

行业研究/行业月报

2021年01月21日

行业评级:

建筑与工程 增持 (维持)
建材 中性 (维持)

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

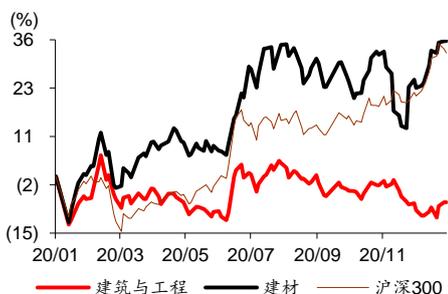
张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 zhangyilu@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022
联系人 linxiaolong@htsc.com

相关研究

- 1 《建材：基建集采渐发力，静待新领域花开》
2021.01
- 2 《建材/有色金属：周期行业数据周报（第二周）》
2021.01
- 3 《建材：玻纤产能有望进入有序扩张新阶段》
2021.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

高需求低库存，继续首推工业新材料

建筑建材行业月报 202101

12月制造业投资延续回升，继续推荐玻纤、光伏玻璃及钢结构

2020年1-12月基建投资累计同比增长0.9%，房地产开发投资增长7.0%，较1-11月增速分别-0.1/+0.2pct；制造业投资同比下降2.2%，降幅较1-11月收窄1.3pct，需求总量呈现基建平缓、地产韧性、制造业回升的格局，玻纤、光伏玻璃及建筑钢结构等工业材料有望维持高景气。12月商品房销售面积同比增长11.5%，连续第三个月保持两位数增速；房屋新开工面积同比增长6.3%，增速继续加快，三道红线加快地产企业开工周转和销售回款；2020年房地产集中度及精装修渗透率延续提升，有利于消费建材企业维持较好出货，重点推荐北新建材、中国巨石、长海股份、旗滨集团。

建筑：基本面稳健估值新低，等待一个催化

建筑业总产值与建筑业收入增长趋势基本一致，2020年建筑业总产值累计同比增长6.2%，较1-9月加快2.8pct，我们预计20年建筑业总收入同比增速在15%左右，板块ROE在9%左右，与2019年的15.6%、9.2%相当。20Q4建筑龙头新签订单同比保持两位数较快增长，叠加板块杠杆率趋稳、周转率提升，我们看好21年板块ROE回升。建筑PE(TTM)和PB(LF)在21年1月11日均创历史新低，我们认为已充分反映下游投资及行业商业模式悲观预期，建筑基本面稳健和ROE回升或助力板块估值提升。量化周期显示建筑指数21年或筑底回升，近期港股建筑有所表现。

建材：电子纱/石膏板开启涨价，光伏玻璃扩产加速

12月无碱粗纱、光伏玻璃价格平稳运行，浮法玻璃、电子纱环比涨价明显，水泥小幅回落。受护面纸价格上涨推动，1月石膏板开启提价。产量方面，12月平板玻璃/水泥产量8378万重箱/2.13亿吨，同比增长2.4%/6.3%，较11月增速回落5.0/1.4pct，受疫情及冷冬等因素影响回调但总体保持增长，且行业同比保持偏低库存运行，显示下游需求无虞。12月水泥玻璃和玻纤公布产能置换办法或规划，我们预计“十四五”期间建材行业供需总体保持偏紧运行，关注光伏玻璃行业大量扩产节奏的影响。

展望：行业低库位，有望支撑21Q1淡季价格平稳过渡

截至上周五，全国水泥出货率环比-1.6pct至59%，除华东出货率上行外，其他地区普降，水泥和浮法玻璃价格环比小幅回调。本周以来混凝土搅拌站运转率22.76%，环比上周小幅下降0.65pct，淡季需求小幅回落。上周全国熟料/水泥库容比环比分别+1.7pct/持平，玻璃库存环比/同比+305/-897万重箱，行业处于低库存，有利于平稳度过需求淡季。12月建材社零同比增长12.9%，为最近三年单月同比最好增速。我们预计21Q1出口及制造业产业链、消费等将延续高景气，电子纱及石膏板等有望继续受益。

风险提示：原材料涨价超预期，下游需求不及预期。

重点推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | 目标价(元) | EPS(元) | | | | P/E(倍) | | | |
|-----------|------|--------|------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 000786 CH | 北新建材 | 51.39 | 买入 | 68.10 | 0.26 | 1.67 | 2.27 | 2.85 | 197.65 | 30.77 | 22.64 | 18.03 |
| 600176 CH | 中国巨石 | 23.37 | 买入 | 24.38 | 0.61 | 0.63 | 1.06 | 1.26 | 38.31 | 37.10 | 22.05 | 18.55 |
| 300196 CH | 长海股份 | 17.18 | 买入 | 20.20 | 0.71 | 0.76 | 1.01 | 1.32 | 24.20 | 22.61 | 17.01 | 13.02 |
| 601636 CH | 旗滨集团 | 12.19 | 买入 | 14.62 | 0.50 | 0.73 | 0.86 | 0.98 | 24.38 | 16.70 | 14.17 | 12.44 |

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 建筑行业：估值底部，等待催化 | 4 |
| 基本面：订单加速盈利稳健，看好板块 ROE 回升 | 4 |
| 估值周期：创历史新低，H 股率先修复 | 7 |
| 量化周期：震荡筑底，春播等待秋收 | 8 |
| 建材行业：景气高企，结构转变 | 10 |
| 玻纤玻璃：电子纱大幅提价，光伏玻璃扩产加速 | 10 |
| 消费建材：地产彰显韧性，B 端逐渐修复 | 12 |
| 水泥：价格小幅回落，产量维持较快增长 | 14 |
| 近期重点推荐公司 | 16 |
| 北新建材（000786 CH，买入，目标价：68.10 元） | 16 |
| 中国巨石（601636 CH，买入，目标价：24.38 元） | 16 |
| 长海股份（300196 CH，买入，目标价：20.20 元） | 16 |
| 旗滨集团（601636 CH，买入，目标价：14.62 元） | 16 |
| 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|----------------------------------------------------------|---|
| 图表 1：建筑板块营业收入同比增速 | 4 |
| 图表 2：建筑板块归母净利润同比增速 | 4 |
| 图表 3：建筑业总收入与建筑业总产值累计同比增速 | 4 |
| 图表 4：主要建筑公司新签订单累计同比增速（%） | 5 |
| 图表 5：SW 建筑板块 ROE（TTM）变动 | 5 |
| 图表 6：建筑一级及二级细分行业资产负债率 | 5 |
| 图表 7：14Q1-20Q4 GDP 当季同比增速 | 6 |
| 图表 8：宏观景气一致指数、CPI 与 VAI 同比 | 6 |
| 图表 9：基建与地产投资累计同比 | 6 |
| 图表 10：基建地产投资与工业企业库存周期 | 6 |
| 图表 11：全国铁路投资累计同比及单月同比增速 | 6 |
| 图表 12：全国公路水路交通投资累计同比增速 | 6 |
| 图表 13：M2 同比增速移动平均走势 | 7 |
| 图表 14：基建投资与委托信托贷款 | 7 |
| 图表 15：1995.1.1-2021.1.20 建筑 PE 与 PB 估值 | 7 |
| 图表 16：2018.1.1-2021.1.20 建筑 PE（PB）/沪深 300 PE（PB）比值 | 7 |
| 图表 17：2005.2-2020.12 建筑下游基建地产投资同比增速与板块 PE 估值 | 8 |
| 图表 18：部分 A/H 建筑股溢价率恢复至 2014 年末水平 | 8 |
| 图表 19：建筑指数及同比序列变化 | 9 |
| 图表 20：建筑指数序列不同周期频谱 | 9 |
| 图表 21：建筑指数同比序列以及拟合曲线 | 9 |

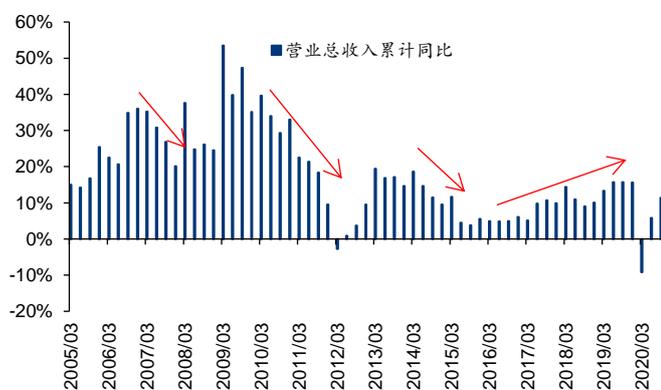
| | |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图表 22: 2400tex 缠绕直接纱价格走势 | 10 |
| 图表 23: 2400texSMC 合股纱价格走势 | 10 |
| 图表 24: 2400tex 喷射合股纱价格走势 | 10 |
| 图表 25: G75 (单股) 玻璃纤维电子纱价格走势 | 10 |
| 图表 26: 主要光伏玻璃企业 3.2mm 镀膜玻璃均价走势 (元/m ²) | 11 |
| 图表 27: 3.2mm 和 2.0mm 光伏镀膜玻璃均价走势 (元/m ²) | 11 |
| 图表 28: 国内光伏压延玻璃在产产能及同比增速 | 11 |
| 图表 29: 2011-2021 年全国 5mm 白玻价格月度走势 | 12 |
| 图表 30: 2012-2021 年 5mm 白玻价格年度走势 | 12 |
| 图表 31: 全国平板玻璃当月产量及同比增速 | 12 |
| 图表 32: 全国土地购置及房地产开发投资同比 | 13 |
| 图表 33: 全国商品房销售及房屋新开工、竣工面积同比 | 13 |
| 图表 34: 地产集中度快速提升 (销售金额占比) | 13 |
| 图表 35: 地产集中度快速提升 (销售面积占比) | 13 |
| 图表 36: 2017-2020 年中国全装修商品住宅新开盘情况 | 14 |
| 图表 37: 限额以上建材建材批发零售额同比增速 | 14 |
| 图表 38: 2012-2021 年高标水泥价格月度走势 | 14 |
| 图表 39: 全国水泥当月产量及同比增速 | 14 |
| 图表 40: 2018-2021 年全国水泥月度出货率 | 14 |
| 图表 41: 混凝土搅拌站运转率与水泥股价指数 | 14 |
| 图表 42: 2020 年 1-12 月及 2020 年 1-11 月分省水泥产量及同比增速 | 15 |
| 图表 43: 重点推荐公司估值表 | 16 |

建筑行业：估值底部，等待催化

基本面：订单加速盈利稳健，看好板块 ROE 回升

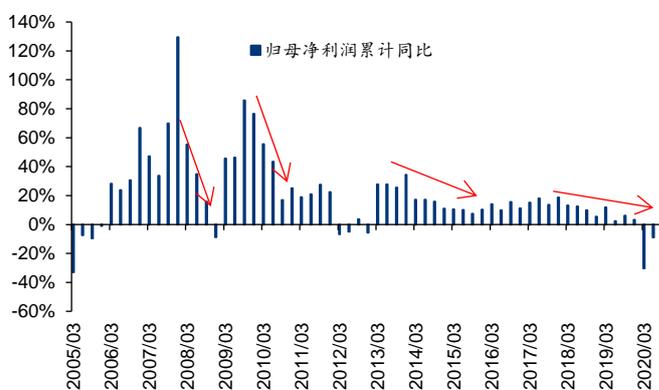
收入有望维持较快增长，归母净利波动减弱。我们统计了 2005 年以来 SW 建筑板块营业收入及归母净利润同比增速，期间建筑业经营呈现比较明显的周期波动，我们认为原因主要与国内固定资产投资周期有关。2016-2019 年，在国内 PPP 快速发展的推动下，建筑营业收入同比呈现较快的趋势性回升，但同期归母净利润同比增速却在 2017 年高点后逐年放缓，我们认为主要是受 2018 年宏观去杠杆等因素影响，表现为财务费用率和减值损失上升、少数股东损益增加等。但整体看，2014 年以来建筑行业归母净利润同比增速波动幅度已大幅减弱。2020 年在疫情影响下，1-9 月建筑行业收入累计同比增长 11.4%，归母净利润同比略降 0.5%，20Q2 和 20Q3 收入同比增长 17.5%、22.0%，归母净利润同比增长 7.4%、16.1%。根据国家统计局，20Q2-20Q4 全国建筑业新签订单同比分别增长 21%/16%/19%，因此我们预计 20Q4 建筑板块收入和归母净利仍将延续两位数增长；21Q1 考虑基数因素，同比增速预计加快。

图表1：建筑板块营业收入同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

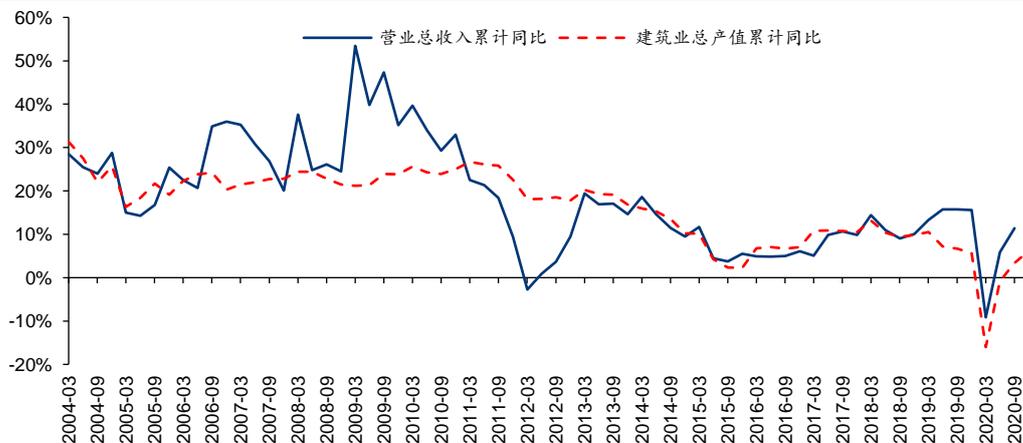
图表2：建筑板块归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从建筑业总收入与总产值关系判断，2004 年以来，建筑业总产值与建筑业总收入二者增长趋势基本一致。根据国家统计局数据，2020 年全国建筑业总产值累计同比增长 6.2%，较 1-9 月增速 3.4% 加快 2.8pct，而 2020 年前三季度建筑业收入同比增长 11.4%，我们预测全年同比增速在 15% 左右，较 1-9 月增速继续加快，较 2019 年增速 15.6% 略低。

图表3：建筑业总收入与建筑业总产值累计同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

从新签订单角度看，2021 年 1 月最新公布 2020 年全年经营数据的中国建筑、中国电建、中国核建、上海建工 20 年新签订单同比增速较 1-9 月增速有所加快，葛洲坝持平，中国中铁和中国中冶小幅回落。总体而言，建筑头部企业 2020 年新签订单保持较快增长。

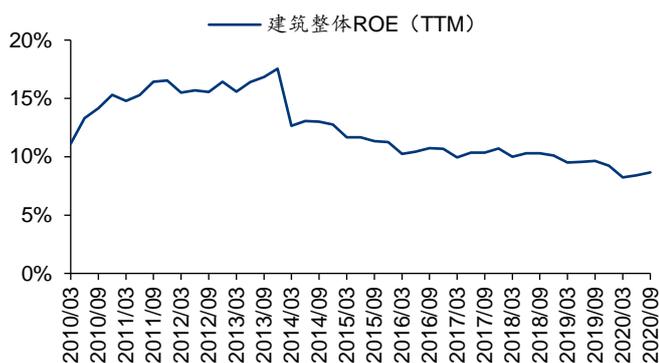
图表4： 主要建筑公司新签订单累计同比增速 (%)

| | 中国建筑 | 中国铁建 | 中国中铁 | 中国交建 | 中国中冶 | 中国电建 | 中国化学 | 葛洲坝 | 中国核建 | 上海建工 | 隧道股份 | 四川路桥 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 17Q1 | 24 | 46 | 36 | 40 | 12 | 19 | 92 | 43 | (21) | 16 | (47) | 32 |
| 17H1 | 34 | 47 | 34 | 52 | 22 | 40 | 77 | 16 | 15 | 31 | 2 | 153 |
| 17Q1-3 | 33 | 25 | 24 | 31 | 26 | 27 | 56 | 25 | 16 | 28 | 14 | 238 |
| 17FY | 19 | 24 | 26 | 23 | 20 | 13 | 35 | 6 | 26 | 20 | 28 | 139 |
| 18Q1 | 24 | 7 | 21 | 19 | 37 | 4 | 5 | 16 | 96 | 13 | 11 | 242 |
| 18H1 | 3 | 10 | 13 | (1) | 6 | (5) | 72 | (5) | 33 | 4 | (13) | 108 |
| 18Q1-3 | 4 | 5 | 6 | -6 | 10 | 5 | 80 | (18) | 26 | 10 | 8 | 27 |
| 18FY | 5 | 5 | 9 | (1) | 10 | 12 | 53 | (1) | (1) | 18 | (11) | 60 |
| 19Q1 | 9 | 6 | 0 | 13 | 5 | 16 | 48 | (33) | 17 | 31 | 3 | (64) |
| 19H1 | 3 | 18 | 11 | 16 | 20 | 16 | 12 | 17 | (5) | 20 | (7) | (72) |
| 19Q1-3 | 6 | 25 | 15 | 12 | 19 | 3 | 7 | 15 | 9 | 18 | (9) | (67) |
| 19FY | 7 | 27 | 28 | 8 | 18 | 12 | 57 | 13 | 13 | 19 | (4) | (35) |
| 20Q1 | (4) | 14 | 8 | 12 | (4) | (15) | 20 | (3) | (23) | (36) | 8 | (49) |
| 20H1 | 6 | 22 | 24 | 7 | 22 | 11 | 2 | 4 | 12 | (3) | 15 | 8 |
| 20Q1-3 | 10 | 25 | 24 | 13 | 31 | 30 | 28 | 8 | 6 | 2 | 8 | 38 |
| 20FY | 11 | | 20 | | 29 | 32 | 11 | 8 | 13 | 7 | | (28) |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

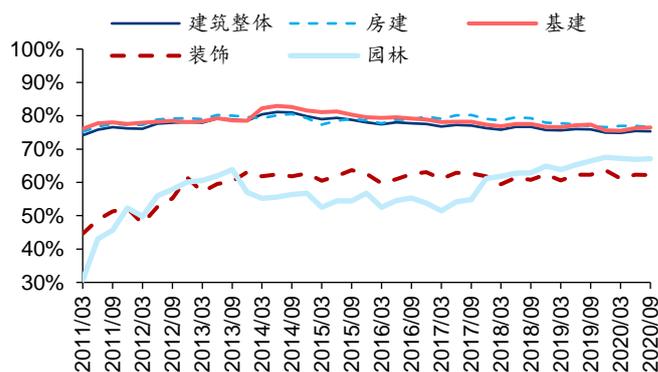
建筑杠杆率趋降，建筑 ROE 有望企稳。建筑 ROE 一直是影响建筑估值的主要因素，我们在 2019 年 10 月 25 日外发的当前时点如何看待建筑之十七报告《估值筑底，布局来年》中，认为 2020 年建筑板块盈利能力提升（市场份额向龙头集中+运营资产占比提升），且近两年总资产周转率有所提速，资产负债率和权益乘数小幅下行，2020 年建筑 ROE 有望开启回升。但在疫情影响下，2020 年前三季度建筑 ROE (TTM) 为 8.7%，低于 2019 年前三季度的 9.6%，较 20H1 的 8.4% 小幅回升，我们预计 2020 年全年 ROE 或在 9% 左右，较 2019 年的 9.2% 略低。2014 年以来，建筑板块资产负债率由 80% 下降至 20Q3 末的 75%，2018 年来园林板块快速提升的负债率也基本得到控制。应收账款及存货“两金”压控落实及杠杆率稳定，有望驱动 21 年建筑业盈利能力和资产周转率提升，继续看好板块 ROE 回升。

图表5： SW 建筑板块 ROE (TTM) 变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

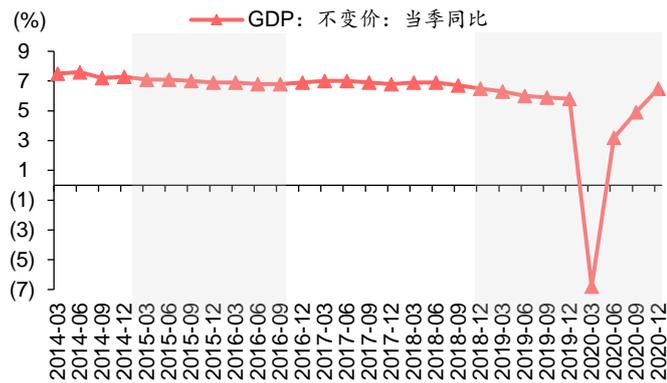
图表6： 建筑一级及二级细分行业资产负债率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

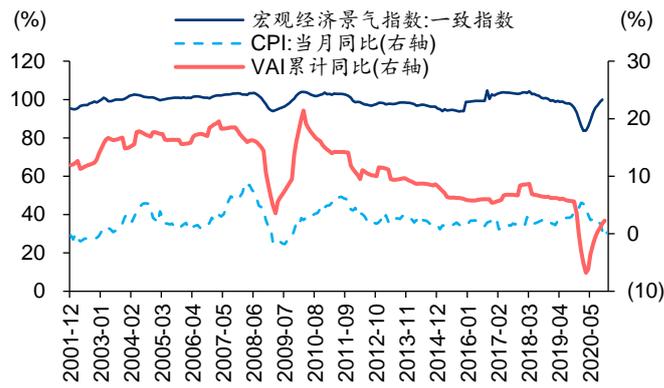
宏观层面，经济快速回升短期抑制逆周期调节力度，基建地产投资回归稳健。2020 年尽管有疫情因素的影响，但逆周期政策与 2008 年以来的历次调节均有所不同，我们认为与经济发展方式的整体转型有关。随着当季 GDP 实际同比增速的快速回升(20Q3 为 4.9%，20Q4 为 6.5%)，宏观经济驱动力从逆周期向顺周期切换，出口和消费快速回升，而基建和地产投资回归疫情前水平后，并未有更大力度的加码政策出台。展望 2021 年，我们预计基建及地产仍以托底为主，预计基建及地产投资仍有望维持稳健，建议淡化宏观因素对建筑行业基本面的影响。

图表7: 14Q1-20Q4 GDP 当季同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

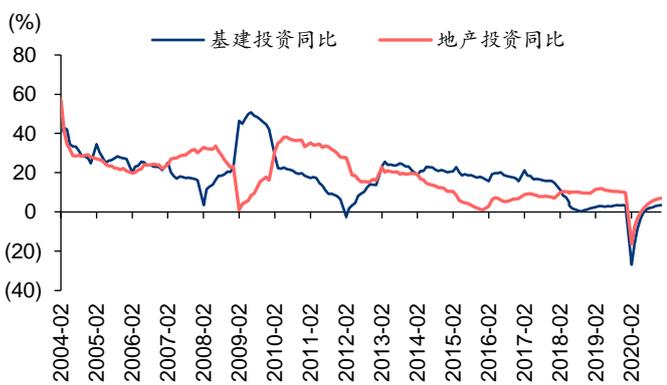
图表8: 宏观景气一致指数、CPI 与 VAI 同比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

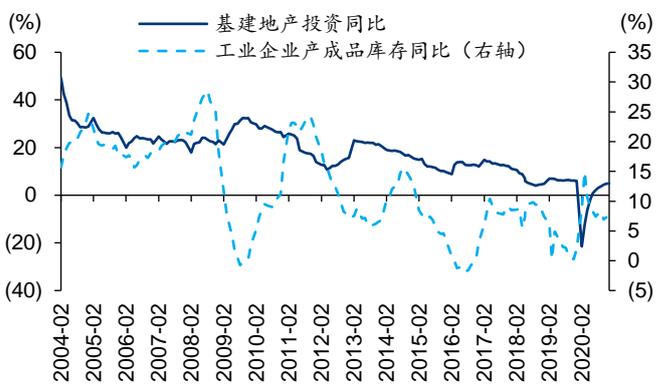
从基建地产投资来看, 2020 年基建投资同比增长 0.9%, 其中 12 月单月同比增长 0.9%, 我们预计与 12 月委托信托贷款规模的大幅缩减有关, 铁路、公路投资同比增速均有所回落, 而 20 年 5-11 月当月同比增速均超过 3%; 如若考虑电力、热力、燃气和水的生产供应业投资, 2020 年广义基建投资同比增长 3.4%, 与 2019 年的 3.3% 相当; 20 年 12 月广义基建投资同比增长 4.2%, 我们维持判断基建投资在稳增长与地方控负债博弈下或将平坦化 (L 型), “十四五”基建投资或复制地产投资在“十三五”期间的平稳走势。2020 年房地产开发投资同比增长 7.0%, 较 2019 年同比增速回落 2.9pct, 但较 20 年 1-11 月同比增速提升 0.2pct, 地产投资呈现强韧性。

图表9: 基建与地产投资累计同比



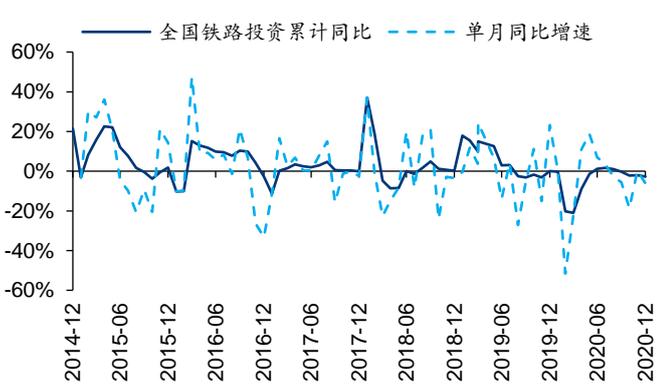
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 基建地产投资与工业企业库存周期



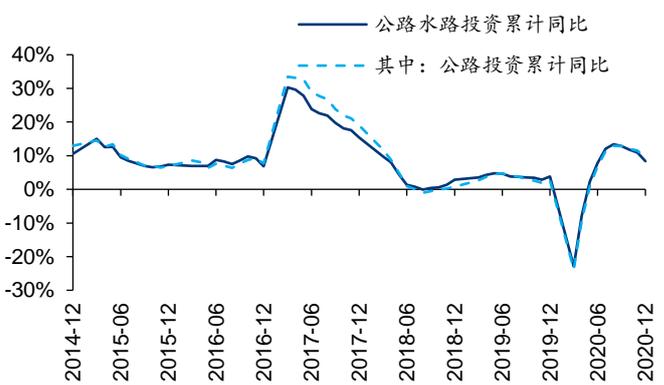
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 全国铁路投资累计同比及单月同比增速



资料来源: 中国铁路总公司, 华泰证券研究所

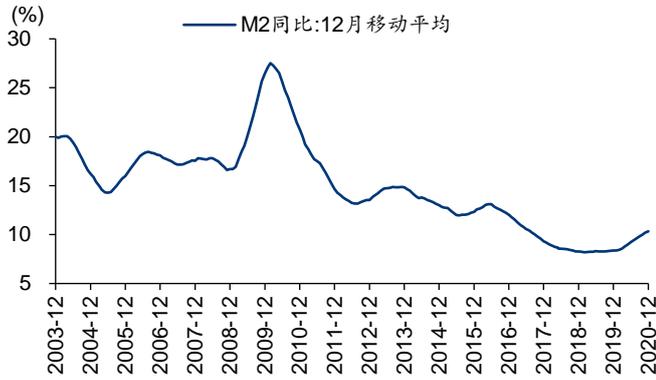
图表12: 全国公路水路交通投资累计同比增速



资料来源: 交通运输部, 华泰证券研究所

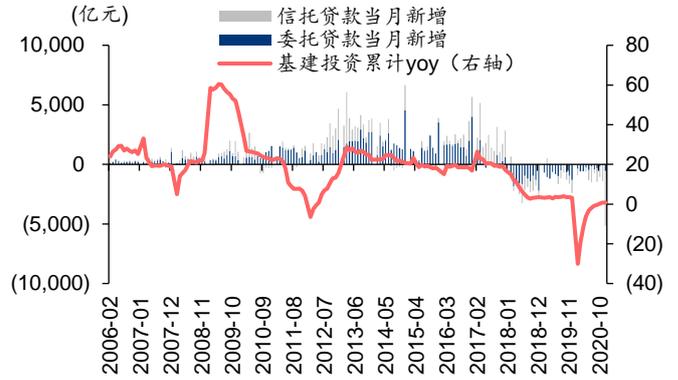
从信用指标看, 2020年12月M2同比增长10.1%, 均低于4-11月单月同比增速, 与2020年3月相当, 但仍然维持两位数同比增长。2018年以来, 宏观去杠杆背景下, 信托委托贷款规模大幅压降, 成为基建投资资金来源重要掣肘, 专项债成为重要资金补充。我们预计“十四五”期间随着资管新规的过渡期逐渐结束, 基建资金来源中的非标资金逐渐规范化, 开前门堵偏门的积极实施, 基建资金来源的入表有利于建筑企业和地方政府规范举债, 推动资产负债表的健康修复。

图表13: M2同比增长移动平均走势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 基建投资与委托信托贷款

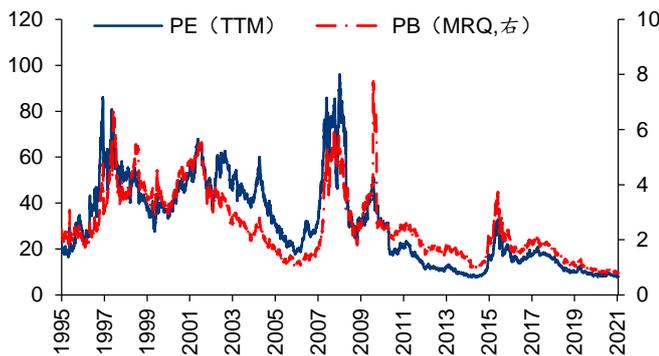


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

估值周期: 创历史新低, H股率先修复

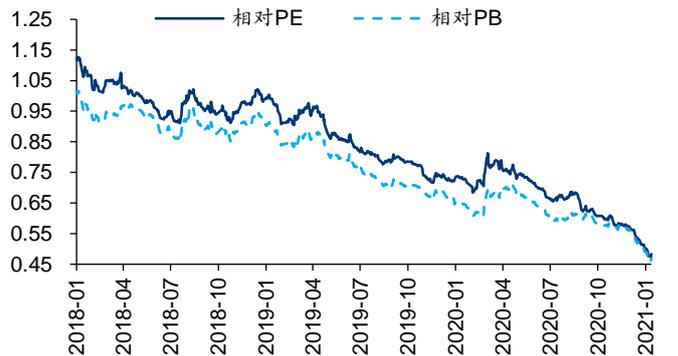
建筑板块估值新低后充分反映板块悲观预期, 盈利稳健有望驱动建筑估值企稳。从绝对估值分位来看, 截至2021年1月20日收盘, SW建筑板块PE (ttm) 为8.04倍, PB (lf) 为0.81倍, 仅高于银行的6.89倍、0.67倍, 为1995年以来1.3%、0.5%的估值分位, 历史最低值2021年1月11日分别为7.76倍、0.78倍。以我们的“建筑PE/沪深300PE”和“建筑PB/沪深300PB”指标来看, 目前建筑相对沪深300的PE (ttm) 比为0.49, PB (lf) 比为0.48。自2018年5月PE比值跌破1以来, 该指标曾于18Q4和20Q1尝试展开修复, 但均未能成功。

图表15: 1995.1.1-2021.1.20 建筑PE与PB估值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

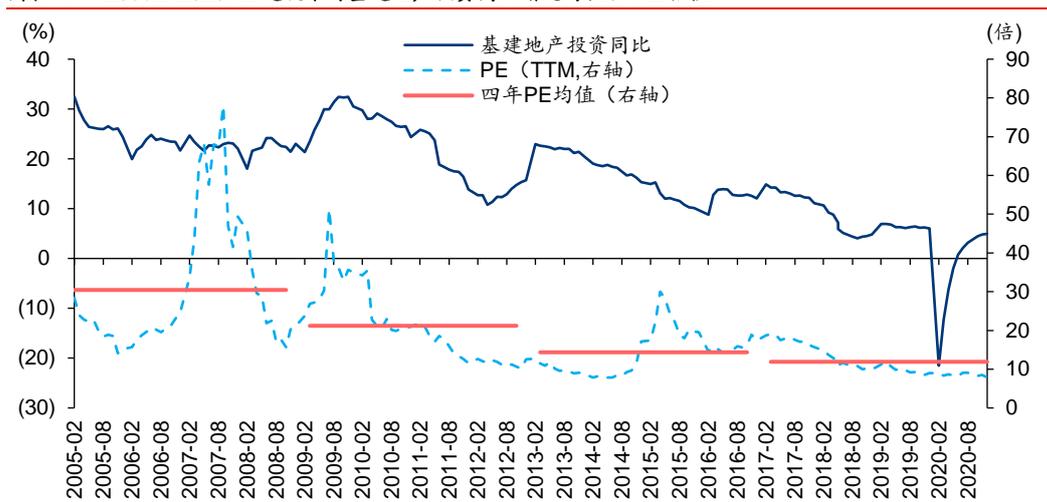
图表16: 2018.1.1-2021.1.20 建筑PE (PB) / 沪深300 PE (PB) 比值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

下游投资的稳健与建筑行业经营趋向弱周期性, 有助于建筑板块估值趋于稳定。基建和房建是建筑工程企业目前最主要的两大业务来源, 2005年以来, (基建+地产) 投资增速总体震荡向下, 建筑板块的估值中枢也不断下移。2005-08年基建地产投资CAGR+17.84%, 对应PE (TTM) 均值为30.45倍; 2009-12年投资CAGR+16.42%, 对应PE均值为21.21倍; 2013-16年投资CAGR+11.31%, 对应PE均值为14.33倍; 2017-2020年投资CAGR+8.36%, 对应PE均值为11.91倍。我们预计“十四五”期间基建投资有望复制地产投资“十三五”L型增长趋势, 建筑估值增速进一步下调的空间或有限。

图表17： 2005.2-2020.12 建筑下游基建地产投资同比增速与板块 PE 估值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

建筑 H 股估值低于 A 股，近期上涨有望开启估值修复。2014 年 11 月沪港通正式开通前，中国铁建、中国中铁、中国交建和中国中冶 H/A 的折价率分别为 89%、92%、82%、61%，这与两个市场不同的流动性和投资者构成等因素有关。而截至 2021 年 1 月 20 日收盘，中国铁建和中国中铁的 H/A 股折价率分别为 53%、59%，小幅高于中国交建的 46%和中国中冶的 47%，相比 A 股仍有折价，但四家 AH 建筑工程公司相比于沪港通开通前的估值差异均有 20%-40%的收窄。2021 年 1 月至今，H 股中国中冶、中国铁建、中国交建、中国中铁分别放量上涨 25%、21%、19%、16%，我们认为当前建筑港股或已率先展开阶段性修复。

图表18： 部分 A/H 建筑股溢价率恢复至 2014 年末水平

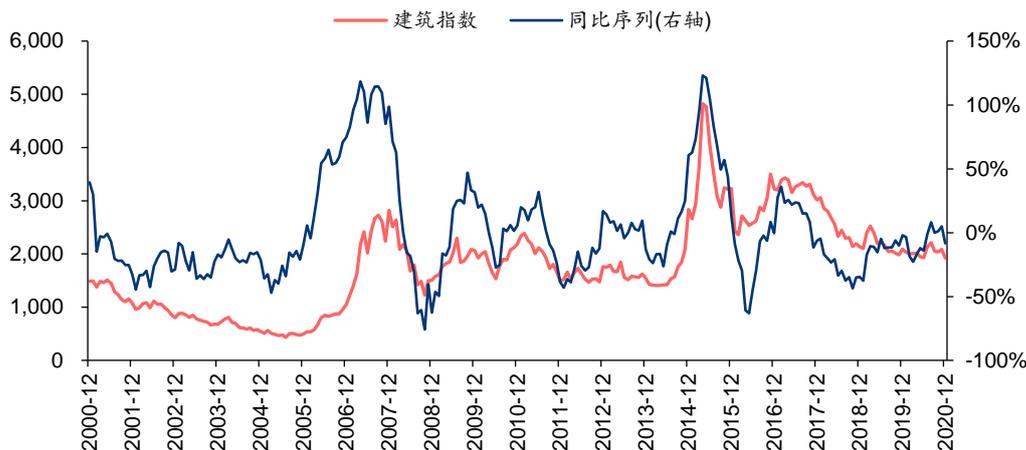


资料来源：Wind，华泰证券研究所

量化周期：震荡筑底，春播等待秋收

我们认为当前建筑指数正处于类似 2013-14H1 的估值筑底阶段。根据我们此前建立的建筑三维度复盘模型（详见 2018 年 7 月 1 日报告《盈虚有时，三重维度复盘建筑轮动》），建筑指数 2020 年 6 月触底后已开启筑底修复，体现为建筑指数同比序列的回升。20 年 7 月以来建筑指数实际也处于震荡，出现类似 2013-14H1 的估值筑底阶段，震荡消化市场对基建地产投资的悲观预期。20 年 12 月末建筑指数收盘（1923.6）略低于 20 年 6 月末数值（1928.2），且板块 PE (TTM) 与 PB (LF) 在 2021 年 1 月 11 日创下历史新低。通过我们的量化周期模型展望，建筑指数同比序列 21 年仍将处于向上修复过程，结合前文对建筑基本面的分析，我们预计建筑指数 21 年有望震荡向上。

图表19： 建筑指数及同比序列变化

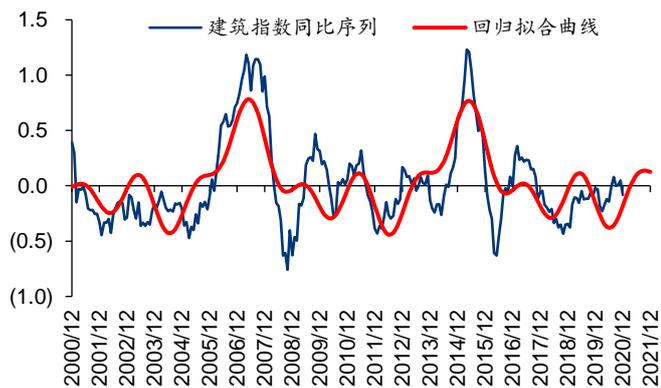


资料来源：Wind，华泰证券研究所

从不同的周期长度来看，当前处于短周期（24月）和长周期（95月）的上行期，中周期（48月）的探底区间，今年2-6月建筑指数同比序列将迎来难得的三周期向上共振。根据20年12月收盘指数序列，我们更新了A股建筑指数三个驱动周期的不同位置。类似2006年和2014年，只有当三周期均处于上行期时，板块呈现牛市行情，其他时间由于周期运行的不同方向而处于震荡。

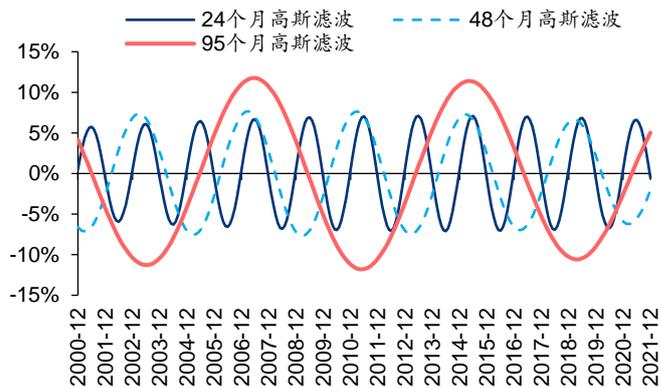
具体来看，当前建筑指数处于24月周期中2020年6月底部的第7个月，95月周期中2019年4月底部的第21个月，但处于48月周期中2019年2月顶部的第23个月，2月同比序列即将探底。此后建筑三周期同比序列将处于共振向上阶段，在政策、国际环境等不发生重大变化的背景下，我们判断建筑指数2021年将偏乐观，21Q1积极参与，21Q3或见到三周期共振高点。

图表20： 建筑指数序列不同周期频谱



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21： 建筑指数同比序列以及拟合曲线



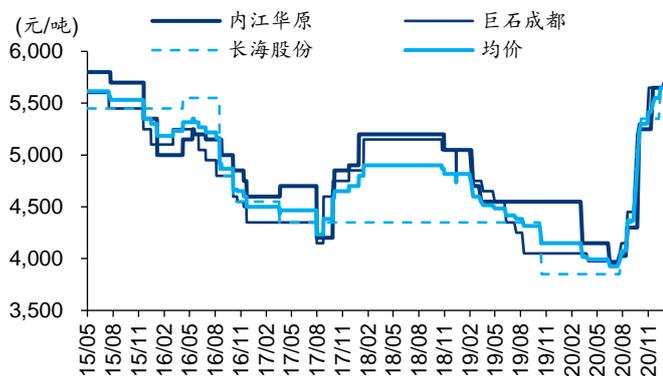
资料来源：Wind，华泰证券研究所

建材行业：景气高企，结构转变

玻纤玻璃：电子纱大幅提价，光伏玻璃扩产加速

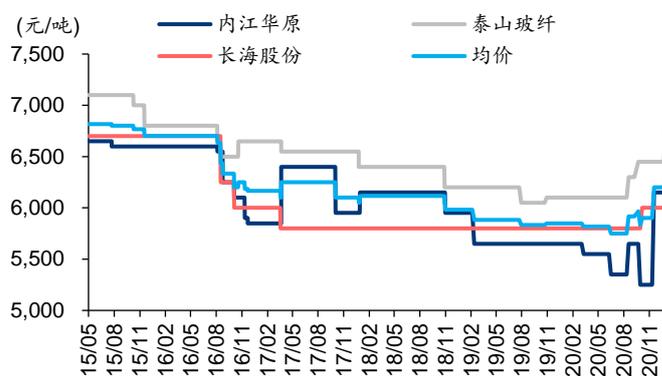
玻纤无碱粗纱产销火热，电子纱价格大幅提涨。2020 年 12 月国内无碱粗纱市场产销良好，行业维持低库存，主流企业无碱 2400tex 直接纱报 5600-5700 元/吨，较月初价格基本不变；无碱 2400texSMC 纱报 6000-6500 元/吨，较月初上涨 300-900 元不等，毡用纱、板材纱、热塑纱价格有明显上涨，系风电赶工及汽车需求向好。而受益于 PCB 市场需求向好支撑，电子布及电子纱价格提涨明显，月末电子布价格 4.5-4.75 元/米，较月初上涨约 1 元；主流产品 G75 电子纱价格 9600-10000 元/吨，较月初上涨 1000-1500 元不等。展望 2021 年，我们维持判断中性情景下（假设国内 GDP 同比增长 8%），21 年我国玻纤需求同比增速 21%，无碱粗纱及电子纱行业有望维持高景气。（详见 2020 年 11 月 9 日“点石成金”系列报告之二《需求短期无虞，长期有成长性》）

图表22： 2400tex 缠绕直接纱价格走势



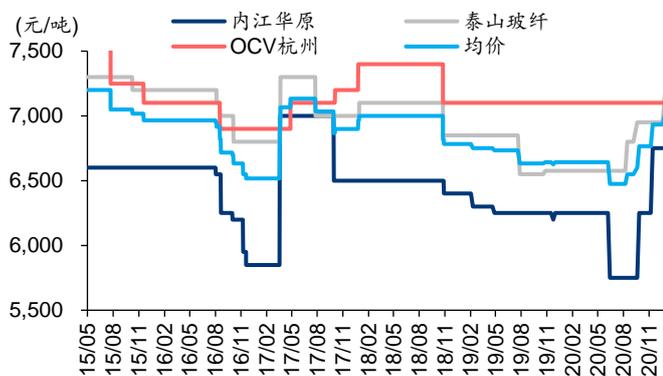
资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表23： 2400texSMC 合股纱价格走势



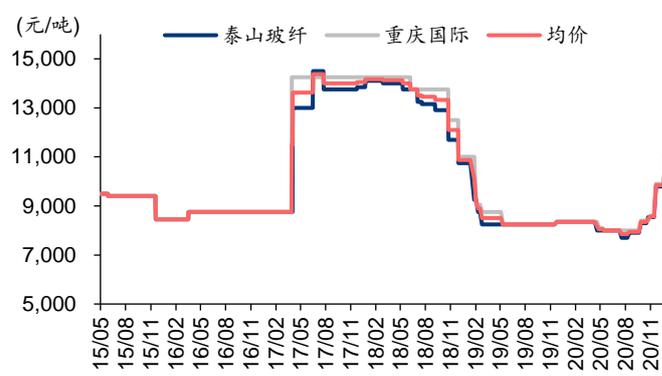
资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表24： 2400tex 喷射合股纱价格走势



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表25： G75（单股）玻璃纤维电子纱价格走势



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

产能方面，根据卓创资讯和我们的统计，截至 2020 年末，国内玻纤总产能 565 万吨/年，其中在产产能 509 万吨/年。2021 年拟投产企业主要包括邢台金牛、长海股份和中国巨石合计约 40 万吨产能，我们预计玻纤需求有望快速回升，玻纤供需仍然总体偏紧。OC（中国）1 条 8 万吨无碱池窑拉丝产线于 20 年 11 月底进行冷修，今年 1 月 7 日已点火复产，预计 21 年 2 月中旬正常生产。

2021 年 1 月 5 日，中国玻纤工业协会发布《玻璃纤维行业“十四五”规划》（征求意见稿），拟将行业年度玻纤纱实际总产量同比增速控制于不超过当年 GDP 增速 3pct，而 2016-2019 年玻纤纱产量 CAGR+13%，我们预计“十四五”期间玻纤纱产能扩张将进入有序扩张新阶段，行业产能有望转向技改升级为主，供给端压力有望减小。（详见 2021 年 1 月 7 日点评报告《玻纤产能有望进入有序扩张新阶段》）

光伏玻璃价格走平，21Q1 淡季有支撑。2020 年 10 月光伏玻璃涨价落实后，20Q4 价格总体维稳为主，20 年 12 月末 3.2mm 镀膜玻璃主流价格 42 元/平米，环比持平，同比上涨 45%；2.0mm 镀膜玻璃主流价格 35 元/平米，环比基本持平。2021 年 1 月 2.0mm 部分产品价格小幅回落，我们认为属淡季正常回调。根据卓创资讯，截至 20 年 12 月末，光伏玻璃企业库存天数仅 4 天左右，相比去年 4 月疫情期间库存高点 25 天来看属于偏低水平，尽管 21Q1 淡季装机需求将有所回落，但我们认为行业低库存及需求释放有望支撑价格高位维稳。

图表26：主要光伏玻璃企业 3.2mm 镀膜玻璃均价走势（元/m²）



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

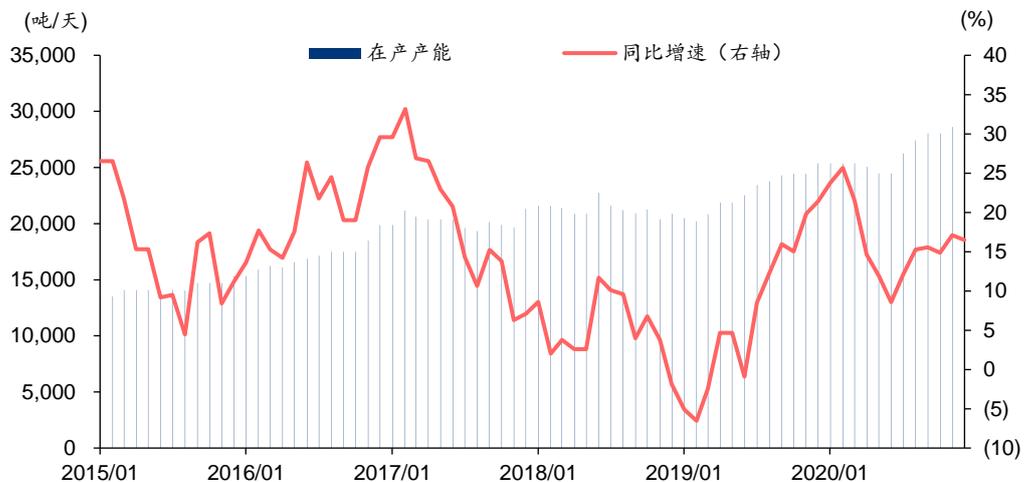
图表27：3.2mm 和 2.0mm 光伏镀膜玻璃均价走势（元/m²）



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

产能方面，根据卓创资讯和我们的统计，截至 2020 年末，全球在产超白压延玻璃产能 33390t/d，环比 11 月末增加 3%，主要是福莱特安徽凤阳及越南各 1 条 1000t/d 产线点火。其中国内在产产线 173 条，合计日容量 29540t/d。2020 年 12 月 16 日，工信部公开征求对《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》的意见，与 20 年 10 月发布的修订版本相比，允许光伏压延玻璃和汽车玻璃可不制定产能置换方案，我们维持判断工业玻璃新建产能有望重回宽松。自此办法发布以来，多家玻璃企业公告扩产计划，截至 2020 年末，在建光伏玻璃压延产能 28650t/d；拟建产能超过 30000t/d，随着 2020 年光伏玻璃行业高度景气及“十四五”期间新能源快速发展预期，我们预计光伏玻璃产能仍将较快增加。（详见 2020 年 12 月 16 日点评报告《工业玻璃新建产能有望重回宽松》）

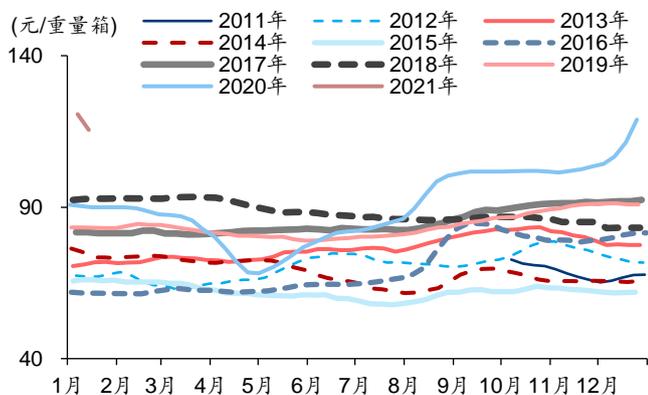
图表28：国内光伏压延玻璃在产产能及同比增速



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

浮法玻璃价格再创新高，行业库存维持低位。受年末赶工因素影响，2020年12月浮法玻璃价格继续走高，截至月末玻璃价格指数1631.28，较12月初上涨15.6%。以5mm浮法白玻为例，12月末全国均价为121元/重箱，较月初的104元/重箱上涨16.3%。12月末行业库存为1271万重箱，较月初减少571万重箱，行业库存维持低位。随着1月疫情反复及北方气候转冷，我们预计传统淡季玻璃价格将小幅回落，生产厂家或有一定垒库。

图表29：2011-2021年全国5mm白玻价格月度走势



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表30：2012-2021年5mm白玻价格年度走势



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

产能方面，根据卓创资讯和我们的统计，截至2020年12月，全国浮法玻璃在产产线252条，合计日熔量166875t/d，环比上升1.6%，同比增加4.1%。根据国家统计局，2020年12月全国平板玻璃8378万重箱，同比增长2.4%，较11月回落5pct；1-12月累计生产平板玻璃94572万重箱，同比增长1.3%，由于新点火及冷修复产线集中于20Q4，因此对全年产量贡献不多。尽管我们判断该部分产能将于2021年释放，但考虑浮法玻璃转产光伏玻璃、冷修增加以及刚需支撑，我们预计21年浮法玻璃行业供需维持持平。（详见2020年12月28日点评报告《21年玻璃供给有限，深加工迎变局》）

图表31：全国平板玻璃当月产量及同比增速

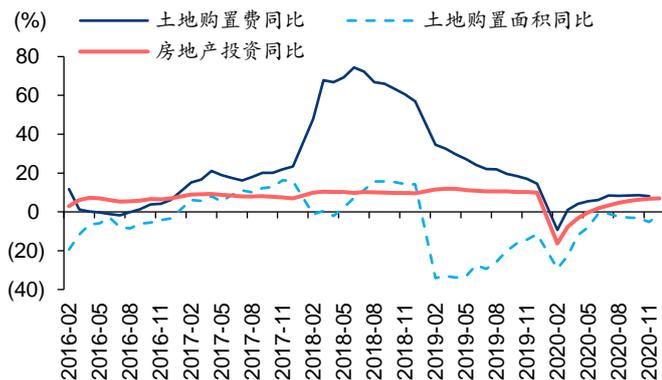


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

消费建材：地产彰显韧性，B端逐渐修复

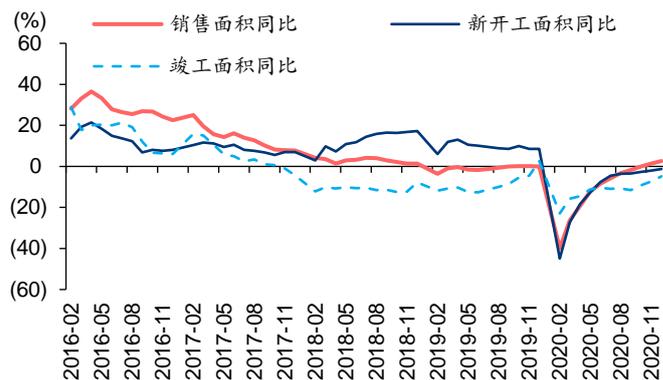
地产销售及建安投资彰显韧性，“三道红线”担忧陆续落地。根据国家统计局，2020年1-12月全国房地产开发投资14.14万亿元，同比增长7.0%，较1-11月增速提高0.2pct。全国商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.6%，较1-11月增速提高1.3pct，我们预计在地产“三道红线”影响下，地产企业将加快周转和销售回款，销售端有望维持较快增长。全年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.2%，降幅较1-11月收窄2.4pct；竣工面积9.1亿平方米，同比下降4.9%，降幅较1-11月收窄2.4pct，地产建安实务工作量有望维持回升。房地产开工及竣工端保持强韧性，有利于消费建材下游需求保持向好趋势。

图表32: 全国土地购置及房地产开发投资同比



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

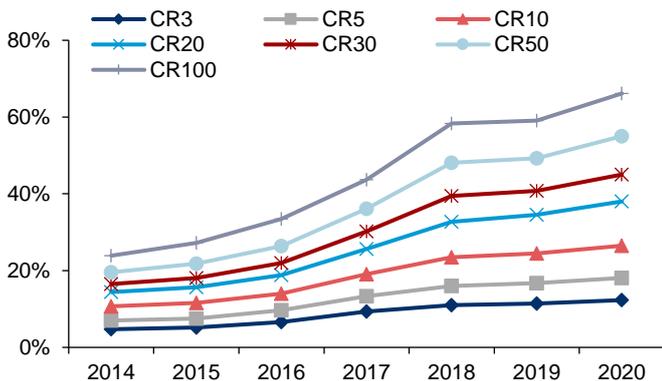
图表33: 全国商品房销售及房屋新开工、竣工面积同比



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

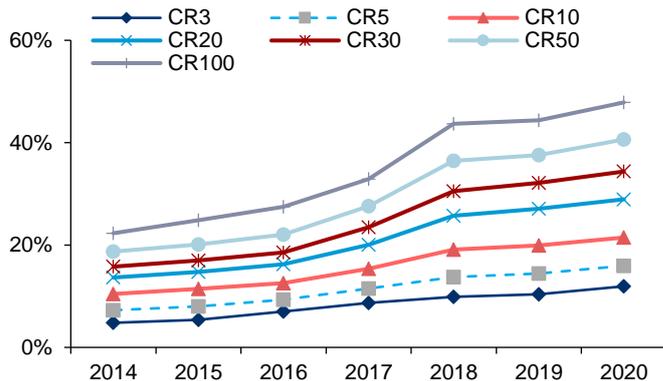
2020年地产集中度持续提升, 2021年有望延续。除竣工端总量需求, 我们一直认为地产企业集中度提升和精装修比例提升是推动2019-2020年消费建材红利释放的主要来源。2020年TOP100房地产企业销售面积市占率47.9%, 较2019年提升3.5pct; TOP3销售面积市占率为11.9%, 较2019年提升1.5pct。我们预计2021年“三道红线”影响陆续落地, 地产头部企业仍将保持稳健运行, 伴随着房地产企业集中度的持续提升, 集采模式占比应用也将进一步扩大。

图表34: 地产集中度快速提升 (销售金额占比)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表35: 地产集中度快速提升 (销售面积占比)

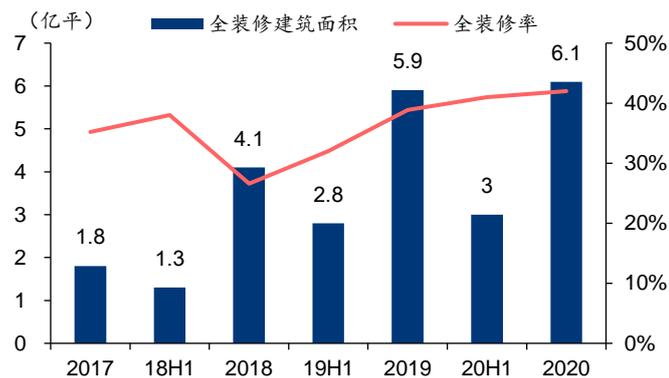


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

精装修渗透率有望进一步提升, 加快地产集采模式的发展。2020年我国限额以上建筑及装潢材料批发零售额累计1749亿元, 同比下降2.8%, 但较1-11月降幅收窄2.0pct; 其中12月单月零售额227亿元, 同比增长12.9%, 为最近三年单月同比最好增速。我国精装房渗透率自2017年以来呈现波动上升的趋势, 精装修占比的提升导致消费建材销售渠道发生了重大变化。考虑数据可得性, 我们以全装修比例近似参考。2020年全国新开楼盘全装修面积6.1亿平, 渗透率达42%, 同比2019年提升3pct。精装房的盛行, 对产品的质量、供应商的服务、售后保障等提出了更高的要求, 而在集采模式下, 地产商更容易筛选出综合实力更强的供应商。

综合来看, 我们判断2021年地产融资因素影响将陆续落地, 房地产新开工和销售有望保持增长趋势, 竣工有望延续改善, 地产企业集中度提升和精装修渗透率提升将加快地产B端集采模式的发展。考虑基数和淡旺季因素, 我们预计21H1消费建材C端或体现出更快增长趋势, 而21H2 B端消费建材有望维持较快增长, 且原材料价格上涨对防水、涂料、管材公司的毛利率影响也将基本体现。

图表36: 2017-2020年中国全装修商品住宅新开盘情况



资料来源: 优采云平台, 华泰证券研究所

图表37: 限额以上建材建材批发零售额同比增速

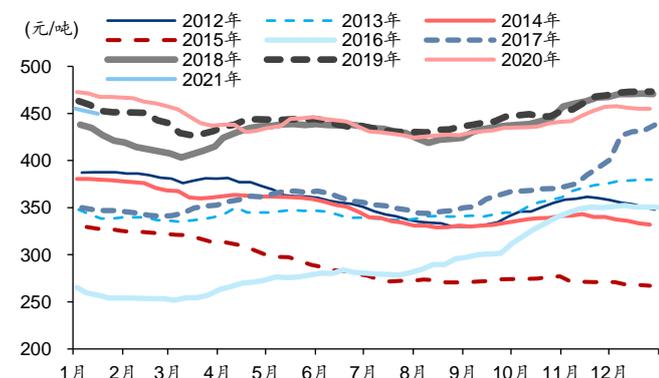


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

水泥: 价格小幅回落, 产量维持较快增长

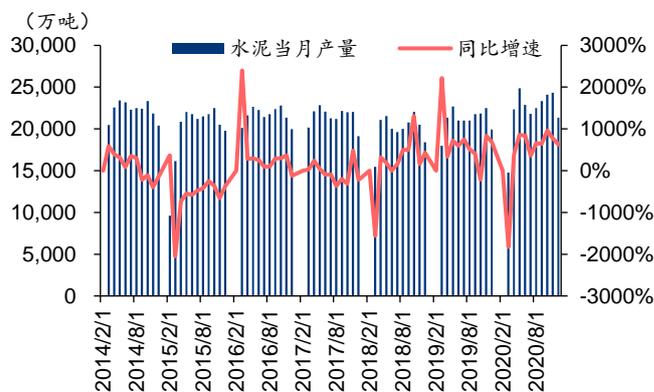
年关影响因素交织, 水泥出货及价格环比回落。根据数字水泥网, 2020年1-12月全国水泥产量23.77亿吨, 同比增长1.6%, 较1-11月增速上升0.4pct; 其中12月水泥产量2.13亿吨, 同比增长6.3%, 20年5-12月除7月外同比增速均在6%以上(7月因雨暑疫情影响, 单月同比增长3.6%)。2020年12月末全国水泥价格455元/吨, 较月初回落2.4元/吨。受年末雨雪降温天气及疫情影响, 水泥出货率由12月初的77%下降至月末的60%, 同比19年同期略低4pct。年末水泥企业库容比52%处于低位, 同比基本持平, 我们预计21Q1淡季水泥价格稳中有降。

图表38: 2012-2021年高标水泥价格月度走势



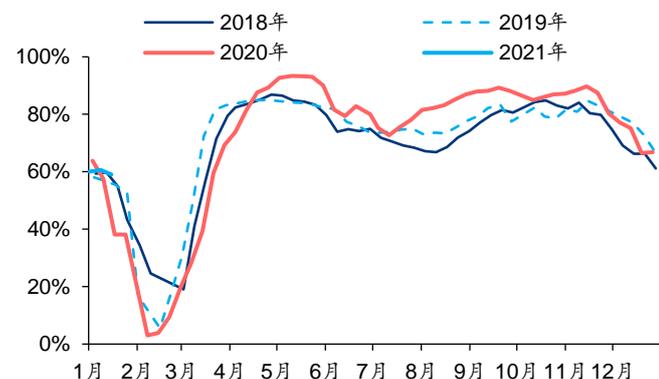
资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

图表39: 全国水泥当月产量及同比增速



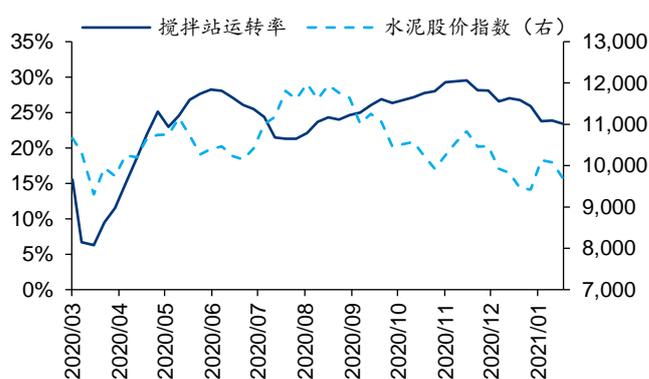
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表40: 2018-2021年全国水泥月度出货率



资料来源: 数字水泥网, 华泰证券研究所

图表41: 混凝土搅拌站运转率与水泥股价指数



资料来源: 百年建筑网, 华泰证券研究所

图表42: 2020年1-12月及2020年1-11月分省水泥产量及同比增速

| | 1-12月水泥生产(万吨, %) | | | | | 1-11月水泥生产(万吨, %) | | | | |
|------|------------------|--------|---------|--------|-------|------------------|-------|--------|--------|-------|
| | 12月产量 | YoY | 累计产量 | YoY | 占全国比重 | 11月产量 | YoY | 累计产量 | YoY | 占全国比重 |
| 全国 | 21333 | 6.28 | 237,691 | 1.63 | 100 | 24330 | 7.72 | 216317 | 1.22 | 100 |
| 华北地区 | 1,331 | 20.34 | 21,475 | 8.66 | 9.04 | 2115 | 17.12 | 20148 | 7.96 | 9.31 |
| 北京 | 33 | 42.86 | 287 | -9.97 | 0.12 | 36 | 12.54 | 254 | -14.04 | 0.12 |
| 天津 | 47 | -5.85 | 552 | -17.17 | 0.23 | 71 | 0.91 | 504 | -18.09 | 0.23 |
| 河北 | 895 | 34.55 | 11,717 | 13.03 | 4.93 | 1232 | 25.50 | 10823 | 11.56 | 5.00 |
| 山西 | 294 | -6.21 | 5,387 | 6.66 | 2.27 | 525 | 3.02 | 5097 | 7.57 | 2.36 |
| 内蒙古 | 63 | 14.60 | 3,532 | 5.03 | 1.49 | 251 | 18.27 | 3468 | 4.78 | 1.60 |
| 东北地区 | 378 | 34.69 | 9,461 | 11.22 | 3.98 | 816 | 29.76 | 9082 | 10.43 | 4.20 |
| 辽宁 | 326 | 31.66 | 5,335 | 14.39 | 2.24 | 559 | 35.29 | 5008 | 13.71 | 2.32 |
| 吉林 | 32 | 87.33 | 1,991 | 6.95 | 0.84 | 133 | 36.21 | 1959 | 6.21 | 0.91 |
| 黑龙江 | 20 | 25.01 | 2,135 | 7.75 | 0.90 | 124 | 5.09 | 2115 | 7.07 | 0.98 |
| 华东地区 | 7,579 | 6.46 | 78,356 | 1.05 | 32.97 | 8431 | 7.68 | 70704 | 0.61 | 32.69 |
| 上海 | 48 | 12.06 | 390 | -9.41 | 0.16 | 42 | 7.22 | 342 | -11.77 | 0.16 |
| 江苏 | 1,718 | 17.96 | 15,313 | 0.14 | 6.44 | 1687 | 16.30 | 13610 | -1.63 | 6.29 |
| 浙江 | 1,303 | 1.06 | 13,236 | -1.37 | 5.57 | 1481 | 6.91 | 11974 | -1.30 | 5.54 |
| 安徽 | 1,501 | 14.35 | 14,176 | 0.12 | 5.96 | 1510 | 2.24 | 12675 | -1.10 | 5.86 |
| 福建 | 1,006 | 12.70 | 9,704 | 2.70 | 4.08 | 943 | 10.42 | 8698 | 1.56 | 4.02 |
| 江西 | 998 | 3.36 | 9,770 | 1.34 | 4.11 | 1063 | 7.48 | 8812 | 1.00 | 4.07 |
| 山东 | 1,006 | -13.33 | 15,768 | 4.05 | 6.63 | 1706 | 4.31 | 14594 | 5.61 | 6.75 |
| 中南地区 | 6,707 | 7.69 | 63,917 | 0.04 | 26.89 | 6716 | 6.17 | 57255 | -0.80 | 26.47 |
| 河南 | 730 | 7.90 | 11,722 | 11.32 | 4.93 | 1019 | 18.95 | 11024 | 11.72 | 5.10 |
| 湖北 | 1,226 | 5.67 | 10,109 | -12.77 | 4.25 | 1186 | 4.39 | 8916 | -14.66 | 4.12 |
| 湖南 | 1,203 | 8.25 | 11,035 | 0.84 | 4.64 | 1166 | 3.13 | 9812 | -0.16 | 4.54 |
| 广东 | 1,994 | 10.23 | 17,076 | 1.45 | 7.18 | 1887 | 6.95 | 15081 | 0.38 | 6.97 |
| 广西 | 1,334 | 7.08 | 12,137 | 1.34 | 5.11 | 1255 | 2.85 | 10803 | 0.45 | 4.99 |
| 海南 | 220 | -2.24 | 1,839 | -8.92 | 0.77 | 203 | -6.63 | 1619 | -9.76 | 0.75 |
| 西南地区 | 4,614 | 1.58 | 45,868 | -0.18 | 19.30 | 4590 | 4.37 | 41250 | -0.35 | 19.07 |
| 重庆 | 671 | -3.57 | 6,505 | -3.66 | 2.74 | 675 | -0.15 | 5834 | -3.68 | 2.70 |
| 四川 | 1,468 | 10.43 | 14,496 | 1.48 | 6.10 | 1465 | 11.87 | 13028 | 0.68 | 6.02 |
| 贵州 | 1,027 | -9.09 | 10,797 | -1.43 | 4.54 | 1094 | -0.70 | 9769 | -0.56 | 4.52 |
| 云南 | 1,386 | 1.90 | 12,985 | 0.81 | 5.46 | 1277 | 3.69 | 11596 | 0.66 | 5.36 |
| 西藏 | 63 | 124.43 | 1,085 | 0.38 | 0.46 | 79 | -0.13 | 1022 | -2.93 | 0.47 |
| 西北地区 | 724 | -9.11 | 18,613 | 2.10 | 7.83 | 1662 | 3.93 | 17878 | 2.53 | 8.26 |
| 陕西 | 415 | -13.07 | 6,799 | 1.37 | 2.86 | 685 | 12.13 | 6384 | 2.48 | 2.95 |
| 甘肃 | 182 | 0.67 | 4,651 | 5.05 | 1.96 | 416 | 2.58 | 4469 | 5.24 | 2.07 |
| 青海 | 40 | -4.03 | 1,216 | -9.22 | 0.51 | 104 | 2.27 | 1177 | -9.38 | 0.54 |
| 宁夏 | 44 | -6.96 | 1,978 | 4.84 | 0.83 | 172 | 2.73 | 1929 | 4.87 | 0.89 |
| 新疆 | 43 | -12.97 | 3,969 | 2.55 | 1.67 | 285 | -9.15 | 3919 | 2.54 | 1.81 |

资料来源: 数字水泥网, 国家统计局, 华泰证券研究所

近期重点推荐公司

北新建材 (000786 CH, 买入, 目标价: 68.10 元)

公司作为石膏板行业绝对龙头, 成本护城河强, 20Q3 公司量价均已出现向上拐点, 21Q1 再度提价, 我们认为下游需求将延续恢复, 长期随着高端产品占比提升, 盈利能力有望继续提升, 龙骨、防水、涂料等业务打造新增长点, 看好公司长期成长性。预计 20-22 年归母净利润 28.3/38.3/48.1 亿元。

采用可比公司估值法, 参考可比公司 21 年平均 23xPE (万得一致预测, 2021.1.12), 考虑到公司龙头地位显著, 认可给予公司 21 年 30xPE, 目标价 68.10 元, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求大幅下滑, 防水业务整合效益不及预期。

中国巨石 (601636 CH, 买入, 目标价: 24.38 元)

公司是全球玻纤龙头, 有望充分受益行业高景气, 20Q4 价格弹性有望体现, 同时电子布需求迎来好转, 我们认为公司 21 年有望受益电子布价格弹性及海外需求恢复, 且公司成都智能制造基地达产后, 成本优势或在 21 年有所体现。预计公司 20-22 年归母净利润 21.9/37.2/44.1 亿元。

采用可比公司估值法, 参考可比公司 21 年平均 18.7xPE (万得一致预测, 2020.12.25), 考虑到公司作为行业龙头拥有显著成本优势, 给予公司 21 年 23xPE, 目标价 24.38 元, 维持“买入”评级。风险提示: 玻纤需求增长不及预期, 涨价执行情况不及预期。

长海股份 (300196 CH, 买入, 目标价: 20.20 元)

我们认为长海原纱—制品—复合材料产业链一体化优势显著, 盈利稳定性高, 资产属性较轻, 且报表质量持续优化, 未来加杠杆空间充足, 21 年原纱/制品/树脂有望开启新一轮扩张, 同时行业需求较旺, Q2 或开启新一轮涨价, 公司利润有望迎来快速增长。预计公司 20-22 年归母净利润 3.1/4.1/5.4 亿元。

采用可比公司估值法, 参考可比公司 21 年平均 17xPE (万得一致预测, 2020.10.21), 考虑到公司 21 年新投产产能较多, 或带来市场份额进一步提升, 我们认可给予公司 21 年 20xPE, 目标价 20.20 元, 维持“买入”评级。风险提示: 风电新增装机容量不及预期; 玻纤需求回升不及预期。

旗滨集团 (601636 CH, 买入, 目标价: 14.62 元)

我们认为玻璃供需端双向向好, 行业周期性有望弱化, 公司系全国浮法玻璃龙头企业, 有望充分受益, 且公司加快大玻璃集团综合布局, 电子/药用/光伏玻璃业务加快推进, 未来有望步入成长快车道。事业合伙人/员工持股计划、新兴项目高管跟投有利于绑定核心员工与公司长期价值发展, 并规划 20-22 年现金分红比例不低于 50%, 价值属性凸显。预计公司 20-22 年归母净利润 19.7/23.2/26.3 亿元。

采用可比公司估值法, 参考可比公司 21 年平均 17xPE (万得一致预测), 认可给予公司 21 年 17xPE, 目标价 14.62 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料成本大幅上涨, 地产竣工好转不及预期。

图表 43: 重点推荐公司估值表

| 公司代码 | 公司简称 | 市值 (亿元) | 股价 (元) | 目标价 (元) | 评级 | EPS (元) | | | | PE (X) | | | |
|-----------|------|---------|--------|---------|----|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 000786 CH | 北新建材 | 868 | 51.39 | 68.10 | 买入 | 0.26 | 1.67 | 2.27 | 2.85 | 196.81 | 30.77 | 22.64 | 18.03 |
| 600176 CH | 中国巨石 | 818 | 23.37 | 24.38 | 买入 | 0.61 | 0.63 | 1.06 | 1.26 | 38.45 | 37.10 | 22.05 | 18.55 |
| 300196 CH | 长海股份 | 70 | 17.18 | 20.20 | 买入 | 0.71 | 0.76 | 1.01 | 1.32 | 24.26 | 22.61 | 17.01 | 13.02 |
| 601636 CH | 旗滨集团 | 327 | 12.19 | 14.62 | 买入 | 0.50 | 0.73 | 0.86 | 0.98 | 24.32 | 16.70 | 14.17 | 12.44 |

注: 19 年均为公告值, 表中股价及市值为截至 2021 年 1 月 20 日收盘, 20/21/22 年 EPS 为华泰证券研究所预测;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

原材料涨价超预期: 建材行业中, 原材料占成本比重通常较大, 若原材料价格超预期上涨, 将压缩企业的利润空间。2020 年受疫情影响, 原油及部分上游原材料价格大幅下跌, 建材企业毛利率受益较大。近期原材料价格出现小幅上涨, 若 21 年原材料价格超预期上涨, 将压缩企业的利润空间。

下游需求不及预期: 尽管今年以来基建稳增长的政策面利好在不断推进, 且由中央逐步落实至地方, 但基建投资仍受天气, 政策传导进度、资金到位程度等多因素影响, 且 2021 年货币信用环境存在边际收紧的可能, 投资增速回暖可能不及预期, 影响建材需求。

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、武慧东、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、武慧东、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 旗滨集团（601636.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com