

强于大市

建材行业周报（3.27-4.2）

防水新规开始实施，观察落地效果

4 月 1 日起，防水新规正式落地开始实施，未来三个月或是落地效果的重点观察期。

支撑评级的要点

- **板块下跌，跑输大盘。**本周申万建材指数收 6148.43 点，比上周跌 1.92%，跑输同花顺沪深全 A 指数的上涨 0.27%。板块市盈率 18.11 倍，较上周上升 2.65 倍。
- **水泥：涨价受阻。**价格回落地区主要有辽宁西部、山东南部、湖南和贵州，幅度 10-30 元/吨；价格上涨区域为四川、湖北和江西等局部地区，幅度 20-50 元/吨。三月底，国内水泥市场需求继续弱势运行，全国水泥企业平均出货率维持在 61%，长三角地区雨水天气减少，企业出货量恢复到 7-8 成；珠三角及周边地区受持续强降雨天气影响，出货量下滑到 5 成左右；西北、西南和华北地区环比基本保持稳定。价格方面，整体保持平稳，局部地区延续前期震荡调整走势。尽管市场处于传统需求旺季，但由于市场供求压力依旧较大，为稳定水泥价格和盈利，部分地区如贵州、重庆、四川、江西、福建、湖南和广西陆续发布 4 月或二季度错峰生产计划，将减产 30%-70%。
- **玻璃：成交放缓，库存仍有所去化。**本周玻璃均价 90.09 元/重量箱，库存天数 18.71 天，价格较上周上升 0.89 元/重量箱，库存较上周下降 0.95 天。周内部分区域交投虽有放缓，但在价格提涨带动及下游刚需尚可支撑下，多数区域浮法厂仍维持相对较好产销，库存进一步削减。目前主产区沙河及湖北区域厂家库存已达低位，其他区域厂家库存亦无压力，预计短期价格易涨难跌，部分价格或仍有小涨，关注下游进货量及浮法厂产销变化。
- **玻纤：本周粗纱延续淡季稳价趋势。**本周粗纱延续稳定走势，2400tex 无碱缠绕直接纱均价 4,000 元/吨左右，环比上周持平，当前价格下多数厂商处于亏损，提涨意向较强，但需求支撑有限，市场暂维持观望。本周电子纱价格环比上周基本持平，G75 电子纱价格 7,600-8,000 元/吨左右，库存压力下实际成交相对灵活。需求端下游 PCB 市场开工率仍不高，厂商电子布库存也较高。当前价格下多数厂商已处持续亏损状态，成本端支撑较强，短期内价格暂稳观望。

投资建议

- 目前首推本月金股**山东药玻**，需求端受益于集采带动，成本和费用端的不利因素在消除，集采放量带动中硼硅渗透率提升逻辑较强，建议关注**力诺特玻**。重点关注玻纤行业的库存拐点信号，对应标的**中国巨石和中材科技**，**长海股份、山东玻纤**。消费建材板块估值修复，推荐**伟星新材、蒙娜丽莎、东鹏控股、公元股份**等，建议关注**兔宝宝**。水泥推荐**华新水泥、海螺水泥、冀东水泥**。减水剂推荐**垒知集团、苏博特**。防水推荐**东方雨虹、科顺股份**。石膏板推荐**北新建材**。

评级面临的主要风险

- 玻纤需求不及预期；地产政策传导不及预期，销售恢复不及预期；基建实物工作量持续滞后；中硼硅需求不及预期。

相关研究报告

《建材行业周报（3.20-3.26）》20230327

《建材行业周报（3.13-3.19）》20230320

《建材行业 1-2 月数据点评》20230317

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料：建筑材料

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

联系人：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080012

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

目录

投资建议.....	5
板块行情.....	6
建材指数表现	6
细分板块表现	6
行业数据.....	8
水泥：库存从下降到累积的节奏快于往年	8
玻璃：库存进一步下降，观点维持谨慎.....	10
玻纤：底部特征明显，静待需求催化	12
重要高频数据跟踪.....	16
重点新闻.....	18
宏观及产业链新闻.....	18
行业新闻.....	18
风险提示.....	19

图表目录

图表 1. 建材行业近期走势	6
图表 2. 本周建材行业与同花顺 iFinD 全 A 表现对比	6
图表 3. 本周建材各细分板块表现情况	6
图表 4. 水泥与防水材料近一年走势	7
图表 5. 平板玻璃与光伏玻璃近一年走势	7
图表 6. 玻纤与碳纤维近一年走势	7
图表 7. 管材制品与门窗五金近一年走势	7
图表 8. 陶瓷制造与涂料油墨近一年走势	7
图表 9. 房屋建设与基建近一年走势	7
图表 10. 本周建材板块涨跌幅排名	7
图表 11. 分区域水泥行业数据 (元/吨)	8
图表 12. 全国水泥熟料价格走势 (元/吨)	8
图表 13. 全国水泥 P O42.5 价格走势 (元/吨)	8
图表 14. 全国水泥 P S32.5 价格走势 (元/吨)	9
图表 15. 全国水泥磨机开工率走势 (%)	9
图表 16. 全国水泥熟料库容比走势 (%)	9
图表 17. 全国水泥出货率情况 (%)	9
图表 18. 全国玻璃基本面数据	10
图表 19. 玻璃成本价差走势	10
图表 20. 各主要省份玻璃行业数据	11
图表 21. 分区域玻璃现货价格指数	11
图表 22. 玻璃产量数据走势 (万重量箱)	11
图表 23. 缠绕直接纱 2400Tex 全国均价走势	12
图表 24. 电子纱 G75 价格全国均价走势	12
图表 25. 12 月玻纤出口同比回落, 环比延续回升	12
图表 26. 2 月玻纤库存小幅再度回升	12
图表 27. 2022 年-2023 年玻纤点火及其他在建产能 (万吨)	13
图表 28. 2022 年-2023 年玻纤冷修/拟冷修产能 (万吨)	13
图表 29. 全国水泥错峰停窑情况一览	14
图表 30. 螺纹钢价格环比小幅上升	16
图表 31. 螺纹钢产量环比上行 (万吨)	16
图表 32. 1 月挖掘机销量仍回落 (台)	16
图表 33. 1-2 月水泥产量降幅收窄 (万吨)	16
图表 34. 2 月挖掘机开工小时数回升较多 (小时数左轴)	16
图表 35. 沥青开工率环比上升 (%)	16
图表 36. 百城地产销售环比再次回升 (万平)	17

图表 37. 二手房成交的恢复节奏有所放缓（万平）	17
图表 38. 2 月居民新增中长期贷款好转（12 月 ttm）	17
图表 39. 百城土地成交稍有回升	17
附录图表 40. 重点关注公司估值表	20

投资建议

消费建材赛道优秀，集中度提升逻辑或仍延续。3月地产销售数据表现仍然较强，预计3-4月地产销售或同比转正，或能拉动地产后周期的消费建材需求。消费建材行业集中度仍然普遍较低，同时建材板块还存在跨领域发展的增长空间，能够对冲地产整体的下行。当前我们推荐C端建材龙头**伟星新材**，建议关注**兔宝宝**。地产信用扩张阶段则推荐B端龙头：**蒙娜丽莎**、**东鹏控股**、**公元股份**等。

水泥错峰生产结束，需关注格局稳定性。3月中下旬错峰生产结束后，水泥行业同时遭遇越南熟料冲击、降水干扰、产能释放等，水泥涨价遭遇压力，库容比也连续两周上行，当前基本面压力较大。但部分省份开始增加错峰生产，行业自律机制或仍有见效空间，后续需观察行业格局的改善。一方面，地产保交楼带动，多地项目恢复施工能够拉动水泥需求；另一方面，因地方政府财政等多种原因造成的基建实物工作量的滞后在2023年回补的概率较大；第三点，当前煤炭价格也有一定程度回落，成本端压力得到边际减轻。业绩上，2022年Q3-Q4季度水泥企业吨净利水平较低，对应今年Q1-Q2价格上升后的净利弹性更大，利于股价催化上行。当前推荐骨料带动成长弹性的**华新水泥**；历史低PB逻辑推荐**海螺水泥**；区域较优以及重组治理改善逻辑推荐**冀东水泥**。

药用玻璃行业或仍然存在预期差。1) 业绩角度，第七批集采推动中硼硅玻璃瓶放量后，去年四季度以及今年一季度业绩能够反应订单增长，结合海运价等不利因素消除，山东药玻业绩存在超预期可能。2) 产能角度，公司定增完毕产能建设顺利，能够满足持续提高的中硼硅模制瓶需求。3) 技术层面，山东药玻核心技术人员深耕多年，在中硼硅拉管领域经验丰富，或存在实现良品率突破可能。4) 中长期考虑，药用玻璃对人民生命健康有重要作用，且占医疗成本较低，能够享受集采拉动产品结构升级的红利，受集采压缩价格的可能性较小，行业独立性较强。推荐**山东药玻**，建议关注弹性标的**力诺特玻**。

玻纤或迎来库存、价格、产能、估值的多重底部，关注催化因素。从周期轮动时间、库存见顶向下、价格企稳回升、出口边际改善、2023年预计供给冲击乃至2023年需求恢复情况推算，目前均处于玻纤行业底部，且已出现见底回升迹象。我们预计2023年玻纤周期有望企稳向上，供需缺口有望重现。当前玻纤行业估值处于历史底部，具备较高性价比。期待需求改善的催化因素出现。推荐高强高模风电纱优势的**中国巨石**、**中材科技**，以及产业链一体化优势的**长海股份**、二线弹性龙头**山东玻纤**。

平板玻璃短期建议谨慎乐观。复盘2016年以来玻璃期货主力合约与库存变化情况，可以发现历史上年底到春节前价格受预期引导、下游备货和产商提价出货影响，通常呈现去库提价的行情，此时的行情变化并不能反应来年真实的需求水平。17、18、19年春节后由于去库较慢，短期价格均呈现先涨后跌的趋势，20、22年春节前后随着库存的快速积累价格迅速下探。说明节前价格受预期影响较强，开春后的去库速度方能反应实际需求情况。此外，当前较高的库存水平将延缓去库速度，或对价格形成压制。**当前仍然谨慎乐观。**12月以来，保交楼、竣工预期转好，新房、二手房销售数据回暖，浮法玻璃价格触底回升，当前时点建议谨慎乐观：1) 短期看，开春以前实际需求情况仍不明朗，需求修复能否落地存疑，关注3月底前的去库速度和去库持续性；2) 虽然贸易商、加工厂有较大的备货余量，但当前较高的库存水平仍将持续压制价格；3) 22年冷修产线并未完全退出，后期仍存复产点火可能，供给端博弈仍在继续，需求弱复苏下行业供给情况或难言改善。

防水材料：市政、基建等非房地产项目节后开复工情况较好，龙头企业防水材料发货量实现同比增长。23Q1沥青价格同比有所上涨，导致防水企业成本端承压。但预计2023年沥青成本压力总体小于去年，防水企业毛利率有望回升。防水新规于4月1日起正式施行，需求空间扩容在即，龙头企业有望率先受益。推荐**东方雨虹**，**科顺股份**。

减水剂：1-2月为行业传统淡季，减水剂需求总体偏弱，龙头企业1-2月出货量同比下滑。随着基建逐渐复苏、地产开工同比降幅明显缩小，预计下游需求将逐渐转好。成本端，环氧乙烷价格较为稳定，供给充足但需求较为低迷，短期内预计价格维稳为主。关注减水剂下游需求复苏情况。推荐龙头企业**垒知集团**、**苏博特**。

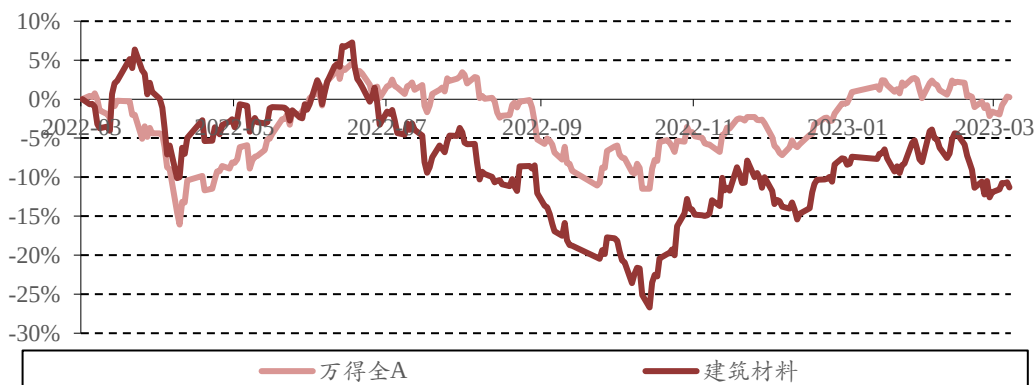
石膏板：二手房销售数据回暖，且1-2月地产竣工面积同比实现增长，装修建材零售端有望持续回暖。成本端，一季度A级固废黄板纸价格同比降幅明显，石膏板企业成本压力减轻。推荐**北新建材**。

板块行情

建材指数表现

板块下跌，跑输大盘。本周申万建材指数收 6148.43 点，比上周跌 1.92%，跑输同花顺沪深全 A 指数的上涨 0.27%。板块市盈率 18.11 倍，较上周上升 2.65 倍。最近一年建材板块累计下跌 9.67%，低于同花顺沪深全 A 的上涨 1.98%。

图表 1. 建材行业近期走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 本周建材行业与同花顺 iFinD 全 A 表现对比

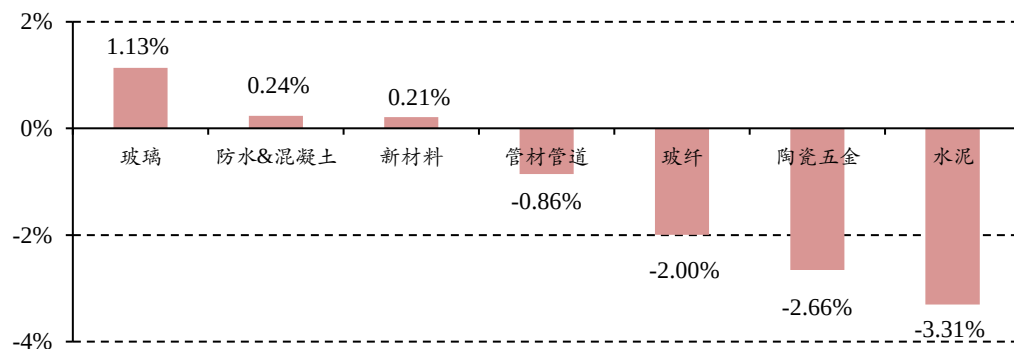
价格	上周	本周	涨跌幅 (%)	上周 PE	本周 PE	估值变动
同花顺全 A	3,428.05	3,437.33	0.27	18.03	18.02	(0.01)
建材指数	6,268.70	6,148.43	(1.92)	15.46	18.11	2.65

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

细分板块表现

细分板块涨少跌多，玻璃领涨，水泥领跌。本周建材细分板块涨少跌多，玻璃上涨 1.13%，防水&混凝土上涨 0.24%，新材料上涨 0.21%；管材管道下跌 0.86%，玻纤下跌 2.00%，陶瓷五金下跌 2.66%，水泥下跌 3.31%。

图表 3. 本周建材各细分板块表现情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 4. 水泥与防水材料近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：图表 4-9 都是以 250 个交易日前为基数

图表 5. 平板玻璃与光伏玻璃近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 6. 玻纤与碳纤维近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 7. 管材制品与门窗五金近一年走势



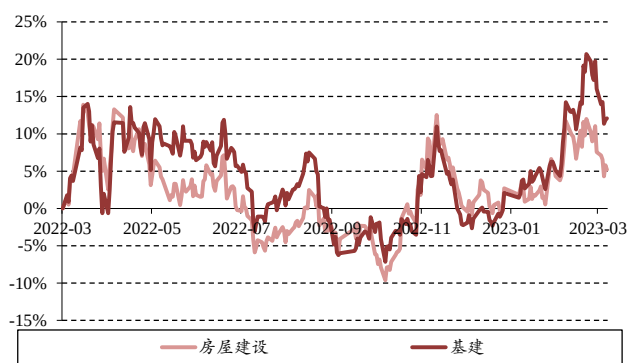
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 8. 陶瓷制造与涂料油墨近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 9. 房屋建设与基建近一年走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 10. 本周建材板块涨跌幅排名

上涨排名	公司简称	涨幅 (%)	下跌排名	公司简称	涨幅 (%)
1	海南瑞泽	9.2	1	蒙娜丽莎	(8.1)
2	永和智控	7.6	2	ST 文化	(8.1)
3	金刚玻璃	6.6	3	丽岛新材	(8.0)
4	石英股份	5.9	4	宁夏建材	(7.9)
5	中旗新材	4.8	5	友邦吊顶	(6.8)

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

行业数据

水泥：库存从下降到累积的节奏快于往年

价格总体保持平稳。价格回落地区主要有辽宁西部、山东南部、湖南和贵州，幅度 10-30 元/吨；价格上涨区域为四川、湖北和江西等局部地区，幅度 20-50 元/吨。三月底，国内水泥市场需求继续弱势运行，全国水泥企业平均出货率维持在 61%，长三角地区雨水天气减少，企业出货量恢复到 7-8 成；珠三角及周边地区受持续强降雨天气影响，出货量下滑到 5 成左右；西北、西南和华北地区环比基本保持稳定。价格方面，整体保持平稳，局部地区延续前期震荡调整走势。尽管市场处于传统需求旺季，但由于市场供求压力依旧较大，为稳定水泥价格和盈利，部分地区如贵州、重庆、四川、江西、福建、湖南和广西陆续发布 4 月或二季度错峰生产计划，将减产 30%-70%。

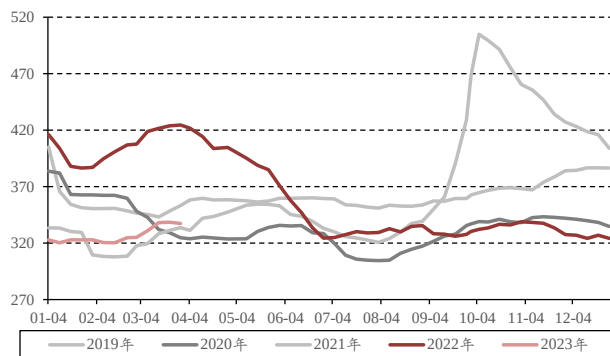
库容比接近 50%。本周熟料、P O42.5、P S32.5 粉末价格分别为 337.33 元/吨、395.12 元/吨、404.03 元/吨；分别环比一周前下跌 1.12、上涨 1.45、上涨 1.13 元/吨。磨机开工率 56.85%，库容比 59.06%，分别环比一周前上升 0.4pct，上涨 3.4pct。

图表 11. 分区域水泥行业数据（元/吨）

	熟料价格	比上周 (%)	42.5 价格	比上周 (%)	32.5 价格	比上周 (%)	开工率 (%)	比上周 (%)	库容比 (%)	比上周 (pct)
华北	318.9	0.0	374.0	0.0	362.0	(0.5)	50.5%	0.0	51.1%	(1.7)
东北	322.5	(3.0)	325.0	(3.9)	376.7	(1.7)	42.5%	7.5	38.3%	0.0
华东	366.6	0.6	404.3	(0.4)	425.7	(0.3)	64.7%	(8.1)	59.1%	3.6
华中	184.4	0.0	386.7	(0.9)	376.7	(2.6)	59.4%	(2.5)	56.4%	6.4
华南	337.0	0.0	460.0	0.0	443.3	0.0	69.2%	(7.5)	66.0%	8.0
西南	332.5	0.0	432.0	4.3	452.0	4.1	59.4%	(2.2)	73.3%	0.0
西北	306.3	(1.6)	376.0	0.8	377.0	0.8	40.6%	0.6	57.8%	7.8

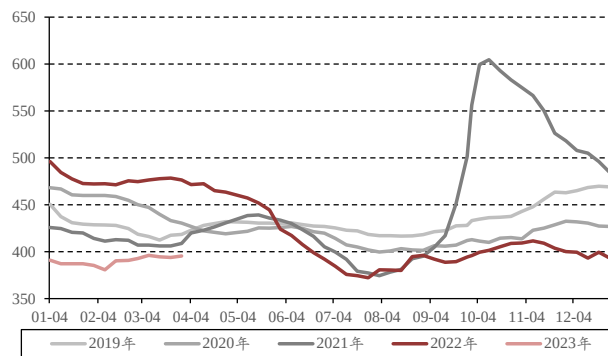
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 12. 全国水泥熟料价格走势（元/吨）



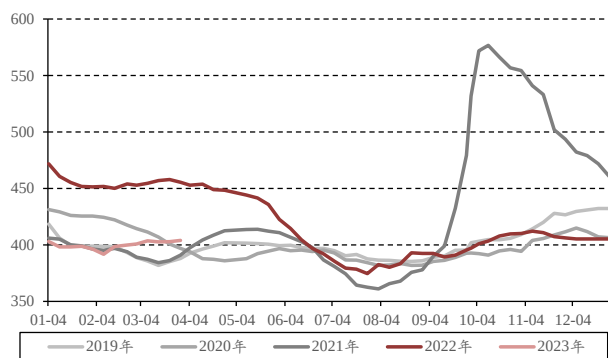
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 13. 全国水泥 P O42.5 价格走势（元/吨）



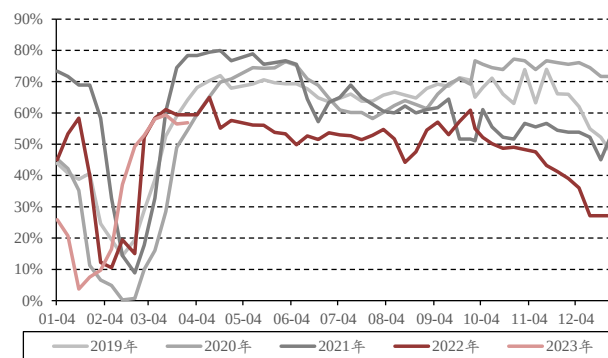
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 14. 全国水泥 P S32.5 价格走势 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中银证券

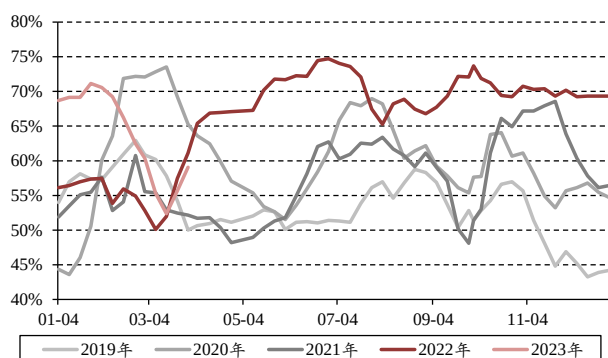
图表 15. 全国水泥磨机开工率走势 (%)



资料来源：卓创资讯，中银证券

注：磨机开工率为开工磨机数/总数

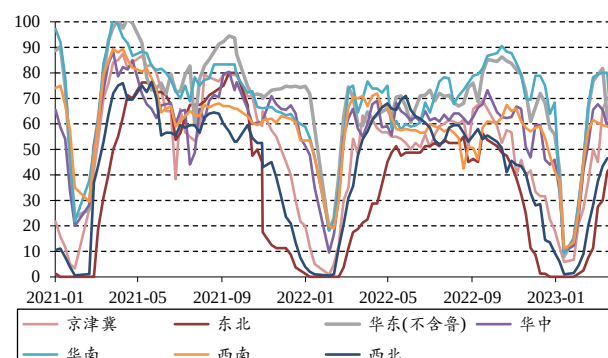
图表 16. 全国水泥熟料库容比走势 (%)



资料来源：卓创资讯，中银证券

注：库容比为水泥库中现有量与库容量比值

图表 17. 全国水泥出货率情况 (%)



资料来源：数字水泥，中银证券

注：出货率为水泥日发货量与企业水泥在产产能比值

华北地区水泥价格大体平稳。京津唐地区水泥价格稳定，北京地区水泥需求维持在 8 成左右；唐山地区 7-8 成，库存 50%-60%；天津地区本周出货量环比略有提升，增加至 6-7 成。据企业反馈，随着需求趋于稳定以及水泥生产成本持续高位运行，为提升盈利，各企业计划于清明节前后推涨水泥价格。河北石家庄、邯郸等地区水泥企业计划于 4 月 1 日推涨价格 30 元/吨，受煤炭等原材料价格上涨以及环保管控力度加大影响，水泥生产成本不断增加，为改善经营状况，主导企业积极引领价格上涨；企业发货保持在 6-8 成，库存高位运行，后期价格落实情况需跟踪。张家口地区水泥价格下调 10-20 元/吨，下游需求启动缓慢，企业出货仅在 2-3 成水平，库存高位运行，为刺激下游拿货，回落出现价格。

东北地区水泥价格以稳为主。辽宁葫芦岛、朝阳和本溪地区水泥价格回落 20-30 元/吨。价格下调原因：一是新开基建项目尚未用到水泥，市场需求表现清淡，企业发货仅在 3-4 成；二是周边地区水泥价格均降至低位，为维护市场份额，企业陆续下调价格。沈阳和辽阳地区水泥价格在底部保持稳定，市场需求环比无明显变化，企业发货仍在 4 成左右，库存高位运行。

华东地区水泥价格大稳小动。江苏南京和镇江地区水泥价格平稳，天气好转，水泥需求快速恢复，企业发货提升到 8 成左右，库存中高位运行。苏锡常地区水泥价格暂稳，雨水天气减少，下游需求有所恢复，但因外来水泥增加，本地企业出货暂未恢复到前期高峰水平，出货在 7-8 成，库存升至中高位，据市场反馈，个别企业价格有优惠情况，幅度 10 元/吨，主导企业意愿稳价为主。苏北连云港和宿迁地区水泥价格下调 20-30 元/吨，价格回落主要是市场需求表现一般，且山东低价水泥不断冲击，为缩小价差，维护市场份额，企业陆续下调价格。淮安和盐城地区水泥价格暂稳，雨水天气减少，水泥需求有所恢复，但由于市场资金短缺，工程项目和搅拌站开工不足，企业发货仅在 6-7 成，企业报价以稳为主。

中南地区水泥价格出现回落。广东珠三角地区遭遇持续雨水天气，且降雨量较大，市场成交受阻，水泥需求大幅下滑，企业发货降至 4-6 成，库存升至中高位，加之西江水位上升后，通航能力恢复，广西水泥大量涌入，个别企业价格出现小幅暗降，后期价格有整体下行预期。粤东地区水泥价格稳定，雨水天气增多，下游需求环比大幅回落，企业日出货在 5 成左右，因部分企业熟料生产线 3 月底刚刚复产，短期熟料库存低位，水泥库存中等或偏高水平。据了解，广东地区二季度暂无错峰生产安排。

西南地区水泥价格涨跌互现。四川成都、德绵地区水泥企业公布价格上调 50 元/吨，价格上调，一方面，近期阶段性降雨对市场需求影响有限，企业发货稳定在 7-8 成，库存多处于中等或偏低水平；另一方面，水泥企业计划 4 月份执行错峰生产 13 天，减产 40%，市场供应将减少，支撑价格上涨。宜宾和泸州地区水泥价格同步上涨 40 元/吨，市场需求表现一般，企业发货在 6-7 成，因周边地区价格偏低，价格能否落实到位性待跟踪。

西北地区水泥价格保持平稳。甘肃兰州以及周边地区水泥价格平稳，下游需求环比变化不大，企业出货维持在 6-7 成水平，生产恢复正常生产，出货较差的企业库存高位承压，但由于当前价格已临近底部，继续下行空间有限，短期价格以稳为主。酒泉、嘉峪关地区水泥价格平稳，受限于资金短缺，水泥需求恢复较差，企业出货 5-6 成，生产线恢复生产后，库存已升至高位或满库状态。

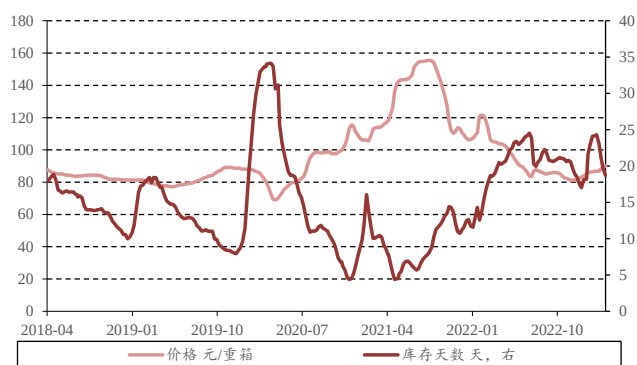
资料来源：卓创资讯

玻璃：库存进一步下降，观点维持谨慎

成交放缓，库存仍有所去化。本周玻璃均价 90.09 元/重量箱，库存天数 18.71 天，价格较上周上升 0.89 元/重量箱，库存较上周下降 0.95 天。周内部分区域交投虽有放缓，但在价格提涨带动及下游刚需尚可支撑下，多数区域浮法厂仍维持相对较好产销，库存进一步削减。目前主产区沙河及湖北区域厂家库存已达低位，其他区域厂家库存亦无压力，预计短期价格易涨难跌，部分价格或仍有小涨，关注下游进货量及浮法厂产销变化。

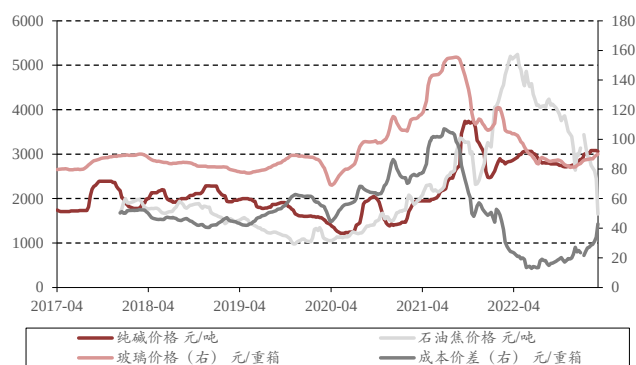
当前看玻璃：预期转好，谨慎乐观。当前库存下降仍然是厂商库存向社会库存累积，叠加期货主力合约交割前一个月，期货移仓换月行情。12 月以来，保交楼、竣工预期转好，新房、二手房销售数据回暖，浮法玻璃价格触底回升，当前时点建议谨慎乐观：1) 短期看，开春以前实际需求情况仍不明朗，需求修复能否落地存疑，关注 3 月底前的去库速度和去库持续性；2) 虽然贸易商、加工厂有较大的备货余量，但当前较高的库存水平仍将持续压制价格；3) 22 年冷修产线并未完全退出，后期仍存复产点火可能，供给端博弈仍在继续，需求弱复苏下行业供给情况或难言改善。

图表 18. 全国玻璃基本面数据



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 19. 玻璃成本价差走势



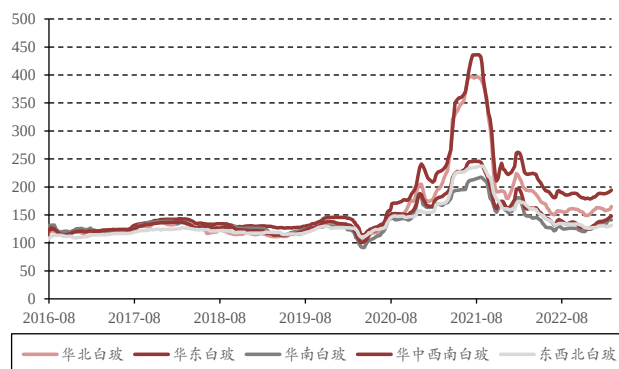
资料来源：卓创资讯，同花顺 iFinD，中银证券

图表 20. 各主要省份玻璃行业数据

	河北	山西	辽宁	江苏	浙江	安徽	福建	山东	湖北	湖南	广东	四川	陕西
价格(元/箱)	82.4	88.0	82.9	97.6	96.6	97.5	102.5	90.5	87.2	90.0	105.0	100.0	74.5
比上周(%)	2.4	0.0	2.5	2.8	1.0	0.0	1.0	0.6	1.9	2.3	0.2	0.2	0.7
库存(万箱)	720.0	213.0	371.0	396.0	274.0	588.0	321.0	826.0	168.0	72.0	675.0	493.0	359.0
比上周(%)	(15.1)	(9.0)	1.1	(4.6)	(7.1)	(4.2)	(1.2)	(4.7)	(28.8)	(17.2)	(1.5)	(5.6)	(3.0)

资料来源：卓创资讯，中银证券

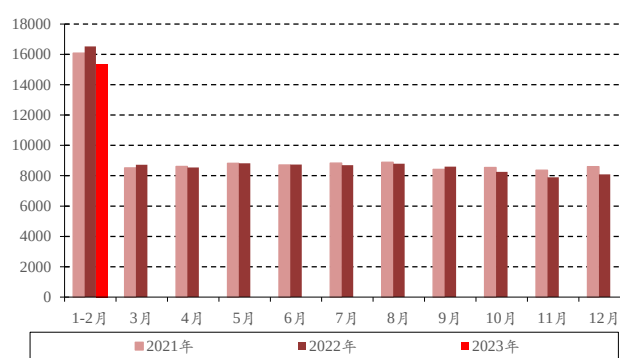
图表 21. 分区域玻璃现货价格指数



资料来源：卓创资讯，中银证券

注：2012-8-31 为指数基准 100

图表 22. 玻璃产量数据走势（万重量箱）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

分区域情况：本周国内浮法玻璃生产企业库存延续下降趋势，区域产销略有差异，多数产销维持良好，局部走货较前期稍有放缓，整体库存暂无压力。分区域看，华北周内产销良好，沙河厂家库存仍有明显缩减，至 29 日沙河厂家库存约 384 万重量箱；华东周内中下游按需采购，加之产业订单量较稳定，多数原片厂产销保持平衡及以上水平，整体库存维持削减趋势；华中本周下游适量补货，加之外发，多数玻璃厂家产销平衡及以上，库存缓降，部分降至低位；华南市场仍受货源流入冲击，加上近期雨水天气增多，厂家出货较前期略缓，但多数产销仍在平衡上下，库存小降。

成本情况：本周国内纯碱市场价格下滑。本周国内轻碱主流出厂价格在 2550-2800 元/吨，轻碱主流送到终端价格在 2680-2830 元/吨，截至 3 月 30 日国内轻碱出厂均价在 2688 元/吨，环比 3 月 23 日价格降 1.4%，较上周跌幅略有扩大；本周国内重碱主流送到终端价格在 3000-3150 元/吨。

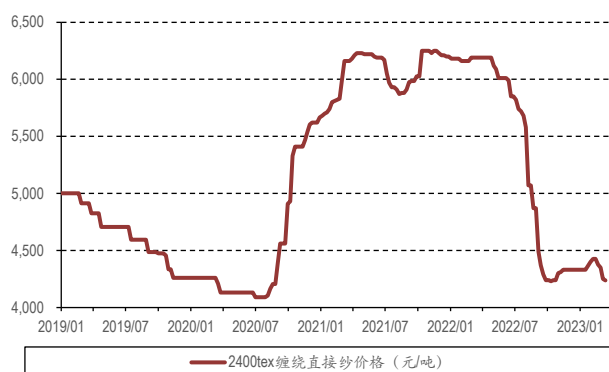
本周国内浮法玻璃市场行业亏损进一步收窄，整体利润预期向好。周内成本端动力煤、纯碱价格略降，石油焦、管道气暂稳。管道气燃料玻璃本周毛利-10.47 元/吨，较上周增加 42.66 元/吨，增幅 80.29%，较上周扩大 47.49 个百分点；华北动力煤为燃料玻璃本周毛利-57.01 元/吨，较上周上涨 34.94 元/吨；石油焦为燃料玻璃本周毛利 91.89 元/吨，较上周增加 39.40 元/吨。

玻纤：底部特征明显，静待需求催化

本周粗纱延续淡季稳价趋势。本周粗纱延续稳定走势，2400tex无碱缠绕直接纱均价4,000元/吨左右，环比上周持平，当前价格下多数厂商处于亏损，提涨意向较强，但需求支撑有限，市场暂维持观望。

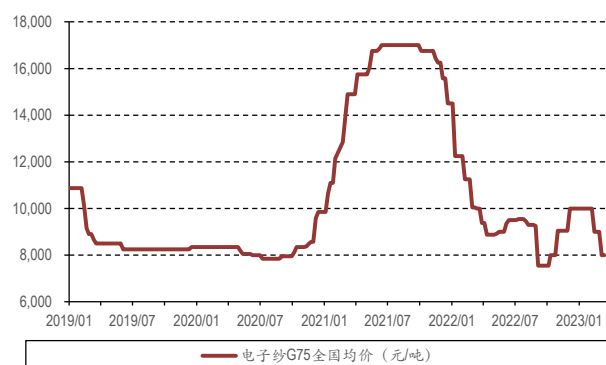
本周电子纱价格环比上周基本持平。G75电子纱价格7,600-8,000元/吨左右，库存压力下实际成交相对灵活。需求端下游PCB市场开工率仍不高，厂商电子布库存也较高。当前价格下多数厂商已处持续亏损状态，成本端支撑较强，短期内价格暂稳观望。

图表 23. 缠绕直接纱 2400Tex 全国均价走势



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 24. 电子纱 G75 价格全国均价走势



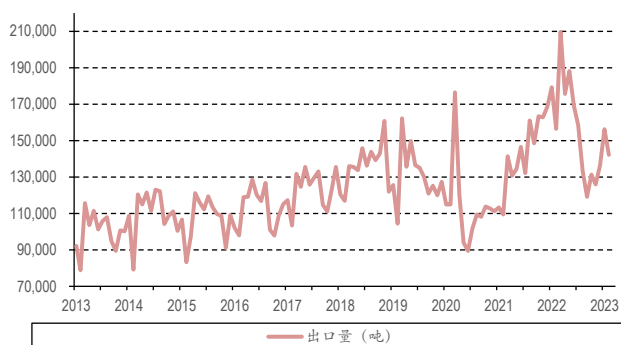
资料来源：卓创资讯，中银证券

玻纤出口仍走低。2023年2月，玻璃纤维及其制品国内出口量为14.22万吨，同比降低9.16%，环比降低9.02%，出口金额为14.71亿元，同比降低13.59%，环比降低18.09%。

2023年1月-2月，玻璃纤维及其制品国内出口量为29.85万吨，同比降低11.13%，出口金额为32.66亿元，同比降低14.29%。

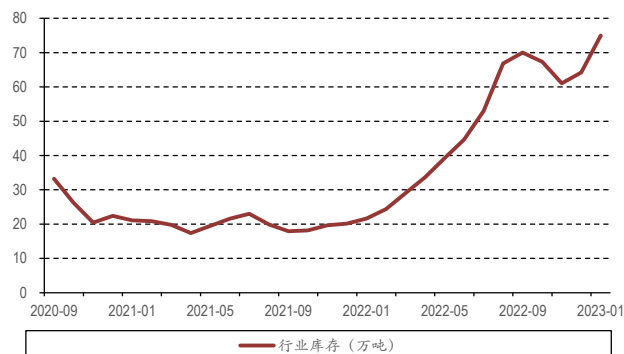
2月库存持续累积。2月玻纤行业库存81.95万吨，环比增长9.3%/6.97万吨。

图表 25. 12月玻纤出口同比回落，环比延续回升



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 26. 2月玻纤库存小幅再度回升



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 27. 2022 年-2023 年玻纤点火及其他在建产能（万吨）

点火时间	公司	产线名称	产能	产品	22 年产能冲击	23 年产能冲击
2022/1/10	建滔化工	新建线 6 线	6	电子纱	5	1
2022/3/28	邢台金牛	4 线	10	无碱粗纱	6	4
2022/5/20	四川裕达	1 线	3	无碱粗纱	1.5	1.5
2022/5/28	中国巨石	成都 3 线	15	短切纱为主	7.5	7.5
2022/6/18	中国巨石	智能电子纱 3 线	10	电子纱	3	7
2022/6/27	重庆三磊	黔江区 2 线	10	无碱粗纱	4	6
2022/6/29	重庆国际	F12	15	无碱粗纱	5	10
2022/7/8	四川威远	泰国 1 线	5	无碱粗纱	2	3
2022/7/10	泰山玻纤	邹城 2 线	6	风电纱	1.5	4.5
2022/12/15	中国巨石	埃及 4 线	12	无碱粗纱	0	12
国内合计			85		35	50
合计			102		37	65

其他在建拟建产能

建设进展	公司	产线名称	产能	产品	23 年冲击
在建	长海股份	高性能玻璃纤维智能制造基地	60	无碱玻纤粗纱	-
具体点火时间暂不确定	安徽丹凤	3 线	2	电子纱	-
准备募资	邢台金牛	5 线	15	无碱粗纱	-
准备募资	邢台金牛	6 线	15	无碱粗纱	-
2023 年年初投产	中国巨石	九江 3 线	20	无碱粗纱	16.67
预计 2023 开工、2024 投产	中国巨石	九江 4 线	20	无碱粗纱	-
2022 年 6 月 24 日公告	山东玻纤	目标“十四五”末玻纤产能达 100 万吨	约 60		
20.5 万吨产能已点火	重庆三磊	高性能玻纤生产基地	50	无碱粗纱、短切毡	
2022 年 6 月 30 日公告	泰山玻纤	高性能玻纤智能制造产线	30		5.00
具体点火时间暂不确定	江西元源	2 线	8	无碱粗纱	

资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 28. 2022 年-2023 年玻纤冷修/拟冷修产能（万吨）

企业	产线	前	后	产品品类	冷修时间	建设期新产能	22 年冲击	23 年冲击
中国巨石	1 线	8	10	无碱粗纱	2021 年 8 月公告，待定	1 年 2	0	(4)
中国巨石	3 线	12	20	无碱粗纱	2022 年 4 月公告，待定	1 年 8	0	(6)
中国巨石	6 线	4	5	无碱粗纱（环保废丝）	2021 年 3 月公告，待定	6 个月 1	0	(2)
中国巨石	九江 3 线	12	20	无碱粗纱	计划 2023 年春节后	6 个月 8	0	(6)
中国巨石	埃及 1 线	8	12	无碱粗纱	2022 年年底埃及 4 线投产后	6 个月 4	0	(8)
重庆国际	长寿 F10B	12	15	风电纱	预计 2022 年年底	1 年 3	0	(6)
山东玻纤	沂水 5 线	6	17	无碱粗纱（ECER 数字化产线）	2021 年 12 月公告，待定	1 年 11	0	(3)
泰山玻纤	邹城 1 线	1.5	0	无碱粗纱	2022 年 2 月	停产 0	(1.5)	0
昆山必成	3 线	3.8		电子纱	2022 年 4 月 30 日		(2.5)	
泰山玻纤	邹城 4 线	6	12	无碱粗纱	2022 年 5 月冷修，2023 年 2 月 9 日点火。	1 年 6	(4)	(10)
中国巨石	攀登 2 线	3	5	电子纱	2022 年 7 月	1 年 2	(1)	(3)
中国巨石	2 线	12		无碱粗纱	2022 年 9 月下旬		(3)	
重庆国际	大渡口 F02	5		无碱粗纱	2022 年 9 月 18 日冷修，2023 年 3 月 30 日点火复产。		(1.3)	
台嘉玻纤	成都 1 线	3		电子纱	2022 年 11 月 1 日		(0.5)	
合计	14	96.3					(13.8)	(22)

资料来源：卓创资讯，公司公告，中银证券

近期产能变动

错峰生产情况

图表 29. 全国水泥错峰停窑情况一览

区域	地区	限产天数	限产时间	控制产能
西北	陕西	130 天	2022.12.1-2023.3.10 2023.7-2023.9	采暖季 100 天，夏季 30 天，其中 8 月 1 日至 20 日停窑 20 天。
	新疆	180 天 30 天（夏季）	2022.11.1-2023.4.30 2023.6.1-2023.6.30	采暖季 165 天（9 月补 15 天）--180 天，夏季 30 天
	宁夏	130 天	2022.11.1-2023.3.10	全区所有水泥熟料生产企业均要错峰生产 130 天，时限内未完成错峰生产的天数在 2023 年 6 月底前补足。
	青海	180 天	2022.11.1-2023.4.10	采暖季 120-150 天。夏季 30-50 天，其中 6 月计划 20 天。 全年不少于 180 天。
	甘肃	100 天	2022.12.1-2023.3.10	采暖季错峰生产
东北	黑龙江	152	2022.10.15-2023.3.15	采暖季错峰
	吉林	150	2022.11.1-2023.3.31	常态化错峰
	辽宁	135	2022.11.15-2023.4.1	常态化错峰
华北	河北	120 天	2022.11.15-2023.3.15	常态化错峰，实质在 12 月初库满停窑。
	山西	77 天-120 天	2022.10.15-12.31 2022.11.15-2023.3.15	太原大气污染防治停窑以及常态化错峰。
	内蒙古	30 天	2022.4.1-6.30	错峰天数增加 30 天，电石渣熟料线等根据通过置换相应减少天数。
		150 天	2022.11.15-2023.4.1	采暖季错峰。
华东	江苏	70 天	2023 年	
	江西	100 天	2023 年	增加 30 天。一季度 40 天，全年不少于 100 天
	山东	120 天	2022.11.15-2023.03.15	采暖季错峰
	浙江	67 天	2023 年	
	安徽	30-90 天	2023 年	1 季度环巢湖地区停窑 30 天。
	福建	65 天	2023 年	2023 年全年计划停窑不少于 65 天，一季度 45 天。
中南	河南	20 天	2023.4.20-2023.5.10	河南省此期间临时增加 20 天错峰生产天数。
		120 天	2022.11.15-2023.3.15	采暖季错峰，1 月份复产 20 天。
	湖北	90 天	2023 年	全年 90 天，一季度 30 天，6-7 月 15 天，8-9 月各停 10 天，10 月 10 天，11-12 月 15 天。
	湖南	75-80 天	2023 年	一季度长株潭及传输通道城市（岳阳市、常德市、益阳市）50 天，其他州市 45 天。二季度停窑错峰 35 天。
	广西	155 天	2023 年	全年目标 155 天，一季度 40 天。一季度 60 天，二季度 30 天。9 月 26 日至 12 月 31 日 35 天，其中 9 月 26 日起刚性停窑 15 天，11 月停窑 10 天，12 月停窑 10 天。
	广东	80 天	2023 年	全年计划错峰生产停窑暂定 60+20 天/窑，第一阶段：2023 年 1 月 1 日至 4 月 30 日，错峰停窑天数为 40+10 天。第二阶段：2023 年 7 月 1 日至 9 月 30 日，酷暑伏天和台风雨季季节，错峰停窑天数为 20+10 天。
	贵州	215 天	2023 年	一季度 60 天，二季度暂定 60 天。
西南	四川	150 天	2023 年	全年 150 天。一季度 50 天，二季度 35 天，三季度 35 天，四季度 30 天。其中，10-12 月每月 10 天。
	重庆	150 天	2023 年	一季度 40-50 天，二季度 35 天。7-8 月错峰停窑 25-30 天。9-10 月 15 天。11-12 月每月 10 天。
	云南	105-150 天	2023 年	非协同处置的：一季度 40 天，二季度 50 天（4 月 20 天，5 月 15 天，6 月 15 天），三季度 50 天，四季度 10 天。协同处置的：一季度 28 天，二季度 35 天，三季度 35 天，四季度 7 天（目前因能源紧张多数厂家停窑）。
	西藏	210 天	2023 年	全年 210 天，其中一季度 90 天，5 月 30 天。冬季各厂库满停窑，无统一错峰。

资料来源：卓创资讯、数字水泥、中银证券

水泥产能变动

全国大部分省区一季度错峰生产基本结束，但少数企业因水泥出货不足，继续自主减量停窑。由于部分区域需求预期较差，水泥企业将在二季度 4-5 月再次进行错峰生产。

新投产产能：本周暂未听闻新增熟料线投产。

玻璃产能变动

本周在产产能小降。截至本周四，全国浮法玻璃生产线共计 306 条，在产 239 条，日熔量共计 161580 吨，较上周（161730 吨）减少 150 吨。周内产线新点火 1 条，冷修 2 条，暂无改产线。本周具体产线变化如下：

新点火线：

河北德金玻璃有限公司 800T/D 三线 3 月下旬开始烤窑。

冷修线：

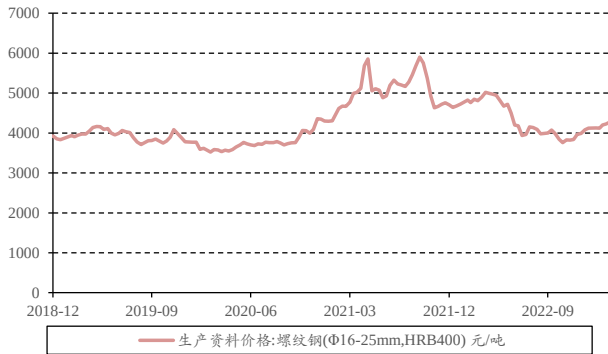
沙河市长城玻璃有限公司 450T/D 一线白玻 3 月 24 日放水冷修。

湖北亿钧耀能新材股份有限公司 500T/D 一线白玻 3 月 25 日放水冷修。

资料来源：卓创资讯

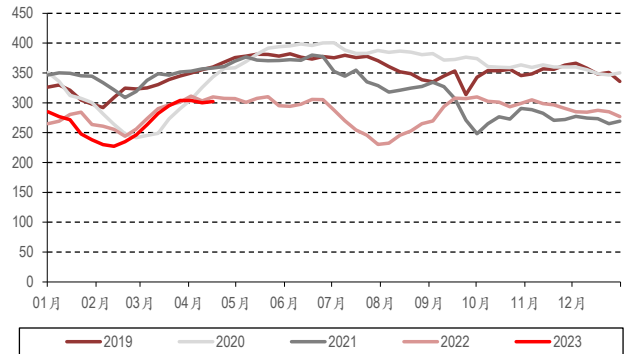
重要高频数据跟踪

图表 30. 螺纹钢价格环比小幅上升



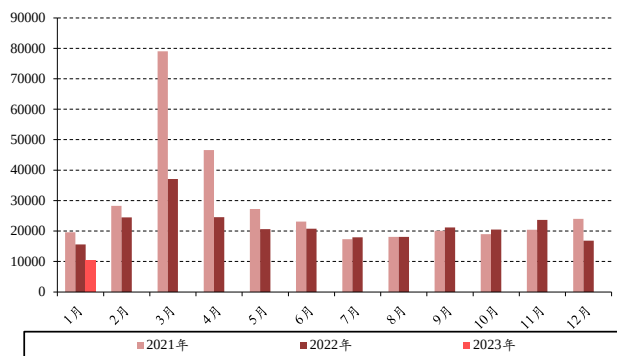
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 31. 螺纹钢产量环比上行(万吨)



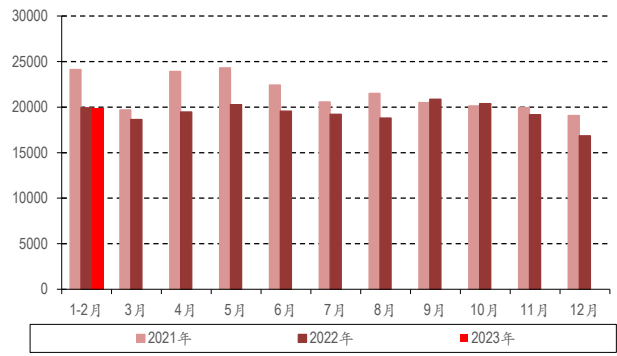
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 32. 1月挖掘机销量仍回落(台)



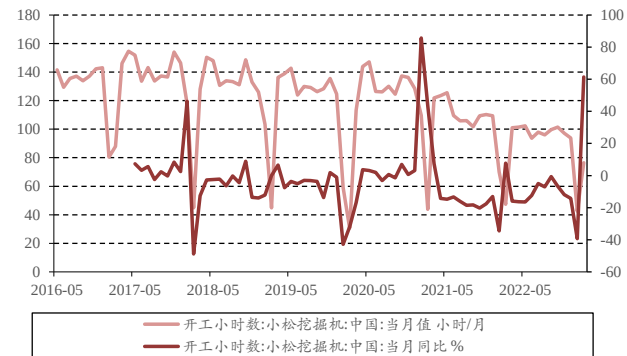
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 33. 1-2月水泥产量降幅收窄(万吨)



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 34. 2月挖掘机开工小时数回升较多(小时数左轴)



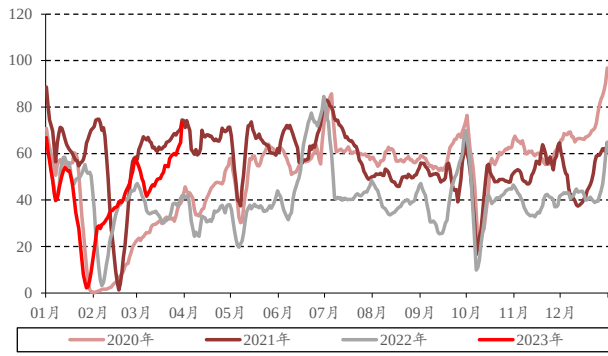
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 35. 沥青开工率环比上升(%)



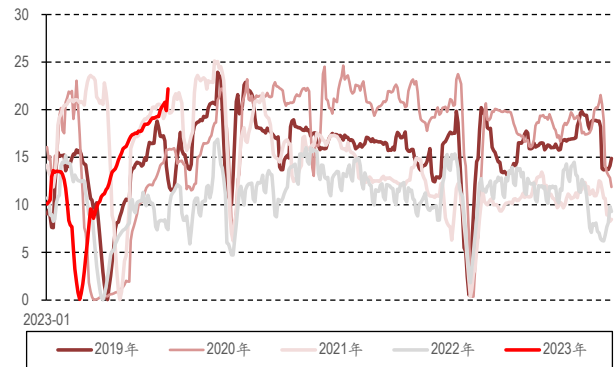
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 36. 百城地产销售环比再次回升（万平）



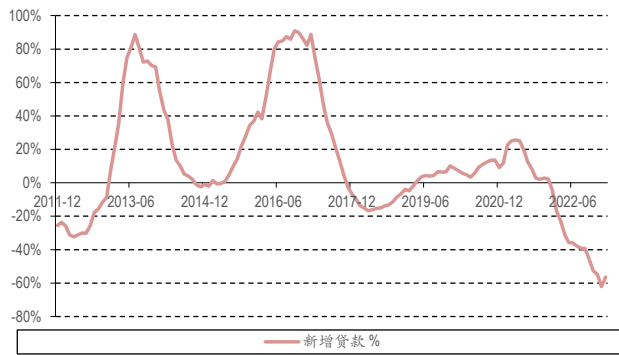
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 37. 二手房成交的恢复节奏有所放缓（万平）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 38. 2 月居民新增中长期贷款好转（12 月 ttm）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 39. 百城土地成交稍有回升



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

重点新闻

宏观及产业链新闻

【中国政府网】3月30日，国务院总理李强表示，从当下看，中国经济增长的动能和态势是强劲的。今年前两个月，中国经济呈现恢复向好态势，消费、投资等主要经济指标向好，就业物价总体稳定，市场预期明显改善。将继续稳字当头，巩固拓展经济恢复向好的态势，将会在扩大市场准入、优化营商环境方面推出新举措

【财政部】工信部召开重点行业协会座谈会强调，要着力稳住汽车、消费电子等大宗消费，**努力扩大家电、家居、绿色建材消费**。巩固新能源汽车、光伏、移动通信、电力装备等优势产业领先地位，培育壮大新能源、新材料等新兴产业，前瞻性布局未来产业。

【财政部】财政部、税务总局发布关于小微企业和个体工商户所得税优惠政策的公告，其中提到，对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分，减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税。对个体工商户年应纳税所得额不超过100万元的部分，在现行优惠政策基础上，减半征收个人所得税。

【财政部】今年1-2月，全国发行新增地方政府债券10677亿元，全国发行再融资债券1519亿元，合计12196亿元。加上今年前两月数据，机构测算，**今年一季度，全国发行地方政府债21096亿元，其中新增专项债13707亿元**。今年的政府报告提到，拟安排地方政府专项债券3.8万亿元。根据上述数据测算，今年一季度，新增专项债发行进度已超三分之一。

【统计局】3月中国制造业PMI为51.9%，比上月下降0.7个百分点，高于临界点，制造业保持扩张态势。数据回落反映出下游订单不足加剧，海外高利率环境对终端需求的影响正在显现。非制造业复苏情况更好，3月中国非制造业PMI为58.2%，比上月回升1.9个百分点。分行业看，**建筑业商务活动指数为65.6%，比上月回升5.4个百分点**。服务业商务活动指数为56.9%，比上月回升1.3个百分点。

【统计局】1-2月份，全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元，同比下降22.9%。其中，黑色金属冶炼和压延加工业实现营业收入11906.5亿元，同比下降6.7%；营业成本11528.6亿元，同比下降4.4%；亏损101亿元，同比下降151.1%。

行业新闻

【数字水泥】内蒙古自治区水泥协会发布关于组织中西部水泥熟料企业延迟启窑工作的通知，要求中西部所有水泥熟料（含电石渣及协同处置危险废物）生产线延迟启窑时间段为4月1日-4月30日，并公布了第一批名单。

【陶业要闻摘要】3月24日，马可波罗更新了招股说明书。招股书显示，2022年马可波罗实现营收86.61亿元，净利润15.14亿元，毛利率35.10%，现金分红5亿元。产销方面，2022年马可波罗的瓷砖产能为2.2亿㎡，产量为1.92亿㎡，产能利用率为87.33%，总销量达2.07亿㎡，产销率达103.51%。

【陶业要闻摘要】高安产区陶企整体向好，甚至有部分品类紧缺。相关企业销售负责人表示，目前，产区在600、800、600*1200规格主流规格方面，甚至出现一定程度的排产紧张乃至缺货现象。与此同时，3月高安集中供气气价折合煤价1800元/吨，这与烧煤的其他产区当前1200元/吨左右的煤价，在能源成本上形成鲜明对比。当前600、800常规品类中，高安陶瓷产区烧气的瓷砖售价要比周边产区高到0.5-1元钱，最终导致产区企业为了稳住客户、保持较好产销，不得不紧抓3月市场旺季，亏本销售部分品类花色。。

【玻纤情报网】2023年3月26日上午，我国第一座深远海漂浮式风电平台——“海油观澜号”将离开广东珠海福陆码头，前往海南的文昌海域，进行海上安装和调试。

风险提示

玻纤需求不及预期。2023 年玻纤新增产能冲击低于 2022 年的确定性较强，但需求恢复节奏存在不确定性，需警惕阶段性需求承压，或需求拐点之后的风险。

地产政策传导不及预期，销售恢复不及预期。地产融资政策已基本释放到位，但传导到建材需求还需时间等待，若传导链条受阻，地产销售恢复不及预期，则地产端需求或仍受压制。

基建实物工作量落地不及预期。2022 年基建投资增速与实物工作量存在滞后，2023 年落地情况仍存在不确定性。若无法得到快速弥补，建材行业相关需求或相对受阻。

中硼硅需求释放不及预期。中硼硅产品需求提升，渗透率加速提高带动盈利空间扩大是目前药用玻璃的最关键利好因素，若中硼硅需求释放不及预期，药用玻璃行业增长将受阻。

附录图表 40.重点关注公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
					21A	22E	21A	22E	
601636.SH	旗滨集团	买入	10.43	279.89	1.58	0.51	6.61	20.45	4.51
002233.SZ	塔牌集团	买入	7.30	87.04	1.54	0.22	4.74	32.69	9.47
002398.SZ	垒知集团	买入	6.41	45.93	0.38	0.29	16.89	21.79	4.95
603916.SH	苏博特	买入	16.31	68.55	1.27	0.86	12.87	18.97	9.54
000786.SZ	北新建材	买入	26.84	453.46	2.08	1.86	12.92	14.46	12.40
600801.SH	华新水泥	买入	15.55	266.70	2.56	1.29	6.08	12.08	13.09
002271.SZ	东方雨虹	买入	33.48	843.18	1.67	1.12	20.05	29.89	10.45
002641.SZ	公元股份	买入	4.81	59.12	0.47	0.07	10.25	72.65	4.07
300737.SZ	科顺股份	买入	11.77	138.99	0.57	0.13	20.66	90.54	4.83
002372.SZ	伟星新材	买入	24.31	387.03	0.77	0.83	31.64	29.29	2.98
600176.SH	中国巨石	买入	14.61	584.86	1.51	1.65	9.70	8.85	6.89
002080.SZ	中材科技	买入	24.13	404.93	2.01	2.09	12.00	11.53	10.29
300196.SZ	长海股份	买入	15.97	65.27	1.40	1.90	11.40	8.41	9.63
605006.SH	山东玻纤	增持	8.74	52.44	0.91	0.89	9.60	9.82	4.40
600585.SH	海螺水泥	买入	28.25	1,439.37	6.28	2.96	4.50	9.56	34.65
000789.SZ	万年青	买入	8.79	70.09	2.00	0.73	4.40	12.04	8.75
000401.SZ	冀东水泥	买入	8.68	230.73	1.06	0.51	8.21	16.99	11.44
300715.SZ	凯伦股份	增持	14.11	54.31	0.19	-0.28	75.51	(50.39)	6.61
600529.SH	山东药玻	买入	26.25	174.20	0.89	1.19	29.47	22.06	8.39
002302.SZ	西部建设	买入	7.88	99.47	0.67	0.50	11.78	15.76	7.13
603256.SH	宏和科技	增持	7.92	70.08	0.14	0.06	56.40	132.00	1.69
603279.SH	景津装备	买入	28.00	161.47	1.12	1.46	24.96	19.18	6.36
002918.SZ	蒙娜丽莎	增持	18.30	75.98	0.76	(0.92)	24.13	(19.92)	7.83
003012.SZ	东鹏控股	增持	8.74	102.52	0.13	0.30	66.74	29.13	6.12
000012.SZ	南玻 A	未有评级	6.71	160.45	0.50	0.69	13.47	9.72	4.06
301188.SZ	力诺特玻	未有评级	18.55	43.11	0.54	0.52	34.55	35.78	6.03
003011.SZ	海象新材	未有评级	24.35	25.00	0.94	2.01	25.78	12.14	13.94
301356.SZ	天振股份	未有评级	48.05	57.66	2.33	3.75	20.64	12.81	17.56
605268.SH	王力安防	未有评级	9.73	43.14	0.31	0.01	31.37	1,871.15	3.86

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日 2023 年 3 月 31 日，未有评级公司盈利预测来自同花顺 iFinD 一致预期，已披露年报的公司 22E 为公司已披露数据。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371