

建材行业中期策略报告 ——建筑材料，全新出发

民生证券建材 李阳 执业证号：S0100521110008

0 摘要

➤ 消费建材：峰回路转，分化成长

压力测试期已过，上下游现拐点，下游高频销售数据释放复苏信号，上游大宗原材料、燃料价格6月中下旬以来多有下调。地产回暖趋势不变，重视2个方向：①二手房/新房均受益的C+小b，②加快竣工交付的“烂尾楼”重启逻辑。3季度开启，消费建材重在兑现，经营数据的持续改善尤为重要，如期改善会修复3、4季度乃至明年业绩预期。消费建材重点标的：双龙头组合【伟星新材】【东方雨虹】，弹性组合【北新建材】【坚朗五金】【科顺股份】【蒙娜丽莎】【兔宝宝】。

➤ 水泥：静待需求回暖

上半年水泥市场承压。1-5月，全国累计水泥产量7.83亿吨，同比-15.3%；需求方面，2022年1-5月，全国固定资产投资(不含农户)205964亿元，同比+6.2%。此外，煤炭成本高企，2022Q2均价1202元/吨，同比+47.00%，环比+2.47%，水泥企业毛利仍受煤价上涨的负面影响。看好稳增长背景下，H2地产链+基建链回暖，带动水泥需求整体向好。当前，沥青装置开工率已连续4周提升，部分地区水泥出货量环比改善，重点推荐【华新水泥】【上峰水泥】【海螺水泥】。

➤ 玻璃：行业底部期待一次V形回暖

成本高企，行业盈利能力已低于2020年疫情阶段，6月23日以来浮法共冷修5条线3400T/D，盈利能力加速下滑情况下，部分坚守企业面临成本压力，冷修意愿可能增强。行业出现较大范围亏损情况下，旗滨保持盈利韧性，同时光伏玻璃新业务成本控制能力被寄予厚望，推荐【旗滨集团】。

➤ 玻纤：经济复苏“伴侣”，内需回补、外需景气

Q3内需回补尤为重要，主要看3个方面的支持：汽车产业链+风电下半年小“抢装”+建筑建材稳增长，以及外需维持景气，我们重点提示：一是玻纤2季度业绩预计继续领先建材板块，产能投放+受益海外；二是下游“三驾马车”景气交织，经济复苏“伴侣”；三是成本上涨抑制供给，包括能源&材料成本、双碳审批成本，重点标的包括【中材科技】【中国巨石】【长海股份】。

➤ 新建材：建设材料，百花齐放

工业胶、碳纤维高景气延续，中硼硅玻璃瓶需求保持旺盛，减隔震空间预期高增。重点推荐【硅宝科技】【中复神鹰】，关注【天铁股份】【明月镜片】【公牛集团】【欧派家居】【山东药玻】。

风险提示：1) 基建项目落地不及预期，2) 地产政策放松不及预期，3) 疫情的负面影响。

重点公司盈利预测

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002372.SZ	伟星新材	20.23	0.77	1.01	1.21	26	20	17	推荐
002271.SZ	东方雨虹	44.50	1.67	2.09	2.64	27	21	17	推荐
300019.SZ	硅宝科技	21.85	0.68	1.02	1.36	32	21	16	推荐
002080.SZ	中材科技	27.23	2.01	2.21	2.60	14	12	10	推荐
600176.SH	中国巨石	15.38	1.51	1.68	1.78	10	9	9	推荐
300196.SZ	长海股份	17.24	1.40	1.80	2.12	12	10	8	推荐
300737.SZ	科顺股份	11.23	0.57	1.01	1.32	20	11	9	推荐
000786.SZ	北新建材	31.21	2.08	2.38	2.85	15	13	11	推荐
601636.SH	旗滨集团	11.37	1.58	1.22	1.46	7	9	8	推荐
600801.SH	华新水泥	18.29	2.56	3.04	3.43	7	6	5	推荐
000672.SZ	上峰水泥	15.16	2.67	3.17	3.60	6	5	4	推荐
600585.SH	海螺水泥	34.77	6.28	6.23	6.32	6	6	5	推荐
002791.SZ	坚朗五金	97.72	2.77	3.05	4.17	35	32	23	推荐
002918.SZ	蒙娜丽莎	14.88	0.75	1.25	1.8	20	12	8	推荐
002043.SZ	兔宝宝	9.68	0.92	1.06	1.29	11	9	7	推荐
688295.SH	中复神鹰	38.84	0.31	0.62	0.95	125	62	41	推荐
301101.SZ	明月镜片	54.66	0.61	0.85	1.11	89	64	49	推荐
603195.SH	公牛集团	152.72	4.62	5.38	6.32	33	28	24	推荐
603833.SH	欧派家居	128.41	4.38	5.04	5.94	29	25	22	推荐
300587.SZ	天铁股份	22.97	0.47	0.77	1.17	48	30	20	谨慎推荐
600529.SH	山东药玻	26.70	0.99	1.25	1.48	27	21	18	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为2022年7月14日收盘价）



1

消费建材：峰回路转，分化成长

2

玻璃：行业底部期待一次V形回暖

3

玻纤：经济复苏“伴侣”，内需回补、外需景气

4

水泥：看好基建链回暖，积压需求有望释放

5

新建材：建设材料，百花齐放

6

风险提示

7

附录

CONTENTS

目录



01. 消费建材： 峰回路转，分化成长

1.1 收入端：零售经营稳健，工程增速分化

零售模式重视现金流与利润率，受地产负面影响小，叠加精装放缓，2021H2平均收入增速为17.3%，2022Q1增速为12.6%，表现优于工程类消费建材，预计2022年4-5月，零售端受疫情干扰（类比2020H1）。

2021年地产链风险暴露，影响延续至2022H1，2020年“三道红线”已埋下伏笔。2022年地产供需两端双降，房企持续缩表，消费建材作为上游供应商，重新评估风险敞口，严选客户、控制发货、重心回款。此外，2022年3月，核心经济区长三角、珠三角受疫情影响较为严重，需求再度受抑。2021H2工程类消费建材平均收入增速降档至15.1%，2022Q1平均收入增速进一步收缩至-4.9%。

表：2019-2021、2019Q1-2022Q1消费建材收入增速分类对比

分类	上市公司	营收增速								2019Q1-2022Q1 CAGR
		2019	2020	2021	2021H1	2021H2	2020Q1	2021Q1	2022Q1	
工程主导	东方雨虹	29.3%	19.7%	47.0%	62.0%	36.7%	-8.2%	118.1%	17.3%	32.9%
	科顺股份	50.2%	34.1%	24.6%	41.4%	12.1%	24.5%	80.6%	18.7%	38.7%
	凯伦股份	88.1%	72.3%	28.8%	58.3%	10.4%	50.5%	81.8%	-26.9%	26.0%
	三棵树	66.6%	37.3%	39.4%	80.5%	20.3%	-31.1%	241.2%	14.5%	39.1%
	亚士创能	45.9%	44.6%	34.5%	81.2%	7.9%	-12.1%	163.7%	-18.8%	23.5%
	帝欧家居	29.3%	1.2%	9.0%	15.7%	2.9%	-23.8%	46.2%	-34.0%	-9.8%
零售主导	伟星新材	2.1%	9.4%	25.1%	32.3%	21.2%	-27.9%	59.0%	12.2%	8.8%
	兔宝宝	7.6%	39.6%	45.8%	95.2%	24.3%	-28.2%	188.0%	19.0%	35.0%
	东鹏控股	2.0%	6.0%	11.5%	39.0%	-4.3%	-	135.3%	-14.7%	-
参考轻工（零售主导）	顾家家居	20.9%	14.2%	44.8%	64.9%	32.3%	-7.0%	65.3%	20.0%	22.7%
	欧派家居	17.6%	8.9%	38.7%	65.1%	25.2%	-35.1%	130.7%	25.6%	23.4%
	索菲亚	5.1%	8.7%	24.6%	68.3%	5.3%	-35.6%	130.6%	13.5%	19.0%
B/C均衡	蒙娜丽莎	18.6%	27.9%	43.6%	72.3%	27.0%	-19.8%	105.6%	6.7%	20.8%
渠道	北新建材	6.0%	26.1%	25.5%	46.3%	10.9%	-14.3%	100.6%	10.5%	23.8%
	公元股份	17.5%	11.9%	26.2%	41.0%	16.5%	-28.7%	86.6%	8.1%	12.9%

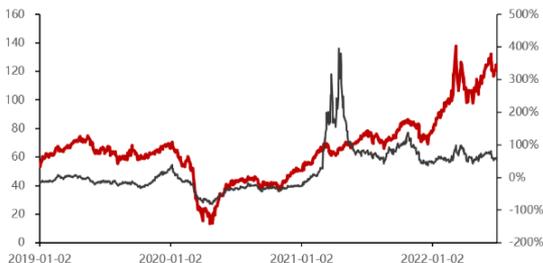
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 成本端：上游侵蚀毛利，板块普遍承压

- 防水、涂料、塑料管材主要原材料上游是石油化工，油价上行产业链涨价，企业采购成本提高、毛利率承压。同时，国际大宗环境变化，有色金属等涨幅明显，五金、铝模板等毛利率同样承压。
- 燃料方面，2021年8-10月煤炭价格冲顶，最高位时秦皇岛动力煤(Q5500)综合平均价格指数达2592.5元/吨，后续政策纠偏、煤价回落，对应21Q3-Q4中游成本明显上涨；2021年11月-2022年1月原材料、燃料成本相较高位回落，但在2022年2月俄乌冲突爆发的背景下，化工原材料（原油链）、燃料价格继续上涨，22Q1毛利率环比继续下滑、同比压力更大。

图：布伦特原油现货价（美元/桶）

— 布伦特石油现货价(美元/桶) — 价格同比(%, 右轴)



图：秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价走势（元/吨）

— 秦皇岛港平仓价:动力末煤(Q5500)山西产 — 同比(元/吨, 右轴)



表：消费建材毛利率（pct）逐季环比

产品	公司	22Q1-21Q1	21Q2-Q1	21Q3-Q2	21Q4-Q3	22Q1-21Q4
防水	东方雨虹	-4.6	-2.0	-1.9	1.4	-2.0
	科顺股份	-6.4	-1.4	-0.8	-7.8	3.6
	凯伦股份	-12.3	3.0	-12.1	5.2	-8.5
涂料	三棵树	-0.2	-1.3	1.5	-0.8	0.4
	亚士创能	4.1	-5.5	3.9	-8.4	14.2
板材	北新建材	-2.5	5.0	-7.6	3.6	-3.5
	兔宝宝	2.1	1.5	-1.7	3.0	-0.7
	大亚圣象	-6.4	-0.3	-5.1	0.0	-1.0
	江山欧派	-4.6	1.2	2.5	-10.3	1.9
五金	坚朗五金	-7.4	1.7	-2.0	-3.8	-3.3
管材	伟星新材	-2.3	3.3	-0.3	-4.7	-0.6
	公元股份	-4.1	-0.6	-2.4	2.1	-3.2
	雄塑科技	-9.4	-4.0	-2.8	-5.6	3.1
瓷砖	蒙娜丽莎	-10.9	4.2	-4.1	-7.4	-3.6
	东鹏控股	-3.0	4.5	-3.0	3.3	-7.8
	帝欧家居	-11.9	-2.2	-1.8	-7.2	-0.8
集成吊顶	奥普家居	-4.7	-4.6	4.9	9.4	4.4
	友邦吊顶	0.9	-0.3	-0.9	-1.2	3.3
卫浴	法狮龙	-11.5	-6.6	-4.7	4.4	-4.6
	惠达卫浴	-5.5	1.0	1.1	-5.0	-2.6
	海鸥住工	-8.9	-1.2	-3.0	-11.6	7.0

1.3 信用减值：风险敞口扩大，轻装上阵可期

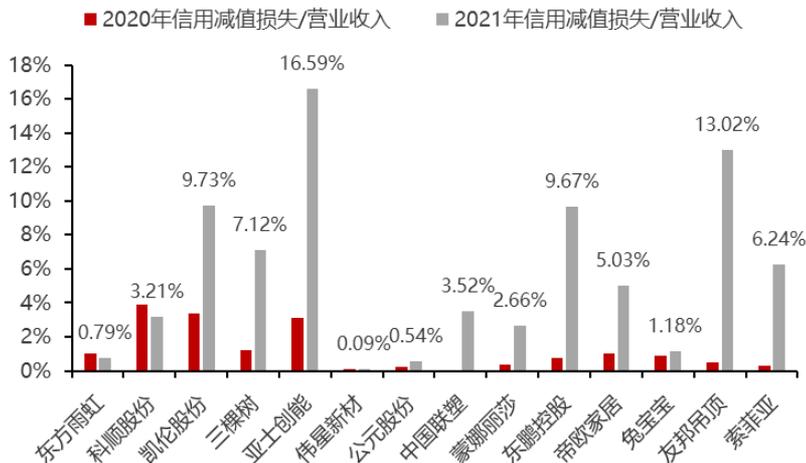
2021年地产企业信用风险频发，部分消费建材基于谨慎性原则，调增地产客户信用损失率，计提部分客户减值准备，对全年业绩有所拖累。工程类消费建材21H2以来收入增速分化明显，一个重要原因是，重点合作房企若存在债务违约风险，公司风控压力将明显增加，短期内或主动选择控制规模。

2021H2-2022H1是消费建材板块的压力测试期：

- 直面地产寒冬，营收增速明显分化，体现在零售主导与工程主导公司增速分化，以及工程主导公司增速分化；
- 上游原材料、燃料涨价侵蚀毛利，板块盈利能力普遍承压；
- 房企信用风险频发情况下，信用减值风险敞口扩大。

经营质量加速分化，背后体现龙头企业的应变能力（如抵御成本上涨能力）、渠道布局优势、客户质量优势等。

图：各消费建材企业信用减值损失/营业收入

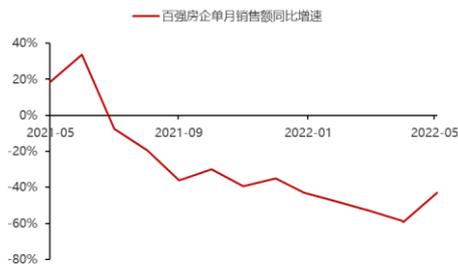


资料来源：wind，民生证券研究院

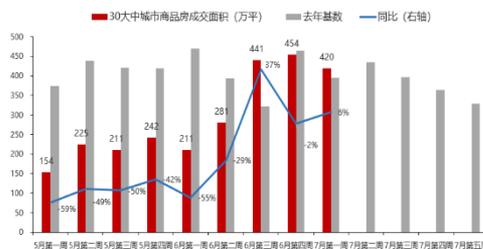
1.4 压力测试期已过，上下游现拐点

- 下游：峰回路转还看销售，销售是信心之源。**高频数据释放明显复苏信号，2022年6月13日-19日，全国30大中城市商品房成交面积441万平，环比+57%，同比+37%（去年同期基数较低）。今年以来，除2月第二周外，首次实现同比增长。其中，一、二线城市数据更为强势。6月百强房企销售金额单月环比+61.2%，同比-43%，跌幅较上月（-59.4%）收窄。
- 上游：6月中下旬以来大宗原材料、燃料价格多有下调**，2022.6.15-2022.7.6期间，布油现货价下降11.5%，90#道路沥青下降1.8%，PVC下降22%，PPR下降5.2%，有机硅DMC下降8.6%，中国LNG出厂价上升2.5%（较4月初下降22%），长江有色市场铝环比下降9.1%、铜环比下降18%。**22Q2毛利率同比压力仍较大，预计22Q3-Q4毛利率同比、环比有望触底回升。**

图：百强房企单月销售额同比增速



图：30大中城市商品房成交面积同比增速6月中下旬以来明显回暖



右图注：2022年5月第一周为2022.5.1-2022.5.8，去年同期为2021.5.2-2021.5.9；2022年6月第一周为端午节，而2021年6月第三周为端午节；2022年7月第一周为2022.6.27-2022.7.3

表：6月中下旬以来原材料价格多有下调

	2022. 1. 1- 2022. 3. 31	2022. 4. 1- 2022. 6. 30	2022. 6. 15- 2022. 7. 6
布油现货价	42.76%	11.96%	-14.23%
秦皇岛动力末煤	65.61%	-4.83%	3.32%
中国LNG出厂价	63.79%	-23.72%	0.25%
90#道路沥青	16.46%	17.39%	-1.80%
PVC	6.32%	-19.46%	-16.95%
PPR	7.25%	-7.25%	-1.03%
有机硅DMC	8.14%	-27.67%	-8.58%
长江有色市场铝价	11.15%	-15.02%	-9.12%
长江有色市场铜价	5.44%	-12.91%	-18.01%

1.5

投资建议

- **消费建材板块因为成长性备受关注，成长性背后是高度市场化，充分展现商业经营智慧。**企业无法改变外部环境，**但变化来临龙头迅速抓住趋势**，例如大B、小B以及终端的对品类需求，例如东方雨虹在建材扩品类方向上发展最快，同时率先行业拓展防水施工；伟星将“同心圆”业务提升到战略高度，开展系统集成+服务；北新切入防水打开增长天花板；三棵树拓展防水、保温等六位一体业务。**同时，我们看到优质企业在大环境出现转机时的快速修复**，疫情放缓精装修渗透率，给伟星新材留出时间窗口，从结果上看公司呈现应对能力和信心。此外，**积极利用上市平台**体现在（1）推出再融资计划实现基地全国化布局；（2）发布股权激励计划、员工持股计划巩固人才等。
- **2021年行业上下游两头承压，21H2起工程类消费建材经营质量分化明显。**本轮下行期，我们观测到的重要特征是，**部分腰部及以上消费建材**（防水、涂料、瓷砖等）**企业体量不增反缩，甚至出现经营风险**，判断3点主因：1）“踩雷”部分存在债务违约风险的房企；2）成本端压力高企，盈利能力下滑明显；3）腰部企业多为地方布局，随着上市防水龙头借助资本加速全国扩张步伐，地方性企业生存空间被挤压。**行业龙头逆境高增，迅速抢占市场份额**：1）2021年雨虹防水材料业务收入/行业规模以上企业收入，市占率为20%，2019-2020年分别为15%、15.9%；2）北新2021年末产能、销量口径市占率均在68%左右，同比+8pct。
- **投资建议：地产数据回暖趋势不变**，重视2个方向：①二手房/新房均受益的C+小b，②加快竣工交付的“烂尾楼”重启逻辑。3季度开启，消费建材重在兑现，经营数据的持续改善尤为重要，如期改善会修复3、4季度乃至明年业绩预期。消费建材重点标的：双龙头组合【伟星新材】【东方雨虹】，弹性组合【北新建材】【坚朗五金】【科顺股份】【蒙娜丽莎】【兔宝宝】【王力安防】。

02. 玻璃：行业底部期待一次V形回暖

2.1 行业盈利：成本高企，预计低于2020年疫情阶段

库存：截至2022年6月30日，重点监测13省生产企业库存为7129万重箱，较2022年2月17日增加3319万重箱。3月下旬起下游需求、运输受疫情干扰明显，近1个月以来垒库速度明显放缓；当前库存仍然低于2020年疫情期间高点（9284万重箱）。

价格：截至6月30日，全国玻璃均价1771.11元/吨，较2月24日年内价格高点下降682.77元/吨；当前价格高于2020年疫情期间价格低点（1405.08元/吨）366.03元/吨。

当前价格明显高于2020年低点，主因成本高企：简单测算，1）6月30日重质纯碱全国均价2950元/吨，2020年4月均价为1457元/吨，单吨玻璃约耗用200kg纯碱，纯碱单耗提升约267.2元/吨，2）不同玻璃企业燃料体系差异大，以浙江天然气价格为例，22Q1天然气单价约3.99元/立方米，20Q1天然气单价约2.76元/立方米，单吨玻璃约耗用210立方米天然气，天然气单耗提升约258.3元/吨。**当前价格高于2020年疫情期间价格低点366.03元/吨，预计当前玻璃生产企业盈利能力已低于2020年疫情阶段。**

图：燃料油市场价（元/吨）



图：2022年全国玻璃行业库存



图：2022年全国玻璃均价



图：全国重质纯碱价格（元/吨）



2.2

供需：观测冷修进展及需求复苏

盈利能力：当前行业平均盈利能力预计在-10元/重箱。6月30日旗滨公布22H1业绩预告，我们测算旗滨Q2单重箱盈利15元左右，6月单重箱盈利仍有10元左右。

价格走势展望：1) 6月以来，垒库速度放缓、价格持续下滑，预计主因沙河部分企业前期库存较高，价格不断下降情况下库存压力大，为去库放价，体现为6月中下旬沙河区域出货良好、厂家库存削减。2) 纯碱、燃料价格处于高位，成本支撑下，预计当前玻璃价格下探空间有限。

- **供给：关注玻璃冷修进展。**潜在冷修产线数量多，2012年及之前投产线（窑龄约9.5年以上）日熔量占比13.3%，2014年及之前投产线（窑龄约7.5年以上）日熔量占比29.7%。4-6月冷修数量远低于2020年疫情期间，主因市场预期一致不愿冷修“下车”+2021年行业盈利大年普遍“有底子”。6月23日以来浮法共冷修4条线2700T/D，盈利能力加速下滑情况下，部分坚守企业面临成本压力，冷修意愿可能增强。
- **需求：①地产数据回暖**，6月百强房企销售金额环比5月+61.2%，同比-43%，跌幅较5月收窄。销售是信心之源。②加快竣工交付的“烂尾楼”重启逻辑。

2.2

供需：观测冷修进展及需求复苏

表：2020 年玻璃冷修生产线

序号	生产线	地址	日熔量 (T/D)	时间
1	中国洛阳浮法玻璃集团五线	河南	230	2020.01.01
2	河北沙河迎新玻璃厂四线	河北	500	2020.01.20
3	虎门信义三线	广东	600	2020.01.21
4	天津信义玻璃一线	天津	1000	2020.02.01
5	武汉明达玻璃有限公司	湖北	700	2020.02.09
6	江西宏宇能源一线	江西	700	2020.03.05
7	台玻集团成都一线	四川	700	2020.04.02
8	本溪迎新三线	辽宁	900	2020.04.13
9	沙河金仑玻璃有限公司	河北	600	2020.04.21
10	沙河鑫磊玻璃有限公司	河北	600	2020.04.25
11	沙河长城玻璃有限公司八线	河北	1450	2020.05.04
12	秦皇岛弘耀二线	河北	600	2020.05.02
13	唐山市蓝欣玻璃有限公司一线	河北	400	2020.05.22
14	沙河海生玻璃有限公司一线	河北	700	2020.05.25
15	沙河海生玻璃有限公司二线	河北	600	2020.05.27
16	漳州旗滨玻璃公司三线	福建	600	2020.06.20
17	漳州旗滨玻璃公司四线	福建	800	2020.07.18
18	唐山市蓝欣玻璃有限公司二线	河北	500	2020.07.29
19	湖北三峡新型建材公司三线	湖北	700	2020.08.02
20	安阳安彩一线	河南	500	2020.09.22
21	河南中联三线	河南	500	2020.10.30
22	台玻东海改造一线	江苏	800	2020.11.17
23	江门华尔润三线	广东	1050	2020.12.15

冷修23条生产线，减少产能15730T/D，其中6月前冷修产线占比达65.22%，6月前冷修产能占比达65.35%

表：2022 年 1 月至今玻璃冷修生产线

序号	生产线	地址	日熔量 (吨)	时间
1	重庆市赛德化工有限公司一线	重庆	400	2022.01.10
2	湖北明弘玻璃有限公司一线	湖北	900	2022.01.20
3	东台中玻特种玻璃有限公司二线	江苏	600	2022.01.28
4	威海中玻股份有限公司浮法二线	山东	450	2022.02.23
5	河源旗滨玻璃集团有限公司一线	广东	800	2022.03.08
6	信义玻璃(海南)有限公司二线	海南	600	2022.03.20
7	台玻集团青岛浮法玻璃有限公司一线	青岛	500	2022.04.06
8	东台中玻特种玻璃有限公司一线	江苏	600	2022.06.23
9	信义节能玻璃(芜湖)有限公司一线	安徽	500	2022.06.23
10	本溪玉晶玻璃有限公司二线	辽宁	800	2022.07.06
11	湖北三峡新型建材股份有限公司二线	湖北	600	2022.07.11
12	台玻集团华南玻璃有限公司二线	广东	900	2022.07.12

冷修10条生产线，减少产能7650T/D

2.3

旗滨集团：浮法后来居上，光伏玻璃新军

- 行业出现较大范围亏损情况下，旗滨保持盈利韧性，预计主因：1) 原材料、燃料提前储备，2) 地域优势，公司主销区域华东、华南、华中价格高于其他区域，3) 燃料配比更具经济性，4) 自有石英砂矿降低采购及运输成本。
- 公司作为光伏玻璃新军，基于浮法表现，成本控制能力被寄予厚望：①后发进入，单线窑炉规模领先，预计2023年公司单线窑炉规模不低于双龙头，②前瞻性布局超白砂矿，③具备光伏玻璃领域人才、技术积累。

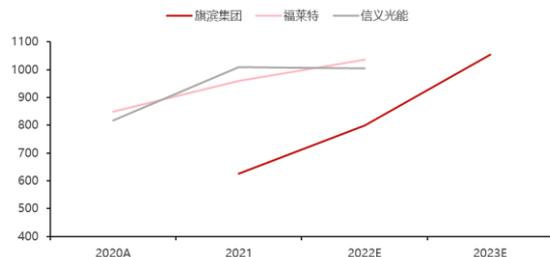
表：公司光伏玻璃业务布局

	基地	窑炉	设计产能 (T/D)	点火/预计投产情况
超白浮法	湖南郴州	-	350	2021 年已投产
	福建漳州	-	1000	2021 年已投产
		-	650	2021 年已投产
超白压延	湖南郴州	一窑五线	1200	2022 年 4 月投产
	浙江宁海	一窑五线	1200*2	预计 2022Q4-2023Q1 投产
	湖南漳州	一窑五线	1200	预计 2022Q4-2023Q1 投产
	浙江绍兴	一窑五线	1200	节奏或晚于宁海、漳州一期
	马来西亚沙巴州	一窑五线	1200*2	2022 年 3 月公告，建设期 16 个月
	湖南漳州 (二期)	一窑五线	1200	2022 年 4 月公告，预计 2023 年 8 月试产
	云南昭通	一窑五线	1200*4	2022 年 4 月公告，预计建设周期 3 年，分期建设

当前超白浮法产能预计 2000T/D，已投产超白压延产能 1200T/D，在建中超白压延产能 13200T/D
 假设 2023 年末除云南昭通外，其余项目均可投产，预计公司 2023 年末光伏玻璃名义产能将达 11600T/D

资料来源：wind，民生证券研究院

图：2020-2023E光伏玻璃企业窑炉单线规模 (单位：T/D)



表：公司石英砂矿情况 (光伏玻璃，截至2022年5月)

基地	硅砂年产量 (万吨)	投资金额 (亿元)
湖南资兴 (在建)	57.6	4.64
马来西亚 (在建)	120	8.5
云南昭通 (在建)	-	10.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3

旗滨集团：浮法后来居上，光伏玻璃新军

投资建议：①公司浮法玻璃原片成本、管理优势领先行业，②疫情干扰结束后，22H2玻璃价格期待V型回暖，③光伏玻璃贡献成长，2023年起产能规模跻身行业前列，④关注中硼硅药玻良率爬升。我们预计2022-2024年归母净利分别为32.74、39.32、51.94亿元，7月14日收盘价对应PE分别为9X、8X、6X，维持“推荐”评级。

风险提示：1) 地产政策存在落地不及预期；2) 原材料、燃料价格波动；3) 疫情的负面影响；4) 光伏玻璃投产、药玻良率提升不及预期。

表：旗滨集团盈利预测及估值

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,573	15,528	19,094	25,552
增长率（%）	51.1	6.6	23.0	33.8
归属母公司股东净利润（百万元）	4,234	3,274	3,931	5,191
增长率（%）	133.4	-22.7	20.1	32.0
每股收益（元）	1.58	1.22	1.46	1.93
PE	7	9	8	6
PB	2.3	1.9	1.6	1.3

资料来源：wind，民生证券研究院预测（股价对应时间为7月14日）

03. 玻纤：经济复苏“伴侣”，H2 关键是内需回补、外需景气

3.1

需求端：出口持续向好，国内关注 新能源车+22H2风电回补

出口维持高景气。2022年1-5月我国玻纤及制品出口总量90.9万吨，同比+44.4%，出口金额16.3亿美元，同比+44.3%。其中5月我国玻纤及制品出口18.8万吨，同比+40%，环比+7.1%；出口金额3.54亿美元，同比+41%，环比+10.5%。

表：我国玻璃纤维纱及制品出口统计

日期	出口数量 (万吨)	同比 (%)	出口金额 (亿美元)	同比(%)
2021年1月	11.34	-17.4	2.12	2.91
2021年2月	10.95	18.2	1.84	59.14
2021年3月	14.14	-19.91	2.41	-3.51
2021年4月	13.08	8.76	2.41	32.08
2021年5月	13.44	42.94	2.51	59.04
2021年6月	14.65	63.68	2.71	74.25
2021年7月	13.21	30.01	2.52	41.39
2021年8月	16.11	47.11	3.01	71.71
2021年9月	14.86	37.26	2.19	25.14
2021年10月	16.34	43.58	3.03	62.87
2021年11月	16.28	44.37	3.07	53.89
2021年12月	16.87	51.58	3.36	57.46
2022年1月	17.93	58.16	3.31	56.31
2022年2月	15.65	42.88	2.67	44.94
2022年3月	20.96	48.3	3.55	47.39
2022年4月	17.56	34.25	3.21	33.37
2022年5月	18.82	40.04	3.54	41.02

汽车轻量化：新能源汽车单车玻纤用量高于燃油车，渗透率迅速提升带动车用玻纤复材放量。

2022年1-5月我国新能源汽车销量为200.3万辆，同比+114%，渗透率达24%。

风电：1-5月我国新增风电装机容量10.82GW，假设“十四五”期间我国风电年均新增装机50GW+（数据来源：《风能北京宣言》），预计今年约80%新增装机将于6-12月释放。此外，近期风电招标价格有所企稳。

图：2021年我国新能源车销量同比+157%



图：我国风电并网每年新增容量



3.2 价格：粗纱价格小幅回落，电子纱探底回升

建筑材料：玻纤最大消费量（2020年占比34%），国内受益稳增长政策，基建投资回暖。2022年1-5月我国基建投资完成额同比+10.48%。

- **5月以来电子布价格探底回升，连续2轮调价：**预计主因为3-4月电子布价格低位时，行业大部分企业亏损，并通过关停、冷修（如巨石）平衡供需关系。此外，需求端下游出货回暖。
- **粗纱价格小幅回落：**2022年5月粗纱价格小幅回落200-300元/吨，预计与5月上旬金牛投产（3月底点火）有关，节奏符合预期，另外受疫情影响，库存环比上涨。6月粗纱价格回落200元/吨。
- **关税、汇率均有改善：**2022年4月以来人民币兑美元贬值明显，海外订单受益；出口美国25%关税存在减免可能（消费品如卫浴等同样为玻纤下游，消费品关税减免拉动外需）。

图：我国基建投资增速



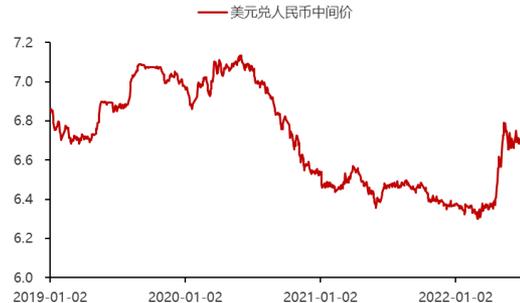
图：全国缠绕直接纱 2400tex 均价（元/吨）



图：电子布 7628 主流报价（元/米）



图：2022年4月以来人民币兑美元贬值明显



3.3 供给：新增趋缓，关注粗纱供需、价格边际变化

我们测算2021年新增玻纤产能82万吨，且下半年投放更多，有效产能增量约44.3万吨（其中2021年实际投放产能冲击25.6万吨，2020年老产线爬坡产能冲击18.7万吨）。

测算2022年当年新增粗纱产能60万吨（粗纱+电子纱70万吨），其中22H1点火4条共48万吨际（金牛+巨石+三磊+重庆国际），22H2点火1条12万吨（巨石埃及）、冷修技改增加6万吨（泰玻邹城4线6改12）；预计2022年粗纱有效产能增量约65.7万吨，粗纱+电子纱有效产能冲击70.7万吨（其中2022年实际投放产能冲击22.2万吨，2021年老产线爬坡产能冲击48.5万吨）。

我们提示，更应关注2022年内实际投放产能冲击而非2021年老产线爬坡产能冲击：老产线在22Q1已完全（如巨石桐乡智能3线、巨石桐乡智能4线）或大部分（如长海10万吨新线、山玻3线6改10）贡献增量产能，在国内部分区域运输、下游客户需求受疫情干扰的情况下，1-4月粗纱价格仍然坚挺，证明在出口持续高景气情况下，该部分增量供给已基本消化。

22Q3或是供给压力测试期，内需回补+外需景气，期待粗纱价格韧性超预期，部分应用领域存在结构性机会：回顾5-6月粗纱降价，预计与5月上旬金牛投产（3月底点火）有关，节奏符合预期，另外受疫情影响，库存环比上涨；Q2点火3条粗纱线，Q3产能边际增量年内最多，供给端存在一定压力。Q3关注内需能否如期回补，汽车产业链复工复产+风电下半年小“抢装潮”+建筑建材受益稳增长，同时外需维持景气势头。同时，供需整体平衡情况下，部分应用领域存在结构性机会。

3.3

供给：新增趋缓，关注粗纱供需、价格边际变化

表：我们测算2022年当年新增粗纱产能60万吨（粗纱+电子纱70万吨），粗纱产能冲击69.2万吨（主因2021年投产线爬坡释放）

2022年产能情况			合计71.5万吨	合计70.7万吨
2022年新增计划			新增合计：70万吨	当年新增产能
2022年冷修计划			冷修合计：36.5万吨	产能冲击
荆台金牛	点火	年产10万吨无碱粗纱池窑线	10	5
中国巨石	点火	桐乡10万吨电子纱产线3亿平米电子布	10	4
中国巨石	点火	成都3线15万吨无碱粗纱池窑	15	6
中国巨石	在建	埃及4线12万吨无碱粗纱	12	2
重庆国际	在建	F08 5万吨无碱粗纱池窑线		
重庆国际	点火	重庆国际长寿15万吨玻纤智能线	15	6
泰山玻纤	已发公告拟投建	山东邹城6万吨高模高强玻纤产线项目		
清远建韬	在建	邹城基地6线年产能12万吨/年		
重庆三磊	计划点火	黔江二线10万吨产线	8	4
山东玻纤	未冷修	5号线，6万吨，冷修技改为10万吨，后改为冷修后17万吨	6	0
泰山玻纤	停产	邹城电子纱1线产能1.5万吨/年停产	1.5	-1.5
中国巨石	预计今年冷修	桐乡8万吨玻纤生产线，冷修改为10万吨	8	0
中国巨石	冷修后待复产	国内4改5	4	1
中国巨石	已发冷修公告，预计今年冷修	埃及基地一线8改12	8	-1.3
长海股份	已发冷修公告	天马集团拟将原3万吨玻纤产线技改为年产8万吨高强高模量纱及深加工制品产线	3	0
泰山玻纤	已冷修	邹城4线6改12	6	0
重庆国际	待复产	大渡口F06年产7万吨无碱池窑产线	7	

3.4 资本开支+投资建议

2023年及之后潜在投产产线：

- **中国巨石**：江西九江新建2条各20万吨粗纱产线，桐乡三线12改20。
- **泰山玻纤**：山西太原新建2条15吨粗纱产线，主要定位于热塑和建材市场。
- **山东玻纤**：2021年末设计产能41万吨，战略规划要求到“十四五”末，玻纤及制品总设计产能规模达115万吨。近期产能增量主要为五线6改17，预计22H2-23H1冷修。
- **长海股份**：天马3改8，预计22H2-23H1冷修；60万吨高性能玻纤智能制造基地项目尚在审批中。

投资建议：玻纤角度，经济复苏“伴侣”，2季度可能是全年需求压力最大阶段，但价格表现较为稳定，看好需求趋势性回暖。

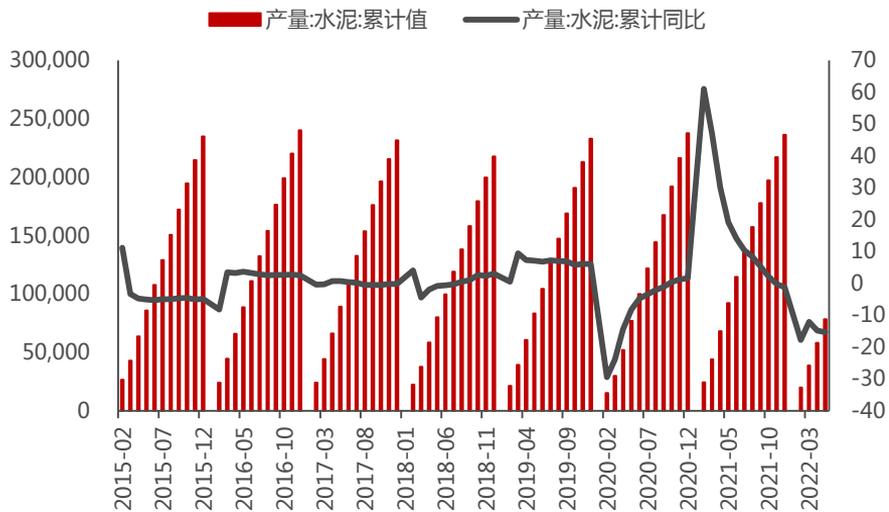
我们重点提示：**一是**玻纤Q2业绩预计继续领先建材板块，产能投放+受益海外；**二是**下游“三驾马车”景气交织，经济复苏“伴侣”；**三是**成本上涨抑制供给，包括能源&材料成本、双碳审批成本，重点标的包括【中材科技】【中国巨石】【长海股份】。

04. 水泥： 积压需求有望释放

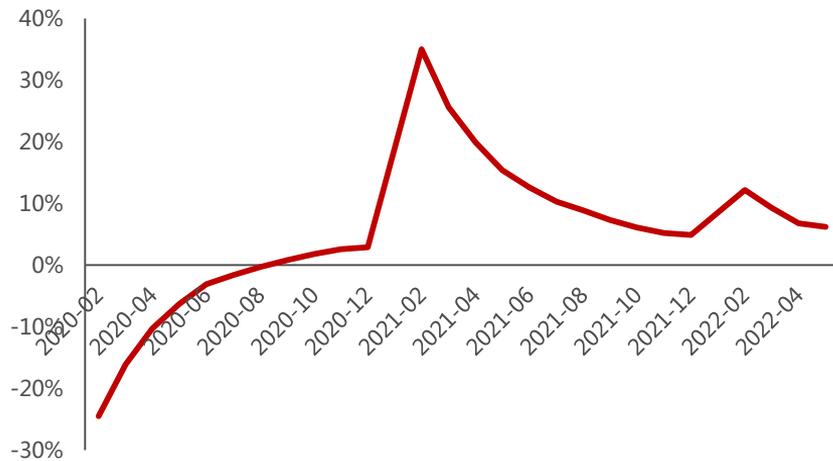
4.1 上半年水泥整体需求承压

- **2022年1-5月，全国累计水泥产量7.83亿吨，同比-15.3%，比2020年同期+1.9%，其中5月单月全国水泥产量2.02亿吨，同比-16.5%，比2020年5月-18.3%；1-5月全国房屋新开工面积51628万平方米，同比-30.6%。**
- **总体需求方面，2022年1-5月，全国固定资产投资（不含农户）205964亿元，同比+6.2%，比2020年同期+3.4%；其中5月单月固定资产投资（不含农户）52420亿元，同比+4.6%，环比+0.72%。**

图表：全国水泥产量表现（万吨，%）



图表：全国固定资产投资（不含农户）累计同比增速



4.1 上半年水泥整体需求承压

- **地产方面，1-5月份，全国房地产开发投资52134亿元，同比-4.0%，比2020年同期+13.53%。**其中，住宅投资39521亿元，同比-3.0%。土地购置面积2389万平方米，同比-45.7%，降幅较1-4、1-3月分别增加0.8、3.9pct；土地成交价款1389亿元，同比-28.1%。全国房屋新开工面积5月单月同比-41.8%，1-5月累计同比-30.6%，比20年1-5月-25.8%。
- **施工方面，1-5月施工累计面积同比-1.0%，**降幅比1-4月份扩大1.01个百分点，比20年1-5月份+9.03%，其中，占比约70.6%的住宅施工面积单月同比-39.7%。
- **基建方面，1-5月基建投资（不含电力）同比+6.7%，**增速比1-3月、1-4月分别-1.8、+0.2pct，比2020年1-5月+13pct。其中，铁路运输业投资同比-3.0%，降幅缩小4pct；道路运输业投资增长-0.3%，增速回落0.7pct；水利管理业投资同比+11.8%，增速回落0.2pct；公共设施管理业投资同比+7.9%，较1-4月增幅+0.8pct。

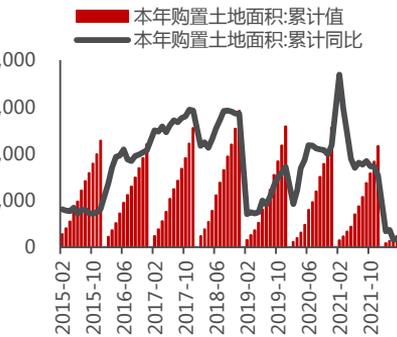
图表：房地产开发投资情况（亿元，%）



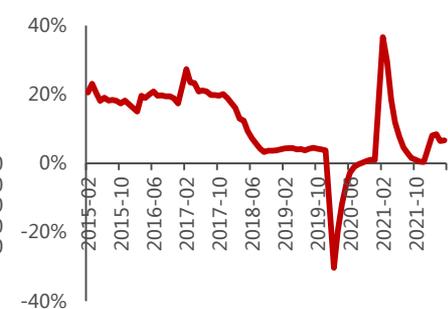
图表：房屋新开工面积累计同比增速（%）



图表：本年购置土地面积（万平方米，%）



图表：基础设施建设投资(不含电力)累计同比



4.2 煤炭价格高企，影响利润水平

- 以秦皇岛港动力末煤(Q5500)价格为例。**2021年最大涨幅在7-9月，均价同比涨幅超过370元/吨，对应比例65.2%；10月-12月，均价同比攀升289元/吨左右，对应比例44.9%。随后逐步回落，12月底为788元/吨，同比增长171元/吨，对应涨幅28%。
- 22H1水泥毛利仍受煤价上涨的负面影响。**自2021年底到2022年3月，动力煤价格一路走高，2022年3月第二周，价格达到1664元/吨的高点，较年初上涨876元/吨，对应上涨比例111.2%。随后动力煤价格有所下降，到2022年7月初，仍维持在1245元/吨左右，同比+303元/吨，对应上涨比例32.2%。2022Q2均价1202.47元/吨，同比+47.00%，环比+2.47%。

图表：动力末煤(Q5500)价格走势



4.3 骨料加速贡献盈利

- 各大水泥企业骨料加速布局，盈利贡献加快。** 骨料单体项目耗资大、审批难，资金与资源是天然屏障，毛利率大多维持在60%以上。当前海螺水泥、华新水泥、天山股份、中国建材、中国电建的骨料规模较为突出，上峰水泥、万年青等也在加快布局。骨料的盈利能力有区域特征，西北等偏远地区，骨料产能相对丰富，需求相对偏低，因此骨料毛利率并不高，例如祁连山骨料毛利率仅为35.4%。
- 华新水泥：** 全年销售骨料3497万吨，同比大幅增长52%，平均每吨收入58.7元（同比+7.4元），吨毛利38.5元（同比+6.4元），骨料毛利率仍维持高位，为65.6%，同比增加3.03个百分点。期末骨料产能1.54亿吨/年（期初5500万吨/年）。2022年华新计划销售骨料7822万吨（同比+124%）。
- 海螺水泥：** 全年骨料产能6580万吨，骨料及石子收入18.2亿，同比增长77.5%，收入占比提升至1.08pct，同比+0.5pct，目前仍然较小，毛利率65.7%。2022年海螺计划新增骨料产能4400万吨（2021年实际新增750万吨）。
- 上峰水泥：** 宁夏基地骨料产能达到600万吨，叠加华东现有，骨料及块石产能已超1500万吨，全年销售骨料及石块1335万吨，同比+3.3%，砂石骨料毛利率为79.9%。

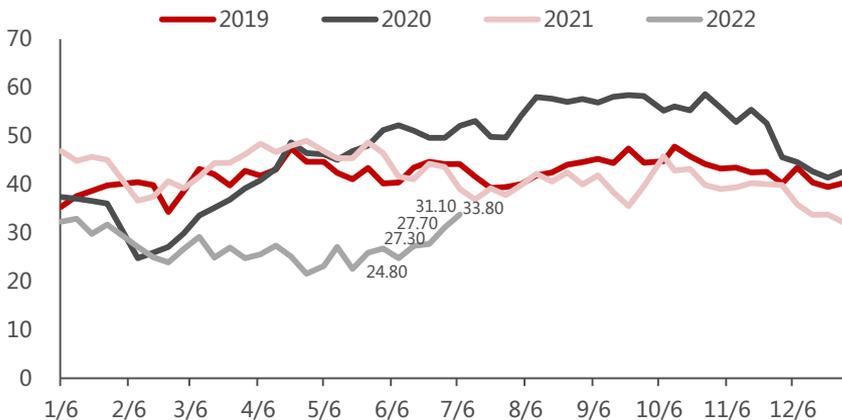
图表：2021年水泥上市企业骨料指标

	海螺水泥	华新水泥	上峰水泥	冀东水泥	祁连山	天山股份	宁夏建材	塔牌集团	万年青	福建水泥
骨料产能（万吨）	6,580	15400	1500	-	-	19000	-	-	900	-
骨料销量（万吨）	-	3497	1335	-	90.31	8570	719.62	-	-	-
骨料毛利率	65.7%	65.6%	79.9%	45.1%	35.4%	46.3%	52.1%	-	-	-

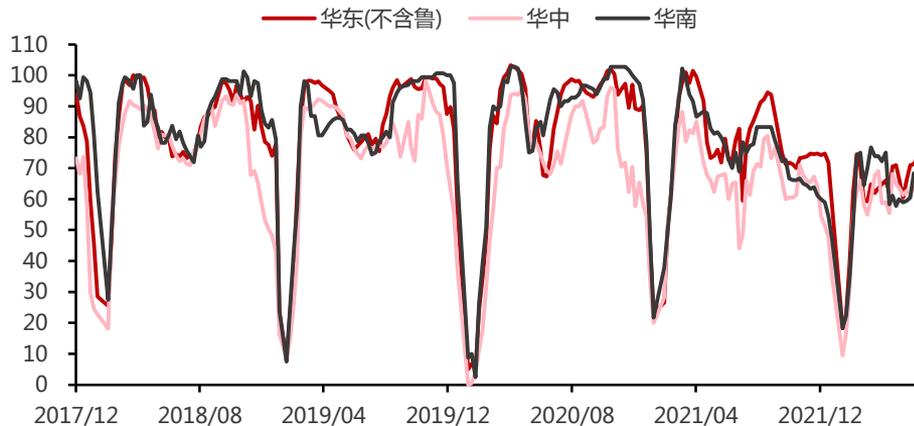
4.4 投资建议：下半年有望迎来积压需求释放

- 重视基建由预期向基本面过渡。沥青装置开工率一般可用于反映道路、城市市政等工程开工情况，截至7月6日为33.8%，**已连续4周回暖，创22年内新高**，但当前时点同比仍然下降12.5pct。此外，5月单月基建投资增速同比+7.2%，1-5月累计+6.7%。
- 部分地区水泥出货量环比提高，目前国内水泥市场需求随着强降雨天气减少有所好转，从上周环比数据看，东北、华东、西南有所恢复，尤其是华东地区已经连续4周环比回升，H2水泥需求有望迎来复苏。
- 投资建议：①7月底到8月初是淡季转旺季的节点，重点关注销量、价格的季节性变化；②关注稳增长落地，对水泥需求的环比拉升。重点标的【华新水泥】【上峰水泥】【海螺水泥】。

图表：石油沥青装置开工率变化趋势（%）



图表：华东、华中、华南水泥出货率（%）



05. 新建材：建设材料，百花齐放

5.1 硅宝科技

硅宝科技，主营业务为有机硅密封胶和硅烷偶联剂，2021年建筑胶收入占比69%，工业胶21%，硅烷偶联剂10%。

- 建筑胶市占率稳步提升**：2021年建筑胶产品实现营收17.71亿元，同比+63%，对应市占率约11-12%；22Q1建筑用胶营收同比+76%。合作客户优质，品牌影响力增强，小企业退出加速行业集中度提升。
- 工业胶“挑大梁”**：2021年工业胶产品实现营收5.02亿元，同比+66%；22Q1公司营收同比+87%。光伏胶景气接力，已成功应用于隆基、正泰、尚德、海泰等头部光伏企业；动力电池用胶配套方案助力提高系统安全性，应用于比亚迪、ATL、多氟多、飞毛腿等知名客户。
- 上游原材料价格回落，盈利能力环比改善确定性高**：上游有机硅单体产能投放较多，DMC价格环比明显回落，原材料环比压力缓解。

图：有机硅 DMC 现货价（单位：元/吨）



图：公司建筑胶营收及yoy



图：公司工业胶营收及yoy



5.1 硅宝科技

- **投资建议**：考虑到公司产能投放节奏快，各类新兴领域逐一拓展，上游原材料阶段性降价后盈利能力回升，具备业绩弹性，我们预计2022-2024年归母净利润分别为3.99、5.32、6.74亿元，7月14日收盘价对应PE分别为21X、16X、13X。维持“推荐”评级。
- **风险提示**：疫情变化干扰、投产进程不及预期、竣工速度不及预期。

表：硅宝科技盈利预测及估值

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,556	3,253	4,032	4,720
增长率（%）	67.7	27.3	24.0	17.1
归属母公司股东净利润（百万元）	268	399	532	674
增长率（%）	33.0	48.9	33.4	26.8
每股收益（元）	0.68	1.02	1.36	1.72
PE	32	21	16	13
PB	4.1	3.6	3.1	2.7

5.2 中复神鹰

中复神鹰2022年4月在科创板上市，Q1实现营收4.6亿元，同比+229%，归母净利1.18亿元，同比+201%。业绩超预期，**2022Q1营收、归母净利均超出预告上限**（预告为营收4-4.5亿元，归母净利0.8-0.9亿元）。

碳纤维同比量价齐升：

- 价格方面，碳纤维价格环比略有提升、同比涨幅大，Q1华东T300（48K）、T700（12K）碳纤维均价分别为144、260元/kg，同比涨幅分别为+18%、+39%，环比涨幅分别为+2%、+9%。
- 销量方面，Q1粗纱+制品销量同比增长，增量来自西宁万吨项目产能释放，2021年末已投产8000吨，投产初期存在调试、爬坡阶段，预计截止1季度一期已全部投产。
- 成本方面，Q1华东丙烯腈市场均价11492元/吨，同比-2046元/吨；西宁电价较连云港基地有成本优势，预计单位电力成本随西宁项目投产继续下行。

国产替代正当时，中小丝束持续高景气：

- 需求多维成长，应用远景广阔。碳碳复材、压力容器、风电叶片持续高增，“十四五”期间国产碳纤维供应量CAGR达35%。**2021年我国碳纤维需求国产化率达47%（数据来源：赛奥碳纤维），较2020年提升9pct，国产替代正当时。**
- 中小丝束持续高景气。公司产品结构以规格在24K及以下的中小丝束碳纤维为主，受益下游光伏热场材料、氢能源商用车等高景气，**预计压力容器、碳碳复材、航空航天等高毛利业务营收占比持续提升。**

图：T700小丝束碳纤维价格



图：T300大丝束碳纤维价格



5.2 中复神鹰

- **投资建议：**①碳纤维需求多维成长，国产替代正当时，中小丝束持续高景气，②公司产品型号基本对标日本东丽，下游应用领域广，高端民品业务占比高，客户优质。我们预计2022-2024年归母净利润分别为5.61、8.55、11.33亿元，7月14日收盘价对应PE分别为62X、41X、31X。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**行业新增产能投放的风险；需求增速不及预期；原材料价格大幅波动。

表：中复神鹰盈利预测及估值

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,173	2,161	3,005	4,055
增长率（%）	120.4	84.2	39.1	34.9
归属母公司股东净利润（百万元）	279	561	855	1,133
增长率（%）	227.0	101.4	52.4	32.5
每股收益（元）	0.31	0.62	0.95	1.26
PE	125	62	41	31
PB	28.3	13.4	8.8	7.1

5.3 天铁股份

公司为国内工程橡胶制品和轨道交通减振降噪系统解决方案的领军企业，主要产品包括隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套等。

减隔震产品保持高增，定增募资彰显未来发展信心：公司2021年轨道工程橡胶制品收入增速34%，延续高增。同时，拟向大股东定增募资25.5亿元补充流动性，持续丰富减振降噪产品、拓展建筑减隔震、大力发展锂化物领域。

锂矿一体化布局加快，在建产能丰富：公司积极推动向上游锂化物布局。2022年4月，收购西藏中鑫21.74%股权，标的西藏盐湖锂矿的LiCl平均品位251.82mg/L，对赌储量19.14万吨。7月，公司与中国地质科学院矿产资源研究所在“盐湖研究站”平台上展开项目合作，锂化物产品有望为公司业绩贡献新看点。

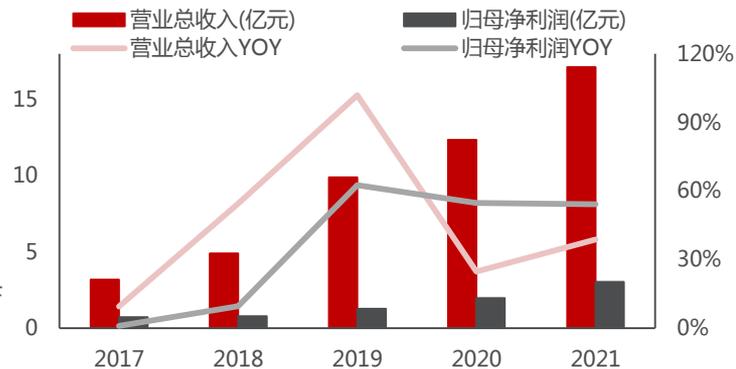
投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为24.19、35.28、53.83亿元，归母净利分别为4.93、7.48、11.69亿元，7月14日收盘价对应PE分别为30、20、13倍。考虑到公司减隔震产品行业领先，同时积极推进锂矿一体化布局，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：新业务拓展风险；轨交建设进展不及预期；锂化物业务进展低于预期。

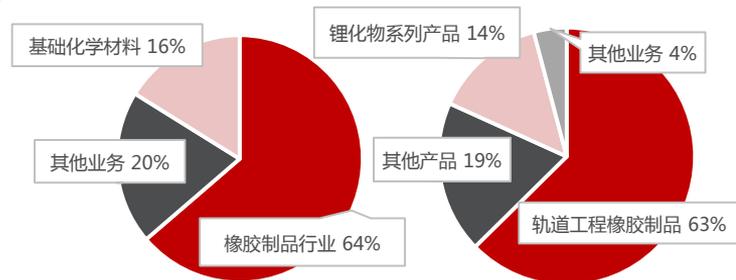
表：天铁股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,713	2,419	3,528	5,383
增长率(%)	38.7	41.2	45.9	52.6
归属母公司股东净利润(百万元)	302	493	748	1,169
增长率(%)	54.2	63.0	51.6	56.3
每股收益(元)	0.47	0.77	1.17	1.83
PE	48	30	20	13
PB	5.8	4.9	4.0	3.1

图：天铁股份营收、归母净利润及yoy



图：天铁股份2021年营收拆分（左图按应用领域，右图按胶品种）



5.4 明月镜片

公司业务涵盖镜片、镜片原料、成镜、镜架等产品的研发、设计、生产和销售，具备完善的产业链及一站式服务体系，2020年中国镜片零售量口径，明月镜片以10.7%的市占率排名第一。

产品价格、毛利率稳步提升。公司产品单价从2018年8.74元/片提升至2021H1的10.26元/片，综合镜片毛利率从2018年47.9%提升至2021H1的58.2%。

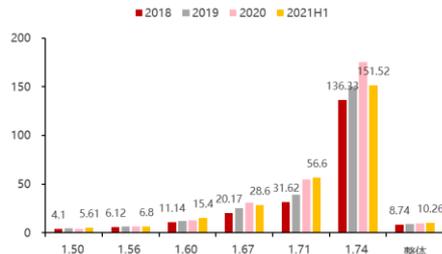
推陈出新，技术实力支撑。防控镜片当前渗透率低，2021年公司推出两代近视管理镜片产品——“轻松控”及“轻松控Pro”，通过膜前离焦控制眼轴过快增长，有效延缓近视加深。

投资建议：我们预计2022-2024年归母净利润分别为1.14、1.5、1.81亿元，7月14日收盘价对应PE分别为64X、49X、41X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

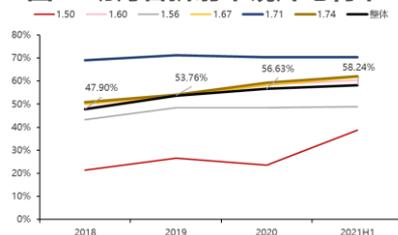
风险提示：疫情的负面影响；防控镜片业务拓展不及预期；渠道拓展不及预期。

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	576	700	843	1,021
增长率(%)	6.6	21.7	20.3	21.2
归属母公司股东净利润(百万元)	82	114	150	181
增长率(%)	17.3	39.3	31.0	20.8
每股收益(元)	0.61	0.85	1.11	1.35
PE	89	64	49	41
PB	5.2	5.1	5.0	4.8

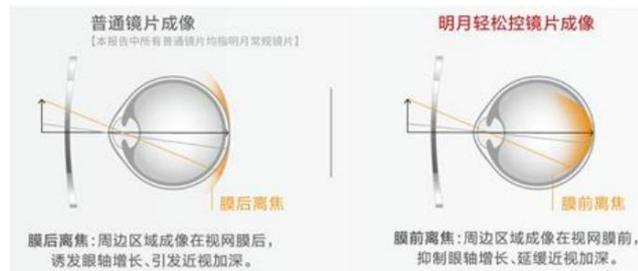
图：明月各折射率镜片单价(元/片)



图：明月各折射率镜片毛利率



图：“轻松控”采用周边离焦眼轴控制技术



5.5 公牛集团

公司专注于电连接、智能电工照明、数码配件三大赛道，核心产品包括墙壁开关插座、LED照明、移动设备充电器及移动电源等。

品类基本盘稳步增长，新领域布局收益初显：2021电连接业务营收64.13亿元（+16%）；智能电工照明业务营收55.51亿元（+37%）。公司积极拓宽新能源领域，新能源充电枪、充电桩销量在第三方品牌中居于领先地位。

C端渠道巩固优势，B端渠道高速拓展：公司C端以装饰渠道专卖化和综合化，线上线下同步发展，已成功开发1.8万余家终端网点。B端渠道进展良好，并与业之峰、贝壳等120余家知名装企达成合作。2021年B端渠道收入增长175%。

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为142.60、163.58、185.20亿元，归母净利润分别为32.36、37.98、43.92亿元，7月14日收盘价对应PE分别为28、24、21倍。考虑到公司为国内民用电工龙头，并积极布局高潜力新市场，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上涨超预期；宏观经济增速不及预期；新业务拓展不及预期。

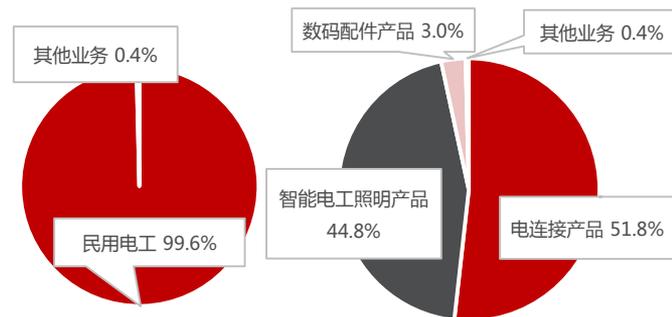
表：公牛集团盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12,385	14,260	16,358	18,520
增长率（%）	23.2	15.1	14.7	13.2
归属母公司股东净利润（百万元）	2,780	3,236	3,798	4,392
增长率（%）	20.2	16.4	17.4	15.6
每股收益（元）	4.62	5.38	6.32	7.31
PE	33	28	24	21
PB	8.5	7.4	6.3	5.3

图：公牛集团营收、归母净利润及yoy



图：公牛集团2021年营收拆分（左图按行业，右图按产品拆分）



5.6 欧派家居

公司主要从事整体厨柜、整体衣柜、整体卫浴和定制木门等定制化整体家居产品的个性化设计、研发、生产、销售和安装服务。

整装大家居扬帆起航，带动衣柜及配套品高速增长：坚定大家居战略，推动品类融合销售模式，新品牌“StarHomes星之家”切入整家定制领域，2021年度接单业绩同比增长超90%。

零售渠道发展稳健，扩大覆盖客群：直营店21全年实现收入5.87亿（+47.33%）；经销渠道21全年实现收入156.8亿（+40.2%）。推出10+1”终端经营模式，欧派、欧铂丽、欧铂尼、铂尼思系列品牌实现客户群广泛覆盖，21年欧铂丽实现收入14亿（3年内翻倍），并于今年收购意大利高端品牌FORMER，推出miform高定，有望为公司带来新的业绩增长点。

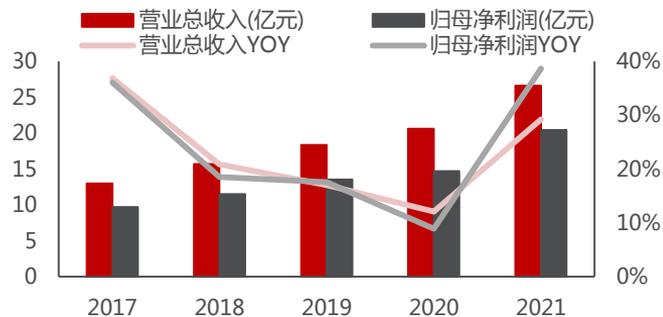
投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为241.70、281.51、324.52亿元，归母净利分别为30.72、35.93、41.41亿元，7月14日收盘价对应PE分别为25、22、19倍。考虑到公司龙头地位稳固优势突出，持续深化渠道布局，大家居战略稳步向前，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧；地产销售下滑；原材料成本大幅波动。

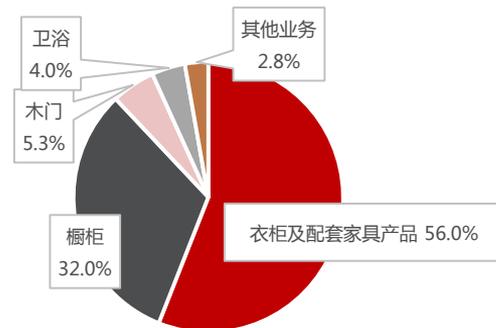
表：欧派家居盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20,442	24,170	28,151	32,452
增长率（%）	38.7	18.2	16.5	15.3
归属母公司股东净利润（百万元）	2,666	3,072	3,593	4,141
增长率（%）	29.2	15.2	17.0	15.3
每股收益（元）	4.38	5.04	5.90	6.80
PE	29	25	22	19
PB	5.4	4.7	4.0	3.4

图：欧派家居营收、归母净利润及yoy



图：欧派家居2021年营收拆分（按产品分类）



5.7 山东药玻

公司主要产品为模制瓶、棕色瓶、安瓿瓶、管制瓶等玻璃瓶产品以及丁基胶塞产品、铝塑盖、塑料瓶，广泛应用于各类药品、保健品、化妆品等产品包装。

主营业务增长稳健，龙头地位稳固。 公司是国内最大的模抗瓶生产厂家，21年模制瓶、棕色瓶、丁基胶塞系列系列产品销量保持10%以上增长，其中模制瓶15.26亿元（+9%），管制瓶1.95亿元（+12%）。随着药玻行业呈现规范化、规模化、集中化的发展趋势，公司市场份额有望进一步巩固。

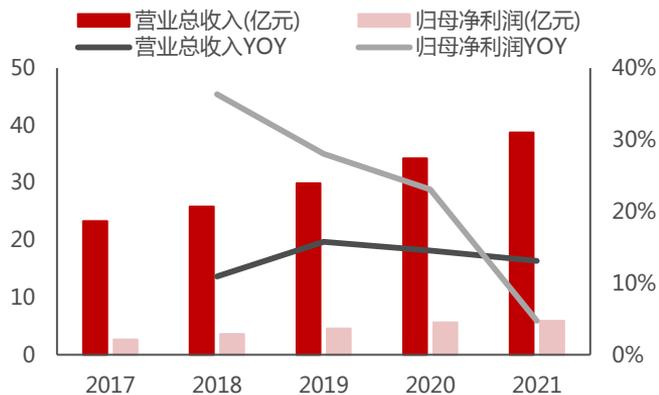
高附加值产品市场开拓取得成效，高端产品有望持续放量。 21年公司中硼硅模制瓶产品实现销售数量接近翻倍，公司抓住药品一致性评价对药包材质量升级的需求，迅速扩大中硼硅模制瓶产能，未来有望进一步拓展高端产品市场份额。

投资建议：我们预计公司2022-2024年营收分别为45.53、51.23、57.31亿元，归母净利分别为7.42、8.83、10.26亿元，7月14日收盘价对应PE分别为21、18、16倍。考虑到公司围绕主业，不断推广高附加值产品，首次覆盖，给予“推荐”评级。

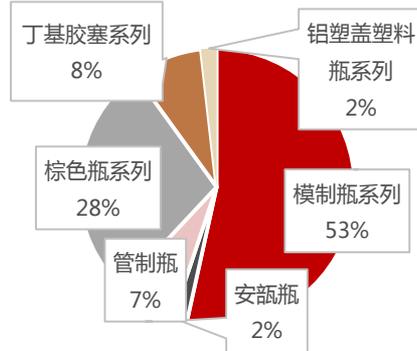
风险提示：全球疫情影响；原材料价格波动风险；海运费上涨风险。

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,875	4,553	5,123	5,731
增长率（%）	13.1	17.5	12.5	11.9
归属母公司股东净利润（百万元）	591	742	883	1,026
增长率（%）	4.7	25.6	18.9	16.2
每股收益（元）	0.99	1.25	1.48	1.72
PE	27	21	18	16
PB	3.4	3.0	2.7	2.3

图：2021年山东药玻营收、归母净利润及yoy



图：2021年山东药玻营收拆分



06. 风险提示

6

风险提示

- 1) **基建项目落地不及预期**：基建项目从立项、审批、落地、开工流程较长，存在时间节奏不及预期的风险。
- 2) **地产政策放松不及预期**：当前地产开发商债权融资、项目并购并未明显推动，存在落地进度不及预期的风险。
- 3) **疫情的负面影响**：疫情管控趋势向好，但未来是否会出现疫情反复仍存在不确定性。

07. 附录

公牛集团财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,385	14,260	16,358	18,520
营业成本	7,809	8,989	10,307	11,654
营业税金及附加	83	96	110	124
销售费用	560	642	736	833
管理费用	428	492	564	639
研发费用	471	542	622	704
EBIT	3,393	3,815	4,371	4,941
财务费用	-88	-102	-140	-196
资产减值损失	-16	-20	-15	-10
投资收益	190	143	164	185
营业利润	3,651	3,966	4,595	5,286
营业外收支	-326	-96	-53	-34
利润总额	3,325	3,870	4,542	5,252
所得税	545	634	744	860
净利润	2,780	3,236	3,798	4,392
归属于母公司净利润	2,780	3,236	3,798	4,392
EBITDA	3,634	4,051	4,628	5,218

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,377	5,631	7,472	10,736
应收账款及票据	220	210	263	305
预付款项	29	31	36	41
存货	1,377	1,095	1,722	1,471
其他流动资产	7,254	8,133	8,607	8,688
流动资产合计	13,257	15,101	18,099	21,241
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,494	1,569	1,599	1,594
无形资产	296	286	276	261
非流动资产合计	2,217	2,231	2,224	2,192
资产合计	15,474	17,332	20,323	23,434
短期借款	500	480	460	440
应付账款及票据	1,704	1,735	2,208	2,250
其他流动负债	2,412	2,672	2,957	3,249
流动负债合计	4,617	4,887	5,625	5,939
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	101	106	111	116
非流动负债合计	101	106	111	116
负债合计	4,718	4,993	5,737	6,055
股本	601	601	601	601
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	10,756	12,339	14,587	17,378
负债和股东权益合计	15,474	17,332	20,323	23,434

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.22	15.14	14.71	13.22
EBIT增长率	24.96	12.42	14.58	13.04
净利润增长率	20.18	16.39	17.36	15.63
盈利能力 (%)				
毛利率	36.95	36.96	36.99	37.07
净利率	22.45	22.69	23.22	23.71
总资产收益率ROA	17.97	18.67	18.69	18.74
净资产收益率ROE	25.85	26.23	26.04	25.27
偿债能力				
流动比率	2.87	3.09	3.22	3.58
速动比率	2.32	2.65	2.74	3.18
现金比率	0.95	1.15	1.33	1.81
资产负债率 (%)	30.49	28.81	28.23	25.84
经营效率				
应收账款周转天数	5.86	5.80	5.80	5.80
存货周转天数	49.91	49.90	49.80	49.70
总资产周转率	0.89	0.87	0.87	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	4.62	5.38	6.32	7.31
每股净资产	17.89	20.52	24.26	28.91
每股经营现金流	5.01	6.93	6.80	8.68
每股股利	2.40	2.40	2.58	2.66
估值分析				
PE	33	28	24	21
PB	8.5	7.4	6.3	5.3
EV/EBITDA	24.38	21.56	18.47	15.76
股息收益率 (%)	1.57	1.57	1.69	1.74

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,780	3,236	3,798	4,392
折旧和摊销	241	236	257	277
营运资金变动	126	649	60	640
经营活动现金流	3,014	4,167	4,088	5,217
资本开支	-453	-349	-308	-286
投资	0	-999	-499	-199
投资活动现金流	-1,589	-1,215	-653	-310
股权募资	59	-210	0	0
债券募资	496	-15	-15	-15
筹资活动现金流	-701	-1,698	-1,594	-1,643
现金净流量	723	1,253	1,841	3,264

明月镜片财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	576	700	843	1,021
营业成本	261	312	362	434
营业税金及附加	6	8	10	12
销售费用	112	138	156	194
管理费用	77	83	105	128
研发费用	18	22	27	32
EBIT	106	143	189	229
财务费用	0	-5	-5	-5
资产减值损失	-6	-2	-2	-2
投资收益	3	2	3	4
营业利润	108	154	200	241
营业外收支	-1	0	1	0
利润总额	107	154	201	241
所得税	16	23	30	36
净利润	92	131	171	205
归属于母公司净利润	82	114	150	181
EBITDA	144	162	210	252

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	997	1,003	1,016	1,077
应收账款及票据	110	124	148	153
预付款项	11	16	21	21
存货	110	124	137	159
其他流动资产	152	153	156	155
流动资产合计	1,379	1,420	1,478	1,566
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	143	166	186	206
无形资产	43	43	43	43
非流动资产合计	216	253	282	309
资产合计	1,595	1,673	1,760	1,875
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	68	96	105	124
其他流动负债	78	77	90	109
流动负债合计	146	174	195	233
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债合计	150	178	199	237
股本	134	134	134	134
少数股东权益	41	57	79	103
股东权益合计	1,445	1,495	1,560	1,638
负债和股东权益合计	1,595	1,673	1,760	1,875

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.65	21.70	20.30	21.15
EBIT增长率	12.51	35.25	32.13	21.10
净利润增长率	17.27	39.26	30.95	20.85
盈利能力 (%)				
毛利率	54.69	55.50	57.00	57.50
净利率	14.26	16.32	17.77	17.72
总资产收益率ROA	5.15	6.83	8.51	9.65
净资产收益率ROE	5.85	7.95	10.10	11.79
偿债能力				
流动比率	9.45	8.18	7.57	6.72
速动比率	8.50	7.27	6.67	5.87
现金比率	6.83	5.78	5.21	4.63
资产负债率 (%)	9.42	10.63	11.33	12.65
经营效率				
应收账款周转天数	74.46	60.00	58.00	53.00
存货周转天数	145.38	135.00	130.00	123.00
总资产周转率	0.50	0.43	0.49	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.85	1.11	1.35
每股净资产	10.45	10.70	11.03	11.42
每股经营现金流	1.06	1.04	1.23	1.75
每股股利	0.53	0.60	0.78	0.94
估值分析				
PE	89	64	49	41
PB	5.2	5.1	5.0	4.8
EV/EBITDA	44.15	39.16	30.16	24.87
股息收益率 (%)	0.97	1.09	1.43	1.72

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	92	131	171	205
折旧和摊销	38	19	21	23
营运资金变动	13	-7	-23	11
经营活动现金流	143	140	165	235
资本开支	-32	-55	-50	-50
投资	-129	0	0	0
投资活动现金流	-158	-53	-47	-47
股权募资	826	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	806	-80	-105	-127
现金净流量	791	6	13	61

欧派家居财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	20,442	24,170	28,151	32,452
营业成本	13,978	16,692	19,492	22,588
营业税金及附加	143	169	197	227
销售费用	1,386	1,619	1,886	2,174
管理费用	1,131	1,317	1,520	1,752
研发费用	908	1,073	1,239	1,428
EBIT	2,878	3,416	4,009	4,463
财务费用	-115	-151	-278	-394
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	21	24	28	33
营业利润	3,060	3,543	4,146	4,778
营业外收支	15	2	1	1
利润总额	3,075	3,545	4,147	4,779
所得税	411	474	554	639
净利润	2,664	3,072	3,593	4,141
归属于母公司净利润	2,666	3,072	3,593	4,141
EBITDA	3,589	4,101	4,784	5,343

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,562	9,058	11,480	15,197
应收账款及票据	1,218	1,152	1,547	1,568
预付款项	148	177	207	240
存货	1,463	1,226	1,914	1,662
其他流动资产	1,852	1,712	1,643	1,500
流动资产合计	11,243	13,326	16,791	20,167
长期股权投资	16	17	18	19
固定资产	6,648	7,393	8,127	8,944
无形资产	1,064	1,054	1,047	1,040
非流动资产合计	12,150	12,871	13,605	14,433
资产合计	23,393	26,197	30,396	34,600
短期借款	2,389	2,289	2,189	2,289
应付账款及票据	2,158	2,061	2,855	2,829
其他流动负债	3,737	4,419	5,113	5,904
流动负债合计	8,285	8,769	10,157	11,022
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	699	697	695	693
非流动负债合计	699	697	695	693
负债合计	8,984	9,466	10,853	11,716
股本	609	609	609	609
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	14,409	16,731	19,543	22,884
负债和股东权益合计	23,393	26,197	30,396	34,600

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	38.68	18.24	16.47	15.28
EBIT增长率	24.47	18.69	17.36	11.31
净利润增长率	29.23	15.23	16.97	15.26
盈利能力 (%)				
毛利率	31.62	30.94	30.76	30.40
净利率	13.04	12.71	12.76	12.76
总资产收益率ROA	11.39	11.73	11.82	11.97
净资产收益率ROE	18.50	18.36	18.38	18.10
偿债能力				
流动比率	1.36	1.52	1.65	1.83
速动比率	1.15	1.35	1.44	1.65
现金比率	0.79	1.03	1.13	1.38
资产负债率 (%)	38.40	36.14	35.70	33.86
经营效率				
应收账款周转天数	14.21	14.30	14.40	14.50
存货周转天数	29.25	29.00	29.00	28.50
总资产周转率	0.97	0.97	0.99	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	4.38	5.04	5.90	6.80
每股净资产	23.65	27.47	32.08	37.57
每股经营现金流	6.64	7.88	7.96	10.12
每股股利	1.75	1.23	1.28	1.31
估值分析				
PE	29	25	22	19
PB	5.4	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	20.64	17.43	14.41	12.23
股息收益率 (%)	1.36	0.96	1.00	1.02

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,664	3,072	3,593	4,141
折旧和摊销	711	685	775	881
营运资金变动	502	878	265	956
经营活动现金流	4,046	4,801	4,850	6,162
资本开支	-1,231	-1,376	-1,481	-1,683
投资	-916	79	79	79
投资活动现金流	-2,065	-1,288	-1,389	-1,586
股权募资	2	0	0	0
债务募资	755	-102	-102	98
筹资活动现金流	-187	-1,016	-1,039	-859
现金净流量	1,783	2,497	2,422	3,717

天铁股份财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,713	2,419	3,528	5,383
营业成本	840	1,186	1,737	2,669
营业税金及附加	14	20	29	45
销售费用	93	131	191	291
管理费用	172	242	349	533
研发费用	75	106	155	237
EBIT	454	810	1,151	1,706
财务费用	36	25	30	26
资产减值损失	-16	-10	-8	-8
投资收益	-11	-16	-24	-36
营业利润	392	641	972	1,520
营业外收支	0	-1	-2	-3
利润总额	392	640	970	1,517
所得税	74	120	182	284
净利润	319	520	788	1,232
归属于母公司净利润	302	493	748	1,169
EBITDA	514	877	1,226	1,789

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	622	367	672	711
应收账款及票据	1,279	1,739	2,136	3,082
预付款项	15	22	32	49
存货	368	617	813	1,396
其他流动资产	501	740	933	1,293
流动资产合计	2,785	3,484	4,585	6,531
长期股权投资	37	47	52	60
固定资产	667	749	827	897
无形资产	168	183	201	219
非流动资产合计	1,297	1,406	1,506	1,601
资产合计	4,082	4,891	6,091	8,132
短期借款	217	197	177	157
应付账款及票据	497	755	1,079	1,724
其他流动负债	272	331	448	645
流动负债合计	987	1,283	1,704	2,526
长期借款	379	429	479	529
其他长期负债	102	93	84	75
非流动负债合计	481	522	563	604
负债合计	1,468	1,805	2,267	3,130
股本	628	1,068	1,068	1,068
少数股东权益	92	119	160	223
股东权益合计	2,614	3,086	3,824	5,002
负债和股东权益合计	4,082	4,891	6,091	8,132

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	38.69	41.18	45.86	52.57
EBIT增长率	55.57	78.45	42.09	48.19
净利润增长率	54.21	63.03	51.64	56.34
盈利能力 (%)				
毛利率	50.99	50.95	50.77	50.42
净利润率	17.65	20.38	21.19	21.71
总资产收益率ROA	7.41	10.08	12.27	14.37
净资产收益率ROE	11.99	16.62	20.40	24.46
偿债能力				
流动比率	2.82	2.72	2.69	2.59
速动比率	2.32	2.10	2.08	1.90
现金比率	0.63	0.29	0.39	0.28
资产负债率 (%)	35.95	36.90	37.22	38.49
经营效率				
应收账款周转天数	219.36	210.00	185.00	160.00
存货周转天数	151.30	151.00	150.00	150.00
总资产周转率	0.49	0.54	0.64	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.77	1.17	1.83
每股净资产	3.96	4.66	5.75	7.50
每股经营现金流	0.21	0.16	0.97	0.59
每股股利	0.08	0.08	0.08	0.09
估值分析				
PE	48	30	20	13
PB	5.8	4.9	4.0	3.1
EV/EBITDA	28.66	17.13	12.02	8.23
股息收益率 (%)	0.34	0.33	0.34	0.38

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	319	520	788	1,232
折旧和摊销	60	66	74	82
营运资金变动	-373	-608	-373	-1,082
经营活动现金流	134	99	617	373
资本开支	-188	-159	-163	-163
投资	-270	-115	-60	-63
投资活动现金流	-640	-292	-247	-263
股权募资	804	0	0	0
债务募资	140	21	21	21
筹资活动现金流	878	-62	-65	-71
现金净流量	372	-255	305	40

山东药玻财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,875	4,553	5,123	5,731
营业成本	2,728	3,160	3,508	3,890
营业税金及附加	33	34	38	43
销售费用	92	100	110	123
管理费用	173	201	223	249
研发费用	136	159	179	201
EBIT	695	928	1,094	1,255
财务费用	-1	-2	-1	-8
资产减值损失	-38	-38	-39	-40
投资收益	4	4	5	5
营业利润	698	877	1,042	1,209
营业外收支	-10	-12	-13	-14
利润总额	689	865	1,029	1,195
所得税	98	123	146	169
净利润	591	742	883	1,026
归属于母公司净利润	591	742	883	1,026
EBITDA	936	1,150	1,342	1,529

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	885	827	1,403	1,626
应收账款及票据	1,016	1,175	1,310	1,504
预付款项	62	72	80	88
存货	878	963	1,026	1,164
其他流动资产	495	530	554	587
流动资产合计	3,335	3,567	4,373	4,969
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,214	2,641	2,993	3,290
无形资产	198	196	192	186
非流动资产合计	3,075	3,374	3,647	3,894
资产合计	6,410	6,941	8,020	8,863
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,436	1,365	1,715	1,678
其他流动负债	244	282	307	339
流动负债合计	1,679	1,647	2,022	2,017
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	60	60	60	60
非流动负债合计	60	60	60	60
负债合计	1,739	1,707	2,082	2,077
股本	595	595	595	595
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,670	5,234	5,938	6,785
负债和股东权益合计	6,410	6,941	8,020	8,863

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.08	17.49	12.51	11.87
EBIT增长率	2.91	33.52	17.87	14.71
净利润增长率	4.72	25.56	18.94	16.19
盈利能力 (%)				
毛利率	29.62	30.59	31.51	32.12
净利润率	15.25	16.30	17.23	17.90
总资产收益率ROA	9.22	10.69	11.01	11.57
净资产收益率ROE	12.66	14.18	14.86	15.11
偿债能力				
流动比率	1.99	2.17	2.16	2.46
速动比率	1.43	1.54	1.62	1.84
现金比率	0.53	0.50	0.69	0.81
资产负债率 (%)	27.14	24.59	25.96	23.44
经营效率				
应收账款周转天数	65.26	66.00	67.00	68.00
存货周转天数	107.37	107.00	106.00	105.00
总资产周转率	0.64	0.68	0.68	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.99	1.25	1.48	1.72
每股净资产	7.85	8.80	9.98	11.40
每股经营现金流	1.26	1.09	2.16	1.56
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30
估值分析				
PE	27	21	18	16
PB	3.4	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	16.09	13.15	10.83	9.36
股息收益率 (%)	1.12	1.12	1.12	1.12

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	591	742	883	1,026
折旧和摊销	241	221	248	274
营运资金变动	-144	-370	96	-428
经营活动现金流	750	649	1,283	930
资本开支	-806	-532	-533	-534
投资	-74	0	0	0
投资活动现金流	-867	-528	-529	-529
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-178	-178	-178	-178
现金净流量	-302	-58	576	223

THANKS 致谢

民生建材研究团队：



分析师 李阳

执业证号：S0100521110008

邮件：liyang_yj@mszq.com

民生证券研究院： 上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
回避		相对基准指数跌幅5%以上	

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。