

证券研究报告

2024年07月15日

行业报告：行业投资策略

建筑材料

建材行业首席联盟培训

作者：

分析师 鲍荣富 SAC执业证书编号：S1110520120003

分析师 王涛 SAC执业证书编号：S1110521010001

分析师 王雯 SAC执业证书编号：S1110521120005

分析师 林晓龙 SAC执业证书编号：S1110523050002



行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 核心观点

- **整体观点：**24年上半年地产数据继续下探，行业低景气运行，但从前端销售、新开工绝对值来看，或已基本接近底部，伴随中央层面对住房信贷、收储等政策的定调，需求侧我们预计各地未来将有更多刺激举措落地，基本面有望逐步企稳。我们认为短期建材板块仍有望继续演绎政策催化下的估值修复行情，而在这一轮的调整过程中，头部企业在渠道/产品端苦练内功，进一步夯实竞争优势，业绩端有望率先看到改善，中长期的成长性仍然值得期待。
- **消费建材：短期关注困境反转品种，中长期坚守优质龙头**
  - 从当前PE估值分位数来看，大多消费建材公司2024年PE已跌至2021年以来的10%分位数以下，政策持续发力有望推动市场信心和基本面回升，短期估值端有望率先修复，其中前期跌幅较大、当前估值水平较低的公司或具备更大的修复弹性。而从基本面修复角度，短期来看，我们认为下游客户付款状况改善利好当前应收账款压力较大及前期减值计提较多的消费建材企业，而中长期看，随着销售逐步筑底，前端建材品种基本面相对底部或已基本确认，改造对于行业的带动作用将逐步体现，后端消费建材需求端有望率先恢复，住房品质关注度提升使得品牌力更强的龙头公司有望借机进一步扩大市场份额，格局优化带来的龙头α将带来长期增长。推荐东方雨虹、三棵树、北新建材、亚士创能、兔宝宝、东鹏控股（与轻工团队联合覆盖）等。
- **水泥：盈利或已基本触底，关注西藏/海外龙头**
  - 我们预计24-25年基建端投资有望对水泥需求起到托底作用，而地产端在新开工逐渐接近周期相对底部情况下，对需求的拖累也将减弱，总体来看，水泥需求有望回落至新的平台，降幅将逐渐收窄。上半年业绩表现已验证当前盈利端已基本触底，而二季度几轮价格推涨也反映了头部企业开始对利润的诉求明显加强，未来有望继续结合错峰生产等措施推涨价格。而供给端限制政策逐步趋严，有望加快行业供给格局改善。而由于水泥行业具备供给协同的基础，随着供需格局的优化，价格具备更高的上涨空间。我们认为可以通过三条主线筛选投资机会：1) 水泥业务具备较厚盈利底，股息率较高，推荐海螺水泥；2) 非水泥业务和海外水泥业务的第二增长曲线驱动，推荐西部水泥、华新水泥；3) 区位优势相对较优，如西藏，推荐西藏天路。
- **玻纤：Q2价格迎来反弹，关注粗纱新增产能情况**
  - 24年粗纱下游景气度有所回升，全年来看风电、汽车、出口等领域仍是较强增长点，中长期来看，玻纤在消费、新能源领域渗透率仍有较大提升空间。头部企业价格策略调整叠加需求好转带动Q2价格强势反弹，下半年潜在新增产能较多，但考虑到点火时间及冷修等因素，实际产能冲击或低于预期。电子纱/电子布下游消费电子行业需求景气度已出现边际复苏，23/24年行业新增产能较为有限，且当前库存水平更低，未来价格上涨弹性优于粗纱。推荐中国巨石、长海股份、中材科技，关注宏和科技。
- **玻璃：下半年竣工端压力渐显，多元化布局打开成长空间**
  - 我们预计短期竣工端仍然存在一定韧性，对玻璃需求提供一定支撑，但中长期或仍然面临一定下滑压力。24年成本端纯碱价格存下降预期，有助于改善盈利，且浮法玻璃企业的多元化布局有望实现新的盈利增长点，推荐旗滨集团、金晶科技。

风险提示：下游基建、地产需求不及预期，原材料价格波动超预期、新增供给超预期释放、竞争超预期加剧

1 消费建材：短期关注困境反转品种，中长期坚守优质龙头

2 水泥：盈利或已基本触底，关注西藏/海外龙头

3 玻璃纤维：Q2价格迎来反弹，关注粗纱新增产能情况

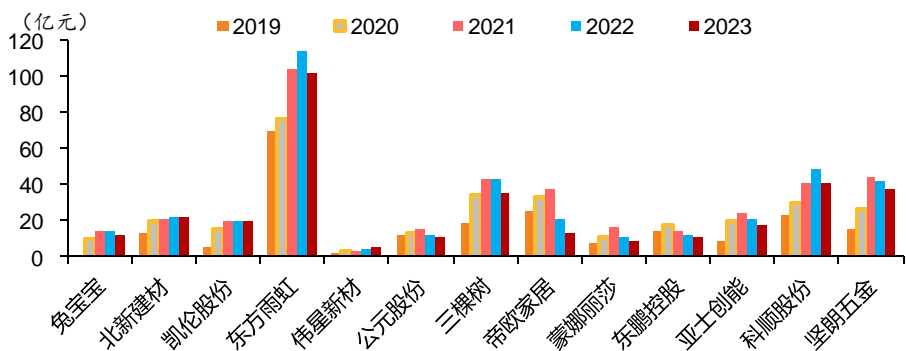
4 玻璃：下半年竣工端压力渐显，多元化布局打开成长空间

5 重点推荐标的

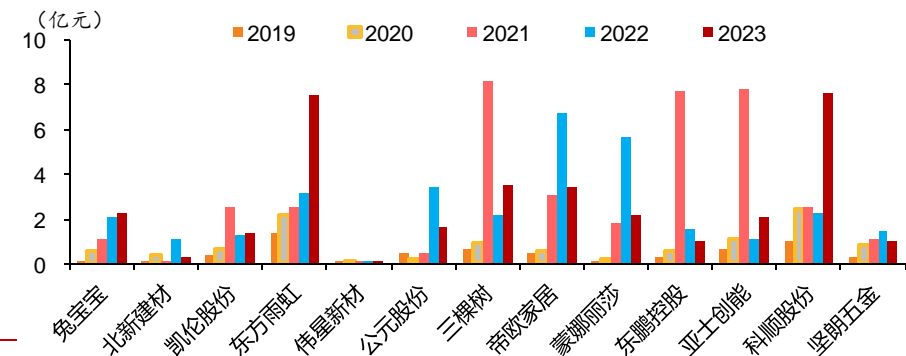
# 消费建材：下游付款有望改善，利好消费建材公司现金流和减值预期修复

- 在地产企业出现信用风险后，消费建材企业开始主动战略性收缩大B地产业务，但前期通过垫资换市场的方式所积累的大量应收账款及票据仍未全部收回，当前仍然较高的主要有东方雨虹、科顺股份、坚朗五金、三棵树等，从应收账款及票据占流动资产比重来看，当前亚士创能、坚朗五金均超过50%，三棵树、凯伦股份、科顺股份在40-50%之间，反映应收款对于资产周转仍造成较大掣肘。
- 过去三年信用减值挤压消费建材企业利润空间，虽大额计提已基本完成，但减值对利润的影响仍未完全消除。部分公司减值风险地产信用风险的暴露导致此前的应收账款转化为大量的坏账，对利润端造成挤压，过去三年来看，东方雨虹、三棵树、帝欧家居，科顺股份、亚士创能、东鹏控股计提了超过10亿的信用减值损失，从过去三年信用减值损失金额/23年末应收账款及票据的比例来看，东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居已在90%以上，但东方雨虹、三棵树、科顺股份等占比仍不足40%。

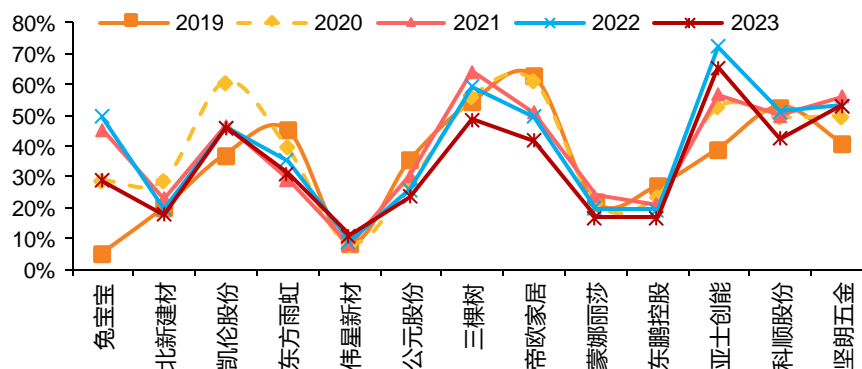
图：应收账款+应收票据总额



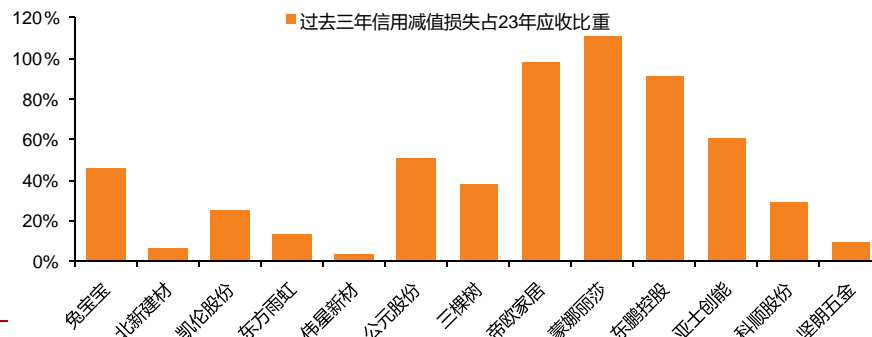
图：2019-2023年信用减值损失计提金额



图：应收账款及应收票据/流动资产



图：2021-2023年信用减值损失总额占23年应收账款及票据比重



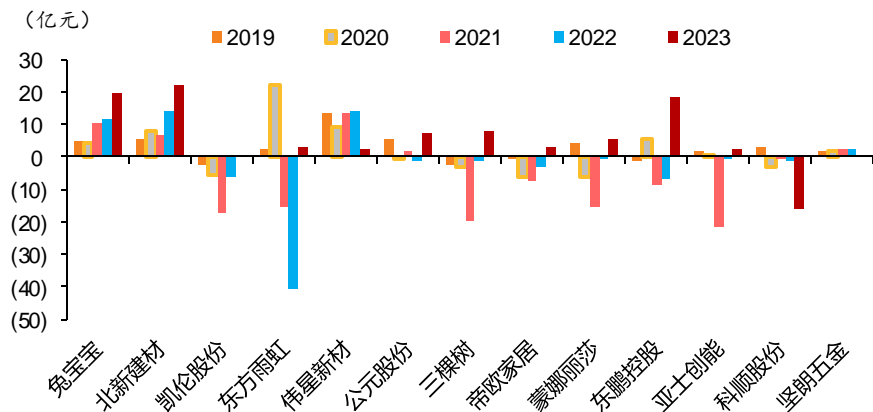
资料来源：Wind、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

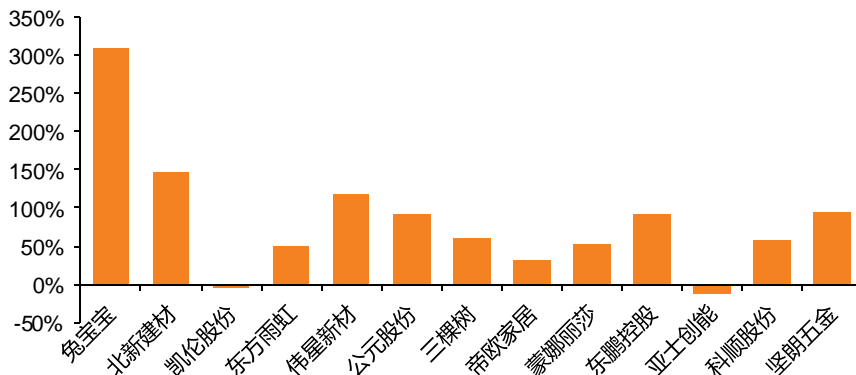
# 消费建材：下游付款有望改善，利好消费建材公司现金流和减值预期修复

- 消费建材企业的产能扩张及渠道布局均对现金流有较高的要求，我们用经营现金流净额+投资现金流净额来近似表示公司自由现金流情况，过去三年自由现金流净流出较多的包括**东方雨虹（超过53亿）**，**凯伦股份（超过23亿）**，**三棵树、蒙娜丽莎、亚士创能、科顺股份均在10-20亿之间**，从**现金满足投资比率**来看，亚士创能、凯伦股份在0%以下，东方雨虹、三棵树、科顺股份仅50%上下，或反映当前内生增长动能或有不足。
- 4月30日中共中央召开政治局会议，提到“统筹研究消化存量房产”，政策端首次提到消化存量库存这一核心问题，而政府收储模式的开启或将推动房企的资产修复，融资协调机制也有望继续发力。我们认为下游客户付款状况预期有望逐渐向好，利好当前应收压力较大及前期减值计提较多的消费建材企业：一是针对当前应收账款及票据体量仍大的企业，后续减值预期将有所减弱，减值对利润的不利影响或逐步消除，同时回款有望加快；二是针对前期减值计提较多的企业，若后续减值能够冲回，则有望改善企业现金流状况，资金对企业扩张的限制因素有望得到缓解。

图：2019-2023年经营性现金流净额+投资现金流净额



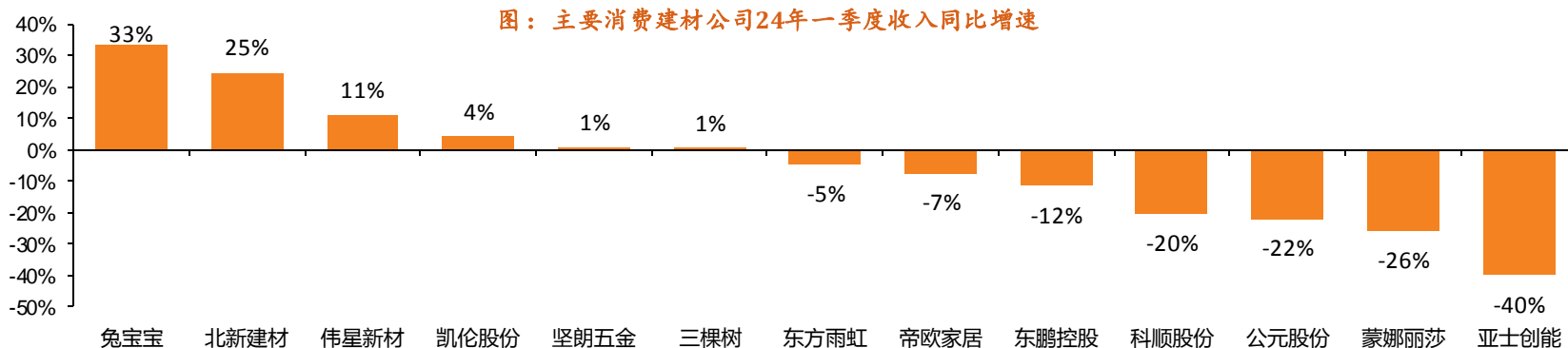
图：2021-2023年现金满足投资比率



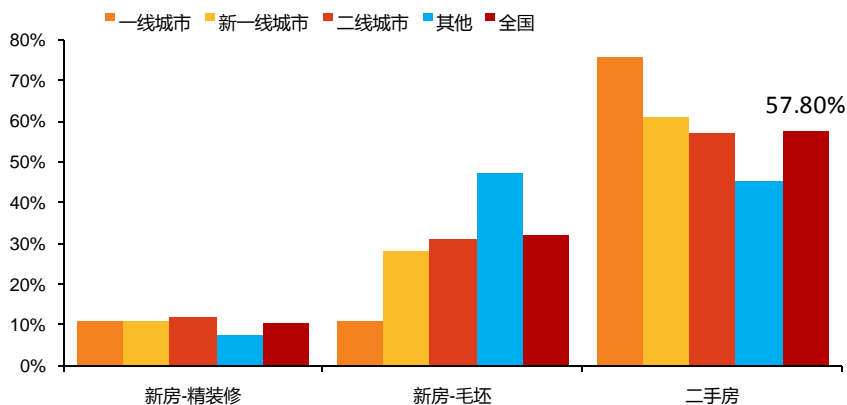
资料来源：Wind、天风证券研究所

# 消费建材：二手房销售好于新房，对C端建材需求提供支撑

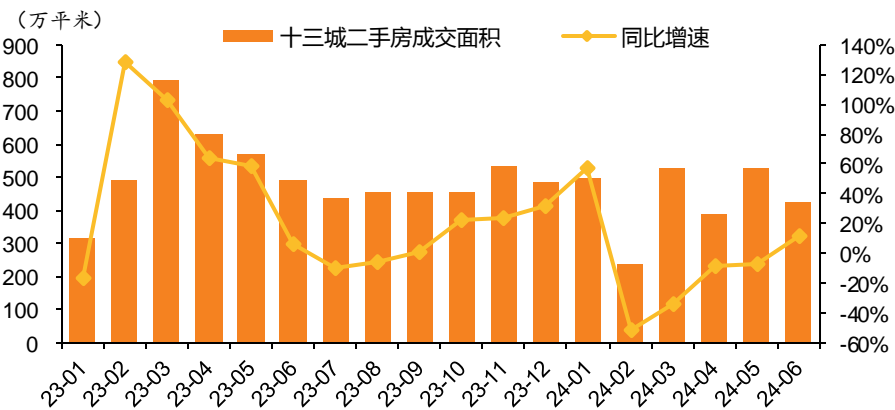
► 2023年以来，受市场景气度低迷影响，新房及二手房销售同比均有所下降，但从结构上来看，二手房成交跌幅小于新房，占总成交面积的比重持续提升，从24年来看，十三城二手房月度成交面积同比降幅逐步收窄，6月同比转正，根据贝壳研究院统计数据，2023年全国家装市场中，二手房占比超过50%，因此二手房成交的回暖有望支撑C端家装建材需求逐步向好。从24年一季度消费建材公司收入增速来看，兔宝宝、北新建材、伟星新材等C端企业收入同比均是实现两位数以上增长，未来仍然有望保持强韧性。



图：2023年家装需求来源分类



图：十三个代表城市二手房月度交易面积及同比增速



资料来源：Wind、贝壳研究院、CIFF上海虹桥公众号、天风证券研究所

## 消费建材：中长期改造需求有望逐步放量，同时格局优化带来的龙头α将带来长期增长

► 我们认为随着化解存量政策的推进，新房销售端有望逐步筑底，中长期来看，更新改造稳步放量是家装建材主要的增长驱动力，我们预计2024/2025年家装市场规模分别为4.08/4.68万亿元，25年更新改造规模占比约在64%左右。

我们认为我国家装市场需求可分为一手房装修和二手房装修两个方面，前者主要来自新建商品住宅需求，而后者可进一步分为存量房改造和二手房交易所产生的重装需求。1) 一手房装修方面，参考我们此前新开工-竣工模型，不考虑其他因素，则24-25年理论竣工水平或分别为12.56/11.99亿平；2) 二手房装修方面，存量改造面积即我们此前报告（《政策春风频吹，重视地产链困境反转机遇》20240527）测算值，24-25年分别为12.63/13.74亿平；23年二手房交易面积达5.7亿平，过去三年二手房交易面积复合增速达13%，我们假设24、25年平均增速维持13%，则对应24/25年二手房交易面积分别为6.44/7.28亿平；3) 我们根据20-23年家装市场规模及对应装修面积测算得到20-23年单平米装修强度复合增速达17%，23年约1173元/平，我们假设24/25年平均增速为10%，则对应24/25年单平米装修强度分别为1290/1419元/平米。最终测算2024年家装建材市场规模将达到4.08万亿元，同比增长7%，2025年将达到4.68万亿，同比增长15%，24/25年二手房家装建材需求占总家装建材需求比重分别为60%/64%。

表：家装市场规模预测

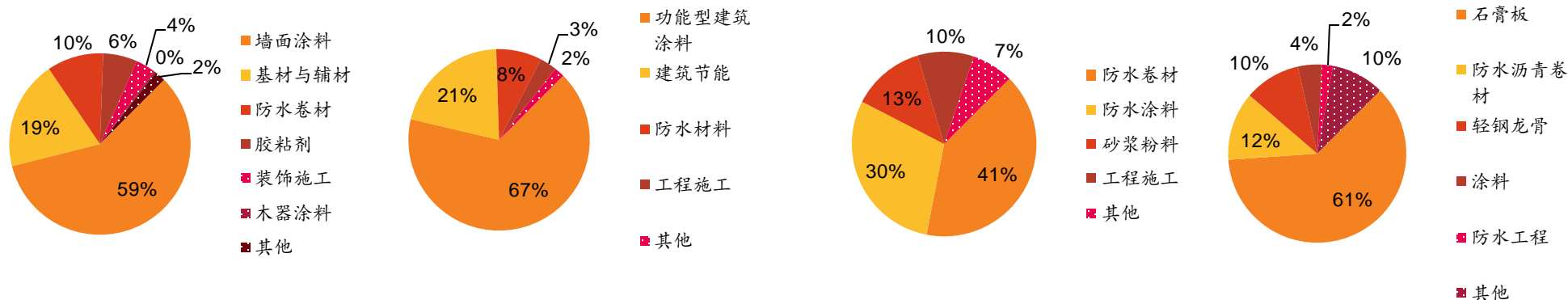
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>一手房家装建材需求</b>						
全国商品住宅竣工面积（亿平米）	22.17	22.19	21.92	15.15	12.56	11.99
消费建材每平方米装修强度（元/平米）	685	807	1,040	1,173	1,290	1,419
一手房家装建材市场规模（亿元）	15,178	17,915	22,797	17,769	16,204	17,015
<b>二手房家装建材需求</b>						
存量改造面积（亿平米）	8.92	9.51	10.53	11.55	12.63	13.74
二手房交易面积（亿平方米）	3.92	3.60	3.96	5.70	6.44	7.28
家装建材每平方米装修强度（元/平米）	685	807	1,040	1,173	1,290	1,419
二手房家装建材市场规模（亿元）	8,793	10,585	15,068	20,231	24,604	29,828
家装建材市场规模（亿元）	23,972	28,500	30,723	38,000	40,808	46,843

资料来源：贝壳研究院、中新网等，天风证券研究所

# 消费建材：中长期改造需求有望逐步放量，同时格局优化带来的龙头 α 将带来长期增长

自2023年以来，头部企业进一步加大品类扩张力度，如东方雨虹、三棵树、北新建材、亚士创能等在聚焦主业发展的同时，借助渠道优势加快横向协同业务发展。我们认为头部企业扩品类的优势在于，一方面可发挥渠道协同作用，通过完善的渠道布局加快新品类导入，另一方面公司主业的高认可度往往能够形成良好的品牌背书，增强下游客户黏性，提升客单价。从业绩贡献来看，且部分公司非主业盈利能力甚至更高，已逐渐形成了自身的第二成长曲线。

图：2023年三棵树、亚士创能、东方雨虹、北新建材产品结构



表：消费建材公司品类扩张步伐持续加快

公司	品类扩张进展
亚士创能	公司涂料、成品板、保温、防水、砂浆、家居新材料 6 大行业产品形成的横向协同业务，全面覆盖了建筑领域各类墙地面涂装的需求。针对各类难题与个性化要求，公司提供了一体化的解决方案，包括旨在提升效益的涂保防一体化解决方案等。
三棵树	公司通过创新和微创新，坚持以用户为中心，面向关键应用场景，不断丰富产品线、完善产品服务体系，研发一站式配套的健康产品，打造匠心品质，致力于在工程领域打造内外墙涂料、防水、保温、工业涂料、地坪、家居新材料、基辅材、施工服务为一体的绿色建材一站式集成系统，在零售领域打造乳胶漆、艺术漆、仿石漆、胶黏剂、基辅材、防水涂料、小森板“七位一体”产品和马上住服务的美好生活解决方案。
东方雨虹	公司民建集团聚焦防水防潮系统和铺贴美缝系统的双主业发展战略，持续扩大防水材料、瓷砖胶、美缝产品市场占有率，在多品类发展路径上，持续培育腻子粉等墙辅产品线，推动胶类、管业产品线发展，孵化厨卫五金、工具耗材、家用电线等新品类，同时，依托产品品类优势，公司不断升级建筑服务体系，提供建筑建材系统集成服务，覆盖工程从规则、设计、选材、供材、施工到运营维护的全生命周期，满足客户多样化的需求。
北新建材	公司两翼业务持续取得突破性进展，防水方面，23年新开发渠道 1300 余家，加快市场开拓，防水板块营业收入实现逆势突破。涂料方面，公司23年联合重组嘉宝莉，补强涂料翼；同时，公司拓宽延伸产业链，进一步拓展“石膏板+”新品类，打造专业技术服务团队，强化一揽子服务质量，“石膏板+”业务实现逆市大幅增长。

资料来源：Wind、各公司年报、天风证券研究所



# 消费建材：中长期改造需求有望逐步放量，同时格局优化带来的龙头α将带来长期增长

► **住房品质关注度的提升，将利好龙头公司和品牌建材。** 中央政治局会议提到，要结合人民群众对优质住房的新期待、优化增量住房、促进房地产高质量发展等，我们认为政策首次聚焦新房的优质产品，当前具备高品质住宅开发能力的开发商主要集中在央企地产开发商，其更看重建材供应商的品牌影响力，我们认为品牌的建立依靠服务网络、经销体系、生产基地布局、产品质量及配套服务等多方面综合而成，参考地产首选供应商的排名，头部上市公司品牌影响力已基本稳固，未来在竞争中优势或将更加明显。

表：2024年房地产开发企业500强首选品类10强

## 1) 防水材料

品牌名称	品牌首选率
东方雨虹	20%
科顺	15%
北新防水	15%
卓宝	10%
三棵树防水/雨中情	9%/9%
远大洪雨	6%
大禹	5%
凯伦	3%
宏源	2%
亚士/月星防水	1%/1%

## 4) 瓷砖

品牌名称	品牌首选率
马可波罗	22%
蒙娜丽莎	20%
东鹏控股	15%
欧神诺	12%
诺贝尔	10%
能强陶瓷	9%
新明珠	6%
宏威	5%
欧雅陶瓷	4%
简一	3%

## 2) 涂料

品牌名称	品牌首选率
立邦	21%
三棵树	20%
亚士	11%
富思特/固克节能	10%/10%
嘉宝莉/美涂士/久诺	9%/9%/9%
德爱威/巴德士	7%/7%
多乐士专业	6%
PPG申纽丽漆	3%
北新涂料	3%
紫荆花	2%

## 5) 石膏板

品牌名称	品牌首选率
龙牌	25%
泰山石膏	19%
Gyproc杰科	16%
顶诺(原优时吉博罗)	13%
莫干山	7%
洛斐尔	6%
梦牌	5%
杰森	3%
兔宝宝	2%
信发	2%

## 3) 管材

品牌名称	品牌首选率
联塑	27%
日丰	17%
伟星新材	16%
宏岳管业	11%
多联实业	10%
公元	8%
川路	7%
星泉	7%
中德	6%
中德管材	3%

## 6) 五金

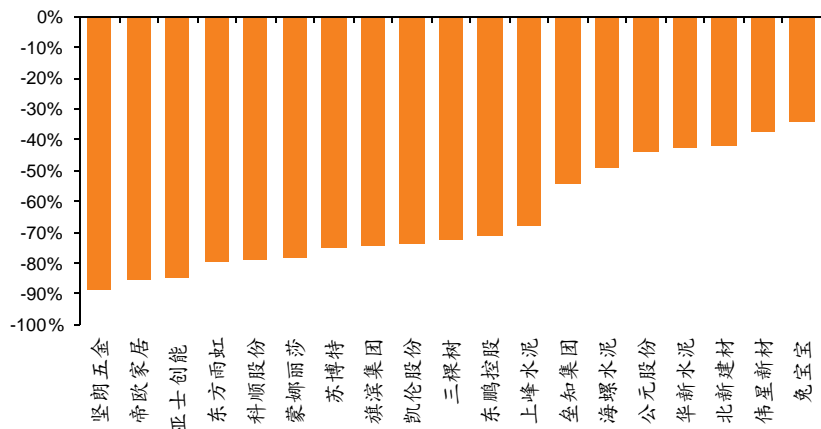
品牌名称	品牌首选率
坚朗	21%
兴三星	17%
合和	13%
国强	13%
丝吉利娅	8%
诺托	7%
雄进	5%
格屋	4%
固诺GURO	4%
海福乐	2%

资料来源：优采平台公众号、天风证券研究所

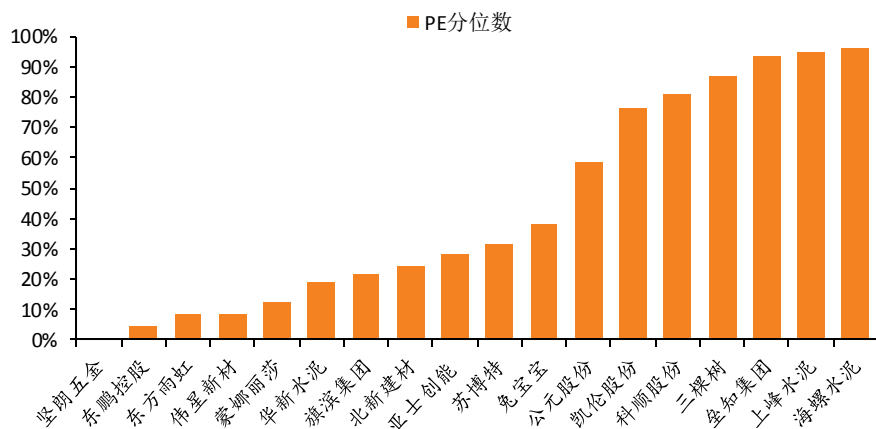
# 消费建材：短期关注困境反转弹性品种，中长期坚守优质龙头

- ▶ 受地产 $\beta$ 下行影响，当前建材公司股价较21年高点均出现较大回撤，我们统计的19家重点公司中跌幅超过50%的达到13家，其中B端业务占比高的龙头企业及二线企业跌幅相对更大，从当前PE估值分位数来看，东方雨虹、东鹏控股、坚朗五金、伟星新材等2024年PE已跌至2021年以来的10%分位数以下，近期政治局会议对房地产政策创新定调，通过消化存量房产和优化增量住房等措施有望解决供需核心堵点，有望推动市场信心和基本面回升，短期估值端有望率先修复，其中前期跌幅较大、当前估值水平较低的公司或具备更大的修复弹性。
- ▶ 而后我们认为基本面的回升同样值得期待，短期来看，我们认为下游客户付款状况预期有望逐渐向好，利好当前应收账款压力较大及前期减值计提较多的消费建材企业，而中长期看，随着销售逐步筑底，前端建材品种基本面相对底部或已基本确认，改造对于行业的带动作用将逐步体现，后端消费建材需求端有望率先恢复，住房品质关注度提升使得品牌力更强的龙头公司有望借机进一步扩大市场份额，格局优化带来的龙头 $\alpha$ 将带来长期增长，综上所述，首推东方雨虹、坚朗五金、三棵树、北新建材、亚士创能、蒙娜丽莎、东鹏控股（与轻工团队联合覆盖）。

图：建材公司当前股价较21年以来最大跌幅（截至6.28）



图：当前建材公司PE估值分位数（截至6.28）



资料来源：Wind、天风证券研究所

1

消费建材：短期关注困境反转品种，中长期坚守优质龙头

2

水泥：盈利或已基本触底，关注西藏/海外龙头

3

玻璃纤维：Q2价格迎来反弹，关注粗纱新增产能情况

4

玻璃：下半年竣工端压力渐显，多元化布局打开成长空间

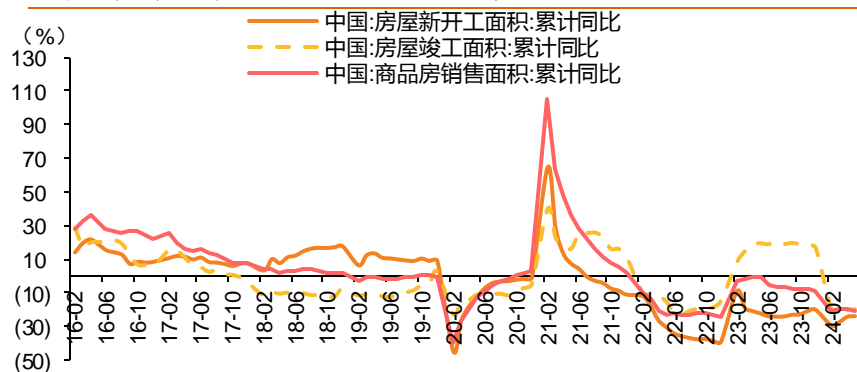
5

重点推荐标的

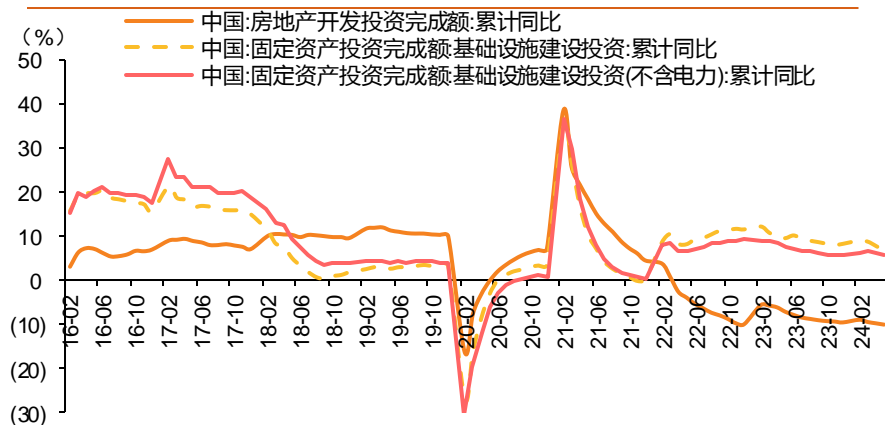
# 水泥：需求—下半年降幅有望收窄，关注西藏地区增长潜力

- ▶ **地产端来看**，23年全年地产开发投资同比下滑9.6%，地产销售/新开工同比分别-8.5%/-20.4%达11.2/9.5亿平米，24年1-5月新开工面积同比下滑24.2%，新房需求持续筑底，但另一方面城中村改造、保障房建设等有望逐步发力。
- ▶ **基建端来看**，23年全年狭义基建/广义基建投资增速同比分别+5.9%/+8.2%，仍保持稳健增长。24年1-5月同比分别+5.7%/+6.7%，此前增发万亿特别国债重点用于水利工程领域，叠加今年政府工作报告发行超长期特别国债的催化，基建投资仍有望对水泥需求起到托底作用。
- ▶ **综合来看**，2023年全国累计水泥产量20.23亿吨，创十三年来同期最低水平，与上年同期相比小幅下滑4.5%（全口径），降幅有所收窄，24年1-5月水泥产量同比下滑11%，我们预计24年全年水泥需求降幅在5%以内，这也意味着下半年水泥需求同比降幅有望收窄至持平。

图：房地产销售、新开工、竣工面积同比增速



图：广义基建、狭义基建、房地产开发投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

# 水泥：受墨脱水电站等重点项目提振，西藏水泥需求增长空间较大

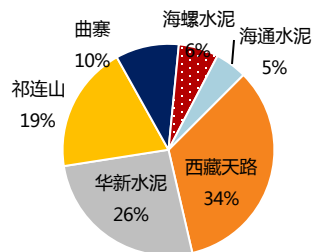
➢ 23年西藏水泥产量高达1198.43万吨，同比高增51.2%，相较于全国需求实现逆势增长。24年M1-5西藏水泥产量达389万吨，同比-7%，仍优于全国水平。墨脱水电站或将逐渐进入开工阶段，建成后装机容量可达6000万千瓦，我们测算墨脱水电站动态总投资规模至少在10000亿以上，预计对应5400万吨水泥，按照15年工期计算，则预计年均带动水泥需求360万吨，占西藏23年水泥需求比重约30%。

➢ 水泥供给端呈双寡头格局，CR2超50%，CR6达100%，两家龙头企业西藏天路/华新水泥市占率分别为34%/26%，供给格局较优，且西藏地势高峻，且交通极其不便，致使外来熟料难以进入，若需求大幅增长，供给端或产生缺口。目前西藏地区水泥价格约550元/吨，较此前的高位下跌200元/吨，未来上涨潜力较大。

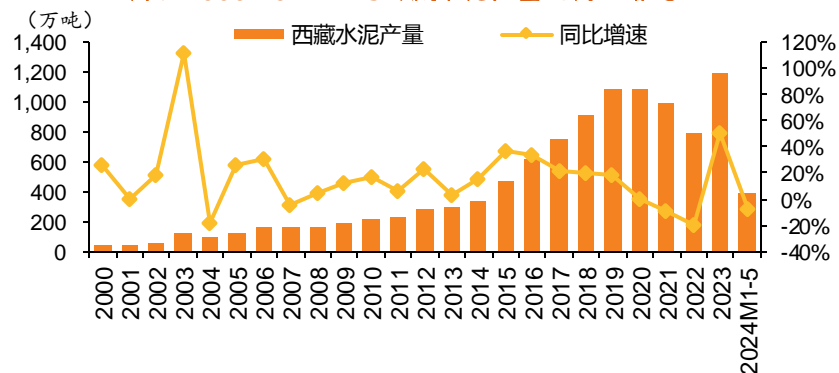
表：墨脱水电站带来西藏地区水泥需求增量测算

项目	数量
装机容量（万千瓦）	6000
单位千瓦时对应混凝土用量（立方米）	3
对混凝土总用量（万方）	18000
对应水泥用量（万吨）	5400
建设工期（年）	15
年均带动水泥需求量（万吨）	360
23年西藏水泥需求量（万吨）	1198.43
带动水泥需求比重	30%

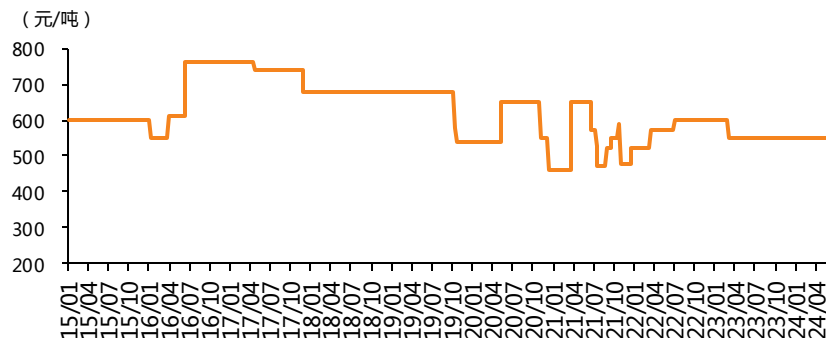
表：2023年末西藏各水泥企业产能占比



图：2000-2024M1-5西藏水泥产量及同比增速



图：西藏地区水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、卓创资讯、西藏天路公司公告等，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 水泥：供给侧发力，推动发展新质生产力或是产能优化和行业格局最优路径

- ▶ 1月19日生态环境部等五部门印发《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》，要求到2025年底前，重点区域取得明显进展，力争50%水泥熟料产能完成改造，区域内大型国有企业集团基本完成有组织、无组织超低排放改造；到2028年底前，重点区域水泥熟料生产企业基本完成改造，全国力争80%水泥熟料产能完成改造。我们预计单条窑炉改造费用3000万元，按照平均单条产线产能约129万吨，对应单吨熟料生产成本约23元，折合单吨水泥成本增加约16元（按照熟料系数0.7计算），我们认为超低排放改造或将进一步加大中小企业资金压力，政策约束下，未来其出清的可能也将加大，而头部企业改造进展更快，有望享受到减少错峰生产天数、税收、信贷、融资等方面支持。

表：部分省市与节能减排相关的错峰生产政策

地区	停窑时间	停窑天数	备注
河南	2023.11.15-2024.3.20	125	错峰生产延迟到3月20日。A级自主减排，B级11月15日至1月20日、2月10日至3月20日停产，C级11月15日至1月31日、2月11日至3月20日停产；D级停满125天。
湖北	2024年	40-70	A级企业全年不少于40天；B级或有全年协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的不少于52天；绿色工厂不少于65天；其他企业不少于70天。根据市场供需情况，可调整2024年错峰天数。
湖南	2023.9.1-2024.3.15	100	大气污染防治特护期错峰停窑100天。2023年9-12月，不少于55天。2024年1月1日至3月15日，不少于45天。
四川	2024年	140	全年140+X天，X为根据环保、能耗、减碳、环境敏感时期等因素实时调整的停窑天数。一季度55天。
重庆	2024年	150	全年150+X天，X为根据环保、能耗、减碳、环境敏感时期等因素实时调整的停窑天数。一季度60天。

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

# 水泥：产能置换政策对水泥跨省置换的要求逐步趋严

工信部6月18日晚发布的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（征求意见稿），相比于2021年7月实施办法，一方面对产能利用率过低的产线置换做出进一步限制，包括要求连续两年每年产能利用率不足30%的产线不能用于置换，以及要求位于国家规定的大气污染防治重点区域或水泥熟料产能利用率低于50%省区的新建水泥熟料生产线，原则上不得从省外置换产能。此次办法对产能置换管控趋严，将助力行业供给收紧，缓解产能跨区域流动所带来的供给压力。另一方面，办法增设特定区域或特定工艺的产线可予以等量置换的规定，我们认为此类鼓励性政策旨在推动水泥企业优化节能降耗的工艺标准，具有较优生产技术的企业有望获得优待。

表：《水泥玻璃行业产能置换实施办法》新旧对比

项目	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》 (2021.7)	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》 (征求意见稿) (2024.6)
产能置换办法适用范围	本办法适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目，以及明确由地方视情处理、但尚未开展产能置换的在建项目。严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须制定产能置换方案，实施产能置换。	本办法适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建、改扩建水泥熟料、平板玻璃项目。严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建、改建的，必须制定产能置换方案实施产能置换。新建生产线能效必须达到《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023年版）》要求的水泥玻璃行业能效标杆水平。
置换产能要求	<p>(1) 用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能必须是合规的有效产能，且在各省省级工业和信息化主管部门每年公告的本地区合规水泥熟料、平板玻璃生产线清单内。</p> <p>(2) 已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受产能退出补贴的生产线，无水泥产品生产许可证或许可证过期，未依法取得排污许可证或许可证过期的水泥熟料产能不能用于产能置换。</p> <p>(3) 违反错峰生产规定被省级及以上工业和信息化主管部门或环保部门约谈后拒不改正的水泥企业所涉及的热料产能不能用于产能置换。</p> <p>(4) 2013年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能（因省级主管部门制定或同意的错峰生产方案以及因地方规划调整导致此情况的除外）不能用于产能置换。</p> <p>(5) 用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能<b>拆分转让不能超过两个</b>。</p> <p>(6) 非新型干法工艺的特种水泥产能指标只能置换为特种水泥项目。</p>	<p>(1) 按照最新版《产业结构调整指导目录》要求，属于国家淘汰类的产能；已享受产能退出补贴的生产线产能；备案、环评、能评等审批手续不全，或无水泥产品生产许可证或许可证过期、未依法取得排污许可证或许可证过期的水泥熟料产能不能用于产能置换。</p> <p>(2) 不在各省省级工业和信息化主管部门每年向工业和信息化部报送的合规清单范围内水泥熟料、平板玻璃生产线产能不能用于产能置换。</p> <p>(3) 能效水平达不到最新版《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》基准值要求的水泥熟料、平板玻璃生产线产能不能用于产能置换。</p> <p>(4) 连续两年每年产量不足年产能30%的水泥熟料生产线产能，连续停产三年及以上的平板玻璃生产线产能不能用于产能置换。</p> <p>(5) 用于置换的水泥熟料生产线产能<b>不能拆分转让</b>。</p> <p>(6) 用于置换的产能指标，严格依据项目备案或核准文件上的产能确定。</p>
置换比例确定	<p>(1) 位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于2:1和1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于1.5:1和1:1。</p> <p>(2) 使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于2:1。</p>	<p>(1) 位于国家规定的大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域产能置换建设项目置换比例分别不低于2:1和1.5:1。产能置换比例按建设地点区域界定。大气污染防治重点区域依据《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》以及生态环境部相关文件界定。</p> <p>(2) 同一法人同一厂区内产能置换比例为1:1。</p> <p>(3) 使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于2:1。</p> <p>(4) 西藏自治区区内产能置换比例为1:1。</p> <p>(5) 以工业废渣、尾矿渣等固体废物为主要原料，且石灰石替代率不低于90%的水泥熟料建设项目，省内产能可实施等量置换。</p>
置换比例例外情形	新建白色硅酸盐水泥熟料项目，其产能指标可减半，但新建白色硅酸盐水泥熟料项目产能不能再置换为通用水泥和其他特种水泥熟料。其他特种水泥产能置换比例与通用水泥相同。	<p>(1) 白色硅酸盐水泥、硫铝酸盐、铁铝酸盐、高贝利特水泥熟料建设项目实施等量置换，且熟料产能再次置换时只能置换为同类产品。其他特种水泥产能置换比例与通用水泥相同。</p> <p>(2) 位于国家规定的大气污染防治重点区域或水泥熟料产能利用率低于50%省区的新建水泥熟料生产线，原则上不得从省外置换产能。</p>

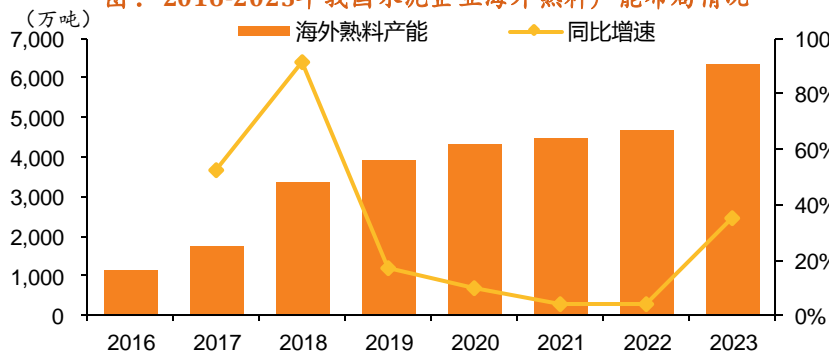
资料来源：中国政府网、工信部、天风证券研究所

注：标红为前后版本对比修改内容，标蓝为前次删除或后次新增内容。

# 水泥：出海步伐加快，非洲或是蓝海市场

➤ 随着国内水泥需求天花板已现，盈利中枢不断下移倒逼具备扩张实力的头部企业加快出海步伐。从主要出海方向来看，过去我国水泥企业重点布局东南亚中亚等一带一路国家，未来非洲市场或是新蓝海。截至23年末海外水泥熟料布局排名前三的企业分别是海螺水泥、华新水泥、红狮集团，熟料产能分别为1389/1250/930万吨。2023年我国水泥板块整体海外收入141.8亿元，占比达4.0%，从上市公司收入情况及占比来看，华新水泥的收入体量最大，2023年达到55亿元，占比约16%，其次为海螺水泥，西部水泥增长最为明显，占比最高。从当前水泥企业海外在建产能来看，西部水泥当前在建项目最多，23年合计在建产能达到1054万吨，海外增长弹性或最大，华新水泥主要是通过外延收购方式进行海外扩张。

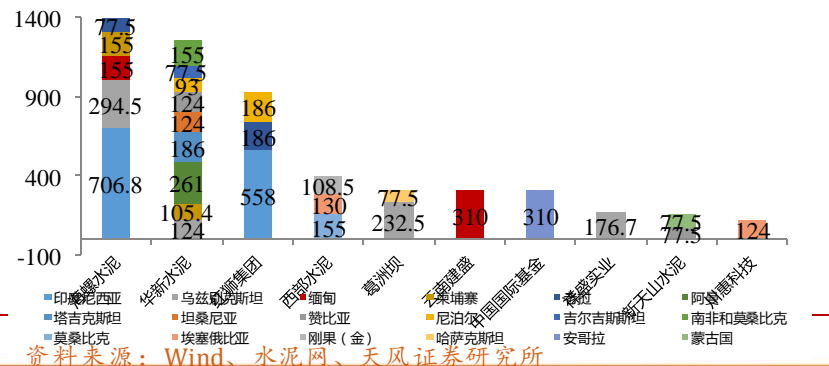
图：2016-2023年我国水泥企业海外熟料产能布局情况



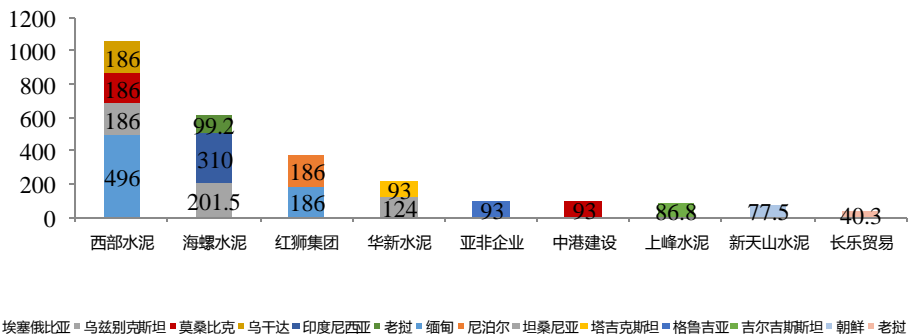
图：水泥公司海外业务收入及占比

公司	海外业务收入 (亿元)				海外业务占比			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
海螺水泥	27.1	32.7	39.7	51.1	1.5%	1.9%	3.0%	3.6%
华新水泥	18.9	25.8	42.2	54.9	6.4%	8.0%	13.9%	16.3%
天山股份		4.8	5.7	8.1		0.3%	0.4%	0.7%
西部水泥	0.3	4.8	11.3	27.7	0.4%	6.0%	13.3%	30.7%

图：2023年海外投产情况TOP10 (万吨产能)



图：2023年海外在建情况TOP10 (万吨产能)



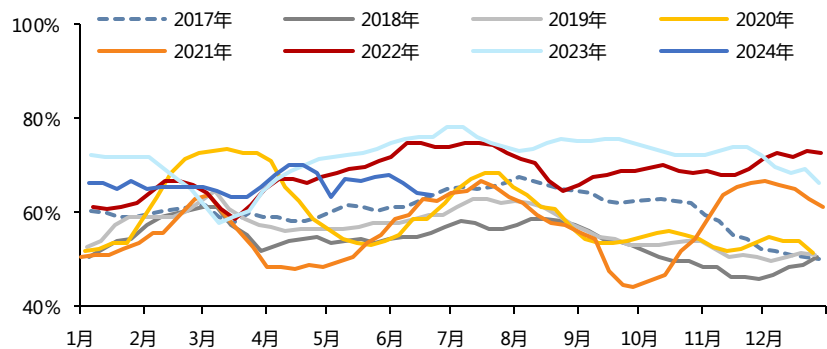
资料来源：Wind、水泥网、天风证券研究所



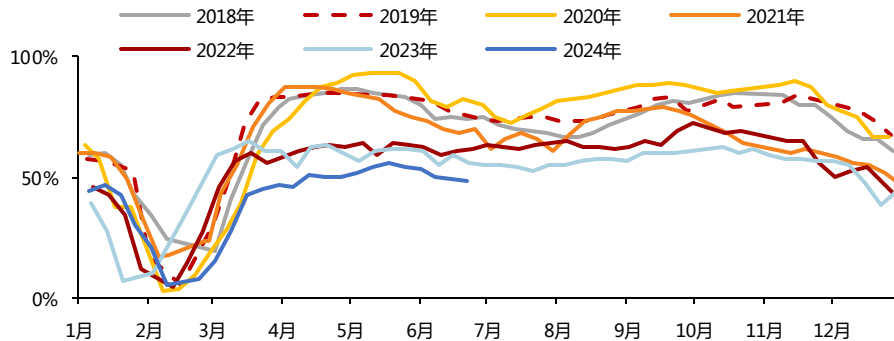
# 水泥：Q2水泥价格环比有所恢复，企业利润诉求加强下，未来有望借机再度提涨

- 盈利底或已基本夯实，企业战略重心或逐渐向利润转移。2023年全年产能利用率为76%，持续下滑态势，2024年1-5月进一步下滑至66%，而从价格表现来看，Q1全国水泥均价同比下滑65元，Q2全国水泥均价有所恢复，4月华东水泥头部企业带头涨价，5月份开启第二轮上涨，且涨价范围逐渐蔓延至全国，水泥行业利润经过两年大幅下降之后，当前企业对于利润的诉求明显增长，但目前企业多仍处于保本或亏损状态，价格进一步下滑空间已较为有限，若后续需求环比出现改善趋势，价格有望借机再度提涨。

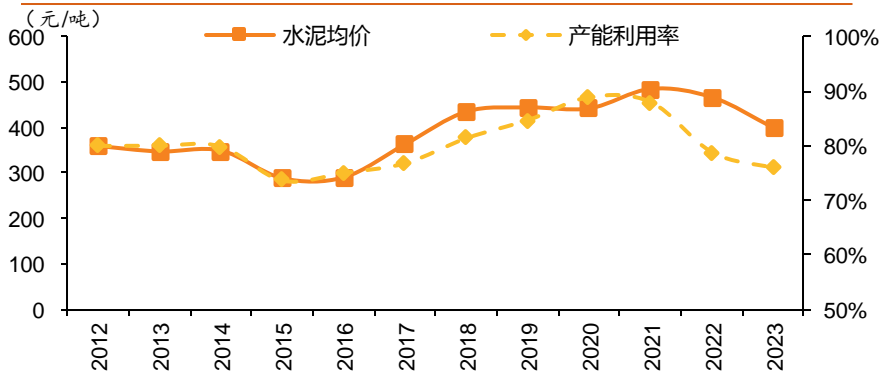
图：2017年-2024年（截止6.21）全国水泥库容比



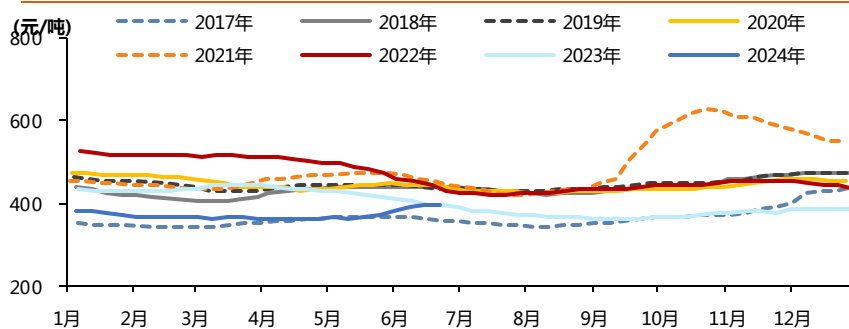
图：2017年-2024年（截止6.21）全国水泥出货率走势



图：2012-2023年全国水泥均价和产能利用率走势



图：2017年-2024年（截止6.21）水泥价格走势



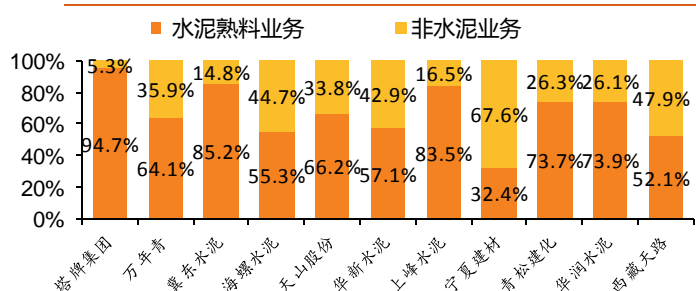
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

# 水泥：关注高股息/业务扩张/区域催化三条主线

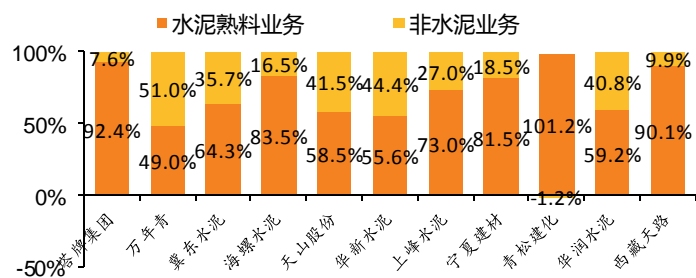
## ■ 我们认为可以通过三条主线筛选优质企业：

- 1) 水泥业务具备较厚盈利底，股息率较高，推荐海螺水泥。公司成本费用保持行业较低水平，凭借其较大的体量与较强的经营实力，周期底部公司具备更强的抗风险能力，且公司过去分红率稳中有升，中长期股息率有望维持在5-6%水平；
- 2) 非水泥业务和海外水泥业务的第二增长曲线驱动，推荐西部水泥、华新水泥。华新水泥23年非水泥业务收入占比+10.7pct达43%，毛利占比高达44%，且公司海外业务收入占比+2.4pct达16.3%。公司不断扩张海外布局，增长动能显著；西部水泥作为中资出海非洲的龙头企业，23年海外利润已成为主要增长点，随着24-26年产能逐步落地，海外利润仍有较大增长弹性；
- 3) 区域需求有催化，例如前文我们介绍过的西藏，受益于墨脱水电站建设，需求端有望持续放量，一方面区域水泥价格看涨空间大，另一方面随着产能利用率提升，公司成本端也有下降空间，推荐西藏天路。

图：2023年水泥公司分业务收入占比



图：2023年水泥公司分业务毛利占比



表：2023年主要水泥企业吨指标 (元/吨)

	销量 (万吨)	吨均价 (元/吨)	吨成本 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	吨费用 (元/吨)	归母吨净利 (元/吨)
海螺水泥	29300	266	199.4	66.6	18.5	38
yoy	-5.5%	-27	-10.9	-16.1	-2.0	-12.1
华新水泥	6190	311.4	230.5	80.9	40.0	30.4
yoy	2.5%	-29.4	-26.5	-3.0	1.0	-3.6
上峰水泥	2146	248.8	188.4	60.4	37.6	17.2
yoy	11.0%	-59.4	-31	-28.4	-3.3	-19.8
西藏天路	407	523.7	438.7	85	93.2	-8.2
yoy	27.8%	15.9	-43.5	59.4	6.2	亏损减少53.1
塔牌集团	1852	283	210.5	72.5	24.8	36.7
yoy	-3.3%	-15.4	-40.8	25.4	2.1	19.4
天山股份	26332	269.9	231.3	38.6	36	1.7
yoy	-3.0%	-58.5	-49.9	-8.6	-2.2	-5.4
冀东水泥	9324	257.9	235	22.9	44.7	-21.8
yoy	7.3%	-82	-37.1	-44.9	-8.0	-33.4

资料来源：各公司公告、Wind、天风证券研究所

1

消费建材：短期关注困境反转品种，中长期坚守优质龙头

2

水泥：盈利或已基本触底，关注西藏/海外龙头

3

玻璃纤维：Q2价格迎来反弹，关注粗纱新增产能情况

4

玻璃：下半年竣工端压力渐显，多元化布局打开成长空间

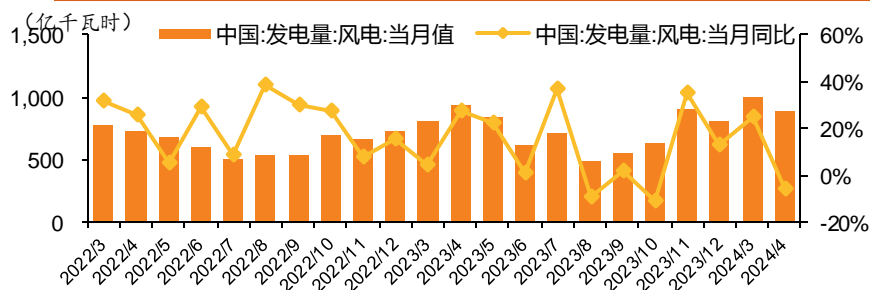
5

重点推荐标的

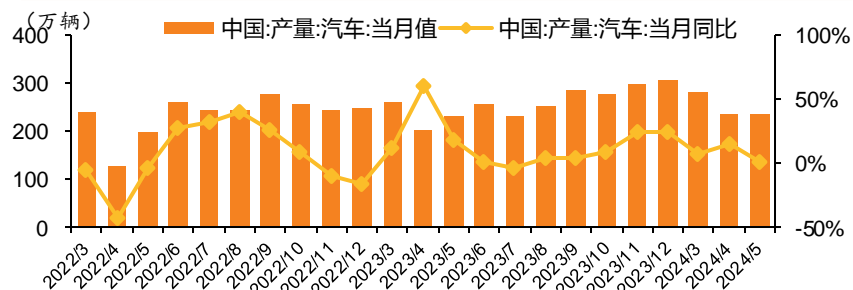
# 玻纤：需求—景气度底部回升，看好风电、电子等领域

- 粗纱下游需求较为分散，与建筑相关的传统领域受房地产投资下滑拖累，玻纤需求量或有下滑；汽车方面，24年1-5月全年我国汽车产量累计同比增长6.6%，热塑纱需求或稳中有增；新能源方面，24年1-4月全国新增风电装机16.84GW，同比增长18.6%，风电是粗纱下游景气度最高的领域。展望24年下半年，我们认为传统领域需求有望企稳，汽车领域需求仍具备成长性，风电端需求仍然是最强增长点，24年1-5月我国玻纤纱及制品出口量同比增长14.4%，预计24年下半年受益于美国补库存需求，玻纤及制品出口有望稳中有增。
- 电子纱/电子布产业链终端主要应用于先进通讯、计算机、消费电子和汽车电子等领域，当前需求的历史底部相对明确，未来随着智能手机AI应用升级换代加快，以及平板电脑端AI PC需求落地，或将带动新一轮换机潮需求释放。

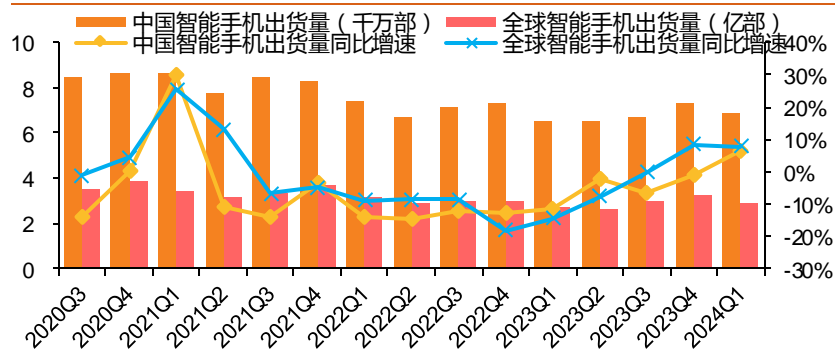
图：我国风电新增装机及同比增速



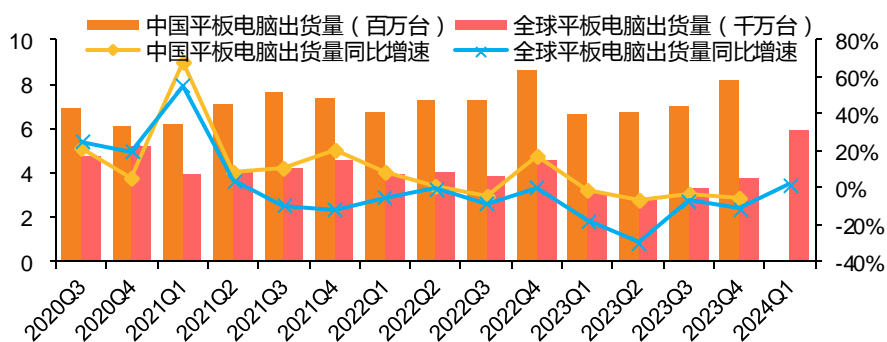
图：我国汽车产量及同比增速



图：2020Q3-2024Q1中国与全球智能手机出货量及同比增速



图：2020Q3-2024Q1中国与全球平板电脑出货量及同比增速



资料来源：Wind、IDC、Canalys、IT之家、1991T、TechWeb、天风证券研究所

# 玻纤：供给—粗纱新增产能冲击相对有限，电子纱格局良好

► 我们统计2023年粗纱新点火产能合计53万吨，同时行业共4条生产线开启冷修，合计产能27万吨，产能净增26万吨，预计24年新点火产能达到85万吨，虽然新点火产能高于23年，但同时行业冷修也有望加快，且考虑到当前盈利压力，部分新进入者点火计划有可能推迟，因此预计24年供给冲击有望低于预期。电子纱的供给格局则相对更优，23年仅台玻台嘉1条生产线点火复产（产能3万吨），24年有两条产线冷修（合计产能8万吨）。

表：23-24年新建/冷修点火玻纤生产线

企业	产线	年产能 (万吨)	产品	点火日期	当年产能冲击 (万吨)	次年产能冲击 (万吨)
2023年						
泰山玻纤	邹城4线	12	无碱粗纱	2023/2/9复产	9.0	3.0
中国巨石	九江3线	20	无碱玻纤粗纱	2023.5.30	8.3	11.7
重庆国际	F13	15	无碱玻纤粗纱	2023/10/31	0.0	15.0
重庆国际	大渡口F02	6	无碱粗纱 (TM2)	23年3月底复产	3.5	2.5
台玻台嘉	成都1线	3	电子纱	2023/3/1复产	2.0	1.0
小计		56			22.8	33.2
2024年						
山东玻纤	沂水6线	3	超高模	24年1月16日点火	2.5	0.5
山东玻纤	沂水7线	15	高模量玻纤	24年1月16日点火	12.5	2.5
内蒙古天皓玻纤	呼和浩特1线	12	EGR玻纤	24年3月26日点火	7.0	5.0
中国巨石	淮安1线	10	无碱粗纱 (短切)	2024年5月10日点火	5.0	5.0
邢台金牛	5线	15	无碱玻纤粗纱	已在建设, 24年7月底计划点火	3.8	11.3
长海股份	4线	15	合股纱	基本建成, 预计24年二季度末或三季度初点火	5.0	10.0
泰山玻纤	山西1线	15	无碱玻纤粗纱	一期15万吨已动工, 预计24年三季度计划点火	5.0	10.0
小计		85			40.8	44.3

表：23-24年冷修及停产玻纤生产线

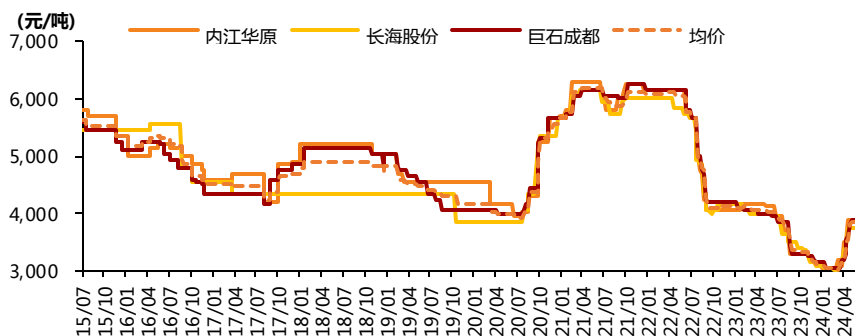
企业	产线	年产能 (万吨)	产品	冷修/停产日期	当年产能冲击 (万吨)	次年产能冲击 (万吨)
2023年						
重庆国际	长寿F10线	12	无碱粗纱	23年8月底冷修	-4.0	-8.0
邢台金牛	邢台2线	3	无碱粗纱	23年9月初冷修	-1.0	-2.0
九鼎新材	莘县1线	7	无碱粗纱	23年6月初冷修	-4.1	-2.9
内江华原	威远6线	5	无碱粗纱	2023/11/7冷修	-0.8	-4.2
小计		27			-9.9	-17.1
2024年						
山东玻纤	沂水4线	6	无碱粗纱	24年2月冷修	-5.5	-0.5
长海股份	常州1线	3	无碱粗纱	23年年底	-3.0	0.0
邢台金牛	老厂2线	4	无碱粗纱	2024/4/7	-3.0	-1.0
泰山玻纤	邹城5线	5	电子纱	2024/1/20	-4.6	-0.4
四川玻纤	德阳1线	3	电子纱	2024/3/31	-2.3	-0.8
小计		21			-18.3	-2.7

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

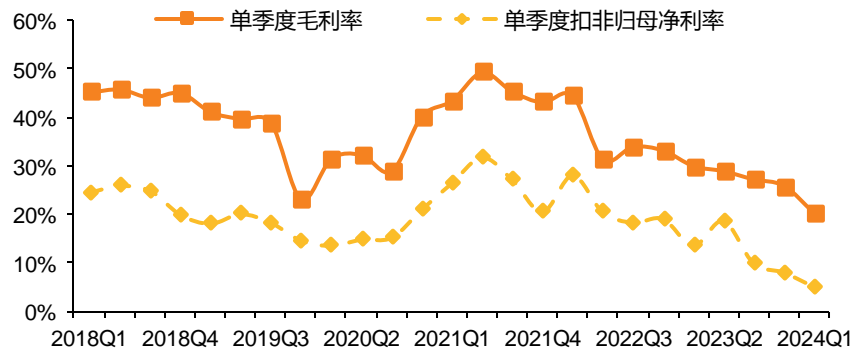
# 玻纤：价格—Q1末触底反弹，短期粗纱看稳，电子布仍有提价可能

从上市公司盈利情况来看，头部企业中国巨石24Q1单季度毛利率降至20.1%，已跌破周期相对底部，二线企业代表山东玻纤24Q1毛利率降至负值，一季度中小企业已无法盈利。3月底多家玻纤企业集中发布涨价通知，我们认为此轮涨价的原因一方面在于需求淡旺季切换，另外我们认为与头部企业竞争策略的调整也有关。涨价催生了下游中间商补库需求释放，3、4、5月玻纤生产商库存持续消化，截至5月末库存达58万吨，较2月末下滑36%，同比低26%，截至6月末2400tex缠绕直接纱约达3850元/吨，较3月末上涨近800元/吨，短期粗纱价格预期以稳为主，需进一步观察产能投产进展，二季度玻纤企业利润环比改善，但受去年同期高基数影响，同比仍有较大幅度下滑，下半年业绩同比或逐步实现企稳回正。电子布价格目前涨至3.9元/米，下游CCL厂家订单相对充足，需求支撑较强，价格仍有继续上涨可能。

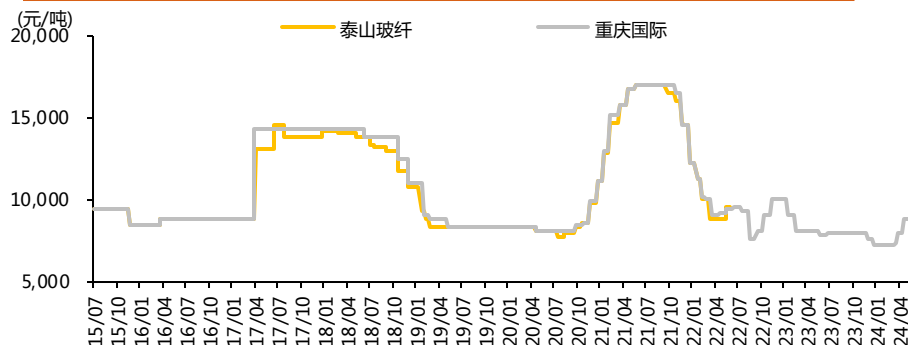
图：粗纱（2400tex缠绕直接纱）价格走势



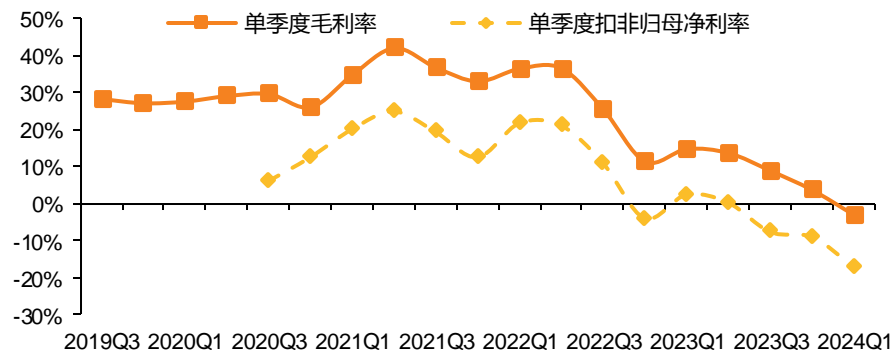
图：中国巨石单季度毛利率/扣非归母净利润率走势



图：电子纱（G75单股）价格走势



图：山东玻纤单季度毛利率/扣非归母净利润率走势



资料来源：卓创资讯、Wind、天风证券研究所

1

消费建材：短期关注困境反转品种，中长期坚守优质龙头

2

水泥：盈利或已基本触底，关注西藏/海外龙头

3

玻璃纤维：Q2价格迎来反弹，关注粗纱新增产能情况

4

玻璃：下半年竣工端压力渐显，多元化布局打开成长空间

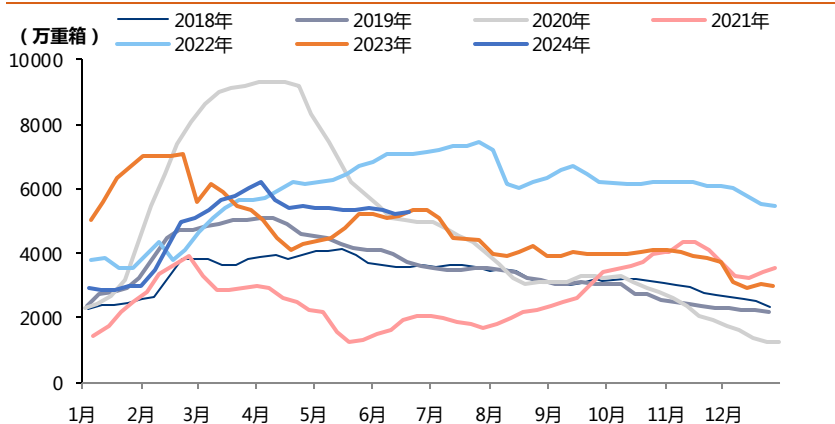
5

重点推荐标的

# 玻璃：竣工仍有压力，行业利润短期承压

- 需求端：24年1-5月全年房地产竣工面积同比下滑20.1%，终端需求较为疲软，从库存情况来看，一季度库存持续上涨，4月份刚需小幅恢复，同时下游补库需求增加使得生产商库存压力阶段性缓解，5-6月基本维持稳定，截至6月末生产商库存达5479万重箱，年同比高319万重量箱，9月传统旺季需求有望迎来反弹，但中长期来看，由于前期新开工面积下滑较多，叠加保教楼进入尾声，支撑力度有所下降，需求端下行压力仍然存在。
- 24年至今行业复产产能有所增加，当前仍有约9%潜在复产产能。我们统计24年至今，行业复产浮法玻璃生产线7条，合计产能5200T/D，新点火生产线4条，合计产能3600T/D，冷修及停产生线11条，合计产能8200T/D，**产能合计净增600吨，年初至今在产产能日熔量减少3450T/D**，截至6月20日行业整体日熔量为169565T/D，同比增长1.0%。23-24年间冷修产线仍有20条未投产，合计产能12710吨/日，除此之外，另有5条新建产线在24年有可能点火，合计产能2965吨/日，因此24年内行业潜在增量约15675吨/日，占当前在产产能比重约9.2%。
- 当前行业具备冷修条件产能占比约26%，有望部分对冲潜在需求下滑压力。玻璃冷修周期通常在8-10年，预计2014-2016年间点火的产线已具备冷修必要条件，而14年之前点火产线冷修压力更大。据卓创资讯显示，14年之前、14年、15年、16年点火的产线分别有29/16/17/13条，产能为19700/11400/11150/9450T/D，占当前产能比重分别为9.8%/5.7%/5.5%/4.7%，合计占比达25.6%。

图：分年度重点省份玻璃库存



图：浮法玻璃在产产能



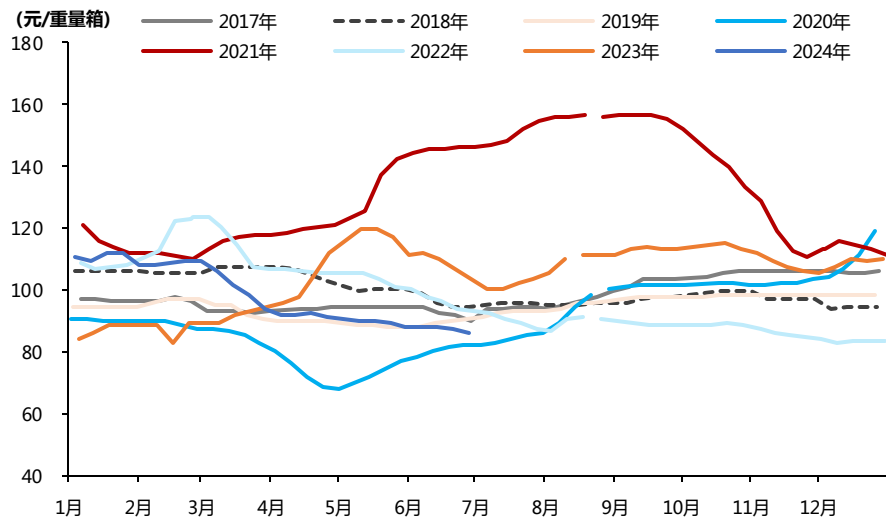
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所



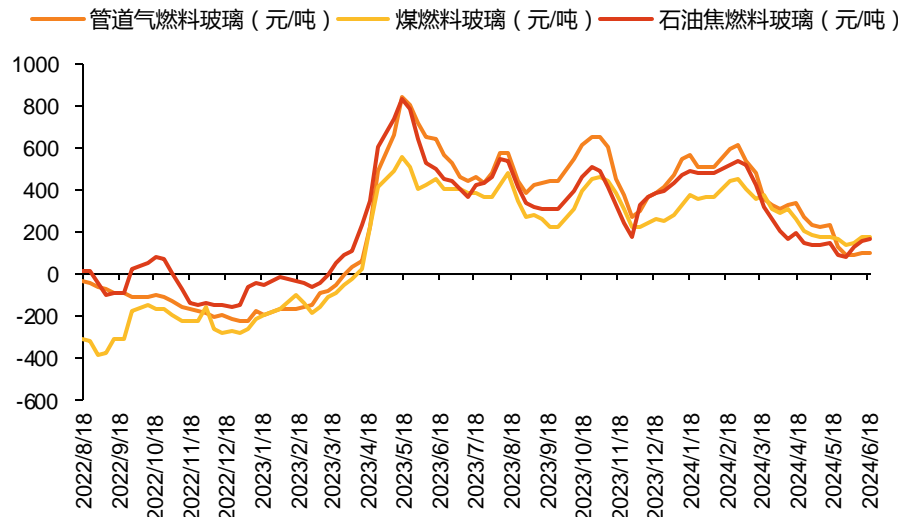
# 玻璃：竣工仍有压力，行业利润短期承压

- ▶ **二季度玻璃企业业绩同比或有下滑压力，关注下半年旺季需求变化。**一季度玻璃价格呈持续下滑趋势，但由于去年同期价格基数较低，一季度玻璃企业业绩同比实现较大增长，二季度以来价格端降幅有所放缓，截至6月末5mm浮法玻璃价格达约86元/重箱，同比下滑21元，跌幅约20%，按照不同燃料平均值计算单箱重毛利约5.15元，同比下滑17.6元，预计二季度玻璃企业利润同比有下滑压力。但当前价格水平下，预计中小企业已难以盈利，成本支撑下预计价格大幅调整空间已较为有限，而盈利压力或使得行业冷修及停产节奏加快，随着供给端出现收缩，有望进一步对价格形成支撑。关注下半年金九银十需求景气变化。
- ▶ **药用、电子、光伏玻璃多元化布局打开成长空间。**药用玻璃受益于中硼硅渗透率提升，我们预计二季度收入同比有望继续维持较快增长，且原材料价格同比下降，预计利润弹性或更高，中长期中硼硅渗透率仍有较大提升空间，我们预计收入利润增长或持续性较好。电子玻璃有望受益国产替代和折叠屏等新品放量，光伏玻璃有望受益产业链景气度回暖。

图：浮法玻璃价格



图：浮法玻璃盈利



资料来源：Wind、天风证券研究所

1

消费建材：短期关注困境反转品种，中长期坚守优质龙头

2

水泥：盈利或已基本触底，关注西藏/海外龙头

3

玻璃纤维：Q2价格迎来反弹，关注粗纱新增产能情况

4

玻璃：下半年竣工端压力渐显，多元化布局打开成长空间

5

重点推荐标的

# 重点推荐标的

表：重点公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 2024/7/1	EPS(元)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002271.SZ	东方雨虹	13.24	0.9	1.12	1.29	1.48	14.71	11.82	10.26	8.95
300737.SZ	科顺股份	4.53	-0.29	0.18	0.25	0.33	-15.62	25.17	18.12	13.73
000786.SZ	北新建材	30.67	2.09	2.35	2.66	2.96	14.67	13.05	11.53	10.36
002372.SZ	伟星新材	16.02	0.9	0.99	1.12	1.26	17.8	16.18	14.3	12.71
002641.SZ	公元股份	3.99	0.3	0.33	0.38	0.43	13.3	12.09	10.5	9.28
603737.SH	三棵树	39.09	0.33	1.33	2.23	2.55	118.45	29.39	17.53	15.33
603378.SH	亚士创能	5.27	0.14	0.35	0.6	0.73	37.64	15.06	8.78	7.22
002918.SZ	蒙娜丽莎	9.05	0.64	0.87	1.04	1.26	14.14	10.4	8.7	7.18
003012.SZ	东鹏控股	6.28	0.61	0.68	0.79	0.91	10.3	9.24	7.95	6.9
002791.SZ	坚朗五金	27.31	1.01	1.33	1.63	1.98	27.04	20.53	16.75	13.79
601636.SH	旗滨集团	6.71	0.65	0.71	0.92	1.01	10.32	9.45	7.29	6.64
600586.SH	金晶科技	5.89	0.32	0.36	0.52	0.65	18.41	16.36	11.33	9.06
600801.SH	华新水泥	13.99	1.33	1.55	1.76	1.98	10.52	9.03	7.95	7.07
600585.SH	海螺水泥	23.34	1.97	2.53	2.81	3.07	11.85	9.23	8.31	7.6
000672.SZ	上峰水泥	6.18	0.77	0.93	1.06	1.19	8.03	6.65	5.83	5.19
600326.SH	西藏天路	4.71	-0.42	0.09	0.34	0.72	-11.21	52.33	13.85	6.54
600425.SH	青松建化	3.33	0.29	0.38	0.47	0.51	11.48	8.76	7.09	6.53
02233.HK	西部水泥	1.03	0.08	0.22	0.36	0.51	12.88	4.68	2.86	2.02
600176.SH	中国巨石	11.29	0.76	0.68	0.95	1.21	14.86	16.6	11.88	9.33
002080.SZ	中材科技	13.02	1.33	1.49	1.82	2.18	9.79	8.74	7.15	5.97
300196.SZ	长海股份	10.25	0.72	0.9	1.1	1.28	14.24	11.39	9.32	8.01
603256.SH	宏和科技	6.77	-0.07	0.03	0.09	0.14	-96.71	225.67	75.22	48.36

注：EPS均来自天风建材团队预测，PE=收盘价/EPS

资料来源：Wind、天风证券研究所

- **下游基建、地产需求不及预期：**建材下游需求主要集中在地产和基建领域，上半年虽然基建投资增速维持较高增长，但由于地产下滑较多导致整体建材下游需求较为疲软，虽然5、6月份地产销售出现向上拐点，但同比仍是下降状态，后续恢复仍需进一步观察，若地产端复苏的力度较小或者基建未能继续发力，则建材下游需求可能仍然较差。
- **原材料价格波动超预期：**21年下半年至今大宗商品价格全线上涨，而部分建材子行业中化工类原材料、煤炭、天然气成本占比较高，这对建材公司利润空间形成挤压，若海外局势进一步发酵，原材料和能源价格可能仍会上涨，或使得公司毛利率继续下行，导致利润承压。
- **新增供给超预期释放：**前期的供给短缺使得部分子行业如玻纤、光伏玻璃加快产能布局脚步，若未来产能持续投放较多，可能导致行业供给过剩，使得价格大幅下滑。
- **竞争超预期加剧：**若建材行业竞争超预期加剧，或对行业盈利能力及前景判断造成影响。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS