

建筑材料

证券研究报告
2020年02月16日

疫情影响：建材细分行业需求将出现递延

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

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518090004
houxingchen@tfzq.com

李阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519060001
yanglitf@tfzq.com

时奕

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519100001
shiyi@tfzq.com

水泥：需求递延，全年影响有限

总体来看，此次疫情对水泥行业影响有限。对比其他大宗商品，由于水泥产能具有弹性且库存较小的特性，疫情对水泥行业影响应该在整个大宗商品里面影响较小。从需求端来说，只会递延不会缺席，供给端短期部分生产线面临库满停产的压力但总体影响不大，甚至因为赶工或者可能的刺激政策，需求反弹力度不排除会超预期，静待旺季量价齐升。而供给端的作用不容忽视，但在短暂的时间和空间内，更多是处于平滑波动的考虑，行业的共识或体现在：库满停窑，以及需求没有启动前价格不做大幅调整。

玻璃：需求递延，刚性供给，密切关注短期库存变化

玻璃行业是刚性生产，即全年不间断生产，因此在疫情期间也是持续生产。综合来看，疫情对玻璃行业会产生一些短期影响，主要体现在以下几点：（1）地产开工需求递延，供给增加，短期玻璃价格可能承压；（2）玻璃运输受阻，玻璃企业在不停产的情况下库存有压力；（3）部分地区原材料运输受阻，玻璃投料减少导致部分供给收缩。我们预计受疫情影响短期会出现供需两弱的情况，库存有所提高，玻璃价格短期继续回调；如果疫情逐步缓解，需求恢复，有望重回涨势。

玻璃纤维：需求递延，部分或将受损

玻璃纤维行业整体对应较多行业下游的细分行业，包括建筑领域、汽车领域、风电领域、电子领域等，整体需求释放同建筑业、制造业的需求释放相关度较强。受疫情影响，下游制造业、建筑业开工相应推迟，则会对玻纤需求产生递延，并且有部分需求可能会受损。中国玻纤制品约 40%用于出口，出口依赖度相对较高，主要出口地区贸易保护措施对中国玻纤企业的对外贸易会产生一定影响，伴随着疫情影响的持续，不排除部分国家会对中国玻纤产品进行隐形或显性的贸易限制，从而影响国内玻纤企业的出口业务。

消费建材：需求释放预计有所延后

消费建材行业需求主要受到房地产、基建等行业需求释放的影响。对于大多数细分行业来说，受到春节及施工气候条件的影响，历年一季度整体均为需求淡季，行业内对应公司一季度营业收入占比基本为最低，盈利情况也整体偏弱，一季度还有可能出现亏损的情况。我们认为如果疫情影响可控，则成长建材行业的需求整体将会延后而不会缺席，对于开工端及投资端的细分行业，其需求有望在稳经济政策及后续的赶工需求中得到回补；对于施工、竣工端的细分行业，其需求也有望在房地产施工、竣工边际向好的大趋势下得以恢复。

投资建议

综合对各板块的影响分析，我们认为疫情会对建材行业的产生需求递延的影响，需求不会缺席，从细分行业来看，水泥行业潜在盈利弹性更大，需求递延，同时还存在潜在的稳经济措施带来的增量需求，从而带来量价弹性；玻璃行业、消费建材行业整体需求递延，伴随着地产链条施工的恢复需求有望后期回补；玻璃纤维行业国内需求递延，海外需求阶段性受损。我们重点推荐优质水泥标的海螺水泥，建议关注弹性品种祁连山、冀东水泥、上峰水泥、福建水泥；建议关注优质建材标的东方雨虹、北新建材、帝欧家居&蒙娜丽莎、三棵树、伟星新材、旗滨集团、中国巨石、中材科技。

风险提示：疫情影响超预期，复工开工不及预期，稳经济措施不及预期。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:稳经济政策有望加码，关注建材优质标的》
2020-02-15
- 2 《建筑材料-行业点评:关注：加大宏观政策调节力度，复工节奏有望加快》
2020-02-13
- 3 《建筑材料-行业研究周报:跟踪复工和需求恢复，关注错杀绩优股》
2020-02-08

内容目录

1. 水泥：需求递延，全年影响有限	4
2. 玻璃：需求递延，刚性供给，密切关注短期库存变化	7
3. 玻璃纤维：需求递延，部分或将受损	10
3.1. 需求结构多元，国内需求预计将递延释放	10
3.2. 出口需求或受到阶段性负面影响	12
4. 消费建材：需求释放预计有所延后	13
4.1. 防水行业：需求递延，关注长期逻辑	13
4.2. 建筑陶瓷：需求递延，关注复工	15
4.3. 石膏板：需求递延，关注地产竣工	17
4.4. 建筑涂料：需求递延，影响有限	17
4.5. 管材：需求递延，长期集中度提升加速	19
5. 投资建议	20

图表目录

图 1：全国水泥企业销售发运恢复情况（截止 20200210）	5
图 2：各区域水泥企业销售发运恢复情况（截止 20200210）	5
图 3：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）	5
图 4：中南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）	5
图 5：全国水泥价格走势（元/吨）	5
图 6：全国水泥库容比（%）	5
图 7：长沙价格走势（元/吨）	6
图 8：广州价格走势（元/吨）	6
图 9：福州价格走势（元/吨）	6
图 10：南昌价格走势（元/吨）	6
图 11：2019 年春节前后杭州高标水泥价格走势（元/吨）	6
图 12：2019 年春节前后南京高标水泥价格走势（元/吨）	6
图 13：全国房屋新开工面积累计增速（%）	7
图 14：全国基础设施建设投资累计增速(不含电力)（%）	7
图 15：玻璃厂家库存	7
图 16：玻璃价格走势	8
图 17：纯碱价格走势	8
图 18：房屋竣工面积累计值及累计同比	9
图 19：新开工及竣工累计同比增速对比	9
图 20：全球玻纤需求结构	10
图 21：国内玻纤需求结构	10
图 22：中国玻纤产量（万吨）及增速情况	11
图 23：中国第二产业 GDP 当季同比（不变价）情况	11

图 24: 防水行业下游需求结构	13
图 25: TOP100 房企销售额集中度	13
图 26: 住宅精装修面积及精装渗透率	13
图 27: 防水材料产量及同比	14
图 28: 地产新开工面积及同比	14
图 29: 规模以上防水企业营收及同比	14
图 30: 规模以上防水企业数目及同比	14
图 31: 三家防水上市公司 17、18 年分季度归母净利润 (亿元)	15
图 32: 中国陶瓷产量	16
图 33: 规模以上建陶企业主营业务收入	16
图 34: 石膏板产量累计增速与房屋竣工面积累计增速对比 (%)	17
图 35: 全国建材家居景气指数(BHI)	17
图 36: 房屋竣工累计同比	17
图 37: 涂料行业产销率	18
图 38: 三棵树一季度收入占比	18
图 39: 亚士创能各季度收入占比	19
图 40: 亚士创能各季度归母净利润占比	19
图 41: 2018 年家装类上市公司一季度收入全年占比	19
图 42: 2018 年家装类上市公司一季度归母净利润全年占比	19
表 1: 部分地区水泥相关行业复工时间统计	4
表 2: 2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况	9
表 3: 2018、2019 年玻纤产能 (万吨) 投产情况	11
表 4: 中国巨石近年来收入国内国外占比情况	12
表 5: 长海股份近年来收入国内国外占比情况	12
表 6: 泰山玻纤近年来收入国内国外占比情况	12
表 7: 东方雨虹近两年季度收入占比	14
表 8: 科顺股份近两年季度收入占比	15
表 9: 凯伦股份近两年季度收入占比	15
表 10: 陶瓷企业开工时间	16
表 11: 陶瓷上市公司季度收入占比	16

1. 水泥：需求递延，全年影响有限

总体来看，此次疫情对水泥行业影响有限。对比其他大宗商品，由于水泥产能具有弹性且库存较小的特性，疫情对水泥行业影响应该在整個大宗商品里面影响较小。从需求端来说，只会递延不会缺席，供给端短期部分生产线面临库满停产的压力但总体影响不大。下面进行具体分析：

回到“疫情”对水泥行业的影响，**传染性强因此人力密集型产业需要重点防护**。建筑工程、基建工程的施工、运输方面，不可避免外地人员流入流出，**传染性强是我们对病毒的基本认知，因此建材上下游产业链因为人力密集，需要更加注意防控**，从而也引起市场对下游需求恢复的担忧。在展开我们的观点前，必须强调的是，南北有别，延迟的影响优先考虑南方地区，无论是确诊数目角度，还是错峰停窑角度——北方水泥行业本身就有冬季错峰生产的安排。

最为关心的因素仍然是：工地复工进程、工厂复工进程、价格变化和预期、需求量是否起色。人们对于疫情影响的认知也经历了一些变化，体现在：

(1) 工地复工进程方面，相对预期略有延迟，仍看好复苏弹性。最初预计复工时间从正月十五后开始，到延迟 1-2 周，可能 2 月下旬开始逐步恢复，推断的依据是，假设返工人员正月十六到工作地，即 2 月 9 日，隔离 14 天，结束隔离后是 2 月 25 日。结合部分地区按照重点工程、民生工程、房建工程划分，最晚可能到 3 月开始复工。

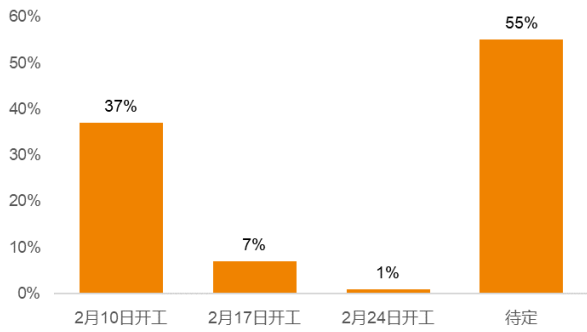
表 1：部分地区水泥相关行业复工时间统计

地区	复工时间安排
合肥	建筑业企业。2 月 24 日，重点民生工程（含市政重点工程、轨道交通工程、省市重点工程等）。3 月 2 日，一般民生工程（包括安置房等建设工程）。3 月 9 日，其他工程（包括房地产等建设工程）
郑州	2 月 25 日，重点民生工程(含市政重点工程、轨道交通工程、省市重点工程等)。 3 月 6 日，一般民生工程(包括安置房等建设工程)。 3 月 16 日，其他工程(包括房地产等建设工程)。
杭州	主城区： 2 月 10 日起，允许重点民生工程(含市政重点工程、轨道交通工程、亚运项目、省市重点工程等)及其混凝土生产、渣土运输等必要配套企业申报复工。 2 月 15 日起，允许安置房建设等一般民生工程申报复工。 2 月 20 日起，允许具备条件的其他工程(包括房地产等建设工程)申报复工。
苏州	春节期间停工、所有新开工房屋建筑及市政公用工程，复工时间不得早于 2 月 20 日
台州	全市重大工程、重点项目在 2 月 9 日 24 时以后方可复工，其他工程项目原则上在 2 月 17 日 24 时以后复工

资料来源：新浪网等，天风证券研究所

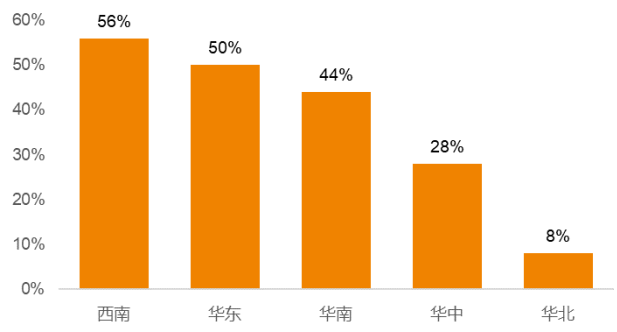
(2) 工厂复工进程方面，无论是库满停窑还是检修停窑，后期库存压力有限。考虑到春节前库位较低，安徽地区产线期间停产不多，随着下游复工延迟，可能出现库满停窑的情况，加之各个地区管控升级，确有下降。

图 1：全国水泥企业销售发运恢复情况（截止 20200210）



资料来源：钢联，天风证券研究所

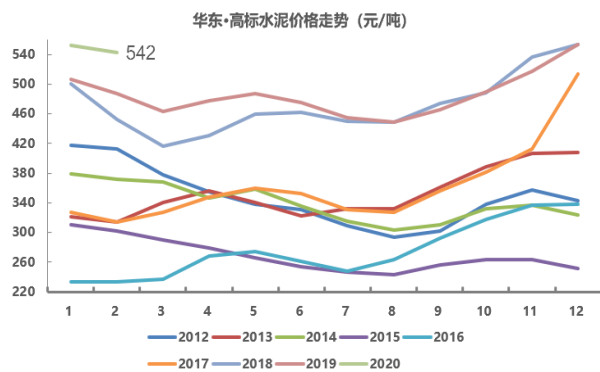
图 2：各区域水泥企业销售发运恢复情况（截止 20200210）



资料来源：钢联，天风证券研究所

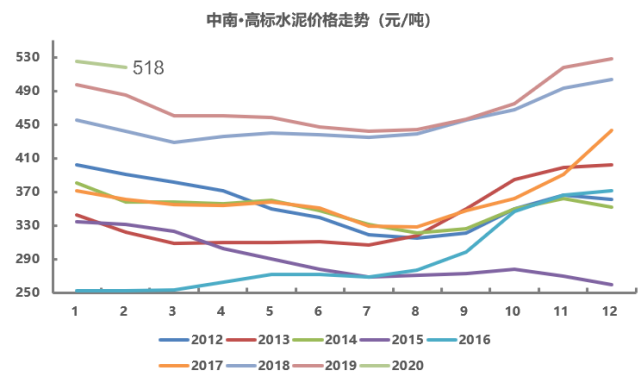
（3）价格变化和预期方面，考虑节前价格同比较高，例如杭州高标 620 元/吨，同比提高 110 元，节后补降符合预期，降价的幅度和节点，较多预计和需求启动时间相近。而近期宁波、舟山等地水泥价格下调了 60-80 元/吨（来源：中国水泥网），这一变化稍显与预期不符，但如果结合节前不降节后降的安排来看，以及降完后仍同比有增长的情况来看，浙江的降价是情有可原。

图 3：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



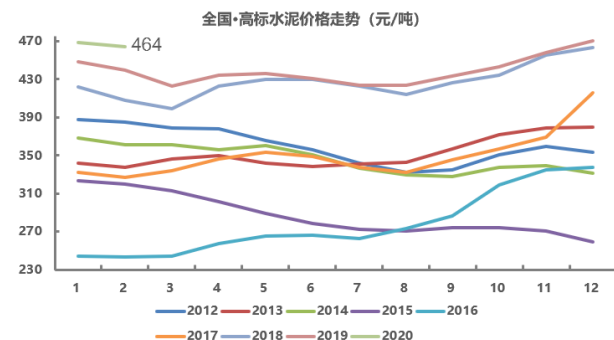
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 4：中南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 5：全国水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 6：全国水泥库容比（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所（截止 20200207）

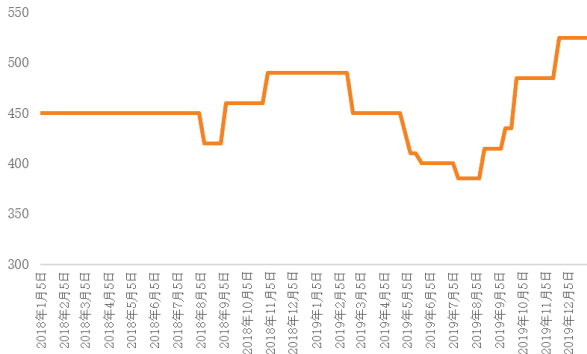
我们认为所有因素的核心是需求，而推迟的需求终会到来，甚至因为赶工或者可能的刺激政策，需求反弹力度不排除会超预期，静待旺季量价齐升。而供给端的作用不容忽视，但在短暂的时间和空间内，更多是处于平滑波动的考虑，况且“新冠”这类级别的考验，也没有经验可循。根据数字水泥网，行业的共识或体现在：库满停窑，以及需求没有启动前价格不做大幅调整。

关于延迟的需求复苏后，市场的表现如何，我们可以参考天气影响解除后的市场表现，因

为“疫情”与连日下雨，同样都是“一段时间内的不可抗力”。

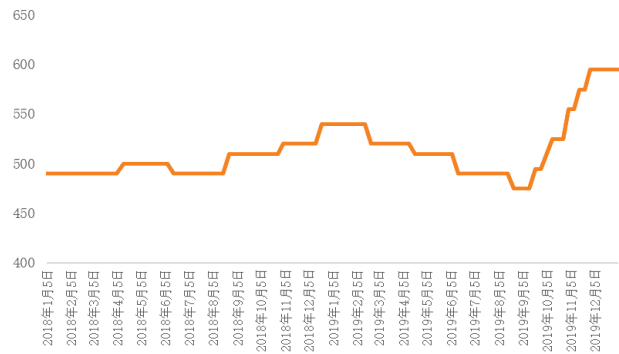
2019年三、四季度，华南及江西、福建地区需求集中释放，与前期雨水耽误工期、春节早下游赶工有关，供不应求导致价格大幅增长，例如福建多地连涨9轮，累计涨幅215元/吨，江西累计涨幅150元/吨，长沙累计涨幅140元/吨，广州累计涨幅120元/吨。

图 7：长沙价格走势（元/吨）



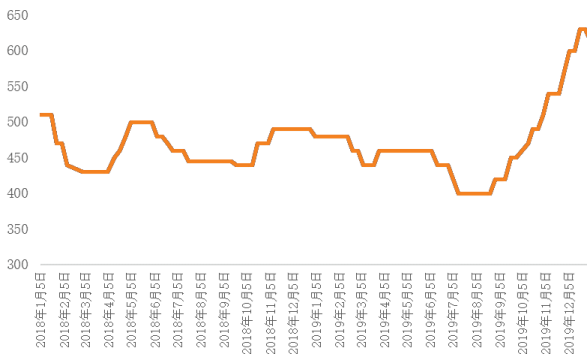
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 8：广州价格走势（元/吨）



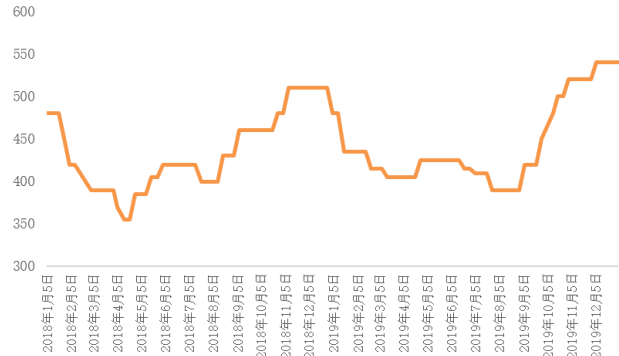
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 9：福州价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

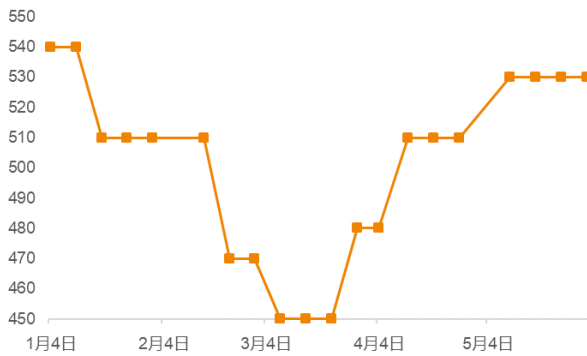
图 10：南昌价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

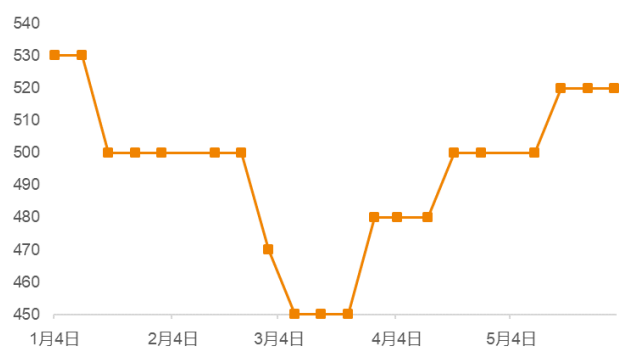
如果仍考虑 2019 年下半年有赶工期压影响，那对比 2019 年春节后的雨水影响更为直接，结束雨水恢复旺季后均出现价格的快速反弹，例如杭州高标价格从 450 元/吨恢复至 530 元/吨，南京高标价格从 450 元/吨恢复至 520 元/吨（未反弹到降价前四季度的水平，主要是因为二、四季度均为水泥旺季，而四季度需求相对更旺）。

图 11：2019 年春节前后杭州高标水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 12：2019 年春节前后南京高标水泥价格走势（元/吨）

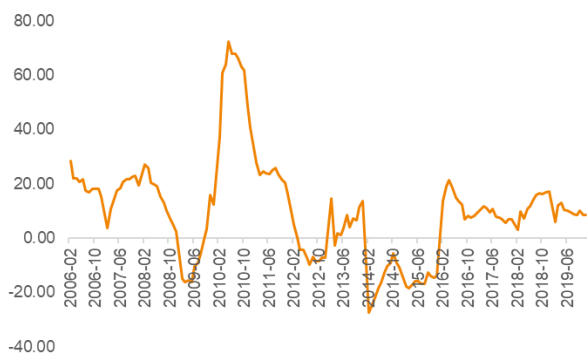


资料来源：数字水泥，天风证券研究所

此外，政策预期存在不确定性，但我们可以提出一个角度，在确诊病例大幅提高前，市场几乎对“新冠”没有风险关注，因此在意识“疫情”严重前，市场对于水泥需求的预测基本跟房地产新开工以及基建投入而定，继续传统投资型拉动经济的做法是否合理受到一些质疑，因此对于新开工和基建的预期较为谨慎，从而对水泥需求不确定性较大。

然而，疫情对一季度的经济的负面影响较多，短时间内消费“元气”尚待恢复，提振经济的贡献力下降，目光仍然回落在传统经济引擎，基建 2019 全年增速并不高，一个合理的基数，是否也为 2020 年留下加大投入的空间？近期我们看到财政部提前下发专项债和地方政府债务的通知，未来是否会有更多审慎的政策支持并不可知，但是仍然可以期待，传统经济领域的投入很可能不会边际更差。

图 13：全国房屋新开工面积累计增速 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：全国基础设施建设投资累计增速(不含电力) (%)

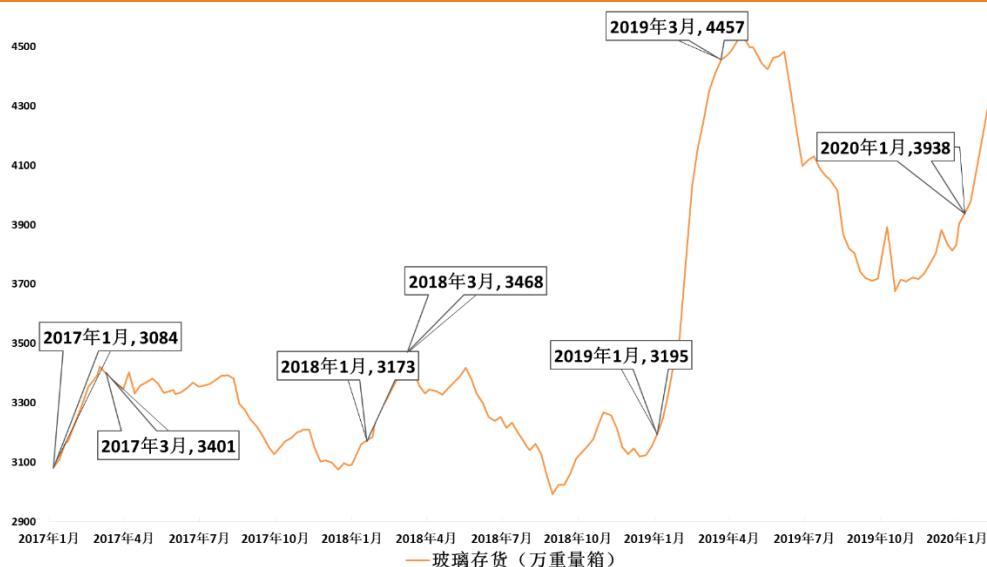


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 玻璃：需求递延，刚性供给，密切关注短期库存变化

玻璃行业是刚性生产，即全年不间断生产，因此在疫情期间也是持续生产。综合来看，疫情对玻璃行业会产生一些短期影响，主要体现在以下几点：（1）地产开工需求递延，供给增加，短期玻璃价格可能承压；（2）玻璃运输受阻，玻璃企业在不停产的情况下库存有压力；（3）部分地区原材料运输受阻，玻璃投料减少导致部分供给收缩。我们预计受疫情影响短期会出现供需两弱的情况，库存有所提高，玻璃价格短期继续回调；如果疫情逐步缓解，需求恢复，有望重回涨势。

图 15：玻璃厂家库存

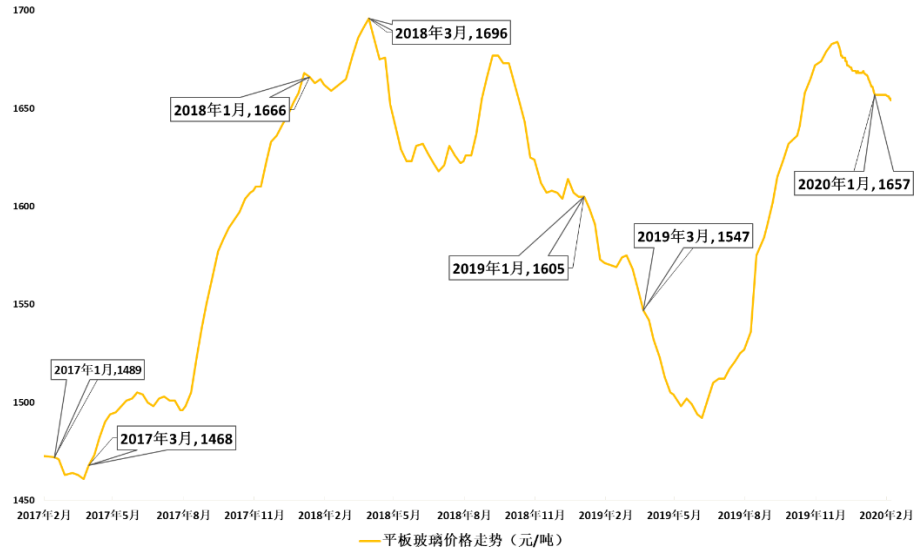


资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

短期玻璃价格可以通过库存来判断，由于玻璃淡季也在生产，因此回顾前三年，每年的 1-3

月玻璃厂价格的库存都会增加，并在3月末到达当年高点，形成的原因主要是春节前北方由于气候原因不适合开工，因此北方需求下降，企业进入冬储，而2月春节之后，由于复工原因和环保限制导致工地施工受限，一般4月份项目开始启动，因此每年的3月都是玻璃库存的高点。此次疫情对玻璃行业的重要影响是库存短期的增加，上周末玻璃库存相比春节前增加了约8%，需求递延导致下游贸易商短期不会进货；其次公路运输限制会影响玻璃发货的效率，因此短期玻璃库存的增加可能会延续至三月后。

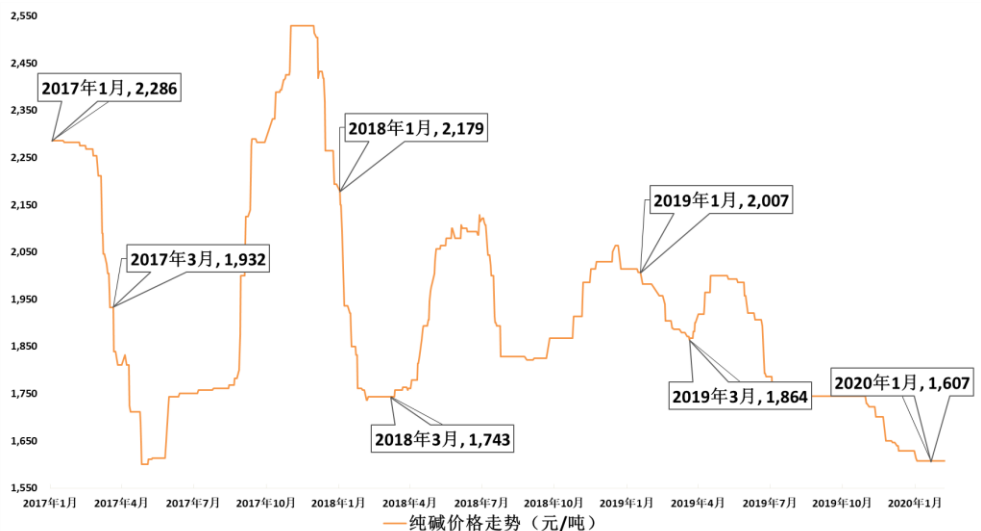
图 16：玻璃价格走势



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

库存压力可能传导至价格，回顾过去三年除了2018年年初供给减少导致玻璃价格走高以外，其他年份玻璃价格1-3月份都有一定程度的回调，但是一般在每年8月开始玻璃逐步进入全年旺季，价格开始上升。我们判断此次疫情可能会在短期延长玻璃价格下调的时间。短期来看，玻璃供给会出现一定程度的收缩，华中地区企业已经开始实施减产，因此预计玻璃价格下降浮动有限，具体要看库存增加情况。

图 17：纯碱价格走势



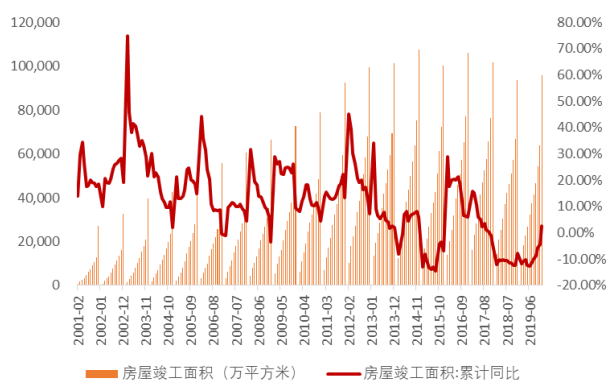
资料来源：wind，天风证券研究所

成本方面，此前在玻璃深度报告里我们可以看到燃料油和原材料是玻璃生产的主要成本，合计超过70%。在疫情期间由于要保持窑池里的温度，因此燃料油的使用是持续的，但是

华中地区限产是以减少投料为主，这意味着单位生产成本中要增加更多的燃料油成本。好在主要的原材料纯碱价格下跌较多，而且过去几年 1-3 月份价格都呈现下跌趋势，因此有望对冲一部分减产带来的成本增加。

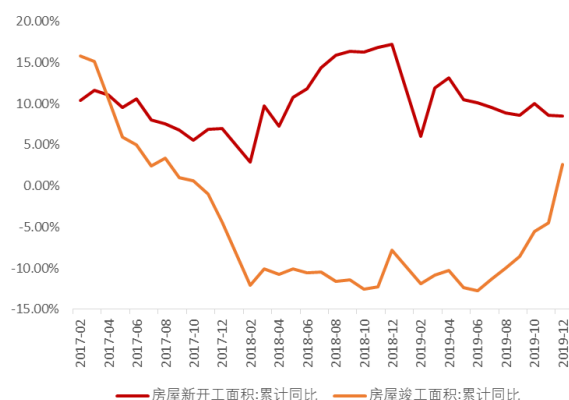
全年来看，我们认为此次疫情更多的是递延了需求，对全年玻璃行业的判断保持乐观。需求方面全年有望继续增长，19 年房屋竣工面积跌幅逐步收窄，并在年末回到正增长，改善显著，符合此前我们对地产竣工端复苏的预判。观察新开工与竣工的累计同比增速，2017 年二季度开始出现了剪刀差，新开工的增速好于竣工，主要是房地产开发企业在 17-18 年加快了拿地、开工的周转速度，此前我们判断，新开工之后一般两年内要完成竣工交房，因此 19 年竣工有望恢复，事实表明进入 19 年下半年以来，竣工需求确实有所改善，我们预计竣工的恢复至少贯穿 2020 年至 2021 年上半年，对玻璃需求有积极的提振作用。

图 18：房屋竣工面积累计值及累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：新开工及竣工累计同比增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

供给方面，预计继续收窄，2020 年玻璃行业仍有较多产线需要冷修。玻璃生产线的寿命一般在 6-8 年，2012 至 2013 年投产的新线即将进入冷修周期，而且 2012 年之前仍有众多产线没有冷修。根据中国玻璃期货网预计，2020 年具备冷修条件的玻璃生产线有 14-15 条左右。复产方面，18-19 年大量生产线已经完成复产，剩下正在冷修的生产线已经所剩不多，具备复产条件的生产线约 9-10 条，考虑到部分新建产线，预计 2020 年全年净增生产线为负值。因此综合来看 2020 年整体玻璃供需需升，预计价格中枢高于 19 年的水平；分阶段看，预计 2020 年年初玻璃受到冬储和疫情影响，价格会有所松动，如果疫情好转，需求逐步启动，乐观判断二季度需求启动后，玻璃价格有望止跌，到三季度末旺季来临将回到上涨态势。

表 2：2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况

年份	新点火产线（条）	复产产线（条）	冷修产线（条）	净新增产线（条）
2012	19	13	25	7
2013	29	8	11	26
2014	23	9	38	-6
2015	10	17	43	-16
2016	9	22	15	16
2017	4	14	24	-6
2018	5	18	20	3
2019	3	16	20	-1
2020E	3-4	9-10	14-15	-3-0

资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

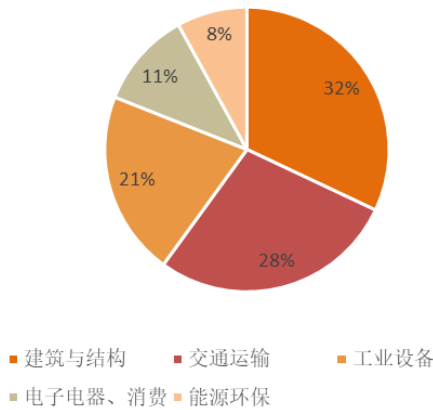
3. 玻璃纤维：需求递延，部分或将受损

玻璃纤维行业整体对应较多行业下游的细分行业，包括建筑领域、汽车领域、风电领域、电子领域等，整体需求释放同建筑业、制造业的需求释放相关度较强。受疫情影响，下游制造业、建筑业开工相应推迟，则会对玻纤需求产生递延，并且有部分需求可能会受损。另外，国内玻璃纤维龙头企业玻纤产品均有相当比重产品用于对外出口，如果疫情影响到中国的出口，则会使得部分玻纤出口需求受损。

3.1. 需求结构多元，国内需求预计将递延释放

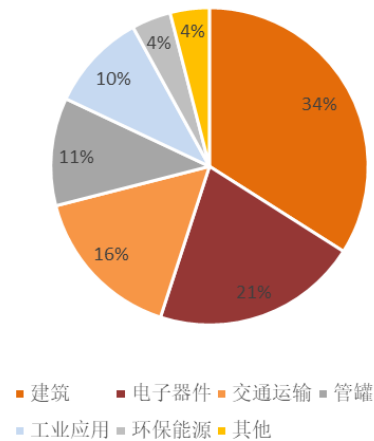
玻纤作为新型复合材料，广泛运用在各行各业，因此需求较为分散，主要集中在建筑、风电、交通、电子等领域，其中交通运输领域、工业应用的玻纤运用结构与海外仍然有区别，随着玻纤渗透率的提升，拓展潜力较大。整体来看玻纤行业下游需求广泛，一方面下游的应用领域不断拓宽，另一方面多个领域玻纤材料应用的渗透率也在不断提升。

图 20：全球玻纤需求结构



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

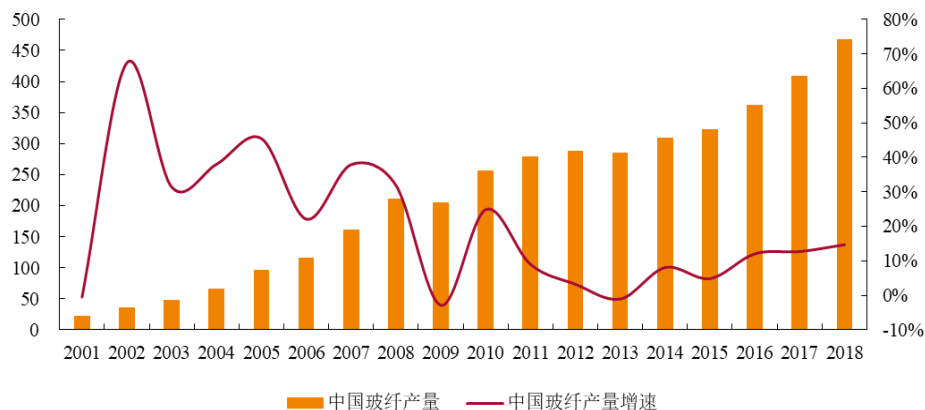
图 21：国内玻纤需求结构



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

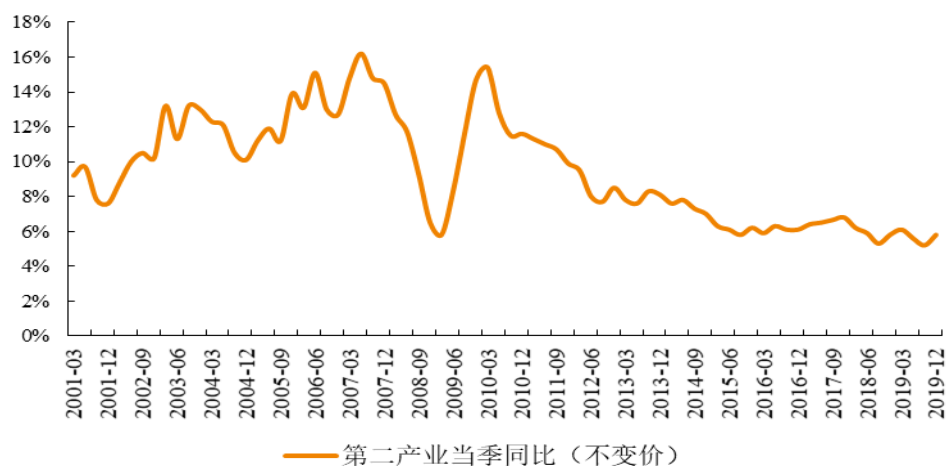
从产量增速来看玻纤产量 2016 年、2017 年的产量增速均为 12%，由于行业下游需求的稳定增长和行业龙头企业收入端的明显提升，2018 年玻纤产量达到 468 万吨，同增 14.71%，增加 60 万吨。从下图中我们也可以看出，中国玻纤产量同比增速的走势大致同中国第二产业 GDP 同比增速趋势保持相似。

图 22: 中国玻纤产量 (万吨) 及增速情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 中国第二产业 GDP 当季同比 (不变价) 情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

供给端方面, 我们对于 2018 年、2019 年玻纤行业的产能新增做了梳理。结果显示, 2018 年行业供给确实有阶段性的增加, 从产能的投放节奏来看, 产能投放主要集中在 2018 年, 2019 年国内新增产能有限, 将会以消化 2018 年新增产能为主, 2020 年行业供给压力预计将会有所缓解。

表 3: 2018、2019 年玻纤产能 (万吨) 投产情况

公司	地址	产线	产能新增	实际产能	状态	最新点火日期	产品类型
中国巨石	九江	1 线	2	10	在产	2018/5	无碱粗砂
中国巨石	九江	1 线	3	10	在产	2018/5	无碱粗砂
长海股份	江苏长海	1 线	4	7	在产	2018 年 3 月	无碱粗砂
长海股份	江苏长海	2 线	1.5	8.5	在产	2018 年 8 月	无碱粗砂
庞贝捷	淄博	3 线	8	8	在产		非电子纱
江西元源	上犹	1 线	5	5	在产		电子纱
重庆三磊		1 线	8	8	在产	2017 年 11 月	无碱粗砂
中国巨石	桐乡	智能 1 线	15	15	在产	2018 年 8 月 21 日	无碱粗砂
重庆国际	大渡口	F02	5	10	在产	2018 年 8 月 15 日	无碱粗砂
林州光远	林州	2 线	5	5	在产	2018 年 8 月	电子纱
中国巨石	桐乡	1 线	6	6	在产	2018 年 12 月	电子纱

安徽丹凤	安徽	2 线	5	5	在产	2018 年 10 月	电子纱
山东玻纤	格赛博	2 线	8	8	在产	2018 年 12 月	无碱粗砂
泰山玻纤	泰安	6 线	10	10	在产	2018 年 11 月	无碱粗砂
18 年合计			85.5	115.5	同比	21%	
重庆国际	重庆	F11	11	11	在产	2019 年 3 月	风电纱
19 年			11	11	同比	2%	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

根据上表数据，2018 年玻纤产能新增合计为 85.5 万吨，同比增加 21%。根据卓创资讯，2019 年全年新增产能绝对数值有较 18 年显著降低，玻纤整体产品价格预计将会继续筑底。考虑到疫情可能会影响到建筑业和制造业的复工及需求创造，而玻璃纤维的行业特性是连续生产，可能会使得玻纤企业库存出现阶段性高企的情况，产品价格存在阶段性的压力，从国内玻纤需求的角度来看，预计国内玻璃纤维的需求有望在制造业、建筑业开工恢复正常之后出现递延性的回补，有少部分需求可能面临阶段性缺失的压力。

3.2. 出口需求或受到阶段性负面影响

中国玻纤制品约 40%用于出口，出口依赖度相对较高，主要出口地区贸易保护措施对中国玻纤企业的对外贸易会产生一定影响，伴随着疫情影响的持续，不排除部分国家会对中国玻纤产品进行隐形或显性的贸易限制，从而影响国内玻纤企业的出口业务。

表 4：中国巨石近年来收入国内国外占比情况

中国巨石	2014	2015	2016	2017	2018
国内	52%	51%	52%	55%	55%
国外	48%	49%	48%	45%	45%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：长海股份近年来收入国内国外占比情况

长海股份	2014	2015	2016	2017	2018
国内	67%	68%	63%	69%	74%
国外	33%	32%	37%	31%	26%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：泰山玻纤近年来收入国内国外占比情况

泰山玻纤	2014	2015	2016	2017	2018
国内	63%	66%	68%	71%	70%
国外	37%	34%	32%	29%	30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

从上述表格中可以看出，国内玻纤龙头企业的收入结构中国外收入都占据了相当比重，其中：中国巨石近五年比重在 45%-49%之间，长海股份在 26%-37%之间，泰山玻纤在 29%-37%之间。

从各个公司的产能布局来说，长海股份、泰山玻纤以及目前大多数的玻璃纤维生产企业目前尚未在海外拥有玻纤产能，因而如果出现贸易限制，产品出口受到的影响相对较大；而中国巨石在主要的海外产品销售地美国及欧洲都有相对应的海外产能保障产品供应，中国巨石的美国基地和埃及基地分别能够供应北美和欧洲市场，中国巨石国内产品出口受到的影响相对可控。

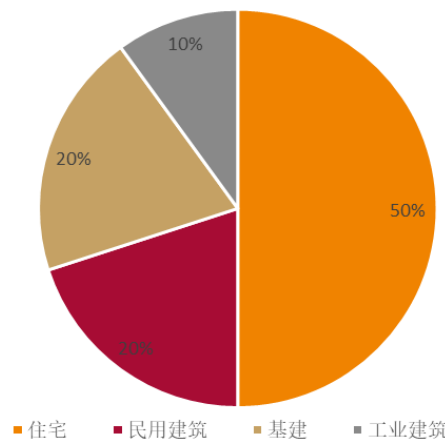
4. 消费建材：需求释放预计有所延后

消费建材行业需求主要受到房地产、基建等行业需求释放的影响。对于大多数细分子行业来说，受到春节及施工气候条件的影响，历年一季度整体均为需求淡季，行业内对应公司一季度营业收入占比基本为最低，盈利情况也整体偏弱，一季度还有可能出现亏损的情况。我们认为如果疫情影响可控，则成长建材行业的需求整体将会延后而不会缺席，对于开工端及投资端的细分行业，其需求有望在稳经济政策及后续的赶工需求中得到回补；对于施工、竣工端的细分行业，其需求也有望在房地产施工、竣工边际向好的大趋势下得以恢复。

4.1. 防水行业：需求递延，关注长期逻辑

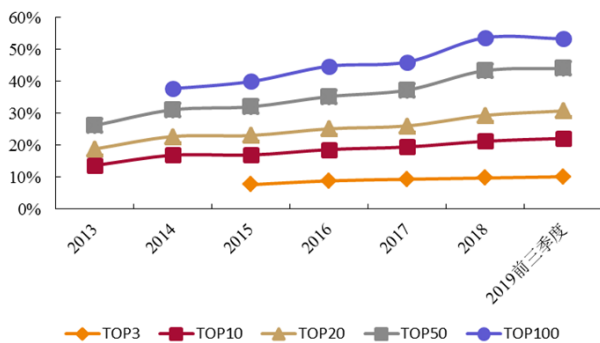
防水企业下游对应的主要是房地产和基建行业，根据东方雨虹公告，防水行业需求结构主要为住宅、民用建筑、基建和工业建筑，其中房地产行业为防水需求的中坚力量，并且伴随着一定的基建和工业需求。从房地产行业的发展情况看，房地产行业近年来呈现出行业集中度不断提升的趋势，同时伴随着精装房比例的不不断提升，房地产企业的防水材料集采需求也在不断提升。

图 24：防水行业下游需求结构



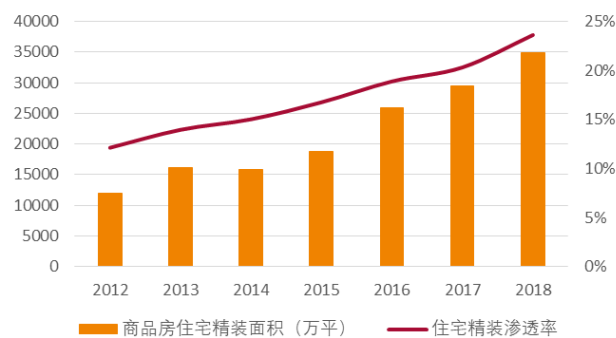
资料来源：东方雨虹公告，天风证券研究所

图 25：TOP100 房企销售额集中度



资料来源：CRIC，天风证券研究所

图 26：住宅精装修面积及精装渗透率

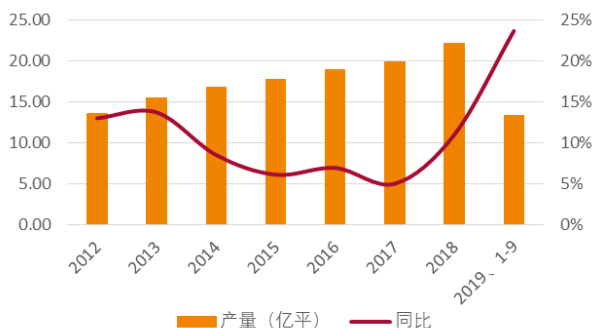


资料来源：产业信息网，天风证券研究所

从行业来看，防水材料增长进入平稳增长阶段，2018年，规模以上企业的沥青和改性沥青防水卷材累计产量达到11.73亿平方米，同比增长11%，2019年1-9月防水材料产量增速更是高达23.7%。作为在房地产施工前段主要耗用的防水材料，其需求理应同房地产

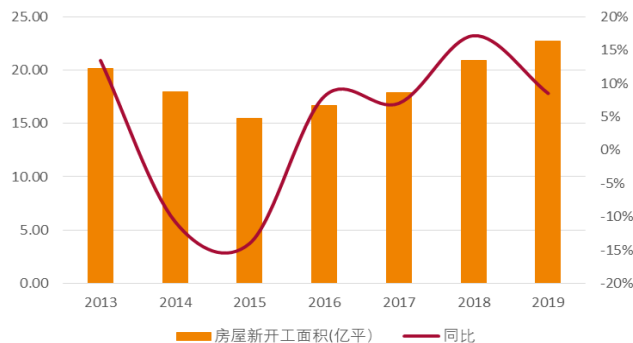
开工面积增速变化的数据保持一致。虽然 2019 年房地产投资端和开工端依然保持着较好的数据，但是从绝对增速来看已经新开工增速已经出现了边际下滑，防水材料产量却出现了加速提升的态势，并且从防水上市公司的销售数据来看，这种提升的态势表现的更为明显。我们判断主要原因还是统计口径的问题，行业整体需求增速并未呈现加速增长的态势，而是出现了企业分层、行业集中度提升的现象。

图 27: 防水材料产量及同比



资料来源: 防水协会, 天风证券研究所

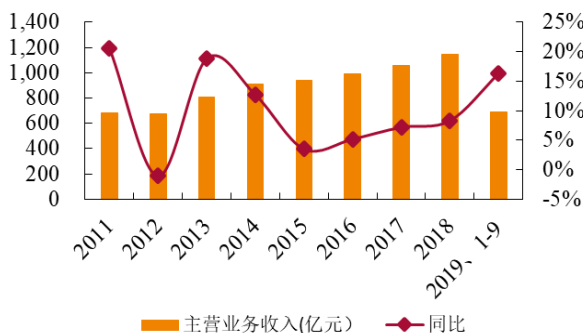
图 28: 地产新开工面积及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

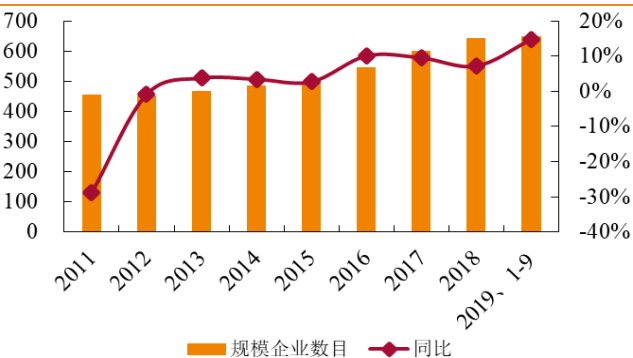
根据防水协会的统计，截止 2019 年 9 月，防水行业规模以上企业数目为 648 家，占拥有防水材料生产企业数目的不足一半，多数合法生产的防水企业的年营收不足 2000 万，属于规模较小的防水企业。并且，由于目前防水行业发展仍然有待规范，即便是正在经历行业的规范化，当前尚存在部分无证及生产低质非标产品的企业，占据着部分细分行业市场。我们预计无证非标企业同正规企业的发展将会明显分化，前者逐步弱化市场地位并逐步退出市场，后者将会保持稳定的增长。即便观察行业内规模以上企业，也可以观察到较为明显的企业分层现象，其中防水上市公司的营收增速明显快于行业规模以上企业的增速，引发行业竞争格局的变化，头部集中的趋势正在快速推进。

图 29: 规模以上防水企业营收及同比



资料来源: 防水协会, 天风证券研究所

图 30: 规模以上防水企业数目及同比



资料来源: 防水协会, 天风证券研究所

可以看出，防水行业的需求一方面看整体房地产行业发展的情况，另一方面，对于龙头企业来说，其增量需求也同商品房的精装修渗透率以及相应的房企集采需求有着密切关系。

表 7: 东方雨虹近两年季度收入占比

东方雨虹	Q1	Q2	Q3	Q4
2017	15%	27%	26%	32%
2018	14%	26%	26%	34%

资料来源：wind、天风证券研究所

表 8：科顺股份近两年季度收入占比

科顺股份	Q1	Q2	Q3	Q4
2017	14%	28%	27%	31%
2018	13%	28%	25%	35%

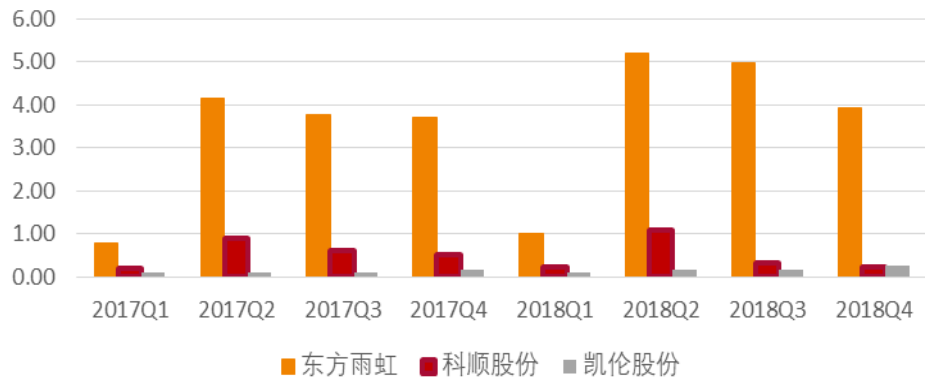
资料来源：wind、天风证券研究所

表 9：凯伦股份近两年季度收入占比

凯伦股份	Q1	Q2	Q3	Q4
2017	17%	27%	25%	31%
2018	15%	25%	27%	33%

资料来源：wind、天风证券研究所

图 31：三家防水上市公司 17、18 年分季度归母净利润（亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

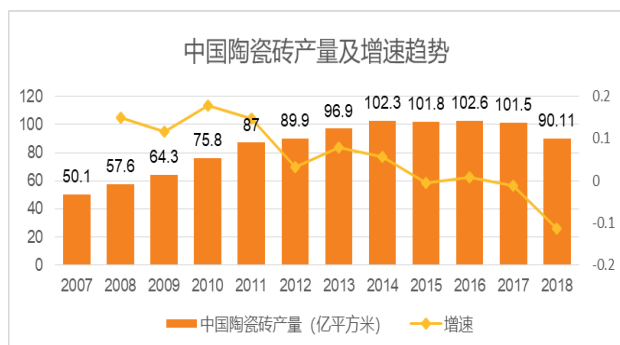
从上述图表中我们可以看出，防水企业一季度收入占全年比重相对较低，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份 17、18 年一季度收入占比在 13%-17% 的区间，明显低于 25% 的理论平均水平。

并且从公司实际经营情况来看，防水企业一季度整体为需求淡季，受到春节和施工气候影响，需求通常会在企稳回暖、开工复苏的二季度开始稳步爬坡，然后再四季度进入行业的全面旺季，因而对于防水企业盈利来说，一季度本身即为收入较少，费用支出相对固定的时期，因而一季度盈利对于全年盈利影响相对更弱，疫情如果未出现进一步的不利影响，对防水行业的需求影响整体可控，并且需求有望后续得到回补。

4.2. 建筑陶瓷：需求递延，关注复工

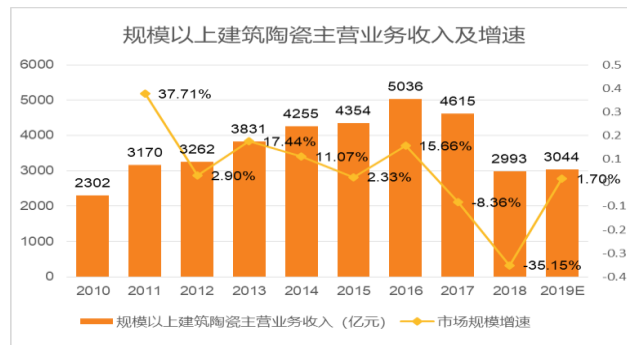
中国是建筑陶瓷生产大国，但产业集中度较低，建筑陶瓷整体呈现“大市场，小企业”的竞争格局，竞争激烈。

图 32：中国陶瓷产量



资料来源：陶瓷信息，天风证券研究所

图 33：规模以上建陶企业主营业务收入



资料来源：陶瓷信息，天风证券研究所

此次疫情的爆发和强力管控时期主要处于春节期间，直接影响到了各地的复工时间。通常陶瓷企业在正月初十以后陆续开工，受疫情影响，今年陶瓷企业大多在 2 月 10 号开始复工，比往年推迟 7 到 10 天。瓷砖行业属于劳动密集型，很多企业用工外来人口较多，疫情影响一线工人回到工厂进而对开工造成影响。

表 10：陶瓷企业开工时间

企业名称	开工时间
新明珠	2 月 10 日
马可波罗	2 月 10 日
宏宇	2 月 14 日
鹰牌集团	2 月 19 日
蒙娜丽莎	2 月 10 日
东鹏	2 月 10 日
金意陶	2 月 10 日
依诺	2 月 23 日
帝欧家居	2 月 10 日

资料来源：陶瓷信息网，天风证券研究所

经销商是连接工厂跟消费者的桥梁，作为陶瓷行业的惯例，每年年初都要准备厂家的首付款，很多经销商用银行贷款来打款进货，受疫情影响这批货如果长期压在仓库，不仅产生不了利润，还要支付高额的利息，有些经销商的运营就会举步维艰。每年正月十五以后瓷砖市场逐步进入旺季，目前无论是零售市场、所有的建材卖场的开工、营业时间也是一推再推。我们近期了解大的房地产公司的精装房项目也在年后延期，众多业主的装修计划都会推后，预计 2020Q1 的瓷砖供需均将受到影响。

表 11：陶瓷上市公司季度收入占比

	2018 年 Q1 收入占比	2018 年 Q2 收入占比	2018 年 Q1 净利润占比	2018 年 Q2 净利润占比
蒙娜丽莎	16.76%	27.25%	12.80%	23.99%
帝欧家居	17.56%	26.98%	11.57%	19.73%

资料来源：WIND,天风证券研究所

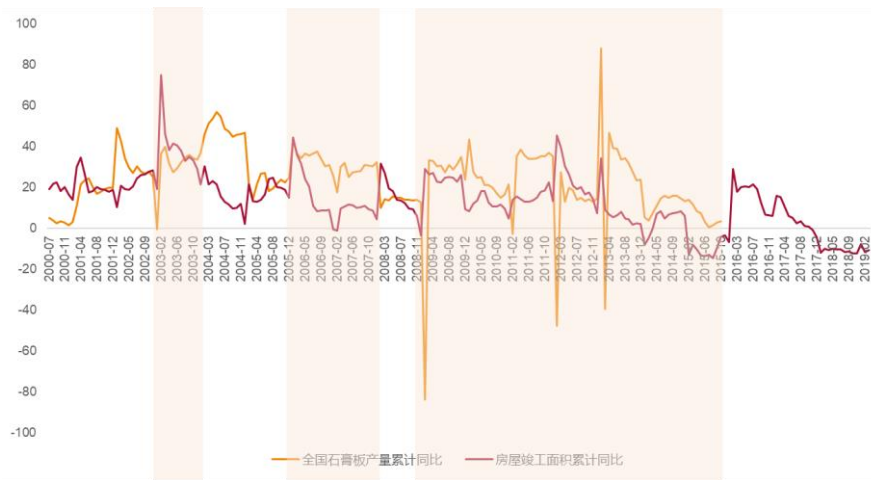
经销商是连接工厂跟消费者的桥梁，作为陶瓷行业的惯例，每年年初都要准备厂家的首付款，很多经销商用银行贷款来打款进货，受疫情影响这批货如果长期压在仓库，不仅产生不了利润，还要支付高额的利息，有些经销商的运营就会举步维艰。每年正月十五以后瓷砖市场逐步进入旺季，目前无论是零售市场、所有的建材卖场的开工、营业时间也是一推再推。

再推。我们近期了解大的房地产公司的精装房项目也在年后延期，众多业主的装修计划都会推后，预计 2020Q1 的瓷砖供需均将受到影响。

4.3. 石膏板：需求递延，关注地产竣工

石膏板作为装修材料，主要用于公用及家用吊顶、隔墙，装修属于地产后周期，一般遵循拿地-开工-预售-竣工-装修的产业顺序，因此地产竣工情况对石膏板需求影响较大。此次新冠疫情直接影响到了各地的复工时间，尤其是房地产行业的复工要晚于工业企业，以河南郑州为例：本地员工为主、本地产业链完整的工业企业 2 月 10 号复工，其他工业企业复工不晚于 2 月 24 号，安置房等建设工程 3 月 6 号复工，房地产等建设工程 3 月 16 号复工，复工的延迟将影响石膏板的需求。

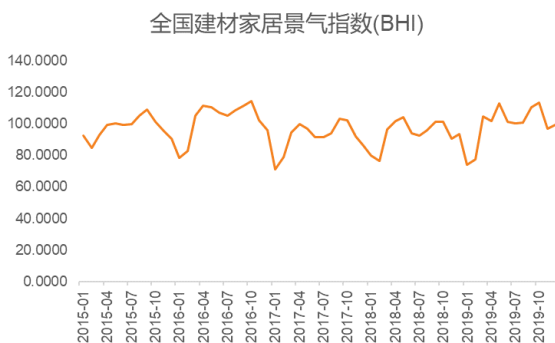
图 34：石膏板产量累计增速与房屋竣工面积累计增速对比 (%)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

虽然我们预计 2020Q1 的石膏板需求均将受到影响，但是从全年的角度看，影响不大。一是疫情爆发时间与石膏板淡季重合；对于石膏板行业而言 1 季度都是淡季，冲淡了疫情的影响，以上市公司北新建材为例，2018 年 Q1 收入占比 19.82%，净利润占比 19.86%，占比均小于季度均值；二是石膏板行业格局好，市场集中度高，北新建材作为行业龙头，市占率将近 60%，在 2008、2015、2018 年房屋竣工面积增速为负情况下，北新建材三年净利润平均增速为 1.8%；三是若疫情得到有效控制，则预计自 Q2 开始的赶工潮将拉动地产投资数据和竣工数据逐步好转，从而带动石膏板需求增长。

图 35：全国建材家居景气指数(BHI)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：房屋竣工面积:累计同比

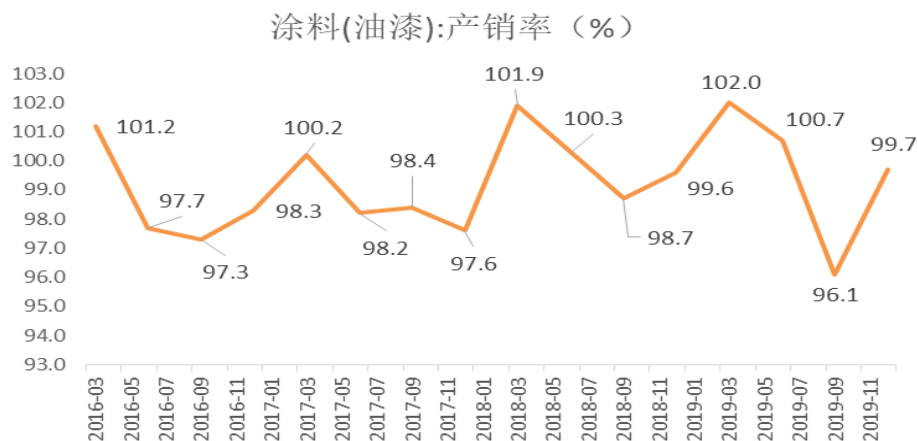


资料来源：wind，天风证券研究所

4.4. 建筑涂料：需求递延，影响有限

建筑涂料下游较为集中，与地产竣工关系密切，短期工地复工将会推迟，行业需求将会递延。从企业生产经营角度来看，损失较小，涂料企业生产弹性大，一般都是以销定产，在需求来临时可以从 8 小时工作的单班制增加至 24 小时的三班制；需求较弱时，可以及时减少产能，甚至关停产能。wind 数据显示 2016-2019 年涂料行业的产销率分别为 98.3%、97.6%、99.6%、99.7%，基本接近 100%，说明行业的供需基本平衡，生产弹性很大，厂家库存很少，因此不太会出现产能浪费的情况。从产品来看，零售端产品基本是罐装密封的涂料，涂料生产主要以物理搅拌为主，化学稳定性高、保质期长，一般不开封保质期在 5 年以上，即使短期零售需求不旺盛，也不会造成库存商品因保质期等问题等受损；工程端涂料以销定产，主要看下游何时复工。原材料方面同样保质期较长，在密封完整不受潮的情况下，主要原材料比如钛白粉、树脂等都在一年以上。

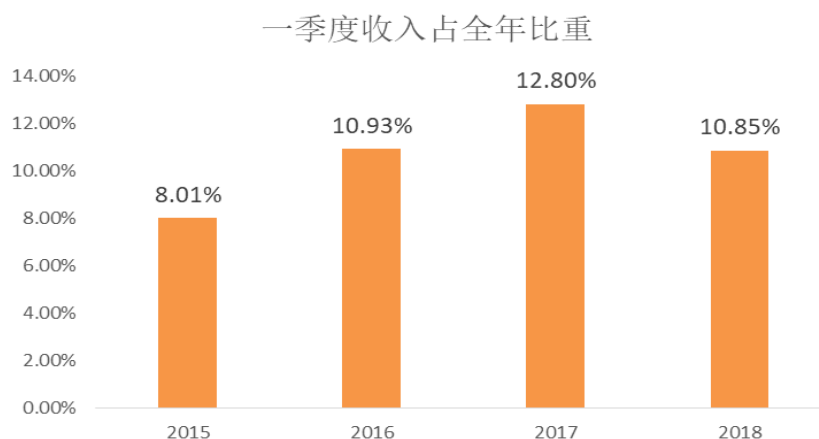
图 37：涂料行业产销率



资料来源：wind，天风证券研究所

建筑涂料在一季度是传统的淡季，建筑涂料主要看下游地产项目的开工，一季度地产项目普遍刚刚开始，且建筑涂料是建筑实施竣工的最后环节，因此传统一季度需求本身较弱，大部分需求在二三四季度，尤其是传统交房旺季“金九银十”的三四季度。

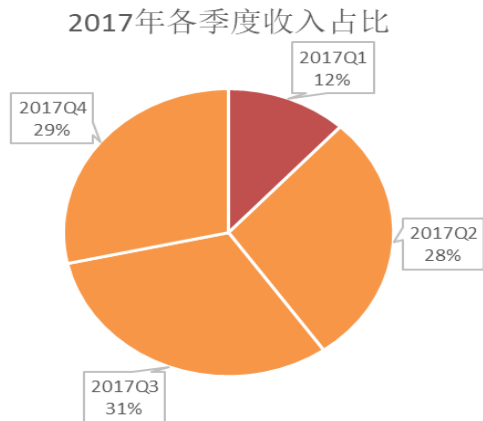
图 38：三棵树一季度收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

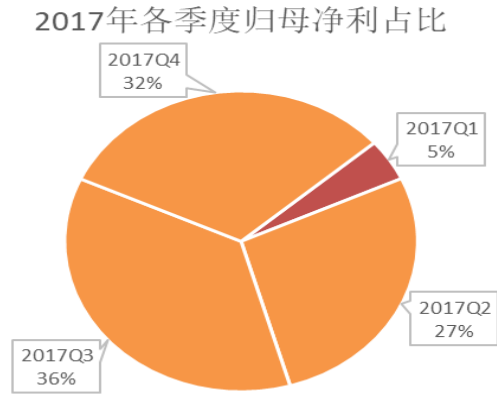
参考上市公司业绩来看，建筑涂料企业一季度无论是收入还是归母净利占全年的比重都很低，行业龙头三棵树 2015-2018 年一季度收入占全年的比重在 8%-13% 之间，而近 5 年一季度的归母净利都为负值；工程涂料龙头亚士创能 2017 年一季度收入占比为 12%，而归母净利仅占全年的 5%，18、19 年的一季度归母净利也都为负值，主要业绩来自其他三个季度。

图 39：亚士创能各季度收入占比



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 40：亚士创能各季度归母净利占比



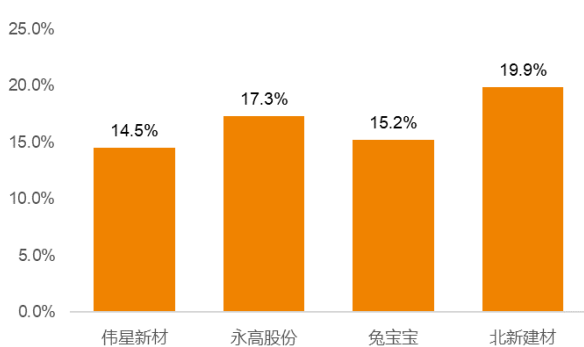
资料来源：wind，天风证券研究所

综合来看，此次疫情主要影响企业一季度的经营，而建筑涂料企业的一季度是传统淡季，收入利润占比低，且大部分业绩主要集中在 1 月春节前赶工时产生的，因此疫情对建筑涂料的影响有限，主要是递延了需求。我们对涂料行业的长期逻辑保持不变，一方面行业需求稳定增长，短期看 2020 年是竣工大年，竣工数据回升利好行业需求，长期看我国存量翻新需求不容小觑，当前我国涂料消费仍以首次涂刷为主，国外则是以重涂为主，我国既有建筑面积大，叠加近期政府鼓励老旧小区改造，涂料的二次涂刷市场有望打开；另一方面，行业格局逐步改善，集中度继续提升，环保趋严淘汰落后小企业，龙头加快产能布局形成规模效应、加强与下游地产合作，享受 B 端集采带来的高增长。长期看好建筑涂料行业集中度，龙头企业有望保持高增长。

4.5. 管材：需求递延，长期集中度提升加速

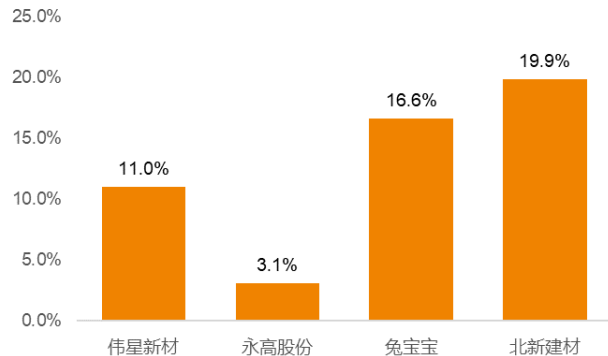
一季度是家装类建材淡季，上市管材企业 Q1 无论是收入还是利润，全年占比都较小。疫情好转正常复工后，需求有望在后续几个季度回补。例如 2018 年一季度收入全年占比，伟星新材（14.5%），永高股份（17.3%）；2018 年一季度归母净利全年占比，伟星新材（11%），永高股份（3.1%）。

图 41：2018 年家装类上市公司一季度收入全年占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 42：2018 年家装类上市公司一季度归母净利全年占比



资料来源：wind，天风证券研究所

我们整理到 A 股与港股管材企业所在地的复工要求。伟星新材与永高股份同属于台州市，并在本地配备工厂，台州市颁发文件要求，全市企业原则上不得早于 2 月 17 日 24 时前复工 2 月 17 日；中国联塑总部在佛山，复工时间推迟至 3 月 1 日。考虑到管材生产企业春节返工时间比一般制造业更晚，生产时间适当延迟尚可接受。

管材下游需求通常分为 B 端、C 端，不同的渠道结构，“疫情”影响也不同，相对而言，B

端偏多或者渠道经销为主的企业，影响相对较小。

下游是 B 端集采企业，一般采用订单制，批量采购为主，发货节奏受到下游企业复工情况以及物流运输的制约，可以电询或签订意向合同；

下游以经销商为主，主要看经营活动复苏以及经销商的下游，分销商或者零售客户的复苏情况，一般随着疫情结束人员流动增强而复苏。

下游直接面临 C 端，直营市场模式不多见，但是与第二类情况相似，最终完全复苏取决于疫情结束、业主生产活动恢复正常。

短期企业可以聚焦控费与线上营销，尽管面临行业竞争加剧，但是无形中加快集中度提升。管材行业集中度依然偏低，龙头与大量落后产能并存。行业集中度提升逻辑近几年在建材行业屡见不鲜，环保管控严格，不达标落后产能退出，以及采购方式的变化为全行业带来挑战，例如与地产商合作集采、和家装企业合作供应链，材料企业话语权有限，难免价格让利或面临较长应收账款，资金实力偏弱的中小企业难以为继，以及批量采购对保供能力、品牌认知度有一定要求，同样加速行业去产能。

目前行业仍存在 3000 家以上企业，1 万吨以上规模大约 300 家，20 家以上年生产能力超过 10 万吨。**仍然有 90% 左右属于中小规模企业，在行业采购模式变化、环保管控趋严的背景下，我们看好行业集中度继续提升。**而资金已经偏紧的市场背景下（去杠杆融资环境弱叠加 B 端模式应收回款不及零售），资金相对宽松的企业通过自有资金或者资本市场融资方式扩大产能，是顺势而为，加速提升份额，例如永高股份发行可转债融资扩产。

下游房企集中度提升也是影响管材行业的重要原因。“房住不炒”背景下地产调控政策继续施压，加快开工、加快预售、加速回笼资金贯穿全年。截止 2019 年 11 月末，已有 27 家房企销售规模过千亿，6 年前千亿房企仅 7 家。行业集中度提升是大势所趋，依据 2019 年的表现，小型房企容易出现资金链问题，全年至少 13 家房地产行业债券违约，涉及发行主体颐和地产、国购投资和华业资本均为小型房企。同时小企业拿地难，而前 11 月 50 强房企拿地支出突破 2 万亿，同比增长 17%，创历史新高。**龙头规模提升，集采量同理扩大，对保供、质量要求更严，同时话语权增强，对价格、账期的要求也会提高，材料端无力抗衡的中小企业可能面临淘汰。**

整体看来，管材行业一季度是淡季，短期企业加强营销，培育行业变化时的获客能力；此外，行业竞争加剧，集中度有望提升。竣工与装修节奏可能暂时受到影响，但是需求只是递延并非消失。

5. 投资建议

疫情对建材各个细分行业影响总结如下：

水泥行业——需求递延，全年影响有限

总体来看，此次疫情对水泥行业影响有限。对比其他大宗商品，由于水泥产能具有弹性且库存较小的特性，疫情对水泥行业影响应该在大宗商品里面影响较小。从需求端来说，只会递延不会缺席，供给端短期部分生产线面临库满停产的压力但总体影响不大，甚至因为赶工或者可能的刺激政策，需求反弹力度不排除会超预期，静待旺季量价齐升。而供给端的作用不容忽视，但在短暂的时间和空间内，更多是处于平滑波动的考虑，行业的共识或体现在：库满停窑，以及需求没有启动前价格不做大幅调整。

玻璃行业——需求递延，刚性供给，密切关注短期库存变化

玻璃行业是刚性生产，即全年不间断生产，因此在疫情期间也是持续生产。综合来看，疫情对玻璃行业会产生一些短期影响，主要体现在以下几点：（1）地产开工需求递延，供给增加，短期玻璃价格可能承压；（2）玻璃运输受阻，玻璃企业在不停产的情况下库存有压

力；(3) 部分地区原材料运输受阻，玻璃投料减少导致部分供给收缩。我们预计受疫情影响短期会出现供需两弱的情况，库存有所提高，玻璃价格短期继续回调；如果疫情逐步缓解，需求恢复，有望重回涨势。

玻璃纤维——需求递延，部分或将受损

玻璃纤维行业整体对应较多行业下游的细分行业，包括建筑领域、汽车领域、风电领域、电子领域等，整体需求释放同建筑业、制造业的需求释放相关度较强。受疫情影响，下游制造业、建筑业开工相应推迟，则会对玻纤需求产生递延，并且有部分需求可能会受损。中国玻纤制品约 40%用于出口，出口依赖度相对较高，主要出口地区贸易保护措施对中国玻纤企业的对外贸易会产生一定影响，伴随着疫情影响的持续，不排除部分国家会对中国玻纤产品进行隐形或显性的贸易限制，从而影响国内玻纤企业的出口业务。

消费建材——需求释放预计有所延后

消费建材行业需求主要受到房地产、基建等行业需求释放的影响。对于大多数细分行业来说，受到春节及施工气候条件的影响，历年一季度整体均为需求淡季，行业内对应公司一季度营业收入占比基本为最低，盈利情况也整体偏弱，一季度还有可能出现亏损的情况。我们认为如果疫情影响可控，则成长建材行业的需求整体将会延后而不会缺席，对于开工端及投资端的细分行业，其需求有望在稳经济政策及后续的赶工需求中得到回补；对于施工、竣工端的细分行业，其需求也有望在房地产施工、竣工边际向好的大趋势下得以恢复。

综合对各板块的影响分析，我们认为疫情会对建材行业的产生需求递延的影响，需求不会缺席，从细分行业来看，水泥行业潜在盈利弹性更大，需求递延，同时还存在潜在的稳经济措施带来的增量需求，从而带来量价弹性；玻璃行业、消费建材行业整体需求递延，伴随着地产链条施工的恢复需求有望后期回补；玻璃纤维行业国内需求递延，海外需求阶段性受损。**我们重点推荐优质水泥标的海螺水泥，建议关注弹性品种祁连山、冀东水泥、上峰水泥、福建水泥；建议关注优质建材标的东方雨虹、北新建材、帝欧家居&蒙娜丽莎、三棵树、伟星新材、旗滨集团、中国巨石、中材科技。**

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