



Research and
Development Center

基建暖春将至，荣花含苞待放

非金属建材行业 2019 年投资策略

2018 年 12 月 5 日

丁士涛 行业分析师

冯孟乾 研究助理

基建暖春将至，荣花含苞待放

2019 年投资策略

2018 年 12 月 5 日

本期内容提要：

- ◆ **基建投资有望触底反弹，中西部地区马力十足。**在基建补短板政策推动下，基建投资复苏可期。而我国中西部基础设施建设一直较为滞后，短板明显，并且还是我国贫困地区集中地。在“补短板”+“脱贫攻坚”助力下，中西部基建将继续提速。
- ◆ **基础建设行业：基建投资回暖可期，中西部短板领域建设先行。**本轮基建提速将以区域性、结构性补短板为主线。在“精准脱贫”纲领的指引下，补齐中西部地区的交通基建和城乡基础设施短板将是重中之重，并且铁路建设有望率先发力。
- ◆ **水泥行业：高景气仍将延续，建议关注西南地区行情。**由于供需持续偏紧，2018 年水泥价格表现强势。随着基建投资回暖，水泥行业下游需求仍将稳中有升，而供给端整体限产力度并未放松，行业供需紧平衡将继续支撑水泥价格高位运行。此外，随着区域供需格局向好，西南地区水泥价格具备较大潜力。
- ◆ **平板玻璃行业：供需格局渐转宽松，期待行业拐点到来。**受下游房地产需求持续低迷以及在产能不断增加影响，玻璃行业供需逐渐转向宽松。未来在冷修产能预期提升和环保限产的双重作用下，全国供给或将出现向下拐点。而在需求端，房屋新开工-竣工面积剪刀差存在较大修复预期，后期有望提振玻璃需求。
- ◆ **投资逻辑与评级：**我们认为，在“补短板”背景下，基建投资复苏可期，尤其是中西部地区基建有望提速。本次补短板将以“区域性、结构性”为主线，中西部地区交通领域基建和城乡基础设施短板有望成为建设重点，其中铁路建设有望率先发力。水泥行业下游需求仍将稳中有升，供给端难以大幅放量，行业供需紧平衡将继续支撑水泥价格高位运行。此外，看好区域供需格局向好的西南地区水泥行情潜力。玻璃供给受产线冷修需求和环保限产影响，或将出现向下拐点。而房屋新开工-竣工面积剪刀差存有修复预期，有望提振玻璃需求。在国家政策的强力推动下，基建提速可期，作为相关度较高的建筑建材行业将充分受益，我们上调行业至“看好”评级。
- ◆ **建议关注：**华新水泥；东方雨虹；中国铁建；苏交科。
- ◆ **风险因素：**宏观经济下行；基建补短板政策推进不及预期；房地产投资下行超预期；水泥行业供给端收缩不达预期。

证券研究报告

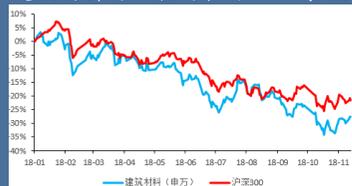
行业研究——投资策略

非金属建材行业



上次评级：中性，2018.6.29

建筑材料行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

丁士涛 行业分析师

执业编号：S1500514080001

联系电话：+86 10 83326718

邮箱：dingshitao@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话：+86 10 83326730

邮箱：fengmengqian@cindasc.com

相关研究

《继续看好水泥龙头，玻纤基本面持续改善》2018.06.29

《供需关系持续向好，龙头企业将充分受益》2018.12.07

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

目录

投资聚焦	1
基建投资有望触底反弹，中西部地区马力十足	2
利好政策接踵而至，基建投资复苏可期	2
“补短板”+“脱贫攻坚”，中西部将是建设重点	3
建筑行业：基建投资回暖可期，中西部短板领域建设先行	5
行业盈利继续增长，基础设施建设板块表现良好	5
基建投资承压减速，公共设施管理与交通运输投资占比最高	6
基建提速可期，重点关注中西部地区短板领域	7
建材行业：水泥行业高景气仍将延续，玻璃供需存改善预期	13
产品价格持续回暖，企业盈利能力同步增强	13
水泥行业高景气仍将延续，建议关注西南地区行情	15
玻璃供需格局渐转宽松，期待行业拐点到来	21
行业评级与投资主线	28
行业投资逻辑与投资主线	28
建议关注	28
风险因素	31

表目录

表 1: 2018 年下半年基建推动政策一览	2
表 2: 历年各项基础设施投资额 (亿元)	6
表 3: 铁路建设规划相关政策	9
表 4: 公路建设规划相关政策	10
表 5: 《“十三五”交通扶贫规划》设计公路建设具体任务	10
表 6: 《乡村振兴战略规划 (2018-2022 年)》加强农村基础设施建设	11
表 7: 各省市已披露 2018-2019 年错峰生产政策	17
表 8: 西南地区各省市基础设施建设规划	20
表 9: 2018 年我国复产玻璃产线情况	22
表 10: 2018 年我国冷修玻璃产线情况	22
表 11: 2018 年沙河地区环保停产产线情况	23

图目录

图 1: 2011-2018Q3 固定资产投资完成额	2
图 2: 2014-2018.9 基础设施建设投资完成额 (亿元, %)	2
图 3: 我国贫困地区分布图	4
图 4: 西部各省占我国铁路营业里程比例	4
图 5: 西部各省占我国公路营业里程比例	4
图 6: 2013-2018Q3 建筑行业营业总收入 (亿元, %)	5
图 7: 2013-2018Q3 建筑行业净利润 (亿元, %)	5
图 8: 2013-2018Q3 建筑行业各细分行业营业总收入 (亿元)	6
图 9: 2013-2018Q3 建筑行业各细分行业净利润 (亿元)	6
图 10: 2017 年主要细分行业基建投资占比	7
图 11: 20181-9 月基建投资增速变化	7
图 12: 全国铁路营业里程情况 (万公里, %)	8
图 13: 2018 年国家铁路固定资产投资变化情况	8
图 14: 公路固定资产投资变化情况 (亿元)	9
图 15: 全国公路总里程与高速公路里程数变化情况 (万公里)	9
图 16: 全国各省城镇化率 (%)	12
图 17: 2011-2018 全国水泥价格指数 (点)	13
图 18: 2011-2018 全国玻璃价格指数 (点)	13
图 19: 2013-2018Q3 建材行业营业总收入 (亿元, %)	14
图 20: 2013-2018Q3 建材行业净利润 (亿元, %)	14
图 21: 2013-2018Q3 水泥、玻璃与其他建材营业总收入 (亿元)	14
图 22: 2013-2018Q3 水泥、玻璃与其他建材净利润 (亿元)	14
图 23: 2005-2018.9 房地产开发投资完成额	15
图 24: 2005-2018.9 房地产开发建筑工程投资完成额	15
图 25: 2008-2018Q3 我国水泥产量 (亿吨, %)	16
图 26: 2008-2017 我国水泥熟料设计总产能及增速 (亿吨, %)	17
图 27: 2008-2017 我国新增水泥熟料设计产能及增速	17
图 28: 全国各地区水泥均价 (PO42.5, 元/吨)	20
图 29: 2012-2018 浮法玻璃总产能与在产产能 (亿重量箱)	21
图 30: 2012-2018 平板玻璃产量与增长率 (亿重量箱, %)	21
图 31: 平板玻璃下游需求占比	24
图 32: 浮法玻璃销量与房屋竣工面积变化关系	24
图 33: 房屋新开工面积与房屋竣工面积关系	25
图 34: 商品房期房和现房销售面积对比	25
图 35: 房地产土地购置面积变化情况 (万平方米, %)	25
图 36: 玻璃生产成本构成	26
图 37: 2012-2018 重油、石油焦出厂价变化情况 (元/吨)	27
图 38: 2012-2018 全国重质纯碱市场价 (元/吨)	27
图 39: 全国主要城市浮法玻璃价格 (元/重量箱)	27

投资聚焦

关键假设点

基建补短板推动基建投资回暖；中西部地区基础设施建设加速；水泥行业下游需求稳中有升。

有别于大众的认识

市场对基建补短板将推升中西部地区基建需要已形成共识，经过进一步剖析，我们认为中西部地区交通领域基建和城乡基础设施短板有望成为建设重点，并且铁路建设有望率先发力。市场已经认可西南地区水泥需求强劲，价格仍将维持高位的逻辑。但我们要特别指出，云南、西藏两省并未参与错峰生产，整体供给还有较大调整空间，行业景气延续性更加明确。

推荐逻辑

推动基础设施领域补短板政策陆续出台，基建投资作为经济增长的“稳定器”有望重新提速。中西部地区作为基础设施短板最集中的区域，将率先受益。

本轮基建提速将以区域性、结构性补短板为主线，中西部地区交通领域基建和城乡基础设施短板有望成为建设重点，其中铁路建设有望率先发力，公路建设投资也有较大需求。

后续随着基建投资回暖，水泥行业下游需求仍将稳中有升，而供给端整体限产力度并未放松，行业供需紧平衡将继续支撑水泥价格高位运行。此外，随着区域供需格局向好，西南地区水泥价格具备较大潜力。

在冷修产能预期提升和环保限产的双重作用下，玻璃供给或将出现向下拐点。而在需求端，房屋新开工-竣工面积剪刀差存在较大修复预期，后期有望提振玻璃需求。

在国家政策的强力推动下，基建提速可期，作为相关度较高的建筑建材行业将充分受益，我们给予行业“看好”评级。

市场表现催化剂

宏观经济企稳向好；基建投资大幅回暖；建材行业限产力度提升。

建议关注

中国铁建；苏交科；华新水泥；东方雨虹。

风险因素

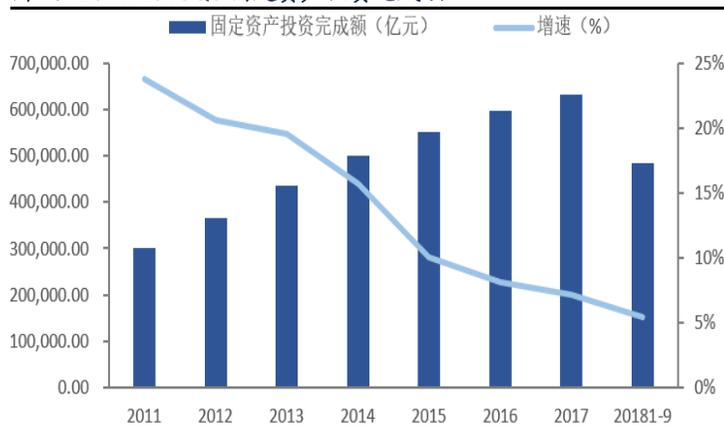
宏观经济下行；基建补短板政策推进不及预期；房地产投资下行超预期；水泥行业供给端收缩不达预期。

基建投资有望触底反弹，中西部地区马力十足

利好政策接踵而至，基建投资复苏可期

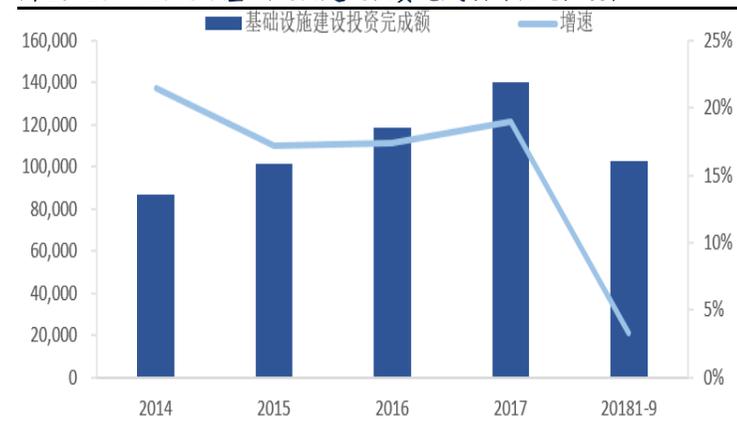
我国固定资产投资增速持续下滑，基建投资增速下滑最为明显。2018年1-9月份，我国固定资产完成额为483,442亿元，较上年同期增长5.40%，增速下滑2.1个百分点。受去杠杆政策推进、约束地方政府债务风险以及规范PPP项目等多重因素影响，我国基础设施建设也步入瓶颈期，2018年1-9月份，我国基础设施投资完成额（不含电力）为102,941亿元，同比增长3.30%，增速相比2017年同期大幅下滑16.5个百分点。

图 1: 2011-2018Q3 固定资产投资完成额



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 2: 2014-2018.9 基础设施建设投资完成额 (亿元, %)



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

面对我国经济下行压力以及复杂多变的外部环境，基础设施建设作为稳增长的“利器”有望重新提速。自2018年7月，国务院常务会议要求“推动在建基础设施项目早见成效”和中央政治局会议首次提出“加大基础设施领域补短板的力度”以来，发改委、财政部等相关部委陆续出台相关政策，推动我国基础设施建设加速前行。2018年10月31日，中央政治局会议再次强调“实施好积极财政政策和稳健货币政策”，同时国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，要求进一步强化稳增长以及基建补短板的政策预期，合理保障融资平台公司正常融资需求。由于政策传导需要一定时间，当前效力并未完全显现，但预计后期基建投资将全面回升。

表 1: 2018 年下半年基建推动政策一览

时间	发布部门	政策或会议名称	主要内容
2018.7.23	国务院	常务会议	要求加快 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，推动在建基础设施项目早见成效，引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求

2018.7.31	中共中央	政治局会议	要求坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，要加大基础设施领域补短板力度
2018.8.14	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》	加快地方政府专项债券发行，9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%。10月份完成全年新增专项债额度
2018.8.23	国务院	西部地区开发领导小组会议	要求抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设，突出重点补短板
2018.8.30	发改委	西部大开发进展情况举行新闻发布会	抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设
2018.9.18	发改委	“加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资”专题新闻发布会	为加大基础设施补短板力度，稳定有效投资，接下来将精准聚焦基础设施、农业、脱贫攻坚、生态环保等重点补短板领域
2018.10.31	国务院	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	要求保持有效投资力度，确保经济运行在合理区间，进一步强化稳增长以及基建补短板的政策预期；同时加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台公司正常融资需求
2018.10.31	中国中央	政治局会议	要求实施好积极财政政策和稳健货币政策

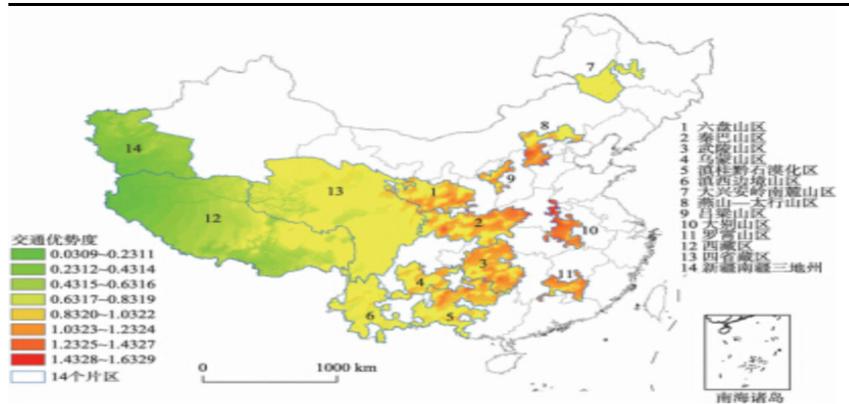
资料来源：各部委网站，信达证券研发中心整理

当前基建投资增速下滑与项目融资难度增加有莫大关系，但我们认为这一掣肘因素将得到有效缓解。自财政部要求加快地方政府专项债券发行后，截至2018年9月累计净融资额约1.25万亿，基本完成全年新增额度。国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》对基建融资配套措施进行了细化安排，如：1) 加强地方政府专项债券资金和项目管理，分配地方政府专项债券规模时，要考虑在建项目和补短板重大项目资金需求，允许有条件的地方在专项债券发行完成前，对预算已安排的专项债券资金项目通过先行调度库款的办法；2) 加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，对已签订借款合同的必要在建项目，金融机构可在依法合规和切实有效防范风险的前提下继续保障融资，对有一定收益或稳定盈利模式的在建项目优先给予信贷支持；3) 合理保障融资平台公司正常融资需求，金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。

“补短板”+“脱贫攻坚”，中西部将是建设重点

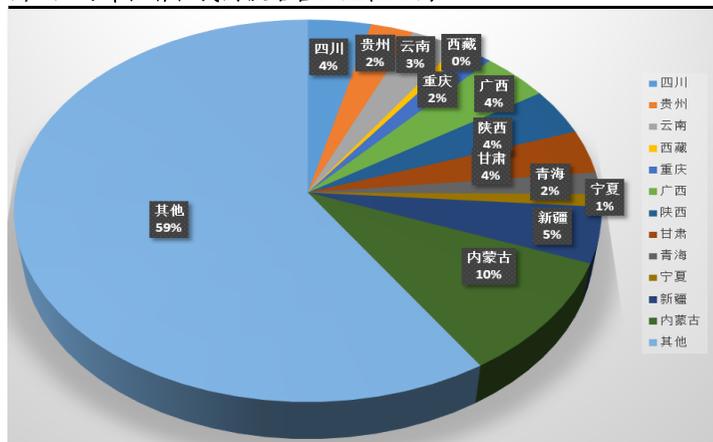
我国中西部地区由于地理位置、历史发展等原因，基础设施短板一直比较明显，因此基建投资力度也是逐年加大。从已公布2018年前三季度基建投资数据来看，中西部地区增速普遍较高。其中，河南省基建投资增速高达32.8%，贵州、重庆、湖北增速也达到两位数，分别为16.5%、14.7%和12.6%，云南、安徽、广西等地增速也高于全国平均水平。

在十九大“打赢脱贫攻坚战”的引领下，作为我国贫困地区集中地的中西部地区，基础设施建设得到国家政策大力扶持，将继续奔驰在发展快车道。2018年9月召开的国务院常务会议中明确提出，要紧扣国家规划和重大战略，加大“三区三州”（“三区”是指西藏、新疆南疆四地州和四省藏区；“三州”是指甘肃的临夏州、四川的凉山州和云南的怒江州）等深度贫困地区基础设施建设力度。《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》更是将脱贫攻坚领域补短板作为首要任务，要求“深入推进易地扶贫搬迁工程，大力实施以工代赈，加强贫困地区特别是“三区三州”等深度贫困地区基础设施和基本公共服务设施建设。大力支持革命老区、民族地区、边疆地区和资源枯竭、产业衰退地区加快发展。”

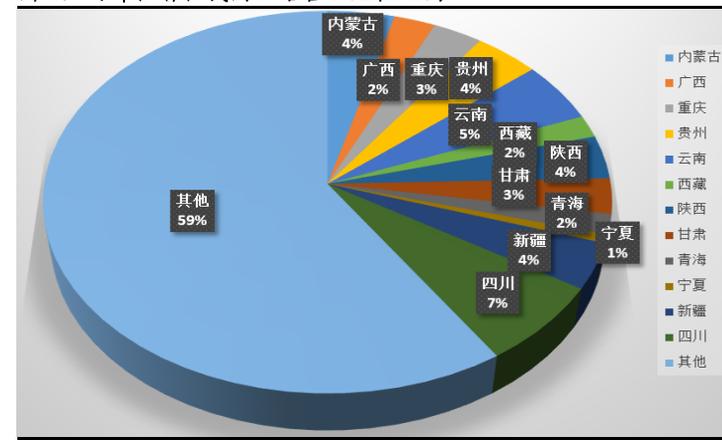
图 3：我国贫困地区分布图


资料来源:新华网, 信达证券研发中心整理

当前我国中西部交通基础设施仍然较为滞后, 铁路、高速公路以及农村道路建设等领域均有提升空间。根据国家统计局数据, 西部 12 个省、市、自治区占到我国国土面积的 71%。然而截至 2017 年底, 全国铁路营业里程共计 12.7 万公里, 其中西部地区占比仅为 41%; 全国公路里程共计 477 万公里, 西部地区占比同样仅为 41%。国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》也指出: “以中西部为重点, 加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目, 加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设”、“加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目”。我们认为, 未来中西部地区一些通道作用强、运输需求大的交通基础设施项目有望获全力推进。

图 4：西部各省占我国铁路营业里程比例


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 5：西部各省占我国公路营业里程比例


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

建筑行业：基建投资回暖可期，中西部短板领域建设先行

行业盈利继续增长，基础建设板块表现良好

行业盈利继续增长，但增速有所放缓。根据申万一级分类，2018年前三季度，建筑装饰行业125家上市公司的营业总收入为32,751亿元，同比增长9.98%，增速下滑2.87个百分点；净利润为1232亿元，同比增长13%，增速下滑4.54个百分点。

建筑行业各细分领域营业收入与净利润均有不同程度提升，其中基础建设板块在复杂不利的外部环境下，盈利增幅仍然最大。2018年前三季度，基础建设领域35家公司实现营业总收入17859亿元，同比增长7.11%；净利润609亿元，同比增长17.57%。房屋建设领域13家公司实现营业总收入10194亿元，同比增长10.23%；实现净利润413亿元，同比增长9.99%。装修装饰领域24家公司实现营业收入835亿元，同比增长9.11%；实现净利润50亿元，同比增长8.53%。园林工程领域23家公司实现营业总收入443亿元，同比增长42.63%；实现净利润36亿元，同比增长9.29%。专业工程领域30家公司实现营业总收入3420亿元，同比增长23.00%；实现净利润125亿元，同比增长8.95%。

图 6: 2013-2018Q3 建筑行业营业总收入 (亿元, %)

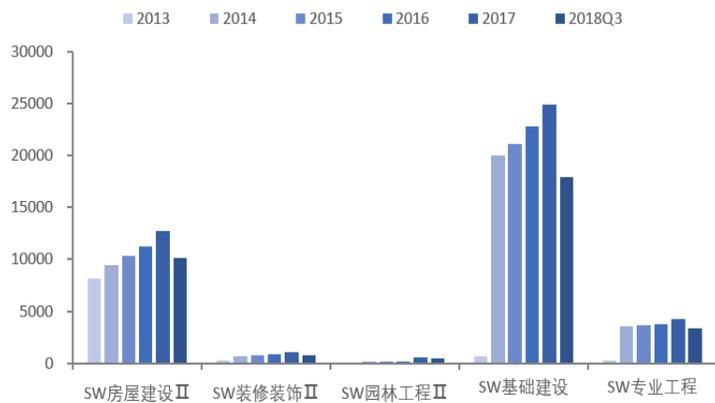


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

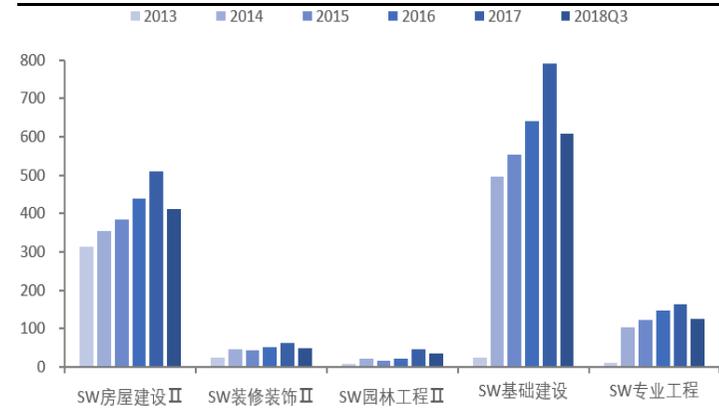
图 7: 2013-2018Q3 建筑行业净利润 (亿元, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 2013-2018Q3 建筑行业各细分行业营业总收入 (亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9: 2013-2018Q3 建筑行业各细分行业净利润 (亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

基建投资承压减速, 公共设施管理与交通运输投资占比最高

基建投资主要包括三大部分, 即: 交通运输、仓储和邮政业; 电力、燃气及水的生产和供应业; 水利、环境和公共设施管理业。国家统计局数据显示, 2011-2017 年我国基建投资每年稳步增长, 至 2017 年已达到 165,346.33 亿元。除电力、燃气及水的生产和供应业以外, 基建投资的另外两大分项均在不断增长, 其中“水利、环境及公共设施管理”逐渐成为主导, 2017 年占基建投资的比重已达到 49.66%, 而交通运输、仓储和邮政业占比也提升至 37.00%, 增长迅速。

表 2: 历年各项基础设施投资额 (亿元)

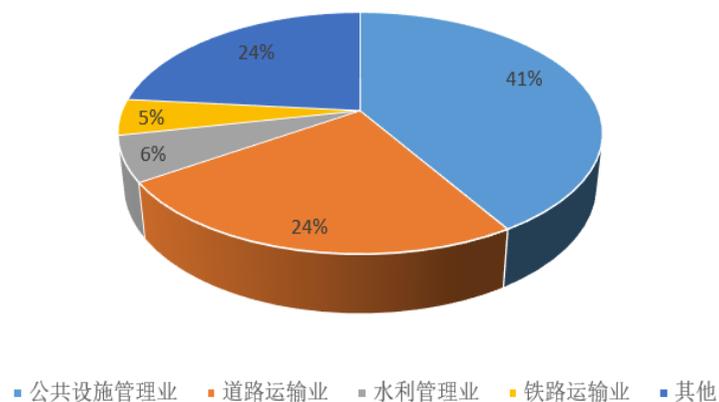
年份	交通运输、仓储和邮政业	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	水利、环境和公共设施管理业	合计 (基建投资)
2011	27,765.89	14,659.22	24,520.75	66,945.87
2012	30,881.39	16,671.92	29,618.39	77,171.70
2013	36,329.35	19,628.93	37,662.74	93,621.02
2014	42,889.52	22,825.01	46,224.43	111,938.96
2015	48,974.81	26,709.63	55,679.03	131,363.47
2016	53,628.00	29,736.00	68,647.00	152,011.68
2017	6,1185.82	22,055.21	8,2105.30	165,346.33

资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

进入 2018 年，我国基建投资全面减速。如我们前文分析，受“去杠杆”、约束地方政府债务风险以及规范 PPP 项目等政策的影响，2018 年 1-9 月份，我国基础设施建设投资（不含电力）增速仅为 3.30%，同比下滑 16.50 个百分点；公共设施管理业投资增速为 1.70%，同比下滑 22.00 个百分点；道路运输业投资增速为 8.90%，同比下滑 16.00 个百分点；水利管理业投资和铁路运输业投资出现负增长，分别减少 4.70%和 10.50%。

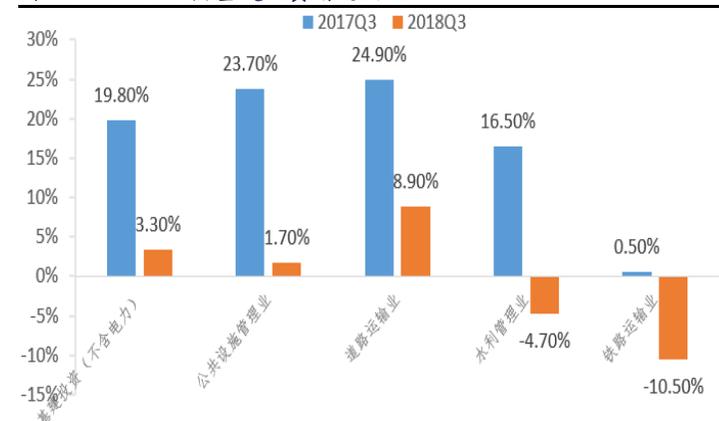
从细分市场看，隶属于“水利、环境和公共设施管理业”大项的公共设施管理业、水利管理业和隶属于“交通运输、仓储和邮政业”大项的道路运输业、铁路运输业占基建投资比例最高。2017 年，我国公共设施管理业投资 68,262.13 亿元、道路运输业投资 40,303.59 亿元、水利管理业投资 10,020.83 亿元、铁路运输业投资 8,006.19 亿元，分别占基建投资总额比例的 41%、24%、6%和 5%。

图 10：2017 年主要细分行业基建投资占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：20181-9 月基建投资增速变化



资料来源：万得，信达证券研发中心

基建提速可期，重点关注中西部地区短板领域

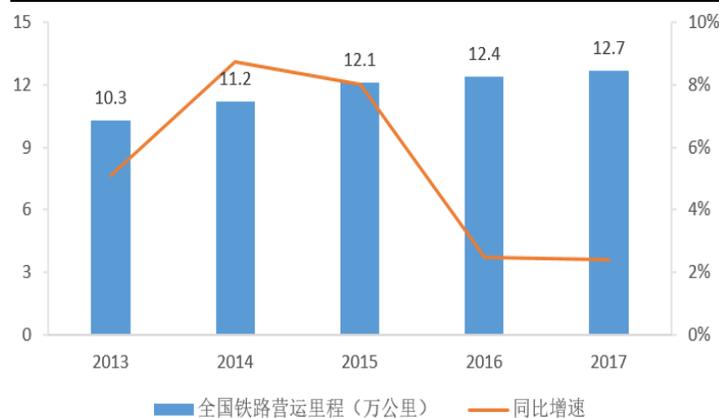
受益政策推动，基建投资增速提升可期，区域性、结构性补短板将是投资主线。本轮基建投资刺激政策与以往不同，明确定位为“补短板”。根据国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，未来将“围绕打好精准脱贫、污染防治攻坚战，着力补齐铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造等领域短板”。因此我们认为，在“精准脱贫”纲领的指引下，补齐中西部地区的交通基建和城乡基础设施短板将是重中之重。

铁路投资有望率先发力，中西部铁路建设加速基本确定

我国铁路建设虽成果显著，但若实现“十三五”规划目标依然任重道远。国家铁路局数据显示，2017年我国投产新线3,038公里，大幅超出2,100公里的年初目标，其中高速铁路完成建设2,182公里。截至2017年底，我国铁路营业里程已达到12.7万公里，较上年增长2.4%，其中高速铁路营业里程达到2.5万公里，“四纵四横”高铁网提前建成运营。此外，2018年1月中国铁总年度工作会议透露2018年将投产新线4,000公里，其中高铁3,500公里。然而根据2017年11月发改委发布的《铁路“十三五”发展规划》，到2020年，全国铁路营业里程要达到15万公里，其中高速铁路3万公里。根据目前的通车里程和2018年的规划测算，2019-2020年均铁路通车里程需达到9,500公里，建设压力较大。

以中央投资主导的铁路建设有望成为本轮基建补短板的先行军，且目前投资已现回暖趋势。2017年全国铁路固定资产投资8,010亿元，同比下滑0.06%，根据2018年初中国铁总年度工作会议计划，全国铁路固定资产投资将继续缩减至7,320亿元。不同于地方政府基建仍受限于债务风险，铁路投资向来是中央主导，因此对政策响应速度较快。在2018年7月，政策明确基建提速后，同年8月《中国经营报》报道，中铁总透露，2018年铁路固定资产投资额将重返8000亿元以上，铁路固定资产投资增长可期。而从数据来看，国家铁路固定资产投资增速大幅回升，8月和9月分别达到15.65%和21.96%。

图 12: 全国铁路营业里程情况 (万公里, %)



资料来源: 国家铁路局, 信达证券研发中心

图 13: 2018 年国家铁路固定资产投资变化情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

既有路网规划或将超前建设，中西部铁路建设加速基本确定。2017年11月，国家发改委公布的《铁路“十三五”发展规划》指出，要在全面贯通“四纵四横”高速铁路主骨架的基础上，推进“八纵八横”主通道建设。根据《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，铁路领域要求：以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，拓展区域铁路连接线，进一步完善铁路骨干网络。我们认为，2019年铁路投资仍将保持在8000亿元之上，甚至有超预期增长，并且中西部地区占比或将提升。

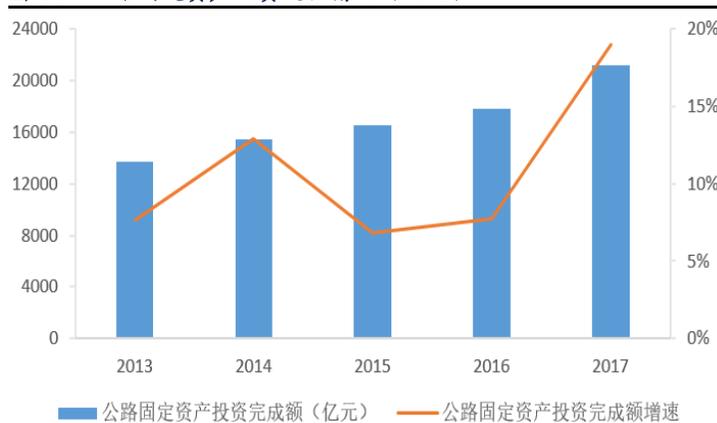
表 3: 铁路建设规划相关政策

时间	政策	发布部门	内容
2016.01	《铁路十三五发展规划征求意见稿》	国家铁路局	“十三五”期间，铁路固定资产投资规模将达 3.5-3.8 万亿元，其中基本建设投资约 3 万亿元，建设新线 3 万公里
2016.05	《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	公路重点推进 54 个项目前期工作，新建改扩建高速公路 6,000 公里以上，涉及投资约 5,800 亿元
2016.07	《中长期铁路网规划》	发改委	到 2020 年铁路网规模达到 15 万公里，覆盖 80% 以上城市，到 2025 年进一步扩大铁路网络覆盖，铁路网规模达到 17.5 万公里，其中高速铁路 3.8 万公里
2017.11	《铁路“十三五”发展规划》	发改委	2016-2020 年全国铁路固定资产投资规模将达 3.5-3.8 万亿元，到 2020 年，全国铁路营业里程达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里
2018.01	中国铁总工作会议	中国铁路总公司	2018 年全国铁路固定资产投资计划为 7,320 亿元，同比下降 8.6%；投产新线计划为 4,000 公里，同比增长 31.7%，其中高铁为 3,500 公里
2018.10	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	国务院	以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，拓展区域铁路连接线，进一步完善铁路骨干网络

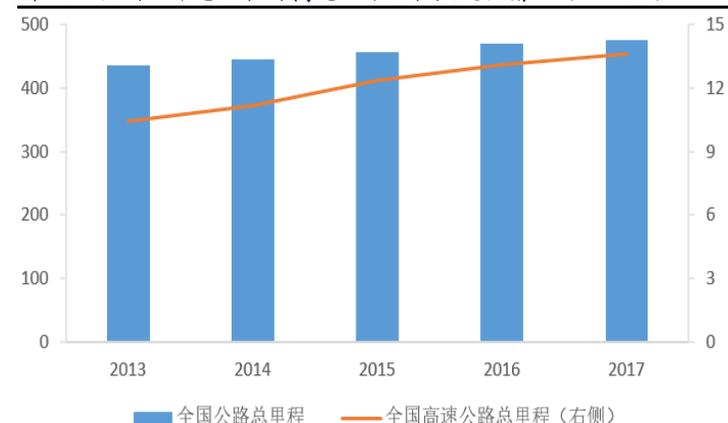
资料来源：信达证券研发中心整理

公路投资仍将维持高位，有望向中西部贫困地区倾斜

我国公路建设固定资产投资额不断提升，全国公路里程数持续增长。交通运输部发布的 2017 年交通运输行业发展统计公报显示，2017 年，我国公路建设完成固定资产投资 2.11 万亿元，同比增长 19.00%；公路里程新增 7.37 万公里，其中新增高速公路 6,478 公里。截至 2017 年底，全国公路总里程为 477 万公里，高速公路总里程 13.6 万公里。

图 14: 公路固定资产投资变化情况 (亿元)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15: 全国公路总里程与高速公路里程数变化情况 (万公里)


资料来源：万得，信达证券研发中心

我国公路建设固定资产投资规模将继续维持高位。根据 2017 年 2 月国务院发布的《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，我国 2020 年要实现贫困地区国家高速公路主线基本贯通，公路营运里程将从 2015 的 458 万公里上升到 500 万公里，五年 CAGR1.77%，高速公路预计达到 16.9 万公里。交通部 2018 年度工作会议透露，2018 年我国交通运输固定资产投资规模预计与上年目标基本持平，且公路主要规划指标未有大的变动。根据我们测算，若要达到《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》所设目标，2018-2020 年公路营运里程将再提升 23 万公里，则年均公路建设固定资产投资将不低于 2017 年（2017 年新增里程 7.37 万公里）。

表 4：公路建设规划相关政策

时间	政策	发布部门	内容
2013.06	《国家公路网规划（2013-2030 年）》	国务院	国家公路网由普通国道和国家高速公路两个路网构成，普通国道网总规模约 26.5 万公里，国家高速公路网约 11.8 万公里，到 2030 年，我国将完成 4.7 万亿元投资，使国家公路网总规模扩大至 40.1 万公里
2015.12	《“十三五”交通扶贫规划》	交通运输部	明确了“十三五”期交通扶贫脱贫攻坚八大任务，进一步加强贫困地区交通基础设施建设
2016.05	《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》	发改委、交通运输部	公路重点推进 54 个项目前期工作，新建改扩建高速公路 6000 公里以上，涉及投资约 5800 亿元
2017.02	《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》	国务院	2020 年要实现贫困地区国家高速公路主线基本贯通，公路营运里程 500 万公里，五年 CAGR1.77%（高速公路预计 16.9 万公里，CAGR16.13%）
2017.12	交通部 2018 年度工作会议	交通运输部	2018 年交通运输固定资产投资规模预计与上年目标基本持平，新增高速公路通车里程 5,000 公里

资料来源：各部委官网，信达证券研发中心

“十三五”交通扶贫叠加交通基建补短板，中西部贫困地区公路投资动力十足。2015 年 12 月，交通部印发《“十三五”交通扶贫规划》，明确了“十三五”期交通扶贫脱贫攻坚八大任务，力争到 2020 年，贫困地区全面建成“外通内联、通村畅乡、班车到村、安全便捷”的交通运输网络。交通扶贫作为脱贫攻坚战的重要组成部分，当前已到关键冲刺阶段，在基建补短板政策的推动下，中西部贫困地区公路建设有望加速前行。

表 5：《“十三五”交通扶贫规划》设计公路建设具体任务

	内容
规划目标	到 2020 年，贫困地区国家高速公路主线基本贯通，具备条件的县城通二级及以上公路，乡镇、建制村通硬化路、通客车，全面建成“外通内联、通村畅乡、班车到村、安全便捷”的交通运输网络。
重点任务一	推进贫困地区骨干通道外通内联，促进资源要素便捷顺畅流动，涉及 1.6 万公里国家高速公路和 4.6 万公里普通国道的提级改造
重点任务二	实现农村公路通村畅乡，突出“保基本、兜底线”，建设约 23 万公里的通乡镇和建制村硬化路
重点任务三	是提升农村公路安全水平，将实施 30 万公里农村公路安保工程，改造农村公路危桥加强农村公路上的安全生命防护工程建设和 1.5 万座危桥改造
重点任务四	推进“交通+特色产业”扶贫，建设约 3.2 万公里资源路、旅游路、产业园区路，进一步强化交通对产业扶贫的基础支撑作用支

持贫困地区特色产业发展

资料来源:《“十三五”交通扶贫规划》,信达证券研发中心

“乡村振兴”叠加“城镇化”,中西部城乡基建需求蓄势待发

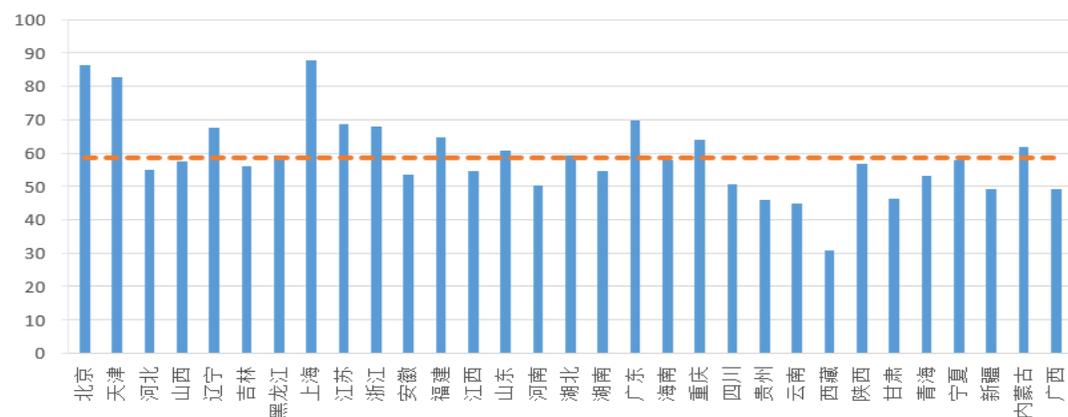
乡村振兴战略将进一步推升中西部农村基建需求。一直以来,我国城市发展速度要领先乡村,发改委副主任张勇曾表示,从某种意义上讲,发展的最不平衡是城乡发展不平衡,最不充分是乡村发展不充分。尤其在中西部地区,乡村与城市之间发展不平衡情况更为明显,并且西部乡村与东部乡村相比也是存在较大差距。2018年9月,中共中央、国务院印发《乡村振兴战略规划(2018-2022年)》,对加强农村基础设施建设提出新的要求,将继续把农村基础设施建设作为重点,持续加大投入力度,加快补齐农村基础设施短板,促进城乡基础设施互联互通,推动农村基础设施提挡升级。

表 6:《乡村振兴战略规划(2018-2022年)》加强农村基础设施建设

	内容
改善农村交通物流设施条件	推动城市公共交通线路向城市周边延伸,鼓励发展镇村公交,实现具备条件的建制村全部通客车。加大对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区铁路公益性运输的支持力度。
加强农村水利基础设施网络建设	构建大中小微结合、骨干和田间衔接、长期发挥效益的农村水利基础设施网络,着力提高节水供水和防洪减灾能力
构建农村现代能源体系	优化农村能源供给结构,大力发展太阳能、浅层地热能、生物质能等,因地制宜开发利用水能和风能
夯实乡村信息化基础	深化电信普遍服务,加快农村地区宽带网络和第四代移动通信网络覆盖步伐

资料来源:《乡村振兴战略规划(2018-2022年)》,信达证券研发中心

中西部地区城镇化水平较低,基础设施建设存广阔提升空间。截至2017年底,全国城镇化水平已经达到58.52%,比上年末提高1.17个百分点,西部地区12个省、市、自治区中有10个城镇化率低于全国平均水平。城镇化率不足50%的省份有6个,均位于西部地区,分别是云南、贵州、西藏、甘肃、新疆和广西。综合来看,中西部地区城镇化水平尚与全国平均水平有一定差距,更远低于东部发达地区。城镇化是现代化发展的必由之路,也是加快推进工业化、农业现代化的必经选择,因此中西部地区城镇化率的提升也将是必然结果。中西部地区城镇化的发展,尚需基础设施建设先行,继而带动相关需求。

图 16: 全国各省城镇化率 (%)


资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

建材行业：水泥行业高景气仍将延续，玻璃供需存改善预期

产品价格持续回暖，企业盈利能力同步增强

水泥价格继续高歌猛进，玻璃价格高位震荡运行。2018年受行业错峰生产以及多地环保限产影响，水泥供给端得到有效控制，在下游需求并未大幅收缩的背景下，全年水泥价格呈现“淡季不淡，旺季更旺”的行情，行业景气度继续提升。玻璃行业随着冷修复产产能逐步释放，而下游房地产需求持续萎靡，整体供需偏紧态势得到缓解，不过原材料价格的上涨则对玻璃价格构成一定支撑。截至2018年12月4日，全国水泥价格指数为162点，较上年同期上涨16%；全国玻璃价格指数为1,171点，较上年同期下降1.32%。

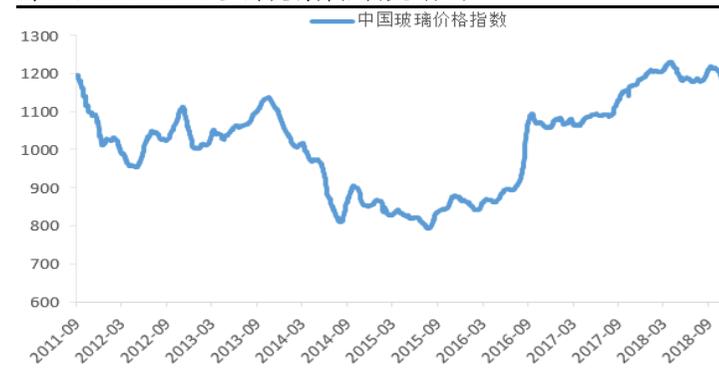
产品价格维持高位助力建材行业上市公司业绩继续提升。根据申万一级分类，2018年前三季度，建筑材料行业73家上市公司的营业总收入为2,991亿元，同比增长30.78%；净利润为445亿元，同比增长89.46%，超过2017年全年水平。

图 17：2011-2018 全国水泥价格指数（点）

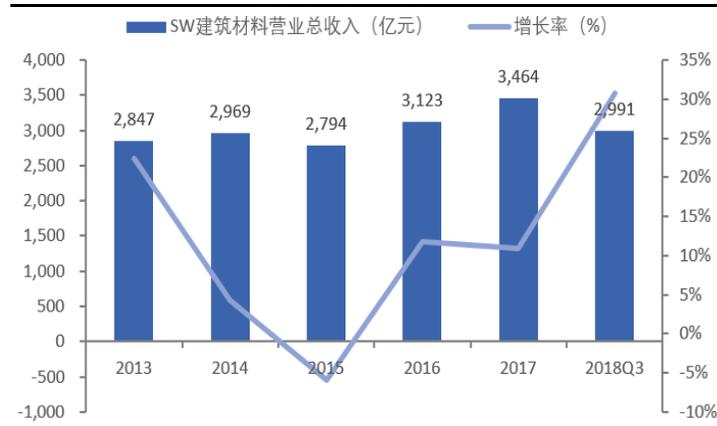


资料来源：万得，信达证券研发中心

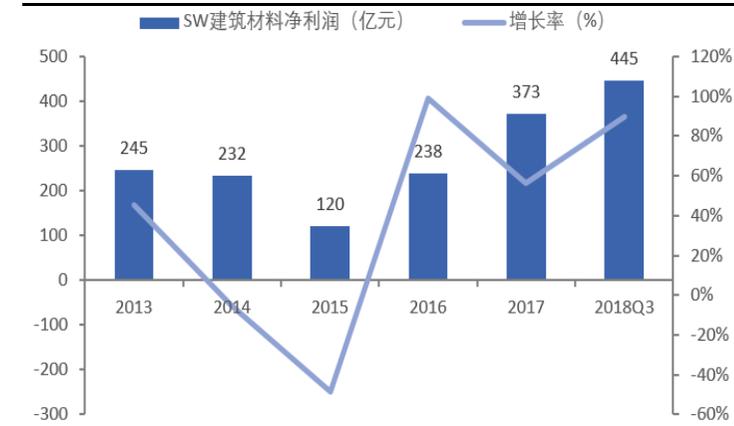
图 18：2011-2018 全国玻璃价格指数（点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

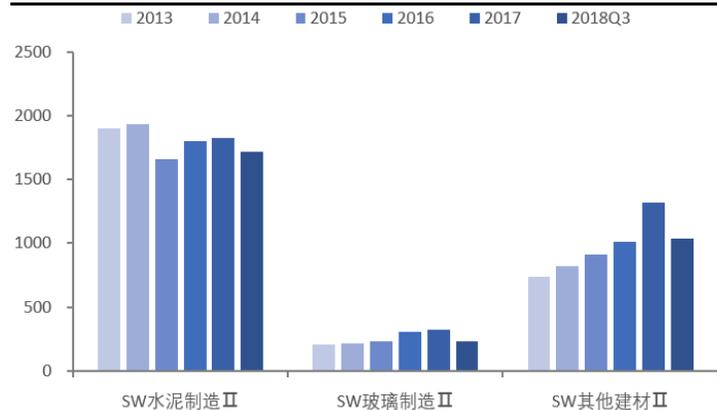
图 19: 2013-2018Q3 建材行业营业总收入 (亿元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

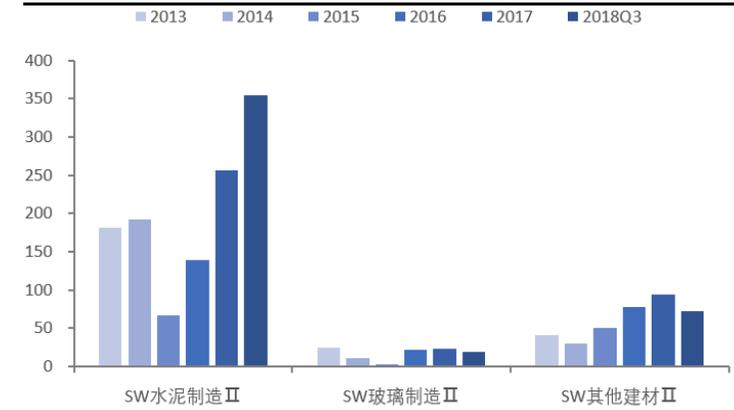
图 20: 2013-2018Q3 建材行业净利润 (亿元, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

建材板块各个细分领域盈利均有增长, 水泥板块表现最为亮眼。2018 年前三季度, 水泥制造行业中的 17 家公司营业总收入为 1,720 亿元, 同比增长 42.11%; 净利润为 354 亿元, 同比增长 121.88%。玻璃制造行业中, 7 家公司实现总营业收入 234 亿元, 同比增长 1.60%; 实现净利润 19 亿元, 同比增长 1.86%。其他建材方面, 48 家公司实现营业收入 1,037 亿元, 同比增长 22.50%; 实现净利润 72 亿元, 同比增长 27.14%。

图 21: 2013-2018Q3 水泥、玻璃与其他建材营业总收入 (亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 22: 2013-2018Q3 水泥、玻璃与其他建材净利润 (亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

水泥行业高景气仍将延续，建议关注西南地区行情

基建领域支撑预期增强，下游需求或将稳中有升

水泥需求与固定资产投资密切相关，根据水泥地理数据，下游消费领域主要包括基础设施建设、房地产和农村，占比分别为40%、25%和35%。由于农村领域需求消费属性较高且难以统计，因此变量主要集中在基础设施建设和房地产领域。

2018年前三季度房地产开发投资完成额达到88,665亿元，同比增长9.95%，增速提升1.84个百分点。然而房地产开发投资高企更多是土地购置费在支撑，拉动水泥消费的建筑工程环节却并不乐观。由于国家房地产调控并未放松，同时房企资金面普遍偏紧，因此地产开发商也在有意调整施工节奏，放缓施工进度，2018年前三季度房地产开发建筑工程投资完成额为49,680亿元，同比减少3.40%。若继续将原材料价格上涨纳入考虑因素，我们认为房地产领域水泥消费需求已然下滑。

图 23: 2005-2018.9 房地产开发投资完成额



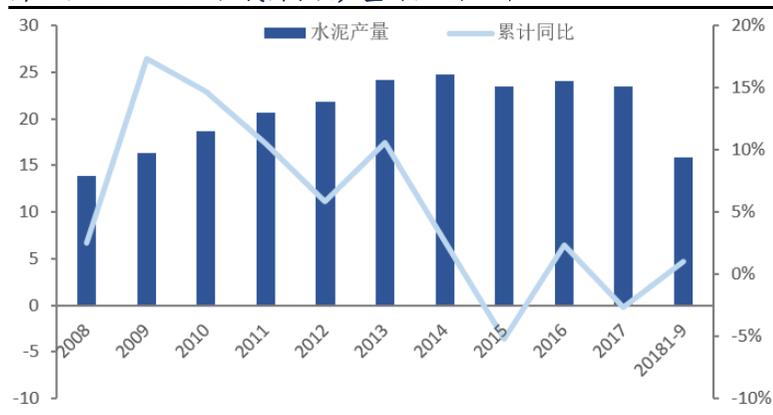
资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 24: 2005-2018.9 房地产开发建筑工程投资完成额



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

2018年下半年以来，水泥需求有所回暖。我国固定资产投资、基建投资以及房地产开发建筑工程投资增速均有所下滑，但是根据国家统计局数据，2018年1-9月份，我国水泥产量为15.83亿吨，较上年同期增长1.00%，增速由负转正。究其原因，我们发现水泥产量增长主要出现在8、9月份（7月31日，政治局会议提出加大基础设施领域补短板的力度），均同比增长5%。因此我们认为，虽然积极的财政政策尚需时日全面传导，但仍一定程度上推升了水泥需求。

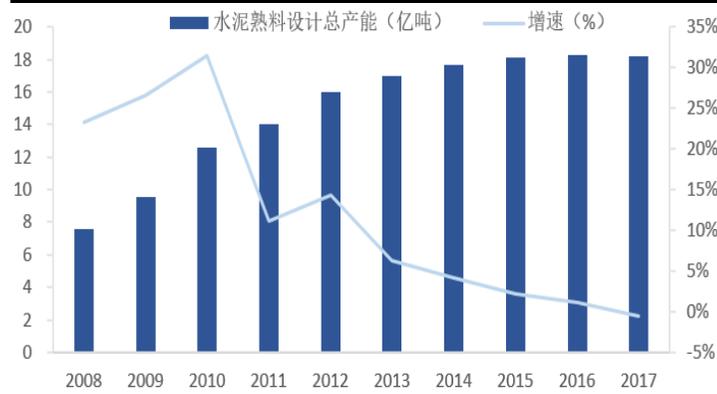
图 25：2008-2018Q3 我国水泥产量（亿吨，%）


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

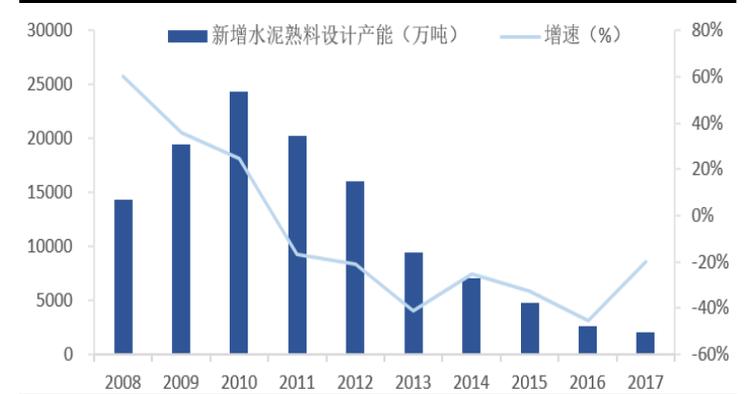
前文我们已经分析过，基建投资作为稳增长的“利器”，在政策推动下后续回升可期，必将拉动水泥需求。不过新华社于 10 月 29 日发文，再度定调未来楼市，表示“决不会允许房地产调控半途而废、前功尽弃”。我们预计房地产调控短期内不会放松，后续房地产领域水泥消费增长压力仍在。综合来看，水泥需求将稳中有升。

限产政策继续推进，关注区域分化

在行业高景气、企业持续盈利的背景下，去产能压力较大，严控新增产能和严肃产能置换目前是行业供给侧改革的最重要抓手。2018 年 1 月，工信部印发《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》，对原有产能置换政策进行修改，污染敏感地区交换比例从 1.25:1 增长为 1.5:1，非污染敏感地区（西藏除外）从 1:1 增长为 1.25:1，并要求只有从 2018 年开始的产能关闭才有资格交换。2018 年 8 月工信部和发改委发布《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，要求各地主管部门严肃产能置换，坚决禁止水泥、平板玻璃行业新增产能，严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案，确保产能置换方案执行到位。新的产能置换办法使未来新增产能将被关闭产能部分有效抵消，对控制产能总量起到重要作用。2017 年我国新增水泥熟料设计产能降至 2,046 万吨，同比减少 46%；水泥熟料设计总产能为 18.2 亿吨，同比下降 0.55%，近十年来首次出现负增长。随着新的产能置换办法出台，我们预计我国水泥熟料设计产能将继续下滑。

图 26: 2008-2017 我国水泥熟料设计总产能及增速 (亿吨, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 2008-2017 我国新增水泥熟料设计产能及增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

行业产能去化缓慢, 但政府行政约束下的错峰生产以及环保限产有效缓解了行业供给过剩的压力, 2019 年行业错峰生产政策仍将继续推行。2018 年 10 月, 工信部下发《重点区域建材工业 2018-2020 年秋冬季开展错峰生产的通知 (征求意见稿)》, 明确指出, 不搞一刀切, 要根据企业自身条件、所属区域实际情况进行有效调整。从目前各地公布的 2018-2019 年错峰生产政策来看, 整体错峰范围在扩大, 时间在拉长, 但区域限产力度有所分化。

京津冀及周边地区要求施行“差别化错峰生产”政策, 供给端边际放松概率较大。2018 年 9 月, 生态环境部联合多部门印发《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》, 突出强调各地要实行差别化错峰生产, 严禁采取“一刀切”方式。如河南省已提出达到超低排放的水泥企业, 2019 年 1-2 月份免于错峰停产。

随着区域环保治理日益趋严, 华东地区当前紧平衡的供需格局或将愈发紧张。此前因环境污染问题, 华东地区部分熟料生产线关停事件已时有发生。2018 年, 生态环境部首次颁发《长三角地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案 (征求意见稿)》, 提出应针对钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业, 在 2018 年 11 月至 2019 年 2 月实行差别化错峰生产。此外全国熟料大省安徽省发布《安徽省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》, 将水泥企业错峰生产提上日程, 而此前从未施行过错峰政策。根据证券日报信息, 安徽计划于 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 2 月份实行水泥错峰生产。

随着下游需求环境持续恶化, 东北、西北地区限产力度并未实质减弱, 供给边际或继续收缩。如黑龙江省强制错峰时间由上年 5 个月增加至 6 个月; 新疆各地区错峰时间普遍延长一个月左右。

表 7: 各省市已披露 2018-2019 年错峰生产政策

省份/地区	具体规定	上年同期规定
湖北	停窑时间原则上不少于 90 天	全年停窑错峰生产时间不少于 90 天, 错峰生产主要安排在冬、春和酷暑季环境敏感时段进行

安徽	2018年11月至2019年2月进行错峰生产	无
重庆	主城和渝西错峰110天(冬季错峰40天),渝东南和渝东北错峰85天(冬季错峰30天)	主城和渝西错峰70天(冬季错峰25天),渝东南和渝东北错峰55天(冬季错峰20天)
江苏	2018年11月至2019年2月	原则上上一季度停产45天,梅雨和高温期间停产30天
江西	所有熟料生产线错峰生产55天,其中春节期间(2-3月份)不少于35天,夏季酷暑不少于10天,环境敏感期不少于10天	所有熟料生产线错峰生产55天,其中春节期间(2-3月份)不少于35天,夏季酷暑不少于10天,环境敏感期不少于10天
河南	2018年11月15日至2019年3月15日施行错峰生产,已提出达到超低排放的水泥企业,2019年1-2月份免于错峰停产	京津冀大气污染传输通道行政区域内的43家水泥2017年11月15日至2018年3月15日,全部停产;京津冀大气污染传输通道城市以外省辖市、省直管县(市)行政区域内的27家水泥2017年11月15日至12月31日,全部停产;2018年1月1日至1月31日,恢复生产;2018年2月1日至3月15日,全部停产
吉林	所有水泥熟料生产企业(含利用电石渣生产熟料的企业)于2018年11月1日至2019年3月31日全面实行错峰生产;省水泥协会可根据实际情况将错峰时间延续到4月30日	吉林省全省区域内水泥熟料企业(有水泥窑生产设施的,含特种水泥,不含粉磨站)从2017年11月1日至2018年4月30日,全部实施停产
辽宁	2018年11月1日至2019年3月31日,省内所有水泥熟料生产线原则上都要进行错峰生产	大连市停窑时间5个月,其他城市停窑时间6个月
新疆	和田2018年12月1日至2019年3月1日、2019年4月1日至2019年5月1日共计4个月;喀什、克州2018年11月1日至2019年3月1日、2019年4月1日至2019年5月1日共计5个月;阿克苏、巴州2018年11月1日至2019年4月1日、2019年5月1日至2019年6月1日共计6个月;其它地州市2018年11月1日至2019年5月1日、2019年6月1日至2019年7月1日,共计7个月	和田2017年12月1日至2018年3月1日共计3个月;喀什、克州2017年11月16日至2018年3月16日共计4个月;阿克苏、巴州2017年11月1日至2018年4月1日,共计5个月;乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业(含塔城地区沙湾天山水泥有限公司和乌苏青松水泥有限公司)2017年11月1日至2018年5月16日,共计6个半月;其它地州市2017年11月1日至2018年4月16日,共计5个半月。
陕西	2018年11月15日至2019年3月15日	2017年11月15日至2018年3月15日
广东	全年计划错峰生产停窑40天/窑,分两阶段进行,春节前后:2019年1月1日至4月30日所有熟料生产线分别停窑20天;酷暑伏天和台风雨季季节:2019年6月1日至8月31日所有熟料生产线分别停窑20天	全年计划错峰生产停窑40天/窑,分两阶段进行。 第一阶段:春节前后:2018年2月1日至4月30日所有熟料生产线分别停窑20天; 第二阶段:酷暑伏天和台风雨季季节:2018年5月1日至9月30日所有熟料生产线分别停窑20天
山西	2018.11.1至2019.3.31	2017.11.1至2018.3.31
内蒙古	东部地区水泥熟料生产企业原则上从2018年11月15日至2019年4月15日全面实行错峰生产,其他地区水泥熟料生产企业原则上自2018年11月15日至2019年3月15日全面实行错峰生产	错峰生产时间安排为2017年11月15日至2018年3月15日全部水泥熟料生产线停产,在采暖季确保停窑四个月
黑龙江	自2018年10月20日至2019年4月20日,在黑龙江省境内所有水泥熟料生产企业(含利用电石渣生产熟料的企业)全面实行错峰生产	2017年11月1日至2018年3月底前,在全省境内所有水泥熟料生产企业全面实行错峰生产
江西	所有熟料生产线错峰生产55天,其中春节期间(2-3	全省所有水泥熟料生产线均实行错峰生产,全省水泥熟料生产线每年错峰生产时间

	月份) 不少于 35 天, 夏季酷暑不少于 10 天, 环境敏感期不少于 10 天	原则上不少于 55 天
青海	2018.12.6 至 2019.4.5	2017.12.1 至 2018.3.31
山东	2018 年 11 月 1 日至 2019 年 3 月 15 日所有水泥企业错峰停产	2017 年 11 月至 2018 年 2 月, 水泥熟料错峰生产天数不少于 50 天
宁夏	2018.12.1 至 2019.3.10	2017.12.10 至 2018.3.20
甘肃	自 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 3 月 10 日期间, 全省所有水泥熟料生产线按计划停产 90 天	自 2017 年 11 月 1 日起至 2018 年 3 月 15 日期间甘肃省全省所有水泥熟料生产线执行错峰生产。

资料来源: 各地方政府网站, 信达证券研发中心整理

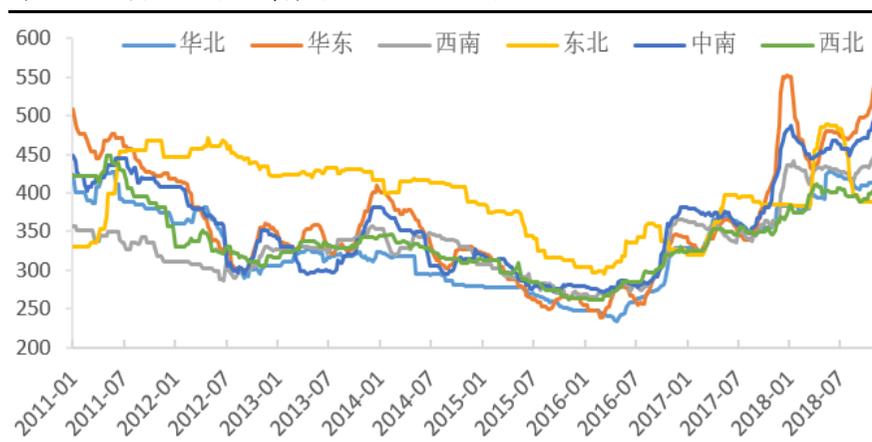
水泥价格有望继续高位运行, 西南地区行情具备较大潜力

全国水泥市场价格自 2016 年初探底后, 开启震荡上行走势, 2018 年更是呈现“淡季不淡, 旺季更旺”的态势。我们认为虽然水泥行业下游需求整体平稳, 但随着行业限产范围和时间均在不断扩大, 导致供需格局持续偏紧。价格的持续高位也在不断推升行业利润, 根据中国水泥网数据, 2018 年 1-8 月, 水泥行业实现利润总额 963 亿元, 同比增长 96%, 创历史最好水平。

在政策推动下我国基础设施建设有望提速, 必将拉动水泥需求, 而从目前公布的错峰生产以及环保限产政策来看, 供给端释放空间仍然有限。因此我们认为行业供需紧平衡将继续支撑水泥价格高位运行。

以 PO42.5 水泥为例, 截至 2018 年 11 月 30 日, 各地水泥价格如下:

- 1) 华北地区均价为 421.20 元/吨, 较上年同期上涨 9.65%;
- 2) 华东地区均价为 575.14 元/吨, 较上年同期上涨 18.06%;
- 3) 西南地区均价为 451.50 元/吨, 较上年同期上涨 23.61%;
- 4) 东北地区均价为 397.00 元/吨, 较上年同期上涨 3.12%;
- 5) 中南地区均价为 512.00 元/吨, 较上年同期上涨 18.38%;
- 6) 西北地区均价为 406.60 元/吨, 较上年同期上涨 12.13%。

图 28: 全国各地区水泥均价 (PO42.5, 元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

西南地区基础设施建设相对薄弱, 同时云南和贵州也是我国精准脱贫的主要地区, 基建投资提速以及脱贫攻坚将对地区水泥需求形成较好的支撑。中国水泥网数据显示, 2018年1-9月西南地区水泥产量整体增速达到7.16%, 而同期全国产量则同比增加1.02%, 在全国六大地区中, 西南地区水泥产量增速居首。

西南地区水泥供给弹性较大, 熟料产能利用率稳步提升。受环保限产以及行业协同加强影响, 川渝地区是全国水泥供给收缩力度最大的区域之一, 而云贵地区错峰生产尚未全面铺开, 西南水泥供给仍存有收缩空间。根据中国产业信息网数据, 2017年西南地区熟料产能利用率为84.37%, 剔除季节因素, 已处于较高水平。

随着区域供需格局向好, 处于洼地的西南地区水泥价格有望破茧而出。截至11月30日, 全国六大地区PO42.5平均价较上年同期均有所提升。其中西南地区PO42.5平均价涨幅为23.61%, 位居六大地区之首, 并且在传统淡季价格也较为平稳, 展现出强劲的韧性。而从绝对价格上看, 西南地区PO42.5平均价451.50元/吨要远低于华东地区的575.14元/吨和中南地区的512.00元/吨。

表 8: 西南地区各省市基础设施建设规划

省份	基础设施建设规划
云南省	2018年云南省政府工作报告透露, 2018年云南省计划完成基础设施建设投资2290亿元, 其中高速公路建设投资1400亿元, 铁路建设投资250亿元, 民航建设投资40亿元, 水利投资600亿元
贵州省	贵州省发改委数据显示, 贵州省安排基础设施项目1067个, 总投资19092.4亿元, 2018年度投资目标3852.7亿元
四川省	根据2018年四川省住房城乡建设工作会数据, 2018年四川将完成城市基础设施建设投资1400亿元;根据四川省政府2018重大项目名单, 2018年交通建设将确保完成投资1300亿元以上

重庆市 根据重庆市发改委 2018 年市级重点项目建设名单，2018 年重庆市计划完成基础设施建设投资 1722 亿元

西藏自治区 根据西藏自治区 2018 年政府工作报告，2018 年度西藏自治区计划基础设施建设投资 2000 亿元以上

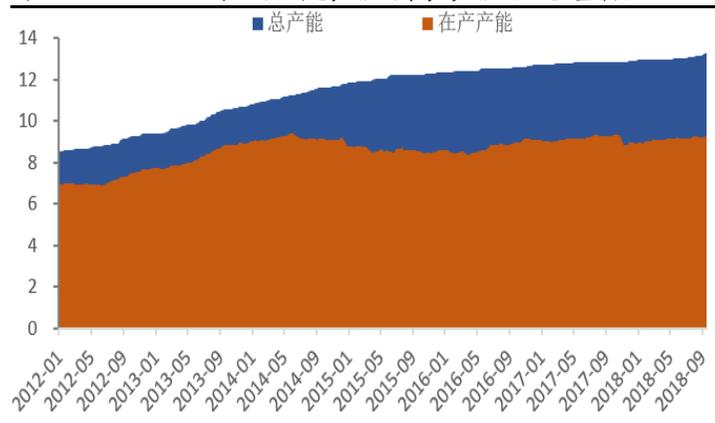
资料来源：各地方政府网站，信达证券研发中心整理

玻璃供需格局渐转宽松，期待行业拐点到来

冷修复产产能推升供给，在产产能后续或将边际收缩

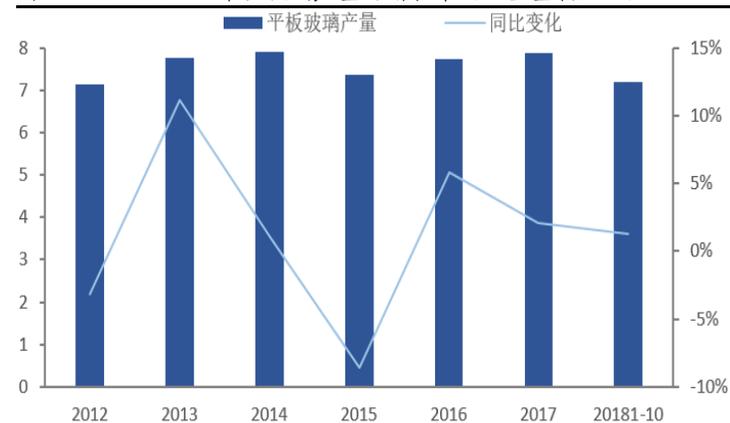
我国平板玻璃在产产能与产量均有所增长。截至 2018 年 11 月我国浮法生产线共计 372 条，产能为 13.39 亿重量箱，其中在产产能为 9.31 亿重量箱，较 2018 年年初的 8.92 亿重箱，增长 4.37%。2018 年 1-10 月，我国平板玻璃产量为 7.21 亿重量箱，较上年同期增长 1.30%。

图 29: 2012-2018 浮法玻璃总产能与在产产能 (亿重量箱)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30: 2012-2018 平板玻璃产量与增长率 (亿重量箱, %)



资料来源：万得，信达证券研发中心

玻璃行业供给侧改革不断深化，新增产能已非影响供给主要因素。2016 年 5 月国务院发布的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(34 号文) 中表示，在 2020 年底以前，严禁备案或新建扩大产能的平板玻璃项目。产能置换政策也更加严格，2018 年 1 月，工信部印发的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》要求，环境敏感区的平板玻璃建设项目，置换比例不低于 1.25，且用于置换的淘汰产能，在建设项目投产前必须关停。2018 年 8 月，工信部、发改委联合印发《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，要求从严审核产能置换方案，确保产能置换方案执行到位，坚决禁止新增产能。根据中国玻璃信息网数据，截至 2018 年 8 月底，2018 年共新增浮法玻璃生产线 3 条，合计日容量仅为 1250 吨。

冷修净新增推升玻璃在产产能。进入 2018 年，玻璃价格较年初虽有所回调，但整体来看企业盈利仍处于较高水平，行业景气度得以延续。受行业利润持续较高影响，企业冷修意愿较弱而复产意愿增强。截至 2018 年 8 月底，全国共复产浮法生产线 13 条，日熔量合计为 8510 吨，共冷修浮法生产线 9 条（包括因环保原因 8 月份停产的沙河 3 条产线），合计日熔量为 5400 吨，净冷修产能增加 3110 吨。

表 9：2018 年我国复产玻璃产线情况

所在省份	产线名称	日熔量（吨）
河北	永年耀威有限公司	500
河北	山玻集团金彪二线	600
河北	沙河长红一线	600
河北	耀华集团玻璃工业园改造线	560
山东	德州凯盛晶华玻璃搬迁线	600
安徽	信义芜湖二线	500
云南	云翔玻璃二线	700
浙江	福莱特嘉兴一线	600
广西	南宁浮法玻璃一线	900
湖北	三峡新型建材四线	950
湖南	醴陵旗滨五线	500
江西	萍乡浮法玻璃二线	500
福建	漳州旗滨一线	1000
合计		8510

资料来源：中国玻璃信息网

表 10：2018 年我国冷修玻璃产线情况

所在省份	产线名称	日熔量（吨）
浙江	杭州建新余杭线	600
广东	华尔润江门二线	900
广东	英德鸿泰一线	600
安徽	信义芜湖二线	500
安徽	凤阳玻璃二线	600
河北	德金五线	200
河北	鑫利二线（环保停产）	550
河北	迎新二线（环保停产）	450
河北	元华二线（环保停产）	1000
合计		5400

资料来源：中国玻璃信息网

当前“超龄”产线冷修较少，后续冷修产能预期提升。玻璃窑的使用周期一般为 6-8 年，但企业可以通过热修等方法适当提高窑炉使用寿命，因此这一数据并不固定。在 2009-2010 年行业上行周期中，有较多生产线投产，理论上 2017、2018 年将是冷修高峰期。不过从实际情况来看，在高盈利驱动下，企业在不断推迟冷修节点。根据冷修周期，2018 年将有超过 20 条产线冷修，但目前主动冷修的浮法产线仅为 6 条。未及时冷修的产线虽仍能生产，但存在安全质量隐患，同时也将增加维护成本，因此冷修延迟时间有限。我们预计近两年累积的未冷修产线将在后续集中爆发，冷修产能显著增加。

北方环保限产愈演愈烈，冷修复产压力较小，且在产产能或将边际收缩。根据万得数据统计，当前我国冷修产线共 39 条，其中 2017 年冷修产线较多已复产，未复产产线集中在沙河地区，且因排污许可证问题冷修产线占多数。2018 年 4 月，邢台市环保局发布《邢台市 2018 年大气污染综合治理工作方案》，要求未取得排污许可证的玻璃企业一律不得生产，在产企业全年限产 15% 以上。我们认为，在环保高压下沙河冷修产线在短期内复产概率不大，若有证产线全年限产 15% 以上的规定顺利实施，根据中国玻璃网预计，沙河地区整体产能将减少 35%-40%。

表 11：2018 年沙河地区环保停产产线情况

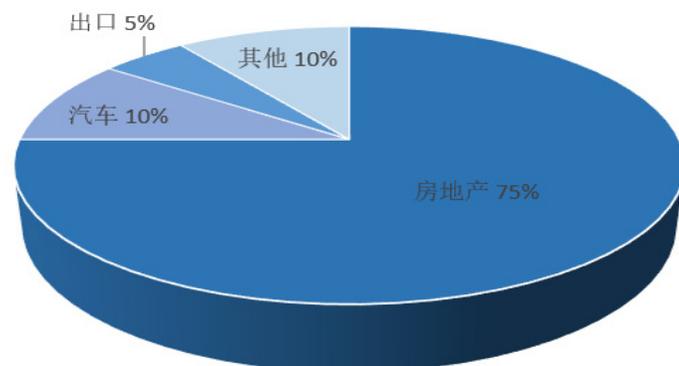
序号	产线名称	日熔量（吨）
1	鑫利二线	550
2	迎新二线	450
3	元华二线	1000
4	迎新三线（尚未停产）	500
5	鑫利三线（尚未停产）	800
6	鑫利四线（尚未停产）	800
合计		4100

资料来源：中国玻璃信息网

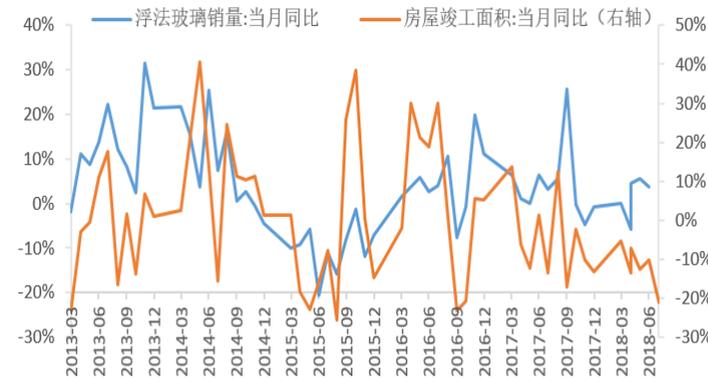
下游需求疲软，未来存回升预期

玻璃下游主要用途包括：房地产（门窗、幕墙、隔断、镜片等装饰）、汽车制造领域、出口以及用于其他领域生产和应用。其中房地产是玻璃下游最主要的应用领域，占比高达 75%。

玻璃的安装环节主要在施工端，因此玻璃需求和房屋竣工面积呈正相关性。安装玻璃是房地产工程竣工前的最后一道工序，房屋竣工面积直接反映了玻璃的需求量。由于从原片生产到加工为建筑玻璃，再到玻璃安装，最后房屋竣工，需要耗费一定时间，因此玻璃需求与房屋竣工面积存在 1-2 个季度的时间差。

图 31：平板玻璃下游需求占比


资料来源:中国产业信息网, 信达证券研发中心整理

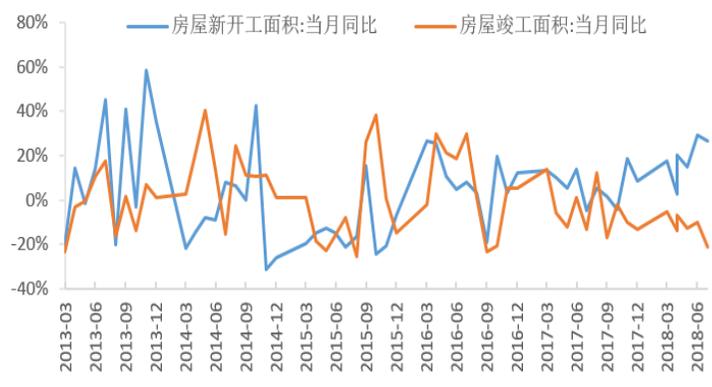
图 32：浮法玻璃销量与房屋竣工面积变化关系


资料来源:万得, 信达证券研发中心

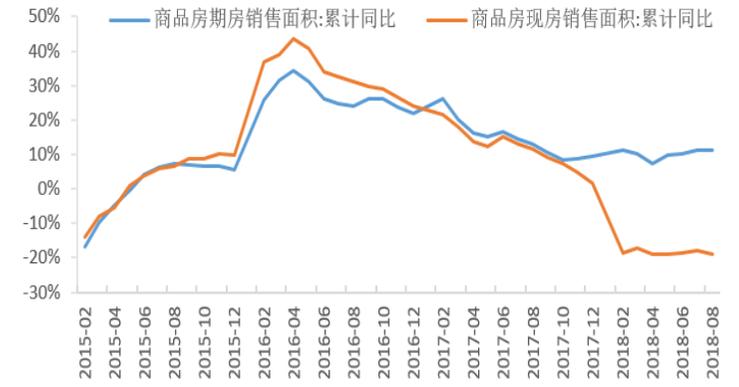
房屋竣工面积相对新开工面积的滞后期在拉长, 虽然房屋新开工面积高企, 但房地产领域对玻璃需求减缓。根据历史数据分析, 房屋竣工面积增速相对于新开工面积增速存在 1 年左右的滞后期, 因此房屋新开工面积通常是预测玻璃未来一段时间需求量相对较好的指标。然而从 2016 年年初至今房屋新开工面积一直处于上升通道, 但房屋竣工面积增速却在逐渐下滑。2018 年 1-10 月, 房屋新开工面积累计为 168,754 万平方米, 比上年同期增长 16.30%; 房屋竣工面积累计为 57,391 万平方米, 比上年同期减少 12.50%。

我们认为房屋新开工面积高速增长的原因, 主要有两方面: 一是由于经过一轮拿地高潮, 房企土地储备较多, 为避免缴纳闲置费, 新开工面积增长有其必然性; 二是由于在国家金融去杠杆的大背景下, 房企融资渠道收缩明显, 为加快资金回笼, 同时也为抢在行业下行拐点到来之前加紧销售, 因此房企推盘意愿强烈。房屋竣工面积增速低迷最主要还是受到房企“高周转”战略以及资金紧张的影响, 为缓解资金压力, 开发商有意调整施工节奏, 放缓施工进度。

当前我国货币政策稳健中性、松紧适度, 保持流动性合理充裕, 年内已经历数次降准, 整体融资环境有所改善。此外, 由于房地产调控力度不减, 市场预期不断向下, 房企投资更加趋于谨慎, 拿地热情降低、节奏放缓。年初以来, 全国已出现多起土地流拍事件, 房企现有资金有望更集中在当前项目建设中。综合来看, 我们认为新开工-竣工面积剪刀差存在修复预期, 或将提振玻璃需求。

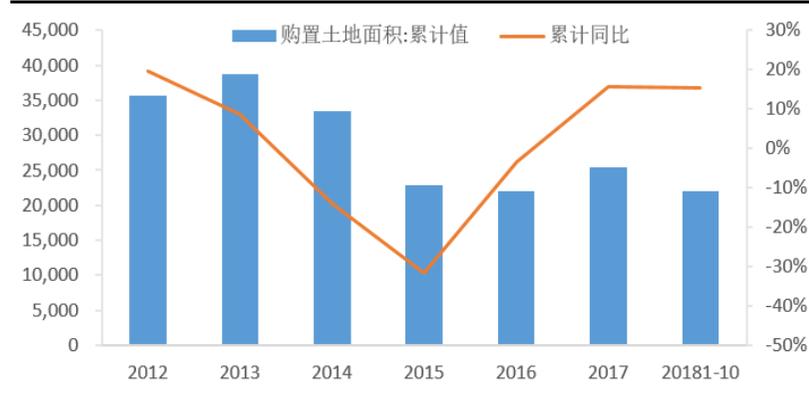
图 33: 房屋新开工面积与房屋竣工面积关系


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 34: 商品房期房和现房销售面积对比


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

而从中长期来看,近两年房企拿地面积较多,对后市玻璃需求形成支撑。2017年以来,我国购置土地面积增速持续高位,2017年,全国土地购置面积共 25,508 万平方米,同比增长 15.80%;2018 年 1-10 月,全国土地购置面积共 21,962 万平方米,同比增长 15.30%。土地既已购置,需在规定时间内开工;而房屋既已开工,由于相对刚性的竣工周期,则在未来一定会产生对玻璃的消费。

图 35: 房地产土地购置面积变化情况 (万平方米、%)


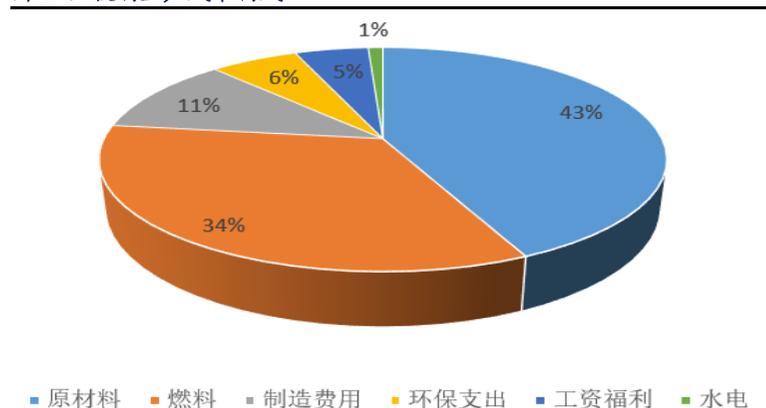
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

玻璃价格获成本端支撑, 期待供需拐点到来

平板玻璃的生产成本主要由原材料和燃料构成,根据玻璃信息网数据,原材料占到生产成本的 43%,而纯碱占到原材料成本

的 54%，燃料成本占生产成本的 34%。因此，纯碱和燃料价格变化是影响玻璃企业盈利水平的两个重要因素。

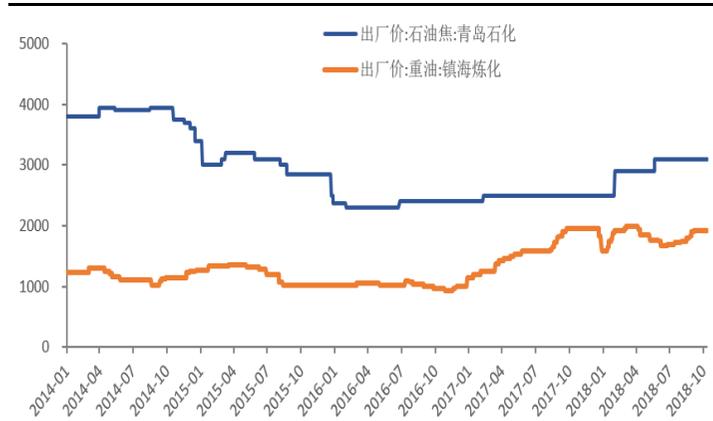
图 36: 玻璃生产成本构成



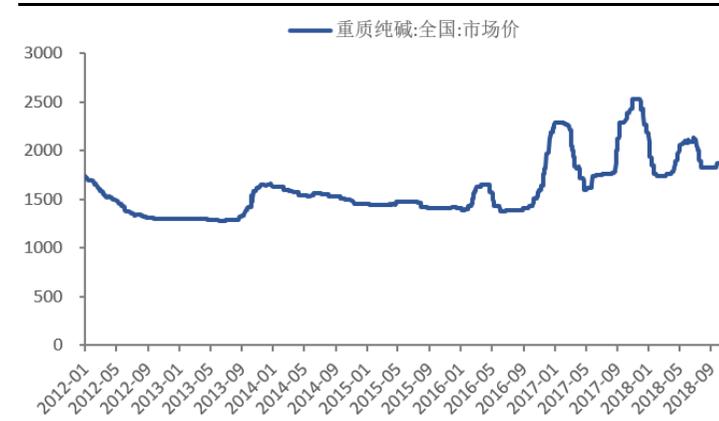
资料来源: 玻璃信息网, 信达证券研发中心

纯碱价格大幅抬升概率较小。2018 年 3 月以来, 纯碱厂家集中检修期提前到来, 由于供给量减少, 纯碱价格开始回暖, 至 2018 年 6 月升至高点 2,129 元/吨。此后随着纯碱厂家检修陆续结束, 供给紧张局面得到缓解, 纯碱价格有所回落。展望后市, 随着新增产能投放, 纯碱整体供应量将有所增加, 而下游玻璃产能继续增长概率较小, 需求释放有限。我们预计后期国内纯碱市场走势将面临一定压力。

燃料价格持续上涨, 在成本传导机制下, 玻璃价格具备一定支撑。受国际油价不断走高影响, 石油焦、重油等燃料价格也随之上涨, 自 2017 年以来整体处于上行通道。截至 2018 年 12 月 4 日, 重油价格达到 3100 元/吨, 较年初增长 24%; 石油焦价格为 1910 元/吨, 较年初增长 21%。此外, 清洁取暖试点范围已扩大至汾渭平原, 我们预计供暖季天然气供应不足的现象仍将重现, 进而助推天然气价格上涨。

图 37: 2012-2018 重油、石油焦出厂价变化情况 (元/吨)


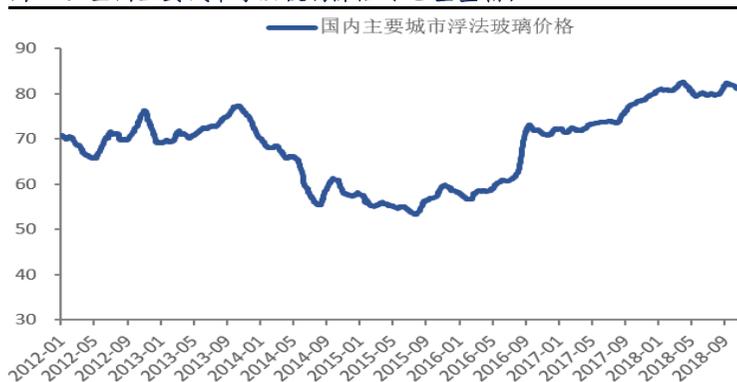
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 38: 2012-2018 全国重质纯碱市场价 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

进入 2018 年, 玻璃价格一直居高不下。截至 2018 年 12 月 4 日, 全国主要城市浮法玻璃价格为 78.70 元/重量箱。虽然受新增产能冲击以及下游需求低迷双重影响, 但成本端支撑作用明显, 玻璃价格整体表现坚韧, 1-11 月份均价达到 80.54 元/重箱, 较上年同期增长 7.43%。

供需格局改善拐点或已不远。从供给端来看, 在政策约束下行业新增产线较少, 且冷修复产产能冲击压力基本释放完毕。此外, 当前“超龄”产线数量较多, 同时叠加沙河限产力度加大, 全国供给或将出现向下拐点。而在需求端, 随着融资环境稍显宽松, 且房企拿地节奏放缓, 现有资金有望更集中在当前项目建设中, 新开工-竣工面积剪刀差存在较大修复预期, 这将利好玻璃需求。

图 39: 全国主要城市浮法玻璃价格 (元/重量箱)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

行业评级与投资主线

行业投资逻辑与投资主线

面对纷繁复杂的国内外环境，我国经济运行稳中有变，固定资产投资增速持续下滑，其中以基建投资增速下滑最为明显。2018年下半年以来，决策层频频表态要求加大基础设施领域补短板力度，相关配套政策也在陆续出台，基建投资作为经济增长的“稳定器”有望重新提速。中西部地区作为基础设施短板最集中的区域，将率先受益。

建筑装饰行业中，基础建设板块表现一直最为亮眼。展望2019年，多项政策已表明，本轮基建提速将以区域性、结构性补短板为主线。经过我们分析，中西部地区交通领域基建和城乡基础设施短板将是未来建设的重点，其中铁路建设有望率先发力，公路建设投资也有较大需求。因此，我们建议关注市占率较高的交通建筑央企以及交建订单占比较高的设计咨询龙头企业。

由于供需持续偏紧，水泥价格一路走高，带动行业盈利不断上行。后续随着基建投资回暖，下游需求仍将稳中有升；而供给端“差别化错峰”虽可能导致部分区域供给有所增加，但整体限产力度并未放松，行业供需紧平衡将继续支撑水泥价格高位运行。此外，随着区域供需格局向好，西南地区水泥价格具备较大潜力。因此，我们建议关注业务布局在南方尤其是西南地区的水泥龙头企业。

受下游房地产需求持续低迷以及在产产能不断增加影响，玻璃行业供需逐渐转向宽松。当前冷修复产产能冲击压力基本释放完毕，在冷修产能预期提升和环保限产的双重作用下，全国供给或将出现向下拐点。而在需求端，房屋新开工-竣工面积剪刀差存在较大修复预期，后期有望提振玻璃需求。因此，我们建议关注冷修复产顺利，在产产能较多的成熟标的。

在国家政策的强力推动下，基建提速可期，作为相关度较高的建筑建材行业将充分受益，我们上调行业至“看好”评级。

建议关注

华新水泥（600801）：中西南地区水泥龙头，业绩具备高弹性

水泥行业“常青树”，新时代活力依旧。华新水泥创建至今已有110年历史，目前已发展成为一家以水泥生产销售为主，混凝土、骨料、环保处置等多项业务协同发展的全球化建材集团。截至2017年末，公司水泥、熟料产能分别规模达到9,010万吨/年和5,732万吨/年，其中熟料产能居全国第四位。此外，公司各新建项目也在陆续投产和建设当中。

产品量价齐升，业绩不断走高。2017年公司熟料产量为5,230万吨，较上年同期增长32.07%，产能利用率高达91.24%，同时借力水泥价格持续高位，公司经营业绩不断提升。2017年，公司实现归母净利润20.78亿元，较上年同期大幅增长359.73%；2018年前三季度，公司实现归母净利润34.11亿元，同比增长224.98%。

产业链不断延伸，核心竞争力进一步提升。近年来，公司通过实施纵向一体化发展战略、环保转型发展战略，增加了商品混

凝土、骨料的生产和销售、水泥窑协同处置废弃物的环保业务等相关业务。目前公司已具备商品混凝土 2380 万立方/年、骨料 2100 万吨/年、水泥包装袋 4 亿只/年及处置废弃物 550 万吨/年（含在建）的总体产能，整体抗风险能力增强。

风险因素：宏观经济下行风险；水泥行业供给端收缩不达预期；原燃材料成本上升风险；新业务拓展不及预期。

东方雨虹（002271）：国内防水行业龙头，市占率有望继续提升

国内防水行业龙头，品牌优势明显。公司是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的中国防水行业龙头企业，主要产品包括防水卷材、防水涂料等，广泛应用于房屋建筑、高速铁路、地铁及城市轨道交通、高速公路和城市道桥、机场和水利设施、综合管廊等领域。“雨虹”品牌已经成为中国建筑防水材料行业公认的第一品牌，得到广大消费者的认可。

产能扩张迅速，盈利继续增长。公司目前在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建成生产基地，产品辐射全国市场，具备明显规模优势。2018 前三季度，公司实现营收 93.01 亿元，较上年同期增长 33.43%；实现归母净利润 11.14 亿元，较上年同期增长 28.27%。并且公司预计 2018 年将实现归母净利润 14.87 亿元至 17.34 亿元。

市占率有望继续提升，未来成长可期。长期以来，防水材料行业呈现“大行业、小企业”格局，市场集中度较低，即使作为行业龙头的东方雨虹市占率尚不足 10%。未来随着下游房地产行业集中度提升、产业监管政策不断升级以及环保不断趋严，小企业生产空间将被进一步压缩，公司市场份额有望扩大。

风险因素：下游需求大幅下滑风险；原材料价格波动风险；应收账款回收风险。

中国铁建（601186）：国内铁路基建龙头，基建回暖确定受益者

铁路基建龙头企业，产业结构布局全面。公司是我国铁路基建领域的龙头企业，连续多年位居 ENR 全球最大工程承包商前三位，位列世界 500 强第 58 位。目前公司已经完成了整个建筑产业链的全面布局，业务涵盖工程承包、勘察设计咨询、工业制造、房地产开发、物流与物资贸易及其他业务。

业绩稳步提升，资本机构持续优化。面对国内基建投资增速下滑压力，公司业绩仍取得稳步提升。2018 年前三季度公司实现营业总收入 4,898.71 亿元，较上年同期增加 6.40%；实现归母净利润 126.46 亿元，比上年同期增加 20.11%。此外，公司资本结构进一步优化，截至 2018 年 9 月 30 日，公司资产负债率为 77.72%，较上年同期降低 3.1 个百分点。

新签订单额继续增加，在手订单充足。2018 年前三季度，公司新签合同额 8,916.565 亿元，同比增长 5.33%，其中工程承包板块新签合同额 7,305.533 亿元，占新签合同总额的 81.93%，同比增长 2.92%。同时公司在手订单充足，截至 2018 年 9 月

30日，未完合同额合计达26,817.248亿元，同比增长23.25%。随着后续订单逐步落地，公司业绩具备支撑。

风险因素：基建补短板政策推进不及预期；订单落地不及预期；海外项目推进不及预期。

苏文科（300284）：民营基建设计龙头，业绩增长稳定

业务覆盖范围较广，享有较高品牌知名度。公司目前拥有全过程工程咨询和工程总承包两大核心能力，业务涵盖包括交通、市政、轨道、环境、检测、路面技术及新材料研发、智慧城市、工程建设等多个领域。此外，公司已连续5年入选ENR评选的“全球工程设计公司150强”，2018年跃升至第42名，排名位列入选中国企业第7位。

业绩增长稳定，毛利率继续提高。受外部环境影响，公司业务扩张速度有所放缓，但整体依然保持稳健增长。2018年前三季度公司实现营业收入47.01亿元，同比增长15.83%；实现归母净利润3.66亿元，同比增长20.16%。公司盈利能力也处于上行通道，2018年前三季度综合毛利率提升1.41个百分点至28.9%。

事业伙伴计划顺利实施，注入发展动能。2018年8月，公司事业伙伴计划（第2期员工持股计划）已完成股票购买计划，累计买入公司股票551.5万股，占公司总股本0.68%，成交均价9.55元/股。公司本期事业伙伴计划提取条件为当年业绩增速需超过20%，此举有望充分调动员工工作积极性，推动公司可持续发展。

风险因素：应收账款回收风险；投资并购整合风险；汇率变动风险。

风险因素

宏观经济下行风险：建筑建材行业下游需求以基础设施建设和房地产为主，在宏观经济下行周期，行业需求将受到严重冲击，导致行业内企业盈利大幅下滑。

基建补短板政策推进不及预期：虽然国家正在全力推动基建补短板，但防范地方政府债务风险任务仍在，若外部融资环境并未得到有效改善，则基建投资回暖难度将大幅增加，必将影响相关企业业绩提升。

房地产投资下行超预期：当前房地产市场调控力度未现放松迹象，房地产投资面对较大下行压力，但若下行速度过快，无论是对建筑行业还是建材行业均会造成极大负面影响。

水泥行业供给端收缩不达预期：在水泥消费需求平稳的情况下，价格仍能维持高位的原因在于供给端的约束。若错峰生产执行力度及行业去产能进程不达预期，将对行业经营状况造成冲击。

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

唐伊辰，有色金属/环保行业研究员。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事有色金属与环保行业研究。

冯孟乾，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

建筑建材小组重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
东方雨虹	002271	北新建材	000786	中国巨石	600176	海螺水泥	600585
华新水泥	600801	旗滨集团	601636	中国建筑	601668	冀东水泥	000401
中国交建	601800	中国中铁	601390	苏交科	300284	中国铁建	601186

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。