



经济政策发力，建材预期反转

建材行业2025年投资策略

姓名 张绪成（分析师）

证书编号：S0790520020003

邮箱：zhangxucheng@kysec.cn

2024年 11月18日

核心观点

1. 政策支持：化债政策出台，建材板块有望迎估值修复

地产支持政策已使边际改善，大中城市销售面积环比大幅收窄。政策层面持续出台稳地产政策，包括取消限购、降低贷款利率、提升地方债务限额等。基建托底发力，新增地方政府专项债券有望对基建投资构成支撑。

2. 消费建材：防水、涂料、管材受益产品和渠道多元化

消费建材企业营收有所提升，现金流呈改善趋势。信用减值风险有望大幅减弱，毛利率有望持续改善。随着地产融资端政策逐步落地，信用风险或将筑底企稳，消费建材企业新增坏账的风险有望减弱，叠加前文分析，毛利率有望延续改善趋势。

3. 传统建材：玻璃、水泥受益政策和成本，盈利或改善

受现竣工端持续下滑，浮法玻璃现货价格持续下跌且库存增加。基建已成为水泥最大的应用领域，有望对冲地产需求下滑，煤炭价格下行，成本压力缓解致水泥盈利有所修复。

4. 药用玻璃：受益一致性评价和集采，中硼硅市场广阔

“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，2023年中硼硅药用玻璃渗透率不到20%，远低于国际70%的渗透率。中国玻璃网预计2030年前将会有30%-40%的药用玻璃由低硼硅玻璃、钠钙玻璃升级为中硼硅玻璃。

5. 玻璃纤维：基本面指标向好，底部确立且涨价进行时

玻纤新增产能已放缓，且库存拐点已显，同时出口数据向好代表海外需求表现更好，二季度开始将进入玻纤需求旺季，叠加国内经济复苏预期，预计国内需求也将逐步改善。当前玻纤已经处于涨价阶段。

6. 投资逻辑：稳增长政策强持续，建材底部弹性可期

建材整体需求更依赖于地产和基建，当前稳增长政策持续出新，当前行业正处于基本面底部，随着经济复苏，商品价格反弹和预期反转，建材股票价值已处于底部，从而具备更强的向上弹性。推荐【东方雨虹】 【三棵树】 【力诺特玻】 【旗滨集团】 【坚朗五金】 【伟星新材】。

7. 风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险。

目录

CONTENTS

- 1 行情回顾：2024表现整体承压，9月底政策助力回暖
- 2 政策支持：经济政策发力且持续，建材基本面望扭转
- 3 消费建材：防水、涂料、管材受益产品和渠道多元化
- 4 传统建材：玻璃、水泥受益政策和成本，盈利或改善
- 5 药用玻璃：受益一致性评价和集采，中硼硅市场广阔
- 6 玻璃纤维：基本面指标向好，底部确立且电子纱涨价
- 7 投资建议与受益标的
- 8 风险提示

1.1 行情回顾：2024年以来建材整体较弱，但9月底开始大幅跑赢沪深300

2024年初至11月11日建材板块跑输沪深300指数17.60pct，9月24日以来建材板块上涨36.32%，这一阶段政策驱动的beta行情为主，9月24日，央行公布了一系列政策，包括：降准50bp，政策利率调降20bp，并引导LPR、存款利率同步调降，保持净息差稳定；降低存量房贷利率，平均降幅50bp左右；首套房与二套房首付比例统一，对应二套房首付比例由15%下调10%；3000亿保障住房再贷款，支持比例从60%提升至100%；经营性物业贷款、金融16条政策，延期到2026年底；规模5000亿的创设证券基金保险公司互换便利工具；创设股票回购增持专项再贷款，规模3000亿。

图1：2024年初以来建材板块跑输沪深300指数17.60pct

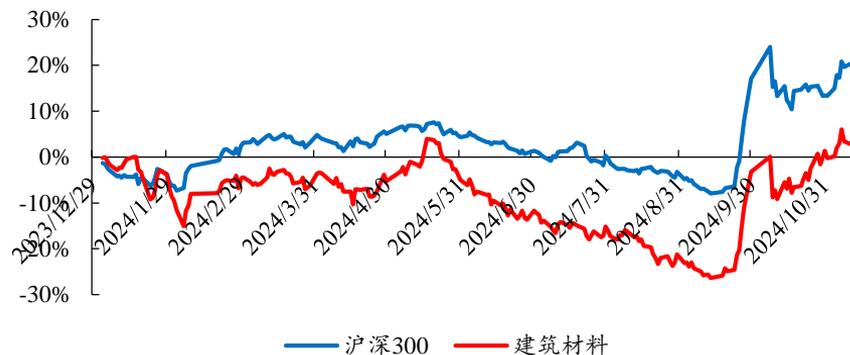


图2：2024年初至11月11日建材板块跑输沪深300指数17.60pct

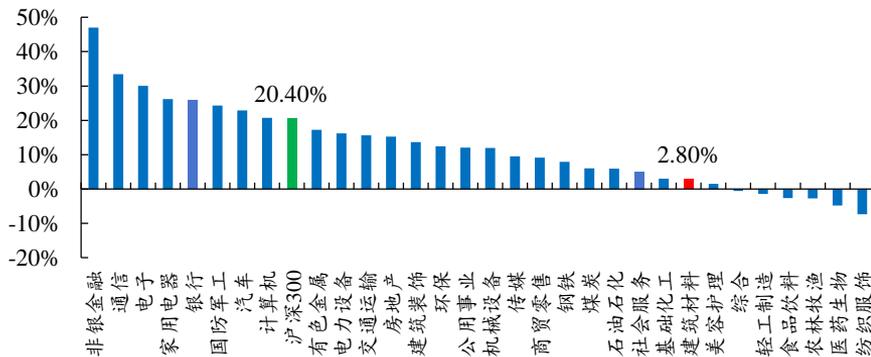
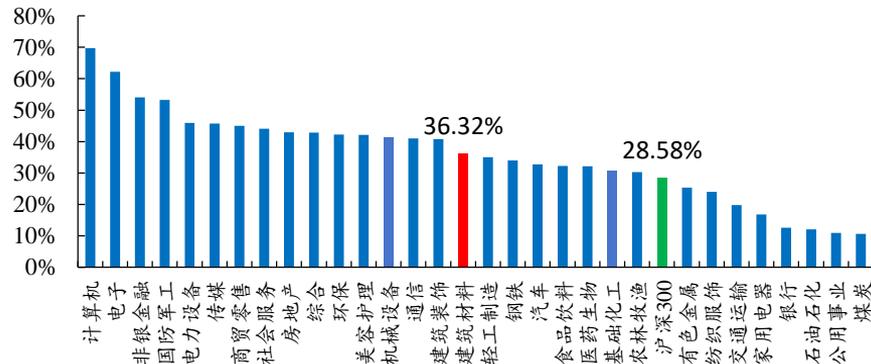


图3：2024年9月底以来建材板块跑赢沪深300指数7.74pct



1.2 行情回顾：2024年9月底以来建材细分行业均实现上涨

图4：2024年9月底以来建材细分行业均上涨（截至2024/11/11）

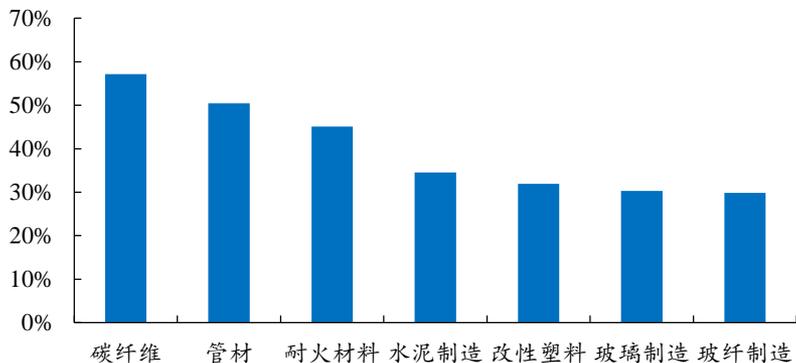


图5：2024年初以来除改性塑料和玻璃制造外，其他建材细分行业均上涨

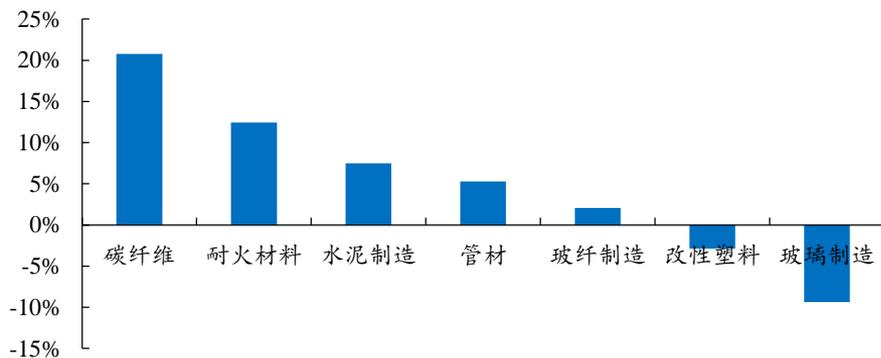


表1：2024年9月底以来建材板块个股涨跌幅排序（截至2024/11/11）

公司	2024年9月24日以来建材板块涨幅前十	公司	2024年9月24日以来建材板块滞涨前十
科创新材	219.89%	山东药玻	4.34%
华立股份	190.38%	南玻B	11.06%
东和新材	166.06%	南玻A	15.88%
聚力文化	133.77%	塔牌集团	16.29%
纳川股份	125.00%	罗普斯金	17.55%
金刚光伏	90.75%	金圆股份	20.08%
顾地科技	83.28%	北新建材	20.90%
青龙管业	78.55%	东宏股份	21.46%
福莱特	71.79%	公元股份	21.61%
雄塑科技	70.64%	祁连山	21.75%

表2：2024年初以来建材板块涨跌幅前十的个股

公司	2024年初以来建材板块涨幅前十	公司	2024年初以来建材板块跌幅前十
华立股份	152.60%	ST深天	-72.83%
科创新材	110.77%	欧晶科技	-41.69%
东和新材	79.01%	三和管桩	-41.46%
中铁装配	75.72%	石英股份	-38.17%
西藏天路	58.42%	凯伦股份	-30.95%
青龙管业	53.29%	蒙娜丽莎	-30.49%
聚力文化	50.85%	金圆股份	-29.23%
兔宝宝	45.57%	金刚光伏	-28.86%
万里石	44.44%	韩建河山	-26.65%
耀皮B股	41.73%	山东玻纤	-24.48%

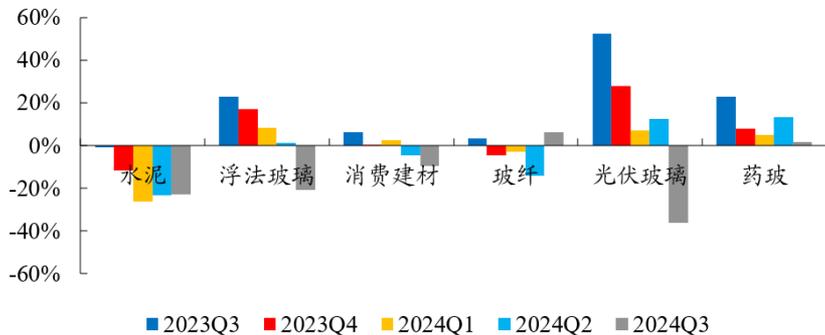
1.3 业绩情况：2024Q3整体盈利水平下降，药玻盈利稳健

表3：玻纤营收增速率先回暖

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
水泥	-0.74%	-11.68%	-26.00%	-23.03%	-22.69%
浮法玻璃	23.05%	17.08%	8.37%	1.41%	-20.70%
消费建材	6.52%	0.21%	2.42%	-4.68%	-9.43%
玻纤	3.23%	-4.49%	-2.72%	-14.15%	6.50%
光伏玻璃	52.71%	28.09%	7.09%	12.41%	-36.20%
药玻	22.79%	7.79%	5.03%	13.28%	1.91%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：玻纤营收增速率先回暖



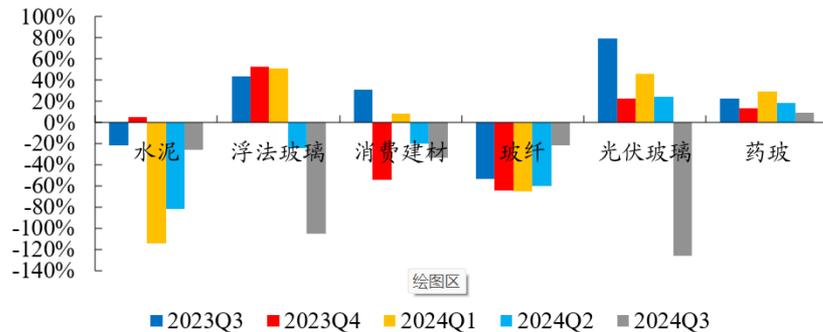
数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：2024Q3整体盈利水平下降，药玻盈利稳健

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
水泥	-21.37%	5.42%	-113.90%	-81.45%	-26.00%
浮法玻璃	43.31%	53.13%	50.73%	-24.38%	-105.01%
消费建材	31.11%	-53.69%	8.68%	-20.16%	-33.10%
玻纤	-53.29%	-64.17%	-64.75%	-59.61%	-21.12%
光伏玻璃	79.48%	22.89%	46.46%	24.03%	-126.17%
药玻	22.45%	13.24%	29.64%	18.39%	9.18%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024Q3整体盈利水平下降，药玻盈利稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

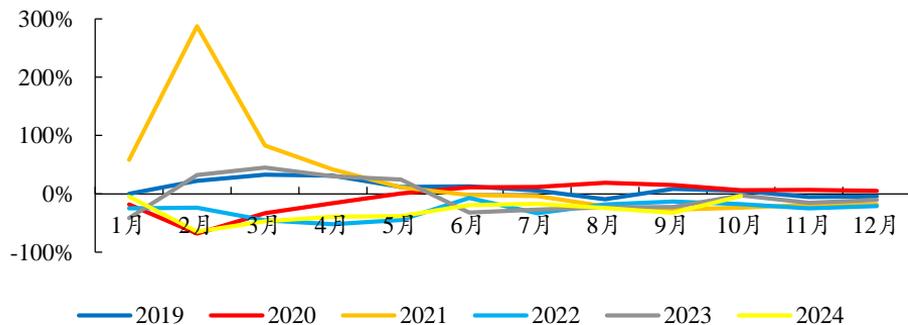
CONTENTS

- 1 行情回顾：2024表现整体承压，9月底政策助力回暖
- 2 **政策支持：经济政策发力且持续，建材基本面望扭转**
- 3 消费建材：防水、涂料、管材受益产品和渠道多元化
- 4 传统建材：玻璃、水泥受益政策和成本，盈利或改善
- 5 药用玻璃：受益一致性评价和集采，中硼硅市场广阔
- 6 玻璃纤维：基本面指标向好，底部确立且电子纱涨价
- 7 投资建议与受益标的
- 8 风险提示

2.1 地产政策已使基本面预期改善，大中城市销售面积环比跌幅明显收窄

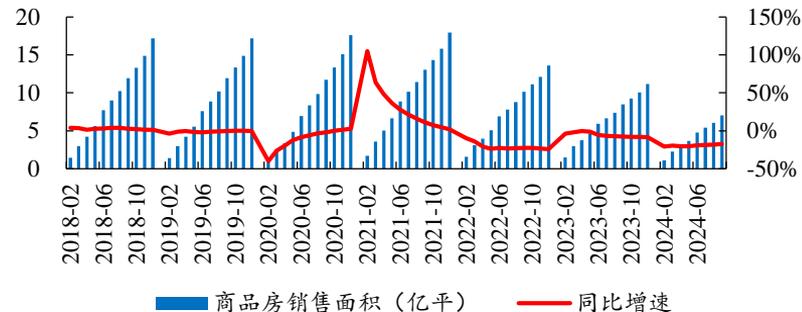
政策层面持续出台稳地产政策，包括取消限购、降低贷款利率、提升地方债务限额等。2024年9月26日政治局会议强调“要促进房地产市场止跌回稳”，实施“四个取消、四个降低、两个增加”，包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准；降低住房贷款的首付比例、降低住房公积金贷款利率、降低存量贷款利率、降低换旧换新换购住房的税费；新增实施100万套城中村改造和危旧房改造、年底前将“白名单”信贷规模增加至4万亿。数据来看，2024年10月30大中城市销售面积同比-3.79%，降幅环比9月收窄28.64pct，一二三线城市成交均出现反弹。

图10：2024年10月全国30大中城市商品房销售面积同比-3.79%，跌幅明显收窄（单位：万平方米）



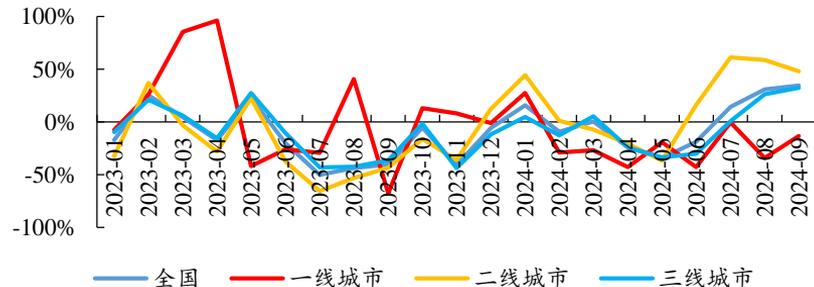
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024年1-9月地产销售持续下滑，但已显现筑底



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024年1-9月二、三线城市100大中城市成交土地面积同比有所回升

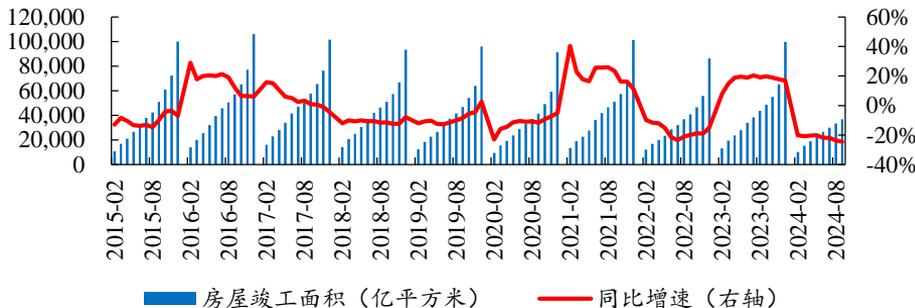


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 地产竣工、施工、投资均处于筑底阶段

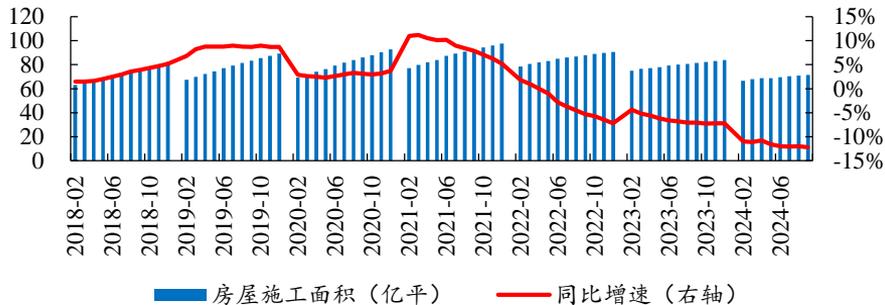
2023年保交楼政策驱动地产竣工端回暖，2024年1-9月在较高基数下竣工端大幅下滑，同比-24.4%。受房企资金承压、2024年拿地大幅下降的影响，地产施工、投资增速仍承压。2024年1-9月房屋施工面积同比-12.2%；房地产开发投资完成额同比-9.84%。当前地产政策已开始转向，基本面正处于筑底阶段。

图12：2024年1-9月地产竣工面积同比-24.4%，已处于筑底阶段



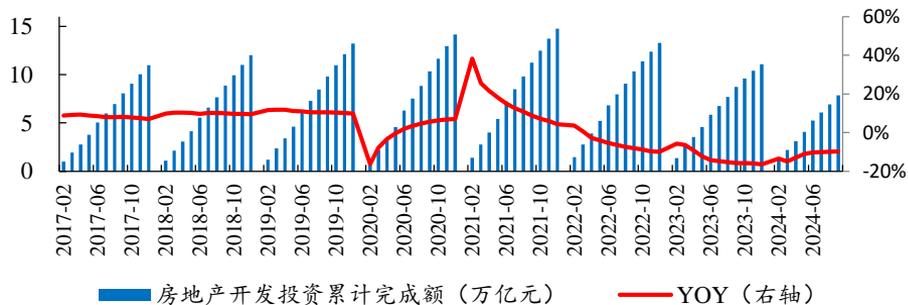
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：截至2024年9月末地产施工面积同比-12.2%，已处于筑底阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2024年1-9月房地产开发投资累计完成额同比-9.84%，已处于筑底阶段

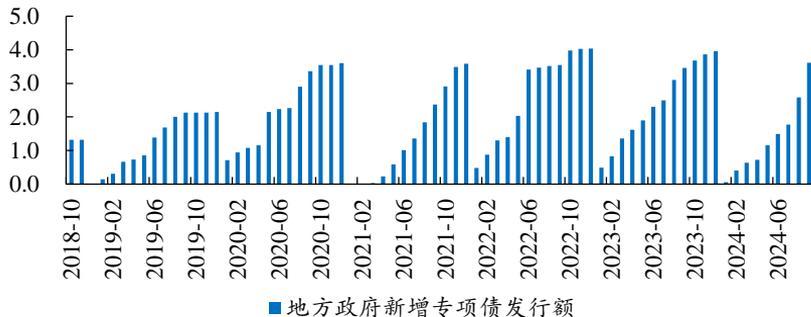


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 基建托底发力，投资延续快速增长态势

2024年1-9月基建固定资产投资累计完成额同比增长+9.26%；2024年1-9月新增专项债券发行额为3.6万亿，主要应用于基建领域。2024年10月8日，国家发展改革委在国新办新闻发布会上要求，用足用好今年各类资金。目前7000亿元中央预算内投资已全部下达；新增地方政府专项债券于10月底基本发行完毕；年内超长期特别国债已发行9200亿元，最后两期将在11月内发完。年内各地共有2万亿待使用的专项债资金有望对基建投资构成支撑。

图16：2024年1-9月新增专项债券发行额为3.6万亿



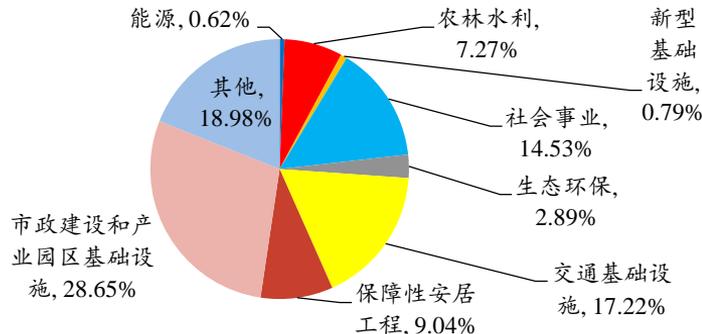
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024年1-9月全国基建投资累计值同比+9.26%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2024年9月政府专项债主要应用于基建领域



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4 多项政策出台，建材板块有望迎估值修复

表5：多项政策出台，建材板块有望迎估值修复

发布时间	发布部门	政策/事件	主要内容
11月8日	全国人大常委会	全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议	从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。全国人大常委会批准6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。同时也明确，2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。
10月28日	中国人民银行	央行启用公开市场买断式逆回购操作工具	人民银行决定从即日起启用公开市场买断式逆回购操作工具。操作对象为公开市场业务一级交易商，原则上每月开展一次操作，期限不超过1年。公开市场买断式逆回购采用固定数量、利率招标、多重价位中标，回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。
10月25日	中国人民银行	中日两国央行续签双边本币互换协议	经国务院批准，中国人民银行与日本银行近日续签双边本币互换协议，互换规模保持不变，为2000亿元人民币/34000亿日元，协议有效期三年，经双方同意可以展期。
10月25日	国务院	交流经济形势和一揽子增量政策落实调研情况等	会议强调要紧紧围绕努力实现全年经济社会发展目标，持续抓好一揽子增量政策的落地落实，及时评估和优化政策，加大逆周期调节力度，进一步提升宏观调控成效。同时更加注重政策和市场的互动，充分调动各方面积极性，更好激发增长动能。会议部署以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的有关举措等。
10月22日	发改委	2025年我国将继续发行超长期特别国债	2025年，我国将继续发行超长期特别国债并进一步优化投向，仍将保持有力度的安排支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。
10月12日	财政部	国新办举行新闻发布会介绍“加大财政政策支持逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况	扩大财政支出规模，优化税费优惠政策，积极扩大国内有效需求，加强基层“三保”和重点领域保障，更大力度支持基本民生保障，抓实化解地方政府债务风险。中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。
10月8日	发改委	国务院新闻办发布会	加大对特定群体的支持力度，结合大规模设备更新和消费品以旧换新推动大宗商品消费持续扩大，扩大养老、托育等服务消费。7000亿的中央预算内投资已经全部下达，用于“两重”建设。继续发行超长期的特别国债。提前下达明年1000亿中央预算内投资计划和1000亿“两重”建设项目清单等。
9月29日	国务院	国务院常务会议	研究部署一揽子增量政策的落实工作。会议强调，每一项政策都要明确责任分工，加快出台实施的节奏，条件相对成熟的政策要马上推出，需要进一步细化完善的政策要抓紧做好相关工作、成熟一批推出一批。各部门要不避难、不推责，形成强大的工作合力。同时，要根据形势变化，及时研究新的增量政策。
9月29日	中国人民银行	存量房贷利率下调	央行宣布完善商业性个人住房贷款利率定价机制，允许满足一定条件的存量房贷重新约定加点幅度，促进降低存量房贷利率。市场利率定价自律机制同时发布倡议，各家商业银行原则上应在10月31日前对符合条件的存量房贷开展批量调整。
9月27日	中国人民银行	央行降准降息	自2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。从9月27日起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%
9月26日	政治局	中共中央政治局会议	加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地等。
9月24日	国务院	国务院新闻办举行发布会，介绍金融支持经济高质量发展有关情况	降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行，降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例，创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展等。

资料来源：国新办、中国人民银行、财政部、中国经济网等，开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 行情回顾：2024表现整体承压，9月底政策助力回暖
- 2 政策支持：经济政策发力且持续，建材基本面望扭转
- 3 **消费建材：防水、涂料、管材受益产品和渠道多元化**
- 4 传统建材：玻璃、水泥受益政策和成本，盈利或改善
- 5 药用玻璃：受益一致性评价和集采，中硼硅市场广阔
- 6 玻璃纤维：基本面指标向好，底部确立且电子纱涨价
- 7 投资建议与受益标的
- 8 风险提示

表6：消费建材受地产影响仍较为明显，Q2Q3利润大幅下降

营业收入YOY							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
东方雨虹	18.80%	3.99%	5.41%	-4.76%	-4.61%	-13.77%	-23.84%
科顺股份	7.59%	2.67%	4.86%	-0.03%	-20.43%	-19.61%	-12.56%
凯伦股份	55.72%	34.32%	26.39%	21.15%	4.13%	-13.47%	-23.54%
三棵树	20.92%	22.39%	13.41%	-9.62%	0.62%	0.32%	-7.87%
亚士创能	0.72%	7.56%	-1.73%	-7.06%	40.00%	-24.85%	-24.39%
伟星新材	-10.87%	-10.38%	-9.19%	-5.67%	1.19%	0.41%	-5.24%
青龙管业	-32.43%	-11.47%	-23.74%	20.06%	78.20%	16.48%	60.13%
蒙娜丽莎	3.55%	-2.80%	-7.60%	10.36%	-25.72%	-16.16%	-24.30%
东鹏控股	18.46%	4.67%	9.30%	8.97%	-11.58%	-16.16%	-24.41%
坚朗五金	4.83%	2.31%	1.53%	0.57%	0.85%	-7.86%	-22.46%
北新建材	2.48%	5.86%	14.38%	16.28%	25.81%	14.61%	19.82%
兔宝宝	-31.65%	2.15%	15.28%	9.46%	33.37%	12.74%	3.56%
归母净利润YOY							
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
东方雨虹	21.53%	46.15%	48.05%	-17.18%	-9.81%	-37.23%	-67.23%
科顺股份	-41.37%	-98.26%	-9.96%	365.90%	-9.20%	1527.20%	51.22%
凯伦股份	300.26%	61.11%	2190.92%	-71.09%	-77.10%	-10.51%	-30.80%
三棵树	-168.20%	111.09%	19.13%	-1420.75%	78.20%	-42.66%	-17.89%
亚士创能	-58.04%	-21.73%	11.21%	-158.23%	412.09%	13.47%	-98.72%
伟星新材	48.19%	29.44%	-5.95%	5.60%	-11.56%	-41.88%	-25.27%
青龙管业	-11.96%	-66.62%	-16.74%	-82.95%	-35.94%	368.57%	-1562.71%
蒙娜丽莎	-109.35%	-138.08%	43.14%	467.46%	39.63%	-53.69%	-65.72%
东鹏控股	-101.53%	96.13%	221.29%	1009.87%	-1077.81%	-42.04%	-59.94%
坚朗五金	-37.33%	1562.95%	46.51%	193.83%	-18.16%	-26.36%	-78.71%
北新建材	5.58%	21.13%	21.59%	-3.02%	39.04%	6.71%	8.23%
兔宝宝	-21.47%	24.70%	37.29%	317.21%	18.81%	-27.34%	41.50%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1

消费建材：成本压力或将同比显著缓解，毛利率有望延续改善趋势

表7：成本压力或将同比显著缓解（截至时间：2024/11/15）

消费建材	原材料	价格	周涨跌幅	同比涨跌幅	较年初涨跌幅
防水材料	原油 (美元/桶)	73.78	1.96%	-3.76%	4.83%
	沥青	4520	0.00%	-5.64%	2.96%
	SBS改性沥青	4350	0.00%	-6.45%	1.16%
	聚酯瓶片	7115	-0.49%	-0.49%	1.28%
建筑涂料	MDI	20800	4.00%	1.46%	18.86%
	丙烯酸	6100	0.83%	-16.44%	-6.15%
	钛白粉	16400	3.14%	8.61%	9.55%
管材	TDI	17167	0.39%	-12.12%	-10.36%
	聚丙烯PP	7938	-0.94%	-2.61%	-3.64%
	聚氯乙烯PVC	5686	0.40%	-12.13%	-8.67%
减水剂	高密度聚乙烯HDPE	8230	-0.18%	-2.22%	-0.90%
	聚羧酸减水剂单体 (HPEG袋装)	7746	-0.06%	-4.37%	3.28%
胶黏剂	甲基丙烯酸甲酯 (MMA)	13170	4.44%	27.55%	25.73%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.1 防水：新开工仍处于底部区间，政策有望扭转基本面

新开工面积仍处于底部区间。新开工面积自 2021 年以来持续下滑，2023 年全年新开工面积仅 9.5 亿平，同比下滑 20.4%，较 2022 年降幅收窄 19.0pct。2024 年 1-9 月全国新开工面积 5.6 亿平，同比下滑 22.2%，降幅较 2023 年末扩大 1.8pct。

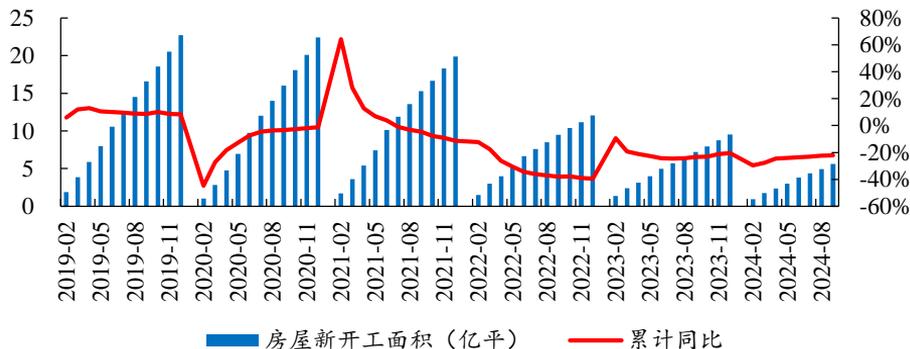
2024 年 11 月，全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元，其中包括 2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元、6 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务、连续五年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元用于化债。随着相关政策持续推动棚户区改造、房地产、基础设施建设等领域，防水行业需求有望维持刚性。

表 8：政策出台，防水行业需求有望维持韧性

发布时间	发布部门	政策	主要内容
2024 年 8 月	中共中央、国务院	关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见	开展新能源汽车和绿色智能家电、节水器具、节能灶具、绿色建材下乡活动，加强配套设施建设和售后服务保障。
2024 年 6 月	国务院办公厅	政府采购领域“整顿市场秩序、建设法规体系、促进产业发展”三年行动方案(2024-2026 年)	扩大政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升政策实施范围。由 48 个城市(市辖区)扩大到 100 个城市(市辖区)，要求医院、学校、办公楼、综合体、展览馆、保障性住房以及旧城改造项目等政府采购工程项目强制采购符合标准的绿色建材，并适时研究进一步扩大政策实施范围。
2024 年 5 月	国务院	2024-2025 年节能降碳行动方案	强建材行业产能产量调控。严格落实水泥、平板玻璃产能置换。加强建材行业产量监测预警，推动水泥错峰生产常态化。鼓励尾矿、废石、废渣、工业副产石膏等综合利用。
2023 年 12 月	工业和信息化部等十部门	绿色建材产业高质量发展实施方案	完善标准体系。根据绿色建材产业发展情况，制修订绿色建材评价标准，适时评估绿色建材相关标准实施情况，加强水泥、平板玻璃、防水材料、节能门窗等产品强制性标准宣贯。

资料来源：华经产业研究院、中国防水报道、国家统计局、开源证券研究所

图 18：新开工面积仍处于底部区间



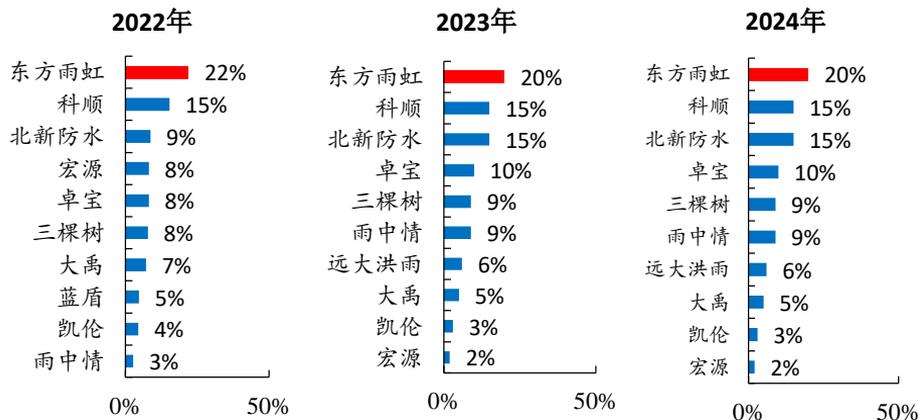
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2 东方雨虹：防水行业龙头，多元化扩张驱动成长

防水行业龙头，市占率高。东方雨虹2023年在防水行业市占率19.29%，为行业龙头，连续三年位于地产首选率第一。

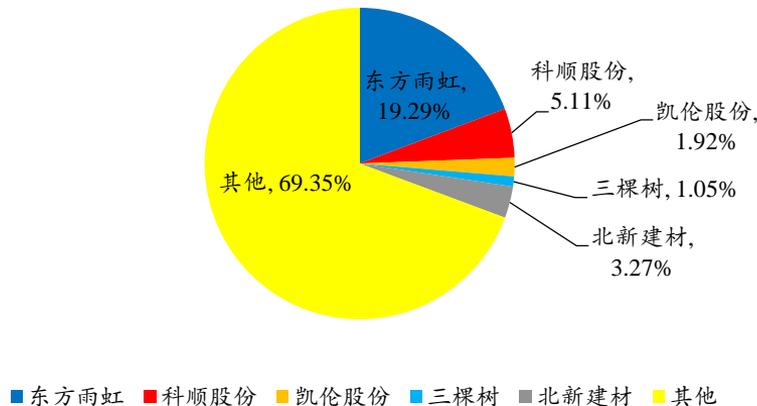
零售优先，多品类扩张驱动长期成长。2024H1公司防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工业务分别实现收入60.5/47.6/21.3/12.6亿元，同比-15.8%/-8.2%/+11.8%/-8.2%。分渠道看，2024H1公司零售/工程/直销渠道收入分别为54.4/67.0/28.3亿元，同比+7.7%/+9.1%/ -46%，公司实现工程渠道及零售渠道收入共121.4亿元，占2024H1营收的79.76%，渠道销售目前已成为公司主要的销售模式。2024H1民建集团实现营业收入49.64亿元，同比+13.23%。2024H1毛利率29.22%，同比+0.32pct。截至2023年年末，民建集团实现经销商数量近5000家，分销网点超22万家。公司加速以“虹哥汇”为核心的会员运营体系建设，截至2023年年末，“虹哥汇”会员数量已突破270万人。

图19：东方雨虹连续三年位于地产首选率第一



数据来源：涂界公众号、中国建筑防水杂志社公众号、开源证券研究所

图20：东方雨虹2023年在防水行业市占率19.29%



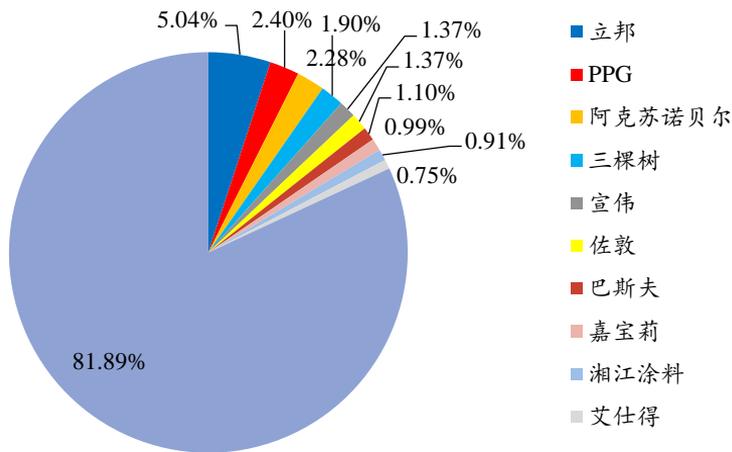
数据来源：Wind、中国防水报道公众号、开源证券研究所

3.2.1 涂料：重涂需求有望带来增长动力，内资龙头加速渠道变革

地产步入存量时代，重涂需求有望带来持续增长动力。地产市场已步入存量房时代：从中短期来看，融资政策和施工面积处于高位支撑竣工需求修复，但从长期来看，竣工面积中枢将逐步下移；受人口老龄化、出生率降低等宏观因素影响，需求动能减弱。存量房高基数催化重涂需求，重涂有望为行业提供新的增长动能。

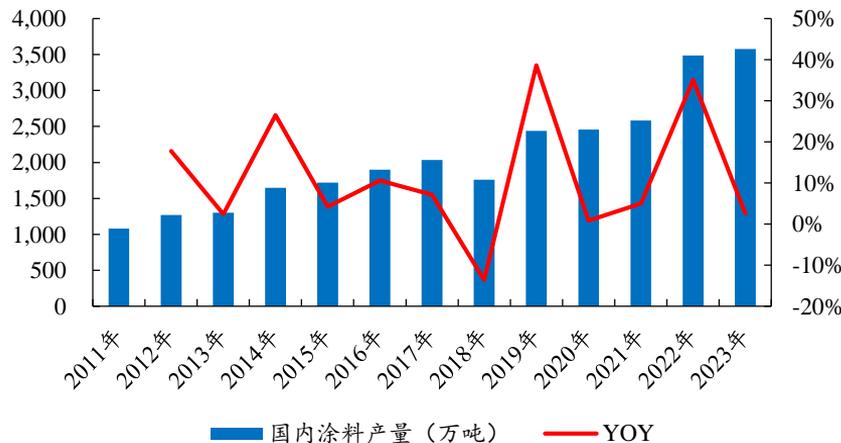
积极开展渠道变革的内资龙头有望实现弯道超车。随着地产步入存量时代，小B市场和零售市场为行业提供新增长动力。近几年，三棵树、东方雨虹等内资龙头加速布局零售和工程业务，扩产提速拓展服务半径，同时加大渠道布局力度，品牌影响力持续扩大，驱动零售和工程业务进入快速成长通道，内资龙头企业有望实现弯道超车。

图21：2023年涂料行业竞争格局仍较为分散



数据来源：涂界、开源证券研究所

图22：中国建筑涂料产量增速放缓



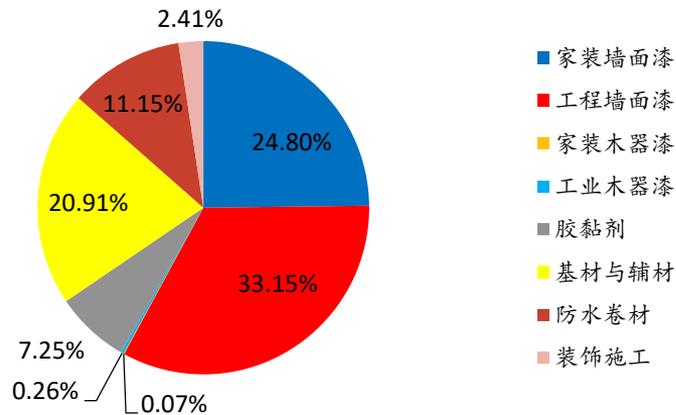
数据来源：华经产业研究院、中国涂料工业协会、开源证券研究所

3.2.2 三棵树：渠道扩展、零售高端化、品类扩张，保持收入稳健增长

品类扩张贡献新增张。2024Q1-Q3公司家装墙面漆/工程墙面漆/胶黏剂/基材与辅材/防水卷材，分别实现收入22.28/29.79/6.51/18.79/10.02亿元，分别同比+14.14%/-12.51%/+16.17%/+4.18%/+13.02%；平均单价分别同比+0.34%/-10.03%/-0.89%/-21.09%/-5.87%，单Q3家装墙面漆/工程墙面漆/胶黏剂/基材与辅材/防水卷材均价分别环比+10.62%/-3.32%/+11.10%/8.57%/ -3.80%，其中家装墙面漆和胶黏剂销售均价环比提升较高，两类别收入共占营收31.49%，对稳定毛利率有较高贡献。家装木器漆/工业木器漆分别实现收入0.06/0.23亿元，分别同比-11.55%/-4.23%。

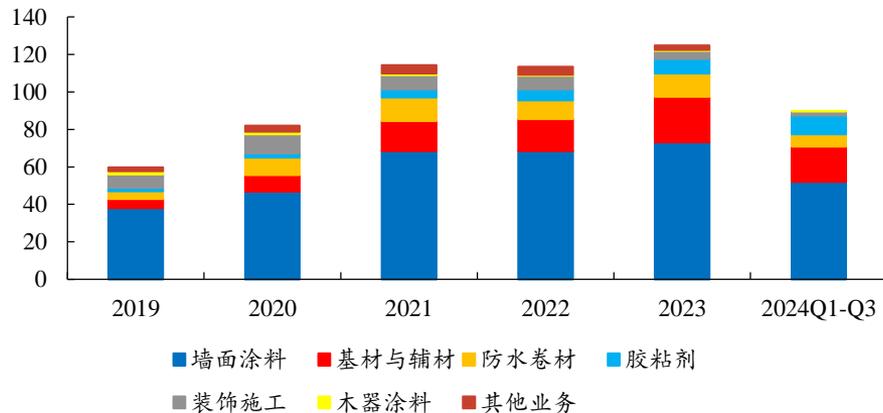
渠道变革加速强化竞争优势。公司拓展新渠道、加大推广投入和促销、加强分销渠道管理，在渠道和品牌建设方面持续发力。小B端运营高效且加速完善渠道布局，扩大一二线城市份额，在三四线整合下探；C端则通过冬奥会合作等形式树立民族品牌形象，马上住服务有效解决消费者痛点；大B端加强央国企地产合作。

图23：2024Q1-Q3三棵树实行品类多元化战略



数据来源：三棵树公司公告、开源证券研究所

图24：2024Q1-Q3品类扩张贡献收入新增长（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

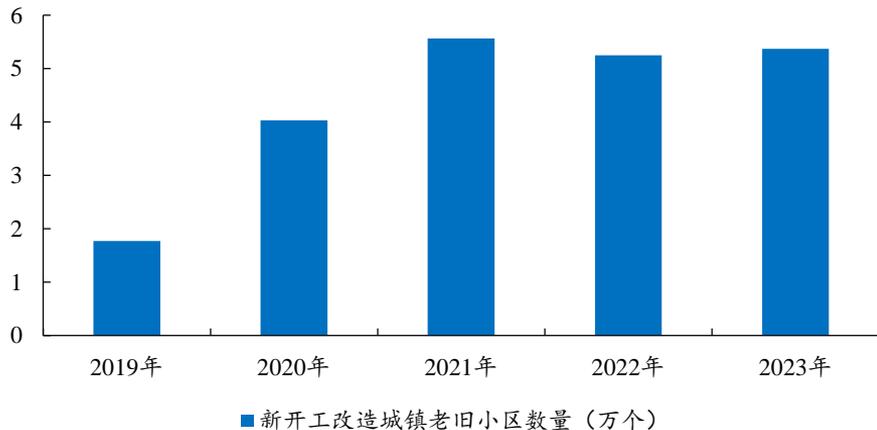
3.3.1

管材：零售市场增速维持较强韧性，旧改有望成为行业增长亮点

塑料管材零售市场增速有望维持较强韧性。(1)精装修对零售渠道的冲击或将减弱；(2)地产或将步入存量时代，重修有望对需求形成一定支撑。

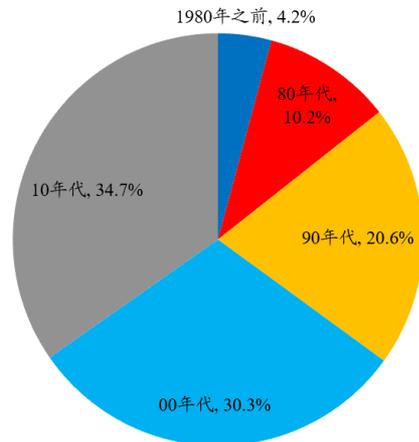
老旧小区改造有望成为行业增长亮点。2021年底住建部发布《“十四五”公共服务规划》，2021-2025年计划完成对在2000年建成的21.9万个城镇老旧小区的改造任务，2021-2022年已开工改造城镇老旧小区16.18万个，已开工占比为73.88%。旧改对管材需求拉动主要来源于两方面：(1)室内给排水系统，2000年前建筑给排水管基本使用镀锌管，按照政策规定给水管更换成PPR管材，排水管更换成PVC管材；(2)室外雨污排水系统，主要使用双壁波纹管。

图25：2021-2023年新开工改造城镇老旧小区16.18万个



数据来源：前瞻经济学人、新华社、凤凰网房产、人民网、北京日报、开源证券研究所

图26：截至2020年末，房龄超过20年住宅占比超35%



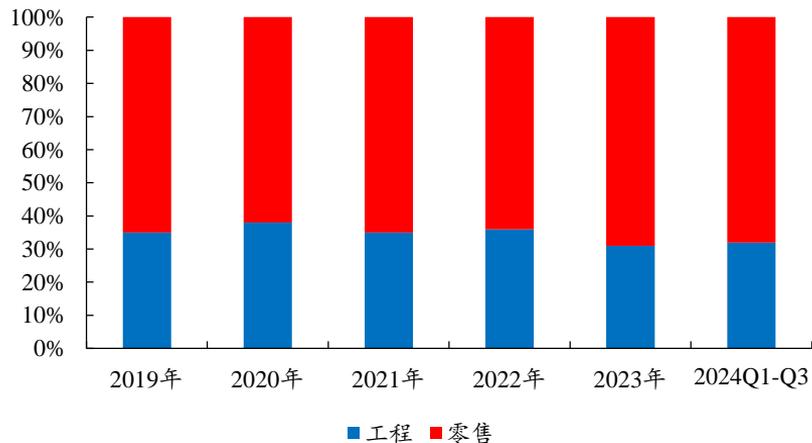
数据来源：第一财经、开源证券研究所

3.3.2 伟星新材：深耕零售，稳步推进国际化

公司C端零售占比较高，品牌、服务、渠道竞争力强及“同心圆”战略的加速推进。深耕零售，拓展“同心圆”产业链：公司狠抓渠道拓展和优化，聚焦核心市场，创新营销和服务优化并进，快速提升市占率。加快拓展“同心圆”产业链，防水业务加速市场推广与品牌升级，净水业务立足全屋净水。

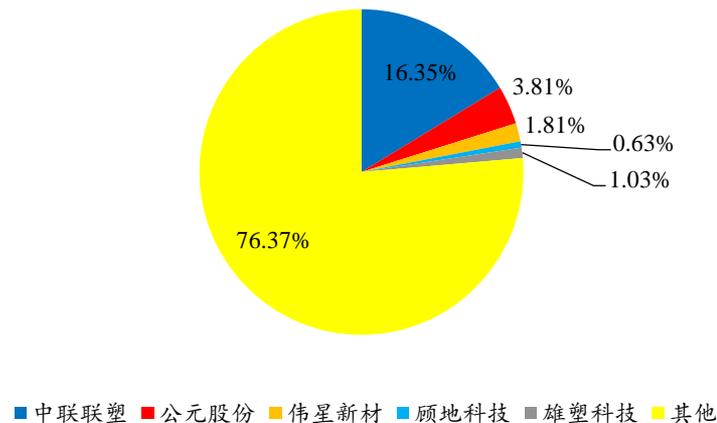
稳步推进国际化，海外业务良性发展：泰国工业园内强智造，有效助力市场开拓；新加坡捷流逐步进入健康快速发展轨道。

图27：伟星新材零售业务营收占比提升至2024年Q1-Q3的68%



数据来源：伟星新材公司公告、开源证券研究所

图28：从整个行业来看，2023年伟星新材市占率仅1.81%



数据来源：智研咨询、中研网、Wind、各公司公告、开源证券研究所

目录

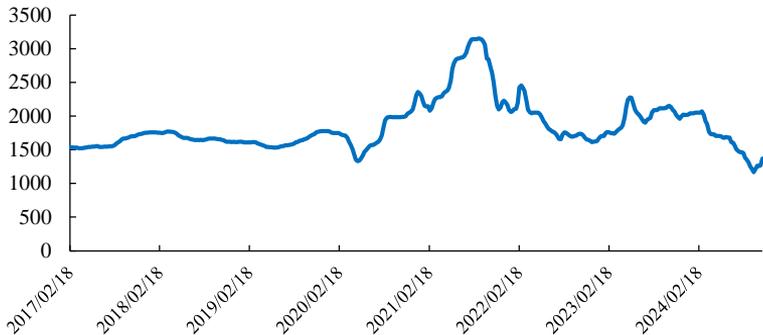
CONTENTS

- 1 行情回顾：2024表现整体承压，9月底政策助力回暖
- 2 政策支持：经济政策发力且持续，建材基本面望扭转
- 3 消费建材：防水、涂料、管材受益产品和渠道多元化
- 4 **传统建材：玻璃、水泥受益政策和成本，盈利或改善**
- 5 药用玻璃：受益一致性评价和集采，中硼硅市场广阔
- 6 玻璃纤维：基本面指标向好，底部确立且电子纱涨价
- 7 投资建议与受益标的
- 8 风险提示

4.1.1 玻璃：竣工端再获政策支持，浮法玻璃近期有小幅回升

浮法玻璃现货价格受到政策支持较为明显，2023年受益于政策保交楼等政策支持，竣工端带动玻璃需求价格上行，但2024年竣工端边际弱化，2024年3月以来再次进入下行通道，且库存也出现被动累库，表明中下游补货热情不高，多以刚需拿货为主。9月底以来，随着稳增长政策的发力，竣工端边际改善，玻璃现货价格有小幅回升，库存由6000万箱左右下降至5000万箱。

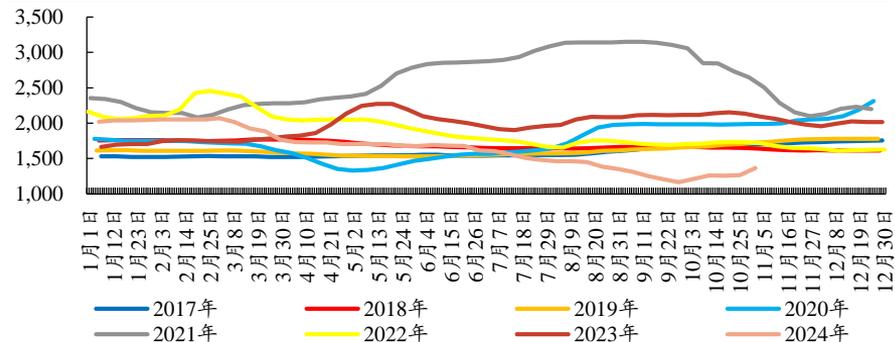
图30：2024年9月底以来浮法玻璃现货价格小幅回升（元/吨）



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

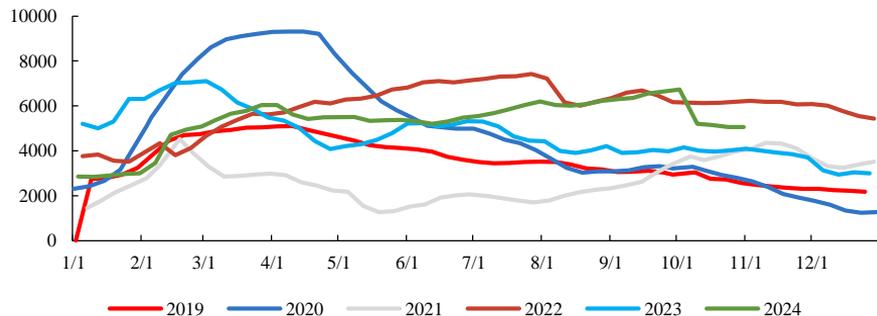
KYSEC

图29：浮法玻璃现货价格位于过去5年较低水平（元/吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：自2024年9月底浮法玻璃厂库有明显去库（万箱）



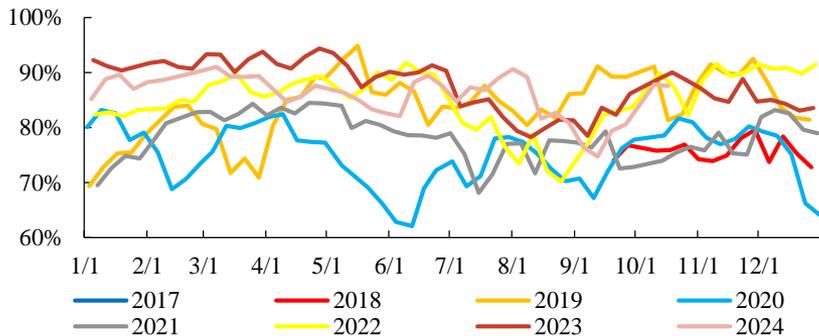
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

4.1.2 玻璃：成本压力大幅缓释，玻璃盈利有望持续修复

随着检修产能逐步复产，2024年10月重质纯碱开工率回升至历史高位，价格大幅下降。随着重质纯碱价格或将回落至联氨碱成本线附近，玻璃盈利有望显著修复。

受益标的：**信义玻璃、旗滨集团**。浮法玻璃行业呈现双寡头格局：（1）信义玻璃，资金和成本优势显著，且扩产意愿强烈，从中长期来看，有望率先受益于竞争格局的优化。（2）旗滨集团，光伏玻璃生产线陆续投产，业绩进入加速放量期；受益于重质纯碱价格大幅下降，公司盈利有望持续修复。

图33：2024年6月以来纯碱开工率位于历史较高位置



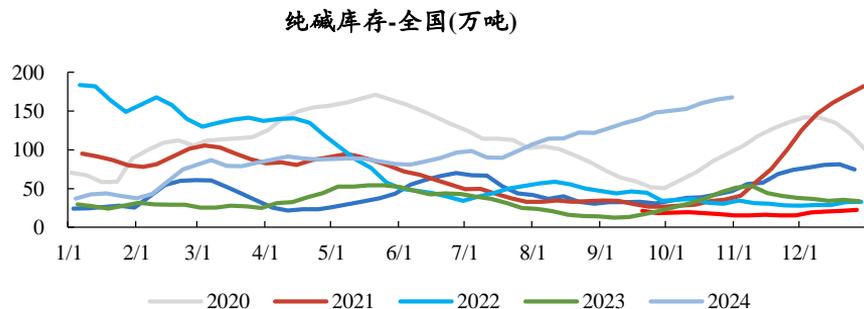
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图32：重质纯碱价格大幅下降



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图34：自2024年6月以来纯碱持续累库



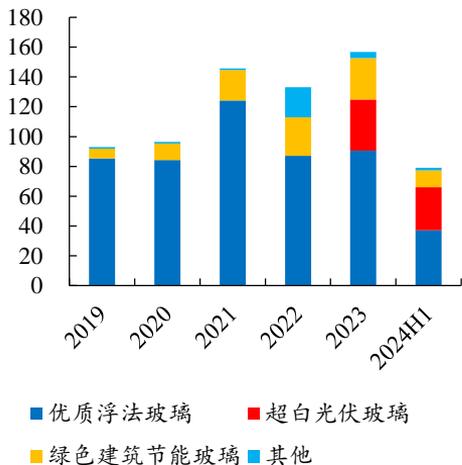
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

4.1.2 旗滨集团：浮法玻璃盈利稳健，光伏玻璃贡献成长

浮法玻璃盈利稳健。2024H1，公司浮法玻璃原片产量5503万重箱，同比减少188万重箱；浮法玻璃原片销量4882万重箱，同比减少487万重箱，实现浮法玻璃收入37.11亿元。

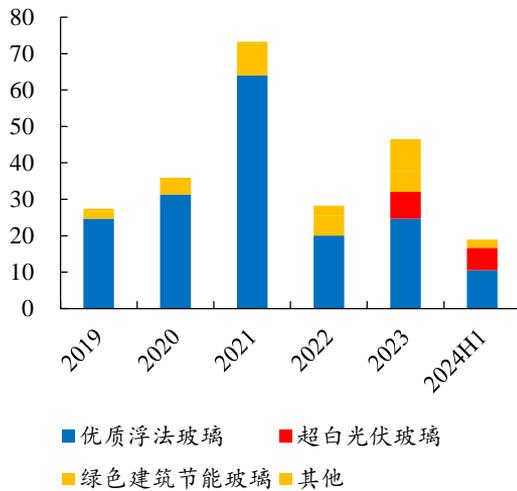
光伏玻璃贡献成长。光伏终端装机需求持续增加，产销量同比大幅增长，盈利能力大幅增强，成为新的利润增长点。2024H1，公司光伏玻璃产量约2.13亿平方米，销量约1.85亿平方米，实现光伏玻璃收入29.01亿元。

图35：光伏玻璃贡献收入增量（亿元）



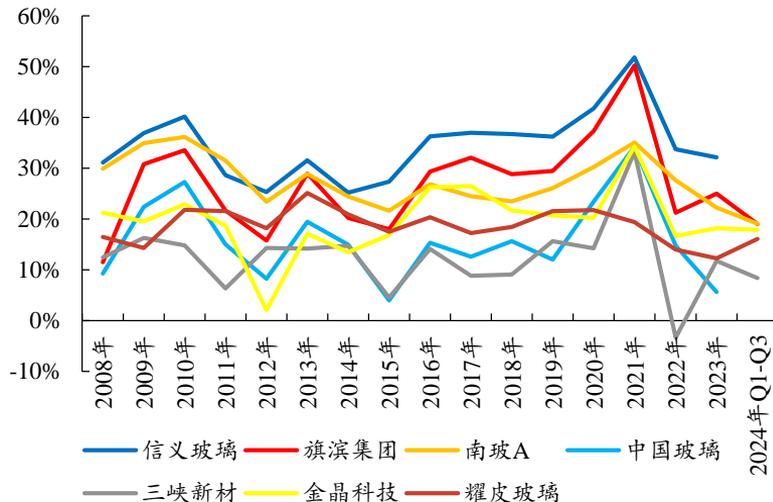
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：光伏玻璃贡献毛利增量（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：旗滨集团毛利率处于行业较高水平



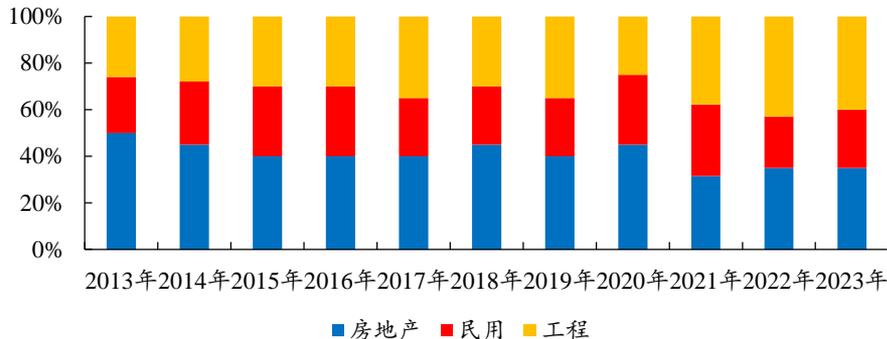
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.1 水泥：基建已成最大应用领域，有望对冲地产需求下滑

基建已成为水泥最大的应用领域。水泥下游应用领域主要为房地产、基建、民用，主要应用于项目前端，2023年下游应用占比分别为35%、40%、25%，基建已连续三年取代房地产成为水泥下游主要需求领域。

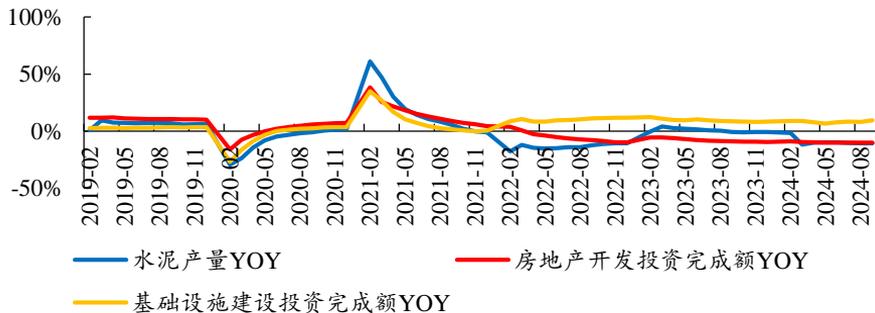
基建有望对冲房地产领域水泥需求量下滑。2024年1-9月，下游房地产需求低迷，房地产开发投资完成额同比-9.5%，受此影响，2024年1-9月，全国累计水泥产量13.27亿吨，同比下降10.7%。然而基建投资仍保持较快增速，2024年1-9月全国基建投资累计值同+9.26%，考虑基建水泥占比提升，基建作为水泥需求压舱石，有望对冲地产下滑影响。

图38：基建已替代房地产成为水泥第一大需求领域



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图39：2024前三季度水泥产量降幅与地产开发投资完成额降幅相近



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2024年1-9月基建投资完成额维持高增速

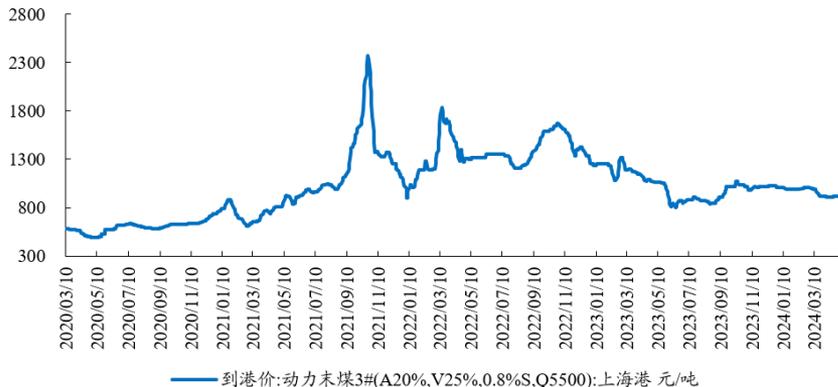


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.1 水泥：成本端压力缓解，盈利初现拐点修复

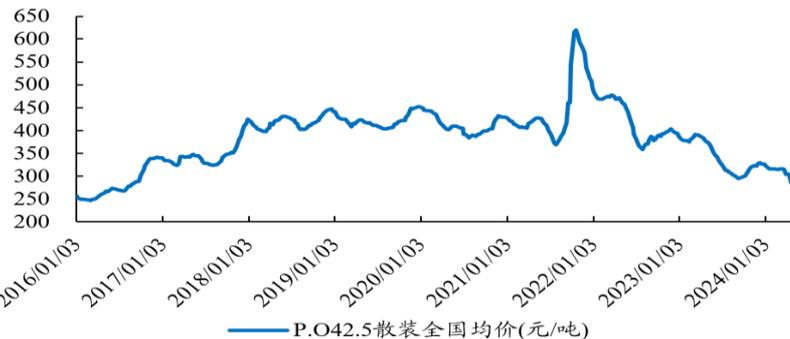
煤炭价格下行，成本压力缓解致水泥盈利有所修复。由于房地产新开工降幅较大，水泥需求较弱，水泥价格位于近七年较低水平。但是成本压力有所缓解，煤炭价格从高位持续回落，逐步回归合理区间，有望维持窄幅波动，近期水泥盈利（价差）随着煤价的回落已出现反弹。此外在供给端加大错峰生产力度、稳增长政策持续发力、需求弱复苏稳定向好的背景下，我们认为水泥盈利或继续修复。

图42：2024年动力煤价格有所降低



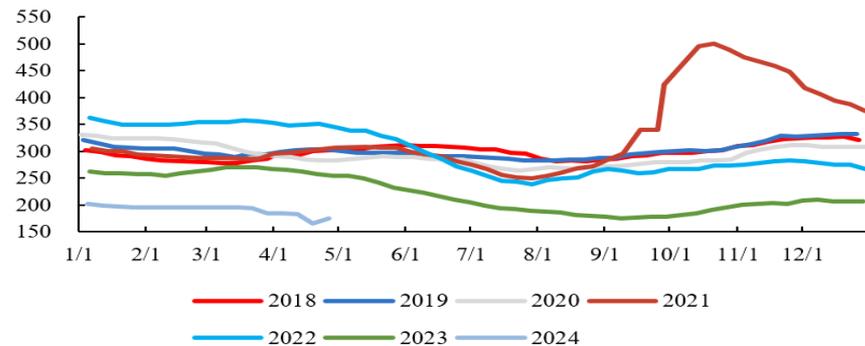
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2024年水泥价格仍处下降通道



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图43：水泥盈利（水泥与煤炭价差）出现底部反弹迹象（元/吨）



数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

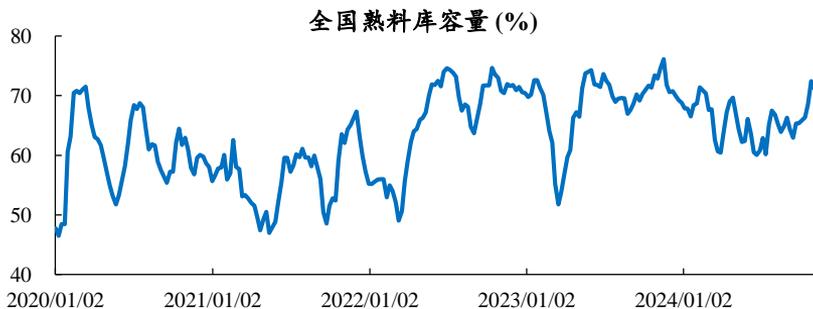
4.2.1 水泥：水泥价格小幅回暖

图44：2024年以来水泥价格小幅回暖



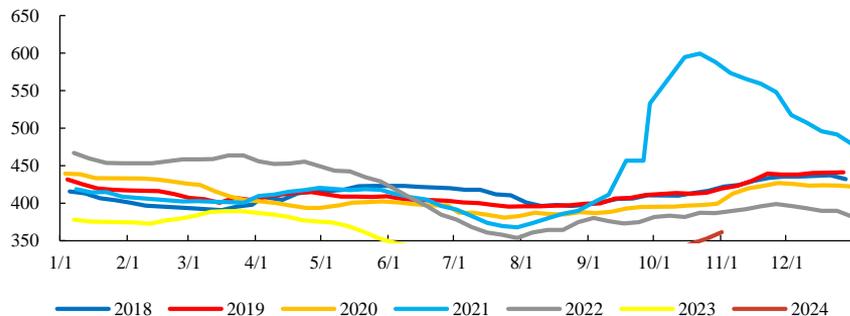
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图46：2024年以来全国熟料库存呈现波动上涨趋势



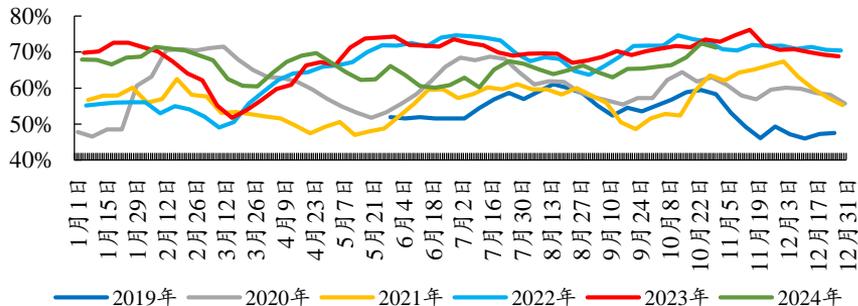
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图45：2024年以来水泥价格小幅回暖



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图47：全国熟料库存位于近五年同期较高水平



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

目录

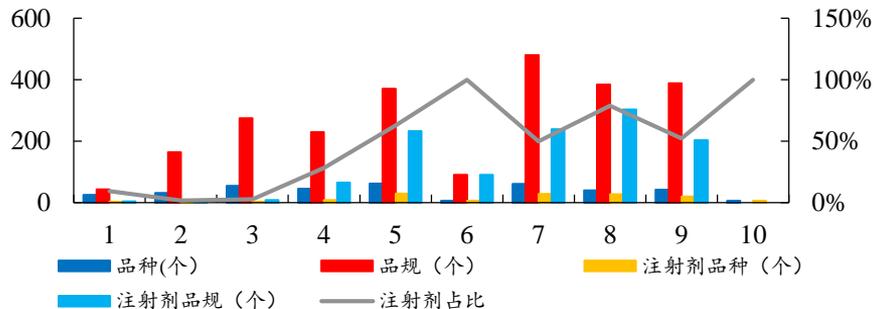
CONTENTS

- 1 行情回顾：2024表现整体承压，9月底政策助力回暖
- 2 政策支持：经济政策发力且持续，建材基本面望扭转
- 3 消费建材：防水、涂料、管材受益产品和渠道多元化
- 4 传统建材：玻璃、水泥受益政策和成本，盈利或改善
- 5 **药用玻璃：受益一致性评价和集采，中硼硅市场广阔**
- 6 玻璃纤维：基本面指标向好，底部确立且电子纱涨价
- 7 投资建议与受益标的
- 8 风险提示

5.1 药用玻璃：“一致性评价+集采”将促使中硼硅需求高增

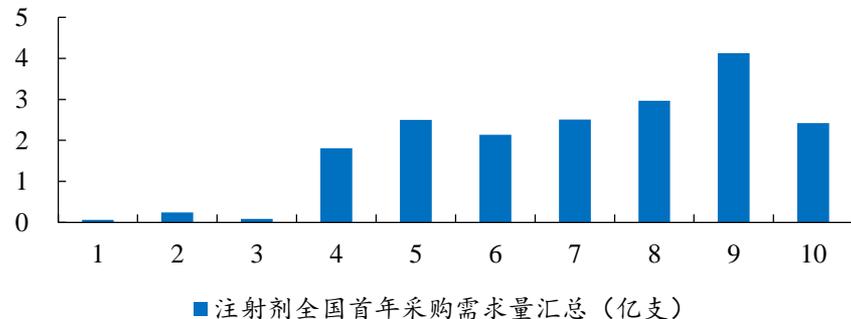
2023年中硼硅药用玻璃渗透率不到20%，远低于国际70%的渗透率。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升：第四批集采起，注射剂采购需求量大幅提升；第五批集采起，注射剂品规占比均超过50%；自2018年以来药品一致性评价批准量大幅增长，2021、2022、2023年注射剂一致性评价批准量达689、491、626件，占比均超60%。中国玻璃网预计2030年前将会有30%-40%的药用玻璃由低硼硅玻璃、钠钙玻璃升级为中硼硅玻璃。

图49：第五批集采起，注射剂品规占比均超50%



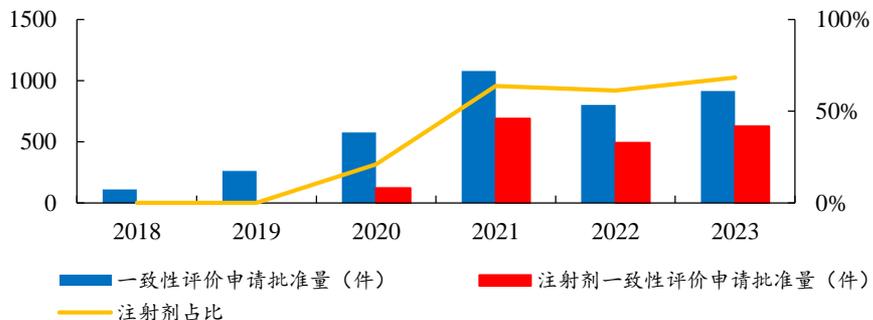
数据来源：上海阳光医药采购网、开源证券研究所

图48：第四批集采起，注射剂采购需求量大幅提升



数据来源：上海阳光医药采购网、开源证券研究所

图50：2021年以来，注射剂一致性评价批准量占比超60%



数据来源：国家药监局、开源证券研究所

5.2 力诺特玻：中硼硅模制瓶及输液瓶转A落地，业绩增量可期

公司中硼硅模制瓶及输液瓶顺利转A。2024年4月公司中硼硅模制注射剂瓶成功转A，2024年10月公司中硼硅玻璃输液瓶（规格50ml-1000ml）转A成功，表明公司生产的中硼硅玻璃模制注射剂瓶和中硼硅玻璃输液瓶均可正式批量化上市销售。中硼硅模制瓶投产加速，假设中硼硅模制瓶市场价格为9300元/吨，目前已投产5080吨产能对应产值为0.47亿元，在建项目达产后16322吨产能对应产值为1.52亿元，长期规划项目达产后62896吨产能对应产值为5.85亿元。

中硼硅模制瓶生产难度较高且竞争格局优。目前国内仅有5家公司中硼硅模制瓶产品通过A状态，市场参与者较少叠加需求旺盛，导致目前行业供需处于偏紧阶段。山东药玻的模制瓶毛利率基本维持在40%左右，显著高于管制瓶盈利水平。公司中硼硅玻璃模制瓶批量化销售后有望为公司贡献较高业绩增量。

表9：国内仅有5家公司中硼硅模制瓶产品通过A状态

企业名称	品种名称	规格	更新日期	与制剂共同审评审批结果
福建龙威药用玻璃有限公司	中硼硅玻璃输液瓶	50ml-1000m	2023/11/20	A
山东鼎新医药包装集团有限公司	中硼硅玻璃输液瓶	2ml-500ml	2023/10/19	A
山东力诺特种玻璃股份有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	5ml-500ml	2024-04-29	A
	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	5ml-100ml	2021/9/29	A
山东省药用玻璃股份有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	2ml-500ml	2023/10/10	A
	中硼硅玻璃模制注射剂瓶	2ml-200ml	2022/6/10	A
	中硼硅玻璃输液瓶	50ml-1000ml	2023/10/19	A
四川省阆中光明玻璃制品有限公司	中硼硅玻璃模制注射剂瓶		2021/3/12	A
	中硼硅玻璃输液瓶		2021/3/12	A

资料来源：国家药监局、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 行情回顾：2024表现整体承压，9月底政策助力回暖
- 2 政策支持：经济政策发力且持续，建材基本面望扭转
- 3 消费建材：防水、涂料、管材受益产品和渠道多元化
- 4 传统建材：玻璃、水泥受益政策和成本，盈利或改善
- 5 药用玻璃：受益一致性评价和集采，中硼硅市场广阔
- 6 **玻璃纤维：基本面指标向好，底部确立且电子纱涨价**
- 7 投资建议与受益标的
- 8 风险提示

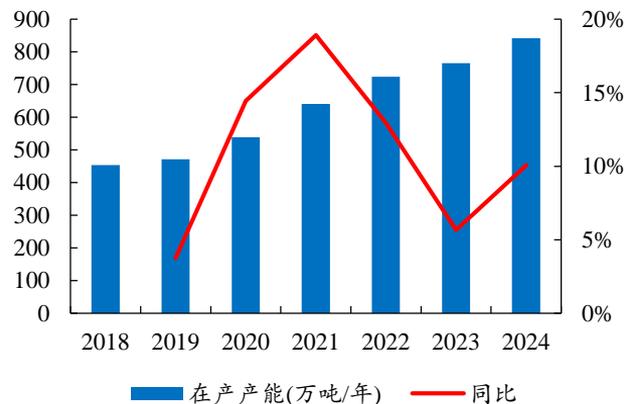
6.1 产能增速放缓&库存拐点&出口向好，玻纤底部或已确立

供给：新增产能放缓。截至2024年10月，玻纤行业在产产能达到842万吨/年，自2021年以来，受行业周期下行的影响，新增产能增速逐年放缓。

库存：拐点或已显现。2021年起行业库存低位反弹，突破上轮周期（2020年）高点并于2023年8月达到92.8万吨高点，2024年3月受春节需求偏弱影响再度累库，但至2024年10月下降至77.12万吨。

出口：海外需求更好。2024年出口相较于2023年同比上升，代表海外需求表现更好。

图51：2021年起玻纤产能增速逐年下滑



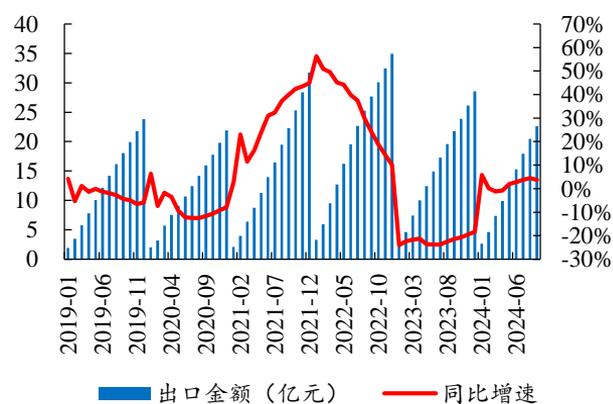
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图52：自2022年中国玻纤库存呈现持续上涨的趋势



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图53：2024年中国玻纤及其制品出口量呈现弱修复态势



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

6.2 玻纤价格底部基本确立，电子纱涨价延续

无碱粗纱市场价格弱势运行，走货仍显一般。需求端看，10月整体订单量虽有增加，但整体增速依旧有限，中下游观望情绪增加，提货维持刚需节奏后期市场看，传统市场供需趋弱，但热塑、风电市场走货仍平稳，部分订单稳步增加，然当前价格水平多数池窑厂维稳意向浓厚，预计无碱粗纱市场价格大概率趋稳运行，局部或有小幅促量政策。

电子纱市场价格维稳延续，短期以出货降库为主。需求端，存在一定区域差异，其中华中市场订单量阶段性好转;其余区域市场暂无有明显增量，多为老客户订单提货;供应端，近期个别产线点火复产，后期下游电子布库存或仍存压，一定程度制约上游电子纱价格提涨节奏。

图54：无碱粗纱市场价格弱势盘整

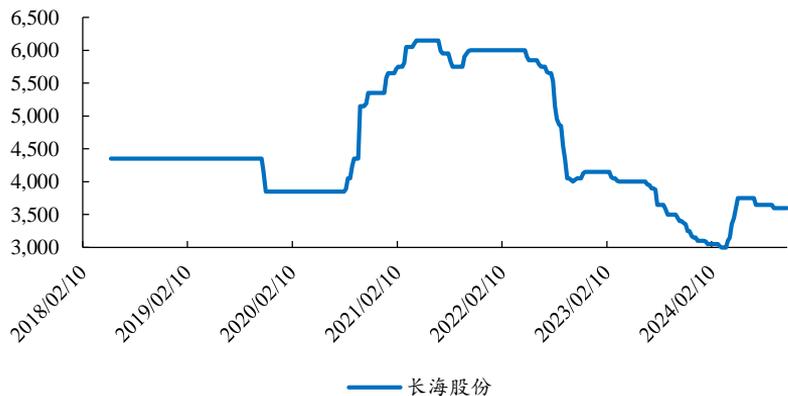
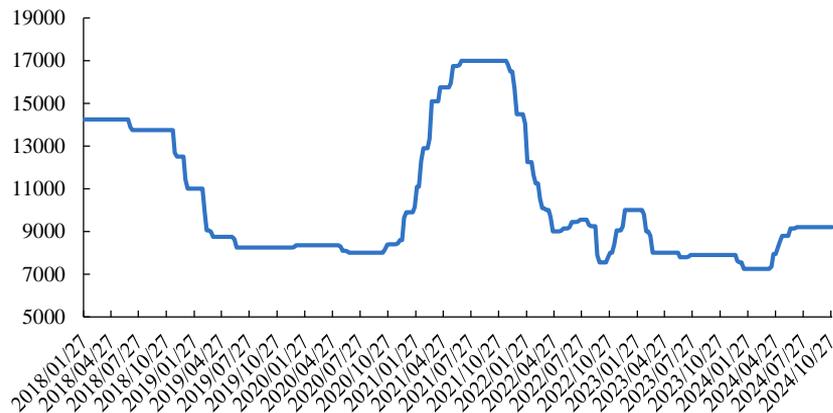


图55：电子纱市场报价趋稳



目录

CONTENTS

- 1 行情回顾：2024表现整体承压，9月底政策助力回暖
- 2 政策支持：经济政策发力且持续，建材基本面望扭转
- 3 消费建材：防水、涂料、管材受益产品和渠道多元化
- 4 传统建材：玻璃、水泥受益政策和成本，盈利或改善
- 5 药用玻璃：受益一致性评价和集采，中硼硅市场广阔
- 6 玻璃纤维：基本面指标向好，底部确立且电子纱涨价
- 7 **投资建议与受益标的**
- 8 风险提示

投资建议：建材整体需求更依赖于地产和基建，当前稳增长政策持续出新，当前行业正处于基本面底部，随着经济复苏，商品价格反弹和预期反转，建材股票价值已处于底部，从而具备更强的向上弹性。推荐【东方雨虹】【三棵树】【力诺特玻】【旗滨集团】【坚朗五金】【伟星新材】。

表10：推荐及受益标的盈利预测与估值

股票代码	公司名称	评级	收盘价/元	总市值/亿元	归母净利润/亿元			P/E			PB
			2024/11/17	2024/11/17	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024/11/17
603737.SH	三棵树	买入	45.05	237	1.74	6.44	7.24	136.81	36.87	32.79	8.78
002372.SZ	伟星新材	买入	13.68	218	14.32	9.99	13.26	15.20	21.80	16.42	3.79
002271.SZ	东方雨虹	买入	14.13	344	22.73	15.97	20.34	15.14	21.56	16.92	1.20
002791.SZ	坚朗五金	买入	29.08	103	3.24	1.08	2.43	31.76	95.29	42.35	1.93
601636.SH	旗滨集团	买入	6.10	164	17.51	7.23	8.17	9.35	22.64	20.04	1.10
301188.SZ	力诺特玻	买入	15.80	37	0.66	1.05	1.28	55.72	34.98	28.69	2.35

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 行情回顾：2024年业绩整体承压，玻纤率先营收回暖
- 2 政策支持：多项政策出台，建材板块有望迎估值修复
- 3 消费建材：防水、涂料、管材受益产品和渠道多元化
- 4 传统建材：玻璃、水泥受益政策和成本，盈利或改善
- 5 药用玻璃：受益一致性评价和集采，中硼硅市场广阔
- 6 玻璃纤维：基本面指标向好，底部确立且涨价进行时
- 7 投资建议与受益标的
- 8 **风险提示**

经济增速下行风险，建材行业的景气程度依赖于宏观经济回暖表现。

原材料价格上涨风险，防水、涂料等行业的原材料占生产成本比重较大，公司盈利能力受相关大宗商品价格波动影响。

房地产销售回暖进展不及预期风险，建材行业的主要客户来自于房地产行业，景气度依赖于房地产市场的开工、竣工和销售。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券