

# 非金属建材行业 2024 年 12 月投资策略

## 会议定调更加积极，继续看好板块机会

优于大市

### 核心观点

**11月回顾：持续震荡调整，当月板块跌幅靠前。**9月建材板块单月-3.97%，跑输沪深300指数4.6pct，其中水泥板块-3.3%，跑输沪深300指数3.9pct，玻璃板块-8.7%，跑输沪深300指数9.4pct，玻纤板块+2.3%，跑赢沪深300指数1.7pct，其他建材板块-2.9%，跑输沪深300指数3.6pct。细分板块中，涨跌幅前三位的板块为耐火材料(+8.8%)、涂料(+8.6%)、陶瓷瓷砖(+4.4%)，后三位为玻璃(-8.7%)、石膏板(-8.4%)、塑料管(-7.7%)。

**会议定调表态更加积极，释放政策加力信号。**12月9日中共中央政治局会议，从宏观政策和楼市定调上都释放了更加积极的信号，提出“实施更加积极有为的宏观政策”、“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节”、“扩大国内需求”、“稳住楼市股市”的积极表述；12月11-12日，中央经济工作会议延续12月9日中共中央政治局会议的积极定调，强调要实施更加积极有为的宏观政策，同时对于房地产提出，持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作，推动构建房地产发展新模式。政治局会议和中央经济工作会议进一步为明年政策定下积极基调，财政、货币政策或将更加明显加力稳经济，并继续释放“稳楼市”信号，更多增量政策有望跟进，关注后续政策的出台和落地。

**需求季节性趋弱，关注供给端积极变化。**①**水泥：**整体需求基础依然偏弱，供给端继续受错峰停窑支撑，部分地区短期仍维持以涨促稳策略，但临近年末需求将进一步减弱，预计价格震荡调整趋势，短期盈利能力环比改善确定性高，中期关注超产、碳交易等持续落地带来的供给格局改善。②**玻璃：**浮法玻璃需求有所恢复，但供给端受局部低价期货货源冲击及个别大厂库存较高影响，整体偏宽松，短期需求逐步进入收尾阶段，下游补货动能有限，价格预计延续偏弱走势；光伏玻璃需求支撑不足，供给端延续缩减且部分窑炉仍有冷修计划，库存不同程度下降，但整体仍处于偏高水平，供应量依旧充足，短期虽部分厂家有提涨意愿，但支撑有限预计价格稳定为主。③**玻纤：**粗纱“复价”推动，目前新价逐步落实，但供给端压力有所增加，市场观望情绪较大，价格短期或维持偏稳走势；电子纱需求增量支撑有限，月内亦有冷修产线复产，叠加电子布库存偏高仍待消化，短期预计维持稳中偏弱走势。

**投资建议：政策定调积极，看好板块机会。**自9.26会议首次明确“房地产市场止跌回稳”，10月以来政策效果逐步显现，重点城市新房及二手房成交表现活跃，房地产市场出现阶段性回稳。12月政治局会议和中央经济工作会议进一步为明年政策定下积极基调，财政、货币政策或将更加明显加力稳经济，并继续释放“稳楼市”信号，反映了中央更加坚定的稳楼市态度，更多增量政策也有望跟进。目前，建材板块仍处于底部区间，估值和持仓亦处于低位，继续看好建材板块投资机会。推荐关注成长性较强、估值弹性较大的消费建材龙头三棵树、兔宝宝、北新建材、伟星新材、坚朗五金、东方雨虹、科顺股份；同时推荐供给端有积极变化，盈利预期有望改善的水泥玻璃龙头海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、旗滨集团，以及玻纤龙头底部配置机会，推荐中国巨石、中材科技；其他细分领域关注专业照明领域龙头海洋王。

**风险提示：**政策落地效果低于预期；供给增加超预期；成本上涨超预期。

### 行业研究 · 行业投资策略

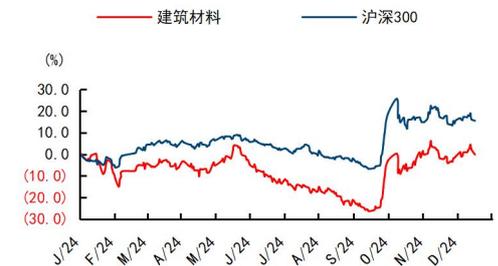
#### 建筑材料

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤  
010-88005315  
renhe@guosen.com.cn  
S0980520040006

证券分析师：陈颖  
0755-81981825  
chenying4@guosen.com.cn  
S0980518090002

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《非金属建材行业 2024 年 10 月投资策略-政策底部转向，关注建材估值修复机会》——2024-10-17  
《非金属建材周报（24 年第 33 周）-市场修复仍待政策扶持，关注淡季切换和西藏板块》——2024-08-19  
《建材行业基金持仓专题-24Q2 建材持仓继续承压，红利和涨价逻辑成为主要配置方向》——2024-08-14  
《非金属建材行业 2024 年 8 月投资策略-低估值低持仓，关注政策落地和淡季逐步切换》——2024-08-13  
《非金属建材周报（24 年第 32 周）-一线城市收储再加码，产业链需求有待修复》——2024-08-12

## 内容目录

<b>11 月回顾：持续震荡调整，当月跌幅靠前</b> .....	<b>6</b>
单月：大幅跑输大盘，处于行业中靠后水平 .....	6
全年：前期加速探底，近期修复后震荡调整 .....	7
<b>会议定调表态更加积极，释放政策加力信号</b> .....	<b>11</b>
积极变化增多，持续释放“稳楼市”信号 .....	11
基建增速略有回落，财政政策定调更加积极 .....	13
<b>需求季节性趋弱，关注供给端积极变化</b> .....	<b>14</b>
水泥：需求环比有所恢复，错峰生产延续 .....	14
玻璃：需求恢复有限，供给延续缩减但整体仍偏宽松 .....	18
玻纤：供给压力有所增加，复价推动价格趋稳运行 .....	21
<b>投资建议：政策定调积极，看好板块机会</b> .....	<b>27</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 11 月建材各板块涨跌幅	6
图 2: 11 月建材各细分子板块涨跌幅	6
图 3: 申万一级行业 11 月份涨跌幅排名 (%)	6
图 4: 建材板块最近 1 年板块月涨跌幅 (%)	7
图 5: 建材行业最近 1 年的月涨跌幅在全行业中排名	7
图 6: 国信建材板块 2024 年年初至今涨跌幅 (%)	7
图 7: 申万一级行业年初至今涨跌幅排名 (%)	8
图 8: 水泥板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	8
图 9: 玻璃板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	8
图 10: 玻纤板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	9
图 11: 其他建材板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)	9
图 12: 年初至今建材各板块涨跌幅 (%)	9
图 13: 年初至今建材板块个股涨跌幅 (%)	10
图 14: 11 月建材板块个股涨跌幅 (%)	10
图 15: 水泥板块 PE Band	10
图 16: 水泥板块 PB Band	10
图 17: 玻璃板块 PE Band	10
图 18: 玻璃板块 PB Band	10
图 19: 玻纤板块 PE Band	11
图 20: 玻纤板块 PB Band	11
图 21: 其他建材板块 PE Band	11
图 22: 其他建材板块 PB Band	11
图 23: 房地产开发投资完成额累计增速 (%)	11
图 24: 商品房销售面积累计增速 (%)	11
图 25: 房屋新开工面积累计增速 (%)	12
图 26: 房屋竣工面积累计增速 (%)	12
图 27: 广义基建投资完成额 (万亿) 及同比增速 (%)	13
图 28: 单月广义基建投资增速 (%)	13
图 29: 广义基建投资中各细分项累计同比增速 (%)	13
图 30: 基建投资中部分重要细分项累计同比增速 (%)	13
图 31: 地方政府专项债当月发行额 (亿)	14
图 32: 地方政府专项债发行进度情况 (%)	14
图 33: 全国水泥平均价格走势 (元/吨)	14
图 34: 各年同期水泥价格走势比较 (元/吨)	14
图 35: 华北地区水泥价格走势 (元/吨)	15
图 36: 东北地区水泥价格走势 (元/吨)	15
图 37: 华东地区水泥价格走势 (元/吨)	15

图 38: 中南地区水泥价格走势 (元/吨)	15
图 39: 西南地区水泥价格走势 (元/吨)	15
图 40: 西北地区水泥价格走势 (元/吨)	15
图 41: 全国水泥平均出货率	16
图 42: 水泥全国出货率持续低于往年同期 (%)	16
图 43: 2024 年 1-10 月全国水泥产量同比下降 10.3%	16
图 44: 2024 年 10 月水泥当月产量同比降幅缩窄至 7.9%	16
图 45: 全国水泥库容比 (%)	17
图 46: 历史同期全国水泥库容比 (%)	17
图 47: 华北水泥库容比 (%)	17
图 48: 东北水泥库容比 (%)	17
图 49: 华东水泥库容比 (%)	17
图 50: 中南水泥库容比 (%)	17
图 51: 西南水泥库容比 (%)	18
图 52: 西北水泥库容比 (%)	18
图 53: 浮法玻璃国内主流市场平均价	18
图 54: 历史同期浮法玻璃价格走势 (元/吨)	18
图 55: 重点监测省份生产企业浮法玻璃库存 (万重箱)	19
图 56: 历史同期浮法玻璃生产企业库存 (万重箱)	19
图 57: 行业月度生产线冷修停产产能 (万重箱)	19
图 58: 行业月度净增加产能 (万重箱)	19
图 59: 2024 年 1-8 月光伏累计新增装机量同比增长 23.7%	20
图 60: 2024 年 7 月光伏新增装机量同比增长 2.9%	20
图 61: 2024 年 1-10 月光伏组件累计出口同比增长 17%	20
图 62: 2024 年 10 月光伏组件出口同比增长 5%	20
图 63: 国内 3.2mm 光伏镀膜玻璃价格走势 (元/平米)	20
图 64: 3.2mm 光伏镀膜玻璃历史同期周度价格 (元/平米)	20
图 65: 光伏玻璃库存天数	21
图 66: 光伏玻璃在生产线产能	21
图 67: 国内主流缠绕直接纱均价 (元/吨)	21
图 68: 国内主流缠绕直接纱均价同期对比 (元/吨)	21
图 69: 国内主流 G75 电子纱均价 (元/吨)	22
图 70: 国内主流 G75 电子纱均价同期对比 (元/吨)	22
图 71: 国内 7628 电子布主流成交均价 (元/米)	22
图 72: 国内重点池窑企业库存 (万吨)	22
图 73: 广义基建投资完成额及同比增速	23
图 74: 房地产开发投资完成额累计增速	23
图 75: 全国新增并网风电装机容量当月同比及累计同比	23
图 76: 公开招标市场月度风电招标容量	23
图 77: 全国汽车销量及当月同比	24
图 78: 全国新能源汽车销量及当月同比	24

图 79: 全国乘用车零售销量及当月同比 .....	24
图 80: 全国新能源乘用车零售销量及当月同比 .....	24
图 81: 玻纤及其制品月度出口数量及当月同比 .....	25
图 82: 玻纤及其制品月度出口数量同期比较 (万吨) .....	25
图 83: 玻纤及其制品月度出口金额及当月同比 .....	25
图 84: 玻纤及其制品月度出口金额同期比较 (亿美元) .....	25
表 1: 多家企业复合材料光伏边框/支架产品陆续通过第三方权威认证 .....	24
表 2: 2023 年以来玻纤产线变动情况 .....	26

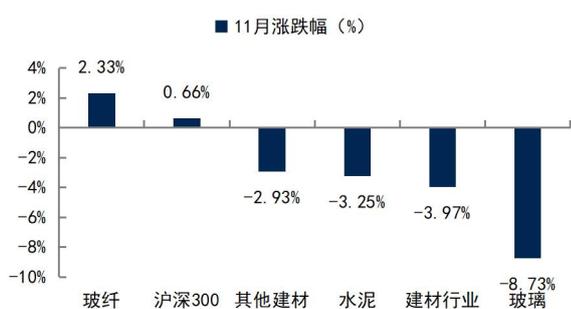
## 11月回顾：持续震荡调整，当月跌幅靠前

### 单月：大幅跑输大盘，处于行业中靠后水平

从我们关注的 95 家建材公司样本（其中：水泥行业 14 家、玻璃行业 9 家、玻纤 8 家、其他建材行业 64 家）来看，11 月建材板块整体下跌 3.97%，跑输沪深 300 指数 4.62 个百分点，建材龙头企业下跌 4.81%，跑输沪深 300 指数 5.46 个百分点。具体来看，水泥板块单月下跌 3.25%，跑输沪深 300 指数 3.91 个百分点，玻璃板块单月下跌 8.73%，跑输沪深 300 指数 9.39 个百分点，玻纤板块单月上涨 2.33%，跑赢沪深 300 指数 1.67 个百分点，其他建材板块单月下跌 2.93%，跑输沪深 300 指数 3.59 个百分点。

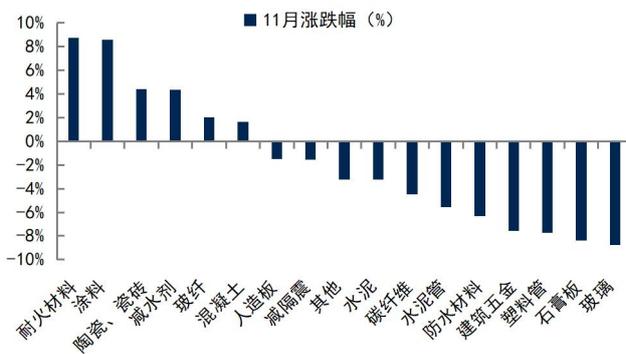
从具体细分子板块来看，11 月份涨跌幅前三位的板块分别为耐火材料（+8.77%）、涂料（+8.59%）、陶瓷瓷砖（+4.41%），后三位分别为玻璃（-8.73%）、石膏板（-8.38%）、塑料管（-7.74%）。

图1：11月建材各板块涨跌幅



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

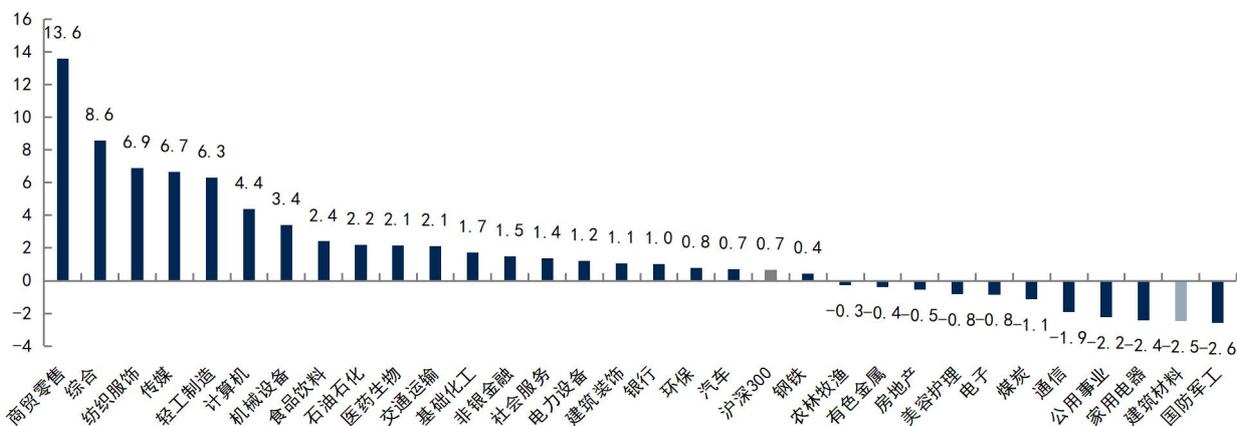
图2：11月建材各细分子板块涨跌幅



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

根据申万一级行业划分，11 月份建筑材料板块（申万一级行业）单月下跌 2.46%，居所有行业中第 30 名，跑输沪深 300 指数 3.12 个百分点，处于行业中靠后水平。

图3：申万一级行业 11 月份涨跌幅排名 (%)



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图4: 建材板块最近 1 年板块月涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图5: 建材行业最近 1 年的月涨跌幅在全行业中排名

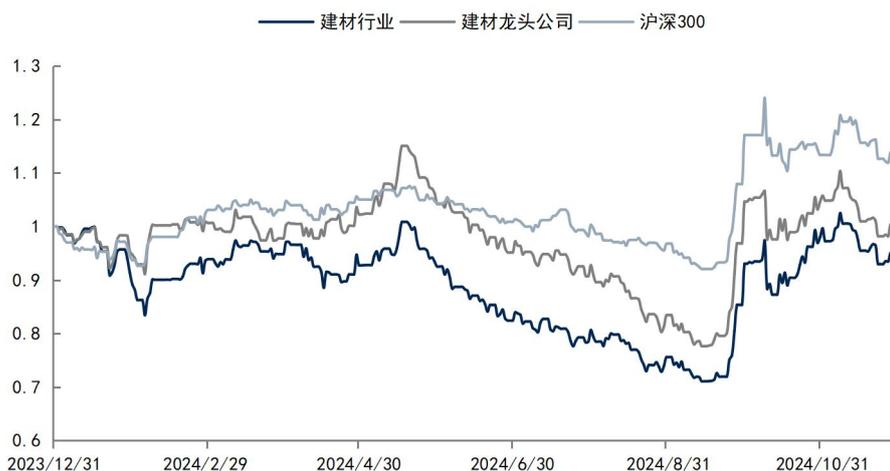


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 全年：前期加速探底，近期修复后震荡调整

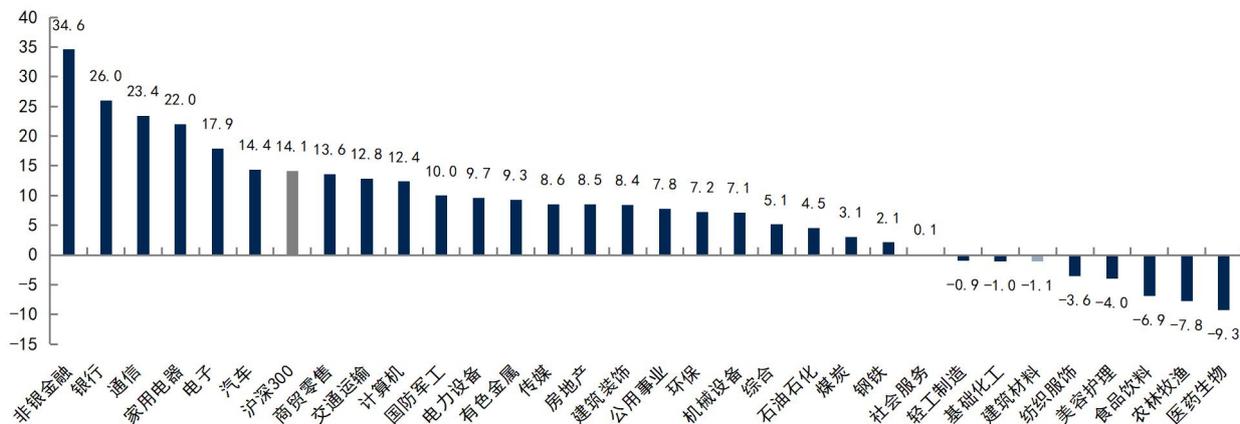
今年年初至今，前期受市场信心不足、悲观情绪集中释放等影响，市场加速探底，随着情绪逐步修复，行情止跌回升，5月地产政策放松加码，建材板块大幅修复，6月以来受复苏预期反复、行业淡季等因素影响，弱预期弱现实下建材板块持续承压下行，9月以来政策持续加码、提振市场情绪，板块经历显著修复后，近期再次呈现震荡调整走势，年初至今总体下跌4.29%，相对沪深300指数跑输18.44个百分点，龙头企业上涨0.69%，相对沪深300指数跑输13.46个百分点。根据申万一级行业划分，建筑材料板块年初至今下跌1.12%，跑输沪深300指数15.27个百分点，在31个行业中排名第26位。

图6: 国信建材板块 2024 年年初至今涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图7：申万一级行业年初至今涨跌幅排名（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

年初以来，水泥板块上涨 1.42%，龙头公司上涨 9.05%，分别跑输沪深 300 指数 12.73 和 5.10 个百分点；玻璃板块下跌 8.37%，龙头公司下跌 7.39%，分别跑输沪深 300 指数 22.52 和 21.53 个百分点；玻纤板块上涨 0.33%，龙头公司上涨 1.87%，分别跑输沪深 300 指数 13.82 和 12.28 个百分点；其他建材板块下跌 6.66%，龙头公司下跌 6.47%，分别跑输沪深 300 指数 20.81 和 20.62 个百分点。

从具体细分子板块来看，年初以来涨跌幅前三位的板块分别为石膏板（+22.09%）、人造板（+7.03%）、耐火材料（+3.97%），后三位分别为防水材料（-29.81%）、建筑五金（-25.41%）、陶瓷瓷砖（-24.54%）。

图8：水泥板块及龙头公司年初至今涨跌幅（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图9：玻璃板块及龙头公司年初至今涨跌幅（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图10: 玻纤板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)



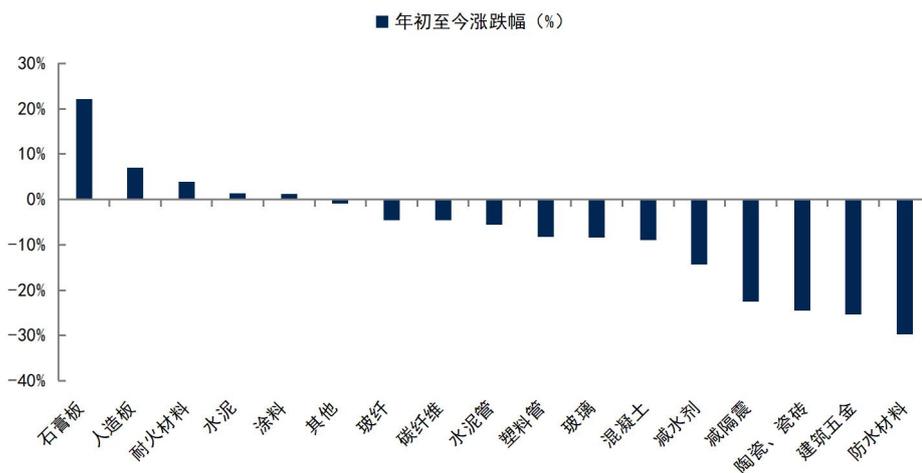
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图11: 其他建材板块及龙头公司年初至今涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图12: 年初至今建材各板块涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从个股表现来看,年初至今涨跌幅排名前五位的公司分别为:华立股份(+121.8%)、中铁装配(+65.8%)、西藏天路(+60.9%)、兔宝宝(+46.4%)、万里石(+41.6%);涨跌幅排名后五位的公司分别为:\*ST嘉寓(-55.9%)、三和管桩(-43.6%)、震安科技(-36.2%)、金刚光伏(-35.6%)、永和智控(-35.3%)。

11月份涨跌幅排名前五位的公司分别为:北京利尔(+20.2%)、宏和科技(+19.8%)、西藏天路(+19.4%)、友邦吊顶(+18.0%)、菲林格尔(+17.0%);涨跌幅排名后五位的公司分别为:华立股份(-40.0%)、\*ST嘉寓(-29.7%)、丰林集团(-18.1%)、亚泰集团(-18.1%)、四川金顶(-15.3%)。

图13: 年初至今建材板块个股涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

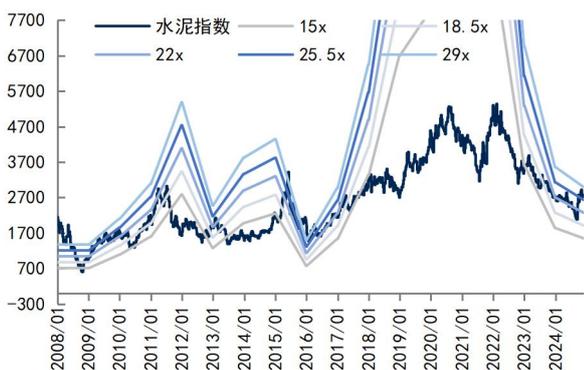
图14: 11月建材板块个股涨跌幅 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

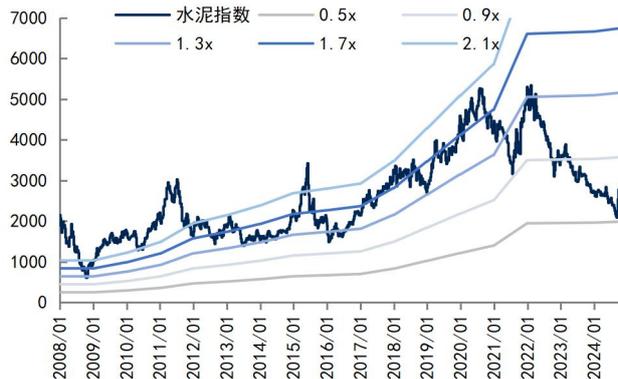
板块估值方面,截至11月29日,水泥、玻璃、玻纤、其他建材的PE分别为26.91x、32.95x、24.19x和26.52x, PB分别为0.70x、4.09x、1.54x和1.89x。

图15: 水泥板块 PE Band



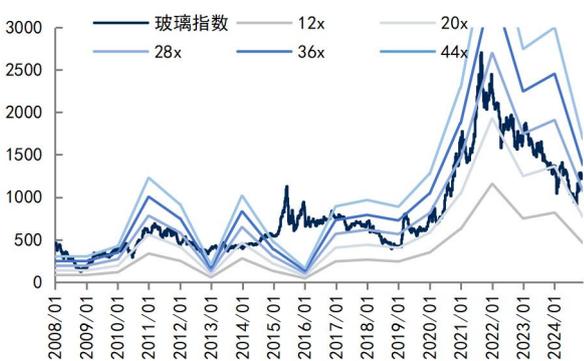
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图16: 水泥板块 PB Band



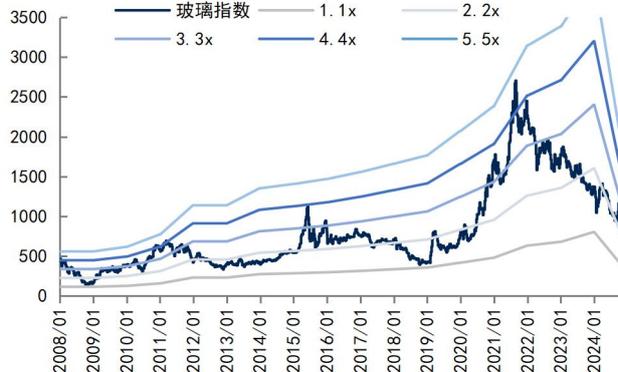
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图17: 玻璃板块 PE Band



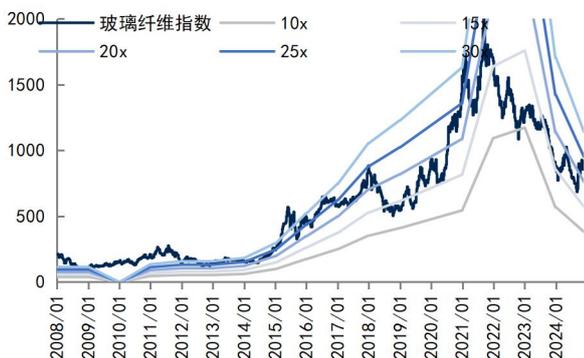
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图18: 玻璃板块 PB Band



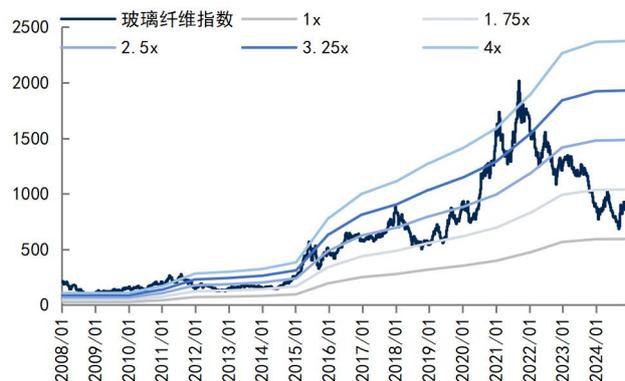
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图19: 玻纤板块 PE Band



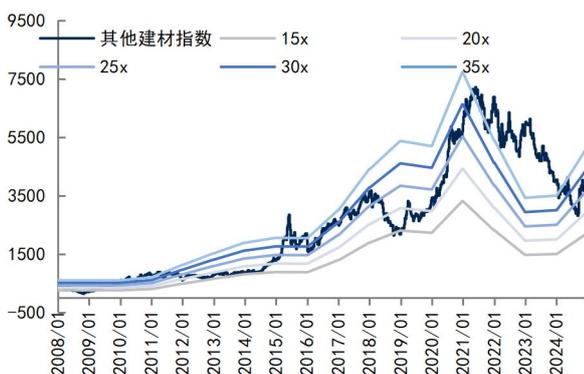
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图20: 玻纤板块 PB Band



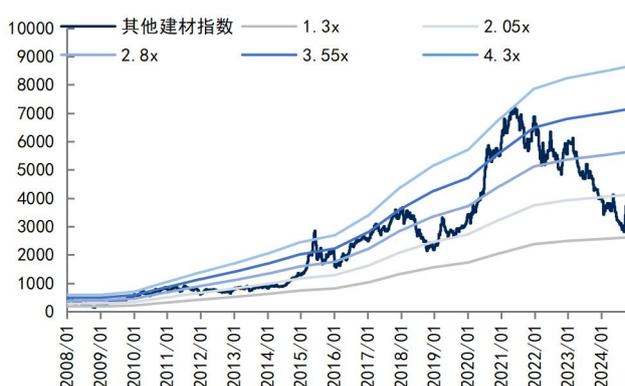
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图21: 其他建材板块 PE Band



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图22: 其他建材板块 PB Band



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 会议定调表态更加积极，释放政策加力信号

### 积极变化增多，持续释放“稳楼市”信号

目前市场依旧延续底部弱复苏，积极变化增加，销售继续改善，单月同比转正，但投资端尚未出现改善迹象，降幅略有扩大，新开工和竣工降幅仍面临下降压力，但绝对值环比回升。1-11月房地产开发投资同比-10.4%，降幅环比扩大0.1pct，其中11月单月同比-11.6%，降幅收窄0.8pct；商品房销售面积累计同比-14.3%，降幅环比收窄1.5pct，其中11月单月同比+3.2%，年内首次转正，增速环比提升4.8pct；房屋新开工面积累计同比-23.0%，降幅环比扩大0.4pct，其中11月单月同比-26.8%，降幅环比扩大0.1pct；房屋竣工面积累计同比-26.2%，降幅环比扩大2.3pct，其中11月单月同比-38.8%，降幅环比扩大18.7pct。

图23: 房地产开发投资完成额累计增速 (%)

图24: 商品房销售面积累计增速 (%)



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图25: 房屋新开工面积累计增速 (%)



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图26: 房屋竣工面积累计增速 (%)



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

12月9日中共中央政治局会议，从宏观政策和楼市定调上都释放了更加积极的信号，提出“实施更加积极有为的宏观政策”、“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节”、“扩大国内需求”、“稳住楼市股市”的积极表述；12月11-12日，中央经济工作会议延续12月9日中央政治局会议的积极定调，强调要坚持稳中求进工作总基调，实施更加积极有为的宏观政策，同时对于房地产提出，持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作，推动构建房地产发展新模式。

自9.26会议积极定调并首次明确要求“房地产市场止跌回稳”以来，央行、财政、住建部等相继出台落地措施。10月以来政策效果逐步显现，房地产市场出现阶段性回稳，此次政治局会议和中央经济工作会议进一步为明年政策定下积极基调，财政、货币政策或将更加明显加力稳经济，并继续释放“稳楼市”信号，反映了中央更加坚定的稳楼市态度，预计在积极宏观政策与楼市稳定政策配套的双重推动下，有望进一步改善市场预期，推动房地产市场边际改善。

## 基建增速略有回落，财政政策定调更加积极

基建投资增速 10 月年内首次回升后，11 月狭义增速环比略有回落。1-11 月狭义/广义基建投资增速 9.4%/4.2%，同比-1.6pct/+1.4pct，环比-0.1pct/+0.04pct。具体来看，1-11 月，交通运输、仓储和邮政业累计增速 6.9%，增速同比下降 3.9pct，环比下降 0.8pct，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速 23.7%，增速同比下降 0.7pct，环比下降 0.4pct，水利、环境和公共设施管理业增速 4.0%，增速同比提升 5.1pct，环比提升 0.9pct。

11 月 8 日，人大常委会新闻发布会宣布超 10 万亿化债政策，“6+4+2”三项政策协同发力支持地方化债压力减轻，截至 12 月 11 日今年用于置换存量隐性债务的 2 万亿再融资专项债已全部披露，关注化债对基建的拉动及应收账款问题的解决。同时，12 月 12 日中央经济工作会议定调明年财政政策，要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线，明年财政政策将更加积极有力，为基建投资温和复苏提供支撑。

图27: 广义基建投资完成额(万亿)及同比增速(%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(2021年使用两年复合增速)

图28: 单月广义基建投资增速(%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(2021年使用两年复合增速)

图29: 广义基建投资中各细分项累计同比增速(%)



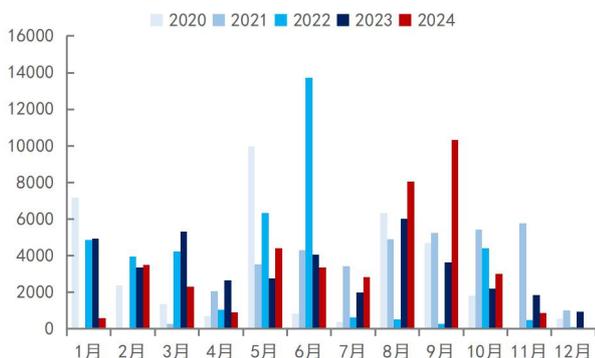
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(2021年使用两年复合增速)

图30: 基建投资中部分重要细分项累计同比增速(%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(2021年使用两年复合增速)

图31: 地方政府专项债当月发行额 (亿)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图32: 地方政府专项债发行进度情况 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 需求季节性趋弱，关注供给端积极变化

### 水泥：需求环比有所恢复，错峰生产延续

11月上旬随着环保预警解除、天气好转，下游市场需求环比恢复，同时为提升盈利，在Q4最后需求期企业继续积极推涨价格，中下旬随着气温逐步下降，北方大部分地区在降温降雪天气影响下，市场需求逐步结束，南方需求基本维持稳定，多数地区短期仍维持以涨促稳策略。

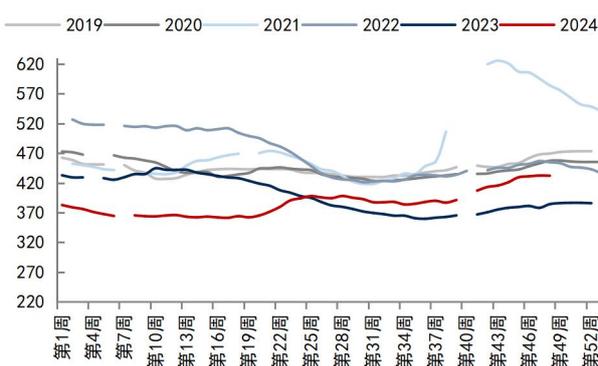
截至11月末，全国高标水泥平均价为428元/吨，环比10月末+2.72%。具体来看，各地区水泥价格表现分别为：华北380元/吨（环比-1.04%）、东北520元/吨（环比持平）、华东434元/吨（环比+1.0%）、中南435元/吨（环比+11.54%）、西南418元/吨（环比+2.45%）、西北413元/吨（环比+0.98%）。

图33: 全国水泥平均价格走势 (元/吨)



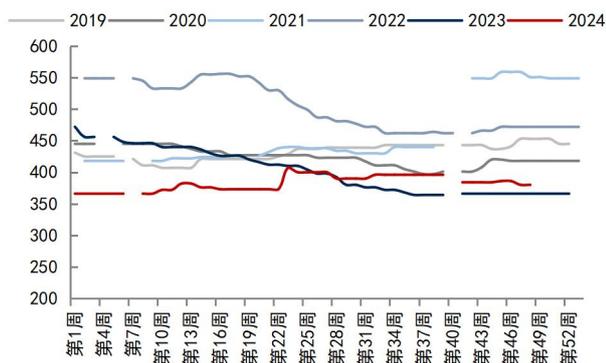
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图34: 各年同期水泥价格走势比较 (元/吨)



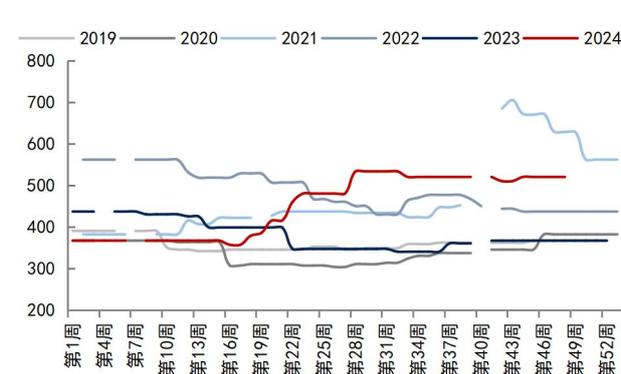
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图35: 华北地区水泥价格走势 (元/吨)



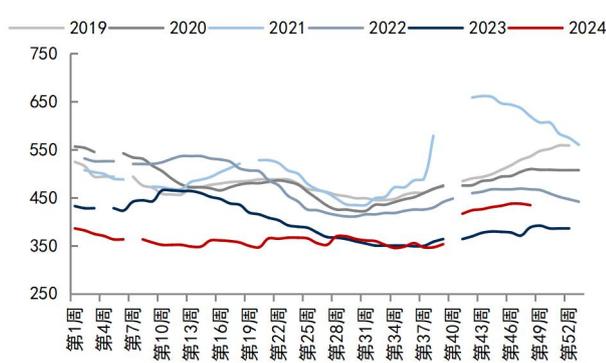
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图36: 东北地区水泥价格走势 (元/吨)



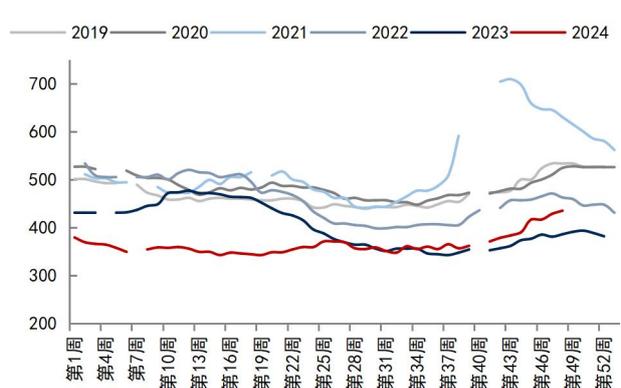
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图37: 华东地区水泥价格走势 (元/吨)



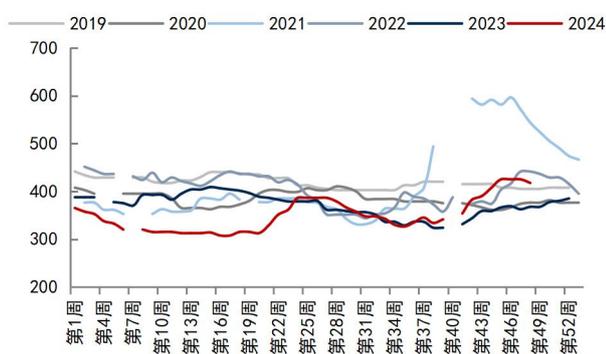
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图38: 中南地区水泥价格走势 (元/吨)



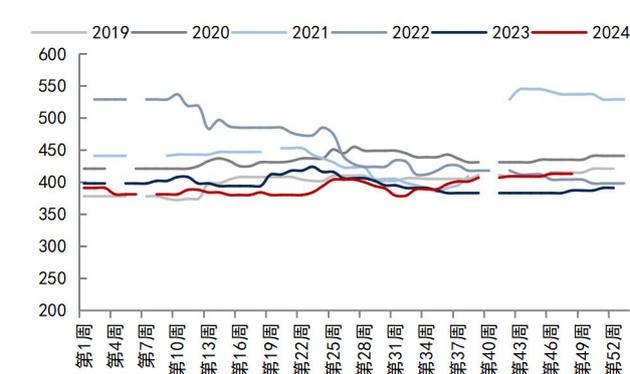
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图39: 西南地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

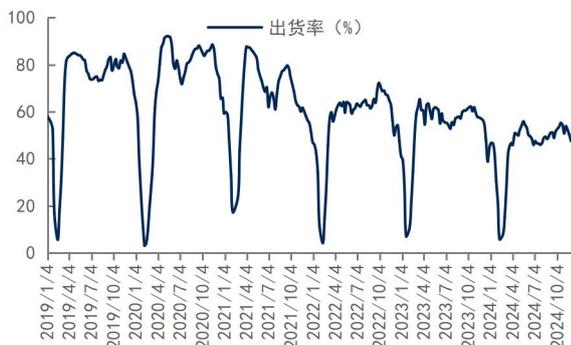
图40: 西北地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

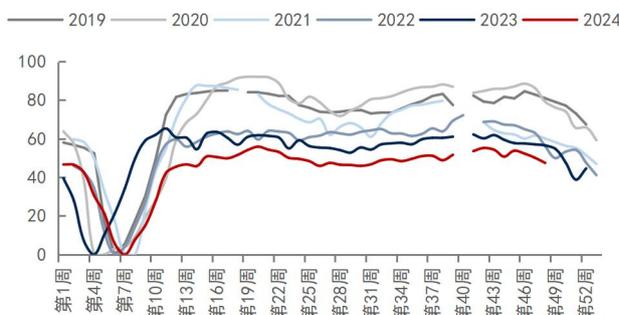
2024年1-10月，全国规上企业水泥产量15.0亿吨，同比-10.3%，其中10月单月产量1.75亿吨，同比-7.9%，环比+3.9%，10月南方进入施工旺季，水泥需求持续恢复，单月环比改善，同比降幅收窄。截至11月末，全国水泥平均出货率47.5%，较10月降低3.3个百分点，较过去三年平均水平57.6%低10.1个百分点。

图41：全国水泥平均出货率



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图42：水泥全国出货率持续低于往年同期（%）



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图43：2024年1-10月全国水泥产量同比下降10.3%



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

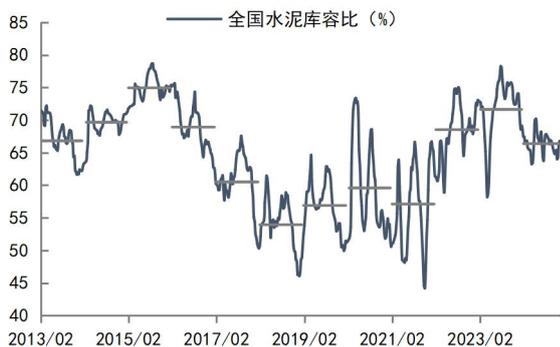
图44：2024年10月水泥当月产量同比降幅缩窄至7.9%



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：1-2月为累计）

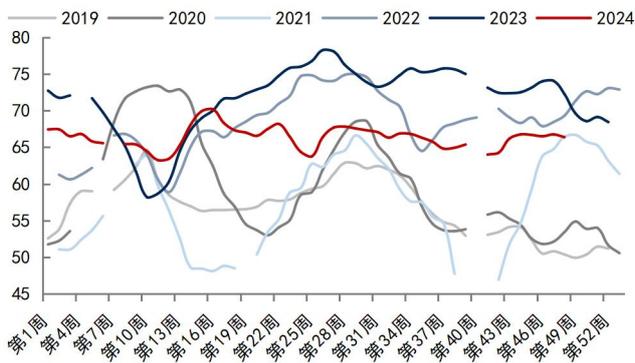
库存方面，截至11月末全国平均库容比水平为66.4%，较10月末下降0.4个百分点，同比下降5.9个百分点。分区域来看，华北、东北、华东、中南、西南、西北地区库容比分别为72.3%（环比-1.8pct）、53.8%（环比-11.3pct）、65.6%（环比+0.8pct）、65.0%（环比-1.3pct）、65.6%（环比+10.0pct）、76.1%（环比+0.6pct）。

图45: 全国水泥库容比 (%)



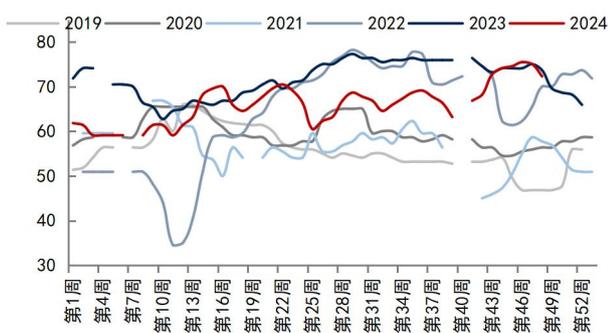
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图46: 历史同期全国水泥库容比 (%)



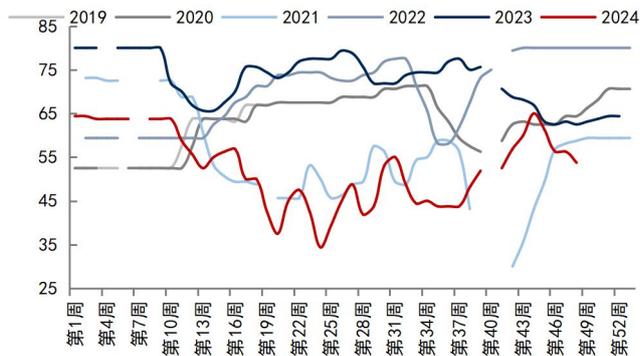
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图47: 华北水泥库容比 (%)



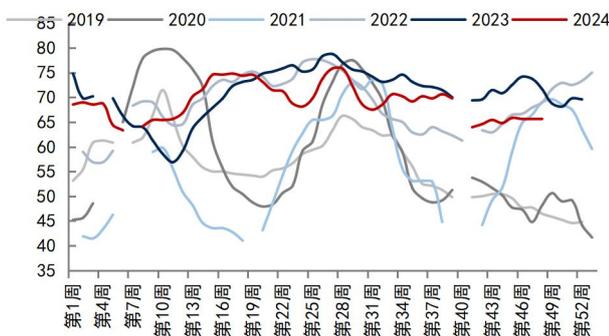
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图48: 东北水泥库容比 (%)



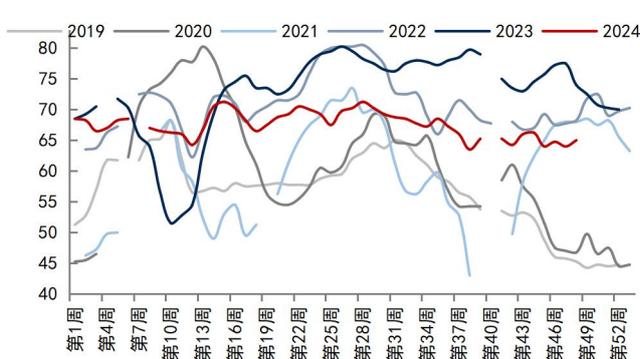
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图49: 华东水泥库容比 (%)



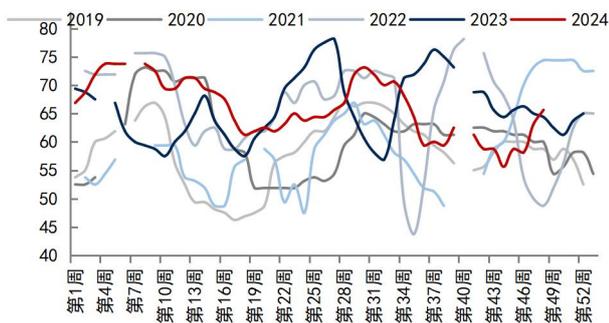
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图50: 中南水泥库容比 (%)



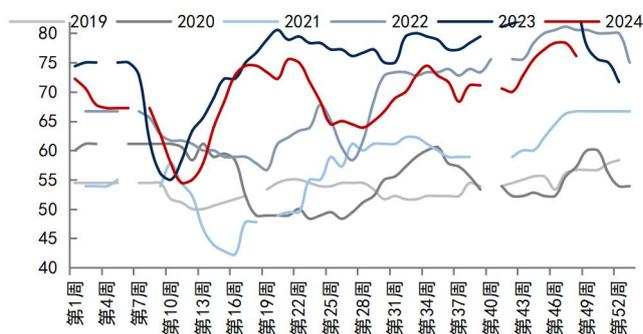
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图51: 西南水泥库容比 (%)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图52: 西北水泥库容比 (%)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

整体来看, 下游需求环比有所恢复, 但北方陆续进入采暖季, 叠加部分地区资金问题未有明显改善, 年末赶工需求提升有限, 整体需求基础依然偏弱, 供给端继续受错峰停窑支撑, 北方库存逐步下降, 南方整体维持在合理水平, 部分地区短期仍维持以涨促稳策略, 但临近年末需求将进一步减弱, 预计价格震荡调整趋势。

### 玻璃: 需求恢复有限, 供给延续缩减但整体仍偏宽松

**浮法玻璃:** 11月虽需求端受下游终端赶工支撑, 但由于中下游前期已有部分储备, 采购积极性逐渐回落, 同时供给端虽产能略降, 但受局部低价期货货源冲击及个别大厂库存较高影响, 整体供应转宽松, 价格呈先涨后跌走势, 短期需求逐步进入收尾阶段, 下游补货动能有限, 价格预计延续偏弱走势。

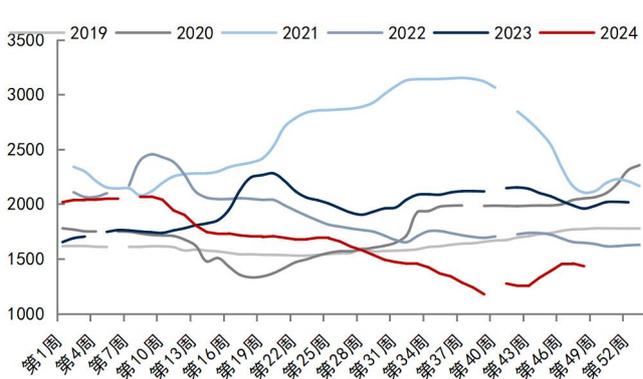
截至11月28日, 玻璃现货国内主流市场周均价1433元/吨, 环比10月末上涨7.9%, 国内重点省份库存4388万重箱, 较10月末减少200万重箱(-4.4%); 11月产能略有缩减, 月内新点火1条, 冷修停产2条, 产能净减少200t/d, 截至月底在产227条生产线, 日熔量合计15.9万吨, 同比减少9.0%。

图53: 浮法玻璃国内主流市场平均价



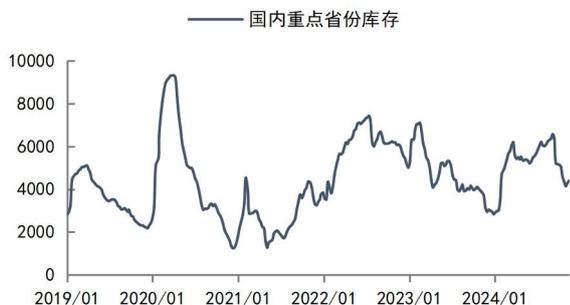
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图54: 历史同期浮法玻璃价格走势 (元/吨)



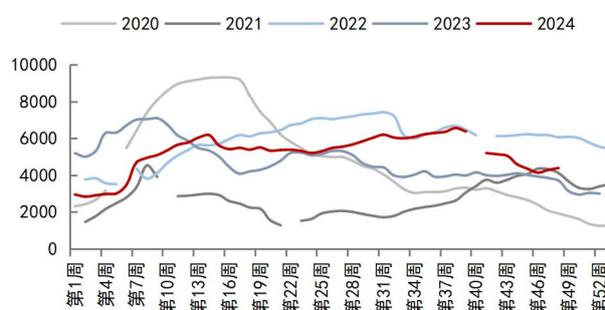
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图55: 重点监测省份生产企业浮法玻璃库存 (万重箱)



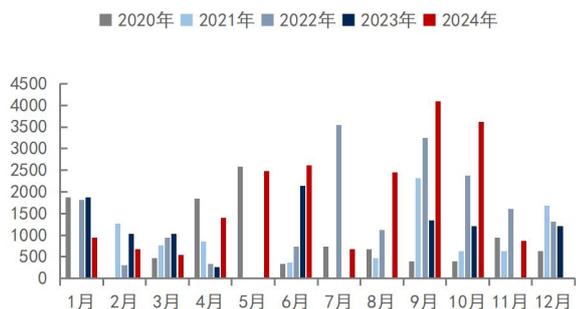
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图56: 历史同期浮法玻璃生产企业库存 (万重箱)



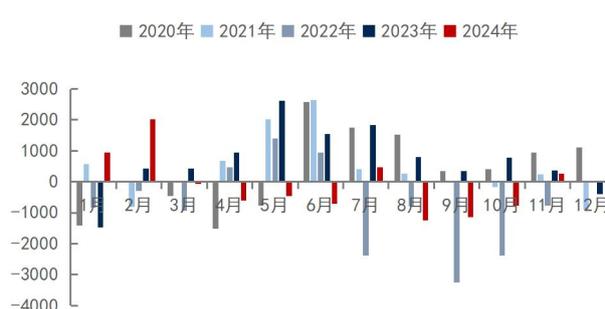
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图57: 行业月度生产线冷修停产产能 (万重箱)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图58: 行业月度净增加产能 (万重箱)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**光伏玻璃:** 11 月光伏玻璃价格延续弱势, 需求支撑不足, 国内终端装机推进一般, 海外订单跟进有限, 组件排产偏低、按需采购为主且继续存压价心理; 供给端延续缩减, 部分冷修保窑支撑下产量连续下降, 且受采暖季天然气价格上涨影响, 亏损进一步扩大, 部分窑炉仍有冷修计划, 库存不同程度下降, 但整体仍处于偏高水平, 供应量依旧充足, 短期虽部分厂家有提涨意愿, 但支撑有限预计价格稳定为主。

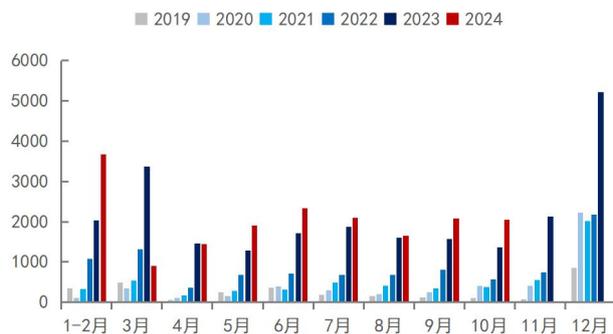
截至 11 月末, 2.0mm 镀膜主流均价 11.5 元/平方米, 环比 10 月末下跌 6.1%, 降幅扩大 4.1 百分点, 3.2mm 镀膜主流均价 19.5 元/平方米, 环比 10 月末下跌 3.7%, 降幅扩大 0.13 百分点, 库存 36.4 天, 环比 10 月末 38.3 天减少 2.77 天 (-5.0%)。

图59: 2024年1-8月光伏累计新增装机量同比增长23.7%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图60: 2024年7月光伏新增装机量同比增长2.9%



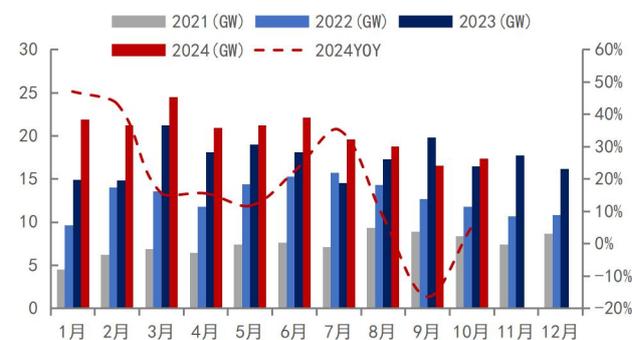
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图61: 2024年1-10月光伏组件累计出口同比增长17%



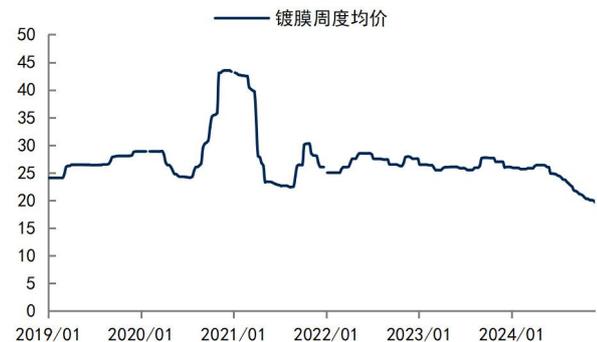
资料来源: Infolink、国信证券经济研究所整理

图62: 2024年10月光伏组件出口同比增长5%



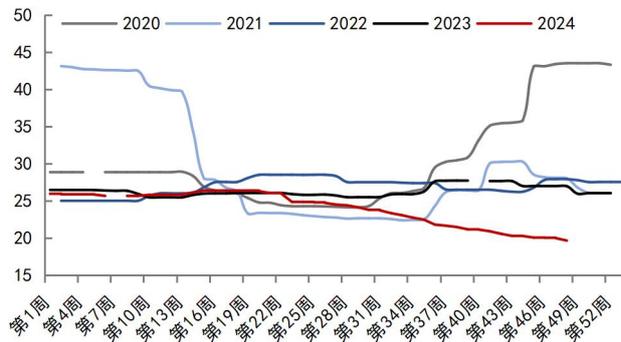
资料来源: Infolink、国信证券经济研究所整理

图63: 国内3.2mm光伏镀膜玻璃价格走势（元/平米）



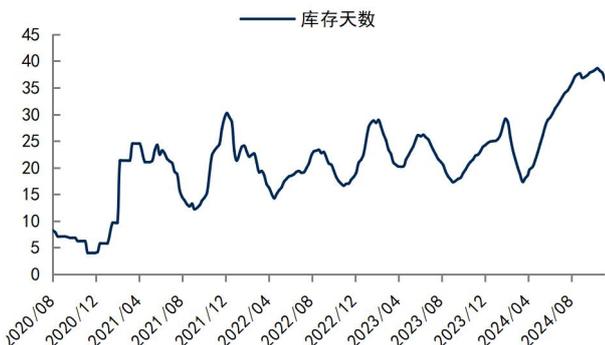
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图64: 3.2mm光伏镀膜玻璃历史同期周度价格（元/平米）



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图65: 光伏玻璃库存天数



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图66: 光伏玻璃在产产线产能



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

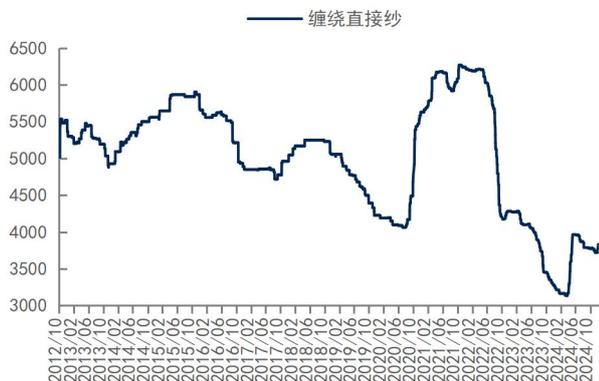
浮法玻璃需求有所恢复, 但供应端受局部低价期货货源冲击及个别大厂库存较高影响, 整体偏宽松, 短期需求逐步进入收尾阶段, 下游补货动能有限, 价格预计延续偏弱走势; 光伏玻璃需求支撑不足, 供给端延续缩减且部分窑炉仍有冷修计划, 库存不同程度下降, 但整体仍处于偏高水平, 供应量依旧充足, 短期虽部分厂家有提涨意愿, 但支撑有限预计价格稳定为主

### 玻纤: 供给压力有所增加, 复价推动价格趋稳运行

**价格和库存:** 11月玻纤市场弱势下调, 需求端热塑及风电产品订单支撑良好, 但传统市场整体偏弱, 叠加供给端部分产线点火复产, 供应整体偏宽松, 价格承压下行, 近期企业针对部分产品进行再次“复价”, 目前新价逐步推进, 价格涨后趋稳; 电子纱需求增量有限, 叠加电子布库存偏高, 短期暂稳出货, 价格趋稳运行。

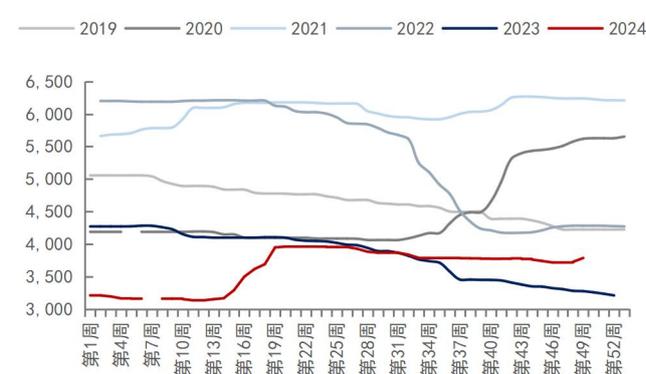
截至11月底, 无碱2400tex缠绕直接纱主流报价3300-3600元/吨, 月均价3613元/吨, 较10月均价环比-1.4%; 电子纱G75主流报价8600-9000元/吨, 月均价9065元/吨, 环比基本持平。截至11月末, 国内重点池窑企业库存80.7万吨, 同比-4.2万吨, 同比-4.9%, 环比+3.6万吨, 环比+4.7%, 库存环比延续增加。

图67: 国内主流缠绕直接纱均价(元/吨)



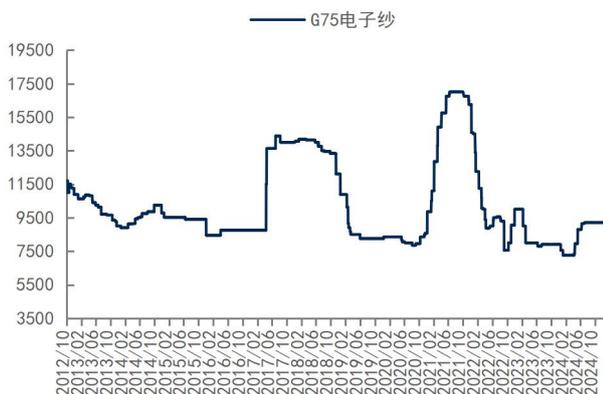
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图68: 国内主流缠绕直接纱均价同期对比(元/吨)



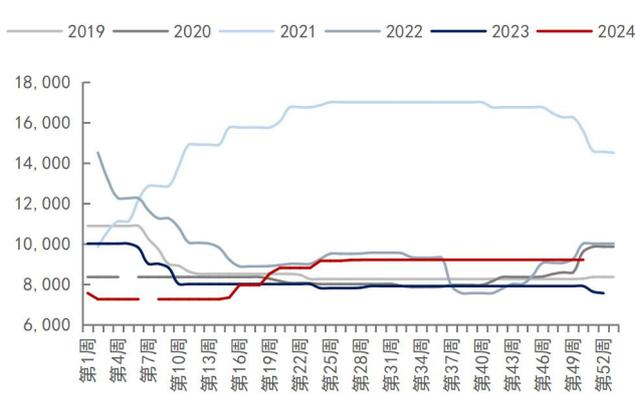
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图69: 国内主流 G75 电子纱均价 (元/吨)



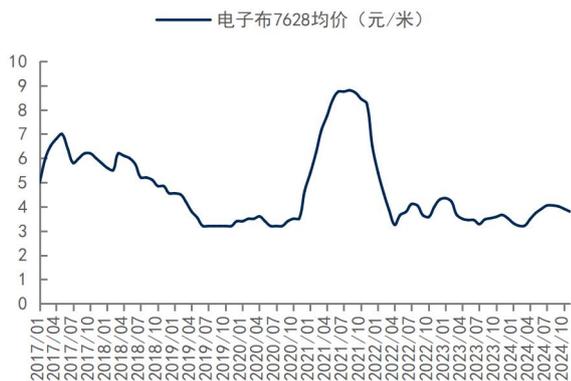
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图70: 国内主流 G75 电子纱均价同期对比 (元/吨)



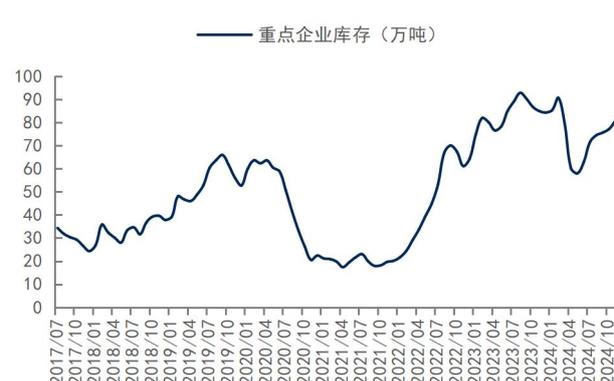
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图71: 国内 7628 电子布主流成交均价 (元/米)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图72: 国内重点池窑企业库存 (万吨)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**需求和供给:** 需求端地产基建需求延续弱势, 风电装机提升且预期向好, 汽车销售向好有支撑, 光伏领域边框/支架应用稳步推进, 同时出口环比回升:

①**建筑建材:** 1-11 月狭义/广义基建投资增速 9.4%/4.2%, 同比-1.6pct/+1.4pct, 环比-0.1pct/+0.04pct, 基建投资增速 10 月年内首次回升后, 11 月狭义增速环比略有回落, 明年财政政策或将更加积极有力, 为基建投资温和复苏提供支撑, 同时关注化债对基建的拉动; 1-11 月房地产开发投资同比-10.4%, 降幅环比扩大 0.1pct, 其中 11 月单月同比-11.6%, 降幅收窄 0.8pct, 10 月以来政策效果逐步显现, 房地产市场出现阶段性回稳, 此次政治局会议和中央经济工作会议进一步为明年政策定下积极基调, 财政、货币政策或将更加明显加力稳经济, 并继续释放“稳楼市”信号, 反映了中央更加坚定的稳楼市态度, 随着各项政策不断落地, 有望进一步改善市场预期, 预计房地产市场有望边际改善。

图73: 广义基建投资完成额及同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (2021年使用两年复合增速)

图74: 房地产开发投资完成额累计增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

**②风电领域:** 根据国家能源局数据, 1-10月风电新增装机45.8GW, 同比+22.8%, 其中10月单月新增装机6.68GW, 同比+74.4%, 环比+21.2%, 1-10月新增装机同比持续提升, 10月单月新增规模同比继续高增长; 同时根据国信电新不完全统计, 2024年1-11月全国风机公开招标容量98.2GW, 同比+60.4%, 其中11月公开招标容量14.1GW, 同比+122.3%, 单月招标量连续8个月同比高增。年初以来风电装机稳中有升, 风电新增装机招标持续回暖, 三季度以来招标高景气维持, 有望继续为后续装机及交付奠定良好基础。

图75: 全国新增并网风电装机容量当月同比及累计同比



资料来源: 国家能源局、国信证券经济研究所整理

图76: 公开招标市场月度风电招标容量



资料来源: 采招网、国信证券经济研究所整理

**③汽车领域:** 根据中汽协数据, 11月全国汽车销量331.6万辆, 同比+11.7%, 新能源汽车销量151.2万辆, 同比+47.4%, 1-11月全国汽车累计销量2794万辆, 累计同比+3.7%, 新能源汽车累计销量1126.2万辆, 累计同比+35.6%; 同时根据乘联会数据, 11月全国乘用车零售销量242.4万辆, 同比+16.6%, 新能源乘用车零售销量126.8万辆, 同比+50.5%, 1-11月全国乘用车零售累计销量2025.9万辆, 累计同比+4.7%, 新能源乘用车零售销量959.4万辆, 累计同比+41.2%。11月报废更新和置换更新政策效果继续显现, 购车需求进一步释放, 汽车高景气延续, 支撑全年需求超预期。

图77: 全国汽车销量及当月同比



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理（2021/02=364.8%）

图78: 全国新能源汽车销量及当月同比



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理（2021/02=749.3%）

图79: 全国乘用车零售销量及当月同比



资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理（2021/02=372.9%）

图80: 全国新能源乘用车零售销量及当月同比



资料来源：乘联会、国信证券经济研究所整理（2021/02=679.2%）

**④光伏领域：**光伏复合材料主要应用在边框、支架、柔性索、锚杆、电缆桥架、电缆保护管等，目前以光伏边框、光伏支架的产品应用方案居多，是组件的重要组成部分，对组件寿命影响较大，耐候性要求较高。目前，多家复合材料边框厂商均已通过第三方材料认证，2023年6月云天化重庆亿煊复合材料光伏支架通过TÜV北德认证，同时下游组件厂晶科、隆基、阿特斯、亿晶光电等认证、测评环节持续积极推进。

随着光伏复材材料边框/支架应用逐步落地，有望为玻纤需求提供新增长点，按照目前主流的工艺技术，1GW光伏边框的玻纤使用量接近4000吨，随着渗透率逐步提升，预计玻纤复合材料边框有望逐步起量。根据GIR调研2023年全球光伏复合材料边框收入约2.07亿美元，预计2030年达到567.2亿美元，年复合增速达107.6%。

表1: 多家企业复合材料光伏边框/支架产品陆续通过第三方权威认证

时间	公司	事件
2023年2月6日	沃莱新材	获TÜV南德全球首张光伏组件复合材料边框产品通过TÜV南德认证
2023年2月24日	德意隆	德国VDE检测认证研究所为亿晶光电的组件产品颁发认证证书，该产品使用德意隆生产的玻纤增强聚氨酯复合材料
2023年3月2日	德意隆	光伏组件复合材料边框产品通过TÜV南德认证
2023年4月12日	振石集团	光伏组件用复合材料边框通过德国莱茵TÜV集团认证
2023年4月25日	福膜科技	光伏组件复合材料边框产品通过TÜV南德认证

**表1: 多家企业复合材料光伏边框/支架产品陆续通过第三方权威认证**

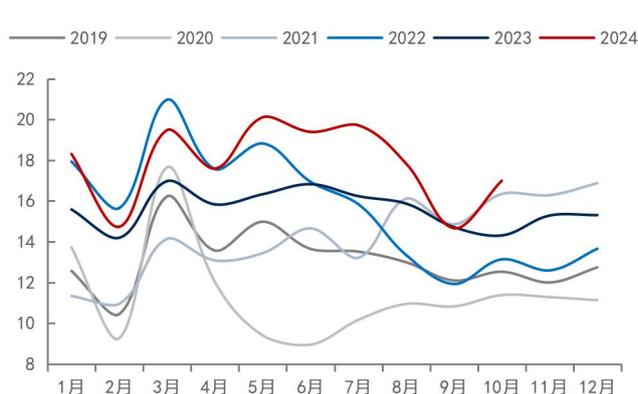
时间	公司	事件
2023年6月8日	重庆亿焯	复合材料光伏支架通过 TÜV 北德认证
2023年9月15日	云晟科技	复合材料边框产品通过 TÜV 南德认证
2023年10月10日	沃莱新材	复合材料边框制成的光伏组件样品通过 CPVT 测试, 获得全球首张复合边框光伏组件防火性能 A 级证书
2023年11月13日	重庆国际复材	复合材料边框产品通过德国莱茵 TÜV 认证, 并颁发了光伏材料目击实验室资格证书
2023年11月21日	浙江联洋	复合材料边框产品通过 TÜV 南德认证
2023年12月27日	鸿盛新材	复合材料边框产品通过 TÜV 南德认证
2024年1月19日	威远盛祥	聚氨酯光伏边框产品通过德国莱茵 TÜV 认
2024年1月22日	博菲光伏	光伏组件用复合材料边框产品通过德国莱茵 TÜV 认证
2024年2月7日	复睿技术	复合材料边框及 N 型双玻复合材料边框组件获得 TÜV 南德认证
2024年3月11日	创曦新材	光伏组件用复合材料边框产品通过德国莱茵 TÜV 认证
2024年3月11日	恒亿达	光伏组件用复合材料边框产品通过德国莱茵 TÜV 认证
2024年5月6日	恩贝斯复材	复合材料边框产品通过 TÜV 南德认证
2024年6月14日	联塑班皓	光伏组件用复合材料边框产品通过德国莱茵 TÜV 认证
2024年11月19日	重庆国际复材	热塑性尼龙基连续玻纤复合材料应用于拉挤太阳能边框通过德国莱茵 TÜV 认证, 获得全球首张热塑性太阳能边框认证证书

资料来源: 各公司官网官微、国信证券经济研究所整理

⑤**出口领域**: 2024年10月, 玻纤及其制品出口量 17.0 万吨, 同比+18.8%, 环比+15.9%, 出口金额 2.5 亿美元, 同比+18.0%, 环比+15.3%, 2023年下半年以来单月出口量同比基本保持持续增长趋势, 今年 1-10 月玻纤累计出口同比正增长, 其中 10 月单月出口在经历连续两个月下滑态势后实现止跌回升, 但整体贸易复苏仍存较多不确定性, 且近期针对玻纤及相关制品出口退税率由 13% 下调至 9%, 将导致国内玻纤企业出口利润承压, 短期也将对玻纤出口存在一定影响。

**图81: 玻纤及其制品月度出口数量及当月同比**

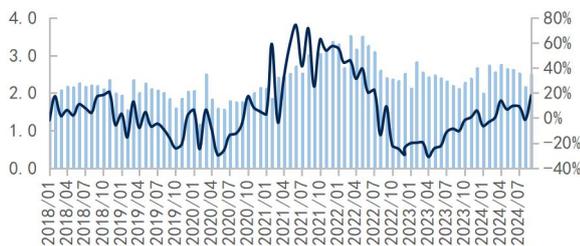

资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**图82: 玻纤及其制品月度出口数量同期比较（万吨）**


资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

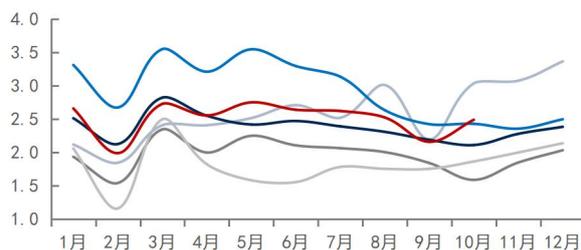
**图83: 玻纤及其制品月度出口金额及当月同比**
**图84: 玻纤及其制品月度出口金额同期比较（亿美元）**

玻纤及其制品出口金额：当月（亿美元）——当月同比（%）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

2019 2020 2021 2022 2023 2024



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

供给端来看,11月全国玻璃纤维池窑企业产线总条数124条(刨除僵尸产能8条),在产产线共计107条,月内泰山邹城5改8万吨电子纱、山东玻纤6改17万吨生产线复产点火,短期供应增加预期增强,供给端压力提升。

表2: 2023年以来玻纤产线变动情况

日期	企业	生产线	关停产能(万吨)	冷修产能(万吨)	点火产能(万吨)	产品	状态
2023/1/30	泰山玻纤	邹城4线			12	粗纱	复产点火
2023/2月底	台玻台嘉	成都1线			3	电子纱	复产点火
2023/3/30	重庆国际	F02线			6	粗纱	复产点火
2023/5/30	中国巨石	九江3线			20	粗纱	新建点火
2023/6/9	九鼎新材	聊城1线		7		粗纱	冷修停产
2023/8月底	重庆国际	F10线		12		粗纱	冷修停产
2023/9/4	邢台金牛	邢台2线		3		粗纱	冷修停产
2023/10/31	重庆国际	F13线			15	粗纱	新建点火
2023/11/7	内江华原	威远6线		5		粗纱	冷修停产
2023/11/15	重庆国际	F03线		6.5		粗纱	冷修停产
2023/12/31	长海股份	天马1线		3		粗纱	冷修停产
	<b>2023 合计</b>			<b>36.5</b>	<b>53</b>	<b>粗纱</b>	
	<b>2023 合计</b>				<b>3</b>	<b>电子纱</b>	
2024/1/16	山东玻纤	沂水6线			3	粗纱	新建点火
2024/1/16	山东玻纤	沂水7线			12	粗纱	新建点火
2024/1/20	泰山玻纤	邹城5线		5		电子纱	冷修停产
2024/1月底	台玻台嘉	成都1线		3		电子纱	热修
2024/1/31	山东玻纤	沂水4线		6		粗纱	冷修停产
2024/3/26	内蒙古天皓	一期			12	粗纱	新建点火
2024/3/31	四川玻纤	德阳1线		3		电子纱	冷修停产
2024/4/7	邢台金牛	2线		4		粗纱	冷修停产
2024/5/10	中国巨石	淮安1线			10	粗纱	新建点火
2024/5/22	昆山必成	3线			3.8	电子纱	复产点火
2024/6/19	四川玻纤	德阳1线			3	电子纱	复产点火
2024/7/26	中国巨石	淮安2线			10	粗纱	新建点火
2024/8/28	长海股份	4线			15	粗纱	新建点火
2024/9/20	邢台金牛	3线			15	粗纱	新建点火
2024/9月底	长海股份	常州2线		7		粗纱	冷修停产
2024/10/29	长海股份	天马1线			8	粗纱	复产点火
2024/10/31	重庆国际	F10线			12	粗纱	复产点火
2024/11/6	泰山玻纤	邹城5线			8	电子纱	复产点火
2024/11/24	山东玻纤	沂水4线			17	粗纱	复产点火
	<b>2024 合计</b>			<b>17</b>	<b>114</b>	<b>粗纱</b>	
	<b>2024 合计</b>			<b>11</b>	<b>14.8</b>	<b>电子纱</b>	

资料来源：卓创资讯、公司公告、国信证券经济研究所整理

整体来看，粗纱价格弱势下调，短期“复价”推动，目前新价逐步落实，但供应端压力有所增加，市场观望情绪较大，价格短期或维持偏稳走势；电子纱需求增量支撑有限，月内亦有冷修产线复产，叠加电子布库存偏高仍待消化，短期预计维持稳中偏弱走势。

## 投资建议：政策定调积极，看好板块机会

自 9.26 会议积极定调并首次明确要求“房地产市场止跌回稳”，央行、财政、住建部等相继出台落地措施，10 月以来政策效果逐步显现，重点城市新房及二手房成交表现活跃，房地产市场出现阶段性回稳。12 月政治局会议和中央经济工作会议进一步为明年政策定下积极基调，财政、货币政策或将更加明显加力稳经济，并继续释放“稳楼市”信号，反映了中央更加坚定的稳楼市态度，更多增量政策也有望跟进。目前，建材板块仍处于底部区间，估值和持仓亦处于低位，短期政策持续落地有望带来估值修复，并推动后续基本面企稳改善，继续看好建材板块投资机会。推荐关注成长性较强、估值弹性较大的消费建材龙头三棵树、兔宝宝、北新建材、伟星新材、坚朗五金、东方雨虹、科顺股份；同时推荐供给端有积极变化，盈利预期有望改善的水泥玻璃龙头海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、旗滨集团，以及玻纤龙头底部配置机会，推荐中国巨石、中材科技；其他细分领域关注专业照明领域龙头海洋王。

## 风险提示

- (1) 政策落地效果低于预期；
- (2) 供给增加超预期；
- (3) 成本上涨超预期。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032