



建筑材料

中性（维持）

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

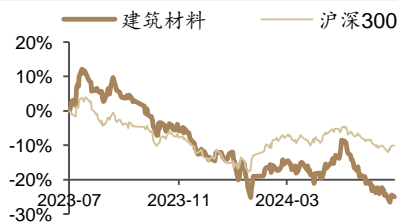
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



资料来源：聚源数据，德邦研究所

相关研究

- 《周观点：6月居民长贷依旧疲软，水泥淡季逆势提价》，2024.7.14
- 《中国巨石（600176.SH）：24Q2行业全面复价，公司业绩环比明显改善》，2024.7.8
- 《周观点：沿江熟料第三轮提涨50元每吨，百强房企6月销售环比改善》，2024.7.7
- 《周观点：北京地产政策再优化，中报窗口期优选绩优股》，2024.6.30
- 《周观点：水泥玻璃产能置换再趋严，行业供给格局或逐步改善》，2024.6.23

6月行业数据点评：地产销售环比改善明显，高能级城市市场情绪修复

投资要点：

- 事件：**2024年7月15日，国家统计局公布2024年1-6月宏观投资数据。2024年1-6月全国固定资产投资（不含农户）24.54万亿元，累计同比+3.9%，增速较1-5月收窄0.1个百分点；6月固定资产投资额（不含农户）环比+0.21%。分项来看，2024年1-6月基础设施建设投资（不含电力）累计同比+5.4%，增速较1-5月收窄0.3个百分点，其中，铁路运输业投资累计同比+18.5%，增速较1-5月收窄3.1个百分点，道路运输业投资累计同比-1.0%，降幅较1-5月扩大0.1个百分点。
- 2024年1-6月全国房地产开发投资5.25万亿元，累计同比-10.1%，降幅较1-5月持平；其中住宅投资完成额3.99万亿元，累计同比-10.4%，降幅较1-5月收窄0.2个百分点。2024年1-6月商品房销售面积约4.79亿平方米，累计同比-19.0%，降幅较1-5月收窄1.3个百分点。2024年1-6月房屋新开工面积累计3.80亿平方米，累计同比-23.7%，降幅较1-5月收窄0.5个百分点；房屋施工面积累计69.68亿平方米，累计同比-12.0%，降幅较1-5月扩大0.4个百分点；房屋竣工面积累计2.65亿平方米，累计同比-21.8%，降幅较1-5月扩大1.7个百分点。由于统计局不再公布土地购置面积等土地市场指标，我们选择财政部口径来替代，2024年1-5月地方本级政府性基金收入中，国有土地使用权出让收入累计12810亿元，同比-14.00%，降幅较2024年1-4月扩大3.6个百分点。
- 2024年1-6月全国水泥累计产量8.50亿吨，累计同比-10.0%，降幅较1-5月扩大0.2个百分点。2024年1-6月全国平板玻璃累计产量5.07亿重量箱，累计同比+7.5%，增速较1-5月扩大0.6个百分点。
- 房地产需求：传统销售旺季叠加前期政策显效，销售环比改善明显。**2024年1-6月商品房销售面积合计约4.79亿平，累计同比-19.0%，降幅收窄1.3pct，销售金额约4.71万亿元，累计同比-25.0%，降幅收窄2.90pct；其中6月单月销售面积约1.13亿平，环比+52.55%，同比-13.77%，单月销售金额约1.15万亿元，环比+50.92%，同比-13.81%。6月房地产销售环比进一步呈现较大积极性改善，或主要系6月为传统销售旺季，以及前期密集政策效果显现。价格方面，70大中城市新建商品住宅价格指数同环比分别-4.9%/-0.7%，同比降幅扩大0.6个百分点，环比持平；70个大中城市二手住宅价格指数同环比分别-7.9%/-0.9%，同比降幅扩大0.4个百分点，环比降幅收窄0.1个百分点，价格初现边际企稳迹象。高能级城市保持较高活跃度：**1）成交量修复趋势明显**，据中指研究院，上海、深圳、杭州前期政策优化后，市场情绪明显提升，新房成交规模环比均增长，二手房成交规模保持高位，其中上海6月二手商品房成交超2.6万套，创近一年新高；北京6月26日跟进5.17新政，市场活跃度回升，6月二手住宅网签近1.5万套。**2）价格环比降幅继续收窄**，一线城市二手住宅销售价格环比-0.4%，降幅较5月收窄0.8个百分点，其中北京、上海为近年来首次转涨，分别+0.2%/+0.5%。我们认为，7月虽进入年中冲刺后的营销淡季，但随着各项政策积极显效以及高基数效应减弱，高能级城市市场活跃度或延续企稳态势。
- 房地产投资：开发投资额同比降幅企稳，边际改善传导仍需时间。**24年前6月房屋新开工面积/竣工面积/施工面积分别为3.80/2.65/69.68亿平，分别同比-23.7%/-21.8%/-12.0%，新开工面积已连续四个月累计同比降幅收窄；24年前6月房地产开发投资完成额同比-10.1%，累计同比降幅持平。资金端来看，24年前6月房地产开发企业到位资金约5.35万亿元，同比-22.6%，降幅较1-5月收窄1.7pct，其中国内贷款累计同比-6.6%，降幅扩大0.4pct，个人按揭贷款累计同比-37.7%，降

幅收窄 2.5pct，定金及预收款累计同比-34.1%，降幅收窄 2.6 pct。我们认为，近期资金到位情况有所改善，主要系去年较低基数和近期利好政策密集释放所致，行业有望延续弱复苏态势，但在销售基本面企稳前，房企投资意愿及实力仍显不足，后续仍需观察销售复苏以及融资协调机制的落位情况。

- **6月固投及基建增速有所收窄，专项债发行提速有望加速实物资产落地。**2024年1-6月全国固定资产投资完成额累计同比增速 3.9%，增速收窄 0.1pct，其中基础设施建设（不含电力）累计同比增速 5.4%，增速收窄 0.3pct。资金面来看，地方政府1-6月专项债发行总额 14409.72 亿元，同比 23 年同期的 2.30 万亿新增专项债规模下降 37.37%。从 6 月单月来看，专项债发行有所放缓，当月新增专项债发行额 2801.72 亿元，同比-30.6%，环比-36.1%。国家发改委 4 月已完成今年专项债券项目的初步筛选工作，已推送给财政部并反馈给各地方，项目数量充足、资金需求较大，为全年专项债券发行使用打下坚实的项目基础。实施层面，23 年增发国债 1.5 万个项目已经全部开工建设。我们认为，24 年稳增长趋势不变，政府工作报告中提到今年起拟连续几年发行超长期特别国债，24 年先发行 1 万亿（5 月 17 日 2024 年超长期特别国债（一期）正式发行，本期国债期限 30 年，发行面值金额 400 亿元，票面利率 2.57%），中央加杠杆支持经济复苏有望推动更多实物工作量落地。
- **水泥：上周虽有较多区域水泥价格下跌，但东北和长三角涨幅较大，使整体价格仍有一定上涨。**供给端，总体错峰停窑的范围较大，供应端对水泥价格上涨形成关键作用；需求端，需求总体偏弱，涨价区域需求都有下降迹象，下游对价格上涨多有抵触心态；成本端，成本变动不大，近期水泥价格对煤炭成本反应较小。**我们认为，城中村改造+万亿国债推动下 24 年地产及基建都有积极政策支持，当前节点看 2024 年，水泥需求有望受益于开工端企稳，有望呈现需求改善、利润修复趋势：**
1) 城中村改造推进利好地产筑底企稳：23 年 7 月国务院常务会议审议通过《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》后，21 个超大特大城市城中村改造推进蓄势待发，截至 10 月各地上报住房城乡建设部城中村改造信息系统已入库城中村改造项目达 162 个。房地产投资趋势向下是影响水泥需求周期变化的关键因素，2022-2023 年水泥市场持续下行导致行业利润快速收缩，而城中村改造、保障房建设、“平急两用”公共基础设施三大工程的推进或给当前低迷的市场带来一针强心剂，对于产业链的需求拉动产生积极作用。
2) 万亿国债或对 24 年基建端产生积极效果：23 年 10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议上明确中央财政将在 23Q4 增发 2023 年国债 1 万亿元，并通过转移支付方式全部安排给地方，其中 23 年拟安排使用 5000 亿元，结转 24 年使用 5000 亿元。截至 23 年 11 月 17 日，财政部已在建立增发国债项目实施工作机制、加强部门协同+组织项目申报和审核，并向地方印发通知+按照国债发行计划，合理把握发行节奏，推动增发国债平稳顺利发行三方面取得最新进展。根据国家发改委披露，2023 年增发国债第一批项目清单涉及近 2900 个项目，拟安排国债资金 2379 亿，第二批项目清单涉及项目 9600 多个，拟安排国债资金超 5600 亿元，截至 23 年 12 月前两批项目涉及安排增发国债金额超 8000 亿元，1 万亿元增发国债已大部分落实到具体项目。我们认为，地产与基建链仍是稳经济的重要一环，后续需求有望持续恢复，低估值、高分红的水泥板块将最受益。**建议关注龙头海螺水泥、华新水泥及弹性标的上峰水泥。**
- **玻璃：上周国内玻璃价格继续下调，供需矛盾加剧。**根据卓创资讯，上周国内浮法玻璃均价 1578.60 元/吨，较前周均价（1611.27 元/吨）下跌 32.67 元/吨，跌幅 2.03%，环比跌幅略收窄。1) 需求及价格端：上周全国浮法白玻价格仍以下调为主，累计下调 1-6 元/重量箱不等；其中华南区域降幅较大，上周经历两次下调总计降 5-6 元/重量箱。2) 供应端：上周样本企业综合产销在八成附近，企业供应压力增大，加之玻璃加工厂开工率不及预期，加工厂多以刚需补货为主，贸易商随需随采，玻璃原片企业供需矛盾进一步加剧；3) 成本端：23 年 11 月起纯碱价格迎来下降，玻璃盈利情况有所改善，但 23 年 11 月底后反弹上涨压缩行业利润空间，24 年 1 月起新一轮下跌再次开启，至 4 月底纯碱价格重新回升。上周纯碱市场价格下滑，截止 7 月 12 日全国重质纯碱均价约 2157 元/吨。**我们认为，24 年行业或呈现供需双升的紧平衡。**在当前浮法玻璃产能置换政策下，新增产能愈发困难，行业进入到存量产能博弈阶段；短期在盈利恢复的推动下，复产产线增多，浮法玻璃

在产产能接近历史高位，淡季供给端压力或凸显；但对 24 年需求端来看，“保交楼”政策推动下，24 年待交付的住房规模依旧较大，同时 21 年地产销售的高基数仍有望支撑 24 年的竣工，24 年浮法玻璃或是供需双升的走势，价格呈现淡旺季波动，成本下行趋势下盈利或同比有所提升；同时关注龙头企业产业链延伸的进展，带来新的业绩增长点。建议重点关注**旗滨集团、信义玻璃、金晶科技**。

投资建议：6 月居民中长期贷款新增 3202 亿元，同比少增 1428 亿元，虽然 517 新政后地产销售有所改善，但存量与增量房贷利率的差异，或使得“提前还贷”增加，需求端仍需等待拐点。

水泥淡季逆势提价，根据数字水泥网统计，上周东北、华东地区水泥价格推涨 30-60 元/吨不等，6-8 月份为传统需求淡季，但东北、华东等多地从供给侧入手，每月加大错峰生产力度，平衡区域供需格局逆势提价，表现为淡季不淡，或将为下半年旺季来临提供涨价基础。而从投资角度看，水泥标的普遍处于低估值、高分红阶段，申万水泥制造 PB 处于 0.67x（截至 7 月 12 日），处于近十年来低位，而中国建材动态股息率为 9.31%，塔牌集团为 6.62%、上峰水泥为 6.10%，海螺水泥（港股）为 5.22%、海螺水泥为 3.86%、华新水泥为 3.69%等，我们认为，当前水泥基本面已处于阶段性底部，淡季逆势提价体现了行业稳价的决心，而低估值及高股息的特点让水泥在当前市场低迷的阶段有一定性价比，建议关注**高股息的龙头标的**；

其次，继续看好药包材行业的高景气度，**中报或表现亮眼**，建议关注模制瓶龙头，中硼硅模制瓶快速放量的**山东药玻**（模制瓶龙头，第八九批集采带来需求释放，24 年中硼模制瓶保持高增长，业绩有望超预期）；

对于地产链而言，从结构上来看，**零售端好于工程端**，今年以来高能级城市二手房成交量尚可，或是支撑零售端需求稳定的重要因素，Q1 零售端企业表现优于 B 端企业，Q2 或延续此趋势，从稳健角度来看，建议关注 C 端占比较高，经营质量高、增长稳健的**北新建材**（高市占率支持强定价权，股权激励指引积极）、**伟星新材**（Q1 盈利能力超预期，经营质量优异）、**兔宝宝**（Q1 业绩超预期，现金流优异，分红比例高）、**青鸟消防**等；B 端企业经营情况依旧在转型过程中承压，基本面尚无明显起色，从博弈弹性角度来看，B 端企业有望率先受益于地产政策放松带来的高弹性，重点优先关注强 α 属性、低估值的**东方雨虹、三棵树、坚朗五金**。新增关注民爆龙头**易普力**（国内民爆龙头，综合实力强劲，存量产能博弈背景下，区域产能调整能力突出，业绩保持稳定增长）；

此外，上周**玻纤粗纱价格小幅回落，电子纱涨后暂稳**，根据卓创资讯统计，近期电子纱市场下游成交良好，前周电子纱上涨 100-300 元不等，目前电子纱 G75 主流报价 8900-9300 元/吨不等；7628 电子布最新报价为 3.9-4.1 元/米不等，当前各池窑厂可售电子纱货源极少，电子纱供需仍显紧俏，下游 CCL 厂家订单相对充足下，电子纱及电子布价格仍有上行可能，或是后市业绩弹性的主要催化剂，上周中国巨石、中材科技、山东玻纤等发布中报业绩预告，Q2 业绩均环比高增，而上周缠绕直接纱均格环比下跌 0.28%，价格回落至 3697 元/吨，后市仍有粗纱产能投产，供给端压力显现，关注电子纱占比较高的龙头**中国巨石、中材科技**。

- **风险提示：**固定资产投资低于预期；贸易冲突加剧导致出口企业销量受阻；环保督查边际放松，供给收缩力度低于预期；原材料价格大幅上涨带来成本压力。

图表目录

图 1: 2024 年 6 月统计局房地产核心数据.....	5
图 2: 全国固定资产累计值及累计同比增速走势.....	5
图 3: 基础设施建设投资（不含电力）累计同比增速走势.....	5
图 4: 铁路运输业固定资产投资完成额累计同比增速走势.....	5
图 5: 道路运输业固定资产投资完成额累计同比增速走势.....	5
图 6: 地方政府新增专项债券发行额度累计值.....	6
图 7: 地方政府新增专项债券发行额度当月值.....	6
图 8: 22 年 1 月-24 年 6 月地方政府新增专项债券当月投向.....	6
图 9: 2024 年 6 月地方政府新增专项债券投向.....	6
图 10: 商品房销售面积累计值及累计同比.....	6
图 11: 商品房销售额累计值及累计同比.....	6
图 12: 商品房销售均价累计值及累计同比.....	6
图 13: 商品房待售面积及去化周期.....	6
图 14: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数（%）.....	7
图 15: 70 个大中城市二手住宅价格指数（%）.....	7
图 16: 22 年 5 月-24 年 6 月房地产政策放松统计（条）.....	7
图 17: 22 年 5 月-24 年 6 月各线城市房地产政策放松统计（条）.....	7
图 18: 房地产开发投资完成额趋势.....	7
图 19: 房地产开发投资完成额住宅投资趋势.....	7
图 20: 房屋施工面积趋势.....	7
图 21: 房屋竣工面积趋势.....	7
图 22: 新开工面积趋势.....	8
图 23: 国有土地使用权出让收入.....	8
图 24: 房地产开发企业到位资金累计值及累计同比.....	8
图 25: 房地产开发资金来源中国内贷款累计值及累计同比.....	8
图 26: 房地产开发资金中个人按揭贷款累计值及累计同比.....	8
图 27: 房地产开发资金中定金及预收款累计值及累计同比.....	8
图 28: 水泥产量趋势.....	9
图 29: 平板玻璃产量趋势.....	9

附:

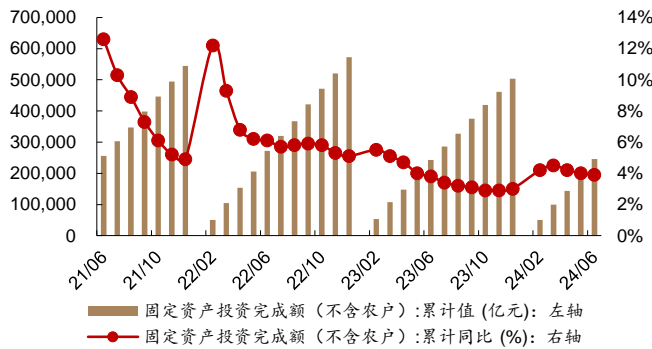
图 1: 2024 年 6 月统计局房地产核心数据

指标	累计数据	累计同比% (公告口径)	增速变动pct	累计同比% (计算口径)	单月数据		
					单月数据	环比	同比
投资							
房地产开发投资完成额(亿元)	52,529	-10.1%	0.0	-10.3%	11,897	22.6%	-7.4%
房屋新开工面积(万平方米)	38,023	-23.7%	0.5	-23.8%	7,933	20.6%	-21.9%
房屋施工面积(万平方米)	696,818	-12.0%	-0.4	-12.0%	-	-	-
房屋竣工面积(万平方米)	26,519	-21.8%	-1.7	-21.8%	4,274	26.3%	-29.7%
国有土地使用权出让-截止5月(亿元)	12,810	-14.0%	-3.6	-	4,796	-40.2%	53.1%
销售							
商品房销售面积(万平方米)	47,916	-19.0%	1.3	-19.5%	11,274	52.6%	-13.8%
商品房销售额(亿元)	47,133	-25.0%	2.9	-25.3%	11,468	50.9%	-13.8%
商品房平均售价(元/平方米)	9,837	-7.4%	2.1	-7.2%	10,172	-1.1%	0.0%
商品房待售面积(万平方米)	73,894	-362 (环比增加值)	-	-	-	-	-
资金							
房地产开发企业到位资金(亿元)	53,538	-22.6%	1.7	-22.2%	10,967	28.5%	-14.6%
其中:国内贷款	8,207	-6.6%	-0.4	-5.6%	1,397	13.9%	-7.8%
其中:定金及预收款	15,999	-34.1%	2.6	-34.1%	3,415	32.3%	-22.3%
其中:个人按揭贷款	7,749	-37.7%	2.5	-37.7%	1,558	25.8%	-24.9%

资料来源:国家统计局、Wind, 德邦研究所;注:根据统计局官方释义,公告口径按照可比口径计算,报告期数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素,不能直接相比计算增速,相关基数调整涉及:1) 加强在库项目管理,对毁约退房的商品房销售数据进行了修订;2) 加强统计执法,对统计执法检查中发现的问题数据,按照相关规定进行了改正;3) 加强数据质量管理,剔除非房地产开发性质的项目投资以及具有抵押性质的销售数据。

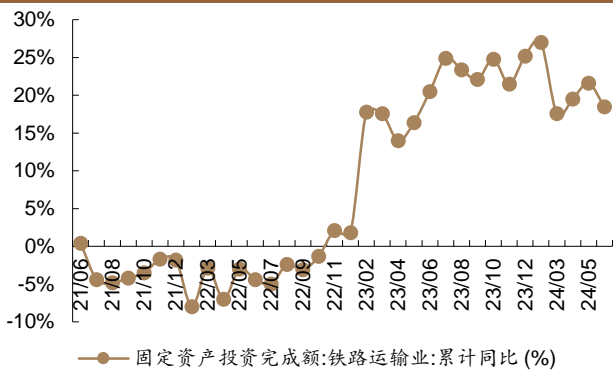
固定资产投资:

图 2: 全国固定资产投资累计值及累计同比增速走势



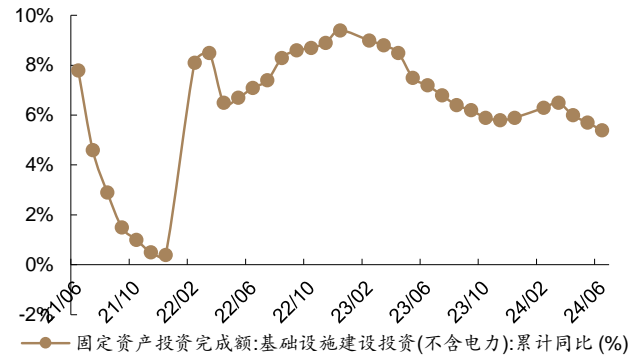
资料来源:国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 4: 铁路运输业固定资产投资完成额累计同比增速走势



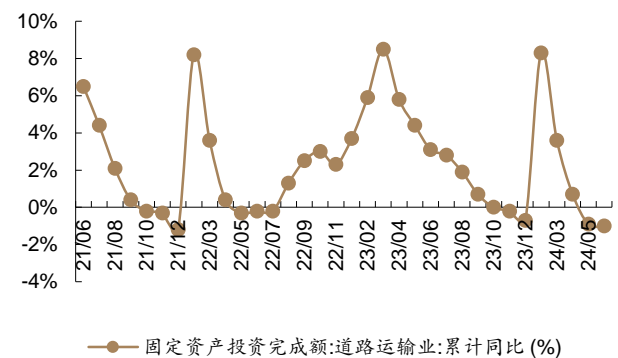
资料来源:国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 3: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比增速走势



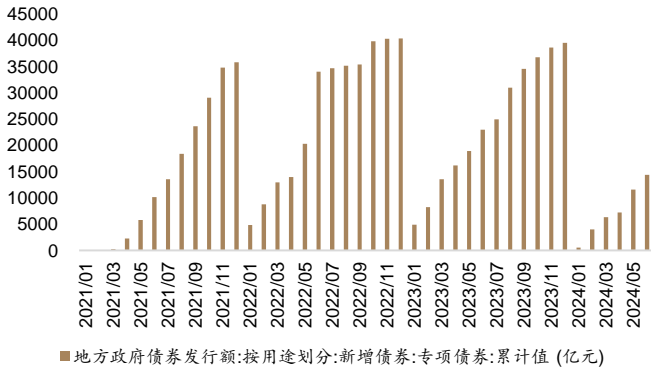
资料来源:国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 5: 道路运输业固定资产投资完成额累计同比增速走势



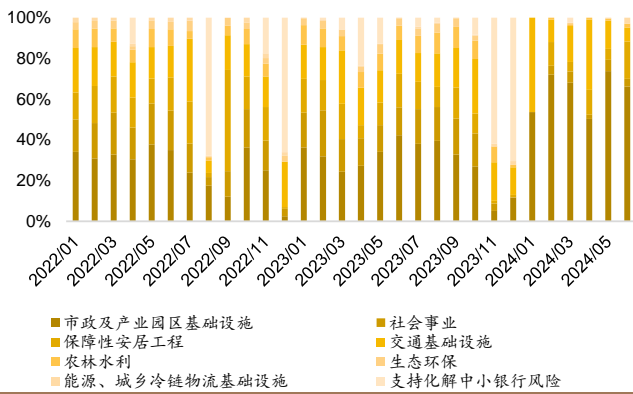
资料来源:国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 6：地方政府新增专项债券发行额度累计值



资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

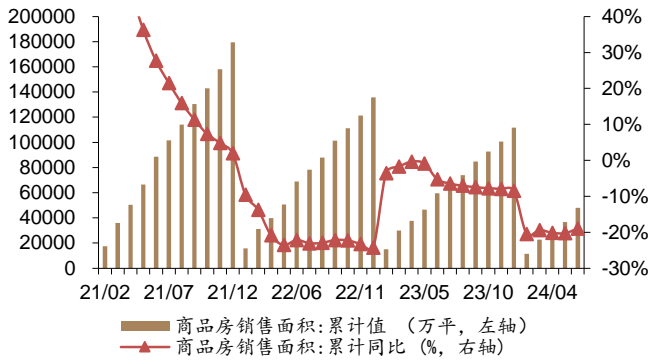
图 8：22 年 1 月-24 年 6 月地方政府新增专项债券当月投向



资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

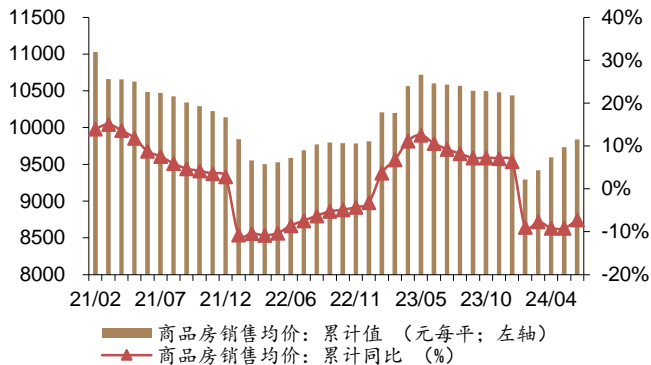
房地产销售：

图 10：商品房销售面积累计值及累计同比



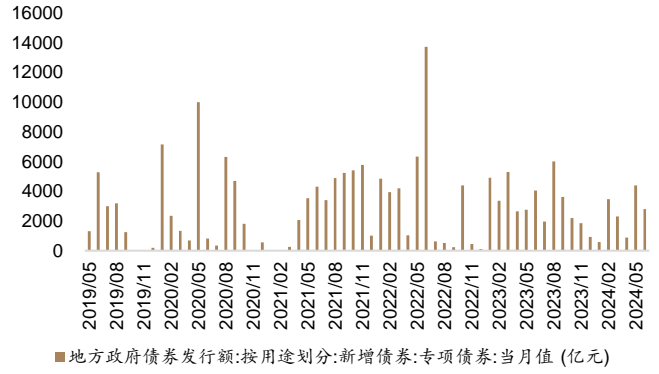
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 12：商品房销售均价累计值及累计同比



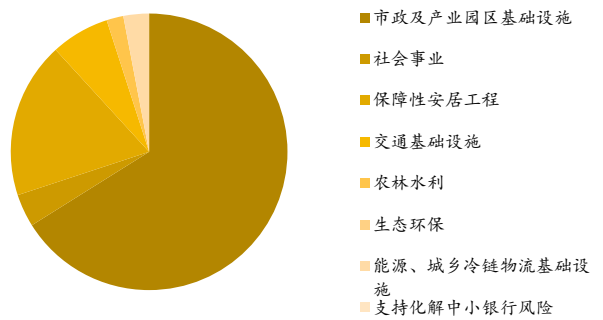
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 7：地方政府新增专项债券发行额度当月值



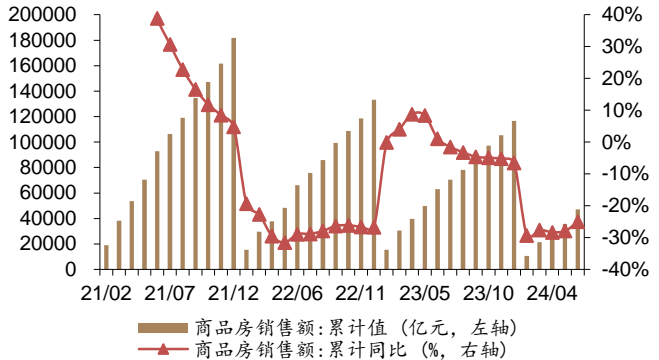
资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

图 9：2024 年 6 月地方政府新增专项债券投向



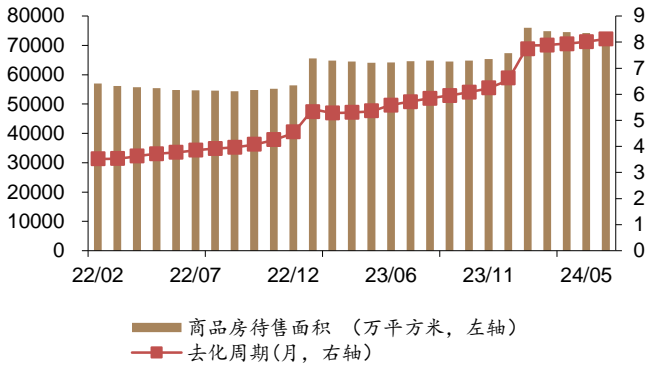
资料来源：财政部、Wind，德邦证券研究所

图 11：商品房销售额累计值及累计同比



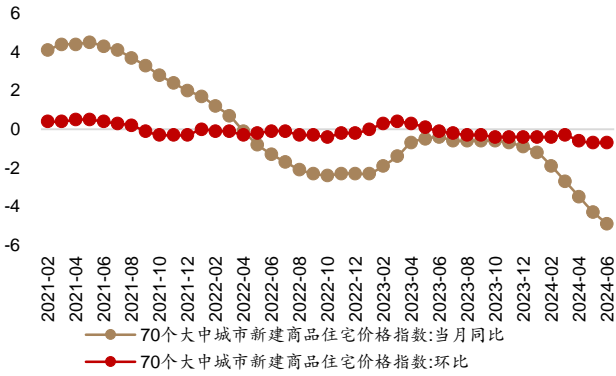
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 13：商品房待售面积及去化周期



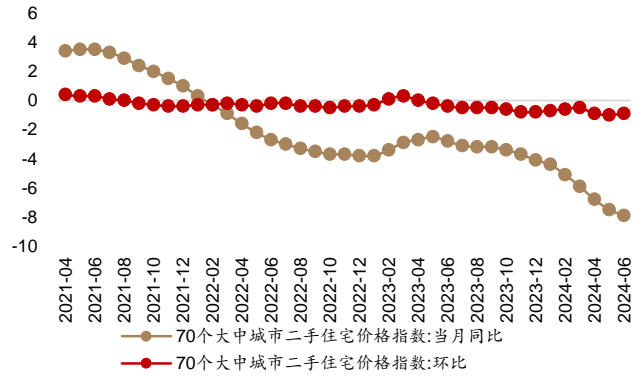
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 14: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%)



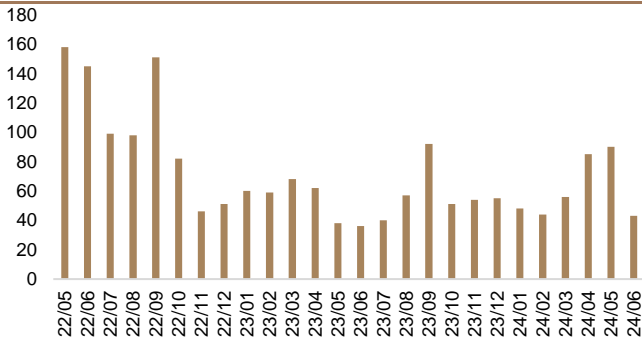
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 15: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%)



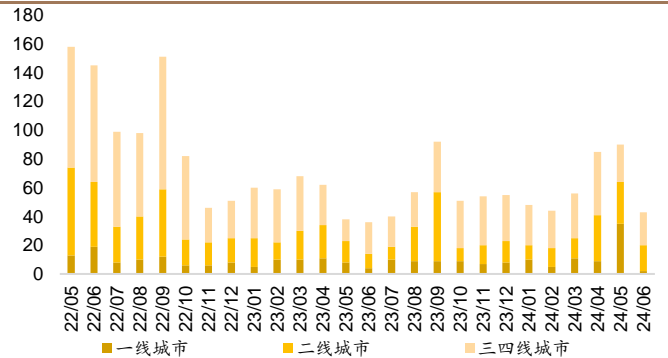
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 16: 22 年 5 月-24 年 6 月房地产政策放松统计 (条)



资料来源: 中指院, 德邦证券研究所

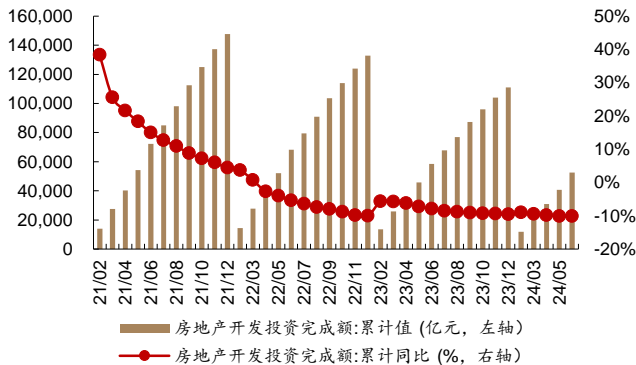
图 17: 22 年 5 月-24 年 6 月各线城市房地产政策放松统计 (条)



资料来源: 中指院, 德邦证券研究所

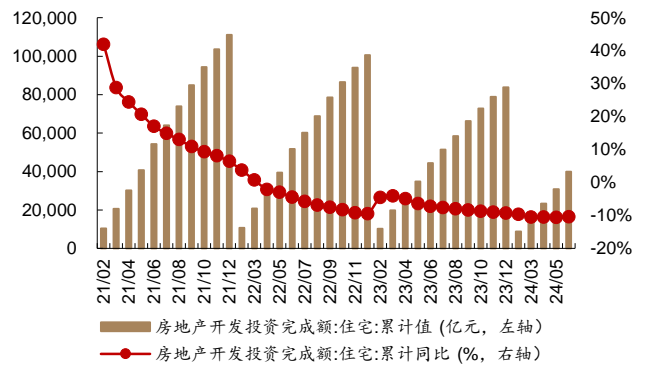
房地产投资:

图 18: 房地产开发投资完成额趋势



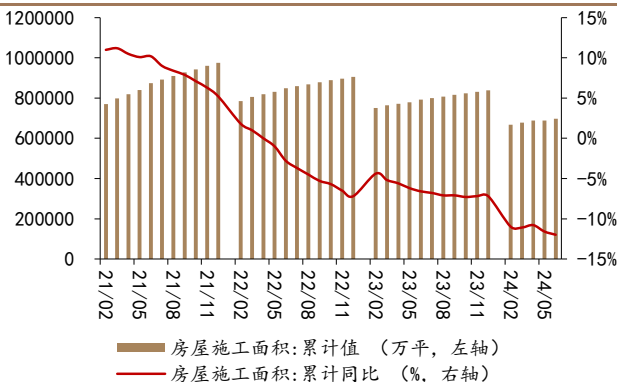
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦研究所

图 19: 房地产开发投资完成额住宅投资趋势



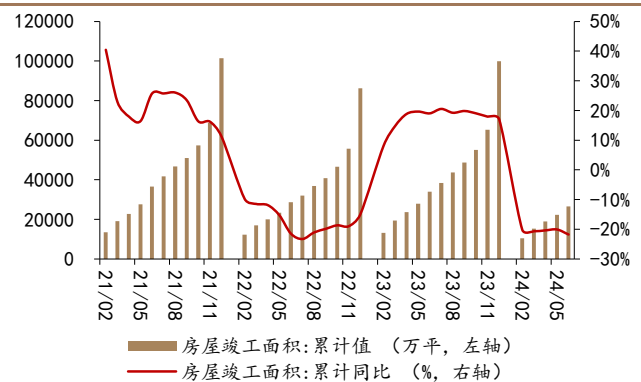
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦研究所

图 20: 房屋施工面积趋势



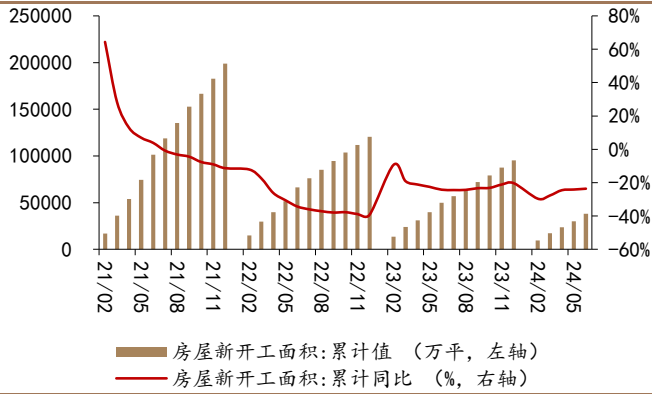
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 21: 房屋竣工面积趋势



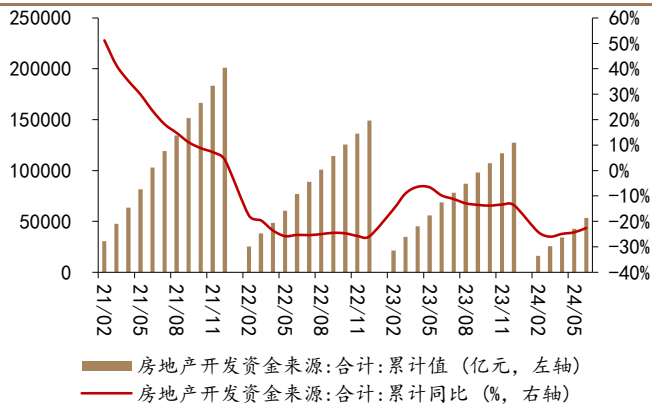
资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 22: 新开工面积趋势



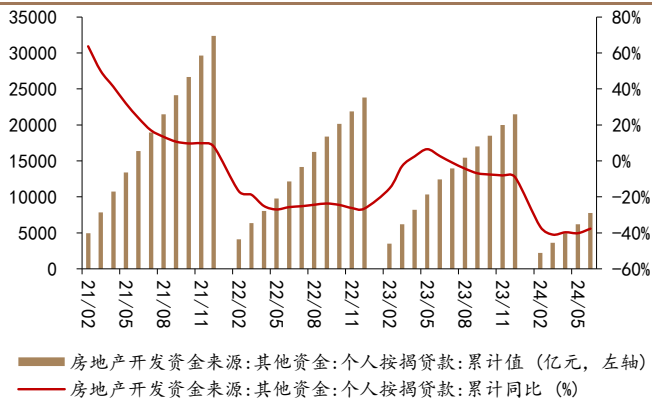
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 24: 房地产开发企业到位资金累计值及累计同比



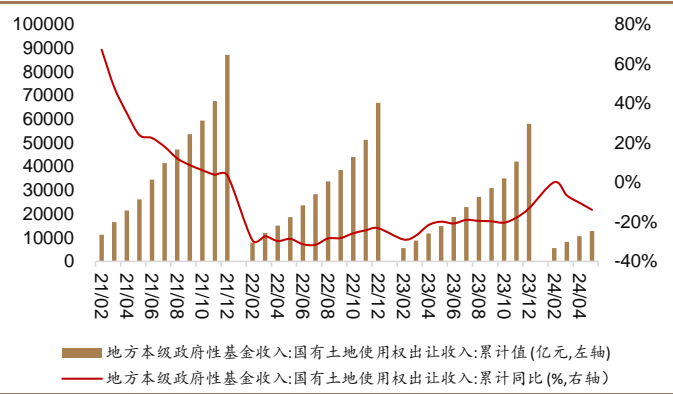
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 26: 房地产开发资金中个人按揭贷款累计值及累计同比



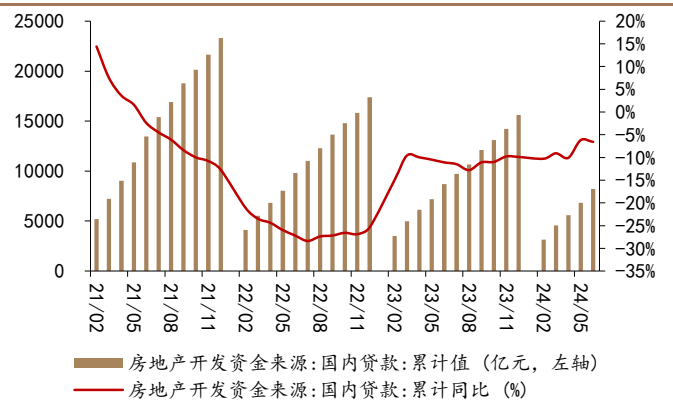
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 23: 国有土地使用权出让收入



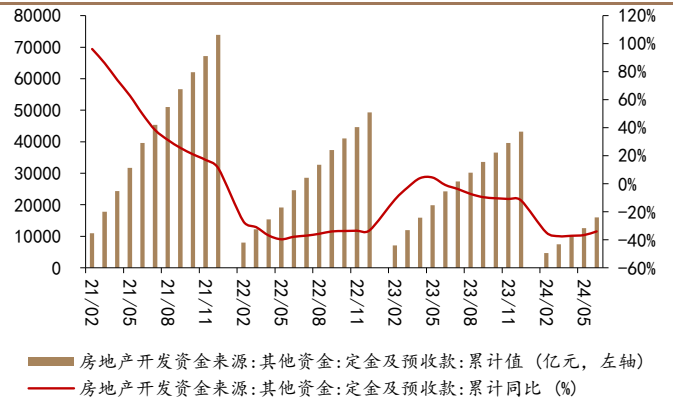
资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

图 25: 房地产开发资金来源中国内贷款累计值及累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

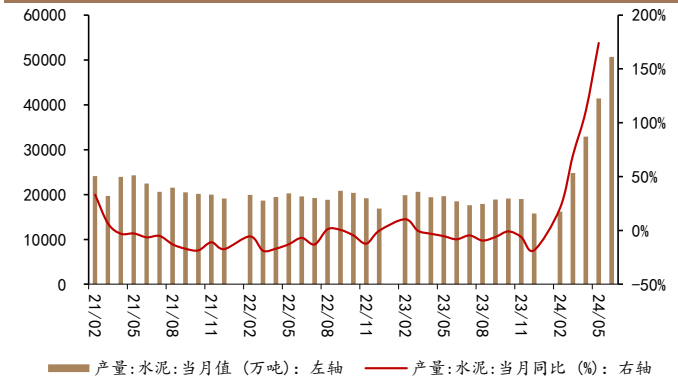
图 27: 房地产开发资金中定金及预收款累计值及累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，德邦证券研究所

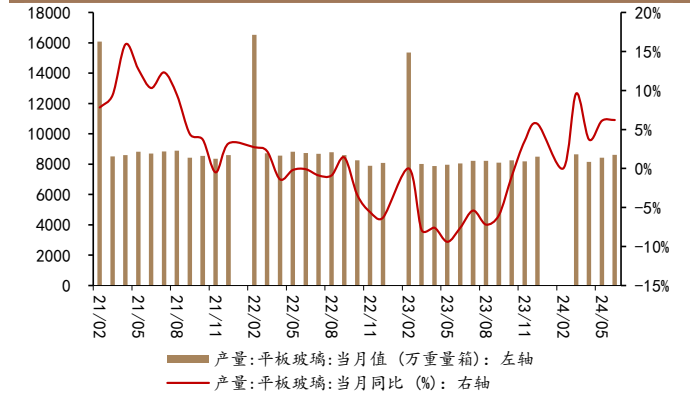
建材产量:

图 28: 水泥产量趋势



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

图 29: 平板玻璃产量趋势



资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦证券研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。