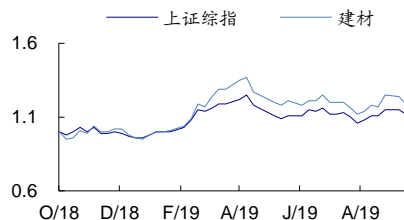


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《非金属建材周报(19年第38周):基建/竣工数据向好,把握阶段性做多机会》——2019-09-23
 《非金属建材周报(19年第37周):把握阶段性做多水泥、玻璃的时间窗口》——2019-09-16
 《非金属建材行业9月投资策略暨中报总结:旺季窗口开启,把握阶段性做多机会》——2019-09-12
 《非金属建材周报(19年第36周):多重利好提振股价,推荐优质企业》——2019-09-09
 《非金属建材周报(19年第35周):旺季来临提价顺利,关注各地区行业运行》——2019-09-02

证券分析师:黄道立

电话:0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师:陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人:冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业投资策略

“新均衡”下,水泥的“底”在哪里?

● 供需轧差收敛,“新均衡”仍在持续

回顾过去十年,我国宏观经济增速呈现不断放缓的中长期走势;2015年末,供给侧改革首次提出,并于次年开始全面推进,我国经济发展进入新常态,社会各行业供给端开始受到严格限制,并出现不同程度的收缩。我们在2017年《新均衡,新思路》的报告中首次提出“新均衡”理论并进行了系统阐述:在中长期需求增速逐步放缓、供给严控的环境下,行业供需轧差逐步收敛并保持微幅震荡,商品价格开始逐步脱离过去以需求为核心的波动规律,走出相对独立的行情,波动规律改变,运行中枢上移,并呈现周期波动性减弱的迹象,形成新的均衡运行格局。2016年以后的水泥行业对此理论做出了完美演绎,其他兄弟行业亦有相应的迹象。

● “新均衡”下,未来上市企业盈利底部区间在哪里?

为寻求在假设行业均衡得以持续的情况下,在水泥价格可能的波动区间内,水泥企业盈利的安全边际,我们选取过去十年间,行业供需轧差出现显著负面失衡后(即最严重的供过于求的状态)的行业价格和企业盈利波动状况,来测算目前行业在“新均衡”下可能出现的价格或盈利波动的底部区域。结果显示,在行业供需轧差出现显著负面失衡的情境下,采用整体法和平均法,预计2019年样本企业平均归母净利润下行幅度分别约13.7%和28.4%,对应PE分别为9.2x和14.8x,西部地区企业盈利波动更大,中部和东部企业盈利稳定性更强。

● 现阶段行业投资观点

①中长期重申我们17年提出的“水泥行业进入新均衡”观点,即价格和企业盈利趋稳,此观点在近几年的水泥行业运行已充分得到演绎;现阶段,国内宏观政策调控有的放矢,利率长周期预期下行,行业环保严控仍持续,强化“新均衡”逻辑的中长期演绎,我们预计未来“新均衡”仍有望延续;

②若“新均衡”得以持续,水泥企业盈利的安全边际在哪里?对此问题我们在本文作出详细阐述及测算,即当行业供需轧差出现显著负面失衡后(即最严重的供过于求的状态),企业盈利下行幅度有望控制在13.7%-28.4%之间。同时,因现阶段宏观需求有政策托底,且供给依然严控,上述行业供求显著负面失衡的状态预计短期难以重现,因此可以认为我们以此测算出来的盈利波动底部区域,是一个相对审慎的阈值。

③长周期来看,目前宏观经济接近基钦周期尾声,若未来新周期开启,“新均衡”延续,利率长周期下行,现阶段布局优质水泥龙头标的具备一定中长期战略意义;

④短周期来看,现阶段处于行业旺季,各地区水泥价格保持上升趋势,且库存保持低位,亦是做多窗口期。

推荐稳健品种海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、金隅集团;以及弹性品种冀东水泥、祁连山、天山股份。

● 风险提示:(1)宏观经济快速下行导致行业需求端出现超预期下滑;(2)产能限制政策松动,供给超预期;(3)成本上涨超预期。

内容目录

供需轧差收敛，“新均衡”仍在持续.....	4
寻找供需矛盾最大的历史年份.....	6
“新均衡”下，未来上市企业盈利底部区间在哪里？	11
行业投资核心观点.....	13
风险提示.....	14
国信证券投资评级.....	15
分析师承诺.....	15
风险提示.....	15
证券投资咨询业务的说明.....	15

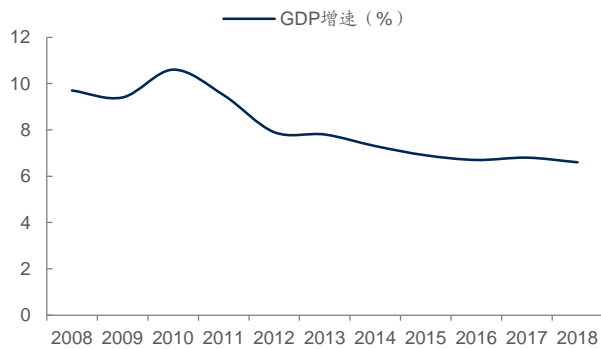
图表目录

图 1: 我国 GDP 增速由快速增长逐渐放缓	4
图 2: 全国固定资产投资增速逐渐放缓	4
图 3: 过去十年水泥行业供需增速呈现下行趋势	4
图 4: 过去十年水泥行业供需轧差逐步收敛	4
图 5: 全国水泥价格中枢 2015 年后逐步抬升	5
图 6: 水泥价格开始逐步脱离过去以需求为核心的波动规律, 走出相对独立的行情	5
图 7: 水泥价格与对应需求波动关系	5
图 8: 玻璃价格与对应需求波动关系	5
图 9: 钢铁价格与对应需求波动关系	6
图 10: 煤炭价格与对应需求波动关系	6
图 11: 过去十年水泥行业供给情况及增速	6
图 12: 过去十年水泥行业需求情况及增速	6
图 13: 过去十年水泥行业供需轧差最高点出现在 2010 年	7
图 14: “十一五”期间节能减排要求单位 GDP 能耗降低 20%	7
图 15: 2010 年水泥累计产量同比增速 (%)	8
图 16: 2010 年水泥单月产量同比增速 (%)	8
图 17: 2010 年基建和房地产投资增速处于高位	8
图 18: 2010 年下半年华东地区水泥价格快速上涨	8
图 19: 我国 GDP 增速 2011 年开始下行	9
图 20: 2011 年我国基建投资增速明显下降	9
图 21: 2011 年我国房地产投资增速明显下降	9
图 22: 2011 年后水泥需求增速开始放缓	9
图 23: 2011 年水泥单月产量增速二季度起快速下行	9
图 24: 2011 年水泥价格在二季度旺季结束后持续下行	9
图 25: 2011 年熟料产能利用率出现明显降低	10
图 26: 2009-2011 年全国熟料新增产能增长明显	10
图 27: 水泥制造业固定资产投资及增速	10
图 28: 2011 年水泥供需轧差较前期回落明显	10
图 29: 全国水泥产能过剩情况	10
图 30: 全国水泥均价 2011 年开始回落	10
图 31: 样本企业吨毛利情况 (元/吨)	11
图 32: 样本企业吨净利情况 (元/吨)	11
图 33: 全国水泥价格中枢 2015 年后逐步抬升	11
图 34: 样本企业吨毛利和吨净利均值 (元)	12
图 35: 供需轧差出现失衡情况下样本企业 2019 年合计归母净利润测算	12
图 36: 供需轧差出现失衡情况下各样本企业 2019 年归母净利润测算	13
表 1: 若行业供需显著失衡时行业估值处于区间低位	13

供需轧差收敛，“新均衡”仍在持续

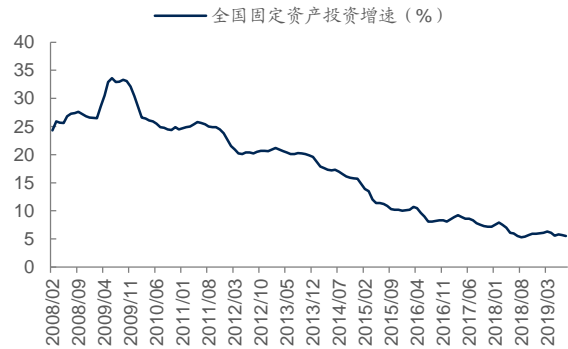
回顾过去十年，我国宏观经济增速呈现不断放缓的中长期走势，从投资端来看，全国固定资产投资增速亦不断放缓，2016年首次降低至10%以下，今年1-8月累计增速为5.5%，处于过去十年来的最低区域水平，阶段性呈现出底部企稳迹象。

图 1：我国 GDP 增速由快速增长逐渐放缓



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：全国固定资产投资增速逐渐放缓

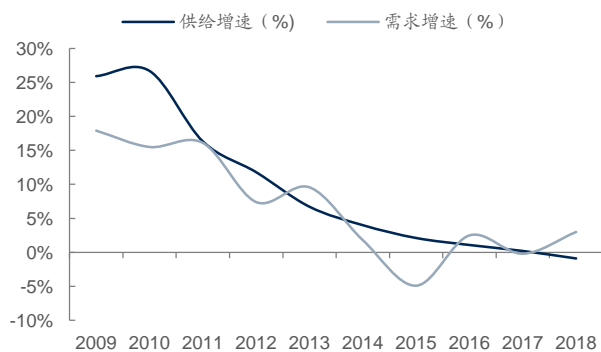


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

2015 年末，供给侧改革首次提出，并于次年开始全面推进，我国经济发展进入新常态，社会各行业供给端开始受到严格限制，并出现不同程度的收缩。2016 年，在供给侧改革政策执行以及需求阶段性温和复苏的背景下，行业出现积极的变化，我们在 2017 年《新均衡，新思路》的报告中首次提出“新均衡”理论并进行了系统阐述：在中长期需求增速逐步放缓、供给严控的环境下，行业供需轧差逐步收敛并保持微幅震荡，商品价格开始逐步脱离过去以需求为核心的波动规律，走出相对独立的行情，波幅规律改变，运行中枢上移，并呈现周期波动性减弱的迹象，形成新的均衡运行格局。

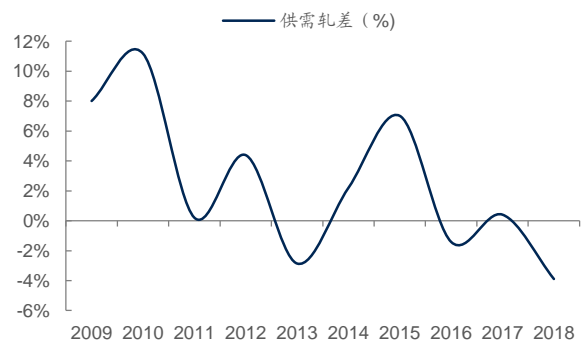
2016 年以后的水泥行业对上述结论作出了完美的演绎，其他兄弟行业亦有相应的迹象。

图 3：过去十年水泥行业供需增速呈现下行趋势



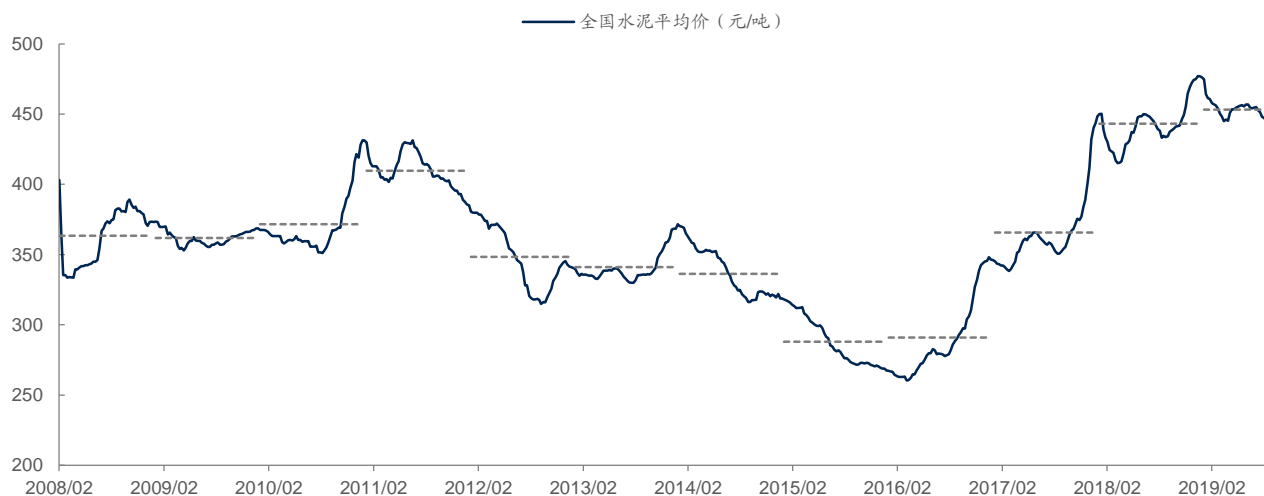
资料来源：WIND、数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 4：过去十年水泥行业供需轧差逐步收敛



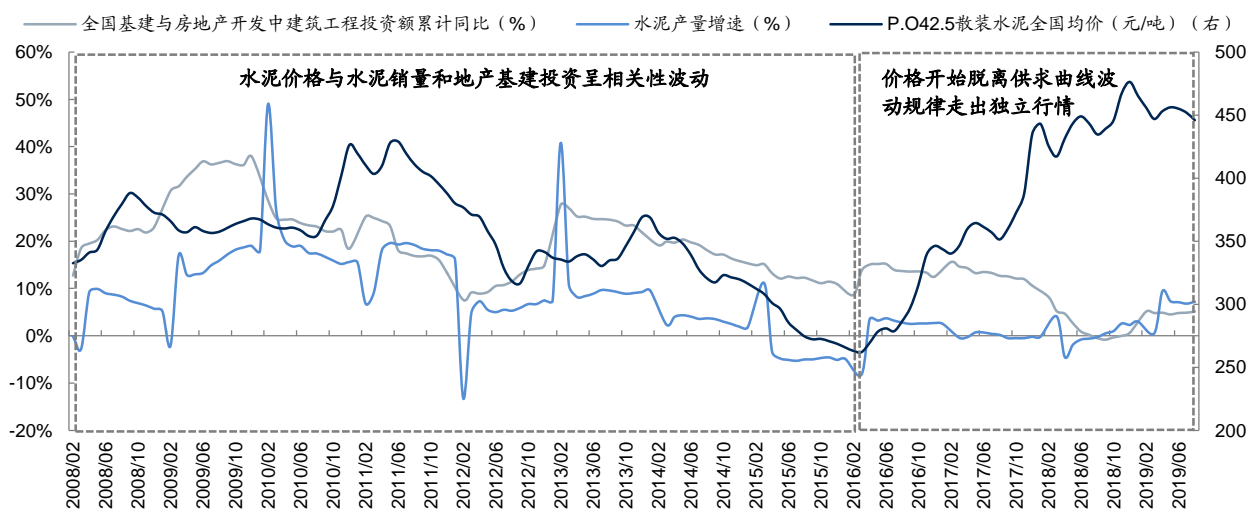
资料来源：WIND、数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 5: 全国水泥价格中枢 2015 年后逐步抬升



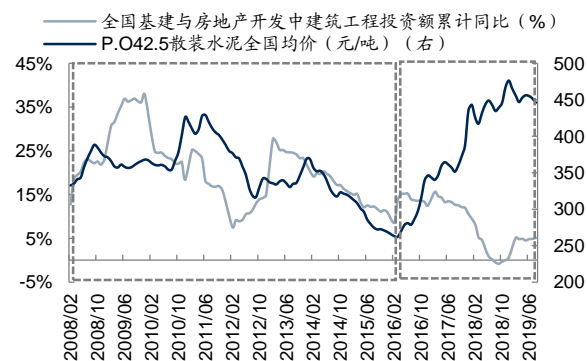
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 水泥价格开始逐步脱离过去以需求为核心的波动规律, 走出相对独立的行情



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 水泥价格与对应需求波动关系



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: 玻璃价格与对应需求波动关系



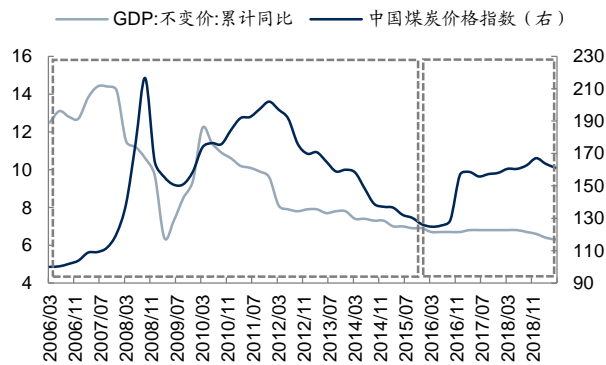
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 9: 钢铁价格与对应需求波动关系



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 10: 煤炭价格与对应需求波动关系



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

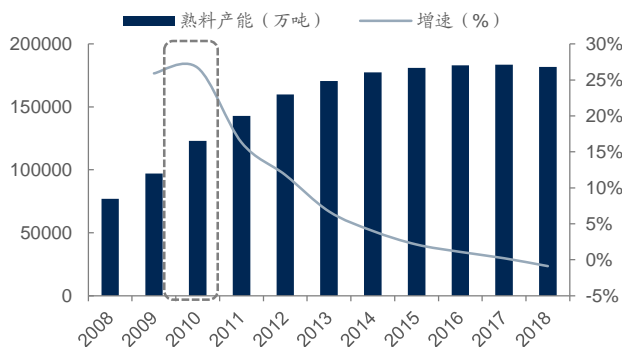
今年是行业“新均衡”演变的第四年，自 2018 年开始，水泥价格已持续两年超市场预期，维持历史高位区间运行。在中长期需求端增速有可能出现进一步放缓的背景下，市场对于水泥价格存在如下担忧：

- ① “新均衡”是否能够持续，水泥价格是否会随着需求的下行而出现崩塌？
对于该问题，我们在此前的多篇行业专题中已做过详细论述，即在需求端不出现超预期下行或行业产能利用率不降到一定阈值的情况下，新均衡将得以延续，感兴趣的投资者可参阅我们过往报告，此处不再详细展开。
- ② 若“新均衡”得以持续，未来水泥价格的波动区间在哪里？安全边际在哪里？
带着这个问题，我们将选取过去十年间，行业供需轧差出现显著负面失衡后（即最严重的供过于求的状态）的行业价格和企业盈利波动状况，来测算目前行业在“新均衡”下可能出现的价格或盈利波动的底部区域。因现阶段宏观需求有政策托底，且供给依然严控，上述行业供求显著负面失衡的状态预计短期难以重现，因此可以认为我们以此测算出来的价格和盈利波动的底部区域，是一个相对审慎的阈值。

寻找供需矛盾最大的历史年份

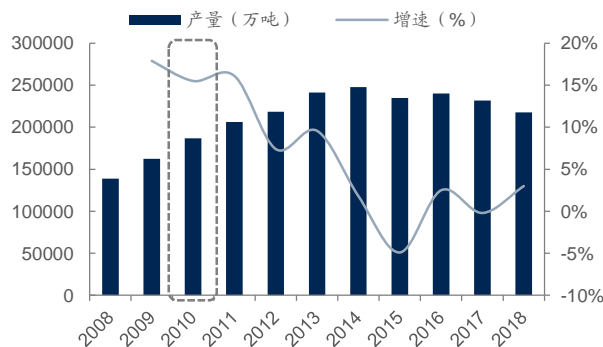
2010 年仍处于“四万亿”计划投放后的建设高峰时期，行业供给端投放加速，水泥熟料产能全年增长 26.68%，尽管需求也呈现增长趋势，但增速明显小于供给端，全年水泥需求增长 15.5%，供需轧差达到 11.18%，是近十年供需轧差最大的年份。

图 11: 过去十年水泥行业供给情况及增速



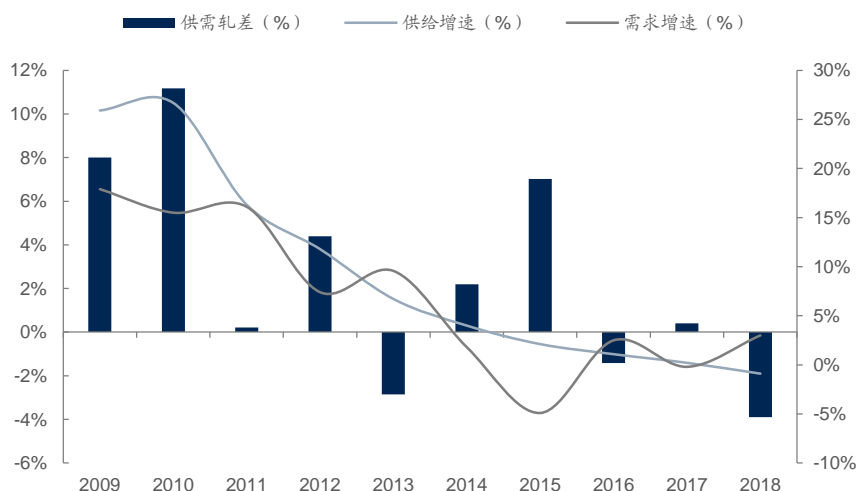
资料来源: WIND、数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 12: 过去十年水泥行业需求情况及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 13: 过去十年水泥行业供需轧差最高点出现在 2010 年

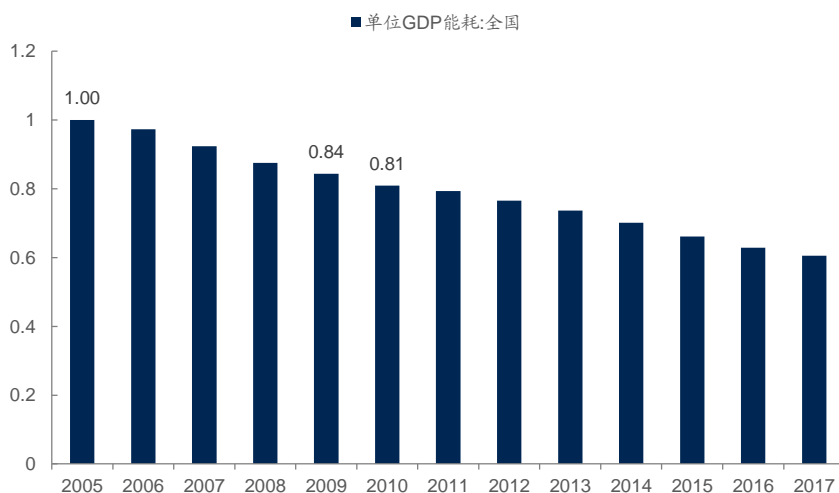


资料来源: WIND、数字水泥网、国信证券经济研究所整理

尽管 2010 年我国水泥行业供需轧差较大，但全年价格大幅上涨 16.99%，主要由于拉闸限电带来的供给缺口。2010 年正值“十一五”的最后一年，受“十一五”节能减排硬指标的压力，国内多地上演拉闸限电“减排”风暴。根据国务院 2006 年正式启动的“十一五”节能减排计划，到 2010 年，我国国内生产总值能耗要降低 20% 左右，主要环境污染物排放总量减少 10%。

在“十一五”的前四年，全国单位国内生产总值能耗累计仅下降 14.38%，化学需氧量排放总量下降 9.66%，二氧化硫排放总量下降 13.14%。2010 年 5 月，政府公布了《国务院关于进一步加大工作力度确保实现十一五节能减排目标的通知》，将从 14 个方面进一步加大工作力度，确保实现“十一五”节能减排目标，同时该通知指出，“十一五”节能减排指标是具有法律约束力的指标，到“十一五”末，要对节能减排目标完成情况算总账，实行严格的问责制，对未完成任务的地区、企业集团和行政不作为的部门，都要追究主要领导责任，根据情节给予相应处分。随后 6 月份，政府宣布万元 GDP 电耗取代之前的万元 GDP 综合能耗，成为节能考核新标准，也使得地方政府无法作假，但同时考核电耗的方法也使得地方政府使用拉闸限电或停电的手段来实现节能减排目标。

图 14: “十一五”期间节能减排要求单位 GDP 能耗降低 20%

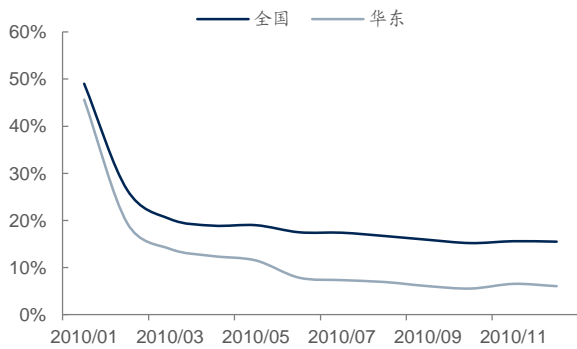


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2010年7月至年底，拉闸限电成为各地应对节能减排最重要的行政手段，水泥作为耗电大户，成为拉闸限电的主要行业之一，其中华东地区为被限电的最主要区域。受此影响，在传统金九银十旺季，全国水泥单月产量增速出现明显下行，9月份实现单月增速10.3%，华东区域表现相对更加明显，9月单月水泥产量同比减少1.6%；全年累计全国水泥增速为15.5%，较上年同比回落2.4个百分点，华东地区累计水泥产量增速为6.1%，较上年同比降低4.2个百分点。

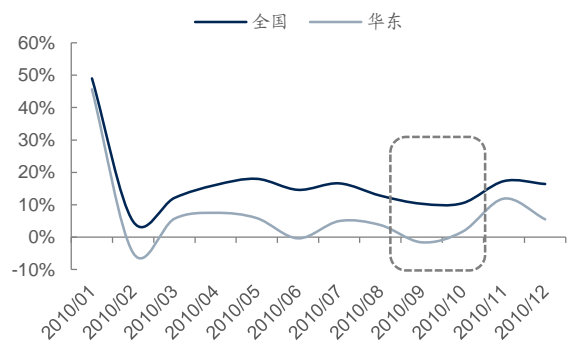
而从实际需求来看，2010年仍然处于“四万亿”投资后的建设高峰期，下游房地产和基建投资均处于高位，需求旺盛，受拉闸限电带来的供需矛盾在下半年愈发凸显，水泥价格2010年下半年出现明显上行，全国水泥价格在全年上涨16.99%，其中华东地区大幅上涨61.88%，实现历史高位水平，在供需轧差呈现过去十年最大水平的同时，行业运行并未出现走弱趋势。

图 15: 2010 年水泥累计产量同比增速 (%)



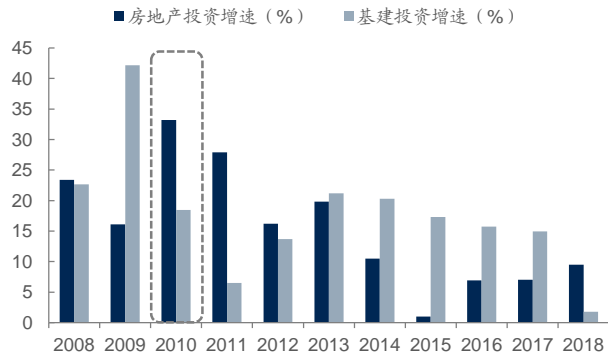
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 16: 2010 年水泥单月产量同比增速 (%)



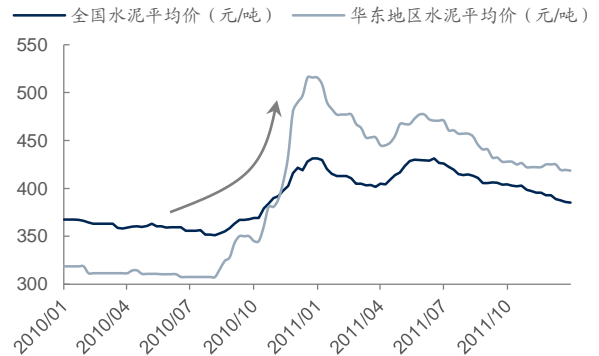
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 17: 2010 年基建和房地产投资增速处于高位



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: 2010 年下半年华东地区水泥价格快速上涨

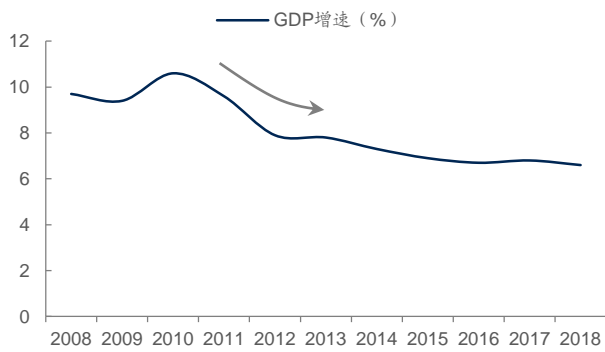


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

随着“十一五”结束，拉闸限电走向尾声，水泥行业恢复市场化运行。从需求端来看，2011年进入4万亿投资的第三年，强势需求接近尾声，叠加国家的房地产调控政策和7.23动车事件，需求面受到显著影响。虽然全年来看，全国GDP增速实现9.6%，基建投资增速实现6.48%，房地产投资增速为27.9%，增速虽仍保持较高水平，但已初现下降趋势，上述三大指标年度同比增速分别较上一年放缓1个百分点、11.99个百分点和5.3个百分点。

具体到水泥行业，2011年水泥产量增速呈现明显的前高后低走势，从一季度末29.3%的最高点持续回落至年底的7%，全年单月同比增速累计回落幅度超22个百分点。

图 19: 我国 GDP 增速 2011 年开始下行



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 20: 2011 年我国基建投资增速明显下降



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: 2011 年我国房地产投资增速明显下降



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 2011 年后水泥需求增速开始放缓



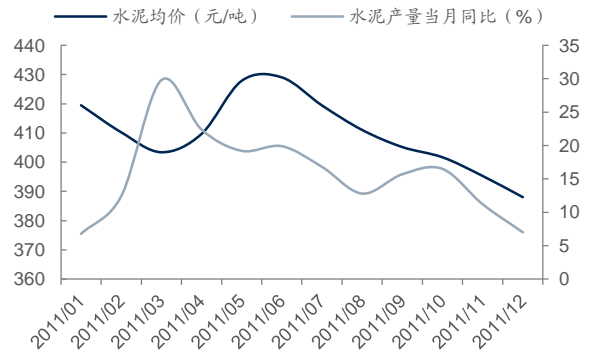
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 23: 2011 年水泥单月产量增速二季度起快速下行



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 2011 年水泥价格在二季度旺季结束后持续下行



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

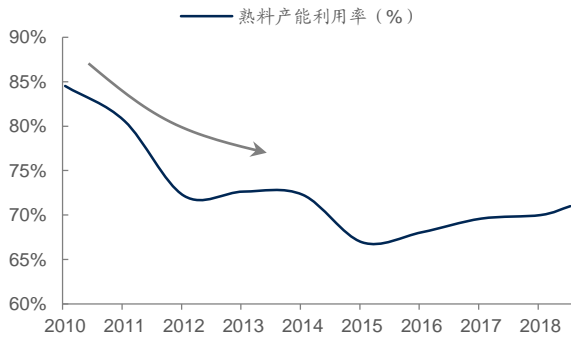
从供给端来看, 2011 年由“4 万亿”引发的产能扩张热情尚未完全冷却, 全年水泥熟料行业产能增长 16.3%, 虽然继 2009、2010 年 25.9%和 26.7%的高速增长后有所回落, 但仍然保持较高增长水平, 若考虑 2010 年受拉闸限电影响未有效进入市场的新增产能, 2011 年水泥行业整体的产能冲击比上述数据反映的还要更大。

综上分析, 虽然 2011 年水泥行业全年供需轧差仅 0.21%, 显著低于 2010 年水平, 但在需求不乐观的情况下, 因多年以来行业产能的持续积累, 供需压力持续加大, 2011 年成为了水泥价格出现高位掉头的转折之年。从价格来看, 全国

水泥均价从二季度旺季高位 431 元/吨开始回落，下行趋势延续至 2012 年下半年最低位 315 元/吨，下行幅度达到 27%。从产能利用率角度来看，2011 年水泥行业熟料产能利用率约为 80.58%，较 2010 年明显下降 3.94 个百分点，随后呈现逐年下滑持续至 2015 年，最低达 66.93%。

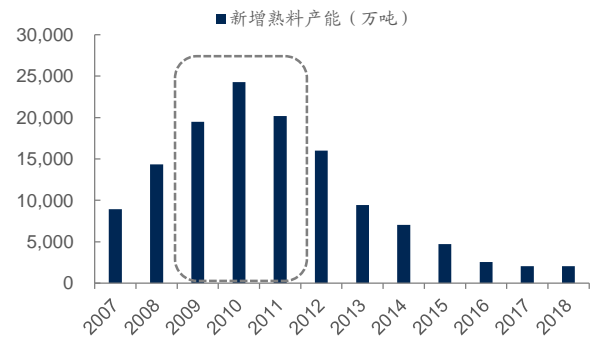
因此我们将 2011 年定义为，过去十年间，由于行业供需失衡导致价格高位掉头的转折之年。

图 25: 2011 年熟料产能利用率出现明显降低



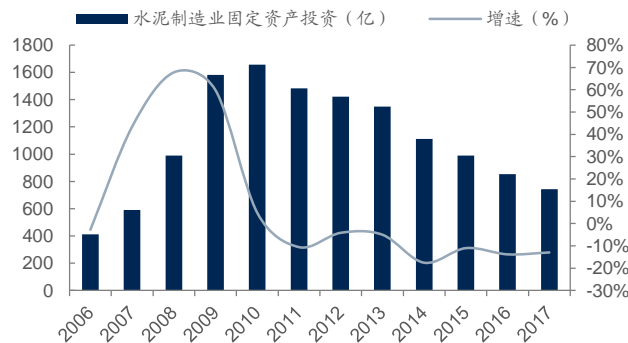
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 26: 2009-2011 年全国熟料新增产能增长明显



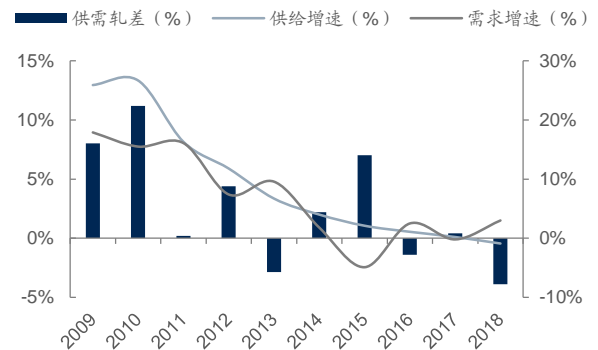
资料来源: WIND、数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 27: 水泥制造业固定资产投资及增速



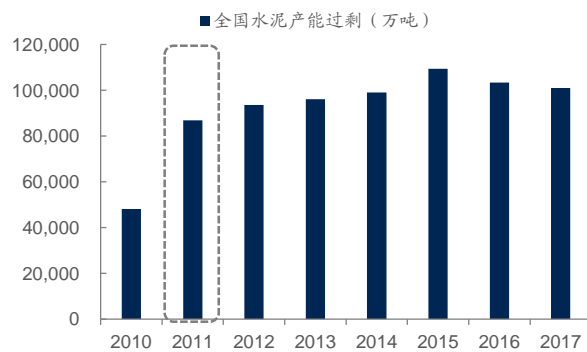
资料来源: WIND、数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 28: 2011 年水泥供需轧差较前期回落明显



资料来源: WIND、数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 29: 全国水泥产能过剩情况



资料来源: WIND、中国统计年鉴、国信证券经济研究所整理

图 30: 全国水泥均价 2011 年开始回落



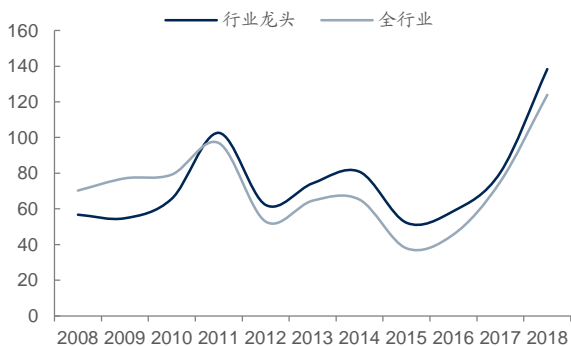
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

“新均衡”下，未来上市企业盈利底部区间在哪里？

从过去行业盈利情况来看，我们选取水泥行业 10 家上市公司作为样本企业，对历史盈利情况进行均值计算，在过去 10 年间，行业盈利情况最差的情况出现在 2015 年，样本企业平均吨毛利和吨净利为 38 元/吨和 -6 元/吨，也是近十年以来吨净利唯一出现亏损的一年。2015 年末，在各行业供给过剩严重的背景下，供给侧结构性改革正式推出，受此影响，水泥行业供给端受到严控，增速持续走弱，行业供需轧差不断收敛，行业运行稳定，价格和利润中枢不断上移。现阶段“新均衡”仍在持续，我们预计行业再次出现如 2015 年时亏损的情形的概率较低。

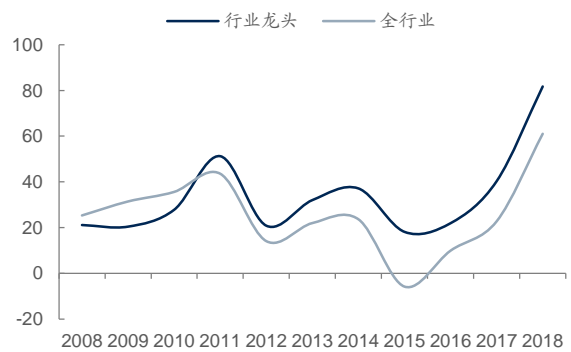
注：10 家样本企业为现有的 A 股市场 18 家水泥上市公司（申万建材水泥制造板块）中剔除：1、借壳上市的企业；3、混业经营的企业；3、转型的企业。

图 31: 样本企业吨毛利情况 (元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

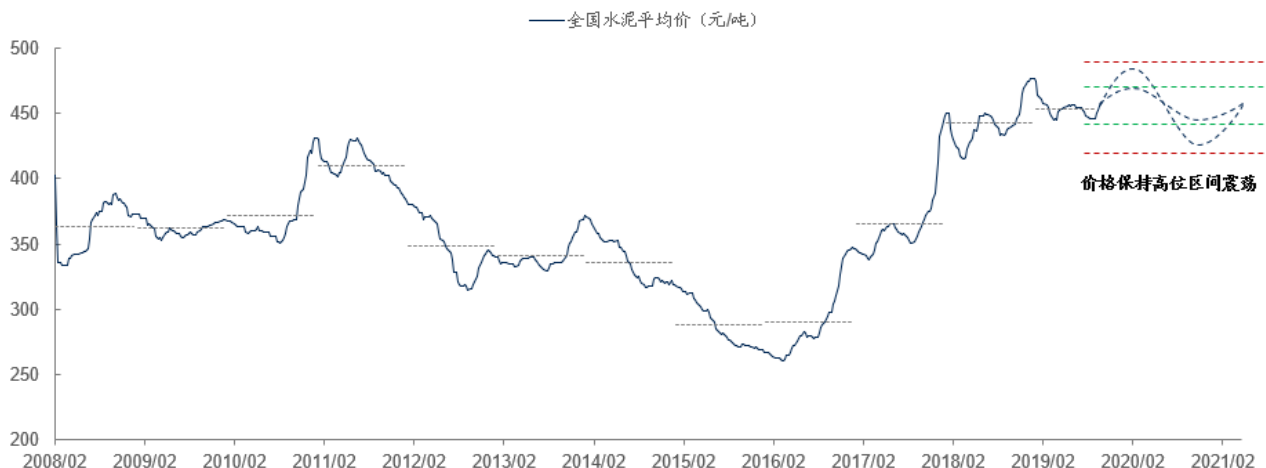
图 32: 样本企业吨净利情况 (元/吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从水泥行业当前时点来看，2019 年上半年全国水泥价格中枢约为 453 元/吨，小幅高于 2011 年初行业实现的价格高点水平，处于相似区间内。在当前时点上，考虑到宏观需求的波动趋势，我们不做价格在该区域进一步创新高的假设，但倘若行业现阶段的供求均衡有望得以延续或维持在某个相对稳定的区间内，价格或许也将保持在某个高位区间内震荡前行。

图 33: 全国水泥价格中枢 2015 年后逐步抬升

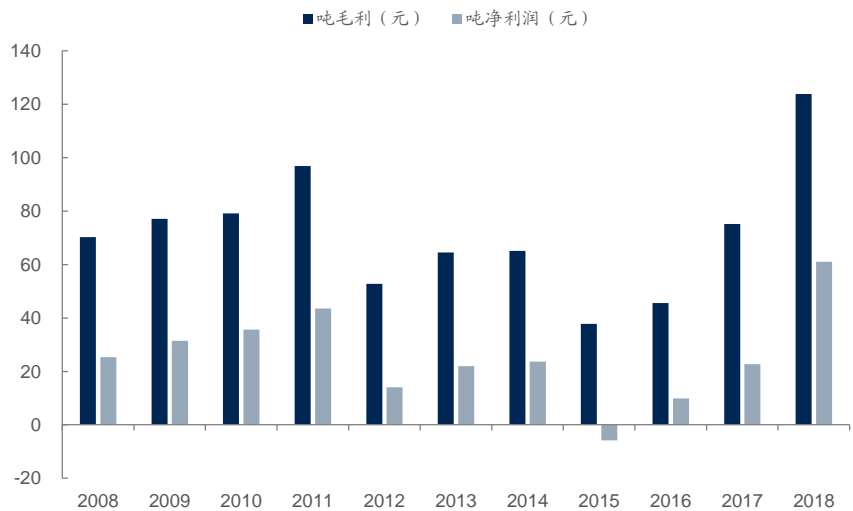


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

为寻求在假设行业均衡得以持续的情况下，在水泥价格可能的波动区间内，水泥企业盈利的安全边际，我们选取过去十年间，行业供需轧差出现显著负面失

衡后(即最严重的供过于求的状态)的行业价格和企业盈利波动状况,即以 2011 年行业价格出现下行幅度来测算目前行业在“新均衡”下可能出现的价格或盈利波动的底部区域。因现阶段宏观需求有政策托底,且供给依然严控,上述行业供求显著负面失衡的状态预计短期难以重现,因此可以认为我们以此测算出来的价格和盈利波动的底部区域,是一个相对审慎的阈值。

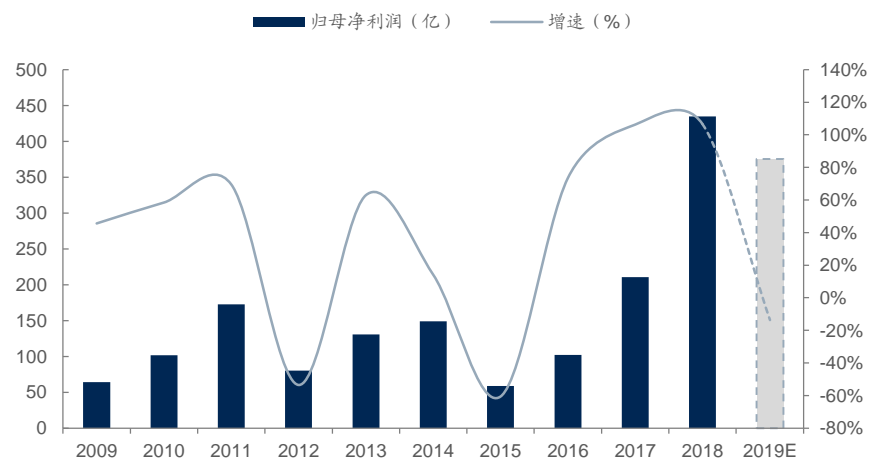
图 34: 样本企业吨毛利和吨净利均值(元)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

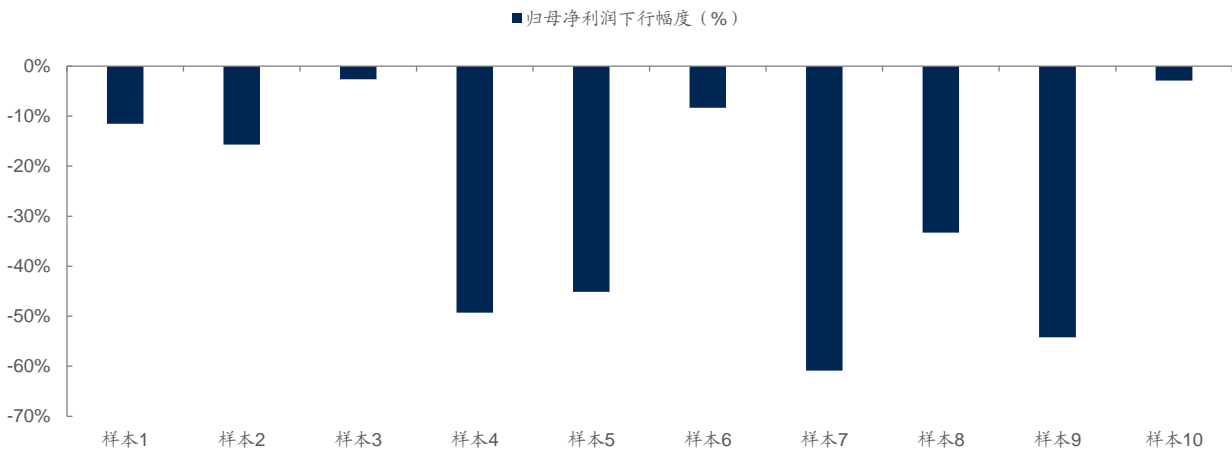
我们根据样本企业在 2011 年行业出现供需明显失衡时的价格和盈利变化,测算样本企业 2019 年的盈利情况。结果显示,在行业供需轧差出现显著负面失衡的情境下,以样本企业整体法进行测算,预计 2019 年样本企业平均归母净利润下行幅度约 13.7%;以平均法进行测算,预计 2019 年样本企业平均归母净利润约下降 28.4%。

图 35: 供需轧差出现失衡情况下样本企业 2019 年合计归母净利润测算



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

图 36: 供需轧差出现失衡情况下各样本企业 2019 年归母净利润测算



资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

根据样本企业历史盈利情况, 我们采用整体法和平均法对上述样本企业的盈利区间进行 PE 估值, 预计 PE 分别为 9.2x 和 14.8x, 处于估值区间的低位水平, 其中平均法测算估值相对偏高主要由于西部地区企业盈利波动更大, 中部和东部企业盈利稳定性更强。(整体法对应 PE 区间 6.8x~59.1x, 平均法对应 PE 区间 6.6x~69.4x)。

表 1: 若行业供需显著失衡时行业估值处于区间低位

2019E	盈利最佳	盈利最差	供需轧差失衡
整体法 PE	6.84	59.11	9.17
平均法 PE	6.59	69.44	14.84

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

行业投资核心观点

综合分析, 现阶段水泥行业仍可做多, 结论如下:

①中长期重申我们 17 年提出的“水泥行业进入新均衡”观点, 即价格和企业盈利趋稳, 此观点在近几年的水泥行业运行已充分得到演绎; 现阶段, 国内宏观政策调控有的放矢, 利率长周期预期下行, 行业环保严控仍持续, 强化“新均衡”逻辑的中长期演绎, 我们预计未来“新均衡”仍有望延续;

②若“新均衡”得以持续, 水泥企业盈利的安全边际在哪里? 对此问题我们上文已作出详细阐述及测算, 即当行业供需轧差出现显著负面失衡后(即最严重的供过于求的状态), 企业盈利下行幅度有望控制在 13.7%-28.4%之间。同时, 因现阶段宏观需求有政策托底, 且供给依然严控, 上述行业供求显著负面失衡的状态预计短期难以重现, 因此可以认为我们以此测算出来的盈利波动底部区域, 是一个相对审慎的阈值。

③长周期来看, 目前宏观经济接近基钦周期尾声, 若未来新周期开启, “新均衡”延续, 利率长周期下行, 现阶段布局优质水泥龙头标的具备一定中长期战略意义;

④短周期来看, 现阶段处于行业旺季, 各地区水泥价格保持上升趋势, 且库存保持低位, 亦是做多窗口期。

推荐稳健品种海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、金隅集团; 以及弹性品种冀东水泥、祁连山、天山股份。

重申建材其他子板块投资观点：

玻璃行业：整体上看，行业下半年格局大概率优于上半年，近期行业正在出现积极的变化但相关个股股价却表现平静，整体上看现阶段龙头标的股价已基本反映悲观预期，具备估值低股息率高的特点，结合目前行业运行最新情况，建议择机布局，若后续沙河地区冬季限产超预期，相关龙头股价或将有更好表现，推荐**旗滨集团、信义玻璃**。

其他建材：①玻纤行业：近期玻纤市场呈现底部偏弱运行，预计未来再次大幅下探概率较低；事件上看，若下半年两材合并解决下属企业同业竞争问题有实质性进展，或对相关股票有催化作用，推荐战略性建仓**中国巨石**；②其他小市值标的：推荐多年渠道布局、产品品类扩张渐入收获期，19年盈利拐点显现的五金龙头**坚朗五金**，以及玻纤棉及制品龙头，19年滤纸及芯材提供业绩弹性的**再升科技**。

风险提示

- (1) 宏观经济快速下行导致行业需求端出现超预期下滑；
- (2) 产能限制政策松动，供给超预期；
- (3) 成本端上涨超预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032