



## 中性

# 建材行业 2019 年半年报综述

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
伟星新材	002372.SZ	15.72	买入
北新建材	000786.SZ	19.06	买入
海螺水泥	600585.SH	42.42	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以 2019 年 9 月 12 日当地货币收市价为标准

**主要催化剂/事件**  
建筑行业半年报公布完毕

前端好于后端，B 端好于 C 端，白马还是白马

建材行业 2019 年中报公布，基本呈现以下特点：水泥依旧强劲、白马依然优秀、B 端好于 C 端，前端好于后端。地产新开工超预期以及精装修集采加速普及是形成今年半年报特点的主要原因。施工旺季在即，下半年水泥板块业绩有望再创新高，5 月以来玻璃价格提升，Q3 报表有望改善。

### 支撑评级的要点

- **水泥依旧强劲，白马依然优秀，B 端好于 C 端，前端好于后端：**2019 年建材行业上市公司中报发布完毕，基本大致呈现以下的特点：水泥依旧强劲，白马依然优秀，B 端好于 C 端，前端好于后端。2019 年以来地产新开工继续刷新市场预期导致水泥需求保持旺盛，业绩再创新高；与此同时带动部分前端建材业绩再创新高与防水材料与减水剂；部分消费建材白马龙头尽管业绩增速有所下滑，但其他各项财务指标表现依然很好；B 端建材受益地产精装房集采，业绩增长释放较快。
- **2019 年水泥业绩更靠量的驱动，龙头依然强势，西部二线水泥股异军突起：**受益地产新开工超预期以及供给侧限产政策严格执行，水泥价格基本盘未有明显变化，价格依然稳中有升。区别于 2018 年，2019 年水泥板块业绩再创新高主要是量的驱动而非价的驱动；同时区域结构性行情更为明显。海螺水泥、华新水泥、冀东水泥三大巨头业绩增速依然靓丽；万年青与塔牌因上半年东南地区阴雨天气较多业绩增速有所放缓。西北地区上半年水泥景气度明显提升，宁夏建材、祁连山、青松建化、天山股份、尖峰集团等西部二线水泥股上半年也有较好的业绩表现。施工旺季即将到来，水泥板块业绩有望再创新高。
- **上半年玻璃价格持续阴跌企业业绩不佳，预计三季度有所好转：**上半年玻璃价格持续阴跌，导致相关上市公司业绩进一步下滑。旗滨集团营收增速约 7%，利润增速负增长 20%。但玻璃现货价格自 5 月底连续上涨接近 4 个月，尽管缺乏地产周期因素驱动，我们认为较长时间产品价格上涨应该在三季度平板玻璃相关上市公司财务报表上有所体现。
- **地产精装集采成趋势，B 端建材业绩增速明显，建材传统白马在财务报表企业指标表现更优：**其他装修建材上半年受益地产精装集采加速普及，B 端建材业绩增速明显好于 C 端；同时地产新开工超预期，前端建材好于后端；东方雨虹、三棵树、坚朗五金、蒙娜丽莎、建研集团上半年业绩增速均有明显提升。传统建材龙头伟星新材、中国巨石、北新建材业绩增速有所放缓，但其他各项财务指标表现上明显优于板块其他公司。

### 相关研究报告

- 《建材行业周报》20190820
- 《建材行业周报》20190813
- 《建材行业周报》20190806

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 建筑材料

田世欣  
(8621)20328519  
shixin.tian@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

\*余斯杰为本报告重要贡献者

### 重点推荐

- 建议关注北新建材、伟星新材、海螺水泥。

### 评级面临的主要风险

- 房屋竣工未有改善；地产需求进一步下探；环保限产放松；旧改推进不及预期；玻璃基本面数据回落。



## 目录

行业表现回顾与展望.....	5
水泥板块：业绩高增，各项指标全面改善.....	10
玻璃板块：产品价格阴跌，板块表现下滑.....	14
其他建材：B端好于C端，白马还是白马.....	17
重点推荐.....	19
风险提示.....	20



## 图表目录

图表 1. 基建补短板落地不及预期.....	5
图表 2. 地产投资依然保持韧性.....	5
图表 3. 2019 年建材板块行业表现尚可.....	6
图表 4. 2019 年以来基建相关刺激政策.....	6
图表 5. 基建资金流向结构图.....	7
图表 6. 2019 年全年基建投资增速测算.....	7
图表 7. 2019 年下半年以来地产相关政策.....	8
图表 8. 2019 年下半年地产相关数据测算.....	8
图表 9. 家装行业集中度未有明显提升.....	9
图表 10. 2B 家装建材龙头均有较好业绩.....	9
图表 11. 水泥板块依然保持高速增长.....	10
图表 12. 行业经营现金流再创新高.....	10
图表 13. 盈利能力与行业集中度再提升.....	10
图表 14. 负债率继续下降现金仍有提升.....	10
图表 15. “五朵金花”与上峰水泥表现最好.....	11
图表 16. 西部二线水泥异军突起.....	11
图表 17. 上峰、海螺、华新上半年表现最好.....	12
图表 18. 上半年水泥板块持股数量再创新高.....	12
图表 19. 海螺水泥依然集中市场主要筹码.....	12
图表 20. 房屋新开工增速依然处于高位.....	13
图表 21. 水泥板块估值保持稳定.....	13
图表 22. 水泥板块业绩增速依然处于高位.....	13
图表 23. 华北、西北上半年景气度明显提升.....	13
图表 24. 上半年玻璃板块业绩继续下滑.....	14
图表 25. 经营现金流继续下行.....	14
图表 26. 行业平均盈利能力小幅下滑.....	14
图表 27. 负债率提升，现金比例下滑.....	14
图表 28. 2019 年中报部分公司财务指标比较.....	15
图表 29. 2019 年中报财务指标比较.....	15
图表 30. 往年财务报表指标比较.....	15
图表 31. 玻璃业绩与估值同步下行.....	16
图表 32. 竣工与销售双双下行，需求缺乏周期驱动力.....	16
图表 33. 5 月份以来玻璃价格持续上升.....	16



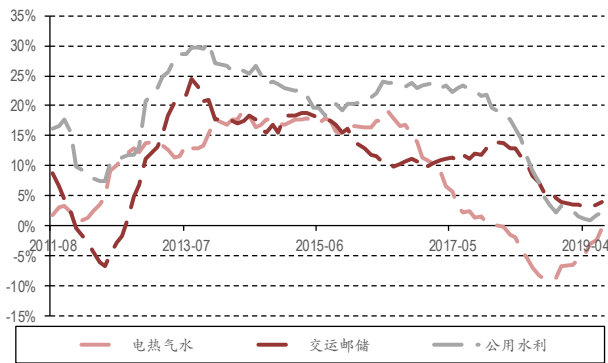
图表 34. 全国重点省份库存同比明显下滑.....	16
图表 35. 2019 年中报其他细分板块代表企业财务状况比较 .....	17
图表 36. 五大 B 端龙头业绩集中放量 .....	17
图表 37. 伟星、巨石、雨虹、鲁阳节能表现最好.....	17
图表 38. 2016-2018 年建材白马各项财务指标.....	18
附录图表 39. 报告中提及上市公司估值表.....	21

## 行业表现回顾与展望

### 1. 2B 好于 2C，开工好于竣工

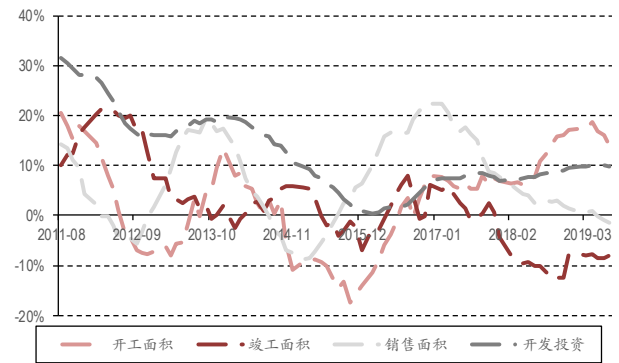
**基建不及预期，地产投资保持韧性：**2019 年以来，建筑行业基本面表现与年初市场主流观点基本背道而驰。2019 年底基建补短板成为市场热点，市场普遍预期 2019 年全年基建投资增速可回升到 8% 的水平，对经济增速形成有利托底。实际上，2019 年 1-7 月份，基建投资完成额仅为 9.45 万亿元，累计同比 2.9%，低于市场预期。年初市场普遍预期，在地产交房压力提升的环境下，竣工大概率提升，开工大概率下滑，利好后端建消费建材与玻璃。事实上，年初至今开工面积 12.57 亿平，同比增速 9.5%，相比 2018 年下半年水平有所下滑，但依然处于较高水平，超于市场预期；竣工面积仅为 3.73 亿平，同比增速 11.3%，与 2018 年下半年水平相差不大；地产开发投资 7.28 万亿元，同比 10.6%，同样保持韧性。

图表 1. 基建补短板落地不及预期



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 地产投资依然保持韧性



资料来源：万得，中银国际证券

**开工好于竣工，水泥板块持续超预期：**尽管 2019 年以来下游建筑主要逻辑均未兑现，但水泥板块屡超市场预期。新开工保持超预期增速以及施工强度保持相对较高同时行业限产政策未有放松是今年水泥板块依然保持坚挺的基本盘。区域方面，随着华北地区雄安新区建设开始推进等原因，华北地区市场景气度明显提升，西北西南地区水泥板块表现同样较好，因此上半年水泥板块业绩表现较好的除了海螺水泥，还有华新水泥、冀东水泥和西北二线股。玻璃等后端建材上半年价格持续阴跌，上市公司业绩表现并不亮眼，未有更多市场关注度。

**2B 好于 2C，地产集中助力行业变革：**当前地产行业资金趋紧，地产行业本身加速集中，同时精装修渗透率提升地产集采逐步普及导致消费建材行业龙头市场份额快速提升，三棵树、蒙娜丽莎、东方雨虹等 B 端建材龙头上半年业绩均有较好表现。

图表 3. 2019 年建材板块行业表现尚可



资料来源：万得，中银国际证券

## 2. 基建利好政策频频出台，下半年增速看 5%-6%

**基建板块利好政策频频，专项债加速与降准利好资本性与债务性基建资金供给：**9 月份以来，基建板块利好政策频频。其中 9 月 4 日国常会召开会议指出加快专项债发行使用节奏，要求今年限额内地方专项债 9 月份全部发行完毕。同时年底提前下达部分专项债与地方债限额，明确资金用于土地储备与地产领域，这一系列举措将进一步释放基建投资资本性资金。此外国常会提出落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准的政策工具，将有助于债务性资金投放，进一步利好基建板块资金供给。

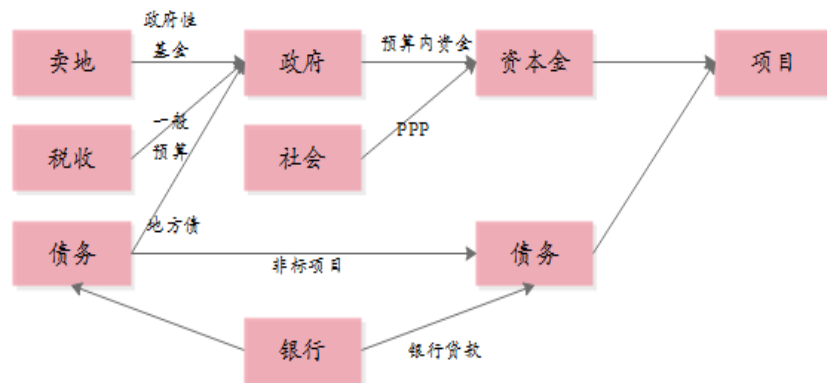
图表 4. 2019 年以来基建相关刺激政策

日期	部委	文件	内容
6 月 12 日	发改委	专项债新政	地方政府专项债可作为资本金投入重大基础设施建设项目中
9 月 4 日	国常会	加速专项债发行	今年限额内地方专项债 9 月份全部发行完毕。同时年底提前下达部分专项债与地方债限额
9 月 6 日	中国人民银行	定向降准、普遍降准	为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：中央政治局、国务院、财政部、发改委、中国人民银行，中银国际证券

**国内经济压力加大，基建利好政策或为必然：**按照党的十八大指出的“两个翻一番”，2020 年要达到 GDP 相比 2010 年翻一番，2019-2020 年必须守住 6.3% 的底线。当前国内经济压力加大，净出口受中美贸易摩擦升级影响难以带动经济增速；消费增速持续下滑，新车销量增速持续阴跌；投资领域制造业投资受工业企业利润下滑投资需求减少，企业搬迁投资需求也接近尾声，地产投资作为政府不考虑采用的工具下半年投资增速预计下滑，因此基建成为政府较为有效的稳经济增速的抓手。

图表 5. 基建资金流向结构图



资料来源：万得，中银国际证券

资本金分析成为基建投资起点，抓住地方债、专项债、预算内资金三个变量：2019 年以来，银行间利率持续下行，我们认为基建项目一般由政府主导，债务融资压力并不大，在债务融资供给相对充足的情况下，资本金供给成为当前基建投资分析的起点。我们认为影响下半年基建投资依然应该从地方债放量、专项债放量、以及地方政府预算内资金投放三个维度来分析。

图表 6. 2019 年全年基建投资增速测算

		地方政府基建资金投放比例(%)		
专项债全年额度	地方债全年额度(万亿)	13.5	14.0	14.5
	1.0 万亿	(0.2)	1.0	2.2
专项债 2.4 万亿	1.1 万亿	0.2	1.4	2.6
	1.2 万亿	0.5	1.7	2.9
	1.0 万亿	4.8	6.0	7.2
专项债 2.6 万亿	1.1 万亿	5.1	6.3	7.5
	1.2 万亿	5.4	6.7	7.9
	1.0 万亿	9.7	10.9	12.1
专项债 2.8 万亿	1.1 万亿	10.0	11.3	12.5
	1.2 万亿	10.4	11.6	12.8

资料来源：万得，中银国际证券

中性假设下，全年基建投资增速有望达到 6.3%：根据国家统计局数据，2019 年 1-7 月份基建投资完成额为 9.45 万亿元，同增 2.9%，低于市场预期。参照往年比例，我们认为中央项目达到 10%，并且按计划完成，地方政府 1-7 月份完成基建投资 8.47 万亿元；按照全年 7.5% 的基建增速目标，下半年基建投资应完成投资 8.58 万亿元才能达到目标。参照 1-7 月份数据我们认为 8-12 月份地方政府收入总计 9.61 万亿元。对于地方债放量、专项债放量、以及地方政府资金投放比例，我们分别假设悲观、中性、乐观三种情况下，地方债限额提升至 1.0、1.1、1.2 万亿元；专项债全年限额提升至 2.4、2.6、2.8 万亿元；地方政府收入投入基建资金比例分别为 13.5%、14.0%、14.5%。经测算，若三变量均采用中性假设，则全年可完成基建投资 18.73 万亿元，同增 6.3%，基本可以完成经济托底任务。

### 3. 地产控制政策出台，预计开工与投资下滑

地产调控政策陆续出台，地产数据反应当前行业土地供给与终端需求两弱，行业周期属性下降，集中度加速提升：与基建投资频频出台利好政策对应，6月份以来，地产政策并不友好，从前端、海外、开发各个渠道收缩地产融资。2018年以来，地产宏观上数据大致呈现出“熨平拉长”的特点，周期性减弱；具体呈现出“开工强，竣工弱”、“投资强、销售弱”、“溢价高，拿地弱”、“开工强、拿地弱”四对矛盾。基本可以反映出，当前土地市场供给较弱，地产终端需求较弱，地产加速集中趋势明显，自身周转加速、杠杆提升。房企通过地产信托高溢价拿地，加速开工与回款，拖慢竣工，挤占市场空间。

图表 7. 2019 年下半年以来地产相关政策

日期	部委	文件	内容
7月11日	部分地区	地产信托窗口指导	部分地区与机构收到窗口指导要求控制地产信托规模或暂停地产信托业务，原则上三季度末规模不得超过二季度末规模
7月17日	发改委	对房地产企业发行外债申请备案登记的通知	房企发行海外债只能用于置换未来一年内到期的中长期海外债；房企发行外债必须细化登记备案、加强信披、制定总体计划
7月31日	中央政治局	731政治局会议	明确不将房地产作为短期刺激经济的手段
8月29日	部分机构	地产开发贷收紧	多家银行收到窗口指导要求收紧房地产开发贷额度，原则上余额不得超过2019年3月底规模
9月6日	上海银保监局	摸底地产信托	要求辖区内信托公司从9月底开始上报公司地产信托业务和通道业务新增规模计划，存量到期情况

资料来源：中央政治局、发改委、上海银保监局，中银国际证券

根据近期出台的地产融资政策，我们对融资政策对地产投资、开工等数据影响做一个简单的测算。2018年地产建安投资7.75万亿元，增速-3.3%；拿地投资4.28万亿元，同增44.0%；开工20.93亿平，同增10.55%。2019年上半年地产建安投资3.84万亿元，同增5.7%；拿地投资2.32万亿元，同增20.9%；新开工10.55亿平，同增10.10%。地产信托融资主要影响的是房企前段拿地，而地产开发贷主要影响的是后续地产建安投资。参考以往地产信托存量规模以及新增规模，我们认为如果按照2019年上半年的增速，下半年新增地产信托规模有望达到1.82万亿元，如果保持存量规模不变，则预计下半年新增规模仅为1.36万亿元。同样，参考地产开发贷存量规模，则如果维持上半年规模，预计2019年底存量规模约为15.10万亿元。我们按照乐观、中性、悲观，分别假设地产信托分别减少0.12、0.23、0.46万亿元；地产开发贷分别减少0.10、0.20、0.40万亿元。考虑到当前地产融资的政策更多只是部分机构窗口指导，是否严格保持存量规模不变还不确定，对于地产信托和地产开发贷，我们均假设减少量较小，采用乐观假设。另外，经测算预计下半年地产海外债少增300亿元。假设地产信托30%用于开发，70%用于拿地，则下半年用于拿地的资金合计减少约1,150亿元；用于开发的资金合计减少约1,350亿元。假设地产融资调控政策不出台，全年地产投资可以保持8.5%的增速、建安保持4.4%的增速、拿地保持16%的增速、新开工保持9%的增速，分别考虑拿地和建安减少的资金后，全年开发投资、建安投资、拿地投资、新开工增速分别减少为6.3%、3.2%、12.2%、6.4%。

图表 8. 2019 年下半年地产相关数据测算

	2018 全年	2018 增速 (%)	2019H1	2019H1 增速 (%)	预计 2019 年 (%)	政策影响	2019 年 H2 (%)	2019H2 增速 (%)	2019 年增速 (%)
投资	12.03	9.5	6.16	11.0	8.5	0.25	6.64	2.5	6.3
建安	7.75	(3.3)	3.84	5.7	4.4	0.10	4.16	0.9	3.2
拿地	4.28	44.0	2.32	20.9	16.0	0.16	2.48	5.2	12.2
开工	20.93	17.2	10.55	10.1	9.0	0.54	11.72	3.3	6.4

资料来源：万得，中银国际证券



#### 4. 地产集中提升，行业认知相差甚远

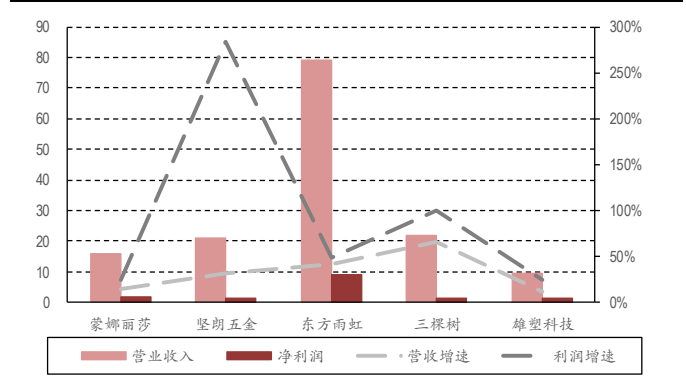
**三级放大作用导致当前地产上游建筑装饰与装修建材加速集中：**目前随着融资趋紧，地产行业自身集中度加速提升；而精装房的普及带来地产集中采购又导致了上游建筑装饰和装修建材的集中，上游装修建材等监管政策以及资金趋紧导致行业自身集中度提升。三级放大导致了地产上游集中趋势更为明显。

图表 9. 家装行业集中度未有明显提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 2B 家装建材龙头均有较好业绩



资料来源：万得，中银国际证券

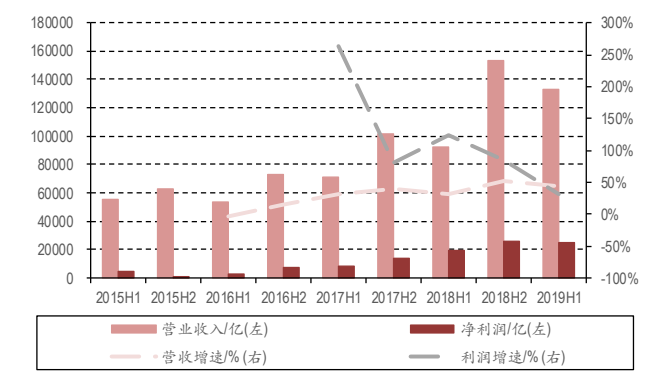
**装修区别于家装建材，地产集中对不同行业认知相差甚远：**区别于装修建材，家装行业对于下游地产行业集中度提升总体持谨慎规避态度，家装行业毛利率较低，收现比较低，充分扩充 2B 渠道业务将导致资金方面的困境。我们可以发现 2016 年以来，上市家装企业营收增速并未有明显提升，营收集中度也有明显的下降。尽管竣工增速下滑影响行业需求，但家装行业高度分散，营收增速保持较低水平说明当前大部分装修企业对于 2B 端渠道还是持较为谨慎态度，地产集中对家装行业并未有促进作用。而家装建材在地产集中度提升、地产集采、环保监管等多重因素作用下，行业加速集中，龙头企业产能投放增速明显。以瓷砖、五金、防水、涂料、管材五大细分行业 2B 端渠道代表企业为例，2019 年上半年利润增速均高于 20%，明显高于行业平均水平，表明当前家装建材加速走向集中。

## 水泥板块：业绩高增，各项指标全面改善

### 1. 涨价推动板块财报全面改善

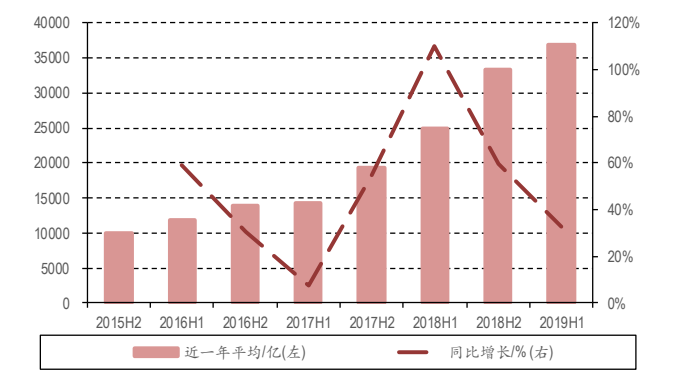
**量增价稳推动行业再超市场预期，水泥依然是建材表现最稳定板块：**2019年上半年水泥板块业绩表现再超市场预期。行业主要上市公司营收1,392.71亿元，同增49.54%，在2018年水泥板块业绩全年释放，基数较大的年份下，2019年取得如此业绩非常难得。其中一季度和二季度营收分别为866.69亿元和526.02亿元，营收增速均约为49%。上半年归母净利润213.36亿元，同增54.40%，增速稍高于营收增速。与2018年的单边价格行情有所不同，2019年水泥板块业绩高增有价格因素也有量的因素。上半年地产新开工继续保持10%以上的增长，叠加2018年持续高速增长开工项目，实际施工强度较高，对水泥需求明显提升。水泥出货量的提升可以由上半年混凝土减水剂企业业绩同样有高速增长得到侧面的印证。同时水泥行业限产政策继续保持严格，新增产能严格控制是导致行业价格保持坚挺的另一重要因素。2019年上半年，水泥板块产品均价稳中有升，价格与出货量同步作用下，板块2019年上半年再创佳绩。

图表 11. 水泥板块依然保持高速增长



资料来源：万得，中银国际证券

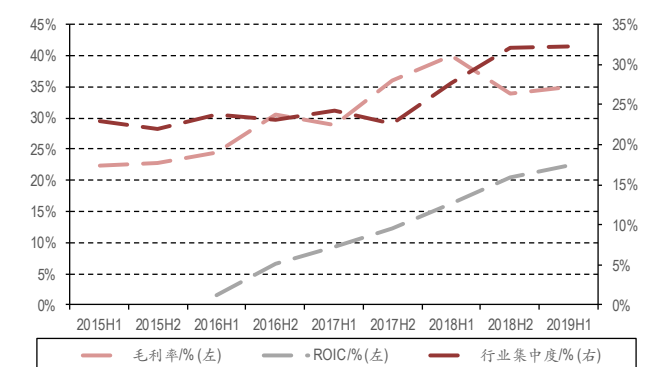
图表 12. 行业经营现金流再创新高



资料来源：万得，中银国际证券

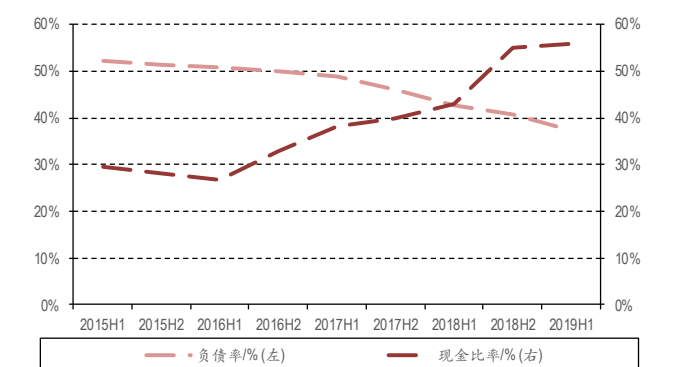
**毛利率下滑表明数量因素驱动力更大，行业资本开支有增长，财务状况仍有改善：**2019年上半年，主要水泥企业毛利率为32.28%，相比去年同期下降6.53%，表明价格因素弱化，驱动业绩增长更重要的因素是数量因素。各项费用总体保持平稳。行业应收账款周转率和存货周转率均有小幅提升，经营现金流相比去年同期进一步改善，但增速有所放缓。行业负债率和现金比率基本持平，财务状况总体仍有改善。上半年行业主要上市公司对外投资支出645.64亿元，同比增长33.90%。目前水泥企业普遍乐观，尽管新增产能受限，但对骨料以及危废处理产能的投资有所增大，也是未来水泥行业利润的另一增长点。

图表 13. 盈利能力与行业集中度再提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 负债率继续下降现金仍有提升



资料来源：万得，中银国际证券

**2019 年上半年水泥板块上市公司集中度与盈利能力均有进一步提升：**2019 年上半年，水泥板块企业集中度依然有提升的趋势，板块龙头冀东水泥、海螺水泥、华新水泥业绩均有大幅提升；行业集中度指数相比 2018 年下半年进一步提升。行业盈利能力同样进一步提升，ROIC 从 2018 年底的 20.43% 提升到上半年的 22.33%。

## 2. 传统龙头依然强，西部二线异军突起

**海螺、冀东、华新三巨头业绩依然高速增长，塔牌，万年青增速有下滑但总体表现仍稳健：**传统水泥“五朵金花”海螺、华新、冀东、塔牌、万年青业绩表现依然稳健。但万年青业绩增速有所下滑，塔牌集团因为南方持续阴雨天气业绩出现负增长。考虑下半年塔牌集团还有第二条万吨线投产，下半年业绩增速放量依然有空间。海螺、华新、冀东三大巨头利润增速分别为 17.91%、52.93%、186.86%，高基数下继续实现业绩高增长。

图表 15. “五朵金花”与上峰水泥表现最好

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
000401.SZ	冀东水泥	16,078.14	1,479.63	105.51	186.86	6.75	37.37	15.81	55.04	44.29	5.87	0.26
000672.SZ	上峰水泥	2,888.34	950.07	38.74	86.42	20.05	48.86	33.43	45.77	45.17	20.72	0.39
000789.SZ	万年青	4,420.68	603.26	8.07	17.39	11.91	31.93	20.96	37.39	83.88	6.14	0.44
002233.SZ	塔牌集团	2,859.40	700.60	(5.68)	(18.68)	7.60	34.08	24.52	12.30	235.20	59.56	0.27
600585.SH	海螺水泥	71,643.83	15,259.70	56.63	17.91	11.69	32.45	21.80	19.00	227.28	57.25	0.48
600801.SH	华新水泥	14,387.17	3,162.52	21.07	52.93	14.11	41.75	24.28	39.76	67.23	21.40	0.43

资料来源：万得，中银国际证券

**上峰水泥财务报表表现相当好，西部二线水泥股异军突起：**除去“五朵金花”，上峰水泥表现值得关注，上半年应收 28.88 亿元，同增 38.74%；归母净利 9.50 亿元，同增 86.42%。在行业景气度持续向好情况下，上峰水泥坐拥“风水宝地”优势进一步显现，毛利率与净利率分别达到 48.86% 与 33.43% 的高位，周转能力同样优于同行，仅在收现比率等方面表现稍逊。西部二线水泥股表现也值得关注，除去财报总体表现较好的四川双马和尖峰集团，天山股份、青松建化、宁夏建材、祁连山均有较好表现，六家公司营收合计为 127.31 亿元，同增 21.69%；归母净利润为 24.34 亿元，同增 82.77%。西部水泥表现较好一方面西部水泥上市公司业绩技术较低，增速较高；另一方面西部地区水泥行业景气度一直低于东南沿海地区，上半年行业景气度指数有边际改善，西部水泥上市公司业绩因此有所提升。

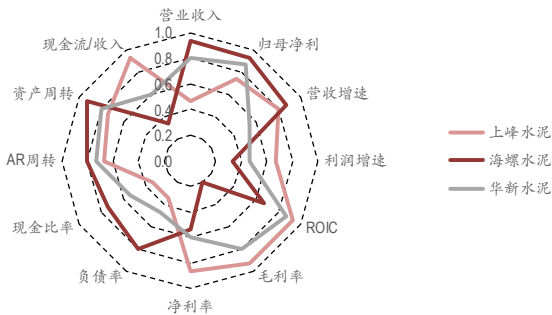
图表 16. 西部二线水泥异军突起

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
000877.SZ	天山股份	3,956.15	670.45	33.15	117.69	6.15	36.98	18.73	43.40	46.50	7.25	0.24
000935.SZ	四川双马	882.60	401.93	(11.32)	37.07	10.48	46.25	45.43	11.22	261.80	14.50	0.21
600425.SH	青松建化	1,308.61	110.50	37.30	67.02	5.00	36.69	18.90	51.55	17.83	5.58	0.15
600449.SH	宁夏建材	1,987.27	272.89	17.60	91.14	5.33	35.15	15.63	28.60	81.22	3.29	0.27
600668.SH	尖峰集团	1,685.88	475.70	12.17	57.55	12.63	41.33	30.56	29.09	59.20	5.59	0.33
600720.SH	祁连山	2,910.41	502.19	23.86	128.81	7.31	35.60	18.36	31.30	25.74	6.67	0.30

资料来源：万得，中银国际证券

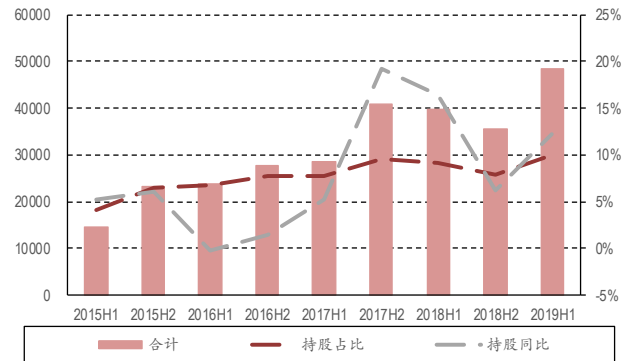
**上峰、海螺、华新 2019 年中报表现最佳：**综合财务报表各项指标，我们认为 2019 年水泥板块中报海螺水泥、上峰水泥、华新水泥表现最好，其中海螺水泥优势在成本、规模、周转、现金流等方面；上峰水泥优势在成本控制业绩 2019 年的业绩增速；华新水泥同样有较高的业绩增速，未来依然有产能投放以及较多的骨料产能建设。

图表 17. 上峰、海螺、华新上半年表现最好



资料来源：万得，中银国际证券

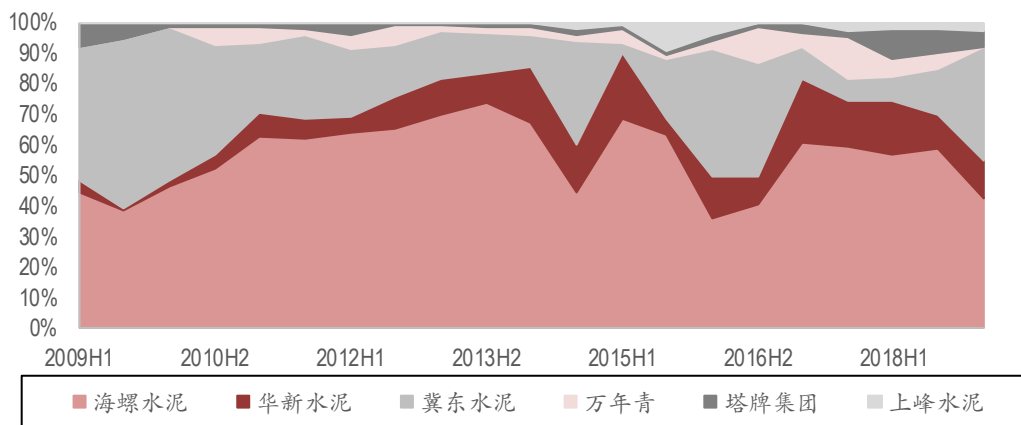
图表 18. 上半年水泥板块持股数量再创新高



资料来源：万得，中银国际证券

**水泥板块持股数量创 2013 年以来新高，海螺水泥依然集中市场最多筹码，冀东水泥市场关注度有明显提升：**从市场关注度来看，水泥板块 2019 年上半年市场关注度再创新高，海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团、上峰水泥六个主要水泥上市公司 2019 年中报公募基金持股达到 4.86 亿股，是 2013 年底以来最高水平，持股数量同比达到 12.16%。海螺水泥依然集中了市场最多的筹码。2019 年上半年冀东水泥因为近期雄安新区建设启动带动华北地区水泥行业景气度提升，业绩弹性大，市场关注度有明显提升。

图表 19. 海螺水泥依然集中市场主要筹码



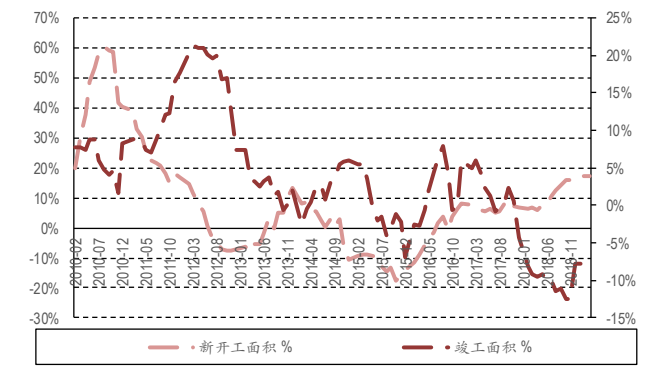
资料来源：万得，中银国际证券

### 3. 板块行情驱动因素有别，区域结构性更明显

**2019 水泥板块行情驱动因素有别于 2018 年，区域结构性更加明显：**我们认为当前水泥板块行情的驱动力与 2018 年有所不同。2018 年水泥板块行情驱动是供给侧限产、行业自律、错峰停窑同时执行，导致行业供给不足，价格上涨，是事件性因素驱动，因此行业有普涨行情。而 2018 年四季度以来水泥板块超预期是需求端驱动，开工超预期，施工强度提升拉动水泥板块预期，因此本轮水泥行情的区域性更强，哪里水泥供需矛盾更急迫，哪个公司表现就更好，因此上半年冀东水泥和华新水泥表现较好。

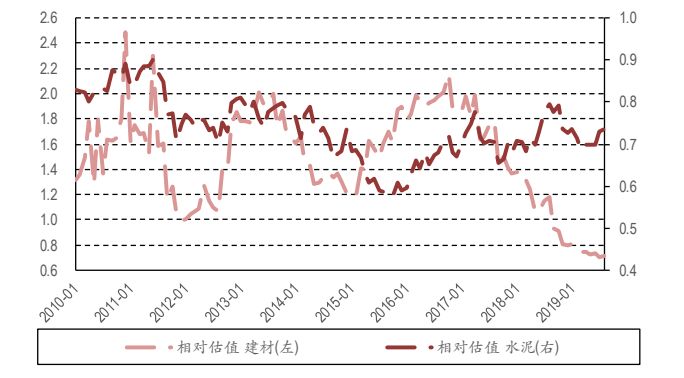
**微观量价数据较好反应区域景气度水平：**我们根据水泥数据库中熟料价格、粉末价格、熟料库容比、磨机开工率等水泥区域微观量价数据构造水泥区域景气度指数，可以明显发行华北、西北地区景气度有所提升；华南地区因为上半年较长时间阴雨天气景气度有所下降，东北地区上半年水泥景气度指数继续下行，区域景气度指数表现基本与水泥板块上市公司中报业绩表现一致。

图表 20. 房屋新开工增速依然处于高位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 水泥板块估值保持稳定



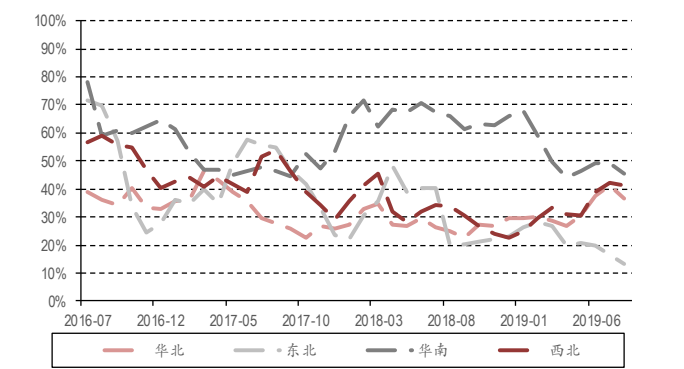
资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 水泥板块业绩增速依然处于高位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 23. 华北、西北上半年景气度明显提升



资料来源：万得，中银国际证券

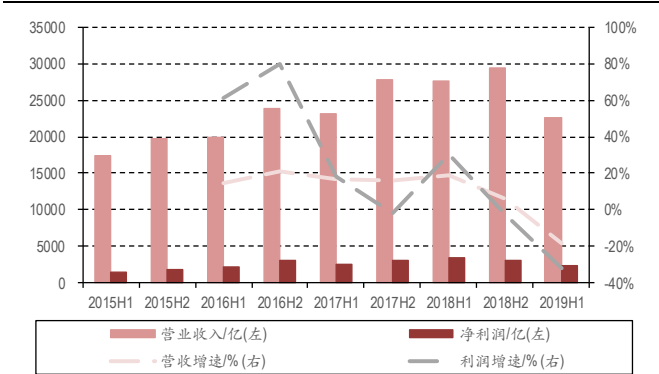
**预计短期内水泥价格依然将坚挺，后续区域分化重要性进一步凸显：**2018 年以来，水泥板块业绩大增，业绩基数越来越大。未来供给侧限产难有边际收紧或放松的预期，后续企业业绩关键看需求端是否有超预期。一方面基建需求稳步推进，另一方面地产需求保持韧性，未来大概率水泥供需保持紧平衡，随着施工旺季即将到来，水泥粉末价格大概率保持稳中小升的态势。考虑地产调控政策或对地产开工有一定影响，但已开工项目较为集中，预计施工需求依然较强。后续地产需求进一步下降或会传导到水泥供需，则区域差异的重要性将进一步凸显。近期华南地区雨水天气首位，施工旺季即将到来，区域景气度有望回暖，建议关注相关地区水泥龙头。

## 玻璃板块：产品价格阴跌，板块表现下滑

### 1. 玻璃价格持续阴跌，板块业绩增速下滑

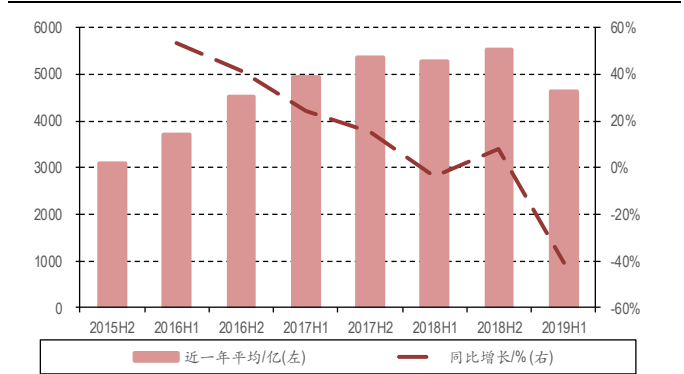
**玻璃价格持续阴跌，主要上市玻璃企业业绩依然下滑：**2019年上半年玻璃板块主要上市公司合计营收284.31亿元，营收增速仅为3.78%。该营收中包含福耀玻璃、山东药玻等非建筑平板玻璃，旗滨集团自身营收增速达到7.86%，但其他上市玻璃企业营收下滑较快。上市公司合计归母净利润22.02亿元，同比下滑19.69%。玻璃行业量本利等基本面变量均与价格有较强相关性，平板玻璃为标准品，上市公司业绩基本跟着产品价格走，2018年以来平板玻璃价格持续下滑是板块整体业绩低迷的主要原因。

图表 24. 上半年玻璃板块业绩继续下滑



资料来源：万得，中银国际证券

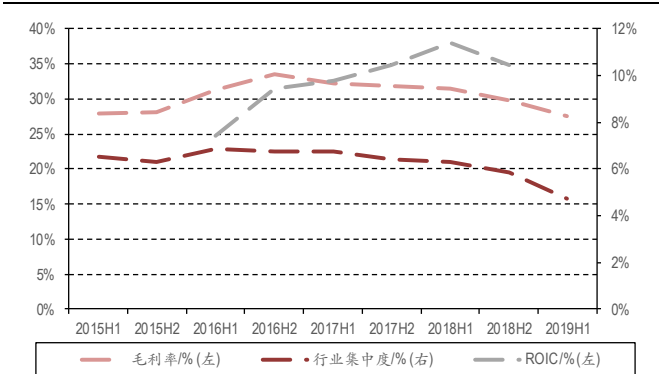
图表 25. 经营现金流继续下行



资料来源：万得，中银国际证券

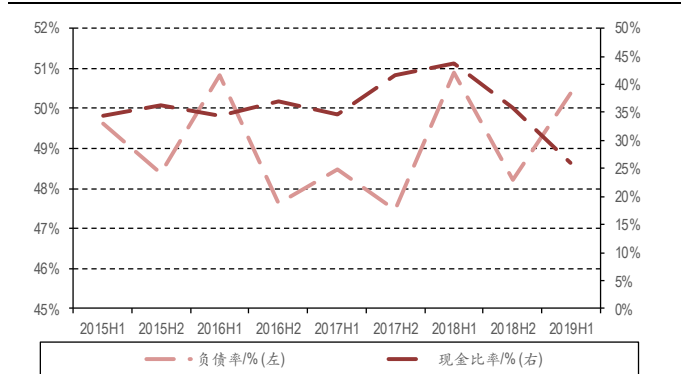
**行业平均毛利率下降，费用率持平，周转率下降，负债率提升，现金减少，资本开支增加：**上半年玻璃板块平均毛利率为28.95%，同比下降2.49pct，各项费用率合计基本与去年同期持平，毛利率下降以及收入水平减少是导致板块利润下滑的原因。伴随着板块营收增速与利润水平的下滑，行业平均应收账款周转率和存货周转率下降，现金流也有明显下滑，负债率提升，现金比率下降，资本开支有所提升。

图表 26. 行业平均盈利能力小幅下滑



资料来源：万得，中银国际证券

图表 27. 负债率提升，现金比例下滑



资料来源：万得，中银国际证券

**玻璃价格疲软，上市公司业绩受到影响：**玻璃板块各项财务指标与价格关联度较高，行业财务报表的改善也有待于产品价格的回暖。2019年5月份以来，玻璃行业基本面有所改善，现货价格已经连续上涨接近4个月，预计将在相关上市公司报表有所体现。

## 2. 板块纯正标的的较少，旗滨集团表现优于同行

玻璃板块纯正标的的相对较少，旗滨集团标的的纯正，各项指标优于同行：与水泥板块相比，玻璃板块标的的纯度相对较低。更多企业会兼营光伏、电子玻璃等业务，也有企业主营汽车玻璃、药用玻璃等，因此受医药、汽车、光伏、电子等其他行业景气度影响较大。旗滨集团当前主营平板玻璃生产与销售，是板块内相对较为纯正的标的。受全年玻璃价格下跌影响，旗滨集团利润增速下滑明显，但相对同行，2016-2018年以来旗滨集团财务报表表现依然相对稳健，各项财务指标均优于同行，具体在业务规模、现金周转以及负债率控制等方面优于同行。

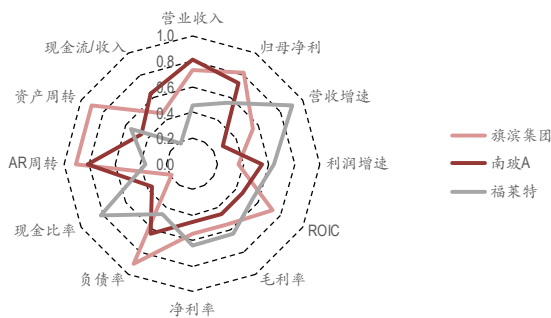
图表 28. 2019 年中报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
南玻 A	4,888.24	377.34	(10.65)	6.95	3.35	24.89	7.91	47.36	45.70	7.12	0.26	15.71
旗滨集团	4,066.27	518.35	7.86	(20.91)	5.48	26.37	12.74	44.60	18.38	41.08	0.31	13.01
福莱特	2,034.64	261.42	39.13	22.80	4.95	28.15	12.85	49.11	64.44	2.04	0.27	5.30

资料来源：万得，中银国际证券

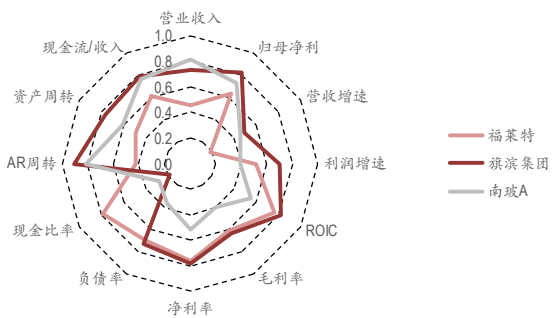
旗滨集团综合表现依然是行业最佳，福莱特增速较快，市场关注度高：2019 年中报，旗滨集团财务报表依然优于同行，在营收规模、成本控制、经营周转方面表现较好。南玻 A 中报表现稍逊于旗滨集团，产品利润率表现不及同行，财报总体质量依然位于行业前列。福莱特异军突起，上市时间较短，业绩增速较快。公司主营光伏玻璃，受当前行业政策有边际改善预期以及公司上市初期业绩增速较高，公司股票价格表现同样较好。

图表 29. 2019 年中报财务指标比较



资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 往年财务报表指标比较

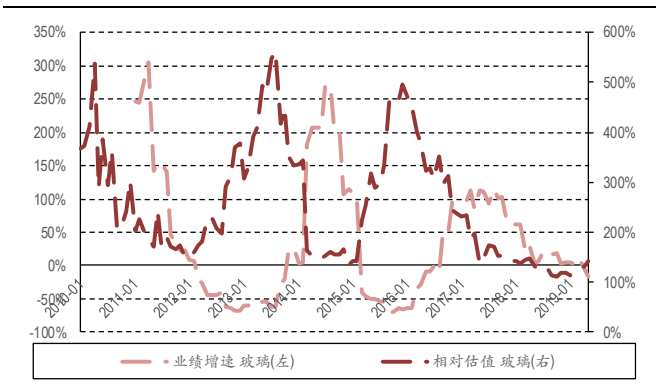


资料来源：万得，中银国际证券

## 3. 建议关注 5 月份以来玻璃现货价格上涨

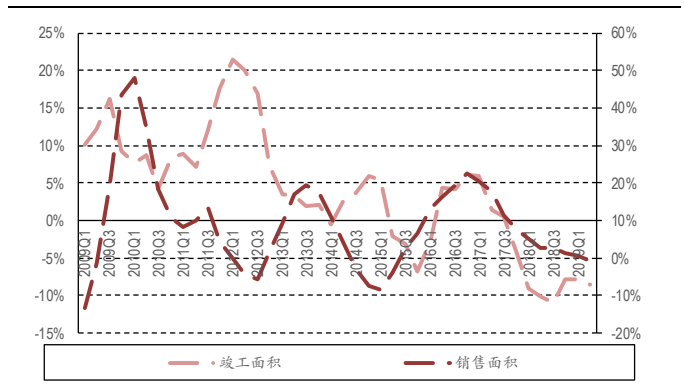
地产数据未有明显变化，主要由库存指导价格，建议关注 5 月份以来玻璃现货价格提升带来的机会：2018 年以来玻璃板块价格持续下跌是行业盈利下滑的主要原因。我们认为如果没有地产在周期的驱动，则玻璃行业自身周期将“熨平拉长”，并由库存扰动产生地产周期内的“次周期”。当前地产销售、地产竣工等数据并未有明显改善，主要还是由厂商冷修影响库存从而而影响价格。5 月份以来，行业因自身停产预期，压价去库存等因素实现了库存的有效消化，产能冷修有所增加，有效产能减少，平板玻璃实现连续接近 4 个月的上涨，预计短期内价格上涨将逐步体现在平板玻璃龙头企业下半年的财务报表上。当前玻璃板块市场热度较低，基本面数据改善并未引起市场关注，建议关注玻璃产品价格提升带来的行业龙头业绩提升预期以及由此带来的投资机会。

图表 31. 玻璃业绩与估值同步下行



资料来源：万得，中银国际证券

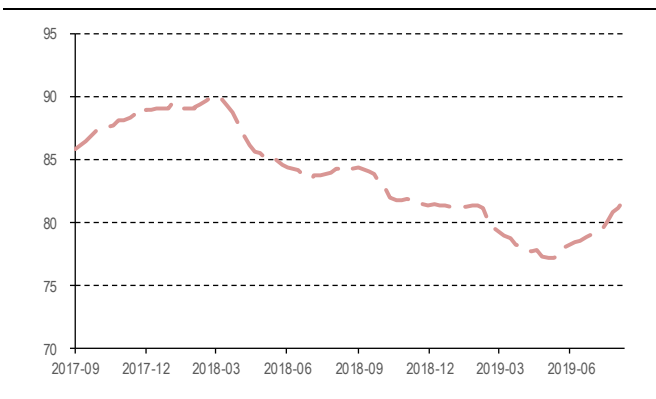
图表 32. 竣工与销售双双下行，需求缺乏周期驱动力



资料来源：万得，中银国际证券

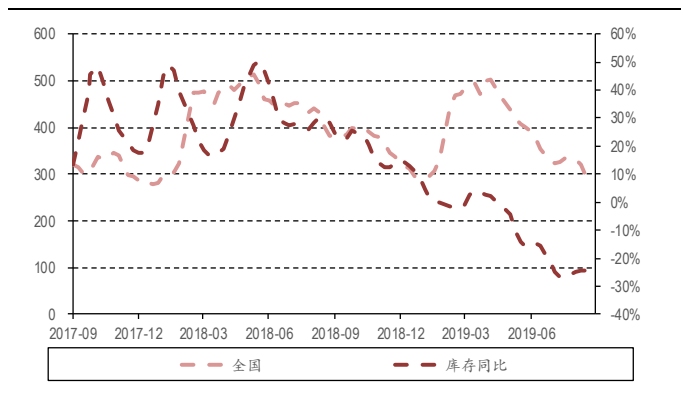
**行业需求疲软，业绩与估值双双下滑：**当前平板玻璃市场热度降至低点，地产竣工和销售等能反映玻璃使用场景的地产数据均持续下滑，周期层面上缺乏有效驱动力，行业估值与业绩增速同步下降，产品价格提升也缺乏需求层面的驱动力，这也是当前产品价格回暖但市场热度较低的主要原因。

图表 33. 5 月份以来玻璃价格持续上升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 34. 全国重点省份库存同比明显下滑



资料来源：万得，中银国际证券



## 其他建材：B 端好于 C 端，白马还是白马

**三级放大作用导致当前地产上游建筑装饰与装修建材加速集中：**目前随着融资趋紧，地产行业自身集中度加速提升；而精装房的普及带来地产集中采购又导致了上游建筑装饰和装修建材的集中，上游装修建材等监管政策以及资金趋紧导致行业自身集中度提升。三级放大导致了地产上游集中趋势更为明显。从财务报表表现来看，B 端建材受益地产集中采购，表现整体好于 C 端建材，并且是多种品类表现都比较好，同时表现出应收账款规模相对可控，企业产能投放进一步增加，未来龙头集中趋势有望加速。

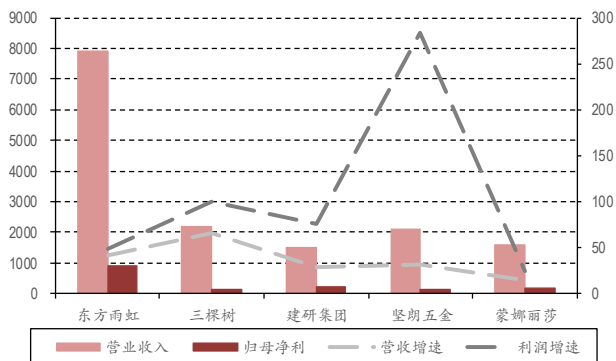
图表 35. 2019 年中报其他细分板块代表企业财务状况比较

证券简称	行业	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		收现比
		营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	ROIC	毛利率	净利率	负债率	现金比率	AR 周转	资产周转	
		百万元	百万元	%	%	%	%	%	%	%	次	次	%
伟星新材	管材	2,105.28	443.53	11.58	14.91	12.37	46.36	21.11	21.39	127.47	7.19	0.47	11.28
中国巨石	玻纤	5,062.38	1,053.79	0.89	(16.83)	4.70	40.44	20.84	53.71	25.12	3.19	0.16	20.06
鲁阳节能	耐火	1,034.92	173.73	35.48	16.35	8.50	39.91	16.79	26.50	57.79	1.82	0.37	5.49
兔宝宝	板材	1,922.00	125.98	0.87	(33.75)	5.85	18.90	6.52	46.51	53.53	17.57	0.65	10.86
东方雨虹	防水	7,907.89	915.95	40.89	48.11	7.50	36.58	11.69	56.01	42.99	1.52	0.40	(14.63)
三棵树	涂料	2,202.24	117.91	66.14	99.66	6.30	38.93	5.74	66.71	21.67	2.21	0.58	(3.98)
建研集团	减水剂	1,481.21	206.08	28.31	76.21	8.28	30.90	14.37	30.20	70.29	0.91	0.39	2.75
北新建材	石膏板	6,038.46	(691.44)	0.84	(153.24)	(4.48)	33.29	(11.35)	29.25	74.40	24.93	0.33	11.39
友邦吊顶	吊顶	334.97	32.23	(5.88)	(39.03)	2.05	32.83	9.54	28.44	47.09	3.24	0.21	(1.35)
万里石	石材	436.13	5.41	9.79	(44.47)	1.14	15.71	1.15	47.12	15.01	0.71	0.32	(1.13)
坚朗五金	五金	2,088.78	120.66	31.96	283.69	3.93	40.16	5.69	38.66	36.92	1.64	0.48	(18.87)
蒙娜丽莎	瓷砖	1,604.27	164.85	13.79	23.66	5.80	36.11	10.28	43.84	90.54	2.72	0.35	20.08

资料来源：万得，中银国际证券

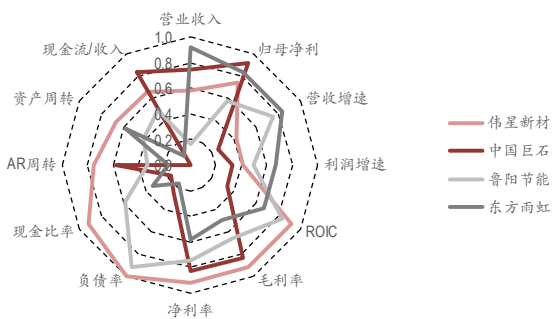
**五大 B 端龙头业绩集中放量：**在以上 12 家装修建材代表企业中，业绩增速最好的分别是三棵树、蒙娜丽莎、坚朗五金、建研集团、东方雨虹；分属涂料、瓷砖、五金、减水剂、防水。合计营收为 152.84 亿元，增速为 37.87%；共防御和规模最大，其他企业半年规模也均在 15 亿元以上。利润为 15.26 亿元，同增 59.04%。五家公司或者行业自身携带 B 端属性如减水剂和防水，或者公司自身重视 B 端渠道建设如蒙娜丽莎、三棵树、坚朗五金。目前五家公司均有在建产能，未来业绩仍有释放空间。

图表 36. 五大 B 端龙头业绩集中放量



资料来源：万得，中银国际证券

图表 37. 伟星、巨石、雨虹、鲁阳节能表现最好



资料来源：万得，中银国际证券

**伟星、雨虹、巨石、北新四大白马财务报表表现依旧最好：**综合考察 2016-2018 三年财务报表伟星、雨虹、巨石、北新四大白马财务报表表现最好。2019 年中报，四大白马业绩增速有所下滑，但在其他各项财务指标方面表现依然领先同行。



伟星各项指标好，巨石成本控制优，雨虹增长不言而喻，北新加速产能投放：伟星新材更为注重品牌的建设以及销售渠道的铺设，重视现金回款质量。尽管2019年上半年业绩增速下滑至14.91%，但其他各项财务指标远远领先同行。中国巨石业绩增速同样有所下滑，但成本控制优势依然明显，财务报表质量依然较高。北新建材近期一次性解决美国诉讼案件，支出费用2.49亿美元，低于预期，算是利好，但对2019年财务报表质量有所影响。不考虑美国诉讼案件，公司依然保持稳健营收。近期公司30亿平产能目标有望提前实现，50亿平产能中长期目标进一步推进，反映石膏板也呈现行业集中进一步提升的态势。B端建材加速集中下，雨虹业绩增速优势不言而喻，但相比同板块企业，其周转慢，回款率低等特点也较为明显。

图表 38. 2016-2018 年建材白马各项财务指标

证券简称	行业	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
		营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
伟星新材	管材	3,931.33	823.44	18.51	26.68	27.03	46.68	20.89	23.14	129.68	19.40	1.01	24.75
中国巨石	玻纤	8,710.10	2,014.95	12.57	35.50	10.47	45.22	23.08	51.73	40.32	6.55	0.34	41.67
兔宝宝	板材	3,701.01	318.52	40.33	65.87	18.90	17.77	8.71	29.85	43.58	52.18	1.66	10.69
东方雨虹	防水	10,446.30	1,258.59	38.49	27.72	16.82	38.32	12.50	50.25	57.94	2.96	0.91	5.30
北新建材	石膏板	10,628.44	1,993.68	19.15	45.31	15.80	35.58	19.60	22.96	89.70	101.76	0.69	22.29
蒙娜丽莎	瓷砖	2,807.56	299.03	27.47	50.30	18.36	35.87	10.59	47.34	91.63	7.21	0.99	10.41

资料来源：万得，中银国际证券

蒙娜丽莎抓住战略扩张机遇，鲁阳节能中报质量较好：近年来，蒙娜丽莎作为目前瓷砖品类唯一上市公司，借助上市平台融资优势以及地产集采的战略机遇，同样抓紧进行产能扩张与技术研发，过去三年以及2019年中报均有较好的业绩表现。鲁阳节能2019年财报异军突起，营收与盈利分别保持35.48%和16.35%的较高增速，成本控制等方面也有较好的表现，公司近期同样有产能释放，未来业绩同样有增长空间。



## 重点推荐

### 1. 伟星新材

**推荐理由：**公司渠道优势明显，“工程+零售”双轮驱动战略为公司提供新的业绩增长点。产品结构上，公司持续加大PE、PVC等产品线以及渠道的建设，产品结构持续优化。区域结构上，西部、华南等非优势区域持续发力，区域收入趋于均衡，公司通过产品、区域、渠道等方面的开拓不断寻找新的业务增长点。

**业绩预测：**预计2019-2021年，公司营收分别为52.48、59.38、65.66亿元；归母净利润分别为11.10、12.50、13.83亿元；EPS为0.847、0.954、1.055元。

### 2. 北新建材

**推荐理由：**公司主营石膏板，产能全球第一，国内市占率超过一半。石膏板需求随着行业结构的改善、装配式建筑的发展以及二次装修等将产生广阔的增量空间。面对上游资源紧缺以及价格波动，公司议价能力凸显。品牌价值高，营销网络发达，电商、地产、装饰公司多渠道发力，财务状况稳健。

**业绩预测：**预计2019-2021年，公司营收分别为130.23、140.48、150.12亿元；归母净利润分别为9.17、27.87、30.00亿元；EPS为0.543、1.649、1.776。

### 3. 海螺水泥

**推荐理由：**公司作为全国水泥龙头，产能布局合理，基本全国均有布局，有效规避局部地区景气度下滑导致业绩波动，有一定抗周期性。预计下半年地产投资增速有所下滑，而基建在宽松政策预期与专项债扩容下有望回暖，水泥需求平稳，公司业绩依然有释放空间。

**业绩预测：**预计2019-2021年，公司营收分别为1,481.09、1,592.04、1,673.44亿元；归母净利润分别为315.02、321.73、334.38亿元；EPS为5.945、6.071、6.310。



## 风险提示

1. **房屋竣工未有改善**：房企资金趋紧，尽管存在合同约定，不排除部分项目“力不从心”，未能竣工，相关产业需求难有改善。
2. **地产需求进一步下探**：居民现金余额进一步下滑，终端需求并不充足，即使地产政策放开，部分地区需求依然不振；而地产政策放开目前也仅仅是市场预期。
3. **环保限产放松**：环保限产是导致当前水泥行业供不应求局面的根本原因，放松环保限产将导致当前水泥价格支撑因素荡然无存，水泥板块基本面将发生根本性变化。
4. **旧改推进不及预期**：棚改退坡基本上成为定局。但目前旧改仍处于试点阶段，投融资机制以及后续运营是旧改的痛点，具体计划尚未出台，2020年起是否能够达到每年8,000亿元的投资额尚存在不确定性。
5. **玻璃基本面数据回落**：玻璃短周期基本面数据如库存和价格波动较大，中周期层面尚缺乏核心驱动因素，板块市场关注度也相对较低。玻璃板块上市公司业绩修复以及玻璃指数修复均存在一定不确定性。

附录图表 39. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
600585.SH	海螺水泥	买入	42.42	2,261.28	5.63	5.95	7.5	7.1	22.42
600801.SH	华新水泥	买入	20.32	377.82	2.47	3.20	8.2	6.4	11.83
000789.SZ	万年青	买入	9.99	79.66	1.85	2.42	5.4	4.1	6.93
002233.SZ	塔牌集团	买入	10.12	120.66	1.45	1.20	7.0	8.4	7.88
002372.SZ	伟星新材	买入	15.72	247.29	0.62	0.71	25.3	22.1	2.89
600176.SH	中国巨石	买入	8.75	306.45	0.68	0.68	12.9	12.9	4.19
603737.SH	三棵树	买入	63.65	118.63	1.19	2.54	53.3	25.1	10.04
002398.SZ	建研集团	买入	5.87	40.65	0.36	0.55	16.3	10.7	3.70
603826.SH	坤彩科技	买入	15.30	71.60	0.39	0.44	39.7	34.8	2.76
601636.SH	旗滨集团	买入	3.73	100.27	0.45	0.51	8.3	7.3	2.89
000786.SZ	北新建材	买入	19.06	322.02	1.46	0.54	13.1	35.3	8.65
002271.SZ	东方雨虹	增持	22.06	329.15	1.01	1.43	21.8	15.4	5.12
002043.SZ	兔宝宝	增持	5.55	43.00	0.43	0.49	13.0	11.3	2.20
000012.SZ	南玻A	增持	4.48	111.52	0.15	0.32	30.7	14.0	3.23
002918.SZ	蒙娜丽莎	增持	13.76	55.34	0.90	1.09	15.3	12.6	11.01
002718.SZ	友邦吊顶	增持	17.37	22.83	0.79	0.83	21.9	20.9	13.65
002088.SZ	鲁阳节能	未有评级	12.34	44.67	0.85	1.13	14.5	10.9	5.83

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 9 月 12 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371