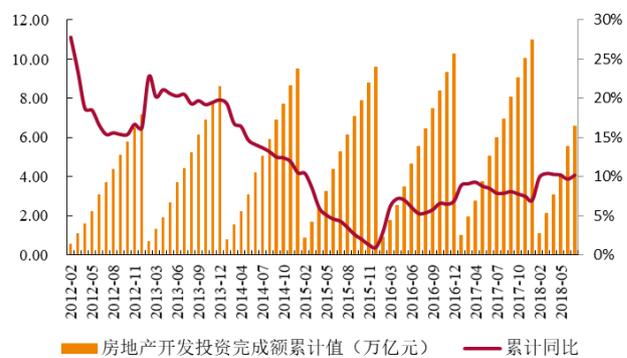
成本端看，上半年占玻璃成本较大的纯碱上涨是因为一季度纯碱价格偏低，企业开始轮番检修，产能收缩推动价格走高，不过六月之后纯碱企业基本检修完毕，价格也从高位的 2129 元/吨下跌至 1829 元/吨，每重箱增加了约 3 块钱的盈利空间。8 月以来纯碱价格保持稳定，虽然玻璃需求启动可能会带动纯碱价格走高，大企业采购具有规模优势，同时采购经验丰富，会在价格低点囤货，整体成本低于行业平均水平，因此随旺季涨价潮开启后，龙头玻璃企业的盈利空间会进一步增加。

图 9：平板玻璃产量及其同比变化



资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

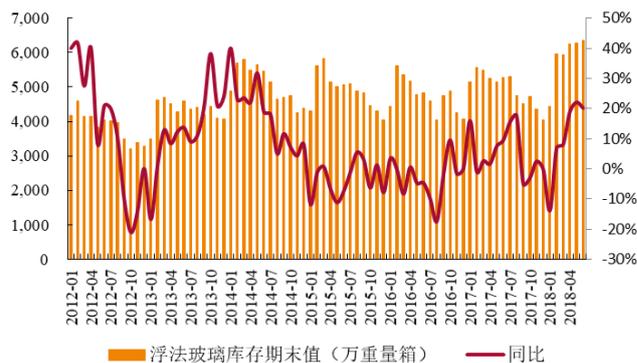
图 10：全国房地产开发投资累计完成额及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：白玻价格

图 12：浮法玻璃累计库存及其同比



资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

从玻璃行业上市公司整体来看，2018 年上半年共完成营业收入 247.64 亿元，同比上升 17.65%；实现归母净利润 16.62 亿元，同比上升 32.00%。具体到盈利指标上，2018 上半年各个公司毛利率、净利率表现不一。毛利率涨幅较大的公司有：耀皮玻璃 1.39 个 PCT、南玻 0.66 个 PCT，净利率涨幅较大的有：耀皮玻璃 4.14 个 PCT、洛阳玻璃 3.26 个 PCT、金晶科技 2.92 个 PCT、旗滨集团 2.10 个 PCT。

从各个公司分别来看，因玻璃价格 2018 年同比中枢上移，2018 年上半年多家平板玻璃上市公司营收及归母净利润均有所提升。旗滨集团产量略有下降，但受益于玻璃原片价格高位企稳，营收增幅 7.77%，归母净利润增幅 22.33%；金晶科技营业收入同比上涨 18.54%，归母净利润同比大幅增长 254.97%；耀皮玻璃营业收入同比上涨 26.49%，归母净利润同比增长 94.50%，亚玛顿营业收入同比上涨 14.55%，归母净利润同比增长 148.26%。玻璃设备企业北玻股份由于新增控股子公司的订单增加，营业收入同比上升 41.81%，公司收到股权转让款，投资收益增加，归母净利润同比大幅增长 393.33%。

表 7：2018 年 H1 玻璃行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、净利率对比

	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2018 年 H1	同比	2018 年 H1	同比	2018 年 H1	变动	2018 年 H1	变动
玻璃原片占比大的企业								
旗滨集团	37.70	7.77%	6.55	22.33%	31.40%	-1.75%	17.38%	2.10%
金晶科技	17.86	18.54%	0.61	254.97%	18.05%	0.22%	4.57%	2.92%
耀皮玻璃	23.81	26.49%	2.02	94.50%	24.76%	1.39%	8.71%	4.14%
三峡新材	74.65	23.83%	2.14	17.77%	6.75%	-0.87%	2.91%	-0.16%
洛阳玻璃	7.02	-0.30%	0.22	11.37%	26.16%	-1.19%	4.02%	3.26%
南玻 A	54.71	10.66%	3.53	-10.22%	25.07%	0.66%	6.56%	-1.53%
深加工玻璃占比大的企业								
亚玛顿	9.55	14.55%	0.19	148.26%	13.59%	-0.70%	2.17%	1.01%
凯盛科技	13.09	-16.44%	0.47	35.00%	16.83%	0.99%	4.10%	1.32%
金刚玻璃	3.00	55.77%	0.12	27.72%	35.98%	-1.10%	3.97%	-0.86%
玻璃设备								
北玻股份	6.25	41.81%	0.76	393.33%	21.29%	0.08%	13.75%	19.60%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

投资建议

玻璃行业从后市来看，地产投资有所增速下滑，但绝对增量仍较为可观，玻璃需求端将企稳，根据国家统计局发布的数据，2018 年上半年全国房地产开发投资 55530 亿元，同比名义增长 9.70%。从房屋新开工面积看，2018 年上半年，房屋新开工面积累计同比增长 11.80%。

供给方面，今年是理论上玻璃生产线冷修大年，上半年延迟冷修的玻璃企业受玻璃窑滴穿风险较大下半年大概率冷修，叠加环保政策进一步严格后小产线关停退出、错峰生产等影

响，预计 2018 年下半年预计供给端将继续收缩。价格方面，根据玻璃期货网数据显示，全国玻璃均价去年上半年均价为 1486 元/吨，今年上半年均价为 1656 元/吨，涨幅达到 11.44%，随着近期各地会议召开，旺季来临下游需求启动，叠加华北地区产能收缩，价格反弹力度有望超预期。

旗滨集团——旺季来临，助力玻璃龙头腾飞：2018 年上半年公司实现营业收入 37.70 亿元，同比增长 7.77%；实现归母净利润 6.55 亿元，同比增长 22.33%。华东、华南区域为公司业务的核心区域，当地经济比较发达，下游需求旺盛，沿海利于出口，玻璃价格常年高于全国平均水平，其中 2018 年上半年上海地区玻璃价格基本每吨高于全国均价 80-90 元，广州地区玻璃价格每吨则高出约 200 元，区域优势明显。短期看当前旺季已经来临，玻璃有望迎来涨价潮，公司产能全开，量价齐升带动下半年业绩向好。中长期来看，供给侧改革叠加继续深化，玻璃行业新增产能减少；环保继续发力，旺季供给收缩。长期看，公司由量变向质变发展，规模、治理优势不断显现。

风险提示：下游房地产需求大幅下滑；环保力度削弱，新增产能增加；纯碱价格大幅波动吞噬利润

玻纤行业：需求升级，结构性机会仍在

玻纤行业 2018 年上半年稳定增长，结构性机会仍然存在，从玻纤行业上市公司的情况来看，2018 年上半年共完成营业收入 117.85 亿元，收入同比增加 16.36%；实现归母净利润 18.40 亿元，同比增加 19.97%。销售毛利率 35.43%，同比下降 0.34 个百分点；销售净利率 15.91%，同比上升 0.47 个百分点。

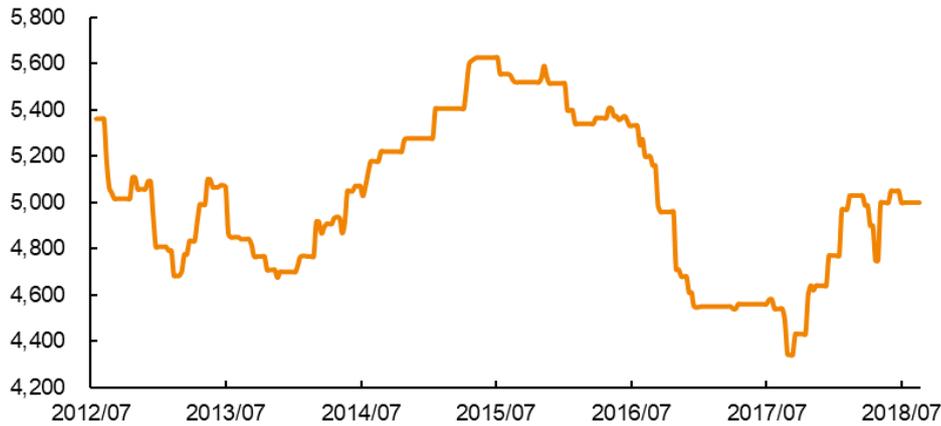
2018 年上半年，中国巨石业绩靓丽，公司实现营业收入同比增长 23.06%，归母净利同比增长 25.91%，略高于收入增速；扣非归母净利同比增加 30.06%，经营活动产生的现金流量净额同比增加 38.98%，增速均高于归母净利增速，反映出公司盈利含金量十足。报告期内公司三项费用率由去年同期的 16.61%降低为 14.23%，期间费用控制能力得到加强。2018 年上半年，中材科技玻纤业务持续景气，报告期内公司实现营收 47.46 亿元，同比增长 5.97%，归母净利同比增长 2.91%。随公司 2 条 10w 吨新产能稳定生产以及冷修改建产线复产，公司玻纤销量不断增长，报告期内销量达 40 万吨，实现营业收入 28.2 亿元，净利润 3.95 亿元。2018 年上半年长海股份实现营收 9.87 亿元，同比增长 6.61%，上半年公司技改完成，生产效率有所提升，毛利率 25.66%，同比下降 1.03 个百分点，其中玻纤业务毛利率 32.47%，同比下降 2.22 个百分点，毛利率下滑主要是由于产线冷修后产能并未达到最佳状态。九鼎新材在报告期内实现营收 4.81 亿元，同比增长 12.28%。2018 年上半年，再升科技业绩持续高增长，营业收入同比增长 154.8%，报告期内洁净节能市场需求持续增长，且公司在 17 年 8 月完成了悠远环境收购，公司上半年实现营收 5.52 亿元，达 154.80%的大幅增长，归母净利同比增加 69.17%。

表 8：2018 年 H1 玻纤行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、净利率对比

	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率		净利率	
	2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动	2018H1	变动
中国巨石	50.18	23.06%	12.67	25.91%	45.58%	-0.69%	25.35%	0.51%
中材科技	47.46	5.97%	3.84	2.91%	28.33%	-0.60%	8.75%	-0.07%
长海股份	9.87	6.61%	1.08	2.89%	25.66%	-1.03%	10.87%	-0.68%
九鼎新材	4.81	12.28%	0.05	17.02%	23.39%	-0.73%	1.08%	0.06%
再升科技	5.52	154.80%	0.76	69.17%	32.18%	-9.13%	13.61%	-6.78%

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 13：2400tex 无碱缠绕直接粗砂均价（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议

国内玻纤行业整体仍稳定增长，行业竞争格局良好。从需求端看，行业需求结构不断升级，除建筑领域外，玻纤在交通、电子、新能源领域的应用仍有较大的提升空间，预计 18 年我国玻纤需求复合增速可达 10%以上。从供给端看，玻纤行业产线的投资金额大，供给增加呈现跳跃性，整体供给具有刚性，上半年复产、新建投产产线较多，下半年预计还有部分新增产能复产，供给端仍然存在增量，2017 年第四季度玻纤启动涨价，上半年处于中位水平，6 月出现小幅下跌，随需求旺季来临，玻纤价格有望保持平稳。

中国巨石：建议关注中国巨石，公司依托自身的规模效应和技术优势，综合毛利率、净利率均远高于同业。我们认为，随全球玻纤产品格局改善，高端领域需求将成为新的增长点。中国巨石持产品链条优化与全球产线布局同步推进，正积极布局电子纱以及推进高性能粗砂研发。随着公司产品结构的优化，预计公司毛利率水平将进一步改善，盈利能力也将持续增强。海外布局方面，公司率先走出国门，坚持先建市场，再建工厂的原则，争取产品就地消化；埃及产线的全部投放大幅拉升了综合毛利率。随着全球各地区产线布局的持续推进，公司的全球市占率有望进一步提升。目前埃及产线已全部投产，印度产线正在规划当中，此外公司还计划土耳其和北欧新建产线。

风险提示：玻纤价格大幅下降，公司海外项目进展不顺利

管材：利润增速快于营收，三费得到控制

从管材行业上市公司的情况来看，2018 年上半年共完成营业收入 79.24 亿元，收入同比上升 20.41%；实现归母净利 6.16 亿元，同比增长 82.95%；销售毛利率 8.88%，同比上升 1.07 个百分点，销售净利率 7.79%，同比上升 2.8 个百分点。期间费用率 18.31%，同比下降 0.77 个百分点，其中销售、管理、财务费用率分别下降 0.52%、0.11%和 0.11%。

2018 年上半年，PCCP 类上市公司中龙泉股份营收实现大幅增长，而归母净利下滑明显。青龙股份、韩建河山保持可观增速，青龙管业、龙泉股份、韩建河山归母净利均呈现显著下降。总体来看，PCCP 类公司毛利率相对稳定，净利率小幅增长，但绝对值仍保持较低水平。主因 PCCP 类公司下游以工程项目为主，批量供应价格受到压制，以及产品同质化程度较高。

塑料管道类上市公司整体业绩两极分化明显，但总体实现增长，行业合计营收同比增长 20.41%，归母净利增长 82.95%。2018 年前两季度，塑料管道类公司总计贡献了 64.75 亿收入，在管材类整体收入占比 81.71%；归母净利 6.04 亿元，贡献率高达 97.93%。其中，顾地科技、雄塑科技、永高股份归母净利均实现较高增长，涨幅分别为 178.93%、110.54%、82.95%。从盈利角度看，由于塑料管道市场集中度低，产品同质化严重，毛利率水平总体较低，成本上涨压力下部分企业毛利率出现下降，净利水平总体维持稳定，除伟星、雄塑以外，其余管材企业净利率水平均较低。此外，顾地科技赛事业务毛利水平显著高于 PVC、PE、PP 管道，目前占比约 15%，赛事业务拉高业绩水平。

表 9：2018 年 H1 管材行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、净利率对比

	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率		净利率	
	2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	同比
合计	79.24	20.41%	6.16	82.95%	28.88%	1.07%	7.79%	2.80%
002641 永高股份	23.19	18.24%	0.83	31.52%	23.85%	1.66%	3.58%	0.36%
002372 伟星新材	18.87	18.39%	3.86	23.61%	46.06%	1.09%	20.48%	0.89%
002694 顾地科技	8.10	2.76%	0.18	178.93%	17.75%	-5.59%	1.54%	1.16%
300198 纳川股份	6.16	16.45%	0.25	-6.86%	21.46%	-0.02%	4.53%	-0.42%
300599 雄塑科技	8.43	36.36%	0.92	110.54%	22.40%	2.55%	10.89%	3.84%
002205 国统股份	2.62	-5.95%	-0.05	11.19%	21.20%	5.70%	-1.53%	0.98%
002457 青龙管业	4.15	17.75%	0.06	-114.57%	29.61%	-0.30%	1.39%	13.96%
002671 龙泉股份	4.27	88.76%	0.08	-120.15%	36.73%	10.94%	1.40%	19.32%
603616 韩建河山	3.45	47.85%	0.04	-113.44%	19.13%	-2.72%	2.25%	14.17%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 14：HDPE 价格走势单位（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：PVC 价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

伟星新材：公司是国内 PPR 塑料管道技术先驱与龙头，销售范围覆盖全国。公司上半年度营收同比增长 18.39%，归母净利同比增长 23.61%，上半年度继续延续利润增速快于收入增速的良好态势。公司新品持续研发推出，品牌生命力旺盛，品牌维护力度加强，市占率提升空间很大，新增市场缩量，存量市场巨大，C 端品牌力继续发挥营销作用。公司零售+工程并举，进入“G5+”品质受认证，关注“煤改气”等市政订单为 PE、PVC 业务创造增长机会。

风险提示：原材料成本变动不及预期，市场占有率增长不及预期

耐材：下游景气恢复量价齐升，成本上涨业绩保持稳定

2018 年上半年度，耐材公司共计完成营业收入 60.25 亿元，同比上升 55.18%；实现归母净利 4.58 亿元，同比增长 119.78%；销售毛利率 29.90%，同比下降 2.14 个百分点，销售净利率 8.09%，同比上升 2.15 个百分点；期间费用率 18.62%，同比下降 5.2 个百分点，其中销售、管理和财务费用率分别下降 2.85、1.13、1.22 个百分点。

耐材上市公司中，鲁阳节能经过转型，从钢铁新建产能逐步过渡到周期高温节能、保温防水的分散领域，实现了下游客户的重新建设。随着周期行业进入高景气阶段，陶瓷纤维产品生产效率提升、成本下降，公司产品销售结构转变，中高端陶瓷纤维产品销量提升，鲁阳节能归母净利润同比上升 138.27%，毛利率、净利率分别同比上升 8.97、10.02 个百分点。濮耐股份和北京利尔下游主要为钢铁行业，上半年钢铁、水泥、有色等行业持续景气，公司销售量价齐升，均实现大幅增长，但由于原材料镁价格大涨，成本部分向下游客户转移

毛利率保持稳定。瑞泰科技下游中玻璃、水泥和钢铁行业产能过剩，基建工程投资不景气，基建用耐火材料也大幅下降，业绩受到影响。

表 10：2018 年上半年度耐材行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、净利率对比

		营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动 (百分比)	2018H1	变动 (百分比)
002066.SZ	瑞泰科技	18.58	100.50%	631.98	15.66%	18.45	-7.72	1.47	-1.04
002088.SZ	鲁阳节能	7.64	16.16%	14,931.81	138.27%	43.08	8.97	19.55	10.02
002225.SZ	濮耐股份	19.01	54.66%	12,308.69	120.60%	28.88	-3.41	6.88	1.99
002392.SZ	北京利尔	15.02	40.48%	17,923.66	112.24%	38.66	3.07	11.97	4.06

资料来源：Wind，天风证券研究所

其他消费建材：业绩分化，龙头强者恒强

2018 年上半年度，其他消费建材板块整体实现收入 389.51 亿元，同比增加 31.07%；归母净利润 35.93 亿元，同比增加 48.2%；销售毛利率 25.96%，同比增加 0.55 个百分点；销售净利率 9.32%，同比增加 1.12 个百分点。其中北新建材上半年实现业绩 12.99 亿元，同比大增 90.33%，帝欧家居由于与欧神诺并表业绩大增，但原欧神诺业绩表现也较出色，三棵树实现净利 5906 万元，同比增长 46.27%，表现较好。毛利率增幅较高的公司分别有北新建材、帝欧家居、恒通科技，同比增幅均在 5 个点以上，净利率增幅较好的有北新建材、豫金刚石、太空智造，其中北新建材石膏板价格延续去年高价，略微调整单总体中枢上移，覆盖成本上涨后盈利依然明显。

表 11：2018 年上半年度其他消费建材行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、净利率对比

		营业收入 (亿元)		归母净利润 (万元)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动 (百分比)	2018H1	变动 (百分比)
000786.SZ	北新建材	59.88	31.27%	129,864.34	90.33%	36.16	5.05	21.77	6.71
002271.SZ	东方雨虹	56.13	30.21%	61,841.48	25.26%	36.91	-3.50	11.00	-0.41
002043.SZ	兔宝宝	19.05	4.41%	19,016.14	20.39%	19.56	2.59	9.96	1.35
300064.SZ	豫金刚石	8.10	42.00%	16,736.52	77.38%	28.08	2.20	20.61	5.47
002798.SZ	帝欧家居	19.20	762.14%	15,753.38	552.85%	34.31	5.23	8.09	-2.75
002918.SZ	蒙娜丽莎	14.10	13.71%	13,330.95	9.41%	34.90	-0.88	9.46	-0.37
300737.SZ	科顺股份	12.49	44.69%	12,947.73	19.72%	34.26	-4.42	10.37	-2.16
600172.SH	黄河旋风	17.32	17.94%	12,299.22	-34.17%	32.11	-4.52	7.02	-5.69
002398.SZ	建研集团	11.54	40.64%	11,695.04	49.10%	25.74	0.65	10.43	0.78
603826.SH	坤彩科技	2.87	28.61%	8,924.13	43.74%	45.24	-2.16	31.05	3.73
002302.SZ	西部建设	81.67	31.04%	7,939.95	-532.44%	8.24	1.04	1.21	1.38
002742.SZ	三圣股份	12.57	58.90%	7,071.73	-44.41%	22.61	-2.04	6.98	-9.56
603737.SH	三棵树	13.26	31.59%	5,905.66	46.27%	41.06	0.79	4.46	0.45
300117.SZ	嘉寓股份	18.68	58.64%	5,603.23	171.83%	13.05	-4.16	3.15	1.32
002718.SZ	友邦吊顶	3.56	24.04%	5,286.27	-18.53%	37.77	-10.64	14.45	-7.80
002084.SZ	海鸥住工	10.47	7.31%	4,023.24	1.36%	19.40	-1.74	3.95	-0.36
300179.SZ	四方达	1.76	17.96%	3,447.87	-15.76%	47.96	-1.10	19.62	-7.88
300344.SZ	太空智造	2.44	49.73%	3,243.35	-370.20%	33.48	-5.11	14.56	18.83
300374.SZ	恒通科技	3.09	-39.75%	2,570.08	-8.92%	32.28	15.19	8.26	2.65

300715.SZ	凯伦股份	2.46	40.49%	2,522.58	34.91%	36.67	0.13	10.26	-0.42
603378.SH	亚士创能	6.51	19.34%	1,927.92	-46.87%	28.03	-4.54	2.96	-3.69
000619.SZ	海螺型材	14.14	-2.93%	265.57	13.79%	11.58	1.15	0.21	-0.06
300234.SZ	开尔新材	0.97	-26.70%	69.29	12.45%	24.69	-10.89	-0.69	-0.89
300163.SZ	先锋新材	2.88	-19.49%	-2,051.76	-904.16%	41.62	-3.12	-8.71	-9.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

北新建材：2018 年上半年度，公司延续了 2017 年全年的亮眼表现，龙头地位稳固。公司顶住原材料价格上涨压力，发挥定价权优势，提价后的业绩弹性充分显现，成本上升幅度低于收入增加幅度，体现出公司作为行业龙头的成本传导能力。参照美国石膏消费历史，我们认为国内石膏板长期成长空间巨大；依托强大技术、研发、营销优势，公司在未来市占率仍然具备提升潜力，供给端有望进一步出清。石膏板产品在隔墙领域和住宅领域的拓展空间极大，同时现有政策鼓励新型墙体材料的应用和装配式建筑的发展，都将推动石膏板的市场需求进一步增加。30 亿平产能布局稳步推进，新建产线以及落后产能的淘汰利好公司进一步提升市场份额。逐鹿全球，公司启动全球化产业布局，其在坦桑尼亚海外项目顺利推进，报告期内该项对外投资已完成部分相关政府部分审批，前期工作正在有序推进。

风险提示：石膏板价格大幅下跌，美国诉讼费产生大额赔付

三棵树：公司作为国内优质民族品牌，品牌认知度不断提高，经销网点稳步渗透，针对翻新市场推出的“马上住”服务增速较高、增幅显著，获得龙头房企认可。公司上半年度营收同比增长 31.59%，归母净利润同比增长 46.27%，上半年度显示出利润增速快于收入增速的良好态势，净利表现超预期。公司利用研发优势，扩大品类满足客户需求，加强施工服务能力，绑定龙头房企，市占率提升空间很大。长期来看，健康的渠道配合品牌的提升，公司盈利增长可期。

风险提示：原材料价格大幅波动，房地产需求大幅下滑

东方雨虹：公司作为国内最大防水材料企业，构建多层次营销体系，着力抢占市场份额，成长性已经得到检验，公司上半年度营收、归母净利润同比增速分别达到 30.21%、25.26%。管理能力进一步提升，报告期内公司期间费用率同比下降 2.9 个百分点，同时现金流状况边际改善。公司业务规模维持较快增长，主业增速相对强劲，防水卷材、防水涂料收入同比增速分别为 34.31%、43.15%，增速快于公司整体收入增速。中期而言，客户黏性增强、品牌及经营渠道建设将为公司新增产品链释放更广阔的市场。

风险提示：原材料价格大幅波动，应收账款坏账率大幅提升

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com