

建材行业2023年春季投资策略

关注竣工复苏下的结构性机会

西南证券研究发展中心
建材&新材料研究团队
2023年3月

核心观点

2022年建材行业进入“谷底时刻”，房地产需求大幅下滑叠加“新冠疫情”对施工的大范围影响，大多数建材企业出现收入业绩双下滑局面。进入2023年，疫情影响逐渐消散，地产竣工端有望逐步回暖；另一方面，22年行业谷底期的出清也给龙头企业留出了更多的份额空间。基于以上，我们推荐从以下几个方向配置建材标的。

- **竣工好于新开工，装修建材机会确定。**近5年房屋竣工增速与新开工面积增速存在剪刀差，其中原因复杂，大致有竣工周期拉长，统计口径差异等。但总体看，拟竣工项目存量数较大，在房企流动性转好趋势下，23年竣工面积增速将率先回暖，从而带动竣工端装修建材标的业绩复苏。推荐关注瓷砖、管材、防水、五金等装修建材龙头企业标的。
- **玻璃供需格局转好，成本下行预期增业绩弹性。**玻璃板块23年有效在产产能预计较22年下降，竣工复苏如落地亦将改善需求。另一方面，纯碱产能供给有望在H2大幅增加，客观上降低玻璃生产成本。三维度因素共振下，玻璃企业业绩具备高弹性，建议关注相关龙头企业投资机会。
- **玻纤供给边际改善，需求看风电、基建和电子。**供给端粗纱和电子纱预计新增产能都将同比回落，需求上粗纱看风电、基建需求增长幅度；电子纱看PCB板需求增速。23年在整体宏观经济复苏情况下，粗纱和电子纱有望出现量价齐升，建议关注龙头公司投资机会。

风险提示：房屋竣工面积复苏不及预期、纯碱价格下行不及预期、风电装机不及预期、PCB需求增速不及预期。

目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2023年整体投资策略

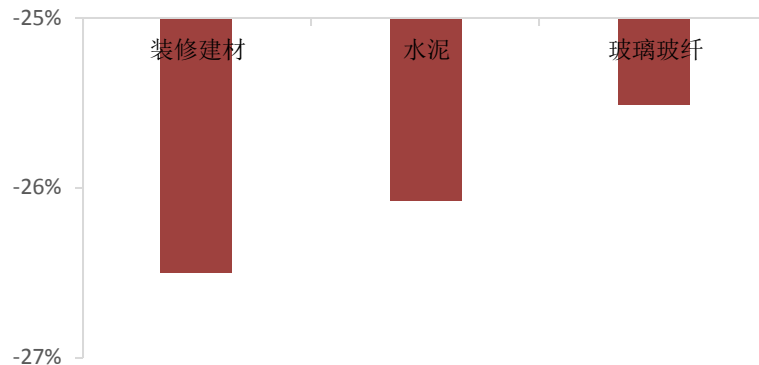
◆ 2023年各细分行业机会

◆ 2023年重点推荐投资标的

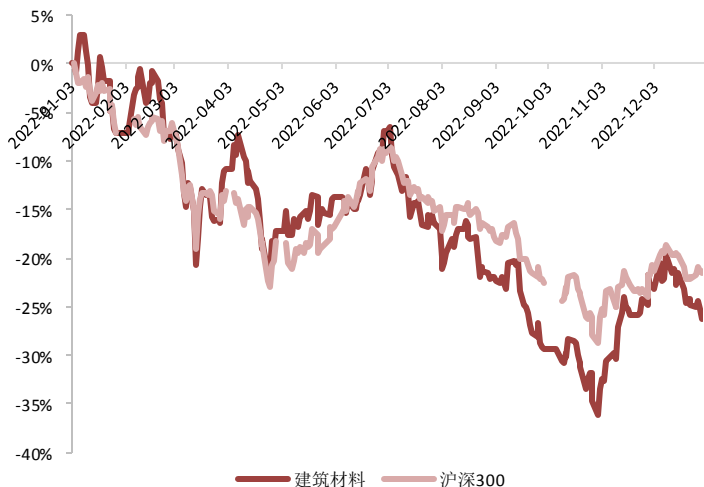
2022年行业回顾：收益率排名较差，消费建材跌幅居前

- 建材板块：全年收益率较差。**截止22年12月31日，建材（申万）指数-25.7%，同期沪深300指数-21.3%，跑输沪深300指数4.4pp。横向对比，建材（申万）指数年涨跌幅位居31个一级行业第30位，属于下行幅度最大行业之一。
- 消费建材跌幅居前。**分子板块看，水泥下跌26.1%，玻璃玻纤下跌25.5%，装修建材下跌26.5%，三个子板块均跑输大盘。

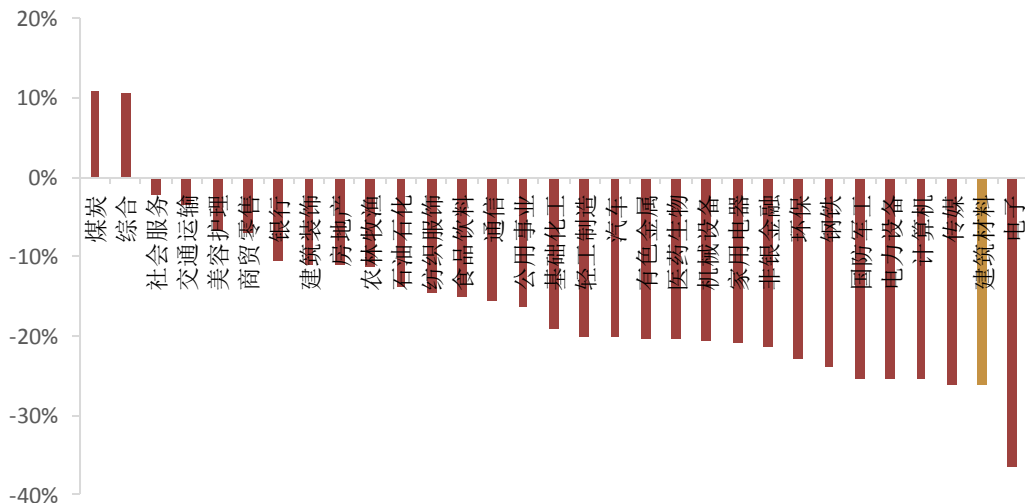
建材各子板块涨跌幅



申万建材指数相对沪深300走势



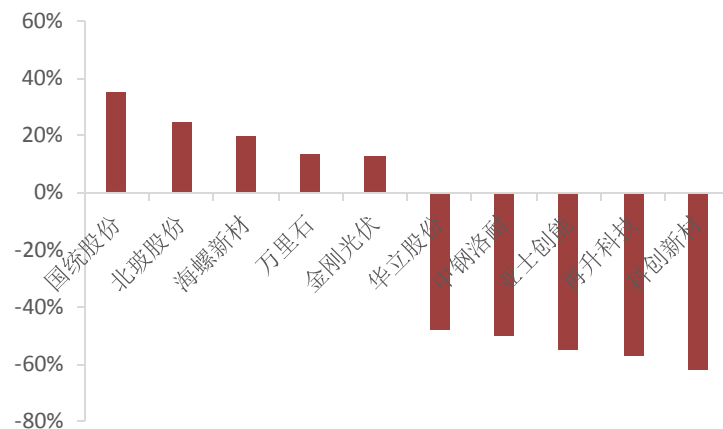
2022年申万一级行业涨跌幅



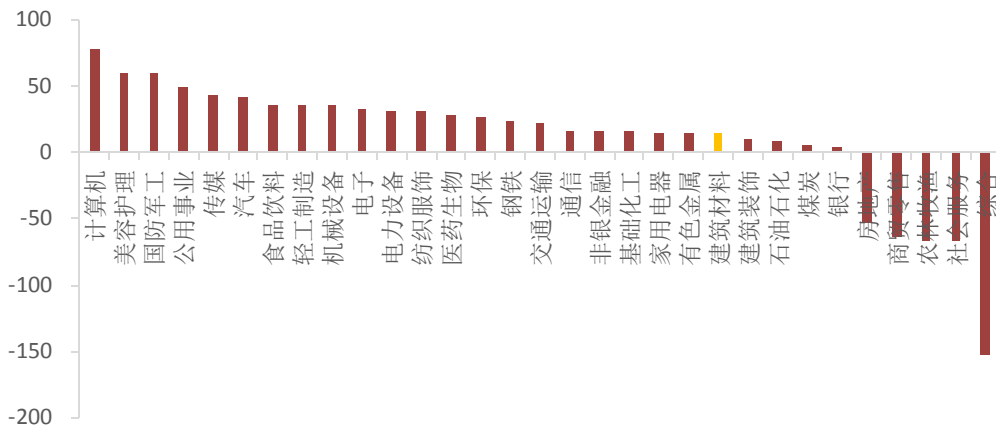
2022年行业回顾：估值排名一级行业靠后位置

- ❑ **个股表现**：截止到12月31日，涨幅最大的是国统股份（+35.4%）和北玻股份（+24.7%），跌幅最大的是科创新材（-61.8%）和再升科技（-57.5%）
- ❑ **行业估值处于历史低位**。截至12年31日，建材(申万)平均PE估值14.1x（TTM），在申万一级行业中处于较低位置。
- ❑ **子板块中，水泥平均PE最低**。水泥PE（TTM）9.1x，玻璃玻纤PE（TTM）14.0x，装修建材PE（TTM）41.2x。

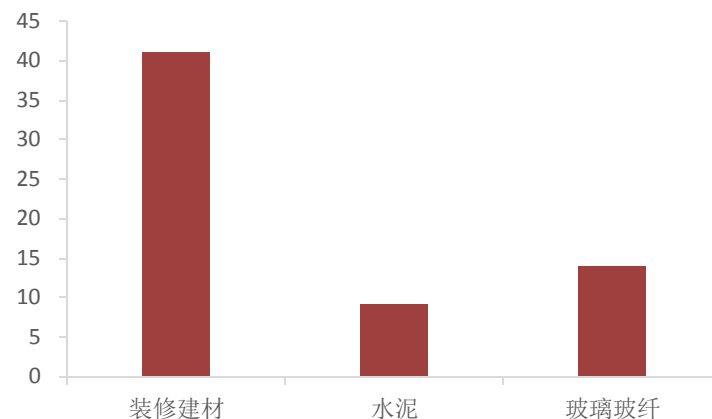
建材涨跌幅前五个股



申万一级行业市盈率 (TTM)



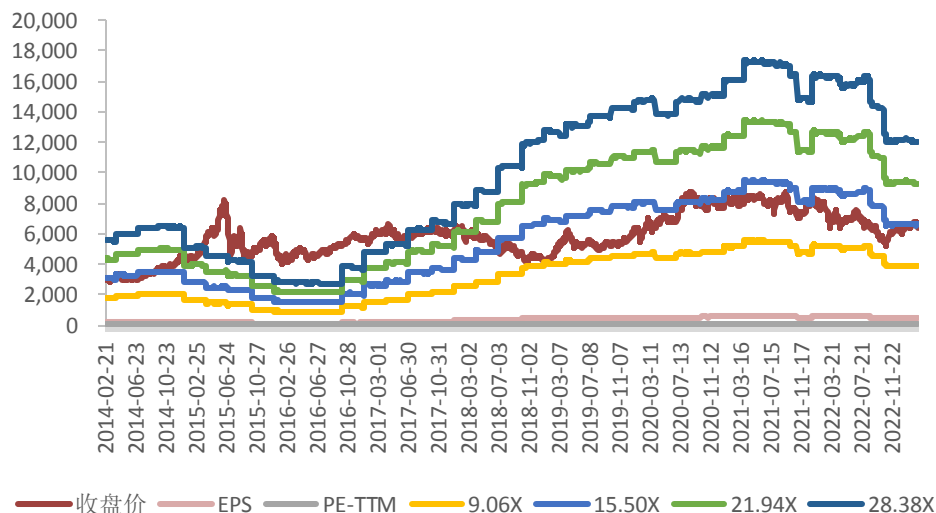
建材子板块市盈率情况



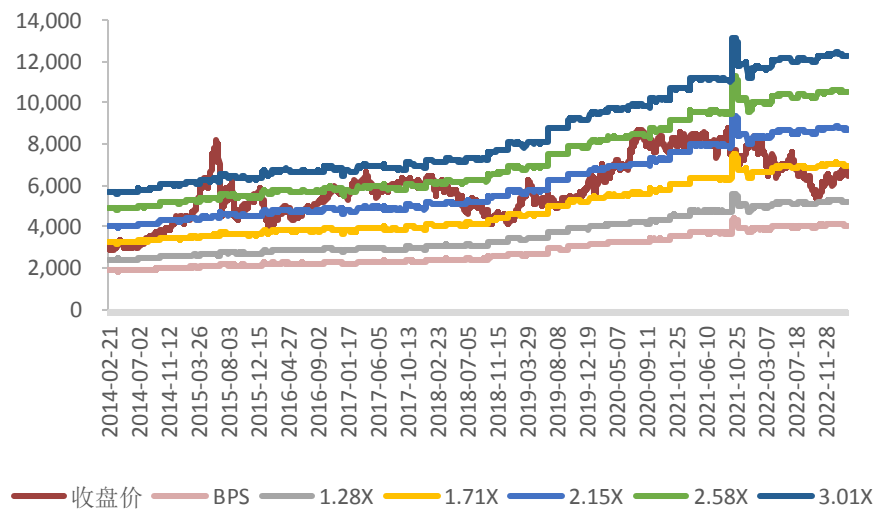
2022年行业回顾：PE/PB band均处于历史较低位置

- 纵向维度看，22年建材平均PE/PB band均在历史较低位置。PE band角度看，22年建材（申万）指数PE处在10x-13x之间，接近于19年平均水平。PB band方面，22年呈现前高后低走势，从年初的2.4x下降到年底的1.7x左右。22年建材行业PE/PB band均处于于历史较低位置。

建材(申万) 指数PE Bands



建材(申万) 指数PB Bands



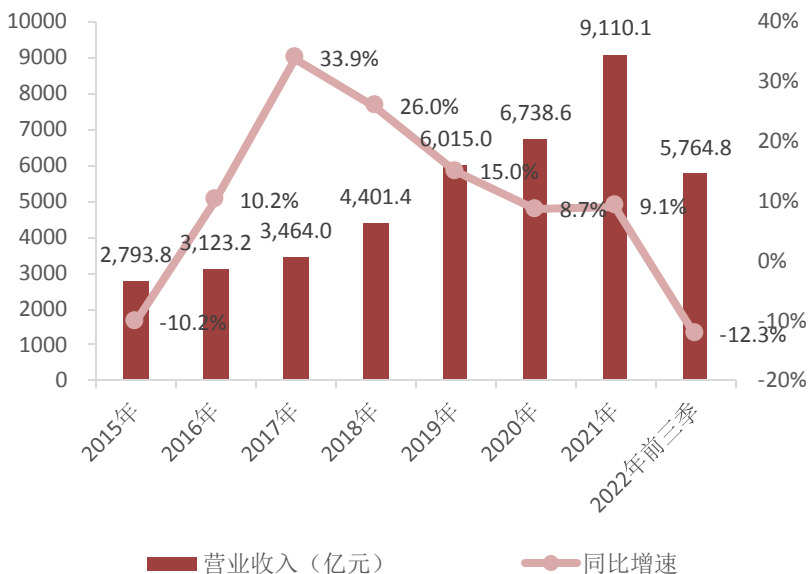
数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

2022年行业回顾：前3Q营收利润双降，玻纤营收正增长

- 22Q1-Q3建材（申万）板块营收5764.8亿元，同比-12.3%，归母净利润474.2亿元，同比-36.5%。分板块来看，前三季度水泥营收3865.6亿元，同比-15.7%，归母净利润274.1亿元，同比-44.1%；玻璃玻纤营收734.3亿元，同比+4.4%，归母净利润126.0亿元，同比-17.2%；消费建材营收1131.8亿元，同比-3.0%，归母净利润74.1亿元，同比-29.4%。三个子板块中仅有玻璃玻纤营收实现正增长，主要系上半年海外玻纤需求较强，彼时粗纱价格亦处于高位，致收入增速较高。

建材行业营业收入及增长率



建材行业利润总额及增长率



目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ **2023年整体投资策略**

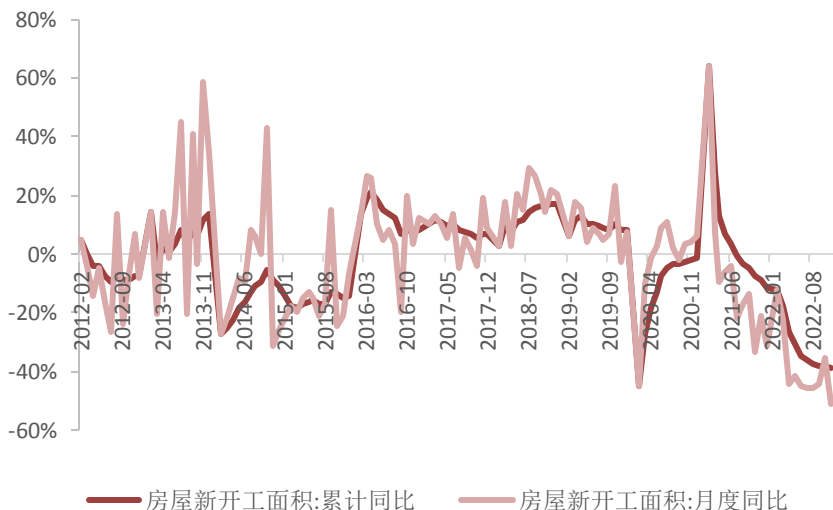
◆ 2023年各细分行业机会

◆ 2023年重点推荐投资标的

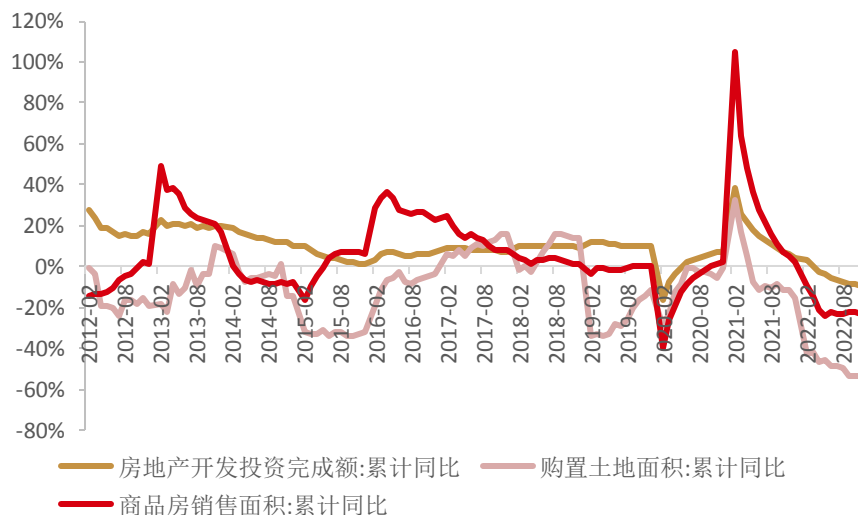
需求面-地产：新开工仍处底部，复苏有待时日

- ❑ **新开工面积继续下滑趋势：12月累计同比和月度同比均降至十年低位。**截至12月底，22年全年新开工面积同比-39.4%；12月单月同比-44.3%，环比+6.5pp，下滑幅度有所收窄，但同比情况依然较严峻。
- ❑ **土地购置和开发投资下滑幅度继续扩大。**新开工的前置指标包括土地购置面积和开发投资完成额。截至22年12月，这两项数据依然处于十年最低点，其中土地购置面积累计同比-53.4%，累计环比+0.4pp；房地产开发投资完成额累计同比-10.0%，累计环比-0.2pp。两项指标降幅差值部分主要为建安成本，侧面说明行业低谷期竣工交付较购地开工更有韧性。
- ❑ **房屋销售面积同比增速仍处谷底，预计23年新开工增速依旧低位徘徊。**22年12月，房屋销售面积累计同比-24.3%，降幅仅次于20年2月的-39.9%（疫情爆发），销售端乏力未见明显起色。综合三项前置指标数据判断，23年新开工预计仍将低位筑底。

房屋新开工面积累计同比及月度同比



地产开发销售相关指标



需求面-地产：销售政策刺激有望持续，关注交易数据回暖

- **销售端刺激有望持续，关注房屋交易数据回暖。**22年年初以来，为提振房屋消费需求，相关政策从“降息、降准、降低购房成本”三大方向入手。利息方面，5年期以上LPR降至4.3%，较年初-0.35pp。金融机构存款准备金率较年初-0.5pp。此外，在房屋交易层面，施行个税退税优惠，直接降低。鉴于房屋销售数据亦然处于周期底部，23年销售刺激政策有望进一步加强。房屋交易数据回暖，将是地产市场整体复苏的显著标志。

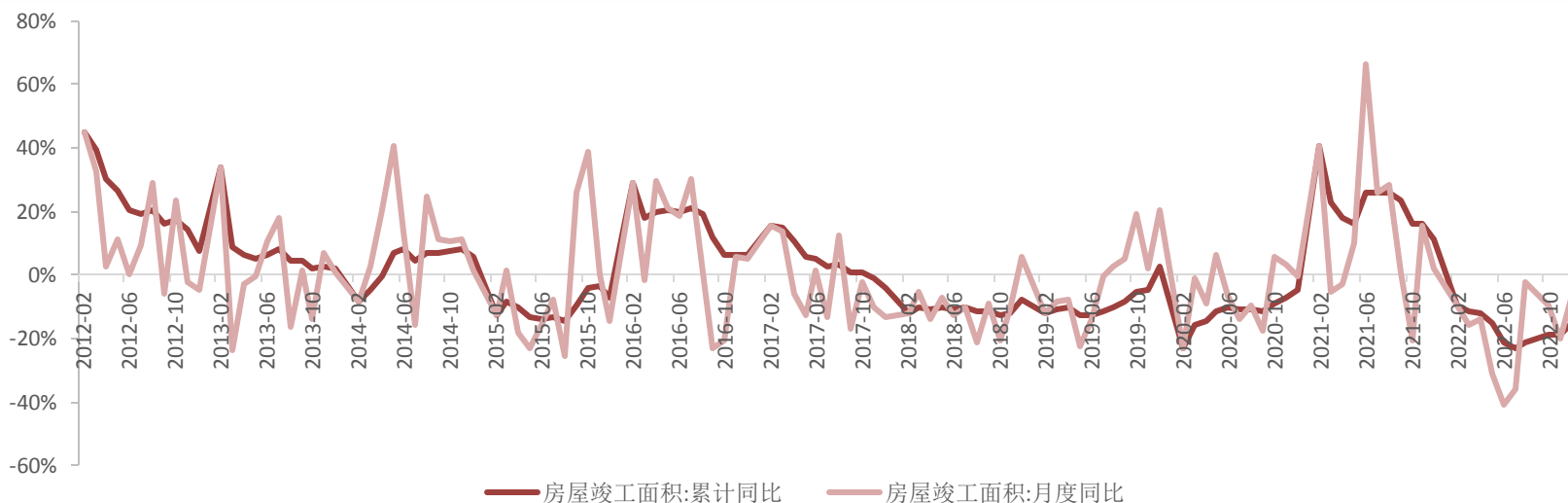
地产销售相关刺激政策梳理

刺激措施	政策时间	内容
降息	2022.01.20	5年期以上 LPR 为 4.6%，相较于年初-0.05pp；1年期 LPR 为 3.7%，相较于年初-0.1pp。
	2022.05.20	5年期以上 LPR 为 4.45%，相较于4月-0.15pp；1年期 LPR 为 3.7%，保持不变。
	2022.08.22	5年期以上 LPR 为 4.3%，相较于7月-0.15pp；1年期 LPR 为 3.65%，相较于7月-0.05pp
降准	2022.04.15	央行宣布自 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25pp，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%。
	2022.11.25	央行宣布自 2022 年 12 月 5 日下调金融机构存款准备金率 0.25pp。
降低购房成本	2022.09.30	央行、银保监会宣布对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
	2022.09.30	财政部、税务总局宣布对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

需求面-地产：政策支持交付，竣工有望率先复苏

- **竣工面积已走出周期谷底，同比增幅呈螺旋复苏趋势。**22年竣工同比增速低点出现在6月份，单月竣工面积同比-40.7%，判断为地产周期走弱叠加上海新冠疫情影响。8月份后，月度竣工面积同比增速持续回暖，收窄至个位数同比下滑水平；但进入11月份后，单月同比再次扩大至-20.2%，我们判断主要原因是11月份疫情影响所致。12月份疫情管控大幅放松后，当月竣工面积同比-6.6%，环比大幅收窄13.6pp，显示竣工整体复苏趋势持续。
- **“保交付” + “流动性支持” 政策密集出台，23年竣工复苏可期。**22年11月8日，银行间交易商协会发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》，拉开年底房地产流动性支持政策的序幕。截至12月底，共出台相关政策15项，22年房企陆续爆发的流动性问题有望得到趋势性缓解。叠加之前出台的“保交付”相关政策，预计23年房地产竣工面积增速有望得到大幅回升。

房屋竣工面积累计及月度同比



需求面-地产：政策支持交付，竣工有望率先复苏

“保交楼”相关政策发布梳理

资金渠道	政策时间	内容
专项资金	2022.08.19	住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行 专项借款 方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。
	2022.08.29	专项用于“保交楼” 2000亿元全国性纾困基金 启动，由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行在现有贷款额度中安排。
	2022.10.10	央行、银保监会宣布中国建设银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国邮政储蓄银行、交通银行六家国有银行年内至少每家提供 1000 亿元房地产融资支持 。
债券	2022.05.27	旭辉、碧桂园、龙湖、美的置业、新城入选“示范房企”名单，并于9月又先后发行累计 62亿“中债增”全额担保票据 。
	2022.11.01	交易商协会、房地产业协会联合中债增进公司，召集金辉、新希望地产、德信中国、大华集团、仁恒置业、雅居乐等21家民营房企召开座谈会，推进10余家房企的增信发债，涉及金额约 200亿元 。
	2022.11.08	由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约 2500亿元民营企业债券融资 ，后续可视情况进一步扩容。
股权	2022.11.28	证监会宣布，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。
预售金	2022.11.14	银保监会、央行、住建部宣布，指导商业银行参照开发贷款授信标准， 向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金 ，置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的30%。置换的预售监管资金优先用于项目工程建设、偿还项目到期债务等，不得用于购置土地、新增其他投资、偿还股东借款等。

需求面-地产：政策支持交付，竣工有望率先复苏

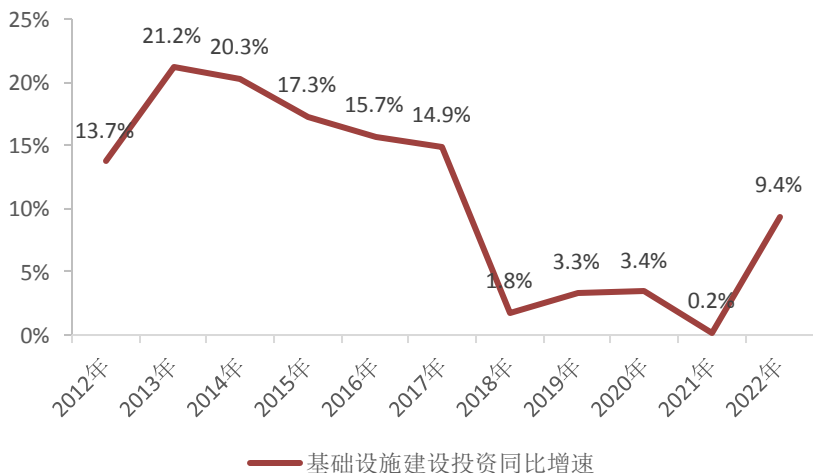
“流动性支持”相关政策梳理

政策/通知/会议	部门	发布时间	政策内容
《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》	交易商协会	2022.11.8	(1) 交易商协会表示要继续推进并扩大民企债券融资支持工具，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，目前已有龙湖、新城、美的置业、万科、金地等房企推进；(2) 中债增表示要加大对民营房企增信服务力度，目前已对龙湖、美的置业、金辉集团首批中票出具发债信用增进函。
《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	央行、银保监会	2022.11.11	(1) 对国有、民营等房企一视同仁，金融机构要合理区分项目子公司与集团控股公司风险；(2) 支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；(3) 鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求；(4) 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排等。此外，还包括一直在稳步推进的2条政策，分别是“支持刚性和改善性住房需求”及“民企增信债的发行”。
《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	银保监会、住建部、央行	2022.11.14	商业银行可与优质房企开展保函置换预售监管资金业务，置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需资金的30%。
全国性商业银行信贷工作座谈会	人民银行、银保监会	2022.11.21	(1) 已出台2000亿元“保交楼”专项借款；(2) 央行拟再向商业银行提供2000亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”。
-	各商业银行	2022.11.23	中行、工行、交行、农行、建行等与万科、龙湖等多家房企签署战略合作协议，为其提供意向性授信额度。
《中国人民银行决定于2022年12月5日下调金融机构存款准备金率》	央行	2022.11.25	央行拟于2022年12月5日下调存款准备金率0.25pp，下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%，共计释放长期资金约5000亿元
证监会新闻发言人就资本市场支持房地产平稳健康发展答记者问	证监会	2022.11.28	即日起恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司境内及境外再融资，进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金投资存量住宅地产、商业地产、基础设施。

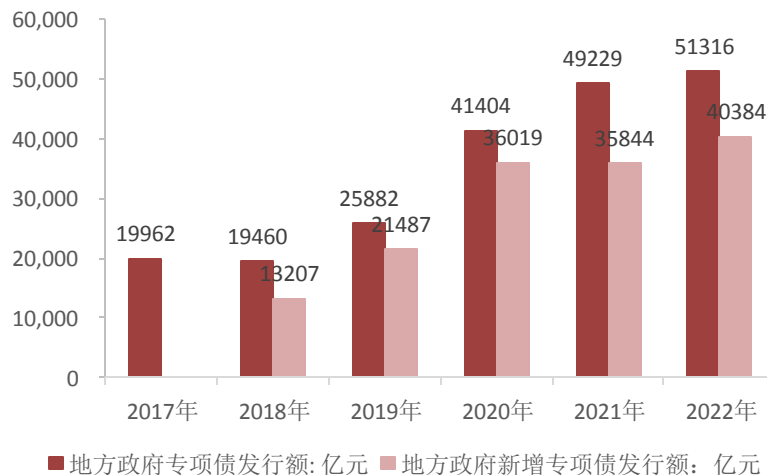
需求面-基建：投资规模保持高位，23年预计落地加速

- **基建投资规模保持高增，23年有望引来落地高峰。**2018-2021年，我国宏观经济景气度较高，彼时基建投资皆保持较低的个位数增速。22年由于地产下行，新冠疫情全国性多发因素影响，宏观经济增长承压。为对冲下行压力，22年基建投资增速大幅提高。根据国家统计局数据，22年我国基建同比增长9.4%，增速连续8个月加快。但由于22年受点多轮散发的新冠疫情影响，各地项目进度推进较慢，22年基建项目落地开工比例并不理想。进入23年，我们预计22年延缓落地的基建项目有望加速落地。
- **地方政府专项债发行额及新增发行额均创新高。**22年地方政府专项债累计发行额51316亿元，同比增长4.2%；新增专项债累计发行额40384亿元，同比增长12.7%。从投向上看，专项债主要投向基础设施建设领域。此外，提前批专项债下达时间为22年11月，属于近年时间较早的一次，23基建投资从量上和发力时间上都有望较早显现，从而拉动相关建材需求。

我国基建投资同比增速



我国地方政府专项债发行规模



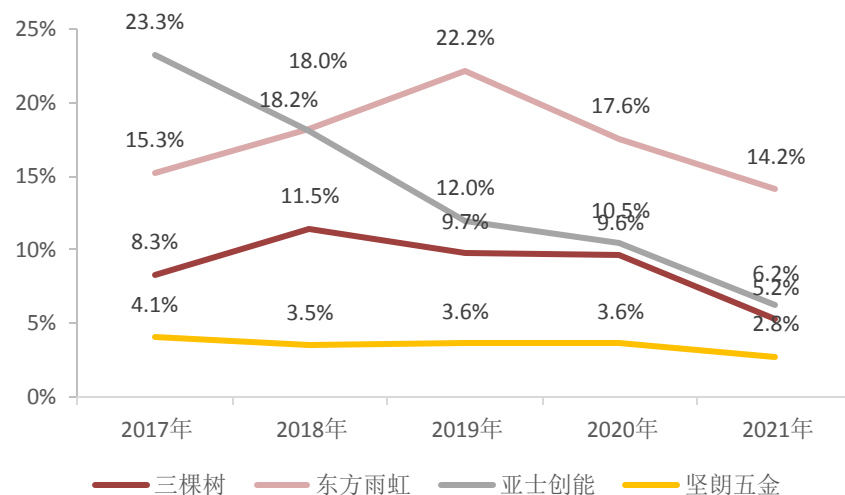
信用减值风险释放充分，收益质量有望持续改善

- 主要建材企业信用减值准备计提充分。**受房企债务压力及销售低迷影响，大B业务占比较高的建材企业在22年均暴露不同程度的坏账风险。21年报/22中报/22三季报为坏账准备集中计提的三个时点，梳理后我们认为大部分应收规模较高企业，其坏账准备计提较充分，23年再发生大额坏账风险较小。
- 收益质量有望持续改善。**22年及之前应收规模较大的建材，以消费建材企业为主。经历本轮房企“暴雷”风险后，各企业纷纷管控大B业务规模及账期，将业务重心转移至C端和小B等非地产需求市场。对应收收入结构调整，其应收规模和平均账期增长均有所放缓或下降，报表收益质量得到提升。23年我们判断该趋势会延续，从而提升相关企业估值水平。

建材企业信用减值计提及三季报应收规模

公司	信用减值计提 (百万元)		应收款余额 (百万元)	应收款周转天数	
	2021	22Q3	22Q3	2021	22Q3
东方雨虹	-251	-630	15149	102	155
北新建材	-14	-19	4009	35	56
三棵树	-814	-154	4464	122	151
坚朗五金	-17	-5	4494	145	232
科顺股份	-26	-4	5338	165	222
蒙娜丽莎	-186	-508	1107	71	86
亚士创能	-13	-19	2287	169	276
东鹏控股	-772	-43	1251	74	77
伟星新材	-6	-6	455	18	26

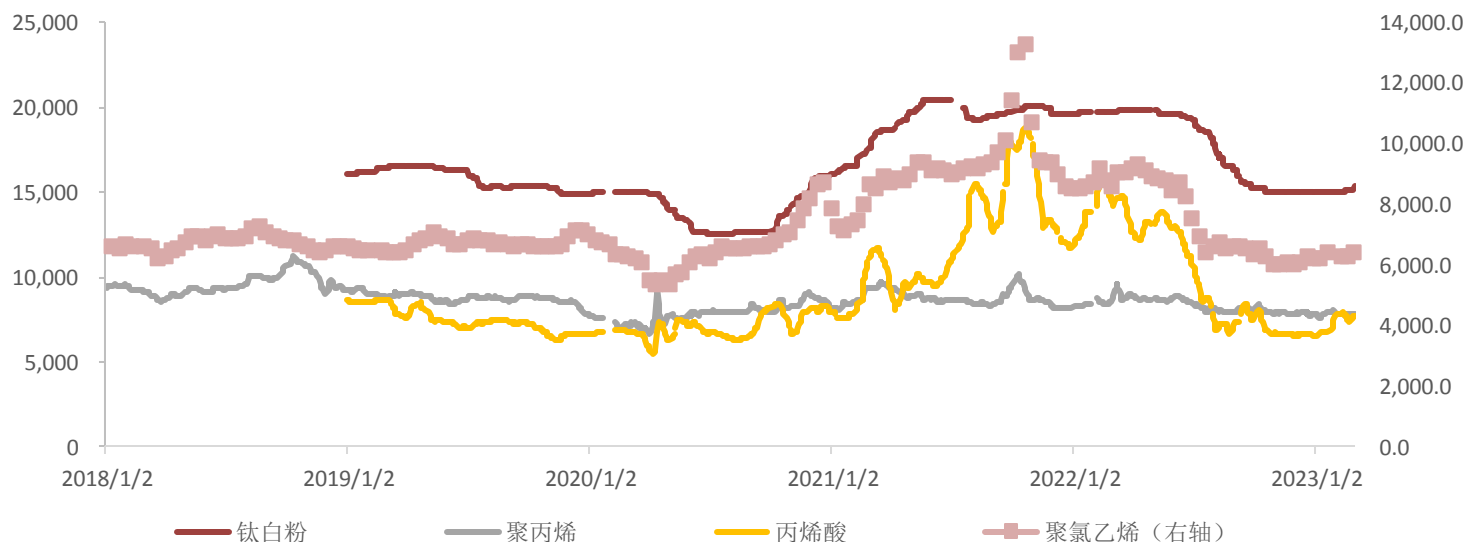
相关建材公司前五客户合计销售金额占年度总额比例



大宗原材料价格回调，23年建材毛利率有望改善

- **23年原材料平均成本有望回落，改善建材企业毛利率。**原材料占建材成本比例较高。2021-2022H1原材料价格持续上行并于高位震荡，对毛利率形成拖累。自22Q3起，原材料价格进入下行通道。以建筑涂料和管材两个品类为例，建涂主要原材料丙烯酸和钛白粉，22年12月较年初分别-43.2%、-23.5%，相关企业三棵树、亚士创能22Q3毛利率相较于21Q4分别+4.6pp、+14.0pp。管材行业主要原材料聚氯乙烯、聚丙烯价格年底相较年初分别-30.6%、-3.8%，伟星新材、公元股份22Q3毛利率较22Q1分别+6.8pp，+0.8pp。考虑到23年海外经济衰退预期及供应链恢复因素，23全年原材料平均成本有望低于22年，相关建材品类毛利率有望得到改善。

2018-2022年建材上游原材料价格走势（元/吨）



困境加速产能出清，集中度提升有望加速

- “地产寒冬”叠加疫情影响，困境加速落后产能出清。22年地产开竣工需求均大幅下滑，叠加“新冠疫情”封控影响，建材行业经历严峻考验。在此背景下，大批中小企业难以为继，选择关停退出市场。以涂料行业为例，根据企查查平台数据，22年涂料行业出现破产重整、注销拍卖等风险的企业超过700家，覆盖了上海、广东、江苏、重庆、广西、福建等多个省市地区。
- 各板块集中度依然偏低，“寒冬”后龙头市占率提升有望加速。截至目前，我国建材各板块市场集中度依然偏低，本轮“需求寒冬”有望加速落后产能退出，客观上为龙头企业长期成长打开空间。

行业	第一		第二		第三	
	名称	市占率	名称	市占率	名称	市占率
水泥	中国建材	21%	海螺水泥	12%	金隅冀东	6%
防水材料	东方雨虹	16%	科顺股份	5%	凯伦股份	2%
陶瓷	马可波罗	4%	东鹏控股	2%	蒙娜丽莎	2%
管材	中国联塑	16%	永高股份	4%	伟星新材	2%
涂料	立邦中国	12%	三棵树	5%	亚士创能	2%
玻璃	信义玻璃	12%	旗滨集团	10%	中建材	6%
石膏板	北新建材	69%	——	——	——	——
建筑五金	坚朗五金	13%	——	——	——	——
人造板	兔宝宝	5%	——	——	——	——
减水剂	苏博特	9%	垒知集团	9%	红墙股份	8%

目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2023年整体投资策略

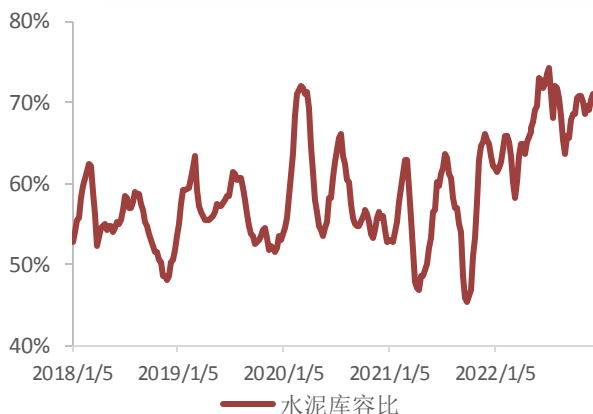
◆ 2023年各细分行业机会

◆ 2023年重点推荐投资标的

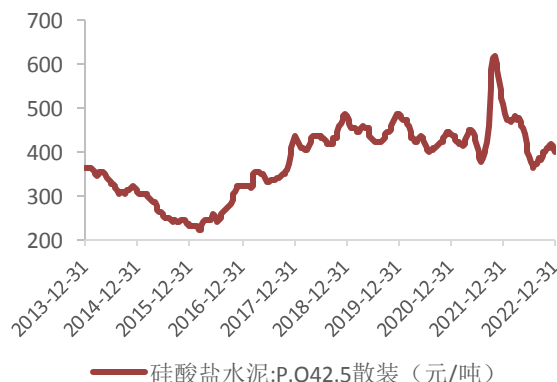
水泥：地产需求承压，基建落地有望改善

- **下游基建与地产，22年需求双弱致库容比高企。** 22年地产端水泥需求大幅下滑，全年新开工和竣工面积同比分别-39.4%、-15.0%。全年基建投资同比+11.5%，依然处于较高水平，但疫情因素致进度缓慢，各地基建项目落地或低于预期。从行业看，需求走弱亦致库容比处历史高位，依据卓创资讯数据，22年12月底行业水泥库容比为65.8%，处于近年高点。
- **23年基建项目落地有望加速，带动水泥需求复苏。** 基于22年土地购置面积、地产开发投资均大幅下滑，截至年底亦无明显改善，我们判断23年地产新开工面积仍将低位盘整。由于房屋水泥需求主要在新开工端，综合判断23年房地产对水泥需求预计仍然较弱。基建方面，22年基建投资依然保持2位数同比增长，我们预计该部分项目有望在23年加速落地，从而带动相关水泥需求。考虑到地产仍然占水泥需求的一半左右，我们预计23年水泥需求端有望呈现边际复苏，部分基建项目落地较好区域，需求将表现强劲。

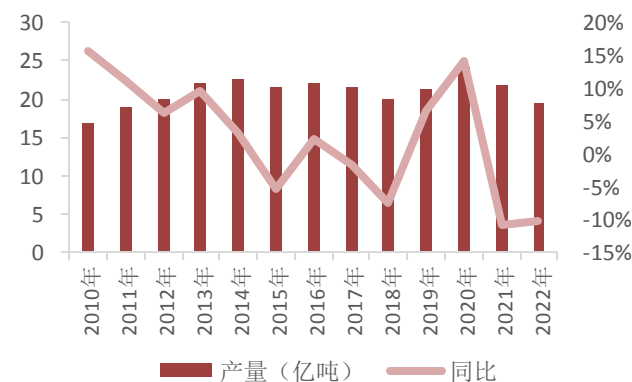
2018-2022年水泥库容比



2013-2022年水泥价格变动



2013-2022年水泥产量变动



水泥: 限产加码边际改善供给格局

- **23年预计新点火熟料产能3000万吨，净产能无新增。**依据卓创资讯数据，23年预计新点火熟料产能2300万吨左右，均为老线关停置换项目，净产能预计无新增。
- **错峰限产进一步加强，23年有效产能有望下降，边际改善行业供给。**截止22年末，在已公布错峰天数的12个水泥生产省份中，23年错峰天数大于22年的有5个，等于22年的有6个，限产天数同比+9.3%。综合看，23年水泥有效在产产能有望同比下降，供给格局将得到边际改善。

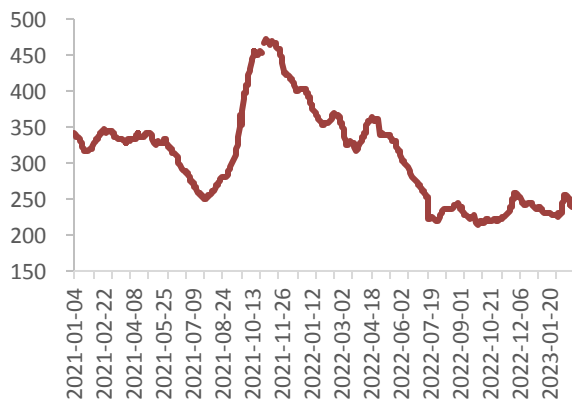
23年与22年各地错峰限产天数对比

	23Q1计划 (天)	23全年计划 (天)	23年相较于22年 (天)
山西省	120	180	相等
河北省	120	150	-
内蒙古	120	-	-
黑龙江	150	-	-
江苏省	45	80	+10
浙江省	40	80	5
福建省	45	65	相等
江西省	40	100	+30
山东省	120	160	-
河南省	120	-	-
湖南省	50	-	-
广东省	40	80	+20
广西省	50	130	-
重庆市	45	130+	-
四川省	45	130+	-
贵州省	60	220	-
云南省	60	-	-
陕西省	100	100	-
甘肃省	100	100	-
青海省	100	180	相等
宁夏区	100	130	-
新疆区	100	-	-

水泥：煤价走弱有望改善毛利率

- **22年煤价上行推高成本，23年有望同比回落。**水泥成本中能源占比为45%，其中煤炭占30%，电力占15%。22年煤炭价格由于俄乌战争、疫情管控等极端因素影响，全年均价较高。依据百川盈孚数据，22年10月底秦皇岛动力煤价格较年初+30.8%。进入11月份后，煤炭价格开始回落。考虑到23年疫情管控因素消失、俄乌战争影响弱化，预计全年煤价有望同比下降，水泥燃料成本有望下行。
- **水泥煤炭价差重新回升，企业盈利能力有望同比回升。**据卓创数据，自22年初起水泥煤炭价格差下滑至接近220元/吨，相较于2018-2021年的平均价差下降接近40%。

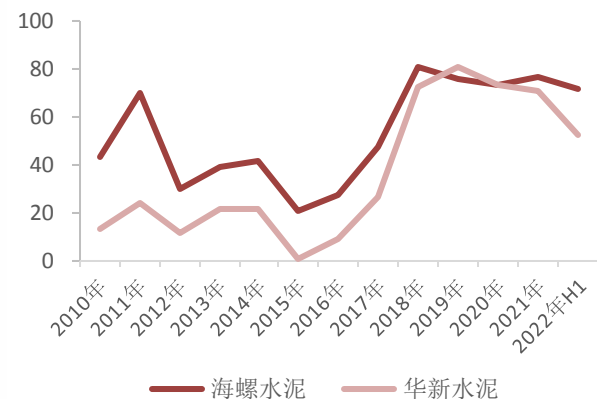
2018-2022年水泥煤炭价格差



2018-2022年煤炭价格变化



部分水泥企业吨净利 (元/吨)



数据来源：Wind，卓创资讯，西南证券整理

浮法玻璃：需求有望跟随竣工回暖

- ❑ **竣工低迷拖累下游需求，行业库存不断攀升。**浮法玻璃下游需求大概75%来自地产,21年地产竣工数据走强，致使行业库存得到较大消化，玻璃价格也高位运行，并持续至22年Q1。22年Q2后受疫情管控、竣工大幅下滑影响，玻璃行业库存快速上行。22Q2库存高点约7129万重箱，同比上升115.6%。相对应，浮法玻璃价格也快速下行，Q2低点价格为84.7元/吨，同比下降17.8%。
- ❑ **23年竣工回暖将改善需求，幅度则仍需观察。**进入22Q4后，中央政府及地方政府持续出台支持政策，促进地产消费稳定复苏。23年在疫情管控影响大幅降低，开发商资金链风险显著缓解、“保交楼”重点政策支持背景下，地产竣工有望率先复苏。但考虑到中小开发商资金链情况依然较紧，竣工回暖对玻璃需求复苏幅度带动仍需观察。

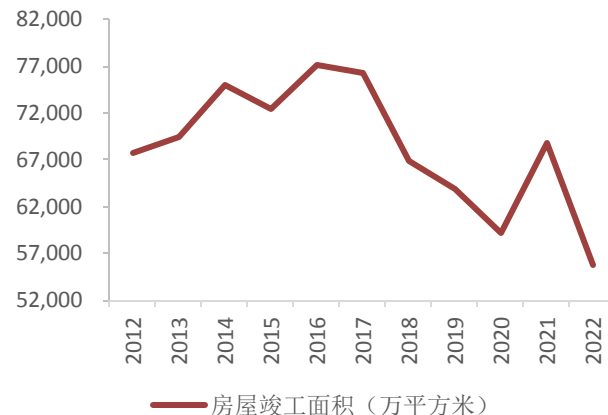
2012-2022年浮法玻璃库存



2010-2022年浮法玻璃价格



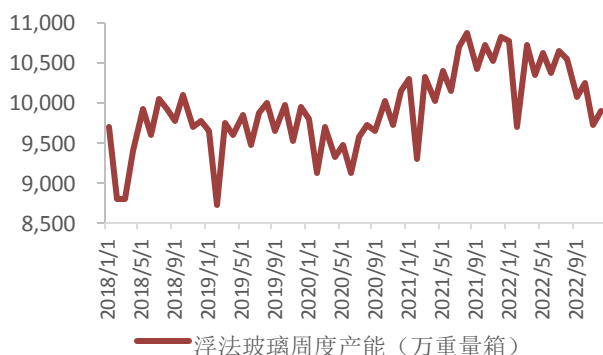
2012-2022年房屋竣工面积



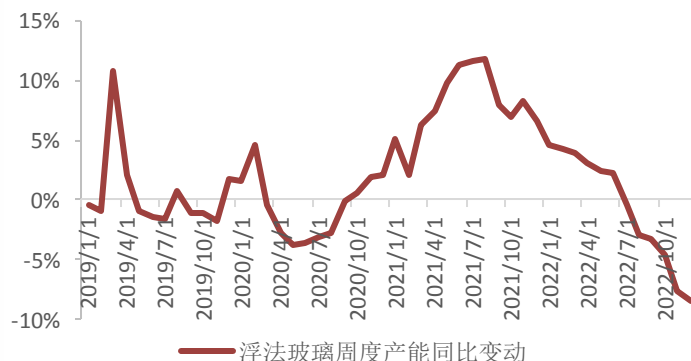
浮法玻璃：供给有望改善，成本预期下降

- **供给格局有望进一步改善。** 22年需求大幅下挫背景下，高龄浮法玻璃线冷修数有所增加。依据卓创数据，22年冷修产线数42条，累计在产产能5793.5万吨，同比增加2.1%。22年底，浮法玻璃均价为1851.7元/吨，平均成本在1533.2元/吨，众多中小产线盈利困难。另一方面，23年在产产线239条，总产能平均20万吨/日。10年产龄以上的线有24条。此外，去年冷修里，预计复产线为2条。两方面因素叠加，我们预计23年有6条产线进入冷修，测算产能4010吨，占总产能比例为2.0%。整体供给格局有望进一步改善。
- **纯碱成本预计在23H2大幅降低。** 纯碱在浮法玻璃成本占比25%。22年初至4月中旬纯碱价格一路上行，由2220元/吨涨到3100元/吨，上涨39.6%，玻璃企业成本承压。4月下旬开始，纯碱价格开始回调，7月下旬开始再次震荡上行。23年纯碱产能预计大幅增加，如远兴能源一期500万吨预计23Q3投产。供给大幅增加，需求增长幅度不大情况下，纯碱价格有望明显下降，改善玻璃企业成本状况。

2018-2022年浮法玻璃周度产能



2019-2022年浮法玻璃周度产能同比变动



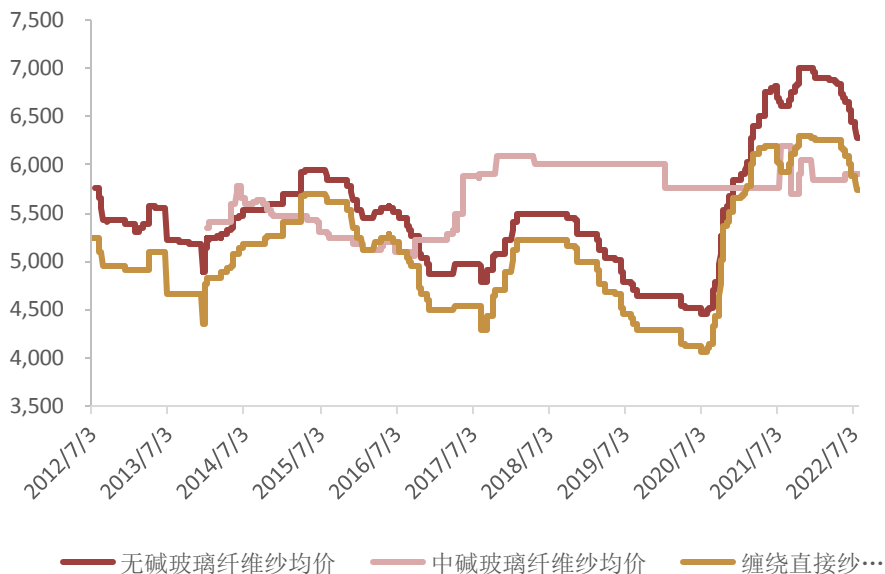
纯碱价格走势



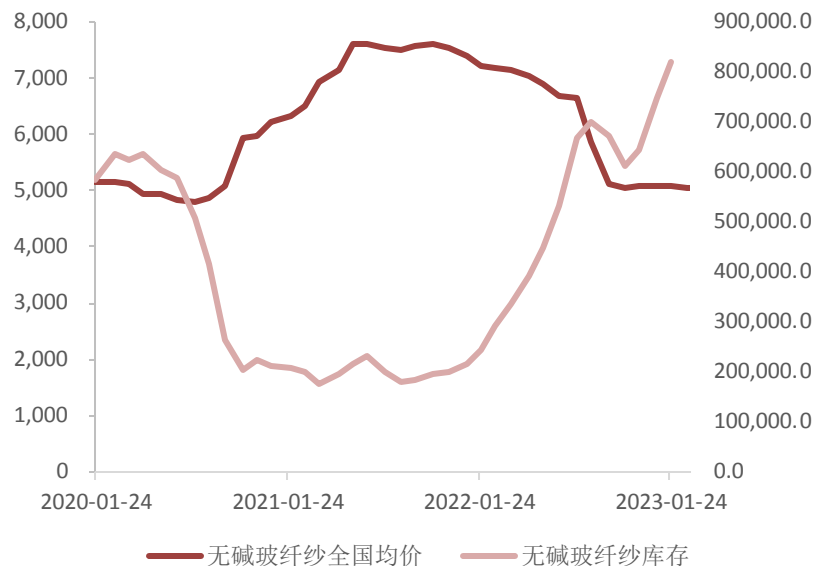
玻纤：周期底部，库存下行迹象初现

- **玻纤由于重资产、供给刚性、新需求多等特点，行业呈现明显的周期性特征。**根据卓创资讯的数据，2012-2022十年间，玻纤粗纱共经历了3轮周期：2013/12-2017/09，2017/09-2020/07，2020/07-至今，平均周期为2.8-3.7年。2020年7月至今的本轮周期已持续2.5年，目前价格处于底部横盘阶段。
- **库存数据通常领先价格指数3-5个月变动。**玻纤窑线点火后，通常需要连续运行8-10年后，才会停窑冷修，表现出明显的供给刚性。正因此，在供需曲线发生变化时，库存数据通常会领先价格数据反应。历史数据看，领先时间为3-5个月。

全国玻纤粗纱均价走势（元/吨）



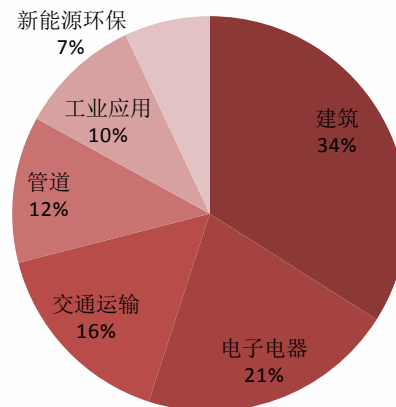
全国无碱玻纤纱均价（元/吨）和库存（吨）数据拟合图



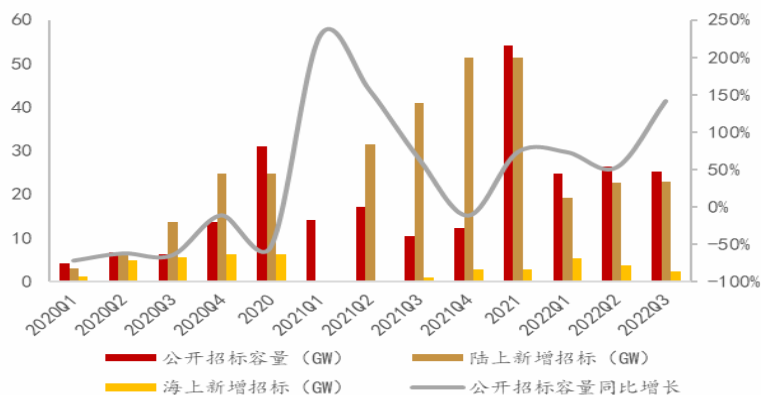
玻纤：风电纱需求大幅增长确定性较高

□ **国内需求：1) 风电纱需求预计高增。**国内宏观经济预计将随着疫情管控措施大幅调整而复苏。风电应用大概占玻纤总量的7%，预计23年将出现高增，主要基于风电装机预计将同比高增。根据西南电新组23年策略报告，预计22年国内风电装机30GW，低于预期，主要由于疫情影响零部件交货以及海风首年退补影响。但22年前三季度风机招标量76.3GW，同比高增142.3%。根据风电建设周期推算，23年有望迎来装机大幅增长，拉动玻纤风电纱需求。

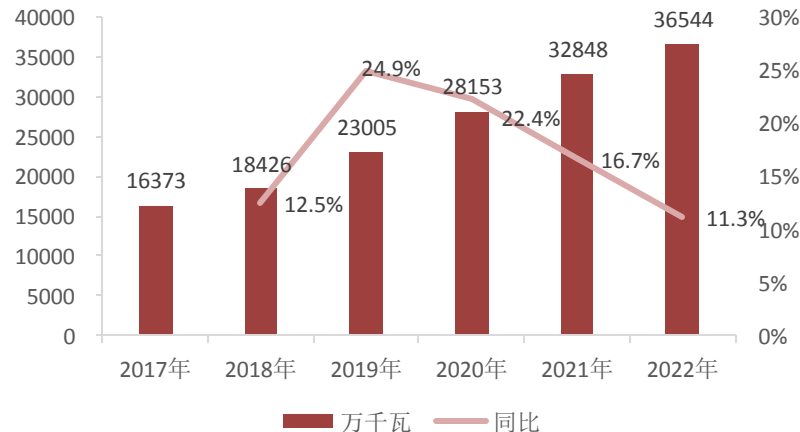
玻纤下游需求结构



2022前三季度招标规模76.3GW



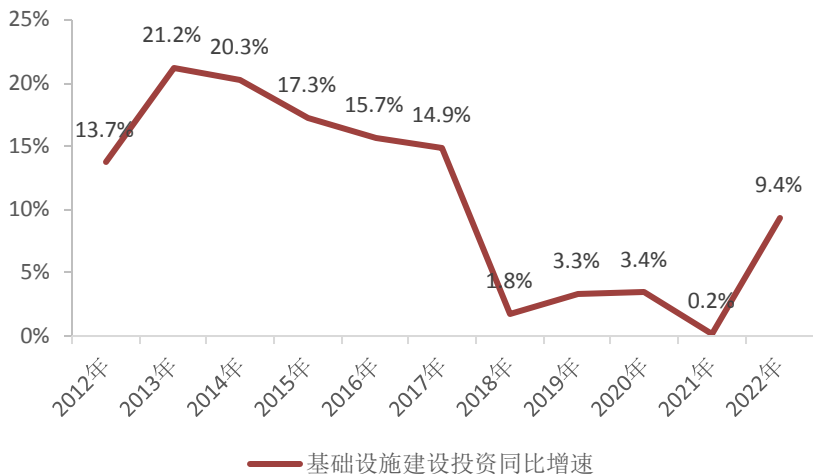
2017-2022年我国风电累计装机容量



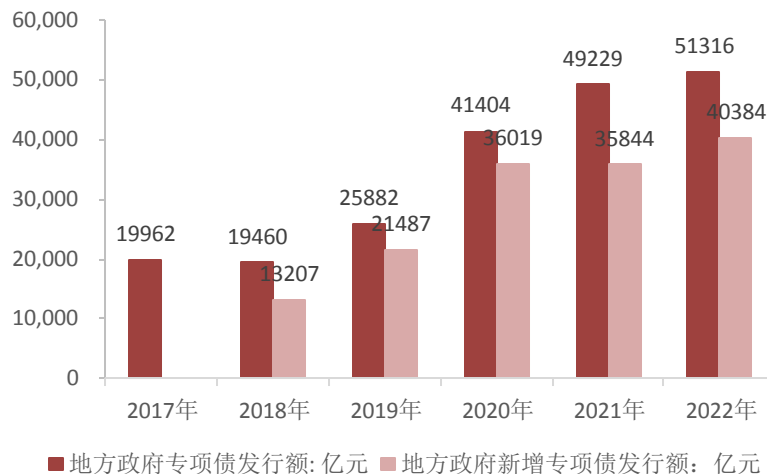
玻纤：基建相关需求有望迎来补偿性高增

□ **国内需求：2）基建相关需求有望补偿性高增。**2018-2021年，我国宏观经济景气度较高，彼时基建投资皆保持较低的个位数增速。22年由于地产下行，新冠疫情全国性多发因素影响，宏观经济增长承压。为对冲下行压力，22年基建投资增速大幅提高。根据国家统计局数据，22年我国基建同比增长9.4%，增速连续8个月加快。但由于22年受到多点多轮散发的新冠疫情影响，基建项目落地开工比例并不理想，各地项目进度较慢。进入23年，我们预计22年延缓落地的基建项目有望加速落地，从而拉动相关建材、管道等领域的玻纤需求。

我国基建投资同比增速



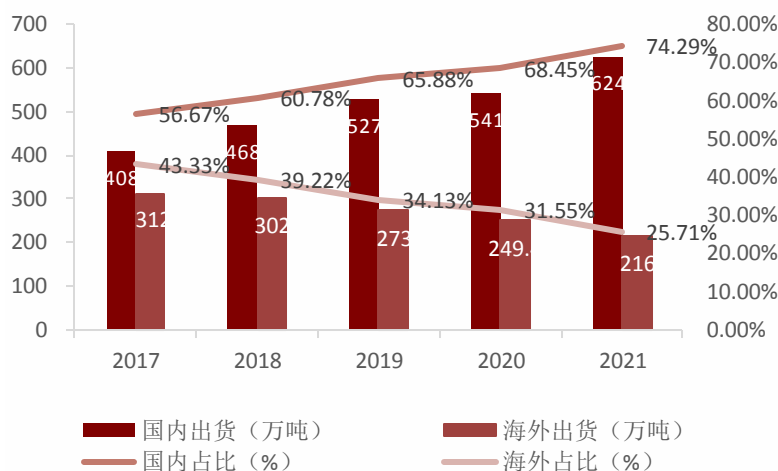
我国地方政府专项债发行规模



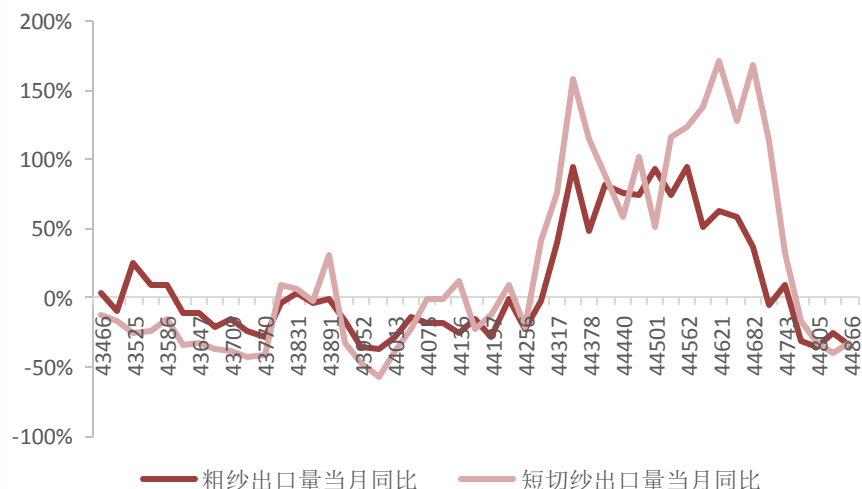
玻纤：海外需求不确定性较大

- **海外需求：存较大不确定性。** 22H1玻纤出口保持高景气，1-5月粗纱出口累计同比+60%。但进入H2，由于美联储加息、欧洲能源危机等综合影响，出口数据快速回落。展望23年，结合西南证券宏观组策略报告，美国经济由于联储加息而持续承压；欧元区由于通胀、能源危机因素有陷入衰退风险。综合判断，目前时点看23年海外市场玻纤需求存在较大不确定性。
- **海外需求占比约34.1%，主要集中在头部企业。** 由于近年国内需求增长较块，海外占总需求的比例不断下降。考虑2020/2021两年疫情对海外需求扰动较大，我们以2019年34.1%的比例考虑较为准确。结构上，出口主要集中于中国巨石、泰山玻纤、重庆巨石几家一线企业上。虽然海外需求对头部企业的相关销售有直接影响，但由于头部企业产能集中于国内，其内销价格/比例亦会受海外需求动态调整。所以海外需求对国内玻纤价格的影响是行业性的，而并非仅限于头部企业。

玻纤国内/海外出货量



玻纤粗纱出口增速



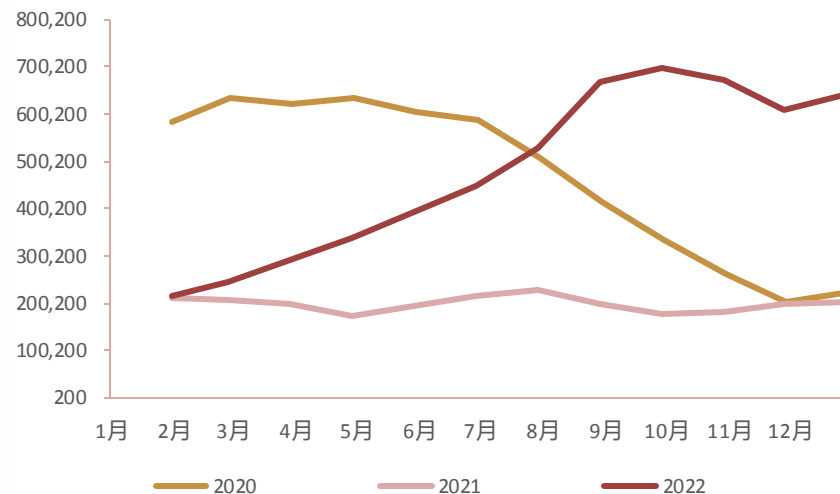
玻纤：23年新增供给压力较小

- **供给：23年新增产能有效释放约30万吨，新增供给压力显著降低。**根据卓创资讯统计数据预测，从有效释放角度看，预计23年新增产能有效释放在30万吨左右，较22年62万吨明显降低，行业供给压力将显著缓解。
- **粗纱库存22年10月出现拐点，下游补库迎23年风电纱高增预期。**根据卓创跟踪数据，22年10月行业库存为67.3万吨，环比-3.7%；11/12月行业库存61.1/64.2万吨，环比分别-9.2%/+5.1%。我们判断10/11月的库存下降为下游客户和贸易商补库需求拉动，进一步佐证行业对23年风电纱需求高增预期。

23年无碱玻纤纱新增产能/冷修产线统计

企业	产线数	产能（万吨）	点火/冷修时间
邢台金牛	5 线	15	筹建，23 年存点火计划
巨石（九江）	3 线	20	预期 22 年底或 23 年一季度点火
长海股份	4 线	15	预期 2023 年点火
国际复材	F13	15	预期 2023 年三季度前点火
巨石	4 线	12	预计 2022 年底
泰山玻纤	-	15	预期 2023 下半年
山东玻纤	6 线	15	预期 2023 年底
巨石	1 线	8 改 12	存在冷修计划
巨石	1 线	8 改 10	2021.09 冷修
巨石	2 线	12 改 20	2022.09 冷修
长海股份	天马	3 改 8	存在冷修计划
泰山玻纤	4 线	6 改 12	2022.04 冷修

2020-2022年玻纤库存数据（吨）



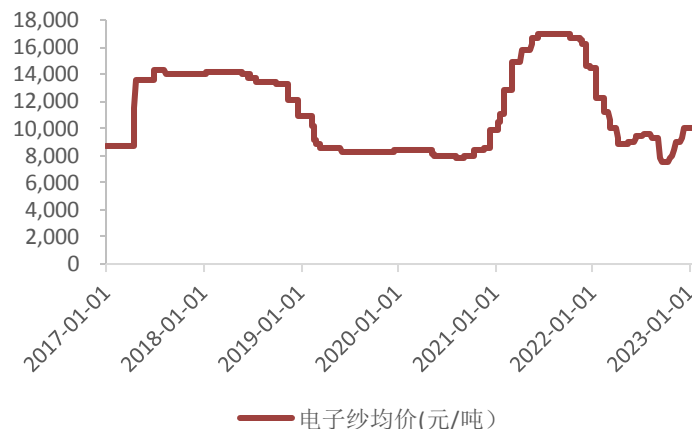
玻纤：电子纱几无新增供给，景气度有望提升

- **5年2轮周期，目前处于第2轮周期底部向上位置。**根据卓创数据，2017/04-2020/09为近5年电子纱第一轮周期，历时约3.5年，高点均价14000元/吨，低点价格7950元/吨。本轮周期起始于2020/10，到2022/10正好2年。22/10电子纱价格开始从底部的7550元/吨提涨，截至23年/01月为10000元/吨，涨幅32.5%。
- **23年几无新增产能投放，供给压力骤减。**根据卓创数据统计，22年国内电子纱新投产产能约16万吨，主要为中国巨石和泰山玻纤新线点火。相对照，23年在建电子纱产线仅有丹凤集团一条3万吨/年产线，但从进度跟踪看，23年投产可能性较低。整体看，电子纱23年几无新增产线投放，供给格局改善。
- **需求：PCB需求有望保持稳定增长。**电子纱下游需求主要是做PCB覆铜板的原材料。覆铜板下游需求种类众多，包括电器、电子、通讯（5G）、汽车等。23年在宏观经济复苏、5G通讯和新能源汽车智能化背景下，PCB覆铜板需求有望保持稳定增长。

2022年电子纱新增/冷修产线统计

企业	产能	点火/冷修时间
泰山玻纤	1.5万吨线停产	2022年1月31日前后停产
	6万吨线	22年1月下旬正常产出
台嘉成都玻纤	3万吨线	22年10月放水停产
巨石攀登	3万吨线冷修	2022年7月底放水冷修，8月无产量
巨石	6万吨线	21年3月16日点火
	10万吨线	22年6月18日点火
必成玻纤（昆山）	3.8万吨线冷修	2022年4月30日冷修

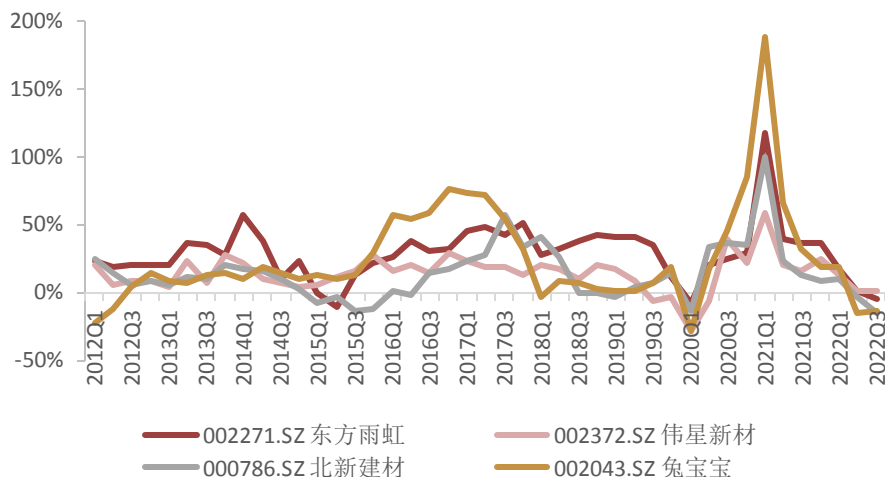
全国玻纤电子纱均价走势



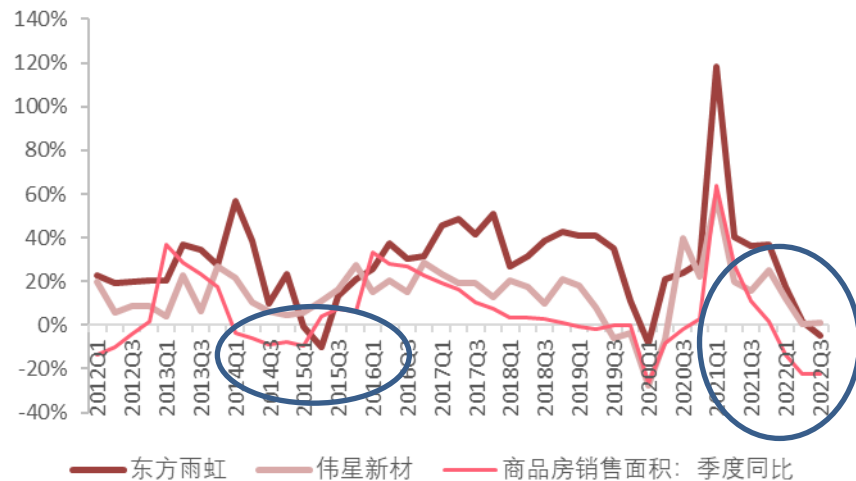
消费建材：疫情管控大幅调整促装修需求回暖

- **单季收入增速已下行至底部区间。**受地产需求及疫情拖累，22年消费建材企业收入增长均大幅放缓或同比下滑。我们选取上市时间较长的4家企业：东方雨虹、伟星新材、北新建材、兔宝宝，进行单季度收入同比增速复盘。剔除20Q1疫情爆发时的极端情况，22Q3的收入比增速均下滑到十年最低值。
- **需求回暖1：疫情管控大幅调整。**在地产下行期，消费建材龙头收入增速与地产销售面积增速走势上会出现一定程度偏离，我们判断为龙头企业竞争优势导致的收入增长韧性。以雨虹/伟星为例，在上一轮地产周期底部14Q1-15Q1，两家公司收入增速相对商品房销售面积增速走势上出现了一定程度偏离。但在本轮周期的21Q4-22Q3，两家收入增速走势基本与销售面积增速走势线性同步，我们判断为疫情封控抵消了龙头企业的 α 优势，侧面佐证疫情管控对需求影响显著。23年疫情管控政策大幅调整后，相当部分被影响的需求会释放出来。

消费建材企业单季度营收同比增速



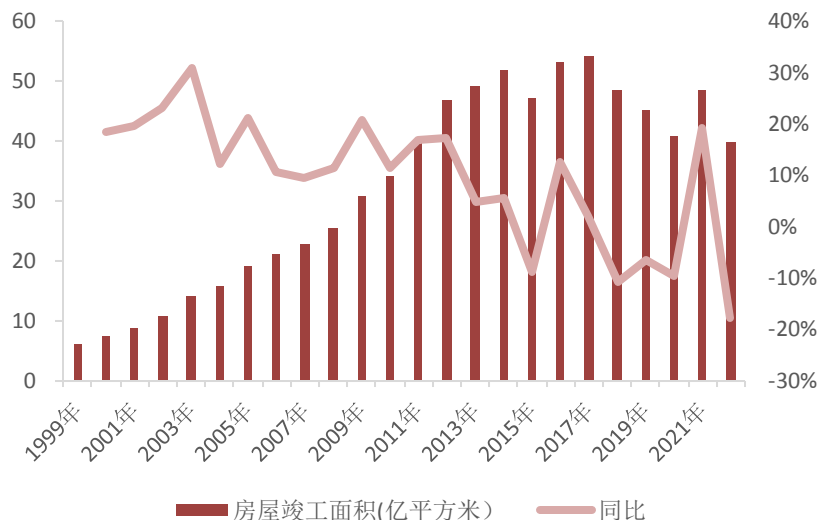
龙头企业营收增速与商品房销售增速拟合



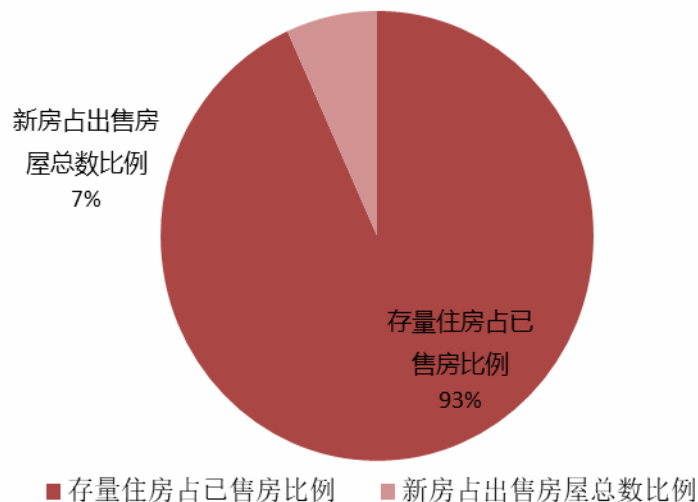
消费建材：竣工回暖叠加“二装”高峰拉动需求恢复

- ❑ **需求回暖2：竣工面积增速有望复苏。**该部分在总体投资策略上已有分析，这里不再赘述。
- ❑ **需求回暖3：二次装修需求有望复苏。**我国住宅竣工面积在2009年首次超过5亿 m^2 ，其后大部分年份维持在7-8亿 m^2 的高位水平。按照住宅装修使用年限，二次装修一般在一次装修后的10-15年。按此周期推算，23年的二次装修需求主要来自08-13年新竣工面积，而此期间恰恰是竣工高峰的5年，累计竣工面积39.6亿 m^2 。随着疫情扰动因素的消散，23年二次装修需求有望集中释放，拉动消费建材需求。

我国住宅竣工面积及同比增速



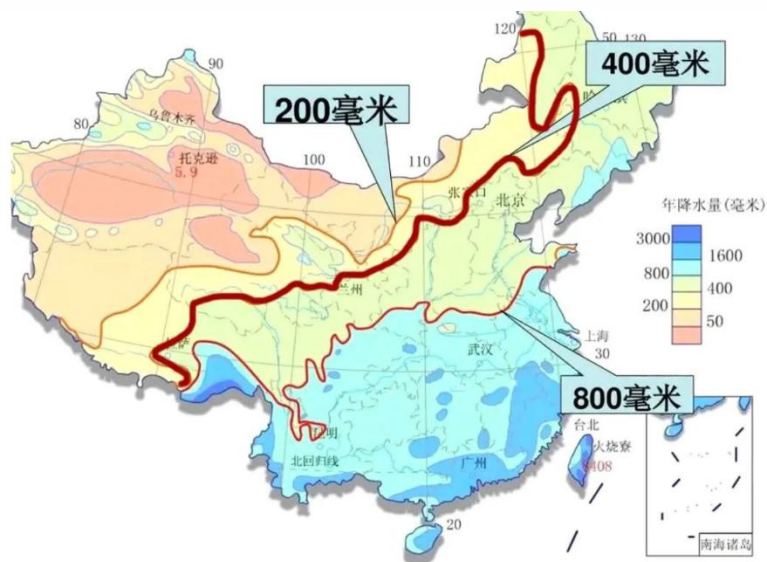
美国存量房比例



消费建材：防水新规显著扩容市场需求规模

- 需求回暖4：新规扩容防水市场规模。** 住建部于22年10月底正式发布《建筑与市政工程防水通用规范》（以下简称“防水新规”）。相较于之前实施的《建设工程质量管理条例》，新规显著提升建筑防水要求，预计将为防水市场规模带来60%左右的增量扩容。主要体现在：1) 将建筑防水设计工作年限从原来的5年大幅提升至不低于20-25年（依建筑结构部位不同而有所差异）；2) 大幅增加一级防水设防覆盖范围，如将年降雨量400mm以东区域全部划归一级防水。3) 大幅提升设防道数，如地下室一级防水道数由原来的2道增加到3道。综合来看，新规对防水材料需求空间扩容效应显著。

防水新规依据降雨量对不同等级防水区的划分



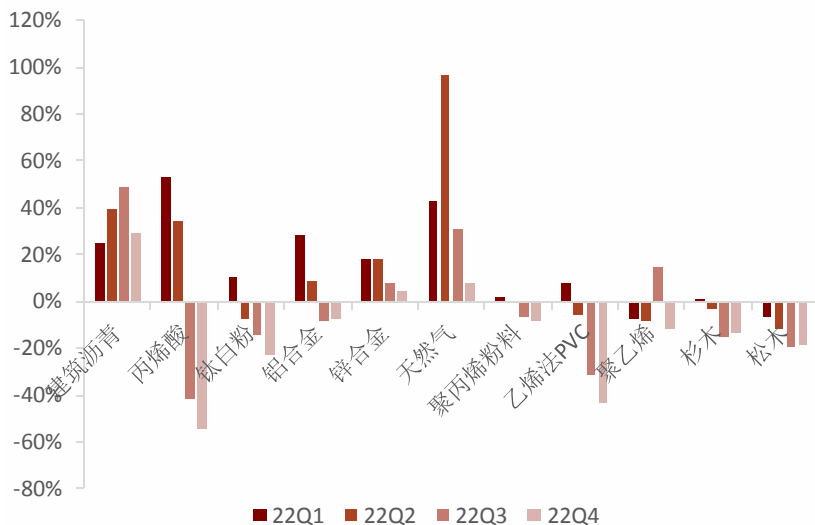
防水新规防水道数的规定

防水等级	防水做法	防水混凝土	外设防水层		
			防水卷材	防水涂料	水泥基防水材料
一级	不应少于3道	为1道，应选	不少于2道；防水卷材或防水涂料不应少于1道		
二级	不应少于2道	为1道，应选	不少于1道；任选		
三级	不应少于1道	为1道，应选	-		

消费建材：原材料成本高位回落有望持续

- 原材料成本回落趋势有望持续，改善板块23年盈利能力。**受全球宏观经济及能源供应影响，消费建材主要原材料价格从22H2开始上涨，持续近一年时间。进入23H2，大宗原材料价格陆续开始回落。依据百川盈孚数据，价格回落较多为丙烯酸/PVC/钛白粉，22Q4均价同比分别-54.2%/43.0%/22.6%，对应受益板块为建筑涂料和塑料管。价格高位时间比较长的建筑沥青，在22Q4也进入回落区间，均价环比Q3-5.8%。展望23年，美欧经济由于通胀、能源危机等原因，衰退风险较高，大宗商品价格大幅向上可能性较小，预计消费建材相关原材料23年均价较22年有不同幅度回落，企业盈利能力将得到不停程度改善。

消费建材主要原材料季度均价同比



各建材品类主要原材料成本占比

	主要原材料	成本占比
防水卷材	建筑沥青	28.00%
建筑涂料	丙烯酸	30%-40%
	钛白粉	10%-25%
建筑五金	不锈钢、铝合金、锌合金	68.00%
建筑陶瓷	砂坭	14.53%
	电	8.27%
	煤	5.92%
	天然气	10.71%
塑料管道	PVC、PE、PP	80.00%
板材	杉木、松木	60.00%
石膏板	护面纸	45.00%
	石膏	16.00%

消费建材：应收减值计提充分企业信用风险较小

- **部分企业信用减值计提较高，业绩复苏无历史拖累。** 2021-2022由于地产行业大幅下行，部分2B建材企业由于房企“暴雷”生成不同规模的问题应收款。相关企业也在年报中报时对该部分应收款做了专项计提。展望2023年，前期应收计提比例充分的建材企业，后续信用减值风险较小。综合来看，2B业务应收计提比例较充分的企业为：**蒙娜丽莎、东鹏控股、三棵树、亚士创能**。同时，2C业务占主导的建材企业因为客户结构特征天然具备低信用减值风险，如：**伟星新材、兔宝宝、北新建材**。此外，**坚朗五金**因为业务模式以零散小客户为主，大房企客户占比低等特点，其信用减值风险也相应较低。

消费建材企业专项计提统计

行业	公司	2021年专项计提比例	2022年专项计提比例
防水	东方雨虹	恒大5.31%；华夏幸福80%；广州实地4.11%；其他100%	华夏幸福80%
	科顺股份	华夏幸福 80%；恒大50%；蓝光集团、奥园集团、佳兆业、阳光城 30%；荣盛20%；90家零星单位 100%	华夏幸福 80%；恒大50%；蓝光集团、奥园集团、佳兆业、阳光城均为30%；荣盛20%；110家零星单位100%
	凯伦股份	恒大集团50%；蓝光集团30%；荣盛地产30%；43家零星单位100%	恒大集团50%；蓝光集团、荣盛地产均为30%；37家零星单位100%
建筑涂料	三棵树	恒大65%；蓝光80%；阳光城15%；华夏地产80%；金科地产15%；融创地产15%；中南地产15%；漳州宏泰钢制品有限公司100%	恒大、蓝光、阳光城等公司做进一步计提
	亚士创能	华夏幸福、恒大、蓝光、富力、融创、欧基得、花样年、亚士顺共8家均80%	华夏幸福、恒大、蓝光、富力、融创、欧基得、花样年、亚士顺共8家进一步计提80%
石膏板	北新建材	公司未做单项计提	公司未做单项计提
建筑五金	坚朗五金	锦家置业100%；恒大系有2000万左右直销得应收余额，计提80%；瑞丰旅游开发80%；天亿达幕墙50%；其余80家零星单位81.07%	恒大系、瑞丰旅游、富煌钢构、东拓旅游均为80%
塑料管材	伟星新材	零散客户100%做单项计提，金额较小	零散客户100%做单项计提，金额较小
	中国联塑	若干房企应收账款为16.72亿元，计提11.29亿元，比例为67.53%	-
	公元股份	恒大地产20%	恒大地产37.21%
瓷砖	蒙娜丽莎	恒大、广田均为100%；融创80%；绿地、世茂、金科、阳光城系、正荣、奥园、花样年、佳兆业、禹州系、富力、泰禾系均为50%；荣盛、隆基泰和均为30%	广州恒隆、恒乾、海南恒乾均为50%；集广、金奥、盈力商贸、正启置业等24家企业均为30%
	马可波罗	阳光城、华夏幸福、花样年均为90%；融创、世茂、时代、雅居乐、富力、荣盛均为80%；金科70%；中梁均为60%；绿地、首创及其他企业均为30%	-
	东鹏股份	华夏幸福、恒大均为80%；荣盛56%；蓝光51%；世茂50%；中南42%；其他客户100%	未披露客户80%；其他客户73.86%
板材和家居	兔宝宝	华夏幸福、恒大、蓝光、花样年计提3000余万	德清德航游艇制造、世纪祥和家俱装饰均100%；泰和嘉信、海基置业等9家地方地产企业均计提80%

目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2023年整体投资策略

◆ 2023年各细分行业机会

◆ 2023年重点推荐投资标的

东方雨虹（002271）：扩容扩品打造综合建材平台型企业

□ 投资逻辑：

1) “防水扩容+市场出清”驱动龙头市占率持续提升。23年4月防水新规正式实施，有望给市场带来总计60%的需求增量（23年预计在20%左右）；此外，22年地产行业低迷，客观上导致众多中小防水企业退出市场。两项因素叠加，驱动龙头企业市占率进一步提升。2) 多元业务扩展，打造综合建材制造平台型企业。公司民建、建涂、砂浆、密封胶等多元业务发展迅速，赛道空间广阔，驱动公司成长为综合建材提供商。

□ 业绩预测与投资建议：

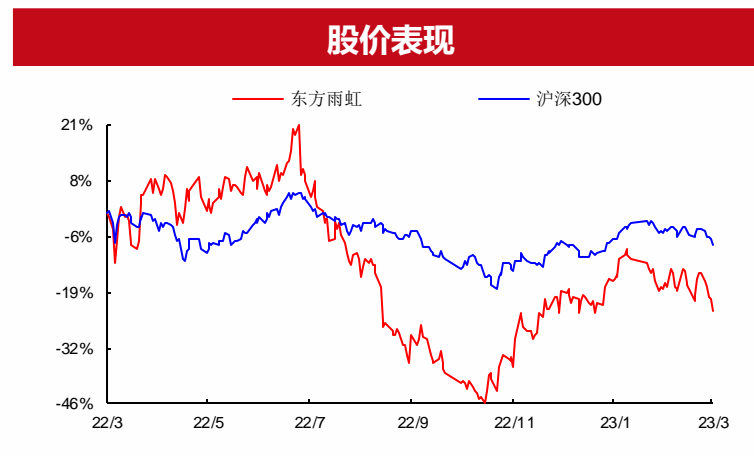
预计公司2022-2024年归母净利润分别为25.7/32.6/41.9亿元，对应PE分别为32/25/20倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：原材料价格大幅波动，地产需求复苏不及预期，应收账款风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	31934.20	33031.86	40518.31
营业收入增长率	46.96%	3.44%	22.66%
归母净利润（百万元）	4204.70	2567.84	3259.17
净利润增长率	24.07%	-38.93%	26.92%
EPS（元）	1.67	1.02	1.29
P/E	20	32	25

数据来源：Wind，西南证券
www.swsc.com.cn

注：股价为2023年3月10日收盘价



数据来源：Wind，西南证券整理

伟星新材（002372）：品牌“同心圆”构筑长期成长

□ 投资逻辑：

1) “产品+服务+渠道”构筑高护城河高溢价的消费建材品牌。以PPR管为代表的“伟星”管材在消费建材市场具备极高品牌影响力，其精细化管理、高品质“产品+服务”、及强大的渠道网络打造了高护城河、高溢价的竞争优势；2) “同心圆”战略扩品，打造第二、第三成长曲线。依托现有优质品牌及高效渠道网络，公司产品矩阵向家装防水、净水产品扩充，保证高盈利水平的同时，不断提升外围及下沉市场市占率，在协同管材优势业务的同时，复刻第二、第三成长曲线。3) 长期看，公司有望在现有“护城河”基础上持续实施扩品战略，未来成长为家装建材优质平台型企业。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2022-2024年归母净利润分别为13.0/16.0/18.8亿元，对应PE分别为30/25/21倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：原材料价格大幅波动、宏观经济大幅波动、下游需求恢复不及预期。

业绩预测和估值指标			
指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6387.63	6936.92	8163.21
营业收入增长率	25.13%	8.60%	17.68%
归母净利润（百万元）	1223.35	1301.62	1598.21
净利润增长率	2.58%	6.40%	22.79%
EPS（元）	0.77	0.82	1.00
P/E	32	30	25



铂科新材（300811）：下游光伏+电动车放量，高景气需求驱动成长

□ 投资逻辑：

1) 下游光伏、电动车景气双高，合金软磁需求扩张。光伏/储能逆变器+电动车OBC/升压电感+空调/UBS等传统领域，预计未来3年空间CAGR30%以上，预计2025年市场空间100亿元左右。**2) 竞争格局优良。**公司作为行业龙头，市占率约有50-60%，光伏/电动车应用皆有1-2年认证壁垒，目前再光/电领域仅有一家主要竞争对手，且市场份额大幅领先。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为1.9、2.7和3.8亿元，对应PE分别为47/34/24倍，维持“买入”评级。

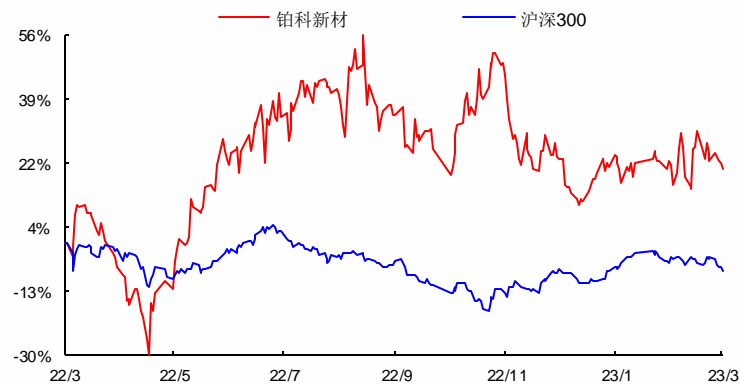
□ 风险提示：

光伏电动车需求增长不及预期，产能增长不及预期，原材料大幅上涨风险，行业竞争加剧致利润率-风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入（百万元）	725.89	1075.89	1415.79
营业收入增长率	46.11%	48.22%	31.59%
归母净利润（百万元）	120.27	193.15	264.88
净利润增长率	12.90%	60.60%	37.14%
EPS（元）	1.15	1.85	2.54
P/E	76	47	34

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

注：股价为2023年3月10日收盘价

数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

斯迪克 (300806) : OCA/锂电池材料进入放量增长期

□ 投资逻辑:

1) **OCA胶国产替代放量**。OCA胶赛道百亿需求空间，公司已成功供货海外知名VR客户及国内手机大厂。在地缘政治摩擦背景下，23年公司OCA在其它品牌客户的替代放量有望加速。2) **锂电池材料放量加速**。公司锂电绝缘胶粘材料去年已放量供货海外大客户，今年有望在国内客户加速放量，高景气度下游需求有望驱动该板块收入利润快速成长。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2022-2024年归母净利润分别为2.7/4.0/5.8亿元，对应PE分别为31/21/15倍，维持“买入”评级。

□ **风险提示**：消费电子需求复苏不及预期，国产替代进展不及预期，锂电池需求增长不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1984.16	2395.36	3272.42
营业收入增长率	28.89%	20.72%	36.62%
归母净利润 (百万元)	209.94	269.90	394.65
净利润增长率	15.59%	28.56%	46.22%
EPS (元)	0.69	0.89	1.30
P/E	40	31	21

数据来源：Wind，西南证券

注：股价为2023年3月10日收盘价

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300806.SZ	斯迪克	27.9	0.69	0.89	1.3	40	31	21	买入
300811.SZ	铂科新材	87.6	1.15	1.85	2.54	76	47	34	买入
002918.SZ	蒙娜丽莎	20.1	0.76	0	1.64	26	—	14	买入
002271.SZ	东方雨虹	32.7	1.67	1.02	1.29	20	32	25	买入
002372.SZ	伟星新材	24.8	0.77	0.82	1.00	32	30	25	买入

数据来源：Wind，西南证券

注：股价为2023年3月10日收盘价



分析师：陈中亮
执业证号：S1250522070001
电话：021-58351909
邮箱：czlyf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744
杨新意		销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
张文锋		销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
陈韵然		销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
龚之涵		销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn