

云销雨霁，彩彻区明

——建材行业2023年度投资策略

行业投资评级：强于大市

丁士涛

中邮证券研究所 建筑建材团队

中邮证券

2023年01月04日

- **消费建材：**2022年以来，在房地产基本面走弱、疫情反复等影响下导致建材需求疲软，且原材料、燃料价格高企，成本端压力增加，地产链消费建材持续承压。当前来看，房地产政策、资金支持加码、市场信心修复，“保交楼”落地或将加快。地产链消费建材需求端边际回暖、应收账款回款压力减轻；消费建材企业将有望获得业绩与估值的双重改善。中长期来看，消费建材龙头在规模、渠道等方面优势显著，市场集中度提升的逻辑将持续演绎，另有防水新规加持提质扩容，引领消费建材行业走向高质量时代。推荐**三棵树、东方雨虹、坚朗五金、亚士创能、蒙娜丽莎**。
- **玻璃/玻纤：**玻璃产线冷修数量进一步增加，在产产能持续收缩。同时，在“保交楼”推进下，竣工端玻璃的需求将获得改善。供需双重改善推动浮法玻璃库存下行，价格有望迎来新一轮上涨，玻璃龙头盈利修复可期。玻纤板块短期有望受益于下游风电招标高增、需求旺盛、消化新增产能改善供需格局；中长期内高端产品占比提高、龙头成长动力充足依然是行业逻辑，当前板块估值底部区间，配置性价比凸显。持续推荐**金晶科技、中国巨石**。
- **水泥/外加剂：**目前水泥板块有较大的估值修复空间，且水泥行业主要龙头股息率达近年来高点，具备较高的安全边际，建议关注区域供需格局优质，积极布局产业链一体化的**天山水泥**。外加剂短期内的需求端驱动因素与水泥相同，但供给格局不同，将受益于基建投资加强、交通建设等重大项目开工迎来实物落地预期而带来的需求增长，中长期内机制砂渗透率及混凝土商品化率提升将带来需求总量扩容，推荐功能性材料业务发展潜力充分的外加剂龙头**苏博特**，公司风电灌浆料等水泥基材料有望受益于23年风电装机高增实现需求爆发。
- **风险提示：**宏观经济下行、基建与房地产投资增速大幅下降风险；原材料及大宗商品价格波动风险；行业竞争加剧、市场集中度提升不及预期。

目录

- 一 | 2022年建材板块回顾及2023年展望
- 二 | 消费建材：把握基本面修复 β 与龙头强 α 共振机会
- 三 | 玻璃玻纤：周期底部确立，格局优化推动景气向上
- 四 | 水泥产业链：水泥供需双弱盈利筑底，产业链多点开花
- 五 | 投资建议
- 六 | 风险提示

—

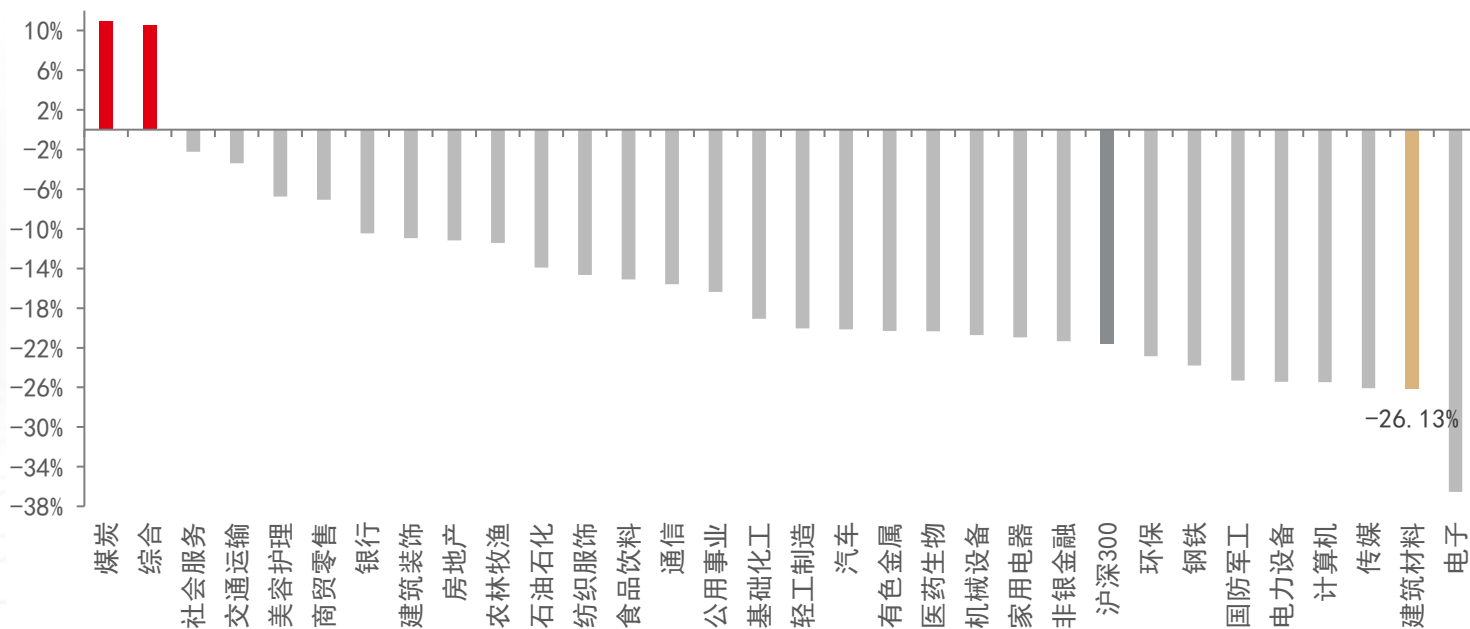
2022年建材板块回顾及2023年展望

- 1.1 2022年建材板块行情回顾
- 1.2 房地产政策端持续放松，“保交楼”助推竣工端修复
- 1.3 “稳增长”基建重要性凸显，关注实物量落地节奏

1.1 2022年建材板块行情回顾

- 截至2022/12/30，建筑材料（申万）指数2022年度跌幅为26.13%，跑输沪深300指数4.5 pct；涨幅位于31个申万一级行业指数中的第30名。
- 从建材各个子行业来看，水利基建、城市管网建设加码，管材、水泥制品板块跑赢行业指数；周期品水泥、玻纤板块困于供需格局边际恶化与燃料价格大幅上涨等多重不利因素，跌幅较大。

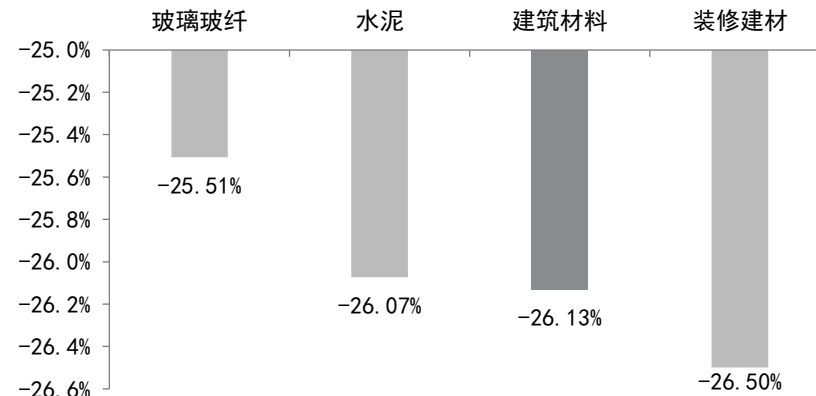
图表 1：申万一级行业指数及沪深300指数2022年度涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

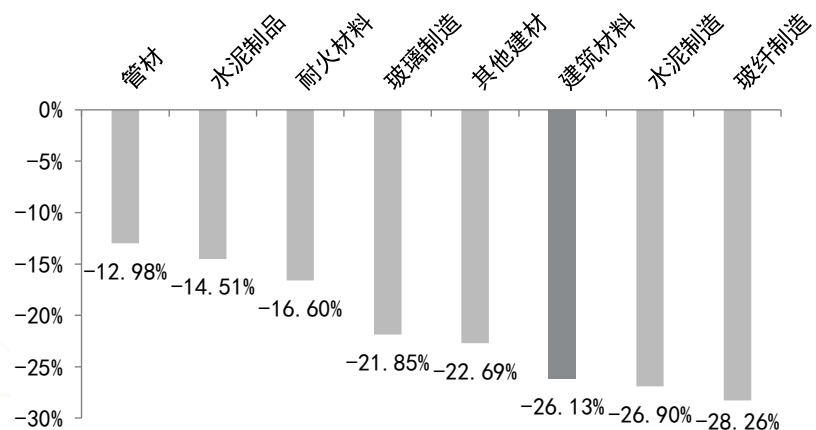
请参阅附注免责声明

图表 2：建材板块申万二级行业指数2022年度涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 3：建材板块申万三级行业指数2022年度涨跌幅（%）

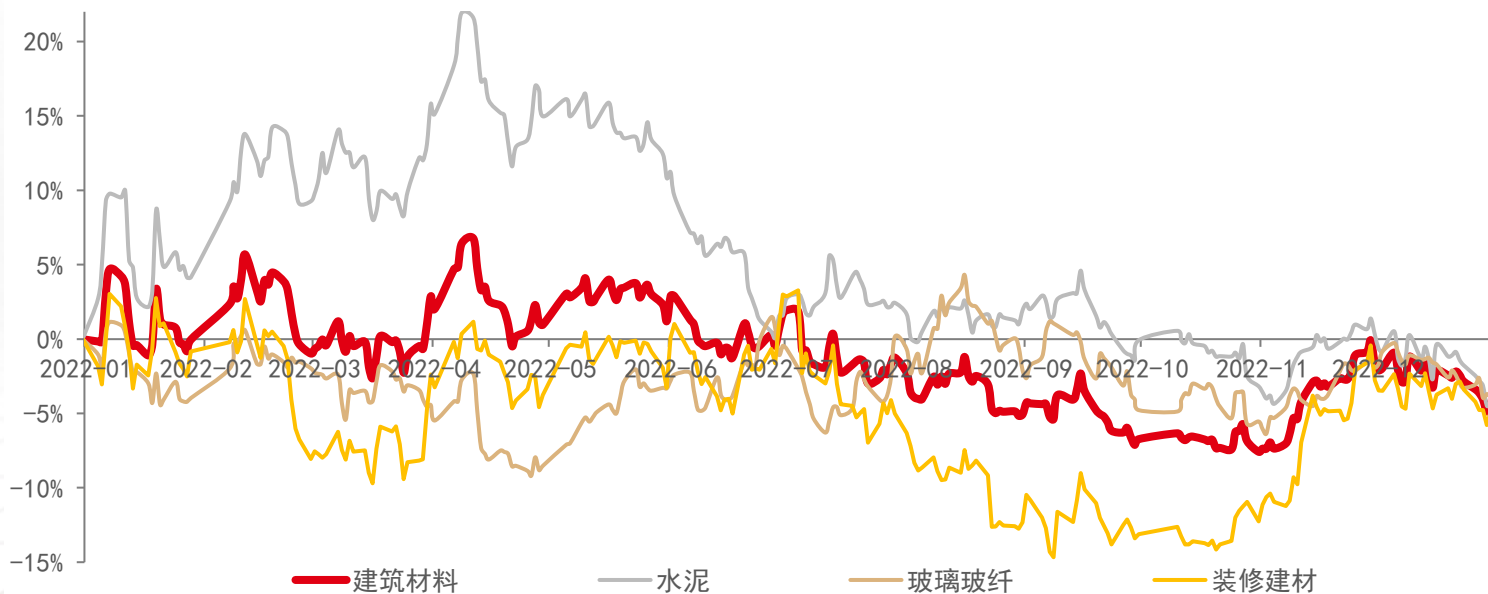


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.1 2022年建材板块行情回顾

- 2022 H1，受益于“稳增长”预期强化，基建投资高增速，水泥等基建链建材表现较好。进入H2，半年度业绩低于预期，叠加施工实物工作量落地滞后，压制板块上涨。11月-12月，房地产政策端积极信号频发，房企融资环境边际改善，市场信心有所提振，推动建材板块行情修复。
- 个股方面来看，新材料等具备独立行情的个股涨幅居前，跌幅居前个股主要集中在消费建材和水泥板块等。

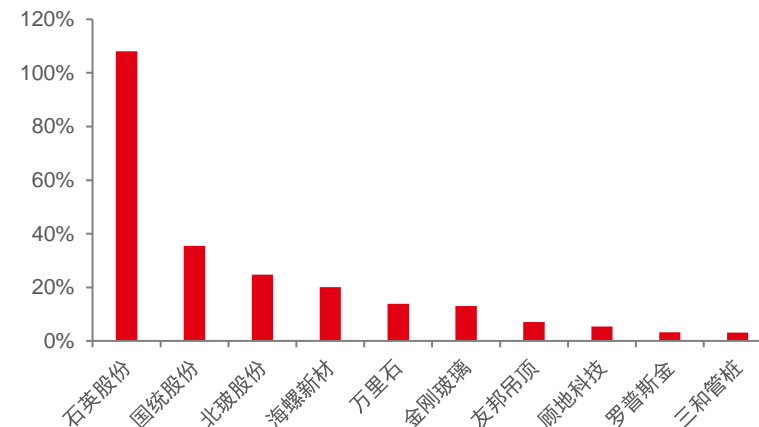
图表 4：建筑材料（申万）及二级行业指数相对沪深300涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

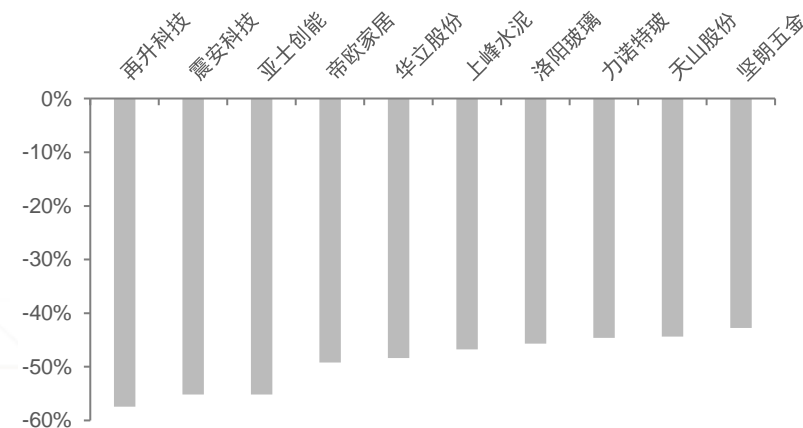
请参阅附注免责声明

图表 5：2022年度建材板块涨幅TOP10个股（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 6：2022年度建材板块跌幅TOP10个股（%）

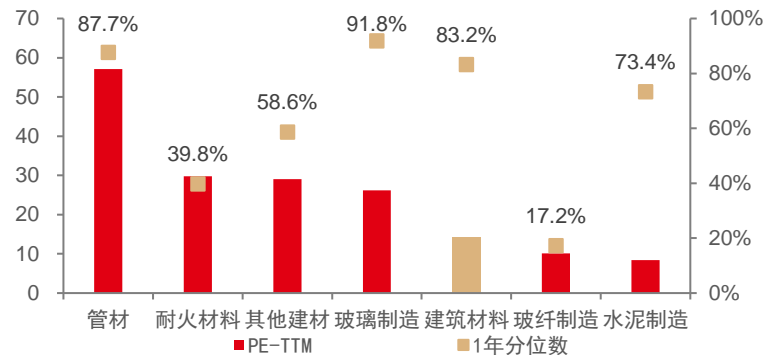


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.1 2022年建材板块行情回顾

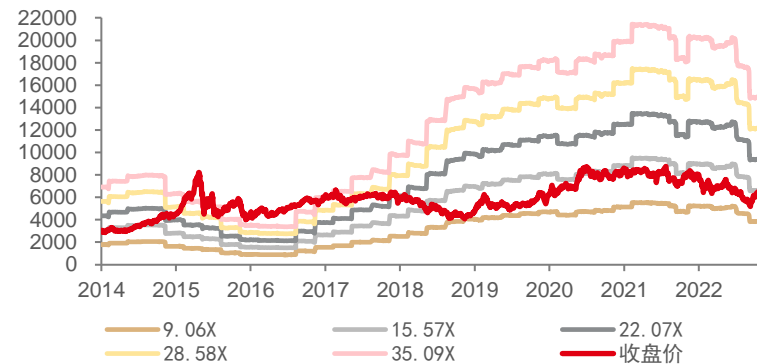
- 截至2022/12/30，建筑材料（申万）PE（TTM）为14.11，位列31个申万一级行业第22，略高于沪深300 PE估值水平。
- 从股息率角度来看，在31个申万一级行业中，建材指数近12个月股息率为3.58%，在31个申万行业指数中位于前列。

图表 7：建材子板块PE（TTM）及近1年分位数



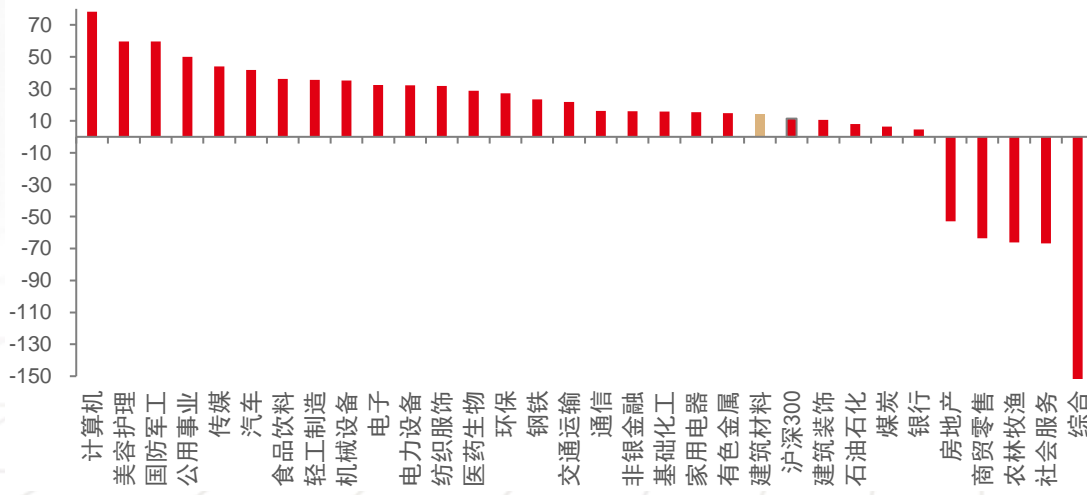
注：截至2022/12/30，资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 8：建筑材料（申万）指数PE-Band



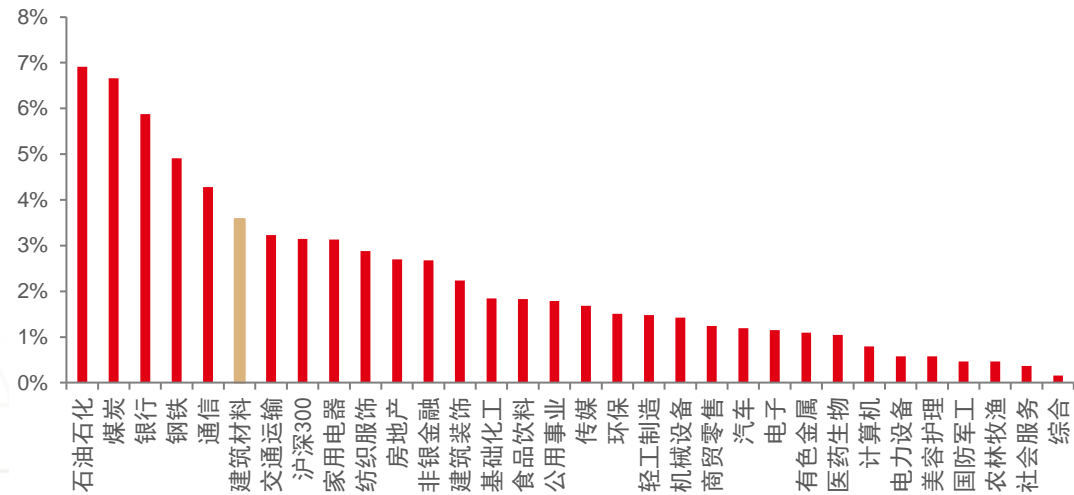
注：截至2022/12/30，资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 9：申万一级行业指数PE(TTM)



注：截至2022/12/30，资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 10：申万一级行业指数近12个月股息率

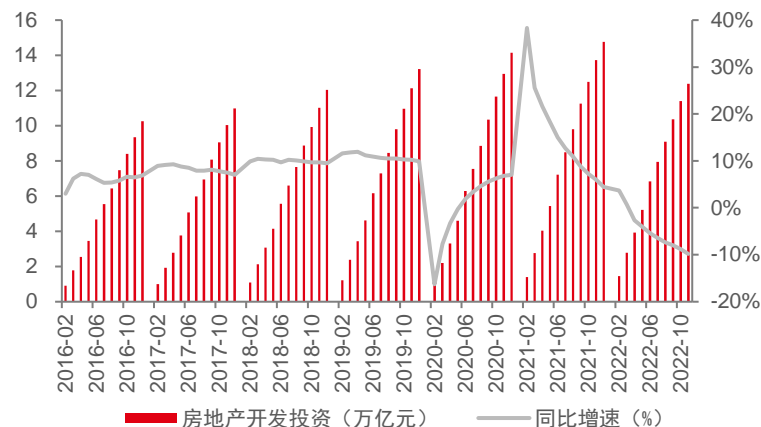


注：截至2022/12/30，资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 房地产政策持续放松，“保交楼” 助推竣工端修复

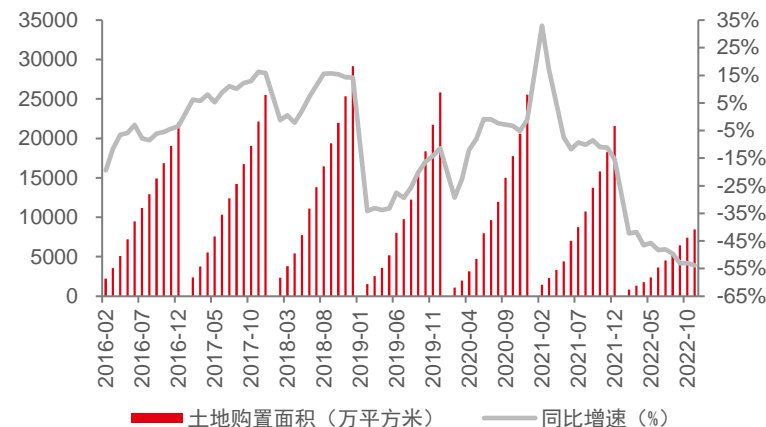
- 房地产基本面持续筑底，期待需求端政策发力提振信心
- 2022年1-11月，全国房地产开发投资额为12.39万亿元，同比下降9.8%，降幅较1-10月扩大1.0 pct；11月单月房地产开发投资完成额为9918亿元，同比下降19.9%，环比10月下降4.52%。
- 从销售端来看，2022年1-11月，全国商品房销售面积为12.13亿平方米，同比下降23.3%，降幅较1-10月扩大1.0 pct。2022年1-11月，房屋新开工/施工/竣工面积分别为11.16/89.69/5.57 亿平方米，分别同比下降38.9%/6.5%/19.0%，降幅较1-10月分别扩大1.1/ 0.8/0.3 pct。

图表 11: 房地产开发投资及同比增速 (万亿元, %)



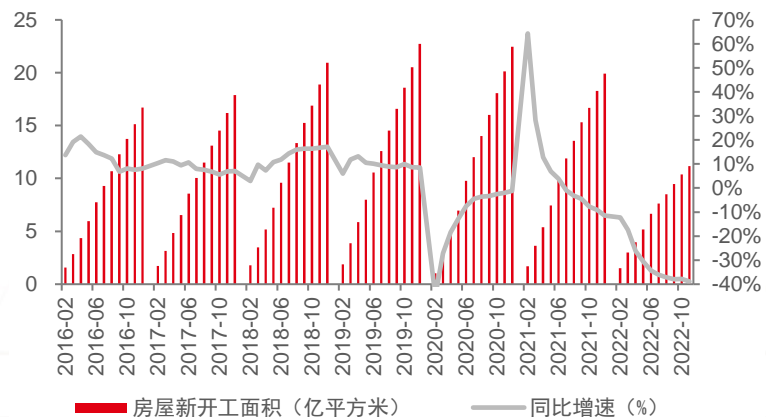
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表12: 土地购置面积及同比增速 (万平方米, %)



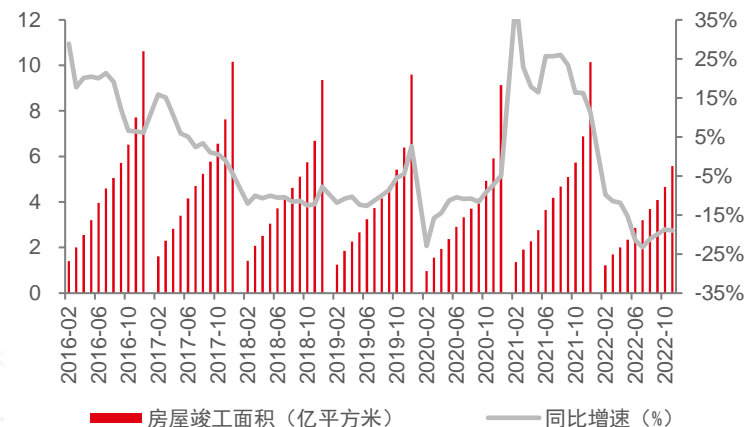
资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表13: 房屋新开工面积及同比增速 (亿平方米, %)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表14: 房屋竣工面积及同比增速 (亿平方米, %)



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

1.2 房地产政策持续放松，“保交楼” 助推竣工端修复

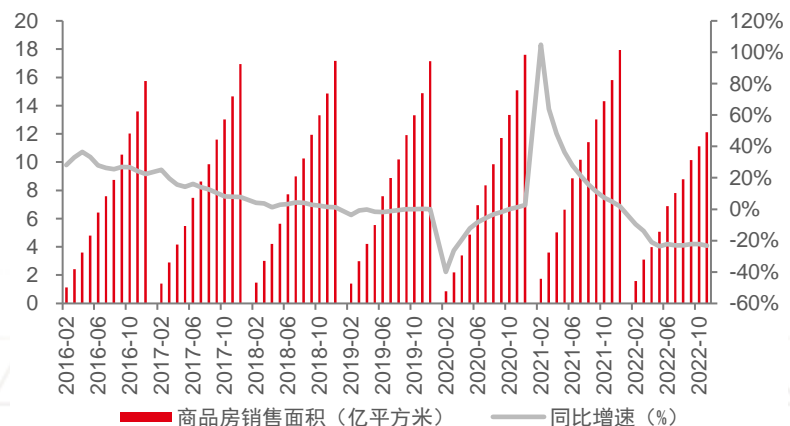
- 自2022年11月以来，房地产供给端政策放松力度明显加强，信贷、债券、股权“三箭齐发”，对于稳定和拓宽房企融资渠道、修复市场信心起到重要作用。
- 2022/12/18，中央财办有关负责同志接受新华社等媒体记者提问，表示在房地产供给端方面，2022年已出台的政策要持续抓好，2023年还将出台新举措，侧重研究解决改善房企资产负债状况等。预期和需求端方面，要着力改善预期，扩大有效需求，支持刚性和改善性住房需求；合理增加消费信贷，支持住房改善等消费。我们认为当前房地产基本面仍处于磨底期，后续政策端放松力度有望进一步加大。

图表 15：2022年11月以来房地产宽松政策

日期	相关部门	内容
2022/11/08	交易商协会	将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（即“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。
2022/11/11	央行、银保监会	出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展，从稳定房地产开发贷款投放、支持个人住房贷款合理需求、信托贷款等存量融资合理展期等方面做出具体规定
2022/11/14	银保监会、住建部、央行	指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金
2022/11/25	央行	降低金融机构存款准备金率0.25个百分点
2022/11/28	银保监会	1) 恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2) 恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3) 调整完善房地产企业境外市场上市政策；4) 进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；5) 积极发挥私募股权投资基金作用

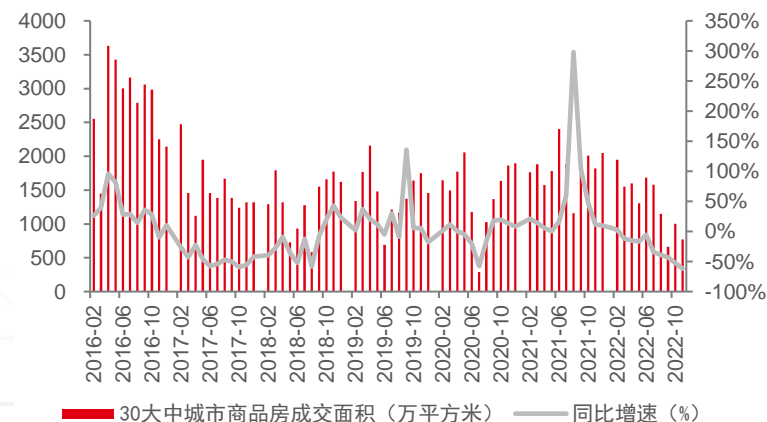
资料来源：政府官网，中邮证券研究所

图表 16：商品房销售面积及同比增速（亿平方米，%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 17：30大中城市商品房周度成交面积及同比增速（万平方米，%）



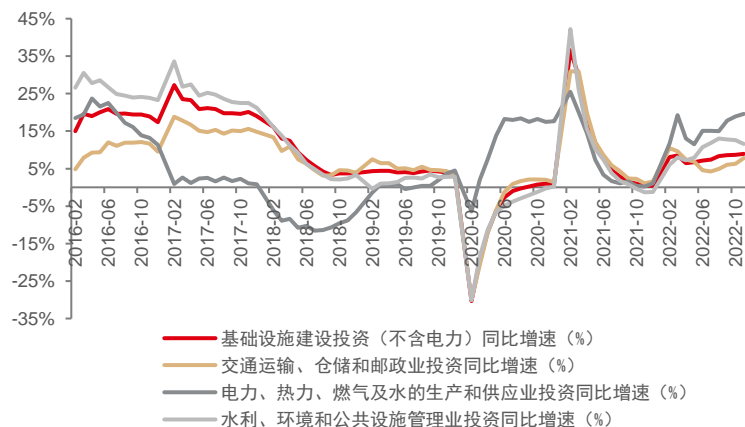
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.3 “稳增长” 基调延续，关注实物量落地节奏

■ 2022年1-11月，全国基础设施投资增速（不含电力）为8.9%；其中，水利管理/公共设施管理/道路运输业投资增速为14.1%/11.6%/2.3%/2.1%。从投资先行指标看，1-11月，新开工项目计划总投资同比增长20.3%；为投资持续稳定增长提供有力支撑。

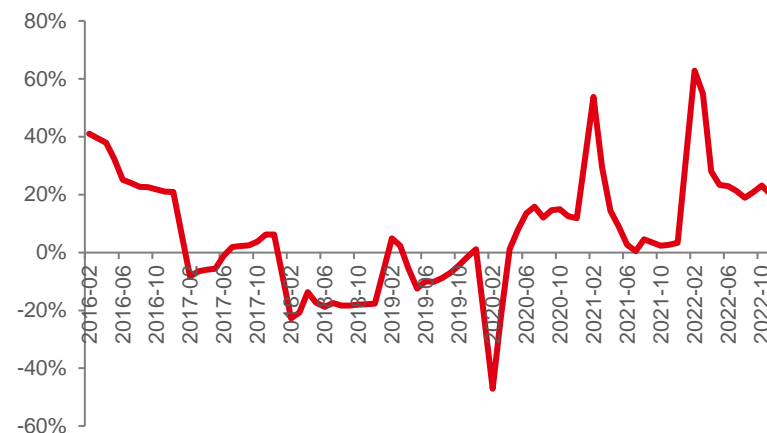
■ 2022/12/15召开的中央经济会议中要求加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通；政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。后续在金融政策工具的支持与疫情防控政策优化、现场施工限制逐步放开的背景下，23年水利基建、交通基础设施等重大项目的实物工作量有望加速落地。

图表 18：基础设施投资累计同比增速（%）



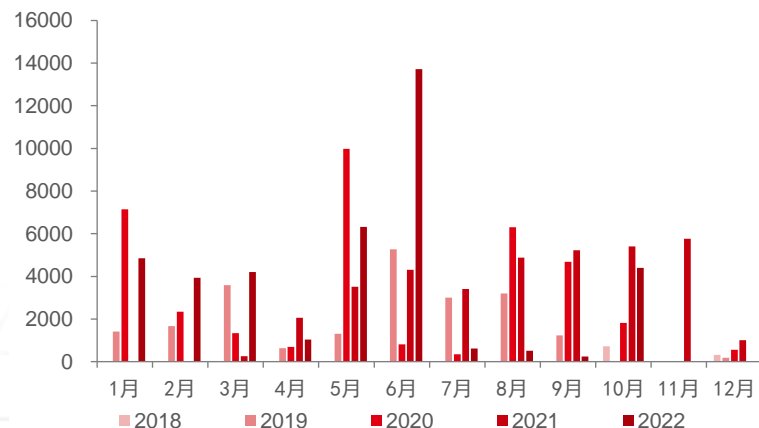
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 19：固定资产新开工项目计划总投资同比增速（%）



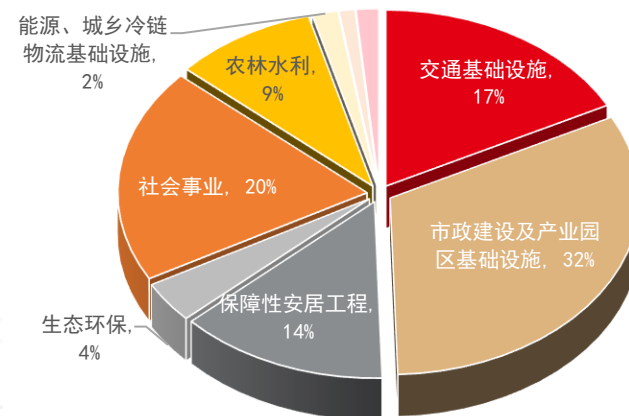
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 20：2018-2022年10月专项债券当月发行额（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 21：2022年1-10月地方政府新增债券投向占比（%）

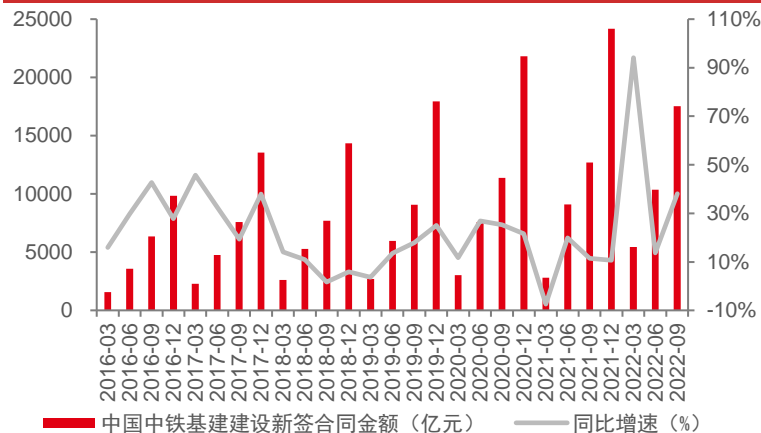


资料来源：财政部，中邮证券研究所

1.3 “稳增长”基调延续，关注实物量落地节奏

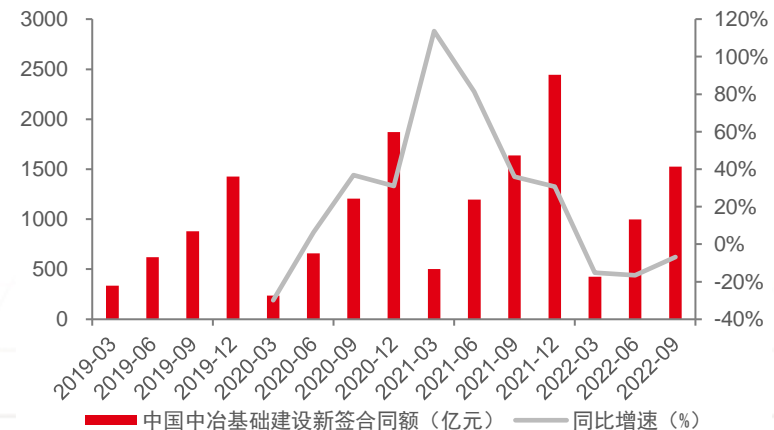
- 根据发改委，截至2022年11月底，两批共7399亿元金融工具支持的2700多个项目已全部开工建设；全年6400亿元中央预算内投资已全部下达完毕，项目开工率达近5年最高水平；今年已发行专项债券的项目开工率达95%，已使用的专项债券规模较去年同期大幅提升。
- 从专项债投放上来看，2022年1-10月，新增地方政府债券4.7万亿元，主要投向市政建设及产业园区基础设施15081亿元（32%）、社会事业9234亿元（20%）、交通基础设施8177亿元（17%）、保障性安居工程6400亿元（14%）、农林水利4359亿元（9%）等领域。

图表 22：中国中铁基建新签合同额及同比增速（亿元，%）



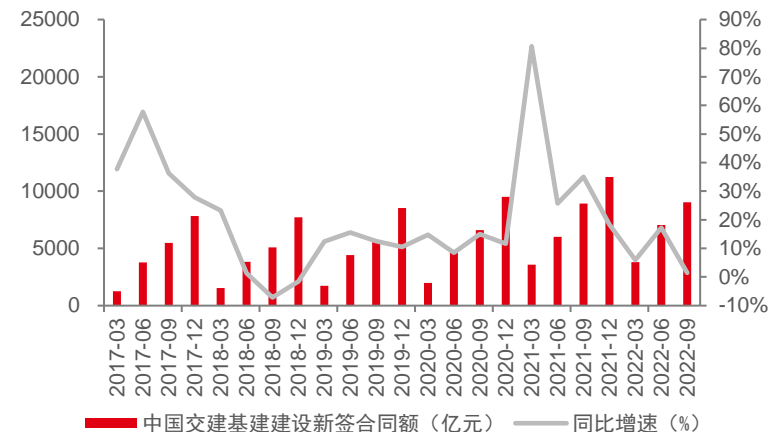
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 24：中国中冶基建新签合同额及同比增速（亿元，%）



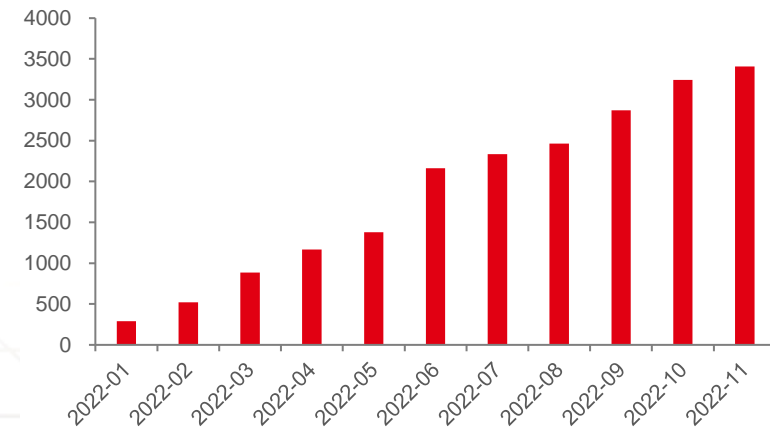
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 23：中国交建基建新签合同额及同比增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 25：中国电建基础设施新签合同额（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所



二

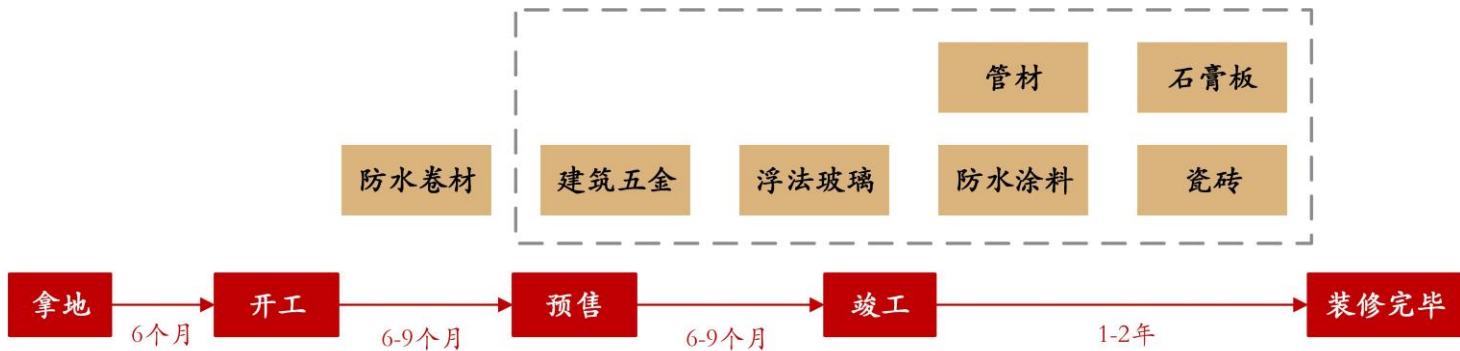
消费建材：把握基本面修复 β 与龙头强 α 共振机会

- 2.1 至暗时刻已过，业绩与估值修复可期
- 2.2 渠道结构优化，拥抱高质量成长
- 2.3 集中度提升逻辑持续演绎，龙头竞争优势凸显

2.1 至暗时刻已过，业绩与估值修复可期

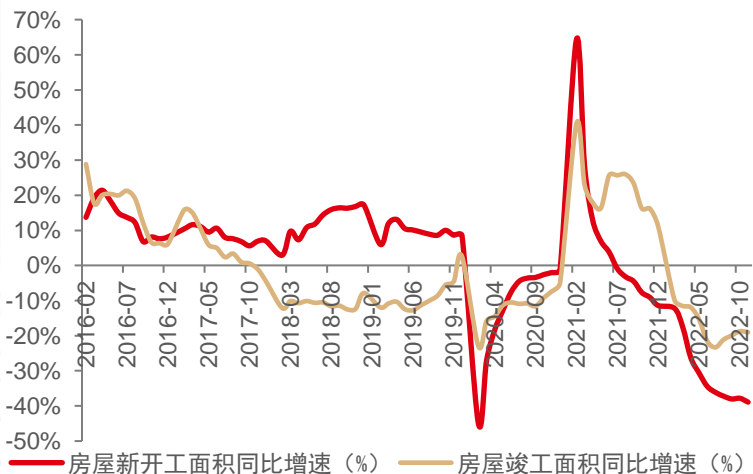
■ 2022年11月以来，政策端对房企融资放开等一系列宽松政策推动“保交楼”落实，房地产竣工端修复逻辑具备较强确定性。另外，从房屋新开工到竣工大约3年的时间周期来看，2021 H1的房地产新开工高峰将逐渐在2023-2024年转化为竣工。涂料、瓷砖、建筑五金、管材等竣工端消费建材需求将有望率先回暖。

图表 26：消费建材应用于房地产的节点



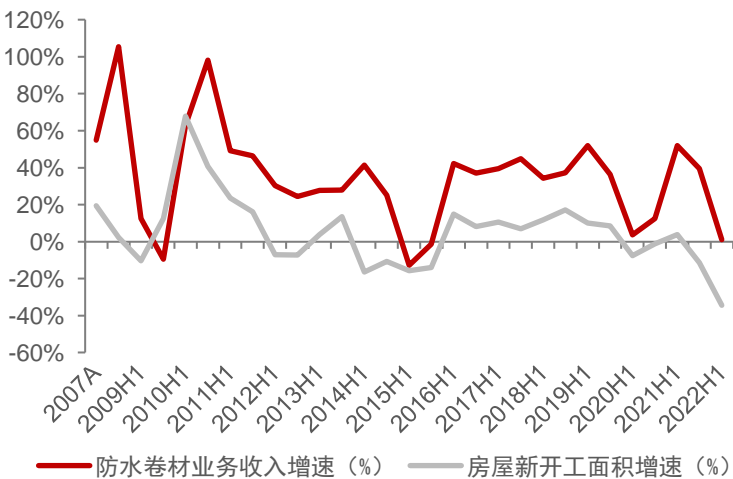
资料来源：中邮证券研究所整理

图表 27：房屋新开工/竣工面积同比增速 (%)



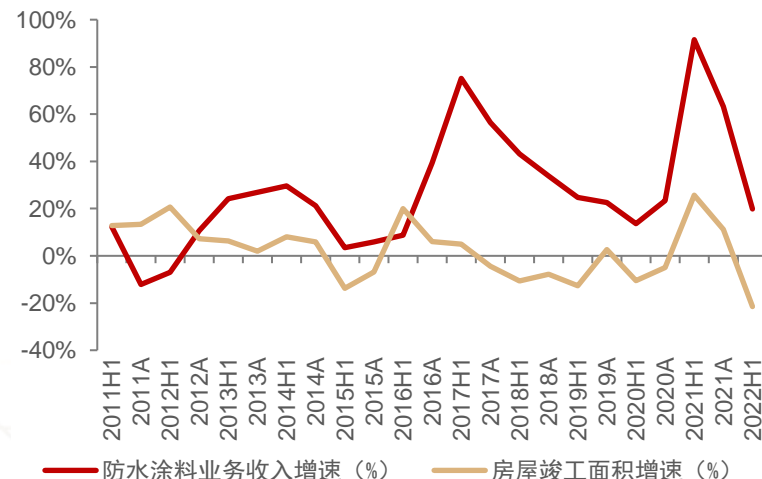
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 28：东方雨虹防水卷材收入与房屋新开工面积增速 (%)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 29：东方雨虹防水涂料收入与房屋竣工面积增速 (%)

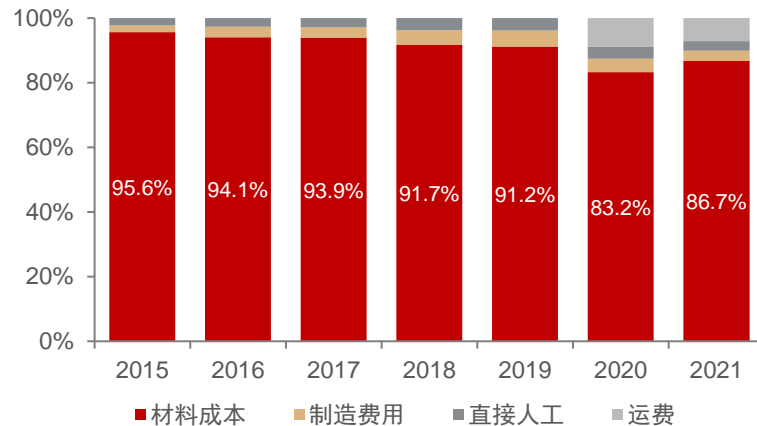


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.1 至暗时刻已过，业绩与估值修复可期

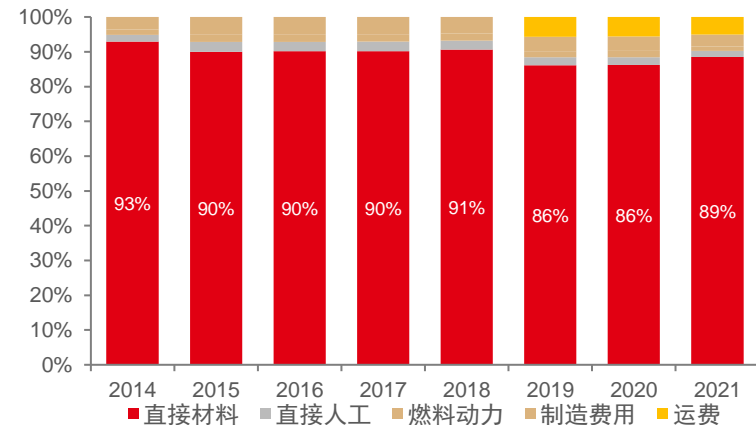
■ 原材料成本在消费建材产品中占比较高，以三棵树的涂料、东方雨虹防水卷材业务为例，直接原材料占生产成本85%以上。原材料价格对消费建材企业毛利率影响较大。2022年前三季度沥青价格大幅上涨导致防水企业毛利率明显下滑。

图表 30：三棵树墙面漆生产成本构成 (%)



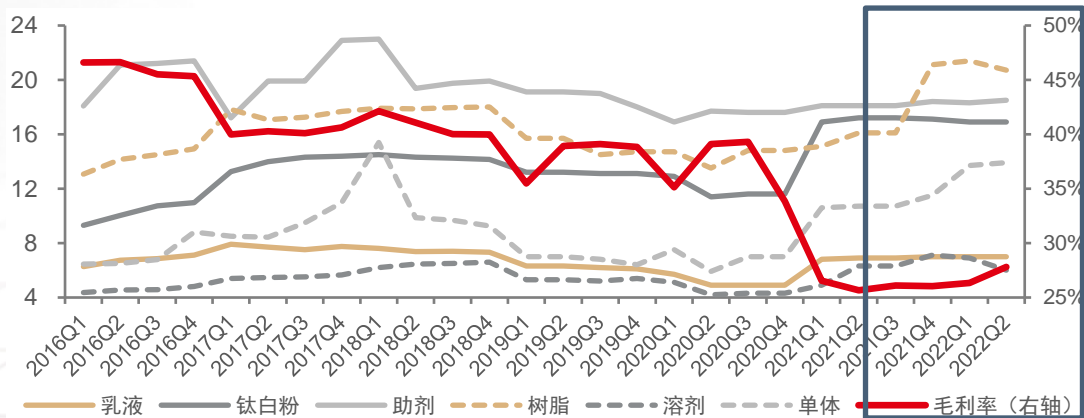
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 31：东方雨虹防水卷材生产成本构成 (%)



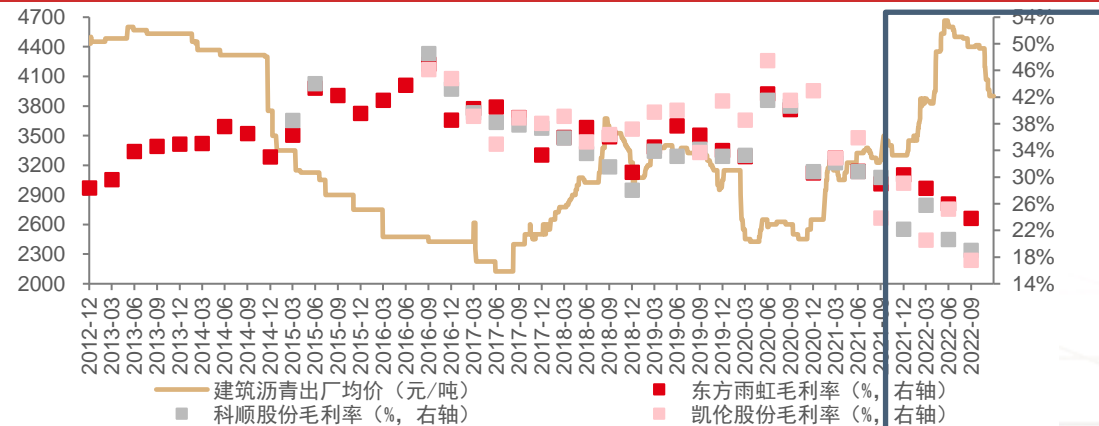
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 32：三棵树原材料采购价格与毛利率 (元/kg, %)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表33：建筑沥青出厂均价与东方雨虹/科顺股份/凯伦股份单季度毛利率 (元/吨, %)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.1 至暗时刻已过，业绩与估值修复可期

- 涂料原材料价格下降最为显著，盈利能力拐点提前到来。2022 Q3以来，涂料、管材等主要原材料价格回落，带动毛利率企稳改善；2022 Q4原材料价格环比继续下行，钛白粉、丙烯酸、PVC现货均价环比Q3继续下滑10.8%/16.6%/7.1%，涂料、管材等消费建材利润弹性释放可期。2022年以来居高不下的沥青价格也在Q4出现松动，10#建筑沥青华北出厂均价Q4环比下滑6.09%；防水企业2022年以来持续承压的毛利率有望获得边际改善。

图表 34：消费建材主要原材料现货季度均价同比/环比变动（%）

现货季度均价	涂料				管材				建筑五金				防水卷材		瓷砖	
	钛白粉		丙烯酸		聚氯乙烯		HDPE		铝合金		不锈钢		建筑沥青		LNG	
	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比
20Q3	-1.2%		-1.8%	-0.8%	10.5%	-2.9%	8.2%		12.1%	3.9%	8.4%	-10.3%	4.4%	-22.0%	-12.6%	-21.3%
20Q4	14.2%		23.9%	24.8%	17.8%	12.6%	1.6%		8.2%	12.4%	0.1%	-6.2%	-3.9%	-21.0%	62.7%	-0.4%
21Q1	14.9%		8.5%	37.5%	2.9%	21.7%	1.9%		2.9%	22.1%	6.8%	11.0%	16.1%	-3.8%	-3.6%	21.4%
21Q2	16.4%	50.8%	0.1%	32.0%	14.3%	53.1%	5.2%	17.8%	13.3%	41.3%	5.6%	22.4%	8.7%	26.6%	-9.5%	24.1%
21Q3	1.2%	54.5%	40.4%	88.9%	5.0%	45.3%	-0.2%	8.7%	10.2%	38.9%	20.5%	36.0%	4.4%	26.6%	52.8%	116.9%
21Q4	-1.4%	33.4%	15.0%	75.3%	5.9%	30.6%	0.1%	7.0%	9.3%	40.4%	-0.7%	35.0%	1.8%	34.0%	18.0%	57.3%
22Q1	0.0%	16.1%	-10.1%	45.3%	-13.7%	9.6%	1.7%	6.9%	5.3%	43.7%	-1.3%	24.8%	6.1%	22.5%	-6.0%	53.4%
22Q2	-0.3%	-0.5%	-4.7%	38.4%	-1.2%	-5.2%	6.3%	8.0%	-11.8%	11.9%	2.8%	21.5%	18.8%	34.0%	14.6%	94.3%
22Q3	-13.9%	-15.3%	-35.8%	-36.7%	-23.4%	-30.9%	-11.3%	-4.1%	-10.0%	-8.7%	-14.2%	-13.5%	6.2%	36.3%	-6.5%	18.9%
22Q4	-10.8%	-23.4%	-16.6%	-54.1%	-7.1%	-39.4%	-3.0%	-7.0%	1.9%	-14.9%	2.7%	-10.6%	-6.4%	25.3%	-5.6%	-4.8%

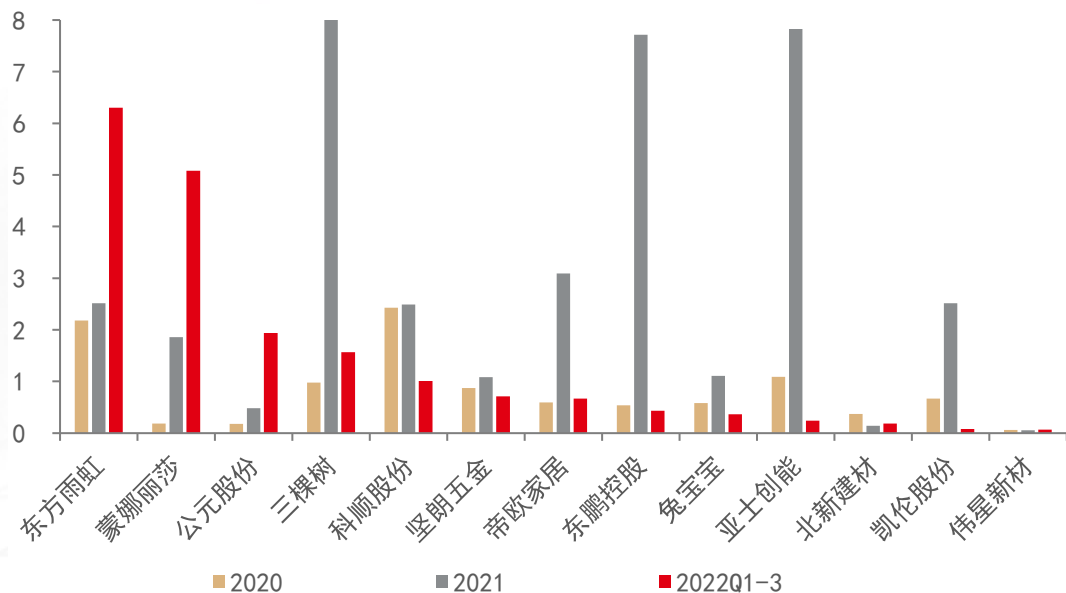
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.1 至暗时刻已过，业绩与估值修复可期

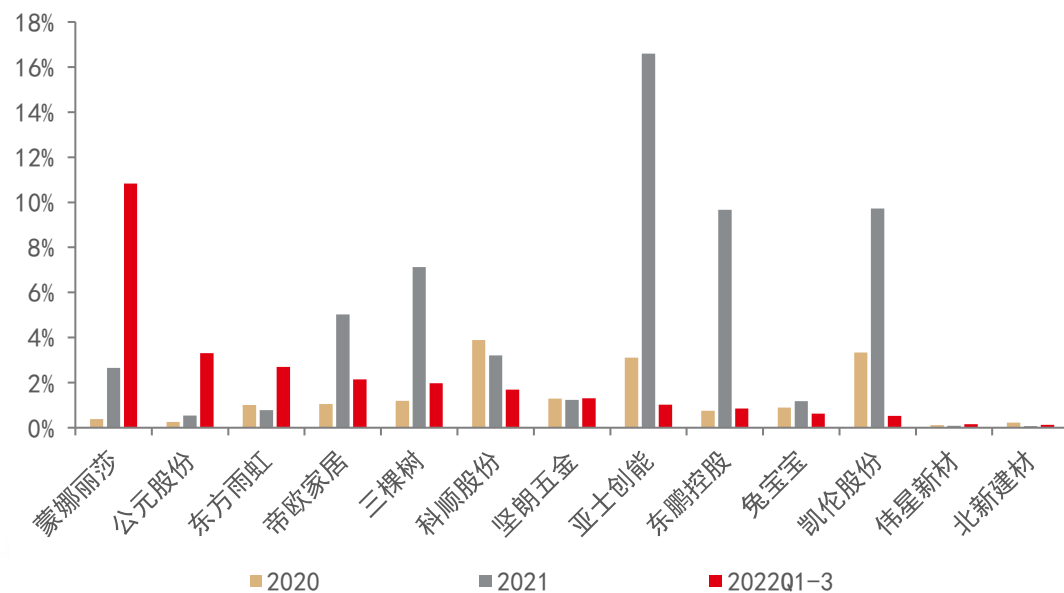
- 2021年以来，房企资金链紧张、信用风险暴露事件频发，部分消费建材企业计提了较大额度的信用减值损失。
- 当前来看，“三箭齐发”助力房企缓解资金压力叠加消费建材企业自身优化调整客户结构，后续其应收账款坏账风险将有望显著下降，业绩弹性释放更值得期待。

图表35：2020/2021/2022Q1-3主要消费建材企业计提信用减值损失（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表36：2020/2021/2022Q1-3主要消费建材企业信用减值损失/营业收入（%）

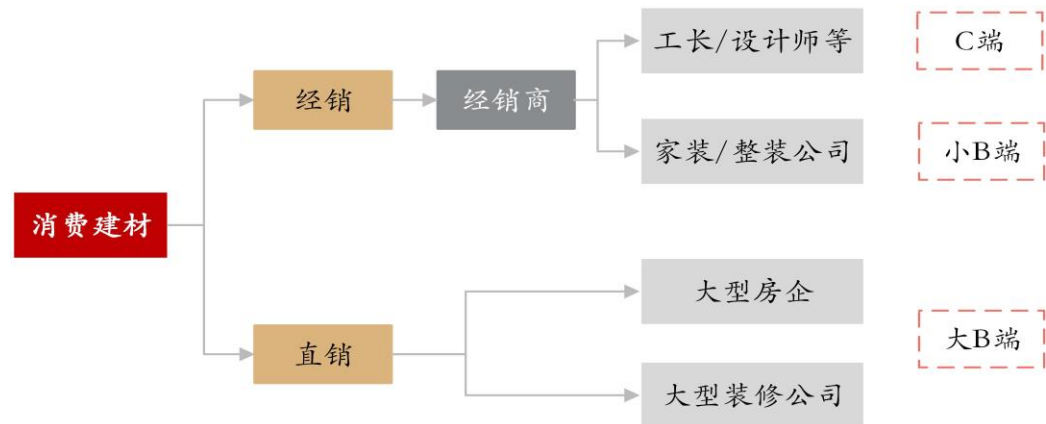


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.2 渠道结构优化，拥抱高质量成长

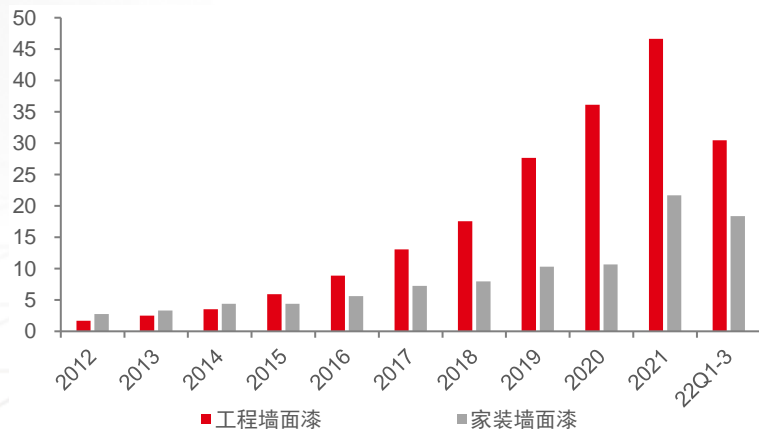
- 消费建材企业的销售渠道主要为直销和经销两种模式，其中，直销面对的主要是房地产开发商或大型装修装饰公司等大B端客户；经销模式主要面对小B端和C端客户。
- “保交楼”等相关政策支持下，B端消费建材业务收入改善、现金流质量提升可期；叠加计提信用减值损失高峰已过，业绩将有望彰显更大弹性。同时，在当前“把恢复和扩大消费摆在优先位置”背景下，疫情政策优化、多地相继“疫达峰”，消费复苏节奏有望加快，C端消费建材韧性将获得支撑。

图表 37：消费建材企业销售渠道分类



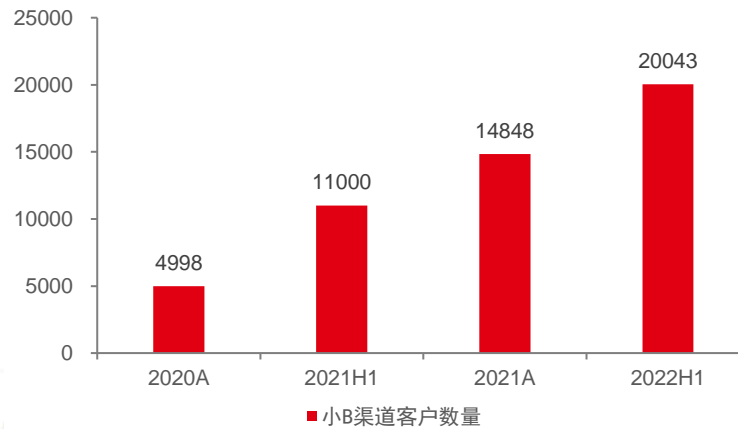
资料来源：中邮证券研究所整理

图表38：三棵树工程/家装墙面漆销售收入（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表39：三棵树小B渠道客户数量（个）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表40：部分消费建材企业经销业务发展情况

科顺股份	截至2022H1，公司经销收入占比达到51.13%，经销收入同比增长62.28%，实现公司规划中的直销和经销1:1的收入结构。
东方雨虹	截至2022 H1，民建集团在全国的经销商达近4000家，分销网点、门头合计超过18万个，较2021年底增长约50%。
亚士创能	截至2022 H1，公司注册经销商数量为25034家较2021年底增长42.40%
蒙娜丽莎	截至2021年底，公司签约经销商1540个，专卖店及销售网点4620个。2022年前三季度，公司经销端实现收入26.56亿元，同比增长6.88%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2.2 渠道结构优化，拥抱高质量成长

图表 41：2021-2022Q3主要消费建材企业单季度毛利率（%）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
三棵树	26.55%	25.23%	26.75%	25.93%	26.33%	28.63%	30.56%
亚士创能	28.72%	23.19%	27.05%	18.66%	32.82%	30.36%	32.70%
东方雨虹	32.87%	30.85%	28.95%	30.31%	28.28%	25.94%	23.81%
科顺股份	32.13%	30.78%	29.95%	22.16%	25.74%	20.62%	18.98%
凯伦股份	32.88%	35.91%	23.83%	29.06%	20.54%	25.17%	17.51%
伟星新材	38.85%	42.16%	41.89%	37.19%	36.56%	38.53%	43.31%
公元股份	20.01%	19.42%	17.06%	19.14%	15.91%	18.98%	16.66%
坚朗五金	36.23%	37.93%	35.90%	32.11%	28.80%	28.86%	31.24%
北新建材	30.85%	35.89%	28.29%	31.91%	28.39%	31.36%	29.24%
兔宝宝	16.43%	17.94%	16.24%	19.25%	18.51%	18.98%	17.17%
蒙娜丽莎	29.95%	34.19%	30.10%	22.67%	19.11%	22.24%	27.09%
东鹏控股	26.45%	30.91%	27.90%	31.24%	23.45%	29.72%	30.97%
帝欧家居	30.51%	28.34%	26.58%	19.35%	18.59%	16.79%	17.02%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 42：2021-2022Q3主要消费建材企业单季度收现比（%）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
三棵树	145.45%	84.36%	93.80%	94.24%	151.91%	90.62%	98.08%
亚士创能	94.81%	88.52%	50.03%	128.23%	165.60%	80.11%	106.16%
东方雨虹	109.24%	75.79%	109.56%	148.24%	109.11%	68.05%	88.59%
科顺股份	96.16%	62.02%	99.62%	101.56%	68.54%	89.48%	89.16%
凯伦股份	69.90%	46.57%	53.54%	82.27%	146.13%	76.33%	78.95%
伟星新材	118.19%	105.43%	121.28%	111.21%	109.14%	112.09%	104.60%
公元股份	156.84%	74.40%	109.28%	98.35%	151.26%	94.83%	99.84%
坚朗五金	90.29%	68.06%	79.01%	90.57%	105.33%	98.91%	109.70%
北新建材	94.52%	96.71%	103.09%	130.57%	77.92%	100.37%	96.00%
兔宝宝	114.43%	99.40%	99.27%	98.96%	103.64%	95.43%	108.66%
蒙娜丽莎	110.85%	76.61%	98.32%	86.15%	121.76%	102.16%	116.23%
东鹏控股	137.13%	112.64%	116.28%	119.65%	141.86%	104.66%	134.03%
帝欧家居	108.39%	91.78%	108.34%	99.93%	149.43%	125.52%	140.77%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

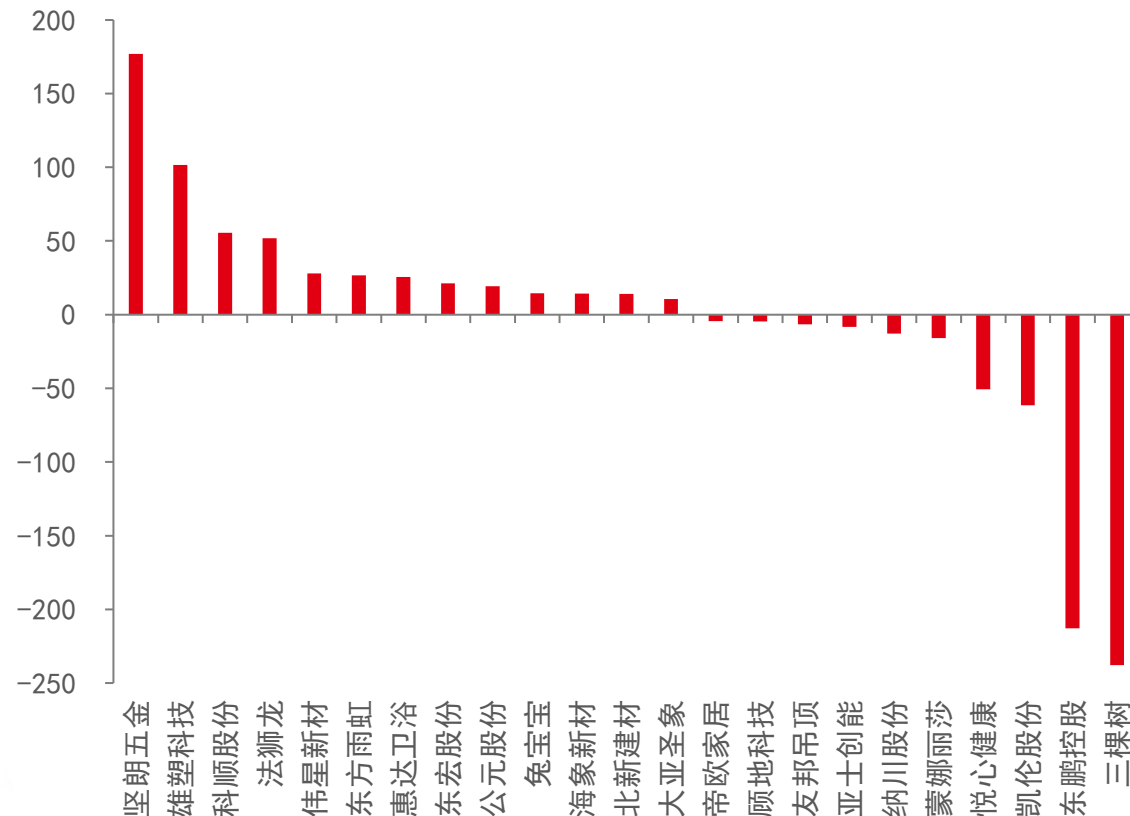
2.2 渠道结构优化，拥抱高质量成长

图表 43：消费建材企业企业自由现金流FCFF（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	22Q3
兔宝宝	-0.12	0.07	0.18	10.39	2.00	5.50	10.64	2.68
东方雨虹	2.32	2.49	-18.08	5.41	0.47	6.35	-69.41	13.47
科顺股份	-0.59	-4.29	0.74	-12.94	1.24	-1.88	-5.81	-2.96
凯伦股份	0.14	0.10	-1.62	0.15	-5.16	0.12	-17.61	0.64
伟星新材	1.90	5.96	1.49	7.32	6.22	10.01	5.31	6.27
公元股份	0.16	2.75	0.38	0.60	0.04	-5.88	3.93	-1.68
北新建材	5.55	3.32	13.84	7.17	21.06	5.01	9.51	3.97
东鹏控股	8.92	-0.06	-0.71	1.74	-3.24	-11.11	6.17	0.57
帝欧家居	0.06	-1.50	-3.73	-2.75	1.77	-0.77	-13.16	1.45
蒙娜丽莎	0.00	-0.44	-11.21	-0.13	0.27	-5.27	-12.21	-0.46
三棵树	0.50	-1.09	-0.20	0.73	-0.34	-5.65	-3.17	-6.06
亚士创能	-0.75	-1.69	-4.66	-1.04	1.57	-1.78	1.25	-0.78
坚朗五金	0.09	-8.11	0.12	0.94	3.02	-0.86	0.93	-0.02

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 44：消费建材主要上市公司PE(TTM)



注：截至2022/12/30，资料来源：iFinD，中邮证券研究所

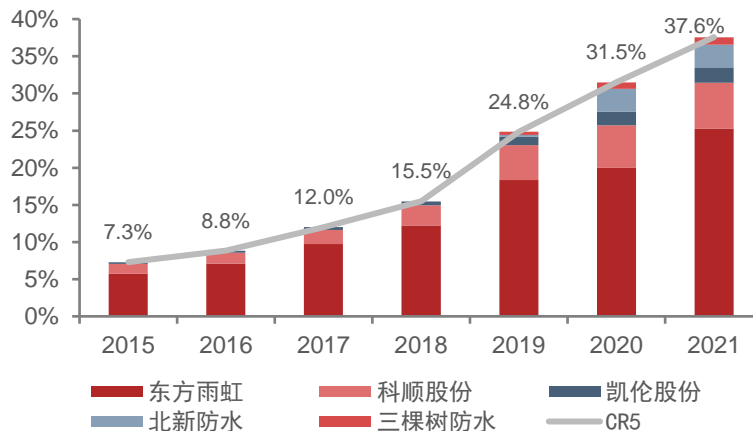
2.3 集中度提升逻辑持续演绎，龙头竞争优势凸显

■ 关注防水新规落地的积极变化

- 规范落地对防水行业的影响一方面在于设计年限的提高将直接增加防水材料的用量，行业市场空间获实质性扩容。另一方面，规范中对防水材料的性能做了一系列明确的规定，规范强制执行背景下，市场中的非标防水产品将直接遭到淘汰。而长期以来，防水行业中众多的中小企业依靠低价非标产品获取客户的方式生存，规范落地后，失去非标低价的中小企业将面临更加困难的经营环境，其退出市场的速度或将加快。

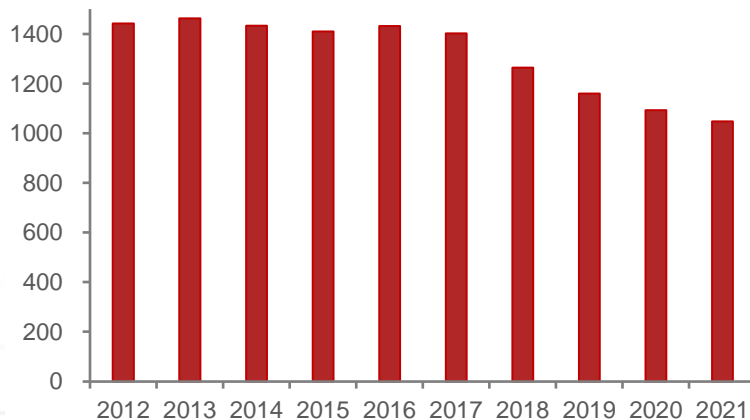
- 我们认为实质上不止于防水行业，提质扩容是消费建材行业的发展趋势，非标、落后产能将加速出清。而行业内头部企业因资金实力、产品质量、产能规模等方面优势突出，市占率有望加速提升。

图表 45：防水行业主要上市公司的市占率情况（%）



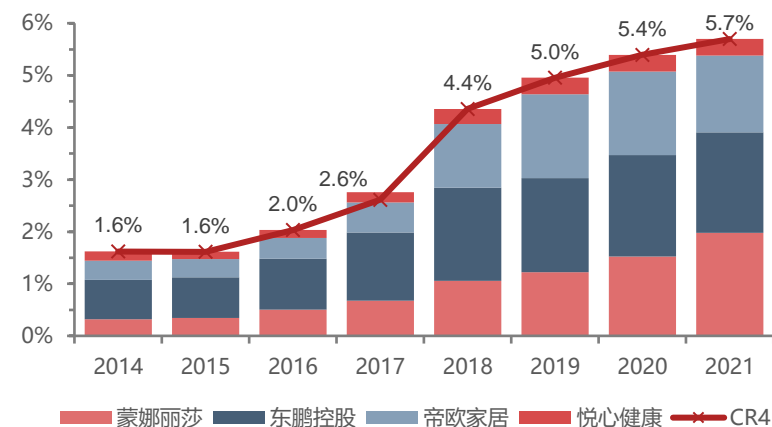
资料来源：中国建筑防水协会，iFinD，中邮证券研究所

图表 47：瓷砖行业规模以上企业数量（个）



资料来源：中国建筑陶瓷行业协会，中邮证券研究所

图表 46：瓷砖行业主要上市公司的市占率情况（%）



资料来源：中国建筑陶瓷行业协会，iFinD，中邮证券研究所

图表 48：2011-2022年全国及主要产区瓷砖生产线数量（条）

	2011	2014	2017	2020	2022
广东	1079	1062	962	741	680
福建	489	554	537	435	392
江西	226	342	372	356	319
四川	276	241	224	186	165
山东	555	512	203	144	123
其他产区	2625	2711	2298	1862	1679
总计	3275	3621	3264	2760	2482

资料来源：陶瓷信息，中邮证券研究所



三

玻璃玻纤：周期底部确立，格局优化推动景气向上

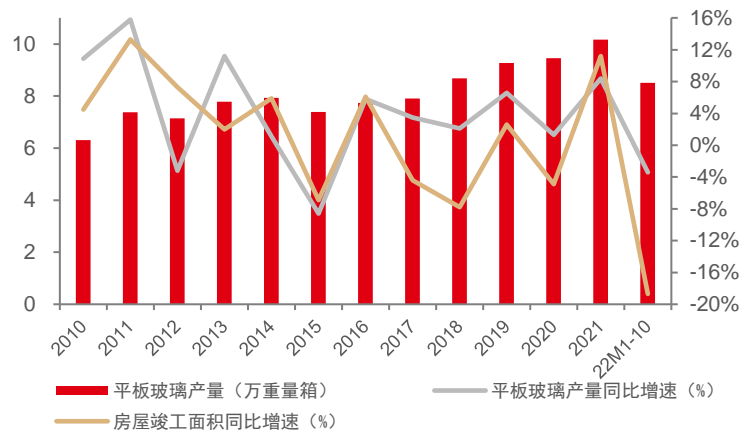
3.1 浮法玻璃：供需格局优化，周期拐点已现

3.2 玻璃纤维：估值底部，龙头配置价值凸显

3.1 浮法玻璃：供需格局优化，周期拐点已现

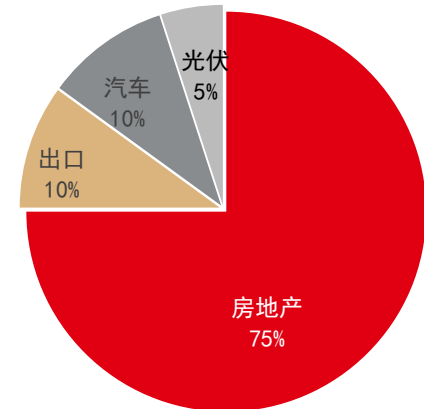
- 需求端：玻璃市场需求受房地产行业景气度影响较大，总体与房地产竣工数据呈正相关。
- 2022年1-11月，全国平板玻璃产量为9.30亿重量箱，同比下降3.6%，降幅较1-10月扩大0.2 pct；11月单月平板玻璃产量为7890万重量箱，同比下降5.6%。
- 价格与利润方面，截至2022/12/22，全国浮法玻璃周度市场均价为1572元/吨，环比上涨0.38%，同比下降26.7%；以天然气/煤气/石油焦为燃料的浮法玻璃周均利润分别为-222/-240/-46元/吨，环比上周分别提高10.5%/7.0%/16.4%。

图表 49：全国平板玻璃产量及房屋竣工面积同比增速（亿重量箱，%）



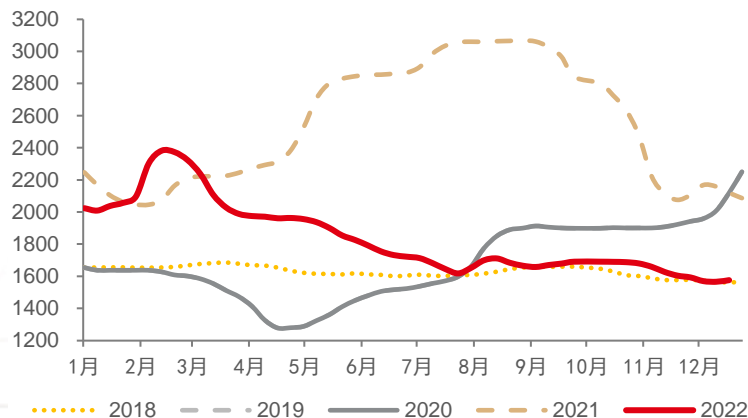
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 50：2020年玻璃下游需求结构



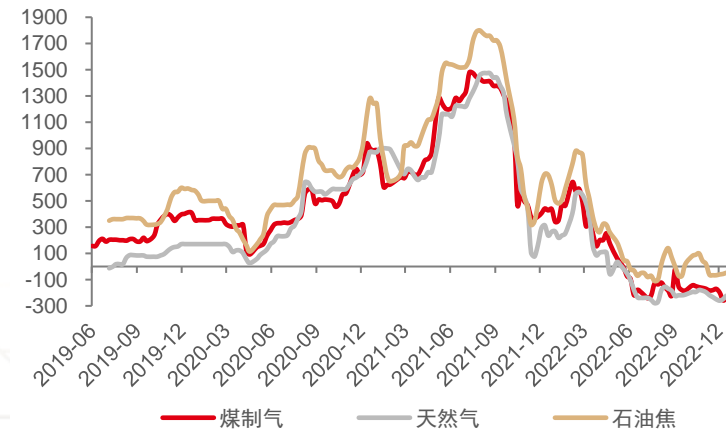
资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

图表 51：浮法平板玻璃市场价格（元/吨）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 52：天然气/煤气/石油焦为燃料的玻璃吨利润（元/吨）

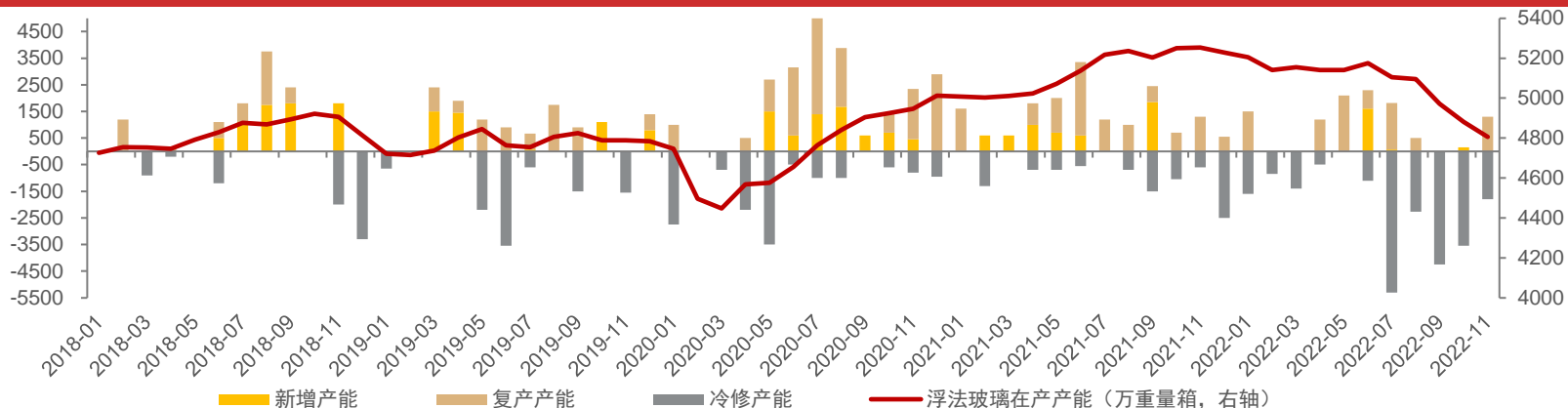


资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

3.1 浮法玻璃：供需格局优化，周期拐点已现

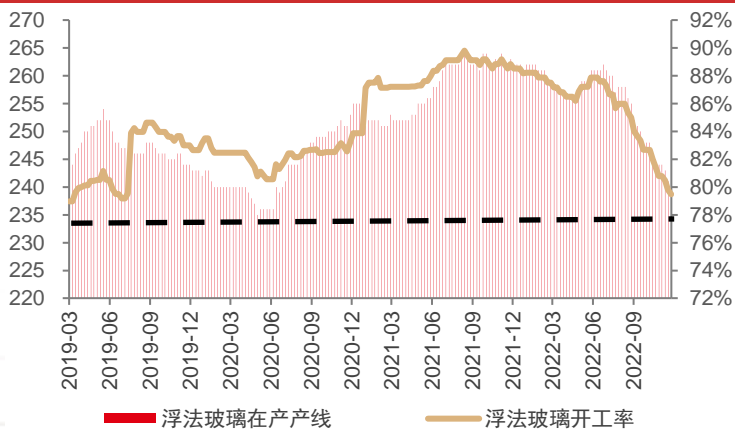
- 供给端：2022年内新点火浮法玻璃产线5条，日熔量合计3115 T/D；点火复产产线13条，日熔化量合计9850 T/D；放水冷修产线42条，日熔化量合计25570 T/D；2022年内日熔化量净减少12605 T/D。整体来看，年内冷修产线较多，超出市场预期。
- 从冷修节奏上来看，2022 H1冷修产线较少，2022Q3玻璃企业冷修产线现象较为集中。我们认为主要由于上半年虽然玻璃价格已呈现持续下行的趋势，但由于2021年玻璃的高价格叠加燃料成本较低，玻璃企业获得利润较丰厚，冷修意愿尚不足。然而在原材料、燃料持续高企、价格持续走弱、库存不断积累等多重不利因素的重压下，行业内企业盈利普遍跌破盈亏平衡点，企业冷修动力增强，促进行业2022 H2产线冷修进程明显加速。

图表 53：2018-2022浮法玻璃在产产能及当月新增/点火复产/冷修产线产能情况（日熔化量T/D）



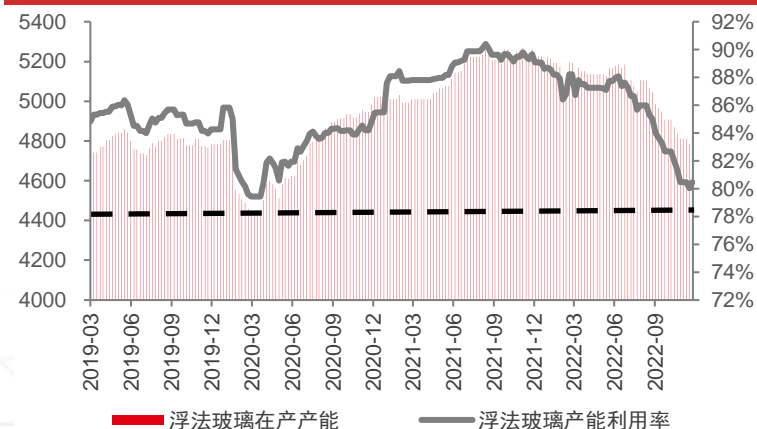
资料来源：iFinD，隆众资讯，中邮证券研究所整理

图表54：浮法玻璃在产产线及开工率（条，%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 55：浮法玻璃在产产能及利用率（万吨，%）

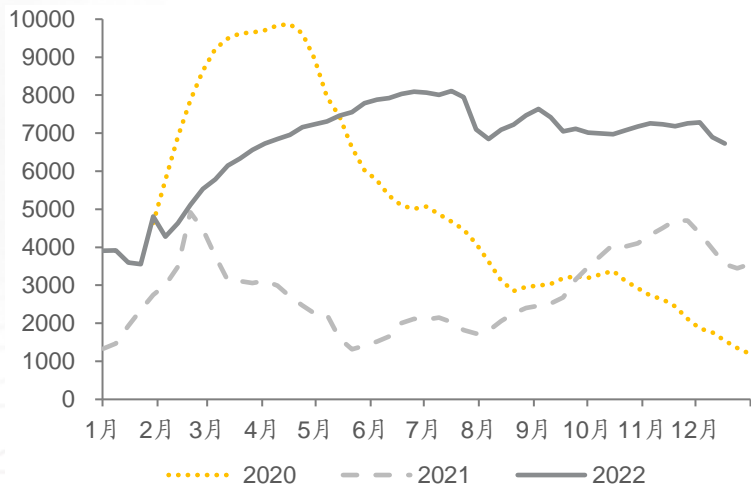


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3.1 浮法玻璃：供需格局优化，周期拐点已现

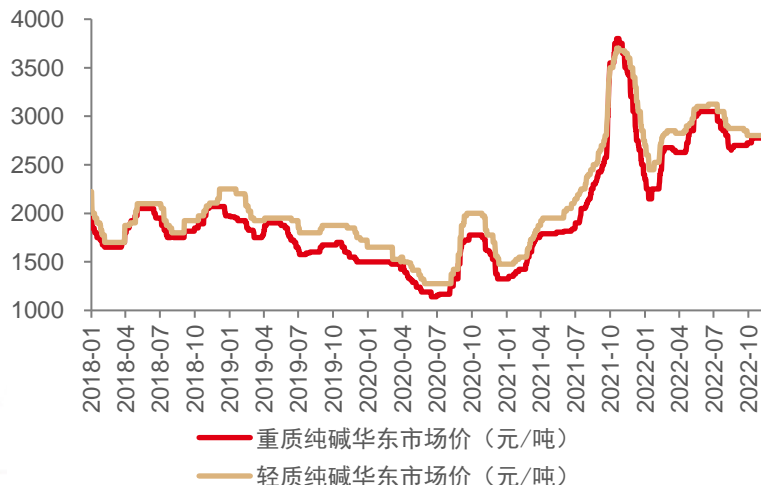
- 短期来看，2012-2014年新投产产能高峰将陆续进入10年以上的高龄窑炉冷修高峰，据隆众资讯，全国浮法玻璃产线10年/9年/8年/7年以上未冷修产线分别有29/18/22/23条，日熔化量分别为3175/12400/15250/15300 T/D。预计在行业库存仍高、盈利底部承压的情况下，玻璃企业具备较强的冷修动力，预计2023年仍将有一批高龄窑炉进入冷修阶段，假设10年以上窑龄的产线全部冷修，则行业在产产能收缩至2020 H2水平。
- 需求预期向好、供给收缩优化将共同促进库存的快速去化，同时赋予玻璃价格上涨的弹性，修复玻璃企业的盈利水平。从成本端来看，2023年，纯碱行业有新增产能投产规划（远兴能源500万吨天然碱预计于2023年投产等），纯碱供需紧张格局有望边际改善，价格或有所松动，缓解玻璃企业成本端压力。

图表 56：玻璃企业库存（万重量箱）



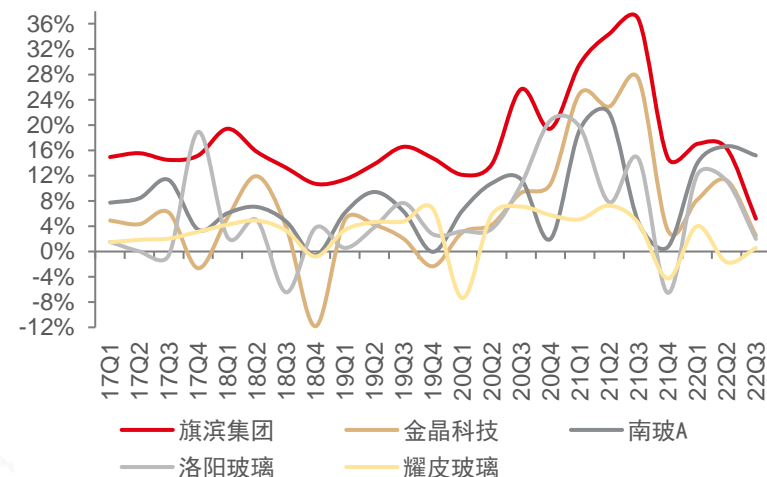
资料来源：隆众资讯，中邮证券研究所

图表 57：重质/轻质纯碱华东市场价（元/吨）



资料来源：wind，中邮证券研究所

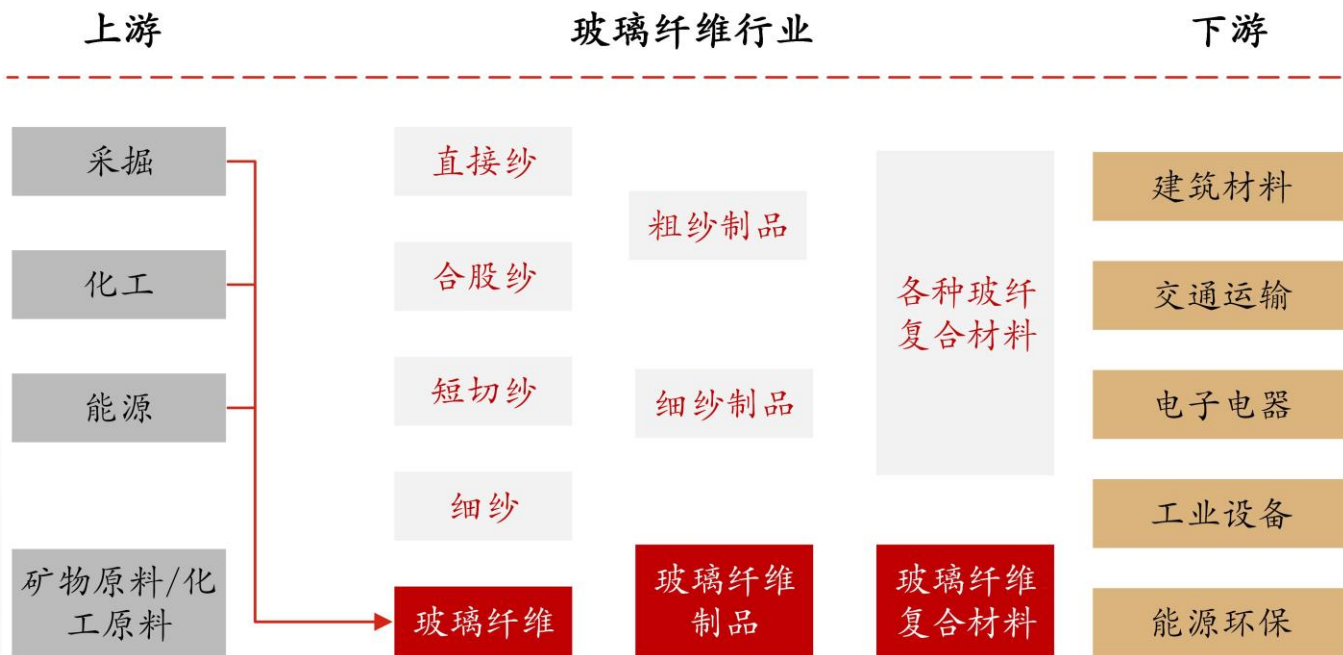
图表 58：玻璃行业部分上市公司单季度净利率（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3.2 玻璃纤维：估值底部，龙头配置价值凸显

图表 59：玻纤行业产业链

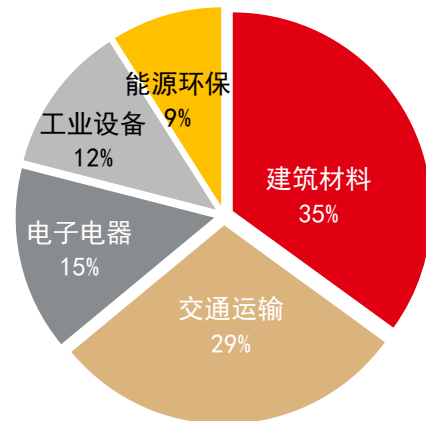


产品	玻璃纤维纱	玻璃纤维制品	玻纤电子纱、电子布
用途/应用领域	管道、风电、汽车部件、增强塑料等	造船、汽车顶棚、风力叶片、管道接头、高速公路等	电路板用覆铜板玻纤基布

资料来源：国际复材招股说明书（上会稿），中邮证券研究所

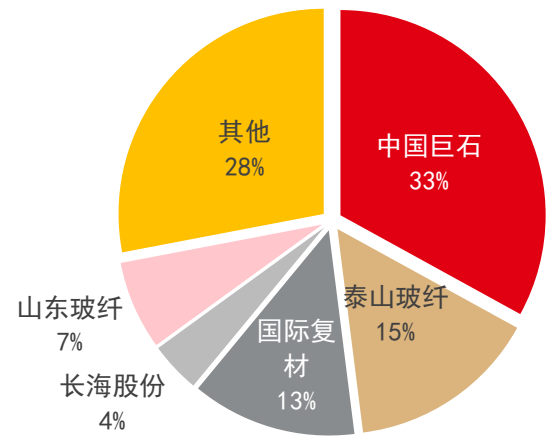
请参阅附注免责声明

图表 60：2021年玻纤行业下游需求结构



资料来源：国际复材招股说明书（上会稿），中邮证券研究所

图表 61：2021年玻纤企业产能格局

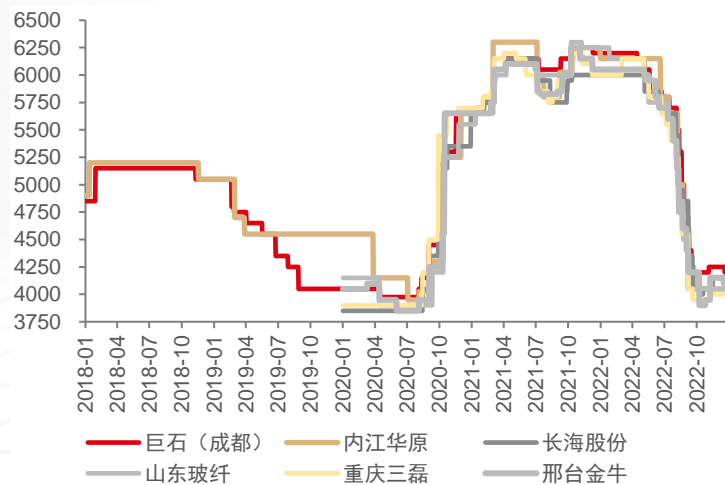


资料来源：国际复材招股说明书（上会稿），中邮证券研究所

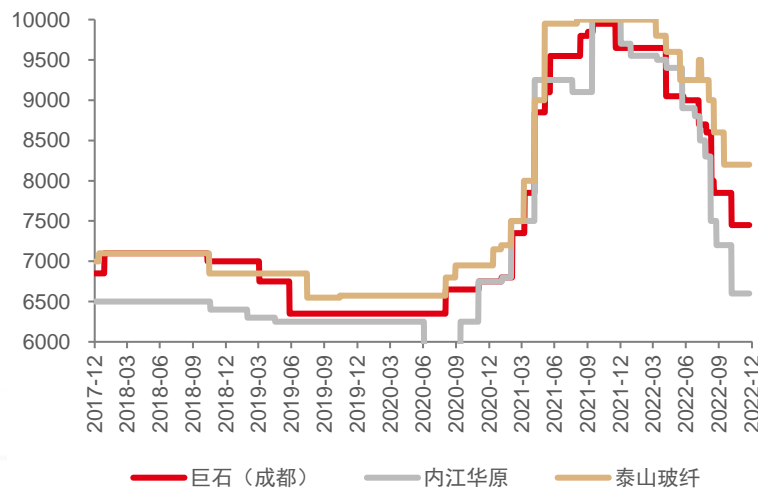
3.2 玻璃纤维：估值底部，龙头配置价值凸显

- 2022年玻纤行业整体景气下行，需求与价格双降。从需求端来看，国内市场由于疫情扰动，终端市场工程进度放缓，抑制需求释放。下半年海外市场受加息等影响需求减弱，根据海关总署数据，2022Q3玻璃纤维纱及其制品出口金额环比Q2下降18.45%。
- 供给方面，2022 H1新投产产能较多叠加需求持续疲软导致库存积累。截至2022年11月，玻纤生产企业库存61.08万吨，同比增长211%；环比来看，11月库存较9月高点已有所去化。
- 价格方面，下游需求疲软而供给旺盛导致下半年价格下降较多，当前来看，粗纱价格筑底徘徊，电子纱等高端产品价格已有所修复。我们认为短期来看，电子布等中高端玻纤产品价格下降导致业内众多中小型生产企业盈利承压，持续增产的意愿预计显著降低；行业供需格局有望改善。

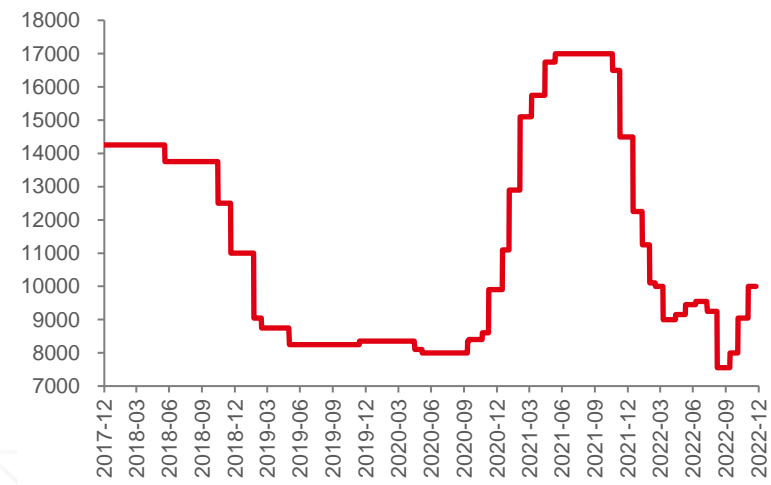
图表62：2400tex缠绕直接纱主流市场价（元/吨）



图表63：2400tex喷射合股粗纱主流市场价（元/吨）



图表64：重庆国际复材G75电子纱均价（元/吨）



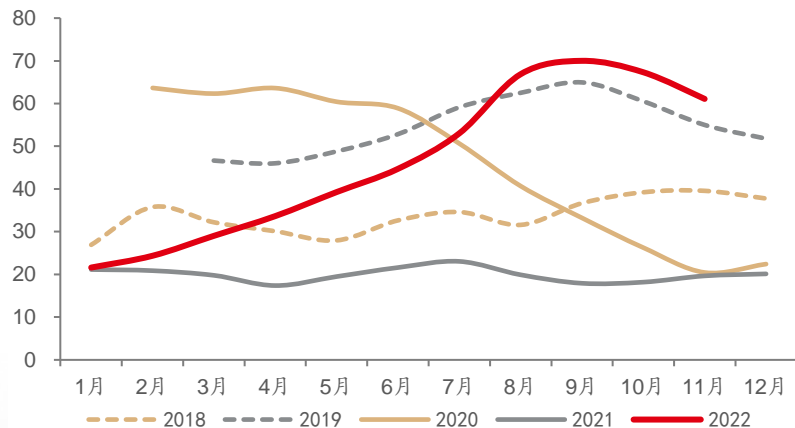
资料来源：卓创资讯，中邮证券研究所

资料来源：卓创资讯，中邮证券研究所

资料来源：卓创资讯，中邮证券研究所

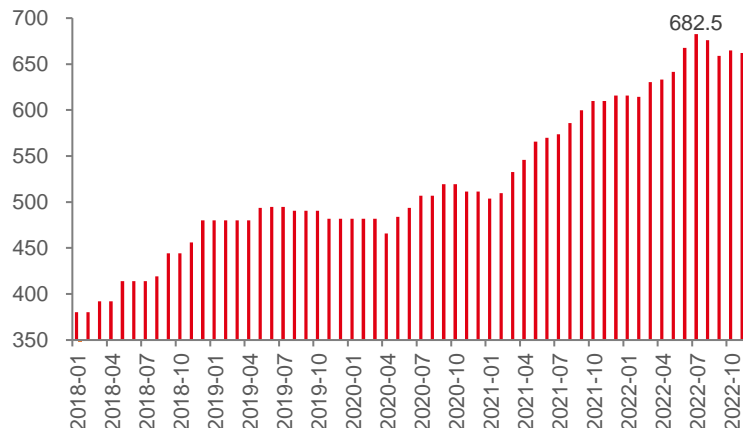
3.2 玻璃纤维：估值底部，龙头配置价值凸显

图表 65：玻纤企业库存（万吨）



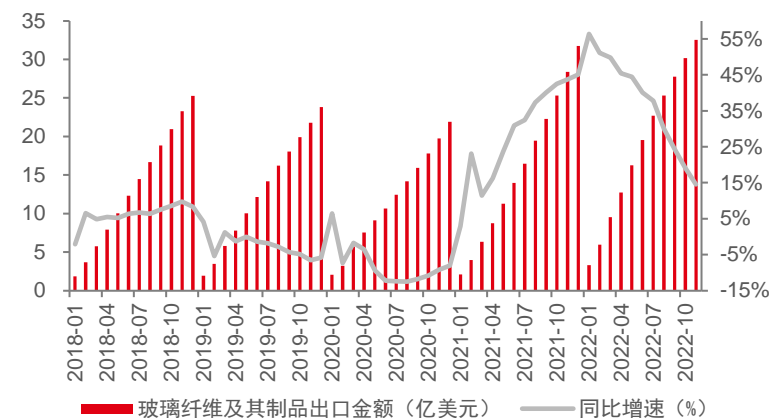
资料来源：卓创资讯，中邮证券研究所

图表 66：玻纤行业在产产能（万吨）



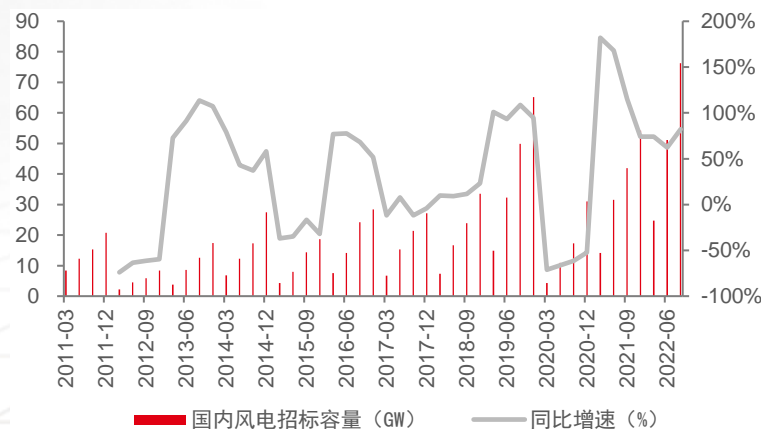
资料来源：卓创资讯，中邮证券研究所

图表 67：玻纤及其制品出口金额（亿美元，%）



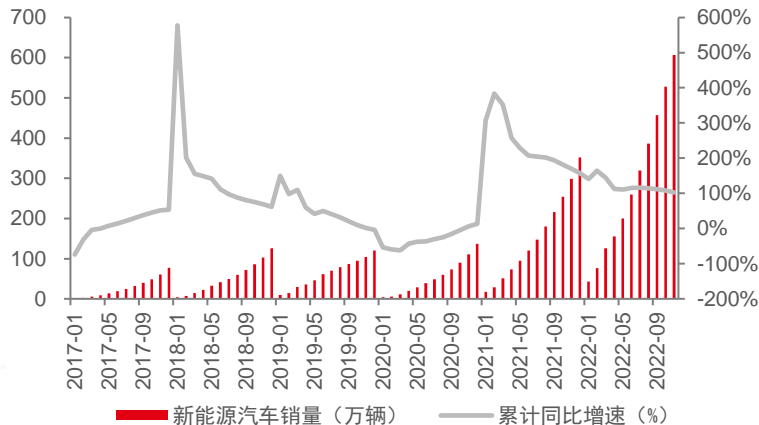
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 68：风电招标容量及同比增速（GW，%）



资料来源：金风科技，中邮证券研究所

图表 69：新能源汽车销量及同比增速（万辆，%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 70：2023年玻纤企业规划投产产线情况

公司	产线	产能（万吨）	产品
邢台金牛	5线	15	无碱玻纤纱
中国巨石	九江3线	20	无碱玻纤纱
长海股份	4线	15	无碱玻纤纱
山东玻纤	4线	17	ECER玻纤
国际复材	F13	15	无碱玻纤纱

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 玻璃纤维：估值底部，龙头配置价值凸显

- 当前玻纤龙头估值正处于底部区间，具备较高的性价比。玻纤下游需求分布广泛，兼具周期与成长的属性，而对于行业龙头，下游为风电、新能源等成长属性较强的高端产品占比持续提升，将其注入成长动力，估值将有望抬升至更高的平台区间。

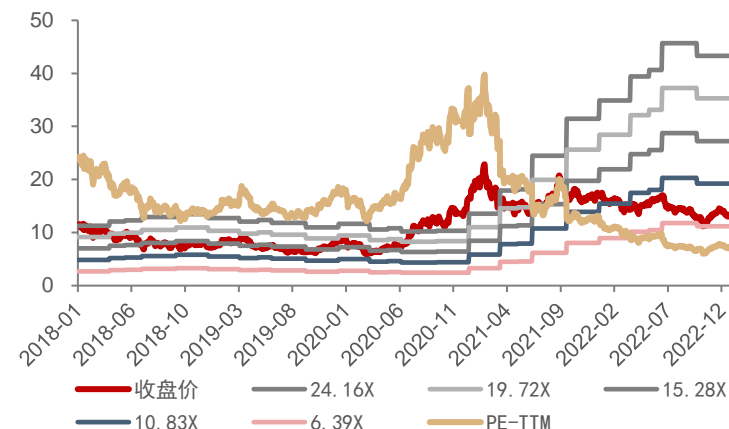
图表71：玻纤行业主要上市公司毛利率/净利率情况 (%)

毛利率	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
中国巨石	35.38%	40.30%	44.72%	45.84%	45.11%	35.46%	33.78%	45.31%	36.22%
中材科技	21.12%	21.62%	25.64%	27.75%	26.93%	26.90%	27.13%	30.00%	27.34%
长海股份	27.02%	31.16%	31.88%	25.33%	25.76%	29.13%	28.40%	33.72%	35.34%
山东玻纤	27.97%	31.14%	30.87%	25.04%	30.25%	28.36%	27.92%	36.65%	33.64%
宏和科技	26.69%	25.35%	33.16%	39.92%	37.97%	37.67%	37.73%	35.88%	32.00%
再升科技	40.20%	36.45%	43.63%	35.70%	33.01%	33.07%	38.06%	30.95%	27.39%
净利率	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
中国巨石	9.84%	11.99%	19.21%	27.01%	19.42%	20.42%	30.31%	30.30%	32.45%
中材科技	5.51%	2.03%	2.60%	5.87%	5.62%	9.30%	6.82%	13.09%	12.27%
长海股份	14.55%	12.96%	13.75%	7.20%	11.07%	10.09%	13.16%	22.43%	22.93%
山东玻纤						9.03%	12.72%	13.91%	16.58%
宏和科技					20.12%	14.09%	19.57%	11.49%	6.52%
再升科技	9.43%	29.68%	34.59%	17.56%	15.42%	9.15%	7.48%	13.27%	8.52%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

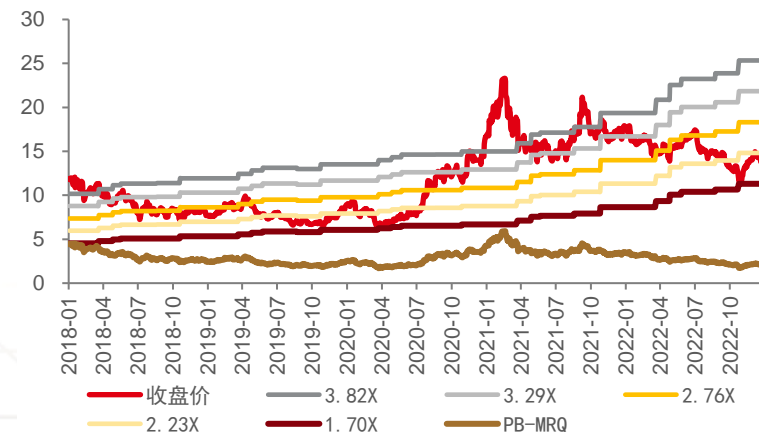
请参阅附注免责声明

图表72：中国巨石 PE (TTM) -Band



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表73：中国巨石 PB (MRQ) -Band



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

四

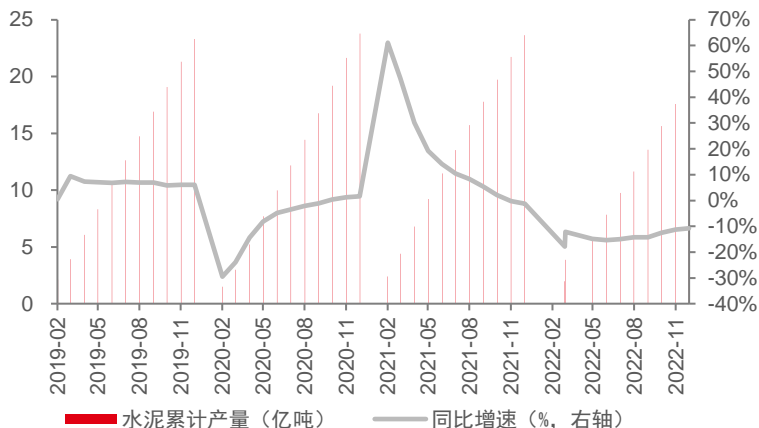
水泥产业链：供需双弱盈利筑底，产业链多点开花

- 4.1 水泥：困境反转尚需等待，“碳达峰”加速供给优化
- 4.2 骨料：高毛利属性，水泥企业的第二成长曲线
- 4.3 混凝土外加剂：成本端低位运行，水泥基功能性材料打造新一增长极

4.1 水泥：困境反转尚需等待，“碳达峰”加速供给优化

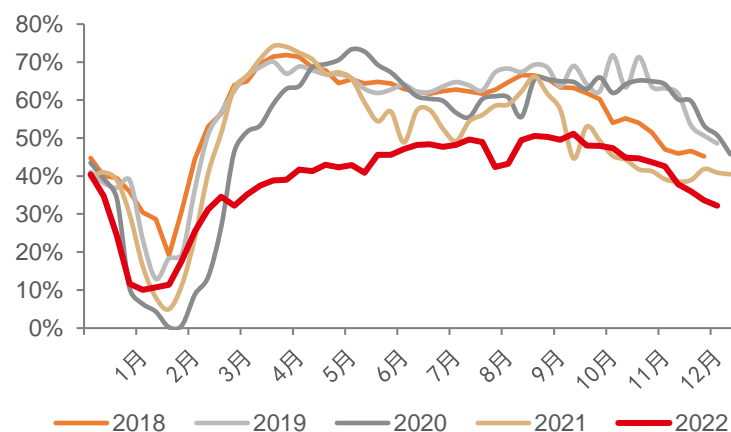
■ 水泥需求主要来源于房地产、基建及农村建设。2022年房地产新开工数据持续走弱，房地产端水泥需求下行；基建项目受局部疫情影响施工进度导致基建端的水泥需求下滑。2022年1-11月，全国水泥产量为19.50亿吨，同比下降10.8%。

图表74：全国水泥产量及同比增速（亿吨，%）



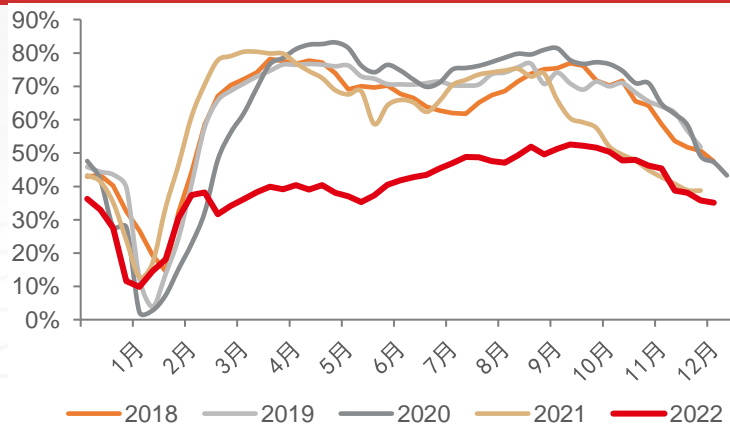
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表75：全国水泥磨机开工运转率（%）



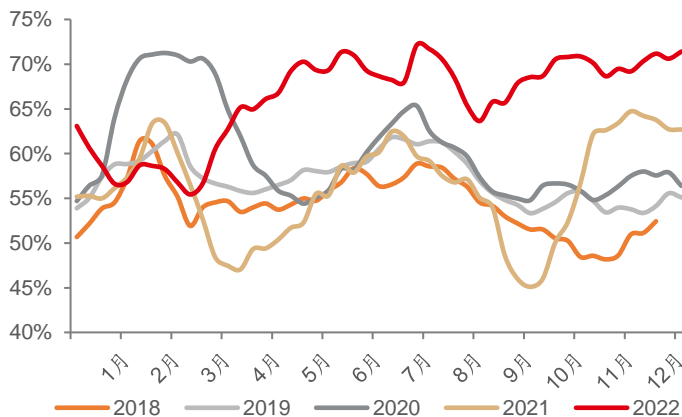
资料来源：中国水泥网，中邮证券研究所

图表76：全国水泥发货率（%）



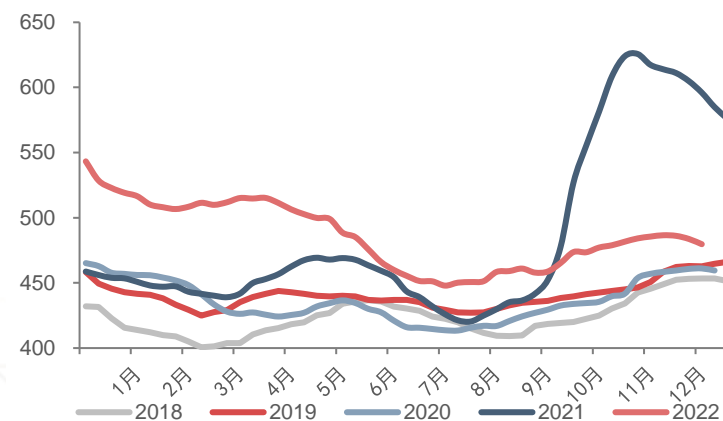
资料来源：中国水泥网，中邮证券研究所

图表77：全国水泥库容比（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表78：P.O 42.5散装水泥全国市场均价（元/吨）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4.1 水泥：困境反转尚需等待，“碳达峰”加速供给优化

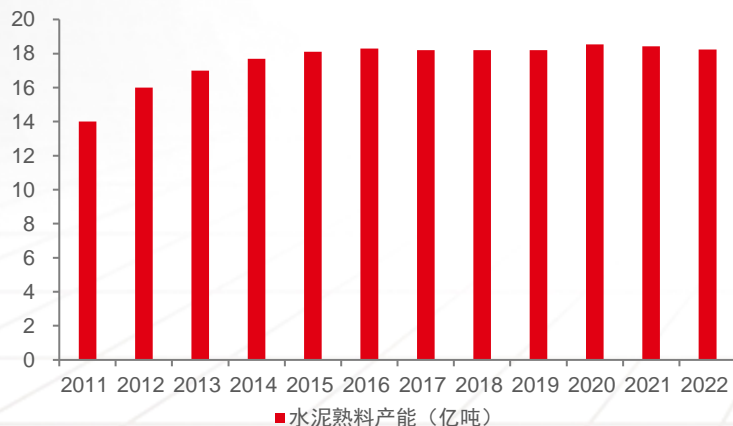
图表 79：2022-2023/2021-2022 冬季错峰生产安排

错峰生产天数	华北			东北			华东					中南				西南				西北					
	河北	山西	内蒙古	辽宁	吉林	黑龙江	江苏	浙江	福建	江西	山东	河南	湖北	湖南	广东	广西	重庆	四川	贵州	云南	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆
2021-2022	140-160	100-120	160-180	150	180	150	70	65	55	55	160	140	60	100	60	60	110-130	150	150	100	130-150	100	120-150	100	160-180
2022-2023	150	150	160-180	180	180	150	70	60	65	55	160	140-180	60	105-110	60	60	110	110	150	150	130	100	150	130	180-210

资料来源：百年建筑网，中邮证券研究所

- 低效产能陆续退出，错峰生产继续执行。根据中国水泥网的统计，2022年全国水泥熟料产能约18.23亿吨，较2021年下降2018万吨；2022年全国新投产熟料线13条，年产能合计2318.8万吨；较2021年新投产产能（3184万吨）减少865万吨；2022年水泥行业产能排名前10的企业产能占比为56.63%，同比下降2.08 pct。

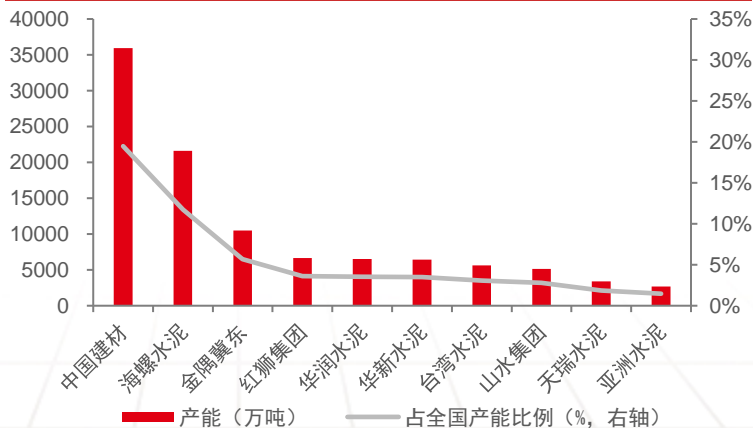
图表 80：中国水泥熟料年产能（亿吨）



资料来源：中国水泥网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表 81：2022年中国水泥企业产能前十及占比（万吨，%）



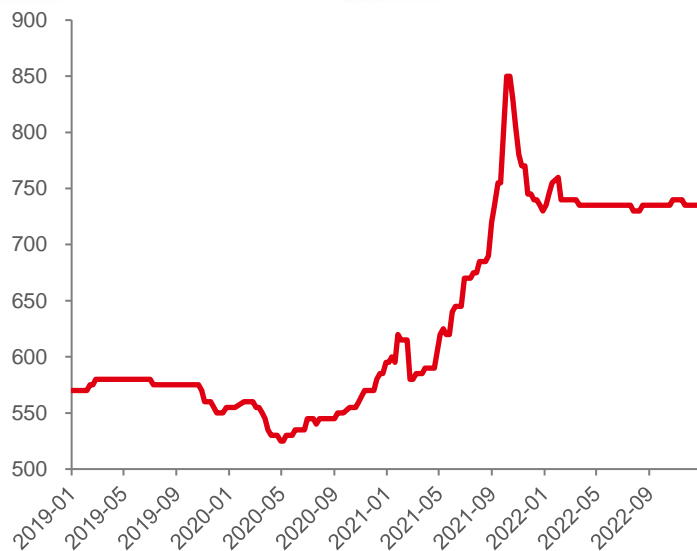
资料来源：中国水泥网，中邮证券研究所

- 我们认为，“双碳”背景下，水泥行业在供给端约束的执行标准和执行力度将不断趋严，要求单位能耗水平降低以及碳排放预期纳入交易成本，将推动产能落后的中小企业加速出清，水泥龙头的区域集中度提升，由此带来的议价能力与成本传导能力增强，将有望改善水泥龙头的盈利水平。

4.2 骨料：高毛利属性，水泥企业的第二成长曲线

- 价格旺季不旺叠加动力煤价格大幅上涨，水泥企业盈利承压。水泥企业沿产业链上下游，布局骨料、混凝土业务。
- 作为混凝土生产的原材料，骨料对确保混凝土的供应和质量稳定性方面发挥重要作用。同时，由于骨料是关键资源，扩大骨料生产线及在可行情况下尽快完成战略扩张，将有望在中长期内降低经营成本。

图表 82：环渤海Q5500动力煤价格（元/吨）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

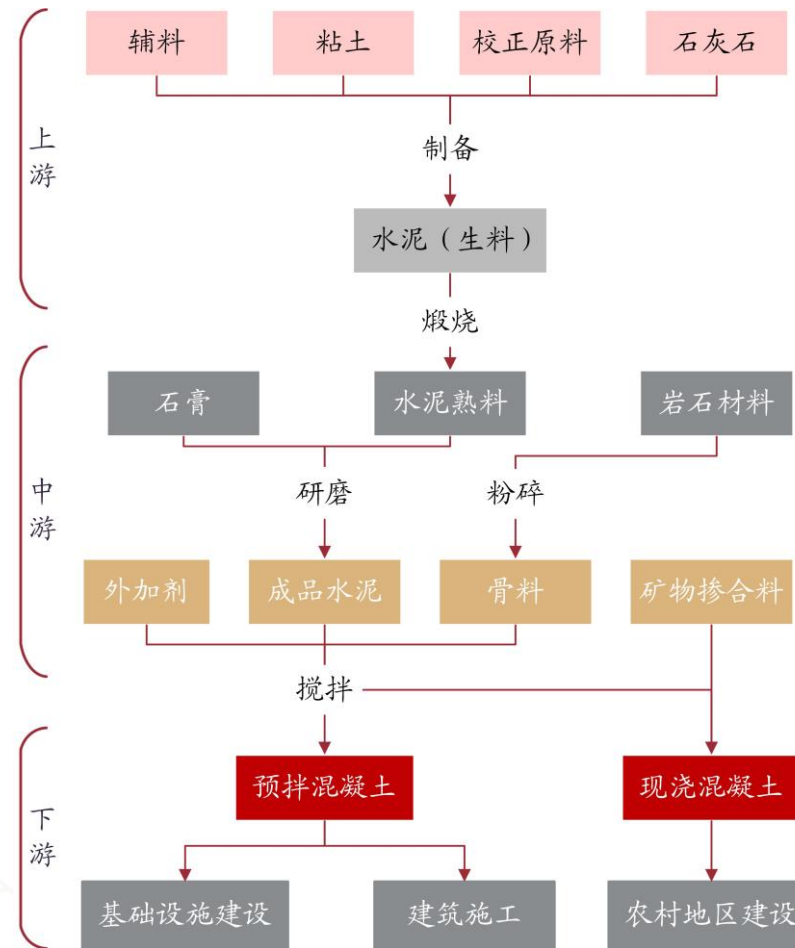
请参阅附注免责声明

图表 83：部分水泥企业产业链一体化发展情况

海螺水泥	2022H1，骨料及机制砂综合毛利率55.77%，同比下降8.85 pct；商品混凝土综合毛利率22.35%，同比上升2.28 pct
上峰水泥	2022Q1-3，砂石骨料实现销量1254万吨，同比增长49.8%（416万吨）
华新水泥	2022H1，骨料生产量3660万吨，同比增长83%；混凝土销售600.61万方，同比增长78.89% 水泥业务生产成本上升47元/吨（21.9%），吨毛利下滑16元/吨至89元/吨 骨料吨毛利因销售均价下滑6元/吨至31元/吨 混凝土业务因销售价格下降20元/方及成本上升17元/方，导致毛利下降至59元/方

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 84：水泥产业链

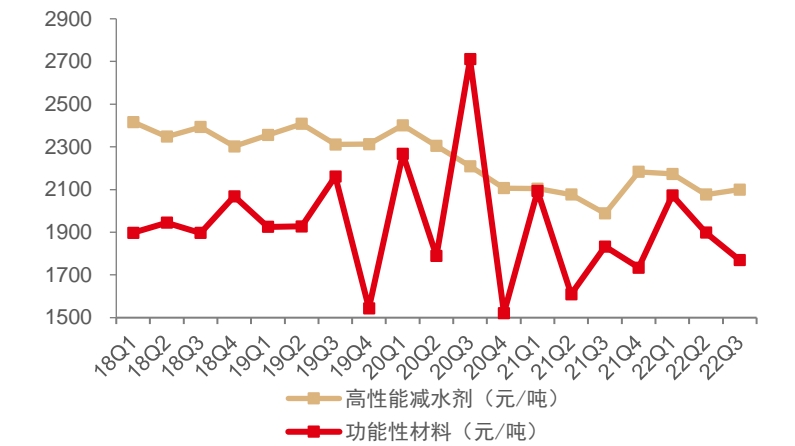


资料来源：中邮证券研究所整理

4.2 混凝土外加剂：成本端低位运行，水泥基功能性材料 打造新一增长极

■ 我们认为2023年公司风电灌浆料等功能性材料业务将有望展现较大的弹性。受益于2023年海上风电装机预期增加，风电灌浆料需求相应增长。公司是国内为数不多生产风电灌浆料的企业，且公司风电灌浆料价格低于国外进口产品，未来国产替代空间广阔。同时，随着公司新基地的投产，产能规模释放也将使得公司功能性材料的规模效应显现，产品盈利水平有望进一步增长，功能性材料业务有望成为公司新一增长极。

图表 87：苏博特高性能减水剂/功能性材料价格（元/吨）



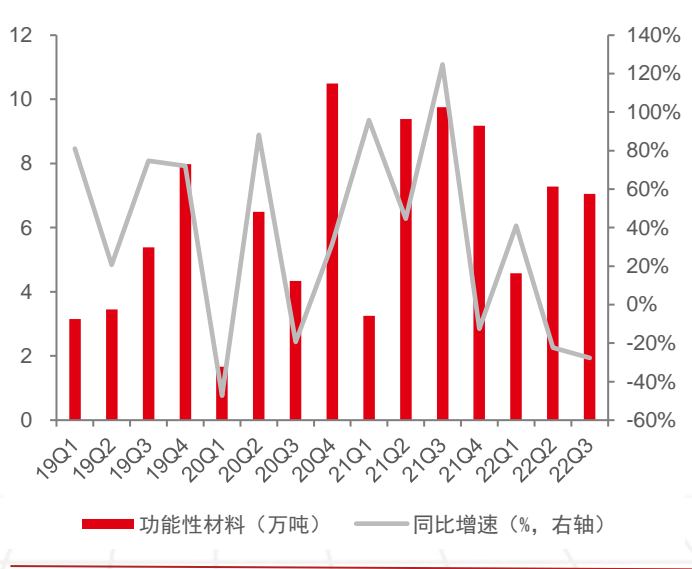
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 85：苏博特功能性材料主要类别

高性能水泥基材料	特种混凝土	交通工程材料	防水与修复材料
压浆材料	超高性能混凝土	交通工程材料	粘结密封材料
普通灌浆料	喷射混凝土	沥青再生材料	修复加固材料
装配式建筑用灌浆料	纤维混凝土	抗车辙材料	
风机基础灌浆料	早强、防冻混凝土	沥青改性材料	
支座砂浆	预制混凝土构件	沥青乳化剂系列材料	
预拌砂浆外加剂		路面快速修补材料	
矿物掺合料		功能性道路材料	

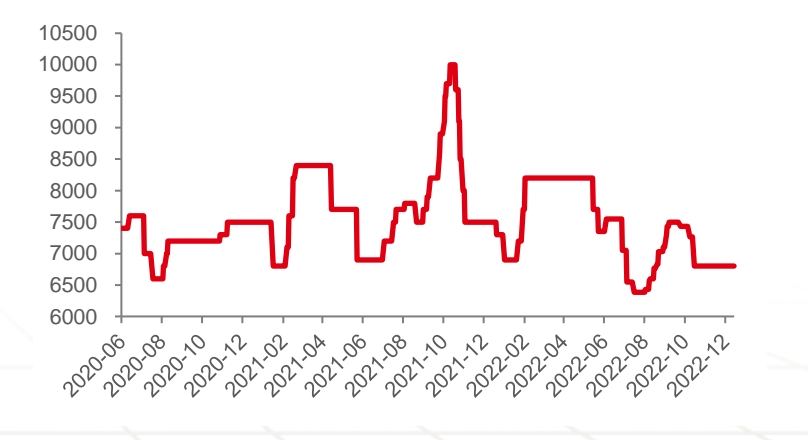
资料来源：苏博特官网，中邮证券研究所

图表 86：苏博特功能性材料销量及同比增速（万吨，%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 88：环氧乙烷现货价格（元/吨）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

五

投资建议

5.1 投资建议

5.2 重点公司盈利预测与投资评级

5.1 投资建议

- **消费建材：**2022年以来，在房地产基本面走弱、疫情反复等影响下导致建材需求疲软，且原材料、燃料价格高企，成本端压力增加，地产链消费建材持续承压。当前来看，房地产政策、资金支持加码、市场信心修复，“保交楼”落地或将加快。地产链消费建材需求端边际回暖、应收账款回款压力减轻；消费建材企业将有望获得业绩与估值的双重改善。中长期来看，消费建材龙头在规模、渠道等方面优势显著，市场集中度提升的逻辑将持续演绎，另有防水新规加持提质扩容，引领消费建材行业走向高质量时代。推荐**三棵树、东方雨虹、坚朗五金、亚士创能、蒙娜丽莎**。
- **玻璃/玻纤：**玻璃产线冷修数量进一步增加，在产产能持续收缩。同时，在“保交楼”推进下，竣工端玻璃的需求将获得改善。供需双重改善推动浮法玻璃库存下行，价格有望迎来新一轮上涨，玻璃龙头盈利修复可期。玻纤板块短期有望受益于下游风电招标高增、需求旺盛、消化新增产能改善供需格局；中长期内高端产品占比提高、龙头成长动力充足依然是行业逻辑，当前板块估值底部区间，配置性价比凸显。持续推荐**金晶科技、中国巨石**。
- **水泥/外加剂：**目前水泥板块有较大的估值修复空间，且水泥行业主要龙头股息率达近年来高点，具备较高的安全边际，建议关注区域供需格局优质，积极布局产业链一体化的**天山水泥**。外加剂短期内的需求端驱动因素与水泥相同，但供给格局不同，将受益于基建投资加强、交通建设等重大项目开工迎来实物落地预期而带来的需求增长，中长期内机制砂渗透率及混凝土商品化率提升将带来需求总量扩容，推荐功能性材料业务发展潜力充分的外加剂龙头**苏博特**，公司风电灌浆料等水泥基材料有望受益于23年风电装机高增实现需求爆发。

5.2 重点公司盈利预测与投资评级

重点公司盈利预测与投资评级

图表 89：重点公司盈利预测表

代码	简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2022E	2023E	2022E	2023E
603737.SH	三棵树	增持	113.83	428.50	1.61	2.68	60.65	36.39
002271.SZ	东方雨虹	买入	33.57	845.45	1.12	1.65	23.42	15.86
002791.sz	坚朗五金	买入	103.95	334.24	0.57	1.76	185.06	60.22
603378.SH	亚士创能	增持	11.53	49.78	0.26	0.50	48.79	24.87
600586.SH	金晶科技	买入	8.71	124.45	0.38	0.71	23.87	12.63
600176.SH	中国巨石	增持	14.46	548.83	1.59	1.67	7.93	7.56
000877.SZ	天山股份	买入	9.21	738.12	0.62	0.81	14.11	10.77
603916.SH	苏博特	买入	16.91	67.59	0.91	1.23	18.85	13.98

注：股价为2022年12月30日收盘价；资料来源：iFinD，中邮证券研究所



风险提示

- 宏观经济下行、基建与房地产投资增速大幅下降风险；
- 原材料及大宗商品价格波动风险；
- 行业竞争加剧、市场集中度提升不及预期。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

丁士涛 (首席分析师)

SAC编号: S1340522090005

邮箱: dingshitao@cnpsec.com

刘依然 (研究助理)

SAC编号: S1340122090020

邮箱: liuyiran@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES