

水泥行业淡季不淡，盈利历史最佳

—2018 中报综述之水泥篇

淡季不淡，盈利已达历史最好水平：2018 年上半年，全国水泥产量为 9.97 亿吨，同比下降 0.6%。受益于国家供给侧改革和环保治理推行的错峰生产，去产量效果明显，供需水平较为合理，行业整体库存低位运行，价格也呈现淡季不淡的态势。截止到 2018 年 6 月底，全国 42.5 级水泥平均价格为 428.5 元/吨，较去年同期 342.83 元/吨的价格，涨幅 80 元/吨，华东、华南等地区涨幅更大，杭州地区 6 月底均价为 510 元/吨，较去年同期 335 元/吨的价格，涨幅达到了 175 元/吨左右。从供给端来看，近几年全国新增水泥熟料产能持续降低，2015、2016、2017 年新增水泥熟料产能分别为 4712、2558、2046 万吨，预计 2018 年新增水泥产能与 2017 年持平。从需求端来看，2018 年上半年固定资产投资完成额累计 29.73 万亿，同比增加 6%，增速同比下降了 2.6 个百分点；房地产开发投资完成额累计 5.55 万亿，同比增加 9.7%，增速同比上升了 1.2 个百分点；房屋新开工面积 9.58 亿平，同比增加 11.8%，增速同比上升了 1.2 个百分点。7.20 的资管新规执行通知、7.23 国常会“财政政策要更加积极”的态度、交通部发表“下半年要继续深入推进交通运输供给侧结构性改革”以及总理亲自考察川藏铁路，铁总表态铁路投资重回 8000 亿，这一系列信息均表明下半年基建企稳回升，雄安新区和西部补短板，对水泥的需求产生支撑。

销量涨跌互现，受益单价上升，行业收入利润高增长：从水泥行业上市公司披露的水泥销售情况来看，海螺水泥、华新水泥、塔牌集团和万年青 2018 年上半年水泥销量同比有所增加，冀东水泥、上峰水泥、金隅集团、祁连山和宁夏建材销量幅度下滑，其中祁连山和宁夏建材销量下滑幅度较大 17.68%和 23.35%。18 家水泥上市公司 2018H1 共实现营业收入 2282.76 亿元，同比增长 45.54%；实现归属于上市公司股东的净利润 257.27 亿元，同比增长 124.63%。毛利率提升超过 10 个点的公司有上峰水泥、万年青、四川双马、塔牌集团、青松建化、海螺水泥、华新水泥、福建水泥。

吨净利、吨毛利大幅提升，吨期间费用水平差距较大：较 2017 年上半年，各企业吨价格均有较大幅度增长，但吨成本只有小幅增加，带来的是吨净利和吨毛利均达到历史高位水平。截至 2018 年上半年，海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、塔牌集团、万年青的吨净利已达近十年来最高值。2018 年上半年吨期间费用最高的

水泥制造 II

维持

增持

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2018 年 09 月 05 日

市场表现



相关研究报告

为冀东水泥 82.45 元/吨，最低的为海螺水泥 22.34 元/吨。从吨净利来看，海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、塔牌集团、万年青的吨净利均在 2018H1 达到近十年来的最高值，吨净利排名前三的企业为塔牌集团、海螺水泥和上峰水泥，吨净利分别为 109.02、93.08 和 83.48 元/吨。

资本开支降低，资产结构改善：2018 年上半年，大部分企业资本开支较 2017 年上半年有所减少，只有金隅集团和中国建材有所增加。所有企业资产负债率均有降低，截至 2017 年，海螺水泥、塔牌集团、天山股份、万年青和祁连山资产负债率已达近十年来最低值。

分红比例不断提升，龙头股息率具有吸引力：从分红率来看，海螺水泥、塔牌集团分红比例分别为 40.11%、49.61%，为近十年来最高值。2017 年祁连山分红比例为 31.07%，金隅集团分红比例为 18.07%，天山股份分红比例为 31.67%，均接近近十年来最高值。2017 年分红率最高的企业为塔牌集团 49.61%，分红率最低的企业为冀东水泥，没有分红。根据 2017 年分红率，以及 2018 年盈利预测计算，当前股息率最高的企业为塔牌集团和海螺水泥。

投资评价和建议：水泥行业价格淡季不淡，目前部分地区已经开始上涨，行业下半年盈利确定性强。华东局部地区价格旺季在现有高位基础上继续上行是大概率事件。基建补短板对西北、华北水泥需求拉动可期，看好西部水泥盈利和估值弹性。东北地区水泥价格大幅下跌，对其他区域冲击有限。继续看好华东南旺季供不应求价格上涨的高确定性，看好西北、华北在基建补短板预期下业绩和估值的弹性。推荐海螺水泥、华新水泥、塔牌水泥、冀东水泥、祁连山、天山股份和宁夏建材。

目录

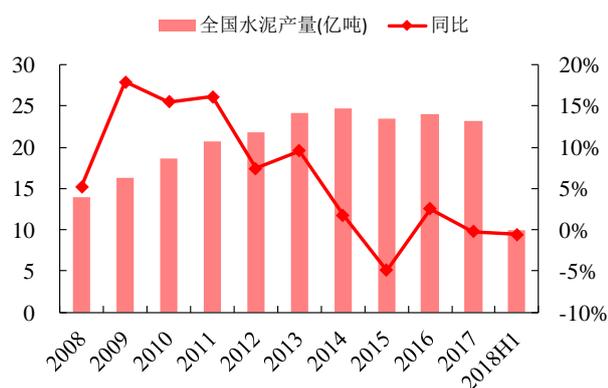
水泥行业：淡季不淡，盈利已达历史最好水平	1
销量涨跌互现，受益单价上升，行业收入利润高增长.....	2
企业吨净利、吨毛利都达到历史最高水平	4
吨期间费用差距较大，部分企业由于产能利用率下降，期间费用上升.....	7
资本开支逐渐降低，资产结构改善，ROE 提升.....	9
分红比例不断提升，龙头股息率具有吸引力	10
图 1：全国水泥产量及其增速	1
图 2：全国固定资产投资完成额及其增速	1
图 3：房屋新开工面积及其增速	1
图 4：房地产投资开发完成额及其增速	1
图 5：全国高标水泥均价	2
图 6：各地区高标水泥均价	2
图 7：部分水泥行业上市公司水泥历史价格	2
图 8：部分水泥行业上市公司水泥历史价格	2
图 9：水泥行业上市公司历史季度毛利率	7
图 10：水泥公司股息率对比	11
图 11：水泥行业上市公司 2018H1 吨市值.....	12
图 12：水泥行业上市公司历史 PB 值.....	12
图 13：水泥行业上市公司历史 PE 值.....	错误!未定义书签。
图 14：海螺水泥产能分布	12
图 15：华新水泥产能分布	12
图 16：冀东水泥产能分布	13
图 17：上峰水泥产能分布	13
图 18：塔牌集团产能分布	13
图 19：万年青产能分布	13
表 1：各公司水泥销量同比情况及全国水泥产量同比情况 单位：万吨.....	2
表 2：水泥行业上市公司历年水泥及熟料销量对比	3
表 3：水泥行业上市公司 2018H1 收入及盈利情况对比.....	3
表 4：水泥行业上市公司 2018Q2 收入及盈利情况对比.....	4
表 5：水泥行业上市公司历年吨价格对比	5
表 6：水泥行业上市公司历年吨成本对比	5
表 7：水泥行业上市公司历年吨毛利对比	6
表 8：水泥行业上市公司历年吨净利对比	6
表 9：水泥行业上市公司历年吨期间费用对比	7
表 10：水泥行业上市公司历年吨销售费用对比	8
表 11：水泥行业上市公司历年吨管理费用对比.....	8
表 12：水泥行业上市公司历年吨财务费用对比	8

表 13: 水泥行业上市公司历年资本开支对比	9
表 14: 水泥行业上市公司历年资产负债率对比	9
表 15: 水泥行业上市公司历年 ROE 对比	10
表 16: 水泥行业上市公司历年分红比例对比	10
表 17: 水泥行业上市公司过去两年和未来两年 PE 对比	11

水泥行业：淡季不淡，盈利已达历史最好水平

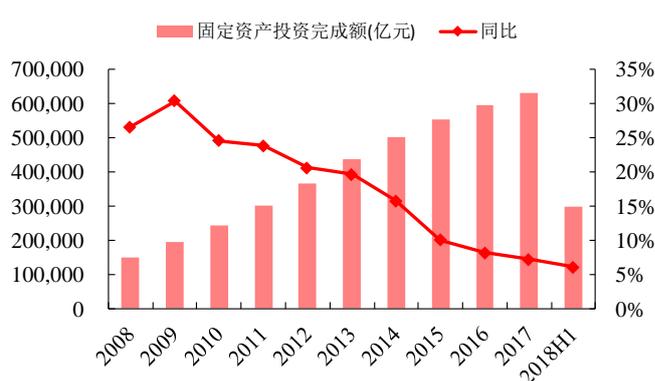
2018 年上半年，全国水泥产量为 9.97 亿吨，同比下降 0.6%。受益于国家供给侧改革和环保治理推行的错峰生产，去产量效果明显，供需水平较为合理，行业整体库存一直低位运行，价格也呈现淡季不淡的态势。截止到 2018 年 6 月底，全国 32.5 级、42.5 级水泥平均价格为 400.52、428.5 元/吨(不含西藏地区)，较去年同期 313、342.83 元/吨的价格，均有 80 元左右的涨幅，华东部分地区涨幅更大，杭州地区 6 月底 32.5 级、42.5 级水泥平均价格为 480、510 元/吨，较去年同期 315、335 元/吨的价格，涨幅达到了 170 元/吨左右。从供给端来看，近几年全国新增水泥熟料产能持续降低，2015、2016、2017 年新增水泥熟料产能分别为 4712、2558、2046 万吨，预计 2018 年新增水泥产能和 2017 年基本相同。从需求端来看，2018 年上半年固定资产投资完成额累计 29.73 万亿元，同比增加 6%，增速同比下降了 2.6 个百分点；房地产开发投资完成额累计 55,530.96 亿元，同比增加 9.7%，增速同比上升了 1.2 个百分点；房屋新开工面积 95,816.6 万平方米，同比增加 11.8%，增速同比上升了 1.2 个百分点。

图 1：全国水泥产量及其增速



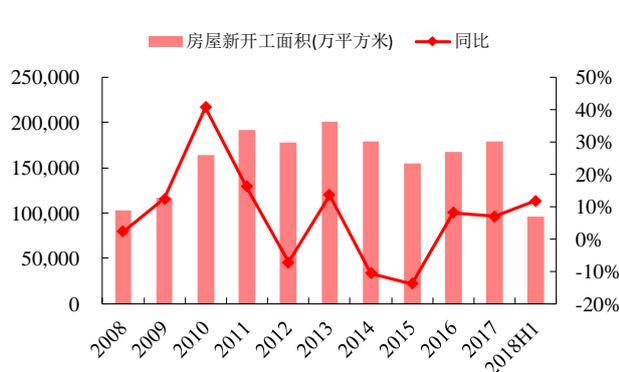
资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 2：全国固定资产投资完成额及其增速



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 3：房屋新开工面积及其增速



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 4：房地产投资开发完成额及其增速



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 5：全国高标水泥均价



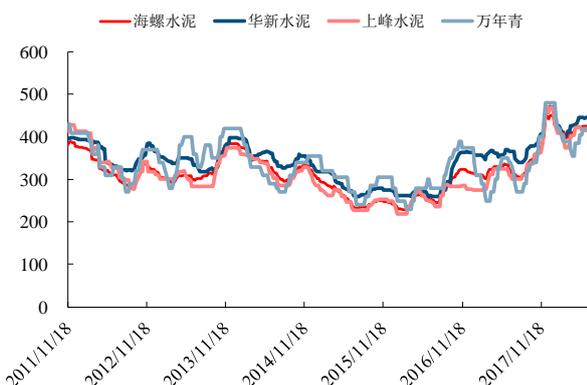
资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 6：各地区高标水泥均价



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 7：部分水泥行业上市公司水泥历史价格



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 8：部分水泥行业上市公司水泥历史价格



资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

销量涨跌互现，受益单价上升，行业收入利润高增长

从水泥行业上市公司披露的水泥销售情况来看，海螺水泥、华新水泥、塔牌集团和万年青 2018 年上半年水泥销量均同比有所增加，增加幅度分别为 6.72%、1.13%、14.25%和 5.44%，冀东水泥、上峰水泥、金隅集团、祁连山和宁夏建材销量幅度下滑，下滑幅度为分别为 2.04%、9.8%、4.8%、17.68%和 23.35%。从全国总体情况来看，2018 年上半年水泥总产量 99708 万吨，较 2017 年上半年的 111309 万吨，小幅下滑 0.6 个百分点。销量上升的水泥企业的市场占有率在提升。

表 1：各公司水泥销量同比情况及全国水泥产量同比情况 单位：万吨

	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	13400	14300	6.72%
华新水泥	3180	3216	1.13%
冀东水泥	2652	2598	-2.04%
上峰水泥	684	617	-9.80%
塔牌集团	692	791	14.25%

万年青	989	1043	5.44%
金隅集团	4583	4363	-4.80%
祁连山	930	765	-17.68%
宁夏建材	741	568	-23.35%
全国	111309	99708	-0.60%

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 2: 水泥行业上市公司历年水泥及熟料销量对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
海螺水泥	10206	11838	13700	15800	18700	22800	24900	25600	27700	29500
华新水泥	2788	3092	3476	4228	4235	5103	5134	5022	5270	6872
冀东水泥	2063	3813	5681	7193	6993	7793	8636	7025	6720	6001
上峰水泥						1135	1247	1022	1241	1444
塔牌集团	766	954	1068	1186	1153	1211	1390	1494	1504	1551
天山股份	975	1221	1480	1847	2290	2327	2145	1845	1917	2288
金隅集团		715	2845	3672	3540	3889	4055	3926	5704	10260
亚泰集团	952	1279	1626	2239	1612	2089		1725	1696	1629
万年青	759	1146	1298	1777	1799	2262	2459	2559	2572	2623
祁连山	631	692	835	1181	1525	1898	2106	2060	2179	2153
宁夏建材	468	521	683	838	1100	1412	1420	1497	1729	1734
中国建材	7890	11335	15227	18359	22019	28308	28946	27792	28916	28709

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

从水泥行业上市公司的情况来看, 18 家水泥上市公司在 2018 年上半年共实现营业收入 1326.79 亿元, 同比增长 28.63%; 实现归属于上市公司股东的净利润 219.15 亿元, 同比增长 107.38%。除同力水泥外, 其余 14 家上市公司归母净利润均实现增长, 其中多家上市公司业绩出现大幅增长, 龙头海螺水泥实现营收 457.42 亿元, 同比增速 43.36%, 实现归母净利 129.42 亿元, 同比增长 92.68%。水泥行业二季度共实现营业收入 858.54 亿元, 同比上升 34.92%; 实现归属于上市公司股东的净利润 165.77 亿元, 同比增长 91.51%。从盈利指标上看, 2018 年上半年, 除金圆股份外, 其他公司毛利率均有所上升, 金圆股份毛利率下跌 15.17%。毛利率提升超过 10 个点的公司有上峰水泥、万年青、四川双马、塔牌集团、青松建化、海螺水泥、华新水泥、福建水泥。二季度多家企业毛利率有大幅提升, 其中四川双马增幅最大, 上升 27.38 个百分点。

表 3: 水泥行业上市公司 2018H1 收入及盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(亿元)		毛利率		净利率	
		2018H1	同比	2018H1	同比	201H1	变动(百分点)	2018H1	变动(百分点)
000401.SZ	冀东水泥	78.24	19.54%	5.16	562.80%	35.13%	6.43	7.10%	8.54
000546.SZ	金圆股份	35.80	273.79%	1.70	109.65%	12.68%	-15.17	5.92%	-2.67
000672.SZ	上峰水泥	20.82	14.53%	5.10	94.55%	44.31%	13.05	24.74%	10.69
000789.SZ	万年青	40.91	49.02%	5.14	487.15%	34.91%	15.72	21.18%	13.74
000877.SZ	天山股份	29.71	14.41%	3.08	1107.46%	33.77%	9.03	12.05%	11.49
000885.SZ	同力水泥	9.29	-64.61%	2.88	-24.89%	59.85%	29.16	31.42%	22.91
000935.SZ	四川双马	9.95	-19.80%	2.93	486.09%	44.57%	26.86	30.41%	25.00

002233.SZ	塔牌集团	30.31	53.75%	8.62	177.34%	42.48%	14.68	28.43%	12.66
600425.SH	青松建化	9.53	30.29%	0.66	153.84%	27.39%	18.16	3.07%	27.77
600449.SH	宁夏建材	16.90	-16.88%	1.43	26.08%	35.61%	7.86	9.50%	2.96
600585.SH	海螺水泥	457.42	43.36%	129.42	92.68%	44.23%	11.86	29.10%	6.98
600668.SH	尖峰集团	15.03	15.09%	3.02	25.53%	41.62%	10.49	22.18%	2.59
600720.SH	祁连山	23.50	-9.79%	2.19	18.65%	32.26%	2.39	8.90%	1.95
600801.SH	华新水泥	118.83	26.76%	20.68	184.07%	37.76%	11.63	19.05%	11.10
600802.SH	福建水泥	12.66	68.79%	2.25	622.93%	34.10%	23.22	20.85%	29.73
600881.SH	亚泰集团	64.23	24.65%	0.80	12.25%	29.31%	1.74	0.23%	-1.15
601992.SH	金隅集团	353.65	20.02%	24.10	30.54%	27.80%	0.69	8.28%	2.23
	合计	1326.79	28.63%	219.15	107.38%	36.14%	7.71	16.52%	6.27

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 4: 水泥行业上市公司 2018Q2 收入及盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(亿元)		毛利率		净利率	
		2018Q2	同比	2018Q2	同比	2018Q2	变动(百分点)	2018Q2	变动(百分点)
000401.SZ	冀东水泥	58.36	21.93%	10.02	289.23%	38.19%	6.80	18.86%	12.23
000546.SZ	金圆股份	22.52	176.99%	1.64	37.97%	16.32%	-14.76	8.58%	-6.60
000672.SZ	上峰水泥	12.52	18.12%	3.44	97.17%	47.55%	14.52	28.25%	11.96
000789.SZ	万年青	23.66	49.20%	2.88	256.10%	33.59%	11.43	20.25%	9.83
000877.SZ	天山股份	22.23	10.50%	3.25	103.55%	33.53%	6.68	17.07%	8.40
000885.SZ	同力水泥	5.09	-67.45%	1.59	-38.94%	58.94%	27.05	31.96%	18.65
000935.SZ	四川双马	4.88	-30.53%	1.95	260.91%	50.82%	27.38	39.98%	30.24
002233.SZ	塔牌集团	18.06	69.85%	4.90	180.18%	41.52%	12.95	27.14%	10.68
600425.SH	青松建化	8.66	38.79%	1.47	374.34%	30.03%	12.25	15.71%	14.29
600449.SH	宁夏建材	13.45	-10.59%	2.30	33.88%	39.12%	6.59	18.61%	5.97
600585.SH	海螺水泥	269.76	47.66%	81.64	78.90%	46.30%	11.45	31.17%	5.02
600668.SH	尖峰集团	8.34	12.78%	1.98	53.97%	42.56%	9.79	26.13%	7.40
600720.SH	祁连山	19.15	-5.63%	3.58	17.18%	38.75%	2.73	19.50%	3.53
600801.SH	华新水泥	73.74	34.12%	15.38	142.88%	40.58%	11.17	22.80%	10.64
600802.SH	福建水泥	7.63	93.28%	1.39	29164.47%	37.08%	22.98	22.22%	24.46
600881.SH	亚泰集团	36.26	12.46%	2.15	-20.18%	31.07%	2.81	6.14%	-3.94
601992.SH	金隅集团	254.26	40.27%	26.23	86.57%	29.96%	2.43	14.03%	4.53
	合计	858.54	34.92%	165.77	91.51%	37.76%	7.33	19.31%	5.71

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

企业吨净利、吨毛利都达到历史最高水平

从吨价格来看,冀东水泥和上峰水泥的平均吨价格在 2017 年达到近十年来最高值,分别为 236 和 264 元/吨。所有企业 2018H1 的吨价格较 2017H1 均有提升,其中塔牌集团吨价格提升幅度最大,达到 91 元/吨。海螺水泥在连续五年吨价格下滑后,在 2017 年吨价格首次有所提升,涨至 247 元/吨。根据已有数据,2018H1 吨价格最高的企业为金隅集团 383 元/吨,吨价格最低的企业为宁夏建材 275 元/吨。

从吨成本来看，截至 2017 年，冀东水泥和上峰水泥吨成本涨至近十年来最高值，分别为 163 和 166 元/吨。较 2017H1 吨成本涨幅最大的是金隅集团 28 元/吨，下降幅度最大的是中国建材 21 元/吨。海螺水泥、华新水泥、塔牌集团和宁夏建材在连续五年吨成本持续下降后，2017 年较 2016 年分别上涨 28、23、26 和 17 元/吨，万年青在连续六年吨成本持续下降后，2017 年较 2016 年上涨 17 元/吨。2018H1 吨成本最高的为中国建材 286 元/吨，最低的为海螺水泥和万年青 172 元/吨。

从吨毛利来看，较 2017H1 吨毛利同比增长最多得为中国建材 90 元/吨。冀东水泥、上峰水泥和金隅集团 2017 年平均吨毛利分别为 73、98 和 84 元/吨，为近十年来可计算得出的最高值。根据我们计算得出，2018H1 吨毛利水平最高的为塔牌集团 158 元/吨，吨毛利水平最低的中国建材 28 元/吨。

从吨净利来看，海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、塔牌集团、万年青的吨净利均在 2018H1 达到近十年来的最高值，吨净利排名前三的企业为塔牌集团、海螺水泥和上峰水泥，吨净利分别为 109.02、93.08 和 83.48 元/吨。从同比数据来看，所有企业吨净利较 2017H1 均有所增长，其中增长最多的是塔牌集团，幅度达到了 64 元/吨。冀东水泥在连续三年吨净利为负的情况下，在 2017 年转负为正，吨净利为 2.19 元/吨。从年度数据来看，金隅集团吨净利持续下降，2017 年吨净利降至近十年来最低值为 28.76 元/吨。2018H1 吨净利最高的为塔牌集团 109.02 元/吨，最低的为冀东水泥 21.38 元/吨。

表 5：水泥行业上市公司历年吨价格对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	234	209	248	305	241	238	236	193	197	247	229	311	82
华新水泥	215	204	222	275	263	257	259	227	226	270	264	325	61
冀东水泥	213	170	177	208	198	192	173	149	173	236	230	280	49
上峰水泥						218	198	175	180	264	229	310	82
塔牌集团	290	270	290	337	286	293	296	240	223	272	264	355	91
天山股份	310	308	347	412	286	273	246	222	220	270			
金隅集团					411	427	387	341	300	313	321	383	62
亚泰集团	517	577	526	364	413	347		286	251	330			
万年青	251	249	292	315	228	220	216	174	172	206	210	281	72
祁连山	274	338	337	285	260	289	272	219	213	254	259	286	27
宁夏建材	295	338	332	297	231	227	216	175	177	213	252	275	23
中国建材	232	206	250	328	265	254	254	213	209	261	244	314	70

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

表 6：水泥行业上市公司历年吨成本对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	176	149	168	182	174	158	155	139	132	160	154	172	18
华新水泥	172	157	174	200	199	182	178	172	168	191	196	199	3
冀东水泥	152	117	121	143	151	143	137	127	131	163	162	179	17
上峰水泥						165	141	149	143	166	156	174	17
塔牌集团	214	198	205	232	222	216	207	184	163	189	188	197	9
天山股份	223	227	243	271	223	206	191	193	168	187			
金隅集团					342	350	321	290	241	230	235	264	28

亚泰集团	444	489	459	240	300	260		244	196	255			
万年青	202	204	233	225	185	164	156	139	130	147	168	172	4
祁连山	165	191	215	197	204	202	191	172	153	175	182	194	11
宁夏建材	180	192	195	213	195	169	159	138	130	147			
中国建材	197	172	193	228	230	255	250	217	206	260	306	286	-21

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 7: 水泥行业上市公司历年吨毛利对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	59	60	81	122	67	79	81	54	64	87	75	139	64
华新水泥	43	46	48	75	64	74	81	55	58	79	68	125	57
冀东水泥	61	53	57	65	47	49	36	22	42	73	68	101	33
上峰水泥						53	58	27	37	98	72	137	64
塔牌集团	76	72	85	105	64	77	89	56	59	83	76	158	82
天山股份	87	80	104	141	62	67	55	29	52	83			
金隅集团					69	77	66	51	60	84	86	119	33
亚泰集团	72	88	67	124	114	87		42	55	75			
万年青	49	45	59	90	43	56	60	35	43	59	42	109	67
祁连山	108	147	122	89	56	87	81	47	60	78	77	93	16
宁夏建材	115	146	136	84	36	58	57	37	47	66			
中国建材	35	35	56	100	35	-1	4	-4	3	1	-62	28	90

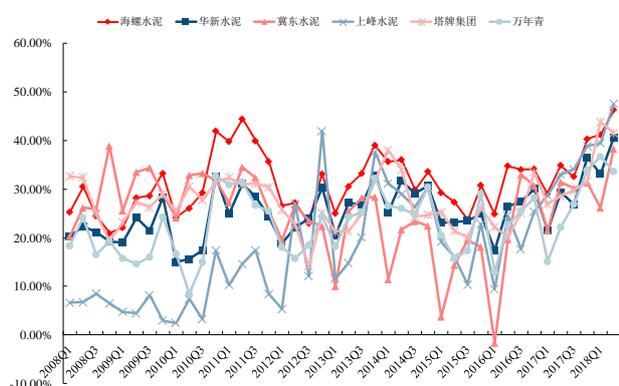
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 8: 水泥行业上市公司历年吨净利对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	26.25	30.93	46.38	74.84	34.56	43.03	46.54	29.80	32.31	55.69	52.67	93.08	40
华新水泥	19.19	18.30	18.98	28.86	16.06	27.33	29.10	4.49	11.78	32.19	23.44	70.38	47
冀东水泥	25.30	27.92	27.61	21.99	1.97	2.55	-3.21	-30.61	-0.35	2.19	-3.56	21.38	25
上峰水泥						22.96	29.64	5.88	11.20	53.17	37.33	83.48	46
塔牌集团	27.76	23.28	29.11	51.31	17.42	32.82	43.72	25.47	30.23	46.53	44.94	109.02	64
天山股份	31.41	35.77	45.63	76.02	21.05	16.40	11.88	-36.30	0.99	12.31			
金隅集团		275.91	103.24	97.85	88.99	83.39	66.81	49.70	47.17	28.76	38.88	67.1	28
亚泰集团	36.60	67.95	35.44	47.89	29.70	10.88		-30.21	5.63	117.85			
万年青	12.40	11.87	22.37	44.08	15.62	30.86	35.62	13.40	15.03	32.10	20.64	83.07	62
祁连山	34.52	67.63	63.82	29.43	11.37	28.43	26.39	6.55	6.21	24.57	19.49	27.34	8
宁夏建材	61.73	89.87	86.24	44.88	9.02	26.52	23.23	3.67	5.52	21.82	17.93	28.26	10
中国建材	23.74	27.15	31.15	58.53	35.14	29.36	29.96	10.05	9.76	22.08	13.90	41.98	28

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

从水泥行业上市公司历史季度毛利率来看,自 2011 年起海螺水泥季度毛利率始终保持在行业前列,表现了海螺水泥较高的盈利能力,在 2017 年四季度,各公司季度毛利率都达到或接近近十年来历史最好水平,同时,从历史数据来看,各公司历年毛利率在每年第一季度均较低,第三季达到当年高位。

图 9：水泥行业上市公司历史季度毛利率


资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

吨期间费用差距较大，部分企业由于产能利用率下降，期间费用上升

从吨期间费用来看，较 2017H1，2018H1 吨期间费用下降最多的企业为塔牌集团 1.55 元/吨，吨期间费用上涨最多的企业为宁夏建材 20.01 元/吨。根据计算，冀东水泥 2017 年吨期间费用为 69.92 元/吨，为近十年来最高值，万年青 2017 年吨期间费用为 27.72 元/吨，接近近十年来最低值 26.86 元/吨。塔牌集团在连续四年吨期间费用持续下降之后，2017 年吨期间费用较 2016 年上涨 1.62 元/吨至 22.83 元/吨。2018H1 吨期间费用最高的为冀东水泥 82.45 元/吨，最低的海螺水泥 22.34 元/吨。

从吨销售费用来看，较 2017H1 同比下降最多的为冀东水泥 0.35 元/吨，同比上涨最多的为宁夏建材 5.11 元/吨。根据计算，冀东水泥 2017 年平均吨销售费用分别为 10.32 元/吨，为近十年来最高值，塔牌集团 2017 年平均吨销售费用分别为 6.06 元/吨，为近十年来最低值。2018H1 吨销售费用最高的为宁夏建材 30.82 元/吨，最低为塔牌集团 5.36 元/吨。从吨管理费用来看，较 2017H1 同比下降最多的企业为塔牌集团 0.13 元/吨，同比上涨最多的企业为宁夏建材 17.05 元/吨。根据计算，冀东水泥、上峰水泥 2017 年平均吨管理费用分别为 39.93、18.34 元/吨，为近十年来最高值，其中上峰水泥吨管理费用已连续四年上涨。2018H1 吨管理费用最高为冀东水泥 50.3 元/吨，最低为海螺水泥 11.12 元/吨。从吨财务费用来看，较 2017H1 同比下降最多的企业为华新水泥 4.65 元/吨，同比上涨最多的企业为上峰水泥 0.14 元/吨。根据计算，海螺水泥 2017 年平均吨财务费用为 0.73 元/吨，为近十年来最低值，上峰水泥、万年青、祁连山和宁夏建材 2017 年平均吨财务费用为 8.67、4.73、5.84 和 3.72 元/吨，为近十年来最高值，塔牌集团 2017 年吨平均财务费用为-0.14 元/吨，为近十年来首次吨财务费用为负，并且已连续下降九年，同时海螺水泥、万年青、宁夏建材吨财务费用已连续下降五年，祁连山已连续下降四年。2018H1 吨财务费用最高为冀东水泥 22.19 元/吨，最低为塔牌集团-0.82 元/吨。

表 9：水泥行业上市公司历年吨期间费用对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	28.99	23.25	23.95	27.07	29.17	26.53	25.43	26.77	24.39	24.57	22.62	22.34	-0.28
华新水泥	27.86	28.81	33.02	42.65	50.49	51.80	53.48	52.77	49.61	47.54	48.83	50.72	1.89
冀东水泥	47.33	36.30	35.32	42.50	52.97	52.31	47.49	58.93	50.28	69.92	67.61	82.45	14.83
上峰水泥						25.23	25.00	29.35	30.63	34.32	31.01	34.82	3.81
塔牌集团	40.22	38.61	36.99	34.18	35.78	33.37	30.93	24.67	21.21	22.83	19.91	18.36	-1.55
天山股份	70.71	63.77	66.42	66.84	58.58	64.09	68.31	73.64	59.11	54.11			

万年青	35.61	35.16	36.47	34.12	33.65	30.28	31.02	29.09	26.86	27.72	30.90	33.37	2.47
祁连山	76.72	79.10	63.65	61.91	55.66	54.34	53.92	54.12	50.65	52.11	52.52	59.64	7.12
宁夏建材	71.35	57.24	57.05	50.94	51.93	55.29	58.17	53.74	49.44	51.32	51.20	71.21	20.01

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 10: 水泥行业上市公司历年吨销售费用对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	13.39	11.99	11.29	11.77	12.19	11.77	11.79	12.13	11.83	12.11	11.88	11.67	-0.21
华新水泥	12.21	11.74	12.98	16.58	19.79	21.68	21.77	21.11	20.98	20.40	19.93	24.06	4.13
冀东水泥	9.68	6.93	7.10	6.66	8.27	8.81	4.85	5.77	6.77	10.32	10.32	9.96	-0.35
上峰水泥						6.68	8.51	9.55	7.18	7.31	6.63	7.00	0.38
塔牌集团	18.57	18.01	15.78	9.30	9.55	10.33	9.28	7.07	6.52	6.06	5.52	5.36	-0.16
天山股份	26.46	24.91	22.91	23.07	18.22	19.46	16.72	17.82	13.69	12.94			
万年青	12.63	13.66	12.29	11.02	8.71	9.99	10.76	9.72	9.28	10.55	10.08	11.37	1.29
祁连山	19.87	20.27	19.20	15.73	14.41	14.48	13.58	15.22	14.93	14.69	14.84	15.88	1.04
宁夏建材	32.36	25.22	22.19	21.35	23.14	25.03	25.93	25.58	26.63	25.00	25.71	30.82	5.11

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 11: 水泥行业上市公司历年吨管理费用对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	8.24	8.25	9.15	11.33	11.62	10.51	10.76	12.41	11.35	11.73	10.18	11.12	0.95
华新水泥	9.03	10.84	11.26	13.90	17.09	18.29	18.97	18.23	17.82	17.52	16.33	18.74	2.40
冀东水泥	25.50	22.23	18.69	23.43	27.32	25.36	25.03	32.74	24.91	39.93	34.97	50.30	15.33
上峰水泥						10.17	10.63	14.50	17.10	18.34	16.56	19.86	3.30
塔牌集团	11.41	12.75	13.49	17.52	20.33	18.59	19.25	16.30	13.50	16.91	13.95	13.82	-0.13
天山股份	25.95	26.45	31.03	28.46	24.96	25.18	24.47	25.83	21.36	22.51			
万年青	10.87	10.70	12.43	12.16	13.52	12.25	12.41	11.89	11.59	12.44	13.96	18.11	4.15
祁连山	40.44	46.05	34.34	30.84	23.46	25.22	26.68	26.36	27.20	31.58	30.07	37.19	7.12
宁夏建材	26.18	25.88	24.67	16.23	14.08	20.56	24.13	20.86	16.82	22.59	19.67	36.72	17.05

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

表 12: 水泥行业上市公司历年吨财务费用对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	7.36	3.01	3.51	3.98	5.36	4.25	2.87	2.22	1.22	0.73	0.56	-0.46	-1.02
华新水泥	6.63	6.24	8.77	12.17	13.61	11.83	12.74	13.43	10.80	9.61	12.56	7.92	-4.65
冀东水泥	12.15	7.13	9.52	12.41	17.38	18.14	17.60	20.41	18.60	19.67	22.33	22.19	-0.14
上峰水泥						8.38	5.86	5.31	6.34	8.67	7.82	7.96	0.14
塔牌集团	10.24	7.84	7.71	7.35	5.90	4.45	2.40	1.30	1.19	-0.14	0.44	-0.82	-1.26
天山股份	18.31	12.41	12.49	15.31	15.39	19.44	27.13	29.99	24.06	18.65			
万年青	12.11	10.80	11.76	10.95	11.42	8.04	7.85	7.48	6.00	4.73	6.86	3.89	-2.97
祁连山	16.41	12.77	10.10	15.34	17.79	14.65	13.66	12.54	8.52	5.84	7.61	6.57	-1.04
宁夏建材	12.81	6.14	10.18	13.36	14.72	9.69	8.11	7.29	6.00	3.72	5.83	3.67	-2.16

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

资本开支逐渐降低，资产结构改善，ROE 提升

从资本开支来看，较 2017H1 同比增加最多的企业为金隅集团，增加了 33.46 亿元，同比减少最多的企业为海螺水泥，减少了 3.46 亿元。冀东水泥、祁连山 2017 年资本开支分别为 5.01 和 0.8 亿元，为近十年来最低值。其中，冀东水泥已连续七年减少资本开支，天山股份在连续五年减少资本开支后，2017 年资本开支小幅增长至 0.48 亿元。2018H1 资本开支最多的企业为中国建材 83.86 亿元，资本开支最少的企业为天山股份 0.02 亿元。从吨市值来看，排名前三的企业分别为塔牌集团、亚泰集团和海螺水泥。

表 13：水泥行业上市公司历年资本开支对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	51.53	80.82	97.95	85.23	92.36	82.81	80.18	87.32	63.10	41.46	22.87	19.41	-3.46
华新水泥	22.10	34.96	27.09	22.23	21.08	21.25	17.62	17.71	13.08	21.66	12.54	11.25	-1.29
冀东水泥	25.89	46.73	57.98	47.11	23.33	20.27	12.58	6.86	6.35	5.01	2.51	1.48	-1.03
上峰水泥	0.04	0.04	0.00	0.01	0.06	1.35	3.87	3.89	1.54	1.87	0.73	0.30	-0.43
塔牌集团	8.91	6.66	4.81	2.42	2.72	4.15	2.93	4.04	6.59	5.92	2.89	2.47	-0.42
天山股份	9.69	9.39	23.44	31.98	29.35	13.97	2.03	1.57	0.45	0.48	0.13	0.02	-0.12
金隅集团	25.55	25.88	99.56	30.24	35.28	34.30	17.46	20.13	51.89	20.93	15.09	48.54	33.46
亚泰集团	12.63	16.14	16.48	14.90	16.15	6.73	5.66	6.52	2.94	6.32	2.22	0.88	-1.34
万年青	7.64	9.14	5.35	3.90	3.80	5.40	4.97	2.73	1.53	1.88	0.49	0.93	0.44
祁连山	4.41	11.53	14.87	13.29	10.71	7.13	1.63	0.81	1.02	0.80	0.46	0.42	-0.04
宁夏建材	2.09	10.76	11.68	3.98	2.35	3.64	0.78	0.40	0.44	0.55	0.19	0.46	0.27
中国建材	75.32	149.69	118.70	226.89	256.99	162.77	107.17	88.96	121.57	114.29	52.33	83.86	31.53

资料来源：wind、中信建投证券研究发展部

从资产负债率来看，所有企业较 2017H1 均有所改善，其中同比下降最多的企业为上峰水泥，下降幅度为 12.2%。根据计算，海螺水泥、塔牌集团、天山股份、万年青和祁连山 2017 年资产负债率分别为 24.71%、16.38%、55.23%、44.67%和 41.8%，为近十年来最低值。其中，海螺水泥、祁连山资产负债率已连续六年下降。2018H1 在产负债率最高的公司为冀东水泥 72.67%，最低的为塔牌集团 14.59%。

表 14：水泥行业上市公司历年资产负债率对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
海螺水泥	40.59	37.85	41.02	44.24	41.53	36.88	31.92	30.13	26.68	24.71	25.45	20.41	-5.03
华新水泥	54.16	63.06	68.29	60.50	63.51	61.59	57.58	56.93	58.53	56.87	59.17	51.83	-7.34
冀东水泥	50.46	64.32	69.29	65.44	67.80	67.75	69.50	72.55	73.08	72.53	73.23	72.67	-0.56
上峰水泥	91.78	85.77	76.53	73.69	72.78	55.56	53.88	60.14	72.42	60.73	70.03	57.83	-12.20
塔牌集团	51.16	54.04	51.47	34.47	32.21	29.85	21.33	27.41	30.43	16.38	26.52	14.59	-11.93
天山股份	78.58	75.84	58.74	64.79	60.35	62.85	62.62	63.79	63.29	55.23	63.59	52.02	-11.56
金隅集团	67.08	56.49	70.06	71.77	69.91	69.62	68.67	67.74	69.81	69.89	71.42	69.96	-1.46
亚泰集团	61.70	58.19	67.20	68.25	73.18	75.33	77.36	73.27	72.44	67.14	68.48	65.96	-2.52
万年青	56.61	64.37	64.56	62.87	60.24	54.77	52.43	54.64	48.25	44.67	48.30	40.03	-8.28
祁连山	64.00	49.94	56.56	64.69	59.89	57.20	51.49	48.69	47.98	41.80	45.15	38.95	-6.20
宁夏建材	32.48	49.40	55.39	46.36	45.94	43.66	44.65	42.82	42.71	34.40	44.13	33.81	-10.32

中国建材 79.40 77.26 74.98 76.25 82.12 81.63 78.84 77.72 77.82 75.41 77.94 72.18 -5.76

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

从水泥行业上市公司的历年 ROE 来看,较 2017H1 增长幅度最大的企业为福建水泥,增长了 38.9 个百分点,下降幅度最大的企业为尖峰集团,下降了 9.82 个百分点。同力水泥、华新水泥 2017 年平均 ROE 分别为 29.45% 和 18.98%,为近十年来最高值。除亚泰集团以外,其他公司 2018H1 ROE 均较 2017H1 有所提升,其中 ROE 最高的企业为福建水泥 32.93%,ROE 最低的企业为亚泰集团 0.53%。

表 15: 水泥行业上市公司历年 ROE 对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1	同比
冀东水泥	10.38	15.60	18.94	15.61	1.56	2.93	0.29	-15.70	0.53	1.10	-1.12	5.06	6.18
金圆股份	-12.93	16.16	1.79	14.44	3.40	12.81	14.35	15.14	15.18	12.61	3.93	4.90	0.97
上峰水泥	59.30	23.88	23.27	13.11	3.54	35.10	23.18	3.52	9.06	42.67	16.55	20.74	4.19
万年青	5.00	6.41	13.42	36.84	11.80	23.05	23.86	9.66	8.43	15.65	3.14	15.78	12.64
天山股份	25.34	31.38	20.21	27.77	5.80	4.27	3.74	-7.91	1.62	4.01	0.43	4.15	3.72
同力水泥	22.68	17.06	11.16	17.92	10.53	3.93	8.65	1.66	1.93	29.45	5.22	14.33	9.11
四川双马	56.61	68.15	7.68	13.59	0.44	3.46	1.62	-4.86	3.16	7.23	1.83	9.77	7.95
塔牌集团	16.15	11.60	14.52	21.22	5.88	11.09	15.19	8.85	10.04	11.21	6.55	10.22	3.67
青松建化	9.08	14.40	15.54	18.20	2.88	1.61	0.12	-13.78	-13.43	1.26	-3.12	1.62	4.74
宁夏建材	23.13	23.80	24.10	11.07	1.61	7.62	6.53	0.47	1.37	7.70	2.65	3.13	0.48
海螺水泥	14.53	13.24	19.36	29.03	13.46	17.86	17.97	11.00	11.60	19.10	8.56	13.97	5.41
尖峰集团	3.41	7.95	12.56	20.85	11.14	12.40	14.90	9.51	12.53	13.90	9.82	10.86	1.03
祁连山	17.90	25.73	21.00	12.27	5.29	11.83	12.57	3.73	3.44	11.25	3.73	4.04	0.31
华新水泥	16.00	11.61	11.95	16.82	7.17	14.33	13.19	1.06	4.61	18.98	7.08	16.25	9.17
福建水泥	0.34	-7.74	0.63	10.90	2.43	1.70	4.12	-33.77	1.63	-22.70	-5.97	32.93	38.90
亚泰集团	6.36	12.11	6.90	9.92	4.99	2.71	2.27	-1.93	0.94	6.00	0.55	0.53	-0.01
金隅集团	22.70	15.75	16.49	18.74	13.77	13.07	8.44	5.83	6.53	5.95	4.12	4.57	0.45
中国建材	18.64	21.66	21.02	35.24	19.64	17.49	15.59	2.47	2.53	7.41	2.10	6.76	4.66

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

分红比例不断提升,龙头股息率具有吸引力

从分红率来看,海螺水泥、塔牌集团分红比例分别为 40.11%、49.61%,为近十年来最高值。2017 年祁连山分红比例为 31.07%,金隅集团分红比例为 18.07,天山股份分红比例为 31.67%,均接近近十年来最高值。2017 年分红率最高的企业为塔牌集团 49.61%,分红率最低的企业为冀东水泥,没有分红。根据 2017 年分红率,以及 2018 年盈利预测计算,当前股息率最高的企业为塔牌集团和海螺水泥。

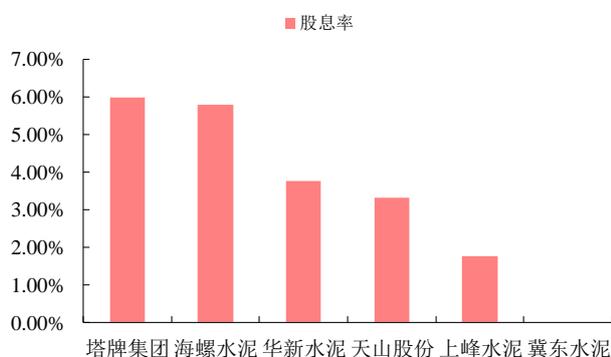
表 16: 水泥行业上市公司历年分红比例对比

证券简称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
海螺水泥	20.33	17.44	17.17	16.00	21.00	19.77	31.33	30.32	31.06	40.11
华新水泥	13.16	16.13	14.10	13.05	30.30	15.84	20.83	72.87	33.14	20.18
冀东水泥	27.19	0.00	0.00	0.00	74.78	39.12	194.13	0.00	0.00	0.00

上峰水泥	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	35.14	39.90	16.81	10.28
塔牌集团	24.64	9.29	11.52	32.33	35.47	40.22	41.19	42.27	41.36	49.61
天山股份	27.63	26.67	30.78	30.28	30.38	31.41	30.33	0.00	31.75	31.67
金隅集团	0.00	0.00	11.10	9.00	10.26	11.61	9.87	7.94	18.28	18.07
亚泰集团	38.32	25.40	38.51	25.32	47.93	87.07	0.00	0.00	0.00	20.55
万年青	0.00	0.00	20.67	20.36	21.47	27.98	22.31	24.67	53.51	46.40
祁连山	33.65	17.46	14.50	21.42	17.20	25.06	30.39	30.32	30.29	31.07
宁夏建材	17.84	8.78	0.00	30.46	39.04	30.28	31.70	48.07	33.18	31.19

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 10: 水泥公司股息率对比



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

从各上市公司 PB 值来看, 2013 年前万年青 PB 值一直保持较高水平, 2013 年后上峰水泥 PB 值明显高于其他公司, 华新水泥在行业中 PB 值一直保持在较低水平, 近三年来, 海螺水泥 PB 值也明显低于同行业其他公司。从各上市公司 PE 值来看, 2014 年以前, 除上峰水泥 PE 值为负、万年青 PE 偏高, 其他公司 PE 值较为接近, 自 2014 年开始, 冀东水泥 PE 值明显高于同行业其他公司且每年变动幅度较大, 2016 年, 上峰水泥、华新水泥 PE 值明显高于其他公司, 截至 2017 年底, 除冀东水泥外, 其他公司 PE 值均保持在 10-20 的水平。

表 17: 水泥行业上市公司 PE 对比

证券简称	2016	2017	2018E	2019E	当前
海螺水泥	11.96	18.22	6.8	6.4	12.59
华新水泥	112.95	46.82	6.2	5.6	14.77
冀东水泥	-9.35	351.37	11.8	10	137.46
上峰水泥	164.11	54.45	6.1	5.2	9.74
塔牌集团	21.96	31.26	7.8	7	21.66
天山股份	-11.82	109.30	10.7	9.6	34.95

资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 11: 水泥行业上市公司历史 PE 值

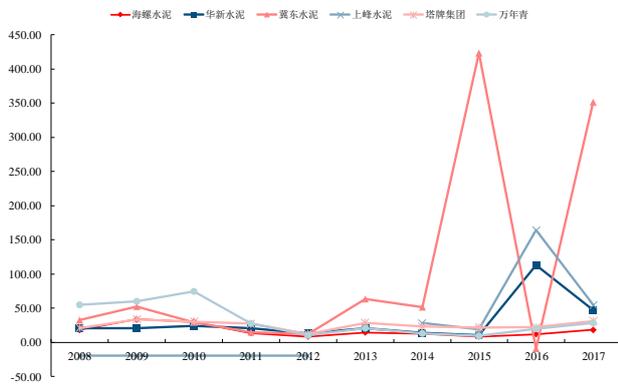
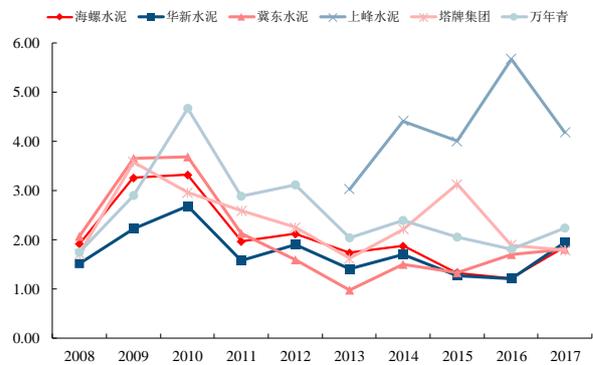
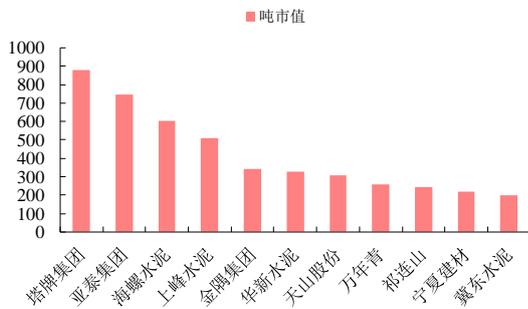


图 12: 水泥行业上市公司历史 PB 值



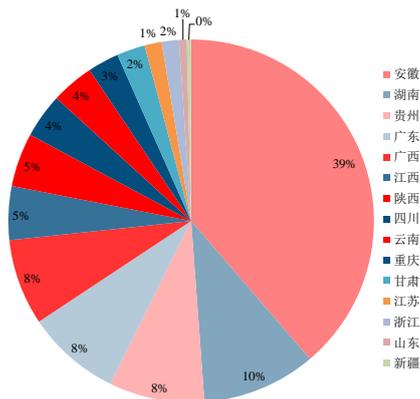
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 13: 水泥行业上市公司 2018H1 吨市值



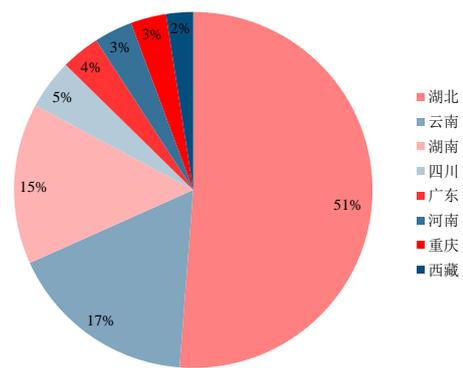
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 14: 海螺水泥产能分布



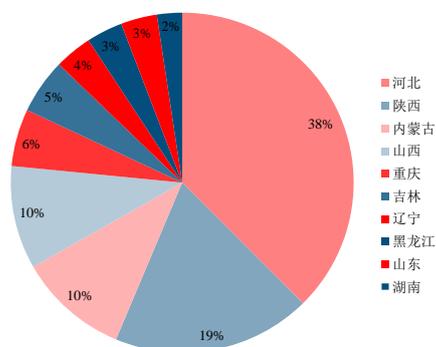
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 15: 华新水泥产能分布



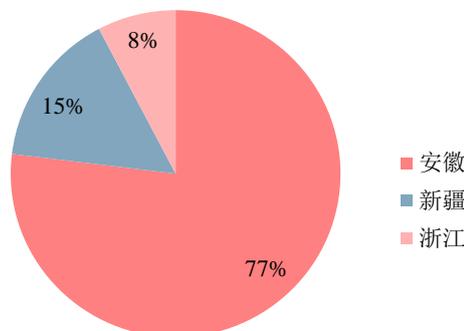
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 16: 冀东水泥产能分布



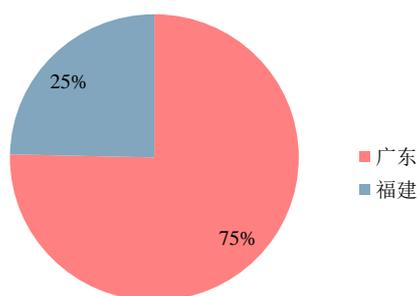
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 17: 上峰水泥产能分布



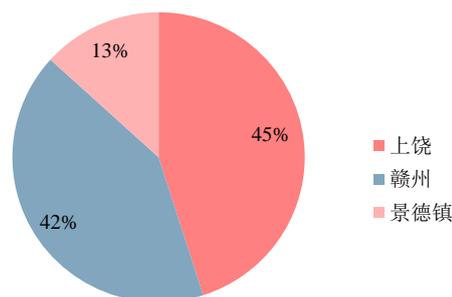
资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 18: 塔牌集团产能分布



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

图 19: 万年青产能分布



资料来源: wind、中信建投证券研究发展部

投资评价和建议:

水泥行业价格淡季不淡,目前部分地区已经开始上涨,行业下半年盈利确定性强。华东局部地区价格旺季在现有高位基础上继续上行是大概率事件。基建补短板对西北、华北水泥需求拉动可期,看好西部水泥盈利和估值弹性。东北地区水泥价格大幅下跌,对其他区域冲击有限。继续看好华东华南旺季供不应求价格上涨的高确定性,看好西北、华北在基建补短板预期下业绩和估值的弹性。推荐海螺水泥、华新水泥、塔牌水泥、冀东水泥、祁连山、天山股份和宁夏建材。

风险提示:

- 1、基建拉动不及预期,需求出现断崖式下跌的风险。
- 2、环保限产、错峰生产不达预期,行业自律不达预期的风险。

分析师介绍

王慷：中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张 苗 苗 020-38381071

zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

上海

深圳

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6882-1612

电话：(0755) 8252-1369

传真：(8610) 6560-8446

传真：(8621) 6882-1622

传真：(0755) 2395-3859