



## 建筑材料

中性（维持）

### 证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

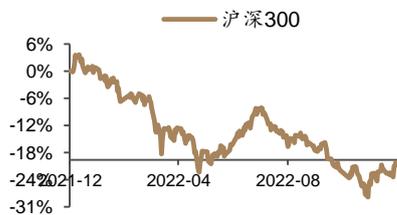
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

### 研究助理

王逸枫

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

### 市场表现



### 相关研究

- 1.《房企融资迎三箭齐发，保交楼有望持续推进，看好建材估值修复》，2022.11.30
- 2.《周观点：地产政策愈发积极+全面降准，建材趋势已向上》，2022.11.27
- 3.《建材行业周报-【德邦建材】周观点：地产链趋势向上，调整即配置良机》，2022.11.20
- 4.《10月行业数据点评：地产延续弱势但政策愈发积极，当前仍是年前赶工窗口期》，2022.11.17
- 5.《【德邦建材】周观点：地产融资逐步放松，地产链迎最强修复窗口期》，2022.11.13

# 周观点：政策持续催化地产链趋势向上，保交楼支撑竣工需求

## 投资要点：

- **周观点：**根据中指研究院数据，11月份百强房企销售额同比下降34.4%，环比下降4.9%，短期受疫情反复以及今年地产下行惯性的影响，基本面仍处于磨底阶段。但随着近期针对房企的“三支箭”对供给端持续催化，以及需求端越来越多有代表性的强二线城市（杭州、宁波、成都、西安）继续放松限购政策，地产销售企稳回升或越来越近；我们认为，当前建材板块行情依然处于基本面和政策博弈态势，政策持续催化是主要推动力；虽然短期多地疫情反复会影响基本面数据修复，但地产趋势已然向上，最难阶段或已过去，板块跟随市场的调整都将是配置良机；一方面，消费建材盈利拐点已现，Q3以来大宗原材料明显回落，毛利率有望逐季度改善；同时2023年提前批专项债额度下达，多省份额度相比22年明显增长，基建端也有望更快形成实物量，静待地产企稳后建材基本面的拐点向上；建议关注玻璃困境反转的逻辑，从盈利周期来看，当前浮法玻璃处于周期底部，全行业基本处于亏损状态，进入冬季采暖季，天然气价格进一步上涨，持续亏损下加速行业冷修，供给收缩使得行业价格触底企稳，而当前地产仍处于地产竣工大周期，同时在“保交楼”的大背景下，竣工需求有支撑，我们看好，在新的供需紧平衡状态下，开春玻璃价格或迎来新一轮上涨，建议关注旗滨集团；其次，消费建材建议重点关注：东方雨虹、科顺股份（防水新规提标扩容，有效对冲地产下行带来的压力，明年还有沥青价格回落的预期，毛利率继续改善）；其次是三棵树（行业细分龙头，市场认可度高）；中国联塑（管材龙头，估值低位）、兔宝宝、蒙娜丽莎（低估值、高弹性，C端销售稳定增长）；伟星新材、北新建材（经营稳健，现金流好）；青鸟消防（扩品类支撑收入高增长）。
- **玻璃：**浮法玻璃冷修持续增加，光伏玻璃价格环比有所回落。近期全国浮法玻璃价格处于下降通道，而持续高位运行的成本使得全行业亏损扩大，浮法玻璃冷修停产产能升至年内高位。我们认为，行业盈利持续承压，供给进入收缩阶段，随着进入采暖季，天然气价格将进一步上涨，成本端压力继续加大，或加速行业生产线冷修，行业供给收缩行业供需有望重回紧平衡状态；而价格的反弹仍需关注需求的恢复，11月以来地产放松政策再次提速，政策进入“全面呵护期”，从供需两侧出发维稳房地产市场；从宏观层面来看，地产竣工需求韧性依旧，18-21年地产销售面积超过17亿平，随着交房周期到来以及保交楼背景下，新开工加速向竣工传导支撑需求，2023年随着竣工周期到来以及“保交楼”持续推进，竣工端仍有支撑；同时龙头企业产业链延伸渐露端倪，成长性业务占比逐步提升，逐步平滑周期波动。本周我们观察到，光伏玻璃涨价落地后，成交进入平稳期。建议关注浮法龙头旗滨集团、信义玻璃以及差异化发展的光伏玻璃小龙头亚玛顿、安彩高科。
- **消费建材：**消费建材板块迎最佳修复窗口。在此前我们提到，消费建材企业行情依然取决于基本面和政策面博弈态势，当前地产开发融资三支箭已发，基本面仍需关注四季度疫情下出货和工程端现金流情况。本周“第三支箭”优化房企股权融资落地，政策面已表现出从救项目到解决开发企业融资的趋势，此轮政策端的转变，首要目的是解决保交楼问题，资金落实后明年预计竣工端需求释放。另一方面，房企资金改善和项目落实也对购房者有一定信心的恢复。当前地产政策的积极导向明确背景下，对于地产链整体信心修复十分有利。基本面情况，成本端，四季度消费建材企业主要原材料沥青、钛白粉、乳液、PVC等多种大宗材料价格持续回落，Q4毛利率有望率先改善，当前疫情波动下出货和工程回款情况为Q4业绩影响因素。建议关注贯穿施工周期且有行业提标催化的防水材料龙头（关注东方雨虹、科顺股份），市占率快速提升的消防龙头（青鸟消防）；其次是经营质量优异的管材

龙头（伟星新材）、零售渠道转型的涂料龙头（三棵树）、瓷砖小龙头（蒙娜丽莎），受益竣工周期的石膏板龙头（北新建材）。

- **玻纤：电子纱供需紧俏，Q4 需求或支撑价格继续上涨。**11 月玻纤行业库存降低至 61 万吨，较 9 月底 70 万吨的库存有所下降，主要系下游风电等领域需求有所恢复。当前电子纱供需表现趋紧，短期需求叠加成本支撑下，12 月电子纱价格仍有提涨预期。我们认为，供需关系修复情况下，玻纤价格在 9 月筑底已基本确认，目前价格底部震荡。我们认为，玻纤作为典型顺周期品种，短期由于经济压力进入下行周期，但随着价格降至中小企业成本线且下游需求逐步修复转暖，预计后续价格修复预期较强。从跟踪的行业扩产规划来看，2022 年新增产能基本都已投产，而 2023 年新增供给有限，行业供需保持匹配，未来随着疫情的缓解以及各地刺激经济政策出台，经济复苏或带来新一轮景气周期，**建议关注当前低估值的玻纤龙头（建议关注中国巨石、中材科技、长海股份）。**
- **水泥：短期行业逐步进入淡季，但随着地产供给端政策全面放松叠加基建专项债下发提速，明年水泥需求有望触底企稳。**短期受多地疫情反复影响以及雨雪天气增多，下游需求逐步进入淡季，价格迎季节性调整。但目前影响水泥需求的两条主线地产及基建均出现边际利好：**1) 供给端政策密集出台，房企现金流有望实质性改善：**2022 年 11 月以来中央层面密集出台房地产供给端纾困政策，从限制房企融资转为支持房企合理融资需求，信号意义较强。我们认为，当前信贷、债券、股权三个房企外部融资渠道全面打通，且允许银行开展保函置换预售资金业务，政策着力化解存量项目风险，解决“保交楼”增量资金来源痛点，有望持续推动“保交楼”进程。**需求端仍待政策自上而下传导推进放松，我们认为 Q4 高能级城市有望持续优化四限政策：**当前需求回暖仍受阻，传统销售旺季表现较弱。我们认为，需求主要受资格（限购、限贷）、意愿（房价、期房交付担忧）和能力（收入）三因素决定，供给端政策有利于缓解交付担忧，但其余影响因素仍在，需求端修复不及预期或推动政策加速放松。11 月 11 日央行联合银保监会发布 16 条房地产支持政策，除了供给端政策外，需求端提出针对个人住房贷款、保障住房金融消费者的合法权益。近期杭州优化首套房认定标准，改为“认房不认贷”释放改善需求、北京优化限购区域、成都跟进放松限购政策。我们认为，2022Q4-2023Q1 各地政策放松有望持续推进，其中放松限贷政策符合政策支持刚需及改善性合理住房需求的要求，各地有望率先跟进放松，房贷利率下限有望进一步下降，在加大对改善换房需求的支持下，部分核心城市首套房认定标准、二套房贷利率均有优化空间。**2) 基建 10 月增速有所放缓，但专项债“提前批”额度发放：**目前财政部已下达地方债“提前批”额度，相较往年下发时间更早，“提前批”额度发放后，多地已开启专项债项目申报工作，疫情防控边际优化有利于加快项目落地速度，实物工作量落地有望提速。我们认为，地产与基建链仍是稳经济的重要一环，后续需求有望持续恢复，低估值、高分红的水泥板块将最受益。建议关注龙头海螺水泥、华新水泥及弹性标的上峰水泥。
- **风险提示：**固定资产投资低于预期；贸易冲突加剧导致出口企业销量受阻；环保督查边际放松，供给收缩力度低于预期；原材料价格大幅上涨带来成本压力。

## 内容目录

1. 行情回顾.....	5
2. 水泥：全国水泥市场价环比维持高增.....	7
2.1. 分地区价格和库存表现.....	8
2.1.1. 华北地区：水泥价格保持平稳，需求进入淡季.....	8
2.1.2. 东北地区：辽宁停窑逐步增加，外发不足造成库存压力较大.....	8
2.1.3. 华东地区：水泥价格继续下调，本周受天气影响需求.....	9
2.1.4. 中南地区：水泥价格小幅回落，下游需求表现一般.....	10
2.1.5. 西南地区：水泥价格出现回落，成都地区项目施工节奏正常.....	12
2.1.6. 西北地区：水泥价格稳定，环保管控致需求表现不稳.....	13
2.2. 行业观点.....	13
3. 玻璃：浮法均价持续下探，光伏玻璃 12 月新单价格略降.....	15
3.1. 浮法玻璃：库存高位盘整，年期迎赶工期市场以价换量.....	15
3.1.1. 浮法玻璃：赶工期来临需求略有增加，市场以价换量.....	15
3.1.2. 供给端变化.....	17
3.2. 光伏玻璃：12 月新单价格有所下降，11 月涨价后盈利空间增加.....	18
3.3. 行业观点.....	19
4. 玻纤：无碱纱涨后趋稳，电子纱出货良好调涨预期加强.....	20
4.1. 无碱纱价格延续偏稳走势.....	20
4.2. 电子纱需求缺口仍存，年末价格或继续上调.....	20
4.3. 行业观点.....	21
5. 风险提示.....	22

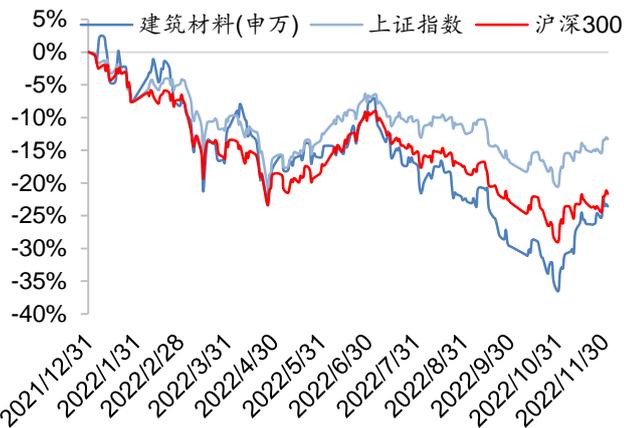
## 图表目录

图 1: 建筑材料 (SW) 指数 2022 年初以来走势 .....	5
图 2: 建筑材料 (SW) 周内主力资金流入情况 (2021 版指数) .....	5
图 3: 全国高标水泥价格 (元/吨) .....	7
图 4: 全国水泥平均库存 (%) .....	7
图 5: 华北地区高标水泥价格 (元/吨) .....	8
图 6: 华北地区水泥平均库存 (%) .....	8
图 7: 东北地区高标水泥价格 (元/吨) .....	9
图 8: 东北地区水泥平均库存 (%) .....	9
图 9: 华东地区高标水泥价格 (元/吨) .....	10
图 10: 华东地区水泥平均库存 (%) .....	10
图 11: 中南地区高标水泥价格 (元/吨) .....	11
图 12: 中南地区水泥平均库存 (%) .....	11
图 13: 西南地区高标水泥价格 (元/吨) .....	12
图 14: 西南地区水泥平均库存 (%) .....	12
图 15: 西北地区高标水泥价格 (元/吨) .....	13
图 16: 西北地区水泥平均库存 (%) .....	13
图 17: 玻璃行业产能变化 (吨/天) .....	15
图 18: 全国玻璃库存 (万重箱) .....	15
图 19: 全国 5MM 玻璃平均价格 (元/吨) .....	16
图 20: 全国重质纯碱平均价格 (元/吨) .....	17
图 21: 全国浮法玻璃在产产能 .....	17
图 22: 浮法玻璃表观需求增速 .....	17
图 23: 光伏玻璃月度产能 (万吨) .....	18
图 24: 光伏玻璃月度毛利润-天然气 .....	18
图 25: 光伏玻璃月度毛利润-焦炉煤气 .....	18
图 26: 光伏玻璃月度消费量 (万吨) .....	19
图 27: 重点企业无碱 2400tex 缠绕直接纱平均出厂价 (元/吨) .....	20
图 28: 全国 G75 电子纱主流成交价 (元/吨) .....	20
表 1: 主要建材标的股价表现 (收盘价截止 2022/12/02) .....	5

## 1. 行情回顾

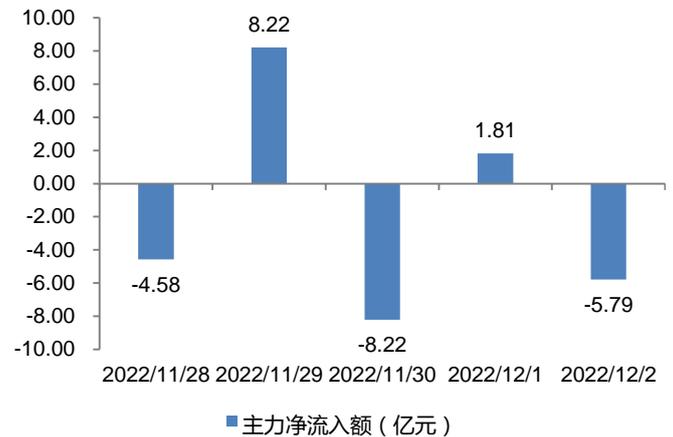
本周建筑材料（SW）收益相较于上周末环比上涨 1.04 个百分点，同期沪深 300 指数收益环比上涨 1.93 个百分点，周内建材行业主力资金净流出 8.56 亿元。根据我们跟踪的重点标的表现来看，周内涨幅居前的是中材科技、帝欧家居、信义玻璃-H、东鹏控股和蒙娜丽莎，周内跌幅居前的是坚朗五金、三棵树、北新建材、天山股份和伟星新材。

图 1：建筑材料（SW）指数 2022 年初以来走势



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 2：建筑材料（SW）周内主力资金流入情况（2021 版指数）



资料来源：Wind，德邦证券研究所

表 1：主要建材标的股价表现（收盘价截止 2022/12/02）

股票名称	代码	收盘价 元/港元	市值 亿元人民币/港元	绝对表现 (%)					
				1 日	1 周	1 月	1 年	年初至今	相对上证指数
<b>水泥</b>									
海螺水泥	600585.SH	28.18	1,454.17	-1.47	-0.14	-1.43	-21.75	-25.28	-11.99
塔牌集团	002233.SZ	7.62	90.85	0.00	1.20	0.00	-22.18	-22.84	-9.55
冀东水泥	000401.SZ	8.60	228.61	-0.58	0.00	-1.15	-22.13	-22.91	-9.63
华新水泥	600801.SH	15.30	263.74	0.07	0.39	-1.42	-16.65	-16.21	-2.93
万年青	000789.SZ	8.82	70.33	-0.79	0.00	-0.79	-21.08	-22.44	-9.15
上峰水泥	000672.SZ	11.36	110.78	-2.91	1.52	-1.90	-27.32	-29.35	-16.06
祁连山	600720.SH	11.09	86.09	-0.54	0.91	0.00	13.76	10.59	23.88
天山股份	000877.SZ	8.99	778.84	-0.77	-0.88	-1.10	-33.41	-39.67	-26.38
华润水泥-H	1313.HK	4.05	282.81	-1.94	0.00	-3.80	-25.15	-25.91	-12.62
中国建材-H	3323.HK	6.70	565.13	-1.47	3.88	-2.33	-16.67	-23.64	-10.36
<b>玻璃</b>									
旗滨集团	601636.SH	9.89	265.40	-1.49	3.67	0.10	-36.86	-38.01	-24.72
南玻-A	000012.SZ	7.26	173.38	-0.14	2.40	0.14	-23.85	-24.93	-11.64
信义玻璃-H	0868.HK	14.26	585.49	-2.46	4.85	-4.68	-23.64	-21.84	-8.55
<b>玻纤</b>									
中国巨石	600176.SH	14.40	576.45	0.14	2.86	0.28	-16.53	-18.45	-5.17
再升科技	603601.SH	5.56	56.71	0.54	2.96	0.18	-33.10	-36.39	-23.10
长海股份	300196.SZ	15.32	62.62	0.13	-0.07	1.39	-14.16	-11.80	1.48
中材科技	002080.SZ	24.32	408.12	2.92	7.23	4.47	-31.34	-26.46	-13.17
<b>其他消费建材</b>									
东方雨虹	002271.SZ	32.97	830.34	-0.09	1.45	0.24	-17.66	-37.00	-23.71
伟星新材	002372.SZ	21.56	343.26	-1.96	-0.42	-0.69	22.34	-8.54	4.74

---

永高股份	002641.SZ	4.84	59.78	1.26	3.42	1.04	-0.39	-10.39	2.90
北新建材	000786.SZ	26.11	441.13	-1.02	-0.91	-0.50	-3.61	-25.53	-12.25
科顺股份	300737.SZ	13.52	159.65	-2.73	1.05	-0.88	-1.67	-16.80	-3.51
兔宝宝	002043.SZ	9.76	75.43	0.41	0.83	1.56	7.47	-15.30	-2.02
蒙娜丽莎	002918.SZ	18.10	75.06	-3.31	4.56	-0.44	-23.13	-35.83	-22.54
三棵树	603737.SH	116.45	438.36	-2.76	-1.68	-3.32	-0.88	-16.31	-3.03
坚朗五金	002791.SZ	99.10	318.65	-3.79	-4.34	-4.65	-34.95	-45.26	-31.97
东鹏控股	003012.SZ	8.57	100.53	-0.70	4.64	-0.46	-24.62	-35.99	-22.70
中国联塑	2128.HK	8.92	276.74	-5.81	3.48	-6.01	-18.86	-18.57	-5.28
帝欧家居	002798.SZ	8.03	30.91	1.90	5.24	1.26	-39.85	-44.82	-31.53

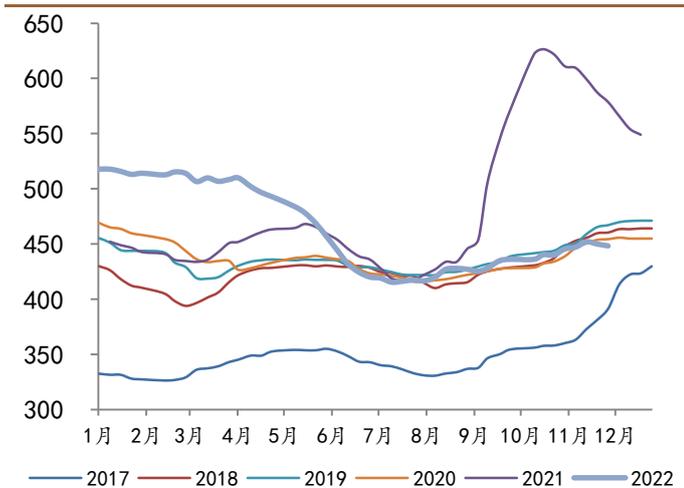
---

资料来源：Wind，德邦证券研究所

## 2. 水泥：全国水泥市场价环比维持高增

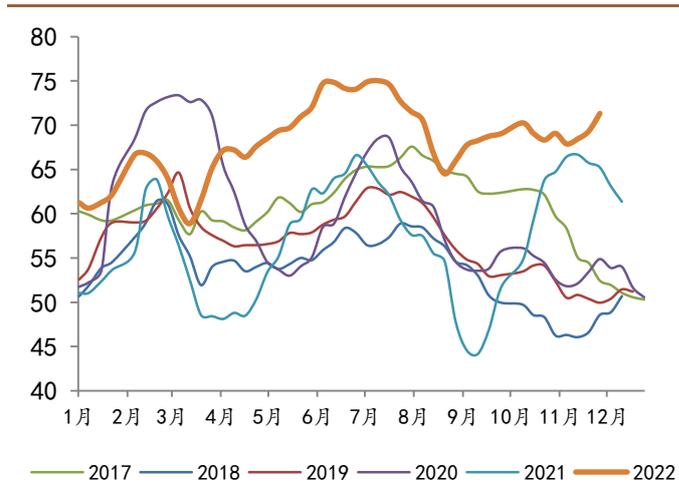
本周全国水泥市场价格环比继续回落，跌幅为 0.4%。价格下调地区主要围绕在浙江、河南、湖南、重庆等地，幅度多为 10-30 元/吨；价格上涨区域为广东梅州、汕头和云南大理等少数地区，幅度为 10-20 元/吨。11 月底 12 月初，国内水泥市场需求提前步入淡季，受雨雪天气、下游资金短缺以及疫情影响，市场需求量环比明显下降，全国重点区域企业平均发货率降至 50%，环比下滑 6 个百分点。为应对价格出现快速下行，南方地区如浙江和江苏水泥企业增加错峰生产天数，由于需求表现疲软，后期价格将呈小幅震荡下行走势。（参考数字水泥网）

图 3：全国高标水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

图 4：全国水泥平均库存（%）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

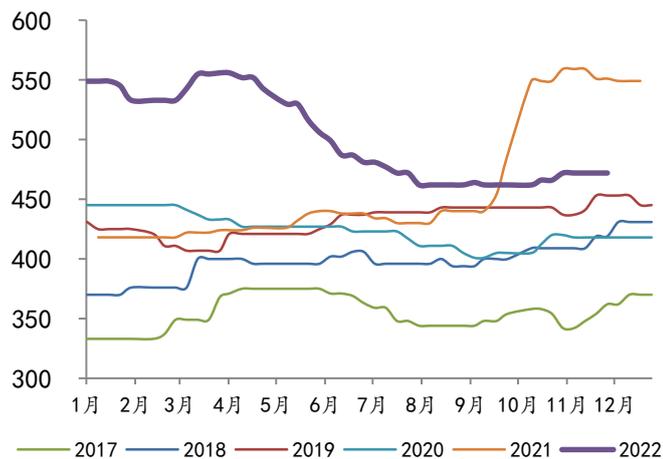
## 2.1. 分地区价格和库存表现

### 2.1.1. 华北地区：水泥价格保持平稳，需求进入淡季

**【京津冀】**京津冀地区受疫情以及市场进入淡季影响，下游需求环比进一步减弱，主导企业因有重点工程项目支撑，水泥出货尚有 5 成左右，其他中小企业发货仅剩 3-4 成不等，资金状况欠佳的部分混凝土企业提前停工放假，即便后期疫情缓解，下游需求或也很难再恢复。石家庄、邯郸和邢台等地企业按计划执行错峰生产，唐山地区水泥企业因有供暖或协同处置配套，错峰生产执行情况不一，企业多是库满停窑为主。由于煤炭等生产成本持续高位，企业对于降价抢占市场份额意愿不大，倾向于价格平稳进入冬休。

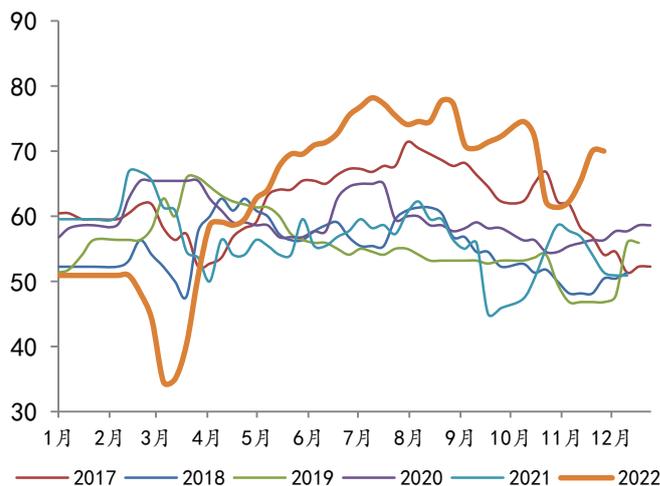
**【山西】**山西晋城、长治地区水泥价格上调 30 元/吨，价格上调主要是受益于错峰生产，企业库位较低，支撑价格上涨，随着市场需求进入淡季，同时受疫情影响，部分工程项目和搅拌站停工，下游需求表现低迷，企业发货仅在 2-3 成。太原地区水泥价格稳定，由于疫情反反复复，下游施工项目陆续停工，企业仅零星出货量，市场逐步进入休市期。大同、朔州地区水泥价格稳定，区域持续处于静态管控状态，市场成交基本停滞。

图 5：华北地区高标水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

图 6：华北地区水泥平均库存（%）

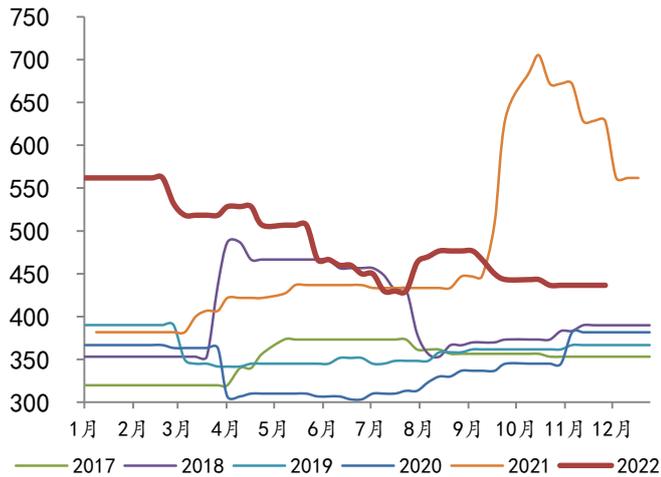


资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

### 2.1.2. 东北地区：辽宁停窑逐步增加，外发不足造成库存压力较大

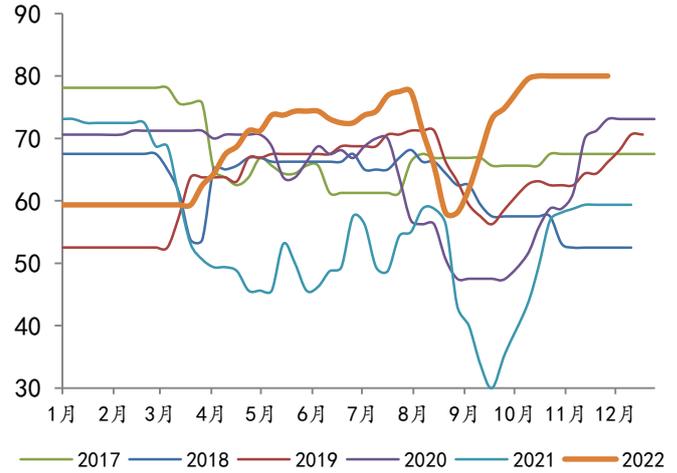
**【黑辽吉】**辽宁水泥企业在 12 月初开始会陆续停窑，此前停窑数量在一半水平，主要考虑库存情况确定。目前船运外发量逐渐减少，本地库存开始加大，各厂家库满停窑。本周由于降温，降雪天气，东北地区本地施工基本结束，水泥需求基本停滞。

图 7: 东北地区高标水泥价格 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网, 德邦证券研究所

图 8: 东北地区水泥平均库存 (%)



资料来源: 数字水泥网, 德邦证券研究所

### 2.1.3. 华东地区: 水泥价格继续下调, 本周受天气影响需求

**【江苏】**江苏南京地区水泥价格稳定, 因疫情和雨水天气双重干扰, 下游需求表现清淡, 企业发货在正常水平 6-7 成, 受益于企业自主停窑, 库存普遍在中等水平。苏锡常地区水泥价格下调后保持稳定, 由于水泥需求及价格均呈下行趋势, 导致下游拿货积极性不高, 同时雨水天气干扰, 民用市场需求清淡, 企业综合发货仅在 6-7 成, 库存偏高运行。盐城地区水泥价格下调 20 元/吨, 市场需求表现疲软, 且部分企业先行下调价格, 为维护市场份额, 其他企业陆续跟降。淮安地区水泥价格稳定, 受降温 and 阴雨天气影响, 水泥需求表现欠佳, 企业发货降至 3-4 成, 库存高位承压。据了解, 江苏地区水泥企业计划 12 月份执行错峰生产 7 天左右。

**【浙江】**浙江杭嘉湖地区水泥价格下调 10-20 元/吨, 周初雨水天气影响有限, 水泥需求尚可, 企业发货在 7-8 成, 个别企业能达 9 成; 后半周, 温度大幅下降, 局部地区伴有降雪, 需求量环比减少 30% 左右。甬温台地区水泥价格稳定, 受连续降雨天气影响, 市场需求进一步下滑, 企业日出货仅在 5-7 成, 库存高位运行。金建衢地区水泥价格稳定, 受降温阴雨天气影响, 民用市场需求仅剩 1-2 成, 企业综合发货在 5-6 成, 库存高位承压。据了解, 为保障后期价格稳定, 12 月份, 浙江地区水泥企业计划增加错峰生产 7-8 天。

**【安徽】**安徽合肥及巢湖地区水泥价格弱稳运行, 受降雨和疫情因素干扰, 水泥需求量环比下滑 10%-20%, 企业发货在 5 成左右, 库存普遍升至高位。沿江铜陵、芜湖地区水泥价格稳定, 受降温雨雪天气影响, 下游需求阶段性大幅下滑 30%-40%, 企业发货降至 4-5 成, 预计天气好转后, 需求仍能有一定恢复。皖北地区水泥价格稳定, 由于温度大幅降低, 且伴随雨雪天气, 民用市场几乎停滞, 企业发货仅 3-4 成, 库存高位承压。

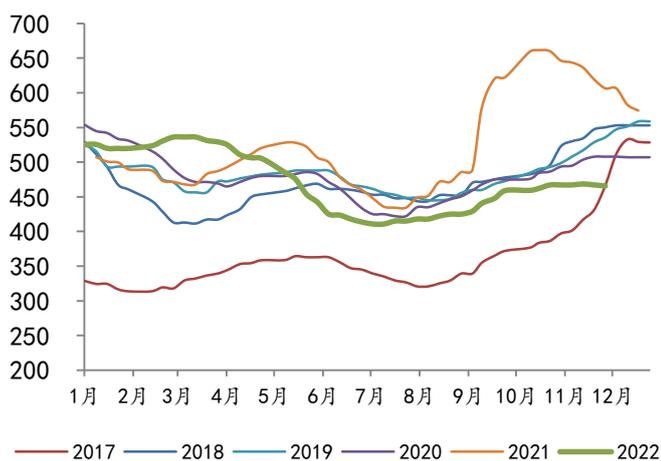
**【江西】**江西南昌和九江地区水泥价格稳定, 疫情对市场需求影响较小, 主要是雨水天气增多, 水泥需求减弱, 企业发货在 5-7 成, 库存普遍高位运行。赣州地区水泥价格稳定, 受连续阴雨天气影响, 水泥需求环比减少 10%-20%, 企业日出货降至 6 成左右, 临近年底, 预计后期市场需求恢复空间有限。赣东北地区水泥价

格稳定，但受疫情影响严重，局部地区仍处于封控状态，外加雨水天气持续干扰，水泥需求表现低迷，企业发货仅在4成左右。

**【福建】**福建地区水泥企业11月下旬推涨价格30元/吨，价格上涨未能落实，主要原因：一是临近年底，下游资金短缺，新开工项目较少，下游拿货积极性不高；二是近期阴雨天气居多，且疫情复发，交通运输受限，整体市场需求表现更为清淡，企业发货仅在正常水平5-7成，导致价格上涨难度增大。从目前市场情况看，下游需求提升空间有限，且企业市场信心不足，后期价格有走弱趋势。

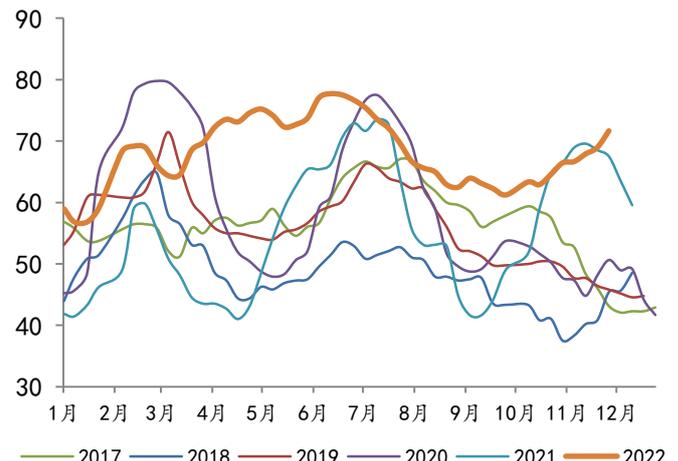
**【山东】**山东济南和淄博地区水泥价格稳定，受疫情防控因素干扰，跨区流动受限，部分地区人员居家办公，下游工程项目和搅拌站开工率降低，企业发货仅在正常水平4成左右。枣庄地区疫情虽有所缓解，但受降温、资金紧张影响，整体市场需求恢复有限，企业发货在6-7成，企业虽有意愿继续推涨价格，但目前难度较大。菏泽、济宁等地区水泥价格以稳为主，区域内疫情较严，以及受天气等因素干扰，下游工程施工进度放缓，水泥需求表现不佳，企业发货仅在3-4成。

图9：华东地区高标水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

图10：华东地区水泥平均库存（%）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

#### 2.1.4. 中南地区：水泥价格小幅回落，下游需求表现一般

**【广东】**广东广州、中山、佛山地区部分企业散装价格下调10-20元/吨，价格下调原因：一是西江通航能力恢复，广西水泥进入量增加；二是临近年底，市场资金情况欠佳，同时阴雨天气叠加疫情因素干扰，工程项目施工进度放缓，水泥需求表现一般，企业发货普遍在7-8成，库存升至高位，部分企业为增加出货量，降价促销，预计其他企业后期将陆续跟降。粤东梅州及潮汕地区水泥价格上调落实到位，现P.O42.5散装水泥出厂价340-350元/吨，市场需求量环比无明显变化，企业发货维持在7成左右。

**【广西】**广西南宁和崇左地区水泥价格暂稳，局部地区疫情防控，以及市场资金情况较差，企业发货维持在5-7成，库存升至偏高水平，企业销售压力较大，后期价格或趋弱运行。玉林和贵港地区水泥价格稳定，天气放晴，下游工程项目

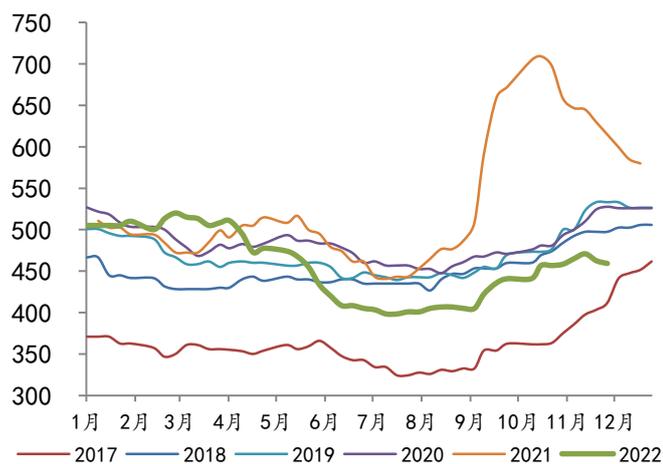
施工进度加快，水泥出货提升至 7-8 成。桂林地区水泥价格稳定，疫情持续，部分搅拌站停工，水泥需求表现低迷，企业发货仅在 4-5 成，受益于企业执行错峰生产，库存保持中等水平。

**【湖南】**湖南长株潭地区水泥价格回落后保持平稳，阴雨天气不断，市场需求继续减少，企业日出货降至 5 成左右，库存持续高位运行，后市价格仍有下调可能。娄底、衡阳等地区水泥价格下调 30 元/吨，降温和雨水天气干扰，水泥需求表现欠佳，企业发货仅在 4-6 成，库存普遍升至高位，以及前期价格上调过程中，部分企业执行不到位，导致价格上调企业陆续回撤。常德地区水泥价格稳定，区域内疫情持续，局部地区封闭管控，外加降雨因素干扰，水泥需求大幅减少，企业发货降至 2-3 成，库存高位承压。

**【湖北】**湖北武汉以及鄂东地区水泥价格将下调，预计幅度 20-30 元/吨。11 月下旬，湖北多地水泥企业推涨价格 50 元/吨，近期不同企业报价陆续出现回落。主要原因：一是疫情防控制约下游项目施工，二是下游混凝土企业资金情况紧张，年底前急于资金回笼，开工率下降，部分搅拌站甚至提前停工。从市场供需关系看，区域内各企业生产线均在正常生产，库存不断攀升，市场供大于求严重，若企业错峰生产不能达成共识，后期水泥价格有探底的可能。

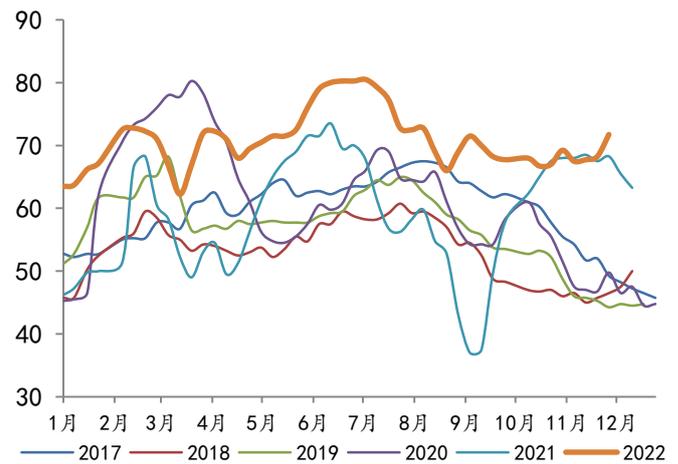
**【河南】**河南郑州、新乡、平顶山和许昌等地区水泥价格再次回落，幅度 10-20 元/吨。价格回落主要原因，受疫情防控和下游资金短缺影响，水泥市场需求长期疲软，企业出货在 5-6 成水平，尽管有执行错峰生产，但部分企业为在需求期结束前清空库存，采取了价格下调策略。P.O42.5 散装最低出厂价已到 340 元/吨，从与企业交流情况看，由于对市场价格维护信心不足，不排除后期价格继续走低可能，同时考虑到成本端仍在高位，价格大幅下跌空间有限。

图 11：中南地区高标水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

图 12：中南地区水泥平均库存（%）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

### 2.1.5. 西南地区：水泥价格出现回落，成都地区项目施工节奏正常

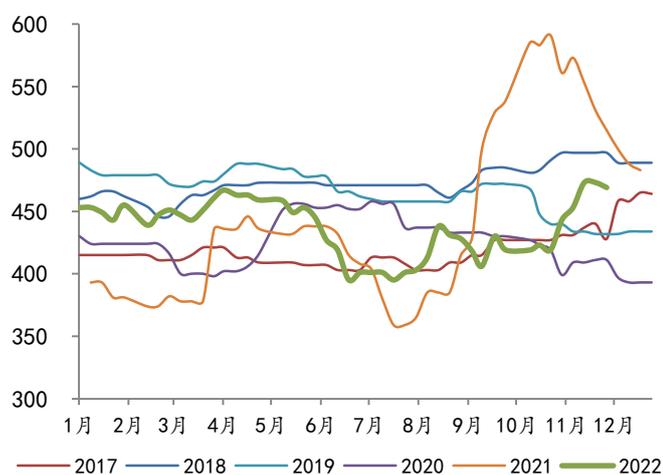
**【四川】**四川成都地区水泥价格稳定，虽然区域内确诊病例较多，但基本以精准防控为主，下游工程项目正常施工，对市场需求影响较小，企业发货在 7 成左右，同时受益于错峰生产，库存保持在 40%-50%。德绵地区水泥价格稳定，受疫情防控影响，交通运输受到一定阻碍，水泥需求表现欠佳，企业发货在 6 成左右，短期疫情防控若有所缓解，市场需求或许能进一步提升。宜宾和泸州地区水泥价格稳定，受重点工程项目支撑，下游需求相对稳定，企业发货保持 7-8 成水平，库存中低位运行。

**【重庆】**重庆地区水泥价格出现回落。主城、渝西北和渝东北地区水泥价格均回落 20-30 元/吨，受防控政策以及下游资金短缺影响，水泥市场需求持续疲软，企业出货一直在 3-4 成。尽管企业执行错峰生产，但库位依旧居高不下，加之前期价格推涨后，有个别企业执行不到位，其他企业为增加销量，也陆续出现优惠暗降现象，致使水泥价格整体出现回落。从目前市场情况看，后期需求再恢复提升的可能性不大，预计将会持续疲软进入淡季，因此水泥价格也将会呈现震荡下行走势。

**【云南】**云南大理、丽江地区水泥企业公布价格上调 30 元/吨，价格上调主要是受限电因素影响，区域内水泥生产受到大量抑制，市场供应紧张，企业持续限量发货，同时水泥生产成本居高不下，为提升盈利，企业继续推动价格上调。昆明及周边地区水泥市场价格稳定，受资金短缺影响，下游工程项目和搅拌站开工不足，水泥需求持续低迷，企业发货仅在 5 成左右。据市场反馈，进入 12 月份，云南省限电政策或将结束，届时水泥价格或进入下行趋势。

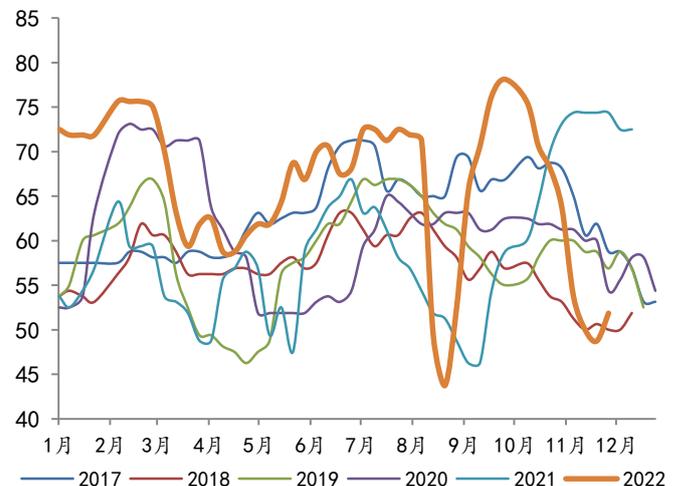
**【贵州】**贵州贵阳、安顺等地区水泥价格保持平稳，受降温天气影响，下游需求量环比略有回落，企业出货在 6 成左右。目前各地区企业仍在执行错峰生产，库存维持在 50% 适中水平，库存压力不大，加之生产成本居高不下，企业策略多以稳价为主。贵州地区企业在四季度加大错峰生产 60 天，市场供需关系得到很大改善，即使近期外围地区价格陆续出现回落，贵州外运水泥量大幅减少，本地价格也相对较为稳定，各企业对 2023 年继续增加错峰生产天数意愿提升，据悉，错峰生产或将达到 220 天左右。

图 13：西南地区高标水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

图 14：西南地区水泥平均库存（%）

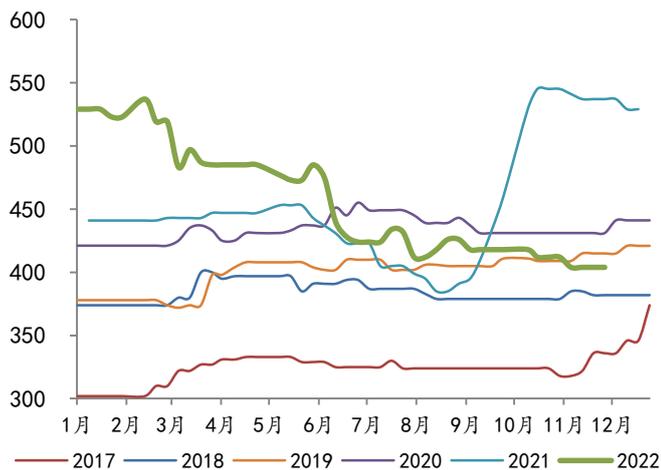


资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

### 2.1.6. 西北地区：水泥价格稳定，环保管控致需求表现不稳

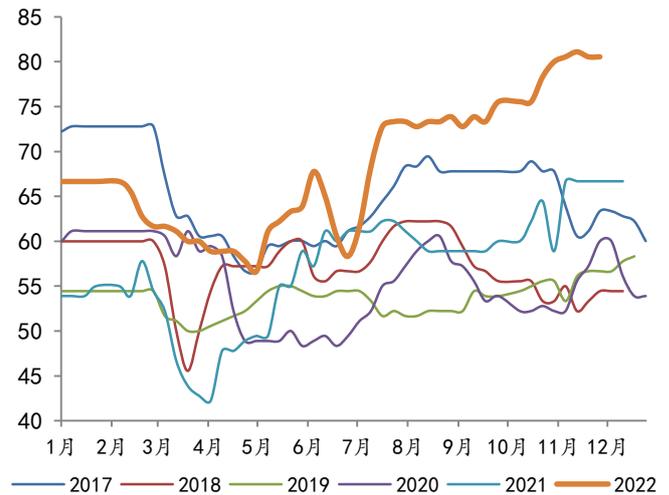
【陕西】陕西地区水泥价格保持平稳，进入 12 月份，受环保管控影响，下游需求表现不稳定，管控期间，市场成交量大幅萎缩，非管控期间，企业发货尚可，但销售量环比 11 月份减少 10% 左右，本地水泥企业陆续执行错峰生产，供给同时减少，水泥价格得以保持平稳为主。

图 15: 西北地区高标水泥价格 (元/吨)



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

图 16: 西北地区水泥平均库存 (%)



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

## 2.2. 行业观点

短期行业逐步进入淡季，但随着地产供给端政策全面放松叠加基建专项债下发提速，明年水泥需求有望触底企稳。短期受多地疫情反复影响以及雨雪天气增多，下游需求逐步进入淡季，价格迎季节性调整。但目前影响水泥需求的两条主线地产及基建均出现边际利好：**1) 供给端政策密集出台，房企现金流有望实质性改善**：2022 年 11 月以来中央层面密集出台房地产供给端纾困政策，从限制房企融资转为支持房企合理融资需求，信号意义较强。我们认为，当前信贷、债券、股权三个房企外部融资渠道全面打通，且允许银行开展保函置换预售资金业务，政策着力化解存量项目风险，解决“保交楼”增量资金来源痛点，有望持续推动“保交楼”进程。**需求端仍待政策自上而下传导推进放松，我们认为 Q4 高能级城市有望持续优化四限政策**：当前需求回暖仍受阻，传统销售旺季表现较弱。我们认为，需求主要受资格（限购、限贷）、意愿（房价、期房交付担忧）和能力（收入）三因素决定，供给端政策有利于缓解交付担忧，但其余影响因素仍在，需求端修复不及预期或推动政策加速放松。11 月 11 日央行联合银保监会发布 16 条房地产支持政策，除了供给端政策外，需求端提出针对个人住房贷款、保障住房金融消费者的合法权益。近期杭州优化首套房认定标准，改为“认房不认贷”释放改善需求、北京优化限购区域、成都跟进放松限购政策。我们认为，2022Q4-2023Q1 各地政策放松有望持续推进，其中放松限贷政策符合政策支持刚需及改善性合理住房需求的要求，各地有望率先跟进放松，房贷利率下限有望进一步下降，在加大对改善换房需求的支持下，部分核心城市首套房认定标准、二套房贷利率均有优化空

间。2) 基建 10 月增速有所放缓，但专项债“提前批”额度发放：目前财政部已下达地方债“提前批”额度，相较往年下发时间更早，“提前批”额度发放后，多地已开启专项债项目申报工作，疫情防控边际优化有利于加快项目落地速度，实物工作量落地有望提速。我们认为，地产与基建链仍是稳经济的重要一环，后续需求有望持续恢复，低估值、高分红的水泥板块将最受益。建议关注龙头海螺水泥、华新水泥及弹性标的上峰水泥。

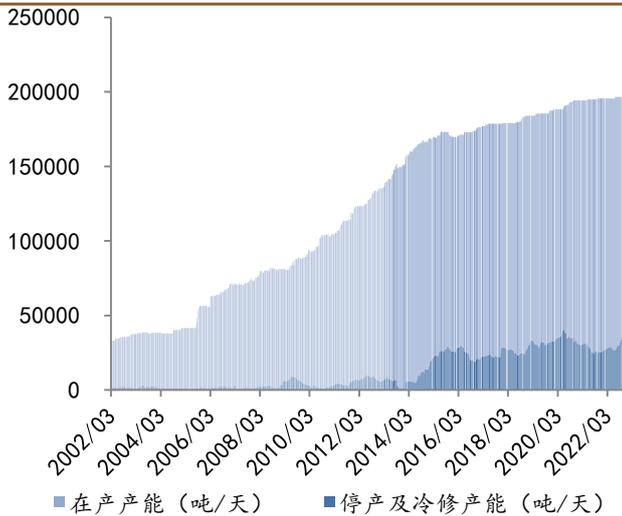
长期来看，“碳中和”或推动新一轮供给侧改革。根据《中国建筑材料工业碳排放报告（2020 年度）》，2020 年水泥行业碳排放达到 12.3 亿吨，同比增长 1.8%，占全国碳排放总量的约 12.1%（工业行业中仅次于钢铁，占比约 15%），在“2030 年碳达峰，2060 年碳中和”的目标指引下，水泥行业或迎来新一轮技术变革，通过燃料替代、碳捕捉和碳储存、提高能源使用效率等措施减少二氧化碳排放，另一方面可以压减行业产能减少碳排放，目前来看压减产能或为最有效的减排措施，同时，2021 年 7 月 16 号全国碳排放权交易正式启动，拥有良好碳排放数据基础的水泥行业有望快速纳入全国碳交易市场，通过控制总量，交易碳排放权，实现节能减排的目的，而龙头企业技术优势明显，或进一步抢占市场份额，未来行业或迎来新一轮供给侧改革，集中度有望加速提升。

### 3. 玻璃：浮法均价持续下探，光伏玻璃 12 月新单价格略降

#### 3.1. 浮法玻璃：库存高位盘整，年期迎赶工期市场以价换量

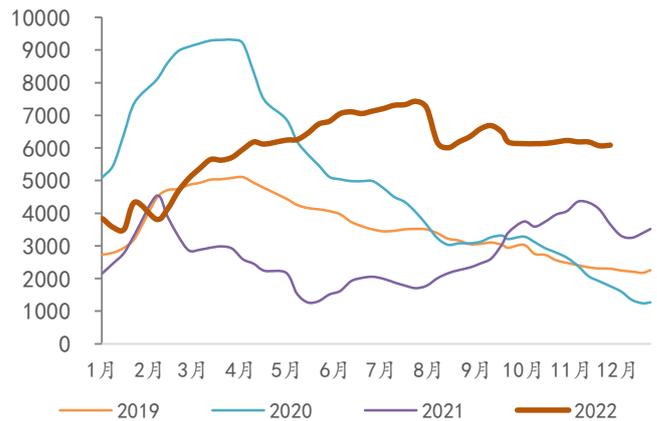
根据卓创咨询数据，截至本周四，全国浮法玻璃生产线共计 306 条，在产 243 条，日熔量共计 162290 吨，较上周缩减 600 吨。周内产线冷修 1 条，暂无点火及改产产线。周内国内库存总量 6084 万重量箱，较上周库存增加 20 万重量箱，环比增加 0.3%，同比增加 2425 万重量箱，同比增长 66.3%。

图 17：玻璃行业产能变化（吨/天）



资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

图 18：全国玻璃库存（万重箱）



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

#### 3.1.1. 浮法玻璃：赶工期来临需求略有增加，市场以价换量

卓创资讯数据显示，截至本周四，国内浮法玻璃均价 1635.13 元/吨，较上周均价（1646.58 元/吨）下降 11.45 元/吨，跌幅 0.70%，跌幅较上周扩大。

**【华北】** 本周华北玻璃市场价格偏弱整理，沙河区域成交受限明显。沙河区域周内出货受限，产销率较低，部分厂大板价格下调 2-3 元/重量箱，贸易商持货谨慎，部分货源降价处理。12 月 1 日沙河地区恢复发货，成交暂显一般。京津唐区域主流暂稳，成交一般，部分厂库存有所增加。

**【华东】** 本周华东浮法玻璃市场主流报价偏稳，多数厂价格调整意向不大，加之短期部分地区运输稍有受限，市场交投有所放缓，价格调整对市场刺激作用相对有限，多数成交灵活，近日个别厂报价小涨，新价落实尚需跟进。现阶段市场成交多为按需适当补货，当前深加工开工相对平稳，短期价格大概率趋稳运行，但若外围区域价格松动带动下，不乏个别企业价格或承压。关注后期走货变动及需求动态。

**【华中】** 本周华中浮法玻璃市场区域成交稍有差异，价格暂稳。周内下游加工厂新单跟进情况一般，多数坚持按需采购，局部区域运输受限，部分厂家产销稍降，库存有所增加。下周来看，随着周边市场价格松动，外发或受影响。加之本地需求支撑一般，预计市场稳中偏弱运行，部分价格有小幅下滑可能。

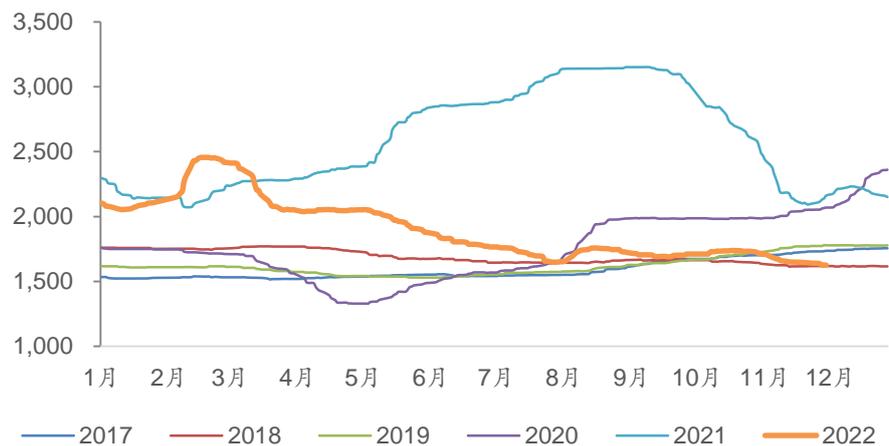
**【华南】** 本周华南浮法玻璃企业报价涨跌互现，市场成交重心主流下调幅度在 2 元/重量箱附近，含部分厂阶段性提货优惠，个别企业报价上调 1-2 元/重量箱，实际执行仍需观望，主要为以涨促销。在中下游赶工支撑下，周内企业总体产销好转，但库存仍有一定压力，中下游持货谨慎。卓创资讯预计短期市场延续稳中偏弱走势，成交保持灵活，普通白玻价格调整空间相对有限，超白玻璃价格有下滑预期。

**【西南】** 本周西南浮法玻璃市场稳中偏弱运行，四川市场主流成交价格下滑 1 元/重量箱，局部地区受特殊因素影响出货放缓，不同企业出货有一定差异，总体仍处于以价换量的降库阶段。云南市场价格暂稳，近期出货偏缓，需求表现乏力。卓创资讯预计短期西南市场需求难有明显好转，局部成交重心仍有下移可能，但受成本支撑，幅度有限。

**【东北】** 本周东北地区部分厂推出冬储政策，整体成交尚可，外地发货支撑产销率。东北当地需求逐步有所减弱，当地出货情况一般，部分外发货源较多，支撑原片厂家产销率。11 月底本溪玉晶、双辽迎新推出冬储价格，并执行保价，基于时间较早，其他厂暂稳观望，预计近期存价格调整预期。产线方面，11 月 28 日本溪玉晶技改二线出玻璃。

**【西北】** 本周西北浮法玻璃市场行情再次回落。前期局部走货稍好转，但周内一方面受气温下降影响；另一方面运输再次受限情况下，整体需求再次转淡。近期主要市场各厂家价格下调 2 元/重量箱左右，但走货仍无明显好转，预计短期西北市场大概率偏弱整理，整体成交重心或承压。

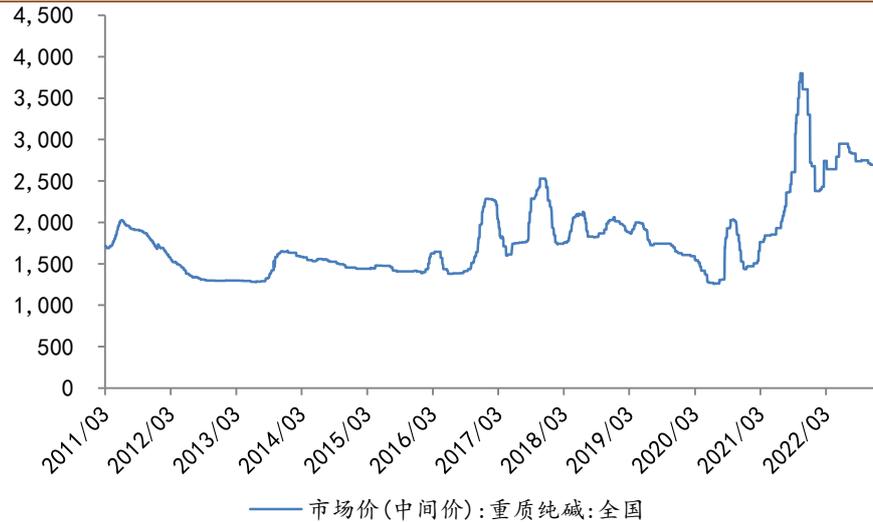
图 19：全国 5MM 玻璃平均价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

**本周国内纯碱市场窄幅整理。** 本周国内轻碱主流出厂价格在 2500-2730 元/吨，轻碱主流送到终端价格在 2650-2800 元/吨，截至 12 月 1 日国内轻碱出厂均价在 2621 元/吨，与 11 月 24 日均价相比上涨 0.5%；本周国内重碱主流送到终端价格在 2730-2830 元/吨，低端货源减少。

图 20: 全国重质纯碱平均价格 (元/吨)

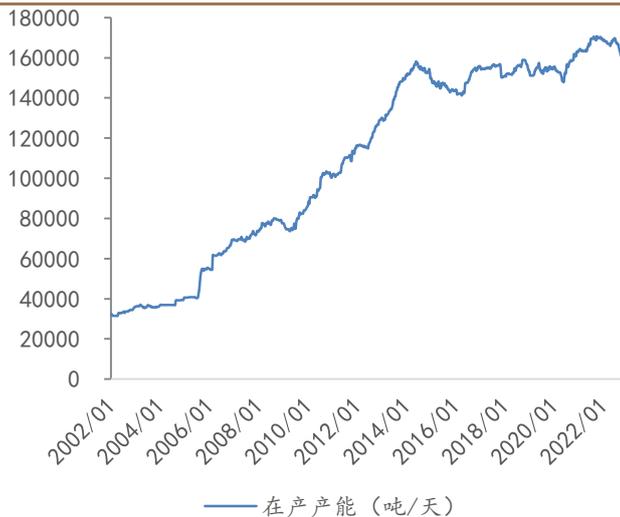


资料来源: Wind, 德邦证券研究所

### 3.1.2. 供给端变化

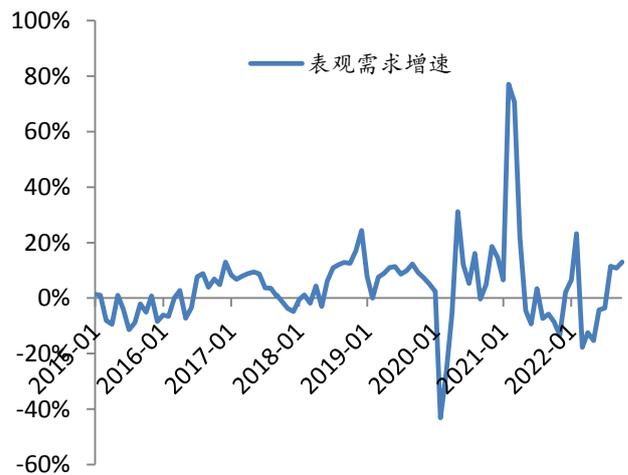
**产能方面**, 本周在产产能缩减, 截至本周四, 全国浮法玻璃生产线共计 306 条, 在产 243 条, 日熔量共计 162290 吨, 较上周缩减 600 吨。周内产线冷修 1 条(安徽冠盛蓝玻实业有限公司 600T/D 一线 11 月 25 日放水冷修), 暂无点火及改产产线。近期仍有个别产线有停产冷修预期, 需关注后期计划外产线冷修情况。

图 21: 全国浮法玻璃在产产能



资料来源: 玻璃期货网, 德邦研究所

图 22: 浮法玻璃表观需求增速

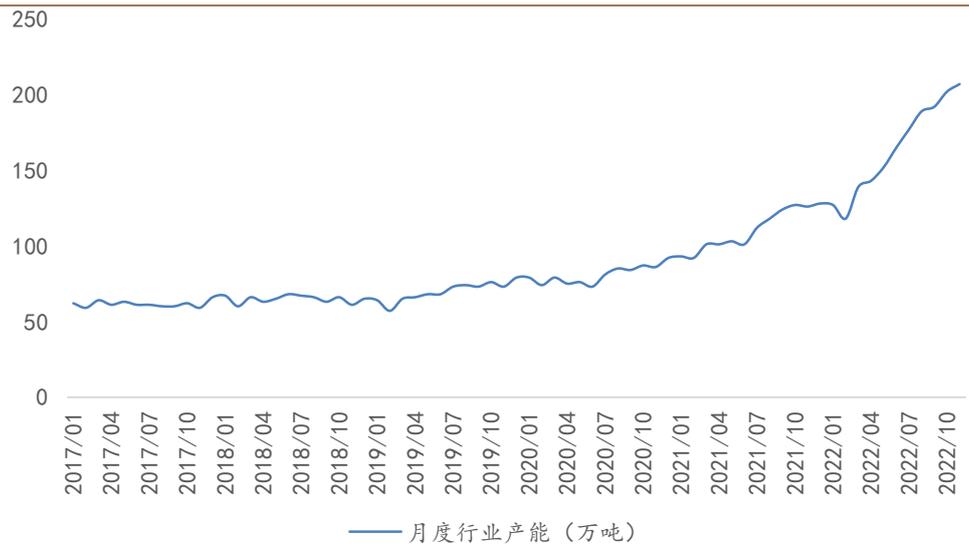


资料来源: Wind, 德邦研究所

### 3.2. 光伏玻璃：12月新单价格有所下降，11月涨价后盈利空间增加

供给端，截至本周四，全国光伏玻璃在产生产线共计 378 条，日容量合计 73480 吨/日，环比增加 1.66%，同比增加 78.09%。安徽九洲工业有限公司一窑五线 1200t/d 产线 2022 年 11 月 28 日点火。后期展望，前期新点火产线逐渐稳定生产，供应呈现连续增加趋势。且部分厂家 12 月有点火计划，后期供应仍有增量。

图 23：光伏玻璃月度产能（万吨）

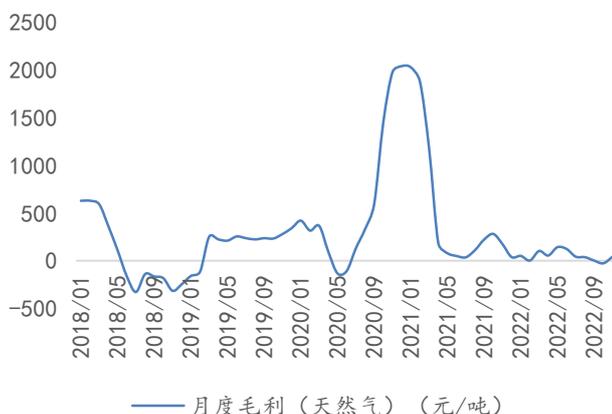


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

成本端来看，11月纯碱及天然气价格均有上涨，但得益于月内涨价落地，盈利较上月有所增加，但仍处于偏低水平。

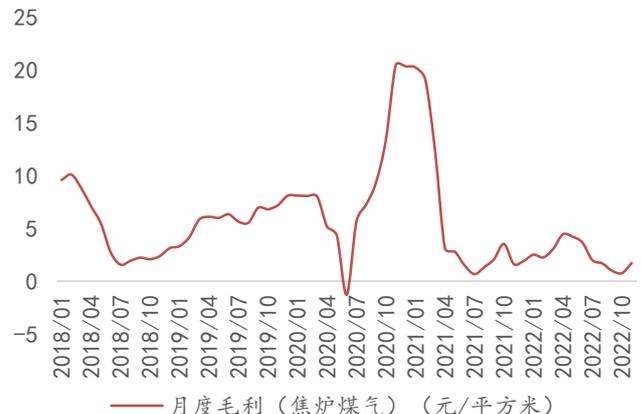
价格方面，12月份新单价格下滑，部分厂家暂稳观望。截至本周四，2.0mm 镀膜面板主流大单价格 20.5 元/平方米，环比跌幅 2.38%，同比涨幅 2.50%；3.2mm 原片主流订单价格 19 元/平方米，环比跌幅 2.56%，同比涨幅 11.76%；3.2mm 镀膜主流大单报价 27.5 元/平方米，环比跌幅 1.79%，同比涨幅 5.77%。

图 24：光伏玻璃月度毛利润-天然气



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

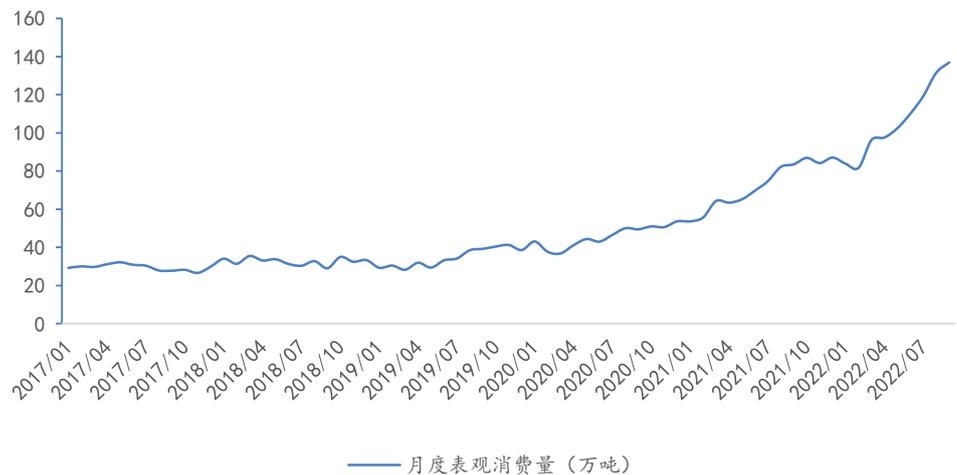
图 25：光伏玻璃月度毛利润-焦炉煤气



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

**需求端**，受局部终端装机推进缓慢影响，12月份组件厂家开工有不同程度下滑，部分降至6成左右，且有意消化成品库存，玻璃按需采购为主，需求较前期转弱。**产业链方面**，目前部分区域装机推进情况一般，而受上游原料价格下滑影响，后期需求或有所提振，预计短期市场维稳运行。

图 26：光伏玻璃月度消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

### 3.3. 行业观点

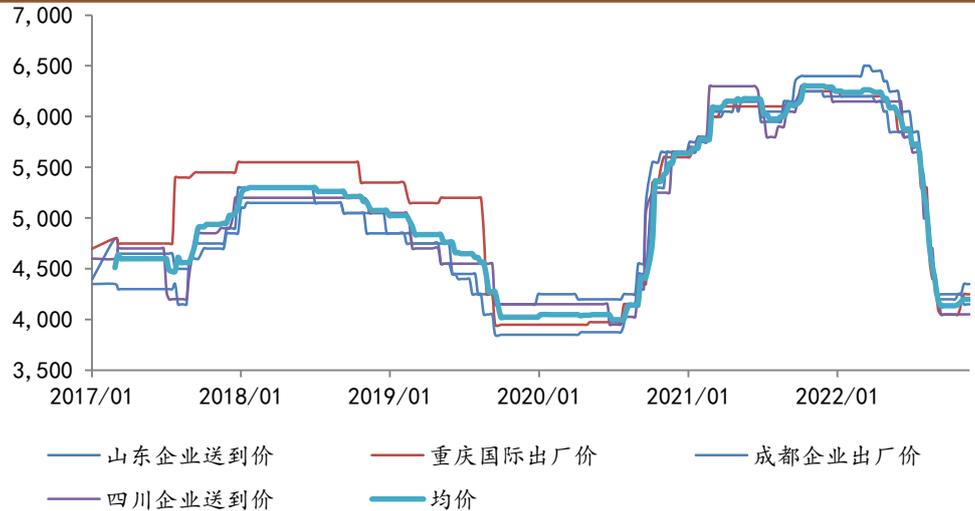
**浮法玻璃冷修持续增加，光伏玻璃价格环比有所回落。**近期全国浮法玻璃价格处于下降通道，而持续高位运行的成本使得全行业亏损扩大，浮法玻璃冷修停产产能升至年内高位。我们认为，行业盈利持续承压，供给进入收缩阶段，随着进入采暖季，天然气价格将进一步上涨，成本端压力继续加大，或加速行业生产线冷修，行业供给收缩行业供需有望重回紧平衡状态；而价格的反弹仍需关注需求的恢复，11月以来地产放松政策再次提速，政策进入“全面呵护期”，从供需两侧出发维稳房地产市场；从宏观层面来看，地产竣工需求韧性依旧，18-21年地产销售面积超过17亿平，随着交房周期到来以及保交楼背景下，新开工加速向竣工传导支撑需求，**2023年随着竣工周期到来以及“保交楼”持续推进，竣工端仍有支撑**；同时龙头企业产业链延伸渐露端倪，成长性业务占比逐步提升，逐步平滑周期波动。本周我们观察到，光伏玻璃涨价落地后，成交进入平稳期。**建议关注浮法龙头旗滨集团、信义玻璃以及差异化发展的光伏玻璃小龙头亚玛顿、安彩高科。**

## 4. 玻纤：无碱纱涨后趋稳，电子纱出货良好调涨预期加强

### 4.1. 无碱纱价格延续偏稳走势

本周无碱池窑粗纱市场价格延续偏稳走势，各厂家报价暂无调整，多为前期订单走货，截至 12 月 1 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流报价在 4100-4300 元/吨不等，全国含税主流送到均价 4134.00 元/吨，环比均价持平，同比下跌 33.32%

图 27：重点企业无碱 2400tex 缠绕直接纱平均出厂价（元/吨）

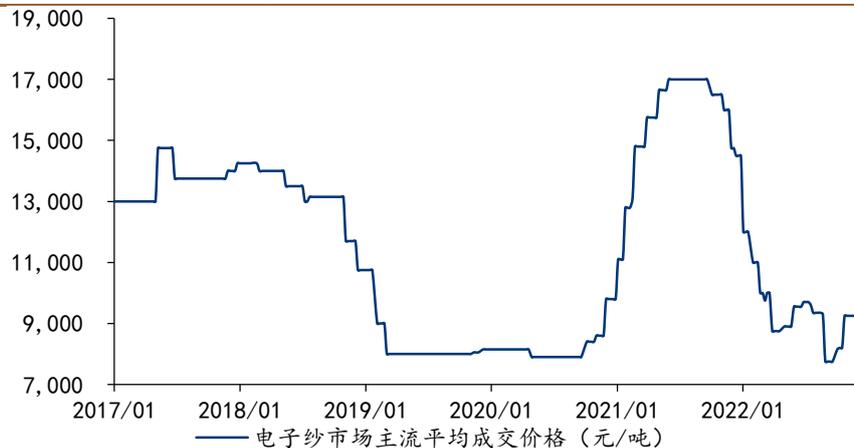


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

### 4.2. 电子纱需求缺口仍存，年末价格或继续上调

近期国内池窑电子纱市场行情暂维持稳定趋势，各厂家主流产品 G75 货源仍较紧俏，部分厂家产品结构调整后，主流电子纱产品市场需求缺口仍存。需求端来看，下游 PCB 市场按需采购下，支撑相对有限。而下游电子布来看，多数厂家库存低位情况下，短期厂家存再次上调计划。当前电子纱主流报价 9000-9500 元/吨不等，环比基本稳定；电子布价格当前主流报 4.0-4.2 元/米不等，实际成交按合同。

图 28：全国 G75 电子纱主流成交价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

**产能方面：**根据卓创资讯统计，2022年1月底前后，泰山玻璃纤维邹城有限公司对邹城1线进行停产操作，该线生产电子纱产品，产能1.5万吨/年。建滔化工集团忠信世纪玻璃纤维有限公司新建6万吨电子纱生产线于1月中上旬点火。河北邢台金牛玻纤有限责任公司池窑四线于3月28日点火，该线设计产能为10万吨/年，5月7日头纱出窑。泰山玻璃纤维邹城有限公司邹城基地4线前期在产无碱玻纤粗纱，设计产能6万吨/年，该线5月初放水冷修，计划技改扩产。5月20日，四川裕达特种玻璃纤维有限责任公司一条池窑无碱粗纱产线点火，设计产能3万吨/年。5月28日，中国巨石成都基地智能池窑3线点火，设计产能15万吨/年。6月27日，重庆三磊玻璃纤维有限公司生产2线10万吨/年产能计划点火。6月29日，重庆国际复合材料有限公司年产能15万吨的智能生产线F12线点火。7月8日，四川内江华原电子材料有限公司目前国内在产产线4条，前期海外（泰国）基地一条池窑线已点火。7月底左右，中国巨石桐乡攀登电子基材有限公司电子纱二线3万吨/年开始放水冷修。8月底，重庆三磊玻璃纤维有限公司池窑生产2线前期点火烤窑，涉及产能12万吨/年，近日厂家逐步出窑头纱。9月下旬，重庆国际复合材料有限公司大渡口基地F02线放水冷修，涉及产能5万吨/年。11月初，台嘉成都玻璃纤维有限公司1条设计产能3万吨的电子纱产线已停产。

**后市展望：无碱池窑粗纱厂近期或延续偏稳走势。**近期市场交投相对平稳，多数厂产销良好。局部运输受限，加之气温下降，需求存小幅回落，但基于前期部分下游集中补货、备货，当前主流产品货源仍趋紧。短期市场来看，需求端一方面存刚需支撑；另一方面前期部分中下游备货存逐步放缓预期。后期市场价格预计偏稳延续，个别产品货源紧俏或支撑个别厂家存进一步提涨预期，但涨幅有限；**电子纱需求存缺口，池窑厂家计划调涨。**电子纱市场行情表现持续趋紧，部分厂家产量转移后，主流产品多自用织布为主，短期主流产品G75货源仍紧俏，市场需求存一定缺口。而中下游市场价格适当提涨下，短期业内电子纱涨价意向较浓。电子布市场亦有较大提涨预期，关注后期价格调涨动态。

#### 4.3. 行业观点

**电子纱供需紧俏，Q4需求或支撑价格继续上涨。**11月玻纤行业库存降低至61万吨，较9月底70万吨的库存有所下降，主要系下游风电等领域需求有所恢复。当前电子纱供需表现趋紧，短期需求叠加成本支撑下，12月电子纱价格仍有提涨预期。我们认为，供需关系修复情况下，玻纤价格在9月筑底已基本确认，目前价格底部震荡。我们认为，玻纤作为典型顺周期品种，短期由于经济压力进入下行周期，但随着价格降至中小企业成本线且下游需求逐步修复转暖，预计后续价格修复预期较强。从跟踪的行业扩产规划来看，2022年新增产能基本都已投产，而2023年新增供给有限，行业供需保持匹配，未来随着疫情的缓解以及各地刺激经济政策出台，经济复苏或带来新一轮景气周期，**建议关注当前低估值的玻纤龙头（建议关注中国巨石、中材科技、长海股份）。**

## 5. 风险提示

- 固定资产投资低于预期；
- 贸易冲突加剧导致出口企业销量受阻；
- 环保督查边际放松，供给收缩力度低于预期；
- 原材料价格大幅上涨带来成本压力。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实的靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

杨东谕 建筑建材行业研究助理，帝国理工学院硕士，主要负责消费建材和光伏玻璃板块，2021年加入德邦证券。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。