

建筑材料

并购潮再袭，建材盈利承压或加大并购动能，四条路径探标的

并购潮再袭，建材盈利承压或加大并购动能

我们跟踪自 1994 年至今企业并购金额和数量情况，发现曾经历两波并购潮：第一次在 21 世纪初开始，2007 年并购金额达到 13 万亿元巅峰，第二次则在 2013 年前后启动，至 2021 年再次冲击 13 万亿元高峰。22-23 年由于企业自身经营普遍承压较大，市场整体并购也明显放缓，23 年并购金额达 5.51 万亿，较 21 年高点下降 18%，今年 M1-10 并购金额同比仍有 21% 的降幅。建筑建材并购规模来看，过去五年整体保持增长，截止 23 年末建筑建材并购金额达 91.16 亿美元，较 18 年 CAGR 达 8.3%。并购数量来看，过去五年建筑建材占全行业比重始终处于 3~5% 区间内，23 年建筑建材并购数量占 3.9%，今年以来占比持续提升，24Q3 建筑建材并购数量占比达 4.9%。我们认为这主要受行业盈利显著下滑、亏损面扩大，企业经营承压较大影响，22 年以来建材行业利润持续下滑，至 24H1 利润同比-55% 达 682 亿元。我们结合政策复盘重组指数历史走势，14 年重组行情累计超额收益率 208%，持续时长 974 个交易日。此轮来看，2024 年 9 月 24 日证监会发布“并购六条”（《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》），并购行情再起，截止 11 月 12 日，重组指数累计超额收益率达 40%，持续 49 个交易日，我们认为对比前一轮行情来看仍处起步阶段。

按图索骥：四条路径、四类逻辑主线探建材重组标的

我们从四条路径自上而下来寻找此次并购重组受益建材标的，分别为国资委实控、地方国资实控、民营自然人实控以及从出资人（LP 及 PE 等）角度进行研究，四条路径下分别从收购资产、置换资产以及具有集团资产注入预期/具备“壳”资源属性来梳理。

综合来看，我们从以下四类逻辑主线遴选核心标的：

- 1) 已公告收并购事宜，以实现产业整合：建议关注广东宏大/江南化工**，均已公告收购同行业的民爆炸药资产，未来将进一步实现产业整合。2024 年前三季度两家企业利润增速分别为 31%/7%，未来公司有望通过提升市占率释放更多业绩空间。
- 2) 已公告收并购、资产置换或剥离事宜：建议关注佛塑科技、道恩股份**，均已有公告收购资产事宜，**建议关注本钢板材/易成新能/山东玻纤**，均有公告资产置换或剥离事宜，且剥离业务多为盈利相对较差的板块（如山东玻纤的热电业务），而注入业务多为盈利更优且具备更高估值的资产板块（如本钢板材收购的矿业），因此此类企业未来完成并购重组后或将实现业绩估值双升。
- 3) 同一集团实控下有待上市资产注入预期，具备壳属性：推荐公元股份/伟星新材**，所在集团下具有 IPO 未过会的资产，分别为公元新能/伟星光学，未来或存在将资产注入上市公司的可能，当前股市 PB 分别为 1.1/4.8，ROE 分别为 2.7%/12.0%。
- 4) 中建材系存整合预期：推荐天山股份/宁夏建材**，有望受益中建材整合旗下水泥资产，24 年前三季度归母净利润分别转亏/-41%；**推荐中国巨石/中材科技**，有望受益中建材整合旗下玻纤资产，24 年前三季度归母净利润分别-43%/-64%，市场景气下行或将进一步助推公司积极整合。

风险提示：公司并购重组进度不及预期、并购宽松政策落地不及预期、建材行业基本面景气下行超预期等。

证券研究报告

2024 年 11 月 18 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

林晓龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:水泥 PB 仍存较大修复空间，关注华南水泥龙头》2024-11-17
- 《建筑材料-行业专题研究:Q3 建材业绩继续下行，看好政策驱动顺周期板块复苏行情》2024-11-15
- 《建筑材料-行业研究周报:化债“组合拳”落地，华南资金到位率及水泥价格显著提升，关注化债省份企业较好弹性》2024-11-10

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价(元) 2024-11-18	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002641.SZ	公元股份	4.39	买入	0.30	0.28	0.30	0.33	14.63	15.68	14.63	13.30
002372.SZ	伟星新材	13.27	买入	0.90	0.72	0.81	0.90	14.74	18.43	16.38	14.74
605006.SH	山东玻纤	4.89	买入	0.17	0.04	0.24	0.34	28.76	122.25	20.38	14.38
600176.SH	中国巨石	10.89	买入	0.76	0.58	0.76	0.92	14.33	18.78	14.33	11.84
002080.SZ	中材科技	13.12	买入	1.33	0.55	0.75	1.00	9.86	23.85	17.49	13.12
000877.SZ	天山股份	6.47	买入	0.28	0.01	0.22	0.35	23.11	647.00	29.41	18.49
600449.SH	宁夏建材	13.91	买入	0.62	0.45	0.69	0.94	22.44	30.91	20.16	14.80

资料来源: Wind、天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 并购潮再袭，建材盈利承压或加大并购动能.....	4
1.1. 第三轮并购潮再起，建筑建材并购量占比稳升.....	4
1.2. 2014 年开启并购重组大行情，此轮或仍处启动阶段.....	6
2. 按图索骥：四条路径探建材重组企业.....	8
2.1. 路径一：央企收购持续推进，关注预期产业整合进度.....	8
2.2. 路径二：地方国企收购&置换资产频现，核心关注产业整合进度.....	9
2.3. 路径三：民企“壳”资源价值较强，关注集团存资产注入预期标的.....	10
2.4. 路径四：投资基金受益并购宽松政策，关注具有 LP 板块企业.....	11
3. 核心标的.....	12
4. 风险提示.....	12

图表目录

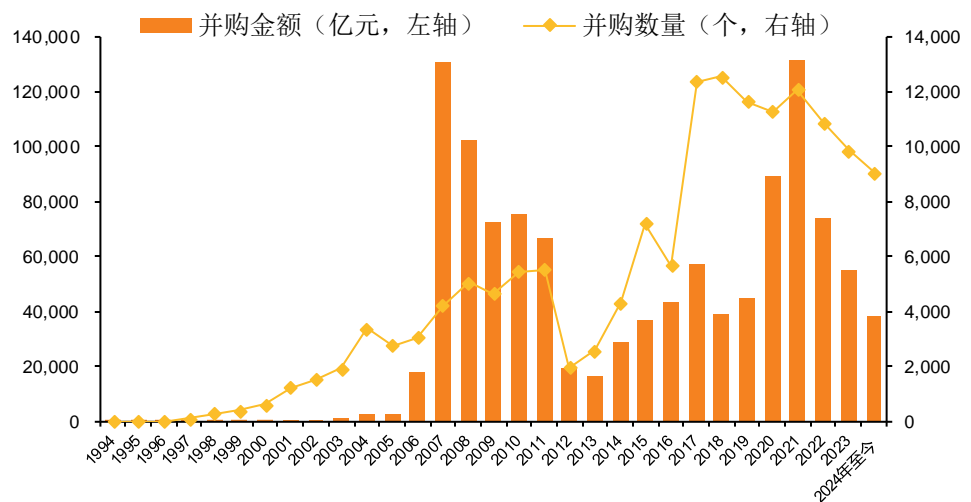
图 1：1994 年至今中国企业并购金额和数量情况.....	4
图 2：2023 年中企各行业完成并购交易规模.....	5
图 3：2023 年中企各行业完成并购交易数量占比.....	5
图 4：近年来建筑建材并购规模和占比.....	5
图 5：2011 年至 2024H1 建材企业利润总额及同比增速.....	5
图 6：2010 年至今重组指数累计和超额收益率（左轴）及上证指数累计收益率（右轴）情况.....	6
表 1：近年来建筑建材并购部分案例.....	5
表 2：天山股份合并重组事件推进前后股价绝对涨跌幅表现.....	7
表 3：天山股份合并重组事件推进前后股价相对(沪深 300)涨跌幅表现.....	7
表 4：并购重组路径一：国资委实控企业.....	8
表 5：并购重组路径二：地方国资实控企业.....	9
表 6：并购重组路径三：民营法人实控企业.....	10
表 7：上峰水泥新经济股权投资标的情况.....	11
表 8：核心推荐及建议关注标的.....	12

1. 并购潮再袭，建材盈利承压或加大并购动能

1.1. 第三轮并购潮再起，建筑建材并购量占比稳升

我国两次企业并购高峰规模约 13 万亿元，22 年至今并购规模数量持续下滑。我国企业并购历史良久，1993 年 4 月证监会出台《股票发行与交易管理暂行条例》，其中部分章节涉及收购兼并，首次从制度层面开启企业并购的交易模式，但彼时相关规则还处于初步探索阶段。我们跟踪自 1994 年至今企业并购金额和数量情况（为反映并购对市场预期影响情况，此处数据均以首次披露日为统计口径），发现曾经历两波并购潮：第一次在 21 世纪初开始，2007 年并购金额达到 13 万亿元巅峰，第二次则在 2013 年前后启动，至 2021 年再次冲击 13 万亿元高峰。22-23 年由于企业自身经营普遍承压较大，市场整体并购也明显放缓，23 年并购金额达 5.51 万亿，较 21 年高点下降 18%，并购数量有 9877 个。今年来看，我们跟踪 24 年 M1-10 并购金额同比仍有 21% 的降幅，年初至今（11 月 11 日）以首次披露日/交易完成日为统计口径的企业并购金额分别达 3.83/1.29 万亿，数量分别有 9054/4208 个，我们认为随着 9 月 24 日证监会“并购六条”落地，市场或将再次开启并购大潮。

图 1：1994 年至今中国企业并购金额和数量情况

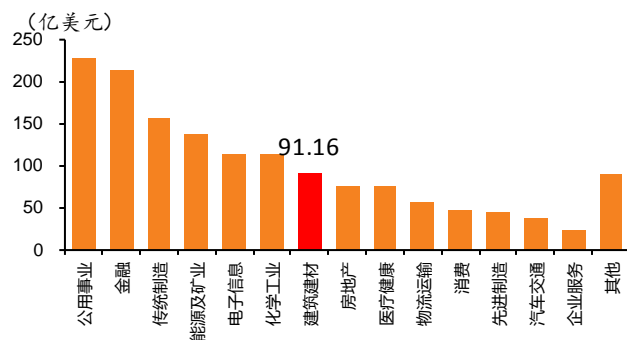


资料来源：Wind、天风证券研究所

注：为反映并购对市场预期影响情况，此处数据均以首次披露日为统计口径；2024 年至今为截止 2024/11/11 数据

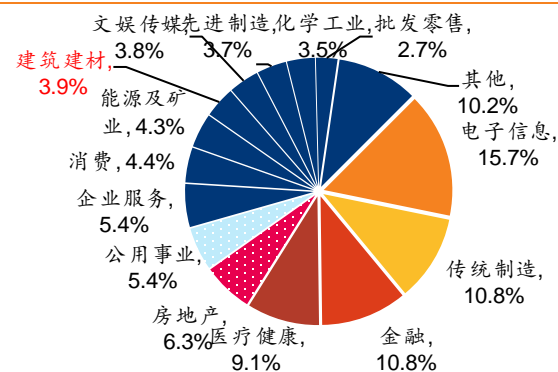
建筑建材并购数量占比约在 3~5%，今年以来持续提升。并购规模来看，据投中研究院，过去五年中除 21 年（受天山股份重大资产重组事件影响）外，其余年份均持续保持小幅增长，截止 23 年末建筑建材并购金额达 91.16 亿美元，较 18 年 CAGR 达 8.3%，24 年前三季度并购规模达 34.7 亿美元。并购数量来看，过去五年建筑建材占全行业比重始终处于 3~5% 区间内，23 年建筑建材并购数量占 3.9%，今年以来占比持续提升，24Q3 建筑建材并购数量占比达 4.9%。我们认为这主要受行业景气下行、企业承压较大影响，22 年以来建材行业利润持续下滑，至 24H1 利润同比-55%达 682 亿元。

图 2：2023 年中企各行业完成并购交易规模



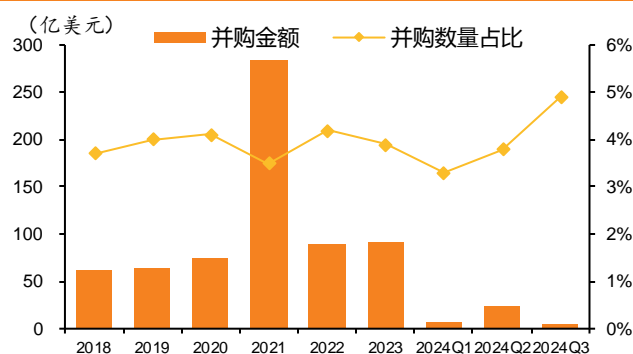
资料来源：投中研究院官网、天风证券研究所

图 3：2023 年中企各行业完成并购交易数量占比



资料来源：投中研究院官网、天风证券研究所

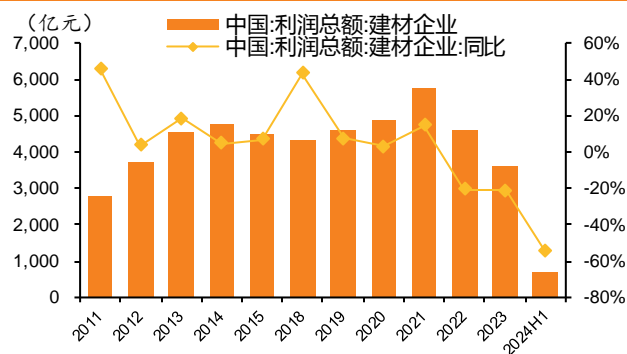
图 4：近年来建筑建材并购规模和占比



资料来源：投中研究院官网、天风证券研究所

注：2024H1 建筑建材并购金额未有直接披露，系根据总额进行核算口径，可能略有出入，占比为官方披露数据

图 5：2011 年至 2024H1 建材企业利润总额及同比增速



资料来源：Wind、中国建筑材料联合会官网、天风证券研究所

表 1：近年来建筑建材并购部分案例

时间	被并购方	金额 (亿美元)	并购方	股权
2024	华铁应急	2.76	海控产业投资	14.01%
2023	广东建工集团	15.23	粤水电	100%
2022	中国电建	37.67	中国电建集团	
2021	葛洲坝	35.41	中国能建	57.16%
2021	南方水泥	75.49	天山股份	99.93%
2021	中联水泥	33.95	天山股份	100.00%

资料来源：投中研究院官网、天风证券研究所

1.2. 2014 年开启并购重组大行情，此轮或仍处启动阶段

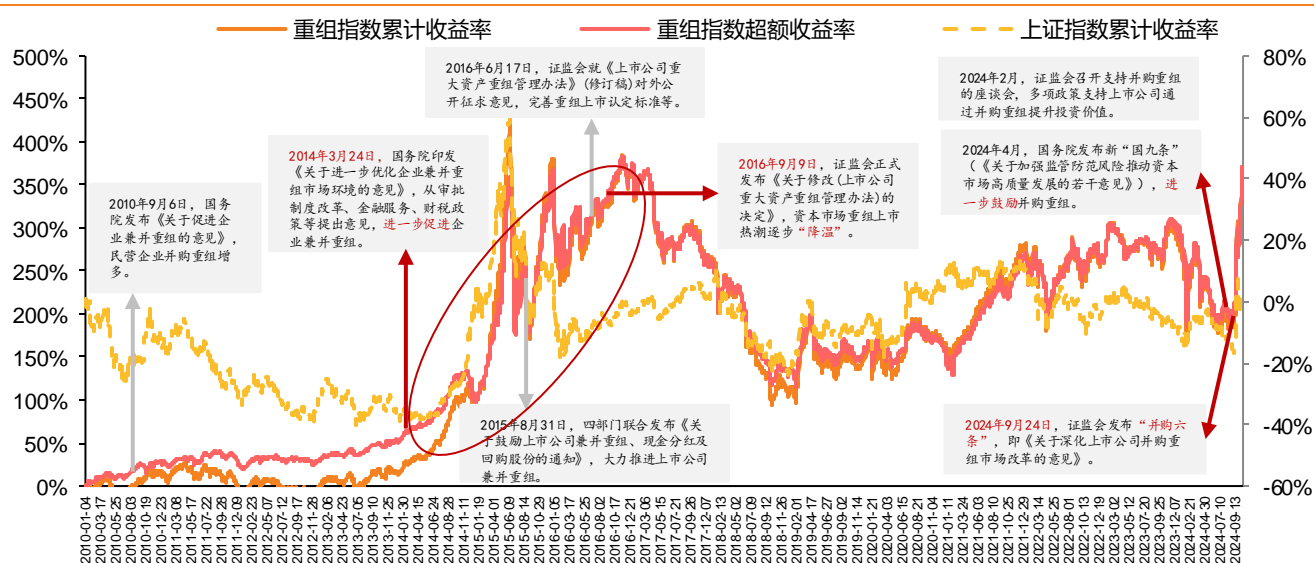
我们结合政策复盘重组指数历史走势，观测其涨幅及持续性以做此轮行情之借鉴。我国并购重组历史最早可追溯至 20 世纪 90 年代“宝延大战”，即宝安集团授意关联方在二级市场持续买入延中实业，直至购买了 15.98% 股权才被延中实业清晰知晓，此后并购市场及制度要求逐步发展完善。2004 年“国九条”提出鼓励并购重组，至 2013 年间相关政策文件陆续出台，并购制度逐渐确立。自 2014 年开始进入并购重组大行情，我们结合政策复盘此后重组指数行情走势：

1) 2014 年 3 月 24 日，国务院印发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，从审批制度改革、金融服务、财税政策等提出意见，进一步促进企业兼并重组。自 2014/3/24 至区间高点（2015/6/12）累计超额收益率达 143%，持续 445 个交易日，而后重组概念板块跟随 A 股市场整体向下回调。

2) 2015 年 8 月 31 日，四部门联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，大力推进上市公司兼并重组，再次提振重组行情。而 2016 年 9 月 9 日，证监会发布《关于修改(上市公司重大资产重组管理办法)的决定》，资本市场重组上市热潮开始逐步降温。自 2015/8/31 至 2016/9/9，重组指数累计超额收益率达 46%，持续 375 个交易日。此后 2016 至 2023 年，并购规则持续完善，降温“炒壳”等行为，推动经济高质量发展，并购重组行情整体震荡运行。

综合来看，14 年重组行情持续至 2016/11/22，较 14 年并购重组政策底（2014/3/24）累计超额收益率达 208%，持续时长 974 个交易日。此轮来看，2024 年 9 月 24 日证监会发布“并购六条”（《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》），并购行情再起，截止 11 月 12 日，重组指数累计超额收益率达 40%，持续 49 个交易日，我们认为对比前一轮行情来看仍处起步阶段。

图 6：2010 年至今重组指数累计和超额收益率（左轴）及上证指数累计收益率（右轴）情况



资料来源：Wind、睿泽小 R 公众号、中国政府网、天风证券研究所

注：数据截止 2024/11/5

就建材行业而言，历史并购重组重大事项主要包括两材合并以及天山股份合并水泥资产两宗案例。由于中国建材在港股上市，港股市场交易风格与 A 股差异较大，参考性较弱，因此我们选取天山股份进行分析，我们选取公司重组事项的首次公告日/复牌日/证监会批准日/完成公告日四个时点，分别跟踪各时间点前后不同时段内的股价表现，发现如下结论：

- 1) **重要时点后股价表现：**一方面公司在公告重组停牌再复牌后，股价明显推升，连续三天（2020/8/10-2020/8/12）涨停，累计收益达 30%，此后逐渐回落，复牌后一个月来看仍有 10%左右的涨幅。另一方面公司在完成公告日 3 个月后来看，亦录得正收益，累计超额收益约 10%左右，或反映重组落地后市场对公司基本面预期有所提升。
- 2) **重要时点前股价表现：**在首次公告日和完成公告日之前，公司股价反映均相对微弱，而在证监会获准前 5-10 个交易日来看，累计收益相对较高。

表 2：天山股份合并重组事件推进前后股价绝对涨跌幅表现

时点	T	区间累计绝对收益 (%)								
		[T-10, T]	[T-5, T]	[T-1, T]	[T, T+1]	[T, T+5]	[T, T+10]	[T, T+30]	[T, T+100]	[T, T+180]
首次公告日	2020/7/25	-0.9	-3.1	-4.4						
复牌日	2020/8/10				21.0	17.9	17.6	8.8	-2.5	-26.7
证监会获准日	2021/8/25	15.9	8.2	-2.8	-1.8	-9.9	4.5	-0.5	-8.6	-2.2
完成公告日	2021/10/29	-3.9	-5.2	1.6	2.7	0.6	-2.8	-0.9	13.0	-9.2

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：区间涨跌幅=[(区间最后交易日收盘价-区间首个交易日前收盘价)/区间首个交易日前收盘价]*100%

表 3：天山股份合并重组事件推进前后股价相对(沪深 300)涨跌幅表现

时点	T	区间累计相对(沪深300)收益 (%)								
		[T-10, T]	[T-5, T]	[T-1, T]	[T, T+1]	[T, T+5]	[T, T+10]	[T, T+30]	[T, T+100]	[T, T+180]
首次公告日	2020/7/25	5.3	-2.3	0.0						
复牌日	2020/8/10				21.5	18.0	18.2	11.4	-1.9	-43.2
证监会获准日	2021/8/25	16.8	7.5	-4.1	0.0	-8.3	5.4	0.3	-10.0	3.0
完成公告日	2021/10/29	-0.7	1.0	-0.2	1.8	1.5	-2.4	-0.8	11.1	10.8

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：区间涨跌幅=[(区间最后交易日收盘价-区间首个交易日前收盘价)/区间首个交易日前收盘价]*100%

2. 按图索骥：四条路径探建材重组企业

我们从四条路径自上而下寻找此次并购重组受益建材标的，分别为：1) 国资委实控企业；2) 地方国资实控企业；3) 民营自然法人实控企业；4) 出资人 (LP 及 PE 等) 端。

2.1. 路径一：央企收购持续推进，关注预期产业整合进度

23 年国有控股企业的固定资产投资同比增加 6.4%，而同期所有企业的固定资产投资同比增速仅为 3.0%，民间固定资产投资同比增速为 -0.4%，因此我们认为国资或将成为此轮收并购的摇旗手，首先从国资委实控企业进行研究，主要有三条线索：

1) **收购资产**：24 年 10 月 28 日江南化工公告确定收购价格，公司拟以 3.5 亿元收购红旗民爆 36% 股权，收购后增加 11.4 万吨/年产能。我们认为公司通过收购产能将提升市场竞争力，业绩有望提升。

2) **置换资产**：24 年 10 月 18 日本钢板材公告重大资产置换交易进展，公司拟与本溪钢铁进行资产置换，拟置入本溪钢铁矿业有限责任公司 100% 股权，拟置出公司的资产为上市公司除保留资产及负债外的全部资产及负债，差额以现金方式补足，当前交易标的资产范围、交易价格等要素均未最终确定。采矿业务的 ROE 和毛利率都优于钢铁业，我们认为此次资产置换为公司股价提供一定向上动能。

3) **中建材系整合预期**：一方面是水泥资产，天山股份和宁夏建材此前发布吸收合并重组公告，而后被终止，而当前中国建材集团及中国建材股份正在积极研究论证关于基础建材板块相关企业的其他整合方案，新的整合方案仍在研究论证过程中，未来或仍有重组预期。另一方面是玻纤资产，2017 年底中建材承诺 3 年内将中国巨石和中材科技 (泰山玻纤子公司) 同业竞争业务整合，20、22 年底分别发布公告延期两年，今年年底期限将至，或将履行业务整合承诺。

表 4：并购重组路径一：国资委实控企业

并购重组路径①——国资委实控											
证券代码	证券简称	第一大股东	重组事项预期	上市板	市值 (亿元)	货币资金 (亿元)	大股东持股比	ROE	分红率	资产负债率	公司 PB
002226.SZ	江南化工	北方特种能源集团有限公司	收购资产：24年10月28日公布确定收购价格，公司拟以3.5亿元收购红旗民爆36%股权，收购后增加11.4万吨/年产能。	主板	148	18.6	19.7%	8.3%	20.6%	40.1%	1.6
000761.SZ	本钢板材	本溪钢铁(集团)有限责任公司	置换资产：24年10月18日公布重大资产置换交易进展，公司拟与本溪钢铁进行资产置换，拟置入本溪钢铁矿业有限责任公司100%股权，拟置出公司的资产为上市公司除保留资产及负债外的全部资产及负债，差额以现金方式补足，当前交易标的资产范围、交易价格等要素均未最终确定。	主板	135	26.7	58.7%	-20.8%	0.0%	68.7%	1.1
600176.SH	中国巨石	中国建材股份有限公司	整合预期	主板	460	23.2	27.0%	5.3%	36.2%	42.0%	1.6
002080.SZ	中材科技	中国建材股份有限公司	整合预期	主板	238	16.7	60.2%	3.3%	42.2%	54.7%	1.3
000877.SZ	天山股份	中国建材股份有限公司	整合预期	主板	456	141.7	81.1%	-4.6%	50.3%	67.4%	0.6
600449.SH	宁夏建材	中国建材股份有限公司	整合预期	主板	67	10.2	49.0%	2.4%	40.2%	32.2%	0.9
000786.SZ	北新建材	中国建材股份有限公司	暂无重组预期	主板	508	10.1	37.8%	13.0%	40.0%	28.0%	2.0
002066.SZ	瑞泰科技	中国建筑材料科学研究院有限公司	20年启动与中国宝武重组事项，24年10月30日公告已终止筹划。	主板	28	3.2	40.1%	5.9%	31.7%	71.3%	3.9
300374.SZ	中铁装配	中铁建工集团有限公司	暂无重组预期	创业板	55	4.1	26.5%	-7.9%	0.0%	77.7%	6.5
600876.SH	凯盛新能	香港中央结算(代理人)有限公司	暂无重组预期	主板	52	3.2	38.6%	-5.5%	0.0%	62.2%	1.6
600552.SH	凯盛科技	凯盛科技集团有限公司	暂无重组预期	主板	132	3.6	29.3%	2.7%	44.1%	58.9%	3.2
603126.SH	中材节能	中国中材集团有限公司	暂无重组预期	主板	39	7.1	50.7%	1.3%	35.3%	51.6%	1.9
688295.SH	中复神鹰	中建材联合投资有限公司	暂无重组预期	科创板	206	10.5	33.2%	-0.2%	30.0%	48.5%	4.3
002205.SZ	国统股份	新疆天山建材(集团)有限责任公司	暂无重组预期	主板	17	0.9	30.2%	-5.0%	0.0%	81.8%	2.9
002302.SZ	西部建设	中建新疆建工(集团)有限公司	暂无重组预期	主板	95	20.4	31.4%	0.1%	22.5%	69.5%	1.0
688119.SH	中钢洛耐	中国钢铁发展集团有限公司	宝武系已完成	科创板	50	15.3	37.7%	-0.2%	51.4%	41.0%	1.6
002096.SZ	易普力	中国葛洲坝集团股份有限公司	此前和南岭民爆已完成	主板	166	25.7	43.4%	7.3%	40.1%	30.9%	2.3

资料来源：Wind、公司公告等、天风证券研究所

注：市值和 PB 数据截止 2024/11/13，分红率为 2023 年数据，其余数据截止 2024/9/30 报告期

2.2. 路径二：地方国企收购&置换资产频现，核心关注产业整合进度

地方国资实控来看，主要有三条线索：

- 1) **已公告收购事宜**：a) **佛塑科技**，塑料薄膜企业，计划收购锂电池材料企业金力股份(此前撤回ipo)，目前在停牌中，最晚将于11月15日开市复牌；b) **广东宏大**，24年10月28日公告重大资产重组进展，公司拟购买21%雪峰科技股权，收购完成后将实现控股，目前仍在推进评估。
- 2) **已公告置换或剥离资产事宜**：a) **易成新能**，24年7月披露重组方案，将剥离亏损较大的控股子公司平煤隆基(主营电池片)，同时向平煤隆基购买其持有的子公司平煤光伏(主营光伏边框)100.00%股权，目前重组已完成；b) **山东玻纤**，24年10月30日，子公司沂水热电资产转让给沂水城投下属子公司沂水华源热力，已通过董事会审议。
- 3) **同一集团下存在其他资产注入预期**：a) **耀皮玻璃**，实控人同为上海市国资委，隶属于上海建材集团，而同属于上海国资的上海建工集团旗下的建材科技曾计划分拆上市，而后终止了IPO进程，未来另行筹划其上市方案；b) **福建水泥**，同一实控下存在福能租赁(832743.NQ)、福能期货(871101.NQ)资产，已在新三板上市等。

我们认为对于地方国资实控而言，存在并购重组预期的企业通常或具有较高的分红率，可将并购后的企业经济效益回流到地方政府，此外，高ROE以及大股东持股比例较高，且资产负债率较低的企业，以及盈利同比下滑较多、寻求扩张的企业并购预期或更高。

表 5：并购重组路径二：地方国资实控企业

并购重组路径②——地方国资实控														
股票代码	公司名称	实控人	第一大股东	上市板	所属行业	具备重组事项/同一集团下资产	ROE	分红率	大股东持股比	资产负债率	24Q1-3 利润增速	市值 (亿元)	货币资金 (亿元)	PB
000973.SZ	佛塑科技	广新控股集团	广东省广新控股集团有限公司	主板	塑料	收购资产：24年11月1日公司筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的停牌公告，交易对象是此前撤回IPO的锂电池材料企业金力股份(主营塑料薄膜)，最晚将于11月15日开市复牌。	2.9%	30.3%	26.8%	24.7%	-57.3%	55.1	6.7	1.9
002693.SZ	广东宏大	广东省环保集团	广东省环保集团有限公司	主板	民爆	收购资产：24年10月28日公告重大资产重组进展，公司拟购买21%雪峰科技股权，目前仍在推进评估。	10.1%	59.1%	24.9%	56.6%	30.8%	224.3	18.4	3.5
603227.SH	雪峰科技	新疆自治区国资委	新疆农牧业投资(集团)有限责任公司	主板	化学制品	收购资产：24年7月披露重组方案，剥离亏损较大的控股子公司平煤隆基(主营电池片)，同时向平煤隆基购买其持有的子公司平煤光伏(主营光伏边框)100.00%股权，目前重组已完成。	12.9%	31.4%	34.1%	28.6%	-18.3%	99.6	10.3	2.1
300080.SZ	易成新能	河南省国资委	中国平煤神马控股集团有限公司	创业板	光伏设备	资产置换：24年7月披露重组方案，剥离亏损较大的控股子公司平煤隆基(主营电池片)，同时向平煤隆基购买其持有的子公司平煤光伏(主营光伏边框)100.00%股权，目前重组已完成。	-6.4%	0.0%	40.2%	58.3%	-501.8%	99.1	16.6	1.8
605006.SH	山东玻纤	山东省国资委	山东能源集团新材料有限公司	主板	玻璃玻纤	剥离资产：24年10月30日，子公司沂水热电资产转让给沂水城投下属子公司沂水华源热力，已通过董事会审议。	-4.1%	30.2%	51.8%	60.5%	-204.6%	31.1	7.7	1.2
600819.SH	耀皮玻璃	上海市国资委	上海建材(集团)有限公司	主板	玻璃玻纤	建材科技(A20769.SH)：实控人同为上海市国资委，隶属于上海建工集团，曾经计划分拆上市，而后终止了IPO进程，原因是上海建工拟调整建材工业板块战略规划，加大在建筑建材领域的研发投入，未来另行筹划其上市方案。	2.8%	-3.7%	31.5%	42.5%	-205.8%	49.8	7.9	1.6
600802.SH	福建水泥	福建省国资委	福建建材(控股)有限责任公司	主板	水泥	同一实控下福能租赁(832743.NQ)、福能期货(871101.NQ) 已在新三板上市。	-14.7%	0.0%	28.8%	71.6%	-26.3%	19.2	1.7	1.8
600207.SH	安彩高科	河南省财政厅	河南投资集团有限公司	主板	光伏设备	康源科技(834408.NQ)：正丁烷等化工品企业，河南财政厅持股0.69%，24年初IPO被终止。	-2.9%	0.0%	41.0%	54.2%	-351.2%	58.4	7.1	1.9
600668.SH	安峰集团	金华市国资委	金华市通济国有资产投资有限公司	主板	水泥	暂无其他同一实控下待上市资产	1.4%	36.7%	16.1%	23.7%	-45.1%	35.9	2.5	0.7
600425.SH	青松建化	新疆兵团国资委	新疆兵团国有资产运营集团有限公司	主板	水泥	暂无其他同一实控下待上市资产	6.4%	34.6%	39.1%	30.5%	-20.2%	63.5	12.5	1.0
600585.SH	海螺水泥	安徽省国资委	安徽海螺集团有限责任公司	主板	水泥	暂无其他同一实控下待上市资产	2.8%	48.6%	36.4%	21.5%	-40.1%	1,308.3	750.3	0.8
002827.SZ	高争民爆	西藏自治区国资委	西藏建工建材集团有限公司	主板	民爆	暂无其他同一实控下待上市资产	13.0%	42.3%	58.6%	58.3%	33.5%	88.8	6.5	10.0
600326.SH	西藏天路	西藏自治区国资委	西藏建工建材集团有限公司	主板	水泥	暂无其他同一实控下待上市资产	-1.8%	0.0%	24.1%	54.6%	-75.5%	99.1	22.4	2.6
603977.SH	国泰集团	江西省国资委	江西省军工控股集团有限公司	主板	民爆	暂无其他同一实控下待上市资产	6.9%	30.6%	47.6%	32.3%	-3.2%	85.9	7.4	2.6
000789.SZ	万年青	江西省国资委	江西水泥有限责任公司	主板	水泥	暂无其他同一实控下待上市资产	0.1%	31.4%	44.2%	37.1%	-97.7%	44.5	41.4	0.7
601992.SZ	金隅集团	北京市国资委	北京金隅运营管理有限公司	主板	水泥	暂无其他同一实控下待上市资产	-0.6%	—	45.3%	64.5%	-4212.7%	182.2	153.4	0.5
000401.SZ	冀东水泥	北京市国资委	北京金隅集团股份有限公司	主板	水泥	暂无其他同一实控下待上市资产	-1.0%	0.0%	44.3%	50.2%	-7.9%	154.7	70.1	0.6
000411.SZ	四川金顶	洛阳市人民政府	深圳村素至地投资企业(有限合伙)	主板	水泥	暂无其他同一实控下待上市资产	-2.8%	0.0%	20.5%	77.7%	50.0%	27.2	0.5	12.1
600529.SH	山东药玻	沂源县财政局	山东鲁中投资有限责任公司	主板	医疗器械	暂无其他同一实控下待上市资产	9.4%	34.2%	19.5%	22.0%	17.3%	171.8	10.9	2.3
600076.SH	康欣新材	无锡市国资委	无锡建设发展投资有限公司	主板	包装印刷	暂无其他同一实控下待上市资产	-2.9%	0.0%	38.4%	37.4%	-5.2%	30.9	1.4	0.7
600881.SH	亚泰集团	长春市国资委	长春市人民政府国有资产监督管理委员会	主板	综合II	暂无其他同一实控下待上市资产	-25.2%	0.0%	9.1%	88.1%	-3.5%	64.7	9.4	1.4
002682.SZ	龙洲股份	福建省国资委	龙岩城发鑫融投资发展有限公司	主板	物流	暂无其他同一实控下待上市资产	-4.9%	0.0%	8.9%	75.9%	-39.5%	27.9	4.8	1.9
600293.SZ	三峡新材	宜昌市国资委	当阳市城市投资有限公司	主板	玻璃玻纤	暂无其他同一实控下待上市资产	0.8%	0.0%	20.3%	47.0%	-45.0%	36.0	4.4	2.1
002297.SZ	博云新材	湖南省国资委	中南大学粉末冶金工程研究中心有限公司	主板	航空装备II	暂无其他同一实控下待上市资产	-0.8%	0.0%	12.6%	27.5%	-182.9%	41.8	5.4	2.0
002783.SZ	凯龙股份	荆门市国资委	中荆投资控股集团有限公司	主板	民爆	暂无其他同一实控下待上市资产	5.5%	28.5%	15.0%	58.5%	-34.0%	47.0	8.9	1.9
600356.SH	恒丰纸业	黑龙江省国资委	牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司	主板	造纸	暂无其他同一实控下待上市资产	4.3%	30.0%	29.9%	24.2%	24.6%	23.2	4.5	0.9
000619.SZ	海螺新材	安徽省国资委	安徽海螺集团有限责任公司	主板	装修建材	暂无其他同一实控下待上市资产	-1.1%	0.0%	43.4%	41.7%	907.5%	23.6	7.1	0.9
301526.SZ	国际复材	云南省国资委	云天化集团有限责任公司	创业板	玻璃玻纤	暂无其他同一实控下待上市资产	-1.9%	20.7%	60.0%	57.5%	-137.5%	160.3	21.8	2.0

资料来源：Wind、公司公告等、天风证券研究所

注：市值和PB数据截止2024/11/13，分红率为2023年数据，其余数据截止2024/9/30 报告期

2.3. 路径三：民企“壳”资源价值较强，关注集团存资产注入预期标的

民营法人实控来看，主要有三条线索：

- 1) **已公告收购事宜：**a) **道恩股份**，24年10月28日公告重大资产重组停牌，公司正在筹划通过发行股份及支付现金购买山东道恩钛业股份有限公司控股权，29日开始停牌，不超过10个交易日；b) **东和新材**，24年5月24日公告，公司在筹划以支付现金购买资产方式收购海鸣矿业70%股权，目前仍在推进。
- 2) **已公告置换或剥离资产事宜：**松发股份10月17日公司复牌并发布重组预案，公司以其持有的全部资产和经营性负债与中坤投资持有的恒力重工50%股权的等值部分进行置换，向中坤投资发行股份购买置换后的差额部分，并向恒力重工其余股东购买剩余50%股权。
- 3) **同一集团下存在其他资产注入预期：**a) **公元股份**，集团旗下公元新能(874007.BJ)原计划北交所上市，募集资金用于安徽500MW高效N型光伏组件生产项目、研发中心建设项目及补充流动资金，后主动撤回申请；b) **伟星新材**，集团旗下伟星光学(A23258.SZ)此前计划在创业板IPO，后被终止。

我们认为对于民营法人实控而言，存在并购重组预期的企业存在作为“壳资源”被收购的可能性，首先需要具备上交所/深交所/北交所要求的被并购标的财务指标，我们对建材板块的企业进行筛选，得到32家企业。此外，我们认为具有大股东持股比低、pb和ROE低、负债率高特性的企业或具有更高的并购重组预期。

表 6：并购重组路径三：民营法人实控企业

并购重组路径③——民营法人实控											
被并购方财务指标筛选：1) 满足被收购重组管理办法；2) 市值小，pb低；3) 大股东持股比低，ROE低，负债率高。											
股票代码	公司名称	第一大股东	上市板	所属行业	具备重组事项/同一集团下资产	是否满足被收购业务条件(具备壳属性)	市值(亿元)	PB	大股东持股比例	ROE	资产负债率
002838.SZ	道恩股份	道恩集团有限公司	主板	改性塑料	收购资产：24年10月28日公告重大资产重组停牌，公司正在筹划通过发行股份及支付现金购买山东道恩钛业股份有限公司控股权，29日开始停牌，不超过10个交易日。道恩钛业注册资本为1.16亿元，道恩集团持股94.86%，交易作价暂未定。	是	65.5	2.2	44.2%	3.2%	43.8%
839792.BJ	东和新材	毕胜民	北证	耐火材料	收购资产：24年5月24日公告，公司在筹划以支付现金购买资产方式收购海鸣矿业70%股权，目前仍在推进。	是	23.2	2.4	18.5%	4.8%	32.5%
603268.SH	松发股份	恒力集团有限公司	主板	其他家居用品	置换资产：10月17日公司复牌并发布重组预案，公司以其持有的全部资产和经营性负债与中坤投资持有的恒力重工50%股权的等值部分进行置换，向中坤投资发行股份购买置换后的差额部分，并向恒力重工其余股东购买剩余50%股权。复牌后连涨10余天一字板。	是	54.7	367.1	30.1%	-133.9%	97.3%
002641.SZ	公元股份	公元置业集团有限公司	主板	水泥制品	公元新能(874007.BJ)：原计划北交所上市，后主动撤回申请。原计划募集资金用于安徽500MW高效N型光伏组件生产项目、研发中心建设项目及补充流动资金。	是	56.2	1.0	37.9%	2.7%	34.0%
002372.SZ	伟星新材	伟星集团有限公司	主板	其他家居用品	伟星光学(A23258.SZ)：在创业板的IPO被终止。	是	225.4	4.7	37.9%	12.0%	24.0%
301010.SZ	晶雪节能	常州晶雪投资管理有限公司	创业板	其他建材	暂无其他同一实控下待上市资产	是	16.1	1.9	34.5%	2.2%	53.8%
301429.SZ	森泰股份	唐进远	创业板	其他建材	暂无其他同一实控下待上市资产	是	21.5	1.6	35.3%	4.1%	18.0%
300234.SZ	开尔新材	邢翰宇	创业板	非金属材料III	暂无其他同一实控下待上市资产	是	27.9	2.4	22.4%	3.5%	19.2%
300599.SZ	雄塑科技	黄翰禧	创业板	资产管理	暂无其他同一实控下待上市资产	是	28.4	1.4	24.5%	-2.2%	14.5%
300715.SZ	凯伦股份	凯伦控股投资有限公司	创业板	水泥制造	暂无其他同一实控下待上市资产	是	30.3	1.3	33.8%	-1.4%	63.0%
300993.SZ	玉马遮阳	孙永志	创业板	其他家居用品	暂无其他同一实控下待上市资产	是	32.0	2.4	26.6%	9.3%	8.7%
300135.SZ	宝利国际	周德洪	创业板	其他石化	暂无其他同一实控下待上市资产	是	41.4	4.4	30.6%	0.7%	52.7%
300196.SZ	长海股份	杨鹏威	创业板	碳纤维制造	暂无其他同一实控下待上市资产	是	50.6	1.1	41.7%	4.5%	33.4%
300737.SZ	科顺股份	陈伟忠	创业板	防水材料	暂无其他同一实控下待上市资产	是	63.9	1.3	24.0%	2.5%	65.5%
688398.SH	赛特新材	汪坤明	科创板	其他化学制品	暂无其他同一实控下待上市资产	是	26.4	2.6	39.7%	5.7%	42.4%
001296.SZ	长江材料	熊鹰	主板	非金属材料III	暂无其他同一实控下待上市资产	是	24.9	1.4	24.8%	5.4%	16.3%
603856.SH	东宏股份	山东东宏集团有限公司	主板	管材	暂无其他同一实控下待上市资产	是	30.9	1.3	51.2%	7.3%	40.3%
002398.SZ	垒知集团	蔡永太	主板	防水材料	暂无其他同一实控下待上市资产	是	30.4	0.8	16.7%	2.6%	37.8%
000055.SZ	方大集团	深圳市邦林科技发展有限公司	主板	其他建材	暂无其他同一实控下待上市资产	是	34.8	0.7	11.1%	2.5%	55.0%
002225.SZ	濮耐股份	刘百宽	主板	光伏辅材	暂无其他同一实控下待上市资产	是	42.3	1.3	13.1%	3.6%	58.1%
002392.SZ	北京利尔	赵继增	主板	防水材料	暂无其他同一实控下待上市资产	是	50.4	0.9	24.1%	5.8%	40.8%
002088.SZ	晋阳节能	奇时联合纤维亚太控股有限公司	主板	其他化学制品	暂无其他同一实控下待上市资产	是	64.0	2.3	52.4%	12.3%	26.3%
000672.SZ	上峰水泥	浙江上峰控股集团有限公司	主板	水泥制造	暂无其他同一实控下待上市资产	是	81.9	0.9	31.1%	4.6%	46.7%
600586.SH	金晶科技	山东金晶节能玻璃有限公司	主板	玻璃制造	暂无其他同一实控下待上市资产	是	88.7	1.4	32.0%	5.0%	45.4%
002233.SZ	塔牌集团	钟烈华	主板	玻璃制造	暂无其他同一实控下待上市资产	是	92.6	0.8	16.6%	3.2%	9.9%
002043.SZ	兔宝宝	德华集团控股股份有限公司	主板	防水材料	暂无其他同一实控下待上市资产	是	101.7	3.4	36.2%	15.7%	45.7%
002791.SZ	坚朗五金	白宝顺	主板	防水材料	暂无其他同一实控下待上市资产	是	106.4	1.9	35.5%	0.6%	41.6%
000935.SZ	四川双马	北京和诣恒源科技有限公司	主板	资产管理	暂无其他同一实控下待上市资产	是	130.8	1.8	26.5%	3.3%	9.7%
601636.SH	旗滨集团	福建旗滨集团有限公司	主板	玻璃制造	暂无其他同一实控下待上市资产	是	174.4	1.3	25.4%	5.2%	58.2%
600801.SH	华新水泥	香港中央结算(代理人)有限公司	主板	水泥制造	暂无其他同一实控下待上市资产	是	239.3	1.0	35.3%	3.9%	51.5%
002271.SZ	东方雨虹	李卫国	主板	玻璃制造	暂无其他同一实控下待上市资产	是	361.8	1.4	21.8%	4.7%	44.1%
601865.SH	福莱特	香港中央结算(代理人)有限公司	主板	光伏辅材	暂无其他同一实控下待上市资产	是	535.4	2.7	18.8%	5.8%	49.3%

资料来源：Wind、公司公告等、天风证券研究所

注：市值和 PB 数据截止 2024/11/13，其余数据截止 2024/9/30 报告期

2.4. 路径四：投资基金受益并购宽松政策，关注具有 LP 板块企业

此外，从出资方角度来看，并购六条中明确提到对私募股权基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”，促进“募投管退”良性循环。PE 参与并购重组的方式主要包括三方面，一是与产业方合作，帮助上市公司收购优质资产；二是寻求将自有投资标的装入 A 股上市公司；三是控股并购一级市场明星企业，进行管理赋能后再被上市公司并购。我们认为此轮并购重组政策宽松新政策的放松对这些策略都较为有利，未来并购进程或将更加顺利，VC 和 PE 的退出渠道将增加。而 LP 作为为 PE 提供资金的乙方，也有望同步受益，建材企业中上峰水泥具有 15~20 亿元的新经济股权投资规模，当前已有企业上市贡献利润，另有多家企业进行上市辅导以及拟通过并购上市预期，未来公司或将受益并购宽松政策释放，获得更厚的利润。

表 7：上峰水泥新经济股权投资标的情况

序号	投资标的	投资时间	投资规模 (万元)	投资时点每股 价格(元/股)	当前进度
1	晶合集成	2020.9	25000	11.36	已上市
2	硕维轨道	2020.12	4000	10.01	
3	广州粤芯	2021.1	20000	6	
4	昂瑞微	2021.5	1668	116.41	进入上市辅导
5	全芯智造	2021.5	1668	10.8	
6	芯耀辉	2021.5	3892	36.71	
7	摩尔精英	2021.5	2224	468.23	
8	至成微	2021.5	556	26	
9	长鑫科技	2021.7	20000	2.22	
10	中建材基金	2021.7	20000		
11	广州粤芯	2022.2	2800	9.3	
12	中润光能	2022.8	5000	22.02	23 年已经深交所审核过会，24H1 撤回 IPO 申请
13	先导电子	2022.8	10000	30.63	拟通过并购上市，10 月 13 日光智科技发布公告拟收购。
14	上海超硅	2022.8	10000	16.52	进入上市辅导
15	昆宇电源	2022.8	7600	38.68	
16	数智研究院	2022.12	5000	1	
17	瑞迪微	2022.3	2000	5.71	
18	盛和晶微	2023.3	15000	\$1.65	进入上市辅导
19	芯颖科技	2023.4	2000	10	
20	金美新材	24H1 披露			
21	中电化合物	24H1 披露			

资料来源：上峰水泥公司公告、21 经济网、天风证券研究所

3. 核心标的

综合来看，我们从以下四类逻辑主线遴选核心标的：

- 1) **公司已公告收并购事宜，以实现产业整合：建议关注广东宏大/江南化工**，均已公告收购同行业的民爆炸药资产，未来将进一步实现产业整合。2024 年前三季度两家企业利润增速分别为 31%/7%，未来公司有望通过提升市占率释放更多业绩空间。
- 2) **公司已公告收并购、资产置换或剥离事宜：建议关注佛塑科技、道恩股份**，均有公告收购资产事宜，**建议关注本钢板材/易成新能/山东玻纤**，均有公告资产置换或剥离事宜，且剥离业务多为盈利相对较差的板块（如山东玻纤的热电业务），而注入业务多为盈利更优且具备更高估值的资产板块（如本钢板材收购的矿业），因此此类企业未来完成并购重组后或将实现业绩估值双升。
- 3) **同一集团实控下有待上市资产注入预期，具备壳属性：推荐公元股份/伟星新材**，所在集团下具有 IPO 未过会的资产，分别为公元新能/伟星光学，未来或存在将资产注入上市公司的可能，当前股市 PB 分别为 1.1/4.8，ROE 分别为 2.7%/12.0%。
- 4) **中建材系存整合预期：推荐天山股份/宁夏建材**，有望受益中建材整合旗下水泥资产，24 年前三季度归母净利润分别转亏/-41%；**推荐中国巨石/中材科技**，有望受益中建材整合旗下玻纤资产，24 年前三季度归母净利润分别-43%/-64%，市场景气下行或将进一步助推公司积极整合。

表 8：核心推荐及建议关注标的

逻辑主线	股票代码	公司名称	市值 (亿元)	24M1-9收入 (亿元)	24M1-9收入增速	24M1-9归母净利润 (亿元)	24M1-9归母净利润增速	24年预期归母净利润 (亿元)	24年预期归母净利润增速	PE	PB	ROE
(建议关注) 公告收并购，实现产业整合	002683.SZ	广东宏大	224	92.7	17%	6.5	31%	8.6	20%	25.8	3.5	10.1%
	603227.SH	雪峰科技	100	45.6	-15%	6.0	-18%	8.0	-7%	13.9	2.1	12.9%
	002226.SZ	江南化工	148	67.0	3%	7.5	7%	8.9	15%	18.0	1.6	8.3%
(建议关注) 公告收并购，即将复牌	000973.SZ	佛塑科技	55	16.4	-15%	0.8	-57%			53.8	1.9	2.9%
	002838.SZ	道恩股份	66	37.7	12%	1.0	0%			46.7	2.2	3.2%
同一实控集团下有待上市资产注入预期	002641.SZ	公元股份	56	47.7	-14%	1.5	-47%	3.3	-9%	24.2	1.0	2.7%
	002372.SZ	伟星新材	225	37.7	1%	6.2	-29%	11.7	-19%	19.1	4.7	12.0%
	000761.SZ	本钢板材	135	401.7	-8%	-32.1	157%			-3.9	1.1	-20.8%
(建议关注) 资产置换后盈利和估值有望提升	300080.SZ	易成新能	99	26.7	-63%	-4.0	转亏	0.0		-21.9	1.8	-6.4%
	605006.SH	山东玻纤	31	14.9	-10%	-1.1	转亏	0.2	-78%	-28.0	1.2	-4.1%
	600176.SH	中国巨石	460	116.3	2%	15.3	-43%	22.5	-26%	24.2	1.6	5.3%
中建材系整合预期	002080.SZ	中材科技	238	168.1	-8%	6.1	-64%	10.6	-52%	21.1	1.3	3.3%
	000877.SZ	天山股份	456	614.6	-24%	-37.5	转亏	0.3	-99%	-24.9	0.6	-4.6%
	600449.SH	宁夏建材	67	67.7	-10%	1.7	-41%	2.1	-28%	37.8	0.9	2.4%

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：24 年预期归母净利润为 Wind 一致预期，PE、PB 估值数据截止 2024/11/13，ROE 数据截止 2024/9/30 报告期

4. 风险提示

公司并购重组进度不及预期：并购重组进度若不及预期，可能导致公司无法及时实现业务整合和协同效应，影响公司业绩增长和市场竞争能力。

并购宽松政策落地不及预期：若并购宽松政策落地速度和效果不及预期，可能会限制公司通过并购实现快速扩张的能力，影响公司的增长策略和市场表现。

建材行业基本面景气下行超预期：建材行业若基本面景气下行超预期，可能会导致需求减少、价格下跌，进而影响公司的营收和利润。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com