强于大市

建材行业 2024 年度策略

前路漫漫亦灿灿

2023 年建材板块个股业绩多有修复，但市场走势却持续弱化，我们认为估值下修是板块走弱的核心原因。2024 年重点关注供给收缩以及需求边际改善带来的业绩上修，进而寻求预期改善、估值上行的机会。

支撑评级的要点

- **多支龙头个股业绩恢复增长，估值已充分消化。**多个板块龙头个股业绩已走出低谷，实现恢复性增长，但行业指数仍趋势性下行。2023 年板块的下跌，更多的是在跌估值，而非跌业绩。纵向比较来看，东方雨虹、伟星新材、东鹏控股、北新建材等龙头个股的 PB 和 PE 已经跌至 2018 年以来 10%甚至更低的分位数。
- **2024 年关注房价与“三大工程”。**近年地产链持续下行是建材行业承压的根本原因，但压力中也孕育着机会。近两年房地产新开工已较 2021 年大幅下跌，土地供应面积也有收缩趋势。供给端的大幅收缩的隐患或将在 2024 年逐渐暴露，导致房价有上行可能，从而带动房地产销售与建材需求。另外需关注“三大工程”以及万亿国债的发行，有望一定程度对建材需求带来边际改善。
- **水泥板块安全边际相对较强。**从估值角度考虑，水泥板块当前已基本处于市净率的历史底部。截至 2023 年 12 月 27 日，海螺水泥的市净率（LYR）为 0.64 倍，处于 2010 年以来的 0.44%分位数，其余水泥企业亦基本处于破净水平。分红率角度考虑，水泥企业多有提升分红率，提高股息率的意愿，2022 年海螺水泥、天山股份、塔牌集团、万年青的分红率均在 50%以上。行业底部阶段，水泥行业投资具备较强的安全边际。
- **消费建材关注业绩修复的持续性。**2023 年消费建材板块的业绩修复趋势已现，股价下跌多为估值原因，估值的扭转需要积极因素的不断兑现。在“认房不认贷”、北京上海下调首付比例的情况下，新房及二手房销售或能有所恢复，需求端较 2023 年存在好转机会。消费建材供给端经过两年左右的承压出清，2024 年或有望延续收缩。供需均有边际向好的动力，期待业绩修复的持续性。
- **玻纤板块供需矛盾仍然突出，长期有信心但短期需保持耐心。**当前行情下，尽管玻纤市场价格已跌破多数企业成本线、成本支撑较强，需求乏力下企业仍有降价出货动机，价格底尚未稳固。我们分析认为玻纤行业的供给端确定性相对较强，价格变化更依赖于需求。价格筑底和反弹的前提是未来的需求增速要能超过供给增速，且要能逐步消化高企的行业库存，在供需平衡获得修复且库存逐渐降至正常水平后，价格趋势才会出现反转。

投资建议

- 1.消费建材业绩正处于修复阶段，但估值仍然在不断下行，当前估值处于历史分位数较低水平。2024 年在房地产“三大工程”以及万亿国债的支持下，消费建材需求有望有所提振。推荐低估值行业龙头**东方雨虹、伟星新材、东鹏控股、蒙娜丽莎、兔宝宝、箭牌家居**等。2.水泥板块 PB 估值已基本处于历史最低水平，关注 2024 年需求的边际改善以及供给端的逐渐出清。中长期看，我国城镇化率仍然具备提升空间，水泥行业的总需求或仍然有提升与改善的机会。水泥板块我们推荐行业龙头**海螺水泥、天山股份**，海外与非水泥业务亮眼的**华新水泥**，以及 2023 年业绩修复显著的**塔牌集团**。水泥产业链我们推荐**垒知集团、苏博特、西部建设。**3.玻纤板块当前仍处于行业磨底阶段，库存与潜在新进产能仍然较多，需求恢复后价格的上涨需要面临高库存与新进入产能的挑战，压力仍然较大。玻纤行业龙头仍然具备相对的成本优势，我们建议关注话语权不断增强的行业龙头**中国巨石与中材科技**。4.非地产链的个股中，我们仍然推荐受益于中硼硅渗透率不断提升的药用玻璃龙头**山东药玻**以及行业新贵**力诺特玻**；推荐压滤机行业龙头**景津装备。**

评级面临的主要风险

- **地产销售不及预期、竣工面积增速回落、基建增速大幅回落、成本压力卷土重来。**

相关研究报告

《建材行业周报（12.18-12.24）》20231225
《建材行业周报（12.11-12.17）》20231218
《建材行业 11 月数据点评》20231218

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：郝子禹
ziyu.hao@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300122060027

联系人：杨逸菲
yifei.yang@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300122030023

目录

板块回顾：跌至低位，价值上升 6

行情：板块回落，价值上升 6
基本面：基建投资增长但增速逐渐下行，地产开工竣工分化 7

2024 年展望：核心看“三大工程”与地产融资恢复 11

关注房地产的边际变化 11
“三大工程”是核心变量，有利于地产稳投资、稳销售 13

水泥：盈利历史底，股息率具备吸引力 15

基本面：价格见底回落，产量企稳，发货率走低 15
需求端：万亿国债支撑基建，“三大工程”支持地产新开工 16
机会：价值底部，水泥企业分红率与股息率仍然具备吸引力 17

消费建材：业绩修复，估值收缩 19

业绩下修或已结束，当前核心矛盾是估值回落 19
展望：积极因素若兑现，有望支撑估值修复 21

玻纤：拐点仍需等待 23

回顾：供需错配带来价格的大幅波动 23
当前：需求仍弱，供给有压力 24
展望：保持耐心 29

玻璃：竣工不明朗，谨慎乐观 30

行情回顾：预期与现实交织反转，现货价格上涨 30
供给端：冷修产线点火，行业产能稳步增长 31
需求端：竣工修复，库存去化 31
利润：成本价差改善，年内行业利润维持较好水平 32

投资建议 33

风险提示 34

图表目录

图表 1. 建材板块全年两次阶段性上涨.....6
图表 2. 建材板块龙头大多经历了估值（PE-TTM）的下修.....6
图表 3. 2023 年前三季度多支个股归母净利修复（%）.....7
图表 4. 多支个股 PB 或 PE 分位数跌至历史底部（%）.....7
图表 5. 公用水利走弱，其余两项保持增长（ttm）.....7
图表 6. 基建投资当月同比增速缓慢回落.....7
图表 8. 地产多项数据出现企稳回升态势（ttm）.....8
图表 9. 竣工面积的集中回补或已完成大部分.....8
图表 10. 2023 年 11 月地产数据.....8
图表 11. 房地产开发资金来源仍然深度探底.....8
图表 12. 国内贷款仍然深度探底，未见显著改善.....8
图表 13. 30 城地产销售年初较强，随后一般（万平）.....9
图表 14. 现房销售增速在近期少见地跑赢期房销售增速.....9
图表 15. 地产融资仍然表现低迷（亿元）.....9
图表 16. 房地产企业仍然处于偿债周期.....9
图表 17. 2023 年新增人民币贷款总体表现尚可（亿元）.....10
图表 18. 居民中长期贷款持续疲弱（亿元）.....10
图表 19. 低基数下，社零总体与建筑及装潢类材料分化.....10
图表 20. 过去竣工与社零建筑装潢同步性高，当前分化.....10
图表 21. 与 2021 年同期比，建筑及装潢材料类社零表现排在最后.....10
图表 22. 近两年房地产供给端多项数据大幅下滑（万方，亿元）.....11
图表 23. 百城供地面积快速收缩.....11
图表 24. 新开工面积快速回落.....11
图表 25. 历史上房价总是先于销售面积修复.....12
图表 26. 房地产企业仍有较多土地储备.....12
图表 27 下半年以来中央政策逐渐转向.....12
图表 28 “三个不低于”与“三支箭”等政策对比.....13
图表 29. “三大工程”相关政策.....13
图表 30. 2023 年水泥熟料价格低于近年同期（元/吨）.....15
图表 31. 2023 年水泥 42.5 价格低于近年同期（元/吨）.....15
图表 32. 2023 年水泥产量总体平稳小幅下滑（万吨）.....15
图表 33. 2023 年水泥发货率有所回落（%）.....15
图表 34. 水泥企业吨净利逐步企稳（元/吨）.....16
图表 35. 水泥企业吨毛利基本探底企稳（元/吨）.....16
图表 36. 首批 2379 亿元国债资金预算投向.....16
图表 37. 我国城镇化率快速提高，但较美日仍有差距.....17

图表 38 根据省级政府规划，我国城镇化率仍有提升空间.....17
图表 39. 水泥企业近年股息率相对较高（%）.....18
图表 40. 水泥企业近年分红率维持较高水平（%）.....18
图表 41. 水泥企业多处于破净（PB<1）.....18
图表 42. 水泥企业 PB（LYR）分位数均处于 1%以下.....18
图表 43. 消费建材板块涨少跌多.....19
图表 44. 消费建材龙头企业营收多数同比恢复增长.....19
图表 45. 消费建材龙头企业多数实现利润增长.....19
图表 46. 公元股份近期业绩上行，估值下行.....20
图表 47. 东方雨虹近期业绩上行，估值接近 2018 年底.....20
图表 48. 伟星新材业绩稳定，估值大幅下修.....20
图表 49. 兔宝宝业绩上修，但估值下修.....20
图表 50. 北新建材业绩平稳复苏，估值下行.....20
图表 51. 东鹏控股业绩平稳上行，但估值下行较多.....20
图表 52. 消费建材龙头个股估值及分位数.....21
图表 53. 认房不认贷后，二手房交易同比增速逐渐提升.....21
图表 54. 北京与上海下调首付比例与房贷利率下限.....22
图表 55. 玻纤价格已跌至历史低位水平.....23
图表 56. 2022 年新增产能情况（万吨）.....23
图表 57. 玻纤需求拆分曲线变化.....24
图表 58. 国内外需求拟合.....24
图表 59. 海外需求的回落滞后于国内.....24
图表 60. 出口金额延续回落（单价右轴）.....24
图表 61. 玻纤行业供过于求程度收窄.....24
图表 62.供需失衡下价格持续下行.....24
图表 63. 玻纤价格仍在下行通道.....25
图表 64. 电子纱价格趋于平稳.....25
图表 65. 2023 年 12 月 01-08 日玻纤价格情况（单位：元/吨）.....25
图表 66. 玻纤库存待去化（库存右轴）.....25
图表 67. 玻纤库存天数仍处历史高位水平.....25
图表 68. 2023 年冷修产能（万吨）.....26
图表 69. 待冷修产能预测（万吨）.....26
图表 70. 2022 年新建产能情况（万吨）.....26
图表 72.2023 年已建及拟建产能情况（万吨）.....27
图表 72. 拟建产能情况（万吨，标红为行业新进入者）.....27
图表 73. 2024 年产能冲击较 2023 年提升.....28
图表 74. 玻纤行业处于低估值水平.....28
图表 75.中国巨石 PB 已到历史低位.....28
图表 76. 长海股份 PB 已到历史低位.....28

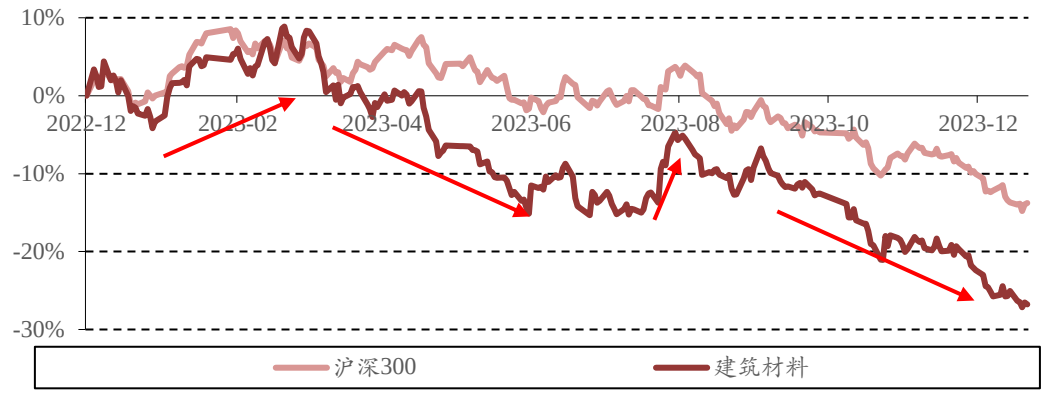
图表 77. 观点总结 29
图表 78. 申万玻璃制造走势及主要标的股价走势 30
图表 79. 申万玻璃制造走势及主要标的股价走势 30
图表 80. 截至 2023 年 12 月 15 日，浮法玻璃产能达日熔量 158,310 吨 31
图表 81. 23 年产能净增长日熔量 6,800 吨，但相较于 2022 年 6 月日熔量 165,080 吨的产能高点仍有差距 31
图表 82. 23 年房地产竣工面积同比修复 31
图表 83. ttm 口径下，23 年房地产竣工面积持续修复 31
图表 84. 2023 年浮法玻璃库存稳步下降（万重量箱） 32
图表 85. 23Q3 以来，行业开工率上涨较快 32
图表 86. 2023 年纯碱受供给影响价格有所波动（元/吨） 32
图表 87. 4 月以来三种燃料产线成本价差维持较好水平 32
附录图表 88. 已覆盖上市公司估值表 35

板块回顾：跌至低位，价值上升

行情：板块回落，价值上升

反弹幅度渐弱，板块承压走低。2023 年的建材指数仍然处于总体承压阶段，全年申万建材指数经历了两次上行机会。一是年初“三支箭”+“reopen”带动下的经济强复苏预期行情；二则是年中政治局会议提及“房地产行业重大变革”并未提“房住不炒”带动地产链上行。第一波行情在经济不及预期后逐步回落，第二波行情则快速反应后结束。2023 年板块总体呈现涨少跌多的情形，反弹力度逐渐减弱。

图表 1. 建材板块全年两次阶段性上涨

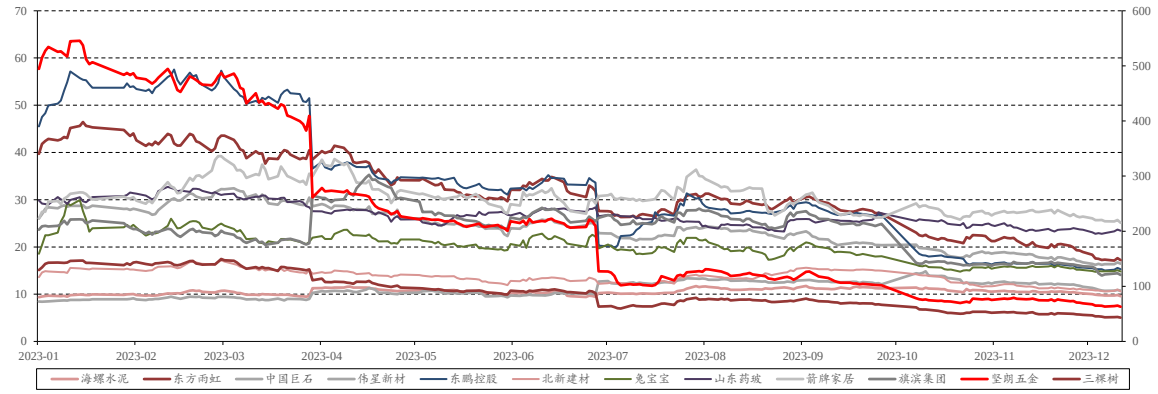


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：20221202-20231222

多支龙头个股业绩恢复增长，估值已跌至低位。在行业指数趋势性下行的情况下，多个板块龙头个股业绩已走出低谷，实现恢复性增长。今年板块的下跌，更多的是在跌估值，而非跌业绩。纵向比较来看，东方雨虹、伟星新材、东鹏控股、北新建材等龙头个股的 PB 和 PE 已经跌至 2018 年以来 10%左右，甚至更低的分位数。

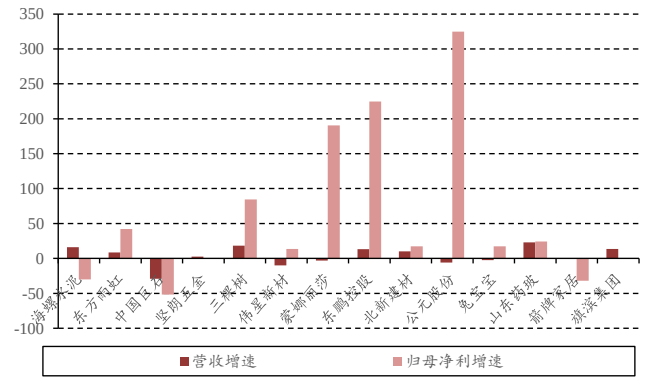
图表 2. 建材板块龙头大多经历了估值（PE-TTM）的下修



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：20221202-20231208，坚朗五金与三棵树为右轴

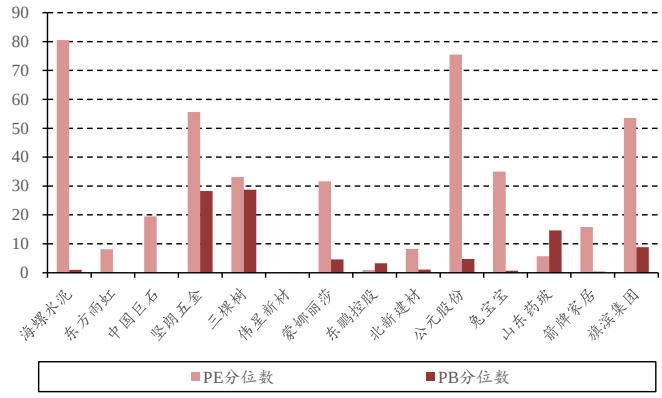
图表 3. 2023 年前三季度多支个股归母净利修复（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：坚朗五金利润低基数未显示

图表 4. 多支个股 PB 或 PE 分位数跌至历史底部（%）



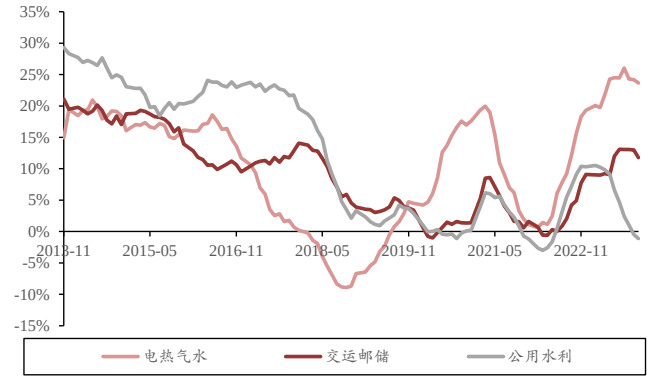
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截至 2023 年 12 月 27 日，分位数自 2018 年始

基本面：基建投资增长但增速逐渐下行，地产开工竣工分化

基建维持增长但增速下行。2023 年基建投资整体维持增长。1-11 月基建投资累计合计同比增长 7.96%，其中，电热气水增长 24.40%，交运邮储增长 10.80%，公用水利下降 1.10%。单月看，11 月的基建投资增速缓慢回落至 5.38%。随着四季度万亿国债的发放和实物工作量的落地，2024 年基建投资或能进一步维持较高增速。

图表 5. 公用水利走弱，其余两项保持增长（ttm）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 6. 基建投资当月同比增速缓慢回落

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 7. 2023 年 11 月基建投资数据

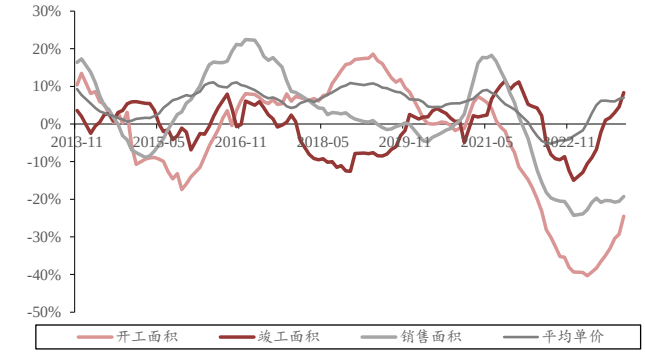
	电热气水 亿元	交运邮储 亿元	公用水利 亿元	小基建 亿元	大基建 亿元	地产投资 亿元	制造业投资 亿元
当月值	5,042.93	7,487.91	8,474.44	15,962.35	21,005.28	8,123.66	28,210.15
当月同比：%	19.83	8.21	(3.75)	1.51	5.38	(18.09)	7.10
当月环比：%	(6.54)	(12.01)	9.92	(1.59)	(2.82)	(6.11)	4.01
前月同比：%	25.00	7.82	(6.69)	0.40	5.58	(16.70)	6.20
累计值	42,488.95	68,580.23	79,434.62	148,014.86	190,503.81	90,376.19	235,739.59
累计同比：%	24.40	10.80	(1.10)	4.07	7.96	(16.00)	6.30

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：小基建=交运邮储+公用水利，大基建=交运邮储+公用水利+电热气水，图表 6 同。

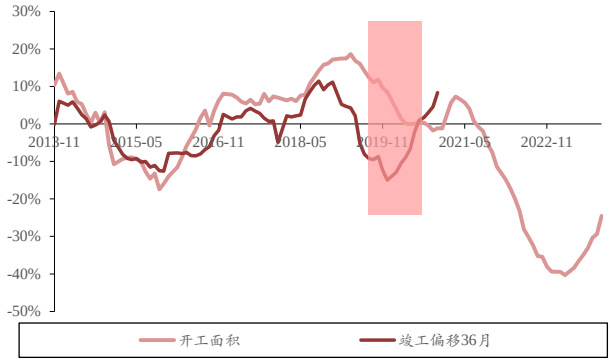
1-11 月地产新开工面积、施工、竣工面积、销售面积分别累计同比-23.56%/-6.69%/+19.65%/-19.11%，总体呈现出竣工走强，施工与新开工面积回落，销售疲软的特点。但逐月看，近期地产新开工降幅已逐步企稳，而竣工面积增速有回落迹象。

图表 8. 地产多项数据出现企稳回升态势（ttm）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 9. 竣工面积的集中回补或已完成大部分



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

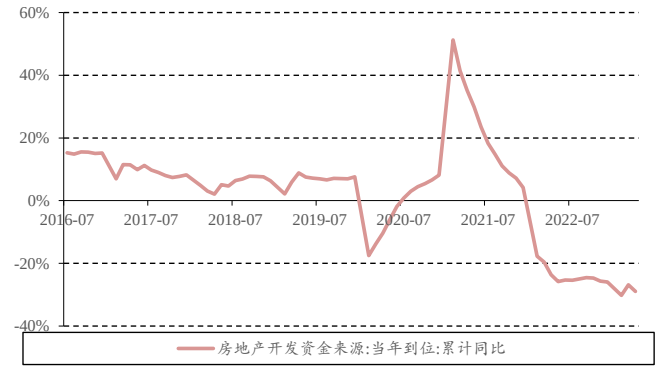
图表 10. 2023 年 11 月地产数据

	开工面积 万平	施工面积 万平	竣工面积 万平	销售面积 万平	平均单价 元/平
当月值	8,279.40	831,345.00	10,086.29	7,930.46	10,285.85
当月同比：%	4.67	(7.30)	10.30	(21.25)	5.54
当月环比：%	17.39	1.03	56.47	2.03	(1.18)
前月同比：%	(21.23)	(7.42)	13.38	(20.34)	7.45
累计同比：%	73,888.77	7,182,928.70	52,059.22	85,376.16	95,359.10
累计值	(23.56)	(6.69)	19.65	(19.11)	8.07

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

投资端考虑，房地产开发资金仍然深度探底，国内贷款下滑幅度相对较高，且无论是自筹资金、国内贷款、还是各项应付款，均未有显著回升迹象。房地产投资总体仍然吃紧。

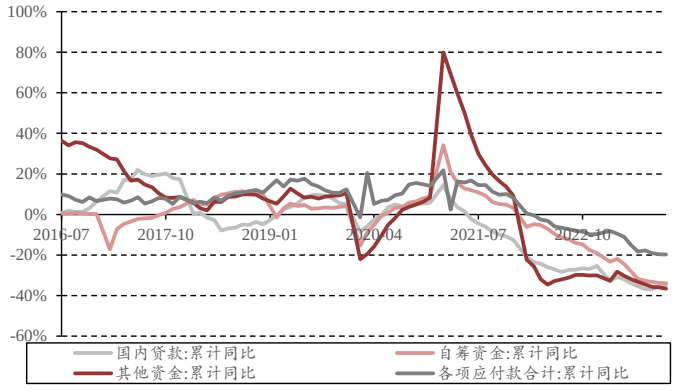
图表 11. 房地产开发资金来源仍然深度探底



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：2023 年数据为两年同比

图表 12. 国内贷款仍然深度探底，未见显著改善

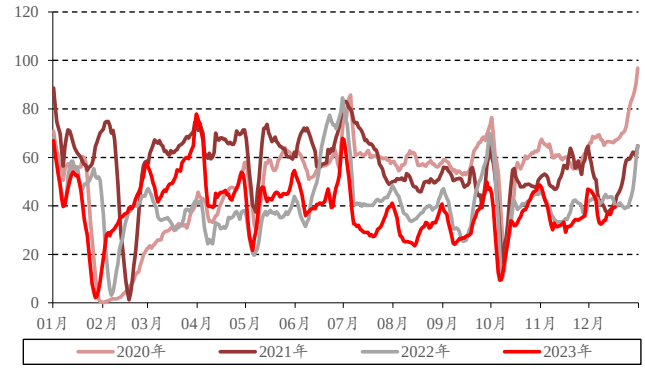


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：2023 年数据为两年同比

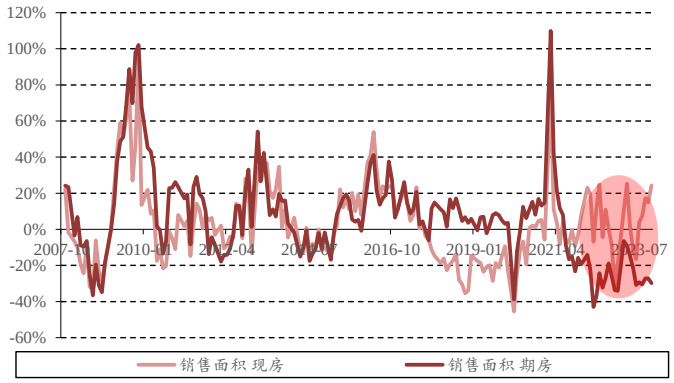
今年地产销售呈现两大特点：1.年初地产销售阶段性回暖，随后则多数时间回落；2.现房销售表现强于期房销售。年初的阶段性销售回暖很大程度受到“三支箭”政策支持地产融资的影响，而消费者购买现房销售则表明消费者对期房交付的担忧，底层是对地产商融资及现金流状况的担忧。

图表 13. 30 城地产销售年初较强，随后一般（万平）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

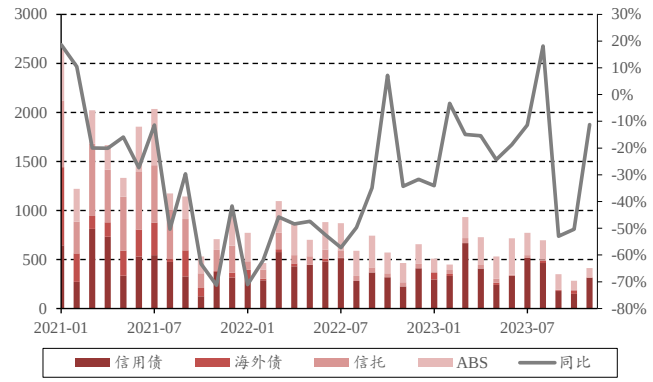
图表 14. 现房销售增速在近期少见地跑赢期房销售增速



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

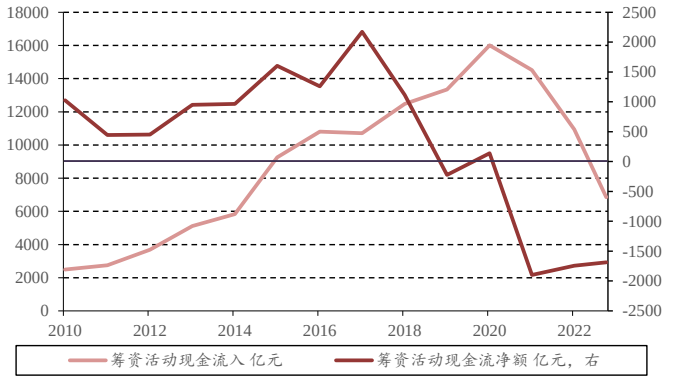
实际上今年的地产融资确实仍然较弱。根据中指院数据，2023 年 1-11 月地产企业通过信用债、海外债、信托、ABS 四项方式合计融资 6377.3 亿元，同比下降 20.4%。从上市房企的现金流量表来看，筹资活动现金流净额已经从 2021 年开始连续为负，今年前三季度申万二级房地产开发指数的 80 家公司合计筹资流出 1688.7 亿元，筹资活动流入总额也从 2021 年开始持续下行，至今未见显著反弹趋势，房企仍然处于偿债周期。

图表 15. 地产融资仍然表现低迷（亿元）



资料来源：中指院，中银证券

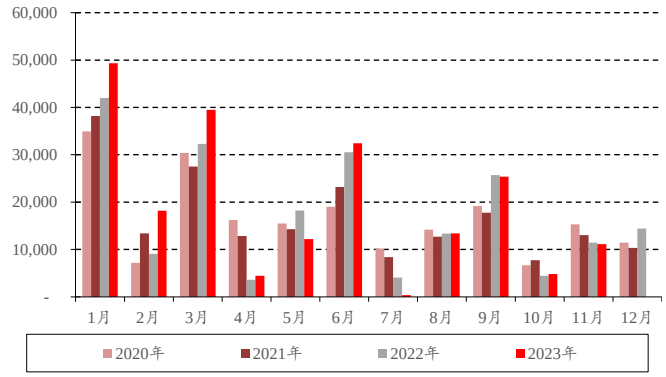
图表 16. 房地产企业仍然处于偿债周期



资料来源：中指院，中银证券

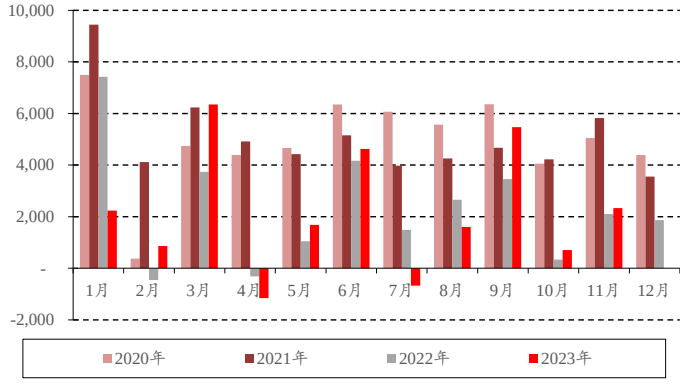
居民中长贷持续疲软。从社融角度看，今年的人民币贷款新增量总体表现尚可，并不构成显著拖累，甚至一季度形成较大拉动。但与购房及装修等更相关的居民中长贷在 2023 年全年多数时候表现平平，总量远不及 2020 与 2021 年时。2023 年 1-11 月，新增居民中长贷合计 2.40 万亿元，同比下降 6.2%，降幅相对不大。但考虑 2022 年同期同比下降 55.22%，基数较低，居民中长贷可以说是仍然非常疲软。不过值得注意的是，**在三季度“认房不认贷”等政策落地阶段，居民中长贷有过较强的表现。**

图表 17. 2023 年新增人民币贷款总体表现尚可（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 18. 居民中长期贷款持续疲弱（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

社零-建筑装潢分项表现始终较弱

社零低基数下增速较高，建材相关表现更弱。今年 1-11 月，统计局口径建筑及装潢材料类社零累计同比下降 7.8%，我们测算与 2021 年同期相比，降幅为 19.1%，同样位于社零各分项的靠后位置。如果用建筑及装潢材料类社零的数据代表 C 端的装修需求，则今年的零售建材需求仍然表现很弱。在下半年社零总体逐渐回暖的情况下，建材相关的社零降幅虽有收窄，但仍未转正。

更值得注意的是，建筑装潢与竣工失去了同步性。过去社零中建筑装潢分项与地产竣工面积是同步性较高的，这很好理解。但是今年保交楼大大推动了竣工的高增长，但是社零的建筑装潢分项始终疲软。我们理解两项数据的分化主要由于地产销售疲软。解决零售建材需求不足的问题，仍然需要靠地产的销售恢复。

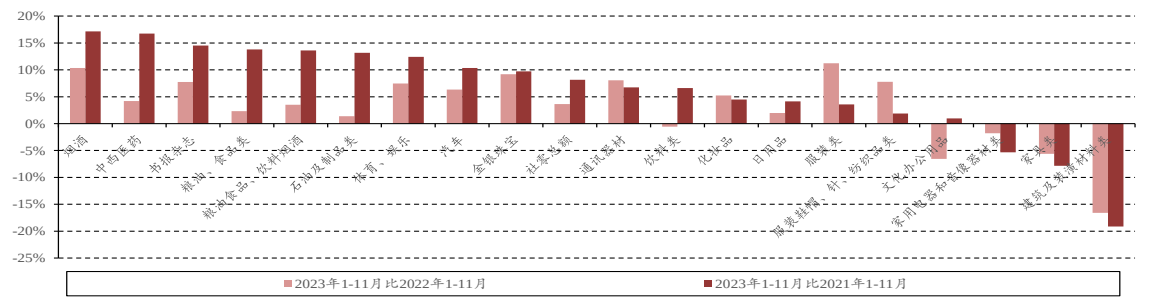
图表 19. 低基数下，社零总体与建筑及装潢类材料分化

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 20. 过去竣工与社零建筑装潢同步性高，当前分化

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 21. 与 2021 年同期比，建筑及装潢材料类社零表现排在最后



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

2024 年展望：核心看“三大工程”与地产融资恢复

关注房地产的边际变化

投资端与新开工的超调导致供给不足。2021 年以来地产的供给端已经经历了较大幅度调整。与 2021 年同期相比，2023 年前 11 个月的地产新开工、施工、竣工面积分别同比下降了 52.2%、13.4%、5.1%，100 城成交土地面积同比下降了 30.2%，房地产开发企业资金来源下降了 36.2%。最直接反映未来房地产供应量的新开工面积、拿地面积和资金来源三项均遭遇了大幅的下降，这对未来房地产的竣工面积会形成较大幅度的压制。

图表 22. 近两年房地产供给端多项数据大幅下滑（万方，亿元）

	新开工面积	施工面积	竣工面积	100 大中城市:成交土地占地面积	房地产开发企业资金
2021M1-M11	182,819.53	959,653.82	68,753.82	103,072	183,362
2023M1-M11	87,455.66	831,344.90	65,237.02	71,903	117,044
增速：%	（52.2）	（13.4）	（5.1）	（30.2）	（36.2）

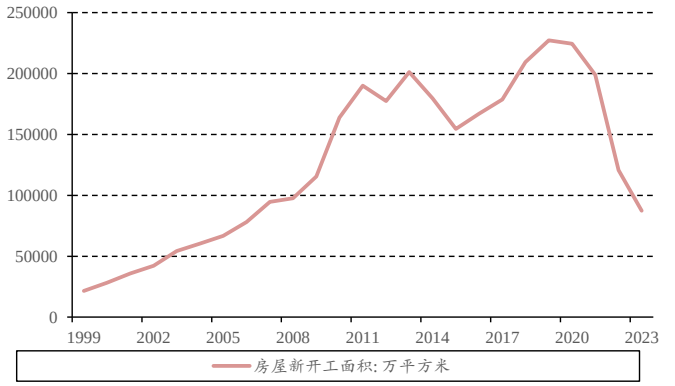
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 23. 百城供地面积快速收缩

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：2023 年是前 11 个月数据

图表 24. 新开工面积快速回落



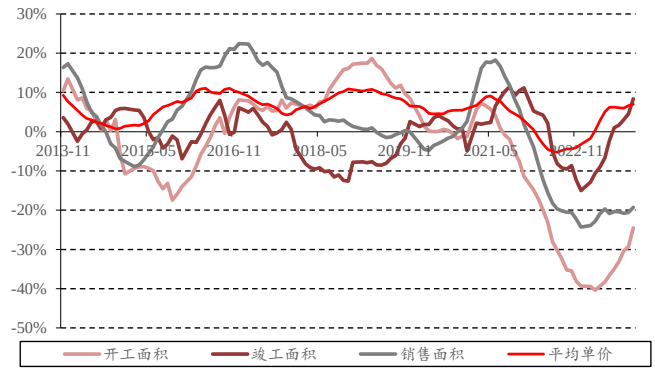
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：2023 年是前 11 个月数据

地产供给端下滑或将在未来形成房价上行的动力。待到真实的购房需求逐步企稳恢复后，房价尤其是一二线城市的房价或有望迎来上涨，从而带动地产周期恢复轮动，届时建材需求或有望迎来提振。

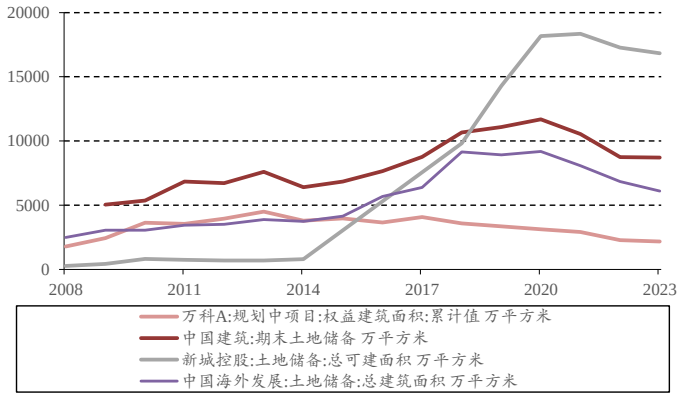
房价修复后，地产链轮动有望加速。历史上房价修复后，地产销售面积会同步增长，随后地产链的轮动将从“销售-拿地-投资-新开工-销售”的方向滚动起来，从而带动地产链上游的水泥、混凝土等早周期，同时带动后周期消费建材修复。我们认为经历了多轮地产周期后，当前房地产企业具备较多的土地储备，即使近两年拿地较少，但如果地产销售复苏，土地储备并不会成为新开工的限制。而近期统计局数据可以看到，拿地面积之外，近期地产新开工、竣工、销售面积的降幅均有企稳迹象。

图表 25. 历史上房价总是先于销售面积修复



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 26. 房地产企业仍有较多土地储备



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

房地产政策转向，销售或有望逐步修复。2023 年 7 月的政治局会议未提到“房住不炒”，且强调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，中央到地方的一系列的地产宽松政策随后陆续出台，包括“认房不认贷”、降低首付比例等支持销售的政策。11 月 17 日的金融机构座谈会上，监管层要求的“三个不低于”则从融资层面进一步为房地产行业拖底，而中央经济工作会议提出的“一视同仁，满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”则是对“三个不低于”的背书。我们预计 2024 年房地产企业的经营性现金流与筹资活动现金流，均有望得到拖底修复，从而对建材需求形成支撑与拖底。

图表 27 下半年以来中央政策逐渐转向

时间	会议	内容
2023 年 4 月	政治局会议	**要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位**，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。
2023 年 7 月	政治局会议	适应我国房地产市场供求关系**发生重大变化的新形势**，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2023 年 9 月	央行货币政策委员会三季度例会	因城施策精准实施差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求，落实新发放首套房贷利率政策动态调整机制，**调降首付比和二套房贷利率下限，推动降低存量首套房贷利率落地见效**
2023 年 11 月	央行、金融监管总局、证监会	**1）各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速；2）对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速；3）对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。**
2023 年 12 月	央行行长潘功胜署名文章	主动适应我国房地产市场重大转型，战略上，牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位；策略上，弱化房地产市场风险水平，防范房地产市场风险外溢，**一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，维护房地产市场稳健运行。**
2023 年 12 月	财联社	自 11 月以来国有大行向非国有房企投放房地产开发贷款 300 多亿元，其中近两周投放 140 多亿元，还有多家银行正在加快推进贷款落地。
2023 年 12 月	中央经济工作会议	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，**坚决守住不发生系统性风险的底线。**积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。完善相关基础性制度，**加快构建房地产发展新模式。**

资料来源：中国政府网，共产党员网等，中银证券

与去年底的“三支箭”相比，“三个不低于”效果或更强。“三个不低于”对应的白名单房企规模更大，且同时从房地产商与购房者两方面的融资考虑，并提出了量化指标性的监督要求。我们预计“三个不低于”将在 2024 年进一步优化房企的现金流量表。

图表 28“三个不低于”与“三支箭”等政策对比

	“三个不低于”	“金融十六条”、“三支箭”
时间	2023 年 11 月	2022 年 11 月
政策工具	国有银行贷款	国有银行贷款、债权融资工具、股权融资支持工具
执行方式	量化指标性监管要求	政策引导性指导意见
主要内容	1）各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速；2）对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速；3）对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。	1）金融机构增加对房企信贷投放；2）中债增进行公司发债担保；3）恢复房企及涉房企业股权融资
对应房企	白名单房企	系统性重要房企，优质经营房企，范围相对窄
覆盖范围	房企及购房者，供需双方解决	主要是房企

资料来源：克而瑞，中国政府网等，中银证券

北京上海购房政策优化，关注销售恢复。12 月 14 日，北京上海本周接连推出购房新政，内容均包括下调首付比例、下调房贷利率下限、优化普宅认定标准，北京还延长了购房年限。12 月 15 日，地产及建材板块高开低走，相较于 7 月政治局会议后反应相对平淡，我们认为，此时政策对板块的刺激已经边际递减，需要关注销售数据的实质性恢复，才能够带动地产回归政策周期，拉动建材的需求，从而提振建材板块的投资信心。

“三大工程”是核心变量，有利于地产稳投资、稳销售

2023 年以来重要会议基本均提到“三大工程”。2023 年 4 月政治局会议提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设。规划建设保障性住房”以来，7 月的政治局会议、9 月的央行货币政策委员会三季度例会、12 月的中央经济工作会议均重点提出要加快“三大工程”建设。7-8 月召开的 3 次国务院常务会议，分别审议通过了“三大工程”的指导意见，三大工程进入落地阶段。

图表 29.“三大工程”相关政策

时间	会议	内容
4 月	政治局会议	**在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。**
7 月	政治局会议	**要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设**，盘活改造各类闲置房产。
7 月	国常会	审议通过**《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》，**实施中要注重统筹新建增量与盘活存量，积极盘活城市低效和闲置资源，依 法依规、因地制宜、按需新建相关设施”
7 月	国常会	**审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。**在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
8 月	国常会	**审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》。**“坚持目标导向，加大保障性住房建设和供给，让工薪收入群体逐步实现居者有其屋。消除买不起商品住房的焦虑。推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性、满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期。推动房地产业转型和高质量发展。
9 月	央行货币政策委员会三季度例会	加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度，推动建立房地产业发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。
11 月	央行行长潘功胜讲话	为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，完善住房租赁金融政策体系，推动构建房地产发展新模式。
12 月	中央经济工作会议	**加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。**

资料来源：中国政府网，共产党员网等，中银证券

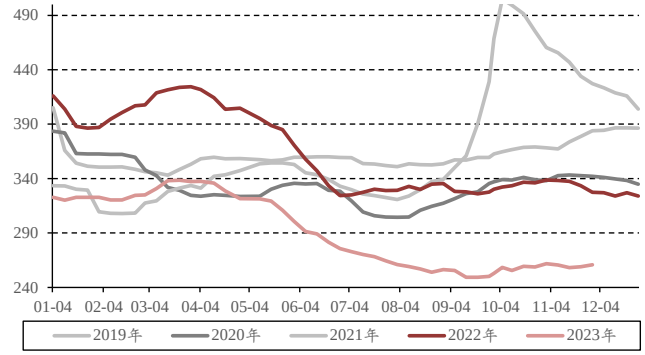
三大工程促进发展模式转换的同时，“三大工程”建设将成为构建房地产新发展模式的重要手段，推进我国住房制度向市场加保障双轨制转变，以满足多层次的住房需求。同时，通过“三大工程”建设将有效拉动房地产投资，推动市场修复筑底。

水泥：盈利历史底，股息率具备吸引力

基本面：价格见底回落，产量企稳，发货率走低

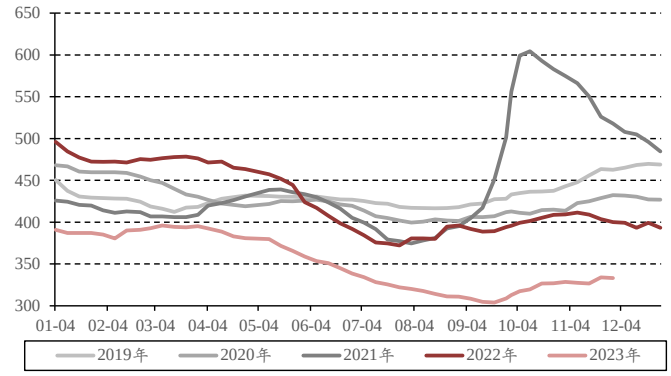
2023 年水泥价格回落，销量小幅下降，发货率持续走低。根据统计局数据，2023 年 1-11 月，全国水泥产量累计 19.05 亿吨，累计下降 3.0%，降幅较 2022 年同期的 9.6%收窄较多。根据卓创资讯，2023 年 1-11 月，全国水泥 42.5 均价 351.3 元/吨，较去年同期下降 18.0%。根据数字水泥网，2023 年 1-11 月全国水泥平均发货率 50.6%，较 2022 年同期下降 4.7pct。地产新开工与投资的下行对水泥行业的冲击仍然在持续。水泥行业 2023 年总体呈现价格大幅回落，销量相对企稳，发货率仍在走低的情形。2022 年以来，水泥行业高价景气度持续磨底，旺季涨价仍然较难，库容比仍然较高，2023 年煤炭价格逐步回落，但水泥价格亦跟随回落，我们预计行业盈利能力或已触及底部。

图表 30. 2023 年水泥熟料价格低于近年同期（元/吨）



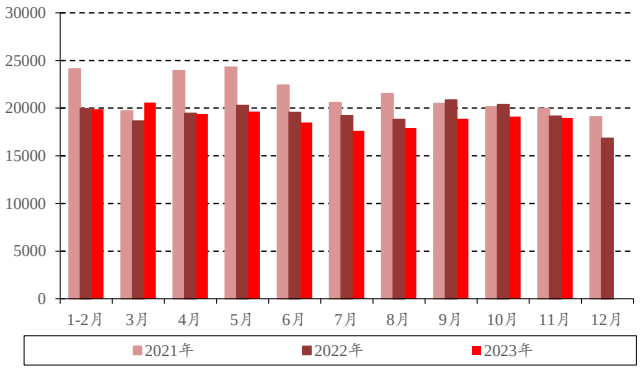
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 31. 2023 年水泥 42.5 价格低于近年同期（元/吨）



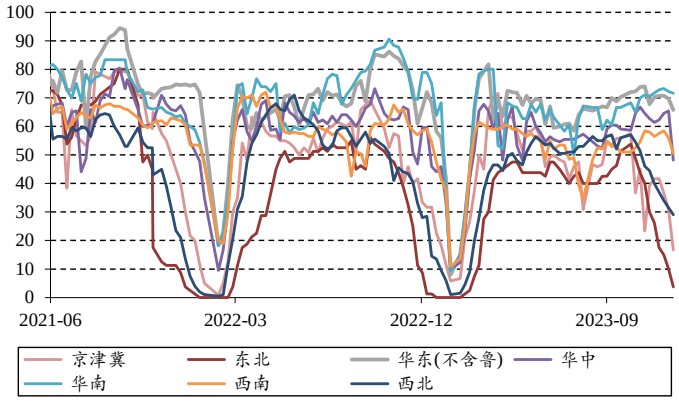
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 32. 2023 年水泥产量总体平稳小幅下滑（万吨）



资料来源：卓创资讯，中银证券

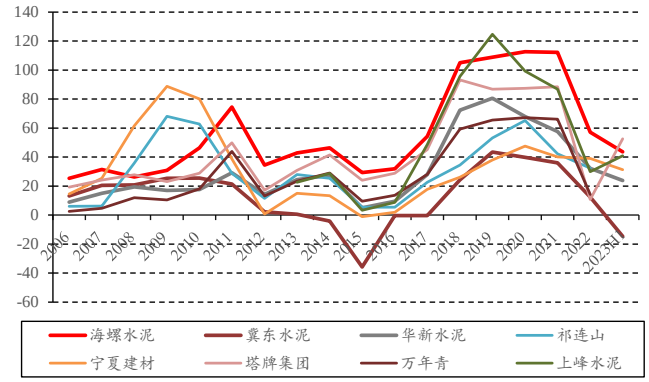
图表 33. 2023 年水泥发货率有所回落（%）



资料来源：数字水泥，中银证券

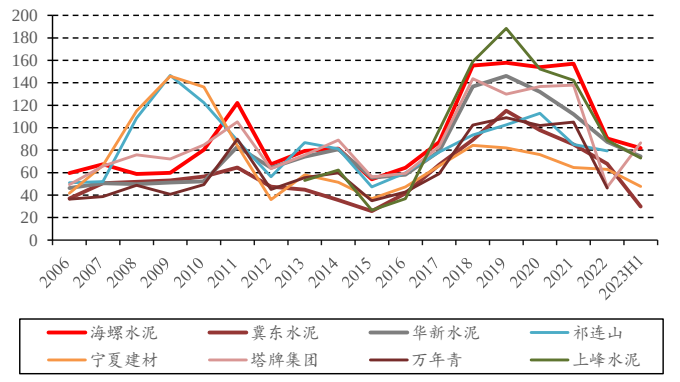
行业内盈利能力见底，龙头仍显韧性。根据中报数据，7 家水泥企业上半年吨净利 25.4 元，较 2022 年全年下降 0.9 元/吨，降幅大大收窄。其中塔牌集团、上峰水泥吨净利较 2022 年全年有所回升。而海螺水泥仍然通过其成本控制能力保持着行业领先的吨净利水平。当前行业盈利能力已逐步靠近 2015 年的历史底部，我们预计进一步下降的可能性很低。

图表 34. 水泥企业吨净利逐步企稳（元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 35. 水泥企业吨毛利基本探底企稳（元/吨）



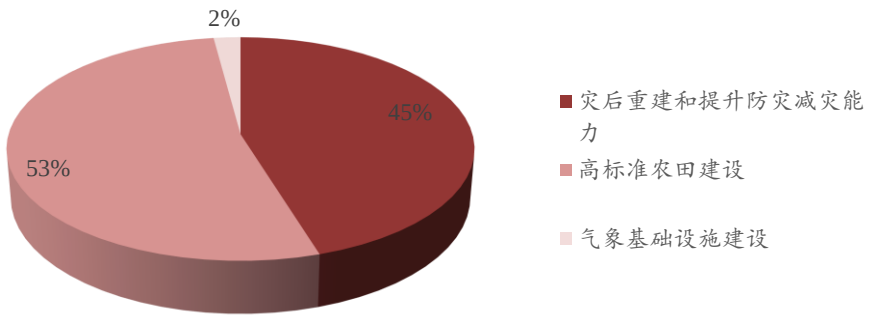
资料来源：数字水泥，中银证券

需求端：万亿国债支撑基建，“三大工程”支持地产新开工

万亿国债有望带动基建投资。10 月 24 日，十四届人大常委会审议通过了国务院增发 1 万亿国债，以支持灾后恢复重建和防灾减灾救灾能力提升。一万亿国债全部通过转移支付给地方使用，列入中央财政赤字，中央负责还本付息，初步考虑 2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元。万亿国债是补短板、强弱项、惠民生的重要安排，投入使用后客观上也会有利于带动国内需求。我们认为万亿国债有望扩大投入使用期的基础设施投资规模，一定程度提振水泥需求。

根据央视网报道，截至 12 月 19 日，第一批国债资金预算 2379 亿元已经下达，主要用于灾后恢复重建，高标准农田建设以及气象基础设施项目建设。其中，1075 亿元，用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾能力，涉及京津冀等 12 个省市的 1508 个项目；1254 亿元，用于补助东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设支持了全国 1336 个县新建、改造提升高标准农田以及修复灾毁农田共 5400 万亩；50 亿元用于气象基础设施建设。

图表 36. 首批 2379 亿元国债资金预算投向

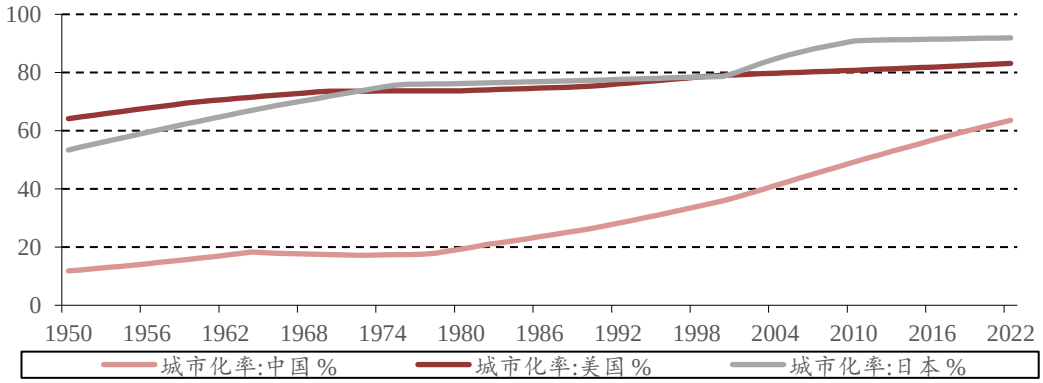


资料来源：央视新闻，中银证券

三大工程或支持地产新开工。我们对明年的地产新开工抱有相对乐观的态度。一方面，2023 年下半年新开工降幅已陆续收窄，11 月首次转正，触底信号较为强烈；另一方面，城中村改造拆建结合，拆除重建方面将对新开工产生一定支撑，保障房建设的加强更有望支撑水泥的需求量。三大工程的逐步推进，将对降幅逐渐收窄的地产新开工给予进一步支撑。

我国的城镇化率或仍有较大提高空间，是水泥行业长期发展的天花板。根据联合国的数据，2022 年我国城镇化率已超过 60%，且仍处于快速上升阶段，但仍较美日等发达国家有较大差距；统计局口径 2020 年我国城镇化率也已达到 63.89%。我们整理了各个省份“十四五”期间城镇化率发展目标发现，省一级政府对“十四五”期间的城镇化率提高仍然信心满满，我国的城镇化率或仍然有较大提高空间。**我国城镇化率进一步提高的空间，才是我国水泥行业长期发展的天花板。**

图表 37. 我国城镇化率快速提高，但较美日仍有差距



资料来源：同花顺 iFinD，联合国，中银证券

注：本文常用“城镇化率”概念，但联合国数据原文为“城市化率”，此处不做区分

图表 38 根据省级政府规划，我国城镇化率仍有提升空间

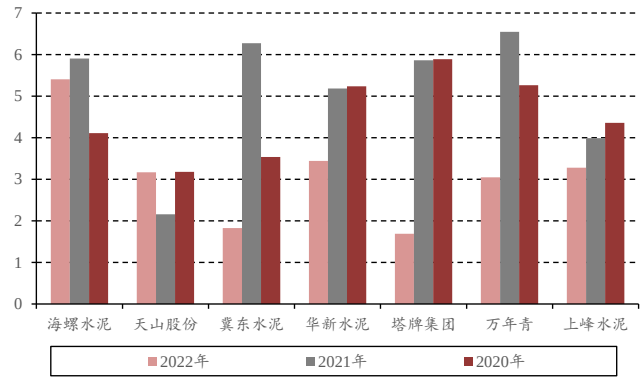
		常住人口城镇化率：%		城镇人口新增就业人数：万人				常住人口城镇化率：%		城镇人口新增就业人数：万人	
		2020 年	2025 年	2020 年	2025 年			2020 年	2025 年	2020 年	2025 年
华北	天津	83.60	85	37.10	175	华南	广东	74.15	77	717.25	559
	河北	60	65 以上	421	400		广西	54.20	57	206.50	175
	山西	62.53	68	257.50			海南	60.30	65	14.40	75
	内蒙古	67.48	69	128.44	100	西南	云南	50	60	248.10	250
东北	辽宁		69	45.20	210		贵州	50	58	61.64	300
	吉林	60	65	222.47	100		四川	55	60	522	425
	黑龙江	60.90	65		150		重庆	69.46	73	362	300
华东	山东	63.05	68	122.70	500		西藏	32	40	26.70	25
	浙江	72.20	75	606	500	西北	陕西	60.50	65	225.43	200
	福建	68.75	71.5	299.94	250		甘肃	52.23	58	35.70	100
	安徽	58.33	65	342.90	300		宁夏	64.96	69	39.61	37.50
	江苏	73.44	75	725.90	500		青海	57.10	62	31.20	30
	江西	58.60	64	266.75	200		新疆	52.40	60	233	46
华中	湖南	58.50	63	385.20	325						
	湖北	62.89	65-67	441.79	350						
	河南	55.43	63	122.59	500						

资料来源： 各地方政府“十四五”新型城镇化规划文件，中银证券

机会：价值底部，水泥企业分红率与股息率仍然具备吸引力

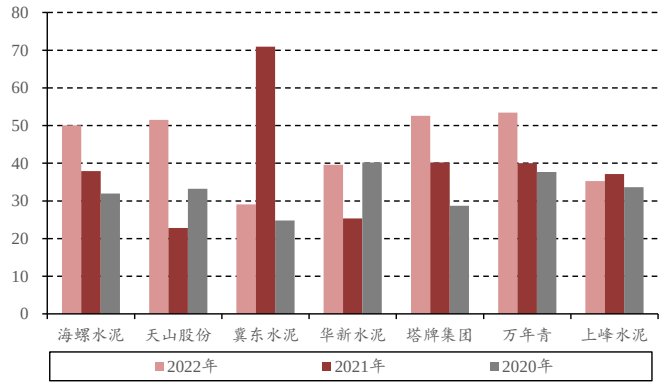
水泥板块安全边际相对较强。从估值角度考虑，水泥板块当前已基本处于市净率的历史底部。截至 2023 年 12 月 27 日，海螺水泥的市净率（LYR）为 0.64 倍，处于 2010 年以来的 0.44%分位数，处于近十年来绝对低谷位置，其余水泥企业亦基本处于破净水平。分红率角度考虑，水泥企业多有提升分红率，提高股息率的意愿，2022 年海螺水泥、天山股份、塔牌集团、万年青的分红率均在 50%以上。行业底部阶段，水泥行业投资具备较强的安全边际。

图表 39. 水泥企业近年股息率相对较高（%）



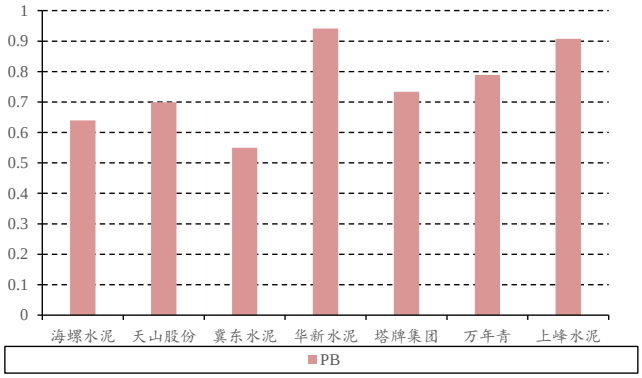
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 40. 水泥企业近年分红率维持较高水平（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

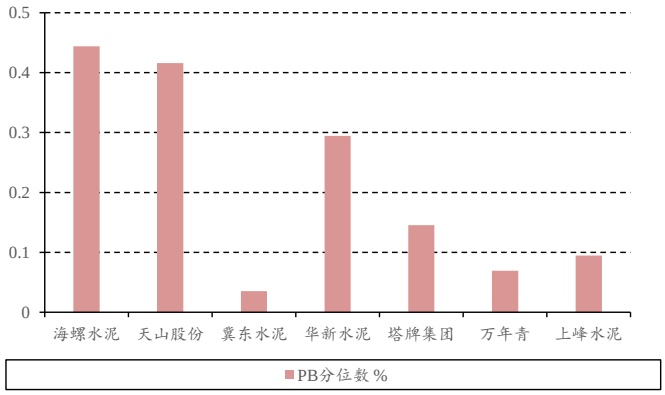
图表 41. 水泥企业多处于破净（PB<1）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截至 2023 年 12 月 27 日

图表 42. 水泥企业 PB（LYR）分位数均处于 1%以下



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

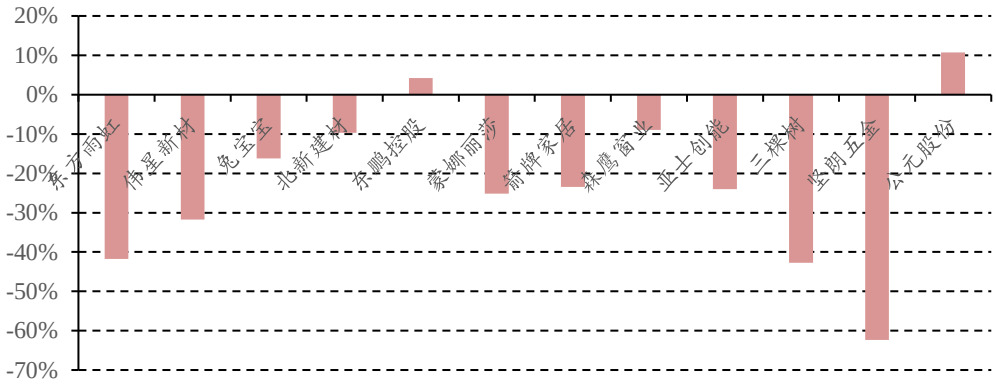
注：股价截至 2023 年 12 月 27 日，分位数期间自 2010 年始

消费建材：业绩修复，估值收缩

业绩下修或已结束，当前核心矛盾是估值回落

今年以来消费建材个股总体表现承压。东方雨虹、伟星新材等消费建材龙头股今年以来大多数下跌，仅公元股份、东鹏控股有小幅上涨。在地产修复表现一般，预期不明朗的情况下，消费建材板块持续回调。

图表 43. 消费建材板块涨少跌多

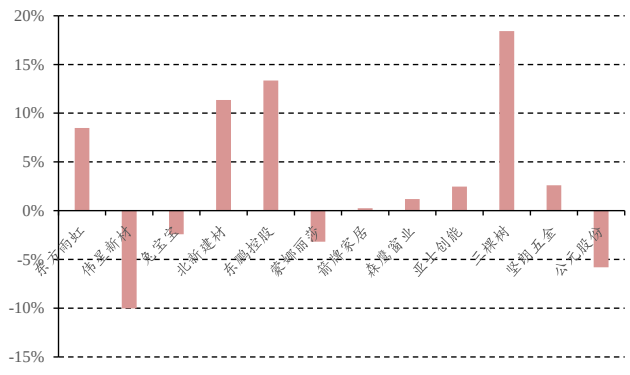


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：20221231-20231220

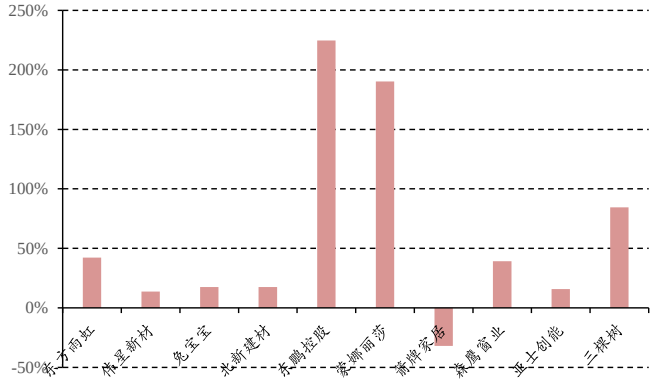
业绩修复在途。2023 年前三季度，消费建材龙头企业已经在逐渐修复，我们选择的 12 家样本龙头企业中，有 8 家实现营收同比增长，其中三棵树营收增长 18.4%，领先行业；而 12 家消费建材企业中，11 家实现利润的同比增长，仅箭牌家居受行业价格战影响利润回落。仅从业绩考虑，我们认为消费建材板块已经逐步走出下行阶段，开始走入复苏阶段，复苏强度在各个子行业之间存在分化，但趋势是基本一致的。

图表 44. 消费建材龙头企业营收多数同比恢复增长



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

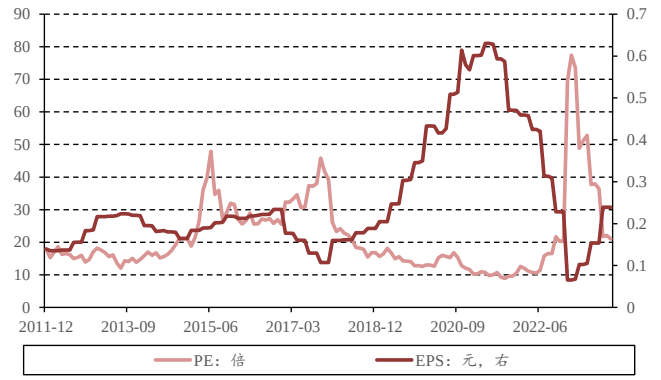
图表 45. 消费建材龙头企业多数实现利润增长



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

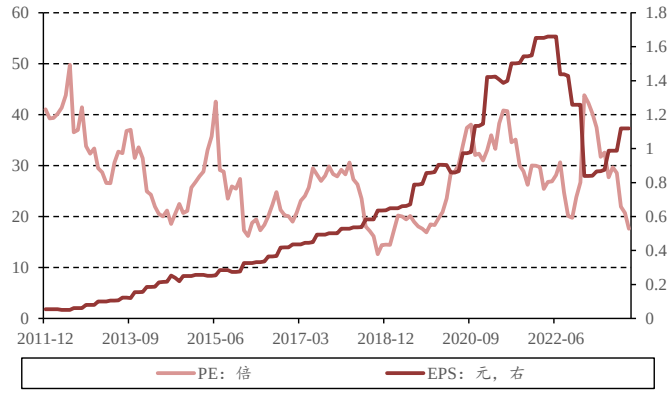
将建材板块股价走势拆分，业绩向上，估值向下。我们将建材板块个股的股价拆分成 PE 与 EPS，分别作为个股的估值与业绩指标。可以看出，今年消费建材板块的走势总体呈现业绩向上，估值向下。我们认为行业业绩下降的阶段已经结束，当前处于估值下降阶段。

图表 46. 公元股份近期业绩上行，估值下行



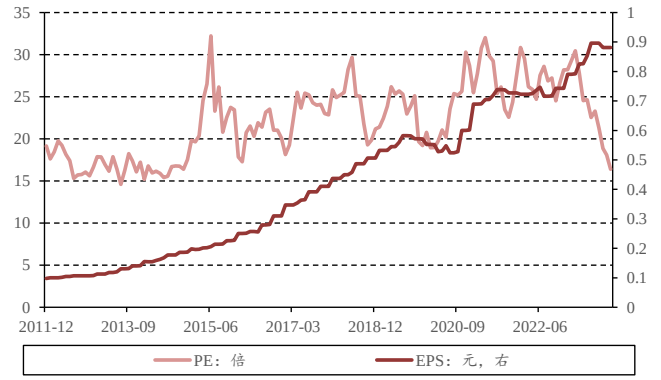
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 47. 东方雨虹近期业绩上行，估值接近 2018 年底



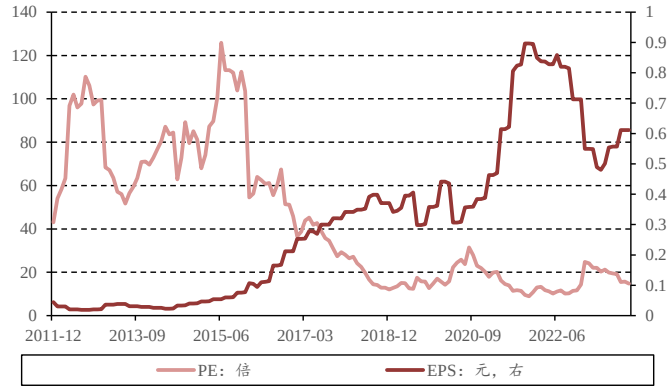
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 48. 伟星新材业绩稳定，估值大幅下修



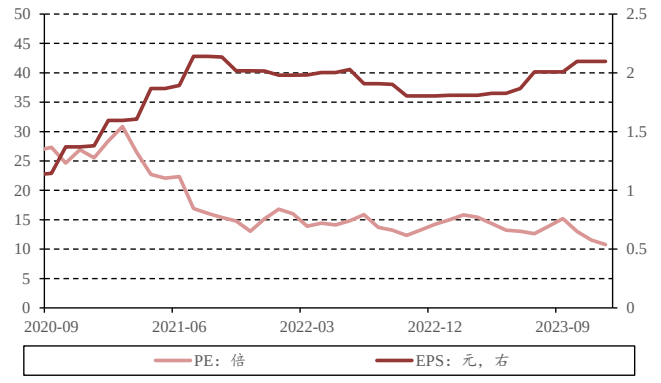
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 49. 兔宝宝业绩上修，但估值下修



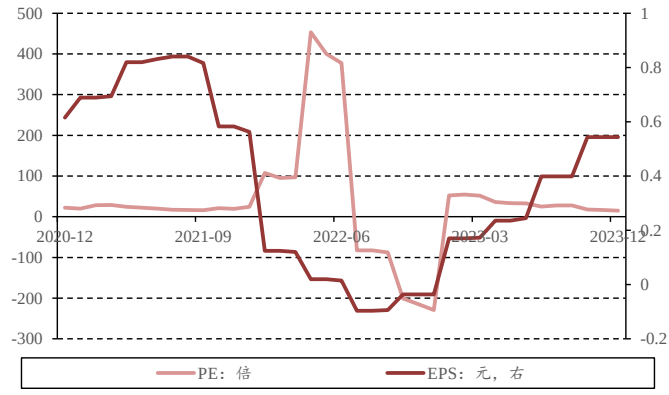
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 50. 北新建材业绩平稳复苏，估值下行



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 51. 东鹏控股业绩平稳上行，但估值下行较多



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

消费建材板块估值已消化相对充分。按照同花顺一致预期，截至 2023 年 12 月 27 日，东方雨虹 2023、2024 年 PE 估值已跌至 13.45、10.49 倍，PE-TTM 已经处于 2018 年 1 月以来的 8.2%分位数，PB 分位数更是跌至 0.07%。而伟星新材 PE 分位数已经跌至 2018 年 1 月以来的 0.15%分位数。北新建材、东鹏控股 PE 分位数已跌至 10%以下，蒙娜丽莎、兔宝宝等个股也已跌至历史较低分位数水平。

图表 52. 消费建材龙头个股估值及分位数

	PE-23	PE-24	PE 分位数 %	PB 分位数 %
东方雨虹	13.45	10.49	8.15	0.07
伟星新材	15.88	14.29	0.15	0.15
北新建材	10.27	8.81	8.16	0.65
东鹏控股	11.21	9.23	0.87	2.99
蒙娜丽莎	10.16	8.00	31.66	4.47
兔宝宝	10.74	8.72	34.98	0.82
坚朗五金	36.01	21.38	55.61	27.69
三棵树	26.58	18.55	33.14	27.52
公元股份	11.77	9.37	75.53	4.20
旗滨集团	9.27	7.18	53.54	8.52

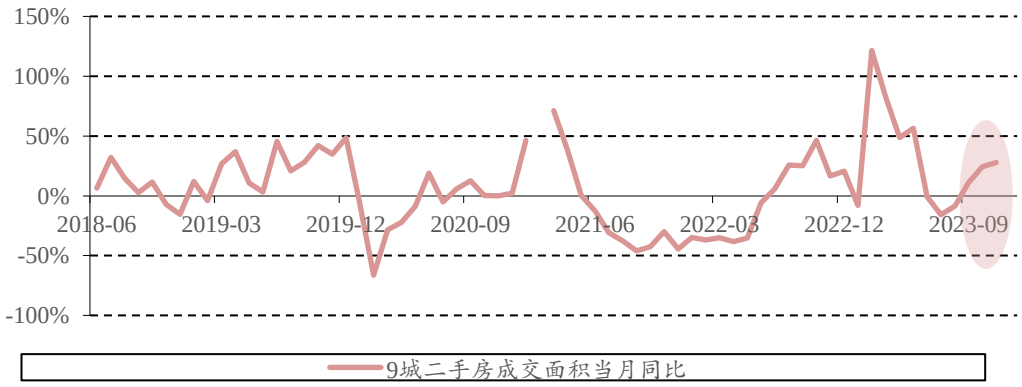
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截至 2023 年 12 月 27 日，2023、2024 年利润均采用同花顺一致预期

展望：积极因素若兑现，有望支撑估值修复

“认房不认贷”后，二手房成交增速上行。8 月底 9 月初，北上广深四大一线城市陆续官宣执行“认房不认贷”，随后全国多地陆续推进“认房不认贷”。随后我们看到 9 城二手房交易逐渐回暖，11 月同比增速更是达到 28%。首套房认房不认贷政策对处置一套，改善买入一套的改善型需求的提振其实已经在逐渐体现。

图表 53. 认房不认贷后，二手房交易同比增速逐渐提升



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

12 月 14 日，北京上海接连推出购房新政，内容均包括下调首付比例、下调房贷利率下限、优化普宅认定标准，北京还延长了购房年限。北上的购房新政进一步放松了购房限制，降低了购房者的成本，我们预计对 2024 年的购房需求会有一定提振作用，从而带动消费建材的装修需求上行。

图表 54. 北京与上海下调首付比例与房贷利率下限

		最低首付比例		房贷利率下限		房贷期限上限
		首套	二套	首套	二套	
北京	调整前	普宅 35%，非普宅 40%；	普宅 60%，非普宅 80%	4.75%，（LPR+55bp）	5.25%，（LPR+105bp）	25 年
	调整后	30%	城六区 50%，非城六区 40%。	城六区 4.3%（LPR+10bp）,非城六区 4.2%（LPR）。	城六区 4.8%（LPR+60bp），非城六区 4.75%（LPR+55bp）	30 年
上海	调整前	35%	普宅 50%，非普宅 70%	4.55%（LPR+35bp）	5.25%(LPR+105bp)	30 年
	调整后	30%	核心地区 50%，其他地区 40%。	4.1%(LPR-10bp)	核心地区 4.5%，其他地区 4.4%	30 年

资料来源：财联社，中银证券

2024 年消费建材的需求不确定性在于竣工。2021 年以来新开工的持续下行已经历两年，2023 年竣工端的高速增长在新开工的压制下或难以持续。保交楼项目的竣工集中回补或已接近尾声，如此考虑，2024 年地产竣工需求或将总体承压。

对于消费建材板块来说，当前业绩与估值走势分化，核心仍在于业绩修复的持续性存疑，**若 2024 年的各项积极因素如期兑现，业绩的持续修复有望支撑板块估值修复。**

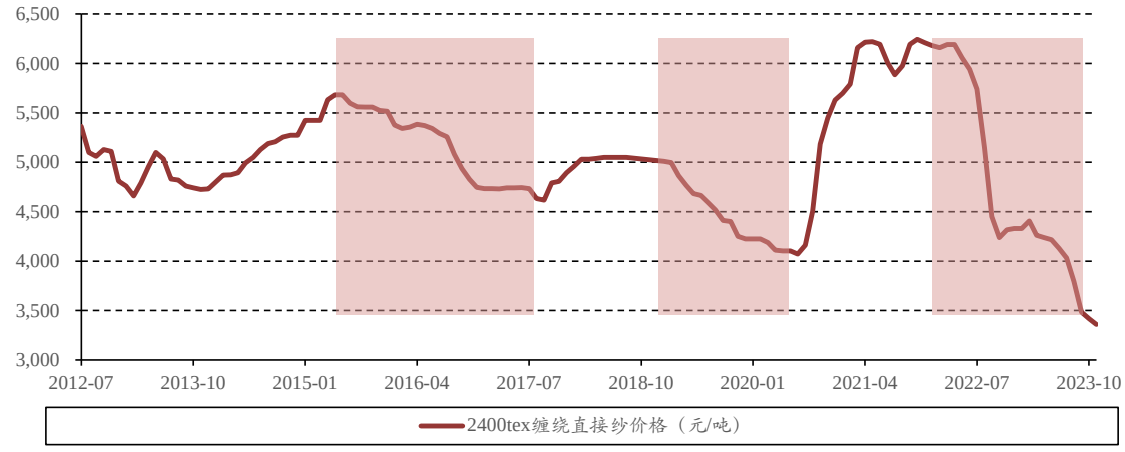
玻纤：拐点仍需等待

回顾：供需错配带来价格的大幅波动

本轮价格下行周期跌幅大，且价格远低于前两轮周期底部：以 2400tex 缠绕直接纱价格为代表，本轮价格下行周期自 2022 年 5 月起，4 个月内价格下降 1,600 元/吨，随后 5 个月进入价格平台期，最后自 2023 年 2 月起在底部开始第二轮下降，价格从 4,400 元/吨降至 2023 年 12 月中旬的 3,300 元/吨。

相比于前两轮下行周期（2015 年 6 月——2017 年 8 月，价格降幅 1,051 元/吨，价格底约为 4,600 元/吨；2019 年 1 月——2020 年 7 月，价格降幅 939 元/吨，价格底约为 4,100 元/吨），本次下行周期价格跌幅大且价格远低于前两轮周期底部（2022 年 5 月至今，价格已下跌约 2,800 元/吨，2023 年 12 月中旬价格 3,300 元/吨，底部未确认）。

图表 55. 玻纤价格已跌至历史低位水平



资料来源：卓创资讯，中银证券

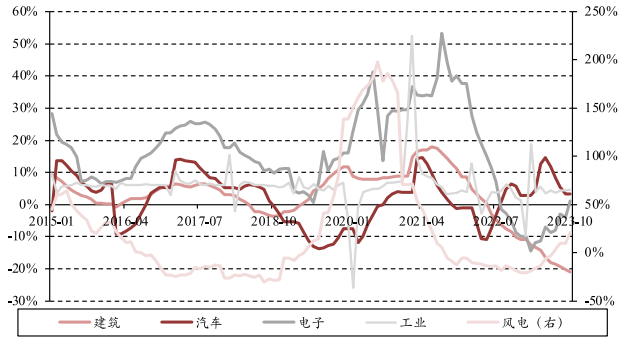
本轮下行周期主要系大量产能滞后集中释放及需求疲软：2021 年玻纤行业的高景气促使大量企业选择扩产，2022 年国内点火产能约 75 万吨，其中粗纱 59 万吨，电子纱 16 万吨。且由于 2022 年新增产能主要于下半年点火，考虑产能爬坡时间，产量的增量多发生于 2023 年，使得本年度的供给压力较大。另一方面，2023 年玻纤下游各领域的需求复苏程度并不乐观。不论是传统的建筑、工业领域，还是政策发力较多的汽车、风电领域，行业需求都未能对玻纤需求起到支撑作用。雪上加霜的是，2022 年高度景气的海外需求也受经济大环境影响明显回落，致使我国玻纤国内外总需求 2023 年全年表现疲软。

图表 56. 2022 年新增产能情况（万吨）

点火时间	公司	产线名称	产能	产品	2022 年产能冲击	2023 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	2
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15	短切纱为主	6	9
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10	电子纱	4	6
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10	无碱粗纱	3	7
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	2	4
2022/12/19	中国巨石	埃及 4 线	12	无碱粗纱	0	12
国内合计		**8**	**75**		**32**	**43**
合计		**10**	**92**		**34**	**58**

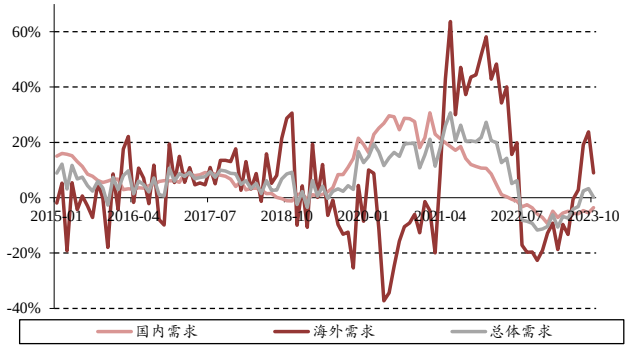
资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

图表 57. 玻纤需求拆分曲线变化



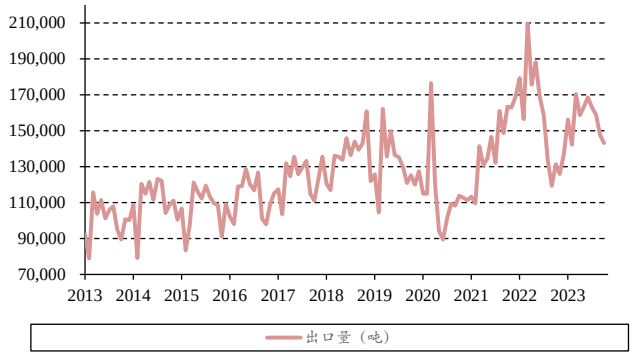
资料来源：万得，中银证券

图表 58. 国内外需求拟合



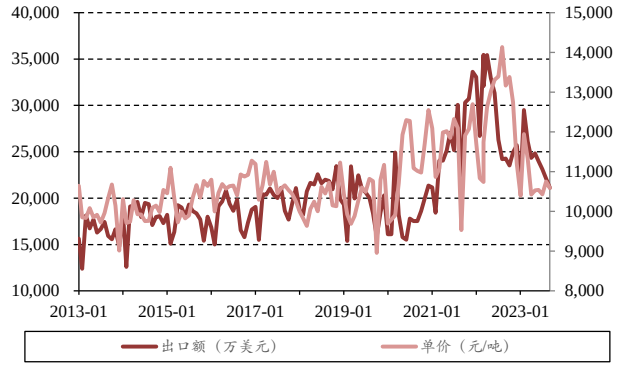
资料来源：万得，中银证券

图表 59. 海外需求的回落滞后于国内



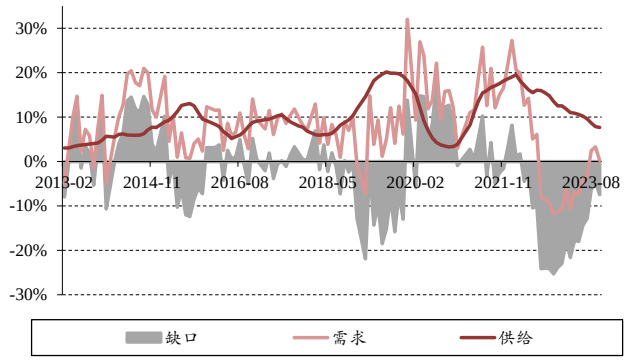
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 60. 出口金额延续回落（单价右轴）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 61. 玻纤行业供过于求程度收窄



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

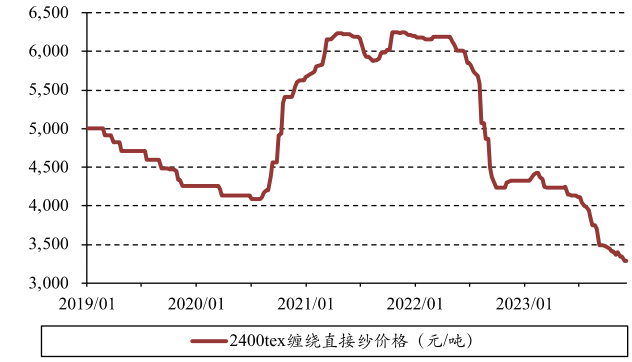
图表 62.供需失衡下价格持续下行

资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

当前：需求仍弱，供给有压力

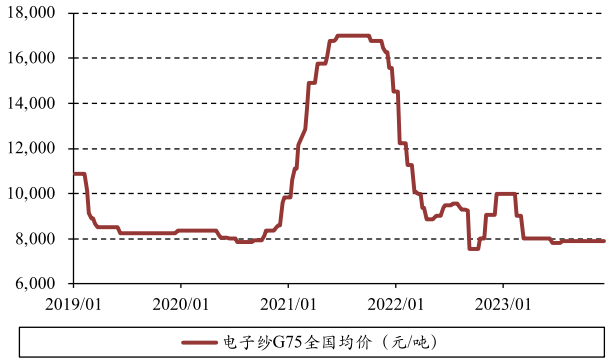
粗纱价格底部再次下探，电子纱价格平稳：据卓创资讯，2023 年 12 月第 1 周，国内玻璃纤维池窑企业主流产品 2400tex 无碱缠绕直接纱出厂均价为 3,288 元/吨，较上一周持平，较年初下跌 24.1%；电子纱价格今年总体平稳在 8,000 元/吨。当前粗纱价格下，多数企业已持续处于亏损状态，价格存一定成本支撑，但需求偏弱情况下，市场价格或将进一步承压下行。

图表 63. 玻纤价格仍在下行通道



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 64. 电子纱价格趋于平稳



资料来源：卓创资讯，中银证券

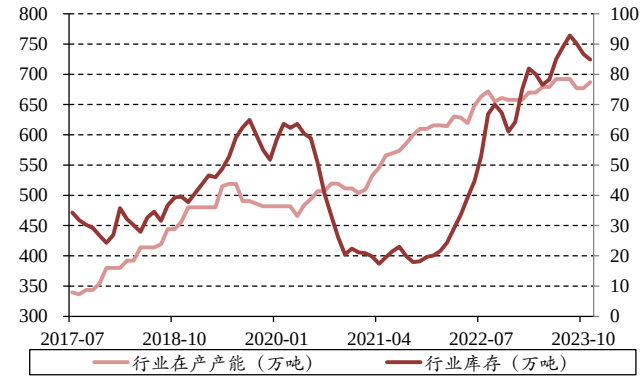
图表 65. 2023 年 12 月 01-08 日玻纤价格情况（单位：元/吨）

产品	本周均价	上周均价	周涨跌幅(%)	月涨跌幅(%)	较年初涨跌幅(%)
2400tex 缠绕直接纱	3,287.5	3,287.5	0.0	(3.3)	(24.1)
2400texSMC 合股纱	3,950	3,950	0.0	(10.2)	(30.4)
电子纱 G75	7,900	7,900	0.0	0.0	(21.0)
1200-4800tex 缠绕直接纱	3,250	3,250	0.0	0.0	
1200-2400tex 高模量纱	9,000	9,000	0.0	0.0	(9.5)
1200tex 环氧风电用纱	4,500	4,500	0.0	0.0	(30.2)
工程塑料增强短切纱(4mm)	6,850	6,850	0.0	0.0	(11.0)
无碱 2400texSMC 合股纱	3,650	3,650	0.0	0.0	
无碱 2400tex 采光瓦用合股纱	3,450	3,450	0.0	0.0	(28.1)

资料来源：卓创资讯，中银证券

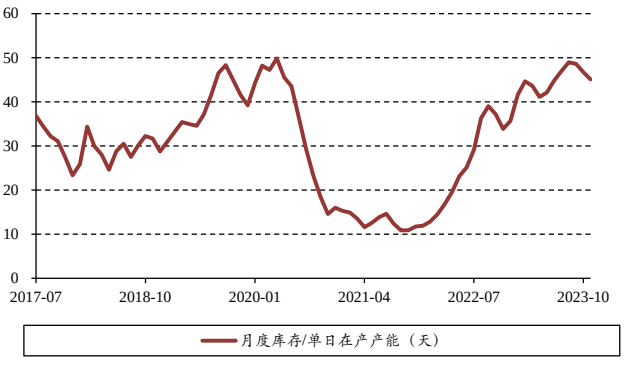
库存连续 3 个月小幅下降，但仍处于历史高位水平：根据卓创资讯，2023 年 11 月行业库存 84.9 万吨，环比减少 2.0%/1.8 万吨；库存天数 45.1 天，环比减少 1.6 天。今年 5-8 月库存连续四月提升，9-11 月连续小幅回落，主要系 1）当前价格较低，下游贸易商逢低备货；2）临近年底，部分工程赶工，阶段性地提升了需求。当前库存水平及库存天数仍处于历史高位水平，且需求暂未出现实质性好转，我们预计供需偏弱仍将持续一段时间。

图表 66. 玻纤库存待去化（库存右轴）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 67. 玻纤库存天数仍处历史高位水平



资料来源：卓创资讯，中银证券

预计 2024 年会有较多产能进入冷修：长时间的高温连续生产会使得产线老化，一般玻纤池窑的窑龄期是 8-10 年。全行业 2010 年以来经历了两轮产能投放：第一次是 2013-2014 年，国内池窑集中冷修进行第一次升级换代，至今已有 9 至 10 年；第二次产能投放是 2017-2018 年玻纤产能景气度高点，国内众多厂商投入较多产能，距今 5 至 6 年。随着投产的产能窑龄逐步到期，行业内将会有较多产能需要进行冷修。据卓创资讯数据，截至 2023 年 12 月，今年国内有 4 条线共计 27 万吨产能进入冷修。据卓创资讯数据结合我们判断，我们预计 2024 年国内主要厂商还将有 5 条线共计 33 万吨产能进入冷修。此外，当前行业持续不景气下，或有企业选择在行业低谷提前冷修。

图表 68. 2023 年冷修产能（万吨）

企业	产线	前	后	产品品类	冷修时间	建设期	新产能	23 年冲击	24 年冲击
九鼎新材	1 线	7		无碱粗纱	2023 年 6 月 9 日停产			(4)	
重庆国际	长寿 F10B	12	15	风电纱	2023 年 8 月底冷修	1 年	3	(4)	3
邢台金牛		3		无碱粗纱	2023 年 9 月冷修			(3)	
内江华原	威远 6 线	5		无碱粗纱	2023 年 11 月 7 日冷修			(1)	
合计	4	27						(12)	3

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

图表 69. 待冷修产能预测（万吨）

企业	产线	前	后	产品品类	冷修时间	建设期	新产能	23 年冲击	24 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		(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	(3)
中国巨石	6 线	4	5	无碱粗纱	2021 年 3 月公告，待定	6 个月	1		(2)
中国巨石	埃及 1 线	8	12	无碱粗纱	计划 2023 年年中，9 月交流已开工	6 个月	4	(4)	2
山东玻纤	沂水 5 线	6	17	无碱粗纱	预计 2024 年一季度开工	1 年	11		(5)
长海股份	天马	3	8	含风电纱	新基地一线建成之后	6 个月	5		(3)
国内合计	5	33	60				27	0	(17)
合计	6	41	72				31	(4)	(15)

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

2023 年新增产能投放放缓：2022 年玻纤行业国内新点火产线 8 条，新点火产能总计 75 万吨，当年产能冲击 34 万吨；2023 年已点火及拟点火产线 5 条，新点火产能总计 65 万吨，由于产线集中于年末点火，年内的产能冲击较小，供给压力边际减轻。

图表 70. 2022 年新建产能情况（万吨）

点火日期	公司	产线名称	产能	产品	22 年冲击	23 年冲击
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	2
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15	短切纱为主	6	9
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10	电子纱	4	6
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10	无碱粗纱	3	7
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	2	4
2022/12/19	中国巨石	埃及 4 线	12	无碱粗纱	0	12
国内合计		8	75		32	43
合计		10	92		34	58

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

图表 72.2023 年已建及拟建产能情况（万吨）

建设进展	公司	产线名称	产能	产品	23 年冲击	24 年冲击
2023 年 5 月 30 日点火	中国巨石	九江 3 线	20	无碱粗纱	8	12
2023 年 10 月 31 日点火	重庆国际	F13	15	无碱粗纱	2	13
预计于 2023 年年底点火	山东玻纤	6 线	3	无碱粗纱	0	3
预计于 2023 年年底点火	内蒙古天皓	1 期一条 12 万吨	12	无碱粗纱	0	11
2023 年年底点火一条 15 万吨	长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	15	无碱粗纱	0	13
合计			65		10	52

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

已公告产能总量较大，主要集中于行业头部企业及新进入者：尽管行业正处于前所未有的寒冬，出于在低谷扩张抢占未来市场份额的考虑，头部玻纤企业纷纷公告扩产计划。此外，行业内还出现了不少新进入者，他们多为大型制造、能源企业，本身即拥有一定的能耗指标及空闲土地，被玻纤行业相对较高的毛利率及较好的需求前景吸引而进入行业。据我们统计，目前国内各企业公布的产能建设计划包含共计 16 个生产基地，产能合计超过 650 万吨，对 2024 年的产能冲击预计为 30 万吨。

图表 72. 拟建产能情况（万吨，标红为行业新进入者）

建设进展	公司	产线名称	产能	产品	2024 年产能冲击
预计一期 15 万吨于 2024 年一季度点火	泰山玻纤	高性能玻纤智能制造生产线	15	无碱粗纱	8
预计 2023 开工、2024 投产	中国巨石	九江 4 线	20	无碱粗纱	0
2023 年 2 月开工，2024 年 3 月点火第一条 10 万吨	中国巨石	淮安基地	40	无碱粗纱	5
	长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	45	无碱粗纱	0
	泰山玻纤	高性能玻纤智能制造生产线 2 线	15	无碱粗纱	2
	山东玻纤	7 线	15	超高模量玻纤	0
	山东玻纤	8 线	12	无碱粗纱	8
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	0
已在建设，2024 年上半年存点火预期	邢台金牛	5 线	15	无碱粗纱	3
筹建	邢台金牛	6 线	15	无碱粗纱	0
预计 2024 年年底建成	冀中新材	3 线	12	无碱粗纱	0
	协和新能源集团	1 线	10	无碱粗纱	0
	扬州恒润海洋重工		50	无碱粗纱	0
	武安晶石新材料		120	无碱粗纱	0
二期项目两条 12 万吨生产线于 10 月 11 日开工建设，预计 2024 年 8 月份建成投产	内蒙古天皓	分三期建设 5 条 12 万吨	60	无碱粗纱	4
	东方希望集团		162	玻纤及制品	0
合计		16	656		30

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

2024 年实际产能冲击较 2023 年增加 8 万吨：根据卓创资讯及我们的测算，综合考虑冷修及产能投放，我们测算 2024 年玻纤行业产能冲击约 70 万吨，较 2023 年的 62 万吨提升 12.9%，明年供给端仍有一定压力。由于我们的数据来源于卓创资讯及上市玻纤公司公告，上述统计中未包含不成规模的中小生产线及落后违法的陶土坩埚产能。考虑行业此轮周期底部时间较长，有利于落后产能出清，该部分的供给减少有望在一定程度上减轻行业的供给压力。

图表 73. 2024 年产能冲击较 2023 年提升

2023 年产能冲击（万吨）		2024 年产能冲击（万吨）	
2022 年新增产能	43	2023 年新增产能	52
2022 年冷修产能	21	2023 年冷修产能	3
2023 年新增产能	10	2024 年新增产能	30
2023 年冷修产能	-12	2024 年冷修产能	-15
合计	62	合计	70

资料来源：卓创资讯，各公司公告，中银证券

三家第一梯队玻纤企业均处于估值低位：截至 2023 年 12 月 27 日，中国巨石、中材科技、长海股份均处于上市以来估值低位，具备较高性价比及安全边际。

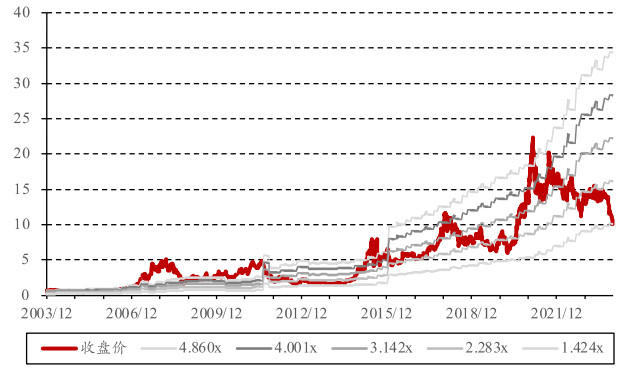
图表 74. 玻纤行业处于低估值水平

	PE_TTM	PB_LF	PE 分位数	PB 分位数
中国巨石	10.20	1.36	5.45	0.06
中材科技	9.28	1.44	0.19	5.96
长海股份	8.60	0.99	5.76	0.08
山东玻纤	20.22	1.51	67.64	0.15

资料来源：万得，中银证券

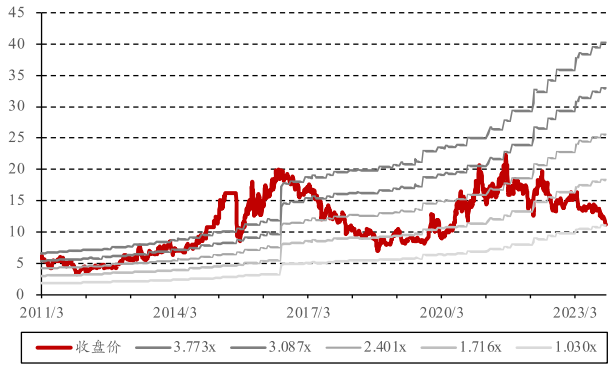
注：股价截至 2023 年 12 月 27 日

图表 75.中国巨石 PB 已到历史低位



资料来源：万得，中银证券

图表 76. 长海股份 PB 已到历史低位



资料来源：万得，中银证券

展望：保持耐心

价格拐点仍需等待：当前行情下，尽管市场价格已跌破多数企业成本线、成本支撑较强，需求乏力下企业仍有降价出货动机，价格底尚未稳固。我们分析认为玻纤行业的供给端确定性相对较强，价格变化更依赖于需求。价格筑底和反弹的前提是未来的需求增速要能超过供给增速，且要能逐步消化高企的行业库存，在供需平衡获得修复且库存逐渐降至正常水平后，价格趋势才会出现反转。

对玻纤行业长期需求保持乐观：从行业头部企业及新进入者的大举扩产来看，企业家们对玻纤行业的长期发展仍是充满信心。考虑玻纤需求涉及多个重要下游行业，总需求基本与宏观经济相挂钩；同时，作为一种替代材料，价格下行下其性价比凸显，新兴的应用领域也有望会陆续出现，带动量增，我们对玻纤行业长期需求保持乐观。

图表 77.观点总结

影响因素	观点
价格	当前价格下多数厂商持续亏损，存较强成本支撑，但供需偏弱下预计业内企业仍会继续降价出货，价格底部尚不明朗
库存	2023 年 11 月玻纤行业库存及库存天数仍处历史高位水平，库存去化存一定压力
供给	2023 年年末及 2024 年均有较多新产能投放，企业提前冷修和行业落后产能出清一定程度上会缓解供给压力
估值	行业第一梯队公司 PB 估值已处于历史低位，具备安全边际

资料来源：中银证券

玻璃：竣工不明朗，谨慎乐观

行情回顾：预期与现实交织反转，现货价格上涨

23 年以来玻璃价格在预期与现实交织作用下波动上涨，由年初 80 元/重箱上涨至 12 月中旬 105 元/重箱。但行业主要标的受地产景气影响，股价持续下跌，年内申万玻璃制造指数持续下行，由年初高点 6,004.45 下跌至 12 月中旬 3,690.68，跌幅达 38.5%。

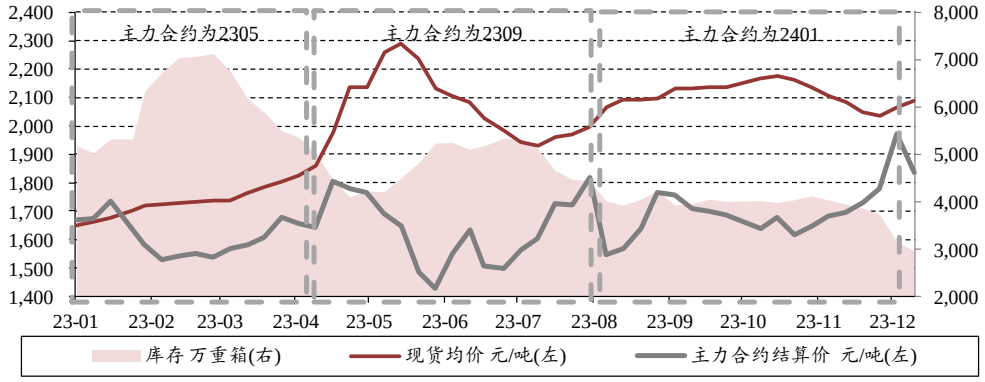
回顾 23 年现货行情，大致可以划分为以下三段：

1 月-4 月，现货价格稳步上涨，由于 23 年春节较早，且受疫情影响节后复工有一定延迟，玻璃库存在元宵节仍持续积累，进入 3 月后在小阳春复产下库存持续去化，叠加前期冷修产线较多，行业供给下降，期现价格稳步上涨；

4 月初-7 月初，随着库存探底回升，现货价格快速上涨后持续回落，期货主力合约在 4 月初切换为 2309，随着库存水平在 5 月以后探底回升，在库存绝对值仍高的情况下期货价格带动现货价格持续回落，进入 6 月份后累库速度减缓，期现价差持续收敛；

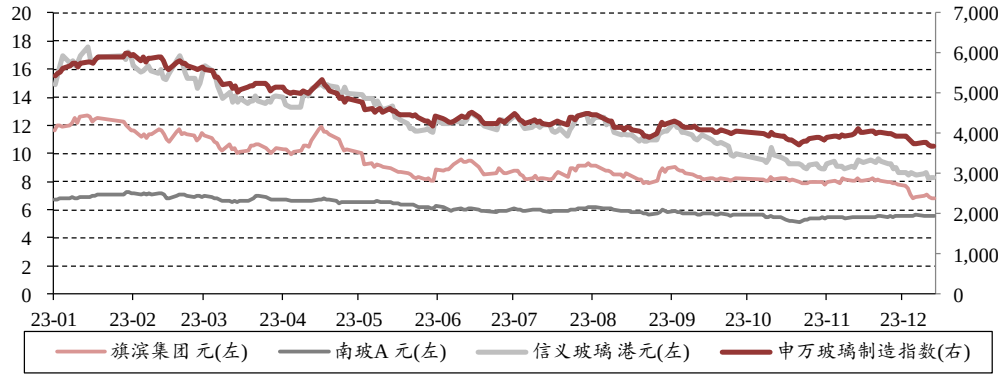
7 月至今，库存水平下降至 4,000 万重箱附近后维持了 4 个月的平台期，进入 12 月后再次去库，现货价格缓慢上涨至 2,100 元/吨附近，期货主力合约在 8 月初切换为 2401，在库存水平维持的情况下，8 月至 11 月初价格低位震荡，11 月后，随着库存去化、纯碱涨价，市场预期 24 年需求向好，期价快速上涨。

图表 78. 申万玻璃制造走势及主要标的股价走势



资料来源：同花顺 iFinD，卓创资讯，中银证券

图表 79. 申万玻璃制造走势及主要标的股价走势



资料来源：万得，中银证券

虽然 2023 年玻璃价格在预期与现实交织作用下波动上涨，由年初 80 元/箱上涨至 12 月中旬 105 元/重箱，但行业主要标的受地产景气影响，股价持续下跌，年内申万玻璃制造指数持续下行，由年初高点 6,004.45 下跌至 12 月中旬 3,690.68，跌幅达 38.5%。

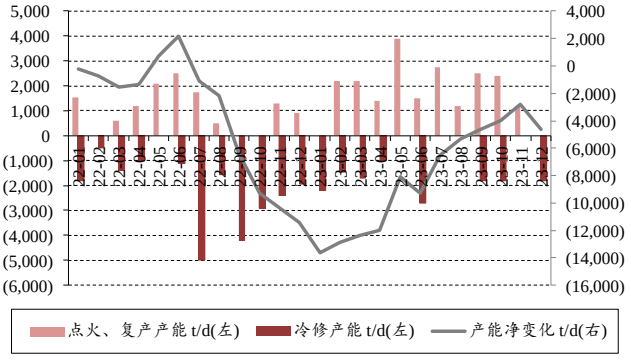
供给端：冷修产线点火，行业产能稳步增长

我们根据卓创资讯数据测算，截至 2023 年 12 月 15 日，**浮法玻璃产能达日熔量 158,310 吨，23 年内净增长日熔量 6,800 吨**，由于 2022 下半年行业冷修产线较多，虽然 23 年复产、点火线较多，但相较于 2022 年 6 月日熔量 165,080 吨的产能高点仍有差距。由于行业在 2012-2015 经历了剧烈的产能扩张，未来仍有一定数量产线将陆续达到理论冷修时限，我们根据卓创资讯数据测算，**截至 2023 年 12 月 15 日，运行十年以上产能占在产产能 11.8%，运行八年以上产能占在产产能 26.1%，未来供给端仍存一定收缩空间。**

图表 80. 截至 2023 年 12 月 15 日，浮法玻璃产能达日熔量 158,310 吨

资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 81. 23 年产能净增长日熔量 6,800 吨，但相较于 2022 年 6 月日熔量 165,080 吨的产能高点仍有差距

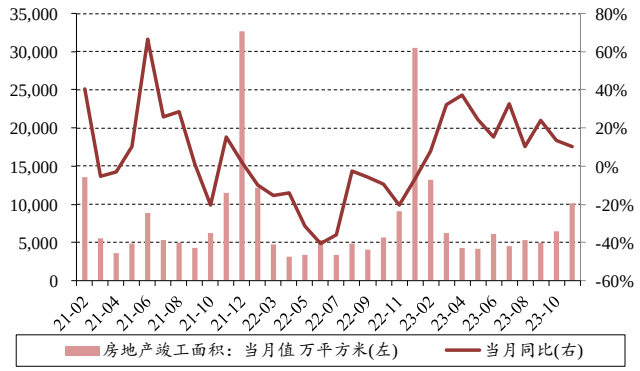


资料来源：卓创资讯，中银证券

需求端：竣工修复，库存去化

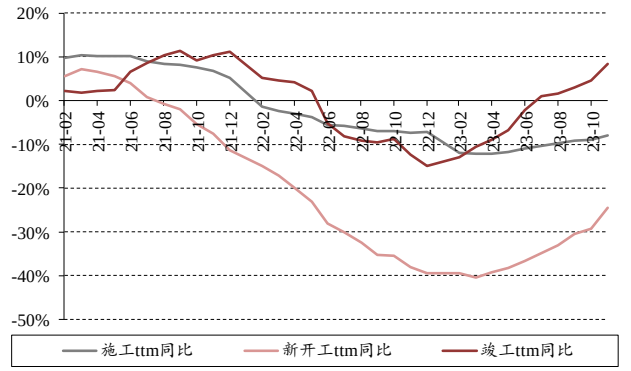
23 年以来，在政策推动下“保交楼”项目持续落地，前期受地产融资收缩影响“暴雷”的房地产企业亦推动存量项目竣工、兑现交付，共同作用下竣工端持续修复。**2023 年 1-11 月，房地产累计竣工面积达 6.5 亿平方米，同增 17.1%**，略低于 2021 年同期水平，各月份同比增速均保持正增长，ttm 口径下，7 月份以来竣工同比增速亦转正。虽然年内新开工、施工面积持续下行，但 ttm 口径下降幅已现收窄趋势。

图表 82. 23 年房地产竣工面积同比修复



资料来源：统计局，卓创资讯，中银证券

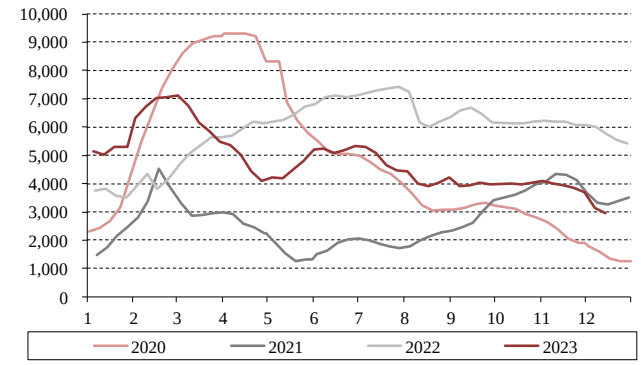
图表 83. ttm 口径下，23 年房地产竣工面积持续修复



资料来源：卓创资讯，中银证券

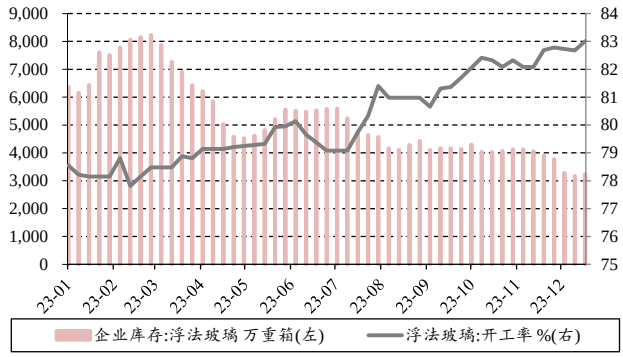
竣工修复之下，玻璃需求向好，年内库存稳步下降。Q3 以来，随着行业开工率较快上涨，库存绝对值维持，侧面反映短期内企业产销向好，行业需求足够消化新增产能。**考虑地产销售仍疲软，竣工增长的延续性仍待观察**，一方面由保交楼、积压工程等带来的增量**持续性难以评价**，施工面积同比降幅仍大的情况下，若后续保交楼告一段落，**未来竣工面积存下行风险**，另一方面，虽然政策支持持续加码，但地产销售疲软不改，政策传导仍需时间，房价、销售难有改善的情况下地产开发商将持续面临现金流压力。

图表 84. 2023 年浮法玻璃库存稳步下降（万重量箱）



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 85. 23Q3 以来，行业开工率上涨较快

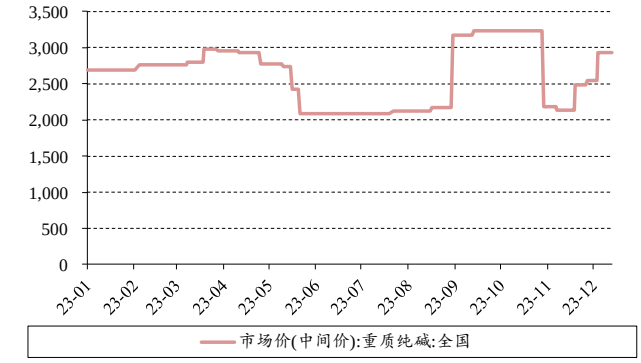


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

利润：成本价差改善，年内行业利润维持较好水平

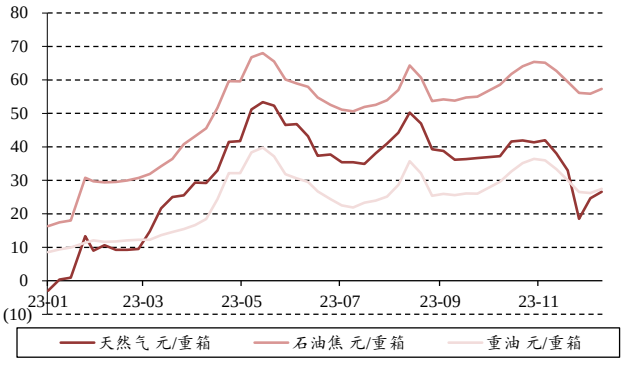
23 年以来，在玻璃价格上涨的同时，燃料成本改善，行业利润修复。根据测算，随着年内玻璃价格上涨，三种燃料产线的纯碱+燃料成本价差逐渐修复至较好水平。需求改善带来的去库向好使得玻璃价格稳步上涨，4 月以来三种燃料产线成本价差维持在较好水平，也促使了下半年前期冷修观望产线点火，短期内成本端的主要变量仍在纯碱。

图表 86. 2023 年纯碱受供给影响价格有所波动（元/吨）



资料来源：万得，中银证券

图表 87. 4 月以来三种燃料产线成本价差维持较好水平



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券测算

2023 年浮法玻璃产能稳步增长，虽然光伏玻璃产能扩张不及预期，但仍带来纯碱需求提升，在库存及供给端扰动下，23Q3 以来纯碱价格大起大落，短期内供需仍维持紧平衡。**展望 2024 年，影响纯碱价格的主要变量在于供给侧的投产节奏。**中长期看，纯碱供给增加逻辑不改，但在新产能完全投产前供给侧博弈将带来短期价格波动。

综上所述，我们现阶段仍对玻璃行业维持谨慎乐观态度，**展望 24 年，行业面临以下几大风险因素：**1、**行业供给增加**，目前在产产能已接近 22 年高点，产能爬坡之下 24 年产量或将持续正增长；2、24 年玻璃的**实际需求可否维持仍存疑**，短期内新开工、施工端对竣工增长的支持有限，若保交楼需求脉冲式释放，未来存需求端断崖下跌可能；3、纯碱供给侧博弈仍在继续，现货价格短期仍有波动，但中长期看，纯碱扩产带来的成本支撑坍塌确定性强，若后续需求平淡，玻璃价格亦将走弱。

投资建议

1.消费建材业绩正处于修复阶段，但估值仍然在不断下降，当前估值处于历史分位数较低水平。2024年在房地产“三大工程”以及万亿国债的支持下，消费建材需求有望有所提振。推荐低估值行业龙头**东方雨虹、伟星新材、东鹏控股、蒙娜丽莎、兔宝宝、箭牌家居**等。

2.水泥板块PB估值已基本处于历史最低水平，关注2024年需求的边际改善以及供给端的逐渐出清。中长期看，我国城镇化率仍然具备提升空间，水泥行业的总需求或仍然有提升与改善的机会。水泥板块我们推荐行业龙头**海螺水泥、天山股份**，海外与非水泥业务亮眼的**华新水泥**，以及2023年业绩修复显著的**塔牌集团**。

3.玻纤板块当前仍处于行业磨底阶段，库存与潜在新进产能仍然较多，需求恢复后价格的上涨需要面临高库存与新进入产能的挑战，压力仍然较大。玻纤行业龙头仍然具备相对的成本优势，我们建议关注话语权不断增强的行业龙头**中国巨石**与**中材科技**。

4.非地产链的个股中，我们仍然推荐受益于中硼硅渗透率不断提升的药用玻璃龙头**山东药玻**以及行业新进入者**力诺特玻**；推荐压滤机行业龙头**景津装备**。

风险提示

1.地产销售不及预期。地产销售恢复情况如何很大程度影响新开工链条的恢复，同时也会影响后周期装修建材的需求。若地产销售持续低迷，或是销量进一步下台阶，将会延后对地产新开工链条恢复的预期，同时对装修建材板块的业绩和估值都形成一定的冲击。

2.竣工面积增速回落。2023 年地产竣工保持较高增速，但考虑到地产新开工面积的下行将逐渐传导到竣工端，2024 年地产竣工的不确定性陡然增强。若竣工增速回落，地产后周期的玻璃以及消费建材或面临压力。

3.基建增速大幅下滑。基建投资当前处于较高增速后的回落状态，若后续无新的资金支持，基建投资或将加速回落，对大宗建材的需求将受损。

4.成本压力卷土重来。当前上游原材料及能源价格处于高位回落状态，建材行业成本压力正逐渐修复，若后续因各种因素成本再次冲高，则利润会再现压力。

附录图表 88. 已覆盖上市公司估值表

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
			(元)	(亿元)	2022A	2023E	2022A	2023E	(元/股)
601636.SH	旗滨集团	买入	6.63	177.92	0.49	0.77	13.51	8.61	4.75
002233.SZ	塔牌集团	买入	6.95	82.86	0.22	0.65	31.13	10.69	9.92
002398.SZ	垒知集团	买入	4.61	32.90	0.30	0.34	15.60	13.56	5.10
603916.SH	苏博特	买入	10.28	43.21	0.69	0.51	15.01	20.16	9.75
000786.SZ	北新建材	买入	22.45	379.29	1.86	2.08	12.09	10.79	13.38
600801.SH	华新水泥	买入	12.43	211.04	1.30	1.46	9.58	8.51	13.58
002271.SZ	东方雨虹	买入	18.50	465.92	0.84	1.39	21.97	13.31	11.49
002641.SZ	公元股份	买入	4.81	59.12	0.07	0.45	72.65	10.69	4.31
300737.SZ	科顺股份	买入	5.85	68.87	0.15	0.23	38.65	25.43	4.73
002372.SZ	伟星新材	买入	13.99	222.73	0.81	0.87	17.17	16.08	3.30
600176.SH	中国巨石	买入	9.60	384.30	1.65	1.02	5.81	9.41	7.08
002080.SZ	中材科技	买入	15.34	257.42	2.09	1.34	7.33	11.45	10.65
300196.SZ	长海股份	买入	10.58	43.24	2.00	0.93	5.29	11.38	10.66
605006.SH	山东玻纤	增持	6.66	40.67	0.88	0.49	7.59	13.59	4.40
600585.SH	海螺水泥	买入	22.16	1,093.54	2.96	2.37	7.50	9.35	34.75
000789.SZ	万年青	买入	6.72	53.59	0.49	0.91	13.81	7.38	8.65
000401.SZ	冀东水泥	买入	6.29	167.20	0.51	0.76	12.32	8.28	11.17
300715.SZ	凯伦股份	增持	11.18	43.03	(0.41)	0.36	(27.06)	31.06	6.44
600529.SH	山东药玻	买入	24.96	165.64	0.93	1.24	26.79	20.13	11.11
002302.SZ	西部建设	买入	6.38	80.54	0.44	0.28	14.63	22.79	7.17
603256.SH	宏和科技	增持	7.94	70.07	0.06	(0.04)	133.80	(198.50)	1.63
603279.SH	景津装备	买入	21.35	123.12	1.45	1.82	14.76	11.73	7.39
002918.SZ	蒙娜丽莎	增持	13.04	54.14	(0.92)	1.26	(14.20)	10.35	8.02
003012.SZ	东鹏控股	增持	8.08	94.78	0.17	0.78	46.92	10.36	6.57
688295.SH	中复神鹰	增持	29.36	264.24	0.67	0.68	43.67	43.18	5.36
000877.SZ	天山股份	增持	6.60	571.79	0.52	0.40	12.59	16.50	9.20
688398.SH	赛特新材	增持	30.05	34.86	0.55	0.81	54.58	37.10	8.65
301188.SZ	力诺特玻	增持	17.53	40.74	0.50	0.44	34.92	39.84	6.19
002043.SZ	兔宝宝	增持	8.51	71.47	0.53	0.78	16.05	10.91	3.56
688569.SH	铁科轨道	增持	26.11	55.01	1.12	1.66	23.22	15.73	12.96
002988.SZ	豪美新材	增持	23.36	57.02	(0.46)	1.70	(51.18)	13.74	8.74
605377.SH	华旺科技	增持	18.10	60.13	1.41	1.69	12.87	10.71	11.56
001322.SZ	箭牌家居	增持	11.31	109.72	0.61	0.66	18.50	17.14	5.02

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截至 12 月 27 日

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) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

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) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

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) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

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) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

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) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371