

建筑材料行业

2019年3月数据点评：需求保持韧性，投资要有耐心

分析师：邹戈

分析师：谢璐

分析师：徐笔龙



SAC 执业证号：S0260512020001



SAC 执业证号：S0260514080004



SAC 执业证号：S0260517080013



021-60750616



021-60750630



021-60750611



zouge@gf.com.cn



xielu@gf.com.cn



xubulong@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。

核心观点：

地产需求表现出强韧性，符合我们的判断；基建需求改善趋势延续。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）1-3月同比增长4.4%，环比1-2月份上升0.1个百分点，比上一年同期低8.6个百分点。基建投资增速继续呈现底部回升趋势。由于投资统计的是“完成额”，目前看到的基建完成额反映的主要是上一期影响。一季度与基建项目相关的财政支出类别合计增速为25.8%，较1-2月进一步加快1.4个点。其中交通运输支出同比增长47%，城乡社区支出增长23%，农林水支出14.6%。预计后续基建投资大概率进一步上升。

水泥行业数据验证需求逻辑。从水泥产量数据来看，据国家统计局数据，2019年1-3月全国水泥产量3.9亿吨，同比增速9.38%（2019年1-2月累计增速0.5%，2018年同期增速-4.5%），其中，3月份水泥单月产量1.8亿吨，同比大幅增长22.2%。3月份水泥产量同比大幅增长，一是基数效应，2018年3月份基数较低（过年和天气因素），2018年4月份基数较高，基数效应会导致4月份同比增速相比3月份的数据回落；二是实际需求好，我们可以结合周度频率的出货率和库容比数据一起来看，以3月底（3月29日）数据来看，2019年的出货率明显好于2018年，2019年的库容比略高于2018年，再结合产量高增长来看，水泥行业的供需场景应该是需求旺盛，供给有所松动，整体供需关系仍处于偏紧态势（体现为库容比仍然很低），所以自3月下旬以来，水泥价格已经连续5周涨价，目前全国水泥均价比去年高出13元/吨，熟料均价比去年高出37元/吨。

华北、西北需求在回暖，南方地区核心市场景气延续。从产量数据来看，1-3月份累计来看，北方地区的水泥产量数据继续普遍大幅正增长，可能代表供给释放也可能是需求回升，同时一季度是北方淡季，需求量占比不高，天气、错峰等因素都容易带来较大扰动，我们再结合库存、出货率等高频数据来看，北方三区域库存略低于去年同期、出货率略高于去年同期，显示北方区域的供需场景是需求在回暖，同时供给也有所放松。南方地区中，华东的水泥产量也出现双位数增长，库存略高于去年同期，出货率也略低于去年同期，产量增速高主要来自去年同期的低基数，整体来看华东需求仍保持高景气，1季度雨水天气影响了出货。中南地区产量、库存、出货率都比去年同期差，主要是受雨水天气影响。西南地区仍延续较高景气。

投资建议：需求保持韧性，投资要有耐心。具体到投资策略，我们认为需求保持韧性，投资应有耐心。对于水泥行业，我们3月下旬提出：需求超预期将驱动低PE水泥股估值修复，近期基本面强劲表现符合我们判断，同时政策做出微调，基本面接下来的重要时点预计将在6月上旬。目前，冀东水泥、祁连山所在区域景气度趋势向上，估值较低，冀东水泥、祁连山、海螺水泥都具备性价比。同时，继续重点看好有中期成长逻辑和行业景气度向上的优质公司：一是看好行业格局好、具备定价能力的山东药玻、北新建材，二是看好中期有较大空间、有品牌能力的三棵树、伟星新材，三是看好光伏玻璃行业龙头公司。

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。

相关研究：

建筑材料行业：关注6月上旬水泥基本面，继续看好优质公司中线机会

2019-04-28

建筑材料行业：需求和业绩正当时

2019-04-14

建筑材料行业：再论本轮房地产周期和对上下游产业链的影响

2019-04-11

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：赵勇臻 021-60750614 zhaoyongzhen@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海螺水泥	600585.SH	RMB	40.30	2019/4/29	买入	45.55	5.33	5.16	8	8	4	4	22%	19%
海螺水泥	00914.HK	HKD	47.95	2019/4/29	买入	55.25	5.33	5.16	9	8	4	4	22%	19%
华新水泥	600801.SH	RMB	27.35	2018/4/8	买入	29.00	3.17	3.09	9	8	4	4	24%	21%
旗滨集团	601636.SH	RMB	4.17	2018/10/12	买入		0.50	0.55	8	7	21	21	17%	17%
山东药玻	600529.SH	RMB	27.90	2018/10/30	买入		1.04	1.41	27	11	15	10	12%	14%
中国巨石	600176.SH	RMB	10.80	2019/4/4	买入	13.86	0.77	0.89	14	13	11	9	16%	16%
中材科技	002080.SZ	RMB	12.00	2019/3/5	买入	15.94	0.94	1.17	13	11	8	7	12%	14%
长海股份	300196.SZ	RMB	9.85	2018/10/28	买入		0.90	1.17	11	9	8	8	13%	15%
东方雨虹	002271.SZ	RMB	18.98	2018/10/21	买入		1.29	1.62	15	7	7	5	20%	20%
三棵树	603737.SH	RMB	67.90	2019/3/15	买入	68.86	2.56	3.88	27	14	14	9	23%	28%
伟星新材	002372.SZ	RMB	19.08	2019/4/26	买入	21.16	0.92	1.12	21	17	16	13	31%	34%
北新建材	000786.SZ	RMB	18.60	2019/3/22	买入	25.95	1.73	2.21	11	9	9	7	18%	20%
帝欧家居	002798.SZ	RMB	22.91	2018/8/28	买入		2.58	3.46	9	10	9	7	16%	18%
石英股份	603688.SH	RMB	13.68	2019/3/20	买入	18.30	0.61	0.82	22	19	21	15	13%	15%
冀东水泥	000401.SZ	RMB	16.15	2019/4/27-	买入	23.99	2.09	2.35	8	7	4	3	16%	15%
兔宝宝	002043.SZ	RMB	6.48	2018/2/4	买入		0.50	0.57	13	11	9	7	23%	25%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

事件描述	5
事件点评	5
地产需求表现出强韧性，符合我们的判断；基建需求改善趋势延续	5
水泥行业数据验证需求逻辑	7
华北、西北需求在回暖，南方地区核心市场景气延续	11
投资建议：需求保持韧性，投资要有耐心	13
风险提示	13

图表索引

图 1: 2019 年 1-3 月固定资产投资同比增长 6.3%.....	5
图 2: 2019 年 1-3 月房地产开发投资和建安投资增速.....	6
图 3: 2019 年 1-3 月累计新开工面积同比+11.9%.....	6
图 4: 2019 年 1-3 月累计销售面积同比-0.9%.....	6
图 5: 住宅模拟库存和去化情况.....	6
图 6: 2019 年 1-3 月累计施工面积同比 8.2%.....	6
图 7: 2019 年 1-3 月累计竣工面积同比-10.8%.....	6
图 8: 2019 年 1-3 月基建固投（不含电力等公用事业部门）同比增长 4.4%.....	7
图 9: 2019 年 1-3 月基建相关财政支出同比增速（%）.....	7
图 10: 1-3 月水泥累计产量同比 9.38%.....	8
图 11: 1-3 月玻璃累计产量同比 6.0%.....	8
图 12: 水泥当月产量数据（万吨）.....	8
图 13: 全国水泥库容比（%）.....	9
图 14: 全国水泥出货率（%）.....	9
图 15: 全国玻璃库存.....	10
图 16: 全国水泥价格高位上行（元/吨）.....	10
图 17: 全国玻璃价格震荡向下（元/吨）.....	10
图 18: 玻璃停产产能占比（%）和价格（元/吨）.....	11
图 19: 北方三大区域水泥产量累计同比增速.....	11
图 20: 南方三大区域水泥产量累计同比增速.....	11
图 21: 北方三大区域库容比（%）.....	12
图 22: 南方三大区域库容比（%）.....	12
图 23: 北方三大区域水泥出货率（%）.....	12
图 24: 南方三大区域水泥出货率（%）.....	12

事件描述

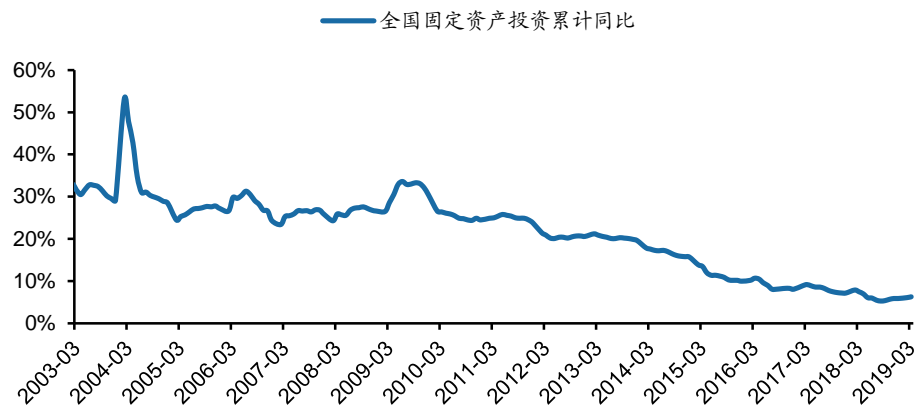
统计局公布2019年1-3月部分宏观和行业数据。

事件点评

地产需求表现出强韧性，符合我们的判断；基建需求改善趋势延续

据国家统计局数据，2019年1-3月份，全国固定资产投资同比增长6.3%，增速环比2019年1-2月份上升0.2个百分点，增速比上一年同期低1.2个百分点。

图 1：2019年1-3月固定资产投资同比增长6.3%



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

从影响建材行业需求的房地产和基建来看：

据国家统计局数据，2019年1-3月份，商品房销售面积同比增速-0.9%，增速环比2019年1-2月份上升2.7个百分点，增速比上一年同期低4.5个百分点；全国房地产开发投资同比增速11.8%，增速环比2019年1-2月份上升0.2个百分点，增速比上一年同期高1.4个百分点，其中建安投资增速5.01%，增速比上一年同期高5.7个百分点；全国新开工土地面积同比增速11.9%，增速环比2019年1-2月份上升5.9个百分点，增速比上一年同期高2.2个百分点；全国施工面积同比增速8.2%，环比提升1.4个百分点，增速比上一年同期高6.7个百分点。

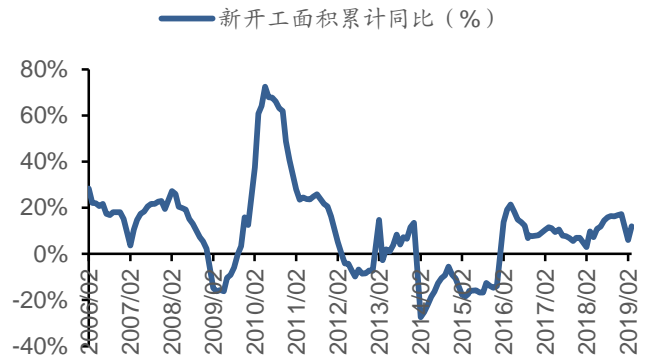
3月份的地产数据整体符合我们在此前判断，一是本轮房地产周期“补库存”时间晚，目前“补库存”尚未结束，使得目前房地产新开工在高位仍有延续性；二是随着货币和信贷放松，施工速度加快，施工面积增速和建安投资增速有望迎来持续回升；三是因城施策的政策基调和房地产销售的结构分化，使得房地产销售回落幅度不大。（具体逻辑可参阅我们的深度报告《再论本轮房地产周期和对上下游产业链的影响》）

图 2：2019年1-3月房地产开发投资和建安投资增速



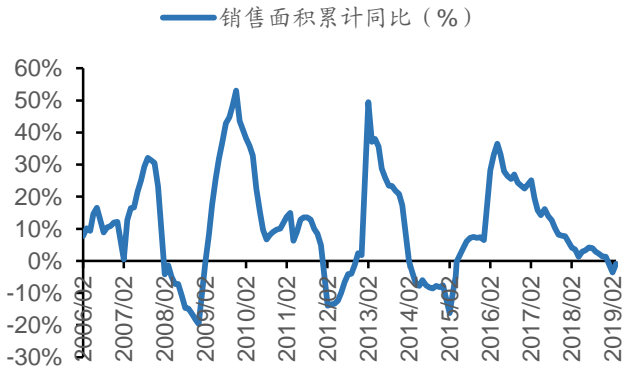
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 3：2019年1-3月累计新开工面积同比+11.9%



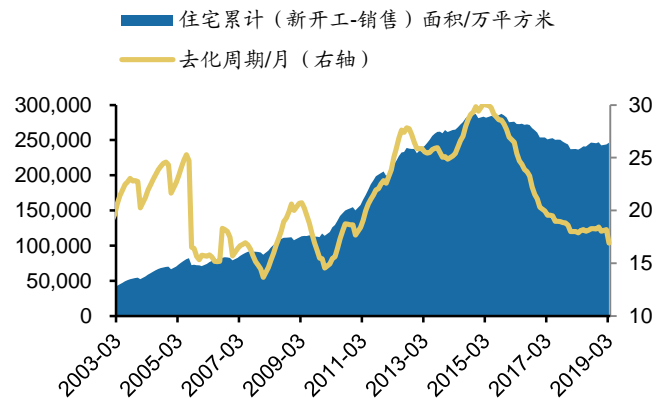
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 4：2019年1-3月累计销售面积同比-0.9%



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 5：住宅模拟库存和去化情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 6：2019年1-3月累计施工面积同比8.2%



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 7：2019年1-3月累计竣工面积同比-10.8%

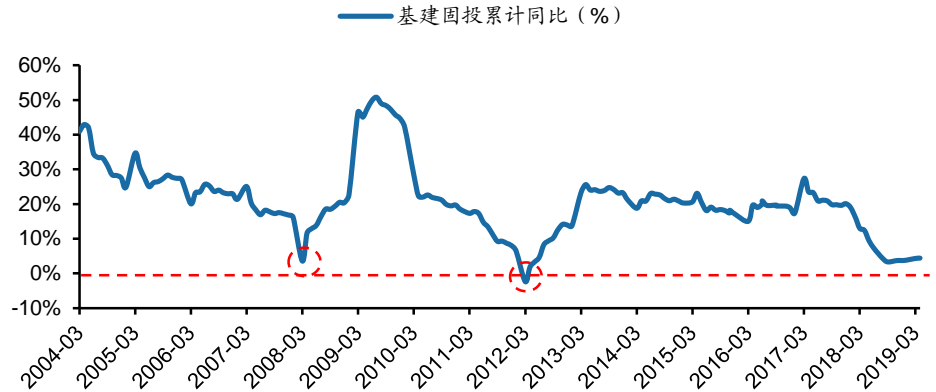


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

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) 1-3月同比增长4.4%，增速环比2019年1-2月份上升0.1个百分点，增速比上一年同期低8.6个百分点。基建投资增速继续呈现底部回升趋势。由于投资统计的是“完成额”，目前看到的基建完成额反映的主要是上一期影响。一季度与基建项目相关的财政支出类别合计增速为25.8%，较1-2月进一步加快1.4个点。其中交通运输支出同比增长47%，城乡社区支出增长23%，农林水支出14.6%。预计后续基建投资大概率进一步上升。

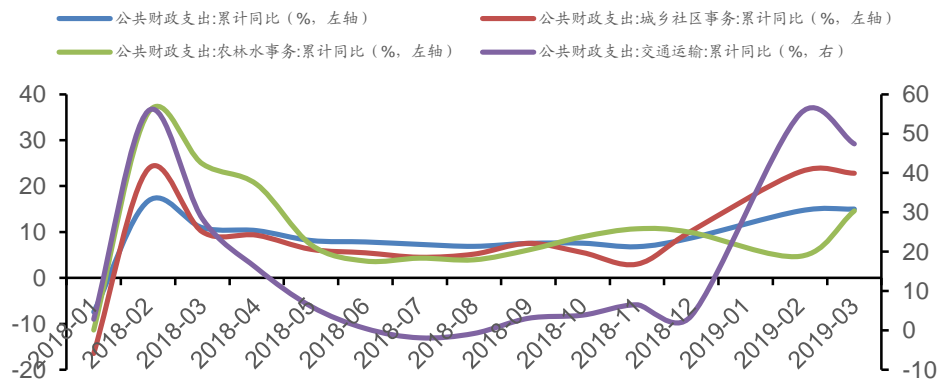
图 8: 2019年1-3月基建固投(不含电力等公用事业部门)同比增长4.4%



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。

图 9: 2019年1-3月基建相关财政支出同比增速(%)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

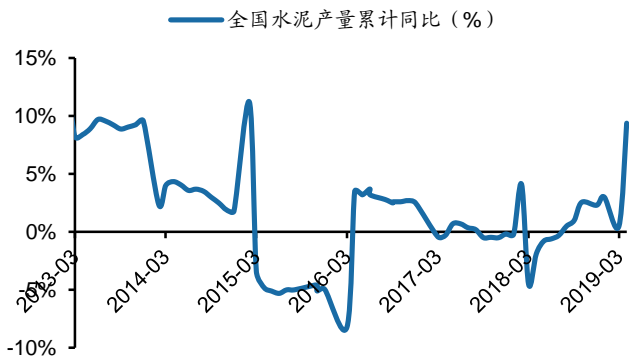
水泥行业数据验证需求逻辑

从水泥产量数据来看, 据国家统计局数据, 2019年1-3月全国水泥产量3.9亿吨, 同比增速9.38% (2019年1-2月累计增速0.5%, 2018年同期增速-4.5%), 其中, 3月份水泥单月产量1.8亿吨, 同比大幅增长22.2%。3月份水泥产量同比大幅

增长，一是基数效应，2018年3月份基数较低（过年和天气因素），2018年4月份基数较高，基数效应会导致4月份同比增速相比3月份的数据回落；二是实际需求好，我们可以结合周度频率的出货率和库容比数据一起来看，以3月底（3月29日）数据来看，2019年的出货率明显好于2018年，2019年的库容比略高于2018年，再结合产量高增长来看，水泥行业的供需场景应该是需求旺盛，供给有所松动，整体供需关系仍处于偏紧态势（体现为库容比仍然很低），所以自3月下旬以来，水泥价格已经连续5周涨价，目前全国水泥均价比去年高出13元/吨，熟料均价比去年高出37元/吨；具体结构分析见下文。

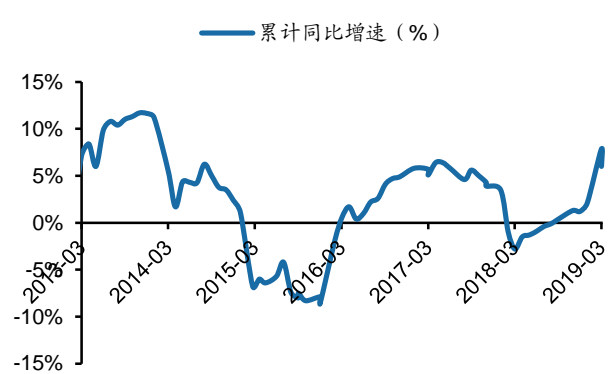
1-3月全国平板玻璃产量2.2亿重箱，同比增速6.0%（2019年1-2月累计增速7.8%，上一年同期增速-2.8%），玻璃产量增速高主要来自供给端的变化（供给端去年环保压制的低基数），玻璃库存持续上升、玻璃价格低迷，显示需求较弱，主要原因可能源自房地产竣工环节较差。

图 10: 1-3月水泥累计产量同比9.38%



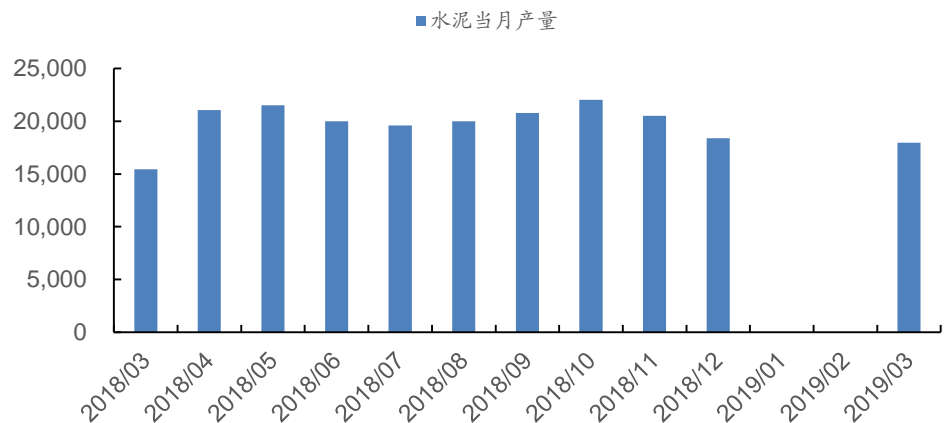
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 11: 1-3月玻璃累计产量同比6.0%



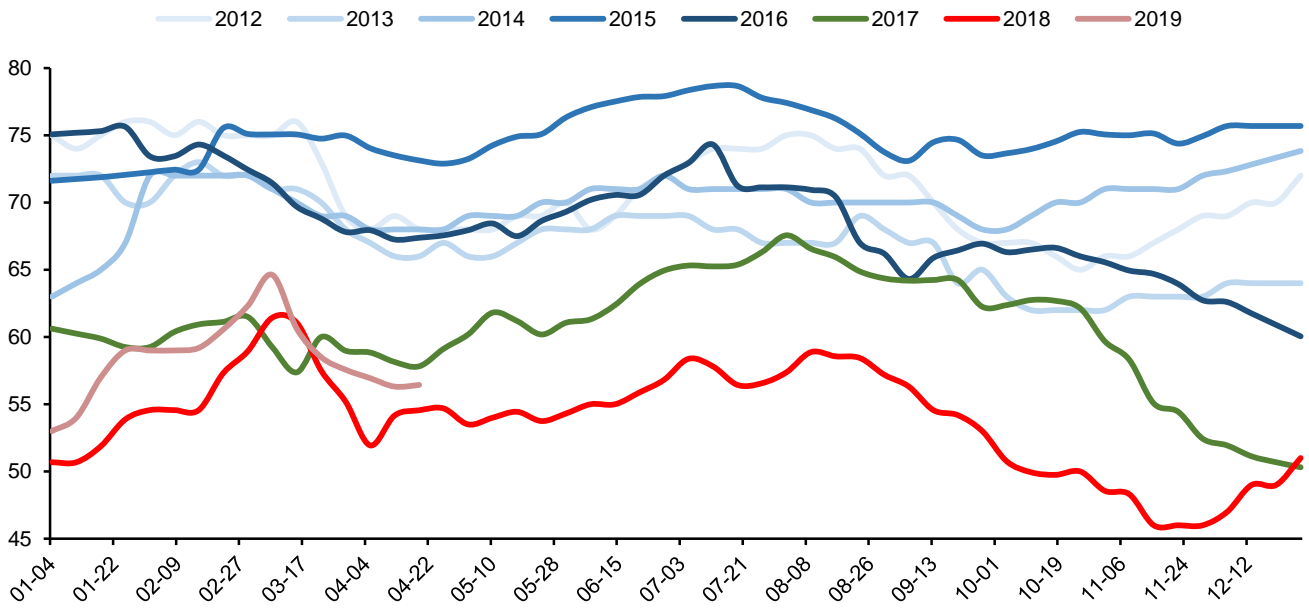
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 12: 水泥当月产量数据 (万吨)



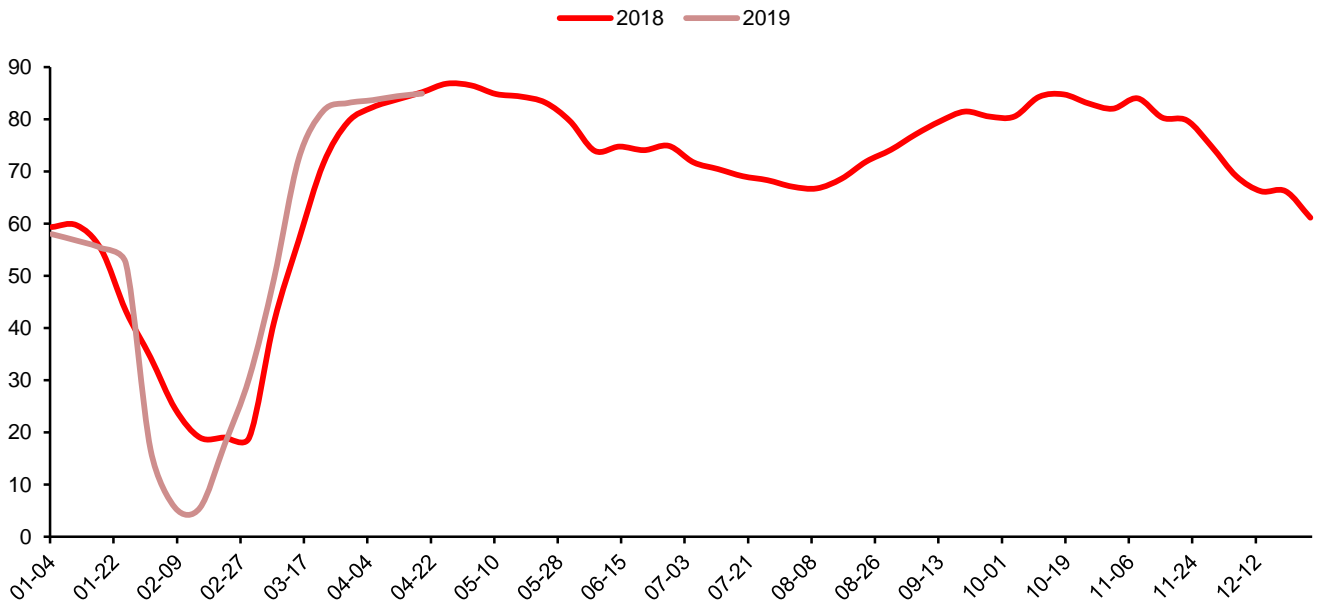
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图 13: 全国水泥库容比 (%)



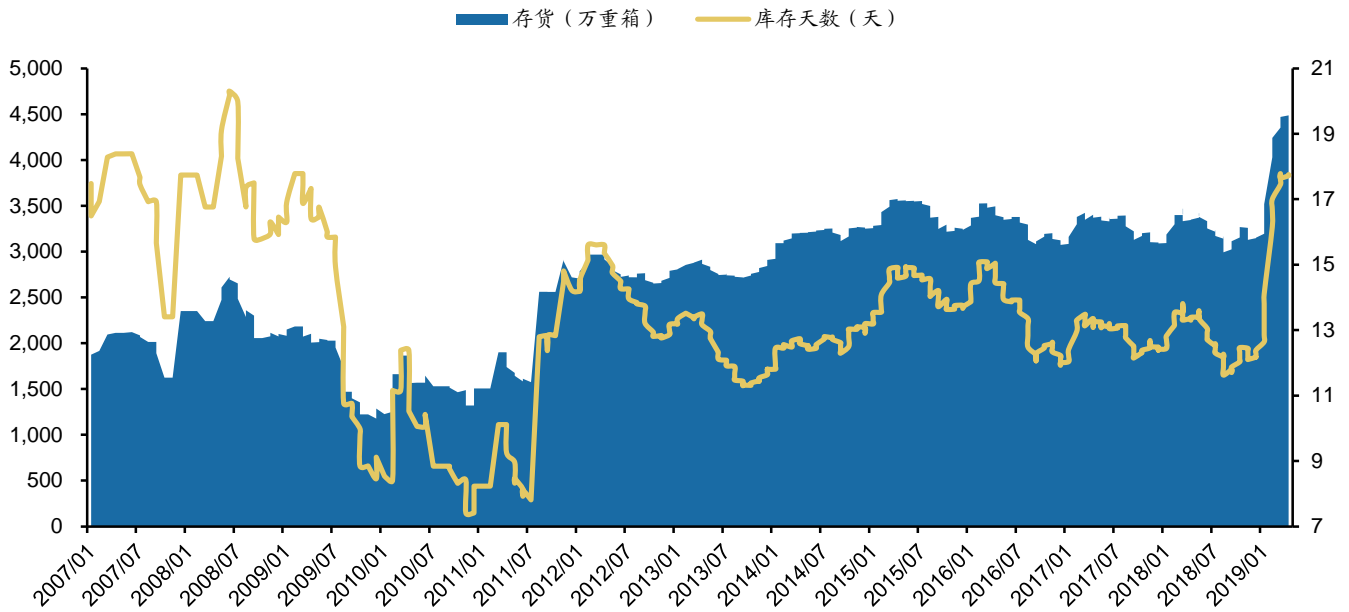
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 14: 全国水泥出货率 (%)



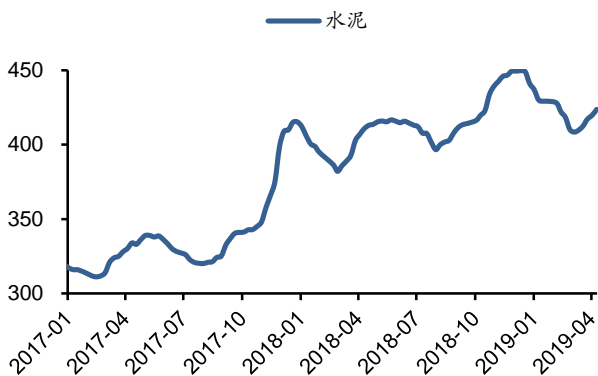
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 15: 全国玻璃库存



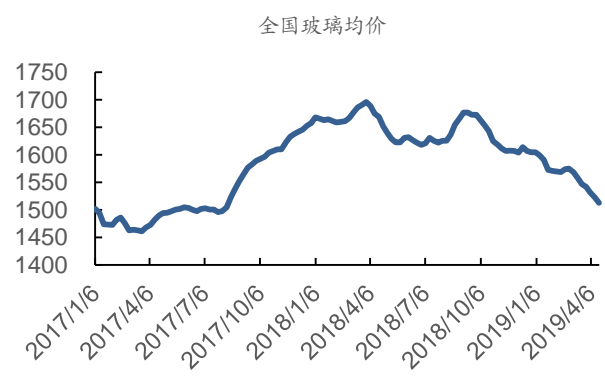
数据来源：中国玻璃信息网，广发证券发展研究中心

图 16: 全国水泥价格高位上行（元/吨）



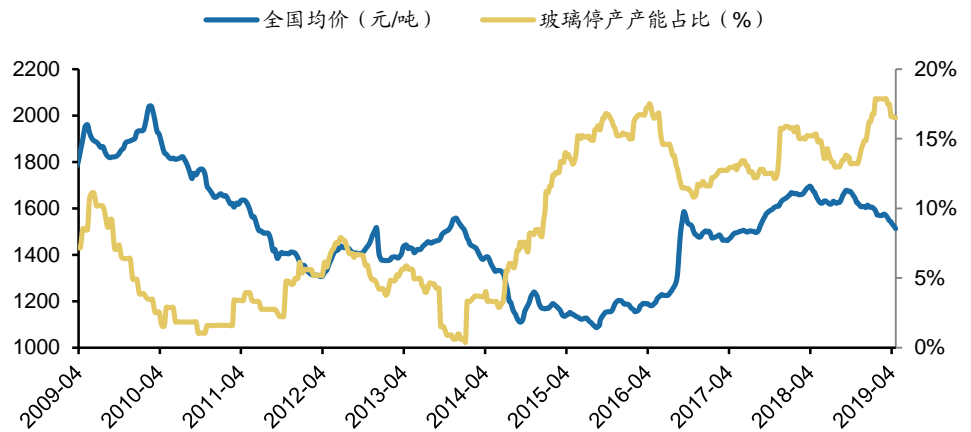
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图 17: 全国玻璃价格震荡向下（元/吨）



数据来源：中国玻璃信息网，广发证券发展研究中心

图 18: 玻璃停产产能占比 (%) 和价格 (元/吨)



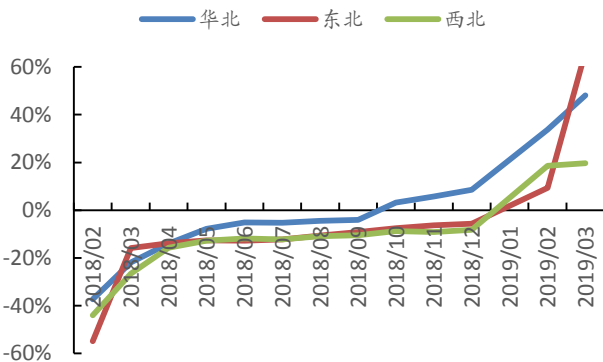
数据来源: 中国玻璃信息网, 广发证券发展研究中心

华北、西北需求在回暖, 南方地区核心市场景气延续

由于水泥区域性明显, 我们需要分区域分析。

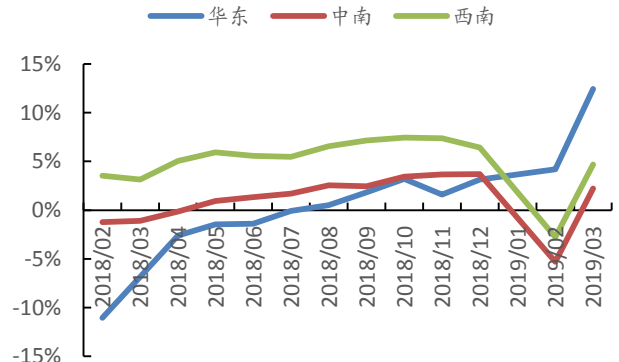
首先看六大区域; 从产量数据来看, 1-3月份累计来看, 北方地区的水泥产量数据继续普遍大幅正增长, 可能代表供给释放也可能是需求回升, 同时一季度是北方淡季, 需求量占比不高, 天气、错峰等因素都容易带来较大扰动, 我们再结合库存、出货率等高频数据来看, 北方三区域库存略低于去年同期、出货率略高于去年同期, 显示北方区域的供需场景是需求在回暖, 同时供给也有所放松。南方地区中, 华东的水泥产量也出现双位数增长, 库存略高于去年同期, 出货率也略低于去年同期, 产量增速高主要来自去年同期的低基数, 整体来看华东需求仍保持高景气, 1季度雨水天气影响了出货。中南地区产量、库存、出货率都比去年同期差, 主要是受雨水天气影响。西南地区仍延续较高景气。

图 19: 北方三大区域水泥产量累计同比增速



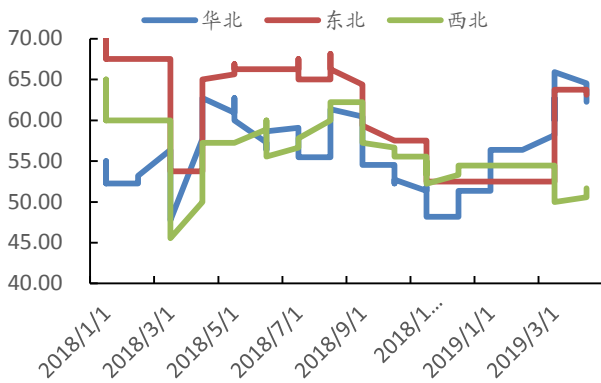
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 20: 南方三大区域水泥产量累计同比增速



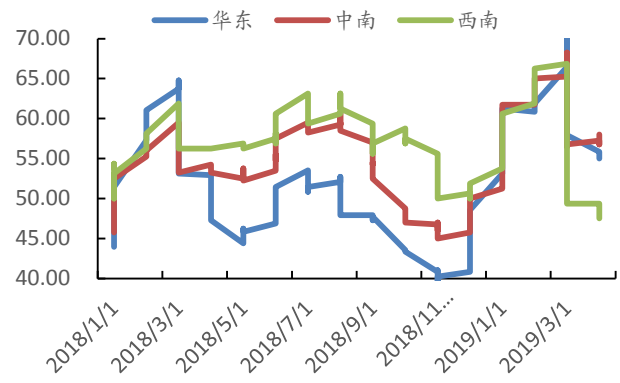
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 21: 北方三大区域库容比 (%)



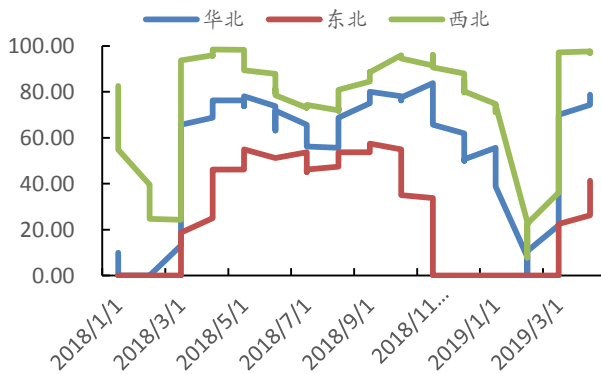
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 22: 南方三大区域库容比 (%)



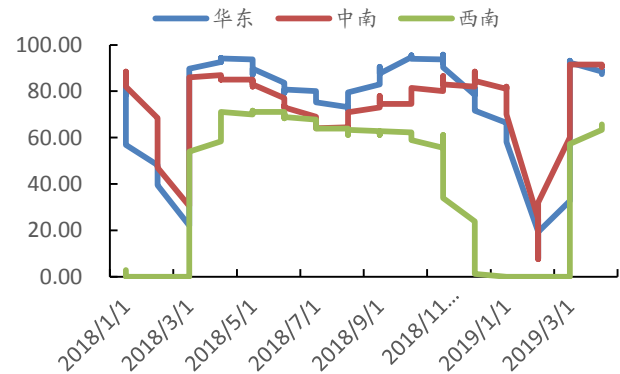
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 23: 北方三大区域水泥出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 24: 南方三大区域水泥出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

其次, 细分到省份来看:

华北: 1季度京津冀仍是亮点, 河北、山西和天津的水泥产量同比高增长, 京津冀建设带来需求放量是其主要原因。

西北: 1季度陕西、甘肃、新疆水泥产量同比高增长, 从微观调研来看, 陕西需求回升明显, 甘肃需求也在回升。

东北: 辽宁、吉林、黑龙江三省1-3月均累计大幅正增长, 增速分别为57.86%、57.24%、123.18%; 东北一季度基数低, 波动率大, 同时也可能南运的影响, 持续性需要观察。

华东: 1季度山东和安徽水泥产量同比增长分别为40.19%、19.91%; 江西是唯一1-3月累计增速为负的地区, 受持续雨水天气影响; 高增长主要来自去年低基数; 整体来看, 去年以来较高景气度在延续。

中南: 中南地区以湖南为分界线, 湖南及以南地区(湖南、广东、广西、海南)1季度水泥产量都是负增长的, 主要和这些地区1季度持续降雨天气有关。

西南: 表现最好的依然是西藏, 1-3月累计增速28.58%; 贵州需求最差, 1季度是负增长, 川渝地区仍保持较好态势。

整体来看，北方的京津冀、陕甘地区需求明显回暖，江浙沪皖鲁区域、川渝、湖北需求延续高景气，两广地区需求受持续天气压制。

投资建议：需求保持韧性，投资要有耐心

地产“补库存”尚未结束，房地产新开工预计仍有延续性，全年来看新开工面积增速下行预计较为平缓；施工速度会加快，全年来看施工面积增速和建安投资增速预计将高于2018年，施工面积增速峰值预计到三季度才可能出现；地产上游产业链的需求高景气仍将延续，这也是春节以来微观层面感受到需求仍然很好背后的逻辑，同时政策发力，基建投资保持回升态势，整体需求仍保持韧性。

具体到投资策略，我们认为需求保持韧性，投资应有耐心。

对于水泥行业，我们3月下旬提出：需求超预期将驱动低PE水泥股估值修复，近期基本面强劲表现符合我们判断，同时政策做出微调，基本面接下来的重要时点预计将在6月上旬。目前，冀东水泥、祁连山所在区域景气度趋势向上，估值较低，冀东水泥、祁连山、海螺水泥都具备性价比。

同时，继续重点看好有中期成长逻辑和行业景气度向上的优质公司：一是看好行业格局好、具备定价能力的山东药玻、北新建材，二是看好中期有较大空间、有品牌能力的三棵树、伟星新材，三是看好光伏玻璃行业龙头公司。

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：分析师，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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。