

重回稳增长，水泥再迎纠错及估值切换

水泥行业研究

► **降准降息后水泥板块短期内通常获得正收益。**我们研究了2014年以来央行宣布降准降息后水泥板块的表现。在我们统计的15次样本中，宣布后的一周内及一季内水泥板块分别11/10次获得正收益，平均收益率分别达3.56%/8.59%，而出现下跌的主要原因是A股整体下挫或行业先行指标极为疲软。因此我们认为就历史经验而言，降准降息后短期内水泥板块通常可以取得正收益。

► **景气度+预期是决定短中长期超额收益的关键。**我们将最近一次宣布降准外的14次降准时间分为水泥行业下行周期（2014-2015年）及上行周期（2016-2019年），并发现在行业上行周期中水泥板块跑赢沪深300的概率及幅度更大，因此我们认为行业景气度+对未来景气度的预期是决定降准降息后短期内板块超额收益的关键。而就中长期而言，上行周期中即使遇到基于悲观预期的非理性下跌，一旦预期扭转，纠错行情只会迟到，不会缺席。

► **专项债额度下发再提前，纠错及估值切换有望重演。**当前水泥板块历史低位估值8xPE，隐含市场对于行业高盈利周期的可持续性的担忧。我们认为市场过于悲观。我们通过研究2016至2019年的水泥板块走势发现需求预期反转往往是板块上升的催化剂，而历史上2018Q1、2019Q1的纠错行情与两会定调财政和投资计划、地产政策预期变化有密切关系，我们认为9月6日宣布的2020年专项债部分额度将再度提前下发的消息将成本行业需求预期扭转的催化剂！市场对于2020年需求的悲观预期将出现修复，类似于2017Q3及2019Q1的纠错行情及估值切换当前有望再度上演，同时伴随行业高景气，板块或继续跑赢沪深300。

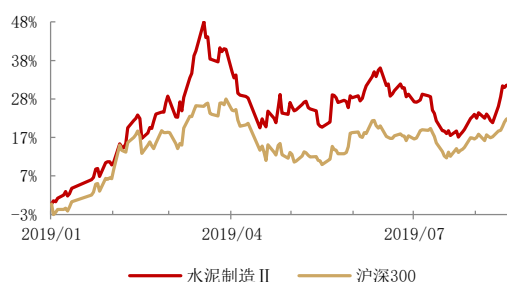
► **投资建议。**在行业纠错及估值切换行情下，我们推荐行业核心资产海螺水泥、华新水泥、冀东水泥，同时建议关注高弹性的万年青、天山股份、祁连山。

► **风险提示。**地产调控严于预期致需求弱于预期，系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-83025915

研究助理：郁晾

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

相关研究

1. 行业维持高景气，海中模式深化 2019.8.23
2. 湖北水泥高景气，价值凸显 2019.8.25
3. 华北水泥高景气，兑现降本增效诺言 2019.8.25

盈利预测与估值

				重点公司							
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600585	海螺水泥	42.60	买入	5.63	6.04	6.19	6.34	7.57	7.05	6.88	6.72
600801	华新水泥	20.08	买入	2.47	3.25	3.40	3.51	8.13	6.19	5.91	5.72
000401	冀东水泥	17.22	买入	1.10	2.79	3.01	3.15	15.64	6.18	5.71	5.46

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 历次降准降息后板块表现总结	3
1.1. 降准降息后短期内板块往往可以获得正收益	3
1.2. 上行周期中，降准降息短期内往往带来超额收益	4
1.3. 景气度+投资者预期，决定中期走势	6
2. 2020 年继续上行周期，估值切换遇催化剂	7
2.1. 旺季涨价条件良好	7
2.2. 专项债下发时点再提前，悲观预期修复开启	8
3. 盈利预测	10
4. 投资建议及风险提示	12

图表目录

图 1 近五年央行宣布降准降息后 1 周内水泥板块往往能够取得正收益	4
图 2 以一个季度为期限，水泥板块同样往往取得正收益	4
图 3 降息降准与水泥板块累计超额收益	7
图 4 全国平均水泥库存	8
图 5 发改委各季度批复重点项目投资额	8
图 6 2018 年新增专项债用途划分	8
图 7 地产新开工面积	8
图 8 水泥板块历史估值	9
图 9 需求预期修复往往是水泥板块行情的反转时点及催化剂	9
表 1 2014 年以来央行主要降准降息举措	3
表 2 央行宣布降准降息后，上行周期中水泥板块一周内往往跑赢沪深 300 指数	5
表 3 但下行周期中，一周内板块往往难以取得超额收益	5
表 4 央行宣布降准降息后，上行周期中水泥板块一季度内往往跑赢沪深 300 指数	6
表 5 但下行周期中，一季度内板块同样难以取得超额收益	6
表 6 海螺水泥盈利预测	10
表 7 华新水泥盈利预测	11
表 8 冀东水泥盈利预测	11

1. 历次降准降息后板块表现总结

近年来随着宏观经济下行压力增大，国家多次出台降准降息形式的货币政策稳定经济增长。我们总结了 2014 年以来央行宣布降准降息后水泥板块的表现，得出的总体结论是：

1) 只要不遇到明显的单边下跌趋势行情（如 2015H2，2018H2）或者先行指标极为疲软，降息降准后短期内（我们以央行宣布日期后 1 周及 1 个季度为期限），往往能够取得正收益。

2) 在水泥行业的高景气周期中，降准降息后短期内水泥行业往往能够跑赢沪深 300 指数。

3) 中长期内，行业景气度仍然是决定板块收益及超额收益的主要因素。

表 1 2014 年以来央行主要降准降息举措

宣布日期	内容
2014.4.25	下调县域农商行/农信社存款准备金率 2/0.5 个百分点
2014.6.16	对三农及小微企业贷款达一定比例的商业银行（不包括前次降准银行）下调 0.5 个百分点
2014.11.21	贷款基准利率下调 0.4 个百分点
2015.2.4	下调存款准备金率 0.5 个百分点，同时三农及小微企业贷款达一定比例的商业银行额外再降 0.5 个百分点
2015.3.1	下调基准贷款利率 0.25 个百分点
2015.4.20	下调存款准备金率 1 个百分点，同时注资国开行
2015.5.10	下调基准贷款利率 0.25 个百分点
2015.6.27	下调存款准备金率 0.5 个百分点，下调基准贷款利率 0.25 个百分点
2015.8.25	下调基准贷款利率 0.25 个百分点，下调存款准备金率 0.5 个百分点
2016.2.29	下调大型银行存款准备金率 0.5 个百分点
2018.4.17	下调存款准备金率 1 个百分点
2018.6.25	下调存款准备金率 0.5 个百分点
2018.10.7	下调存款准备金率 1 个百分点
2019.1.4	1 月 15 日及 1 月 25 日分别下调存款准备金率 0.5 个百分点，合计 1 个百分点
2019.9.7	下调存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：中国人民银行信息整理，华西证券研究所

1.1. 降准降息后短期内板块往往可以获得正收益

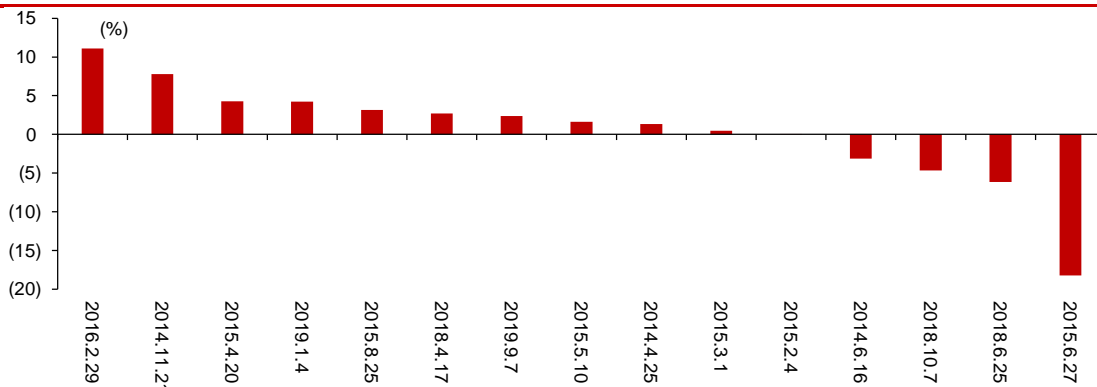
我们总结了 2014 年以来 15 次央行宣布降准降息后水泥板块及沪深 300 指数短期内的表现：

观察期限 1：如果以一周为期限，其中 11 次，水泥板块在央行宣布降准降息后的短期内实现正收益，平均一周收益率 3.56%，而另外 4 次（分别是 2014 年 6 月，

2015 年 6 月，2018 年 6 月及 10 月）板块一周内下跌，平均幅度为 8.04%。我们分析了 4 次下跌的原因，并认为：1) 2014 年 6 月的下跌主要由于先行指标疲软（地产库存较高，新开工面积同比大幅下降），2) 后三次 A 股均处于明显的股灾式行情中，沪深 300 指数同样下跌明显。

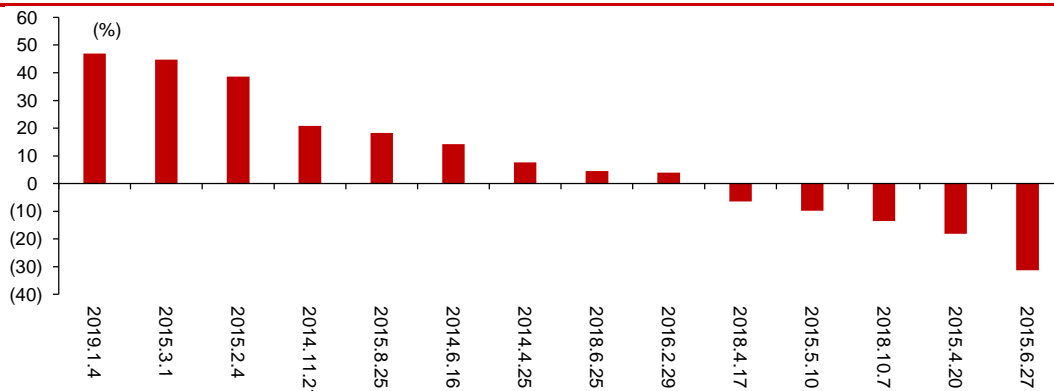
观察期限 2：如果以宣布后一个季度为期限，在我们的统计样本中水泥板块有 10 次短期内取得正收益，平均一个季度收益率 22.19%，而另外五次下跌均集中于 2015H2 及 2018H2 的单边下跌行情。因此，我们认为在先行指标总体良好，沪深 300 整体不处于单边下降趋势行情时，降准降息后水泥板块往往迅速启动，短期内实现正向受益。

图 1 近五年央行宣布降准降息后 1 周内水泥板块往往能够取得正收益



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 以一个季度为期限，水泥板块同样往往取得正收益



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 上行周期中，降准降息短期内往往带来超额收益

我们按照 2014-2015 年为水泥行业下行周期，2016-2019 年为水泥行业上行周期，对水泥板块在降准降息后一周及一季度的分周期超额收益做了分析。

观察期限 1：不包括最近一次降准外的 14 次降准降息中，水泥上行周期降准降息合计 5 次，其中 4 次一周内板块跑赢沪深 300，1 次跑输（2018 年 6 月，我们判断主要原因是国家宣布暂缓棚改货币化，导致地产预期转向），该 5 次平均一周内超额收益 1.54%；水泥下行周期中降准降息合计 9 次，其中 3 次板块一周内跑赢沪深 300，有 6 次跑输，该 9 次板块一周内平均超额收益-1.90%。

表 2 央行宣布降准降息后，上行周期中水泥板块一周内往往跑赢沪深 300 指数

宣布日期	一周内水泥板块收益 (%)	一周内沪深 300 收 益 (%)	一周内超额收益 (%)	是否跑赢沪深 300
2016.2.29	11.09	7.52	3.57	是
2018.4.17	2.70	2.14	0.57	是
2018.6.25	-6.16	-4.25	-1.91	
2018.10.7	-4.64	-7.80	3.16	是
2019.1.4	4.24	1.94	2.30	是
平均	1.45	-0.09	1.54	

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 3 但下行周期中，一周内板块往往难以取得超额收益

宣布日期	一周内水泥板块收益 (%)	一周内沪深 300 收益 (%)	一周内超额收益 (%)	是否跑赢沪深 300
2014.4.25	1.32	-0.42	1.75	是
2014.6.16	-3.14	-1.82	-1.32	
2014.11.21	7.79	10.71	-2.92	
2015.2.4	0.07	0.95	-0.88	
2015.3.1	0.48	-2.64	3.12	是
2015.4.20	4.29	6.32	-2.03	
2015.5.10	1.62	1.30	0.33	是
2015.6.27	-18.23	-10.38	-7.85	
2015.8.25	3.17	10.49	-7.32	
平均	-0.29	1.61	-1.90	

资料来源：Wind，华西证券研究所

观察期限 2：如果以一个季度为期限，则水泥行业上行周期中板块 3 次跑赢沪深 300，平均超额收益 3.85%，下行周期中同样仅 3 次跑赢沪深 300，平均超额收益-3.59%。因此我们认为，就历史经验而言，行业景气度往往是降准降息后短期超额收益的风向标，降准降息在水泥行业上行周期中往往能够在短期内带来超额收益，而下行周期中则往往跑输沪深 300，结论与一周为观察期限的情景类似。

表 4 央行宣布降准降息后，上行周期中水泥板块一季度内往往跑赢沪深 300 指数

宣布日期	一季度内水泥板块收益 (%)	一季度内沪深 300 收益 (%)	一季度内超额收益 (%)	是否跑赢沪深 300
2016.2.29	3.90	6.43	-2.53	
2018.4.17	-6.50	-7.98	1.48	是
2018.6.25	4.50	-5.07	9.58	是
2018.10.7	-13.57	-11.18	-2.39	
2019.1.4	46.92	33.81	13.11	是
平均	7.05	3.20	3.85	

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 5 但下行周期中，一季度内板块同样难以取得超额收益

宣布日期	一季度内水泥板块收益 (%)	一季度内沪深 300 收益 (%)	一季度内超额收益 (%)	是否跑赢沪深 300
2014.4.25	7.66	4.27	3.39	是
2014.6.16	14.24	11.99	2.25	是
2014.11.21	20.86	38.83	-17.97	
2015.2.4	38.65	40.74	-2.09	
2015.3.1	44.74	45.02	-0.28	
2015.4.20	-18.18	-7.99	-10.19	
2015.5.10	-9.84	-14.29	4.45	是
2015.6.27	-31.30	-25.47	-5.83	
2015.8.25	18.21	24.28	-6.06	
平均	9.45	13.04	-3.59	

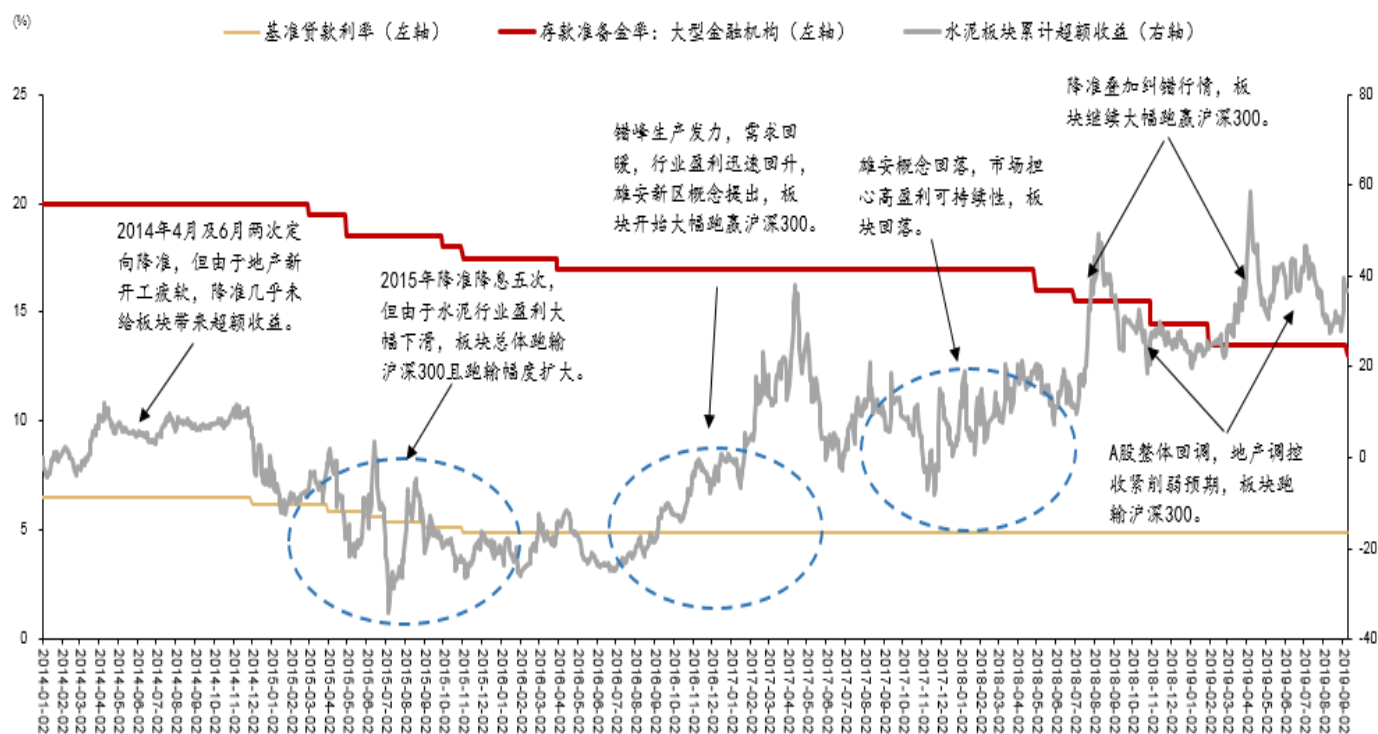
资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 景气度+投资者预期，决定中期走势

我们同样分析了历次降准降息后水泥板块超额收益（以 2014 年初为基准）的中长期走势，结论如下：

- 1) 在 2014-2015 年水泥行业下行周期中，尽管降准降息的操作更为频繁，但多数时间水泥板块超额收益为负，且跑输幅度整体呈现扩大趋势。
- 2) 2016 年起随着水泥行业上行周期开始，水泥板块开始逐渐跑赢沪深 300 指数。
- 3) 2017-2019 年强劲的上行周期中，水泥板块累计超额收益幅度逐渐扩大。
- 4) 由于市场担心水泥行业高盈利周期的可持续性，2017Q2 及 2018H2 水泥板块都曾有过较大幅度调整，但随着悲观预期修复，高景气度确认，随后的 2017Q3-2018Q1 及 2019Q1 都有“纠错行情”，悲观预期迅速得到修复。因此我们认为，市场对中期内行业供需格局的预期仍是决定板块走势的关键。

图 3 降息降准与水泥板块累计超额收益



资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 2020 年继续上行周期，估值切换遇催化剂

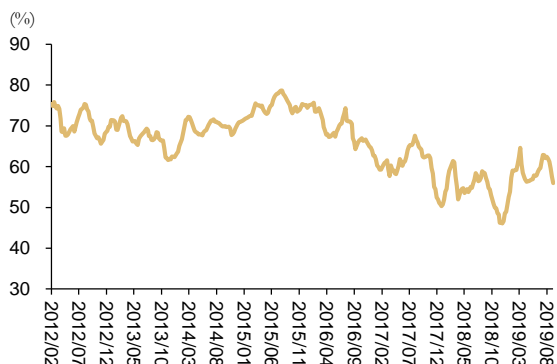
我们认为 2019Q4 旺季涨价条件良好，且 2020 年水泥需求预计保持良好，从而使得行业景气度维持高位。我们认为市场对水泥过于悲观，板块的低估值主要来自市场对于水泥高盈利周期结束、利润下降的担忧，我们认为随着专项债提前下发的稳增长决心被逐渐确认，悲观预期或就此修复，类似于 2017Q3、2018Q1、2019Q1 的纠错行情及估值切换有望再度上演，且时间上更为提前。

2.1. 旺季涨价条件良好

当前全国水泥库存位于 55.9% 的低位，且环保限产同比未明显放松，因此我们认为 2019Q4 旺季涨价条件良好。而展望 2020 年，我们预计水泥行业供需格局维持良好：1) 2018Q4 集中批复的重点项目 2019H2 起预计逐渐释放，而 2019H1 发改委批复重点

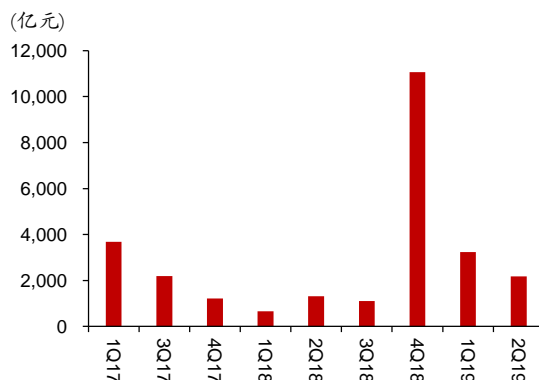
项目投资额 5217 亿元，同比增长 175%，项目储备充足；2) 地产库存位于低位，尽管调控收紧，但我们预计投资及新开工仍能总体保持稳定。

图 4 全国平均水泥库存



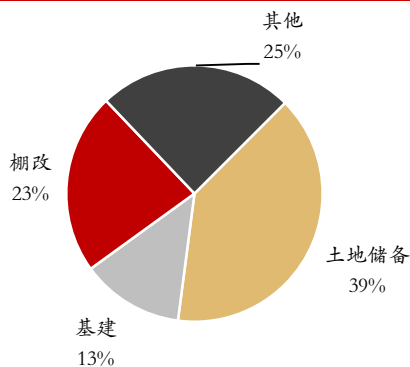
资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 5 发改委各季度批复重点项目投资额



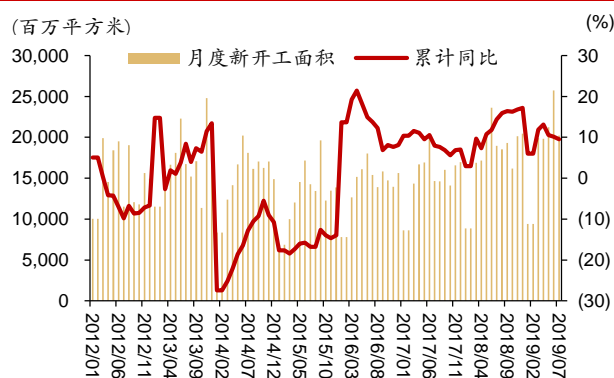
资料来源：发改委，华西证券研究所

图 6 2018 年新增专项债用途划分



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 地产新开工面积

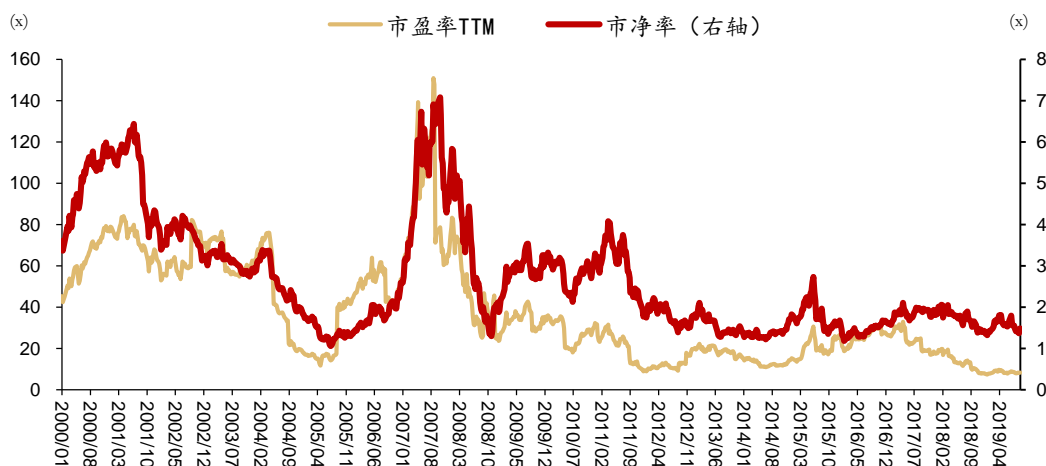


资料来源：统计局，Wind，华西证券研究所

2.2. 专项债下发时点再提前，悲观预期修复开启

市场对水泥预期过于悲观。截止 2019 年 9 月 9 日，水泥板块 TTM 市盈率、市净率仅 8.25/1.48 倍，多数龙头企业估值倍数更低，且处于历史低位。我们判断当前板块的低估值是由于市场担心水泥行业高盈利周期结束、业绩下滑所致。我们认为在水泥行业高景气度可持续性被市场确认后，类似于 2017Q3 及 2019Q1 的纠错行情及估值切换有望再度上演，水泥板块有望继续跑赢沪深 300。

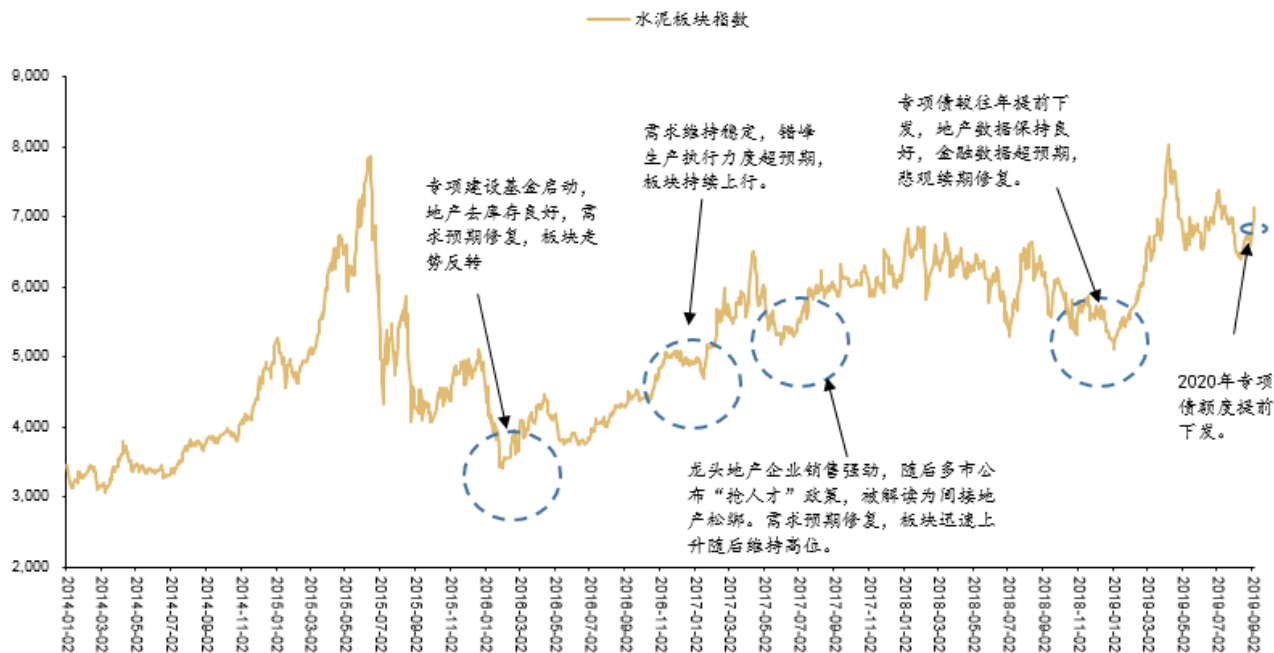
图8 水泥板块历史估值



资料来源：Wind，华西证券研究所

我们认为当前有望迎来纠错和估值切换行情。我们研究了 2016-2019 年水泥板块的走势并认为需求预期修复往往能够使得板块走势反转上行，而 2020 年的新增专项债部分额度再度提前下发就是催化剂：

图9 需求预期修复往往是水泥板块行情的反转时点及催化剂



资料来源：Wind，华西证券研究所

1) 2016Q1 专项建设基金使得基建需求迅速回暖，同时由于房地产去库存执行良好，地产库存降至低位，需求的悲观预期反转。

2) 2017Q3 起多省市出台人才优惠政策，市场解读为间接的房地产救市，同时 2018Q1 公布的地产龙头企业销售数据强劲，地产需求悲观预期修复，板块在大幅调整后迅速回暖。

3) 2019Q1 专项债较往年相比提前下发且融资规模同比显著上升，春节后复工良好、地产投资、开工数据强劲，且 2019Q1 金融数据开门红超市场预期，地产及基建悲观预期修复。

4) 2019 年 9 月 6 日，财政部新闻发布会表示，明确表示国家将提前下发部分明年专项债额度，且用于土地储备及棚改的专项债不包括在此额度内，体现了国家基建补短板、稳增长的决心。(而今年全国人大批准限额内的地方政府专项债券在 9 月底前全部发行完毕，10 月底前全部拨付到项目)。因此我们认为基建投资增速 2019Q3 起有望逐渐回升，市场对于 2020 年水泥需求的悲观预期也有望就此修复，而当前板块有望迎来纠错和估值切换行情。

3. 盈利预测

由于行业 7,8 月需求略超我们预期，我们小幅上调 2019-2021 年海螺水泥销量预测 3.9% 左右，但考虑到 2019 年成本的同比提升，我们小幅下调各公司 2019-2021 年水泥业务吨毛利预测 5 元/吨，从而小幅上调 2019-2021 年净利润 0.39%/0.37%/0.38% 至 320.0/328.0/336.0 亿元，EPS6.04/6.19/6.34，同比增长 7.3%/2.5%/2.4%。上调目标价 3.64% 至 49.52 元/股，基于公司 2020 年盈利预测 8 倍 PE，维持“买入”评级。

表 6 海螺水泥盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
水泥熟料销量 (万吨)	29,515	29,800	31,947	32,266	32,589
同比增速	6.6%	1.0%	7.2%	1.0%	1.0%
平均售价 (元/吨)	247	328	335	335	335
吨毛利	87	155	154	154	154
自产水泥熟料收入 (百万元)	72,892	97,737	107,040	108,110	109,191
水泥贸易收入 (百万元)	87	25,210	42,844	49,270	56,661
其他业务收入 (百万元)	2,332	5,456	5,787	5,964	6,160
总营业收入 (百万元)	75,311	128,403	155,671	163,345	172,012
同比增速	34.6%	70.5%	21.2%	4.9%	5.3%
归母净利润 (百万元)	15,855	29,814	32,004	32,795	33,597
净利率	21.1%	23.2%	20.6%	20.1%	19.5%
同比增速	85.9%	88.0%	7.3%	2.5%	2.4%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

我们维持华新水泥盈利预测不变。预计 2019-2021 年公司归母净利润 68.0/71.2/73.6 亿元，同比增长 31.3%/4.6%/3.3%，EPS3.25/3.40/3.51 元。维持目标价 26.00 元/股及“买入”评级。

表 7 华新水泥盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
水泥熟料销量 (万吨)	6,872	7,072	7,703	7,780	7,858
同比增速	30.4%	2.9%	8.9%	1.0%	1.0%
平均售价 (元/吨)	270	338	359	359	359
吨毛利	79	137	153	153	153
水泥熟料收入 (百万元)	18,529	23,884	27,622	27,898	28,177
骨料业务收入 (百万元)	513	827	1,227	1,718	2,062
其他业务收入 (百万元)	1,847	2,755	3,069	3,086	3,103
收入 (百万元)	20,889	27,466	31,918	32,702	33,341
同比增速	54.4%	31.5%	16.2%	2.5%	2.0%
归母净利润 (百万元)	2,078	5,181	6,804	7,119	7,355
净利率	9.9%	18.9%	21.3%	21.8%	22.1%
同比增速	359.7%	149.4%	31.3%	4.6%	3.3%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

我们维持冀东水泥盈利预测不变。预计公司 2019-2021 年净利润 37.6/40.6/42.5 亿元，同比增长 153.2%/8.2%/4.6%，EPS2.79/3.01/3.15 元。维持目标价 20.04 元/股及“买入”评级。

表 8 冀东水泥盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
水泥熟料销量 (万吨)	9,149	9,664	10,597	10,830	10,986
同比增速		5.6%	9.7%	2.2%	1.4%
平均售价 (元/吨)	247	291	329	333	335
吨毛利	67	89	125	129	132
水泥熟料收入 (百万元)	22,601	28,104	34,911	36,026	36,785
其他业务收入 (百万元)	2,567	2,745	3,019	3,019	3,019
总收入 (百万元)	25,168	30,849	37,930	39,045	39,804
同比增速		22.6%	23.0%	2.9%	1.9%
归母净利润 (百万元)	504	1,483	3,756	4,062	4,249
净利率	2.0%	4.8%	9.9%	10.4%	10.7%
同比增速		194.1%	153.2%	8.2%	4.6%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

4. 投资建议及风险提示

在行业纠错及估值切换行情下，我们推荐行业核心资产海螺水泥、华新水泥、冀东水泥，同时建议关注高弹性的万年青、天山股份、祁连山。

风险提示：

地产调控严于预期致需求低于预期：地产是水泥主要下游之一。如地产调控严于预期，则水泥需求可能弱于预期。

系统性风险：宏观经济及贸易摩擦走势可能影响A股整体走势及估值。

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郝暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。