

# 强于大市

# 建材行业周报（3.13-3.19）

## 水泥错峰陆续结束，关注格局稳定性

本周水泥基本面略有震荡，玻璃情形好转，玻纤需求仍需等待。水泥错峰生产陆续结束，关注后续格局稳定性以及涨价的延续性。

### 支撑评级的要点

- **板块下跌，跑输大盘。**本周申万建材指数收 6225.73 点，比上周下降 0.66%，跑输同花顺沪深全 A 指数的下跌 0.57%。板块市盈率 14.73 倍，较上周下降 0.06 倍。
- **水泥错峰陆续结束，价格震荡。**本周全国水泥市场价格环比回落 0.2%，价格上涨地区有辽宁、山东以及河南地区，幅度 10-20 元/吨；价格回落区域主要是四川、重庆、云南和西藏拉萨，幅度 20-50 元/吨。三月中旬，国内水泥市场需求继续小幅提升，全国水泥出厂率环比增加 3 个百分点，同比高出近 6 个百分点，其中南方市场需求环比变化不大；东北地区受降温降雪影响，需求提升有限；华北地区提升至 6-8 成，西北地区恢复至 4-6 成。价格方面，由于一季度错峰生产临近尾声，各地企业熟料生产线陆续复产，而下游需求恢复相对偏弱，如西南地区市场供需压力再现，以及低价水泥跨区域流动，导致局部地区水泥价格出现震荡调整。本周熟料、P O42.5、P S32.5 粉末价格分别为 338.02 元/吨、394.52 元/吨、402.74 元/吨；分别环比一周前上涨 7.24、下降 1.45、0.97 元/吨。磨机开工率 59.35%，库容比 52.36%，分别环比一周前上升 1.3pct，下降 2.9pct。
- **玻璃：成交好转，库存去化。成交好转，库存有所去化。**本周玻璃均价 88.28 元/重量箱，库存天数 21.16 天，价格较上周持平，库存较上周下降 1.96 天。周内浮法厂涨价氛围偏浓，加工厂进一步补货，带动浮法厂降库。目前看，下游加工厂稍有备货，但整体持货量仍低，订单无明显改善下，进一步补货动力受限制，预计下周市场交投将有所放缓。但部分区域浮法厂库存压力已经有所缓解，市场供需结构尚可，预计短线价格或暂偏稳运行。
- **玻纤：延续淡季，需求尚需催化。**本周粗纱延续淡稳趋势。1-2 月受疫情及假期影响，需求偏弱，而 3 月以来下游需求较有所好转，逐渐恢复正常行情，企业产销也有所好转，但价格仍在底部，且部分企业库存压力较大，存降价去库可能。本周 2400tex 无碱缠绕直接纱均价 4100 元/吨左右，环比上周小幅下调 0.2%，当前价格成本支撑较强，中小厂商难以维持盈亏平衡，后续价格下降空间有限，需持续关注各领域需求恢复情况。

### 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、蒙娜丽莎、东鹏控股、公元股份**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**。防水推荐**东方雨虹、科顺股份**。石膏板推荐**北新建材**。

### 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 1-2 月数据点评》20230317  
 《建材行业周报（3.6-3.12）》20230313  
 《建材行业周报》20230306

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：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：林祁楨

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：多数省份错峰结束，价格震荡调整 .....	8
玻璃：成交好转，库存下降，观点维持谨慎 .....	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 .....	10
图表 22. 玻璃产量数据走势 (万重量箱) .....	10
图表 23. 缠绕直接纱 2400Tex 全国均价走势 .....	11
图表 24. 电子纱 G75 价格全国均价走势 .....	11
图表 25. 12 月玻纤出口同比回落, 环比延续回升 .....	12
图表 26. 2 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) .....	12
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. 螺纹钢产量环比上行 (万吨) .....	15
图表 32. 2 月挖掘机开工显著回升 (小时数左轴) .....	15
图表 33. 1-2 月水泥产量降幅收窄 (万吨) .....	15
图表 34. 12 月沥青产量降幅缩小 (产量左轴) .....	15
图表 35. 沥青开工率环比下降 (%) .....	15
图表 36. 百城地产销售环比回落 (万平) .....	16

图表 37. 二手房成交的恢复节奏有所放缓（万平） .....	16
图表 38. 2月居民新增中长期贷款好转（12月 ttm） .....	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

**居民中长贷数据亮眼，地产销售或仍有韧性。**3月10日，中国人民银行发布社融数据，值得注意的是，居民贷款增加2081亿元，其中短期贷款增加1218亿元，中长贷新增863亿元，同比多增1322亿元。虽有日历效应，但能够与二月表现亮眼的地产新房销售恢复与二手房恢复数据对应，表现出居民加杠杆意愿增强，地产销售恢复或仍将有韧性。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：**蒙娜丽莎**、**东鹏控股**、**公元股份**等。

**水泥格局优化，可以更乐观。**近几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玻璃瓶放量后，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**，建议关注弹性标的**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**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。**3月底之前看玻璃：预期转好，谨慎乐观。**12月以来，保交楼、竣工预期转好，新房、二手房销售数据回暖，浮法玻璃价格触底回升，当前时点建议谨慎乐观：1) 短期看，开春以前实际需求情况仍不明朗，需求修复能否落地存疑，关注3月底前的去库速度和去库持续性；2) 虽然贸易商、加工厂有较大的备货余量，但当前较高的库存水平仍将持续压制价格；3) 22年冷修产线并未完全退出，后期仍存复产点火可能，供给端博弈仍在继续，需求弱复苏下行业供给情况或难言改善。

**防水材料：**市政、基建等非房地产项目节后开复工情况较好，龙头企业防水材料发货量实现同比增长。23Q1沥青价格同比有所增加，导致防水企业成本端承压。但预计2023年沥青成本压力总体小于去年，防水企业毛利率有望回升。防水新规将于4月1日起正式施行，需求空间扩容在即，龙头企业有望率先受益。推荐**东方雨虹**，**科顺股份**。

**减水剂：**1-2月为行业传统淡季，减水剂需求总体偏弱，龙头企业1-2月出货量同比下滑。随着基建逐渐复苏、地产开工同比降幅明显缩小，预计下游需求将逐渐转好。成本端，环氧乙烷价格较为稳定，供给充足但需求较为低迷，短期内预计价格维稳为主。关注减水剂下游需求复苏情况。推荐龙头企业**垒知集团**、**苏博特**。

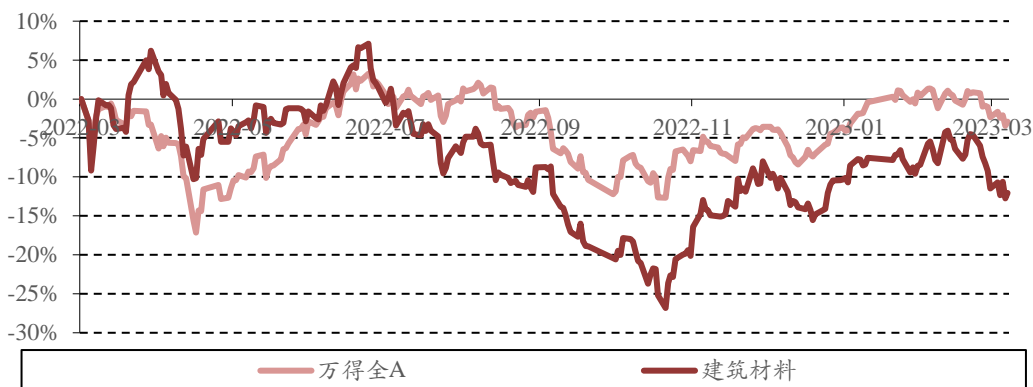
**石膏板：**二手房销售数据回暖，且1-2月地产竣工面积同比实现增长，装修建材零售端有望持续回暖。成本端，一季度A级国废黄板纸价格同比降幅明显，石膏板企业成本压力减轻。推荐**北新建材**。

## 板块行情

### 建材指数表现

板块下跌，跑输大盘。本周申万建材指数收 6225.73 点，比上周下降 0.66%，跑输同花顺沪深全 A 指数的下跌 0.57%。板块市盈率 14.73 倍，较上周下降 0.06 倍。最近一年建材板块累计下跌 12.08%，低于同花顺沪深全 A 的下跌 2.90%。

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

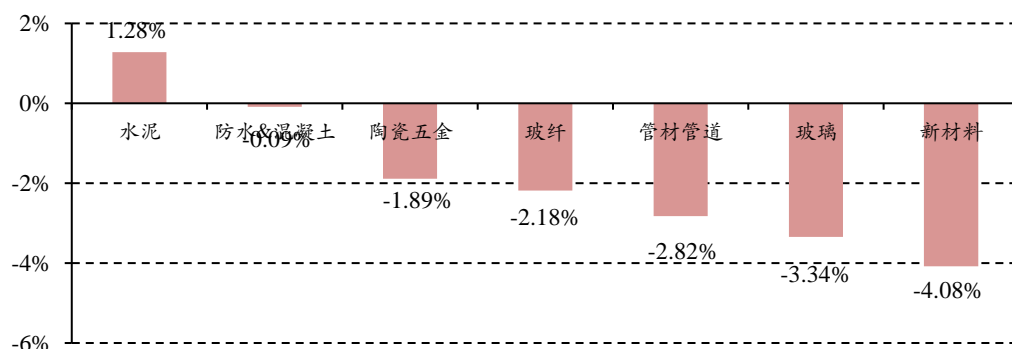
价格	上周	本周	涨跌幅 (%)	上周 PE	本周 PE	估值变动
同花顺全 A	3,384.04	3,364.78	(0.57)	17.75	17.86	0.11
建材指数	6,267.23	6,225.73	(0.66)	14.79	14.73	(0.06)

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

### 细分板块表现

细分板块仅水泥上涨，新材料领跌。本周建材细分板块涨少跌多，仅水泥上涨了 1.28%，其余板块均下跌。新材料下跌 4.08%，跌幅最大，防水&混凝土小幅下跌 0.09%，陶瓷五金下跌 1.89%，玻纤下跌 2.18%，管材管道小跌 2.82%，玻璃下跌 3.34%。本周铁科轨道、宁夏建材等领涨，菲利华、力诺特玻等领跌。

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	铁科轨道	24.5	1	菲利华	(14.1)
2	宁夏建材	18.3	2	力诺特玻	(10.6)
3	三星新材	9.0	3	石英股份	(9.4)
4	金洲管道	8.1	4	中旗新材	(9.3)
5	国统股份	7.0	5	晶雪节能	(9.1)

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

## 行业数据

### 水泥：多数省份错峰结束，价格震荡调整

**错峰结束，价格震荡。**本周全国水泥市场价格环比回落 0.2%，价格上涨地区有辽宁、山东以及河南地区，幅度 10-20 元/吨；价格回落区域主要是四川、重庆、云南和西藏拉萨，幅度 20-50 元/吨。三月中旬，国内水泥市场需求继续小幅提升，全国水泥出货率环比增加 3 个百分点，同比高出近 6 个百分点，其中南方市场需求环比变化不大；东北地区受降温降雪影响，需求提升有限；华北地区提升至 6-8 成，西北地区恢复至 4-6 成。价格方面，由于一季度错峰生产接近尾声，各地企业熟料生产线陆续复产，而下游需求恢复相对偏弱，如西南地区市场供需压力再现，以及低价水泥跨区域流动，导致局部地区水泥价格出现震荡调整。

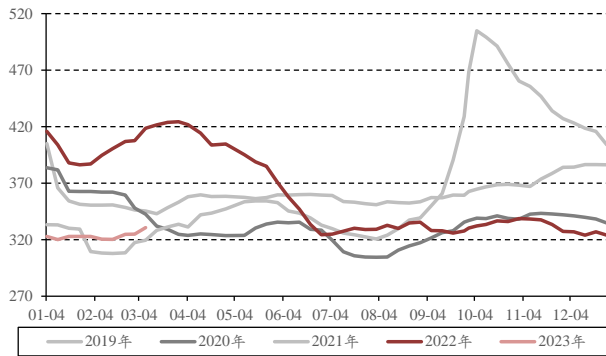
**库容比接近 50%。**本周熟料、P O42.5、P S32.5 粉末价格分别为 338.02 元/吨、394.52 元/吨、402.74 元/吨；分别环比一周前上涨 7.24、下降 1.45、0.97 元/吨。磨机开工率 59.35%，库容比 52.36%，分别环比一周前上升 1.3pct，下降 2.9pct。

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	316.7	2.0	378.0	0.0	364.0	0.0	40.5	4.5	53.9	(8.9)
东北	332.5	0.0	340.0	0.0	383.3	0.0	35.0	10.0	43.3	(6.7)
华东	363.1	3.5	405.7	(2.1)	427.1	(0.7)	74.4	3.8	48.6	(1.8)
华中	184.4	(0.7)	383.3	2.7	380.0	3.6	63.1	5.0	44.3	(2.1)
华南	337.0	3.7	460.0	3.8	443.3	2.3	78.3	6.7	52.0	(2.0)
西南	334.4	0.8	412.0	(1.9)	432.0	(1.8)	61.7	5.0	67.2	6.1
西北	316.3	0.0	378.0	(1.3)	379.0	(2.1)	37.2	6.1	50.0	(7.2)

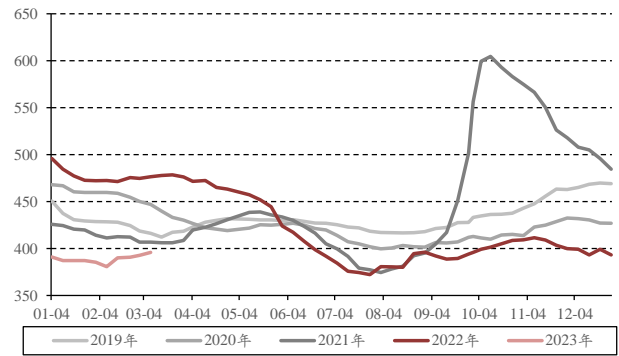
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 12. 全国水泥熟料价格走势 (元/吨)



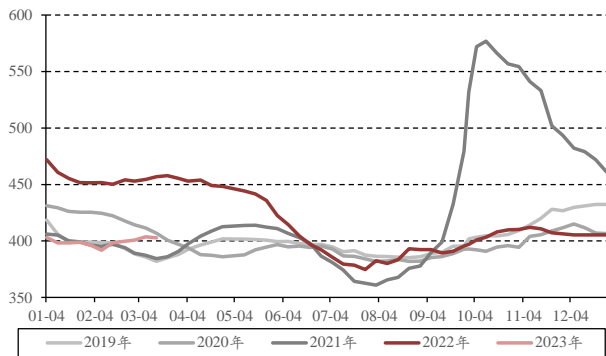
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 13. 全国水泥 P O42.5 价格走势 (元/吨)



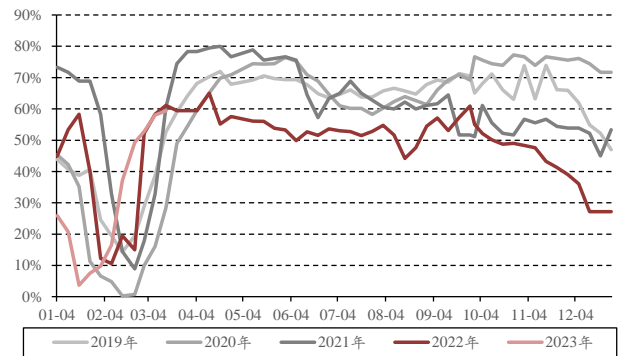
资料来源：卓创资讯，中银证券

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

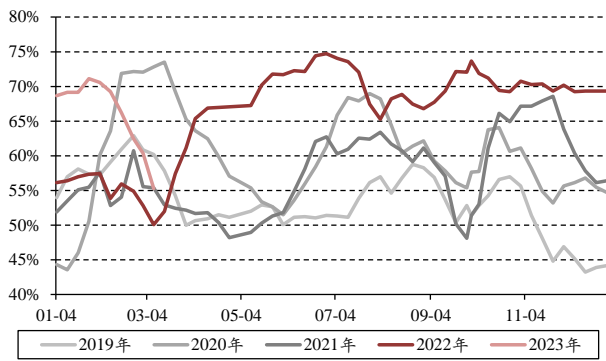
图表 15. 全国水泥磨机开工率走势 (%)



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

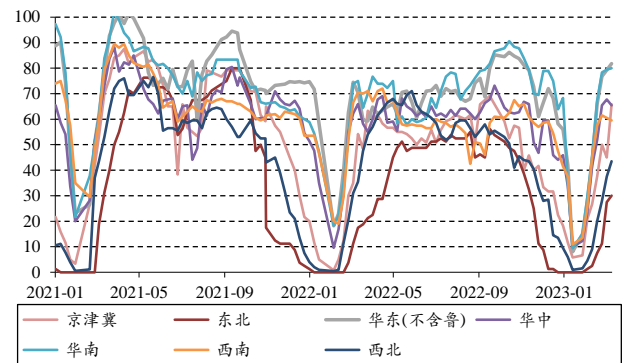
图表 16. 全国水泥熟料库容比走势 (%)



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平稳。**北京、唐山地区水泥价格平稳，两会结束后，建筑工程和搅拌站开工率明显提升，水泥需求迅速恢复，企业出货能达 7-8 成水平；天津地区由于项目资金短缺，水泥需求恢复相对偏弱，企业出货在 5-6 成。河北石家庄、保定以及邯邢等地水泥价格平稳，下游需求缓慢提升，企业发货 5-7 成不等，企业熟料生产线已陆续恢复正常生产，库存升到 70%-80% 高位运行，销售压力较大，不排除后期价格有进一步回落可能。

**东北地区水泥价格以稳为主。**辽宁辽中地区水泥价格稳定，受降温影响，市场需求恢复有限，企业发货在 3-4 成，已有少量熟料生产线恢复生产，库存继续高位运行；大连地区水泥价格上涨落实到位，市场需求环比略有提升，企业发货在 5-6 成。黑吉地区受降温降雪天气影响，下游需求恢复受阻，企业发货环比无明显变化，后期随着企业熟料生产线恢复生产，以及辽宁低价水泥冲击，价格或将趋弱下行。

**华东地区水泥价格大稳小动。**江苏南京和苏锡常地区水泥价格稳定，天气持续晴好，水泥需求表现稳定，企业发货维持在 8-9 成，截止本周区域内仅剩个别企业熟料生产线在停产检修，其余均恢复正常生产，库存在中等水平，因熟料价格再次上涨，企业为提升盈利，水泥价格后期有继续推涨预期。苏北淮安和盐城地区水泥价格平稳，下游市场资金紧张，搅拌站开工暂未明显提升，下游需求表现略显偏弱，企业发货 6-7 成。徐州地区水泥价格上调未能落实到位，主要是下游需求疲软，部分企业涨价信心不足，导致价格上涨失败，为了提升利润，主导企业计划通过行业自律继续推涨价格。

**中南地区水泥价格继续上涨。**广东珠三角及粤北地区水泥价格平稳，下游需求表现稳定，西江正处于枯水期，广西水泥进入持续受限，本地企业发货保持在 8-9 成，大部分熟料生产线恢复正常，仅剩个别几条生产线仍在执行错峰生产，熟料库存 40%-50%，水泥库存在 50%-60% 水平。粤西湛江地区市场需求环比变化不大，但因广西水泥无法进入广东，回流至湛江区域，市场冲击加剧，企业出货量受损，降至 6-7 成，价格暂时以稳为主。

**西南地区水泥价格出现回落。**四川成都地区水泥价格下调 20-30 元/吨，市场需求恢复后，整体表现一般，企业日出货保持在 7 成左右，库存略有上升，因外来低价水泥不断冲击，为缩小价差，维护市场份额，部分企业率先下调价格，其他企业陆续跟进。受成都地区价格下调影响，后期德绵地区价格也将会有所回落。宜宾和泸州地区水泥价格下调 20-30 元/吨，下游需求表现欠佳，企业发货仅在 6-7 成，加之部分熟料生产线复产，供给增加，导致价格出现回落。据了解，四川部分企业熟料生产线于 3 月下旬仍有 10 天错峰生产。

**西北地区水泥价格涨跌互现。**甘肃兰州地区水泥价格平稳，天气晴好，重点工程项目继续恢复，民建项目也逐步启动，企业综合出货在 6-7 成水平，同时企业熟料生产线也开始陆续复产，库存高低不一，短期价格推涨有难度。平凉地区价格执行上调 30 元/吨，尽管下游需求恢复缓慢，企业出货仅在 4 成左右，但迫于煤炭等原材料成本压力，为增加利润，企业自律推动价格上调。酒泉、嘉峪关地区水泥价格下调 30 元/吨，市场主要以前期延续项目以及民用袋装水泥为主，新开工程项目较少，下游需求表现疲软，库存高位运行，导致价格下行。

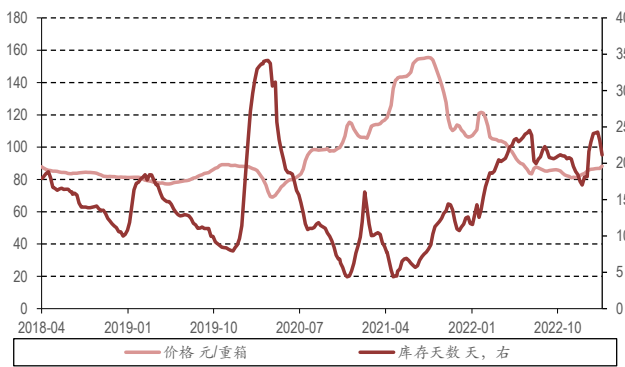
资料来源：数字水泥

## 玻璃：成交好转，库存下降，观点维持谨慎

成交好转，库存有所去化。本周玻璃均价 88.28 元/重量箱，库存天数 21.16 天，价格较上周持平，库存较上周下降 1.96 天。周内浮法厂涨价氛围偏浓，加工厂进一步补货，带动浮法厂降库。目前看，下游加工厂稍有备货，但整体持货量仍低，订单无明显改善下，进一步补货动力受限制，预计下周市场交投将有所放缓。但部分区域浮法厂库存压力已经有所缓解，市场供需结构尚可，预计短线价格或暂偏稳运行。

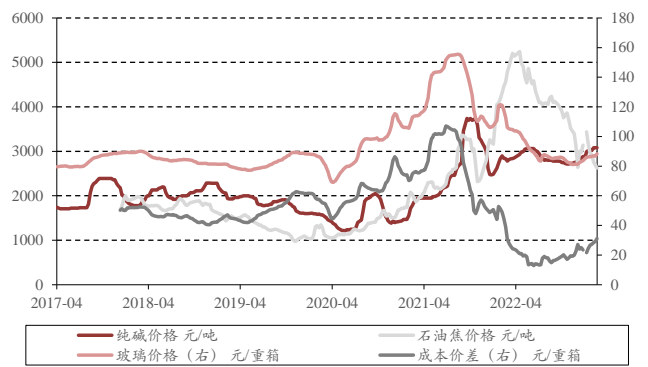
**3 月底之前看玻璃：预期转好，谨慎乐观。**12 月以来，保交楼、竣工预期转好，新房、二手房销售数据回暖，浮法玻璃价格触底回升，当前时点建议谨慎乐观：1) 短期看，开春以前实际需求情况仍不明朗，需求修复能否落地存疑，关注 3 月底前的去库速度和去库持续性；2) 虽然贸易商、加工厂有较大的备货余量，但当前较高的库存水平仍将持续压制价格；3) 22 年冷修产线并未完全退出，后期仍存复产点火可能，供给端博弈仍在继续，需求弱复苏下行业供给情况或难言改善。

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



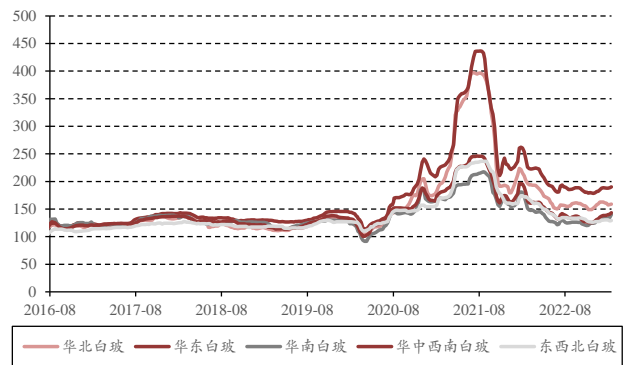
资料来源：卓创资讯，同花顺 iFinD，中银证券

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)	79.5	87.0	80.4	93.3	91.7	95.0	96.5	88.6	82.3	87.0	100.1	94.4	74.5
比上周(%)	0.1	0.0	0.0	0.4	1.5	0.5	(3.0)	0.0	0.0	0.0	1.0	0.9	(2.9)
库存(万箱)	1144.0	246.0	425.0	457.0	342.0	656.0	356.0	921.0	381.0	109.0	746.0	576.0	377.0
比上周(%)	(14.3)	1.2	(1.4)	(3.4)	(3.9)	(4.7)	(3.5)	(2.6)	(8.9)	(9.9)	(2.7)	(0.9)	0.8

资料来源：卓创资讯，中银证券

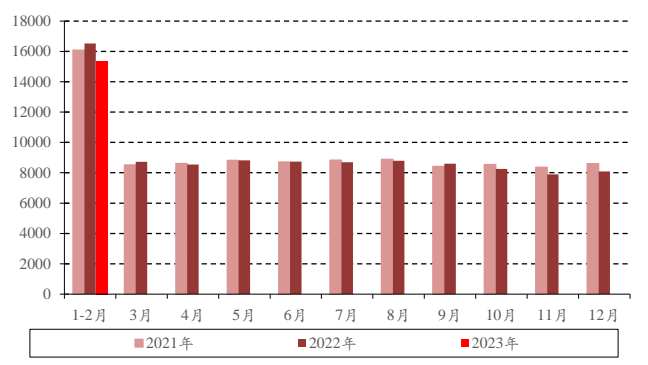
图表 21. 分区域玻璃现货价格指数



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延续下降趋势，中下游刚需补货叠加市场涨价氛围提振，厂家总体出货较前期继续好转，库存加速下降。分区域看，华北周内出货维持较好，沙河地区厂家库存削减明显，目前厂家库存约 612 万重量箱，贸易商库存略增；华东周内价格上涨，中下游短期提货积极性尚可，各原片厂库存削减较明显，但多数厂库存仍处偏高位置；华中周内本地需求存一定支撑，外发情况良好，库存呈现连续下降趋势，部分降至低位；华南周内企业出货良好，库存下降，白玻受前期产能调整影响供应相对略紧，超白库存消化相对偏缓，深加工大厂订单饱满，对原片刚需支撑较强。

**成本情况：**本周国内纯碱市场高位整理。本周国内轻碱主流出厂价格在 2600-2850 元/吨，轻碱主流送到终端价格在 2700-2900 元/吨，截至 3 月 16 日国内轻碱出厂均价在 2748 元/吨，环比 3 月 9 日价格降 0.4%，较上周跌幅略有扩大；本周国内重碱主流送到终端价格在 3050-3150 元/吨。

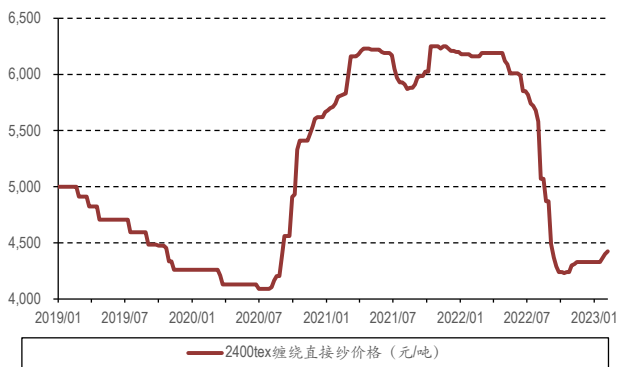
根据卓创资讯，本周国内浮法玻璃市场行业亏损进一步收窄，局部基本达盈亏平衡点。周内成本端燃料价格基本稳定，纯碱成交价松动。管道气燃料玻璃本周毛利-79.07 元/吨，较上周增加 16.36 元/吨，增幅 17.14%，较上周增加 18.78 个百分点；华北动力煤为燃料玻璃本周毛利-116.32 元/吨，较上周上涨 42.20 元/吨；石油焦为燃料玻璃本周毛利-3.51 元/吨，较上周增加 39.80 元/吨。

## 玻纤：底部特征明显，静待需求催化

**本周粗纱延续淡稳趋势。**1-2 月受疫情及假期影响，需求偏弱，而 3 月以来下游需求较有所好转，逐渐恢复正常行情，企业产销也有所好转，但价格仍在底部，且部分企业库存压力较大，存降价去库可能。本周 2400tex 无碱缠绕直接纱均价 4100 元/吨左右，环比上周小幅下调 0.2%，当前价格成本支撑较强，中小厂商难以维持盈亏平衡，后续价格下降空间有限，需持续关注各领域需求恢复情况。

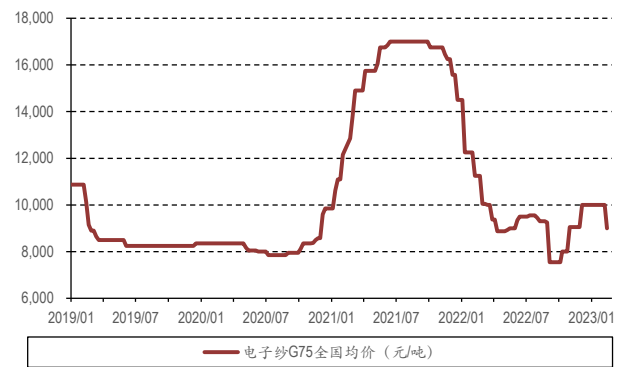
**本周电子纱价格环比上周基本持平。**G75 电子纱均价在 8000 元/吨左右，较年初 10,000 元/吨价格降幅明显。需求端下游 PCB 市场开工率仍不高，且当前厂商电子纱、电子布库存均较高，但价格成本支撑较强。当前价格下多数厂商已亏损，短期内价格以稳为主。

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

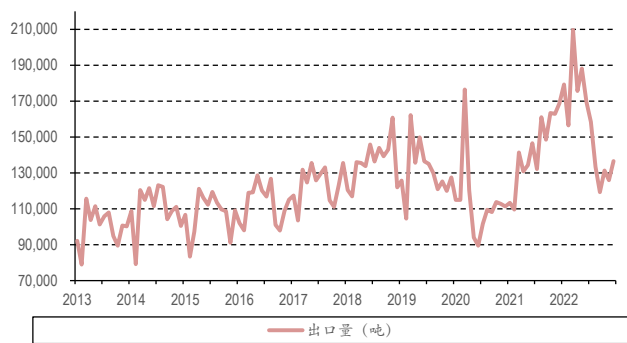


资料来源：卓创资讯，中银证券

**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%。

**2 月库存持续累积。**2 月玻纤行业库存 81.95 万吨，环比增长 9.3%/6.97 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. 2 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
<b>其他在建拟建产能</b>						
<b>建设进展</b>	<b>公司</b>	<b>产线名称</b>	<b>产能</b>	<b>产品</b>	<b>23 年冲击</b>	
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 年年末	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 F02	5		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
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
西北 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	100 天	2022.12.1-2023.3.10	采暖季错峰生产
黑龙江	152	2022.10.15-2023.3.15	采暖季错峰
东北 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
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。
华北 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。
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	增加 30 天。一季度 40 天，全年不少于 100 天
华东 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。
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。
湖北	90 天	2023 年	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。
中南 广西	155 天	2023 年	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。
广东	80 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。
贵州	215 天	2023 年	一季度 60 天，二季度暂定 60 天。
四川	150 天	2023 年	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。
西南 重庆	150 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。
云南	105-150 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）。
西藏	180 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。

资料来源：卓创资讯、数字水泥、中银证券

### 水泥产能变动

本周北方采暖季结束，山东、河南、河北等省份熟料线陆续开窑复产，山西因库存较大，延迟到 4 月 1 日开窑。南方省份熟料线也陆续结束一季度停窑恢复正常生产，市场供应端逐步释放。

新投产产能：3 月 12 日，山东平阴山水三线 5000t/d 投产。

### 玻璃产能变动

本周在产产能持平。截至本周四，全国浮法玻璃生产线共计 305 条，在产 239 条，日熔量共计 160530 吨，较上周持平。周内产线改产 2 条，暂无点火及冷修产线。本周具体产线变化如下：

改产线：

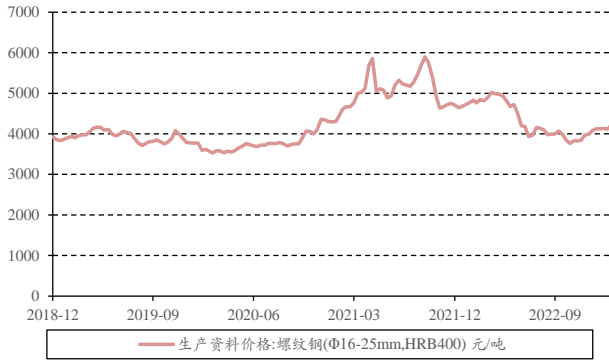
南和县长红玻璃有限公司 600T/D 二线原产白玻，3 月 10 日前后投料转产福特蓝。

信义超薄玻璃（东莞）有限公司 500T/D 一线原产超白，3 月 10 日左右投料转白玻。

资料来源：卓创资讯

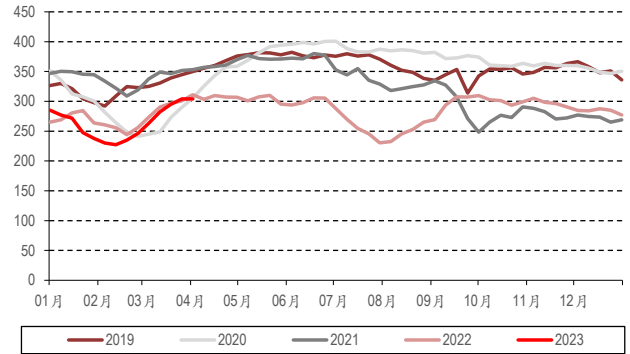
## 重要高频数据跟踪

图表 30. 螺纹钢价格环比小幅上升



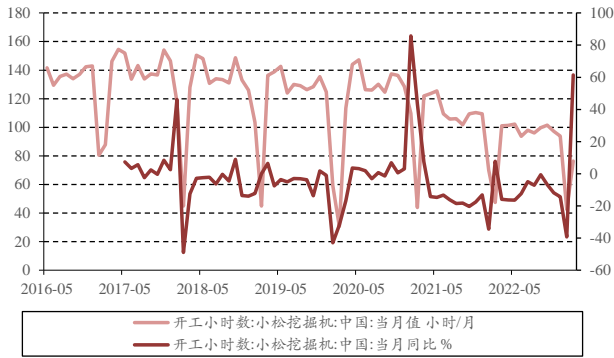
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 31. 螺纹钢产量环比上行（万吨）



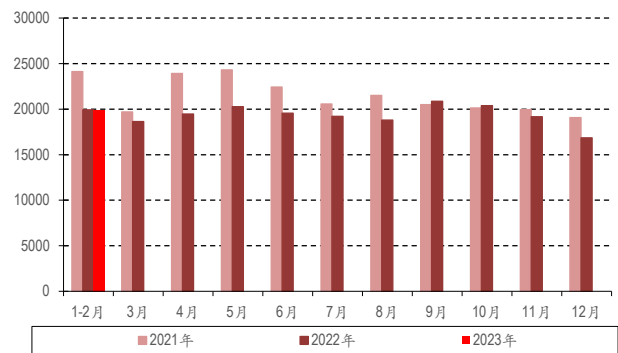
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 32. 2 月挖掘机开工显著回升（小时数左轴）



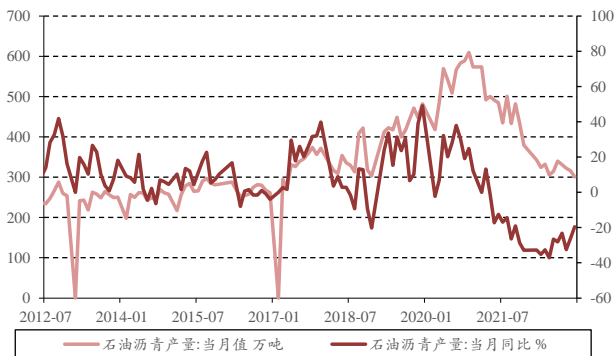
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 33. 1-2 月水泥产量降幅收窄（万吨）



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）



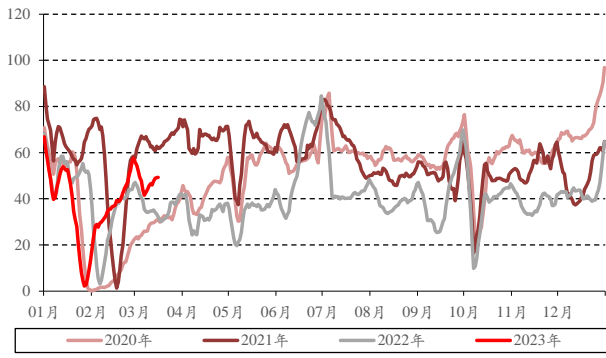
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 35. 沥青开工率环比下降（%）



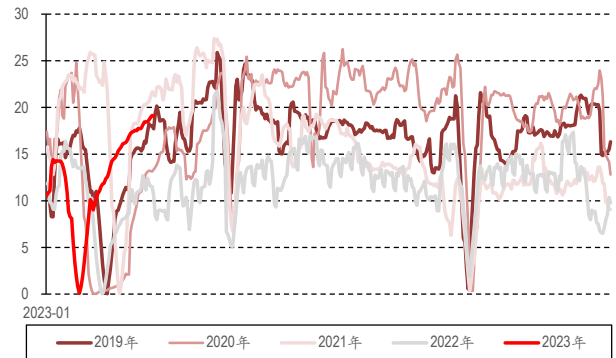
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 36. 百城地产销售环比回落 (万平)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 37. 二手房成交的恢复节奏有所放缓 (万平)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 38. 2 月居民新增中长期贷款好转 (12 月 ttm)



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

【发改委】3月17日，国家发改委、市场监管总局联合发布《关于进一步加强节能标准更新升级和应用实施的通知》。其中提出，加快制定修订一批重点领域节能标准。组织实施“十四五”百项节能降碳标准提升行动。在工业领域，加快修订石化、化工、钢铁、有色金属、建材、机械等行业强制性能耗限额标准。

【工信部】工业和信息化部党组书记、部长金壮龙主持召开党组会议和干部大会。金壮龙要求，加快实施“十四五”规划重大工程项目，发挥重点地区作用，稳住重点行业发展，巩固工业经济回升向好势头。提升产业链供应链韧性和安全水平，稳步实施关键核心技术攻关工程，加快推进产业基础再造工程和重大装备攻关工程，加强产业链关键环节产能储备和备份。

【央行】中国人民银行决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。

【统计局】中国1-2月房地产开发投资同比下降5.7%，降幅比2022年全年收窄4.3个百分点；房地产开发企业到位资金下降15.2%，降幅收窄10.7个百分点；商品房销售面积同比下降3.6%，降幅收窄20.7个百分点。中国1-2月固定资产投资（不含农户）53577亿元，同比增长5.5%。其中，基础设施投资同比增长9.0%，增速较2022年1-12月回落0.4个百分点；制造业投资同比增长8.1%，增速回落1个百分点。中国1-2月规模以上工业增加值同比实际增长2.4%。从环比看，2月份规模以上工业增加值比上月增长0.12%。中国1-2月份社会消费品零售总额77067亿元，同比增长3.5%。

### 行业新闻

【统计局】2月份，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有55个和40个，比上月分别增加19个和27个。各线城市商品住宅销售价格环比总体上涨，一线城市商品住宅销售价格同比上涨、二三线城市同比降幅收窄。

【数字水泥】长三角沿江地区水泥熟料价格第五轮上调。3月13日起，长三角沿江地区水泥熟料价格第五轮上调，幅度15元/吨，累计涨幅85元/吨，现沿江熟料挂牌价365-375元/吨。

【陶业要闻摘要】由中国建筑卫生陶瓷协会、中国陶瓷产业发展基金会、《陶瓷信息》联合主办的“2022陶业长征VI——中国瓷砖产能调查”数据显示：2022年全国瓷砖产能前20强陶企分别为：新明珠集团、马可波罗控股、东鹏控股、新权业企业、蒙娜丽莎集团、新锦成集团、宏宇集团、华硕控股、昊晟企业、顺成集团、米兰诺集团、诺贝尔集团、欧神诺陶瓷、新玻尔瓷业、纯一企业、罗斯福集团、瑞阳集团、旭日集团、太阳企业集团、全圣企业。

【玻纤情报网】东方风电自主研发的B1130A型叶片在广东鉴衡阳江风电叶片检测中心顺利完成静力试验，这是目前国内通过静力试验的最长全玻纤风电叶片。

## 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	10.10	271.03	1.58	0.51	6.40	19.80	4.51
002233.SZ	塔牌集团	买入	7.86	93.71	1.54	0.21	5.10	37.43	9.40
002398.SZ	垒知集团	买入	6.31	45.21	0.38	0.39	16.63	16.18	4.95
603916.SH	苏博特	买入	16.87	70.91	1.27	0.86	13.31	19.62	9.54
000786.SZ	北新建材	买入	28.18	476.10	2.08	1.95	13.56	14.45	11.94
600801.SH	华新水泥	买入	16.47	283.57	2.56	1.26	6.44	13.07	13.01
002271.SZ	东方雨虹	买入	32.61	821.27	1.67	1.12	19.53	29.12	10.45
002641.SZ	公元股份	买入	4.74	58.55	0.47	0.23	10.15	20.61	4.10
600720.SH	祁连山	买入	11.62	90.20	1.22	1.61	9.52	7.22	11.27
300737.SZ	科顺股份	买入	11.77	138.99	0.57	0.13	20.66	90.54	4.83
002372.SZ	伟星新材	买入	23.81	379.07	0.77	0.83	30.99	28.69	2.98
600176.SH	中国巨石	买入	14.46	578.85	1.51	1.66	9.60	8.71	6.64
002080.SZ	中材科技	买入	21.43	359.62	2.01	1.76	10.66	12.18	9.02
300196.SZ	长海股份	买入	15.69	64.13	1.40	1.90	11.20	8.26	9.63
605006.SH	山东玻纤	增持	8.75	52.50	0.91	0.89	9.61	9.83	4.40
600585.SH	海螺水泥	买入	29.39	1,508.20	6.28	2.78	4.68	10.57	34.09
000789.SZ	万年青	买入	8.98	71.61	2.00	0.73	4.49	12.30	8.75
000401.SZ	冀东水泥	买入	9.08	241.37	1.06	0.55	8.59	16.51	11.55
300715.SZ	凯伦股份	增持	13.91	53.54	0.19	(0.28)	74.44	(49.68)	6.61
600529.SH	山东药玻	买入	28.18	187.01	0.89	1.19	31.64	23.68	8.39
002302.SZ	西部建设	买入	8.41	106.16	0.67	0.50	12.57	16.82	7.13
603256.SH	宏和科技	增持	7.76	68.66	0.14	0.06	55.26	129.33	1.69
603279.SH	景津装备	买入	29.99	172.95	1.12	1.46	26.73	20.54	6.36
002918.SZ	蒙娜丽莎	增持	18.68	77.56	0.76	(0.26)	24.63	(71.85)	7.27
003012.SZ	东鹏控股	增持	8.92	104.63	0.13	0.30	68.11	29.73	6.12
000012.SZ	南玻 A	未有评级	6.64	159.41	0.50	0.70	13.33	9.46	4.06
301188.SZ	力诺特玻	未有评级	17.21	40.00	0.54	0.52	32.05	33.19	6.03
003011.SZ	海象新材	未有评级	24.52	25.18	0.94	2.05	25.96	11.94	13.94
301356.SZ	天振股份	未有评级	48.93	58.72	2.33	3.75	21.02	13.04	17.56

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日 2023 年 3 月 17 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。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
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  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
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