



建筑材料

中性（维持）

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

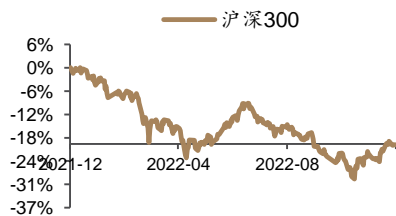
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《11月行业数据点评：地产不确定性下降，基建有望再发力》，2022.12.15
- 2.《2023年建材年度策略报告-新周期，新平衡》，2022.12.14
- 3.《周观点：政策预期向好持续催化，电子纱价格继续上涨》，2022.12.11
- 4.《亚玛顿(002623.SZ)：原片资产收购暂缓，硅料下行光伏产业链利润有望再分配》，2022.12.5
- 5.《【德邦建材】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》，2022.12.4

周观点：居民中长贷环比改善，政策催化下地产链恢复可期

投资要点：

- **周观点：**11月居民贷款由上月的减少转为增加2627亿元，其中中长期贷款同比增加2103亿元，反映了政策刺激下居民按揭贷款需求有所修复；中央经济工作会议提出确保房地产市场平稳发展，扎实做好“保交楼、保民生、保稳定”各项工作，虽然供给端政策的着力点在于“保交楼”和化解存量风险，但随着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、武汉、南京、佛山、厦门）继续放松限购政策，居民购房信心或逐步恢复，根据我们跟踪的18个重点城市二手房数据来看，12月首周滚动7天二手房周度成交138万平，环比+8.9%，同比+16.5%，维持自7月以来同比正增长趋势，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；虽然短期疫情反复会影响基本面数据修复，但地产趋势已然向上，板块跟随市场的调整都将提供配置良机；同时2023年提前批专项债额度下达，多省市额度相比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，建议重点关注**旗滨集团**；其次，**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，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，23年还有沥青价格回落的预期，毛利率有望继续改善）；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，年前赶工支撑价格微调，光伏玻璃报价趋稳。我们测算11月份玻璃表观需求增速约-0.4%，受前期疫情反复影响，年前赶工并不明显。本周国内浮法玻璃价格南强北弱，主要由于北方气温较低导致需求走弱，而南方地区赶工维持，刚需支撑走货。出货好转叠加个别利空因素解除、部分补货及赶工需求释放，需求支撑价格上调。近期全国浮法玻璃价格仍在底部区间震荡，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，随着进入采暖季成本端压力或继续加大，有望加速行业生产线冷修，2023年供需有望重回紧平衡状态。从宏观层面来看，地产竣工需求韧性依旧，18-21年地产销售面积均超17亿平，随着竣工周期到来以及“保交楼”持续推进，23年竣工端仍有支撑，开春价格或迎来新一轮上涨。同时，玻璃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。**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：**板块趋势已向上，回调则提供配置时机。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。随着“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引导明确背景下，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 毛利率有望环比继续改善，后续疫情扰动因素业绩逐步消除。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），零售渠道转型的涂料龙头（三棵树），C 端销售稳定增长的板材龙头（兔宝宝）、B 端+C 端均衡发展的瓷砖小龙头（蒙娜丽莎），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），受益竣工周期的石膏板龙头（北新建材）。

- **玻纤：电子纱提价落地情况较好，顺周期的玻纤，看好 2023 年价格触底反弹。**中国巨石与中材科技发布公告称二者玻纤业务整合事宜将再推迟 2 年，因此短期合并预期的扰动因素消除。12 月电子纱涨价落地后新单落实情况较好，电子纱较无碱纱提前走出价格底部区间。随着玻纤下游应用领域不断拓展，与宏观经济紧密相关，当前受国内疫情反复以及欧美经济衰退预期的影响，全球宏观经济承压，行业价格回落至周期底部；但随着疫情的边际好转以及外部环境的改善，宏观经济有望逐步回暖，而 2023 年国内新增产能有限，玻纤有望受益全球经济的回暖。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：短期行业步入淡季，2023 年需求有望企稳。**短期市场已进入季节性下跌阶段，具体表现为：**1) 需求阶段性减弱：**北方施工逐步停滞，开工下降的区域逐步向南扩大；**2) 库存压力升高：**北方基本保持停窑，部分厂家虽然还在生产，但也面临库满停窑压力，南方地区库存有上升趋势，市场供应压力相对升高；**3) 价格持续下探：**当前能源成本基本维稳，虽然部分地区厂家水泥价格接近成本，但年底需求对价格驱动作用更大，需求减弱叠加库存升高，价格进入下降通道，南方省市降价更为明显。**短期行业承压，但我们认为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) 地产政策持续放松预期不变：供给端政策应出尽出，房企现金流有望得到实质性改善，市场需求仍在磨底，基本面降幅走阔下政策放松预期强化，继 11 月北京、杭州、成都、西安等高能级城市优化“四限”政策后，12 月以来南京下调二套房首付比例、武汉取消二环外限购、南通优化公积金贷款首套房认定、佛山取消限购、厦门优化岛外限购、兰州取消限售，政策强度和城市能级均较前期有所提升，2023 年需持续观察政策传导至需求端的刺激作用；2) 基建作为政府托底经济的手段之一，2023 年有望再次发力：2023 年为二十大开局之年，12 月政治局会议定调“明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，11 月固定资产投资累计增速有所放缓，但基建投资依然保持较高增速，累计同比扩大 0.2 个百分点。根据 Wind 数据，截至 11 月中旬 2022 年地方政府新增专项债发行规模破 4 万亿元为历史新高，且财政部已下达地方债“提前批”额度，相较往年下发时间更早。**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：市场进入季节性下跌阶段	7
2.1. 分地区价格和库存表现.....	8
2.1.1. 华北地区：京津冀需求总体减少，价格保持稳定.....	8
2.1.2. 东北地区：本地无需求，辽南少量船运外发.....	8
2.1.3. 华东地区：沿江熟料价格下跌，少数地区水泥价格还有下跌.....	9
2.1.4. 中南地区：市场需求企稳，价格小幅上涨.....	10
2.1.5. 西南地区：云南局部降价，川渝市场仍有下行压力.....	11
2.1.6. 西北地区：价格保持平稳，陕西库存压力加大.....	12
2.2. 行业观点.....	13
3. 玻璃：浮法均价小幅上修，光伏玻璃报价维稳	15
3.1. 浮法玻璃：库存有所下降，价格出现小幅上修.....	15
3.1.1. 浮法玻璃：近期出货好转，支撑价格上调.....	15
3.1.2. 供给端变化.....	17
3.2. 光伏玻璃：周内报价暂稳，实际成交价格下滑.....	18
3.3. 行业观点.....	19
4. 玻纤：无碱纱市场趋稳运行，电子纱新单落实较好	20
4.1. 无碱纱价格延续稳定走势，整体成交有所放缓.....	20
4.2. 电子纱月初提价后价格趋稳，新单落实情况尚可.....	20
4.3. 行业观点.....	21
5. 风险提示	21

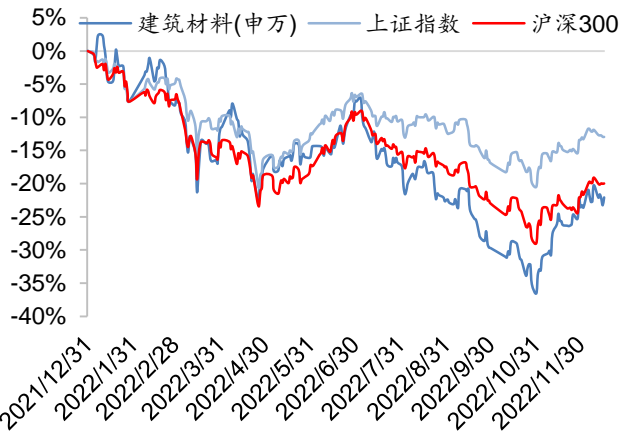
图表目录

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)	8
图 8: 东北地区水泥平均库存 (%)	8
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 2022/12/16)	5

1. 行情回顾

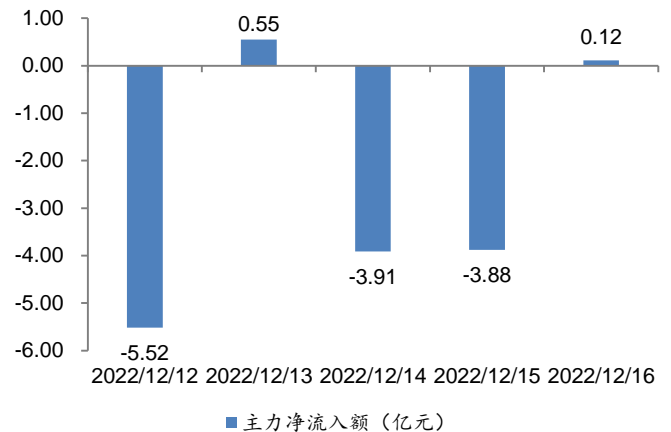
本周建筑材料（SW）收益相较于上周末环比下跌 1.85 个百分点，同期沪深 300 指数收益环比下跌 0.89 个百分点，周内建材行业主力资金净流出 12.64 亿元。根据我们跟踪的重点标的表现来看，周内涨幅居前的是旗滨集团、帝欧家居、华新水泥、伟星新材和祁连山，周内跌幅居前的是中国联塑、蒙娜丽莎、科顺股份、信义玻璃-H 和华润水泥-H。

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：主要建材标的的股价表现（收盘价截止 2022/12/16）

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
水泥									
海螺水泥	600585.SH	29.64	1,524.28	2.92	-2.02	3.67	-20.88	-21.41	-8.44
塔牌集团	002233.SZ	7.86	93.71	4.38	-0.88	3.15	-19.80	-20.41	-7.44
冀东水泥	000401.SZ	8.83	234.72	2.79	-1.67	1.49	-20.79	-20.85	-7.89
华新水泥	600801.SH	15.94	276.35	7.56	1.53	2.71	-12.16	-12.71	0.26
万年青	000789.SZ	9.16	73.04	3.50	-1.29	3.04	-19.18	-19.45	-6.48
上峰水泥	000672.SZ	12.31	120.05	6.03	-0.81	6.30	-22.98	-23.44	-10.47
祁连山	600720.SH	11.29	87.64	2.08	-0.62	1.80	13.35	12.58	25.55
天山股份	000877.SZ	9.21	797.90	3.02	-3.66	1.32	-37.63	-38.20	-25.23
华润水泥-H	1313.HK	4.27	298.17	2.89	-4.04	1.43	-22.93	-21.89	-8.92
中国建材-H	3323.HK	6.80	573.56	2.41	-3.95	-0.87	-21.69	-22.50	-9.54
玻璃									
旗滨集团	601636.SH	11.23	301.36	2.00	2.74	13.66	-32.83	-29.61	-16.64
南玻-A	000012.SZ	7.04	168.34	-0.85	-3.96	-2.90	-27.64	-27.20	-14.24
信义玻璃-H	0868.HK	14.74	605.43	0.41	-4.29	-1.47	-21.62	-19.21	-6.24
玻纤									
中国巨石	600176.SH	14.46	578.85	1.54	-1.97	0.70	-16.46	-18.11	-5.15
再升科技	603601.SH	5.71	58.24	0.00	-1.55	2.88	-33.66	-34.67	-21.71
长海股份	300196.SZ	14.82	60.57	-0.40	-3.26	-1.92	-19.33	-14.68	-1.72
中材科技	002080.SZ	23.52	394.69	-1.05	-2.61	1.03	-35.82	-28.88	-15.91
其他消费建材									
东方雨虹	002271.SZ	34.26	862.83	1.96	-1.52	4.17	-26.88	-34.53	-21.57
伟星新材	002372.SZ	22.07	351.38	3.13	-0.41	1.66	8.37	-6.38	6.59

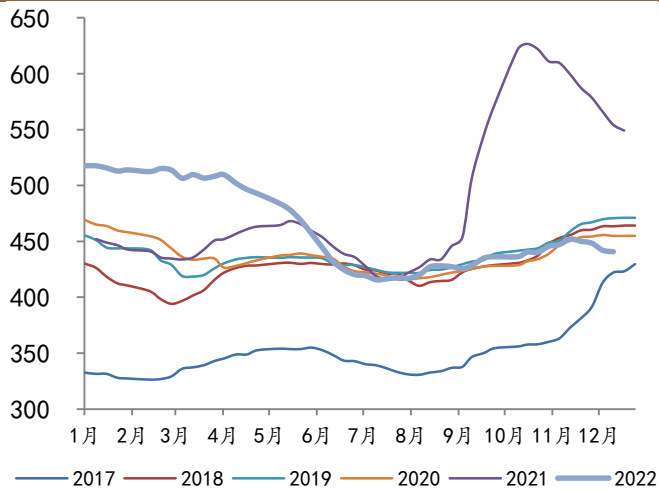
永高股份	002641.SZ	4.70	58.05	-1.05	-2.29	-1.88	-7.22	-12.98	-0.01
北新建材	000786.SZ	26.78	452.45	3.96	-2.72	2.06	-13.15	-23.62	-10.66
科顺股份	300737.SZ	13.20	155.88	2.33	-5.71	-3.23	-12.87	-18.77	-5.80
兔宝宝	002043.SZ	11.08	85.63	1.56	-1.95	15.30	9.89	-3.85	9.12
蒙娜丽莎	002918.SZ	19.63	81.40	0.87	-6.30	7.98	-19.72	-30.41	-17.44
三棵树	603737.SH	120.00	451.72	1.28	-3.97	-0.37	-1.10	-13.76	-0.80
坚朗五金	002791.SZ	108.69	349.48	-1.75	-1.01	4.58	-37.36	-39.96	-27.00
东鹏控股	003012.SZ	8.70	102.05	1.87	-2.36	1.05	-30.13	-35.02	-22.06
中国联塑	2128.HK	8.50	263.71	0.00	-7.41	-10.43	-21.84	-22.40	-9.44
帝欧家居	002798.SZ	8.48	32.65	2.05	2.42	6.94	-40.94	-41.73	-28.76

资料来源：Wind，德邦证券研究所

2. 水泥：市场进入季节性下跌阶段

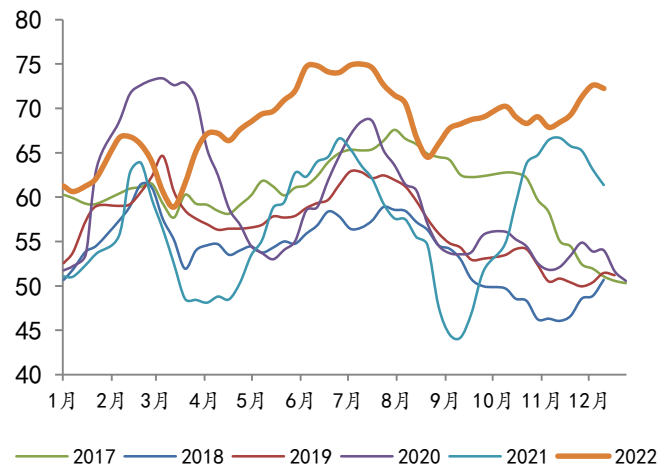
本周全国水泥市场价格环比继续走低，跌幅为 0.3%。价格下调区域主要是江苏、福建和湖北鄂东等地，幅度 20-30 元/吨；价格上涨地区为湖南长沙，幅度 10 元/吨。12 月中旬，国内水泥市场需求维持弱势运行，水泥企业平均出货率保持在 5 成左右；价格方面，因下游需求较差，部分库存较高的企业为清库，加大优惠政策，致使价格继续回落(参考数字水泥网)。

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（%）



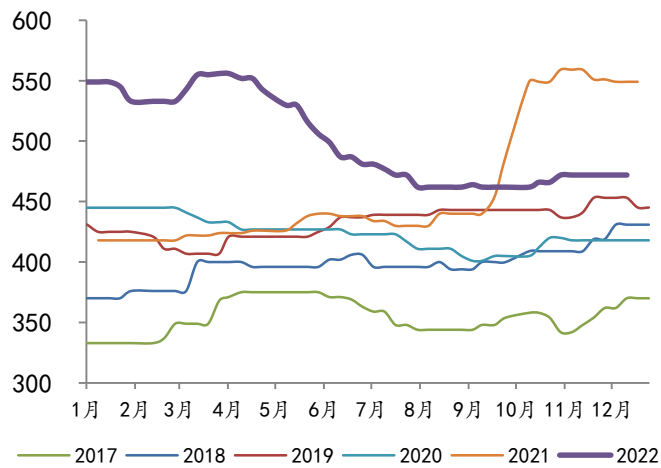
资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

2.1. 分地区价格和库存表现

2.1.1. 华北地区：京津冀需求总体减少，价格保持稳定

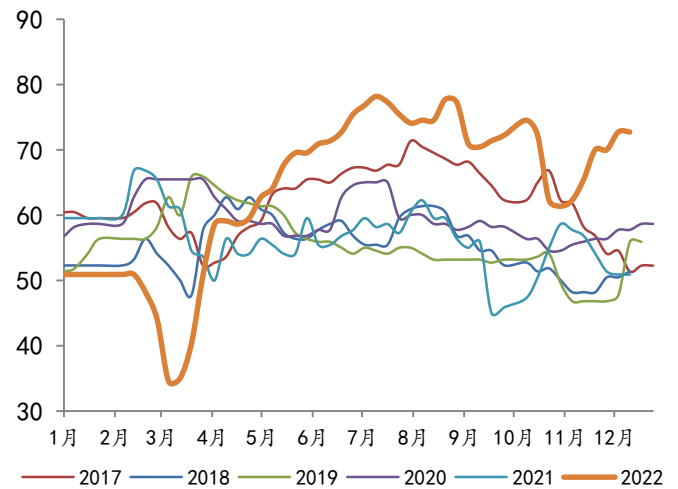
【京津冀】京津唐地区水泥价格平稳，随着气温下降，市场需求进一步萎缩，企业出货仅剩3成左右。河北石家庄、邯郸和邢台等地区大气污染环保管控仍在持续，加之受低温天气影响，大部分工程和搅拌站已经停工，企业发货仅在2-3成，企业生产线行冬季错峰生产，库存高位运行，后期价格调整意义不大，水泥价格将以稳为主。

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（%）

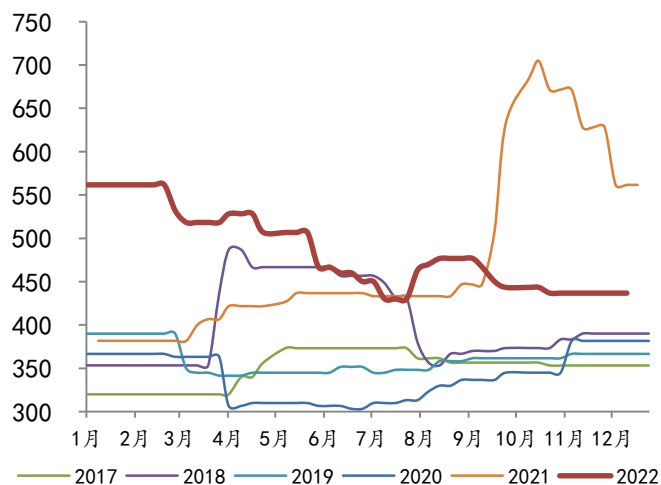


资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

2.1.2. 东北地区：本地无需求，辽南少量船运外发

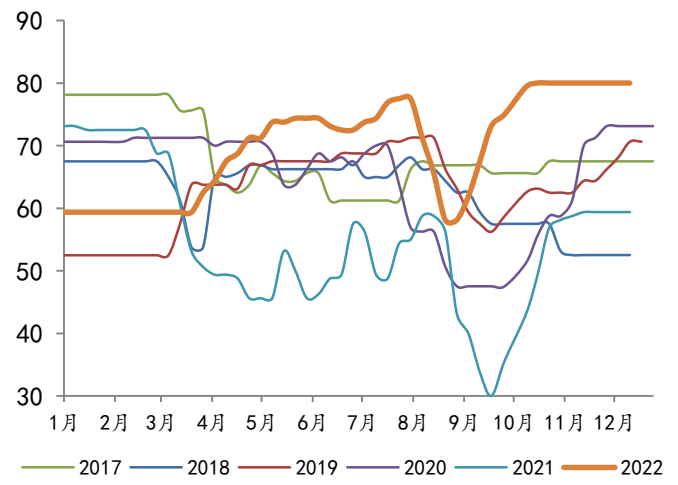
【黑辽吉】东北本地水泥需求已经结束，目前主要是辽宁部分厂家还有船运南下，但发运量很小。华东市场价格趋于下跌，辽宁南下销售空间很小。

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：沿江熟料价格下跌，少数地区水泥价格还有下跌

【江苏】江苏南京和镇江地区水泥价格再次下调 30 元/吨，价格下调原因：一是下游市场资金短缺，施工量减少，水泥需求表现清淡，企业发货仅在 6-7 成；二是周边地区水泥价格陆续回落，对本地市场产生一定冲击，为缩小价差，企业陆续下调价格。苏锡常地区水泥价格降后暂稳，天气放晴，水泥需求略有恢复，企业出货在 6-7 成，由于熟料价格持续下调，预计后期水泥价格将继续回落。苏北淮安、盐城地区水泥价格稳定，市场进入淡季，水泥需求环比无明显变化，企业发货仅在 6-7 成。

【浙江】浙江杭嘉湖地区水泥价格下调后稳定，雨水天气减少，下游提升施工进度，水泥需求量环比增加，企业发货在 7-8 成，库存仍普遍高位运行。沿海甬温台地区水泥价格暂稳，临近年底，部分重点工程项目进入赶工阶段，水泥需求略有恢复，企业出货在 8 成左右，局部市场虽存在小幅下降，但主导企业力争稳价为主。金建衢地区水泥价格稳定，天气较前期有明显好转，下游工程施工进度加快，市场需求有所提升，企业发货在 8 成左右，库存 80% 左右高位，销售压力较大，后期价格趋弱运行。

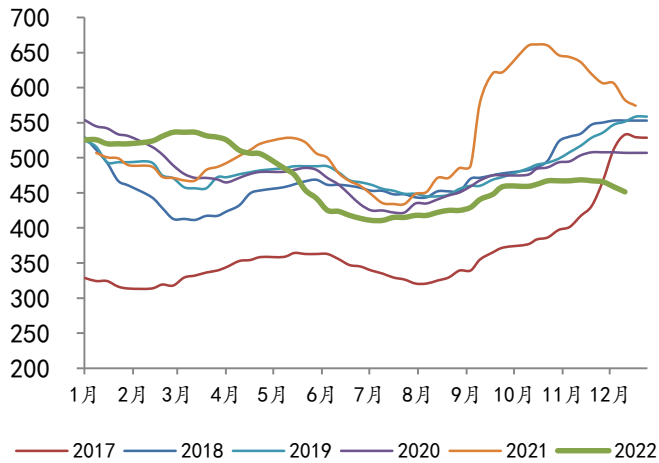
【安徽】安徽马鞍山地区水泥价格下调 30 元/吨，价格下调主要是市场需求表现一般，且受周边地区水泥价格下调带动，本地企业陆续跟降。合肥、铜陵和安庆地区水泥价格暂稳，天气情况较好，水泥需求相对稳定，企业发货在 7-8 成，受熟料价格大幅下调影响，预计后期水泥价格将趋弱运行。皖北地区水泥价格稳定，市场需求环比无变化，企业间出货差异持续存在，另外河南地区水泥价格持续回落，对本地企业产生一定影响，后期价格难以稳定。长三角沿江地区水泥熟料价格第二轮下调 20 元/吨，沿江熟料挂牌价 300-310 元/吨。

【江西】江西九江地区水泥价格下调 30 元/吨，市场需求表现欠佳，企业发货仅在 6 成左右，库存高位承压，且周边湖北地区水泥价格回落，对本地市场冲击加剧，为维护市场份额，企业陆续下调价格。南昌地区市场需求相对稳定，企业发货 7 成左右，库存普遍高位运行，随着周边地区价格回落，预计后期价格也将趋弱运行。赣东北上饶地区水泥价格暂稳，市场需求表现稳定，企业发货保持 7-8 成，库存普遍偏高，受周边低价水泥冲击影响，预计后期价格将趋弱运行。赣西和赣州地区水泥价格稳定，疫情放开后，下游工程项目开始赶工，水泥需求环比提升 10% 左右，企业发货在 8 成左右，企业自主错峰生产，库存 70% 左右。

【福建】福建福州、宁德、三明地区水泥价格下调 20-30 元/吨，下游工程项目由于资金短缺，市场需求表现清淡，企业发货仅在 6-7 成，库存高位，为增加出货量，陆续降价促销。龙岩和厦漳泉地区部分企业下调价格 20-30 元/吨，其他企业报价暂稳，市场需求表现一般，企业发货 7-8 成水平，库存高低不一，部分企业为降低库存，开始下调价格，预计其他企业将陆续跟降。

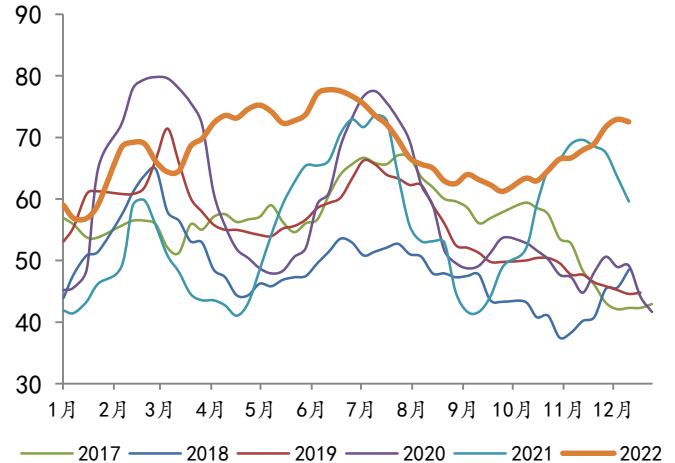
【山东】山东济南和周边地区受疫情因素影响，已有搅拌站开始提前放假，水泥需求表现欠佳，企业发货在 5-6 成水平，库存普遍在 70%-80% 高位，预计后期市场需求恢复可能性较小，价格弱稳运行。鲁南枣庄、菏泽、济宁等地区水泥价格平稳，市场资金紧张，下游工程项目无明显赶工现象，水泥需求表现疲软，企业日出货在 4-6 成，另外部分熟料生产线正常生产，不排除后期价格有进一步回落可能。

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：市场需求企稳，价格小幅上涨

【广东】 广东珠三角地区水泥价格暂稳，天气持续晴好，下游工程项目进入年底赶工阶段，水泥需求表现良好，企业发货保持在 8-9 成，但整体库存仍偏高，且广西水泥持续进入，企业为年底减轻库存压力，预计后期价格将继续趋弱运行。粤西湛江地区水泥价格稳定，市场需求环比变化不大，企业发货维持在 7 成左右，库存高位运行。粤东梅州和潮汕地区水泥价格以稳为主，天气较好，下游工程项目施工正常，水泥需求表现稳定，企业日出货在 7-8 成。

【广西】 广西南宁和崇左地区水泥价格稳定，工程项目因资金紧张，施工进度放缓，部分方量较小的搅拌站提前停工放假，水泥需求表现清淡，企业发货在 5-6 成，个别外运量较多企业能达 7 成左右，受益于错峰生产，库存降至 60% 左右。玉林和贵港地区水泥价格暂稳，市场需求环比无明显变化，企业发货普遍在 7-8 成，竞争力较差企业出货仅在 5 成左右，后期企业将面临清库压力，价格或将有所回落。桂林地区水泥价格平稳，天气晴好，有重点工程项目支撑，水泥需求相对稳定，企业发货在 7-8 成，库存无压力，企业稳价意愿强烈。

【海南】 海南地区水泥价格稳定，临近年底，受资金紧张影响，工程项目无赶工情况出现，水泥需求表现一般，且外来低价水泥对本地市场有一定冲击，企业发货维持在 7 成左右，库存普遍偏高，短期企业仍坚持稳价为主。

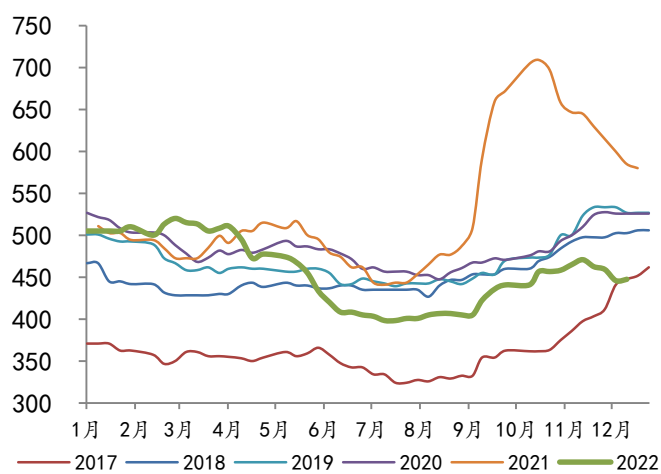
【湖南】 湖南长株潭地区水泥企业公布散装价格上调 30-50 元/吨，12 月份，企业增加 10 天错峰生产，市场供应减少，支撑价格上调，由于市场资金紧张，搅拌站开工不足，水泥需求表现清淡，企业发货仅在 6 成左右，且前期存在下降情况，因此价格实际落实上涨 10 元/吨。常德和张家界地区重点工程项目少，水泥需求表现疲软，企业发货在 5-6 成，虽然正在执行错峰生产，但降库存效果不佳，预计后期价格将弱稳运行。

【湖北】 湖北武汉地区水泥价格下调后平稳，临近年底，受疫情以及资金紧张等因素影响，部分搅拌站和工程项目提前停工，企业出货仅在 6 成左右，库存高位运行。黄冈、黄石以及鄂州等地区水泥价格下调 30 元/吨，水泥需求表现疲

软，企业出货仅在 5 成左右，库存高位承压，且受武汉价格下调带动，本地企业陆续跟降。荆门、荆州地区下游需求相对较好，企业出货保持 7-8 成，受益于错峰生产，库存降至中等偏上水平，水泥价格得以保持稳定。

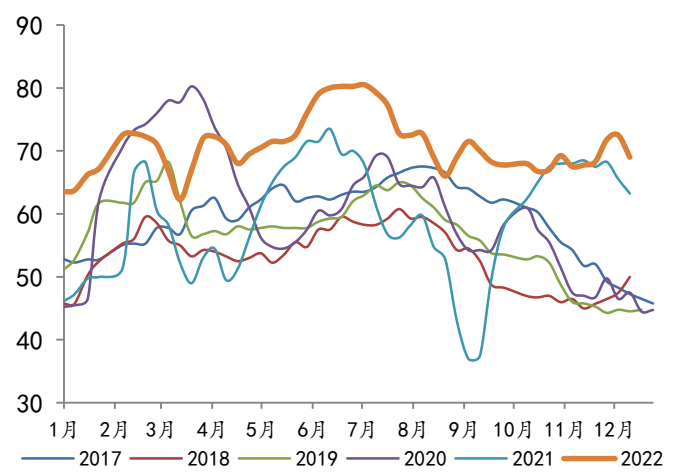
【河南】河南郑州、新乡以及焦作等地区水泥价格下调后平稳，临近年底，下游混凝土企业资金情况紧张，开工率下降，部分搅拌站已提前放假，企业出货仅在 4-6 成，库存中高位运行。豫西洛阳、三门峡地区前期环保管控较为严格，下游需求恢复有限，企业出货 4-5 成水平，短期库存仍在 80% 左右。豫南驻马店、南阳、信阳地区水泥价格平稳，天气晴好，部分工程项目开始赶工，水泥需求表现良好，企业发货在 7-8 成，库存降至中等偏下。

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：云南局部降价，川渝市场仍有下行压力

【四川】四川成德绵地区水泥价格暂稳，最后需求期，部分项目进入赶工阶段，水泥需求尚可，企业发货在 7-8 成，因错峰生产时间较长，库存普遍中低位，虽然重庆低价水泥不断冲击，但主导企业短期意愿稳价为主。宜宾、泸州地区水泥价格稳定，受疫情干扰，人员确诊期间无法工作，对下游施工略有影响，水泥需求表现一般，企业日出货在 7 成左右，受益于错峰生产，库存无压力。

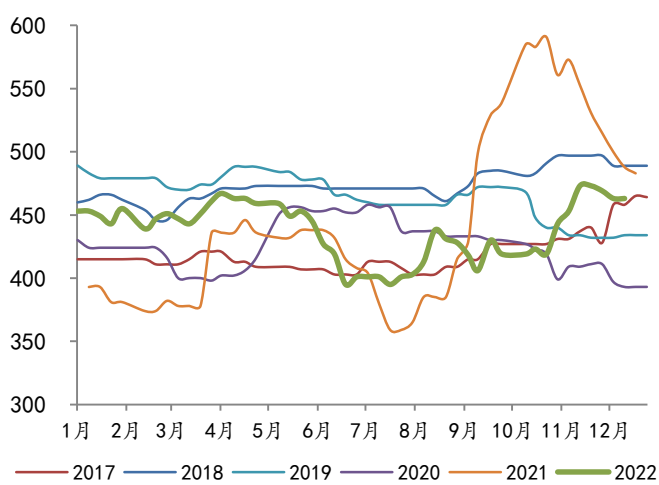
【重庆】重庆主城以及渝西北地区个别企业价格下调 20-30 元/吨，受疫情以及资金短缺影响，下游搅拌站和工程项目开工不足，企业日出货在 5-6 成，库存高位承压，个别企业为增加销量，继续下调价格，其他企业正在积极稳价。渝东北地区水泥价格暂稳，临近年底，市场需求逐步减弱，企业出货在 5-6 成水平，库满后陆续停窑检修，个别企业为求出货下调价格，主导企业力保价格平稳进入淡季。

【云南】云南玉溪地区水泥价格下调 10-20 元/吨，限电结束后，企业均恢复正常生产，市场供应增加，但市场需求持续疲软，库存压力不断上升，为刺激下游拿货，企业开始降价促销。昆明地区水泥价格趋弱运行，市场需求较前期无明显

变化，库存升至较高水平，销售压力增大，但考虑到水泥生产成本居高不下，主导企业正在积极稳价。丽江地区水泥价格下调 50 元/吨，价格下调主要是市场需求表现欠佳，限电结束后，库存快速升至高位，销售压力加大，为增加出货量，企业大幅下调价格，预计后期价格将继续走弱。

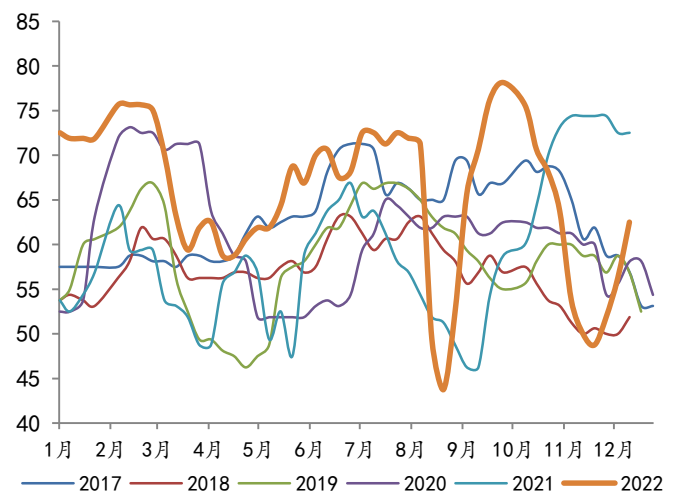
【贵州】贵州贵阳、安顺地区水泥价格暂稳，受限电影响，区域内企业处于“窑磨二选一”状态，同时叠加四季度错峰生产，市场供应大幅减少，部分企业有推涨价格意愿，考虑到外围价格偏低，预计价格上涨难度较大。黔南以及六盘水地区虽受限电影响，企业无法正常生产，但下游需求表现也低迷，企业出货仅在 3-4 成，供应暂未出现缺口，预计价格平稳为主。

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（%）



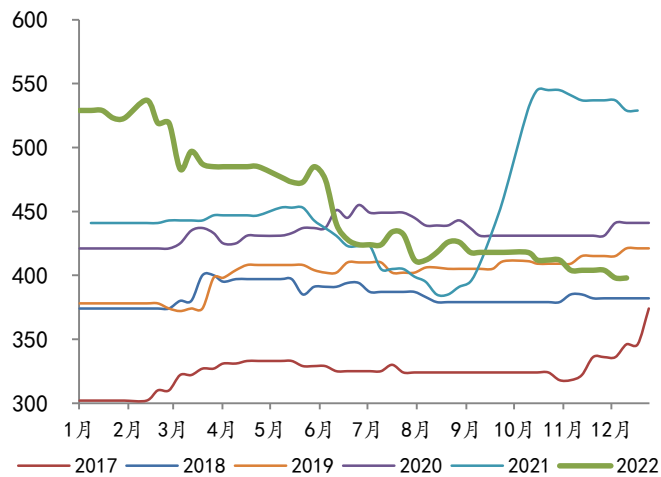
资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

2.1.6. 西北地区：价格保持平稳，陕西库存压力加大

【陕西】陕西关中地区水泥企业于 12 月初推涨价格 50 元/吨，据数字水泥网，价格上调并未成功，市场进入传统淡季，虽然环保管控解除，但水泥需求恢复有限，企业出货仅在 3-4 成，库存多满库运行，价格不具备上涨条件。宝鸡地区各企业均在执行冬季错峰，随着气温降低，市场需求继续减弱，企业出货降至 2-3 成，价格以稳为主。

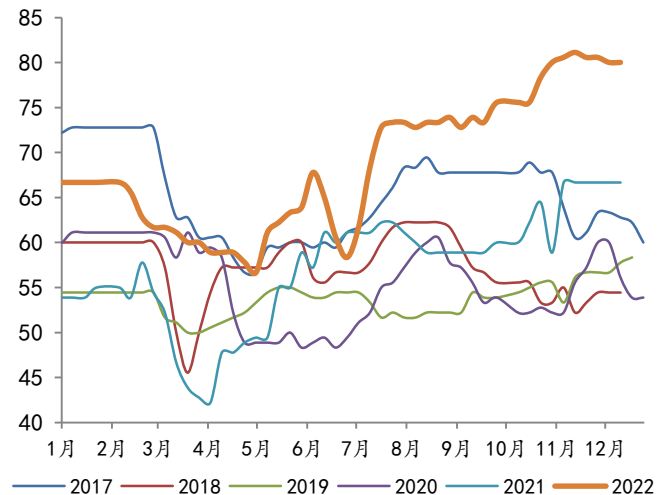
【甘肃】甘肃兰州以及周边地区水泥价格平稳，气温继续降低，市场需求进入淡季，目前仅隧道项目仍在施工，企业出货 2-3 成水平。陇南地区温度较高，工程项目仍在赶工，企业出货仍保持在 7 成左右。

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

短期行业步入淡季, 2023 年需求有望企稳。短期市场已进入季节性下跌阶段, 具体表现为: **1) 需求阶段性减弱:** 北方施工逐步停滞, 开工下降的区域逐步向南扩大; **2) 库存压力升高:** 北方基本保持停窑, 部分厂家虽然还在生产, 但也面临库满停窑压力, 南方地区库存有上升趋势, 市场供应压力相对升高; **3) 价格持续下探:** 当前能源成本基本维稳, 虽然部分地区厂家水泥价格接近成本, 但年底需求对价格驱动作用更大, 需求减弱叠加库存升高, 价格进入下降通道, 南方省市降价更为明显。短期行业承压, 但我们认为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) 地产政策持续放松预期不变:** 供给端政策应出尽出, 房企现金流有望得到实质性改善, 市场需求仍在磨底, 基本面降幅走阔下政策放松预期强化, 继 11 月北京、杭州、成都、西安等高能级城市优化“四限”政策后, 12 月以来南京下调二套房首付比例、武汉取消二环外限购、南通优化公积金贷款首套房认定、佛山取消限购、厦门优化岛外限购、兰州取消限售, 政策强度和城市能级均较前期有所提升, 2023 年需持续观察政策传导至需求端的刺激作用; **2) 基建作为政府托底经济的手段之一, 2023 年有望再次发力:** 2023 年为二十大开局之年, 12 月政治局会议定调“明年要坚持稳字当头、稳中求进, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”, 11 月固定资产投资累计增速有所放缓, 但基建投资依然保持较高增速, 累计同比扩大 0.2 个百分点。根据 Wind 数据, 截至 11 月中旬 2022 年地方政府新增专项债发行规模破 4 万亿元为历史新高, 且财政部已下达地方债“提前批”额度, 相较往年下发时间更早。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

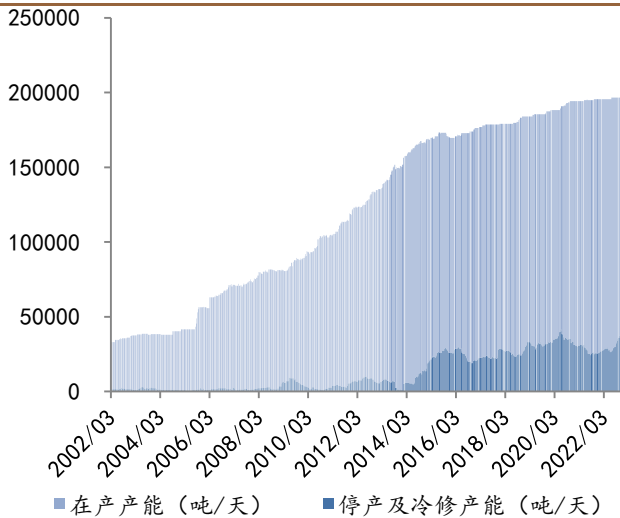
放，另一方面可以压减行业产能减少碳排放，目前来看压减产能或为最有效的减排措施，同时，2021年7月16号全国碳排放权交易正式启动，拥有良好碳排放数据基础的水泥行业有望快速纳入全国碳交易市场，通过控制总量，交易碳排放权，实现节能减排的目的，而龙头企业技术优势明显，或进一步抢占市场份额，未来行业或迎来新一轮供给侧改革，集中度有望加速提升。

3. 玻璃：浮法均价小幅上修，光伏玻璃报价维稳

3.1. 浮法玻璃：库存有所下降，价格出现小幅上修

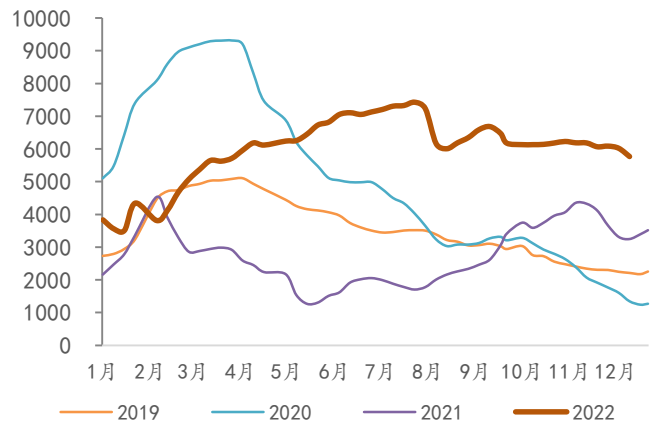
根据卓创资讯数据，截至本周四，全国浮法玻璃生产线共计 306 条，在产 241 条，日熔量共计 161640 吨，较上周缩减 200 吨。周内产线冷修 2 条，复产 1 条，改产 1 条。周内国内库存总量 5765 万重量箱，较上周库存减少 252 万重量箱，环比减少 4.2%，同比增加 2517 万重量箱，同比增长 77.5%。

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：近期出货好转，支撑价格上调

卓创资讯数据显示，本周国内浮法玻璃均价 1616.32 元/吨，较上周均价（1614.71 元/吨）上涨 1.61 元/吨，涨幅 0.10%，由跌转涨。

【华北】 本周华北玻璃市场分区域规格行情分化，价格涨跌互现。沙河地区周内成交好转，小板成交明显好于大板，个别厚度小板货源略紧，15 日小板价格止跌上涨，涨后成交放缓。整体看，沙河区域近期库存转移相对明显，较大部分货源转移至期现商手中。京津唐区域周内产销持续一般，部分厂库存增加明显，部分厂价格下调 1-2 元/重量箱。

【华东】 本周华东浮法玻璃市场整体走货良好，部分厂周内价格上调。近期市场整体产销表现良好，多数厂库存稳步削减下，周内部分厂价格小幅上调，累计涨幅 2-3 元/重量箱不等，但个别厂基于前期价格稍有下滑，本周价格调涨后，环比涨幅不大。后期来看，供应端白玻近期个别产线计划改产超白，白玻供应量或有局部缩减预期，当前需求端支撑尚存，短期华东市场浮法玻璃价格存零星调涨预期。

【华中】 本周华中浮法玻璃市场整体产销良好，部分价格零星上调。近期下游加工厂适量补货，加之外发，多数厂家产销可达平衡及以上，库存缓降。临近周末加工厂订单跟进有限，按需补货，同时外发趋缓情况下，部分厂家出货稍有转

淡。下周来看，需求稳中有缓慢缩减趋势，多数厂家库存低位情况下，预计市场大势维稳运行。

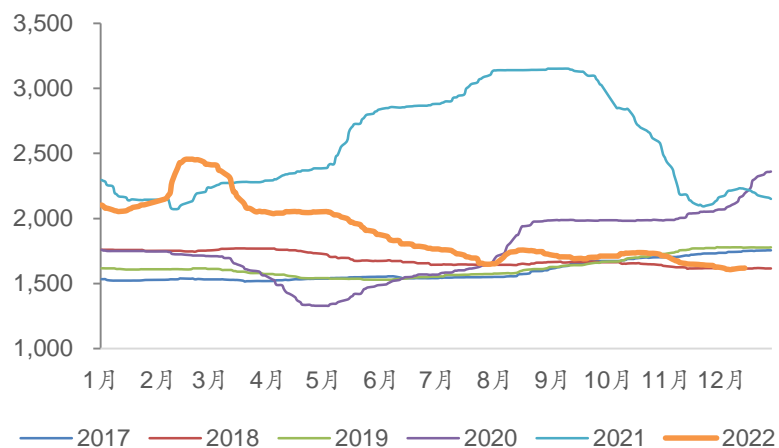
【华南】本周华南浮法玻璃市场涨幅较上周扩大，企业报价主流上调 2-3 元/重量箱，部分中小企业涨幅较大。终端需求推动下，加工厂订单量较前期有所提升，刚需补货积极性较好，原片厂整体产销维持销大于产，库存下降。供应方面，漳州旗滨 800T/D 白玻线复产，预计元旦前后出产品，福建瑞玻 800T/D 超白转白玻过渡中，下周东莞南玻 700T/D 白玻线计划转超白。卓创资讯预计月内华南玻璃价格大概率维持良好走势，大厂价格大概率跟进调整。

【西南】本周西南浮法玻璃市场稳中偏弱运行，部分厂报价小幅下调 2 元/重量箱左右，整体出货变化不大，企业稳步降库，库存有一定压力。后期市场看，需求端短期变化可能性不大，原片厂月内大概率维持降库操作，价格方面局部仍有下滑可能，但受成本支撑预计降幅有限。

【东北】本周东北地区价格大稳小动，个别厂价格下调 1 元/重量箱，成交不温不火，产销平衡左右。目前东北地区灵活出货，部分保价至 5 月底，外发量支撑厂家产销略好，目前东北区域外发仍以京津冀鲁区域为主，浙江少量发货，华南区域发货寥寥。

【西北】本周西北浮法玻璃市场多数企业报价以稳为主，个别厂实际成交存可谈空间，但成本支撑下，力度有限。短期西北市场需求持续表现偏弱，加之部分区域深加工市场陆续放假，短期需求支撑仍显乏力。后期市场来看西北多数厂或存灵活操作。

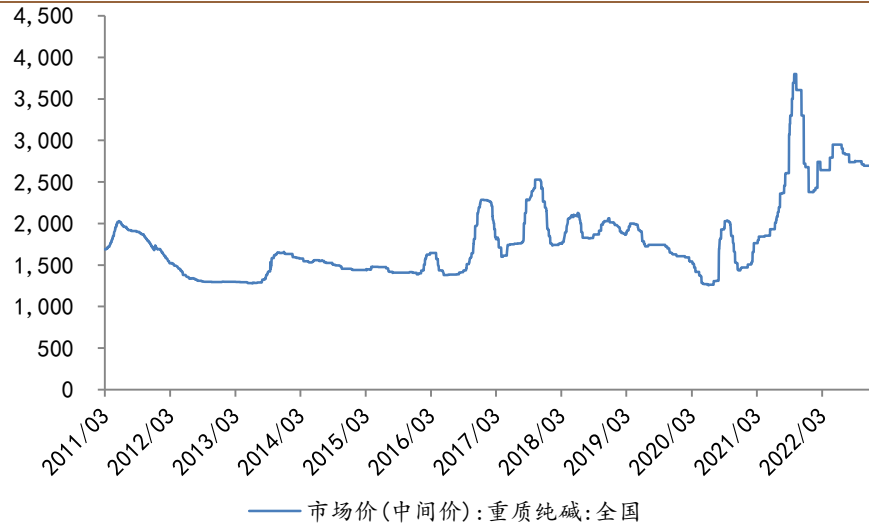
图 19：全国 5MM 玻璃平均价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

本周国内纯碱市场成交重心上移。本周国内轻碱主流出厂价格在 2550-2750 元/吨，轻碱主流送到终端价格在 2700-2800 元/吨，截至 12 月 15 日国内轻碱出厂均价在 2646 元/吨，环比上周上涨 0.9%；本周国内重碱主流送到终端价格在 2730-2830 元/吨。

图 20: 全国重质纯碱平均价格 (元/吨)

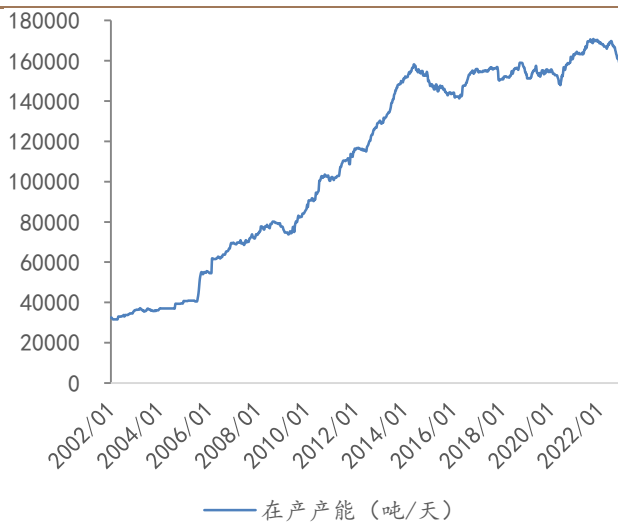


资料来源: Wind, 德邦证券研究所

3.1.2. 供给端变化

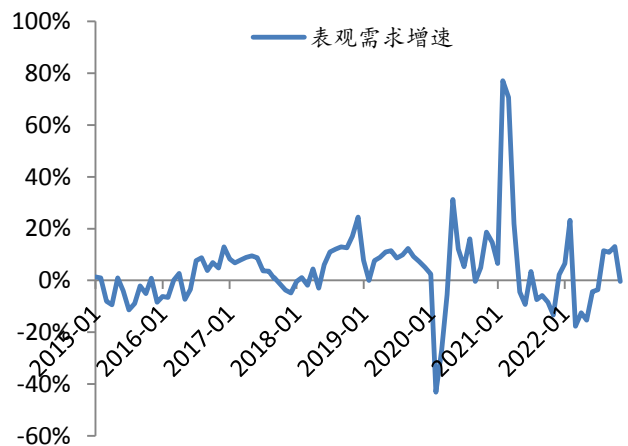
产能方面, 本周在产产能持续缩减, 截至本周四, 全国浮法玻璃生产线共计 306 条, 在产 241 条, 日熔量共计 161640 吨, 较上周缩减 200 吨。周内产线冷修 2 条 (台玻长江昆山玻璃有限公司浮法一线 500T/D 12 月 9 日放水冷修、沙河市安全实业有限公司 500T/D 二线原产白玻, 12 月 14 日放水冷修)、复产 1 条 (漳州旗滨玻璃有限公司 800T/D 六线 12 月 10 日点火复产, 计划生产白玻。), 改产 1 条 (福建连江瑞玻有限公司 800T/D 产线原产超白, 12 月 11 日投料转产普白)。月内个别产线存冷修或转色计划。

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

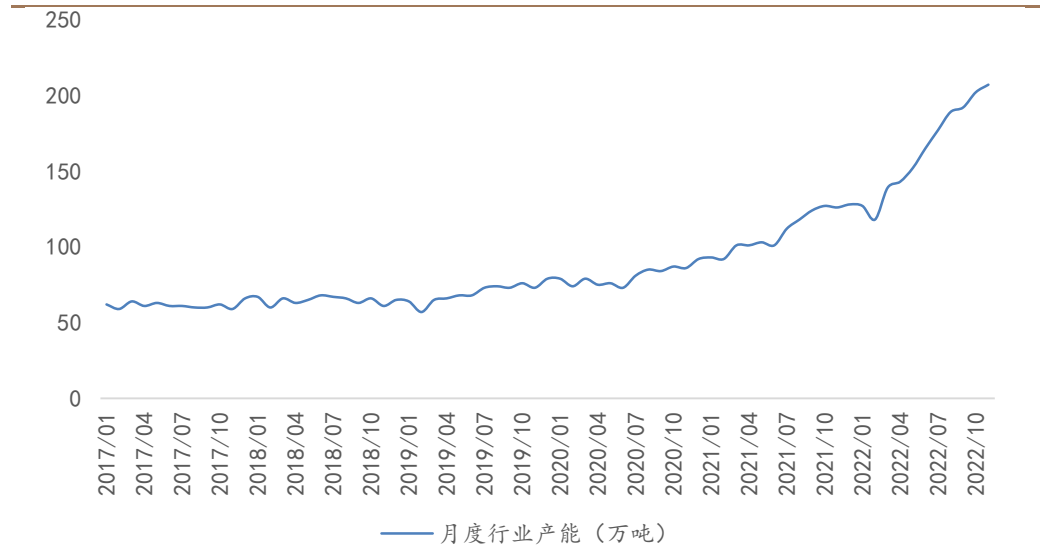


资料来源: Wind, 德邦研究所

3.2. 光伏玻璃：周内报价暂稳，实际成交价格下滑

供给端，截至本周四，全国光伏玻璃在产生产线共计 379 条，日容量合计 73680 吨/日，环比持平，同比增加 78.57%。较上周暂无变动。目前在产产能较高，且部分新点火产线陆续达产，供应端压力明显。

图 23：光伏玻璃月度产能（万吨）

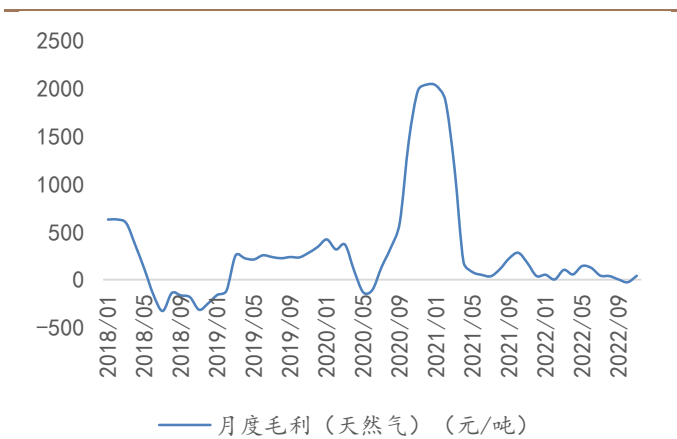


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

成本端来看，11 月纯碱、天然气及石英砂价格稳中局部上涨，但得益于涨价落地，光伏玻璃盈利较上月有所增加，但仍处于偏低水平，后期预计成本端压力稍有缓降。

价格方面，周内主流报价暂稳，实际成交价格下滑。截至本周四，2.0mm 镀膜面板主流大单价格 20.5 元/平方米，环比持平，同比涨幅 2.50%；3.2mm 原片主流订单价格 18 元/平方米，环比持平，同比涨幅 5.88%；3.2mm 镀膜主流大单报价 27.5 元/平方米，环比持平，同比涨幅 5.77%。部分厂家让利吸单，少量低价货源成交。

图 24：光伏玻璃月度毛利-天然气



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

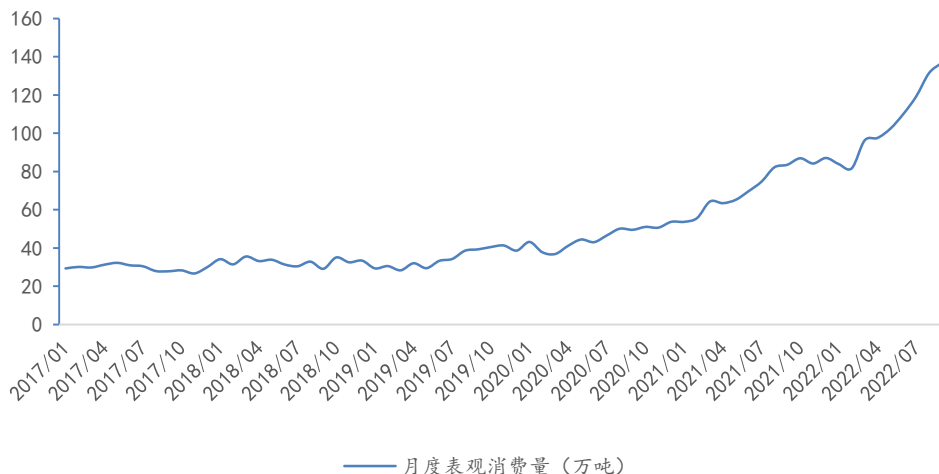
图 25：光伏玻璃月度毛利-焦炉煤气



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

需求端，近期组件厂家开工维持在6成左右，部分略有缩减。同时多数厂家有意消化成品库存，玻璃按需采购为主。按照目前终端装机推进情况，下月开工或有进一步缩减可能，需求较前期转弱。**产业链方面**，年末部分终端电站项目推进，需求端存一定支撑，部分一线厂家订单跟进情况尚可。而整体来看，国内装机推进不及预期，加之海外市场订单减量，组件出货放缓。

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

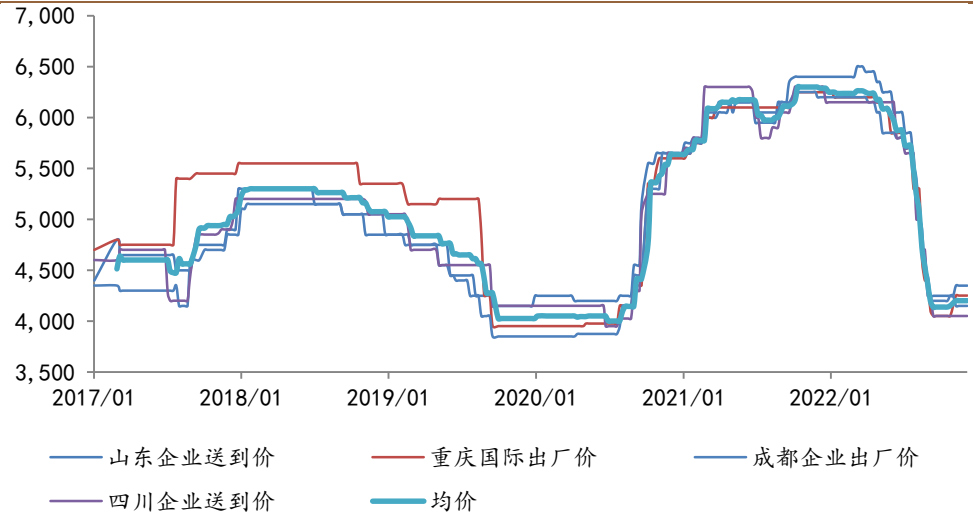
浮法玻璃冷修持续增加，年前赶工支撑价格微调，光伏玻璃报价趋稳。我们测算 11 月份玻璃表观需求增速约-0.4%，受前期疫情反复影响，年前赶工并不明显。本周国内浮法玻璃价格南强北弱，主要由于北方气温较低导致需求走弱，而南方地区赶工维持，刚需支撑走货。出货好转叠加个别利空因素解除、部分补货及赶工需求释放，需求支撑价格上调。近期全国浮法玻璃价格仍在底部区间震荡，而持续高位运行的成本使得全行业亏损扩大，浮法玻璃冷修停产产能升至年内高位。我们认为，随着进入采暖季成本端压力或继续加大，有望加速行业生产线冷修，2023 年供需有望重回紧平衡状态。从宏观层面来看，地产竣工需求韧性依旧，18-21 年地产销售面积均超 17 亿平，随着竣工周期到来以及“保交楼”持续推进，23 年竣工端仍有支撑，开春价格或迎来新一轮上涨。同时，玻璃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。**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：无碱纱市场趋稳运行，电子纱新单落实较好

4.1. 无碱纱价格延续稳定走势，整体成交有所放缓

本周无碱池窑粗纱市场延续稳定走势，整体成交仍有放缓趋势。近期伴随需求逐渐回落，多数池窑厂产销有所减弱，部分前期签订订单仍在执行，新单增量有限。截至12月15日，国内2400tex无碱缠绕直接纱主流报价在4100-4300元/吨不等，全国均价在4134.00元/吨，含税主流送到，环比均价持平，同比下跌33.40%。

图 27：重点企业无碱 2400tex 缠绕直接纱平均出厂价（元/吨）

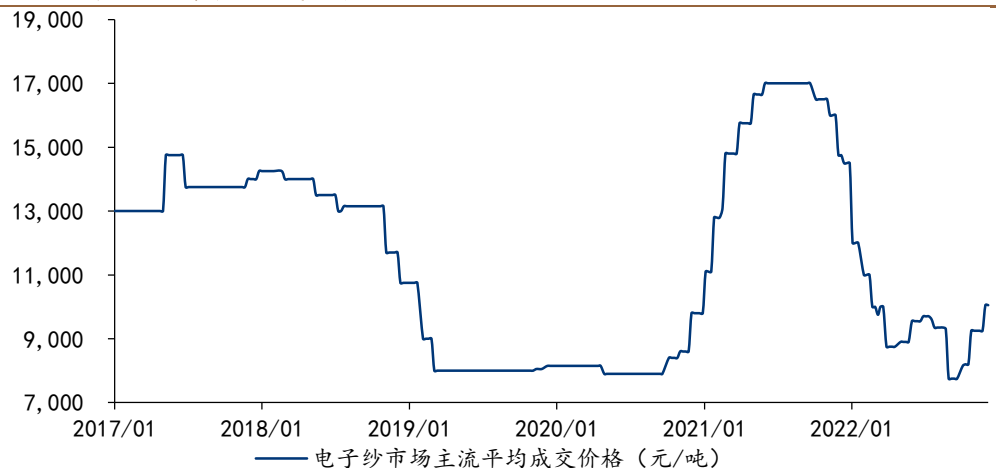


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

4.2. 电子纱月初提价后价格趋稳，新单落实情况尚可

近期国内池窑电子纱市场价格涨后趋稳，月初各厂家提涨后，新单落实情况尚可。而当前市场需求变动不大情况下，短期池窑厂条件趋于谨慎。当前各池窑厂产品结构调整后，主流G75产品供应偏紧俏。但后期伴随传统淡季来临，后期价格提涨动力有限。目前电子纱主流报价9900-10200元/吨不等，环比基本走稳；电子布价格当前主流报价涨至4.3-4.4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：无碱池窑粗纱产销转淡，短市暂稳观望。近期市场整体走货稍有放缓，多数池窑厂库存削减难度加大。但基于前期库存削减下，部分产品库存仍偏低，预计短期各厂大概率稳价观望为主，中下游按需少量采购操作将延续；**电子纱价格大概率稳定延续。**电子纱市场近期各池窑厂价格涨后趋稳，当前需求端来看，中下游提货积极性偏一般，多按需采购为主，局部个别贸易商或少量备货，整体刚需支撑仍有限。但供应端仍偏紧俏，短期产品结构调整对当前价格存一定支撑。后期来看，电子纱价格月内再次调整预期较小，预计整体呈涨后趋稳态势。

4.3. 行业观点

电子纱提价落地情况较好，顺周期的玻纤，看好2023年价格触底反弹。中国巨石与中材科技发布公告称二者玻纤业务整合事宜将再推迟2年，因此短期合并预期的扰动因素消除。12月电子纱涨价落地后新单落实情况较好，电子纱较无碱纱提前走出价格底部区间。随着玻纤下游应用领域不断拓展，与宏观经济紧密相关，当前受国内疫情反复以及欧美经济衰退预期的影响，全球宏观经济承压，行业价格回落至周期底部；但随着疫情的边际好转以及外部环境的改善，宏观经济有望逐步回暖，而2023年国内新增产能有限，玻纤有望受益全球经济的回暖。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。