

中性

建材行业 2021 年中报综述

玻璃纤维景气旺盛，水泥与消费建材承压

建材行业 2021 年中报公布完毕，玻璃、玻纤、后周期建材表现亮眼。水泥行业受开工低迷及煤价上涨影响较大，业绩承压，但下半年复苏强势。

- **Q2 营收增长 9.1%，归母净利增长 5.1%，现金流有所下滑：**我们重点关注的 57 家建材行业上市公司上半年共实现营业收入 2,762.5 亿元，同增 24.9%；归母净利润 409.0 亿元，同增 20.7%。单二季度来看，57 家上市公司共实现营业收入 1,619.7 亿元，同增 9.1%，归母净利润 268.9 亿元，同增 5.1%；经营活动现金流 229.8 亿元，同减 35.2%，自由现金流 33.8 亿元，同减 82.9%。整体来看，二季度建材行业上市公司营收呈现稳中有增态势，现金流情况有所下滑。
- **二季度建筑建材行业的各细分子行业各具特点，又有一定的共性。总体上建材行业的中报呈现三条主线：**1.竣工景气，开工低迷使得大周期建材的玻璃与水泥分化显著，玻璃持续高度景气，水泥则相对承压；2.风电需求强韧性，产能冲击有限，玻璃纤维行业景气度维持高点，板块业绩表现靓丽；3.大宗商品涨价使消费建材等行业成本压力快速上升，许多公司出现了经营发展向好、市场开拓顺利，但增收不增利的错位情况。
- **从边际变化的情况来看，玻纤和玻璃板块财报质量表现较好：**从主要上市公司财务报表边际变化来看，水泥受限与开工低迷与成本压力营收与利润增速较低，玻璃与玻纤受益于行业的高度景气营收与利润均大幅增长，后周期受益于产能释放与业务拓张收入与利润均较快增长。从各个板块财报质量来看，玻璃与玻纤受益于高度行业景气拥有最高的 ROE 和毛利率。后周期与早周期拥有较高周转次数，水泥和新材料仍然拥有较低负债率和较高的现金比。
- **二季度水泥板块相对承压，目前反弹预期强烈：**二季度水泥行业表现相对低迷，但仍有海螺水泥与华新水泥等行业龙头业绩表现出超过市场预期的韧性，目前水泥行业仍然有强势表现。二季度地产开工相对低迷，4-6 月份地产开工分别同比下降 9.32%、6.07%、3.80%，开工的持续低迷压制了水泥的需求，同时上游煤炭价格持续上涨又冲击水泥行业的利润空间，水泥板块业绩表现相对较差。但下半年水泥板块复苏预期十分强烈：1.水泥在政治局会议后下半年专项债推行加速预期强烈，2.产能置换标准提高供给约束加强，3.社融资金压力相对宽松；叠加 4.雨热天气结束，施工旺季到来，5.七月份经济表现出的过度紧缩将提高下半年基建对 GDP 拖底作用，今年 8 月以后水泥需求旺盛，行业龙头充分受益的概率很大。参考去年刚刚复工复产时，拉动经济增长的就是最先复工的基建行业，因此我们合理预期在七月的经济紧缩后，基建的兜底作用增强，为水泥需求再加码。

相关研究报告

- 《建材行业周报：山东玻玻拟进入中国建材，广西水泥限产开启》 20210906
- 《建材行业周报：巨石 15 万吨短切线点火，华新发布低碳白皮书》 20210830
- 《建材行业周报：水泥行业仍有配置价值，科顺进军减震行业》 20210823

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

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武
(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

重点推荐

- 推荐业绩有望反弹的华中水泥龙头华新水泥

评级面临的主要风险

- 水泥景气度复苏不及预期、原材料价格超预期波动、行业政策风险、海外疫情持续蔓延。

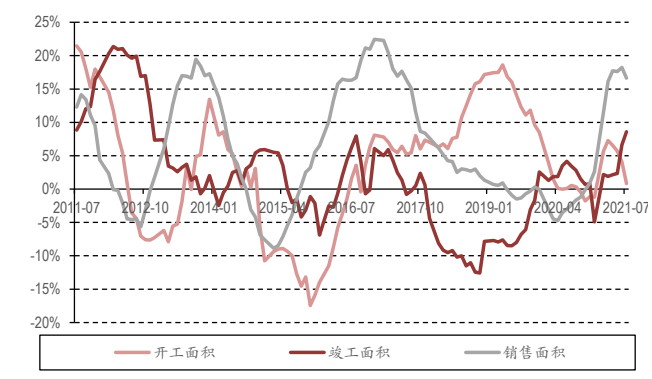
建材行业总结：玻璃玻纤景气高位，水泥与消费建材承压

1. 三条主线看建材行业中报

二季度建筑建材行业的各细分子行业业绩，中报呈现三条主线：**1.竣工景气**，开工低迷使得大周期建材的玻璃与水泥分化显著，玻璃持续高度景气，水泥则相对承压；**2.玻纤需求强韧性**，产能冲击有限，行业景气度维持高位；**3.成本压力快速上升**，许多公司出现了经营发展向好、市场开拓顺利，但增收不增利的错位情况。

主线一：竣工强开工弱，水泥玻璃等板块业绩出现分化：Q2 玻璃行业景气度持续，产品价格不断上涨的同时库存维持高位，量价齐升带动玻璃行业业绩高涨。玻璃价格从四月初 114.0 元上涨至 6 月底的 143.8 元/重箱；库存从 10.4 天下降至 6.8 天。玻璃此轮景气源于地产竣工高速增长，地产竣工高增原因有二：1.在三条红线压力下地产商加速竣工消化预收账款，改善现金状况；2.前期开工与竣工的剪刀差在今年得到集中的弥补。**二季度水泥板块相对承压，目前回升预期较强：**Q2 水泥行业表现总体低迷，主要原因有二：1.开工的持续低迷压制了水泥需求；2.煤炭价格上涨冲击行业利润空间。但下半年水泥板块复苏预期较强，我们在《水泥旺季提前到来，板块或迎来估值修复 20210809》中已经提示了：1.水泥在政治局会议后下半年专项债推行加速预期强烈，2.产能置换标准提高供给约束加强，3.社融资金压力相对宽松。行业景气度有望得到回升。

图表 1. 2021Q2 竣工面积快速增长



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 玻纤产品价格维持高位



资料来源：卓创资讯，中银证券

主线二：需求持续旺盛，玻璃纤维行业景气持续。今年二季度，玻纤行业并没有如市场担忧因风电需求下滑和新增产能冲击而景气度下滑。市场需求仍然旺盛，产品价格持续高位，上市公司均有不错的业绩表现。风电招标数据 Q2 止跌回升，而装机量维持了 2020Q3 以来的高增速。9 月初，中国巨石发布提价函，对热固类直接纱上调不低于 200 元/吨，热塑增强纱、玻纤制品上调不低于 300 元/吨，合股纱、短切原丝上调不低于 400 元/吨，预计调价幅度 3-4%。价格再次上涨证明行业内供不应求态势再度到来。

图表 3. 近期玻纤涨价情况一览

企业	日期	产品品类	涨价后价格：元/吨	涨价幅度：元/吨
泰山玻纤	8月31日	喷射合股纱 2400tex	10,000	50
		缠绕直接纱 1200-4800tex	6,150	200
		SMC 合股纱 2400tex	8,900	50
		毡用合股纱 2400tex	9,500	200
		采光板用合股纱 2400tex	9,500	250
内江华原	9月6日	采光板用合股纱 2400tex	9,350	200
		毡用合股纱 2400tex	9,250	100
		缠绕直接纱 2400tex	6,025	225
		缠绕直接纱 1200-4800tex	6,025	225
重庆三磊	8月31日	缠绕直接纱 2400tex	5,950	150
中国巨石	9月6日	热固类直接纱		200
		热塑增强纱、玻纤制品		300
		合股纱短切原丝		400

资料来源：卓创资讯，中国巨石调价函，中银证券

主线三：成本上涨冲击消费建材利润空间。今年上半年，建材行业上游的煤炭、原油、PVC、纯碱、沥青废纸等主要原材料和燃料受上游限产和海外疫情影响价格持续走高，建材行业遭受了较为显著的成本压力。防水、管材、涂料、石膏板、瓷砖等消费建材尤其遭遇了成本冲击。相比之下 C 端消费建材依靠完善的经销渠道进行产品推广，且消费建材在家装中占比往往不高，消费者对价格的敏感度较低，成本通常能够顺利转嫁于下游消费者，受冲击程度相对较低。

图表 4. 主要原材料价格较去年大幅上涨

	废纸 A 级国废黄板纸 求平均 元/吨	PVC 电石法市场中间 价 元/吨	原油 OECD 一揽子原 油均价 美元/桶	纯碱 全国重碱均价 元/吨	煤炭 Q5500 动力煤市 场价求平均 元/吨	环氧乙烷 国内现货价 元/吨	沥青 SBS 改性沥青市 场主流价求平均 元/吨
2020-06-30	1,920.0	6,274.0	38.0	1,264.0	573.7	7,600.0	3,307.1
2021-06-30	2,482.9	9,027.0	74.8	1,932.0	926.8	6,900.0	3,977.1
价格变化	562.9	2,753.0	36.9	668.0	353.1	(700.0)	670.0
涨幅：%	29.3	43.9	97.0	52.8	61.6	(9.2)	20.3

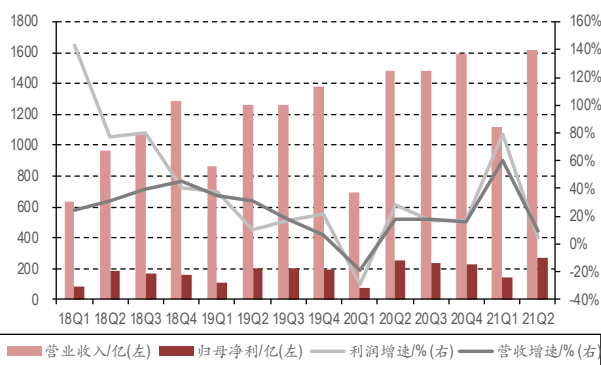
资料来源：万得，中银证券

政治局会议后，保供稳价逐渐落实，成本压力预期缩小：730 政治局会议提出要切实做好大宗商品保供稳量工作之后，中央陆续出台相关的调控手段：1.8 月底，国家有关部门和内蒙古自治区积极推动露天煤矿接续用地办理，预计增产 700 万吨以上。2. 近期国家粮食和物资储备局组织原油、锌、铝等物资投放，以平抑价格。随着保供稳价手段逐步实施，上游成本压力将有望缩小。

2. 营收增长稳定，现金有所下滑

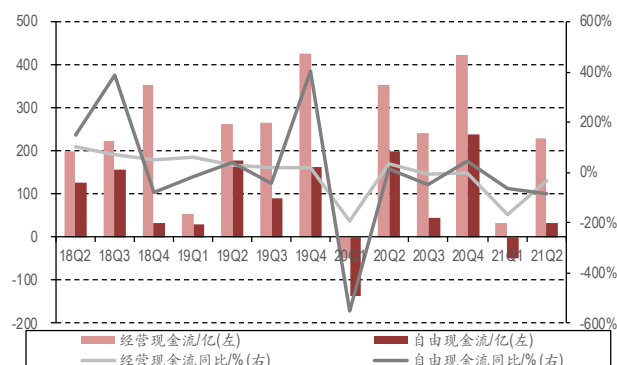
Q2 营收增长 9.1%，归母净利增长 5.1%，经营活动现金流量与自由现金流均有所下滑：我们重点关注的 57 家建材行业上市公司上半年共实现营业收入 2762.5 亿元，同增 24.9%；归母净利润 409.0 亿元，同增 20.7%，经营活动现金流 280.6 亿元，自由现金流-2.3 亿元（主要是投资活动现金流出较多），同比均有所下滑。单二季度来看，57 家上市公司共实现营业收入 1619.7 亿元，同增 9.1%，归母净利润 268.9 亿元，同增 5.1%；经营活动现金流 229.8 亿元，同减 35.2%，自由现金流 33.83 亿元，同减 82.9%。整体来看，二季度建材行业上市公司营收呈现稳中有增态势，现金流情况有所下滑。

图表 5. 营收与利润稳中有增，增速环比下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 现金流同比有所下滑



资料来源：万得，中银证券

3. 后周期与玻纤板块边际表现较好

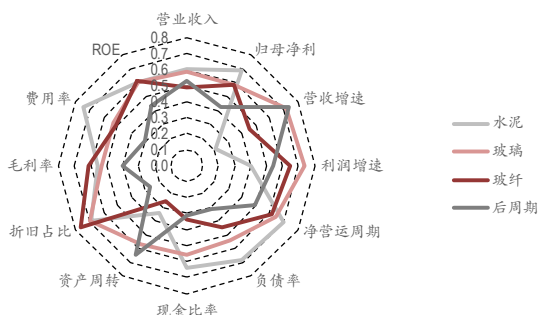
从边际变化的情况来看，玻纤和玻璃板块财报质量表现较好：从主要上市公司财务报表边际变化来看，水泥受限与开工低迷与成本压力营收与利润增速较低，玻璃与玻纤受益于行业的高度景气营收与利润均大幅增长，后周期受益于产能释放与业务拓张收入与利润均较快增长。从各个板块财报质量来看，玻璃与玻纤受益于高度行业景气拥有最高的 ROE 和毛利率。后周期与早周期拥有较高周转次数，水泥和新材料仍然拥有较低负债率和较高的现金比。

图表 7. 2021 年中报不同细分行业财报指标比较(主要企业财务指标加权平均)

单位	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		ROE
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	
水泥	1,380.9	239.5	11.0	(2.1)	(5.2)	25.6	258.1	0.3	7.7	30.2	7.6	9.0
早周期	374.9	29.5	44.8	36.0	166.8	47.0	55.1	0.4	2.8	23.5	11.7	7.0
玻璃	196.0	44.6	56.3	332.2	(65.2)	38.5	66.8	0.4	12.0	39.5	13.1	14.5
管材	94.9	8.2	27.3	(4.5)	99.2	39.6	78.2	0.4	4.8	25.0	14.4	5.5
后周期	333.8	34.2	53.5	69.9	49.6	49.5	36.5	0.4	3.9	29.2	16.9	8.4
玻纤	205.6	48.7	39.6	138.7	(67.7)	53.1	29.5	0.2	12.6	38.6	11.7	13.1
新材料	102.5	10.9	23.4	22.6	120.7	40.0	115.6	0.3	4.3	26.7	13.3	6.4

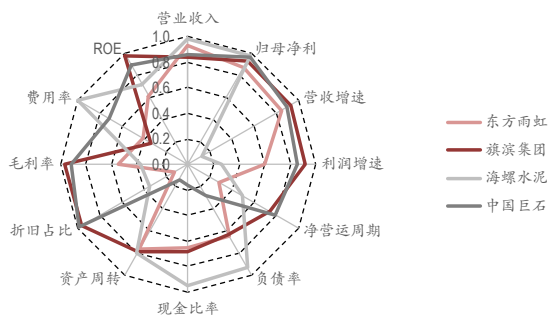
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 四个板块年报表现比较



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 个别重点建材上市公司年报表现比较



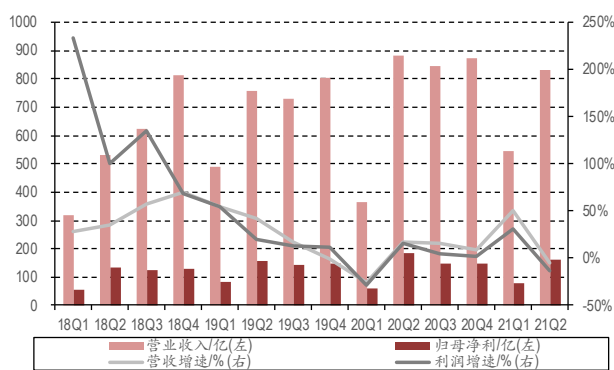
资料来源：万得，中银证券

一、水泥与早周期板块：增速下滑盈利稳定，Q2 快速复苏

1. 水泥板块：开工低迷与煤价上涨双重冲击，下半年有望恢复

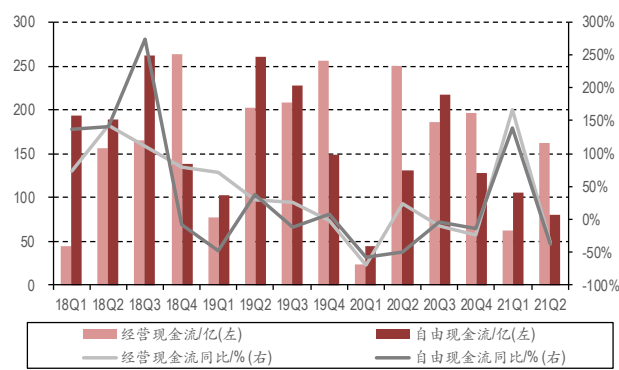
2021 年 Q2 水泥增速回落，毛利率稍有下滑：2021 年上半年，水泥板块上市公司煤价上涨与开工低迷的冲击下仍保持增长。上半年收入 1380.9 亿元，同增 11.0%，归母净利润 239.5 亿元，同减 2.1%；其中二季度营收 833.4 亿元，同减 5.5%；归母净利润 161.0 亿元，同减 12.8%；受开工低迷和煤价上涨双重影响，Q2 水泥板块上市公司营收与利润均有所下滑。H1 平均毛利率 30.2%，同减 3.8pct；四项费用率合计 8.6%，同减 0.9pct；Q2 水泥板块毛利率 31.7%，同减 1.5pct，四项费用率合计 7.3%，同增 1.46%。

图表 10. 分季度水泥行业营收与净利情况



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 水泥行业现金流情况



资料来源：万得，中银证券

水泥行业区域分化东部好于西部，冀东水泥、万年青、青松建化、三家家公司上半年保持较高利润增速：2021 年上半年水泥行业需求有所下滑，行业内出现较明显的区域分化，西北地区基建与地产等需求较差，祁连山与宁夏建材收入下滑较多；新疆水泥股天山股份、青松建化由于去年疫情防控政策导致技术较低，今年业绩反弹显著。两家水泥龙头华新水泥与冀东水泥分别受益区域需求弹性降和公司治理改善，营收与利润保持增长。万年青则收益与江西省内部投资项目多。

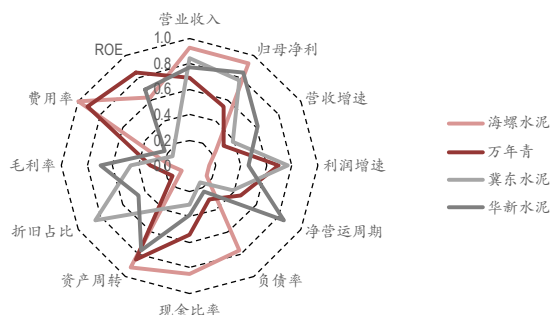
图表 12. 水泥板块上市公司 2021 年中报财务指标比较

	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	百万元	百万元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
海螺水泥	80,432.9	14,951.2	8.7	(7.0)	41.5	14.6	427.2	0.4	4.9	27.8	5.0	9.1
天山股份	4,129.4	750.6	14.8	11.0	(100.9)	25.8	46.6	0.3	14.7	34.3	7.7	7.0
冀东水泥	16,315.9	1,227.8	14.5	22.7	(17.1)	45.6	59.6	0.3	14.2	29.7	15.9	6.7
华新水泥	14,744.4	2,438.3	17.3	8.3	(139.3)	41.5	64.6	0.3	11.1	36.9	12.6	10.3
塔牌集团	3,633.6	914.6	29.8	(0.5)	(64.0)	13.2	260.7	0.3	11.4	38.5	6.3	8.6
万年青	5,950.0	827.4	11.6	21.8	(21.4)	38.8	84.9	0.4	5.8	28.3	6.3	12.7
上峰水泥	3,594.3	1,009.7	25.1	0.1	(49.8)	34.9	67.4	0.3	12.3	46.8	8.5	14.5
祁连山	3,301.4	601.1	(2.7)	(17.9)	(175.9)	27.8	55.2	0.3	13.6	33.2	9.2	7.7
宁夏建材	2,285.9	386.2	5.0	(9.4)	21.5	21.1	95.7	0.3	10.6	28.3	6.9	6.1
青松建化	1,673.3	152.4	26.0	31.6	15.4	38.5	37.0	0.2	13.6	27.9	9.6	3.2
四川双马	542.3	458.8	(34.7)	19.6	(147.0)	8.7	363.0	0.1	9.0	49.7	6.8	8.8
福建水泥	1,476.3	214.2	16.0	6.6	(124.8)	57.9	19.0	0.3	10.6	25.6	8.9	12.1
博闻科技	9.9	22.0	27.1	184.8	352.3	5.3	1,591.3	0.0	4.6	(0.5)	67.6	3.1

资料来源：万得，中银证券

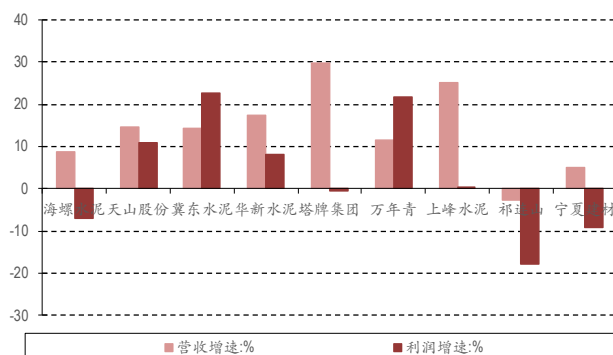
冀东水泥财报改善情况最明显；海螺财报质量稳定，华新水泥财报质量呈现弹性：从财务数据边际改善情况的角度来看，冀东水泥因为区域景气度较高及公司治理情况改善，表现较好的。传统龙头海螺水泥各项数据优异，但利润有所下滑。华新水泥作为华中龙头，去年同期受疫情与雨水冲击最严重，如今反弹也较强势。

图表 13. 四家公司财务指标同比改善情况比较



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 东部地区水泥上市公司好于西部

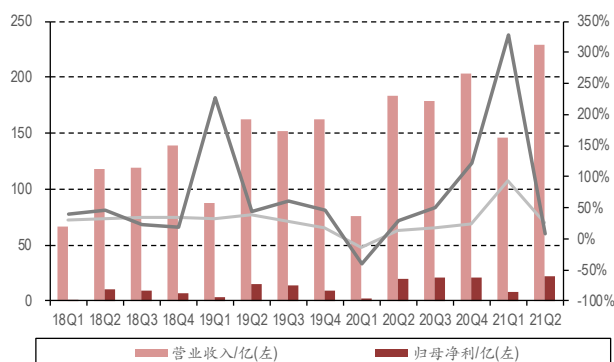


资料来源：万得，中银证券

2. 其他早周期建材：疫情后快速复苏，防水材料表现全面

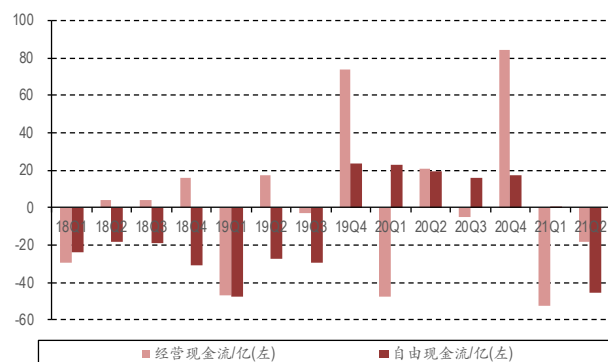
早周期板块二季度经营快速复苏，其中防水材料依然亮眼：除水泥外，早周期品主要是防水材料、减水剂、混凝土。2021年H1，早周期板块上市公司合计营收374.9亿元，同增44.8%；归母净利润29.5亿元，同增36.0%；2021年二季度营收228.8亿元，同增24.9%；归母净利润21.5亿元，同增8.55%。板块二季度营收增长顺利，但成本上涨导致利润增速低于营收增速较多。其中防水板块上市公司H1营收192.1亿元，同增57.3%；利润21.5亿元，同增45.4%；减水剂板块营收51.0亿元，同增47.2%；归母净利润4.4亿元，同增6.0%；混凝土板块营收131.8亿元，同增29.1%；归母净利润36.9亿元，同增30.9%。防水材料表现最好，减水剂受成本上涨影响，增收不增利。

图表 15. 早周期板块营收与净利情况



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 早周期板块现金流情况



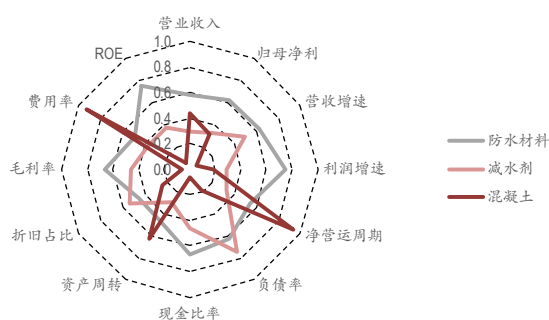
资料来源：万得，中银证券

图表 17.早周期品板块上市公司 2021 年中报财务指标比较

	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	百万元	百万元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
东方雨虹	14,229.3	1,537.2	62.0	40.1	171.0	34.1	73.4	0.4	2.6	31.6	15.1	8.1
凯伦股份	1,219.3	138.6	58.3	55.0	291.0	49.7	111.5	0.2	3.1	34.8	18.0	6.6
科顺股份	3,761.0	470.1	41.4	62.1	147.7	49.7	42.3	0.4	3.0	31.3	14.2	10.5
苏博特	2,047.3	215.9	43.0	29.5	349.9	42.7	63.9	0.3	6.8	34.5	19.7	6.1
垒知集团	2,276.0	150.5	50.7	(13.9)	180.7	42.5	43.2	0.4	2.2	18.9	10.7	4.6
红墙股份	778.2	71.0	48.8	0.1	209.6	38.6	36.6	0.3	3.5	30.1	19.8	5.3
深天地 A	804.8	4.9	32.7		46.3	71.1	34.7	0.4	2.8	15.2	6.2	1.1
西部建设	12,374.4	363.7	28.9	23.0	127.8	63.1	27.6	0.4	2.4	9.9	5.0	4.6

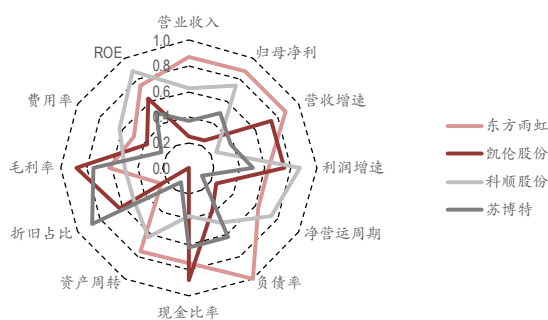
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 防水、减水剂、混凝土三大板块中报指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 雨虹、凯伦、科顺、苏博特中报表现较好



资料来源：万得，中银证券

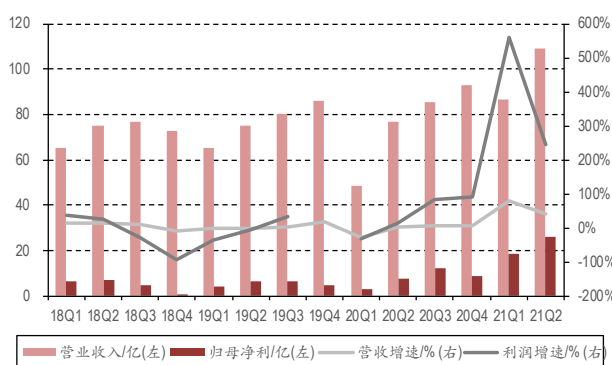
成本变化导致防水与减水剂上半年表现差异：从个股角度来看，上半年东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、苏博特四个股财报表现好于其他，防水材料整体表现更好，主要体现在营收和利润增速方面。防水材料和减水剂同为早周期板块，行业诸多属性类似，同样受到开工低迷情况影响，上半年业绩增速差异较大主要有两个原因：第一，防水材料和减水剂目前都处于行业加速集中期，但防水材料目前集中整合的势头更强，龙头企业收益更多，主要体现在上半年防水材料上市公司业绩增速快于减水剂公司。第二，防水材料的上游原材料主要是沥青，减水剂上游主要是环氧乙烷等化工材料，上半年环氧乙烷较去年同期价格上涨较多。第三，费用管控能力有差异，以东方雨虹与红墙股份为例，二者二季度毛利率均有所下滑，但雨虹的净利率却几乎持平，而红墙股份的净利率则与毛利率下滑幅度相同，原因在于东方雨虹的四项费用率同比下降超 6%，而红墙股份的费用率则不降反升。第四，防水材料本身利润率更高，对成本变化的承受能力更强，且原材料占沥青的成本占比比减水剂中环氧乙烷成本占比低。

二、玻璃与后周期板块：竣工支撑，景气高位

1. 玻璃行业：下半年行业高度景气，玻璃价格达到历史高位

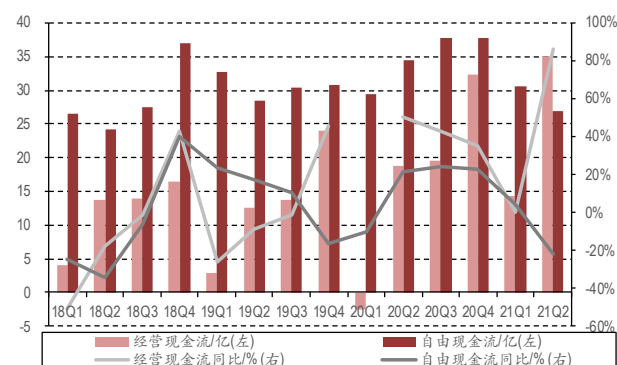
H1 玻璃营收大幅增长，利润翻多倍增长：2021H1 玻璃上市公司合计营收 196.0 亿元，同增 56.3%；归母净利润 44.6 亿元，同增 332.2%；2021Q2 营收 109.0 亿元，同增 41.6%；归母净利润 26.0 亿元，同增 246.9%；现金流量同时保持高位，增速较快。在上半年竣工回补的强力支撑下，玻璃产品量价齐升，库存持续维持低位，景气度持续高涨，龙头上市公司受益显著。2021Q2 玻璃价格从四月初的 114.0 元持续上涨至 6 月底的 143.8 元/吨；库存从 10.4 天下降至 6.8 天。玻璃此轮景气源于地产竣工面积快速增长，玻璃行业景气一般领先于竣工面积 1-2 个月，4-7 月竣工面积分别同增-3.1%、10.1%、66.6%、25.7%。

图表 20. 玻璃行业营收与利润情况



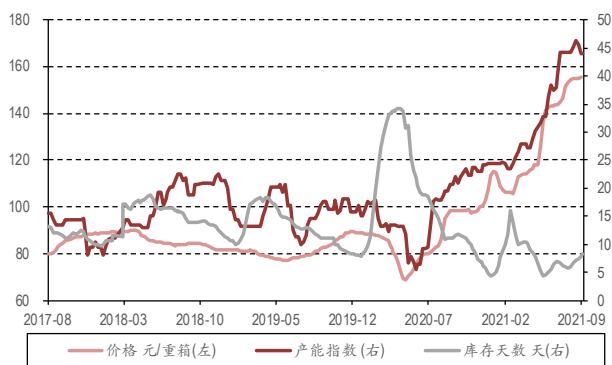
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 玻璃行业现金流情况



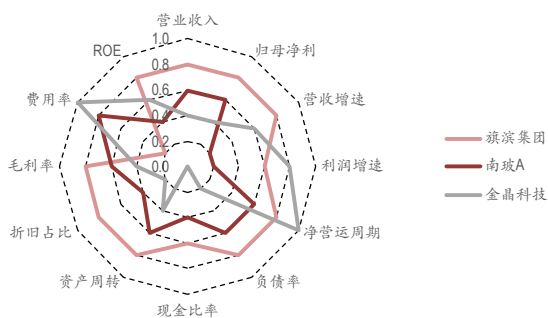
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 玻璃行业景气度持续高位



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 旗滨集团玻璃行业龙头地位仍然稳固



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 平板玻璃上市公司 2021 年中报财务指标比较

证券简称	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		ROE
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	营运周期 天	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	折旧占比 %	毛利率 %	费用率 %	
旗滨集团	6,780.4	2,193.0	78.9	333.3	(38.7)	34.6	83.8	0.4	15.8	53.1	15.9	21.4
南玻 A	6,614.8	1,352.5	49.5	245.5	(22.1)	37.1	73.4	0.4	11.6	37.6	12.0	12.6
金晶科技	3,344.4	782.9	53.5	930.5	(316.4)	50.2	30.5	0.3	9.3	32.9	8.1	16.7
北玻股份	701.9	11.4	51.7	(55.1)	204.7	31.2	118.9	0.3	5.2	16.2	14.6	0.8

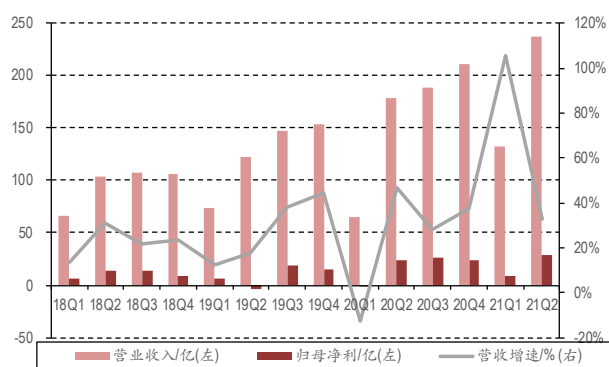
资料来源：万得，中银证券

旗滨集团依旧领跑行业，南玻集团报表质量继续改善：横向比较平板玻璃业务占比较高的上市公司，旗滨集团财报质量依然最好，除去营业周期稍低以及总营收规模稍低于南玻外，其他各项指标均明显领先。平板玻璃外，目前旗滨集团布局的药用玻璃与光伏玻璃同样进展顺利。值得注意的是南玻，光伏补贴退坡政策冲击逐步减弱，平价上网政策作用开始显现，新业务开始为公司带来正向收益，财报质量有较为明显边际改善，主要体现在业绩增速表现由于同行，费用率控制有所改善。

2. 后周期板块：受益竣工提速与产能扩张，营收快速增长，成本压力影响利润

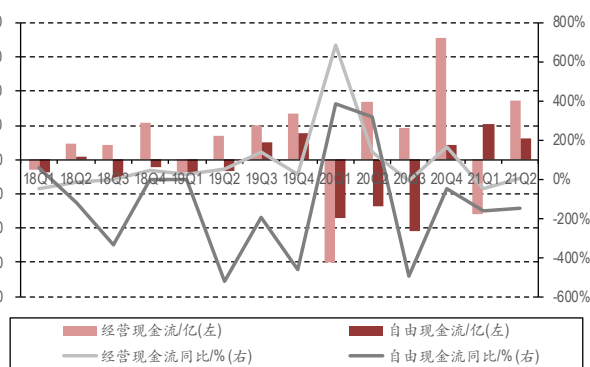
上半年增速下降，但全年反弹势头较强，利润率稳中有升：2021H1 后周期建材财报表现出色，营收 370.0 亿元，同增 52.0%，归母净利 38.1 亿元，同增 70.8%。管材行业上市公司营收 94.8 亿元，同增 27.3%；归母净利 8.2 亿元，同减 4.5%。2021Q2 后周期营收 237.3 亿元，同增 32.6%，归母净利 28.9 亿元，同增 20.2%。管材营收 57.1 亿元，同增 10.7%；归母净利 5.7 亿元，同减 18.4%。较多上市公司有产能投放，市场开拓顺利，行业集中度快速提升；但成本上升显著，增收不增利成为普遍情况。

图表 25. 后周期建材营收与利润情况



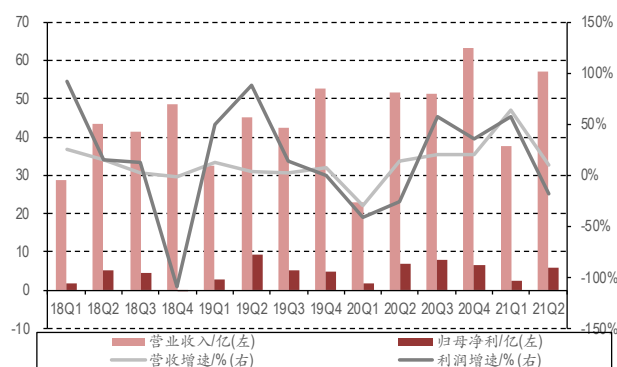
资料来源：万得，中银证券

图表 26. 后周期建材现金流情况



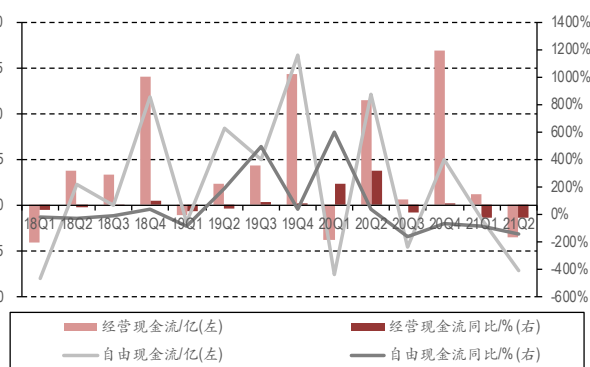
资料来源：万得，中银证券

图表 27. 管材营收与利润情况



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 管材材现金流情况



资料来源：万得，中银证券

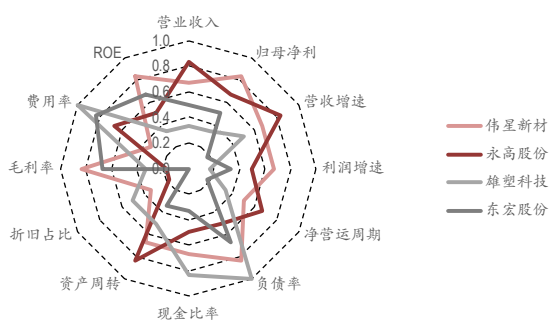
图表 29.后周期相关上市公司 2021 年中报财务指标比较

证券简称	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	百万元	百万元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
伟星新材	2,386.7	413.6	32.3	16.0	75.7	23.7	126.5	0.5	5.1	40.9	19.7	9.9
永高股份	3,948.4	252.4	41.0	(8.7)	55.3	42.2	58.9	0.5	3.9	19.7	12.0	5.4
顾地科技	709.0	(47.9)	21.0	121.9	(101.7)	69.9	2.7	0.3	7.8	10.9	17.7	(6.7)
雄塑科技	1,066.8	80.2	22.4	(16.2)	122.2	15.4	247.5	0.4	5.7	19.9	9.6	4.0
纳川股份	252.2	0.6	(27.2)	(96.9)	(142.9)	59.9	19.7	0.1	12.2	23.3	29.5	0.0
东宏股份	1,123.5	123.5	7.8	(9.0)	462.8	33.4	24.9	0.4	2.4	24.2	10.4	6.3
帝欧家居	3,130.0	272.7	15.7	8.2	193.0	53.5	22.8	0.3	4.7	29.1	18.2	6.3
蒙娜丽莎	3,080.4	281.7	72.3	30.3	(19.6)	59.6	49.3	0.3	5.3	32.8	19.8	8.0
惠达卫浴	1,743.4	111.8	32.4	(12.9)	170.3	36.6	117.5	0.3	5.7	28.2	20.4	3.0
坚朗五金	3,487.4	379.0	34.3	64.0	176.3	44.6	40.4	0.4	3.4	37.3	22.0	9.3
友邦吊顶	453.6	26.1	61.8	53.6	(18.1)	35.2	51.5	0.2	5.6	27.3	22.7	2.0
亚士创能	2,303.8	59.8	81.2	(46.0)	(87.7)	70.1	28.8	0.3	2.9	24.6	20.2	2.9
三棵树	4,683.3	113.0	80.5	3.9	(162.4)	76.1	18.1	0.4	2.7	25.7	22.7	4.5
兔宝宝	3,829.7	313.7	95.2	632.6	15.6	64.1	33.5	0.7	1.2	17.4	8.1	17.4
万里石	539.4	27.9	76.7	517.9	359.8	49.9	10.1	0.4	1.3	11.7	11.1	4.4
北新建材	10,125.1	1,837.5	46.3	103.5	90.7	29.2	26.9	0.4	5.3	33.8	13.3	10.8
东鹏控股	3,625.3	387.2	39.0	79.3	(216.2)	42.3	85.9	0.3	9.6	29.5	17.3	5.1
伟星新材	3,130.0	272.7	15.7	8.2	193.0	53.5	22.8	0.3	4.7	29.1	18.2	6.3
永高股份	3,080.4	281.7	72.3	30.3	(19.6)	59.6	49.3	0.3	5.3	32.8	19.8	8.0
顾地科技	1,743.4	111.8	32.4	(12.9)	170.3	36.6	117.5	0.3	5.7	28.2	20.4	3.0
雄塑科技	3,487.4	379.0	34.3	64.0	176.3	44.6	40.4	0.4	3.4	37.3	22.0	9.3
纳川股份	453.6	26.1	61.8	53.6	(18.1)	35.2	51.5	0.2	5.6	27.3	22.7	2.0
东宏股份	2,303.8	59.8	81.2	(46.0)	(87.7)	70.1	28.8	0.3	2.9	24.6	20.2	2.9

资料来源：万得，中银证券

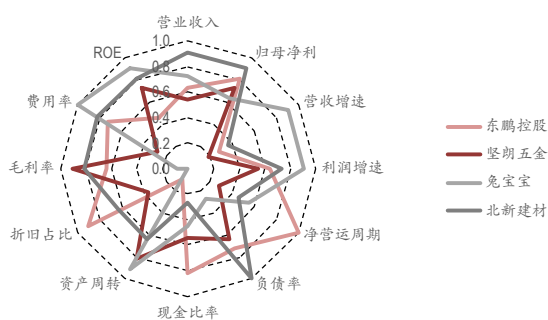
东鹏控股、北新建材、兔宝宝、伟星新材、永高股份等公司年中报表现较好：塑料管行业六个上市公司中，伟星新材、永高股份两个公司财务报表质量较高，其中伟星新材现金控制、负债控制、盈利能力依然明显领先其他同行；永高股份在收入规模、资产周转方面优势明显，但利润受成本影响同样显著。其他装修建材中，北新建材、东鹏控股、兔宝宝、坚朗五金无论是财务报表综合表现还是边际改善都优于同行。北新建材各项指标表现均衡，防水业务快速释放为营收带来增量；兔宝宝渠道建设顺利，在下沉市场与不成熟市场的拓展十分顺利；伟星新材与坚朗五金仍然是后周期建材中毛利率最高的两家公司，且受益 C 端议价能力较强，营收与归母净利均实现较高增速。

图表 30.伟星、永高、雄塑、东宏财报指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 31.东鹏控股、坚朗、兔宝宝、北新财报指标对比



资料来源：万得，中银证券

管材：营收增速较快，成本冲击利润：管材上半年营收增速较快，但 PVC、PP 等主要原料价格持续上涨，利润增速显著低于营收增速。其中 PVC 价格涨幅最大，永高股份 PVC 管材业务占比最高，受到原材料冲击影响最大。伟星新材影响相对比较小。

涂料瓷砖：产能扩张顺利，营收大幅增长：上半年蒙娜丽莎等龙头公司产能释放顺利，营收与利润均快速扩张，预计2021年下半年产品需求增长力度不减。上半年煤价与化工产品价格上涨，对瓷砖与涂料的成本造成冲击。瓷砖领域新上市的东鹏控股表现亮眼，看好经销渠道助力下保持增长。

石膏板：产能利用率提升，发货量增长，高端品占比提升促进均价提升：据测算北新建材产能利用率有所提升，在竣工需求改善之际，产品发货量高速增长。石膏板毛利率提升，销量增速超预期：上半年石膏板业务毛利39.9%，同增7.8pc；预计上半年销量约12亿平，同增46.7%；价格成本保持稳定；龙骨销量19.4万吨，同增49.2%，毛利率或受钢价影响有所下滑。2021H1石膏板销量增速超预期，主要原因有二：1.2020H1受疫情影响基数较低；2.竣工数据转好带动石膏板需求量上升。

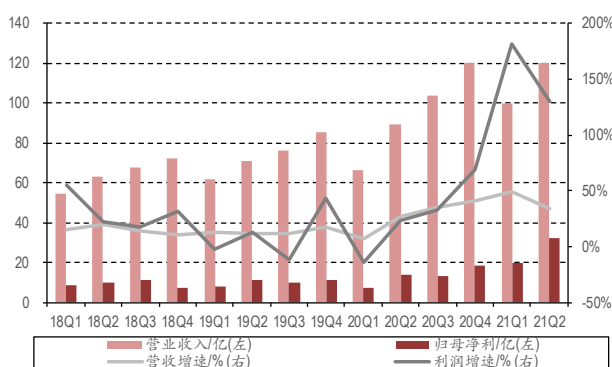
五金吊顶：疫情后营收快速增长，集成与管理提效作用明显：H1坚朗五金持续保持业绩高速增长，营收利润分别增长34.3%与63.9%，现金流持续好转，经营效率不断提升，销售、管理费用分别下降3.4%，3.2%。公司渠道加上品类集成优势不断体现，内部管理逐步奏效，期间费用率下降明显。

三、玻纤与新材料：玻纤景气度持续，抗震材料表现突出

1. 玻纤行业：供不应求量价齐升，景气达到顶点

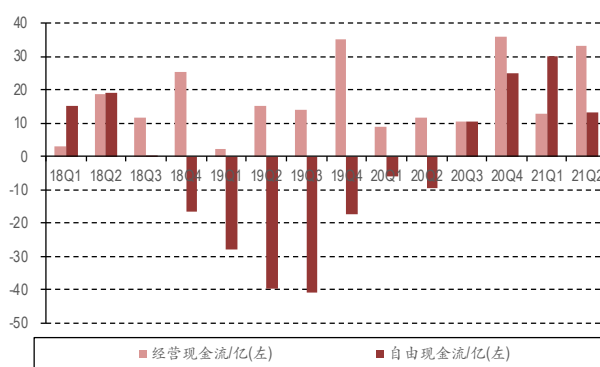
新增产能有序释放，多领域需求旺盛，玻纤行业景气达到顶点：2021H1 中国巨石、中材科技、长海股份、山东玻纤等六家玻纤上市公司合计营收 223.5 亿元，同增 38.3%；归母净利 32.0 亿元，同增 52.3%。Q2 行业营收 99.7 亿元。同增 50.0%，归母净利 19.9 亿元，同增 181.9%。2020H2 以来玻纤下游需求快速增长；加上新增产能有限，冷修产能较多，共同推动了行业高度景气。2021Q2 行业平均毛利率 40.4%，同增 9.0pct；四项费用率合计 11.0%，同减 3.8pct，行业盈利能力进一步增强。2021Q2 六家公司经营现金流合计 13.0 亿元，大幅增加 44.9%，报表质量大幅改善。

图表 32. 玻纤板块营收与利润均高速增长



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 玻纤板块现金流情况持续改善



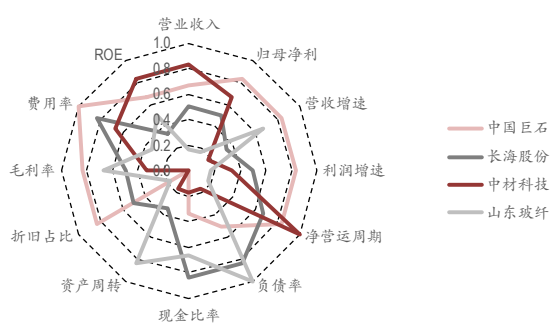
资料来源：万得，中银证券

图表 34. 玻璃纤维上市公司 2021 年中报财务指标比较

证券简称	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	营运周期 天	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	折旧占比 %	毛利率 %	费用率 %	ROE %
中国巨石	8,560.3	2,597.0	75.0	240.7	(68.4)	50.0	22.7	0.2	17.6	46.7	10.0	14.2
长海股份	1,178.5	259.5	30.1	109.6	1.9	24.9	198.6	0.3	10.5	33.4	10.5	8.4
中材科技	9,359.4	1,846.9	23.4	100.1	(102.8)	61.6	16.0	0.3	9.1	33.2	12.4	14.3
再升科技	789.0	140.0	(7.9)	(36.8)	176.9	27.2	58.9	0.3	10.0	32.6	15.0	7.4
九鼎新材	668.2	25.8	38.6	172.3	22.0	57.2	15.8	0.3	15.4	26.3	20.7	2.6
山东玻纤	671.2	106.3	44.9	70.8	251.5	17.7	87.2	0.4	9.5	35.1	16.6	8.7

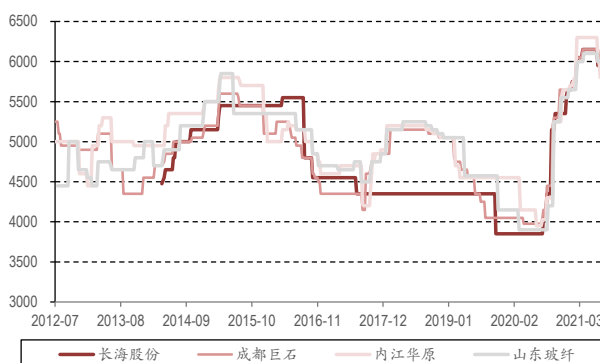
资料来源：万得，中银证券

图表 35. 玻纤主要上市公司财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 36. 玻纤价格维持高位，目前正再次反弹



资料来源：万得，中银证券

中国巨石规模成本控制领先，毛利显著高于其他公司；中材科技与九鼎新材利润增速较快，长海股份与山东玻纤负债率控制较好：中国巨石、山东玻纤、中材科技财报质量较高。中材科技受益于风电叶片业务快速增长营收与利润均保持较高速增长。中国巨石与山东玻纤主营集中于玻纤纱及其制品，上半年营收与利润双增长。从财务指标来看，中国巨石依然在营收规模、成本与费用控制、负债率控制等方面优于同行，其他指标也相对均衡。山东玻纤刚刚上市利润增长弹性较大。长海股份主营玻纤制品，在负债率、费用率控制方面有相对优势，若加大杠杆利用，成长空间较大。

风电需求逆势反弹，电子纱与短切原丝维持需求高位，景气有望延续全年：2020H2以来随着国内经济重启，以及风电抢装等需求带动，行业需求强势提升。行业供给侧和需求端迎来最好时刻。玻纤制品多轮涨价，目前处于高位维稳态势，在风电纱需求继续上涨的情况下，预计今年下半年景气能够持续。

2. 新材料：抗震材料表现突出

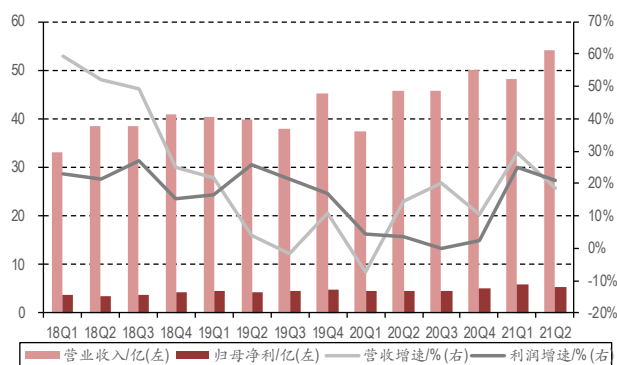
新材料主要指耐火、抗震、石英、珠光粉行业：新材料领域上市公司主营业务较为分散，主要集中在耐火材料、抗震材料、石英纤维、珠光颜料等行业。我们选取瑞泰科技、濮耐股份、北京利尔等8家主营业务占比较高的上市公司作为考察对象。8家公司全部实现正增长，毛利稍有下滑，费用管控能力增强：2021Q2，8家公司合计营收54.2亿元，同增18.5%；归母净利5.8亿元，同增0.2%。H1公司营收102.5亿元，同增23.4%，归母净利10.9亿元，同增22.6%。上半年8家上市公司毛利率26.7%，同减2.5pct；四项费用率合计14.0%，同减2.9pct。Q2经营现金净流量2.2亿元，同增1.2%。

图表 37. 新材料上市公司 2021 年中报财务指标比较

证券简称	收入规模		成长能力		现金收付		负债水平		周转能力		盈利能力	
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	营运周期 天	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	折旧占比 %	毛利率 %	费用率 %	ROE %
瑞泰科技	2,343.5	23.2	18.6	612.5	35.3	72.6	13.9	0.6	2.2	17.5	13.3	4.7
濮耐股份	2,192.5	119.4	5.5	(28.8)	101.8	53.5	41.4	0.3	3.6	21.7	14.6	4.0
北京利尔	2,490.7	240.4	19.1	4.4	113.0	33.6	56.1	0.4	2.4	21.2	9.0	5.6
鲁阳节能	1,447.9	258.2	63.2	117.3	149.1	32.1	75.1	0.4	6.0	36.1	15.2	10.9
震安科技	331.9	65.4	19.3	(29.7)	454.2	29.1	183.5	0.2	4.0	46.6	22.8	5.6
菲利华	544.6	182.5	56.3	111.4	39.7	16.9	276.1	0.2	14.6	53.4	14.1	8.5
石英股份	441.1	112.6	42.6	(7.1)	321.2	10.5	632.0	0.2	13.4	42.9	14.5	5.7
坤彩科技	455.7	86.9	36.9	29.2	261.8	36.3	16.6	0.2	13.3	37.2	14.8	5.4

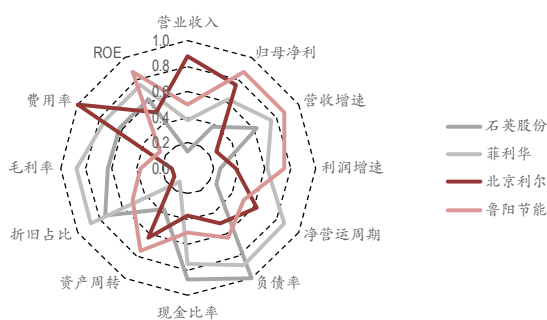
资料来源：万得，中银证券

图表 38. 新材料公司营收利润增速保持平稳



资料来源：万得，中银证券

图表 39. 主要上市公司财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

菲利华、北京利尔、鲁阳节能、石英股份四家公司财报质量较好：横向对比8家新材料上市公司财务报表，我们认为菲利华、北京利尔、鲁阳节能、石英股份四家公司报表质量较高。其中菲利华、石英股份上半年财报质量有较为明显的边际改善。具体来说，菲利华在负债率、现金比率等方面表现较好，营运能力较强；北京利尔在费用率上表现较好；鲁阳节能在营收与利润增速上表现强势。

重点推荐

华新水泥

推荐理由：2020 年以来，在疫情和长江流域雨水天气影响下，公司产能布局较多的区域均受到较大冲击，基本面数据明显回落。我们认为，随着疫情和雨水天气影响渐行渐远，2020 年上半年公司业绩基数较低，以及后续公司持续投放海外熟料和骨料产能，2021 年公司营收与利润有望迎来增长。

目前公司国内云南 4000t/d 水泥熟料生产线已经点火，湖北黄石智能化熟料万吨生产线也在年末投产。海外坦桑尼亚和乌兹别克斯坦 4000t/d 熟料项目已经投产，尼泊尔新熟料产能生产线预计将于 2021 年投产。未来公司 B 转 H 股有望落地，增资渠道扩张加上海外股东背书公司海外战略有望加速推进。疫情影响下，骨料格局持续集中，骨料业务推进也将进一步增厚公司利润。

业绩预测：预计 2021-2023 年，公司营收分别为 350.6、419.3、457.3 亿元；归母净利润分别为 70.8、84.7、90.1 亿元；EPS 为 3.38、4.04、4.30 元

风险提示

1. **水泥景气度复苏不及预期：**当前水泥行业景气度处于较低水平，2021 年景气度有望复苏。但考虑 2021 年新开工需求恢复以及新增产能仍有不确定性，行业景气度改善或将不及预期。
2. **原材料价格波动风险：**全球经济复苏带动下，大宗商品特别是原油系工业原料价格集体上涨，包括煤炭、沥青、PVC、PE、PP、环氧乙烷等都有提升。若原油价格大幅上涨，则有可能对建材行业利润空间造成冲击。
3. **行业政策风险：**市场预期国家颁布政策法规推动防水施工标准提升，对防水材料的用量和质量都有所提升，新增的市场份额将大部分为龙头获取。但政策法规颁布时间进度有不确定性，若政策无法按时落地则龙头业绩增长或将不及预期。
4. **海外疫情持续蔓延：**海外需求是玻纤需求不可忽略的一部分。当前海外特别是美国、拉美、印度地区疫情仍有加速态势，预计对海外需求和相应区域产能生产造成较大影响。

附录图表 40. 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)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
601636.SH	旗滨集团	买入	24.12	647.9	0.68	1.66	35.5	14.5	4.02
002233.SZ	塔牌集团	买入	13.22	157.6	1.49	1.60	8.8	8.3	9.05
002398.SZ	垒知集团	买入	6.55	47.2	0.52	0.58	12.7	11.3	4.55
603916.SH	苏博特	买入	22.43	94.2	1.05	1.29	21.4	17.4	8.48
000786.SZ	北新建材	买入	37.50	633.6	1.69	2.49	22.2	15.1	10.23
600801.SH	华新水泥	买入	25.86	442.9	2.69	3.50	9.6	7.4	11.34
002271.SZ	东方雨虹	买入	48.50	1,223.9	1.34	1.76	36.1	27.6	9.29
002641.SZ	永高股份	买入	5.56	68.7	0.62	0.62	8.9	9.0	3.83
600720.SH	祁连山	买入	12.88	100.0	1.85	1.91	7.0	6.7	10.17
300737.SZ	科顺股份	买入	18.86	216.1	0.78	1.74	24.3	10.8	4.19
002372.SZ	伟星新材	买入	19.01	302.7	0.75	0.80	25.4	23.7	2.51
600176.SH	中国巨石	买入	20.80	832.7	0.60	1.26	34.5	16.5	4.80
002080.SZ	中材科技	买入	35.20	590.7	1.22	2.14	28.8	16.4	7.61
300196.SZ	长海股份	增持	21.78	89.0	0.66	1.33	32.9	16.4	7.54
605006.SH	山东玻纤	增持	17.00	85.0	0.34	1.39	49.3	12.2	4.07
600585.SH	海螺水泥	未有评级	47.48	2,423.4	6.63	6.69	7.2	7.1	31.20
603737.SH	三棵树	未有评级	129.54	487.7	1.33	2.14	97.2	60.7	6.56
603826.SH	坤彩科技	未有评级	39.13	183.1	0.34	0.76	116.6	51.3	3.54
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	11.06	82.3	0.54	0.86	20.4	12.9	2.26
000012.SZ	南玻 A	未有评级	11.70	268.4	0.25	0.89	46.1	13.2	3.67
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	28.70	117.6	1.38	1.84	20.8	15.6	8.73
000789.SZ	万年青	未有评级	13.77	109.8	1.86	2.10	7.4	6.6	8.17
603378.SH	亚士创能	未有评级	27.30	81.6	1.06	1.51	25.9	18.1	9.84
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	13.58	74.3	1.14	1.38	11.9	9.9	10.62
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	23.71	192.9	2.49	2.94	9.5	8.1	8.74
002798.SZ	帝欧家居	未有评级	14.82	57.3	1.46	1.87	10.1	7.9	11.54

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 9 月 10 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：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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