

强于大市

建材行业周报（2.20-2.26）

二手房延续亮眼，或预示地产链进入恢复区间

本周十城二手房成交数据延续亮眼表现，或预示地产销售进入恢复区间。

支撑评级的要点

- **板块上涨，跑赢大盘。**本周申万建材指数收 6628.10 点，比上周上涨 2.00%，跑赢同花顺沪深全 A 指数的上涨 0.98%。板块市盈率 15.63 倍，上升 0.36 倍。
- **二手房数据亮眼，或预示居民信心恢复，地产销售回到复苏轨道，历史上对应较大空间。**我们认为压制居民购房意愿的最主要因素有三：1. 收入/就业稳定的预期；2. 房价恢复增长的预期；3. 地产交付预期。以此逻辑，二手房理应先于新房销售恢复，主要在于无烂尾/得房率低等风险。如果亮眼数据能够得到持续，则证明居民对未来房价增长的信心有所恢复，收入与就业预期稳定，刚需/改善型而非投资型的住房需求逐渐释放。如果后续保交楼保竣工能够顺利展开，对于烂尾楼的担忧也进一步消散，地产销售将迎来整体好转。历史上地产周期大多从政策拐点到销售拐点，再到地产商信用拐点，最后迎来新一轮的开工拐点。当前或已走到了销售拐点初期，这一阶段若能顺利演绎，则建材板块往往能够迎来较大修复空间。
- **水泥：旺季涨价带来业绩与估值弹性。**近两周水泥价格延续上涨，库存延续下降，我们认为当前可以更乐观些。2022 年需求大幅下滑，部分区域出现降价抢量的情况，我们认为这属于企业维持市场份额的正常情况，并不改变行业协同的中长期逻辑。一方面，地产保交楼带动，多地项目恢复施工能够拉动水泥需求；另一方面，因地方政府财政等多种原因造成的基建实物工作量的滞后在 2023 年回补的概率较大；第三点，当前煤炭价格也有一定程度回落，成本端压力得到边际减轻。业绩上，2022 年 Q3-Q4 季度水泥企业吨净利水平较低，对应今年 Q1-Q2 价格上升后的净利弹性更大，利于股价催化上行。
- **行业重点事件更新。**1) 长海股份高性能玻纤复合材料智能制造基地项目开工，达产后将新增高强度高模量玻纤复合材料、低介电玻纤及织物 60 万吨的生产能力。2) 截止 2 月下旬，泛高安产区已有约 200 多条生产线全面复产，春节后，煤炭价格的持续走低，疫情的结束，是各大陶企快速复产的主要原因。3) 财政部部长刘昆表示，2023 年要根据实际情况进一步完善减税降费措施，增强精准性针对性；优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，**适度扩大财政支出规模**，为落实国家重大战略任务提供财力保障。

投资建议

- 目前首推本月金股**山东药玻**，需求端受益于集采带动，成本和费用端的不利因素在消除，集采放量带动中硼硅渗透率提升逻辑较强，建议关注**力诺特玻**。重点关注玻纤行业的库存拐点信号，对应标的**中国巨石和中材科技**，**长海股份、山东玻纤**。消费建材板块估值修复，推荐**伟星新材、北新建材、东方雨虹、科顺股份、蒙娜丽莎、东鹏控股**等，建议关注**兔宝宝**。水泥推荐**华新水泥、海螺水泥、冀东水泥**。减水剂推荐**垒知集团、苏博特**。混凝土推荐**西部建设**。

评级面临的主要风险

- **玻纤需求不及预期；地产政策传导不及预期，销售恢复不及预期；基建实物工作量持续滞后；中硼硅需求不及预期。**

相关研究报告

《建材行业周报 1.30-2.05》20230206

《建筑陶瓷》20230113

《建材行业周报（1.2-1.8）》20230109

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

目录

投资建议	5
板块行情	6
建材指数表现	6
细分板块表现	6
行业数据	8
水泥：华东华南表现亮眼.....	8
玻璃：库存累积，需求还需等待.....	10
玻纤：底部特征明显，静待需求催化.....	11
重要高频数据跟踪	15
重点新闻	17
宏观及产业链新闻	17
行业新闻	17
风险提示	18

图表目录

图表 1. 建材行业近期走势	6
图表 2. 本周建材行业与同花顺 iFinD 全 A 表现对比	6
图表 3. 本周建材各细分板块表现情况	6
图表 4. 水泥与防水材料近一年走势	7
图表 5. 平板玻璃与光伏玻璃近一年走势	7
图表 6. 玻纤与碳纤维近一年走势	7
图表 7. 管材制品与门窗五金近一年走势	7
图表 8. 陶瓷制造与涂料油墨近一年走势	7
图表 9. 房屋建设与基建近一年走势	7
图表 10. 本周建材板块涨跌幅排名	7
图表 11. 分区域水泥行业数据 (元/吨)	8
图表 12. 全国水泥熟料价格走势 (元/吨)	8
图表 13. 全国水泥 P O42.5 价格走势 (元/吨)	8
图表 14. 全国水泥 P S32.5 价格走势 (元/吨)	8
图表 15. 全国水泥磨机开工率走势 (%)	8
图表 16. 全国水泥熟料库容比走势 (%)	9
图表 17. 全国水泥出货率情况 (%)	9
图表 18. 全国玻璃基本面数据	10
图表 19. 玻璃成本价差走势	10
图表 20. 各主要省份玻璃行业数据	10
图表 21. 分区域玻璃现货价格指数	11
图表 22. 玻璃产量数据走势 (万重量箱)	11
图表 23. 缠绕直接纱 2400Tex 全国均价走势	12
图表 24. 电子纱 G75 价格全国均价走势	12
图表 25. 12 月玻纤出口同比回落, 环比延续回升	12
图表 26. 1 月玻纤库存小幅再度回升	12
图表 27. 2022 年-2023 年玻纤点火及其他在建产能 (万吨)	13
图表 28. 2022 年-2023 年玻纤冷修/拟冷修产能 (万吨)	13
图表 29. 全国水泥错峰停窑情况一览	14
图表 30. 螺纹钢价格环比小幅上升	15
图表 31. 螺纹钢产量环比走低 (万吨)	15
图表 32. 1 月挖掘机开工小时数季节性低位 (小时数左轴)	15
图表 33. 12 月挖掘机销量下探 (台)	15
图表 34. 12 月沥青产量降幅缩小 (产量左轴)	16
图表 35. 沥青开工率环比下降 (%)	16
图表 36. 节后地产销售数据回暖 (万平)	16

图表 37. 十城二手房成交延续亮眼表现（万平）	16
图表 38. 居民新增贷款仍然下探.....	16
图表 39. 百城土地成交稍有回升.....	16
附录图表 40.报告中提及上市公司估值表.....	19

投资建议

二手房数据亮眼，或预示居民信心恢复，地产销售回到复苏轨道，历史上对应较大空间。我们认为压制居民购房意愿的最主要因素有三：1.收入/就业稳定的预期；2.房价恢复增长的预期；3.地产交付预期。以此逻辑，二手房理应先于新房销售恢复，主要在于无烂尾/得房率低等风险。如果亮眼数据能够得到持续，则证明居民对未来房价增长的信心有所恢复，收入与就业预期稳定，刚需/改善型而非投资型的住房需求逐渐释放。如果后续保交楼保竣工能够顺利展开，对于烂尾楼的担忧也进一步消散，地产销售将迎来整体好转。历史上地产周期大多从政策拐点到销售拐点，再到地产商信用拐点，最后迎来新一轮的开工拐点。当前或已走到了销售拐点初期，这一阶段若能顺利演绎，则建材板块往往能够迎来较大修复空间。当前二手房销售恢复阶段，我们推荐 C 端建材龙头**伟星新材**，建议关注**兔宝宝**。地产信用扩张阶段则推荐 B 端龙头：**北新建材**、**东方雨虹**、**科顺股份**、**蒙娜丽莎**、**东鹏控股**，**公元股份**等。

水泥格局优化，可以更乐观。近两周水泥价格延续上涨，库存延续下降，我们认为当前可以更乐观些。2022 年需求大幅下滑，部分区域出现降价抢量的情况，我们认为这属于企业维持市场份额的正常情况，并不改变行业协同的中长期逻辑。一方面，地产保交楼带动，多地项目恢复施工能够拉动水泥需求；另一方面，因地方政府财政等多种原因造成的基建实物工作量的滞后在 2023 年回补的概率较大；第三点，当前煤炭价格也有一定程度回落，成本端压力得到边际减轻。业绩上，2022 年 Q3-Q4 季度水泥企业吨净利水平较低，对应今年 Q1-Q2 价格上升后的净利弹性更大，利于股价催化上行。当前推荐骨料带动成长弹性的**华新水泥**；历史低 PB 逻辑推荐**海螺水泥**；区域较优以及重组治理改善逻辑推荐**冀东水泥**。

药用玻璃行业或仍然存在预期差。1) 业绩角度，第七批集采推动中硼硅模制瓶放量后，去年四季度以及今年一季度业绩能够反应订单增长，结合海运价等不利因素消除，山东药玻业绩存在超预期可能。2) 产能角度，公司定增完毕产能建设顺利，能够满足持续提高的中硼硅模制瓶需求。3) 技术层面，山东药玻核心技术人员深耕多年，在中硼硅拉管领域经验丰富，或存在实现良品率突破可能。4) 中长期考虑，药用玻璃对人民生命健康有重要作用，且占医疗成本较低，能够享受集采拉动产品结构升级的红利，受集采压缩价格的可能性较小，行业独立性较强。推荐**山东药玻**，建议关注**力诺特玻**。

玻纤或迎来库存、价格、产能、估值的多重底部，关注催化因素。从周期轮动时间、库存见顶向下、价格企稳回升、出口边际改善、2023 年预计供给冲击乃至 2023 年需求恢复情况推算，目前均处于玻纤行业底部，且已出现见底回升迹象。我们预计 2023 年玻纤周期有望企稳向上，供需缺口有望重现。当前玻纤行业估值处于历史底部，具备较高性价比。期待需求改善的催化因素出现。推荐高模风电纱优势的**中国巨石**、**中材科技**，以及产业链一体化优势的**长海股份**、二线弹性龙头**山东玻纤**。

平板玻璃短期建议谨慎乐观。复盘 2016 年以来玻璃期货主力合约与库存变化情况，可以发现历史上年底到春节前价格受预期引导、下游备货和产商提价出货影响，通常呈现去库提价的行情，此时的行情变化并不能反应来年真实的需求水平。17、18、19 年春节后由于去库较慢，短期价格均呈现先涨后跌的趋势，20、22 年春节前后随着库存的快速积累价格迅速下探。说明节前价格受预期影响较强，开春后的去库速度方能反应实际需求情况。此外，当前较高的库存水平将延缓去库速度，或对价格形成压制。

水泥产业链与水泥同步性强。水泥产业链主要指下游的混凝土与混凝土添加剂。预拌混凝土行业空间广阔，行业参与者众多。前十大商砼企业市占率合计不足 10%。水泥背景商混企业和建筑背景商混企业竞争优势较强，推荐**西部建设**。外加剂方面受益于环氧乙烷价格回落，利润空间或稍有打开，推荐**苏博特**、**垒知集团**。

板块行情

建材指数表现

板块上涨，跑赢大盘。本周申万建材指数收 6628.10 点，比上周上涨 2.00%，跑赢同花顺沪深全 A 指数的上涨 0.98%。板块市盈率 15.63 倍，较上周上升 0.36 倍。最近一年建材板块累计下跌 17.72%，低于同花顺沪深全 A 的下跌 5.99%。

图表 1. 建材行业近期走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 本周建材行业与同花顺 iFinD 全 A 表现对比

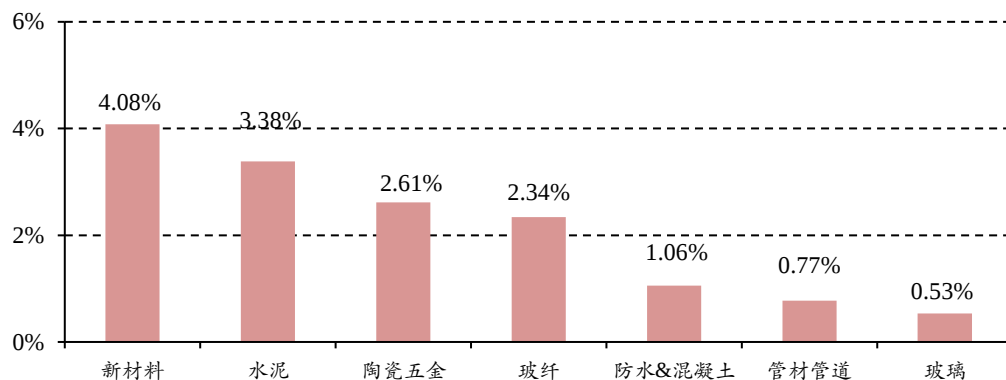
价格	上周	本周	涨跌幅 (%)	上周 PE	本周 PE	估值变动
同花顺全 A	3,419.15	3,452.77	0.98	17.79	17.99	0.20
建材指数	6,498.22	6,628.10	2.00	15.26	15.63	0.36

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

细分板块表现

细分板块全部上涨，新材料与水泥领涨。本周建材细分板块全部上涨，新材料领涨与水泥行业领涨，我们认为市场水泥涨价给与了对应的股价表现，这体现了行业对基建及地产周期复苏的期待。本周石英股份、坤彩科技等领涨，宁夏建材、海南瑞泽等领跌。

图表 3. 本周建材各细分板块表现情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 4. 水泥与防水材料近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

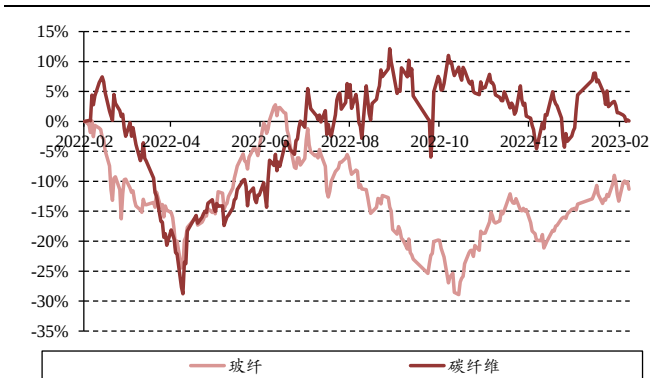
注：图表 4-9 都是以 250 个交易日前为基数

图表 5. 平板玻璃与光伏玻璃近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 6. 玻纤与碳纤维近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 7. 管材制品与门窗五金近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 8. 陶瓷制造与涂料油墨近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 9. 房屋建设与基建近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 10. 本周建材板块涨跌幅排名

上涨排名	公司简称	涨幅 (%)	下跌排名	公司简称	涨幅 (%)
1	石英股份	12.3	1	宁夏建材	(8.7)
2	坤彩科技	10.3	2	海南瑞泽	(5.3)
3	华旺科技	8.3	3	悦心健康	(3.3)
4	大亚圣象	7.3	4	公元股份	(3.2)
5	亚士创能	6.9	5	金力永磁	(3.1)

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

行业数据

水泥：华东南表现亮眼

华东南涨价持续，东北华北表现平平。2月下旬，全国水泥市场价格环比继续上行，涨幅为0.9%。价格上涨地区主要有江苏北部、福建、河南、广东、四川和陕西，幅度10-30元/吨；价格回落地为辽宁，幅度20元/吨。2月下旬，国内水泥市场需求继续恢复，全国重点地区企业出货率环比提升15个百分点，较去年农历同期增长4个百分点，华东、华南地区大部企业出货量达到7-8成水平；华北、华中和西南地区企业出货恢复4-7成不等，库存缓慢下降，加之企业仍在执行错峰生产，支撑水泥价格继续走高。

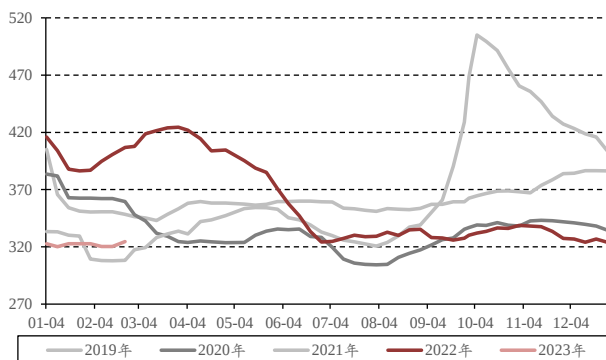
价格延续上涨，库位下降较多。本周熟料、P O42.5、P S32.5粉末价格分别为324.66元/吨、390.81元/吨、399.84元/吨；分别环比一周前上涨4.40，上涨0.65、1.29元/吨。磨机开工率49.27%，库容比62.45%，分别环比一周前上升12.1pct，下降3.8pct。

图表 11. 分区域水泥行业数据（元/吨）

	熟料价格	比上周(%)	42.5 价格	比上周(%)	32.5 价格	比上周(%)	开工率(%)	比上周(%)	库容比(%)	比上周(pct)
华北	310.6	(4.0)	386.0	(0.5)	370.0	(1.1)	24.5%	11.5	68.9%	(3.3)
东北	347.5	0.0	360.0	0.0	410.0	0.0	12.5%	12.5	75.0%	0.0
华东	334.4	4.1	391.4	0.7	414.3	0.7	46.4%	24.9	57.7%	(2.7)
华中	181.9	1.4	343.3	(3.7)	356.7	(1.8)	44.4%	23.1	58.6%	(6.4)
华南	325.0	6.6	436.7	1.6	433.3	3.2	62.5%	40.8	67.0%	(4.0)
西南	331.9	2.3	426.0	1.4	432.0	1.4	41.7%	24.4	53.9%	(3.9)
西北	313.8	0.0	379.0	0.0	377.0	(0.5)	17.8%	7.2	66.7%	(4.4)

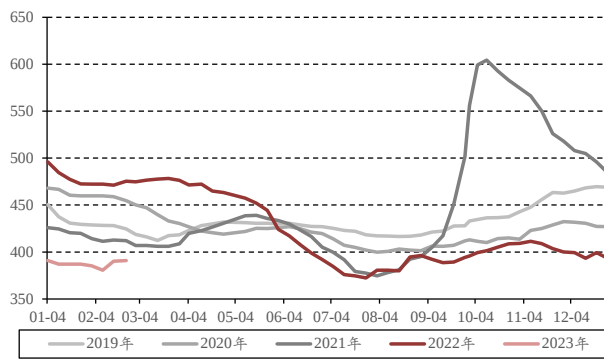
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 12. 全国水泥熟料价格走势（元/吨）



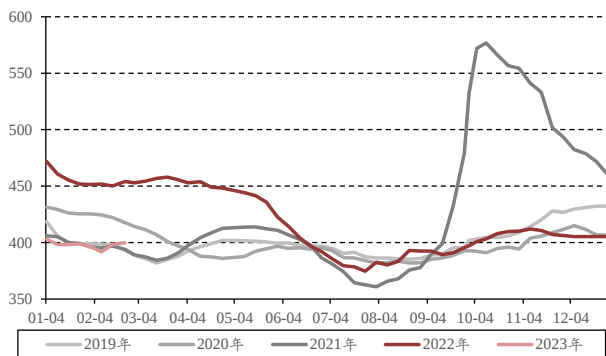
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 13. 全国水泥 P O42.5 价格走势（元/吨）



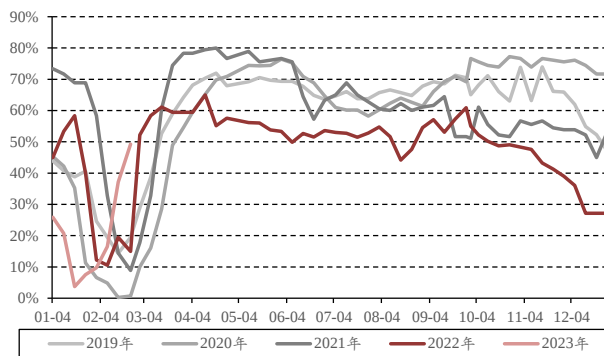
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 14. 全国水泥 P S32.5 价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

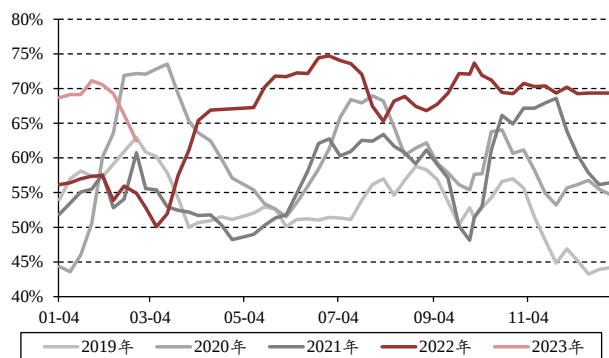
图表 15. 全国水泥磨机开工率走势（%）



资料来源：卓创资讯，中银证券

注：磨机开工率为开工磨机数/总数

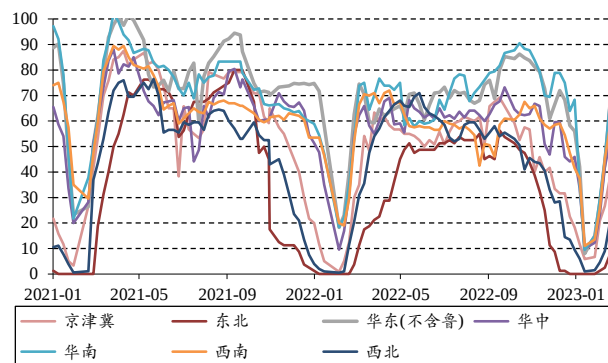
图表 16. 全国水泥熟料库容比走势 (%)



资料来源：卓创资讯，中银证券

注：库容比为水泥库中现有量与库容量比值

图表 17. 全国水泥出货率情况 (%)



资料来源：数字水泥，中银证券

注：出货率为水泥日发货量与企业水泥在产产能比值

华北地区水泥价格保持稳定。京津冀地区水泥价格平稳，北京地区水泥需求环比上周变化不大，企业日出货 4 成左右，预计两会结束后，随着工程恢复正常施工，下游需求将会显著提升；天津、唐山地区新开工程项目较少，主要是延续在建项目为主，下游需求恢复一般，企业发货量 3-4 成，库存高位运行。河北石家庄、保定以及邯郸等地区水泥价格下调后弱稳运行，下游资金状况欠佳，工程和搅拌站开工率不足，企业出货 2-4 成水平，目前各企业仍在执行错峰生产，库存下降缓慢。

东北地区水泥价格小幅回落。辽宁辽中地区水泥价格下调 20 元/吨，市场需求刚刚启动，仅少量袋装及重点工程用量，企业发货在 1 成左右，区域内熟料生产线均在停产，库存处于满库状态，部分企业为打开销量，降价促销，高价企业陆续跟降，P.O42.5 散出厂价降至 230-260 元/吨不等。黑吉地区由于温度偏低，下游工程项目和搅拌站尚未复工，受辽宁低价水泥影响，预计市场启动后，价格回落可能性较大。

华东地区水泥价格继续上涨。江苏南京及镇江地区水泥价格稳定，雨水天气过后，水泥需求继续恢复，企业发货在 7-8 成；苏锡常地区水泥价格稳定，房地产不景气，搅拌站开工率恢复不足，水泥需求恢复缓慢，企业日出货在 6-7 成，受益于企业执行错峰生产到位，库存中等或略偏上水平。苏中北徐州、淮安、扬州等地水泥企业第二轮价格上调 30 元/吨，天气晴好，市场需求逐步恢复，苏北企业发货在 5 成左右，苏中地区出货量略好，可达 6-7 成，且价格水平一直偏低，为提升盈利，企业继续推涨价格。

中南地区水泥价格涨跌互现。广东地区水泥企业公布价格第二轮上调 10-20 元/吨，汽运熟料价格同步上涨 10 元/吨，价格上调原因：一是区域内企业仍在执行错峰生产，库存多保持在中等或略低水平；二是下游需求环比继续提升，珠三角地区企业发货在 7-8 成，出货较好的个别企业已接近 9 成水平，粤西湛江地区企业发货在 5-6 成，为提升运营质量，企业继续上调价格。

西南地区水泥价格出现上调。四川成德绵地区水泥企业公布价格上调 30 元/吨，价格上调主要是工程项目和搅拌站开工率持续上升，水泥需求环比增加 20% 左右，企业日出货在 7-8 成，同时企业仍在执行错峰生产，库存多维持 50%-60%，为提升盈利，企业积极上调价格。达州、宜宾地区下游需求继续提升，重点工程基本恢复正常，但搅拌站资金短缺，复工缓慢，水泥综合发货在 7 成左右，库存高低不一。

西北地区水泥价格小幅上涨。陕西关中地区水泥价格执行上调 10-20 元/吨，天气晴好，下游需求继续恢复，企业出货普遍能达 5-6 成，个别企业能达 8 成左右，库存降至 30%-40%。宝鸡地区水泥企业公布散装价格上调 20 元/吨，受西咸地区价格上涨带动，本地企业积极跟进，由于市场刚刚启动，企业出货仅在 1-2 成，库存 60% 中等略偏上，价格落实情况需跟踪。汉中地区水泥价格平稳，企业出货恢复至 4 成左右，库存中等偏低运行；榆林地区农村袋装需求恢复，散装市场尚未启动，企业发货在 1-2 成，库存存在 70%-80% 偏高位置，价格以稳为主。

资料来源：数字水泥

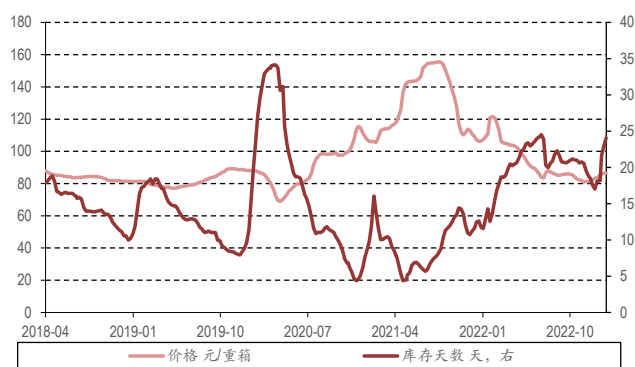
玻璃：库存累积，需求还需等待

库存累积，等待需求恢复。本周玻璃均价 86.67 元/重量箱，库存天数 24.19 天，价格较上周上涨 0.29 元/重量箱，库存较上周上升 0.08 天。周内下游需求恢复仍显缓慢，整体补货量环比略有增加，但在手订单增长乏力，补货量受一定限制。沙河地区厂家价格松动，市场价格重心仍有下移，其他区域部分存灵活性，基本守稳运行。后期市场看，成交仍存修复预期，但刚需不足下，整体或仍将表现偏弱。

春节前后库存异动是往年正常情况，不应过度乐观。复盘 2016 年以来玻璃期货主力合约与库存变化情况，可以发现历史上年底到春节前价格受预期引导、下游备货和产商提价出货影响，通常呈现去库提价的行情，此时的行情变化并不能反应来年真实的需求水平。17、18、19 年春节后由于去库较慢，短期价格均呈现先涨后跌的趋势，20、22 年春节前后随着库存的快速累积价格迅速下探。说明节前价格受预期影响较强，开春后的去库速度方能反应实际需求情况。此外，当前较高的库存水平将延缓去库速度，或对价格形成压制。

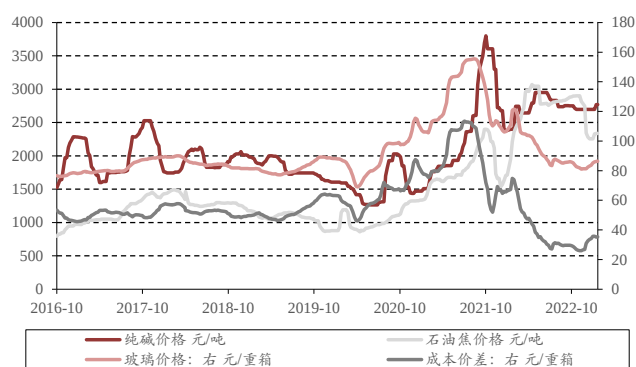
当前建议谨慎。12 月以来，随着保交楼、竣工修复预期转好，浮法玻璃在小幅去库下价格表现出触底回升的趋势，当前时点建议谨慎乐观：1) 节前价格受预期影响较强，短期看，3、4 月份开春以前实际需求情况仍不明朗，修复能否落地存疑；2) 当前较高的库存水平将延缓去库速度，或对价格形成压制；3) 22 年冷修产线并未完全退出，冷修完后仍存复产点火可能，需求弱复苏下行业供给情况或难言改善。

图表 18. 全国玻璃基本面数据



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 19. 玻璃成本价差走势



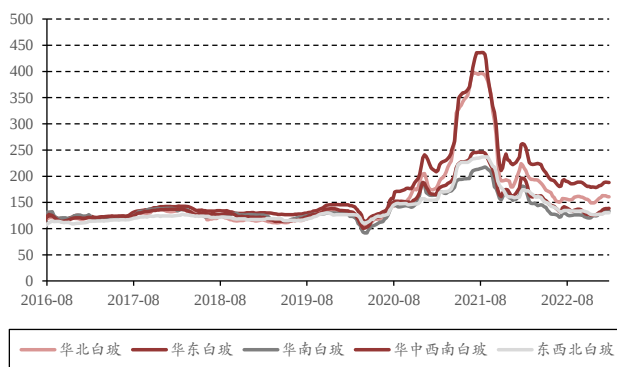
资料来源：卓创资讯，同花顺 iFinD，中银证券

图表 20. 各主要省份玻璃行业数据

	河北	山西	辽宁	江苏	浙江	安徽	福建	山东	湖北	湖南	广东	四川	陕西
价格(元/箱)	81.9	86.0	80.4	92.1	90.0	94.5	98.5	88.6	84.5	87.0	98.6	89.8	76.8
比上周(%)	0.3	0.0	0.0	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.3
库存(万箱)	1294.0	231.0	424.0	474.0	348.0	683.0	365.0	937.0	413.0	119.0	786.0	606.0	367.0
比上周(%)	(2.2)	0.4	1.2	2.2	4.2	0.7	(2.1)	1.6	4.3	3.5	(0.8)	(1.5)	1.4

资料来源：卓创资讯，中银证券

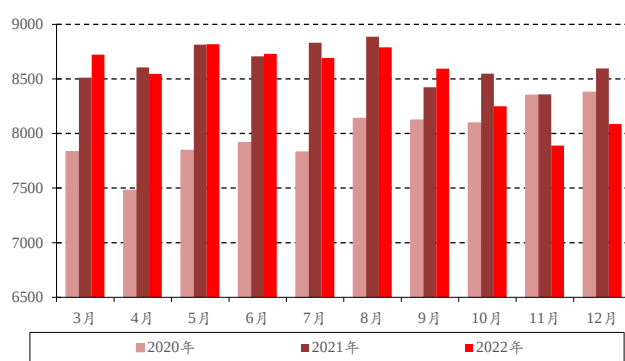
图表 21. 分区域玻璃现货价格指数



资料来源：卓创资讯，中银证券

注：2012-8-31 为指数基准 100

图表 22. 玻璃产量数据走势（万重量箱）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

分区域情况：本周国内浮法玻璃生产企业库存维持增加趋势，需求恢复缓慢，加工厂新单不足，中下游刚需有限，加上局部市场成交松动，中下游投机备货意向不大，市场观望氛围浓厚。分区域看，河北周内成交逐步有所好转，其中沙河贸易商出货好转明显，厂家整体产销仍低，近两日小板贸易商补货下，部分厂产销好转明显，目前厂家库存约 1028 万重量箱，贸易商库存有所削减；华东周内产销仍显一般，多数厂挺价意愿较强，中下游观望心态主导，短期提货谨慎度仍存，近日局部出货略有好转，短期厂库削减难度仍存；华中周初交投欠佳，库存增速较快，近日下游加工厂及贸易商适量采购，成交较前期好转，玻璃厂家库存增速放缓；华南企业部分接近产销平衡，原片自用减轻一定出货压力，部分厂周内出货有所放缓；西南企业主流出货在 8 成以上，但加工厂订单有限，影响出货速率的进一步提升。

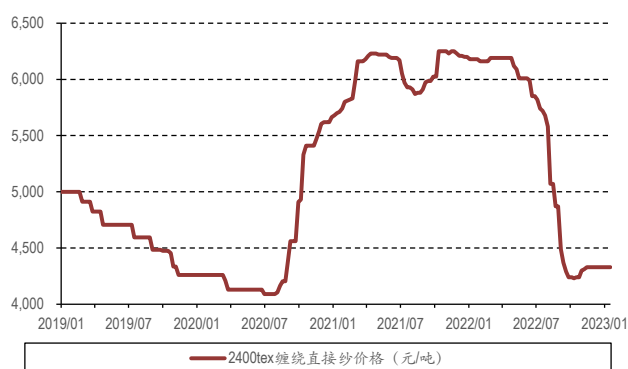
成本情况：根据卓创资讯，管道气燃料玻璃本周毛利-164.77 元/吨，较上周下降 4.00 元/吨，降幅 2.49%；华北动力煤为燃料玻璃本周毛利-106.81 元/吨，较上周（修正值 115.01）增加 8.20 元/吨；石油焦为燃料玻璃本周毛利-38.01 元/吨，较上周减少 7.20 元/吨。

玻纤：底部特征明显，静待需求催化

无碱纱市场整体仍一般。本周无碱池窑粗纱市场整体出货仍显一般，虽个别厂价格有所下调，但中下游提货谨慎度仍较高，资金压力影响较大。现阶段，下游整体开工仍偏低，多数加工厂以消化自身现有库存为主，部分贸易商逢低适当备货，短期局部走货稍有恢复，但现阶段厂库削减难度仍存。短期来看，市场中下游提货动力仍不足，当前价格已处低位水平，业内多观望，厂库继续增加下，预计市场价格延续承压趋势。截至 2 月 23 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱主流报价在 3900-4300 元/吨不等，全国均价在 4119.88 元/吨，含税主流送到，环比上一周均价（4130.50）略下调 0.26%，同比下跌 33.28%。目前主要企业无碱纱产品主流报价如下：无碱 2400tex 直接纱报 3900-4300 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 4700-5500 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 6600-7900 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4400-5000 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4800-5100 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱报 4800-6200 元/吨，不同区域价格或有差异，个别企业报价较高。

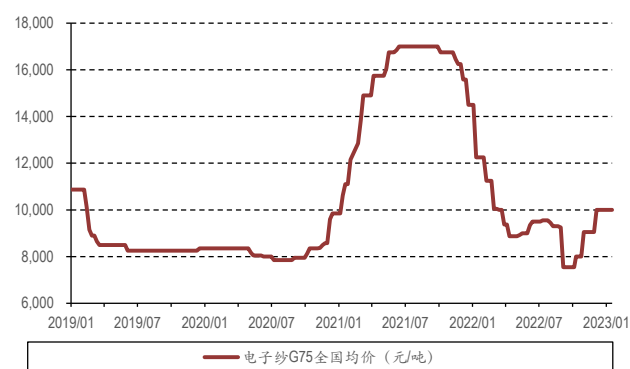
电子纱市场价格以稳为主。近期国内池窑电子纱市场价格调后暂稳，前期各池窑厂价格松动后，近日报价以稳为主，局部成交存小幅灵活商谈空间。目前市场成交情况仍一般，多一单一谈按需适量采购。下游 PCB 市场整体开工率持续偏低，新增订单不多下，中下游备货意向偏淡，基于前期价格下调幅度较大，短期来看，各厂价格大概率暂稳观望，成本端存一定支撑。本周电子纱主流报价 8800-9000 元/吨不等，环比基本持平；电子布价格当前主流报价暂维持 4.0-4.2 元/米不等，成交按量可谈。

图表 23. 缠绕直接纱 2400Tex 全国均价走势



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 24. 电子纱 G75 价格全国均价走势

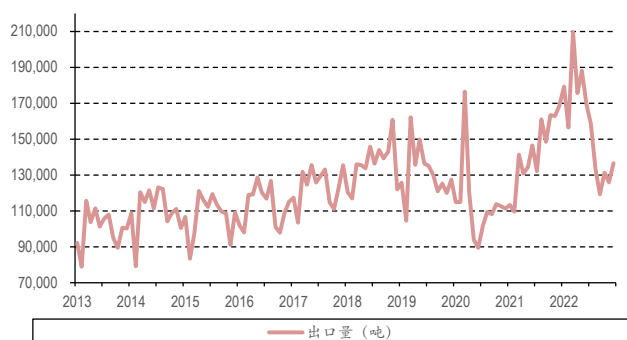


资料来源：卓创资讯，中银证券

12月出口同比回落，全年维持增长。2022年12月，我国玻璃纤维及制品出口量为13.7万吨，同比降低19.1%；出口金额为17.6亿元，同比降低18.1%。2022年1-12月，我国玻璃纤维及制品出口量为188.4万吨，同比升高9.8%；出口金额为232.0亿元，同比升高13.1%。

1月库存小幅累积。1月玻纤行业库存74.98万吨，环比增长16.7%/10.73万吨。

图表 25. 12月玻纤出口同比回落，环比延续回升



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 26. 1月玻纤库存小幅再度回升



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 27. 2022 年-2023 年玻纤点火及其他在建产能（万吨）

点火时间	公司	产线名称	产能	产品	22 年产能冲击	23 年产能冲击
2022/1/10	建滔化工	新建线 6 线	6	电子纱	5	1
2022/3/28	邢台金牛	4 线	10	无碱粗纱	6	4
2022/5/20	四川裕达	1 线	3	无碱粗纱	1.5	1.5
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15	短切纱为主	7.5	7.5
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10	电子纱	3	7
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10	无碱粗纱	4	6
2022/6/29	重庆国际	F12	15	无碱粗纱	5	10
2022/7/8	四川威远	泰国 1 线	5	无碱粗纱	2	3
2022/7/10	泰山玻纤	邹城 2 线	6	风电纱	1.5	4.5
2022/12/15	中国巨石	埃及 4 线	12	无碱粗纱	0	12
国内合计			85		35	50
合计			102		37	65

其他在建拟建产能

建设进展	公司	产线名称	产能	产品	23 年冲击
在建	长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	60	无碱玻纤粗纱	-
具体点火时间暂不确定	安徽丹凤	3 线	2	电子纱	-
准备募资	邢台金牛	5 线	15	无碱粗纱	-
准备募资	邢台金牛	6 线	15	无碱粗纱	-
2023 年年初投产	中国巨石	九江 3 线	20	无碱粗纱	16.67
预计 2023 开工、2024 投产	中国巨石	九江 4 线	20	无碱粗纱	-
2022 年 6 月 24 日公告	山东玻纤	目标“十四五”末玻纤产能达 100 万吨	约 60		
20.5 万吨产能已点火	重庆三磊	高性能玻纤生产基地	50	无碱粗纱、短切毡	
2022 年 6 月 30 日公告	泰山玻纤	高性能玻纤智能制造产线	30		5.00
具体点火时间暂不确定	江西元源	2 线	8	无碱粗纱	

资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 28. 2022 年-2023 年玻纤冷修/拟冷修产能（万吨）

企业	产线	前	后	产品品类	冷修时间	建设期新产能	22 年冲击	23 年冲击
中国巨石	1 线	8	10	无碱粗纱	2021 年 8 月公告，待定	1 年 2	0	(4)
中国巨石	3 线	12	20	无碱粗纱	2022 年 4 月公告，待定	1 年 8	0	(6)
中国巨石	6 线	4	5	无碱粗纱（环保废丝）	2021 年 3 月公告，待定	6 个月 1	0	(2)
中国巨石	九江 3 线	12	20	无碱粗纱	计划 2023 年春节后	6 个月 8	0	(6)
中国巨石	埃及 1 线	8	12	无碱粗纱	2022 年年底埃及 4 线投产后	6 个月 4	0	(8)
重庆国际	长寿 F10B	12	15	风电纱	预计 2022 年年底	1 年 3	0	(6)
山东玻纤	沂水 5 线	6	17	无碱粗纱（ECER 数字化产线）	2021 年 12 月公告，待定	1 年 11	0	(3)
泰山玻纤	邹城 1 线	1.5	0	无碱粗纱	2022 年 2 月	停产 0	(1.5)	0
昆山必成	3 线	3.8		电子纱	2022 年 4 月 30 日		(2.5)	
泰山玻纤	邹城 4 线	6	12	无碱粗纱	2022 年 5 月冷修，2023 年 2 月 9 日点火。	1 年 6	(4)	(10)
中国巨石	攀登 2 线	3	5	电子纱	2022 年 7 月	1 年 2	(1)	(3)
中国巨石	2 线	12		无碱粗纱	2022 年 9 月下旬		(3)	
重庆国际	大渡口 F025			无碱粗纱	2022 年 9 月 18 日前后		(1.3)	
台嘉玻纤	成都 1 线	3		电子纱	2022 年 11 月 1 日		(0.5)	
合计	14	96.3					(13.8)	(22)

资料来源：卓创资讯，公司公告，中银证券

近期产能变动

错峰生产情况

图表 29. 全国水泥错峰停窑情况一览

区域	地区	限产天数	限产时间	控制产能
西北	陕西	130 天	2022.12.1-2023.3.10 2023.7-2023.9	采暖季 100 天，夏季 30 天，其中 8 月 1 日至 20 日停窑 20 天。
	新疆	180 天 30 天（夏季）	2022.11.1-2023.4.30 2023.6.1-2023.6.30	采暖季 165 天（9 月补 15 天）--180 天，夏季 30 天
	宁夏	130 天	2022.11.1-2023.3.10	全区所有水泥熟料生产企业均要错峰生产 130 天，时限内未完成错峰生产的天数在 2023 年 6 月底前补足。
	青海	180 天	2022.11.1-2023.4.10	采暖季 120-150 天。夏季 30-50 天，其中 6 月计划 20 天。 全年不少于 180 天。
	甘肃	120 天	2022.12.1-2023.3.31	采暖季 120 天
东北	黑龙江	152	2022.10.15-2023.3.15	采暖季错峰
	吉林	150	2022.11.1-2023.3.31	常态化错峰
	辽宁	135	2022.11.15-2023.4.1	常态化错峰
华北	河北	120 天	2022.11.15-2023.3.15	常态化错峰，实质在 12 月初库满停窑。
	山西	77 天-120 天	2022.10.15-12.31 2022.11.15-2023.3.15	太原大气污染防治停窑以及常态化错峰。
	内蒙古	150 天	2022.11.15-2023.4.1	采暖季错峰。
华东	江苏	70 天	2023 年	增加 30 天。一季度 40 天，全年不少于 100 天
	江西	100 天	2023 年	
	山东	120 天	2022.11.15-2023.03.15	采暖季错峰
	浙江	67 天	2023 年	
	安徽	30-90 天	2023 年	1 季度环巢湖地区停窑 30 天。
中南	福建	65 天	2023 年	2023 年全年计划停窑不少于 65 天，一季度 45 天。
	河南	120 天	2022.11.15-2023.3.15	采暖季错峰，1 月份复产 20 天。 全年 90 天，一季度 30 天，6-7 月 15 天，8-9 月各停 10 天，10 月 10 天，11-12 月 15 天。
	湖北	90 天	2023 年	
	湖南	45-50 天	2023 年一季度	一季度湖南停窑错峰 50 天，协同处置窑线 45 天。 全年目标 155 天，一季度 40 天。一季度 60 天，二季度 30 天。9 月 26 日至 12 月 31 日 35 天，其中 9 月 26 日起刚性停窑 15 天，11 月停窑 10 天，12 月停窑 10 天。
	广西	155 天	2023 年	全年计划错峰生产停窑暂定 60+20 天/窑，第一阶段：2023 年 1 月 1 日至 4 月 30 日，错峰停窑天数为 40+10 天。第二阶段：2023 年 7 月 1 日至 9 月 30 日，酷暑伏天和台风雨季季节，错峰停窑天数为 20+10 天。
西南	广东	80 天	2023 年	一季度 60 天，二季度 45 天，三季度 50 天，四季度 60 天。 全年 150 天。一季度 50 天，二季度 35 天，三季度 35 天，四季度 30 天。其中，10-12 月每月 10 天。
	贵州	215 天	2023 年	一季度 40-50 天，二季度 35 天。7-8 月错峰停窑 25-30 天。9-10 月 15 天。11-12 月每月 10 天。
	四川	150 天	2023 年	非协同处置的：一季度 40 天，二季度 50 天（4 月 20 天，5 月 15 天，6 月 15 天），三季度 50 天，四季度 10 天。协同处置的：一季度 28 天，二季度 35 天，三季度 35 天，四季度 7 天（目前因能源紧张多数厂家停窑）。
	重庆	150 天	2023 年	
	云南	105-150 天	2023 年	全年 180 天，其中一季度 90 天，5 月 30 天。冬季各厂库满停窑，无统一错峰。
	西藏	180 天	2023 年	

资料来源：卓创资讯、数字水泥、中银证券

水泥产能变动

全国北方省区大部分仍在冬季错峰。辽宁、山东、河南和华北部分省市从 11 月 15 日开始冬季错峰，山东目前还有不到 10 条线在产。河南 1 月份恢复开窑 15-20 天，春节前停窑，开窑 3 月 15 日。新疆从 11 月 1 日开始冬季错峰，甘肃 12 月 1 日开始。福建、湖南、广西、广东、四川等省区计划 1 季度停窑计划 30-50 天不等。

新投产产能：本周暂无。

玻璃产能变动

本周在产产能下降。截至本周四，全国浮法玻璃生产线共计 305 条（蓬江信义二线、三线调整至停产搬迁线），在产 237 条，日熔量共计 159030 吨，较上周减少 1550 吨（湖北三峡 600T/D 二线调整为冷修线）。周内产线冷修 2 条，改产 3 条，暂无点火线。具体如下：

冷修/停产线：

信义（江门）玻璃有限公司蓬江基地 950T/D 三线原产白玻，2 月 14 日放水停产，计划搬迁。

河北鑫利玻璃有限公司 600T/D 一线白玻 2 月 16 日放水冷修。

改产线：

中玻（咸阳）玻璃有限公司 500T/D 二线原产白玻，2 月 10 日投料改产福特蓝。

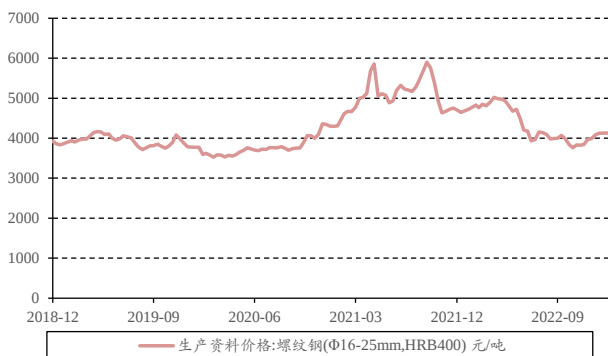
株洲旗滨集团股份有限公司 600T/D 醴陵四线 2 月 16 日欧洲灰改产翡翠绿。

云南曲靖海生润新材料有限公司 550T/D 一线原产白玻，于 2 月 16 日投料转福特蓝。

资料来源：卓创资讯

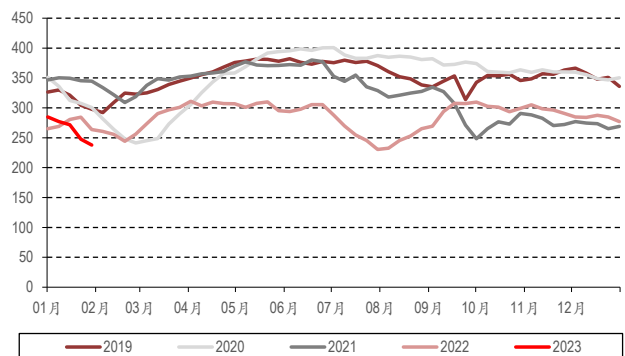
重要高频数据跟踪

图表 30. 螺纹钢价格环比小幅上升



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 31. 螺纹钢产量环比走低（万吨）



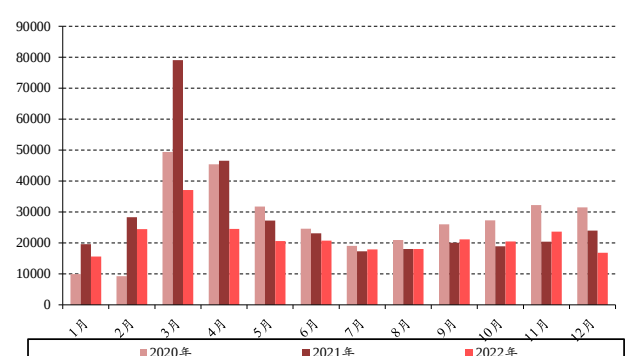
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 32. 1 月挖掘机开工小时数季节性低位（小时数左轴）



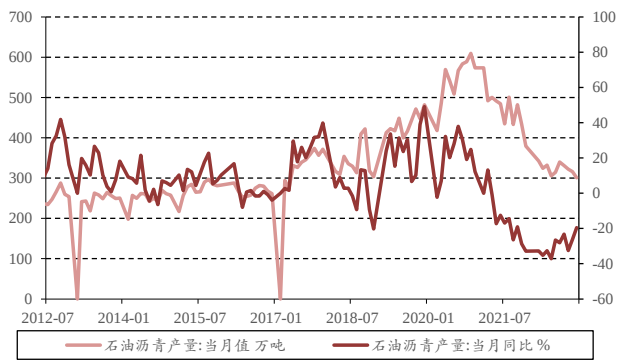
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 33. 12 月挖掘机销量下探（台）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 34. 12 月沥青产量降幅缩小（产量左轴）



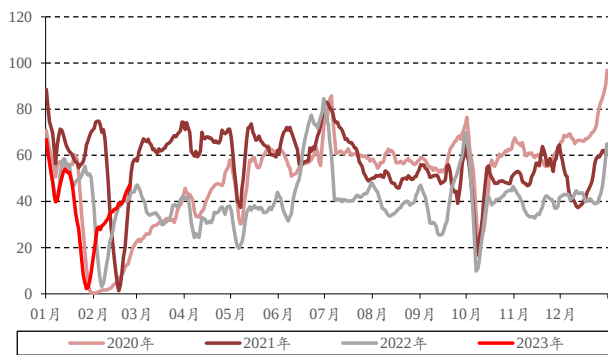
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 35. 沥青开工率环比下降（%）



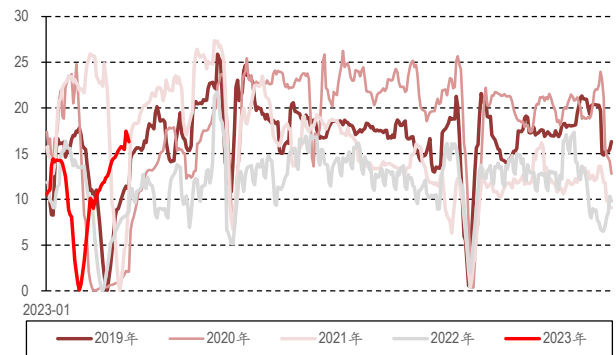
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 36. 节后地产销售数据回暖（万平）



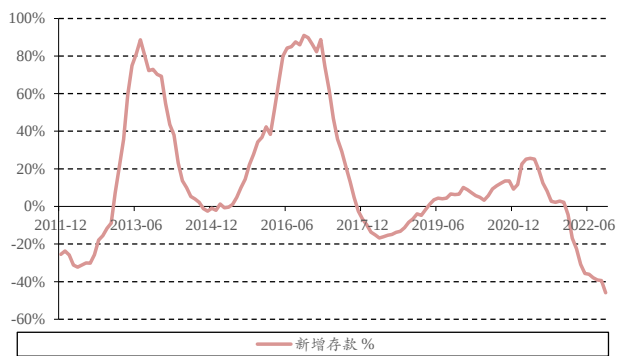
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 37. 十城二手房成交延续亮眼表现（万平）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 38. 居民新增贷款仍然下探



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 39. 百城土地成交稍有回升



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

重点新闻

宏观及产业链新闻

【中国政府网】国家主席习近平对内蒙古阿拉善左旗一露天煤矿坍塌事故作出重要指示，要求千方百计搜救失联人员，全力救治受伤人员，切实维护人民群众生命财产安全和社会大局稳定。

【中国人民银行】央行公布《2022 年第四季度中国货币政策执行报告》（下称“报告”）。报告称，展望未来，短期看通胀压力总体可控，当前中国经济还处于恢复发展过程中，有效需求不足仍是主要矛盾，产业链、供应链运转通畅，PPI 涨幅预计将总体维持低位。中长期看，物价水平具备保持基本稳定的有利条件，中国经济供需大体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳。此外，主要发达经济体通胀较为顽固，大宗商品价格仍存上涨压力，海外高通胀也可能通过生产、流通等环节向国内传导。要加强监测研判，持续关注通胀反弹压力。

【中国人民银行】2 月 LPR 报价连续 6 个月持稳，1 年期 LPR 报 3.65%，5 年期以上品种报 4.30%。

【财政部】财政部部长刘昆表示，2023 年要根据实际情况进一步完善减税降费措施，增强精准性针对性；优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，**适度扩大财政支出规模**，为落实国家重大战略任务提供财力保障。

行业新闻

【陶业要闻摘要】截止 2 月下旬，泛高安产区已有约 200 多条生产线全面复产，春节后，煤炭价格的持续走低，疫情的结束，是各大陶企快速复产的主要原因。建筑卫生陶瓷新会发布全国瓷砖产能数据，2022 年全国十大（省级）建筑陶瓷产区依次是：广东、江西、福建、广西、山东、四川、河南、河北、湖北、辽宁。

【中国水泥网】2 月 23 日上午，陕西省咸阳市乾县举行 2023 年 2 月份重点项目集中开工仪式。其中包括总投资 2500 万元的乾县海螺水泥熟料线 SCR 脱硝改造项目。近日，梁平海螺水泥有限责任公司水泥窑清洁能源替代项目拟通过环评。

【玻纤情报网】2023 年 2 月 21 日，常州经开区举行 2023 年一季度重点项目集中开工暨**长海高性能玻纤复合材料智能制造基地项目开工仪式**。长海高性能玻纤及复合材料智能制造基地项目位于常州市经开区遥观镇，项目总投资约 65 亿元，新增用地 520 亩，预计 2024 年底建成，达产后将新增高强度高模量玻纤复合材料、低介电玻纤及织物 60 万吨的生产能力。

【涂界】立邦涂料控股株式会社（Nippon Paint Holdings，以下简称“立邦涂料”）公布 2022 年度第四季度及全年经营业绩。全年实现销售收入为 13090.21 亿日元（约合 99.093 亿美元），同比大幅增长 31.1%。销量下降 1%，销售价格增长 9%，涂料事业（其他）增长 3%，涂料周边事业增长 3%，积极的汇率影响 6%，新合并影响增长 11%。

风险提示

玻纤需求不及预期。2023 年玻纤新增产能冲击低于 2022 年的确定性较强，但需求恢复节奏存在不确定性，需警惕阶段性需求承压，或需求拐点之后的风险。

地产政策传导不及预期，销售恢复不及预期。地产融资政策已基本释放到位，但传导到建材需求还需时间等待，若传导链条受阻，地产销售恢复不及预期，则地产端需求或仍受压制。

基建实物工作量落地不及预期。2022 年基建投资增速与实物工作量存在滞后，2023 年落地情况仍存在不确定性。若无法得到快速弥补，建材行业相关需求或相对受阻。

中硼硅需求释放不及预期。中硼硅产品需求提升，渗透率加速提高带动盈利空间扩大是目前药用玻璃的最关键利好因素，若中硼硅需求释放不及预期，药用玻璃行业增长将受阻。

附录图表 40.报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
					21A	22E	21A	22E	
601636.SH	旗滨集团	买入	11.34	304.31	1.58	0.51	7.19	22.24	4.51
002233.SZ	塔牌集团	买入	7.93	94.55	1.54	0.21	5.15	37.76	9.40
002398.SZ	垒知集团	买入	6.24	44.71	0.38	0.39	16.44	16.00	4.95
603916.SH	苏博特	买入	19.11	80.32	1.27	0.86	15.07	22.22	9.54
000786.SZ	北新建材	买入	30.48	514.96	2.08	1.95	14.67	15.63	11.94
600801.SH	华新水泥	买入	17.68	299.91	2.56	1.26	6.91	14.03	13.01
002271.SZ	东方雨虹	买入	35.08	883.48	1.67	1.12	21.01	31.32	10.45
002641.SZ	公元股份	买入	5.20	64.23	0.47	0.23	11.13	22.61	4.10
600720.SH	祁连山	买入	12.29	95.41	1.22	1.61	10.07	7.63	11.27
300737.SZ	科顺股份	买入	13.43	158.59	0.57	0.13	23.58	103.31	4.83
002372.SZ	伟星新材	买入	24.67	392.77	0.77	0.83	32.11	29.72	2.98
600176.SH	中国巨石	买入	15.30	612.48	1.51	1.66	10.16	9.22	6.64
002080.SZ	中材科技	买入	23.50	394.36	2.01	1.76	11.69	13.35	9.02
300196.SZ	长海股份	买入	15.96	65.23	1.40	1.90	11.40	8.40	9.63
605006.SH	山东玻纤	增持	9.19	55.14	0.91	0.89	10.10	10.33	4.40
600585.SH	海螺水泥	买入	31.09	1,586.06	6.28	2.78	4.95	11.18	34.09
000789.SZ	万年青	买入	9.31	74.24	2.00	0.73	4.66	12.75	8.75
000401.SZ	冀东水泥	买入	9.09	241.63	1.06	0.55	8.60	16.53	11.55
300715.SZ	凯伦股份	增持	15.14	58.28	0.19	(0.28)	81.02	(54.07)	6.61
600529.SH	山东药玻	买入	29.69	197.03	0.89	1.19	33.33	24.95	8.39
002302.SZ	西部建设	买入	8.23	103.89	0.67	0.50	12.30	16.46	7.13
603256.SH	宏和科技	增持	7.47	66.09	0.14	0.06	53.19	124.50	1.69
603279.SH	景津装备	买入	31.44	181.31	1.12	1.46	28.02	21.53	6.36
002918.SZ	蒙娜丽莎	增持	19.65	81.58	0.76	(0.26)	25.91	(75.58)	7.27
003012.SZ	东鹏控股	增持	9.35	109.68	0.13	0.30	71.39	31.17	6.12
000012.SZ	南玻 A	未有评级	6.95	165.94	0.50	0.69	13.95	10.09	4.06
301188.SZ	力诺特玻	未有评级	18.56	43.14	0.54	0.54	34.57	34.50	6.03
003011.SZ	海象新材	未有评级	25.93	26.62	0.94	2.04	27.46	12.74	13.94
301356.SZ	天振股份	未有评级	51.80	62.16	2.33	3.75	22.25	13.81	17.56
605268.SH	王力安防	未有评级	11.02	48.86	0.31	0.22	35.53	51.11	3.86

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日 2023 年 2 月 24 日，未有评级公司盈利预测来自同花顺 iFinD 一致预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371