

海螺入主，疆内水泥行业生态或裂变

买入 评级

投资要点:

- 五月初铁道部出台《铁路“十二五”发展规划》，其中涉及新疆有13条铁路和8条铁路煤运通道项目，有效拉动区域水泥需求。相较于区域大幅新增产能，公司水泥产能扩张稳健，2012年和2013年各新增生产线1条/2条。矿业能源项目陆续建设投产，2013年后能源和化工有望接力水泥，持续成长可期。
- 通过定向增发方式，海螺水泥成为青松建化第二大股东，可预计海螺水泥的战略支持将大幅提升青松建化市场竞争力和盈利情况，利于新疆龙头地位的稳固及全疆市场的拓展。

报告摘要:

- 铁路基建大幅投资拓宽水泥长期需求空间，近期产能集中扩建预期短期疆内供给承压。**2011年新疆交通固定资产投资增速66%，房地产投资增速49%，“十二五”期间固定资产投资的跨越式增长有效打开了水泥长期需求空间；另一方面，2011年新疆新增水泥产能2488万吨，供需形势出现拐点，且预计12和13年分别新增产能1493/1848万吨，短期内存在供给压力，水泥价格稳定依赖市场协同。
- 多元化战略拓宽公司未来盈利空间。**今年公司与国电集团在库车合资建设库车大平滩煤矿，预计2013年建成投产，年产煤240万吨；与国电合作的大小石峡水电项目正在投入建设；吐鲁番国电青松的风能、太阳能项目正在运作，这些矿业、能源项目将在“十二五”期间增厚公司利润。
- 海螺水泥20亿认购青松建化定增股切入新疆市场。**6月1日，海螺宣告拟以每股13.53元的价格认购1.5亿股增发股份，并介入青松建化的经营管理。海螺入驻将在水泥主业的技术、管理、项目建设及市场整合等方面给予青松建化支持，预计青松建化的市场竞争力和业绩水平都将得到改善和提升。
- 2012、2013年公司EPS分别预计为1.20和1.80元，对应当前股价PE为11.8和7.9，目标价为15.5元，给予公司“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	2220	3065	4206	5291
营业利润(百万元)	454	590	944	1344
净利润(百万元)	465	575	860	1183
每股收益(元)	0.97	1.20	1.80	2.47

建材行业研究组

联系人:

邓海清

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

沈荣

电话: 010-88013569

Email: shenrong@hysec.com

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20111231	61375	7800股
20110930	56445	8481股
20110630	42885	11162股

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20111231	20110930
机构持股	24201万股	32165万股
占流通A股比	50.56%	67.19%
持股家数及进出情况	10	78

数据来源: WIND

目录

一、公司概况：多元化孕育的转型战略.....	5
(一) 水泥产能布局铁路线，立足南疆、拓展乌昌.....	5
(二) 涉足化工、能源领域，多元化发展拓展盈利空间.....	6
二、地区水泥价量及供给分析.....	7
(一) 价格下行，产量回升.....	7
(二) 新疆地区产能密集投放.....	8
三、需求分析——综合测算新疆 12 年水泥需求为 3998 万吨.....	12
(一) 新疆“十二五”跨越式发展规划拓宽水泥长期需求空间.....	13
(二) 总量需求——预计新疆 2012 水泥产量 3762 万吨.....	13
(三) 分项需求——预计新疆 2012 交通基建耗用水泥 2131 万吨.....	14
(四) 分项需求——预计新疆 2012 房地产开发耗用水泥 1138 万吨.....	15
(五) 分项需求——预计新疆 2012 农村建设耗用水泥 728 万吨.....	15
(六) 供需缺口分析——新疆地区供给承压.....	17
四、公司财务分析.....	17
(一) 毛利提升拉动股东回报增长.....	17
(二) 财务稳健，期间费用控制好.....	18
五、盈利预测.....	19
(一) 生产成本预测.....	19
(二) 销售盈利预测.....	20
(三) 敏感性分析——水泥价格对 EPS 的弹性为 3.97.....	21

插图

图 1-1: 公司水泥产品种类	5
图 1-2: 公司控股股东及实际控制人	5
图 1-3: 公司分业务收入	5
图 1-4: 公司疆内产能份额	5
图 1-5: 公司及青松建化 2012 年底疆内产能分布	6
图 1-6: 公司及青松建化 2013 年底疆内产能分布	6
图 1-7: 公司与国电主要合作能源项目	6
图 2-1: 全国水泥价格走势	7
图 2-2: 新疆地区水泥价格走势	7
图 2-3: 新疆地区当月水泥产量及增速	7
图 2-4: 新疆地区累计水泥产量及增速	7
图 2-5: 乌昌地区 2010-2013 年水泥产能投放情况	8
图 2-6: 北疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况	9
图 2-7: 东疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况	10
图 2-8: 南疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况	10
图 2-9: 新疆地区产能增速较快, 区域集中度提升	12
图 2-10: 新疆各片区产能增速	12
图 2-11: 新疆水泥产能分布	12
图 2-12: 公司新疆地区产能分布	12
图 3-1: 新疆水泥需求结构	12
图 3-2: 新疆各区域协调发展	13
图 3-3: 新疆地区固定资产投资与水泥产量散点图	14
图 3-4: 新疆地区累计固定资产投资及增速	14
图 3-5: 新疆交通固定资产投资与水泥需求散点图	14
图 3-6: 新疆交通固定资产累计投资额及增速	14
图 3-7: 新疆房地产开发投资完成额与水泥需求散点图	15
图 3-8: 新疆房地产开发投资累计完成额及增速	15
图 3-9: 新疆农村固定资产投资完成额与水泥需求散点图	16
图 3-10: 新疆地区 2012 年水泥需求	16
图 3-11: 新疆地区“十二五”固定资产投资项目汇总	17
图 3-12: 新疆地区 2011-2013 年供需缺口	17
图 4-1: 毛利率与水泥上市公司对比	18
图 4-2: 净资产收益率与水泥上市公司对比	18
图 4-3: 资产负债率与水泥上市公司对比	18
图 4-4: 财务费用与水泥上市公司对比	18
图 4-5: 管理费用率与水泥上市公司对比	18
图 4-6: 销售费用率与水泥上市公司对比	18
图 5-1: 新疆煤炭价格及水泥煤炭价格差	19
图 5-2: 全国煤炭价格及水泥煤炭价格差	19
图 5-3: 公司水泥成本结构	19
图 5-4: 公司水泥单位成本预测	19
图 5-5: 公司各业务销售预测	20

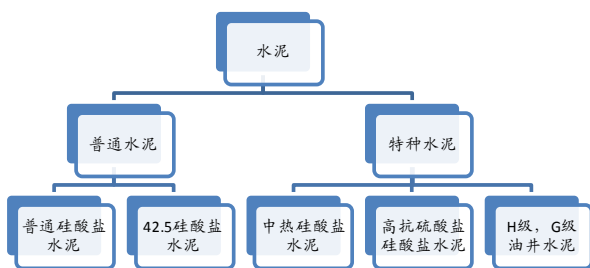
图 5-6: EPS 对水泥综合价格/销量的敏感性分析.....	22
图 5-7: 水泥综合价格对 EPS 弹性分析.....	22
图 5-8: 公司 2012-2014 年公司利润预测.....	23

一、公司概况：多元化孕育的转型战略

(一) 水泥产能布局铁路线，立足南疆、拓展乌昌

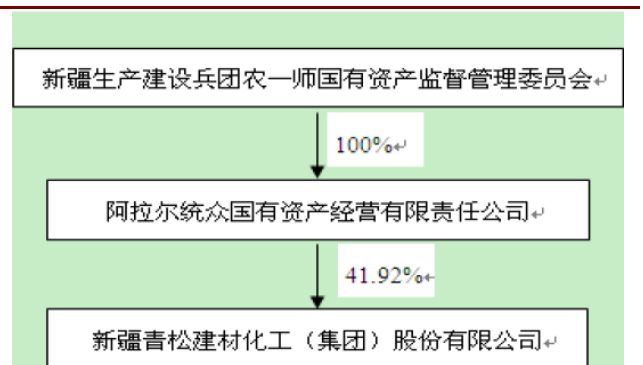
公司是新疆境内第二大水泥公司，产品涵盖各种品种的通用硅酸盐水泥和 H 级、G 级油井水泥、大坝水泥及道路水泥等特种水泥。其中 H 级油井水泥在全国包括青松建化在内仅 5 家水泥生产企业能够生产，新疆仅青松建化一家。公司的控股股东是为阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司，实际控制人为新疆生产建设兵团农一师国资委。

图 1-1: 公司水泥产品种类



资料来源：公司网站，宏源证券

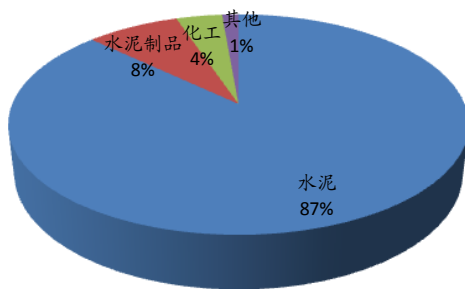
图 1-2: 公司控股股东及实际控制人



资料来源：公司年报，宏源证券

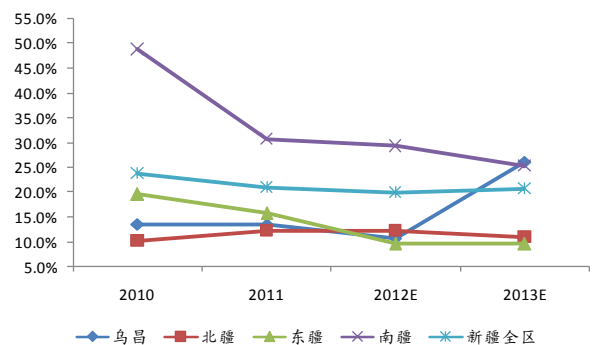
公司的主要业务来源于水泥板块，近三年水泥及水泥制品收入占公司总收入 95% 左右。公司的业务重心集中在南疆地区，2011 年前一直稳居南疆产能第一，市场占有率接近 50%，近年来随着竞争对手天山股份大举产能扩张，公司逐步向北疆，特别是乌昌地区倾斜，形成乌昌、南疆遥相呼应的产能布局。

图 1-3: 公司分业务收入



资料来源：WIND，宏源证券

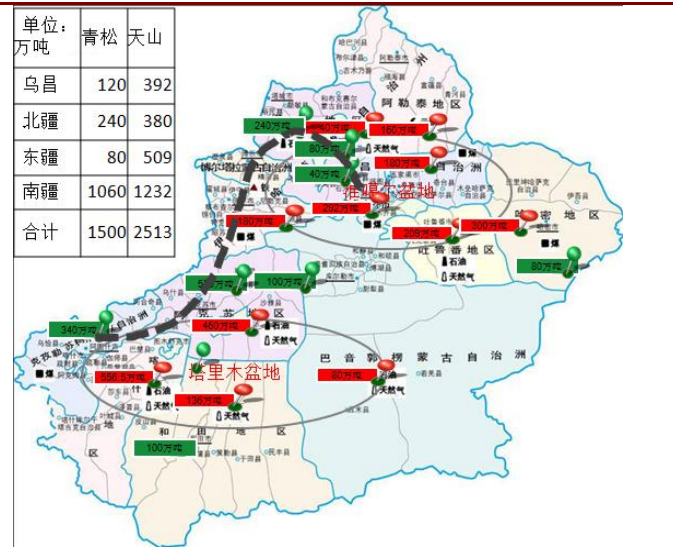
图 1-4: 公司疆内产能份额



资料来源：公司公告，宏源证券

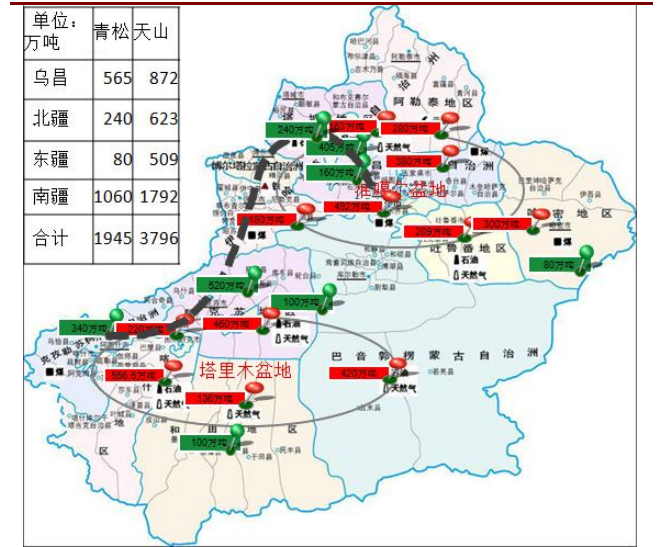
公司在新疆境内主要的竞争对手是天山股份，其近年来产能迅速扩张，采用以直销为主，代理商为辅的销售模式，在乌昌、北疆、东疆和南疆全面布局。而青松建化的水泥销售区域主要集中在南疆和乌昌，销售渠道以中间商打通市场为主。不同于天山股份围绕盆布局产能，以期靠近煤炭石油等自然资源，青松建化的生产线则集中铁路公路沿线，节省运输成本，更注重市场控制力，产能主要投放于乌昌石、阿克苏和喀什-克州三个区域

图 1-5: 公司及青松建化 2012 年底疆内产能分布



资料来源: 公司公告, 宏源证券整理

图 1-6: 公司及青松建化 2013 年底疆内产能分布



资料来源: 公司公告, 宏源证券整理

(二) 涉足化工、能源领域, 多元化发展拓展盈利空间

公司秉持多元化的发展战略, 除了水泥主业之外, 还涉足化工和能源板块。其中化工方面, 目前收入主要来自磷肥、硫酸, 公司下属磷肥厂是南疆地区唯一一家具备生产磷肥、硫酸钾、硫酸、盐酸的化工企业, 年产磷肥 8 万吨、硫酸 3 万吨、滴灌肥 1 万吨以及复合肥 2 万吨。除此之外, 2012 年上半年预期还有 5 万吨聚乙烯醇项目开工建设以及一期年产 10 万吨离子膜烧碱项目投产。

能源方面, 通过与国电合作, 参股水电、煤炭、新能源等合作项目。其中与国电集团在库车合资建设库车大平滩煤矿, 预计 2013 年建成投产, 年产煤 240 万吨; 与国电合作的大小石峡水电项目正在投入建设; 吐鲁番国电青松的风能、太阳能项目正在运作, 这些矿业、能源项目将在“十二五”期间增厚公司利润。

图 1-7: 公司与国电主要合作能源项目

时间	投资标的	具体内容
2008.1	国电阿克苏河流域水电开发	公司持股 15%, 项目分三期进行, 其中一期吐木秀克水电站, 投资 5.6 亿元, 装机 48MW, 2009 年已经建成发电; 二期小石峡水库, 项目投资 6.5 亿元, 装机 110MW, 今年投产; 三期大石峡投资 40 亿, 装机 600MW, 2014 年首台机组发电, 2015 年竣工。此外, 项目本身亦可带动约 600 万吨水泥需求。
2008.2	国电青松库车矿业开发	国电持股 51%, 公司持股 49%, 年产能 240 万吨, 可开采储量 4.47 亿吨 (约 85% 的焦煤)。一期建设为 90 万吨, 预期 2012 年将开始贡献业绩。不仅解决了公司自身原煤供应问题, 而且将对公司未来效益的增长产生重大影响
2009.4	国电青松吐鲁番新能源	公司持股 35%, 其中, 煤炭储量 (动力煤) 约 19.8 亿吨, 一期开发建设风电 5 万千瓦, 水电 5 万千瓦, 太阳能热发电 1.2 万千瓦, 2011 年以后也将逐渐释放业绩。中长期规划达到太阳能热发电 30 万千瓦、水电 5 万千瓦、热电冷联产 66 万千瓦、煤炭 2000 万吨/年、风电 50 万千瓦。
2010.2	国电巴楚发电有限公司	公司持股 10%。一期建设规模为开发 2×135MW 火电厂, 总投资额约为 12 亿元人民币, 同时预留 2×330MW 火电厂扩建, 充分利用自身的煤炭资源。

资料来源: 公司公告, 宏源证券

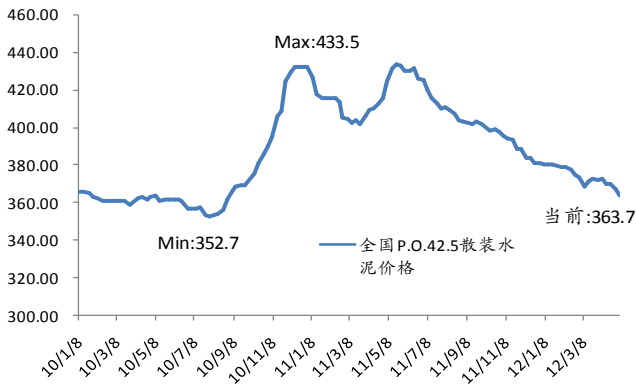
二、地区水泥价格及供给分析

(一) 价格下行，产量回升

1、新疆地区价格震荡下降

新疆方面，今年以来，受新增产能压力影响，水泥价格除3月份有小幅上涨外，整体呈现下降态势，截止5月初，高标水泥价格为480元，较上年同期跌幅20%，但仍高出全国平均价格116元。5月铁道部公布了《铁路“十二五”发展规划》，其中涉及新疆有13条铁路和8条铁路煤运通道项目，预计未来新疆将面临供需齐升局面，基建的跨越式发展使得长期水泥需求保持旺盛，而产能密集投放使得中短期仍存在供给压力，价格涨幅空间不大。

图 2-1: 全国水泥价格走势



(二) 新疆地区产能密集投放

受新疆跨越式固定资产投资增速的刺激，新疆自 11 年来，以天山股份和青松建化为代表，纷纷加大生产线投入，11-13 年相继投产生产线 18/9/11 条，新增产能 2488/1493/1848 万吨。其中青松建化新投产生产线 3/1/2 条，新增产能 420/240/445 万吨。新疆全区水泥产能统计如下：

图 2-5: 乌昌地区 2010-2013 年水泥产能投放情况

地区	序号	企业名称	生产线	设计产能 (t/d)	年水泥产能	
					生产线	企业
乌鲁木齐	1	新疆屯河股份有限公司		1000	40.0	40.0
	2	新疆天山水泥股份有限公司	一线	700	28.0	108.0
	3		二线	2000	80.0	
	4	天山米东水泥有限公司	一线	1600	64.0	144.0
	5		二线	2000	80.0	
		6	新疆青松水泥有限责任公司		2000	80.0
昌吉州	7	奇台大唐水泥有限公司		3000	120.0	120.0
石河子	8	新疆天业水泥有限公司	一线	2000	80.0	160.0
	9		三线	2000	80.0	
	10	青松天业水泥有限公司		1000	40.0	40.0
	11	新疆天业天辰水泥有限公司	一线	2500	100.0	200.0
	12		二线	2500	100.0	
2010 年底乌昌地区产能情况	12 条	产能合计		892.0		
其中：青松建化	2 条	产能合计		120.0	占比	13.45%
昌吉州	2	天宇华鑫水泥	一期	3000	120.0	120.0
	3	阜康天山电石渣	一期	2500	100.0	100.0
2012 年乌昌地区新增产能情况	2 条	产能合计		220.0		
2012 年底乌昌地区产能情况	14 条	产能合计		1112.0		
其中：青松建化	2 条	产能合计		120.0	占比	10.79%
乌鲁木齐	1	青松乌鲁木齐达坂城	一线	7500	325.0	325.0
	2	天山乌鲁木齐	一期	5000	200.0	200.0
五家渠	3	青松五家渠		3000	120.0	120.0
昌吉州	4	阜康天山电石渣	二期	2500	100.0	100.0
	5	昌吉屯河		4000	180.0	180.0
	6	天宇华鑫水泥	二期	3000	120.0	120.0
2013 年乌昌地区新增产能情况	6 条	产能合计		1045.0		
2013 年底乌昌地区产能情况	21 条	产能合计		2157.0		
其中：青松建化	4 条	产能合计		565.0	占比	26.19%

资料来源：公司公告，宏源证券

图 2-6: 北疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况

地区	序号	企业名称	生产线	设计产能 (t/d)	年水泥产能	
					生产线	企业
克拉玛依	1	克拉玛依龙盛特种水泥有限公司		1200	48.0	48.0
博尔塔拉	2	新疆博兰水泥有限公司		2000	80.0	80.0
	3	博乐南岗建材有限公司		2000	80.0	80.0
	4	精河昆仑水泥		2500	100.0	100.0
	5	伊犁南岗霍城水泥厂		1600	64.0	64.0
伊犁	6	新疆伊力特北屯水泥厂		1000	40.0	40.0
	7	伊犁南岗建材有限公司		2000	80.0	120.0
	8			1000	40.0	
	9	新疆伊力特北屯水泥厂		1000	40.0	40.0
	10	新疆金龙水泥有限公司		1600	64.0	64.0
塔城	11	天山水泥公司沙湾技改工程		1000	40.0	40.0
	12	青松建化		3000	120.0	120.0
	13	霍城三山水泥公司		3000	120.0	120.0
阿勒泰	14	屯河水泥布尔津线分公司		2000	80.0	80.0
	15	哈巴河水泥有限公司		2500	100.0	100.0
	16	天山股份布尔津水泥公司		2000	80.0	80.0
2010 年底北疆产能情况	16 条	产能合计		1176.0		
其中: 青松建化	1 条	产能合计		120.0	占比	10.20%
博尔塔拉	1	精河昆仑水泥		2500	100.0	100.0
伊犁	2	鑫疆水泥		2500	100.0	100.0
	3	屯河水泥		4500	180.0	180.0
	4	金龙水泥		4000	160.0	160.0
塔城	5	青松建化		3000	120.0	120.0
	6	霍城三山水泥公司		3000	120.0	120.0
2011 年北疆新增产能情况	6 条					780.0
2011 年底北疆产能情况	22 条	产能合计		1956.0		
其中: 青松建化	2 条	产能合计		240.0	占比	12.27%
塔城	1	额敏天山		3000	123.00	123.0
阿勒泰	2	富蕴天山		3000	120.00	120.0
2013 年北疆新增产能情况	2 条					243.0
2013 年底北疆产能情况	24 条	产能合计		2199.0		
其中: 青松建化	2 条	产能合计		240.0	占比	10.91%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-7: 东疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况

地区	序号	企业名称	生产线	设计产能 (t/d)	年水泥产能 (万吨)	
					生产线	企业
吐鲁番	1	天山集团大河沿熟料基地		2000	80.0	80.0
	2	吐鲁番东湖水泥有限公司		1200	48.0	48.0
哈密	3	特克斯鑫疆水泥有限公司		2500	100.0	100.0
	4	青松建化哈密南岗建材有限公司		2000	80.0	80.0
	5	天山股份哈密水泥公司		2500	100.0	100.0
2010 年底东疆产能情况	5 条	产能合计		408.0		
其中: 青松建化	1 条	产能合计		80.0	占比	19.61%
哈密	1	弘毅水泥		2500	100.0	100.0
2011 年东疆新增产能情况	1 条					100.0
2011 年底东疆产能情况	6 条	产能合计		508.0		
其中: 青松建化	1 条	产能合计		80.0	占比	15.75%
吐鲁番	1	吐鲁番天山		3000	129.0	129.0
哈密	2	哈密天山		5000	200.0	200.0
2012 年东疆新增产能情况	2 条					329.0
2012 年底东疆产能情况	8 条	产能合计		837.0		
其中: 青松建化	1 条	产能合计		80.0	占比	9.56%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-8: 南疆地区 2010-2013 年水泥产能投放情况

地区	序号	企业名称	生产 线	设计产能 (t/d)	年水泥产能 (万吨)	
					生产线	企业
巴音	1	天山水泥公司和静水泥厂		2000	80.0	80.0
	2	巴州青松绿原建材水泥公司		2500	100.0	100.0
	3	库尔勒鲁岳三川水泥公司		2500	100.0	100.0
阿克苏	4	天山多浪水泥公司库车矿化水泥厂		1500	60.0	60.0
	5	青松建化库车水泥厂		2500	100.0	100.0
	6	天山股份阿克苏多浪水泥公司		1500	60.0	60.0
	7	青松建化阿克苏水泥公司		3000	120.0	120.0
克孜勒	8	克州青松水泥股份有限公司		2500	100.0	100.0
喀什	9	新疆天山水泥塔什店分公司		2000	80.0	80.0
	10	阿克苏天山多浪水泥公司喀什分公司		2500	100.0	100.0
和田	11	新疆和田鲁兴水泥有限公司		1600	64.0	64.0
	12	青松建化和田水泥公司		2500	100.0	100.0
2010 年底南疆产能情况	12 条	产能合计		1064.0		

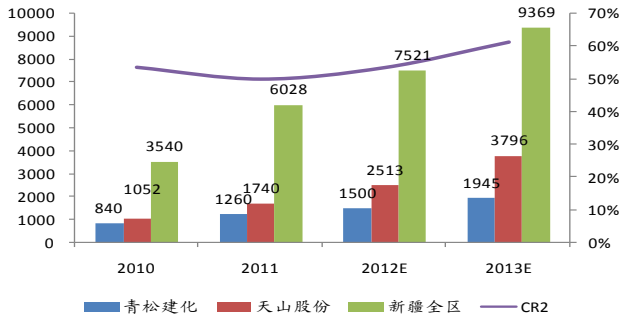
其中：青松建化	5 条		产能合计	520.0	占比	48.87%
阿克苏	1	天山多浪		3200	132.0	132.0
	2	青松建化		2500	100.0	100.0
	3	库车青松水泥公司		5000	200.0	200.0
	4	天基水泥	一期	3000	120.0	120.0
喀什	4	新森水泥		2500	100.0	100.0
	5	隆基水泥	一线	2500	100.0	100.0
	6	喀什天山		4000	186.7	186.7
	7	叶城天山		4000	189.8	189.8
	8	飞龙水泥		2000	80.0	80.0
	9	红旗水泥		2500	100.0	100.0
	10	前海水泥		2500	100.0	100.0
11	山东山水水泥	一期	5000	200.0	200.0	
2011 年新疆新增产能情况	11 条					1608.5
2011 年底新疆产能情况	23 条		产能合计	2672.5		
其中：青松建化	7 条		产能合计	820.0	占比	30.68%
阿克苏	1	库车天山		5000	208	208
	2	红狮集团	一期	4500	180	180
克孜勒	3	克州青松水泥股份有限公司	二期	6000	240	240
和田	4	洛浦天山		3200	136	136
	5	尧柏水泥		4500	180	180
2012 年新疆新增产能情况	5 条					944.0
2012 年底新疆产能情况	28 条		产能合计	3616.5		
其中：青松建化	8 条		产能合计	1060.0	占比	29.31%
巴音	1	天山水泥公司和静水泥厂		5000	220	220
	2	巴州若羌天山		3000	120	120
克孜勒	3	克州天山		5000	220	220
2013 年新疆新增产能情况	3 条					560.0
2013 年底新疆产能情况	31 条		产能合计	4176.5		
其中：青松建化	8 条		产能合计	1060.0	占比	25.38%

资料来源：公司公告，宏源证券

从产能增速上看，2010-2013 年期间，新疆全区水泥产能平均增速 38.3%，产能的密集投放使得新疆地区水泥供给压力增大；而从各片区来看，今明两年增速最快的是乌昌地区，其次是东疆。就公司而言，其 2010-2013

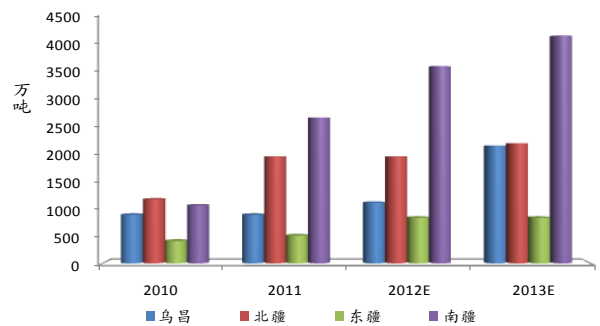
年水泥产能平均增速 32.3%，略低于市场平均，更远低于天山股份平均增速 53.4%，说明公司并未因政策利好而盲目扩产，结合产能分布，南疆地区依然是公司产能的重心，此外，乌昌地区产能占比大幅提升，公司业务向北疆扩张，分享霍尔果斯和喀什两大经济特区的建设投资。总体来看，新疆地区产能的集中投放一方面会加大供给压力，一方面也有助于提高市场集中度，预计 2013 年天山和青松两大水泥巨头合计市场份额超过 60%，从而便于形成市场协同，提高议价能力。

图 2-9: 新疆地区产能增速较快，区域集中度提升



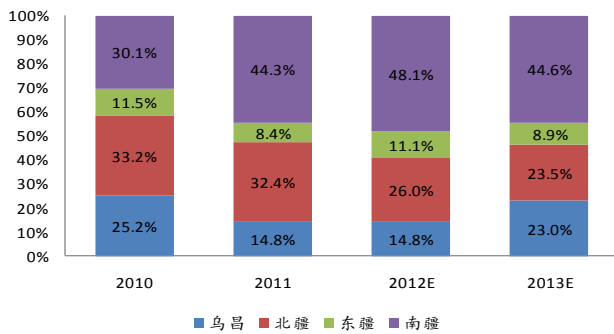
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-10: 新疆各片区产能增速



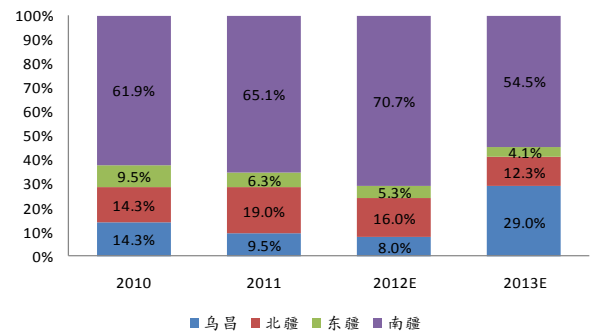
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-11: 新疆水泥产能分布



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2-12: 公司新疆地区产能分布

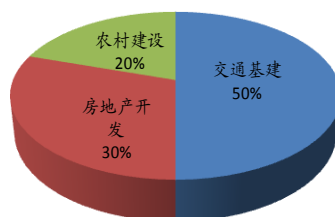


资料来源: 公司公告, 宏源证券

三、需求分析——综合测算新疆 12 年水泥需求为 3998 万吨

由于水泥行业水泥是典型的投资拉动型行业，而且基本上不对外出口，因而中国宏观经济的景气变动对其有着更为显著地影响，同时，水泥用途也十分的广泛，基础设施建设、房地产开发均是水泥大户。从对于新疆地区水泥需求调研来看，交通基建平均消耗水泥占比 50%，其次是房地产开发和农村基建，分别年耗量接近 30%和 20%。

图 3-1: 新疆水泥需求结构



资料来源: 公司调研, 宏源证券

下游需求行业以及影响这些行业景气的扩张与收缩对水泥产量有着较大的影响。我们将水泥产量与反映相关行业景气程度的固定资产投资进行对比，根据需求测算水泥的产量。由于水泥一般以销定产，我们可以根据测算得出的产量确定未来对于水泥的需求量。考虑水泥量重价低、不易储存的特性，其生产和销售具有明显区域性特征，故下文重点新疆区域展开需求分析。

（一）新疆“十二五”跨越式发展规划拓宽水泥长期需求空间

2010年中央新疆工作会议首次提出2015年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平的总体目标，要求固定资产投资向新疆自治区和兵团倾斜，各部委和省市相继开展对口援疆工作。随后《国务院关于支持喀什霍尔果斯经济开发区建设的若干意见》（以下简称《若干意见》）、《新疆“十二五”发展规划》以及《西部大开发“十二五”规划》的陆续出台，充分体现了国家政策对于新疆地区发展的倾斜，固定资产投资大幅提升有效拓宽水泥长期需求空间。

《新疆“十二五”发展规划》开篇即提出经济社会“跨越式发展”的总目标，2011-2015年平均固定资产投资增速25%以上。《西部大开发“十二五”规划》则将发展重点聚焦基础设施建设，围绕交通、水利、电力三条线，以配合矿产资源的有效开发利用。

就区域重点而言，按照“两带两区”的发展战略布局，率先发展天山北坡经济带和天山南坡产业带，扶持发展南疆三地州贫困地区和沿边高寒地区。其中南北坡经济带又以重点发展霍尔果斯和喀什经济开发区为主，《若干意见》指出对有利于经济开发区发展的疆内重大基础设施建设，中央将加大投资力度倾斜，计划于2015年基本完成经济开发区内基础设施投资；而就南疆地区建设而言，主要与“对口援疆”工作结合，其中和田、喀什、阿克苏分别对应北京、天津，上海、广州、深圳以及浙江、江苏等经济实力强的省市。可以预计这些重点投资区域将大幅拉动水泥需求，而公司未来两年新增产能重点围绕乌昌地区和南疆地区布局，销量增加可期。

图 3-2: 新疆各区域协调发展



资料来源: 新疆政府网, 宏源证券

（二）总量需求——预计新疆 2012 水泥产量 3762 万吨

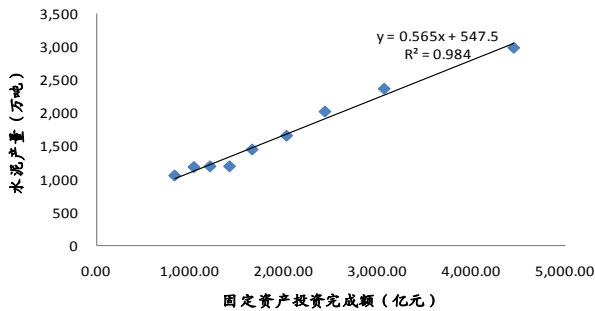
图 3-3 是新疆水泥产量与固定资产投资完成额（不含农户，以下均同）的散点图。从图中可以看出，水泥产量与固定资产投资完成额之间存在较为显著的正相关关系，说明固定资产投资完成额的趋势变动对水泥产量有着较大的影响。

对 2003 年—2011 年水泥产量(Y)和固定资产投资完成额(X)统计数据做回归分析,一元线性回归方程式为:

$$Y = 0.565X + 547.5, R^2 = 0.984$$

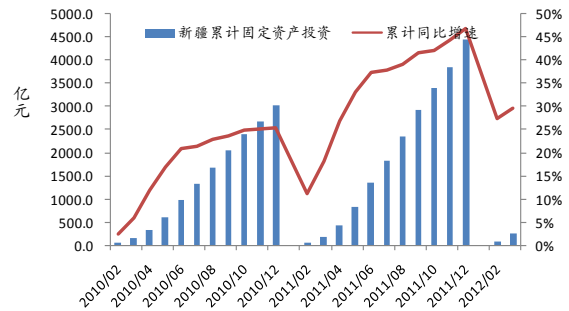
拟合优度 $R^2 = 0.984$, 说明水泥产量与固定资产投资完成额相关性极高。固定资产投资完成额对水泥产量的影响系数约为 0.565, 亦即固定资产投资完成额每增加 1 亿元, 水泥产量即增加 0.565 万吨。

图 3-3: 新疆地区固定资产投资与水泥产量散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 3-4: 新疆地区累计固定资产投资及增速



资料来源: WIND, 宏源证券测算

测算产量一: 从图 3-4 可知新疆近两年固定资产投资一直保持高速增长, 2012 年固定资产投资目标增速 28%, 据此可得新疆 2012 年固定资产投资目标完成额 5689.59 亿元, 从而推断 12 年新疆地区水泥需求 3762 万吨。

(三) 分项需求——预计新疆 2012 交通基建耗用水泥 2131 万吨

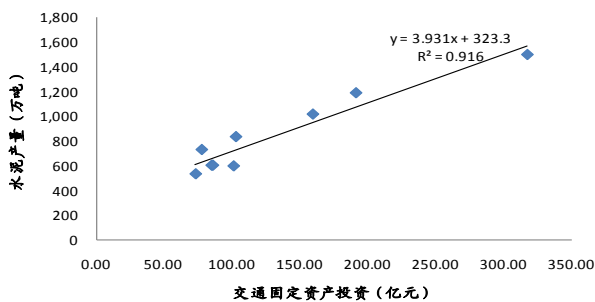
图 3-5 是新疆水泥产量(交通基建耗用)与交通固定资产投资的散点图。从图中可以看出, 水泥产量与交通固定资产投资之间存在较为显著的正相关关系, 说明交通固定资产投资的趋势变动对水泥需求有着较大的影响。

对 2003 年—2011 年交通基建耗用水泥产量(Y)和交通固定资产投资(X)统计数据做线性回归分析, 一元线性回归方程式为:

$$Y = 3.931X + 323.3, R^2 = 0.916$$

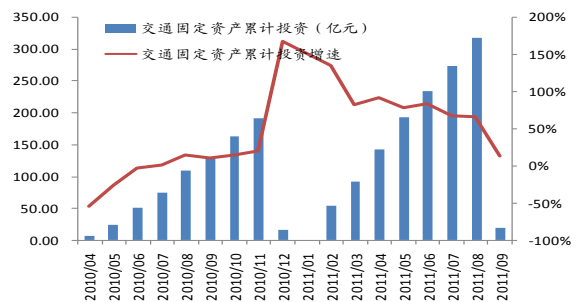
拟合优度 $R^2 = 0.916$, 说明水泥需求与交通固定资产投资相关性极高。交通固定资产投资对水泥需求的影响系数约为 3.931, 亦即交通固定资产投资每增加 1 亿元, 水泥需求即增加 3.931 万吨。

图 3-5: 新疆交通固定资产投资与水泥需求散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 3-6: 新疆交通固定资产投资累计投资额及增速



资料来源: WIND, 宏源证券测算

测算产量二: 随着新疆数条铁路公路相继施工, 预计交通固定资产投资 2012 年增速 45%, 则相应推断 12 年新疆交通固定资产投资额为 459.8 亿元, 水泥需求对应为 2131 万吨。

(四) 分项需求——预计新疆 2012 房地产开发耗用水泥 1138 万吨

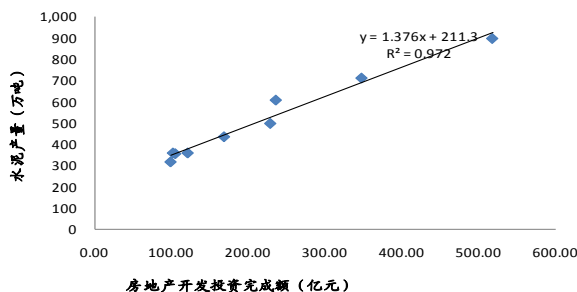
图 3-7 是新疆水泥产量（房地产开发耗用）与房地产开发投资完成额的散点图。从图中可以看出，水泥需求与房地产开发投资完成额之间存在较为显著的正相关关系，说明房地产开发投资完成额的趋势变动对水泥需求有着较大的影响。

对 2003 年—2011 年房地产开发耗用水泥产量(Y)和房地产开发投资完成额(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$Y = 1.376X + 211.3, R^2 = 0.972$$

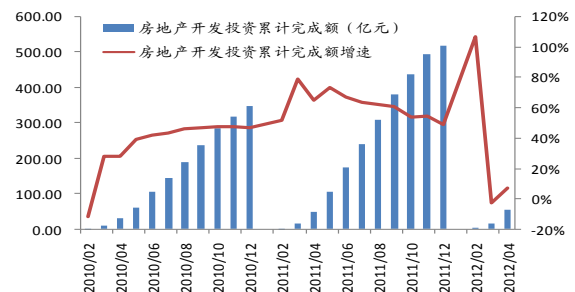
拟合优度 $R^2 = 0.972$ ，说明水泥需求与房地产开发投资完成额相关性极高。房地产开发投资完成额对水泥需求的影响系数约为 1.376，亦即房地产开发投资完成额每增加 1 亿元，水泥需求即增加 1.376 万吨。

图 3-7: 新疆房地产开发投资完成额与水泥需求散点图



资料来源：WIND，宏源证券测算

图 3-8: 新疆房地产开发投资累计完成额及增速



资料来源：WIND，宏源证券测算

测算产量三：假定新疆地区 12 年房地产投资增速 30%，则相应推断 12 年新疆地区房地产开发投资完成额为 674 亿元，对应水泥需求为 1138 万吨。

(五) 分项需求——预计新疆 2012 农村建设耗用水泥 728 万吨

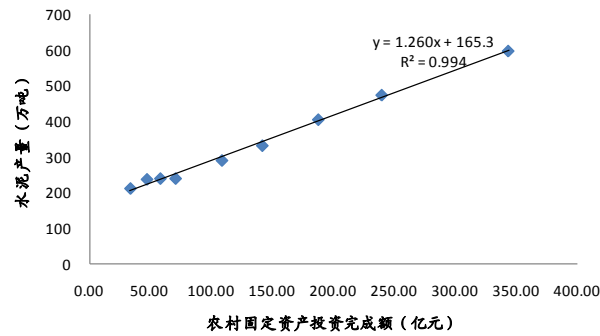
图 3-9 是新疆水泥产量（农村建设耗用）与农村固定资产投资完成额的散点图。从图中可以看出，农村建设耗用水泥产量与农村固定资产投资完成额之间存在较为显著的正相关关系，说明农村固定资产投资完成额的趋势变动对水泥需求有着较大的影响。

对 2003 年—2011 年农村建设耗用水泥产量(Y)和农村固定资产投资完成额(X)统计数据做线性回归分析，一元线性回归方程式为：

$$Y = 1.260X + 165.3, R^2 = 0.994$$

拟合优度 $R^2 = 0.994$ ，说明水泥需求与农村固定资产投资完成额相关性极高。农村固定资产投资完成额对水泥需求的影响系数约为 1.260，亦即农村固定资产投资完成额每增加 1 亿元，水泥需求即增加 1.260 万吨。

图 3-9: 新疆农村固定资产投资完成额与水泥需求散点图



资料来源: WIND, 宏源证券测算

测算产量四: 假定新疆地区 12 年农村固定资产投资增速 30%，则相应推断 12 年新疆地区农村固定资产投资完成额为 447 亿元，水泥产量对应为 728 万吨。

从总量方面，我们测算 2012 年新疆水泥需求 3762 万吨，而从水泥耗用结构来看，我们依次考虑了交通基建、房地产开发和农村建设对于水泥的需求，综合测算 2012 年新疆水泥需求 3998 万吨

图 3-10: 新疆地区 2012 年水泥需求

	斜率	X 投资 (亿元)	截距	水泥需求 (万吨)
测算一(总体)	0.565	5690	547.5	3762
分项测算合计				3998
测算二(交通基建)	3.931	460	323.3	2131
测算三(房地产开发)	1.376	674	211.3	1138
测算四(农村建设)	1.260	447	165.3	728

资料来源: WIND, 宏源证券测算

图 3-11: 新疆地区“十二五”固定资产投资项目汇总

房地产	铁路	公路	民航	水利
“十二五”期间，新疆计划完成 150 万户安居富民新建改建任务，新建廉租房 30 万套，新建公共租赁住房 35 万套，完成 37.5 万套棚户区危旧住房改造任务。到 2013 年完成困难地区 70 万户农民安居；到 2015 年实现 11.05 万户游牧民定居；全面完成城市和国有工矿棚户区和林（场）区棚户区改造任务。	“十二五”期间，新疆铁路建设投资规模将达 1200 亿元至 1500 亿元人民币，预计到 2015 年，新疆铁路营运里程可翻番，达到 8200 公里。目前，新疆铁路营运里程已突破 4000 公里；到 2020 年，新疆铁路将形成“四横四纵、五大对外通道、六个铁路口岸、四个铁路枢纽”的主骨架。	交通基础设施建设总投资规模 1500 亿元至 2000 亿元，建设总里程 7.6 万公里，到 2015 年，公路通车总里程将达 17 万公里，以适应新疆经济社会快速发展的需要；计划构建“五横七纵”干线公路网通地州市及兵团师部公路高速化，推进建制村通公路。	估算投资 170 多亿元，新建塔中、莎车、楼兰、图木舒克机场，迁建且末机场（在用）、富蕴机场（迁建后通航），扩建乌鲁木齐、和田、库尔勒、喀什机场，全疆通航机场将由现在的 14 个增至 22 个。	新疆水利“十二五”规划显示：规划投资包括防洪减灾工程 426 亿元、水资源工程 820 亿元、水土保持及生态工程 60 亿元、其他专项工程 5 亿元。同时，未来 5 年新疆水利建设任务有了新的内涵，即到 2020 年农业灌溉有效利用系数提高到 0.57，农业用水比重降到 90% 以下，“十二五”期间全社会用水量控制到 515 亿立方米，万元工业增加值用水量控制在 55 立方米/万元以下，水功能区达标率达到 80%。

资料来源：WIND，宏源证券

（六）供需缺口分析——新疆地区供给承压

结合新增新型干法产能及淘汰落后产能，我们得到了每年净产能增加，加上每年新增水泥净需求，我们给出了 2011-2013 年新疆和华东地区水泥供需缺口变动：

图 3-12: 新疆地区 2011-2013 年供需缺口

	2010	2011	2012E	2013E
新增产能	635	2488	1493	1848
淘汰落后	133	158	180	0
水泥产能净增加	502	2330	1313	1848
需求净增加	345	862	905	1124
供需缺口	157	1468	408	724

资料来源：WIND，宏源证券测算

就新疆地区而言 2010 年底新型干法生产线合计水泥产能 3540 万吨，2011 年新增产能 2488 万吨，增速高达 70%，远超固定资产投资增幅，产能密集投放使得短期内水泥供给承压，且 12 和 13 年净产能增加仍快于需求增长，未来中短期内新疆水泥仍维持供给>需求的格局。

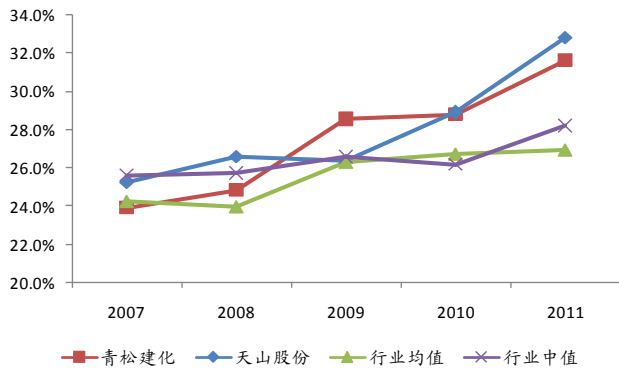
四、公司财务分析

（一）毛利提升拉动股东回报增长

公司充分利用新疆地区丰富的石灰石、煤炭资源，降低生产成本，毛利率持续提高，2011 年约为 31.6%，较去年提升约 3 个百分点，远超行业均值，略低于主要竞争对手天山股份。毛利率的提升有效拉动了公司净资产收

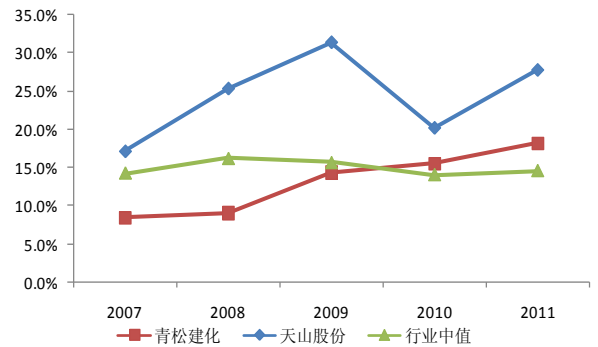
益率的上升，股东回报高于行业均值。

图 4-1: 毛利率与水泥上市公司对比



资料来源: 公司年报, 宏源证券测算

图 4-2: 净资产收益率与水泥上市公司对比

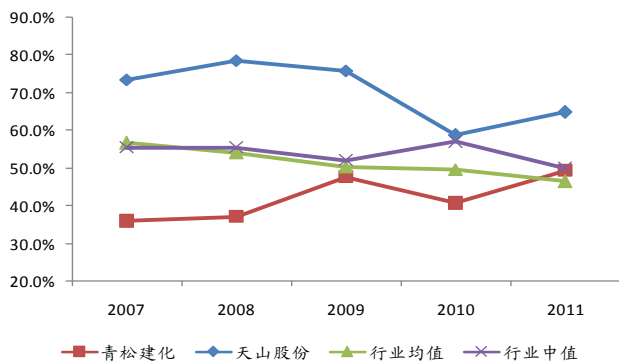


资料来源: WIND, 宏源证券

(二) 财务稳健，期间费用控制好

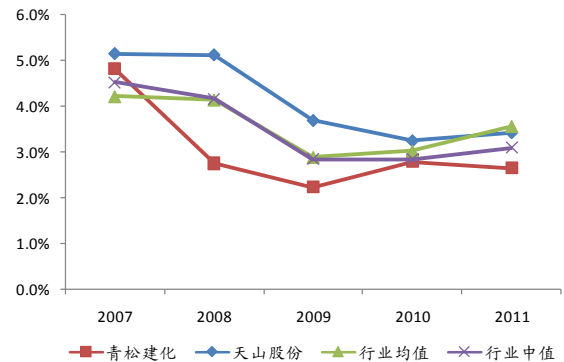
公司资产负债率远低于同业竞争对手天山股份，仅为 50%左右，财务风险较低，相应财务费用率也较低。整体期间费用率均呈逐年降低趋势，其中销售费用率仅为天山股份的 40%，得益于其生产线沿铁路公路布局，有效降低运输成本，期间费用控制好。

图 4-3: 资产负债率与水泥上市公司对比



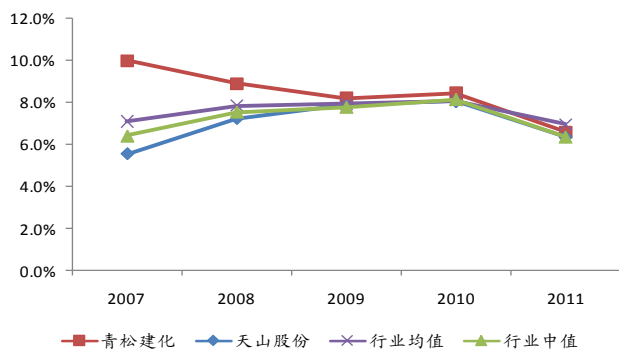
资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-4: 财务费用与水泥上市公司对比



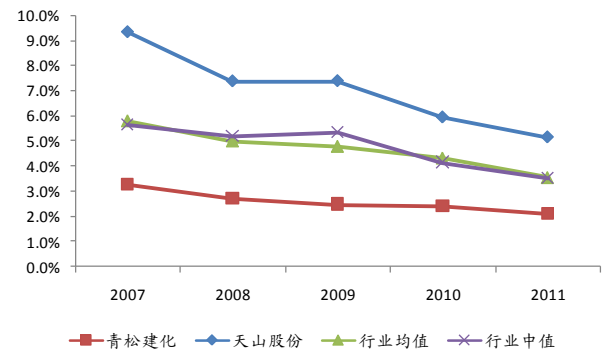
资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-5: 管理费用率与水泥上市公司对比



资料来源: WIND, 宏源证券

图 4-6: 销售费用率与水泥上市公司对比



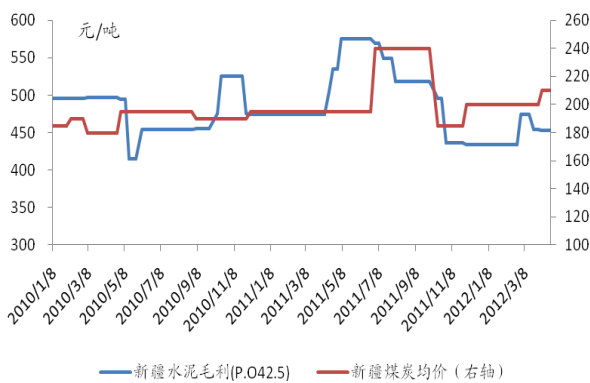
资料来源: WIND, 宏源证券

五、盈利预测

(一) 生产成本预测

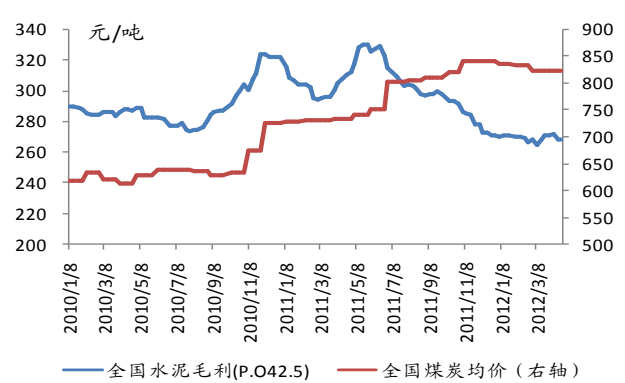
水泥行业最大的成本是能源成本，包括煤炭和电力成本，而电力成本主要又是由煤炭价格决定的，并且在我国电价受到政府的管制，所以，煤炭价格的走势是影响水泥成本的最大因素。

图 5-1: 新疆煤炭价格及水泥煤炭价格差



资料来源: WIND, 宏源证券测算

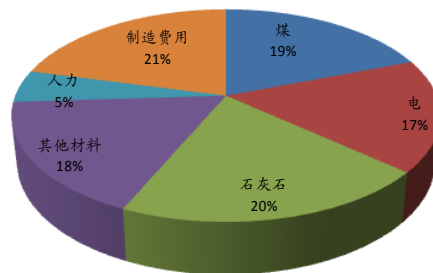
图 5-2: 全国煤炭价格及水泥煤炭价格差



资料来源: WIND, 宏源证券测算

从图中可以看出，相较于全国平均，新疆因为资源储备丰富而煤炭价格较低，相应的煤电成本占比较低，根据测算，我们给出了公司单位水泥成本结构，并据此预测 2012-2014 年水泥成本：

图 5-3: 公司水泥成本结构



资料来源: 公司公告, 宏源证券测算

图 5-4: 公司水泥单位成本预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水泥吨成本 (元/吨)	213.76	214.90	214.34	215.06	225.64	237.55
吨水泥消耗煤(吨)	0.15	0.15	0.15	0.14	0.14	0.14
采购煤价 (不含税)	301.11	267.76	258.92	271.87	285.46	305.44
煤成本占比	21.1%	18.7%	18.1%	17.7%	17.7%	18.0%
煤成本 (元/吨)	45.17	40.16	38.84	38.06	39.96	42.76

吨水泥电耗(度)	105	105	103	102	101	100
电价(元/度)	0.34	0.34	0.37	0.39	0.41	0.43
电成本占比	16.9%	16.6%	17.8%	18.4%	18.3%	18.0%
电成本(元/吨)	36.17	35.61	38.11	39.63	41.20	42.83
合计占比	38.1%	35.3%	35.9%	36%	36%	36%
能源成本(元/吨)	81.33	75.77	76.95	77.69	81.16	85.59
吨水泥石灰石(吨)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
石灰石价格(元/吨)	53.57	52.33	56.69	56.69	59.53	62.50
占比	20.1%	19.5%	21.2%	21.1%	21.1%	21.0%
石灰石成本(元/吨)	42.86	41.86	45.35	45.35	47.62	50.00
占比	16.7%	18.6%	17.0%	17.0%	17.0%	16.9%
其他材料成本(元/吨)	35.59	39.99	36.46	36.46	38.28	40.20
占比	4.7%	4.5%	5.6%	5.6%	5.7%	5.8%
人力成本(元/吨)	10.07	9.56	12.05	12.05	12.89	13.79
占比	20.6%	22.2%	20.3%	20.2%	20.2%	20.2%
制造费用(元/吨)	43.93	47.71	43.51	43.51	45.69	47.97

资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

(二) 销售盈利预测

我们将公司按业务分为水泥、水泥制品、化工和其他, 分别进行了销售预测。

图 5-5: 公司各业务销售预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水泥						
水泥单价(元/吨)	302	305	322	306	337	370
有效产能(万吨)	490	740	1005	1460	1835	1945
产能利用率	69%	65%	58%	60%	60%	65%
产量(万吨)	339	480	580	876	1101	1264.25
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
销量(万吨)	339	480	580	876	1101	1264.25
增长率(YOY)		42%	21%	51%	26%	15%
水泥收入(百万元)	1023.37	1465.36	1867.77	2679.93	3705.09	4679.90
增长率(YOY)		43%	27%	43%	38%	26%
毛利率	29%	30%	33%	30%	33%	36%
平均成本(元/吨)	214	215	214	215	226	238
销售成本(百万元)	724.64	1031.50	1243.17	1883.91	2484.34	3003.29
增长率(YOY)		42%	21%	52%	32%	21%

毛利 (百万元)	298.73	433.86	624.60	796.02	1220.75	1676.62
增长率 (YOY)		45%	44%	27%	53%	37%
水泥制品						
销售收入 (百万元)	94.19	132.31	167.93	218.31	301.82	381.22
增长率 (YOY)		40%	27%	30%	38%	26%
毛利率	28%	30%	25%	32%	29%	29%
销售成本 (百万元)	67.48	92.26	125.59	148.45	213.81	271.47
增长率 (YOY)		37%	36%	18%	44%	27%
毛利 (百万元)	26.71	40.05	42.33	69.86	88.01	109.75
增长率 (YOY)		50%	6%	65%	26%	25%
化工						
销售收入 (百万元)	68.51	84.39	83.14	87.30	96.03	105.63
增长率 (YOY)		23%	-1%	5%	10%	10%
毛利率	30%	27%	26%	32%	32%	32%
销售成本 (百万元)	48.18	61.34	61.56	59.36	65.30	71.83
增长率 (YOY)		27%	0%	-4%	10%	10%
毛利 (百万元)	20.33	23.05	21.58	27.94	30.73	33.80
增长率 (YOY)		13%	-6%	29%	10%	10%
其他						
销售收入 (百万元)	64.36	71.90	101.03	79.10	103.40	124.50
增长率 (YOY)		12%	41%	-22%	31%	20%
毛利率	18%	11%	13%	18%	15%	15%
销售成本 (百万元)	53.05	63.72	87.61	64.86	87.89	105.825
增长率 (YOY)		20%	37%	-26%	36%	20%
毛利 (百万元)	11.31	8.19	13.42	14.24	15.51	18.68
增长率 (YOY)		-28%	64%	6%	9%	20%
销售总收入 (百万元)	1250.43	1753.96	2219.87	3064.63	4206.33	5291.26
销售总成本 (百万元)	893.35	1248.82	1517.93	2156.58	2851.34	3452.41
毛利 (百万元)	357.08	505.14	701.94	908.05	1355.00	1838.85
平均毛利率	29%	29%	32%	30%	32%	35%

资料来源: WIND, 宏源证券

(三) 敏感性分析——水泥价格对 EPS 的弹性为 3.97

考虑到水泥业务是公司收入的重要来源,水泥价格和销量的波动直接影响企业的盈利,因此下表给出了公司 EPS 对于水泥价格销量变动的敏感性分析:

图 5-6: EPS 对水泥综合价格/销量的敏感性分析

水泥价格(元) / 销量(万吨)	400	500	600	700	876	900	1000	1100	1200
226	-0.12	-0.11	-0.09	-0.07	-0.04	-0.04	-0.02	-0.01	0.01
246	0.02	0.07	0.12	0.17	0.27	0.28	0.33	0.38	0.44
266	0.16	0.25	0.34	0.42	0.58	0.60	0.69	0.77	0.86
286	0.30	0.43	0.55	0.67	0.89	0.92	1.04	1.17	1.29
306	0.44	0.60	0.76	0.92	1.20	1.24	1.40	1.56	1.71
326	0.59	0.78	0.97	1.17	1.51	1.56	1.75	1.95	2.14
346	0.73	0.96	1.19	1.42	1.82	1.88	2.11	2.34	2.57
366	0.87	1.14	1.40	1.67	2.13	2.20	2.46	2.73	2.99
386	1.01	1.31	1.61	1.92	2.44	2.52	2.82	3.12	3.42

资料来源: 公司资料, 宏源证券测算

另外, 为了更好地反映公司 EPS 对水泥价格的敏感度, 我们发现 EPS 对水泥价格弹性为 3.97, 如果未来新疆地区协同效应持续, 水泥价格仍有涨幅, 有利于公司未来业绩的提升。

图 5-7: 水泥综合价格对 EPS 弹性分析

水泥价格(元)	水泥价格波动	EPS(元)	EPS 波动	弹性
245	-20%	0.25	-79%	3.97
260	-15%	0.49	-60%	3.97
275	-10%	0.72	-40%	3.97
291	-5%	0.96	-20%	3.97
306	0%	1.20	0%	-
321	5%	1.44	20%	3.97
337	10%	1.68	40%	3.97
352	15%	1.91	60%	3.97
367	20%	2.15	79%	3.97

资料来源: 公司资料, 宏源证券测算

2012、2013 年公司 EPS 分别预计为 1.20 和 1.80 元, 对应当前股价 PE 为 PE 为 11.8 和 7.9, 给予公司买入评级。

图 5-8: 公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2220	3065	4206	5291	流动资产	1555	1912	2728	3790
营业成本	1518	2157	2851	3452	现金	351	501	780	1454
营业税金及附加	15	21	34	42	交易性投资	0	0	0	0
营业费用	47	64	88	111	应收票据	87	120	164	207
管理费用	146	156	215	270	应收款项	111	151	207	261
财务费用	59	98	97	94	其它应收款	19	22	33	40
资产减值损失	3	0	0	0	存货	585	725	1029	1203
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他	402	392	514	625
投资收益	22	22	22	22	非流动资产	4395	4701	5063	5441
营业利润	454	590	944	1344	长期股权投资	307	307	307	307
营业外收入	126	126	126	126	固定资产	2744	4258	4634	5024
营业外支出	3	3	3	3	无形资产	148	133	120	108
利润总额	577	713	1067	1466	其他	1196	2	2	2
所得税	83	102	153	210	资产总计	5951	6613	7791	9232
净利润	494	611	914	1256	流动负债	1645	1815	2165	2468
少数股东损益	29	36	53	73	短期借款	550	550	550	550
归属于母公司净利润	465	575	860	1183	应付账款	670	952	1258	1524
EPS (元)	0.97	1.20	1.80	2.47	预收账款	95	135	178	215
年成长率					其他	330	179	179	179
营业收入	27%	38%	37%	26%	长期负债	1287	1226	1226	1226
营业利润	73%	30%	60%	42%	长期借款	1226	1226	1226	1226
净利润	53%	24%	50%	37%	其他	62	0	0	0
获利能力					负债合计	2932	3041	3391	3694
毛利率	31.62%	29.63%	32.21%	34.75%	股本	479	479	479	479
净利率	20.95%	18.76%	20.46%	22.36%	资本公积金	1318	1318	1318	1318
ROE	17.26%	17.90%	21.59%	23.42%	留存收益	898	1415	2190	3255
偿债能力					少数股东权益	325	360	413	487
资产负债率	49.3%	46.0%	43.5%	40.0%	归属于母公司所有者				
净负债比率	35.2%	26.9%	22.8%	19.2%	权益	2694	3212	3986	5051
流动比率	0.9	1.1	1.3	1.5	负债及权益合计	5951	6613	7791	9232
速动比率	0.6	0.7	0.8	1.0					

现金流量表

营运能力

资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	3.2	3.3	3.3	3.1
应收帐款周转率	23.8	23.4	23.5	22.6
应付帐款周转率	2.8	2.7	2.6	2.5

每股资料 (元)

每股收益	0.97	1.20	1.80	2.47
每股经营现金	1.07	2.87	2.67	3.55
每股净资产	5.63	6.71	8.33	10.55
每股股利	0.08	0.12	0.18	0.25

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	514	1374	1276	1701
投资活动现金流	(856)	(709)	(837)	(837)
筹资活动现金流	918	(515)	(161)	(190)
现金净增加额	576	150	279	674

分析师简介:

邓海清: 复旦大学金融学博士, 宏源证券研究所建材行业分析师, 曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年, 2010 年任职国金证券研究所宏观策略组, 2011 年加盟宏源证券研究所。

注: 宏源证券建材行业实习生冯悦对报告亦有贡献。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。