



## 建筑材料

中性 (维持)

### 证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

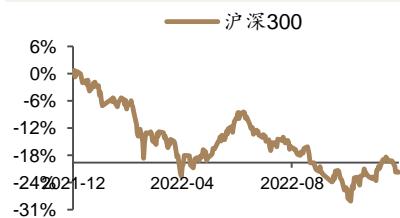
邮箱: yanguang@tebon.com.cn

### 研究助理

杨东渝

邮箱: yangdy@tebon.com.cn

### 市场表现



### 相关研究

1. 《亚玛顿 (002623.SZ) : 晶澳光伏玻璃大单落地, 超薄玻璃龙头再获认证》, 2022.12.20
2. 《【德邦建材】周观点: 居民中长贷环比改善, 政策催化下地产链恢复可期》, 2022.12.18
3. 《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
4. 《2023年建材年度策略报告-新周期, 新平衡》, 2022.12.14
5. 《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

# 周观点: 临近年底需求进入淡季, 静待23年的小阳春

### 投资要点:

● **周观点:** 短期随着疫情放开的冲击以及临近春节, 需求逐步进入淡季, 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; 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; 随着政策落地, 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, 23年小阳春值得期待; 建议关注困境反转的浮法玻璃, 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:** 浮法年前出货转弱, 光伏玻璃年底累库。本周浮法玻璃市场价格涨势明显放缓, 主要区域出货转弱。上周价格提涨情绪刺激下, 下游有所补货, 同时存部分投机存货。但市场需求未来维持时间相对有限, 中下游工作重心亦转移至回款, 周内出货减弱较明显。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龙头亚玛顿、安彩高科(亚玛顿及安彩高科近期分别签订大额订单, 支撑未来的成长性)。

● **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, 中央表明房地产是国民经济支柱产业的地位, 基本面仍需关注四季度疫情下出货和工程端现金流情况。此前“三支箭”融资政策落地后, 房企融资步伐加速, 本周包括新城控股、万科、雅居乐、旭辉集团等多家上市房企, 几乎同时宣布配股融资; 此外, 商业银行除为优质房企提供国内发债和担保等融资渠道外, 12月被称为“第四支箭”的“内保外贷”落地, 银行为房企提供境外融资改善房企境外信用情况, 尤其是房企美元债违约问题, 龙湖获得首笔中行的“内保外贷”贷款, 规模为7亿元。当前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。**短期粗纱需求进入淡季，价格有所波动，而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：行业进入淡季，价格继续回落 .....	7
2.1. 分地区价格和库存表现 .....	8
2.1.1. 华北地区：市场进入淡季，出货维持 3 成水平 .....	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：区域最后需求期，疫情/春节临近导致需求回落 .....	8
2.1.4. 中南地区：区域价格平稳，需求逐步走弱 .....	10
2.1.5. 西南地区：云渝吨价下降 20-30 元，贵州公布 23Q1 错峰计划 .....	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：年底浮法均价小幅震荡，光伏玻璃年底累库 .....	15
3.1. 浮法玻璃：本周继续去库，价格延续上修 .....	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：年底装机放缓，光伏玻璃累库 .....	17
3.3. 行业观点 .....	19
4. 玻纤：无碱纱市场均价下调，电子纱需求趋稳 .....	20
4.1. 无碱纱价格稳中下调，整体成交一般 .....	20
4.2. 电子纱月初提价后价格趋稳 .....	20
4.3. 行业观点 .....	21
5. 风险提示 .....	22

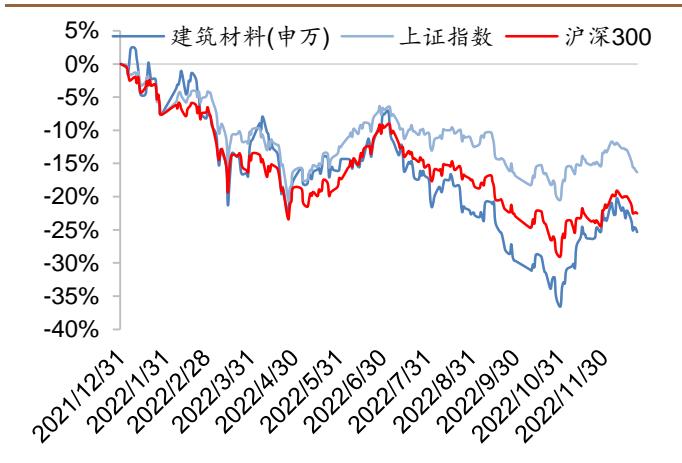
## 图表目录

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) .....	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 2022/12/23) .....	5

## 1. 行情回顾

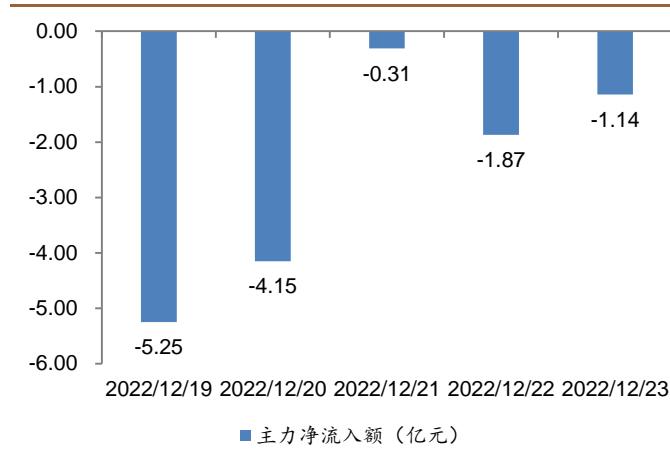
本周建筑材料 (SW) 收益相较于上周末环比下跌 3.26 个百分点，同期沪深 300 指数收益环比下跌 2.55 个百分点，周内建材行业主力资金净流出 12.72 亿元。根据我们跟踪的重点标的的表现来看，周内涨幅居前的是蒙娜丽莎、旗滨集团、东方雨虹、北新建材和科顺股份，周内跌幅居前的是上峰水泥、再升科技、塔牌集团、坚朗五金和中材科技。

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 2022/12/23)

股票名称	代码	收盘价		市值		绝对表现 (%)					
		元/港元	亿元人民币/港元	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	28.30	1,457.76	-0.49	-4.52	-1.01	-27.57	-24.96	-8.65		
塔牌集团	002233.SZ	7.23	86.20	-1.09	-8.02	-5.12	-27.20	-26.79	-10.47		
冀东水泥	000401.SZ	8.38	222.76	-0.71	-5.10	-3.68	-26.72	-24.89	-8.57		
华新水泥	600801.SH	15.10	262.55	-0.13	-5.27	-2.71	-20.08	-17.31	-0.99		
万年青	000789.SZ	8.66	69.06	-1.03	-5.46	-2.59	-25.07	-23.84	-7.53		
上峰水泥	000672.SZ	11.18	109.03	-4.85	-9.18	-3.45	-33.00	-30.46	-14.15		
祁连山	600720.SH	10.67	82.83	-1.48	-5.49	-3.79	5.69	6.40	22.72		
天山股份	000877.SZ	8.68	751.99	-0.23	-5.75	-4.51	-41.02	-41.75	-25.44		
华润水泥-H	1313.HK	4.15	289.79	0.00	-2.81	-1.43	-25.72	-24.08	-7.77		
中国建材-H	3323.HK	6.51	549.10	-0.61	-4.26	-5.10	-26.73	-25.81	-9.49		
<b>玻璃</b>											
旗滨集团	601636.SH	11.31	303.50	2.17	0.71	14.47	-31.47	-29.11	-12.79		
南玻-A	000012.SZ	6.64	159.93	-0.90	-5.68	-8.41	-30.71	-31.34	-15.02		
信义玻璃-H	0868.HK	14.34	589.00	2.28	-2.71	-4.14	-20.75	-21.40	-5.08		
<b>玻纤</b>											
中国巨石	600176.SH	13.65	546.43	-1.02	-5.60	-4.94	-22.61	-22.70	-6.38		
再升科技	603601.SH	5.22	53.24	-1.32	-8.58	-5.95	-40.23	-40.28	-23.96		
长海股份	300196.SZ	14.03	57.34	-0.50	-5.33	-7.15	-19.00	-19.23	-2.91		
中材科技	002080.SZ	21.86	366.84	-1.35	-7.06	-6.10	-36.60	-33.90	-17.58		
<b>其他消费建材</b>											
东方雨虹	002271.SZ	34.15	860.06	-0.87	-0.32	3.83	-29.51	-34.74	-18.42		
伟星新材	002372.SZ	21.03	334.82	-1.68	-4.71	-3.13	-0.66	-10.79	5.53		

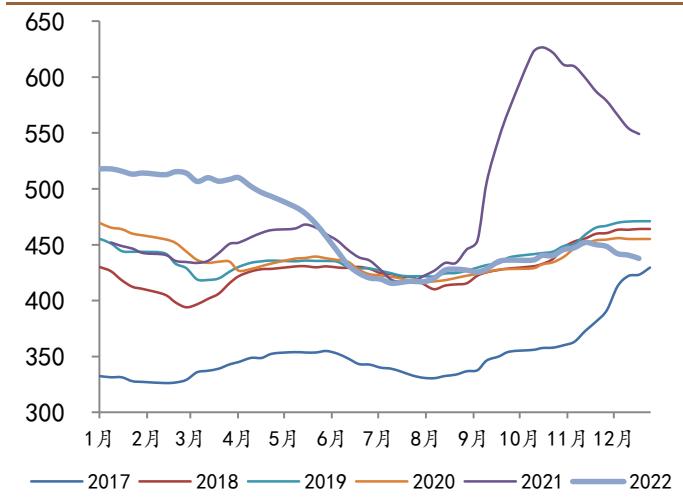
永高股份	002641.SZ	4.37	53.98	0.00	-7.02	-8.77	-12.72	-19.09	-2.77
北新建材	000786.SZ	26.35	445.19	-0.53	-1.61	0.42	-23.07	-24.85	-8.53
科顺股份	300737.SZ	12.93	152.69	-1.60	-2.05	-5.21	-20.63	-20.43	-4.11
兔宝宝	002043.SZ	10.82	83.62	-1.81	-2.35	12.59	10.34	-6.10	10.21
蒙娜丽莎	002918.SZ	20.33	84.30	-1.50	3.57	11.83	-17.69	-27.92	-11.61
三棵树	603737.SH	115.05	433.09	-2.47	-4.12	-4.48	-8.80	-17.32	-1.00
坚朗五金	002791.SZ	100.91	324.47	-1.60	-7.16	-2.91	-46.58	-44.26	-27.94
东鹏控股	003012.SZ	8.25	96.77	-2.60	-5.17	-4.18	-32.58	-38.38	-22.07
中国联塑	2128.HK	8.05	249.74	-0.86	-5.29	-15.17	-25.72	-26.51	-10.19
帝欧家居	002798.SZ	8.08	31.11	-0.98	-4.72	1.89	-42.63	-44.48	-28.16

资料来源：Wind, 德邦证券研究所

## 2. 水泥：行业进入淡季，价格继续回落

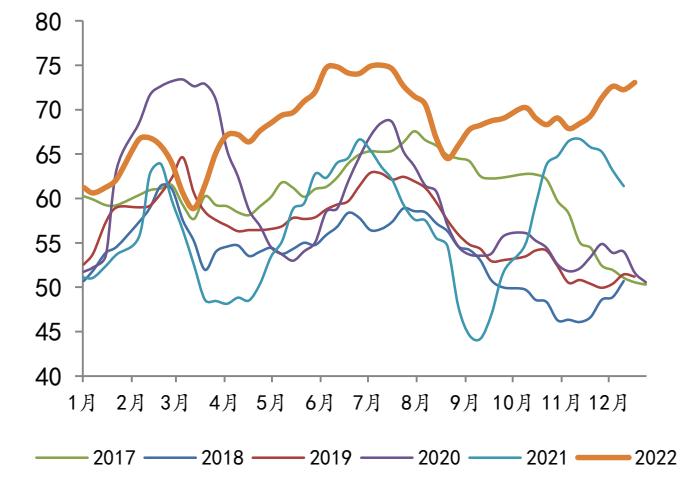
本周全国水泥市场价格环比继续回落，跌幅为 0.7%。价格下调区域主要是上海、安徽、重庆、云南和江苏局部地区，幅度多为 15-30 元/吨。12 月中下旬，因疫情管控放开，各地病例不断增加，车辆运输以及下游施工人员均有减少，水泥需求量继续下滑，加之部分企业急于春节前清库，致使水泥价格继续走低。(参考数字水泥网)。

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：市场进入淡季，出货维持3成水平

**【京津冀】**华北地区水泥价格保持稳定，京津冀地区水泥市场需求进入淡季，企业出货维持在3成水平，除了部分重点工程仍在赶工以外，其他民用项目和搅拌站基本停工，水泥价格保持平稳为主。

图 5：华北地区高标水泥价格（元/吨）

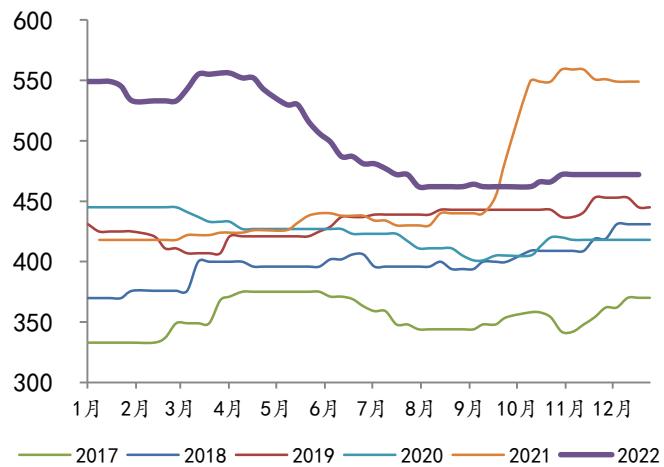
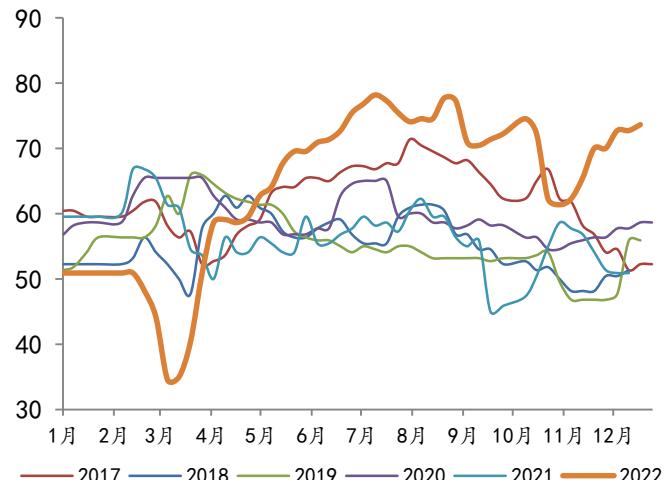


图 6：华北地区水泥平均库存（%）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

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）

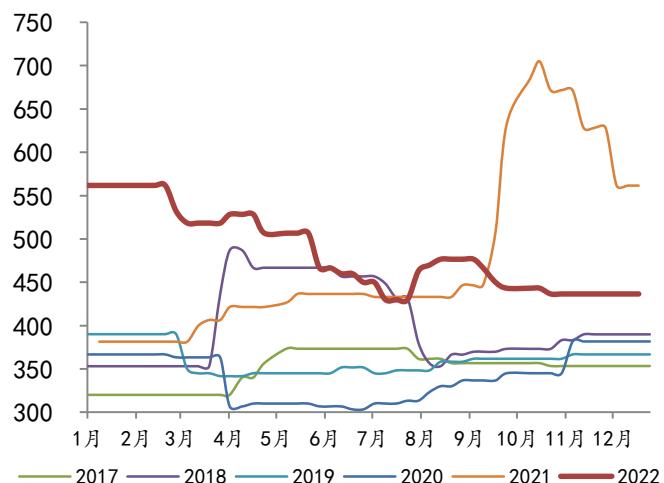
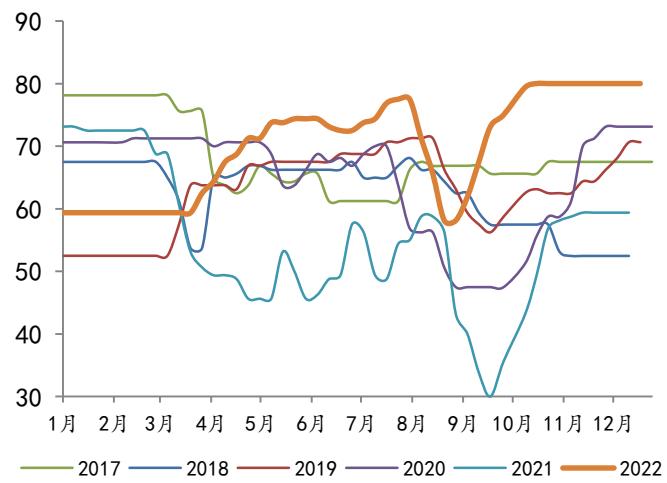


图 8：东北地区水泥平均库存（%）



资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

### 2.1.3. 华东地区：区域最后需求期，疫情/春节临近导致需求回落

**【江苏】**江苏南京地区水泥价格稳定，放开后，下游工程项目施工进度减缓，水泥需求环比回落 20%左右，企业发货降至 4-5 成，库存升至偏高水平。苏锡常地区水泥价格下调 20 元/吨，临近年底，搅拌站因资金紧张开工率不足，企业发货仅在正常水平 6 成左右，且错峰生产执行情况不佳，库存偏高，为增加出货量，部分企业先行下调价格，其他企业陆续跟降。苏北淮安和盐城地区水泥价格稳定，受疫情和降温影响，下游施工量减少，水泥需求环比下滑 10%-20%，企业日出货降至 5 成左右。

**【浙江】**浙江杭嘉湖地区水泥价格趋弱运行，天气晴好，水泥需求相对稳定，企业发货能达 8 成左右，但由于周边地区水泥价格回落，低价水泥不断进入，后期本地企业跟进下调可能性较大。沿海甬温台地区水泥价格稳定，最后需求期，工程项目开始赶工，水泥需求表现良好，企业发货能达 8-9 成，但整体库存压力较大，预计进入 1 月份价格将会有所回落。金建衢地区水泥价格暂稳，受重点工程项目支撑，水泥需求表现尚可，企业发货在正常水平 8-9 成，库存高低不一。

**【上海】**上海地区水泥价格回落 15 元/吨，疫情管控放开后，建筑工地和搅拌站工人因病到岗率下降，搅拌站方量几乎减半，且外围地区水泥价格均有回落，为稳定客户，本地企业陆续跟进下调价格，因有重点工程项目支撑，目前上海水泥综合需求尚维持在 7-8 成水平，后期随着疫情影响加剧，以及春节临近，需求将会继续走弱。

**【安徽】**安徽合肥和巢湖地区水泥价格下调 20 元/吨，价格下调主要是市场需求表现清淡，外加受疫情影响，工程项目施工进度缓慢，企业发货仅在 5 左右，库存偏高，企业为增加出货量，以优惠返利形式下调价格。沿江芜湖和铜陵地区水泥价格稳定，年底市场资金紧张，搅拌站方量减少，外加疫情政策放开后，施工人员不足，水泥需求有所回落，企业发货在 6-8 成水平，库存中高位，后期市场需求恢复可能性不大。皖北地区水泥价格平稳，受降温和疫情双重影响，民用市场需求大幅减少，搅拌站开工率降低，水泥需求环比下滑，企业发货在 5-6 成。

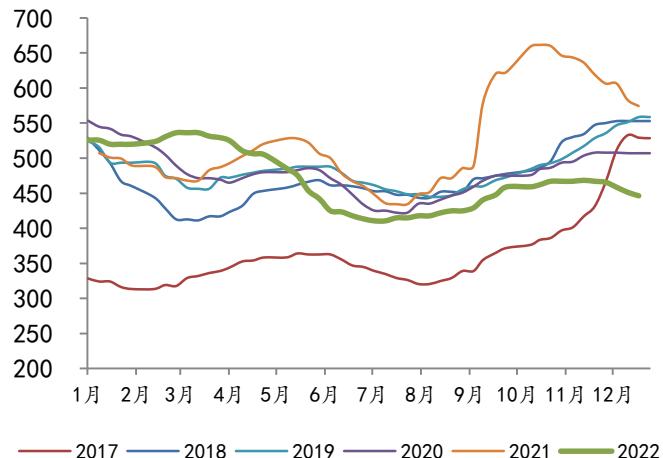
**【江西】**江西南昌和九江地区水泥价格稳定，疫情虽有影响，但下游在建项目开始年底赶工，水泥需求环比变化不大，企业日出货 5-7 成，短期价格以稳为主。赣东北上饶地区水泥价格暂稳，临近春节，下游备货积极性不高，企业发货维持在 7-8 成，考虑到库存压力，预计后期价格将趋弱运行。赣州、新余等地区水泥价格以稳为主，天气持续晴好，下游工程项目正在赶工，水泥需求环比变化不大，企业日出货在 7-8 成，库存高位运行。

**【福建】**福建福州、宁德地区水泥价格趋弱运行，受疫情影响，下游施工人员到岗率不足，水泥需求量减少，企业发货仅在 6-7 成，部分企业为年前清库，继续降价促销，幅度 15-20 元/吨，预计后期其他企业将跟进下调。龙岩及厦漳泉地区水泥价格下调 20 元/吨，价格下调主要是年底市场资金情况紧张，市场需求表现清淡，企业发货在 7 成左右，为求发货，部分企业先行下调价格，其他企业陆续跟降。

**【山东】**山东济南和周边地区水泥价格稳定，疫情放开，以及气温不断降低，部分施工单位陆续停工放假，水泥需求继续减少，企业发货仅在 4 成左右，库存升至中高位。枣庄、济宁等地区水泥价格暂稳，受放开后续影响，部分工程项目和搅拌站由于人员不足，无法正常施工，水泥需求表现欠佳，企业发货在正常水平 3-4 成，库存偏高，为增加出货量，后期价格有回落可能。山东地区熟料生产线停

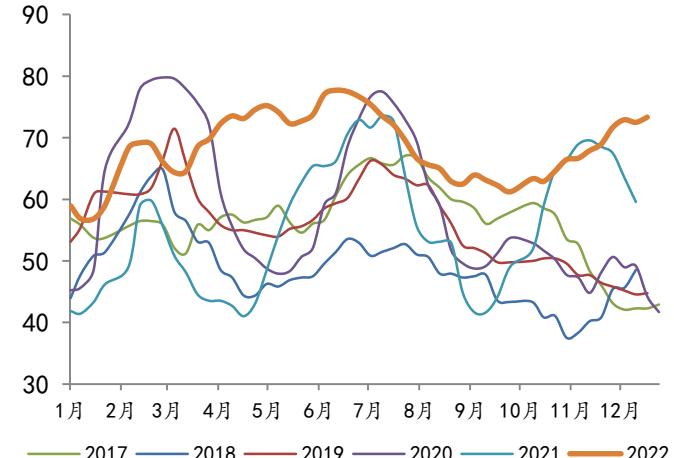
窑率尚不足 80%，随着需求不断减少，停窑率仍不能提升，后期价格或将出现明显回落。

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：区域价格平稳，需求逐步走弱

**【广东】**广东珠三角及粤北地区水泥价格稳定，疫情政策放开后，阳性人员持续增加，车辆运输以及下游施工效率均有降低，水泥需求有所减少，企业日出货降至7-8成，库存较高，加之临近春节，后期需求恢复空间有限，企业面临年底清库存压力，价格或有进一步下调可能。粤西湛江、茂名地区同样受疫情影响，人员到岗率减少，水泥需求环比下滑10%左右，企业发货降至6成左右，价格以稳为主。

**【广西】**广西南宁和崇左地区水泥价格平稳，受疫情快速传播影响，建筑工地因人员不足，无法正常施工，水泥需求环比小幅下滑，企业发货降至5-6成，受益于错峰生产，库存维持在60%左右。玉林和贵港地区水泥价格稳定，市场需求相对平稳，企业出货环比无明显变化，库存60%-70%。桂林地区水泥价格稳定，天气晴好，工程项目正处于年底赶工阶段，水泥需求表现良好，企业日出货能达8-9成，错峰生产结束后，库存升至中高位，进入1月份，随着市场需求走弱，价格将会有所回落。

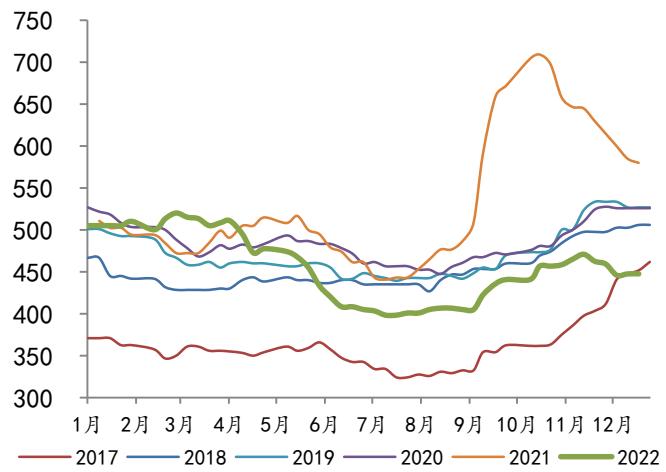
**【湖南】**湖南长株潭地区水泥价格暂稳，疫情政策放开后，工地因建筑工人减少，施工进度放缓，水泥需求表现清淡，企业发货仅在5-6成，库存普遍偏高，12月中旬价格上调过程中，部分企业有一定折扣，预计后期稳价难度较大。娄底和邵阳地区水泥价格平稳，由于疫情阳性人员持续增加，下游无法正常施工，水泥需求环比下滑10%-20%，企业日出货降至6成左右。常德地区水泥价格稳定，临近年底，市场资金紧张，部分搅拌站提前停工放假，水泥需求表现疲软，企业发货仅在4-5成，库存高位承压。

**【湖北】**湖北地区价格保持平稳，需求继续下滑。武汉及鄂东地区水泥价格保持平稳，企业P.O42.5散装出厂价320元/吨，已接近成本线附近，短期价格下行空间有限，一方面，下游需求较差，企业出货不足5成，另一方面，随着库

存不攀升，部分企业将会面临库满停窑，成本分摊进一步增加，因此，即使价格下降，也无法刺激出有效需求，同时迫于成本压力，价格再大幅下调企业将会出现亏损。截止目前，湖北鄂东地区企业暂无统一错峰生产安排，企业多将是库满停产为主。鄂西北地区价格在相对高位保持平稳，因有重点工程支撑，正于最后赶工阶段，部分企业出货仍有7成水平，支撑价格平稳进入淡季。

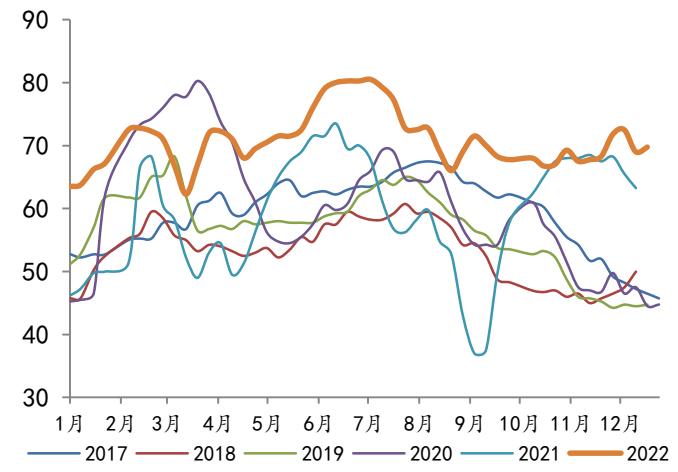
**【河南】**河南地区水泥价格保持平稳，市场进入淡季。12月下旬，河南地区水泥市场需求渐进尾声，企业出货率仅剩3成水平，前期受疫情影响，大部分工程项目停工后，工人陆续返乡，尽管近期管控放开，但工程项目能复工的也较少，水泥需求基本没有恢复，且因资金短缺以及节日临近，需求继续萎缩。价格方面，经过前期的持续下调后，现不同地级市P.O42.5散出厂价跌至280-340元/吨，基本在企业生产成本线附近，再下跌空间有限，预计后期底部平稳为主。目前各地企业库存仍在高位运行，元月份企业原计划开窑10-15天，迫于库存压力，企业多将会继续执行错峰生产。

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：云渝吨价下降20-30元，贵州公布23Q1错峰计划

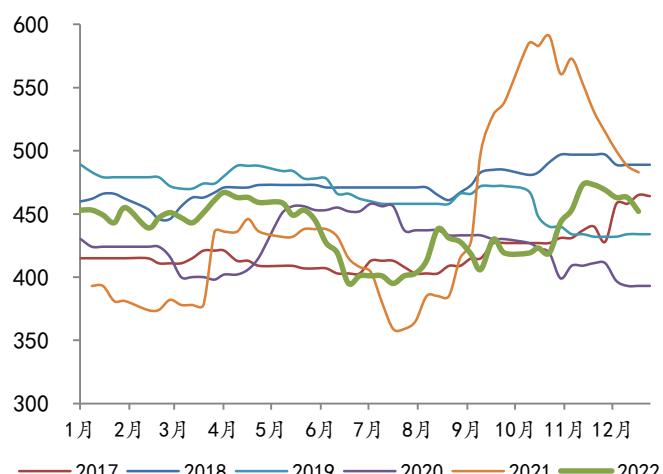
**【四川】**四川成德绵地区水泥价格平稳，受疫情和大气污染黄色预警因素影响，下游搅拌站开工不足，工程项目施工进度放缓，水泥需求有所减弱，企业发货在6成左右，受益于错峰生产，库存处在中等水平，企业力争稳价为主。广元、巴中和达州等地区水泥价格稳定，临近春节，搅拌站多以回款为主，拿货积极性降低，同时因疫情干扰，下游需求表现清淡，企业发货仅在6-7成，由于外来低价水泥不断冲击，预计后期价格将趋弱运行。

**【重庆】**重庆主城、渝西北和渝东北地区水泥价格普遍回落20-30元/吨。防控解除后，建筑工地病例增加，项目施工进度放缓，水泥需求环比略有下降，部分企业为增加出货量，价格继续回落，有重点工程供应的企业出货在7成，其他企业5成左右。明年一季度重庆错峰生产计划暂未安排，后期企业将面临库存攀升压力，不排除价格有进一步下行可能。

**【云南】**云南昆明地区水泥价格下调 30 元/吨，现 P.O42.5 散出厂价 310-340 元/吨，市场进入淡季，水泥需求环比减弱，企业日出货不足 5 成，且限电结束后，错峰生产执行情况较差，库存快速升至高位，企业为求发货，陆续降价促销，后期价格仍有下行趋势。保山、普洱等地区水泥价格稳定，市场资金情况较差，下游无明显赶工现象，水泥需求表现欠佳，企业发货仅在 4-5 成。

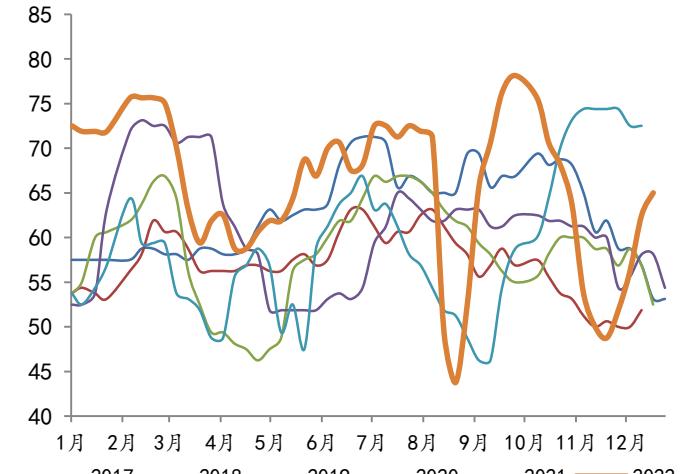
**【贵州】**贵州地区水泥价格保持平稳，需求环比减弱。受防疫放开影响，下游建筑工地和搅拌站病例大幅增加，开工率下降，水泥需求环比减弱，企业出货量降到 3-4 成水平；市场价格短期保持平稳，主要得益于企业错峰生产执行情况较好，库存上升不明显。明年一季度贵州水泥企业错峰生产仍为 60 天。

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（%）



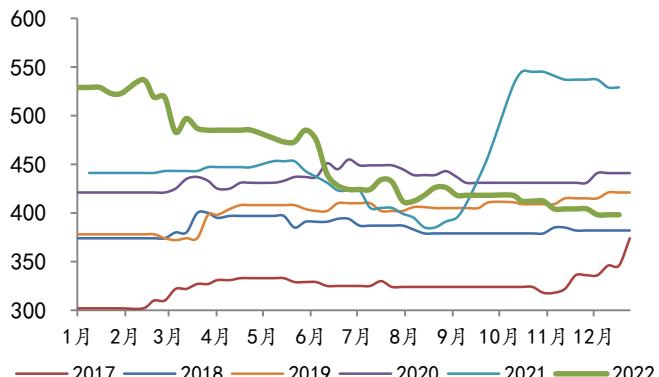
资料来源：数字水泥网，德邦证券研究所

### 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。

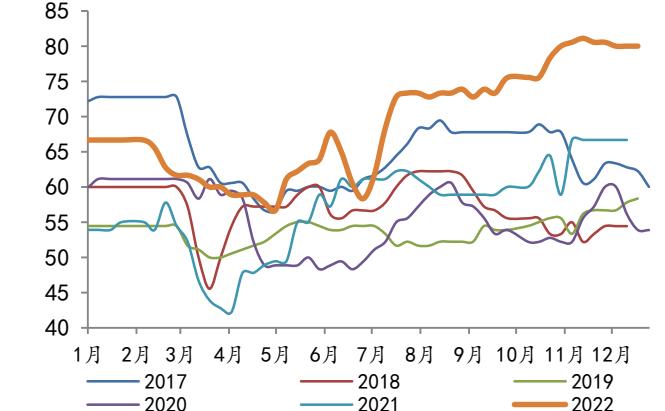
**【甘肃】**甘肃兰州以及周边地区水泥价格平稳，气温继续降低，市场需求进入淡季，目前仅隧道项目仍在施工，企业出货 2-3 成水平。陇南地区温度较高，工程项目仍在赶工，企业出货仍保持在 7 成左右。

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

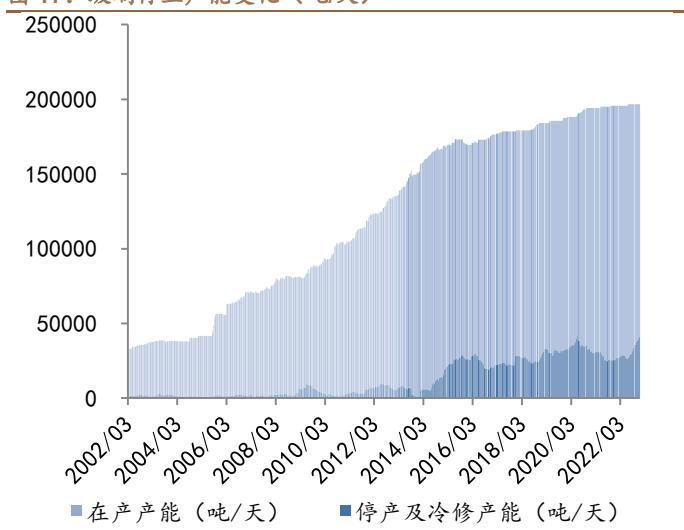
数据基础的水泥行业有望快速纳入全国碳交易市场，通过控制总量，交易碳排放权，实现节能减排的目的，而龙头企业技术优势明显，或进一步抢占市场份额，未来行业或迎来新一轮供给侧改革，集中度有望加速提升。

### 3. 玻璃：年底浮法均价小幅震荡，光伏玻璃年底累库

#### 3.1. 浮法玻璃：本周继续去库，价格延续上修

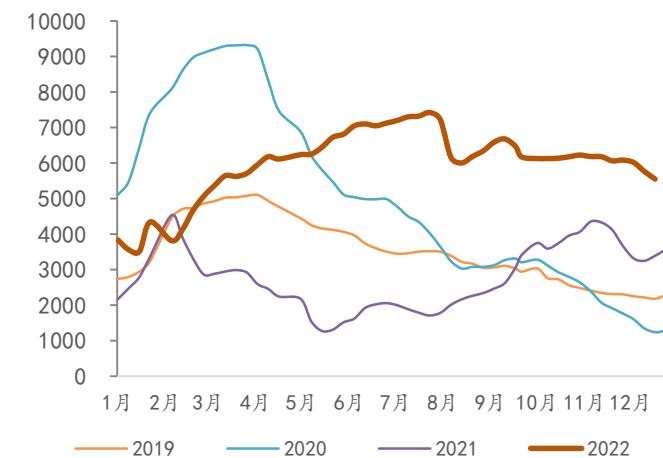
根据卓创资讯数据，截至本周四，全国浮法玻璃生产线共计 306 条，在产 241 条，日熔量共计 161640 吨，较上周持平。周内产线改产 3 条，暂无冷修和投产变化。周内国内库存总量 5549 万重量箱，较上周库存减少 216 万重量箱，环比减少 3.75%，同比增加 2157 万重量箱，同比增长 63.6%。

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：近期出货转弱，整体价格趋稳

卓创资讯数据显示，本周国内浮法玻璃均价 1624.16 元/吨，较上周均价（1616.32 元/吨）上涨 7.84 元/吨，涨幅 0.49%，涨幅较上周略有扩大，但主要来源于上周市场余温。

**【华北】**本周华北玻璃市场价格涨跌互现，整体交投一般。沙河区域大小板行情分化，大板周内部分小涨 1-2 元/重量箱，小板部分厚度价格回落，成交放缓，周内浮法厂阶段性出货受限，沙河厂家库存约 752 万重量箱，贸易商库存小增，另外期现商持有部分货源。京津唐区域成交持续表现一般，个别厂价格较前期小幅松动。

**【华东】**本周华东浮法玻璃市场价格以稳为主，多数厂调价趋谨慎，个别企业价格调涨计划暂无落实。伴随刚需支撑有所减弱，多数下游及贸易商提货、发货速度较前期有所放缓。短期来看，市场整体表现偏弱，供应端近期个别产线白玻转产超白，但需求支撑乏力下，加之外围区域价格陆续下调影响，预计华东浮法玻璃价格局部或承压。

**【华中】**本周华中浮法玻璃市场整体成交尚可，价格稳定为主。周内下游加工厂适量补货，加之部分外发，多数玻璃厂家产销良好，库存呈现下降趋势。临近

周末，加工厂订单收缩，按需补货居多，交投较前期转淡，场内观望情绪增加。下周来看，市场成交有继续转弱迹象，而库存压力不大情况下，厂家稳价心理明显，预计价格稳定，部分成交灵活。

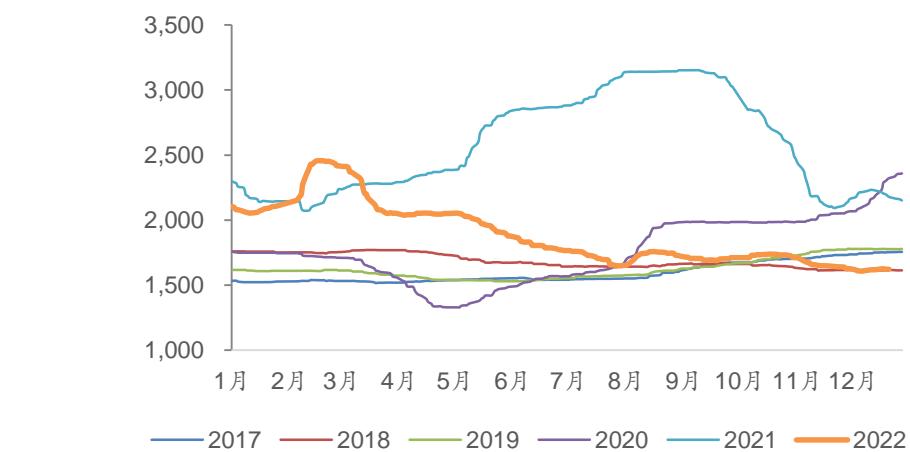
**【华南】**本周华南浮法玻璃市场涨后趋稳，周初部分厂报价上调1元/重量箱后价格趋稳，整体出货周内有放缓迹象，局部产销率近日下滑至平衡以下，主要受到假期临近影响。个别库存偏低企业拉涨情绪较高，大厂成交依然存在提货优惠，保持灵活。供应方面，东莞南玻700T/D白玻线18日转超白，福建新福兴近期有转色超白计划。卓创资讯预计月内华南玻璃价格调整空间不大，月底稳价维持出货为主。

**【西南】**本周西南浮法玻璃市场价格基本稳定，市场成交保持灵活，企业出货维持，库存稳步下降。中下游赶工一般，短期需求端变化不大，原片厂多数稳价维持出货，短期价格调整可能性不大。供应方面，德阳信义800T/D白玻线16日转色超白玻璃。

**【东北】**本周东北地区价格走稳，部分执行冬储价格并保价，后期调整意向较弱。周内东北当地尚有一定需求，叠加部分货源外发，部分厂出货尚可，库存小降。个别外发量少未保价企业产销略低。

**【西北】**本周西北浮法玻璃市场整体成交偏淡，多数企业产销5-7成不等，周内个别厂针对部分地区价格有所松动，本地及周边市场价格亦有下调。需求来看，主要市场下游存零星赶工订单，短期少量刚需支撑尚存，但厂库仍维持小增趋势，短期西北市场气温较低，北方整体开工较低，预计西北短期价格或报稳延续，成交多灵活。

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

**本周国内纯碱市场稳中上涨。**本周国内轻碱主流出厂价格在2550-2800元/吨，轻碱主流送到终端价格在2700-2850元/吨，截至12月22日国内轻碱出厂均价在2675元/吨，环比上周上涨1.1%；本周国内重碱主流送到终端价格在2800-2900元/吨。

图 20：全国重质纯碱平均价格（元/吨）

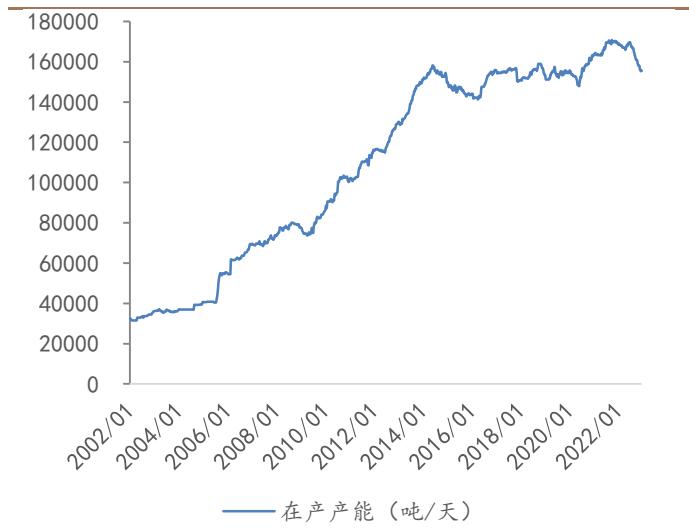


资料来源：Wind, 德邦证券研究所

### 3.1.2. 供给端变化

产能方面，本周无具体冷修和新投产产线变化。

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

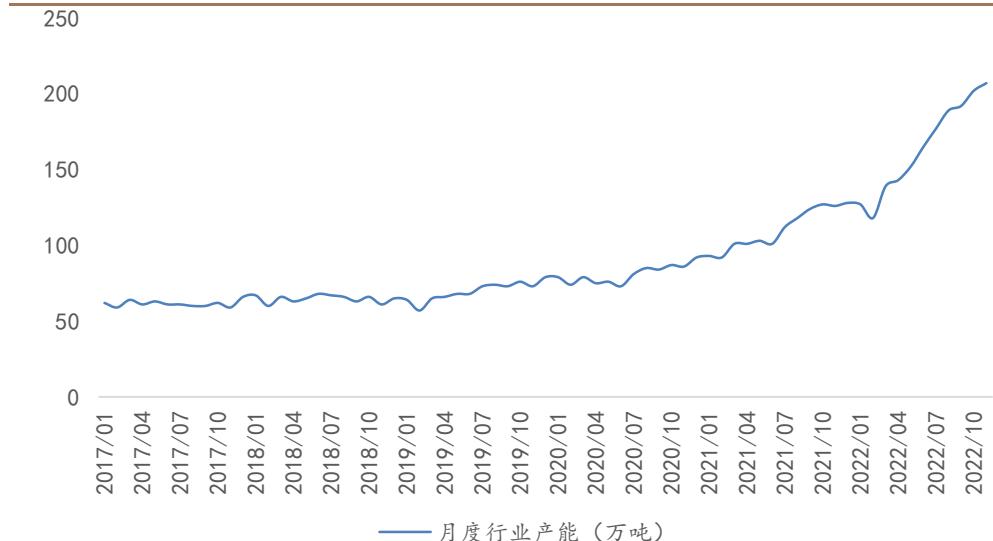


资料来源：Wind, 德邦研究所

### 3.2. 光伏玻璃：年底装机放缓，光伏玻璃累库

供给端，截至本周四，全国光伏玻璃在产生产线共计 379 条，日熔量合计 73680 吨/日，环比持平，同比增加 78.57%。下周部分产线有点火计划。现阶段玻璃厂家订单跟进不足，库存有不同程度增加。

图 23: 光伏玻璃月度产能 (万吨)

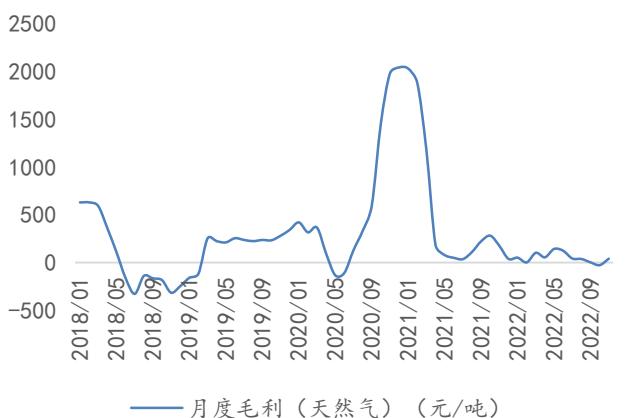


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

**成本端来看，12月以来，纯碱和天然气价格均进入上行趋势，目前幅度不大，尚未造成较大成本压力。**

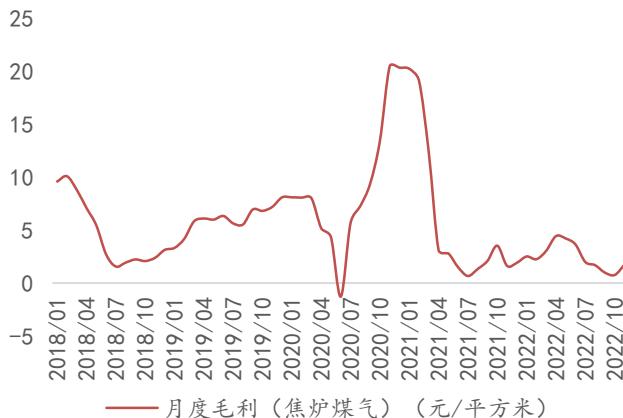
**价格方面，周内主流报价暂稳，累库下为出货价格可议。截至本周，2.0mm镀膜面板主流大单价格20.5元/平方米，环比持平，同比涨幅2.50%；3.2mm原片主流订单价格18元/平方米，环比持平，同比涨幅5.88%；3.2mm镀膜主流大单报价27.5元/平方米，环比持平，同比涨幅7.84%。目前主流报价暂稳，而实际成交存不同程度商谈空间。综合来看，市场稳中偏弱运行。**

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

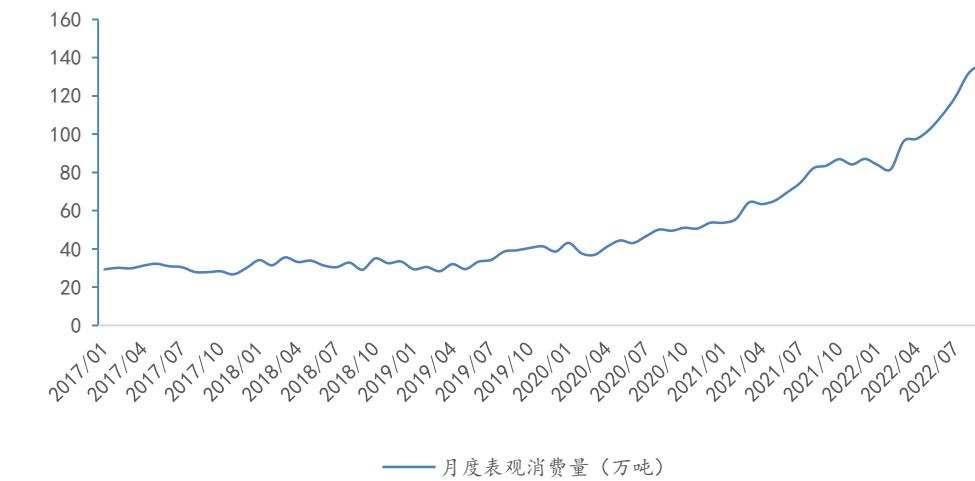
图 25: 光伏玻璃月度毛利润-焦炉煤气



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

**需求端，近期国内终端电站装机推进缓慢，加之电池片价格松动，增加下游观望心理，同时海外节日临近订单量稍减。目前组件厂家出货转淡，开工继续下滑，玻璃按需采购为主，下游且存继续压价心理。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

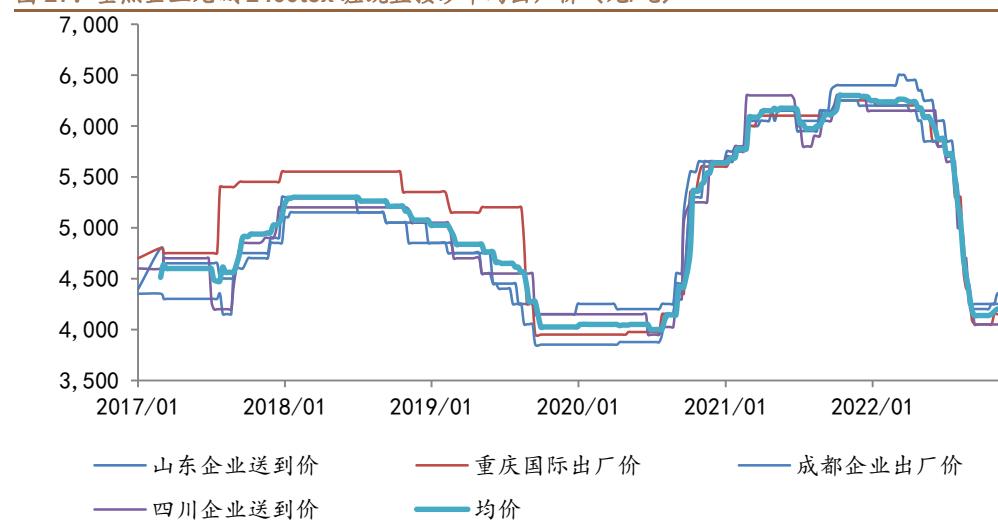
**浮法年前出货转弱，光伏玻璃年底累库。**本周浮法玻璃市场价格涨势明显放缓，主要区域出货转弱。上周价格提涨情绪刺激下，下游有所补货，同时存部分投机存货。但市场需求未来维持时间相对有限，中下游工作重心亦转移至回款，周内出货减弱较明显。近期全国浮法玻璃价格仍在底部区间震荡，而持续高位运行的成本使得全行业亏损扩大，浮法玻璃冷修停产能升至年内高位。我们认为，随着进入采暖季成本端压力或继续加大，有望加速行业生产线冷修，2023年供需有望重回紧平衡状态。从宏观层面来看，地产竣工需求韧性依旧，18-21年地产销售面积均超17亿平，随着竣工周期到来以及“保交楼”持续推进，23年竣工端仍有支撑，开春价格或迎来新一轮上涨。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：无碱纱市场均价下调，电子纱需求趋稳

### 4.1. 无碱纱价格稳中下调，整体成交一般

本周无碱池窑粗纱市场整体表现偏一般，近期中下游提货积极性转淡，加之深加工市场整体开工较低，前期一定量备货下，短期再次提货意向较低，部分厂报价稍有回落。而供应端来看，周内国内产线无新增，海外个别产线点火，短期有效产量变动不大。需求来看，多数为刚需适当提货，而临近年终，不排除个别厂或存小幅灵活促量政策。截至 12 月 22 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流报价在 4000-4300 元/吨不等，全国均价在 4126.63 元/吨（含税主流送到），环比均价下跌 0.18%，同比下跌 33.44%。

图 27：重点企业无碱 2400tex 缠绕直接纱平均出厂价（元/吨）

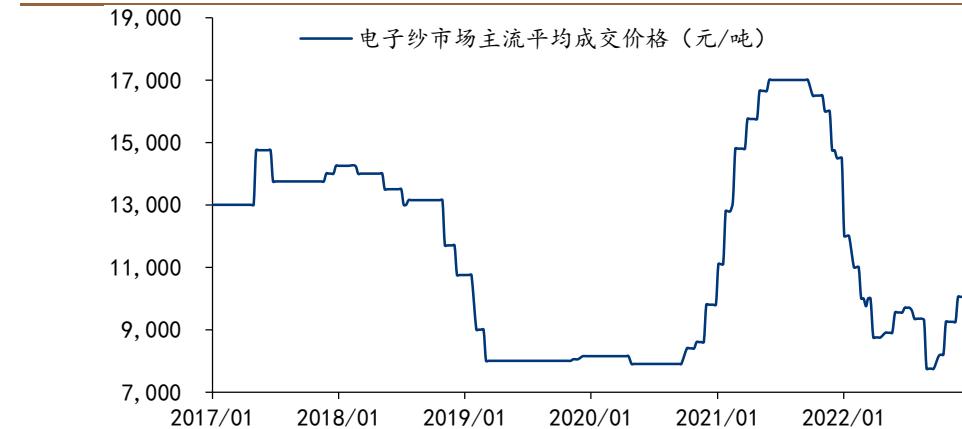


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

### 4.2. 电子纱月初提价后价格趋稳

近期国内池窑电子纱市场价格涨后趋稳，周内各池窑厂价格调整意向偏淡。当前市场需求变动不大情况下，短期池窑厂调价趋于谨慎。当前各池窑厂产品结构较前期稍有变化，主流 G75 产品供应偏紧俏。但后期需求支撑大概率趋弱运行，价格涨幅动力不足。目前电子纱主流报价 9900-10200 元/吨不等，环比持平；电子布价格当前主流报价涨至 4.3-4.4 元/米不等，成交按量可谈，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。**短期粗纱需求进入淡季，价格有所波动，而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

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。

杨东渝 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形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范围包括证券投资咨询业务。