

建筑材料

 证券研究报告
2019年07月18日

半年答卷靓丽，关注地产韧性、基建回升、限产调节

近日各省市6月水泥、熟料单月及累计产量数据公布，我们梳理要点如下：

(1) 华北单月同比增速 9.88%，累计增速 18.11%，其中，山西、河北、内蒙累计同比分别达到 30.39%、16.53%、11.17%，主因地产、基建共同驱动，本地需求较为旺盛，同时溢出补充外围市场缺口。我们建议关注 3 个要素：①限产；②需求；③区域流动。我们重点关注的京津冀地区，不考虑限产因素，正常销量同比表现更优，例如唐山 6 月 25 日晚间开始政府要求停至 6 月底，5 月 15-21 日唐山安排限产等。京津冀地区临停常态化，相对其他地区，区域内事件性临停更多、环保要求更严，量价变动节奏更难把握，但同时容易形成超预期表现，例如近期唐山部分企业公布价格上调 30 元/吨，主因 7 月 16 日-31 日将继续执行停窑限产。同时，5 月下旬开始周边地区错峰涨价，与京津冀价差保持在合理范围，上半年北方非采暖季的错峰表现再次展现“调节”作用，不仅改善本地供需关系，同时结合周边地区停产，发挥区域联动的正面效应，高价区域限产供给不足，吸引低价区域流入作为补充，既满足高价区域需求，同时缓解低价区域过剩，盈利整体得到改善。下半年基建具备提升空间，将继续受益基建逆周期调节的预期，我们整理京津冀地区铁路、公路项目进展以供参考。中长期角度，雄安新区进入实质建设阶段，京津冀水泥长期需求向好，估值提升空间与业绩增长空间兼具。同时提示关注房建需求，房屋新开工面积累计同比角度，河北(+17.4%)、北京(+10.4%)、山西(+8.3%)、内蒙古(+6.2%)，全国均值(+10.1%)。我们继续看好京津冀一体化建设及雄安新区建设释放水泥需求，关注区域内受益龙头冀东水泥、金隅集团。

(2) 我们一直看好的华东地区 6 月同比增长 13.03%，其中长三角（江浙沪皖）地区增长 12.68%，二季度长三角地区实现同比增长 8.61%。具体地，长三角地区 6 月近 3661 万吨产量，其中浙江产量增长 5%，累计同比增长 6.28%，而浙江 1-6 月累计房屋新开工面积增速 15.4%，保持去年下半年以来的较高增速，此外继续关注 2022 年亚运会带来的市政建设增量。江苏单月产量大幅增长 29.5%，带动累计增速提至 10.94%，而 1-6 月累计房屋新开工面积增速为下滑 9.4%，我们判断主因 2018 年 6 月江苏停产较多、基数偏低，例如受中日韩环保会议影响，2018 年 6 月 20-26 日苏州水泥企业停产，6 月初至中旬徐州等地水泥企业停产，此外，与外来熟料增多亦有一定关联。长期角度，长三角需求逻辑可类比广东，人口集聚经济发达，需求与资金条件共同具备。江西受雨水天气影响，半年产量累计微增 0.74%。山东单月同比大幅增长 23.76%，半年产量累计同比大幅增长 22.02%，其中有进口熟料进入的贡献，据海关数据 1-2 月全国进口熟料中 46% 进入山东，另据卓创资讯估计，3、4 月进入山东的规模在 60、80 万吨。

(3) 华南地区受雨水天气影响，下游需求偏弱。广东、广西单月产量同比增长 0.28%、3.74%，累计同比下滑 2.4%、2.69%，同受天气干扰需求节奏的还包括湖南，产量单月、累计分别下滑 0.67%、2.49%。此外，云南单月同比增长 20.26%，与天气晴好少雨有关。河南主要受限产影响，单月下滑 8.69%。湖北需求虽有武汉城市圈、军运会的支撑，但是短期受到砂石短缺影响，下游工程和搅拌站开工不足，进而影响水泥企业需求，单月同比下滑 5.17%，1-6 月累计同比 9.07%。华南地区短期受雨水压制，后期若天气转晴，不排除会出现类华东 3 月底需求集中释放、企业发货节奏加快的情景。

(4) 西北产销预期较为明朗，尤其甘肃、新疆、陕西，关注量价弹性。累计产量增幅方面，甘肃(+16.31%)，陕西(+9.71%)，新疆(+11.91%)。

投资建议：我们对今年水泥量价判断保持不变，行业整体需求大幅下跌可能性较小，盈利稳定性有望超预期。水泥板块投资，我们建议从需求确定性与业绩弹性两个维度切入。北方弹性大推荐关注冀东水泥、祁连山、天山股份。南方供需格局稳健，建议关注海螺水泥、上峰水泥、华新水泥、塔牌集团。
风险提示：天气变化对需求的影响不及预期；基建增速不及预期。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com
李阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519060001
yangli@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业点评:水泥保持高增，消费建材关注行业筑底与 B 端逻辑》 2019-07-15
- 2 《建筑材料-行业研究周报:水泥半年报业绩向好，继续关注业绩超预期品种》 2019-07-14
- 3 《建筑材料-行业投资策略:关注需求主线，把握核心龙头》 2019-07-10



1. 要点梳理

事件：近日各省市 6 月水泥、熟料单月及累计产量数据公布，我们梳理要点如下：

（1）华北单月同比增速 9.88%，累计增速 18.11%，其中，山西、河北、内蒙累计同比分别达到 30.39%、16.53%、11.17%，主因地产、基建共同驱动，本地需求较为旺盛，同时溢出补充外围市场缺口。华北半年累计产量的全国占比由 2018 年同期的 6.78% 提高到 8.21%。我们建议关注 3 个要素：①限产；②需求；③区域流动。

表 1：华北地区单月、累计水泥产量表现

地区	6 月		1-6 月累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
华北	2,187.57	9.88	8,572.02	18.11	8.21
北京市	37.40	-12.45	159.85	-9.16	0.15
天津市	64.00	-0.09	312.12	15.20	0.30
河北省	1,083.83	8.72	4,678.53	16.53	4.48
山西省	572.59	16.98	2,127.41	30.39	2.04
内蒙古	429.76	8.07	1,294.10	11.17	1.24

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

我们重点关注的京津冀地区，不考虑限产因素，正常销量同比表现更优，例如唐山 6 月 25 日晚间开始政府要求停至 6 月底，5 月 15-21 日唐山安排限产；石家庄 6 月自律停窑限产 10 天；邯邢地区要求 6 月 16-7 月 5 日停产；4 月京津冀部分产线、工地受“一带一路”峰会召开临时停工，以及河北要求环保限产 15 天。京津冀地区临停常态化，相对其他地区，区域内事件性临停更多、环保要求更严，量价变动节奏更难把握，但同时容易形成超预期表现，例如近期唐山部分企业公布价格上调 30 元/吨，主因 7 月 16 日-31 日将继续执行停窑限产。同时，5 月下旬开始周边地区错峰涨价，与京津冀价差保持在合理范围，上半年北方非采暖季的错峰表现再次展现调节作用，不仅调节本地供需关系，同时结合周边地区停产，发挥区域联动的正面效应，高价区域限产供给不足，吸引低价区域流入作为补充，既满足高价区域需求，同时缓解低价区域过剩，盈利整体得到改善。例如陕西（关中 6-8 月限产，宝鸡 6-8 月 8 户企业限产 30%），青海（预计 6-8 月每个月停产 10 天），辽宁（6-7 月份停窑限产 50%，冬季错峰欠账企业补停 15 天，协会提出 7 月底停产 1 个月），山西（6-9 月累计停产 40 天），河南（6 月 1 个月，除郑州部分厂家），山东（6 月 1-20 日，临沂从 11 日开始）等（来源：数字水泥）。

下半年基建具备提升空间，将继续受益基建逆周期调节的预期，我们整理京津冀地区铁路、公路项目进展以供参考。中长期角度，雄安新区进入实质建设阶段，京津冀水泥长期需求向好，估值提升空间与业绩增长空间兼具。同时提示关注房建需求，房屋新开工面积累计同比角度，河北（+17.4%）、北京（+10.4%）、山西（+8.3%）、内蒙古（+6.2%），全国均值（+10.1%）。我们继续看好京津冀一体化建设及雄安新区建设释放水泥需求，关注区域内受益龙头冀东水泥、金隅集团。

表 2：京津冀铁路项目进展情况跟踪

项目名称	起始地区	计划总投资额（亿元）	计划开工时间	计划完工时间	最新进展
黄大铁路	河北-山东	111.44	2016 年 9 月	2019 年底	6 月 23 日，组织召开施工生产推进会，表示如期兑现 10 月 30 日完成黄大铁路铺架施工节点目标
水曹铁路	卑水铁路-曹妃甸	131.98	2016 年 8 月	2019 年 10 月	
水曹铁路	唐山地区	131.98	2016 年	2019 年底	5 月 9 日，黄庄村跨 G205 国道连续梁浇筑完成，提前实现节点工期目标
京张高铁	北京-张家口	584.1	2016 年 4 月	2019 年底	6 月 12 日，京张高铁清华园隧道进口铺下京张高

			月		铁全线最后一根钢轨，京张高铁轨道全线贯通。根据规划，京张高铁今年 9 月将进行联调联试，年底开通运营。
崇礼铁路	北京-崇礼	18.3	2018 年 3 月	2019 年底	6 月 11 日，崇礼铁路三标段主体工程已全部完工，全线铺轨任务圆满完成
邢和铁路	山西和顺-河北邢台	66.4	2015 年 11 月	2019 年	邢和铁路已修建至白马河，邢和铁路工程进度将会到邢台西北，并与京广铁路并轨
京雄高铁	北京-雄安	335.3	2018 年 3 月	2020 年	3 月，京雄高铁雄安新区正在进行主体工程施工
雄商高铁	雄安—商丘	985（预测）	2019 年	2020 年	雄商高铁站点位置示意图公布，9 月底前完成可研批复，争取尽早开工。 整体来看，京港台高铁通道丰台至雄安至商丘段为 2019 年铁路总公司计划新开工项目，其重要程度排在川藏铁路之后。预计年底具备开工条件
京石城际	北京-石家庄	438.7	2018 上半年	2020 年	/
京九高铁衡水段		260	2017 年	2020 年底	/
京唐城际	北京-唐山	449	2016 年 12 月	2021 年	京唐城际铁路，各个路段均已经开工。截至 5 月 28 日，京唐城际铁路桥梁钻孔桩已完成工程总量的 60.3%，预制梁完成工程总量的 14.4%，承台完成工程总量的 19.4%，土石方完成工程总量的 21.1%，13 处控制性节点工程已全部进场，累计完成投资 19 亿元
京滨城际	北京-滨海新区	243	2018 年 6 月	2022 年	3 月，宝坻南站计划总规模 4 台 10 线，计划在 2021 年初建成 2 台 6 线的规模
廊涿城际		250（预测）	2019 年	2022 年	/
新建城际铁路联络线一期		184.3	2019 年 1 月	2022 年 12 月	4 月 20 日，新建城际铁路联络线一期工程站前 5 标首桩在廊坊市广阳区万庄镇正式开钻

资料来源：人民铁道网，天风证券研究所

表 3：京津冀公路项目进展情况跟踪

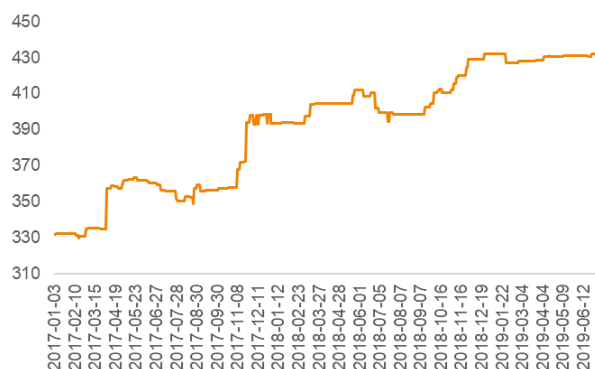
地区	项目名称	等级	起始	终点	最新进展
北京	京雄高速（北京段）	高速公路	西南五环	市界	四季度开工
	延崇高速（北京段）	高速公路	延庆区大浮坨村西侧	市界与延崇高速河北段相接	4 月 25 日，延崇高速河北段龙泉口特长隧道左洞顺利贯通
	新机场北线高速公路（北京段）PPP 项目	高速公路	京开高速	京台高速	计划 6 月 30 号达到通车条件
	国道 109 新线高速公路（六环—市界）	高速公路	西六环路军庄立交桥	与张涿高速公路相连接	已被列入北京市 2019 年重点工程，计划于二季度开工建设
	良常路南延（G230）	一级公路	房山区务滋村西侧	市界	/
	昌赤路（王家山—白河堡）	一级公路	王家山	白河堡	中国电建市政公司延庆区昌赤路（王家山—白河堡）道路工程三标段项目部钢材采购项目竞标
	通怀路	一级公路+主干路	宋梁路北延	京承高速公路	一期道路工程开始施工
河北	延崇高速公路河北段	高速公路	怀来县京冀界	接延崇高速北京段	进入冲刺阶段

松山特长隧道				
新元高速郭村至拐角铺改扩建段	高速公路	石家庄郭村枢纽	正定拐角铺枢纽	8月通车
平赞高速以北主线段	高速公路			6月，平赞高速主线全线贯通
张石高速公路蔚县支线	高速公路	蔚县南杨庄村南侧	暖泉镇西侧约2.5公里冀晋省界处	3月底，张石高速蔚县支线已完成全部工程量的73%
赤城支线	高速公路			等待开工
京新至京藏联络线	高速公路	张涿高速与京新高速交叉的涿鹿北互通	京藏高速鸡鸣驿互通东侧	施工组织计划已经编制完成，银行授信已经获批，施工单位、监理单位已经进场，洋河大桥已经开工
津石高速津冀界至保石界段	高速公路			津石高速津冀界至保石界段投资任务完成近半
津石高速石家庄段	高速公路	深泽县小西堡村北与定州市木佃村南之间的石家庄的定州市界	京港澳高速与石家庄北绕城高速交叉的拐角铺枢纽互通	已进入实体施工阶段，预计明年开通
京秦高速遵化至秦皇岛段	高速公路	遵化市	秦皇岛	尚未开工，预计今年开工
石家庄至衡水高速	高速公路	南绕城高速与新京港澳高速枢纽互通	衡水市北沼村西与中湖大道相交	/
京雄高速河北段	高速公路	涿州市东大兴庄村北京冀界	容城县张市村南	前期工作，预计今年开工
荣乌新线京台至京港澳段	高速公路	廊坊市永清县	保定市定兴县	预计今年开工
京德高速新机场至津石高速段	高速公路	固安县纪家庄京冀界	任丘市梁召镇与津石高速公路交叉处	可研报告获批复

资料来源：河北新闻网等，天风证券研究所

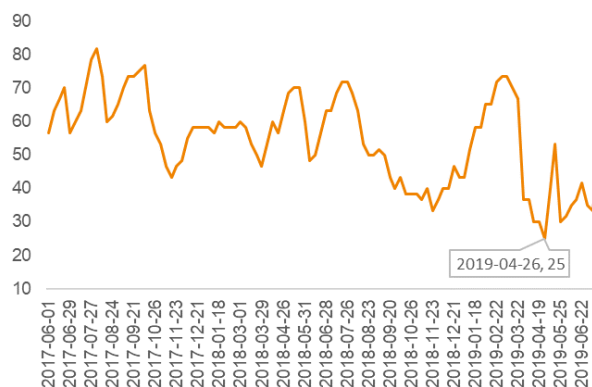
价格、库存方面，根据中国水泥网统计，河北地区熟料库容比已经由3月初的70%+下滑至6月底的35%左右（近期为46.67%，部分产线恢复生产所致）。河北地区1-6月水泥均价430元/吨，同比提高28元/吨，其中二季度水泥均价431元/吨，同比提高24元/吨。

图 1：河北水泥价格当天值（元/吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 2：河北熟料库容比（%）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

（2）我们一直看好的华东地区6月同比增长13.03%，其中长三角（江浙沪皖）地区增长12.68%，二季度长三角地区实现同比增长8.61%。具体地，长三角地区6月近3661万吨产量，其中浙江产量增长5%，累计同比增长6.3%，而浙江1-6月累计房屋新开工累计面积增速15.4%，保持去年下半年以来的较高增速，此外继续关注2022年亚运会带来的市政建设

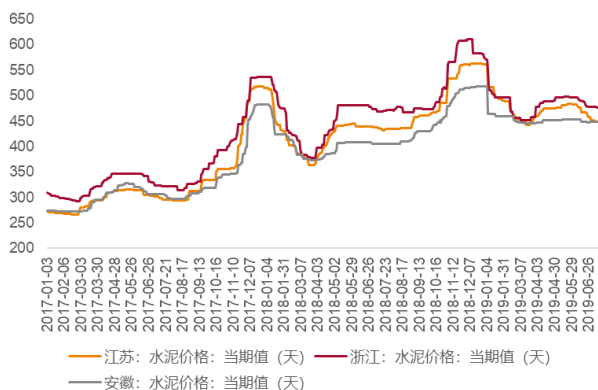
增量。江苏单月产量大幅增长 29.5%，带动累计增速提至 10.9%，而 1-6 月累计房屋新开工累计面积增速为下滑 9.4%，我们判断主因 2018 年 6 月江苏停产较多，例如受中日韩环保会议影响，2018 年 6 月 20-26 日苏州水泥企业停产，6 月初至中旬徐州等地水泥企业停产，此外与外来熟料增多亦有一定关联。**长期角度，长三角需求逻辑可类比广东，人口集聚经济发达，需求与资金条件共同具备。**江西受雨水天气影响，半年产量累计微增 0.74%。山东单月同比大幅增长 23.76%，半年产量累计同比大幅增长 22.02%，其中有进口熟料进入的贡献，据海关数据 1-2 月全国进口熟料中 46% 进入山东，另据卓创资讯估计，3、4 月进入山东的规模在 60、80 万吨。

表 4：长三角地区水泥产量表现

地区	6 月单月		1-6 月累计			二季度合计	
	本月产量 (万吨)	同比增长 (%)	累计产量 (万吨)	同比增长 (%)	占全国比重 (%)	合计产量 (万吨)	同比增长 (%)
长三角	3,660.78	12.68	19,626.61	9.2	18.79	11,611.25	8.61
上海市	37.08	5.43	207.29	9.55	0.20	123.84	8.88
江苏省	1388.79	29.50	7256.01	10.94	6.95	4,179.10	15.18
浙江省	1109.04	5.02	5960.65	6.28	5.71	3,662.98	5.78
安徽省	1125.87	3.75	6202.67	10.22	5.94	3,645.33	4.57

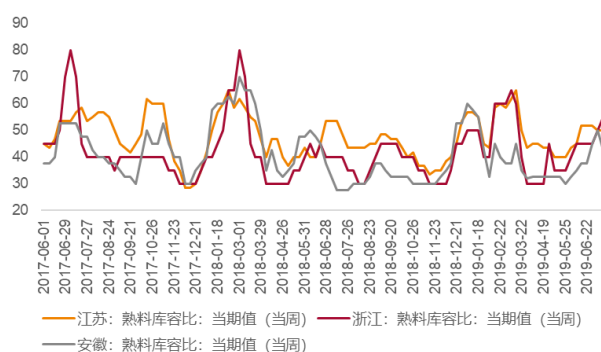
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 3：长三角地区水泥价格当天值（元/吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 4：长三角水泥库容比（%）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

(3) 华南地区受雨水天气影响，下游需求偏弱。广东、广西单月产量同比增长 0.28%、3.74%，累计同比下滑 2.4%、2.69%，同受天气干扰需求节奏的还包括湖南，产量单月、累计分别下滑 0.67%、2.49%。**此外**，云南单月同比增长 20.26%，与天气晴好少雨有关。河南主要受限产影响，单月下滑 8.69%。**湖北需求虽有武汉城市圈、军运会的支撑，但是短期受到砂石短缺影响，下游工程和搅拌站开工不足，进而影响水泥企业需求**，单月同比下滑 5.17%，1-6 月累计同比 9.07%。

华南地区短期受雨水压制，后期若天气转晴，不排除会出现类华东 3 月底需求集中释放、企业发货节奏加快的情景。尤其是广东市场，基建发力背景下，区域内财政实力强解决资金担忧，人口绝对数领先全国、出生率较高、结构年轻化，决定水泥需求长期稳健支撑，并且具备粤港澳大湾区等政策利好。**我们建议关注港股华润水泥及塔牌集团。弹性品种华新水泥主要覆盖的区域需求旺盛**，继收购拉法基中国在云南、贵州、重庆工厂后，公司西南地区竞争力显著增强。华新已率先布局西藏，6 月单月西藏同比增幅 22.63%，累计增幅 21.82%。

表 5：华南、西南、华中地区单月、累计水泥产量表现

地区	本月		累计		
	本月产量 (万吨)	同比增长 (%)	累计产量 (万吨)	同比增长 (%)	占全国比重 (%)
华南	2,497.58	0.23%	13,705.34	-3.21%	13.12
广东省	1,302.90	0.28	7,406.22	-2.40	7.09
广西区	1,028.26	3.74	5,402.76	-2.69	5.17
海南省	166.42	-17.37	896.35	-12.10	0.86
西南	3,885.31	3.05%	21,768.06	4.21%	20.84
重庆市	501.54	-8.79	3,165.52	8.26	3.03
四川省	1,165.81	-5.19	6,971.04	3.81	6.67
贵州省	937.72	1.02	4,905.19	-3.46	4.70
云南省	1,146.77	20.26	6,246.07	8.15	5.98
西藏区	133.47	22.63	480.24	21.82	0.46
华中	2,796.86	-4.93%	14,985.73	4.25%	14.34
河南省	918.18	-8.69	5,198.05	6.04	4.98
湖北省	945.64	-5.17	5,199.41	9.07	4.98
湖南省	933.04	-0.67	4,588.27	-2.49	4.39

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

(4) 西北、东北地区单月产量分别同比增长 5.10%、19.22%，累计增长 9.39%、21.90%。西北产销预期较为明朗，尤其甘肃、新疆、陕西，关注量价弹性。累计产量增幅方面，甘肃 (+16.31%)，陕西 (+9.71%)，新疆 (+11.91%)。而青海、宁夏单月、累计均有下滑。

表 6：西北地区单月、累计水泥产量表现

地区	本月		累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
西北	2,006.10	5.10	7,803.75	9.39	7.47
陕西省	656.85	2.29	3,098.92	9.71	2.97
甘肃省	503.98	12.82	1,860.18	16.31	1.78
青海省	166.50	-4.61	527.53	-4.31	0.50
宁夏区	209.86	-4.29	777.60	-0.67	0.74
新疆区	468.92	10.04	1,539.52	11.91	1.47

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

表 7：东北地区单月、累计水泥产量表现

地区	本月		累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
东北	1,062.16	19.22	3,226.43	21.90	3.09
辽宁省	514.81	14.75	1,775.07	15.19	1.70
吉林省	254.72	32.43	729.28	44.26	0.70
黑龙江	292.63	17.09	722.08	20.31	0.69

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 投资建议

近期多家水泥企业发布 2019 半年报业绩预增公告，整体表现靓丽，冀东水泥 H1 预计实现归母净利 14.5-15 亿，同比增长 57.79-63.24%；华新水泥 H1 预计实现归母净利 30.1-32.17 亿，同比增长 46-56%；天山股份 H1 预计实现归母净利 6.5 亿，同比增长 111.05%；祁连山

H1 预计实现归母净利 5 亿左右,同比增长 128%;上峰水泥预计实现归母净利 9.1-10.1 亿,同比增长 80-100%。

我们对今年水泥量价判断保持不变,行业整体需求大幅下跌可能性较小,盈利稳定性有望超预期。水泥板块投资,我们建议从需求确定性与业绩弹性两个维度切入。水泥估值压制因素包括①对下半年及明年需求的担忧;②局部地区新增产能冲击;③发改委价格监管;④区域流动性打通。对此我们建议优先关注需求长期较为确定、供给格局更为稳定、价格上涨空间更大的区域。例如华北京津冀(雄安+通州等)建设需求可看长期,明后年需求量相对其他区域较为确定,估值率先受益。北方供给格局具备示范效应的区域例如新疆,2018 年需求下行背景下仍可维持价格稳定,今年需求与供给逻辑兼备。此外,北方价格整体偏低,价格上涨受监管严控概率较小,涨价亦有利平抑价差引起的区域流动性利好南方及京津冀高价区域。

我们特别强调,环保或节能背景下实施的水泥行业错峰,范围和力度 2019 年都将继续超预期,尤其西北、华北、河南、山东等地,取消“一刀切”并不意味环保放松,上半年已经得到验证。叠加矿山资源治理,投入高昂成本取得的各行业规范化成果不会轻易颠覆。环保与资源保护将成为常态化,石灰石资源优势与低排放优势的龙头企业长期受益。标的方面,北方弹性大推荐关注天山股份、冀东水泥、祁连山。南方供需格局稳健,建议关注华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com