

**中性**

# 建材行业周报

## 成本压力逐渐减弱，消费建材有望迎来拐点

随着政策调控出台，煤炭、PVC等原材料价格显著回落，预计其他材料随着政策调控、供给增加、需求下滑等因素价格会逐渐回归价值中枢，消费建材行业成本有望回归正常区间，届时集中度提高、市占率提升带来的业绩弹性将有望大幅释放。

- **本周板块下跌，跑输大盘：**本周申万建材指数收盘7018.1点，下跌3.4%，跑输万得全A。行业平均市盈率12.39倍，相比上周上升0.06。板块下跌，跑输大盘。
- **水泥：天气转冷，北方逐渐进入需求停滞期：**供应方面，进入十一月后，北方多省开始进行冬季错峰生产，南方供应基本正常。需求方面，天气转冷，东北、华北等多地开始降雪，施工需求下滑，南方地区施工量也低于往年同期。成本方面，煤炭价格下滑显著，但错峰省份无法受益于煤价下滑。目前，水泥销售压力较大，北方多省即将进入冬季需求停滞期，南方则受限于需求乏力，预计下周水泥价格仍将下滑。本周熟料、P·O42.5、P·S32.5粉末价格分别为475.5、583.1、556.8元/吨，分别下降16.0元、9.8元、9.5元，在供应有所恢复，需求显著低于去年同期的背景下，本周水泥价格再度下滑，目前仍处于较高水平。磨机开工率和熟料库容比分别为51.7%、64.9%，开工率下降0.6%，库容比下降1.2%。
- **玻璃：本周玻璃价格继续下跌，库存环比累积：**本周玻璃价格127.7元，较上周下跌6.1元，连续多周价格下降；库存天数13.5天，较上周增加1.1天。本周各重点关注省份大多价格下降，河北、山东、辽宁价格下滑较多。重点关注省份库存涨跌互现，辽宁、福建库存下降幅度较大，四川、河北库存上升较多。目前终端资金压力较大，中下游采购积极性偏低，市场观望氛围浓厚，整体库存上升。
- **消费建材：成本压力与地产问题导致增收不增利，板块中长期趋势不改：**从三季报业绩来看，二季度已经出现的增收不增利情况在三季度更加显著，原因主要有二：1.煤炭、天然气在三季度涨价显著，大宗化工品原材料压力同样巨大；2.恒大商票逾期未能兑付情况较为普遍，东鹏控股、三棵树多家公司大幅度计提信用减值准备，同样大幅度冲击了利润表，另有永高股份、蒙娜丽莎等公司尚未计提减值，寻求解决方案。随着政策调控出台，煤炭、PVC等原材料价格显著回落，预计其他材料随着政策调控、供给增加、需求下滑等因素价格会逐渐回归价值中枢，消费建材行业成本有望回归正常区间，届时集中度提高、市占率提升带来的业绩弹性将有望大幅释放。同时，瓷砖、涂料等消费建材已经逐渐上调产品价格，高附加值的产品提价阻力相对较小，龙头拥有品牌与技术附加值，优于中小企业，市场份额有望进一步提升。

### 相关研究报告

《建材行业周报：煤炭压力大幅回落，行业盈利能力有望增强》20211102

《建材行业周报：成本压力边际放缓，关注后续政策落实情况》20211025

《建材行业2021三季报前瞻：业绩表现环比回落，玻璃玻纤利润向好》20211020

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

- **风险提示：**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。

## 目录

本周关注.....	4
1.水泥行业近期的变化及看点.....	4
2.玻纤行业近期看点.....	4
3.消费建材：地产低迷，成本拖累目前处于估值低与业绩低.....	4
板块行情.....	6
建材指数表现.....	6
细分板块表现.....	6
个股表现.....	7
公司事件.....	8
行业数据.....	9
水泥：需求仍弱，价格下滑.....	9
玻璃：价格继续下滑，库存达到历史平均水平.....	10
玻纤：本周行情趋稳，关注风电光伏基地建设带来的需求增加.....	10
原材料走势.....	11
近期产能变动.....	12
重点公告.....	14
行业新闻.....	14
公司公告.....	15
重点推荐.....	16
华新水泥.....	16
风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1.三棵树原材料采购价格大幅上升.....	5
图表 2.三棵树产品价格涨跌不一.....	5
图表 3.建材行业近期走势.....	6
图表 4.本周建材行业与万得全 A 表现对比.....	6
图表 5.本周各细分板块涨跌幅.....	6
图表 6.本周建材板块涨跌幅排名.....	7
图表 7.本周大宗交易记录.....	7
图表 8.资金出入情况.....	7
图表 9.未来一个月限售解禁一览表.....	8
图表 10.个股质押一览表.....	8
图表 11.股东增减持一览表.....	8
图表 12.行业定增预案.....	8
图表 13.全国水泥熟料与粉末价格走势.....	9
图表 14.全国水泥磨机开工率与熟料库容比.....	9
图表 15.分区域水泥行业数据.....	9
图表 16.全国玻璃基本面数据.....	10
图表 17.玻纤产品价格（元/吨）.....	10
图表 18.各主要省份玻璃行业数据.....	10
图表 19.主要原材料价格.....	11
图表 20.废纸及 PVC 价格走势.....	11
图表 21.原油价格走势.....	11
图表 22.煤炭及纯碱价格走势.....	12
图表 23.环氧乙烷及沥青价格走势.....	12
图表 24.全国水泥错峰停窑情况一览.....	12
图表 25.重点公司公告.....	15
附录图表 26.报告中提及上市公司估值表.....	18

## 本周关注

### 1. 水泥行业近期的变化及看点

**水泥板块回顾：**九月以来行业内变化较多，需关注需求端的落实情况与限产的持续性：九月以来水泥行业内发生诸多变化，包括 1.华东、西南、东北陆续推出强制限产政策，限产目前已松动，各地水泥供应基本恢复；2.煤价冲高后在发改委强势干预下回落，目前已跌回 1500 元，吨水泥的燃料成本由峰值的 230 元回落至 170 元左右；3.国常会提出，交易电价浮动范围扩大至 20%，高能耗的水泥行业浮动范围不受限，广西水泥生产电价已上涨 50%，电价上浮已定局；4.专项债发行加速，9 月专项债发行规模 5203 亿元，远超计划 4146 亿元，财政发力信号明确，专项债发行达全年发行进度 65%，年末有望形成实物工作量与水泥需求；5.各地陆续颁布今冬错峰生产规划，错峰生产力度仍大。

**目前的看点：**供应恢复后水泥价格回落趋势较强，供需平衡点的价格是多少。限产结束后，水泥供应陆续恢复，但冬季错峰生产季即将到来，前期涨价已大幅度抑制施工进度及水泥需求，目前水泥价格在陆续下滑，需求有望随之恢复，看点在于供需平衡点的价格是多少。

### 2. 玻纤行业近期看点

**涨价印证供需格局持续向好：**本周玻璃纤维价格环比持平，玻纤价维持高位印证了我们一直的观点：行业供需缺口存在，需求增速大于供给增速。2.能耗双控下，能耗指标趋严，电价、天然气以及锆粉价格的上涨都推高了行业新产能投放的门槛，行业格局有望持续向好。

**天然气价格上涨影响总体可控：**近期天然气价格持续上涨，交易电价浮动范围扩大至 20%，对玻纤行业的成本端产生一定影响。据我们测算，生产一吨玻纤大约需要天然气 140 立方米，920 度电。天然气占玻纤生产总成本的 8%-10%，今年天然气最高价至最低价涨幅约 83.3%，以液化天然气价格计算，今年的均价较 2020 年增长 39.3%，较 2019 年增长 12.9%。考虑到玻纤龙头普遍拥有的天然气储备罐和购买协议等，预计今年天然气成本上升至总成本的 11%-13%，总体影响不大。

**新增供给放缓，龙头企业优势扩大：**玻纤行业能耗占比相对较高，每吨玻纤需要约 140 立方米天然气，900 度电，属于传统的高耗能行业。在碳中和与碳达峰背景下，新增产能有望进一步延后，扩产难度持续提升。碳达峰背景下，龙头企业优势有望扩大：通过技改升级，能耗优势相对较强；自建天然气储气罐又可以一定程度规避天然气价格上升带来的成本扰动。

**关注风电光伏基地建设带来的需求增量：**据国家发展改革委最新消息，10 月中下旬，内蒙古、甘肃、青海、宁夏 4 省区集中组织开工了一批以沙漠、戈壁、荒漠地区为主的大型风电光伏基地项目，总规模近 3000 万千瓦，拉开第一批装机容量约 1 亿千瓦项目开工序幕。新开工项目规模较大。玻璃纤维是风电叶片必须的基本材料，风电光伏基地建设有望带来风电纱需求增量。

**长期需求增速有望保持：**长期看，除了风电韧性之外，热塑短切及电子布需求持续旺盛，新能源车放量、汽车轻量化以及手机加速迭代之下，我们认为热塑短切及电子布需求的加速增长将为大概率；传统建材及工业纱需求韧性仍存，且替代效应将持续显现；玻纤需求仍维持旺盛，玻纤行业景气度仍然有望持续。

### 3. 消费建材：地产低迷，成本拖累目前处于估值低与业绩低

**成本压力与地产问题导致增收不增利，板块中长期趋势不改：**从三季报业绩来看，二季度已经出现的增收不增利情况在三季度更加显著，原因主要有二：1.煤炭、天然气在三季度涨价显著，大宗化工品原材料压力同样巨大；2.恒大商票逾期未能兑付情况较为普遍，东鹏控股、三棵树多家公司大幅度计提信用减值准备，同样大幅度冲击了利润表，另有永高股份、蒙娜丽莎等公司尚未计提减值，寻求解决方案。

随着这两项重大利空为市场所知，消费建材板块估值近期大幅下滑，目前已经具备一定的性价比。同时，龙头企业市占率提升、行业集中度提高趋势不改，龙头通过下沉市场、拓宽渠道、协同采购、品类扩张、布局海外市场等方式创造新增长点。

**成本压力有望缓解，看好业绩触底反弹：**随着政策调控出台，煤炭、PVC 等原材料价格显著回落，预计其他材料随着政策调控、供给增加、需求下滑等因素价格会逐渐回归价值中枢，消费建材行业成本有望回归正常区间，届时集中度提高、市占率提升带来的业绩弹性将有望大幅释放。同时，瓷砖、涂料等消费建材已经逐渐上调产品价格，高附加值的产品提价阻力相对较小，龙头拥有品牌与技术附加值，优于中小企业，市场份额有望进一步提升。

图表 1.三棵树原材料采购价格大幅上升

	2021年1-9月采购均价(万/吨)	2020年1-9月采购均价(万/吨)	1-9月同比变化幅度(%)	第三季度环比变化幅度(%)
乳液	0.69	0.49	40.82	0.57
钛白粉	1.72	1.14	50.88	0.50
颜填料	0.07	0.08	(12.50)	(2.54)
助剂	1.81	1.77	2.26	5.15
树脂	1.61	1.35	19.26	32.80
溶剂	0.63	0.42	50.00	0.51
单体	1.07	0.59	81.36	10.40
沥青	0.29	0.25	16.00	2.32

资料来源：三棵树公告，中银证券

图表 2.三棵树产品价格涨跌不一

类别	2021年1-9月采购均价(万/吨)	2020年1-9月采购均价(万/吨)	1-9月同比变化幅度(%)	第三季度环比变化幅度(%)
家装墙面漆	6.28	6.94	(9.5)	(4.7)
工程墙面漆	4.29	4.73	(9.3)	(1.6)
家装木器漆	35.39	23.77	48.9	20.5
工业木器漆	16.66	15.37	8.4	16.2
胶黏剂	8.38	7.61	10.1	42.0
基材与辅材	1.44	1.2	20.0	1.4
防水卷材(m2)	16.37	17.16	(4.6)	3.0
沥青	0.29	0.25	16.0	2.3

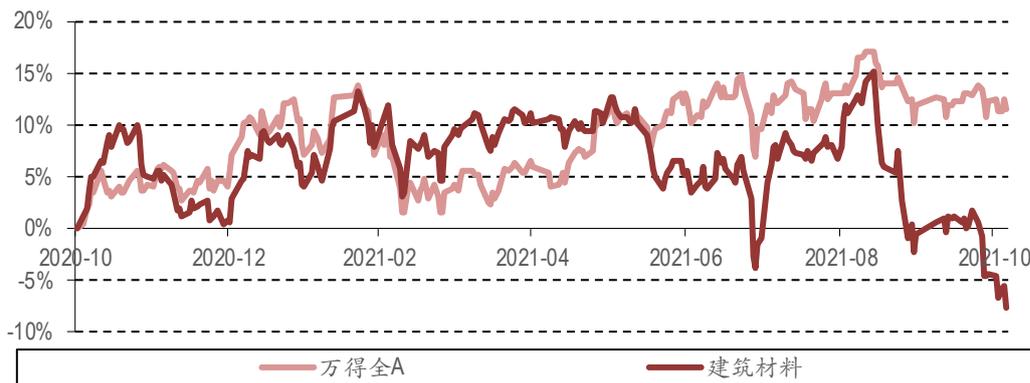
资料来源：三棵树公告，中银证券

## 板块行情

### 建材指数表现

**本周板块下跌，跑输大盘：**本周申万建材指数收盘 7018.1 点，下跌 3.4%，跑输万得全 A。行业平均市盈率 12.39 倍，相比上周上升 0.06。板块下跌，跑输大盘。最近一年建材板块累计下跌 7.68%，低于万得全 A 的上涨 11.63%。

图表 3. 建材行业近期走势



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 本周建材行业与万得全 A 表现对比

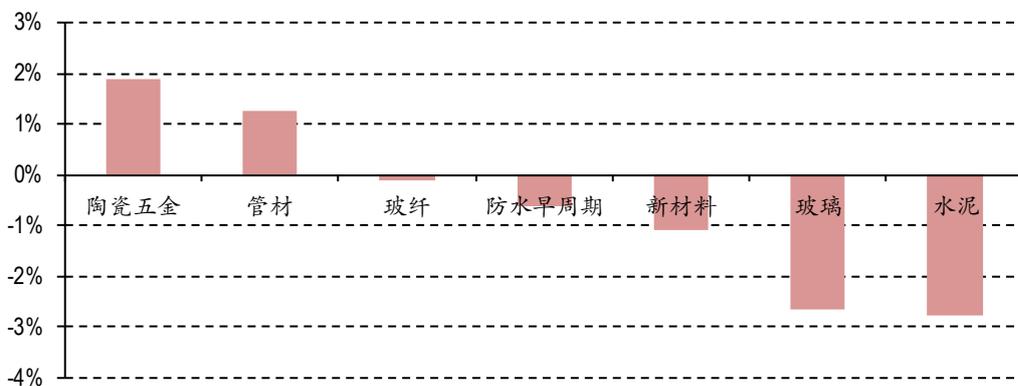
价格	上周	本周	涨跌幅/%	上周 PE	本周 PE	估值变动
万得全 A	5,679.9	5,645.3	(0.6)	19.1	19.0	(0.1)
建材指数	7,265.3	7,018.1	(3.4)	12.3	12.4	0.1

资料来源：万得，中银证券

### 细分板块表现

**细分板块涨少跌多，陶瓷五金装修领涨，水泥领跌：**本周建材细分板块涨少跌多，陶瓷五金装修、管材上涨；水泥、玻璃、新材料、防水早周期、玻纤下跌。其中，陶瓷五金装修上涨 1.9%，涨幅最大，水泥下跌 2.8%，跌幅最大。116 家 A 股上市公司涨跌参半，54 家上涨，60 家下跌，2 家持平。

图表 5. 本周各细分板块涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

## 个股表现

三棵树、文化长城、石英股份等领涨，金圆股份、福莱特、方大炭素等领跌；东方雨虹等有大宗交易记录：三棵树、文化长城、石英股份等个股领涨，金圆股份、福莱特、方大炭素领跌。本周无个股停牌。东方雨虹、赛特新材等多家公司有大宗交易记录，其中，东方雨虹成交 174.0 万股，成交额 7012.1 万元，平均折价率 0.21%，赛特新材和四川双马分别有一笔 24.0% 与 7.4% 折价率的大宗交易。雄塑科技、顾地科技、万里石等个股资金流入较多，红墙股份、深天地 A、东鹏控股等个股资金流出较多。

图表 6. 本周建材板块涨跌幅排名

上涨排名	公司简称	涨幅(%)	下跌排名	公司简称	涨幅(%)
1	三棵树	20.1	1	金圆股份	(13.4)
2	文化长城	18.8	2	福莱特	(13.4)
3	石英股份	14.9	3	方大炭素	(11.6)
4	雄塑科技	12.0	4	九鼎新材	(10.8)
5	森特股份	11.9	5	鲁阳节能	(10.3)

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 本周大宗交易记录

大宗交易	名称	交易日期	成交价	成交量/万股	成交额/万元	当日折价率/%
002271.SZ	东方雨虹	11月1日至5日	40.31	174.0	7,012.1	(0.21)
688398.SH	赛特新材	11月5日	33.28	6.4	212.0	(24.0)
600585.SH	海螺水泥	11月4日	38.02	19.6	745.2	0.00
000786.SZ	北新建材	11月3日	27.32	10.0	273.2	0.00
000935.SZ	四川双马	11月1日	20.03	79.2	1,585.6	(7.44)

资料来源：万得，中银证券

图表 8. 资金出入情况

资金流入个股					
证券代码	证券简称	主力净流入额/万元	主力净流入量/手	成交额/万	主力流入率/%
300599.SZ	雄塑科技	2,437.6	21,781.8	15,440.0	15.8
002694.SZ	顾地科技	608.9	22,121.9	5,780.1	10.5
002785.SZ	万里石	16,516.2	56,412.1	163,104.0	10.1
603856.SH	东宏股份	1,859.2	15,049.8	20,006.6	9.3
002372.SZ	伟星新材	5,931.4	32,057.5	72,184.9	8.2
资金流出					
证券代码	证券简称	主力净流出额/万元	主力净流出量/手	成交额/万	主力流入率/%
002809.SZ	红墙股份	(1,066.9)	(11,464.2)	5,574.4	(19.1)
000023.SZ	深天地 A	(1,851.8)	(14,998.6)	10,510.8	(17.6)
003012.SZ	东鹏控股	(3,329.4)	(28,027.5)	22,136.8	(15.0)
300715.SZ	凯伦股份	(3,247.3)	(16,921.2)	23,756.6	(13.7)
002201.SZ	九鼎新材	(14,191.4)	(63,175.0)	111,581.9	(12.7)

资料来源：万得，中银证券

## 公司事件

未来一个月雄塑科技新增定增机构配售限售解禁，东方雨虹等新增质押，海象新材等新增减持，华新水泥有股东增持：雄塑科技将在11月29日有5413.2万股定向增发满足解禁目标。东方雨虹、濮耐股份、四川双马本周分别有新增500万、50万与4500万股质押。华新水泥本周有4位股东共增持8.8万股，海象新材一位董事与一位监事合计减持79.9万股，市值2467.7万元；万里石一位股东减持16.3万股，市值490.4万元。本周无新增定增预案。

图表 9.未来一个月限售解禁一览表

股票代码	股票简称	解禁日	解禁数量/万	流通股/万	占流通股/%	解禁类型
300599.SZ	雄塑科技	2021-11-29	5,413.2	15,282.6	35.42	定向增发机构配售股份

资料来源：万得，中银证券

图表 10.个股质押一览表

股票代码	股票简称	质押次数	本周累计质押	质押率变动(%)	股份质押比例(%)
002271.SZ	东方雨虹	1	500.0	0.20	10.1
002225.SZ	濮耐股份	1	50.0	0.05	17.8
000935.SZ	四川双马	1	4500	5.89	19.9

资料来源：万得，中银证券

图表 11.股东增减持一览表

股票代码	股票简称	变动次数	涉及股东	总变动方向	净买入/万	参考市值/万	占流通股/%
600801.SH	华新水泥	4	4	增持	8.8	144.7	0.0
003011.SZ	海象新材	3	2	减持	(79.9)	(2,467.7)	(3.1)
002785.SZ	万里石	1	1	减持	(16.3)	(490.4)	(0.1)

资料来源：万得，中银证券

图表 12.行业定增预案

股票代码	股票简称	最新公告日	方案进度	增发价	增发数量/万	募集资金/亿	定价方式	认购方式	定增目的
002694.SZ	顾地科技	2017-06-24	董事会预案		11,943.9	30.0	竞价	现金	项目融资
600586.SH	金晶科技	2019-08-23	董事会预案		28,575.4	6.0	竞价	现金	项目融资
000877.SZ	天山股份	2021-11-02	发行上市		730,008.3		定价	资产	融资收购其他资产
000877.SZ	天山股份	2020-08-08	董事会预案	13.4			定价	资产	融资收购
002392.SZ	北京利尔	2021-03-05	董事会预案	3.5	8,829.0	3.1	定价	现金	补充资金
002392.SZ	北京利尔	2020-03-10	股东大会通过	2.9	15,000.0	4.4	定价	现金	项目融资
002785.SZ	万里石	2020-12-03	股东大会通过	16.7	2,000.0	3.3	定价	现金	补充资金
002271.SZ	东方雨虹	2021-01-12	股东大会通过		47,093.5	80.0	竞价	现金	项目融资
000012.SZ	南玻A	2020-03-27	证监会通过		92,120.8	40.3	竞价	现金	项目融资
601865.SH	福莱特	2020-10-28	证监会通过		45,000.0	25.0	竞价	现金	项目融资
300715.SZ	凯伦股份	2020-06-03	发布发行报告书	35.3	4,250.5	15.0	定价	现金	补充资金
300599.SZ	雄塑科技	2020-12-03	发审委通过		9,120.0	5.0	竞价	现金	项目融资
000401.SZ	冀东水泥	2021-06-26	董事会预案	13.3			定价	资产	融资收购其他资产
000401.SZ	冀东水泥	2021-06-26	董事会预案		40,425.7		竞价	现金	配套融资
603737.SZ	三棵树	2021-04-08	董事会预案		8,066.5	37.0	竞价	现金	项目融资

资料来源：万得，中银证券

## 行业数据

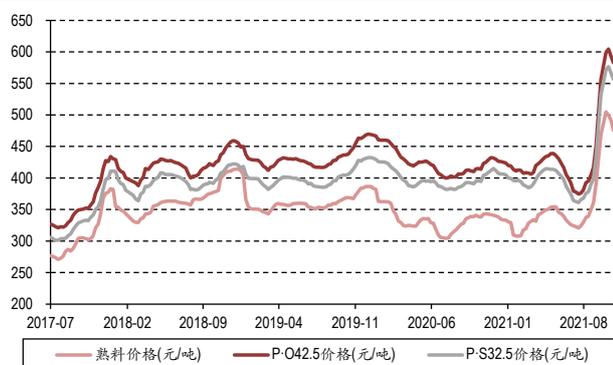
### 水泥：需求仍弱，价格下滑

**天气转冷，北方逐渐进入需求停滞期：**供应方面，进入十一月后，北方多省开始进行冬季错峰生产，南方供应基本正常。需求方面，天气转冷，东北、华北等多地开始降雪，施工需求下滑，南方地区施工量也低于往年同期。成本方面，煤炭价格下滑显著，但错峰省份无法受益于煤价下滑。目前，水泥销售压力较大，北方多省即将进入冬季需求停滞期，南方则受限于需求乏力，预计下周水泥价格仍将下滑。

**价格小幅较多，库容比小幅下降：**本周熟料、P·O42.5、P·S32.5 粉末价格分别为 475.5、583.1、556.8 元/吨，分别下降 16.0 元，9.8 元、9.5 元，在供应有所恢复，需求显著低于去年同期的背景下，本周水泥价格再度下滑，目前仍处于较高水平。磨机开工率和熟料库容比分别为 51.7%、64.9%，开工率下降 0.6%，库容比下降 1.2%。

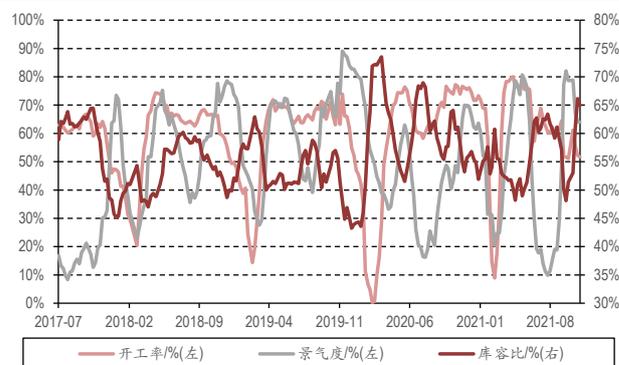
**区域行情：北方需求即将结束，南方压力仍大：**分区域来看，西北地区青海与新疆即将进入错峰生产，施工活动减少，供需两弱，价格稳定；华北冀中南水泥需求疲软，停窑并未支撑价格上行；东北与华北多地开始降雪，错峰生产即将开始，发货即将停止；华中地区河南与两湖地区普遍回落，跌幅在 30-50 元/吨，施工活动不足是价格下降主要原因；华南地区广西与广东目前处于下降区间，销量不足，价格压力较大；华东地区，山东熟料线恢复生产，淄博和临沂重污染天气预警本周解除，其余地市暂未发布新的预警，供应恢复但需求仍低于往年同期，其余地区基本弱稳运行，福建新增四季度停窑计划，但目前执行欠佳，价格推涨未落实；西南地区贵州暂时稳定，川渝地区试图推涨，后续落实有待观察。

图表 13. 全国水泥熟料与粉末价格走势



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 14. 全国水泥磨机开工率与熟料库容比



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 15. 分区域水泥行业数据

	熟料价格	比上周/%	42.5 价格	比上周/%	32.5 价格	比上周/%	开工率/%	比上周/%	库容比/%	比上周/pct
华北	443.3	(2.4)	522.0	(1.1)	484.0	(0.8)	34.5	(1.5)	60.0	(3.9)
东北	605.0	0.0	673.3	(4.7)	640.0	(5.0)	23.8	(3.8)	41.7	(3.3)
华东	510.5	(1.6)	617.1	(0.7)	576.4	(0.2)	67.8	15.0	70.5	3.2
华中	472.5	(4.1)	593.3	(4.0)	573.3	(4.7)	53.8	(1.9)	57.9	(8.6)
华南	458.0	(16.6)	690.0	(1.0)	655.0	(1.0)	56.7	0.0	77.0	(1.0)
西南	441.3	(2.2)	546.0	(1.8)	528.0	(2.2)	51.7	(0.6)	75.0	0.0
西北	425.0	0.0	509.0	0.0	512.0	0.0	42.2	(2.8)	59.4	1.1

资料来源：卓创资讯，中银证券

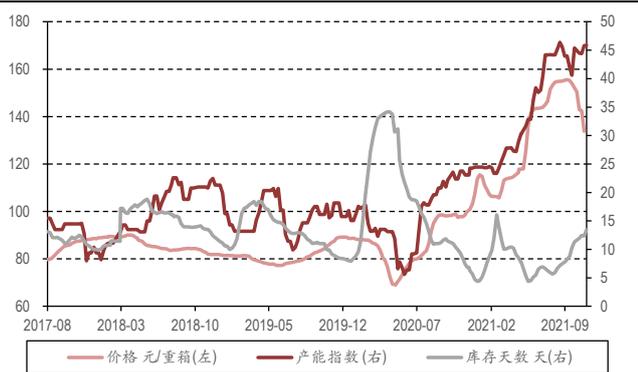
**水泥板块展望：九月以来行业内变化增加，需关注需求端的落实情况与限产的持续性：**九月以来水泥行业内发生诸多变化，包括 1.华东、西南、东北陆续推出强制限产政策，限产目前已松动，各地水泥供应基本恢复；2.煤价冲高后在发改委强势干预下回落，目前已跌回 1500 元，吨水泥的燃料成本由峰值的 230 元回落至 170 元左右；3.国常会提出，交易电价浮动范围扩大至 20%，高能耗的水泥行业浮动范围不受限，广西水泥生产电价已上涨 50%，电价上浮已定局；4.专项债发行加速，9 月专项债发行规模 5203 亿元，远超计划 4146 亿元，财政发力信号明确，专项债发行达全年发行进度 65%，年末有望形成实物工作量与水泥需求；5.各地陆续颁布今冬错峰生产规划，错峰生产力度仍大。

**展望明年：**明年预计地产端压力仍大，但预计明年基建重要性有望提高，水泥需求或将；碳中和背景下能耗标准有望提高，供给收缩有望持续；行业格局有望向好，龙头企业能耗优势有望转化为生产优势。

## 玻璃：价格继续下滑，库存达到历史平均水平

**本周玻璃价格继续下跌，库存环比累积：**本周玻璃价格 127.7 元，较上周下跌 6.1 元，连续多周价格下降；库存天数 13.5 天，较上周增加 1.1 天。本周各重点关注省份大多价格下降，河北、山东、辽宁价格下滑较多。重点关注省份库存涨跌互现，辽宁、福建库存下降幅度较大，四川、河北库存上升较多。目前终端资金压力较大，中下游采购积极性偏低，市场观望氛围浓厚，整体库存上升。

图表 16. 全国玻璃基本面数据



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 17. 玻纤产品价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 18. 各主要省份玻璃行业数据

	河北	山西	辽宁	江苏	浙江	安徽	福建	山东	湖北	湖南	广东	四川	陕西
价格(元/箱)	123.9	122.0	128.9	135.9	126.1	135.3	125.5	128.5	116.0	119.5	129.1	129.3	123.5
比上周/%	(8.4)	(5.8)	(6.9)	(3.0)	(4.8)	(0.7)	0.0	(8.7)	(7.2)	(5.9)	(1.8)	(2.0)	(6.3)
库存(万箱)	939.0	92.0	150.0	332.0	224.0	334.0	83.0	521.0	455.0	98.0	398.0	323.0	116.0
比上周/%	9.2	3.4	(12.8)	1.8	(5.1)	3.7	(17.0)	0.0	3.9	0.0	1.8	9.9	2.7

资料来源：卓创资讯，中银证券

## 玻纤：本周行情趋稳，关注风电光伏基地建设带来的需求增加

**无碱纱行情维稳，供需良好：**本周无碱池窑粗纱市场价格整体走稳，个别厂部分产品报价小幅松动，市场交投相对平稳。国内主要厂家维持高价运行态势，多数老客户提货平稳，加之风电市场需求支撑，多数货源仍呈紧俏状态。现 2400tex 缠绕直接纱主流 6200-6300 元/吨，含税出厂价格，较上一周价格基本平稳，同比涨幅 10.21%。目前主要企业无碱纱产品主流企业报价如下：无碱 2400tex 直接纱报 6100-6400 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 9000-9500 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 9900-10300 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 9400-10000 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 9900-10000 元/吨，无碱 2000tex 热塑合股纱报 7200-7400 元/吨，不同区域价格或有差异。

**电子纱价格总体趋稳：**电子纱市场行情变动不大，各电子纱池窑企业产销平稳，电子纱库存持续低位，但下游对部分高价货源接受能力有限，现电子纱 G75 主流报价 16000-17000 元/吨不等，环比上周价格持平；电子布主流报价维稳，当前主流 8.3-8.5 元/米，个别大户价格可谈。

**关注风电光伏基地建设带来的需求增量：**据国家发展改革委最新消息，10 月中下旬，内蒙古、甘肃、青海、宁夏 4 省区集中组织开工了一批以沙漠、戈壁、荒漠地区为主的大型风电光伏基地项目，总规模近 3000 万千瓦，拉开第一批装机容量约 1 亿千瓦项目开工序幕。新开工项目规模较大。玻璃纤维是风电叶片必须的基本材料，风电光伏基地建设有望带来风电纱需求增量。

**新增供给放缓，龙头企业优势扩大：**玻纤行业能耗占比相对较高，每吨玻纤需要约 140 立方米天然气，900 度电，属于传统的高耗能行业。在碳中和与碳达峰背景下，新增产能有望进一步延后，扩产难度持续提升。碳达峰背景下，龙头企业优势有望扩大：通过技改升级，能耗优势相对较强；自建天然气储气罐又可以一定程度规避天然气价格上升带来的成本扰动。

**9 月来两轮涨价印证景气持续：**9 月以来玻纤已经历两轮涨价，目前热塑短切及电子布需求持续旺盛，新能源车放量、汽车轻量化以及手机加速迭代之下，我们认为热塑短切及电子布需求的加速增长将为大概率；传统建材及工业纱需求韧性仍存，且替代效应将持续显现；玻纤需求仍维持旺盛，供给增量有限且可控，玻纤行业景气度仍然有望持续。

## 原材料走势

**本周煤炭、纯碱、原油、PVC、价格均下滑，成本压力有望持续缩小：**随着政策调控持续发力，煤炭、PVC、纯碱的价格均出现显著下滑的拐点，但目前仍处于历史高位，未来两周仍然有下滑空间，我们预计随着供应的持续恢复，原材料价格将有望继续回调。

图表 19. 主要原材料价格

	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
2021-10-31	2,492.9	10,040.0	82.4	3,800.0	1,511.3	10,000.0	3,918.6
2021-11-07	2,522.9	9,182.0	81.4	3,607.0	1,182.5	10,000.0	3,925.7
价格变化	30.0	(858.0)	(1.0)	(193.0)	(328.8)	0.0	7.1
涨幅：%	1.2%	-8.5%	-1.2%	-5.1%	-21.8%	0.0%	0.2%

资料来源：万得，中银证券

图表 20. 废纸及 PVC 价格走势



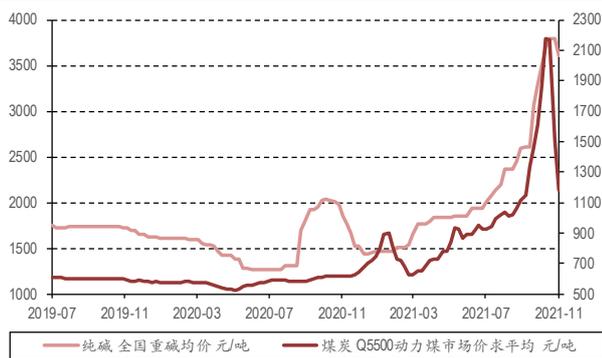
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 原油价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 煤炭及纯碱价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 环氧乙烷及沥青价格走势



资料来源：万得，中银证券

## 近期产能变动

图表 24. 全国水泥错峰停窑情况一览

区域	地区	限产天数	限产时间	控制产能
东北	辽宁	15 天	2021.10.9-10.24	错峰停窑 15 天
		120 天	2021.12.1-2022.3.31	冬季错峰
	黑龙江	150 天	2021.10.15-2022.3.15	错峰停窑
	吉林	120 天	2021.12.1-2022.3.31	冬季错峰，各厂时间略有先后，早停早开，晚停晚开。
西北	宁夏	21 天	10.10-10.31	用电负荷不足以支撑开窑。
	内蒙古	120 天	2021.12.1-3.31	12 月 1 日至 3 月 31 日共 4 个月实行错峰生产。
	河北	150 天	2021.11.15-2022.11.14	采暖季 120 天，5 月、7 月中下旬和 8 月上旬、9 月和 10 月上旬共计 30 天
华北	河北石家庄、邢台	6-10 天	2021.7.25-10.31	环保排名“退前十”，秋冬季错峰前，停窑常态化，预计日均不超过 10 天。
	山西	150 天	2021.11.1-2022.3.31	分两个阶段实施，第一阶段：2021 年 11 月 1 日-2021 年 12 月 31 日；第二阶段：2022 年 1 月 1 日-2022 年 3 月 31 日。
	山东	20 天	2021.10.25-11.3	集中补停
	山东	120 天	2021.12.1-2022.3.31	冬季错峰
华东	江苏	60 天	2021 年	1.1-3.31 停 30 天，6.1-8.31 停 15 天，其余时段 15 天。
	浙江	75 天	2021 年四季度	原定全年 65 天，其中春节停窑 35 天，梅雨高温季节 20 天，四季度 10 天。但 9 月变更为四季度单线停窑 75 天。
	安徽	30-90 天	2021 年	12 月 1 日至次年 3 月 31 日（北片企业）、冬季和雨季伏天（南片企业）。A 级企业自主安排，B 级停 30 天，C 级停 60 天，D 级停 90 天。2021 年 8 月底开始，芜湖 3-4 条熟料线停窑 28-50 天。
	江西	20-25 天	2021 年 4 季度	第一阶段 10 月 21 日-28 日，错峰生产时间 7 天。
中南	福建	75 天	2021 年	1-5 月错峰停窑 40 天，7-10 月 15 天。新增 11 月、12 月各停 10 天。
	河南	10 天	2021.10.26-11.4	自律停窑
	广东	40 天	2021 年	能耗双控影响，9 月上旬惠州地区旋窑企业暂时停产。
	广西	64 天	2021 年	新增 10-11 月停窑 24 天。
西南	湖北	60 天	2021 年	全年 60 天，一季度 30 天。6 月停窑 7-10 天。7.31 前停够 48 天。四季度停窑 15 天。
	四川	110 天	2021 年	错峰停窑。一季度 30 天。二季度平均 35 天，其中 4 月 5 天，5 月 10 天，6 月 10 天。三季度 20 天。四季度 20 天，10 月份不低于 8 天。
	重庆	60 天	2021.11-2022.1	自律停窑，配合用电负荷减少。11 月停 15 天，12 月停 15 天，1 月停 30 天。
	云南	-	2021.9	8 月基础上减产 80%。
	贵州	120 天	2021 年	一季度 40 天，二季度 30 天（5 月 17 日追加），三季度 30 天，四季度 20 天（8 月 15 日追加）；协同窑，90 天，一季度 35 天，二季度 20 天，三季度 20 天，四季度 15 天。错峰停窑计划一季度执行到位，二季度多数执行欠佳。

资料来源：卓创资讯、数字水泥、中银证券

### 水泥产能变动

全国部分地区水泥行业仍然减产，北方省份开始采暖季错峰。广西 11 月末前计划停窑 24 天。贵州四季度计划错峰停窑 40 天。重庆 11 月至明年 2 月计划错峰停窑 60 天。北方十五省区 11 月开始陆续执行采暖季错峰停窑计划。

新投产产能：10 月 27 日，广东韶关台泥 6000t/d 熟料线点火，11 月 2 日，贵州赫章红狮 4000t/d 熟料线点火。

广西工信厅发文指出，对已建成尚未投产的高耗能行业项目，2021 年暂不予安排生产。

### 玻璃产能变动

本周产线暂无变动。截至本周四，全国浮法玻璃生产线共计 307 条，在产 265 条，日熔量共计 175425 吨，环比上周持平。周内暂无产线变化。。

### 玻纤产能变动

无。

资料来源：卓创资讯

## 重点公告

### 行业新闻

【中国水泥网】新疆地区天山水泥、山水水泥等7家水泥熟料生产企业承诺在2021年11月1日至2022年3月15日期间执行停窑计划，并签订了承诺书。

【阿尔法工场】信义玻璃(00868.HK)主席兼执行董事李贤义、副主席兼执行董事董清波、非执行董事李清凉及主要股东李圣典，于11月3日增持集团合共504.2万股股份。

【数字水泥网】特盈能源与华润水泥就1#线5000t/d水泥窑炉富氧烧成系统技术改造项目正式签约。

【中国玻璃报道】南非国际贸易管理委员会(ITAC)对原产于或进口自中国的夹层安全玻璃产品发起反倾销调查。涉案产品南非海关税号为7007.29。

【中国建筑防水协会】北京住建委发布2022老旧小区整治计划，力争到“十四五”期末，对2000年底前建成的小区基本完成老旧小区的改造任务。根据通知要求，2022年市属老旧小区改造计划安排，新确认不低于400个小区，新开工不低于300个小区，新完工不低于100个小区。

【中国水泥网】山东联合王晁水泥拟建一条4000t/d水泥熟料生产线，依托现有2500t/d水泥熟料生产线进行技术改造，超出的1500t/d部分拟购买一条2500t/d产能按照80号文不低于1.5:1实施减量置换。

【中国水泥网】广东肇庆出台《肇庆市推动建筑材料产业发展行动计划(2021-2025年)》提出到2025年，全市建筑材料产业总产值突破500亿元，水泥行业培育1家产值超80亿元的企业，全市建筑材料产业亿元级企业超过20家，打造具有核心竞争力和特色优势的建筑材料产业集群。

【数字水泥网】华润水泥挂牌转让山西华润福龙水泥有限公司72%股权，转让底价为3.47亿元。

【玻纤情报网】土耳其对中国玻璃纤维及其制品启动第二次反倾销日落复审立案调查。

【中外涂料网】东方雨虹民用建材拟于11月15日起上调产品价格，预计涨价幅度在10%-20%之间。

【河南生态环境厅】河南省生态环境厅明确严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料建设项目，未经工业和信息化部、国家发展改革委联合公告的产能，一律视为违规产能予以关停。淘汰2000吨/日及以下通用水泥熟料生产线，直径3米及以下水泥粉磨装备。

【Wind】德力股份首座药用玻璃窑炉计划明年投产；公司目前利用原有日用玻璃窑炉改造日产150吨光伏玻璃窑炉；公司日产1000吨光伏玻璃窑炉目前正在建设。

【中国水泥网】中联水泥签约兴建河南省驻马店市泌阳县绿色建材产业基地项目，项目建设环保、节能、绿色1000万吨/年骨料生产线、1000万吨/年机制砂生产线各一条，年可处置矿山废弃石料2000万吨，配套建设锯泥综合处置系统、年产200万立方商品混凝土和50万立方水泥制品。

【中国水泥网】成都建材院承建的台泥(韶关)水泥6000t/d熟料水泥生产线项目成功点火投产。

【数字水泥】中国建材转让标的股权予中材国际已获完成。

【陶瓷信息】近期，随着秋冬季用气高峰的逐渐临近，国内天然气缺口再加大，全国各建陶产区限气再度升级，气价持续飙升。其中，广东、江西气价已经突破5元/m<sup>3</sup>大关，直逼6元/m<sup>3</sup>。

## 公司公告

图表 25. 重点公司公告

时间	公司	内容
2021/11/5	【东方雨虹】	为持续丰富绿色建材产品品类，提升产品品质、实现产品结构及系统服务的优化升级，公司与深圳瑞和建筑装饰股份有限公司签订战略合作协议。
2021/11/3	【帝欧家居】	公司基于对未来发展前景的信心为进一步健全公司长效激励机制，计划以自有资金通过二级市场以集中竞价方式回购部分社会公众股份。回购资金总额不低于人民币 10,000 万元（含）且不超过人民币 20,000 万元（含），回购股份价格不超过人民币 20.68 元/股。预计可回购股份数量约为 967.11 万股，约占公司当前总股本的 2.50%。
2021/11/2	【石英股份】	公布第三期员工持股计划，总人数不超过 126 人，其中本公司董事、监事、高级管理人员共 9 人，筹集资金总额上限为 9,000 万元，锁定期为 12 个月。
2021/11/1	【塔牌集团】	截至 2021 年 10 月 31 日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份 1854.69 万股，约占公司总股本的 1.56%，支付的总金额为 2.03 亿元（含交易费用）。
2021/11/1	【东鹏控股】	公司及控股子公司于近期取得由国家知识产权局颁发的 8 项发明专利证书，专利权期限为二十年，自申请日起算。截至本公告日，公司及控股子公司现有各类型有效专利 1532 项，其中包括发明专利 255 项。
2021/11/1	【帝欧家居】	为进一步健全公司长效激励机制，计划以自有资金通过二级市场以集中竞价方式回购部分社会公众股份。回购资金总额不低于人民币 10,000 万元（含）且不超过人民币 20,000 万元（含），回购价格不超过人民币 20.68 元/股，预计可回购股份数量约为 967.11 万股，约占公司当前总股本的 2.50%。
2021/11/1	【旗滨集团】	公司拟开展套期保值业务，期货品种为郑州商品交易所上市的纯碱期货，实物为重质纯碱，持仓合约金额不超过人民币 5 亿元。方案期间为 2021 年 11 月 1 日至 2022 年 10 月 31 日。
2021/11/1	【旗滨集团】	公司控股孙公司拟投资建设中性硼硅药用玻璃素管生产线项目（二期），项目计划总投资 23,267 万元。福建药玻拟以货币资金出资方式对其全资子公司湖南药玻进行增资，增资完成后，湖南药玻注册资本将由 10,200 万元变更为 20,200 万元。

资料来源：公司公告、中银证券

## 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

**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。

**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。

**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。

**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 26. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
					20A	21E	20A	21E	
601636.SH	旗滨集团	买入	14.54	390.58	0.68	1.65	21.4	8.8	4.57
002233.SZ	塔牌集团	买入	9.87	117.68	1.49	1.74	6.6	5.7	9.41
002398.SZ	垒知集团	买入	6.19	44.60	0.52	0.47	12.0	13.2	4.64
603916.SH	苏博特	买入	17.08	71.79	1.05	1.29	16.3	13.2	8.90
000786.SZ	北新建材	买入	26.79	452.62	1.69	2.25	15.8	11.9	10.75
600801.SH	华新水泥	买入	16.12	300.01	2.69	3.11	6.0	5.2	11.88
002271.SZ	东方雨虹	买入	39.79	1,004.13	1.34	1.64	29.6	24.3	9.82
002641.SZ	永高股份	买入	4.43	54.73	0.62	0.52	7.1	8.5	3.92
600720.SH	祁连山	买入	9.44	73.28	1.85	2.14	5.1	4.4	10.62
300737.SZ	科顺股份	买入	12.62	145.27	0.77	0.95	16.3	13.3	4.30
002372.SZ	伟星新材	买入	18.63	296.61	0.75	0.80	24.9	23.2	2.75
600176.SH	中国巨石	买入	17.87	715.36	0.60	1.33	29.6	13.4	5.23
002080.SZ	中材科技	买入	34.81	584.15	1.22	2.14	28.5	16.3	8.11
300196.SZ	长海股份	增持	17.35	70.91	0.66	1.44	26.2	12.0	7.94
605006.SH	山东玻纤	增持	13.92	69.60	0.34	1.22	40.4	11.4	4.31
600585.SH	海螺水泥	买入	37.82	1,912.24	6.63	6.59	5.7	5.7	32.58
000789.SZ	万年青	增持	11.15	88.91	1.86	1.95	6.0	5.7	8.57
000401.SZ	冀东水泥	增持	11.40	161.16	2.02	2.10	5.7	5.4	11.52
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	17.00	138.32	2.49	3.05	6.8	5.6	9.46
603737.SH	三棵树	未有评级	133.85	503.86	1.33	1.29	100.4	103.7	6.43
603826.SH	坤彩科技	未有评级	37.69	176.39	0.34	0.43	112.3	86.9	3.62
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	8.42	62.64	0.54	0.87	15.6	9.6	2.47
000012.SZ	南玻 A	未有评级	8.52	194.65	0.25	0.83	33.6	10.3	3.72
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	19.41	80.42	1.37	1.68	14.2	11.6	8.98
603378.SH	亚士创能	未有评级	23.53	70.34	1.06	1.14	22.3	20.7	7.69
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	11.51	63.01	1.14	1.40	10.1	8.2	10.97
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	17.00	138.32	2.49	3.05	6.8	5.6	9.46
002798.SZ	帝欧家居	未有评级	13.79	53.35	1.46	1.44	9.4	9.6	11.83

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2021 年 11 月 5 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