

## 建筑材料行业

### 水泥：需求高景气延续，旺季基本面补涨

天气干扰前期需求节奏，水泥行业目前有预期差：节后出货率、库存等高频数据表现不如去年同期；整体来看春节后这一个半月行业需求表现较弱，且春季复工作为淡旺季转换的关键节点，市场比较敏感，进而影响上半年量价预期。背后影响主因是天气干扰短期需求节奏，同时导致南北分化，以长三角、两广为代表的南方地区受雨水影响较大，价格下跌的同时库存快速上升高于去年同期（考虑到今年春节提前的过年效应，同比理应要比去年好），同时以正月十五为起始节点来看（农民工返工高峰），前两周出货率低于去年同期；相比京津冀地区水泥价格进入3月份后已经企稳、库存上升不明显、出货率回升接近去年同期水平。

**需求韧性超预期，上半年需求高景气延续：**一是统计局数据显示地产投资韧性超预期，基建投资继续回升；结构上今年1-2月房屋施工面积同比增长6.8%，施工投资开始对地产投资增长形成支撑，也给行业需求带来支撑；二是北方地区供给收缩有所松动，但库存上升并不明显；分区域来看，去年12月份到今年年初，北方地区水泥产量都出现较高增长，说明“错峰生产”边际出现松动；但结合三北地区的库容比数据来看，供给增加并没有带来库存明显上升，说明区域需求应该也确实不错，反映依赖基建拉动的三北市场迎来加速赶工。今年区域基建补短板是经济托底稳增长的重中之重，多个重点基建核心区域（长三角一体化、京津冀-雄安、粤港澳大湾区、西部大开发）政策预期进一步升温，其区域市场的基本面变化值得重点跟踪重视；三是工程机械、重卡数据也在超预期。

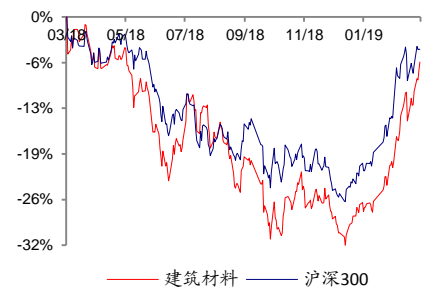
**基本面节奏重归正常，重视一季报叠加旺季行情：**随着天气好转，下游需求环比提升明显，南方地区企业出货已普遍出现明显恢复。当前水泥价格淡季有所回落，但价格仍处于绝对高位，高于去年同期；随着3月中旬天气放晴，预计将重新回到正常的基本面节奏，需求开始持续恢复将带来库存回落，进而将进入旺季涨价行情。

当前时点水泥股仍处于低估值、低预期的阶段，结合前面的量价分析判断，预计水泥公司一季报均能保持不错的业绩增长，旺季如期涨价将修正前期悲观预期，看好水泥股3-4月迎来一轮旺季补涨行情；重点推荐关注：一是华东华中地区去年高景气延续之下，上半年业绩增长确定、估值历史低位的南方双杰：华新水泥、海螺水泥（A、H）；二是区域有需求弹性、盈利持续超预期改善的北方三剑客：京津冀龙头冀东水泥、甘青龙头祁连山、新疆龙头天山股份。

**风险提示：**宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，能源结构转变过快风险，公司管理经营风险。

行业评级	持有
前次评级	持有
报告日期	2019-03-22

#### 相对市场表现



**分析师：** 邹戈  
SAC 执证号：S0260512020001  
021-60750616  
zouge@gf.com.cn

**分析师：** 徐笔龙  
SAC 执证号：S0260517080013  
021-60750611  
xubilong@gf.com.cn

**分析师：** 谢璐  
SAC 执证号：S0260514080004  
SFC CE No. BMB592  
021-60750630  
xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈、徐笔龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

建筑材料行业:2019年2月	2019-03-17
数据点评：需求景气延续，华北成为亮点	
建筑材料行业:关注天气对短期需求节奏的干扰	2019-03-10
建筑材料行业:积极把握细分行业机会	2019-03-03

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/21	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
海螺水泥	600585.SH	买入	RMB	38.07	-	5.53	5.47	6.9	7.0	4.4	4.3	29%	25%
华新水泥	600801.SH	买入	RMB	21.71	-	3.44	3.31	6.3	6.6	5.4	5.0	31%	24%
塔牌集团	002233.SZ	买入	RMB	12.19	-	1.45	1.68	8.4	7.3	6.3	5.6	19%	18%
祁连山	600720.SH	买入	RMB	9.02	-	0.84	1.4	10.7	6.4	-	-	11%	12%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

天气干扰前期需求节奏，水泥行业目前有预期差 .....	5
节后出货率、库存等高频数据表现不如去年同期 .....	5
主因是天气干扰短期需求节奏，同时导致南北分化 .....	6
需求韧性超预期，上半年需求高景气延续 .....	7
证据一：统计数据显示地产投资韧性超预期，基建投资继续回升 .....	7
证据二：北方地区供给收缩有所松动，但库存上升并不明显 .....	8
证据三：工程机械、重卡数据超预期 .....	10
基本面节奏重归正常，重视一季报叠加旺季行情 .....	11
企业出货迎来明显恢复，旺季涨价启动在即 .....	11
一季报窗口叠加旺季行情，关注低估值的优质区域龙头 .....	12

## 图表索引

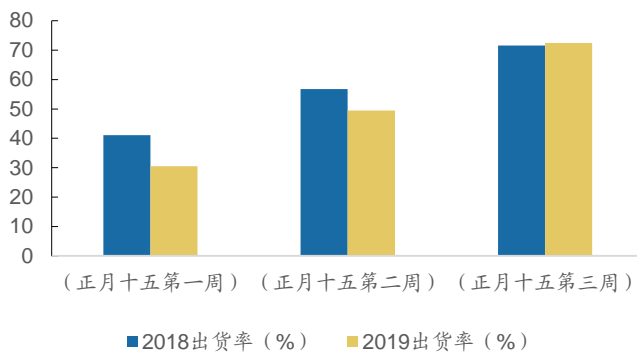
图 1: 全国水泥正月十五后三周出货率统计 .....	5
图 2: 全国水泥价格 (元/吨) .....	5
图 3: 全国水泥库容比 .....	5
图 4: 华东地区水泥库容比 .....	6
图 5: 华北地区水泥库容比 .....	6
图 6: 2019 年 1-2 月房地产开发投资同比+11.6% .....	7
图 7: 2019 年 1-2 月累计新开工面积同比+6.0% .....	7
图 8: 地产投资增速的拆分 (施工投资增速贡献+土地投资增速贡献) .....	7
图 9: 累计投资金额土地出让金及施工面积增速 .....	8
图 10: 2019 年 1-2 月基建固投 (不含电力等公用事业部门) 同比增长 4.3% .....	8
图 11: 2018 年 12 月各区域水泥产量同比增速 .....	9
图 12: 2019 年 2 月各区域水泥产量同比增速 .....	9
图 13: 三北地区库容比上升并不明显 .....	9
图 14: 南方地区库容比上升幅度更为明显 .....	9
图 15: 各地方政府债务率 .....	10
图 16: 提前下达 2019 年均衡性转移支付 (单位: 亿元) .....	10
图 17: 各省市转移支付与税收返还占财政支出比例 .....	10
图 18: 挖掘机销量增速 (3 月移动平均) .....	11
图 19: 重卡销量及同比增速 .....	11
表 1: 全国及各区域水泥出货率情况 (%) .....	6
表 2: 水泥分区域库容比 (%) .....	6
表 3: 水泥分区域价格 .....	11
表 4: 全国水泥价格历年春季涨价规律 .....	11
表 5: 江浙沪皖地区水泥价格历年春季涨价规律 .....	12
表 6: 主要 A 股水泥公司估值指标 .....	12
表 7: 可比公司公司估值 .....	13

## 天气干扰前期需求节奏，水泥行业目前有预期差

### 节后出货率、库存等高频数据表现不如去年同期

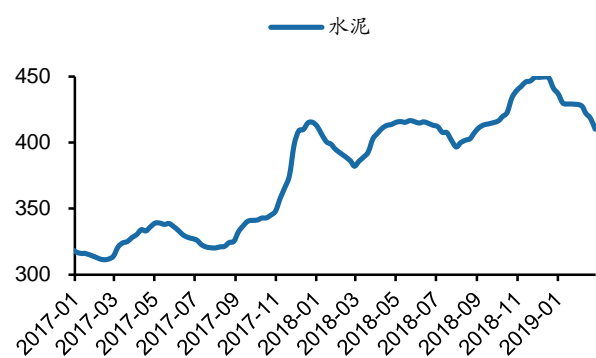
2018年12月下旬开始水泥行业步入淡季，价格回落、库存回升本属于正常的季节性现象；但春节过后，水泥价格继续下跌的同时库存出现较快上升，库存快速上升后已高于去年同期（考虑到今年春节提前的过年效应，同比理应要比去年好），同时以正月十五为起始节点来看（农民工返工高峰），前两周的发货明显低于去年同期；整体来看春节后这一个半月行业需求表现较弱，且春季复工作为淡旺季转换的关键节点，市场比较敏感，进而影响上半年量价预期。

图 1：全国水泥正月十五后三周出货率统计



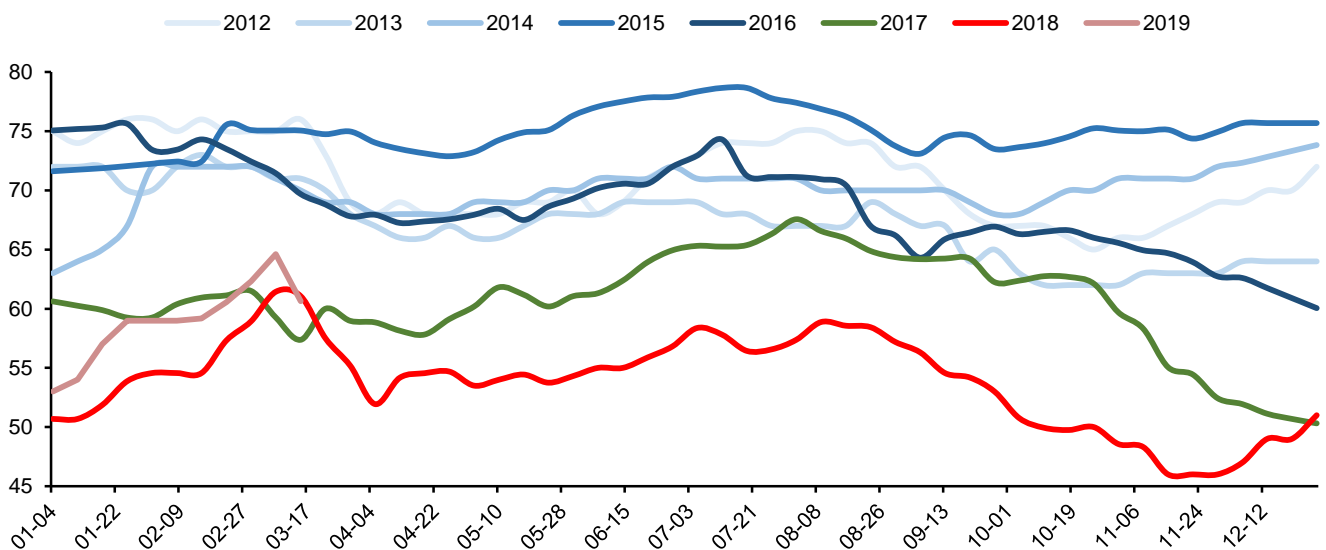
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 2：全国水泥价格（元/吨）



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 3：全国水泥库容比



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

### 主因是天气干扰短期需求节奏，同时导致南北分化

分区域来看，以长三角、两广为代表的南方地区和以京津冀为代表的北方地区两者节后也展现出较为明显的区域差异；进入3月份后两周长三角和两广地区水泥价格继续下跌、库存上升也较快并明显高于去年同期；从发货率数据来看，南方地区也明显低于去年同期（按正月十五为起始节点）；

相比京津冀地区水泥价格进入3月份后已经企稳、库存上升不明显、出货率回升接近去年同期水平，这里面的差异（和去年同期比、区域间的差异）我们认为主要和天气有关：春节过后，长三角和中部地区雨水天气频繁影响了需求启动。

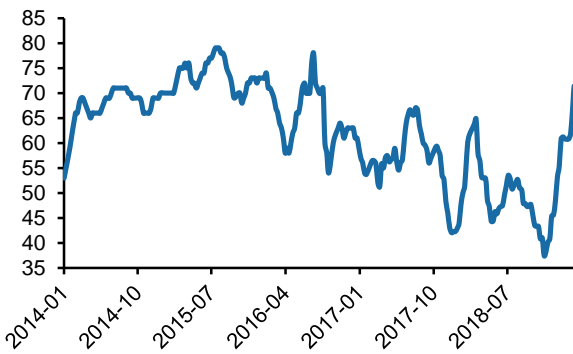
表 1: 全国及各区域水泥出货率情况 (%)

时间	全国平均出货情况	京津冀	东北	华东(不含鲁)	华中	华南	西南	西北
2018/3/9 (正月十五第一周)	41.10	30.83	-	48.50	55.45	50.63	59.50	12.78
2018/3/16 (正月十五第二周)	56.78	43.33	-	74.25	65.00	71.25	66.00	27.78
2019/3/23 (正月十五第三周)	71.51	55.83	8.75	86.50	77.27	91.25	81.00	48.33
2019/3/1 (正月十五第一周)	30.48	27.50	-	37.25	25.45	42.50	60.00	-
2019/3/8 (正月十五第二周)	49.41	41.67	-	62.00	40.91	57.50	67.50	36.89
2019/3/15 (正月十五第三周)	72.40	61.67	7.50	85.50	80.45	90.00	88.00	45.56

数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

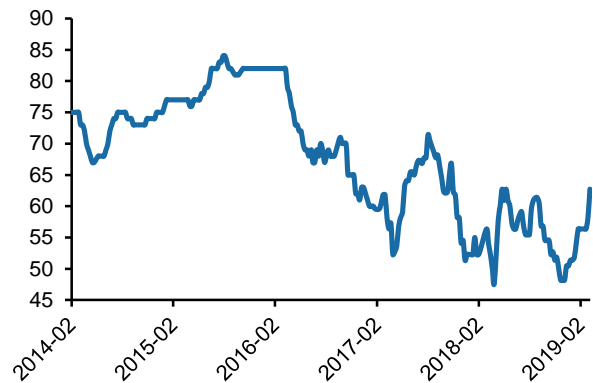
注：水泥出货率说明：水泥日发货量与企业水泥在产产能比值。

图 4: 华东地区水泥库容比 (%)



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 5: 华北地区水泥库容比 (%)



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

表 2: 水泥分区域库容比 (%)

水泥: 分区域	华东	江浙沪皖	京津冀	两广
最新库存	65.83	67.67	55.83	68.13
上周库存	71.46	73.33	61.67	73.13
去年同期库存	56.45	56.67	49.17	53.13

注：最新库存指 2019 年 3 月 15 日价格；去年同期指 2018 年 3 月 23 日；上周指 2019 年 3 月 8 日。

数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

## 需求韧性超预期，上半年需求高景气延续

### 证据一：统计数据显示地产投资韧性超预期，基建投资继续回升

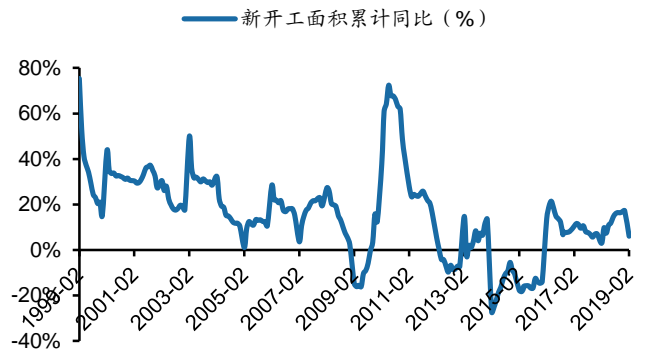
据国家统计局数据，2019年1-2月份，全国房地产开发投资同比增速11.6%，增速环比2018年1-12月份上升2.1个百分点，增速比上一年同期高1.7个百分点；全国新开工土地面积同比增速6.0%，增速环比2018年1-12月份回落11.2个百分点，增速比上一年同期高3.1个百分点；房地产投资增速依然保持较为强劲增长，韧性超预期，值得注意的是，和去年土地购置费大幅拉动投资不同，今年1-2月房屋施工面积同比增长6.8%，增速比上一年同期上升5.3个百分点，施工投资开始对地产投资增长形成支撑，也给行业需求带来支撑。

图 6：2019年1-2月房地产开发投资同比+11.6%



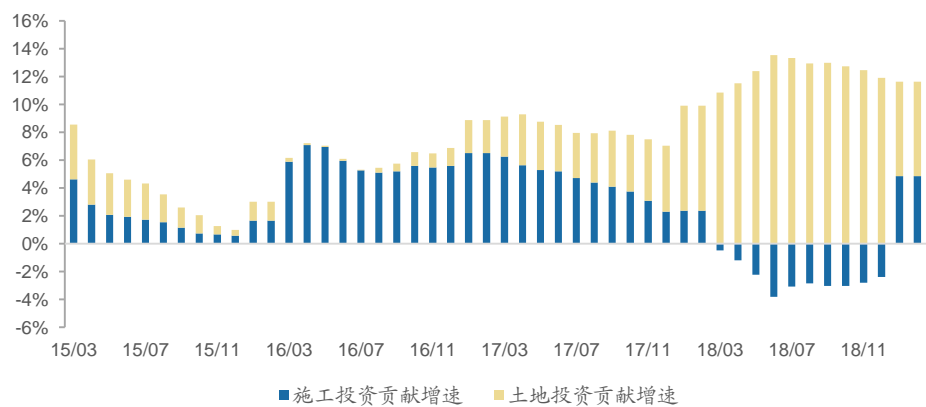
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 7：2019年1-2月累计新开工面积同比+6.0%



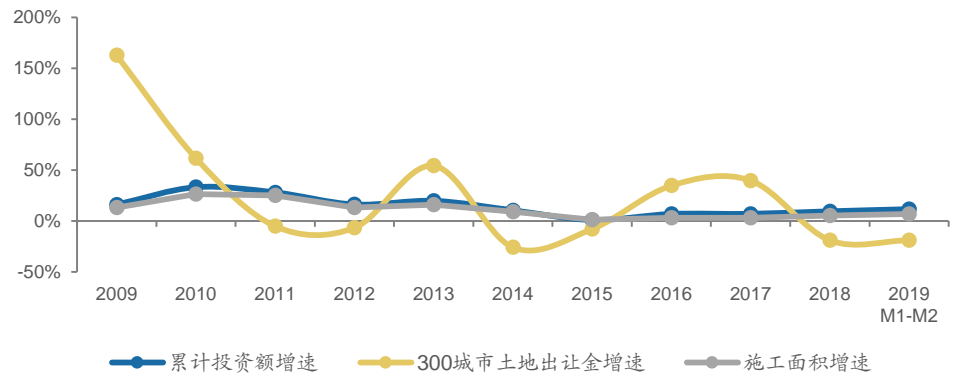
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 8：地产投资增速的拆分（施工投资增速贡献+土地投资增速贡献）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

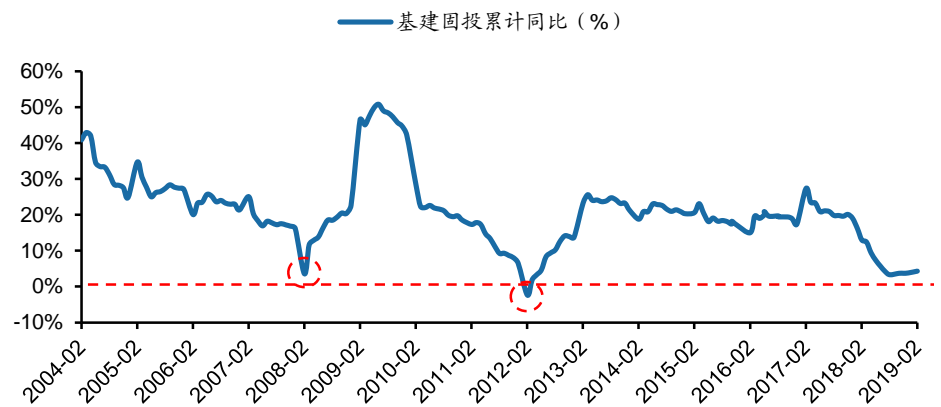
图 9：累计投资金额基地出让金及施工面积增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

据国家统计局数据，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）1-2月同比增长4.3%，增速环比2018年1-12月份上升0.5个百分点，增速比上一年同期低11.8个百分点。1-2月基建投资增速继续底部回升，在“稳增长”的政策背景下，预计后续基建投资仍将保持回升态势。

图 10：2019年1-2月基建固投（不含电力等公用事业部门）同比增长4.3%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

注：由于统计局公布数据口径的变化，2014年及之前使用“包含电力等公用事业部门”的数据，2015年及之后采用“不含电力等公用事业部门”的数据。

## 证据二：北方地区供给收缩有所松动，但库存上升并不明显

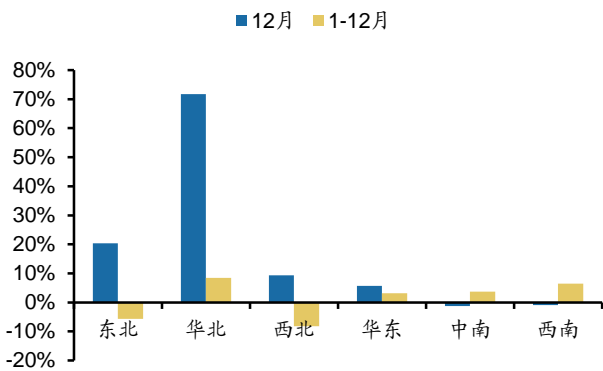
分区域来看，去年12月份到今年年初，北方地区水泥产量都出现了较高增长，说明“错峰生产”边际出现松动；但结合三北地区的库容比数据来看（上升并不明显），供给增加并没有带来库存明显上升，说明区域需求应该也确实不错，背后不



容忽视的边际变化是作为依赖基建拉动的三北市场的项目开工建设迎来加速赶工。

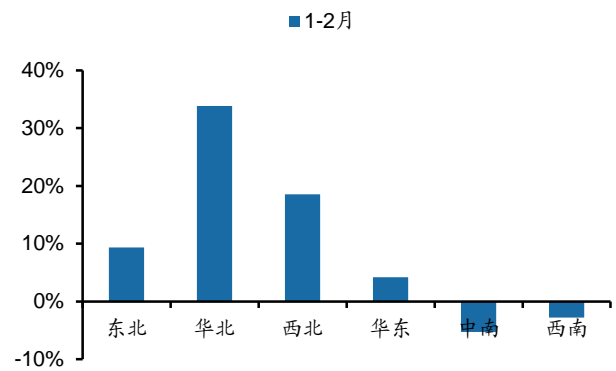
今年区域基建补短板是经济托底稳增长的重中之重，多个重点基建核心区域（长三角一体化、京津冀-雄安、粤港澳大湾区、西部大开发）政策预期进一步升温，其区域市场的基本面变化值得重点跟踪重视。从地方财政角度，重点关注一类自身财政相对健康、杠杆率低、财政宽松空间比较大的地区主要像东部的长三角、珠三角、京津冀等，一类是中央转移支付依赖程度、支持力度都比较大而且基建补短板倾向性比较明显的西北地区。

图 11：2018年12月各区域水泥产量同比增速



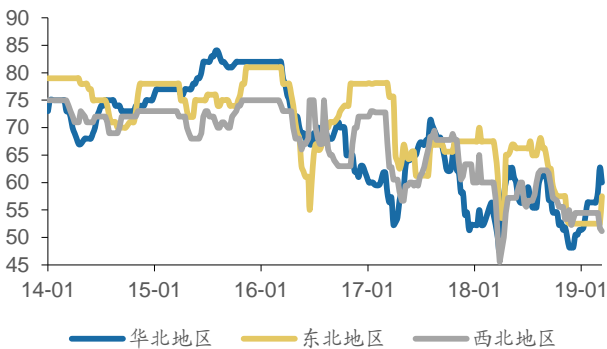
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 12：2019年2月各区域水泥产量同比增速



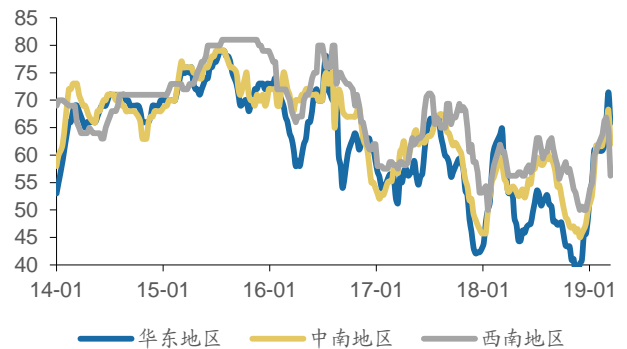
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 13：三北地区库容比上升并不明显 (%)



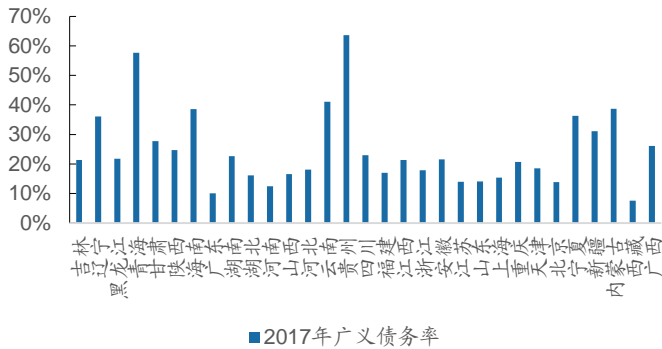
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 14：南方地区库容比上升幅度更为明显 (%)



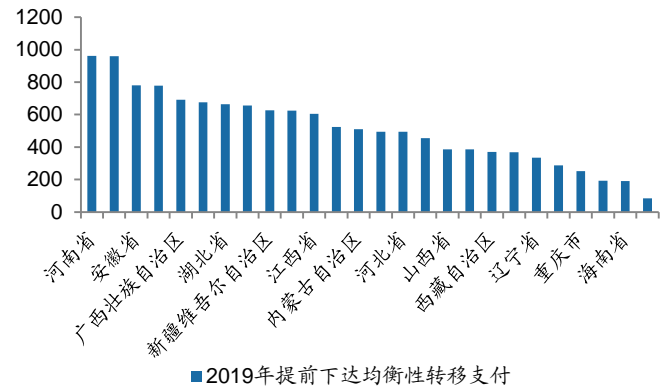
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 15: 各地方政府债务率



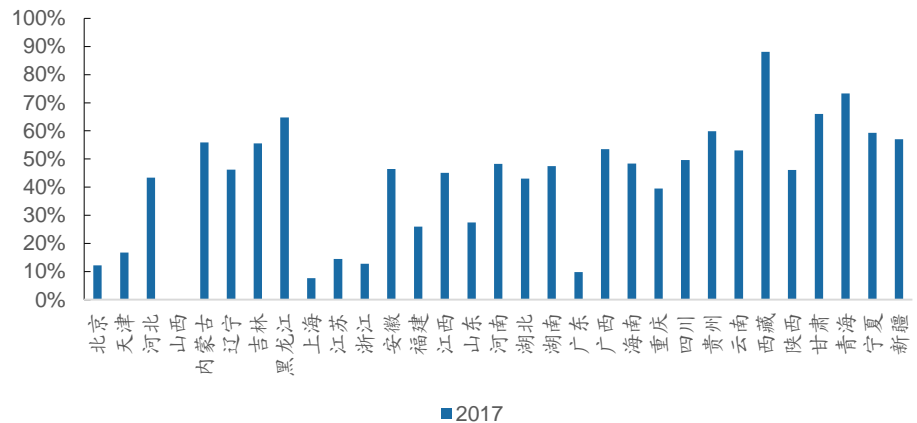
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 16: 提前下达2019年均衡性转移支付 (单位: 亿元)



数据来源: 财政部、广发证券发展研究中心

图 17: 各省市转移支付与税收返还占财政支出比例



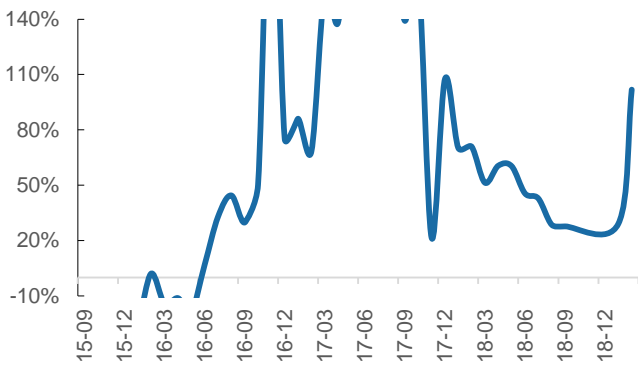
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### 证据三: 工程机械、重卡数据超预期

据工程机械协会的数据显示, 2019年2月挖掘机销量18745台, 同比增长68.68%。其中国内销量17286台, 同比增长77.73%; 出口1459台, 同比增长5.19%。考虑到春节因素的影响, 2019年1-2月国内挖机累计销量30051台, 同比增长39.91%, 销量绝对值仅次于2011年。2019年春节和2011年春节分布时间类似, 同时当前需求景气位置和2011年也有所类似。整体来看, 2月份挖机国内需求高于预期。

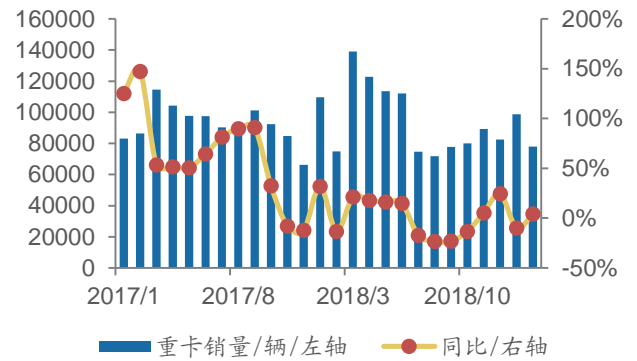
根据中汽协数据, 2019年2月份我国销售重卡7.8万辆, 同比增长4.3%, 1-2月我国累计销售重卡17.7万辆, 同比累计下降4.2%。1-2月重卡批发销量负增长与高基数有关, 剔除基数影响后, 1-2月重卡行业销量较为强劲。

图 18: 挖掘机销量增速 (3月移动平均)



数据来源: 工程机械协会、广发证券发展研究中心

图 19: 重卡销量及同比增速



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 基本面节奏重归正常, 重视一季报叠加旺季行情

### 企业出货迎来明显恢复, 旺季涨价启动在即

正月里长三角、湖南、江西持续雨水天气, 而3月初以来广东和福建也持续大雨, 天气因素干扰了需求的正常释放, 本周(3月15日)随着天气好转, 下游需求环比提升明显, 南方地区企业出货已普遍出现明显恢复。

当前水泥价格淡季有所回落, 但价格仍处于绝对高位, 高于去年同期; 随着3月中旬天气放晴, 预计将重新回到正常的基本面节奏。需求开始持续恢复带来库存回落, 届时将进入旺季涨价行情。

表3: 水泥分区域价格

水泥: 分区域	华东 (元/吨)	江浙沪皖 (元/吨)	京津冀 (元/吨)	两广 (元/吨)
最新价格	442	440	445	453
上周价格	444	440	448	453
去年同期价格	400	389	400	423
2018-2019年 高点价格	537 (2018.12.7)	565 (2018.12.7)	448 (2018.12.7)	471 (2018.12.21)

数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

注: 最新价格和最新库存指 2019 年 3 月 15 日价格; 去年同期指 2018 年 3 月 23 日; 上周指 2019 年 3 月 8 日。

表4: 全国水泥价格历年春季涨价规律

单位: 元/吨、天		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
春节日期		1-26	2-14	2-3	1-23	2-10	1-31	2-19	2-7	1-27	2-15	1-31
全国	春节水泥价格	370	364	410	380	330	372	319	240	316	395	429
	春节后价格止跌日期	3-21	3-28	3-25	3-9	3-8	3-14		3-4	2-24	3-9	

	春节后价格止跌时价格	353	362	402	368	325	352	2015 年上半 年单边 下跌	237	311	382	
	春节后价格止跌日期（节后 天）	54	42	50	46	26	42		26	28	22	
	春节后价格开始上涨时日期	3-31	3-31	4-2	3-16	3-15	3-21		3-11	3-3	3-16	
	春节后开始涨价日期（节后 天）	64	45	58	53	33	49		33	35	29	

数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

表5：江浙沪皖地区水泥价格历年春季涨价规律

单位：元/吨、天		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
春节日期		126	214	23	123	210	131	219	27	127	215	131
春节水泥价格		310	304	488	420	291	405	296	223	296	438	500
江浙 沪皖	春节后价格止跌日期	3-20	2-14	3-11	2012 上半 年单 边下 跌	3-1	3-21	2015 上半 年单 边下 跌	3-4	2-10	3-23	
	春节后价格止跌时价格	274	304	465		286	375		218	291	398	
	春节后价格止跌日期（节后 天）	53	0	36		19	49		26	14	36	
	春节后价格开始上涨时日期	4-30	4-11	4-8		3-15	4-4		3-11	3-3	3-30	
	春节后开始涨价日期（节后 天）	94	56	64		33	63		33	35	43	

数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

### 一季报窗口叠加旺季行情，关注低估值的优质区域龙头

当前时点水泥股仍处于低估值、低预期的阶段，结合前面的量价分析判断，预计水泥公司一季报均能保持不错的业绩增长，旺季如期涨价将修正前期悲观预期，看好水泥股3-4月迎来一轮旺季补涨行情；重点推荐关注：一是华东华中地区去年高景气延续之下，上半年业绩增长确定、估值历史低位的南方双杰：华新水泥、海螺水泥（A、H）；二是区域有需求弹性、盈利持续超预期改善的北方三剑客：京津冀龙头冀东水泥、甘青龙头祁连山、新疆龙头天山股份。

表6：主要A股水泥公司估值指标

	吨市值 (元)	吨 EV (元)	PB (LF)	PE(TTM)	2018 年销量(万 吨)	熟料产能(万 吨)	2018 年归属净利(亿 元)
海螺水泥	467	649	1.95	7.54	36800	25200	298.14
华新水泥	322	443	2.18	6.27	7009	5806	51.81
万年青	497	1022	2.31	7.89	2649	1400	12.22
塔牌集团	742	1061	1.70	8.43	1795	1163	17.23
祁连山	474	594	1.23	10.69	1926	1829	6.55
宁夏建材	434	446	0.99	11.01	1510	1559	4.28
天山股份	590	550	1.68	10.81	1946	2995	12.41
冀东水泥	339	650	2.04	15.64	9664	9500	14.83

上峰水泥	715	969	2.96	7.26	1458	1200	12.99
青松建化	838	523	1.59	14.30	618	1528	
福建水泥	363	548	3.80	13.61	762	784	

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注 1：部分尚未披露 2018 年年报的公司 2018 年数据为预测值；吨数据计算考虑权益比例。

注 2：表中市值、EV 数据来源于 Wind 资讯统计 2019 年 3 月 21 日该公司收盘市值和 EV；

表7：可比公司估值

股票简称	股票代码	PE(TTM)	PB(MRQ)	PE(LYR)
海德堡水泥	HEI.F		0.9	14.1
安徽海螺水泥股份	0914.HK	7.1	1.9	7.1
华润水泥	1313.HK	6.9	1.5	6.9

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：表中估值数据来源于Wind资讯统计的2019年3月21日该公司收盘数据；

## 风险提示

宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，能源结构转变过快风险，公司管理经营风险。

## 广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1)广发证券在过去 12 个月内与冀东水泥(000401)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。