

建筑建材 2025 年 2 月投资策略

关注节后复工情况，逢低择优布局

优于大市

核心观点

1月回顾：整体跑赢大盘，水泥相对收益明显。1月建材板块单月-1.95%，跑赢沪深300指数1.0pct，其中水泥板块+0.1%，跑赢沪深300指数3.1pct，玻璃板块-3.42%，跑输沪深300指数0.43pct，玻纤板块-2.37%，跑赢沪深300指数0.62pct，其他建材板块-2.91%，跑赢沪深300指数0.08pct。建材细分板块中，涨跌幅前三位的板块为减水剂(+11.32%)、石膏板(+3.20%)、水泥管(+0.99%)，后三位为混凝土(-10.40%)、碳纤维(-9.76%)、陶瓷瓷砖(-9.05%)。建筑各细分版块全部下跌，国际工程跌幅较小(-1.21%)，大型建筑央企跌幅较大(-7.05%)。

年末开工提速，政策效果继续释放，关注后续持续性。2024年12月全国开工项目投资额2.62万亿元，单月同比大幅增长45.8%，单月环比大幅增长238.8%，2025年1月新增专项债发行2048亿元，同比+260.7%。尽管2024年12月项目开工明显提速，但2024年整体开工强度仍然同比显著下降，2024年1-12月开工项目投资额32.01万亿元，同比-32.8%。而随着开工端在2022年见顶后持续下滑，实物工作量在2023年见顶后也将持续承压。12月政治局会议和中央经济工作会议继续释放更加坚定的稳楼市基调，房地产市场继续筑底，积极变化持续累积，12月销售降幅连续8个月收窄，尤其三季度以来，在中央政治局定调市场“止跌回稳”基调下，降幅收窄加速，但投资端尚未出现改善迹象，依旧处于低位且降幅仍有扩大。12月基建投资有所加快，广义基建保持高增速，狭义增速环比再次提升，财政端整体定调偏积极，1月10日国务院新闻办公室系列新闻发布会，财政部再次表示在“力度、效率、时机”3个方面，更加积极的财政政策未来可期，增量政策对实物量的效果预计后续有望逐步显现。

关注节后需求恢复和供给端积极变化。①**水泥：**节前水泥需求继续减弱，但受暖冬影响，南方地区施工需求略好于预期，目前北方地区已经全面进入采暖季，同时南方地区一季度停窑力度进一步加大，短期价格季节性回落已趋于稳定，整体库存偏低运行，有望为后续开春行情奠定良好基础。②**玻璃：**浮法玻璃中下游节前适当备货，叠加供给端持续缩减，企业去库积极，价格窄幅波动，短期仍有部分产线点火及冷修计划，产能预期变化不大，关注节后下游开复工节奏；光伏玻璃需求支撑不足，短期终端需求尚未见好转迹象，组件厂家开工率维持低位，冷修支撑下供应压力继续缓解，利润空间略有修复但整体仍处于亏损状态，供需偏弱下预计短期价格稳定为主。③**玻纤：**粗纱短期基本走稳，个别产品受产能缩减影响小幅提涨但新价推进情况一般，节后随着市场需求逐步释放叠加短期供给增量不多，价格短期维稳且有提涨可能；电子纱需求支撑有限，叠加电子布库存偏高仍待消化，下游提供积极性较弱，短期预计价格继续维持稳中偏弱。

投资建议：

建材：政策定调积极，逢低择优布局。9.26会议积极定调并首次明确“房地产市场止跌回稳”标志政策转向，10月以来政策效果逐步显现，核心城市加快修复，房地产市场阶段性回稳，12月政治局会议和中央经济工作会议继续释放更加坚定稳楼市基调，后续更多增量政策的继续跟进，有望对地产链预期修复产生积极影响。近期建材板块表现有所反复，估值和持仓亦延续低位，市场对地产链担忧仍存，短期关注节后需求恢复节奏及后续财政发力和地产

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

证券分析师：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn
S0980524010001

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

- 《建筑建材双周报（2025年第1期）-关注建材板块布局机会，建筑把握重大工程主线》——2025-01-14
- 《建材行业基金持仓专题-建材持仓延续低配，看好政策加力信号释放下板块修复机会》——2024-12-17
- 《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》——2024-12-17
- 《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

政策效果，逢低择优布局经营韧性更强的消费建材龙头，推荐三棵树、北新建材、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹，关注坚朗五金、科顺股份；同时推荐供给端有积极变化，盈利同比改善的水泥龙头海螺水泥、华新水泥，关注塔牌集团等，以及玻璃玻纤龙头底部配置机会，推荐中国巨石、中材科技、旗滨集团；其他细分领域关注专业照明领域龙头海洋王。

建筑：关注央企资产负债表修复，把握结构性机遇。预计 2025 年建筑板块将继续面临下游需求整体低迷的压力，核心在于“缺项目”而非“缺资金”，在严格的隐债监管下，地方投资的主要资金来源如专项债、银行信贷、社会资本均对项目本身收益性有较高的要求，而优质项目储备相对紧缺，这也是专项债发行节奏逐年放缓的核心原因。由于开工数据于 2022 年见顶，当前在建基建项目已经显著减少，预测 2025 基建投资将面临较大压力。对建筑央企而言，2024 年是“负增长第一年”，同时也是“报表修复的起点”，在国企改革深化的背景下，央企的经营重心将从利润表全面转向资产负债表和现金流量表，叠加化债政策逐步落地，24Q3 已经可以观察到扩表的边际放缓和现金流长期边际改善的趋势，这些变化将持续优化建筑央企资产质量，推动建筑央企整体估值的长期提升。在增量层面，预计中央财政支持的国家重大战略项目投资规模将快速放量，重点关注雅下水电建设、沿海核电建设、西部铁路建设、沿海和内河港口水运建设。**重点推荐中国铁建、中国交建、中岩大地、鸿路钢构、亚翔集成、太极实业。**

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。

内容目录

1 月回顾：建材跑赢大盘，水泥相对收益明显	7
政策效果继续释放，关注后续持续性	10
年末开工提速，但全年实物工作量仍有较大增长压力	10
地产积极变化持续累积，关注修复持续性	11
财政政策定调更加积极，有望托底基建投资	12
关注节后需求恢复和供给端积极变化	14
水泥：错峰力度加大，偏低库存有望为开春奠定良好基础	14
玻璃：价格窄幅波动，供给端延续缩减	18
玻纤：短期价格趋稳，关注节后需求恢复	21
投资建议	27
风险提示	27

图表目录

图 1: 1 月建材各细分子板块涨跌幅	7
图 2: 1 月建筑各细分子板块涨跌幅	7
图 3: 申万一级行业 1 月份涨跌幅排名 (%)	7
图 4: 建材板块最近 1 年板块月涨跌幅 (%)	8
图 5: 建材行业最近 1 年的月涨跌幅在全行业中排名	8
图 6: 1 月建材板块个股涨跌幅 (%)	8
图 7: 1 月建筑板块个股涨跌幅 (%)	8
图 8: 水泥板块 PE Band	9
图 9: 水泥板块 PB Band	9
图 10: 玻璃板块 PE Band	9
图 11: 玻璃板块 PB Band	9
图 12: 玻纤板块 PE Band	9
图 13: 玻纤板块 PB Band	9
图 14: 其他建材板块 PE Band	10
图 15: 其他建材板块 PB Band	10
图 16: 近三年项目开工投资额单月值 (亿元)	10
图 17: 近三年项目开工投资额累计值 (亿元)	10
图 18: 地方政府专项债当月发行额 (亿)	11
图 19: 地方政府专项债发行进度情况 (%)	11
图 20: 历年开工项目投资额 (亿元)	11
图 21: 以开工投资额推算未来两年实物工作量将显著下降 (亿元)	11
图 22: 房地产开发投资完成额累计增速 (%)	12
图 23: 商品房销售面积累计增速 (%)	12
图 24: 房屋新开工面积累计增速 (%)	12
图 25: 房屋竣工面积累计增速 (%)	12
图 26: 广义基建投资完成额 (万亿) 及同比增速 (%)	13
图 27: 单月广义基建投资增速 (%)	13
图 28: 广义基建投资中各细分项累计同比增速 (%)	13
图 29: 基建投资中部分重要细分项累计同比增速 (%)	13
图 30: 全国水泥平均价格走势 (元/吨)	14
图 31: 各年同期水泥价格走势比较 (元/吨)	14
图 32: 华北地区水泥价格走势 (元/吨)	14
图 33: 东北地区水泥价格走势 (元/吨)	14
图 34: 华东地区水泥价格走势 (元/吨)	15
图 35: 中南地区水泥价格走势 (元/吨)	15
图 36: 西南地区水泥价格走势 (元/吨)	15
图 37: 西北地区水泥价格走势 (元/吨)	15

图 38: 全国水泥平均出货率	15
图 39: 水泥全国出货率持续低于往年同期 (%)	15
图 40: 2024 年全国水泥产量同比下降 9.5%	16
图 41: 2024 年 12 月水泥当月产量同比降幅大幅缩窄至 2.0%	16
图 42: 全国水泥库容比 (%)	16
图 43: 历史同期全国水泥库容比 (%)	16
图 44: 华北水泥库容比 (%)	17
图 45: 东北水泥库容比 (%)	17
图 46: 华东水泥库容比 (%)	17
图 47: 中南水泥库容比 (%)	17
图 48: 西南水泥库容比 (%)	17
图 49: 西北水泥库容比 (%)	17
图 50: 浮法玻璃国内主流市场平均价	18
图 51: 历史同期浮法玻璃价格走势 (元/吨)	18
图 52: 重点监测省份生产企业浮法玻璃库存 (万重箱)	18
图 53: 历史同期浮法玻璃生产企业库存 (万重箱)	18
图 54: 行业月度生产线冷修停产产能 (万重箱)	19
图 55: 行业月度净增加产能 (万重箱)	19
图 56: 2024 年 1-12 月光伏累计新增装机量同比增长 28.68%	19
图 57: 2024 年 12 月光伏新增装机量同比增长 140.28%	19
图 58: 2024 年 1-11 月光伏组件累计出口同比增长 14%	20
图 59: 2024 年 11 月光伏组件出口同比减少 14%	20
图 60: 国内 3.2mm 光伏镀膜玻璃价格走势 (元/平米)	20
图 61: 3.2mm 光伏镀膜玻璃历史同期周度价格 (元/平米)	20
图 62: 光伏玻璃库存天数	20
图 63: 光伏玻璃在生产线产能	20
图 64: 国内主流缠绕直接纱均价 (元/吨)	21
图 65: 国内主流缠绕直接纱均价同期对比 (元/吨)	21
图 66: 国内主流 G75 电子纱均价 (元/吨)	21
图 67: 国内主流 G75 电子纱均价同期对比 (元/吨)	21
图 68: 国内 7628 电子布主流成交均价 (元/米)	22
图 69: 国内重点池窑企业库存 (万吨)	22
图 70: 广义基建投资完成额及同比增速	22
图 71: 房地产开发投资完成额累计增速	22
图 72: 全国新增并网风电装机容量当月同比及累计同比	23
图 73: 公开招标市场月度风电招标容量	23
图 74: 全国汽车销量及当月同比	23
图 75: 全国新能源汽车销量及当月同比	23
图 76: 全国乘用车零售销量及当月同比	24
图 77: 全国新能源乘用车零售销量及当月同比	24
图 78: 玻纤及其制品月度出口数量及当月同比	25

图 79: 玻纤及其制品月度出口数量同期比较 (万吨) 25
图 80: 玻纤及其制品月度出口金额及当月同比 25
图 81: 玻纤及其制品月度出口金额同期比较 (亿美元) 25

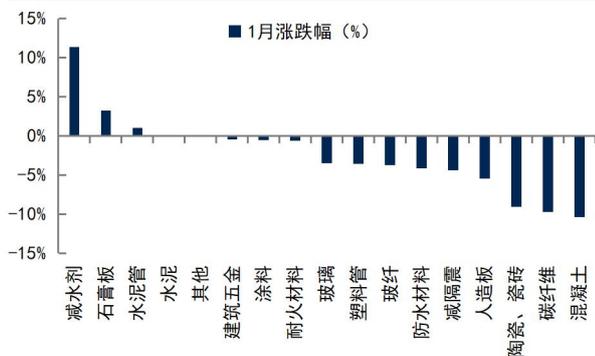
表 1: 多家企业复合材料光伏边框/支架产品陆续通过第三方权威认证 24
表 2: 2023 年以来玻纤产线变动情况 26

1 月回顾：建材跑赢大盘，水泥相对收益明显

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，1 月建材板块整体下跌 1.95%，跑赢沪深 300 指数 1.04 个百分点，建材龙头企业上涨 0.12%，跑赢沪深 300 指数 3.12 个百分点。具体来看，水泥板块单月上涨 0.1%，跑赢沪深 300 指数 3.10 个百分点，玻璃板块单月下跌 3.42%，跑输沪深 300 指数 0.43 个百分点，玻纤板块单月下跌 2.37%，跑赢沪深 300 指数 0.62 个百分点，其他建材板块单月下跌 2.91%，跑赢沪深 300 指数 0.08 个百分点。

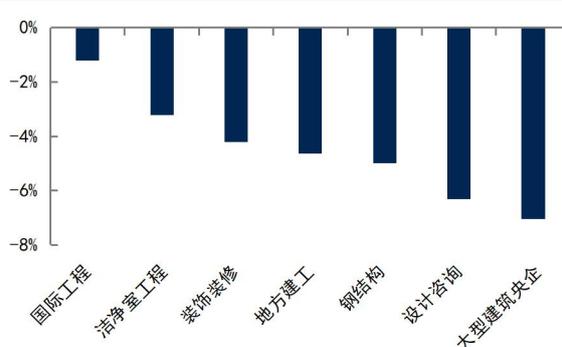
从具体细分子板块来看，1 月份涨跌幅前三位的板块分别为减水剂（+11.32%）、石膏板（+3.20%）、水泥管（+0.99%），后三位分别为混凝土（-10.40%）、碳纤维（-9.76%）、陶瓷瓷砖（-9.05%）。建筑各细分版块全部下跌，国际工程跌幅较小（-1.21%），大型建筑央企跌幅较大（-7.05%）。

图1：1 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

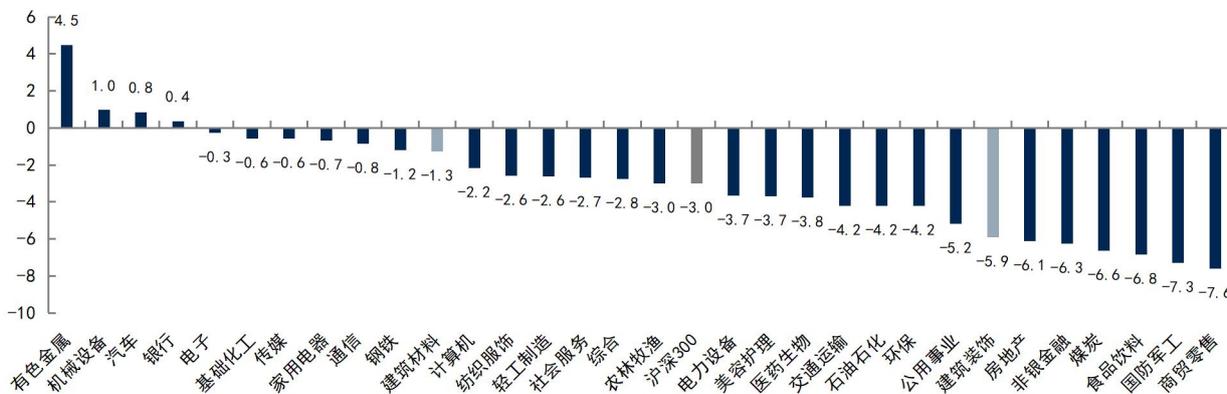
图2：1 月建筑各细分子板块涨跌幅



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，1 月份建筑材料板块（申万一级行业）单月下跌 1.27%，居所有行业中第 11 名，跑赢沪深 300 指数 1.72 个百分点，处于行业中靠前水平。建筑装饰板块（申万一级行业）单月下跌 5.92%，居所有行业中第 26 名，跑输沪深 300 指数 2.93 个百分点，处于行业中靠后水平。

图3：申万一级行业 1 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

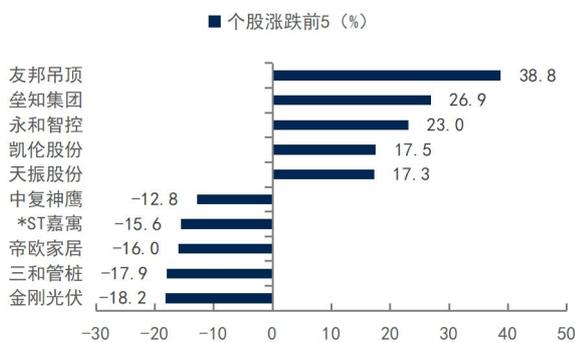
图5: 建材行业最近1年的月涨跌幅在全行业中排名



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从个股表现来看, 建材板块1月份涨跌幅排名前五位的公司分别为: 友邦吊顶(+38.8%)、垒知集团(+26.9%)、永和智控(+23.0%)、凯伦股份(+17.5%)、天振股份(+17.3%); 涨跌幅排名后五位的公司分别为: 金刚光伏(-18.2%)、三和管桩(-17.9%)、帝欧家居(-16.0%)、*ST嘉寓(-15.6%)、中复神鹰(-12.8%)。建筑板块1月份涨跌幅排名前五位的公司分别为: 汇绿生态(+25.0%)、时空科技(+15.2%)、郑中设计(+14.4%)、ST柯利达(+13.1%)、交建股份(+12.8%); 涨跌幅排名后五位的公司分别为: 瑞和股份(-33.4%)、建艺集团(-27.4%)、奥雅股份(-23.0%)、创兴资源(-18.6%)、东珠生态(-18.4%)。

图6: 1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

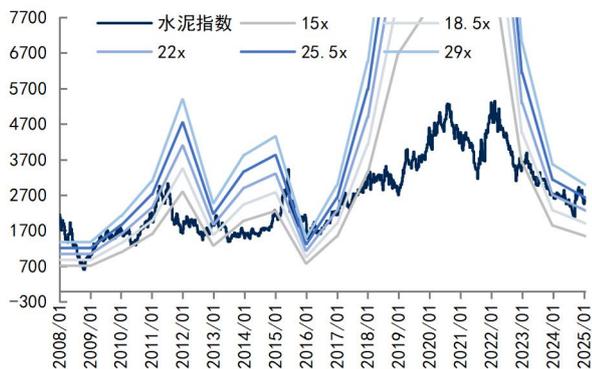
图7: 1月建筑板块个股涨跌幅(%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

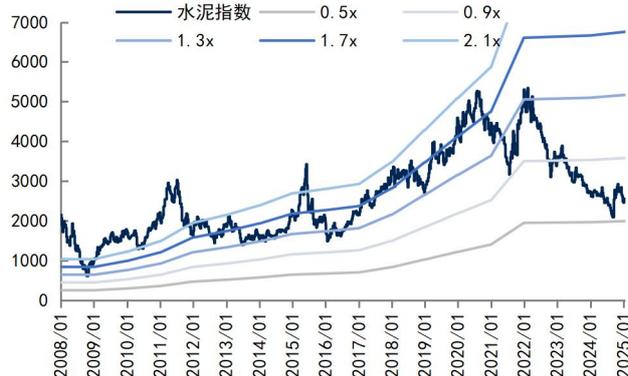
板块估值方面, 截至1月24日, 水泥、玻璃、玻纤、其他建材的PE分别为24.53x、28.38x、23.01x和25.81x, PB分别为0.63x、3.46x、1.46x和1.76x。

图8: 水泥板块 PE Band



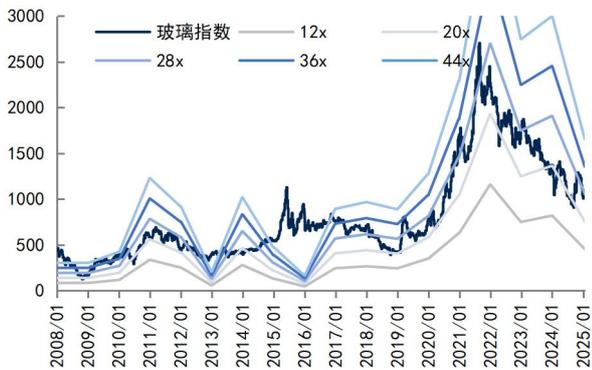
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图9: 水泥板块 PB Band



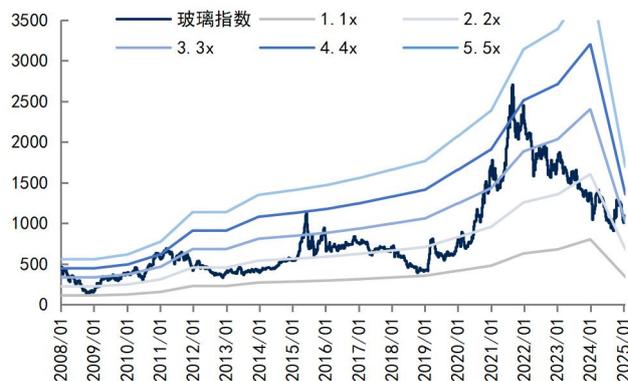
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图10: 玻璃板块 PE Band



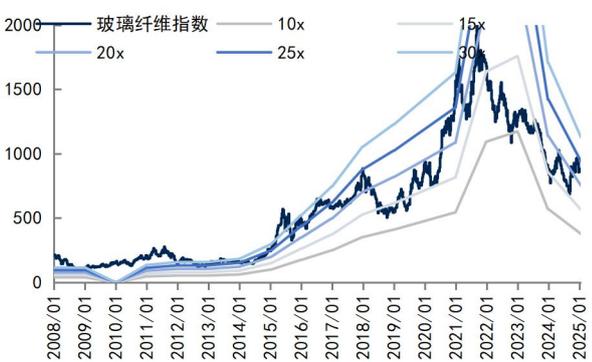
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图11: 玻璃板块 PB Band



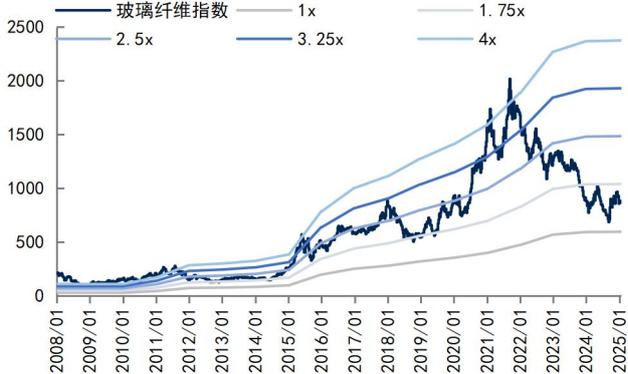
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图12: 玻纤板块 PE Band



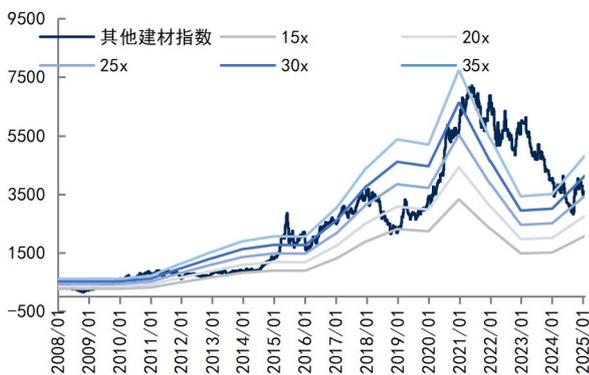
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图13: 玻纤板块 PB Band



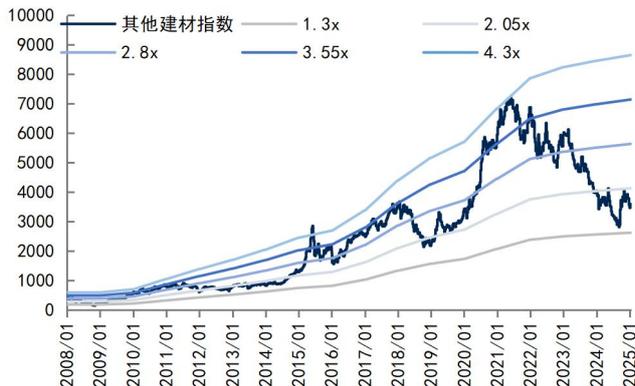
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图14: 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15: 其他建材板块 PB Band



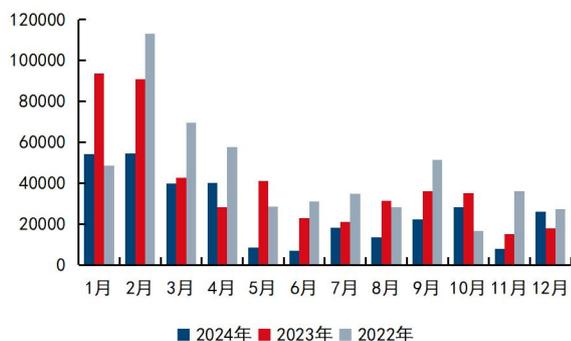
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

政策效果继续释放，关注后续持续性

年末开工提速，但全年实物工作量仍有较大增长压力

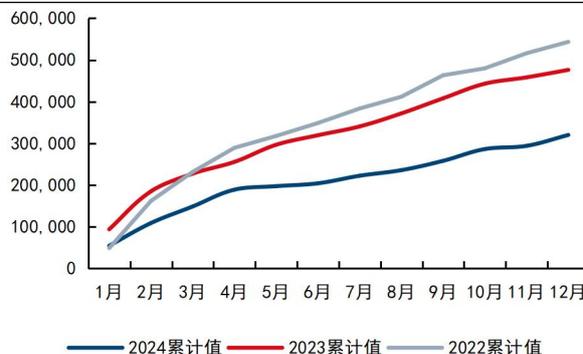
根据 Mysteel 统计，2024 年 12 月全国开工项目投资额 2.62 万亿元，单月同比大幅增长 45.8%，单月环比大幅增长 238.8%。12 月中央经济工作会议明确“适度超前开展基础设施投资”，预计部分成熟项目审批落地加速，推动年末开工提速。

图16: 近三年项目开工投资额单月值（亿元）



资料来源: Mysteel、国信证券经济研究所整理

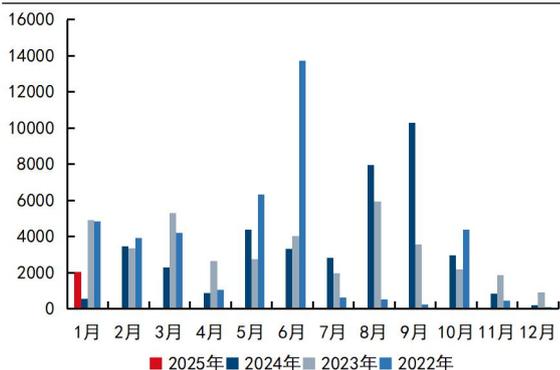
图17: 近三年项目开工投资额累计值（亿元）



资料来源: Mysteel、国信证券经济研究所整理

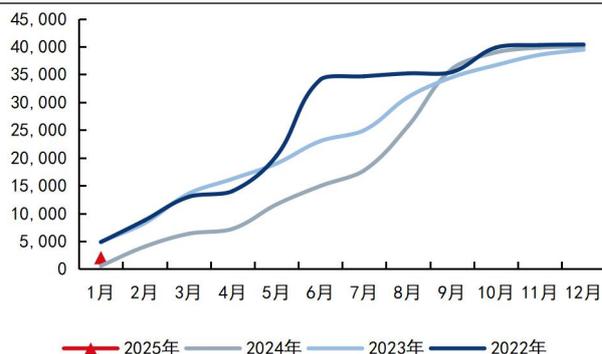
2025 年 1 月新增专项债发行 2048 亿元，同比+260.7%，在上年低基数的水平下实现大幅增长，但不及 2022-2023 年水平。按照监管要求，2024 年提前批地方债额度要在 1 月份尽快启动发行工作，考虑到还需经过项目申报及审核、纳入预算等程序，预计 2-3 月新增专项债发行有望明显提速。

图18: 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

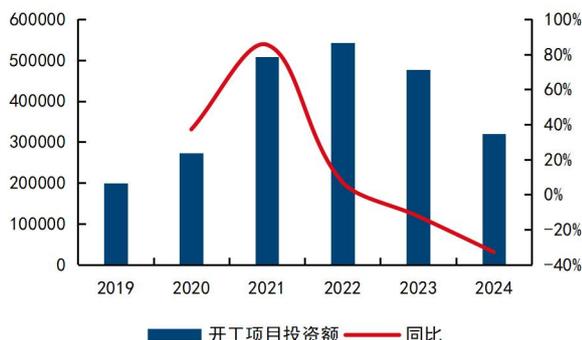
图19: 地方政府专项债发行进度情况 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

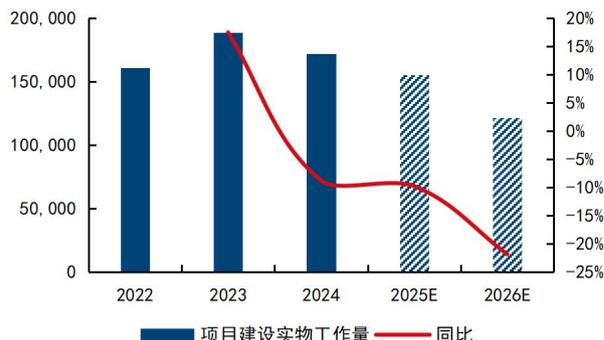
尽管2024年12月项目开工明显提速,但2024年整体开工强度仍然同比显著下降,2024年1-12月开工项目投资额32.01万亿元,同比-32.8%。我们假设基建项目的开工将在未来三年内形成“实物工作量”,可以发现实物工作量的增速与基建投资增速具有较高的相关性。而随着开工端在2022年见顶后持续下滑,实物工作量在2023年见顶后也将持续承压。

图20: 历年开工项目投资额 (亿元)



资料来源: Mysteel、国信证券经济研究所整理

图21: 以开工投资额推算未来两年实物工作量将显著下降 (亿元)



资料来源: Mysteel、国信证券经济研究所整理

地产积极变化持续累积, 关注修复持续性

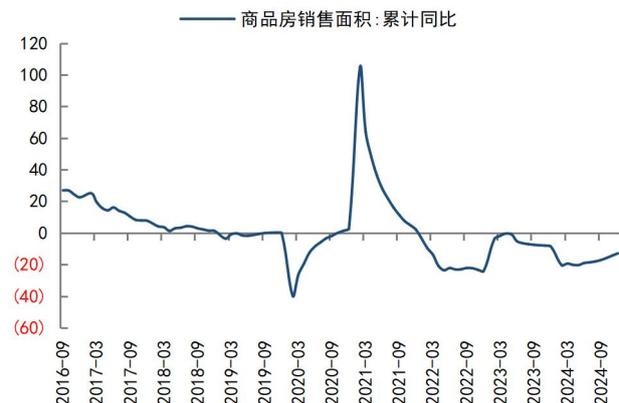
市场继续筑底修复,积极变化持续累积,销售降幅连续8个月收窄,尤其三季度以来,在中央政治局定调市场“止跌回稳”基调下,降幅收窄加速,但投资端尚未出现改善迹象,依旧处于低位且降幅仍有扩大,新开工和竣工同比走低仍处于收缩周期,但当月降幅均有所收窄。2024年1-12月房地产开发投资同比-10.6%,降幅环比扩大0.2pct,其中12月单月同比-13.3%,降幅扩大1.8pct;商品房销售面积累计同比-12.9%,降幅环比收窄1.4pct,其中12月单月同比-0.5%,再次小幅转负,增速环比下降3.7pct;房屋新开工面积累计同比-23.0%,降幅环比持平,其中12月单月同比-23.0%,降幅环比收窄3.8pct;房屋竣工面积累计同比-27.7%,降幅环比扩大1.5pct,其中12月单月同比-30.4%,降幅环比收窄8.5pct。

图22: 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

图23: 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

图24: 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25: 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

9. 26 会议积极定调并首次明确“房地产市场止跌回稳”，标志政策转向，随后央行、财政、住建部等多部位相继出台落地措施，10 月以来政策效果逐步显现，核心城市加快修复，房地产市场阶段性回稳。12 月政治局会议提出“稳住楼市”，中央经济工作会议再次强调“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，继续释放更加坚定的稳楼市基调，预计在积极宏观政策与楼市稳定政策配套的双重推动下，有望进一步带动预期修复，推动房地产市场边际改善。

财政政策定调更加积极，有望托底基建投资

基建投资整体维持稳健增长，广义基建保持高增速，主要受益能源电力等细分领域快速增长，12 月狭义增速环比再次提升。2024 年广义/狭义基建投资增速 9.2%/4.4%，同比+0.96pct/-1.5pct，环比-0.2pct/+0.2pct。具体来看，1-12 月交通运输、仓储和邮政业累计增速 5.9%，增速同比-4.6pct，环比-1.0pct，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速 23.9%，增速同比+0.9pct，环比+0.2pct，水利、环境和公共设施管理业增速 4.2%，增速同比+4.1pct，环比+0.2pct。

中央经济工作会议定调 2025 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。1月10日，国务院新闻办公室系列新闻发布会，财政部再次表示在“力度、效率、时机”3个方面，更加积极的财政政策未来可期。2025年在外需下降和内需提振的压力下，基建投资作为固定资产投资的重要组成部分，仍是稳增长重要抓手，化债措施逐步落地和更加积极财政政策陆续出台有望托底基建投资。

图26: 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27: 单月广义基建投资增速（%）



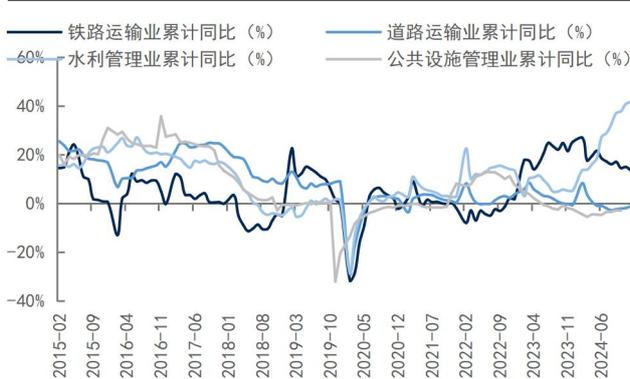
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理（2021年使用两年复合增速）

图28: 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29: 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）

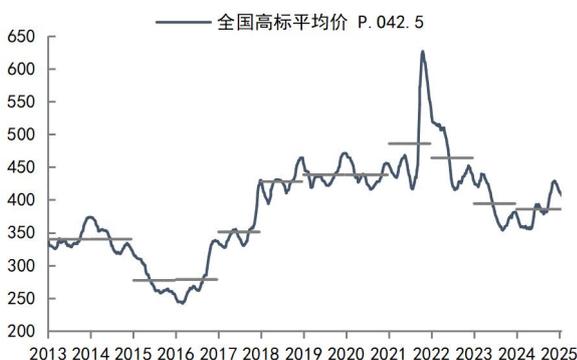
关注节后需求恢复和供给端积极变化

水泥：错峰力度加大，偏低库存有望为开春奠定良好基础

1月随着春节假期逐步临近，下游工程项目陆续停工，水泥需求持续快速下降，目前北方已全面进入采暖季错峰停窑阶段，叠加重污染天气预警影响，阶段性开工率进一步下降，南方多数省份一季度错峰力度进一步加强，大部分集中于1月中下旬停窑。上旬受企业节前清库影响，价格延续回落走势，中下旬开始随着市场逐步趋于停工，价格趋于稳定。

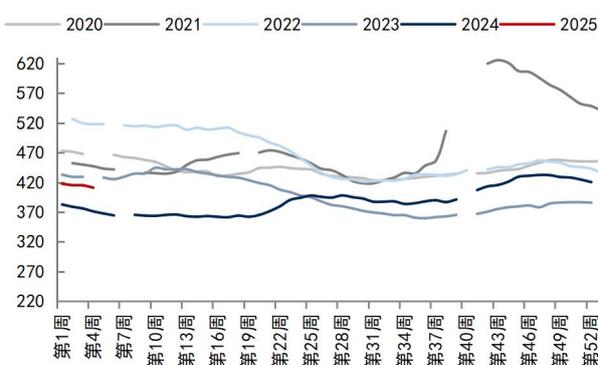
截至1月24日当周，全国高标水泥平均价为406.5元/吨，环比12月末-2.32%。具体来看，各地区水泥价格表现分别为：华北380元/吨（环比持平）、东北503元/吨（环比-1.31%）、华东398元/吨（环比-5.59%）、中南401元/吨（环比-3.41%）、西南383元/吨（环比-1.29%）、西北413元/吨（环比持平）。

图30: 全国水泥平均价格走势（元/吨）



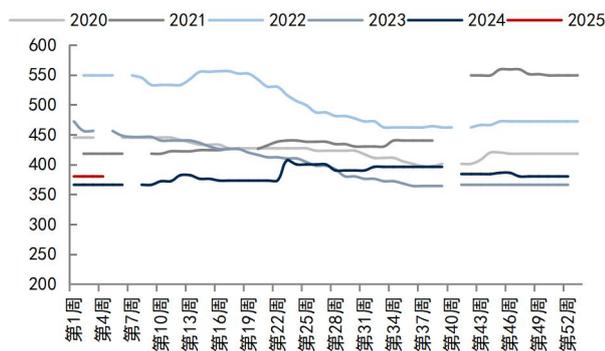
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图31: 各年同期水泥价格走势比较（元/吨）



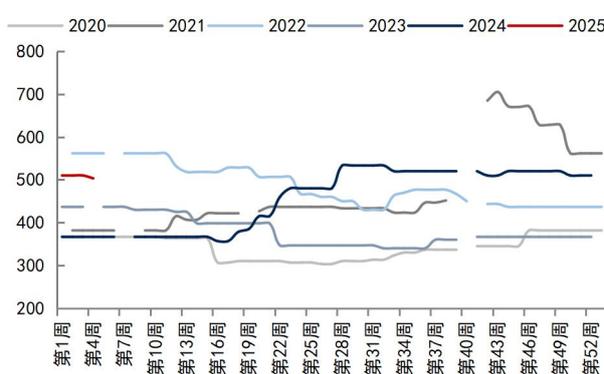
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图32: 华北地区水泥价格走势（元/吨）



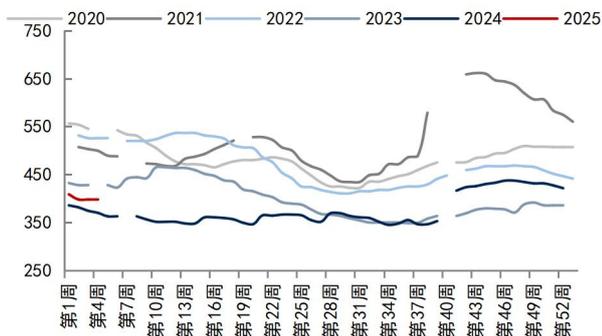
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图33: 东北地区水泥价格走势（元/吨）



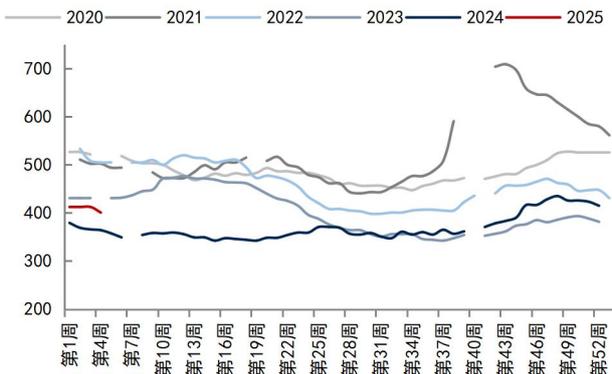
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图34: 华东地区水泥价格走势（元/吨）



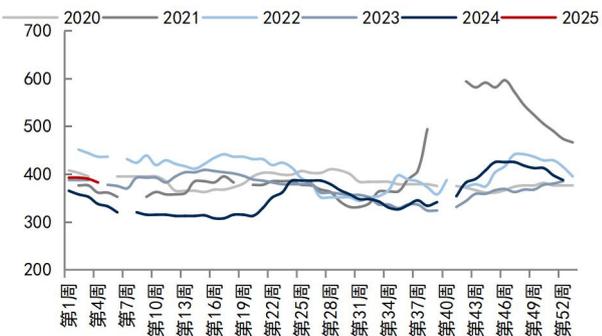
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图35: 中南地区水泥价格走势（元/吨）



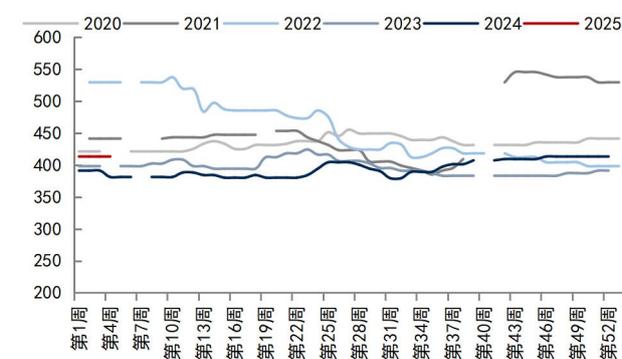
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图36: 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

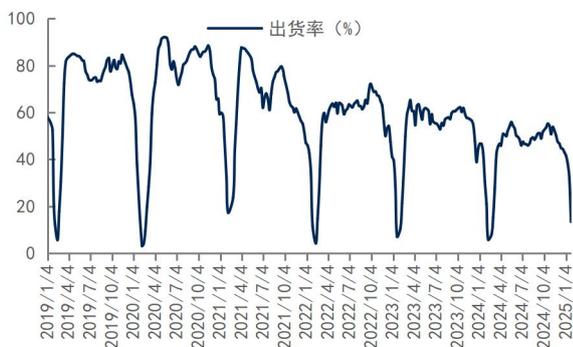
图37: 西北地区水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

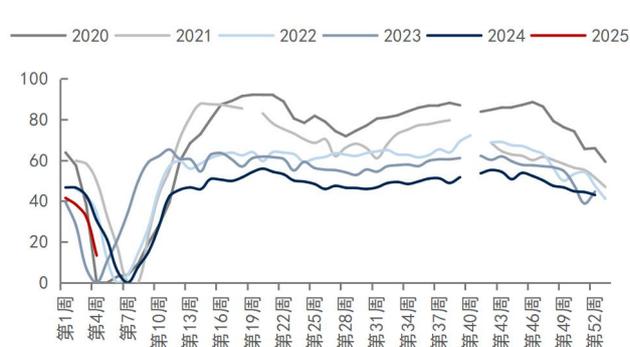
2024年1-12月，全国规上企业水泥产量18.3亿吨，同比-9.5%，其中12月单月产量1.55亿吨，同比-2.0%，环比-8.4%，12月需求逐步进入淡季，环比继续减弱，同比降幅收窄。截至1月24日当周，全国水泥平均出货率13.3%，较1月初降低28.2个百分点。

图38: 全国水泥平均出货率



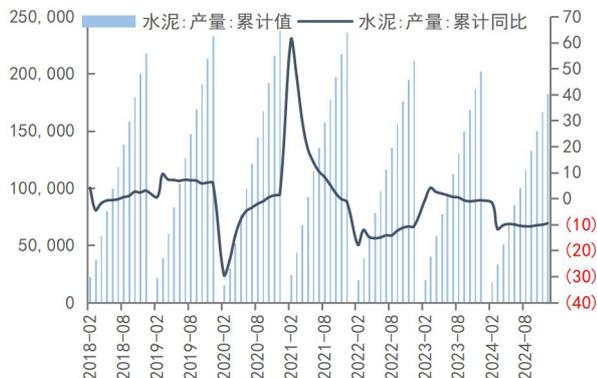
资料来源：数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图39: 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40: 2024年全国水泥产量同比下降9.5%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

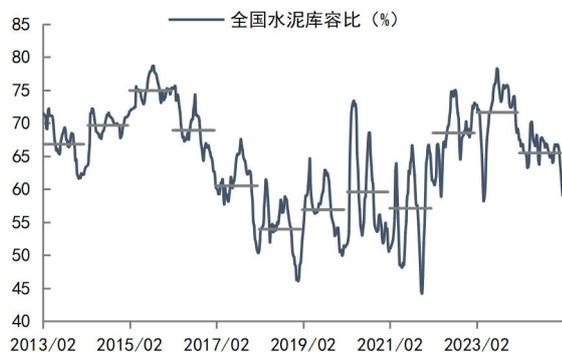
图41: 2024年12月水泥当月产量同比降幅大幅缩窄至2.0%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 1-2月为累计)

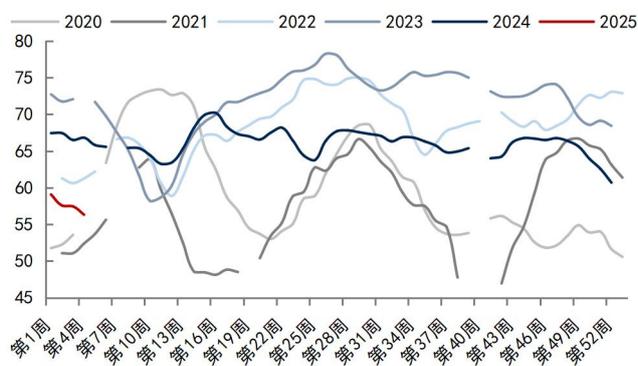
库存方面,截至1月24日当周全国平均库容比水平为56.3%,较12月末下降4.4个百分点,同比下降10.5个百分点。分区域来看,华北、东北、华东、中南、西南、西北地区库容比分别为61.4%(环比-2.3pct)、51.9%(环比-0.6pct)、59.8%(环比-4.0pct)、53.8%(环比-3.0pct)、54.4%(环比-3.8pct)、52.2%(环比-15.0pct)。

图42: 全国水泥库容比 (%)



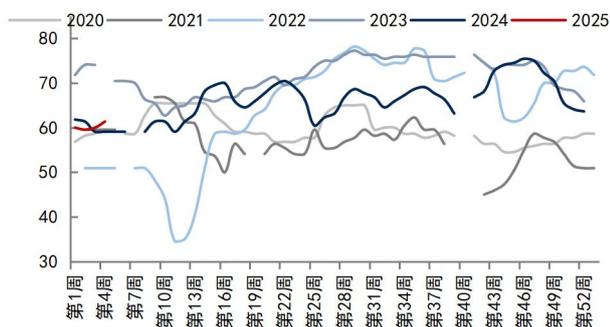
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图43: 历史同期全国水泥库容比 (%)



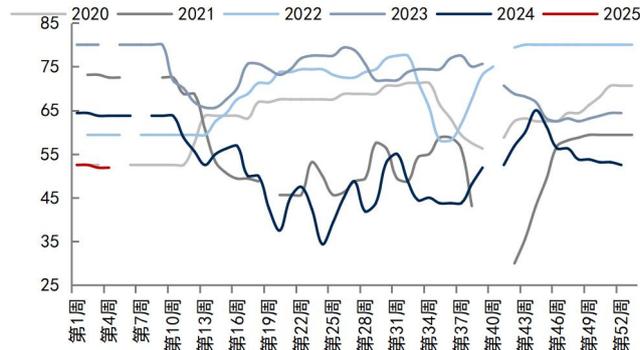
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图44: 华北水泥库容比 (%)



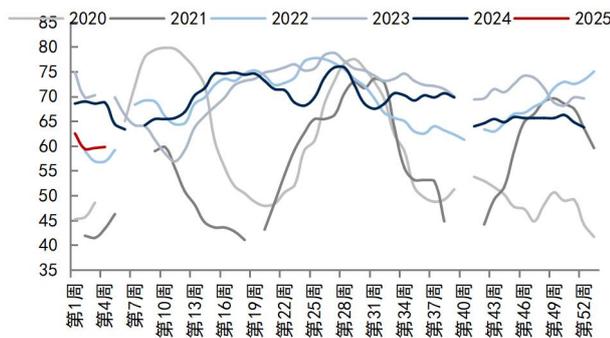
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图45: 东北水泥库容比 (%)



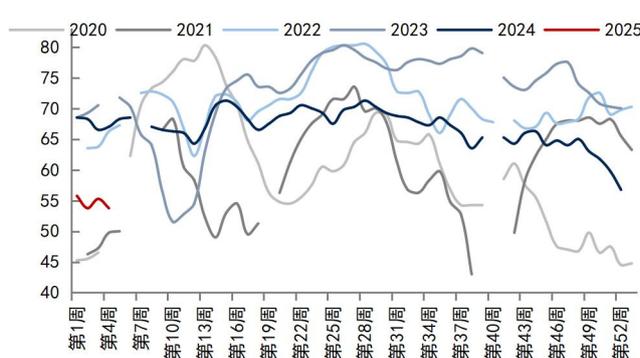
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图46: 华东水泥库容比 (%)



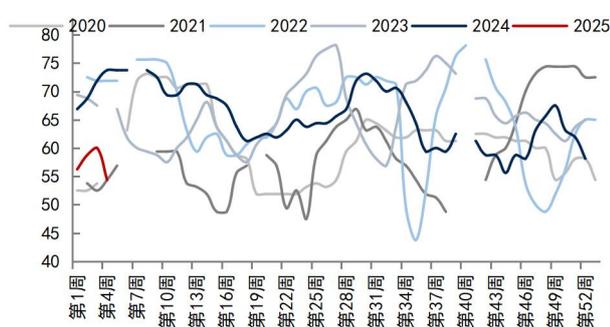
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图47: 中南水泥库容比 (%)



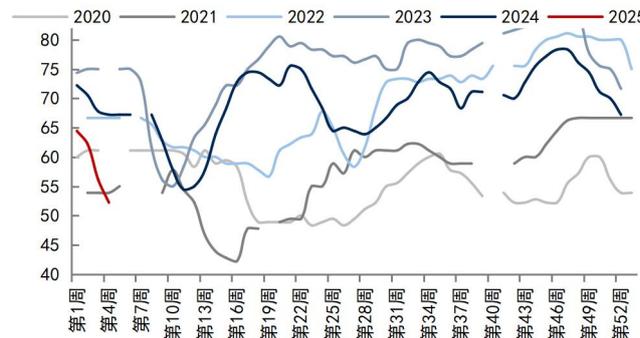
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图48: 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49: 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, 节前水泥需求继续减弱, 但受暖冬影响, 南方地区施工需求略好于预期, 目前北方地区已经全面进入采暖季, 同时南方地区一季度停窑力度进一步加大, 短期价格季节性回落后已趋于稳定, 整体库存偏低运行, 有望为后续开春行

情奠定良好基础。

玻璃：价格窄幅波动，供给端延续缩减

浮法玻璃：1月终端市场赶工收尾，需求逐步下滑，中下游以回款为主，同时冷修停生产线增加，供给端延续缩量，受浮法厂节前积极降库、部分陆续推出价格政策影响，中下游逢低适量备货，价格先降后涨，整体窄幅波动为主。

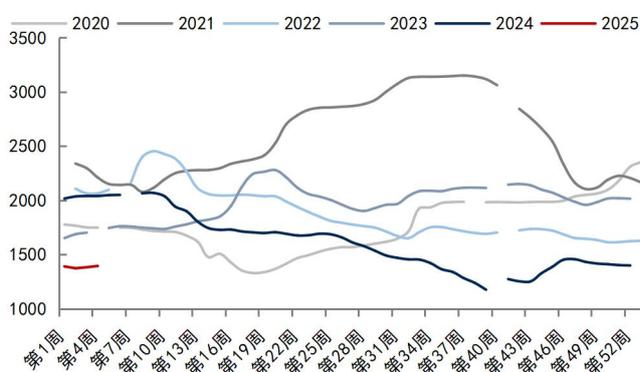
截至1月23日，玻璃现货国内主流市场周均价1396元/吨，环比12月末下跌0.3%，国内重点省份库存3789万重箱，较1月初减少228万重箱（-5.7%）；1月产能继续缩减，月内新点火1条，冷修停产4条，产能净减少1560t/d，截至月底在产222条生产线，日熔量合计15.6万吨，同比下降9.7%。

图50：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51：历史同期浮法玻璃价格走势（元/吨）



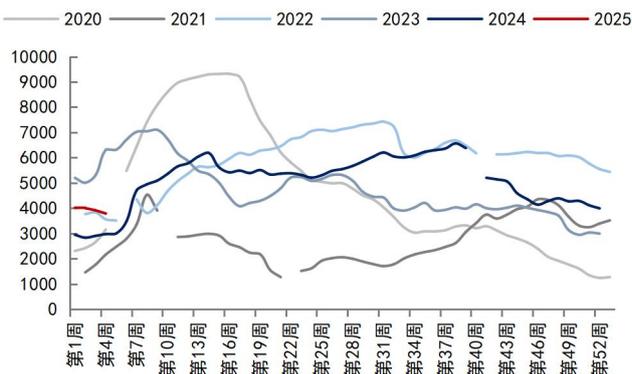
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图52：重点监测省份生产企业浮法玻璃库存（万重箱）



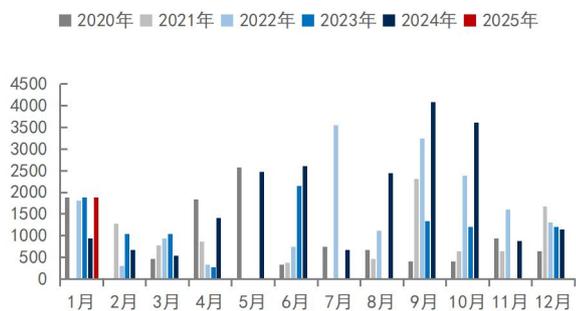
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图53：历史同期浮法玻璃生产企业库存（万重箱）



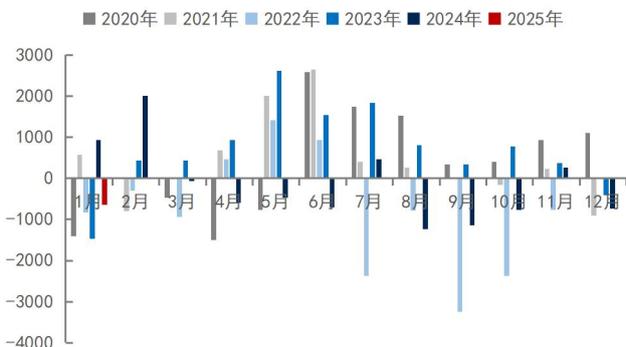
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图54: 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55: 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：1月下游组件厂家排产偏低，多数随采随用，需求支撑有限，随着假期临近需求进一步转弱；供给端冷修产能逐步释放支撑下，供应压力持续缓解，库存整体波动不大，主流价格小幅上调，但成本偏高影响下，生产仍处于亏损状态，短期供需均偏弱，价格预计稳定为主。

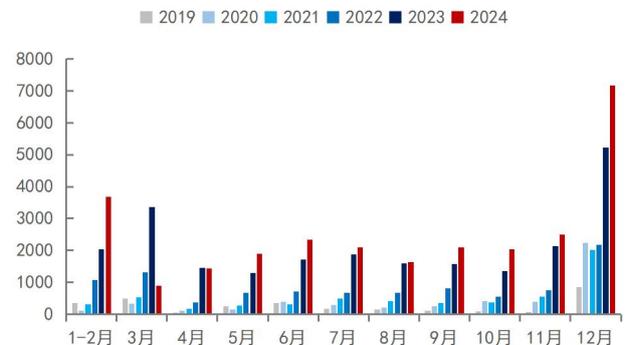
截至1月23日，2.0mm镀膜主流均价12.0元/平方米，环比12月末上涨2.13%，降幅收窄0.04个百分点，3.2mm镀膜主流均价19.25元/平方米，环比持平，降幅收窄3.91个百分点，库存33.5天，较1月初33.44天增加0.06天（+0.18%）。

图56: 2024年1-12月光伏累计新增装机量同比增长28.68%



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图57: 2024年12月光伏新增装机量同比增长140.28%



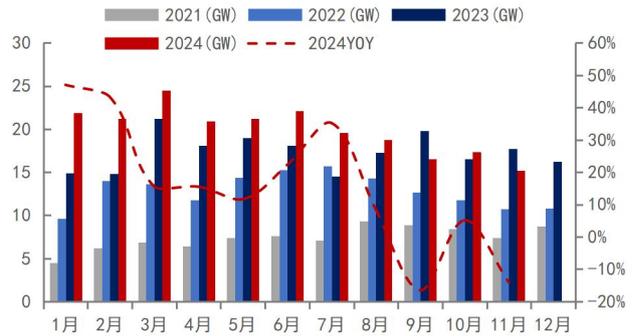
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图58: 2024年1-11月光伏组件累计出口同比增长14%



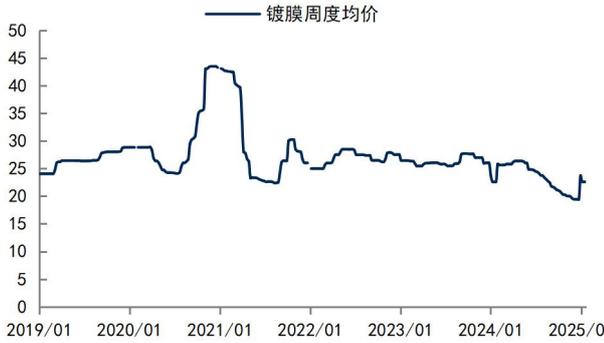
资料来源: Infolink、国信证券经济研究所整理

图59: 2024年11月光伏组件出口同比减少14%



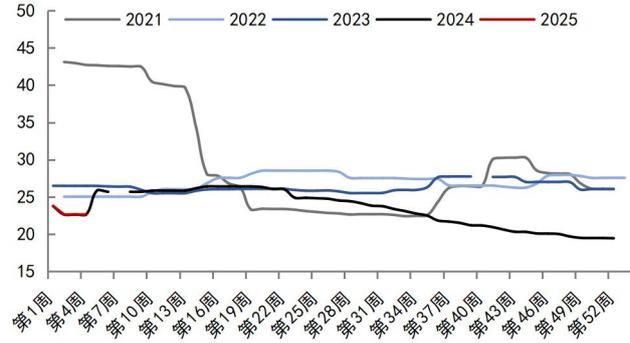
资料来源: Infolink、国信证券经济研究所整理

图60: 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61: 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62: 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63: 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

浮法玻璃中下游节前适当备货，叠加供给端持续缩减，企业去库积极，价格窄幅波动，短期仍有部分产线点火及冷修计划，产能预期变化不大，关注节后下游开工复工节奏；光伏玻璃需求支撑不足，短期终端需求尚未见好转迹象，组件厂家开

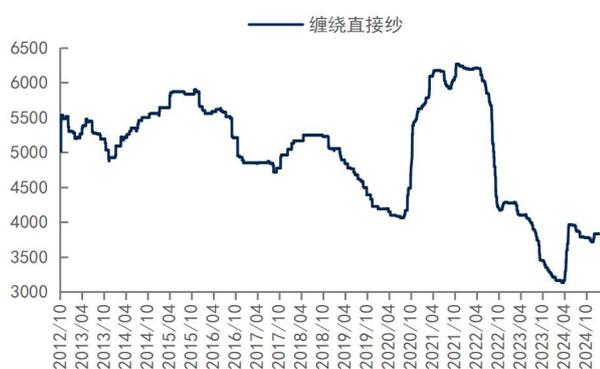
工率维持低位，冷修支撑下供应压力继续缓解，利润空间略有修复但整体仍处于亏损状态，供需偏弱下预计短期价格稳定为主。

玻纤：短期价格趋稳，关注节后需求恢复

价格和库存：1月粗纱价格前期提涨陆续推进，受刚需提振价格产能缩减影响，局部中下游少量备货，阶段性支撑厂家产销，出货相对平稳，主流价格基本稳定；电子纱下游深加工订单不多，叠加电子布库存仍偏高，提货积极性较差，价格局部调整，个别厂家有所下调。

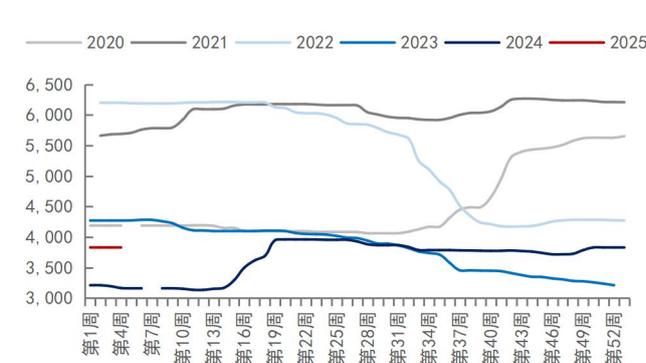
截至1月底，无碱2400tex缠绕直接纱主流报价3500-3600元/吨，月均价3730元/吨，较12月均价环比+0.06%；电子纱G75主流报价8300-9000元/吨，月均价8554.9元/吨，环比-2.63%。国内重点池窑企业库存79.4万吨，同比-5.8万吨，同比-6.8%，环比+1.6万吨，环比+2.0%，库存环比小幅增加。

图64：国内主流缠绕直接纱均价（元/吨）



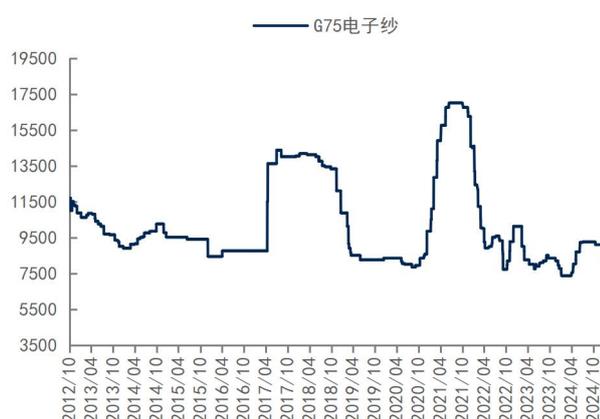
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图65：国内主流缠绕直接纱均价同期对比（元/吨）



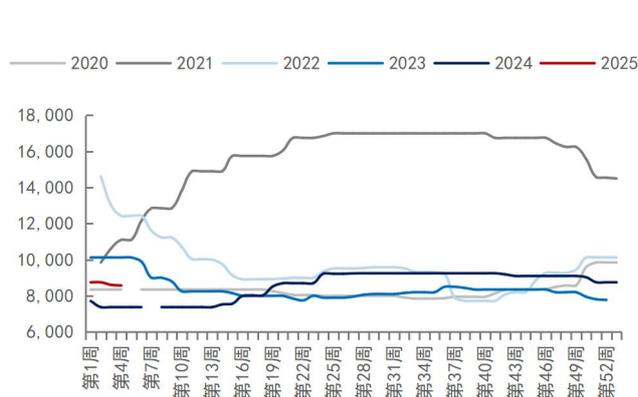
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图66：国内主流G75电子纱均价（元/吨）



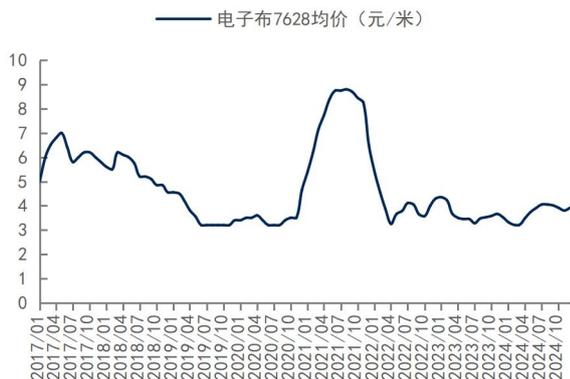
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图67：国内主流G75电子纱均价同期对比（元/吨）



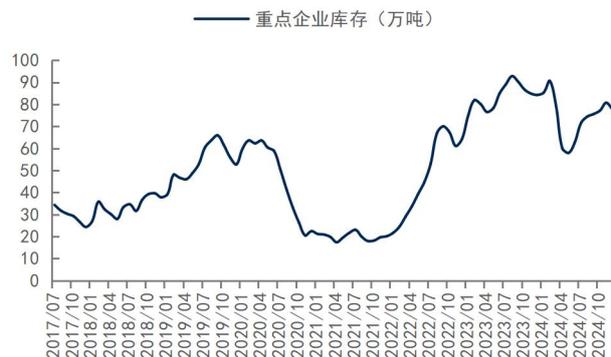
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图68: 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69: 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, 风电装机预期向好, 汽车销售继续提供支撑, 光伏领域边框/支架应用稳步推进, 出口环比有所下降:

①**建筑建材:** 2024 年广义/狭义基建投资增速 9.2%/4.4%, 同比+0.96pct/-1.5pct, 环比-0.2pct/+0.2pct, 12 月狭义增速环比再次提升, 继续维持稳健增长, 2025 年在外需下降和内需提振压力下, 基建投资仍是稳增长重要抓手, 化债措施逐步落地和更加积极财政政策陆续出台有望托底基建投资; 2024 年房地产开发投资同比-10.6%, 降幅环比扩大 0.2pct, 其中 12 月单月同比-13.3%, 降幅扩大 1.8pct, 预计在积极宏观政策与楼市稳定政策配套的双重推动下, 有望进一步带动预期修复, 推动房地产市场边际改善。

图70: 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71: 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, 2024 年风电新增装机约 79.3GW, 同比+4.5%, 国内新增装机继续创新高但增速明显放缓; 同时根据国信电新不完全统计, 2024 年全国风机公开招标容量 106.5GW, 同比+63%, 其中 12 月公开招标容量 7.49GW, 同比+250%, 单月招标量连续 9 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72: 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73: 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, 12月全国汽车销量348.9万辆, 同比+10.5%, 新能源汽车销量159.6万辆, 同比+34.0%, 1-12月全国汽车累计销量3144万辆, 累计同比+4.5%, 新能源汽车累计销量1287万辆, 累计同比+35.5%; 同时根据乘联会数据, 12月全国乘用车零售销量263.4万辆, 同比+11.9%, 并预计2025年1月销量175万辆, 同比-14.6%, 12月新能源乘用车零售销量130.2万辆, 同比+37.5%, 1-12月全国乘用车零售累计销量2289.2万辆, 累计同比+5.5%, 新能源乘用车零售销量1089.8万辆, 累计同比+40.7%。12月受大规模设备更新和消费品以旧换的“两新”政策拉动效果持续显现, 叠加部分节前购车需求支撑, 购车需求表现强劲, 支撑全年表现稳中向好。

图74: 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75: 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76: 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77: 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, 并稳步推进相关产能建设项目, 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/支架批量化应用逐步落地, 将为玻纤需求提供新增长点, 目前部分企业已陆续完成小批量供货, 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, 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
2023年6月8日	重庆亿煊	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认证
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

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
----	----	----

资料来源: 各公司官网官微、国信证券经济研究所整理

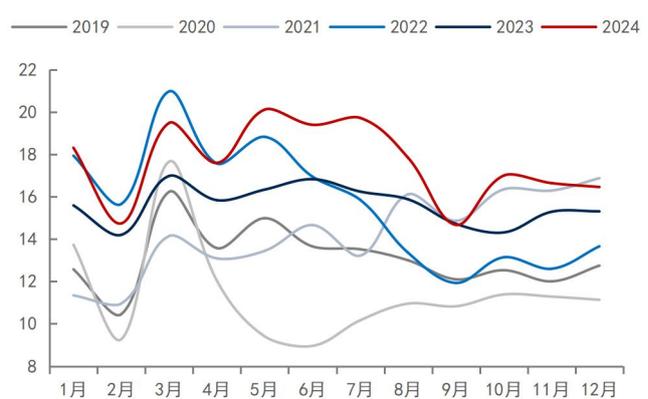
⑤出口领域: 2024年12月, 玻纤及其制品出口量16.5万吨, 同比+7.5%, 环比-1.1%, 出口金额2.6亿美元, 同比+10.6%, 环比+2.6%, 2024年玻纤累计出口继续同比增长, 其中12月单月环比略有下滑, 预计受季节性及出口退税率下调影响。

图78: 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79: 玻纤及其制品月度出口数量同期比较 (万吨)



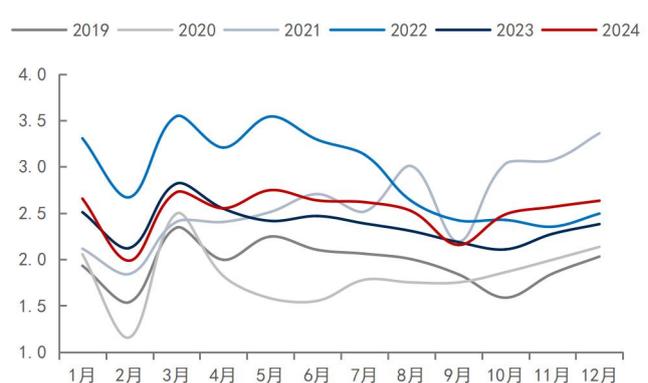
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图80: 玻纤及其制品月度出口金额及当月同比



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图81: 玻纤及其制品月度出口金额同期比较 (亿美元)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

供给端来看, 1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106条, 月内巨石桐乡产线放水冷修, 产能整体有所缩减, 前期新建及复产产线已逐步投产, 短期进一步增量不多。

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
	2023 合计			36.5	53	粗纱	
	2023 合计				3	电子纱	
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
	2024 合计			17	114	粗纱	
	2024 合计			11	14.8	电子纱	
2025/1/3	中国巨石	桐乡 3 线		12		粗纱	冷修停产
2025/1/6	林州光远	林州 4 线			0.2	电子纱	新建点火
	2025 合计			12		粗纱	
	2025 合计				0.2	电子纱	

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, 粗纱短期基本走稳, 个别产品受产能缩减影响小幅提涨但新价推进情况一般, 节后随着市场需求逐步释放叠加短期供给增量不多, 价格短期维稳且有提涨可能; 电子纱需求支撑有限, 叠加电子布库存偏高仍待消化, 下游提供积极性较弱, 短期预计价格继续维持稳中偏弱。

投资建议

建材：政策定调积极，逢低择优布局。9.26会议积极定调并首次明确“房地产市场止跌回稳”标志政策转向，10月以来政策效果逐步显现，核心城市加快修复，房地产市场阶段性回稳，12月政治局会议和中央经济工作会议继续释放更加坚定稳楼市基调，后续更多增量政策的继续跟进，有望进一步对地产链预期修复产生积极影响。近期建材板块表现有所反复，估值和持仓亦延续低位，市场对地产链担忧仍存，短期关注节后需求恢复节奏及后续财政发力和地产政策效果，逢低择优布局经营韧性更强的消费建材龙头，推荐三棵树、北新建材、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹，关注坚朗五金、科顺股份；同时推荐供给端有积极变化，盈利同比改善的水泥龙头海螺水泥、华新水泥，关注塔牌集团等，以及玻璃玻纤龙头底部配置机会，推荐中国巨石、中材科技、旗滨集团；其他细分领域关注专业照明领域 龙头海洋王。

建筑：关注央企资产负债表修复，把握结构性机遇。预计2025年建筑板块将继续面临下游需求整体低迷的压力，核心在于“缺项目”而非“缺资金”，在严格的隐债监管下，地方投资的主要资金来源如专项债、银行信贷、社会资本均对项目本身收益性有较高的要求，而优质项目储备相对紧缺，这也是专项债发行节奏逐年放缓的核心原因。由于开工数据于2022年见顶，当前在建基建项目已经显著减少，预测2025基建投资将面临较大压力。对建筑央企而言，2024年是“负增长第一年”，同时也是“报表修复的起点”，在国企改革深化的背景下，央企的经营重心将从利润表全面转向资产负债表和现金流量表，叠加化债政策逐步落地，24Q3已经可以观察到扩表的边际放缓和现金流长期边际改善的趋势，这些变化将持续优化建筑央企资产质量，推动建筑央企整体估值的长期提升。在增量层面，预计中央财政支持的国家重大战略项目投资规模将快速放量，重点关注雅下水电建设、沿海核电建设、西部铁路建设、沿海和内河港口水运建设。重点推荐中国铁建、中国交建、中岩大地、鸿路钢构、亚翔集成、太极实业。

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