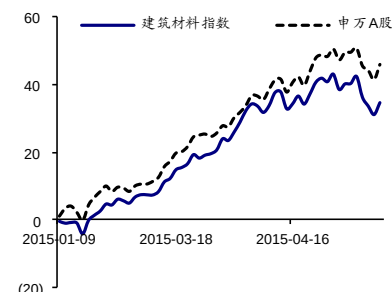


投资评级 **增持** 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

2013 年报与 2014 一季报总结：收入高速增长，盈利大幅提升

2014H1 中报总结：收入稳定增长，盈利大幅提升

2014 年三季报总结：收入略有增长，利润小幅下降

建材行业 15 年年度策略：把握主题机会，看好白马成长

【海通建材】周观点

(20150419-20150425)：重点关注“长江经济带”；建议关注转型预期之秀强股份；继续看好国企改革“2 白+2 黑”

建材行业核心分析师

邱友锋

SAC 执业证书编号：S0850514110001

电话：021-23219415

Email: qyf9878@htsec.com

联系人

钱佳佳

电话：021-23212081

Email: qjj10044@htsec.com

2014 年年报暨 2015 年 1 季报总结：需求偏弱，板块增速普遍下行；玻纤一枝独秀，消费属性强的品类表现较好

投资要点：

- **水泥：需求弱势，景气回落。**水泥行业景气呈前高后低、南强北弱的态势；2014 年以来水泥产量增速、吨均价同比变化均逐季走低；分区域来看，华东、中南景气自高位回落，北部景气较差。

企业销量表现：龙头领跑，华南/华东/华中企业表现较好、华北/西北较差。2014 年样本企业销量增速继续领先行业；华南、华东、西南企业销量增速较高，样本中水泥销量负增长的企业多位于“三北”地区。

企业价格表现：2014 年样本企业吨均价同比略降 4 元/吨；核心布局华南、华东、华中区域的水泥企业价格表现较好，华北、西北水泥企业价格表现较差，新疆价格压力尤大。

A 股水泥企业利润表：收入、净利润连续 2 个季度负增长，海螺强者恒强；煤价下滑带来的成本端改善日渐式微，A 股水泥企业毛利率总体呈下行态势；收入缩水，费用相对刚性，2015 年 A 股水泥企业盈利承压，海螺独大。

A 股水泥企业资产负债表：供给压力趋缓，负债率下降。从固定资产、“在建工程/固定资产”指标来看，新增产能压力趋缓。A 股水泥企业负债率有所改善；海螺、塔牌加杠杆空间大。

A 股水泥企业现金流量表：资本开支继续下降。

- **玻纤：投资周期下行中的一枝独秀。**玻纤需求受风电、汽车等提振，景气较高；国外无新增产能、国内进入池窑冷修高峰，供给端新增产能有限；供需紧平衡驱动玻纤景气复苏。价格提振发力，A 股玻纤企业收入、净利润同比大幅增加，资产运营健康，负债率改善；经营性现金流稳健。

- **玻璃：价格持续下行，净利润增长连续 3 季度为负。**玻璃行业供需矛盾突出，普通浮法玻璃价格持续下行。A 股上市玻璃企业收入连续 2 个季度负增长、净利润连续 3 个季度负增长；资产负债率总体稳定；新增产能有缩量趋势，但总体压力较大。

- **管材：表现分化，塑管优于 PCCP 管。**A 股上市管材企业收入增速趋缓，盈利水平走低；塑管表现明显优于 PCCP 管，主因在于后者需求之南水北调等大型输引水工程执行高峰已过。

- **耐火材料：2015 开局表现一般。**行业 60%需求来自钢铁厂，2015 年开局表现一般。

- **其他建材：消费属性强的品类表现较好。**板块增速下行，2015 年 1 季度收入、净利润同比均减少。消费属性强的友邦吊顶表现较好，石膏板、防水材料、商混产业链条表现承压。

- **后续观点：继续推荐玻纤产业链，关注水泥“京津冀”、“一带一路”、“长江经济带”主题机会。**玻纤供需格局持续改善，景气复苏程度超出市场预期，推荐代表个股中国巨石、长海股份。推荐水泥“京津冀一体化”标的金隅股份、冀东水泥；“长江经济带”标的华新水泥；“一带一路”标的天山股份。

- **风险提示：**基建投资超预期下滑，房地产持续低迷，区域规划推进不达预期。

重点推荐股票盈利预测

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2014	2015E	2016E	上期	本期
600176.SH	中国巨石	0.54	1.05	1.35	买入	买入
300196.SZ	长海股份	0.77	1.24	1.82	买入	买入
601992.SH	金隅股份	0.51	0.68	0.83	买入	买入
000401.SZ	冀东水泥	0.03	0.58	0.67	买入	买入
600801.SH	华新水泥	0.82	0.83	1.05	买入	买入
000877.SZ	天山股份	0.29	0.32	0.49	买入	买入

资料来源：公司年报，海通证券研究所预测

目 录

1. 水泥：需求弱势，景气回落	6
1.1 行业景气：前高后低、南强北弱	6
1.2 企业表现：龙头领跑，华南/华东/华中企业表现较好、华北/西北较差	7
1.3 A 股水泥企业利润表：收入、净利润连续 2 个季度负增长	8
1.4 A 股水泥企业资产负债表：供给压力趋缓，负债率下降	10
1.5 A 股水泥企业现金流量表：资本开支继续下降	11
2. 玻纤：投资周期下行中的一枝独秀	12
3. 玻璃：价格持续下行，净利润增长连续 3 季度为负	13
4. 管材：表现分化，塑管优于 PCCP 管	15
5. 耐火材料：2015 开局表现一般	16
6. 其他建材：消费属性强的品类表现较好	17
7. 后续观点：继续推荐玻纤产业链，关注水泥主题机会	19
7.1 玻璃纤维行业：供需格局持续改善	19
7.2 水泥行业：关注“京津冀”、“一带一路”、“长江经济带”	20

图目录

图 1 全国水泥产量及增速（单季度）	6
图 2 全国 P·O42.5 季度均价及同比（元/吨）	6
图 3 分区域水泥产量累计增速	7
图 4 分区域 P·O42.5 季度均价同比变化（元/吨）	7
图 5 样本企业水泥销量（万吨）及增速	8
图 6 样本企业 2014 年水泥及熟料销量增速	8
图 7 样本企业吨均价（元/吨）	8
图 8 2014 年样本企业吨均价同比变化（元/吨）	8
图 9 A 股水泥企业单季营业收入（亿元）及增速	9
图 10 A 股水泥企业单季净利润（亿元）及增速	9
图 11 A 股水泥企业单季毛利率	9
图 12 全国水泥煤炭价格差（元/吨）（按月度均价计算）	9
图 13 A 股水泥企业单季销售、管理、财务费用率	10
图 14 A 股水泥企业单季净利率	10
图 15 A 股水泥企业固定资产、增速及“在建工程/固定资产”	11
图 16 A 股水泥企业总资产、资产负债率	11
图 17 A 股水泥企业资本性开支（亿元）及增速	11
图 18 A 股水泥企业经营性现金流（亿元）	11
图 19 A 股玻纤企业收入（亿元）及增速	12
图 20 A 股玻纤企业净利润（亿元）及增速	12
图 21 A 股玻纤企业单季度毛利率	12
图 22 A 股玻纤企业单季度净利率	12
图 23 A 股玻纤企业总资产、资产负债率	13
图 24 A 股玻纤企业经营性现金流及增速	13
图 25 全国平板玻璃产量累计同比（%）	14
图 26 全国浮法玻璃均价走势（元/吨）	14
图 27 A 股玻璃企业单季收入（亿元）及增速	14
图 28 A 股玻璃企业单季净利润（亿元）及增速	14
图 29 A 股玻璃企业单季度毛利率	14

图 30 A 股玻璃企业单季度净利率	14
图 31 A 股玻璃企业总资产、资产负债率	15
图 32 A 股玻璃企业固定资产、增速及“在建工程/固定资产”	15
图 33 A 股管材企业单季收入（亿元）及增速	15
图 34 A 股管材企业单季净利润（亿元）及增速	15
图 35 A 股管材企业单季收入（亿元）及增速：塑管 VS PCCP	16
图 36 A 股管材企业单季净利润（亿元）及增速：塑管 VS PCCP	16
图 37 A 股耐火材料企业单季收入（亿元）及增速	16
图 38 A 股耐火材料企业单季净利润（亿元）及增速	16
图 39 A 股其他建材企业单季收入（亿元）及增速	17
图 40 A 股其他建材企业单季净利润（亿元）及增速	17
图 41 友邦吊顶单季收入（亿元）及增速	18
图 42 友邦吊顶单季净利润（亿元）及增速	18
图 43 北新建材单季收入（亿元）及增速	18
图 44 北新建材单季净利润（亿元）及增速	18
图 45 东方雨虹单季收入（亿元）及增速	18
图 46 东方雨虹单季净利润（亿元）及增速	18
图 47 西部建设单季收入（亿元）及增速	19
图 48 西部建设单季净利润（亿元）及增速	19
图 49 建研集团单季收入（亿元）及增速	19
图 50 建研集团单季净利润（亿元）及增速	19
图 51 无碱 2400 缠绕直接纱价格走势（元/吨）	20
图 52 无碱 2400 毡用合股纱价格走势（元/吨）	20
图 53 全国高标水泥均价走势（元/吨）	21
图 54 全国各地熟料产能冲击率情况（%）	21

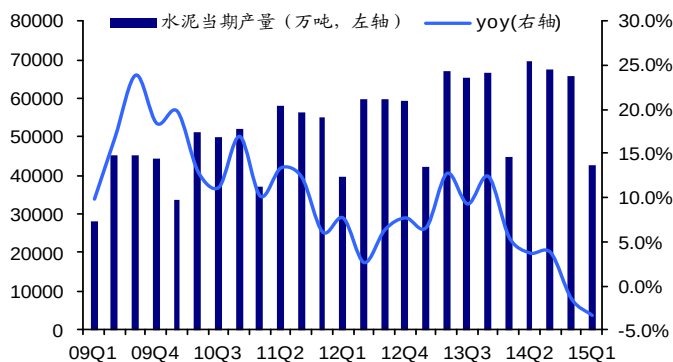
1. 水泥：需求弱势，景气回落

1.1 行业景气：前高后低、南强北弱

2014 年以来投资增速持续下行，水泥产量增速、吨均价同比变化均逐季走低：

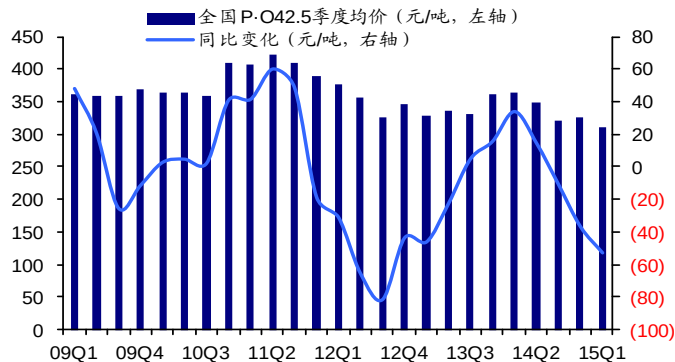
- 2014 年 4 季度开始水泥产量同比缩水。2014 年全国水泥产量约 24.8 亿吨，同比增约 1.8%，增速同比下滑 7.8 个百分点；其中第 4 季度产量约 6.6 亿吨，同比减少约 1.5%，增速环比下滑约 5.2 个百分点。2015 年 1 季度全国水泥产量约 4.3 亿吨，同比减少约 3.4 个百分点，增速环比下滑 1.9 个百分点。
- 2014 年水泥价格景气前高后低，2015 年 1 季度开局并不乐观。2014 年全国 42.5 水泥均价同比基本持平；呈逐季走低态势，第 4 季度全国水泥吨均价约 326 元/吨，同比降约 37 元/吨，环比增约 4 元/吨。2015 年 1 季度全国 42.5 水泥均价约 311 元/吨，同比、环比分别降约 53、15 元/吨。

图1 全国水泥产量及增速（单季度）



资料来源：WIND、海通证券研究所

图2 全国 P·O42.5 季度均价及同比（元/吨）

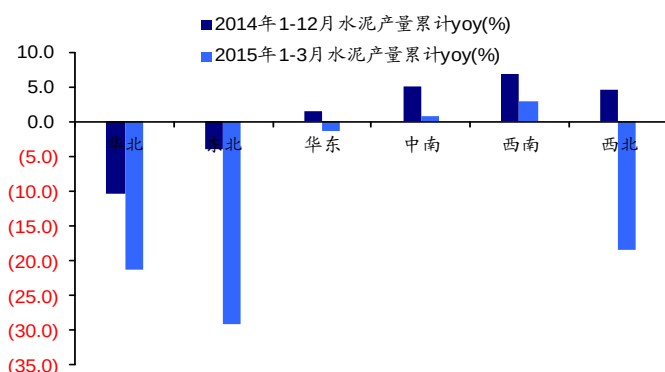


资料来源：数字水泥网、海通证券研究所

分区域来看，华东、中南景气自高位回落，北部景气较差。

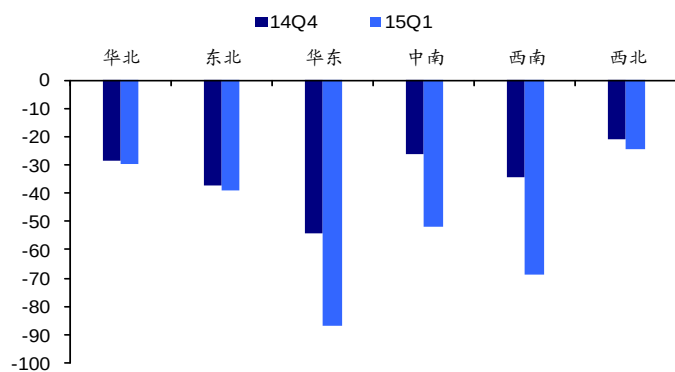
- 华东、中南价格景气自高位回落。2014 年华东水泥需求略有增量；2015 年 1 季度同比减少约 1%，价格景气自 2014 年 1 季度高位回落，高标水泥均价约 301 元/吨，同比、环比降幅约 87、32 元/吨。中南需求相对平稳，2015 年 1 季度略有增量，高标水泥均价约 332 元/吨，同比、环比降幅约 52、22 元/吨。
- 西南价格表现受新增产能拖累。2014 年以来西南的水泥需求景气全国居前，但区域新增产能较多，全年新增熟料产能约 3196 万吨，约是 2014 年区域熟料产量的 12%。2015 年 1 季度高标水泥均价约 294 元/吨，同比、环比降幅约 69、24 元/吨。
- 华北需求承压，价格跌至底部区间。2014 年华北水泥产量同比减少超过 10%，2015 年 1 季度同比降幅超过 20%，需求压力大；区域价格降至底部区间，2015 年 1 季度高标水泥均价约 281 元/吨，同比、环比分别降约 30、4 元/吨。
- 东北景气较差，仍是全国高价区域。2014 年东北水泥产量同比降约 2%，2015 年 1 季度同比降幅超过 30%；2015 年 1 季度高标水泥均价约 380 元/吨，同比、环比分别降约 39、7 元/吨。
- 西北 2015 年开局形势较差。2015 年 1 季度西北水泥产量同比减少约 19%，高标号水泥均价约 300 元/吨，同比、环比分别降约 24、5 元/吨。

图3 分区域水泥产量累计增速



资料来源：WIND、数字水泥网、海通证券研究所

图4 分区域P·O42.5 季度均价同比变化（元/吨）



资料来源：数字水泥网、海通证券研究所

1.2 企业表现：龙头领跑，华南/华东/华中企业表现较好、华北/西北较差

我们以 A 股、H 股及部分发债水泥企业为样本，考察水泥板块量价表现。

- 样本企业包括海螺水泥、华新水泥、万年青、巢东股份、上峰水泥、福建水泥、四川双马、塔牌集团、同力水泥、冀东水泥、金隅股份、祁连山、宁夏建材、天山股份、亚泰集团、中国建材、华润水泥控股、山水水泥、西部水泥、中国天瑞水泥、亚洲水泥、台泥国际集团、联合水泥、东吴水泥、红狮水泥、中材水泥、金圆股份。

2014 年样本企业销量增速继续领先行业；华南、华东、西南企业销量增速较高。

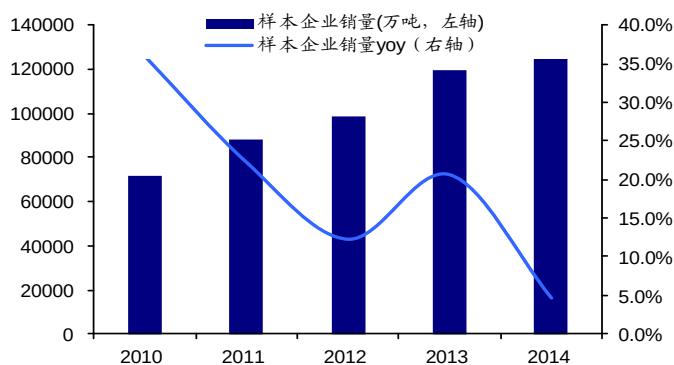
- 2014 年样本企业水泥销量合计约达 12.5 亿吨，同比增约 4.6%，继续领先行业；占全国产量比重约 50%，具有较好的行业代表性。
- 华南的塔牌、华东/华中的亚洲水泥、甘肃的祁连山、华东的万年青受益于区域需求景气相对较高，水泥销量增速居前；中建材旗下西南水泥销量也有不错表现，同比增速约 8%。
- 华北的 2 大龙头冀东、金隅水泥销量同比分别增约 11%、4%，显著领先区域增速，主要是受益于区域环保产能关停对小产能的淘汰。
- 样本中水泥销量负增长的企业多位于“三北”地区，其中天山股份（布局新疆，销量同比减少 8%）、金圆股份（主布局山西、内蒙古、青海，销量同比减少 14%）降幅居前。

2014 年样本企业吨均价同比略降 4 元/吨；核心布局华南、华东、华中区域的水泥企业价格表现较好。

- 样本企业 2014 年水泥板块合计收入约达 2947 亿元，同比增约 2.8%；整体需求态势较弱的大背景下，水泥及熟料吨均价同比降约 4 元/吨。
- 2014 年核心布局华南的华润、台泥、塔牌吨均价同比分别增约 16、12、7 元/吨，在水泥上市企业中居前。
- 2014 年华东单线或多线企业也有不错的价格表现，如联合水泥、巢东股份等。
- 华中（以湖北为代表）区域供需格局相对较好，龙头华新水泥的全年均价同比略增。

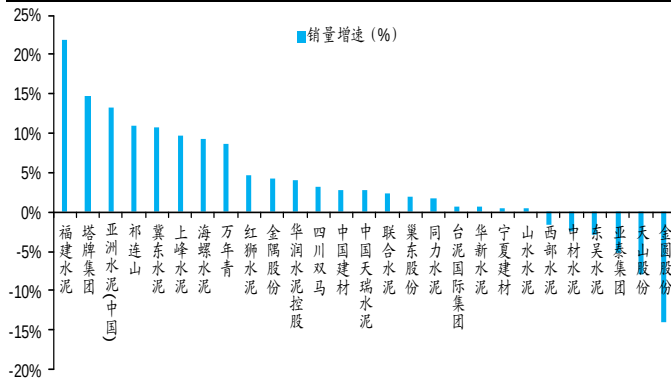
- 华北、西北水泥企业价格表现较差，新疆价格压力尤大。其中华北的冀东、金隅吨均价同比降幅在 20 元/吨左右；西北的宁夏建材、西部水泥、祁连山、天山吨均价同比降幅分别为 11、12、17、27 元/吨。

图5 样本企业水泥销量（万吨）及增速



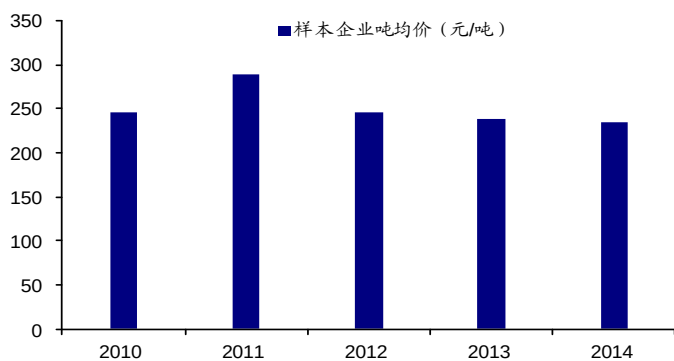
资料来源：公司年报、海通证券研究所

图6 样本企业 2014 年水泥及熟料销量增速



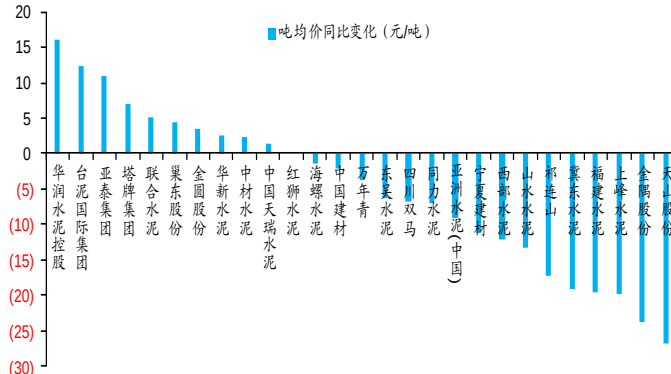
资料来源：公司年报、海通证券研究所

图7 样本企业吨均价（元/吨）



资料来源：公司年报、海通证券研究所

图8 2014 年样本企业吨均价同比变化（元/吨）



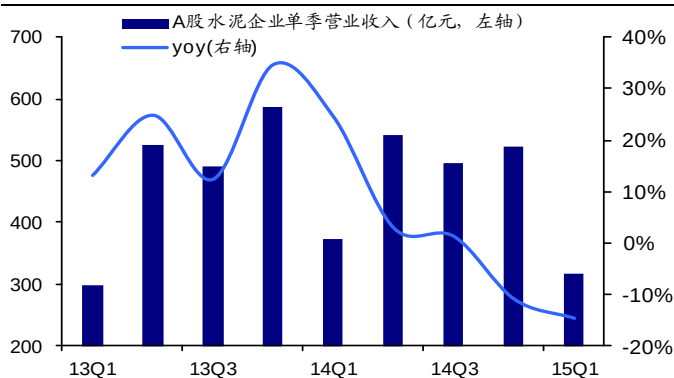
资料来源：公司年报、海通证券研究所

1.3 A 股水泥企业利润表：收入、净利润连续 2 个季度负增长

A 股上市水泥企业营业收入、净利润连续 2 个季度出现负增长；海螺强者恒强。

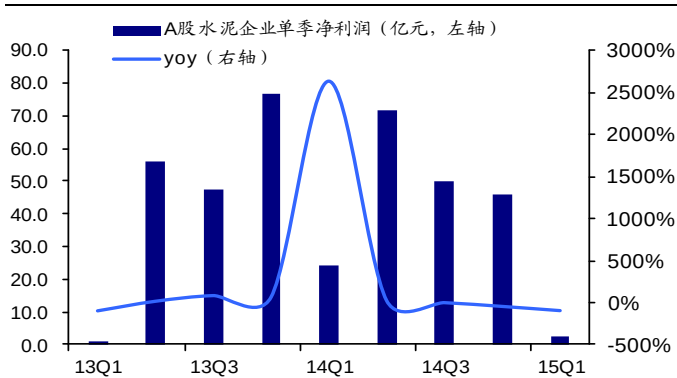
- A 股上市水泥企业 2014 年合计营业收入约 1935 亿元，同比增约 2%；净利润约 192 亿元，同比增约 6%。
- 2015 年 1 季度营业收入、净利润同比分别减少 14%、90%，已经连续 2 个季度出现负增长。
- 绝大多数 A 股水泥企业 2015 年 1 季度收入降幅达 2 位数，一是需求不振，二是去年同期基数较高。塔牌、万年青、华新所在区域供需格局较好，收入降幅在个位数。
- 2015 年 1 季度海螺收入、净利润同比分别降约 11%、34%，符合预期；1 季度海螺的利润总额占到行业的 2/3 左右，周期低位龙头风范尽显。

图9 A股水泥企业单季营业收入（亿元）及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图10 A股水泥企业单季净利润（亿元）及增速



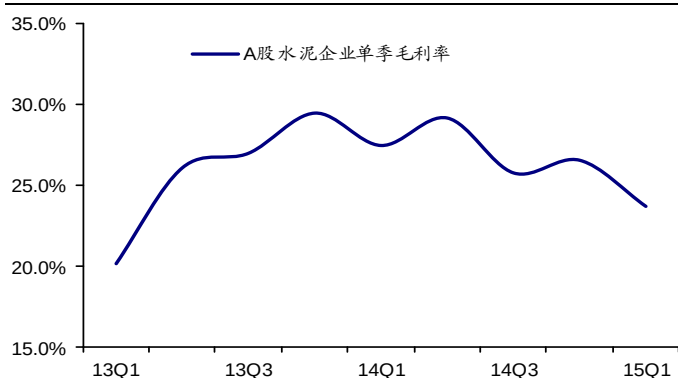
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

注：A股上市企业公司样本包括—ST 狮头、巢东股份、福建水泥、海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、尖峰集团、金隅股份、宁夏建材、祁连山、秦岭水泥、青松建化、上峰水泥、四川双马、塔牌集团、天山股份、同力水泥、万年青、亚泰集团。

煤价下滑带来的成本端改善日渐式微，A股水泥企业毛利率总体呈下行态势。

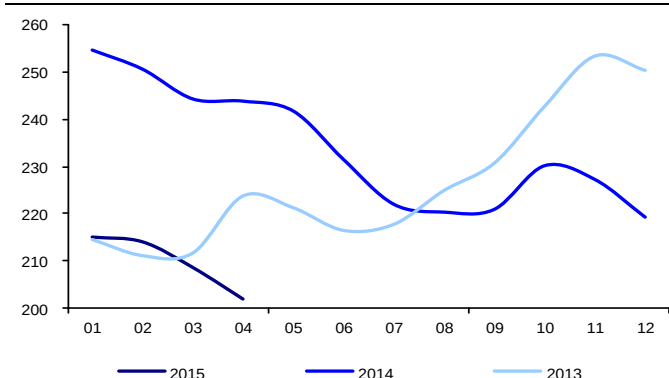
- 2014 年 A 股上市水泥企业综合毛利率约 27.3%，同比增约 0.8 个百分点，主要支撑来自前 2 个季度；2014 年第 3 季度开始毛利率同比走弱。
- 2015 年 1 季度毛利率同比降约 3.8 个百分点、至约 23.7%；其中冀东、四川双马、祁连山、天山股份毛利率降至个位数；海螺、塔牌、华新、万年青综合毛利率同比均有不同程度降幅，但绝对水平仍维持在 20% 上方。
- 从水泥煤炭价格差来看，煤炭价格的下行已无法完全消化价格的下调，目前水泥煤炭价格差已低于 2013 年同期。

图11 A股水泥企业单季毛利率



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图12 全国水泥煤炭价格差（元/吨）（按月度均价计算）



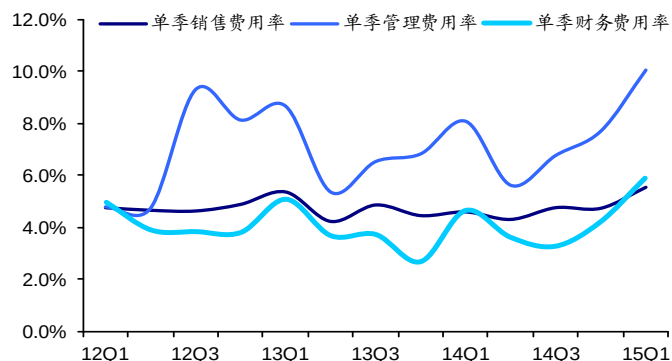
资料来源：WIND、海通证券研究所。5500 大卡山西优混折算成标煤计算

收入缩水，费用相对刚性；2015 年 A 股水泥企业盈利承压，海螺独大。

- 2014 年 A 股水泥企业销售、管理、财务费用率同比分别增约 0.0、0.3、0.3 个百分点，净利率同比增约 0.4 个百分点。
- 2015 年 1 季度 A 股水泥企业销售、管理、财务费用率同比分别增约 1.0、2.0、1.2 个百分点，进一步拖累整体盈利状况。

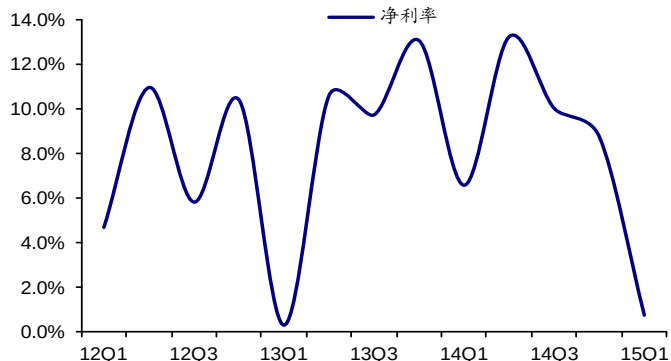
- 2015 年 1 季度海螺水泥净利润规模独大，约达 17.2 亿元，而所选取的 A 股水泥企业整体净利润仅约 2.4 亿元，冀东、天山、亚泰、青松建化、祁连山亏损额居前。

图13 A 股水泥企业单季销售、管理、财务费用率



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图14 A 股水泥企业单季净利率



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

1.4 A 股水泥企业资产负债表：供给压力趋缓，负债率下降

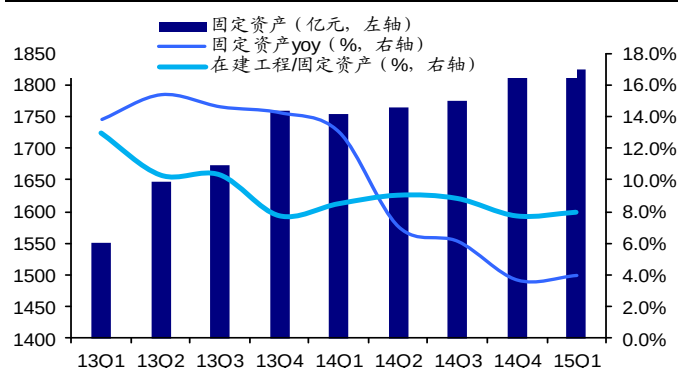
从固定资产、“在建工程/固定资产”指标来看，新增产能压力趋缓。

- 2014 年期末 A 股水泥企业固定资产净额约 1826 亿元，同比增约 3.7%；2015 年 1 季度期末固定资产净额约 1824 亿元，同比增约 4.0%；增速中枢下一台阶。
- 2014 年期末 A 股水泥企业“在建工程/固定资产”约 7.7%，同比、环比分别降约 0.1、1.2 个百分点；2015 年 1 季度期末“在建工程/固定资产净额”约 8.0%，同比降约 0.5 个百分点。

A 股水泥企业负债率有所改善；海螺、塔牌加杠杆空间大。

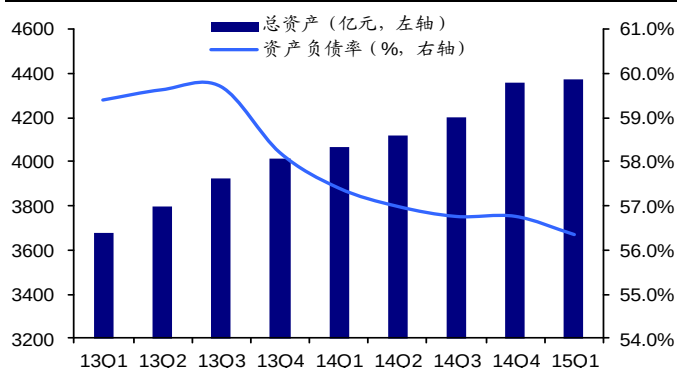
- 2014 年期末 A 股水泥企业资产负债率约 56.8%，同比降约 1.4 个百分点，环比持平；2015 年 1 季度期末资产负债率约 56.3%，同比、环比分别降约 1.1、0.4 个百分点。
- 其中，塔牌、海螺资产负债率较低，加杠杆空间大；亚泰、冀东负债压力大，资产负债率已经超过 70%。

图15 A 股水泥企业固定资产、增速及“在建工程/固定资产”



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图16 A 股水泥企业总资产、资产负债率

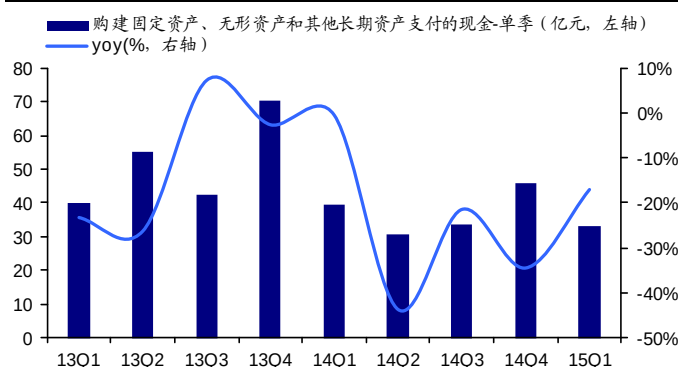


资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

1.5 A 股水泥企业现金流量表：资本开支继续下降

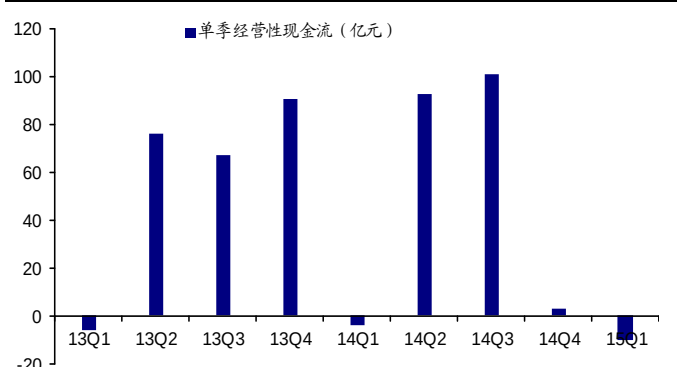
- 2014 年 A 股水泥企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金合计约 150 亿元，同比减少 28%；2015 年 1 季度这部分开支合计约 33 亿元，同比减少 17%。
- 2014 年 A 股水泥企业经营性现金流约 193 亿元，同比减少约 15%。

图17 A 股水泥企业资本性开支（亿元）及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图18 A 股水泥企业经营性现金流（亿元）



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

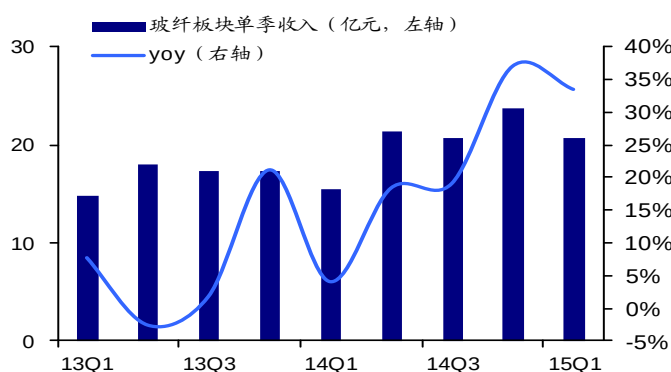
2. 玻纤：投资周期下行中的一枝独秀

供需紧平衡驱动玻纤景气复苏。玻纤需求受风电、汽车等提振，景气较高；国外无新增产能、国内进入池窑冷修高峰，供给端新增产能有限。

价格提涨发力，A股玻纤企业收入、净利润同比大幅增加。

- 2014年玻纤上市公司合计收入约达81亿元，同比增约20%，且呈逐季走高态势；第4季度收入同比增约37%，同比、环比增约16、18个百分点；2015年1季度玻纤板块合计收入约21亿元，同比增约34%。
- 2014年玻纤板块净利润合计约达6亿元，同比增约43%；2015年1季度同比增幅约330%。
- 2014年玻纤板块综合毛利率同比增约3.5个百分点；2015年1季度增幅约达6.6个百分点。
- 2014年玻纤板块净利率同比增约1.2个百分点；2015年1季度增幅约达7.5个百分点。

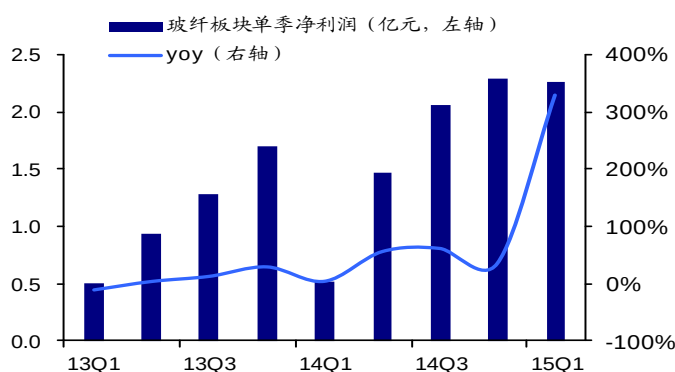
图19 A股玻纤企业收入（亿元）及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

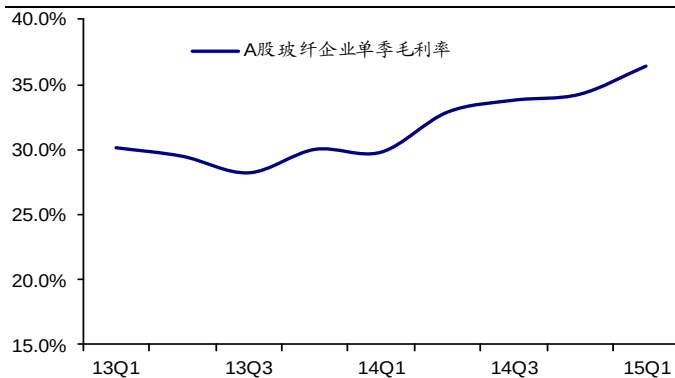
注：玻纤企业样本包括中国巨石、长海股份、九鼎新材。

图20 A股玻纤企业净利润（亿元）及增速



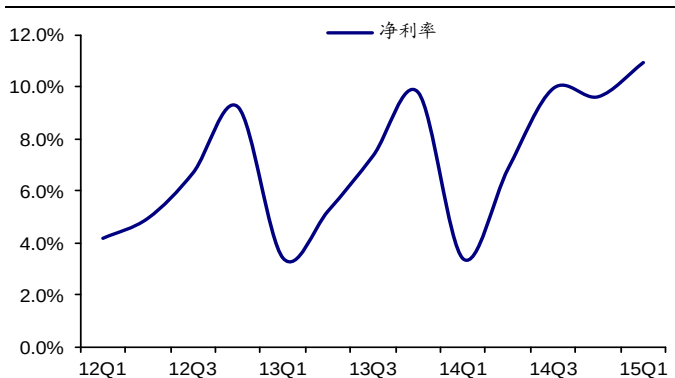
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图21 A股玻纤企业单季度毛利率



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图22 A股玻纤企业单季度净利率

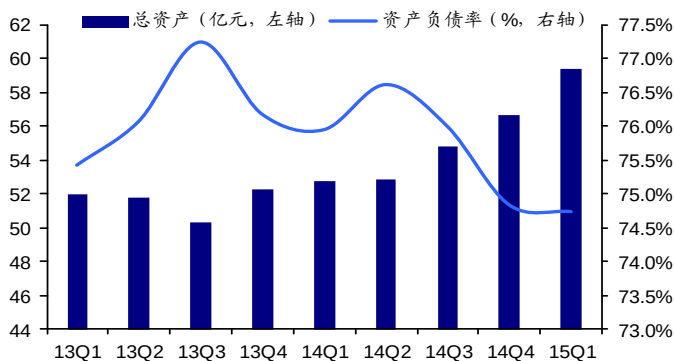


资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

资产运营健康，负债率改善；经营性现金流稳健。

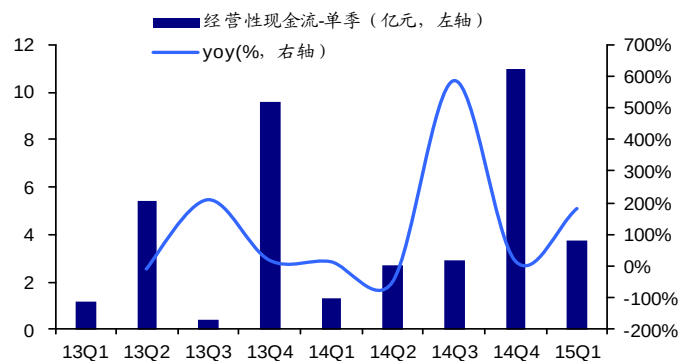
- 2014 年期末玻纤上市公司资产负债率约 74.8%，同比、环比分别降约 1.3、1.2 个百分点，但绝对水平仍较高；2015 年 1 季度末资产负债率约 74.7%，同比、环比分别降约 1.2、0.1 个百分点。
- 2014 年玻纤上市公司经营性现金流约 18.2 亿元，同比增约 10%；2015 年 1 季度末经营性现金流约 3.8 亿元，同比增约 183%。

图23 A 股玻纤企业总资产、资产负债率



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图24 A 股玻纤企业经营性现金流及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

3. 玻璃：价格持续下行，净利润增长连续 3 季度为负

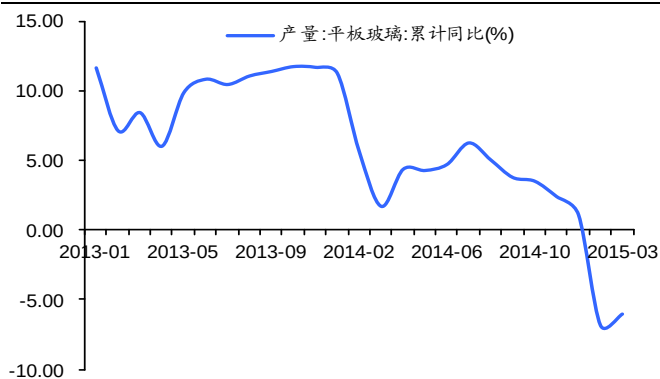
供需矛盾突出，普通浮法玻璃价格持续下行。

- 玻璃需求 80%来自房地产，受地产趋势性下行拖累明显。2014 年平板玻璃产量约 7.9 亿重箱，同比增约 1.1%，增速同比降约 10.1 个百分点；2015 年 1 季度产量约 1.9 亿重箱，同比降约 6.0%，增速同比降约 7.7 个百分点。
- 产能压力较大。目前全国在产产能同比略有下降，但总体产能利用率并未明显提升，整体供应压力仍大。此外，在建产能较多，供给面仍将继续承压。
- 玻璃价格持续下行。2014 年全国平板玻璃均价同比降约 14%，2015 年 1 季度同比降幅约 17%。

A 股上市玻璃企业收入连续 2 个季度负增长、净利润连续 3 个季度负增长。

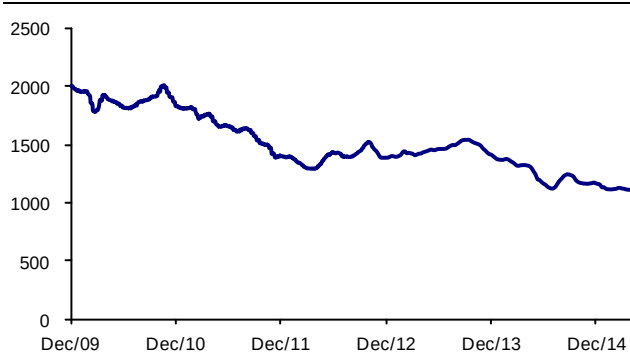
- 2014 年玻璃上市公司合计收入约 214 亿元，同比增约 3%；第 4 季度收入同比降约 4%；2015 年 1 季度合计收入约 44 亿元，同比降约 1%。
- 2014 年玻璃板块净利润合计约 12 亿元，同比降约 52%；2015 年 1 季度同比降幅约 88%。
- 2014 年玻璃板块综合毛利率同比降约 4.9 个百分点；2015 年 1 季度降幅约 3.3 个百分点。
- 2014 年玻璃板块净利率同比降约 6.2 个百分点；2015 年 1 季度增幅约 6.5 个百分点。

图25 全国平板玻璃产量累计同比 (%)



资料来源: WIND、海通证券研究所

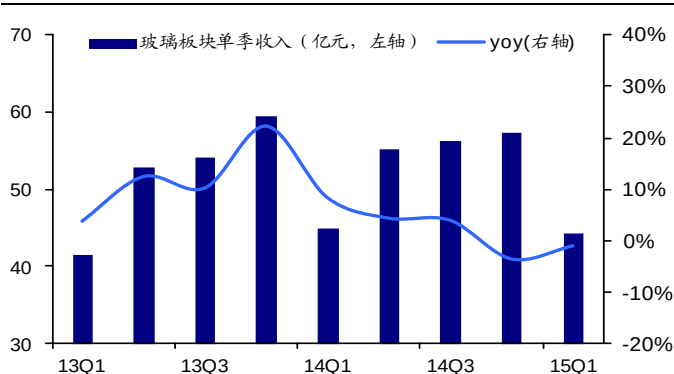
图26 全国浮法玻璃均价走势 (元/吨)



资料来源: 中国玻璃信息网、海通证券研究所

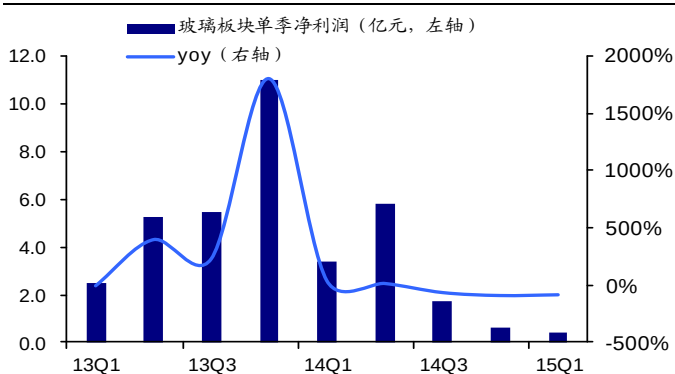
注: 玻璃企业样本中包括方兴科技、金刚玻璃、金晶科技、洛阳玻璃、南玻 A、旗滨集团、三峡新材、亚玛顿、耀皮玻璃。

图27 A 股玻璃企业单季收入 (亿元) 及增速



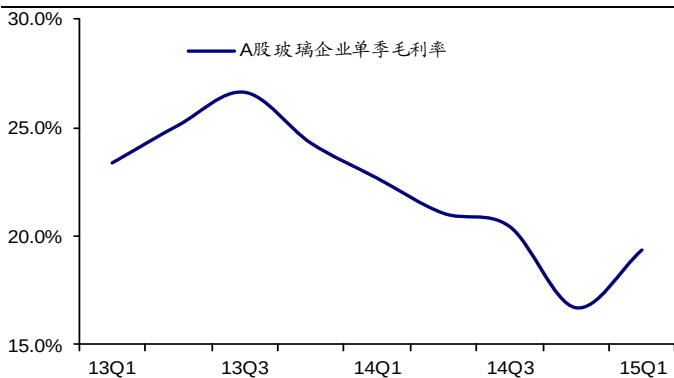
资料来源: WIND、公司年报、海通证券研究所

图28 A 股玻璃企业单季净利润 (亿元) 及增速



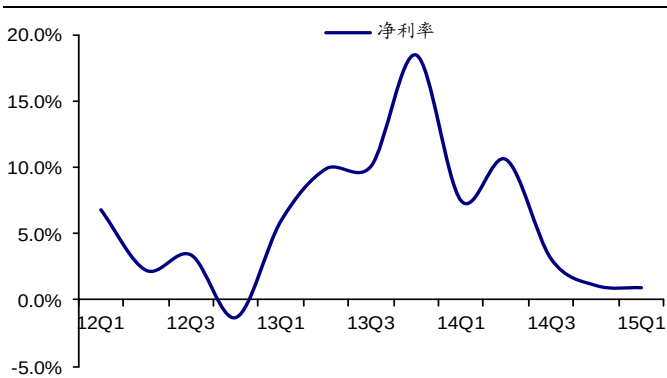
资料来源: WIND、公司年报、海通证券研究所

图29 A 股玻璃企业单季度毛利率



资料来源: WIND、公司年报、海通证券研究所

图30 A 股玻璃企业单季度净利率

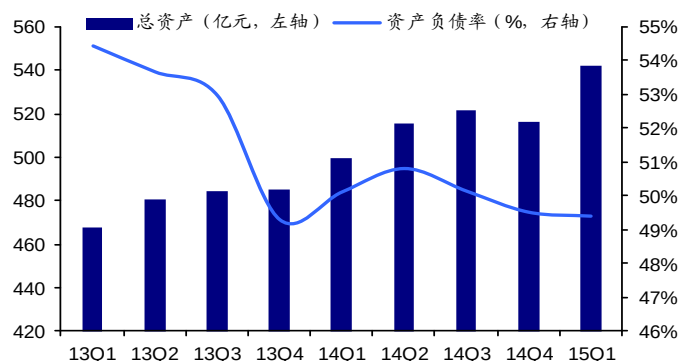


资料来源: WIND、公司年报、海通证券研究所

资产负债率总体稳定; 新增产能有缩量趋势, 但总体压力较大。

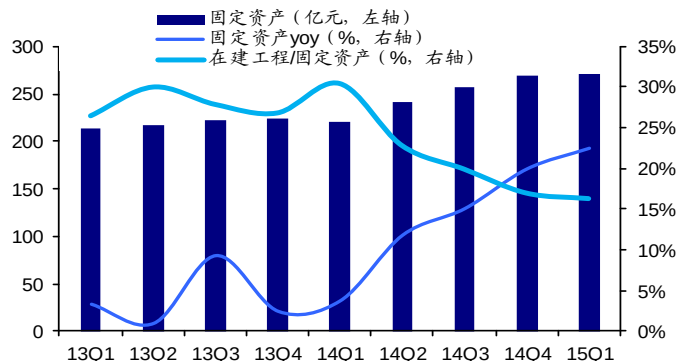
- 2014-2015 年 1 季度 A 股玻璃企业资产负债率在 50% 上下小幅波动, 总体稳定。
- 从“在建工程/固定资产”指标来看, 新增产能有缩量趋势, 2014 年、2015 年 1 季度末同比分别降约 10、14 个百分点, 但绝对水平偏高, 新增产能压力仍大。

图31 A股玻璃企业总资产、资产负债率



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图32 A股玻璃企业固定资产、增速及“在建工程/固定资产”



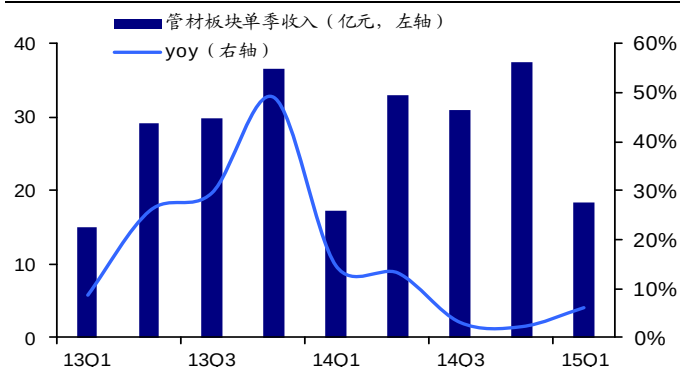
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

4. 管材：表现分化，塑管优于PCCP管

A股上市管材企业收入增速趋缓，盈利水平走低。

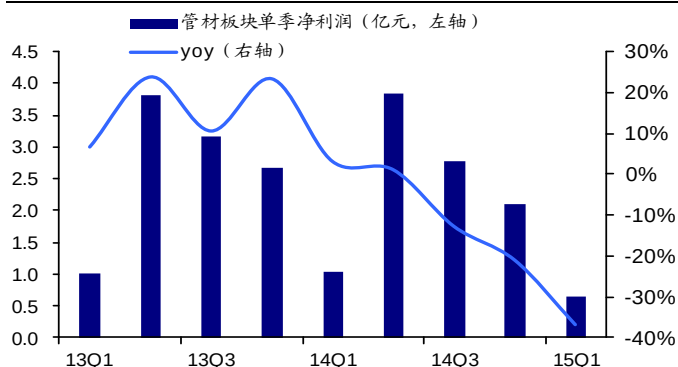
- 2014年管材上市公司合计收入约达118亿元，同比增约7%，增速同比降幅较大；第4季度收入同比增约2%；2015年1季度合计收入约18亿元，同比增约6%。
- 2014年管材板块净利润合计约达10亿元，同比降约8%；2015年1季度同比降幅约37%。
- 2014年管材板块综合毛利率同比降约2.2个百分点；2015年1季度降幅约达1.4个百分点。
- 2014年管材板块净利率同比降约1.4个百分点；2015年1季度降幅约达2.4个百分点。

图33 A股管材企业单季收入（亿元）及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图34 A股管材企业单季净利润（亿元）及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

注：管材企业样本中包括顾地科技、国统股份、巨龙管业、龙泉股份、纳川股份、青龙管业、伟星新材、永高股份。

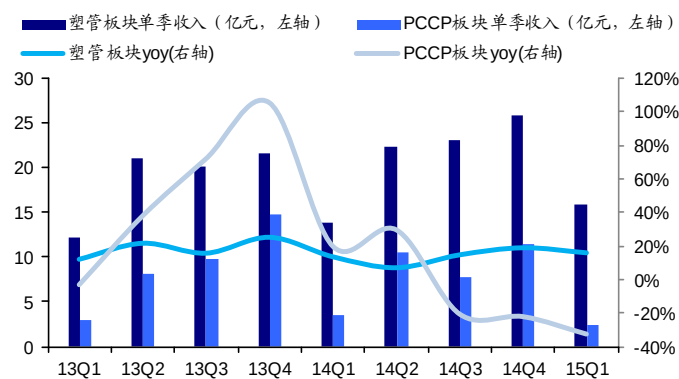
子板块分化：塑管表现明显优于PCCP管。

- 南水北调等大型输引水工程执行高峰已过，PCCP管上市企业收入连续3个季度同比负增长，塑管企业收入表现较稳。2014年塑管、PCCP管上市企业收入合计分

别约 85、33 亿元，同比分别增约 14%、-6%；2015 年 1 季度收入增速分别约 16%、-32%。

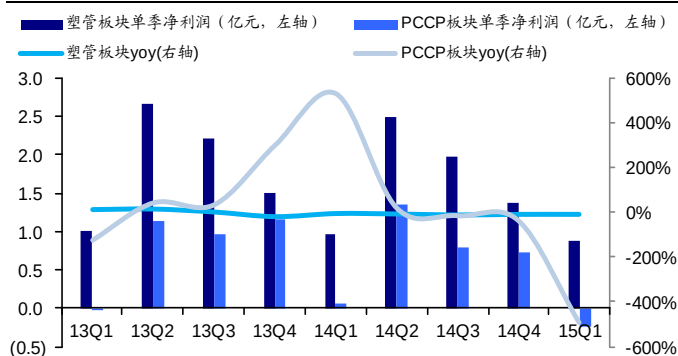
- 2014 年塑管、PCCP 管上市企业净利润合计分别约 7、3 亿元，同比分别降约 8%、9%；2015 年 1 季度净利润降幅分别约 8%、494%。

图35 A 股管材企业单季收入（亿元）及增速：塑管 VS PCCP



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图36 A 股管材企业单季净利润（亿元）及增速：塑管 VS PCCP



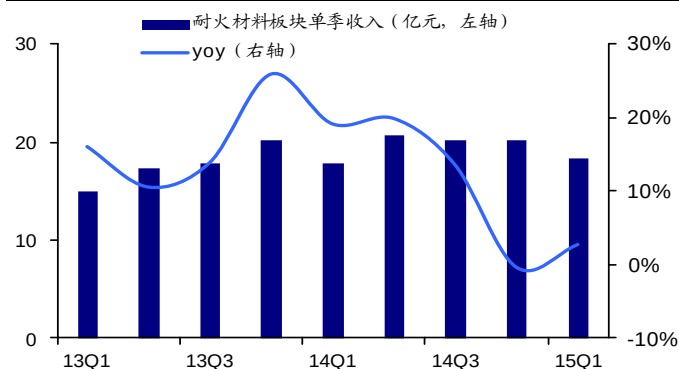
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

5. 耐火材料：2015 开局表现一般

耐火材料 60%需求来自钢铁厂，2015 年开局表现一般。

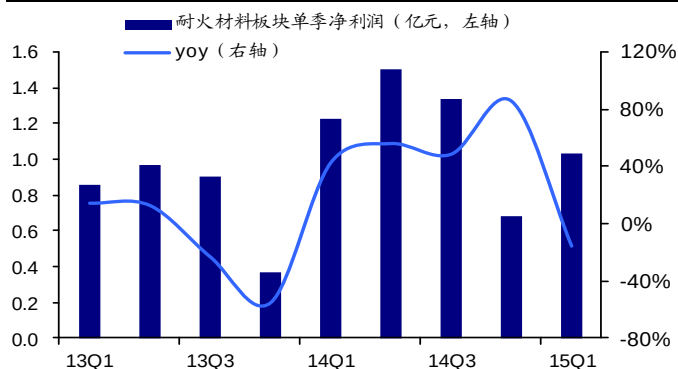
- 2014 年耐火材料上市公司合计收入约达 79 亿元，同比增约 12%；第 4 季度收入同比增约 0%；2015 年 1 季度合计收入约 18 亿元，同比增约 3%。
- 2014 年耐火材料板块净利润合计约达 5 亿元，同比增约 53%；2015 年 1 季度同比降约 16%。
- 2014 年耐火材料板块综合毛利率同比增约 1.4 个百分点；2015 年 1 季度增幅约达 0.7 个百分点。
- 2014 年耐火材料板块净利率同比增约 1.6 个百分点；2015 年 1 季度降幅约达 1.2 个百分点。

图37 A 股耐火材料企业单季收入（亿元）及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图38 A 股耐火材料企业单季净利润（亿元）及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

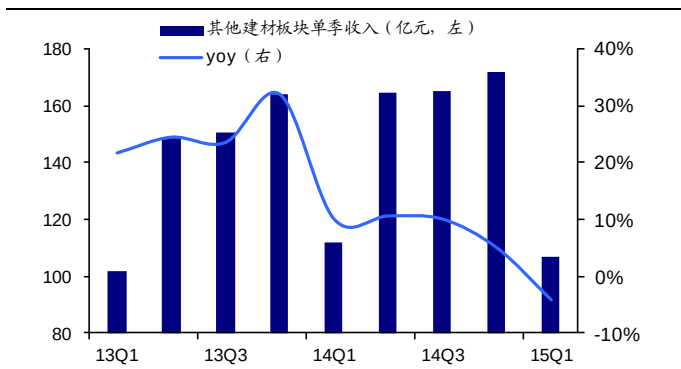
注：耐火材料企业样本中包括北京利尔、鲁阳股份、濮耐股份、瑞泰科技、太空板业。

6. 其他建材：消费属性强的品类表现较好

板块增速下行，1 季度收入、净利润同比均减少。

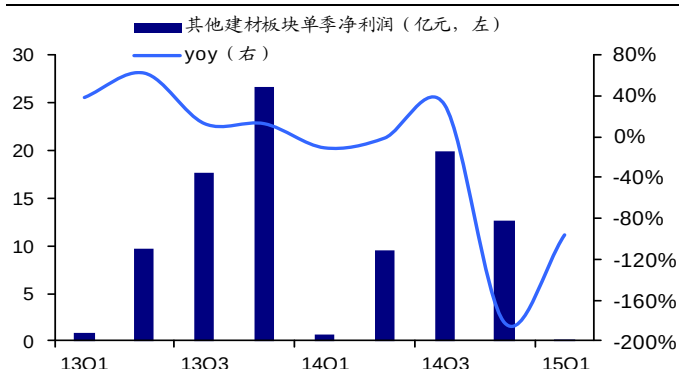
- 2014 年其他建材上市公司合计收入约达 614 亿元，同比增约 9%；第 4 季度收入同比增约 5%；2015 年 1 季度合计收入约 107 亿元，同比减少约 4%。
- 2014 年其他建材板块净利润合计约达 12.69 亿元，同比减少约 52%；2015 年 1 季度同比降约 96%。
- 2014 年其他建材板块综合毛利率同比增约 0.6 个百分点；2015 年 1 季度增幅约达 0.7 个百分点。
- 2014 年其他建材板块净利率同比减少约 2.6 个百分点；2015 年 1 季度降幅约达 0.6 个百分点。

图39 A 股其他建材企业单季收入（亿元）及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图40 A 股其他建材企业单季净利润（亿元）及增速

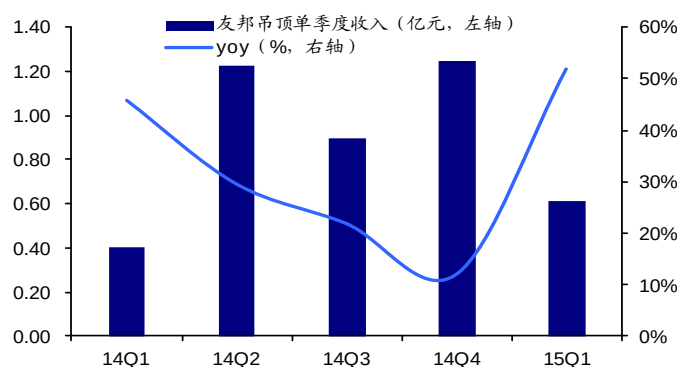


资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

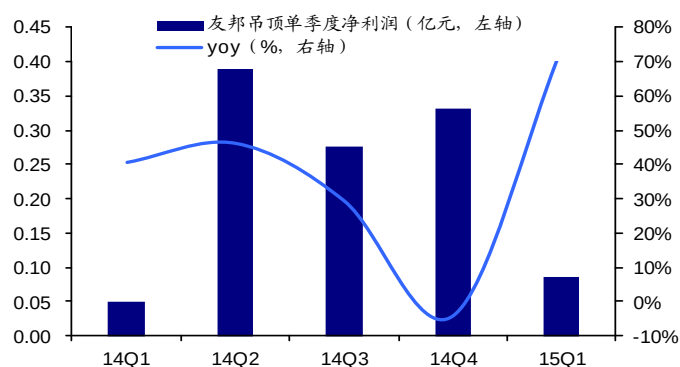
注：其他建材企业样本中包括*ST 国创、*ST 华塑、*ST 三鑫、艾迪西、北新建材、东方雨虹、栋梁新材、国栋建设、国睿科技、海螺型材、海南瑞泽、嘉寓股份、建研集团、开尔新材、罗普斯金、深天地 A、斯米克、四川金顶、兔宝宝、西部建设、雅致股份、扬子新材、友邦吊顶、柘中建设。

消费属性强的友邦吊顶表现较好，石膏板、防水材料、商混产业链条表现承压。

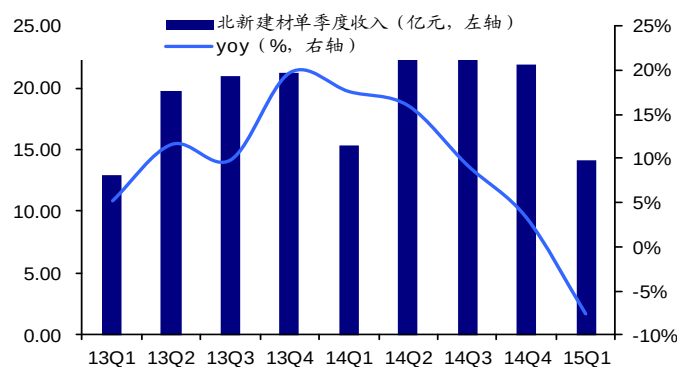
- 契合消费升级大趋势的友邦吊顶收入、净利润表现较好，2014 年、2015 年 1 季度收入增速分别约 23%、52%，净利润增速分别约为 22%、74%。
- 石膏板龙头北新建材 2014 年、2015 年 1 季度收入增速分别约 11%、-8%，净利润增速分别约为 17%、-12%。
- 防水材料龙头东方雨虹 2014 年、2015 年 1 季度收入增速分别约 28%、-1%，净利润增速分别约为 57%、-21%。
- 商混产业链与地产投资高度相关，压力较大。商混龙头西部建设 2014 年、2015 年 1 季度收入增速分别约 19%、6%，2014 年净利润增速约为-19%，2015 年 1 季度净利润为亏损约 0.98 亿元。减水剂龙头建研集团 2014 年、2015 年 1 季度收入增速分别约 1%、-23%，2014 年、2015 年 1 季度净利润增速约为-4%、7%。

图41 友邦吊顶单季收入（亿元）及增速


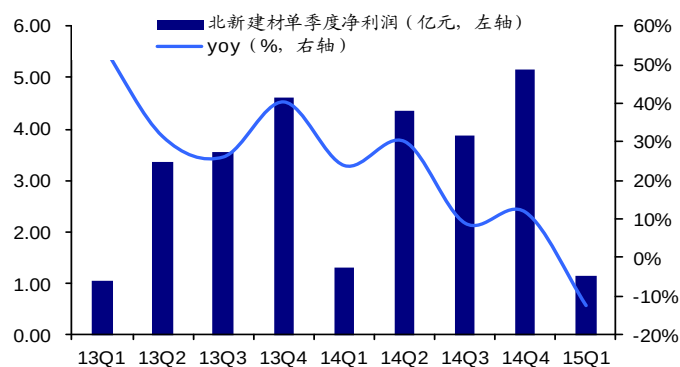
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图42 友邦吊顶单季净利润（亿元）及增速


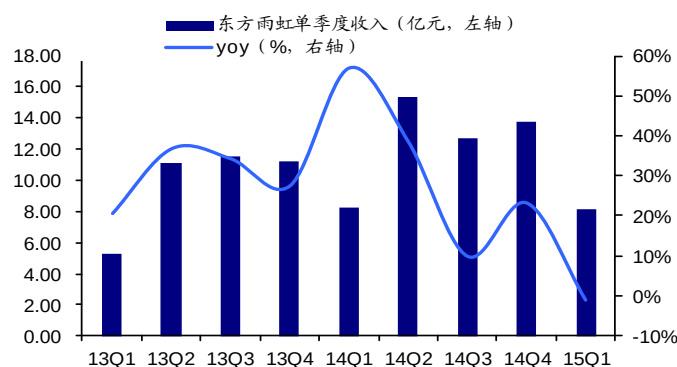
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图43 北新建材单季收入（亿元）及增速


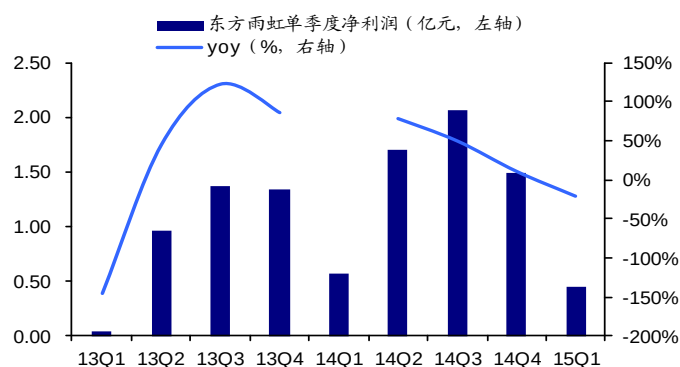
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图44 北新建材单季净利润（亿元）及增速


资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

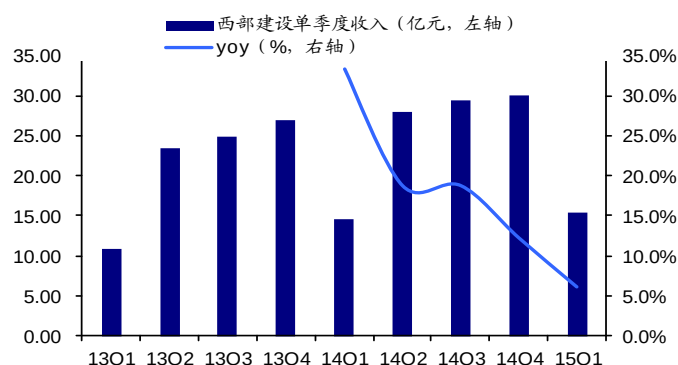
图45 东方雨虹单季收入（亿元）及增速


资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图46 东方雨虹单季净利润（亿元）及增速


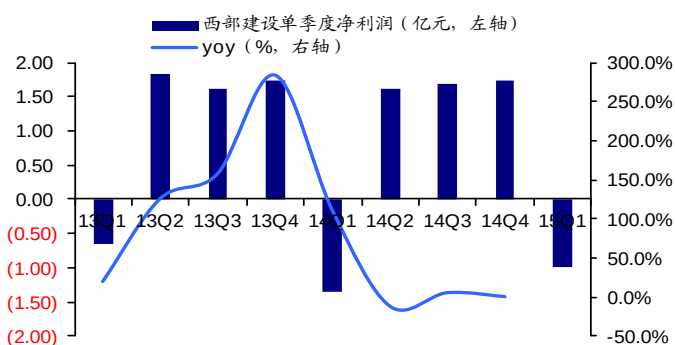
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图47 西部建设单季收入（亿元）及增速



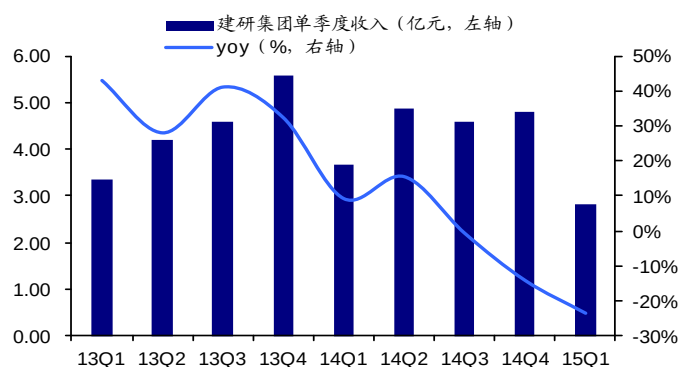
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图48 西部建设单季净利润（亿元）及增速



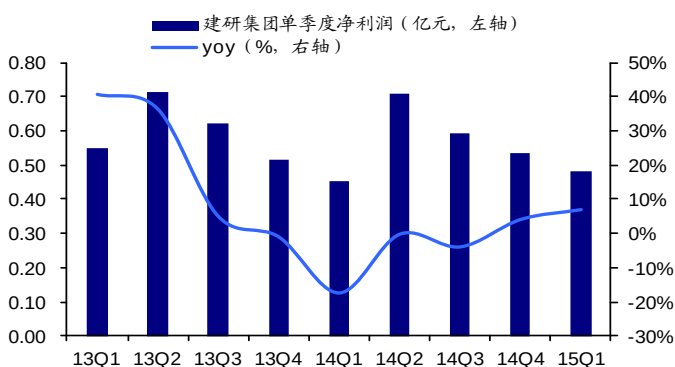
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图49 建研集团单季收入（亿元）及增速



资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

图50 建研集团单季净利润（亿元）及增速



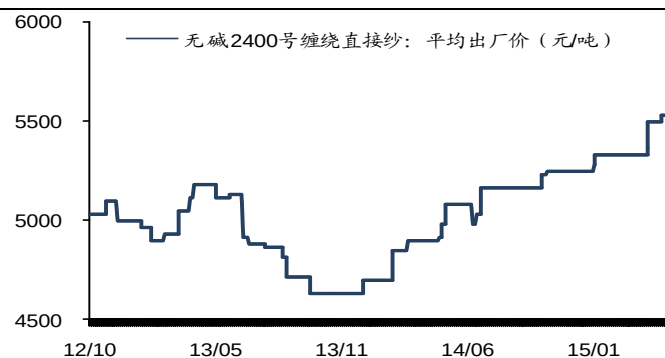
资料来源：WIND、公司年报、海通证券研究所

7. 后续观点：继续推荐玻纤产业链，关注水泥主题机会

7.1 玻璃纤维行业：供需格局持续改善

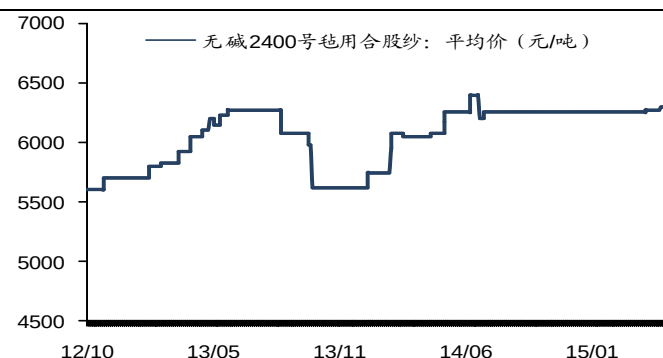
- 受益于风电及汽车领域用玻纤复材需求快速增长，预计未来玻纤行业全球需求每年5%至8%增长。
- 供给端，国外无新增产能，国内进入玻纤冷修高峰，全球产能预计每年1%至2%增长。
- 目前三大龙头中国巨石、泰山玻纤、重庆国际整体呈现供不应求态势。
- 中国巨石库存2个月水平，处于历史低位（历史库存水平2-4个月），年内还将酝酿1至2轮提价，景气复苏程度超出市场预期。

图51 无碱 2400 缠绕直接纱价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，海通证券研究所。邢台金牛、泰山玻纤、重庆国际、巨石程度的平均价格。

图52 无碱 2400 毡用合股纱价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，海通证券研究所。邢台金牛、泰山玻纤的平均价格。

玻璃纤维行业：代表个股——中国巨石、长海股份

1) 中国巨石

- 全球玻纤纱龙头企业，玻纤行业景气回升最大受益者，**业绩弹性强**。
- 央企改革试点，国企改革方案大框架已获国资委批准，**后续股权多元化、职业经理人、股权激励等动作可期**。
- 公司章程已修改，经营范围扩张至复合材料。**后续玻纤复合材料甚至碳纤维复合材料外延扩张可期**。
- 中建材目前最大诉求是去杠杆，公司作为中建材旗下A股上市平台，**后续可能通过股权融资助力集团降债**。
- 预计2015/2016年EPS 1.05/1.35元，“**买入**”评级。
- 风险提示：国企改革低于预期，玻纤提价低于预期，天然气大幅涨价。

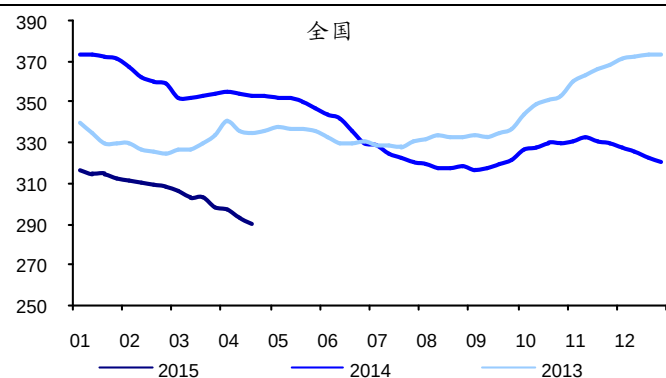
2) 长海股份

- **中长期逻辑**：白马成长，创新能力相对较强，新产品持续推出拓展成长空间。
- **短期逻辑**：行业景气回升、电子毡产品放量及传统产品产能扩张带来业绩高增长
- **年内有股权融资需求，诉求较强，有望跨领域外延扩张**。
- 预计公司2015/2016年EPS分别为1.24/1.82元，“**买入**”评级。
- 风险提示：新产品销量不达预期；子公司天马集团盈利能力不达预期。

7.2 水泥行业：关注“京津冀”、“一带一路”、“长江经济带”

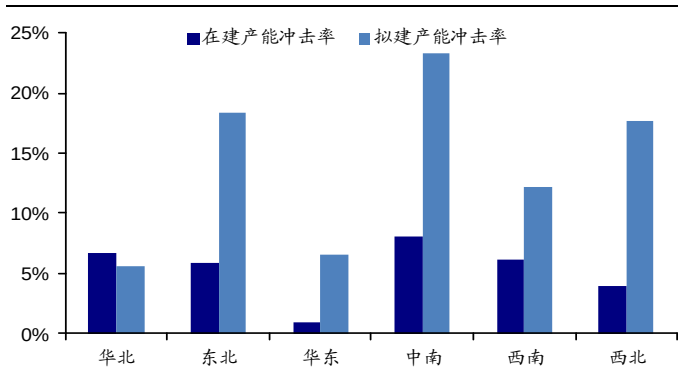
- 尽管基建投资维持高增长，但受地产投资下行拖累，**需求维持疲弱态势，预计全年增速-3%至0%**；
- **供给端仍有一定增量，预计全年产能2-3%增长，供需结合来看行业盈利端难见改善**；
- 但自上而下看，货币及财政政策持续宽松，水泥作为周期品估值端有望修复。“**京津冀一体化**”、“**一带一路**”、“**长江经济带**”三大主题有望持续发酵。

图53 全国高标水泥均价走势（元/吨）



资料来源：数字水泥网，海通证券研究所

图54 全国各地区熟料产能冲击率情况（%）



资料来源：卓创资讯，海通证券研究所测算

“京津冀一体化”标的：金隅股份、冀东水泥。

- **冀东水泥**：受益京津冀一体化，业绩弹性强，大股东资产注入预期（冀东发展集团海外水泥生产线），预计 2015/2016 年 EPS0.58/0.67 元，“买入”评级。
风险提示：地方国企改革推进缓慢；京津冀一体化带动基建需求低于预期。
- **金隅股份**：受益京津冀一体化，北京市混合所有制改革试点，北京五环内内拥有万亩工业用地，具资产重估价值，预计 2015/2016 年 EPS0.68/0.83 元，“买入”评级。
风险提示：京津冀一体化进度低于预期、国企改革低于预期。

“一带一路”标的：天山股份。

- 主要销售市场位于丝绸之路核心区新疆地区，一带一路主题标的。
- 公司后续有较强业务多元化预期。
- 预计 2015/2016 年 EPS0.32/0.49 元，“买入”评级。
- 风险提示：需求改善不达预期、原材料价格大幅上涨。

“长江经济带”标的：华新水泥。

- 主要销售市场湖北、湖南地区，受益于长江经济带规划。
- 公司海外水泥产能布局、水泥窑协同处置垃圾业内领先。
- 预计 2015/2016 年 EPS0.83/1.05 元，“买入”评级。
- 风险提示：需求大幅下滑，海外水泥盈利不达预期，长江经济带规划不达预期，环保推广低于预期。

风险提示：基建投资超预期下滑，房地产持续低迷，区域规划推进力度不达预期。

信息披露 分析师声明

邱友锋 建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：海螺水泥、华新水泥、金隅股份、塔牌集团、上峰水泥、冀东水泥、天山股份、中国巨石、长海股份、伟星新材、亚玛顿、建研集团、东方雨虹。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
			行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
		中性	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长 (021) 23219403 luying@htsec.com 高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com 姜超 副所长 (021) 23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队 姜超(021)23212042 顾潇啸(021)23219394 联系人 王丹(021) 23219885 于博(021) 23219820	jc9001@htsec.com gxx8737@htsec.com wd9624@htsec.com yb9744@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 郑雅斌(021)23219395 冯佳睿(021)23219732 张欣慰(021)23219370 曾逸名(021)23219773 纪锡靓(021)23219948 联系人 杜灵(021)23219760 余浩淼(021) 23219883 沈泽承(021) 23212067 袁林青(021)23212230 罗蕾(021)23219984	wuxx@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com zxw6607@htsec.com zym6586@htsec.com jxj8404@htsec.com dg9378@htsec.com yhm9591@htsec.com szc9633@htsec.com ylq9619@htsec.com ll9773@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 倪韵婷(021)23219419 唐洋远(021)23219004 孙志远(021)23219443 陈亮(021)23219914 陈瑶(021)23219645 桑柳玉(021)23219686 陈韵骋(021)23219444 田本俊(021)23212001 联系人 冯力(021)23219819 宋家骥(021)23212231	shankj@htsec.com niyt@htsec.com tangyy@htsec.com szy7856@htsec.com cl7884@htsec.com chenyao@htsec.com sly6635@htsec.com cyc6613@htsec.com tbj8936@htsec.com fl9584@htsec.com sjj9710@htsec.com
固定收益研究团队 姜超(021)23212042 李宁(021)23219431 周霞(021)23219807 联系人 张卿云(021)23219445 朱征星(021)23219981	jc9001@htsec.com lin@htsec.com zx6701@htsec.com zqy9731@htsec.com zzx9770@htsec.com				

策略研究团队 荀玉根(021)23219658 汤慧(021)23219733 王旭(021)23219396 刘瑞(021)23219635 李珂(021)23219821 张华恩(021)23212212	xyg6052@htsec.com tangh@htsec.com wx5937@htsec.com lr6185@htsec.com lk6604@htsec.com zhe9642@htsec.com	中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420 何继红(021)23219674 孔维娜(021)23219223	ymniu@htsec.com hejh@htsec.com kongwn@htsec.com	政策研究团队 李明亮(021)23219434 陈久红(021)23219393 吴一萍(021)23219387 朱蕾(021)23219946 周洪荣(021)23219953	lml@htsec.com chenjiuhong@htsec.com wuyiping@htsec.com zl8316@htsec.com zhr8381@htsec.com
--	---	--	---	---	---

批发和零售贸易行业 汪立亭(021)23219399 李宏科(021)23219671	wanglt@htsec.com lhk6064@htsec.com	石油化工行业 邓勇(021)23219404 王晓林(021)23219812	dengyong@htsec.com wxl6666@htsec.com	非银行金融行业 孙婷 吴绪越(021)23219947	st9998@htsec.com wxy8318@htsec.com
---	---------------------------------------	---	---	-----------------------------------	---------------------------------------

电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219406 牛品(021)23219390 房青(021)23219692 徐柏乔(021)23219171	zxh9573@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com xbq6583@htsec.com	有色金属行业 钟奇(021)23219962 施毅(021)23219480 刘博(021)23219401	zq8487@htsec.com sy8486@htsec.com liub5226@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com
--	---	---	--	--------------------------	-----------------

机械行业 龙华(021)23219411 徐志国(010) 50949921 熊哲颖(021)23219407 联系人 韩鹏程(021)23219963 赵晨(010) 50949920	longh@htsec.com xzg9608@htsec.com xzy5559@htsec.com hpc9804@htsec.com zc9848@htsec.com	医药行业 余文心(0755)82780398 王威(0755)82780398 郑琴(021)23219808 刘宇(021)23219608 周锐(0755)82780398	ywx9460@htsec.com vww9461@htsec.com zq6670@htsec.com liuy4986@htsec.com zr9459@htsec.com	建筑工程行业 赵健(021)23219472 联系人 金川(021)23219957	zhaoj@htsec.com jc9771@htsec.com
---	--	---	--	---	-------------------------------------

计算机行业 蒋科(021)23219474 王秀钢(010)58067934	jiangk@htsec.com wxg8866@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747 谢盐(021)23219436 贾亚童(021)23219421	tl15535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 马浩博(021)23219822 联系人 戚珊(021)23212207	whw9587@htsec.com mhb6614@htsec.com cs9703@htsec.com
--	---------------------------------------	---	--	--	--

汽车行业 邓学(0755)23963569 廖瀚博(0755)82900477	dx9618@htsec.com lhb9781@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 夏木(021)23219748 联系人 陈雪丽(021)23219164	dingpin@htsec.com xiam@htsec.com cxl9730@htsec.co	社会服务业 林周勇(021)23219389	lzy6050@htsec.com
---	---------------------------------------	---	---	---------------------------	-------------------

银行业 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com		基础化工行业 刘 威(0755)8276-4281 lw10053@htsec.com 张 瑞(021)23219634 zr6056@htsec.com		建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 周 煜(021)23219972 zy9445@htsec.com 联系人 钱佳佳(021) 23212081 qjj10044@htsec.com	
交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 姜 明(021)23212111 jm9176@htsec.com		家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 宋 伟(021)23219949 sw8317@htsec.com		通信行业 徐 力(010)58067940 xl9312@htsec.com	
纺织服装行业 焦 娟(021)23219356 jj9604@htsec.com 唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com		电子行业 董瑞斌(021)23219816 drb9628@htsec.com 陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com 陈基明(021)23212214 cjm9742@htsec.com		造纸轻工行业 曾 知 (021)23219473 zz9612@htsec.com	
互联网及传媒行业 张杰伟(021)23219775 zjw9915@htsec.com 联系人 王幽悠(021)23212210 wyy9632@htsec.com		公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 韩佳蕊(021)23212259 hjr9753@htsec.com			

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

金 芸 副总经理
(021) 23219278
jinyun@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队
 蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com

上海地区销售团队
 李唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 黄 毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 朱 健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 黄 慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
 孙 明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 杨 洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队
 殷怡琦 (010) 58067988 yyq@htsec.com
 隋 巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 江 虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 杨 帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
 许 诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
 杨 博 (010)58067996 yb9906@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
 地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话: (021)23219000
 传真: (021)23219392
 网址: www.htsec.com