

水泥制造

供给约束下产能利用率仍将维持高位，持续看好北方水泥

7月全国水泥产量同比增长7.5%，1-7月累计同比增长7.2%，较1-6月加快0.4个百分点，我们判断主要来自于基建的增量。草根调研反馈水泥企业重点工程投标量以及发货量均有明显增长；此外，地产新开工端的持续超预期表现以及地产施工端的回升也使得地产需求显现出了较强韧性。

分区域来看，北方水泥表现仍然亮眼：（1）1-7月水泥产量累计增速以泛京津冀最快，达到14.9%。西北区域延续了较快的增长，主要得益于需求结构下基建回升的弹性。西北1-7月累计和7月单月水泥产量增速分别达到10.4%和14.3%，类似情况还包括西南区域的四川和云南等省市。（2）长三角短期需求较超预期，“韧性”持续显现，7月单月增长12.8%，因短期来看地产施工端不差，且较强的地方财力和专项债的发行也有力支持了基建项目的落地实施。此外两广需求有所回暖，单月增速已经连续3个月转正。

我们认为此轮地产下行周期中，水泥行业盈利不会复制2011-2012、2014-2015的大幅调整：（1）外部风险加大的背景下，稳内需仍然是宏观政策的重要导向，经过过去几轮地产调控，我们认为地产信仰和韧性加强，本轮地产调控时间也更长，基建的对冲更为温和但趋势持续向上。因此在此轮地产下行周期中，全国水泥需求的波动幅度将小于前两轮，不会出现持续性的大幅下滑，后续可跟踪资金端和调控政策的动向。（2）盈利端的波动也将会远小于前两轮，核心是供给侧的强约束下全行业产能运转率下降幅度有限，以及市场格局的进一步集中。我们测算得到2020年剔除错峰后的熟料产能运转率为92.8%，同比仅下降0.6pct。若考虑到日常环保管控的力度可能显著加强，产能利用率或不降反升。

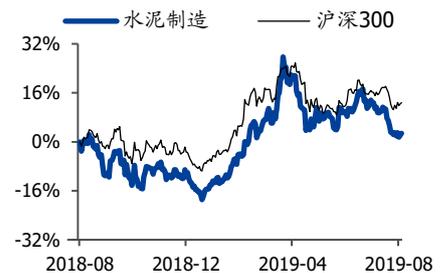
南北景气差异将继续收敛，源于供给侧控制的差异，看好泛京津冀、西北地区景气的向上。京津冀及周边地区（2+26城）、汾渭平原环保压力或持续加强，2020年供给或进一步受限；长三角区域如江苏、安徽等地也有未达标地市，零星限产下或有望区域性重现2017年和2018年Q4供给受限的情形。从需求侧来看，基建需求占比较高的西北、华北地区需求有望维持正增长，华东、华南地区经济发展水平叠加地方财力的支持使得需求也具备韧性。综合供需关系，泛京津冀、西北水泥仍具备较好的业绩弹性和确定性，华东景气的波动幅度也有望远小于前两轮，景气中高位震荡。

投资建议：基建趋势持续向上，北方水泥需求和业绩的弹性与确定性更强，区域上最为看好需求潜力较大的三北区域，尤其是供给或进一步收紧的泛京津冀区域，推荐冀东水泥、祁连山等；海螺、华新等水泥龙头此轮盈利波动性将远小于前两轮，当前估值下继续看好其净现金流和高分红价值。

风险提示：宏观政策反复、市场竞争超预期恶化、环保超预期放松。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号：S0680519080001

邮箱：shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 《水泥制造：泛京津冀水泥迎来历史新篇章》2019-07-10
- 《水泥制造：一季度高增长有基数原因，继续看好华北》2019-04-22
- 《水泥制造：1-2月产量数据点评：需求具有韧性，泛京津冀表现抢眼》2019-03-18

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000401	冀东水泥	买入	1.10	2.43	3.32	3.69	14.7	6.6	4.9	4.4
600720	祁连山	增持	0.84	1.30	1.41	1.51	10.6	6.8	6.3	5.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

1、7月水泥产量延续较快增长.....	3
1.1、基建增量推动全国水泥产量维持较快增长.....	3
1.2、北方水泥仍然亮眼，长三角淡季增长有所加速.....	3
2、景气波动幅度将小于前两轮地产周期，区域差异收敛趋势下持续看好北方水泥.....	4
2.1、需求的波动幅度将小于前两轮.....	4
2.2、供给约束下产能利用率下降有限，景气波动也将小于前两轮.....	5
2.3、南北差异收敛，继续看好北方水泥.....	7
2.4、龙头水泥股的估值已处于历史低位.....	7
3、投资建议.....	8
风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 7月全国水泥产量维持较快增长.....	3
图表 2: 1-7月基建、地产投资增速维持正增长，但略有放缓.....	3
图表 3: 全国分区域水泥产量增速（%）.....	4
图表 4: 年初以来全国地产销售、拿地、新开工走弱.....	5
图表 5: 5月以后房地产开发资金来源同比增速有所回落.....	5
图表 6: 需求端悲观假设下我们测算得到 2020 年全国水泥剔除错峰后产能利用率下降幅度有限.....	6
图表 7: 2012 年、2015 年全国高标水泥均价跌幅较大源于产能利用率的显著下降.....	6
图表 8: 2018 年全国水泥企业熟料产能集中度较 2012 年有明显提升.....	7
图表 9: 海螺水泥 2011-2018 年吨盈利指标波动.....	8
图表 10: 海螺水泥 PE-Band.....	8

1、7月水泥产量延续较快增长

1.1、基建增量推动全国水泥产量维持较快增长

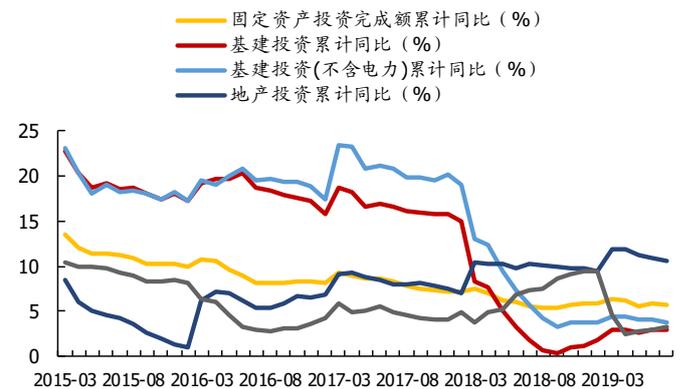
7月全国水泥产量同比增长7.5%，1-7月累计同比增长7.2%，较1-6月加快0.4个百分点，我们判断主要来自于基建的增量。尽管统计局口径基建投资增速略有减速，1-7月基建投资（不含电力）同比增长3.8%，较上月放缓0.3pct，但草根调研反馈水泥企业重点工程投标量以及发货量均有明显增长。此外，地产新开工端的持续超预期表现以及地产施工端的回升也使得地产需求显现出了较强韧性。

图表1：7月全国水泥产量维持较快增长



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

图表2：1-7月基建、地产投资增速维持正增长，但略有放缓



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

1.2、北方水泥仍然亮眼，长三角淡季增长有所加速

分区域来看，北方水泥表现仍然亮眼，在全国大的竞争区域当中，1-7月水泥产量累计增速仍然以泛京津冀最快，基建需求持续增长是主要动能。

(1) 京津冀、泛京津冀四省两市累计同比增长14.2%、14.9%，单月增长10.9%和7.7%，增速较1-6月略有回落主要源于同期基数的提升。东北地区以及华北的内蒙古7月单月水泥产量同比也维持了17.8%的高增长（累计增长分别为21.0%和9.4%），除了当地需求有所回暖外，当地水泥对高价区域的输出是重要因素。考虑到辽宁南下山东以及内蒙古流入的影响，泛京津冀实际需求增长更快。

(2) 西北区域延续了较快的增长，主要得益于需求结构下基建回升的弹性。西北1-7月累计和7月单月水泥产量增速分别达到10.4%和14.3%。其中甘肃、陕西两省是今年以来全国需求增长强劲且持续性最好的区域之一，陕西省政地产需求在以西安为核心的关中城市群建设拉动下也有比较好的表现。类似情况还包括西南区域的四川和云南等省市。

(3) 长三角短期需求较超预期，“韧性”持续显现。1-7月水泥产量增速为9.1%，其中7月单月增长12.8%，也印证了我们前期对华东需求“韧性”的判断。尽管长三角需求结构中地产城建占比较高，但短期来看地产施工端不差，且较强的地方财力和专项债的发行也有力支持了基建项目的落地实施（江浙皖三省2019年新增专项债限额均在1000

亿元以上), 地产的韧性叠加基建的回升使得短期需求较超预期。此外两广需求有所回暖。今年以来受雨水天气偏多等影响, 1-7月两广地区水泥产量累计仍为负增长, 但从单月增速来看, 已经连续3个月转正(7月单月小幅增长2.6%)。

图表3: 全国分区域水泥产量增速(%)

区域	省份	水泥产量累计增速(%)										单月增速(%) 2019-07	
		2018-07 增速	2018-08 增速	2018-09 增速	2018-10 增速	2018-11 增速	2018-12 增速	2019-03 增速	2019-04 增速	2019-05 增速	2019-06 增速		2019-07 增速
全国	全国	-0.3	0.5	1.0	2.6	2.3	3.0	9.4	7.3	7.1	6.8	7.2	7.5
华北	北京市	15.9	13.5	9.6	10.8	11.6	11.5	-1.6	-9.0	-8.1	-9.2	-7.4	1.0
	天津市	31.5	35.0	40.3	47.6	49.5	53.4	32.1	19.7	19.9	15.2	16.0	13.0
	河北省	-7.4	-7.3	-5.4	4.1	5.4	8.0	36.3	22.2	19.8	16.5	15.0	11.2
	山西省	0.5	2.7	3.5	7.5	11.1	15.7	126.8	45.6	36.0	30.4	28.9	23.4
	内蒙古	-13.1	-11.5	-14.8	-9.4	-6.1	-5.0	25.3	21.4	12.6	11.2	9.4	17.8
东北	辽宁省	3.8	3.6	4.5	3.7	4.9	6.2	57.9	22.8	14.4	15.2	15.2	17.4
	吉林省	-25.3	-23.3	-22.0	-18.9	-17.3	-16.6	57.2	36.0	45.0	44.3	42.7	27.5
	黑龙江省	-28.6	-24.0	-21.1	-17.4	-16.9	-17.5	123.2	31.8	22.7	20.3	17.5	11.3
	上海市	3.6	3.6	2.2	1.0	-1.9	-1.6	10.6	8.5	10.5	9.6	7.6	-2.3
华东	江苏省	-8.9	-8.2	-6.2	-3.4	-7.7	-2.5	5.2	4.4	7.2	10.9	14.4	25.1
	浙江省	13.8	14.6	15.2	15.7	14.1	12.4	8.6	6.7	7.2	6.3	5.6	2.7
	安徽省	0.3	0.3	1.6	3.5	2.3	1.8	19.9	13.0	11.8	10.2	10.5	10.7
	福建省	7.4	8.3	9.9	9.9	9.5	7.6	9.7	7.9	5.7	5.6	5.9	4.7
	江西省	7.4	6.2	5.5	5.5	4.4	4.7	-2.7	-1.9	-0.7	0.7	1.3	3.6
中南	山东省	-9.5	-8.0	-6.1	-4.6	-4.5	-0.7	40.2	25.2	22.2	22.0	19.3	4.8
	河南省	-6.3	-1.2	-1.7	0.6	0.9	5.2	24.1	17.3	13.6	6.0	5.8	1.7
	湖北省	-6.0	-4.8	-3.4	0.2	0.4	0.6	14.3	12.1	12.7	9.1	9.1	13.3
	湖南省	4.2	3.6	2.8	2.1	1.2	-1.3	-5.7	-5.3	-2.8	-2.5	-1.9	-3.1
	广东省	7.0	6.8	5.3	5.2	5.7	5.6	-2.0	-2.6	-3.3	-2.4	-1.7	-0.7
	广西省	9.3	7.4	8.1	7.7	7.5	6.3	-5.9	-5.7	-3.2	-2.7	0.7	7.6
西南	海南省	3.9	2.0	5.2	6.6	13.7	11.8	-13.1	-2.4	-10.8	-12.1	-10.8	-2.8
	重庆市	6.4	6.9	6.7	7.5	7.3	6.9	15.2	14.5	12.0	8.3	5.8	-5.8
	四川省	1.2	5.6	7.8	8.5	7.7	6.2	6.3	6.7	5.2	3.8	4.1	5.8
	贵州省	9.8	7.7	7.2	6.2	4.9	4.8	-6.9	-6.6	-6.3	-3.5	-3.8	-6.1
	云南省	6.2	6.1	5.9	6.4	7.2	5.9	6.0	6.0	5.9	8.2	7.8	9.3
西北	西藏	8.4	12.4	16.8	20.4	43.8	42.2	28.6	17.2	21.3	21.8	25.6	40.5
	陕西省	-6.0	-5.5	-5.0	-2.2	-2.1	-0.0	17.3	13.4	11.9	9.7	10.1	12.1
	甘肃省	-8.0	-5.8	-4.8	-3.5	-4.6	-4.0	31.8	23.1	17.5	16.3	17.8	23.9
	青海省	-11.5	-6.5	-2.5	0.1	0.5	0.1	9.5	-2.1	-4.2	-4.3	-0.2	14.0
	宁夏	-21.3	-21.5	-21.2	-20.0	-20.8	-20.3	13.0	3.0	0.4	-0.7	3.4	20.7
泛竞争区域	新疆	-21.6	-20.0	-20.3	-19.2	-20.1	-20.3	19.6	9.4	13.1	11.9	10.8	5.9
	京津冀	(4.8)	(4.7)	(2.9)	6.2	7.6	10.2	34.4	20.8	18.7	15.4	14.2	10.9
	泛京津冀	(6.5)	(4.1)	(3.1)	0.8	1.6	5.5	37.6	23.2	19.9	16.2	14.9	7.7
	长三角	0.3	0.8	2.3	4.2	1.6	3.1	10.5	7.7	8.6	9.1	10.3	12.8
两广	7.9	7.1	6.5	6.3	6.5	5.9	(3.7)	(3.9)	(3.2)	(2.5)	(0.7)	2.6	

资料来源: 国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

2、景气波动幅度将小于前两轮地产周期, 区域差异收敛趋势下持续看好北方水泥

因此近期水泥板块因地产严格调控预期导致需求担忧出现估值调整, 但我们认为此轮地产下行周期中, 水泥行业盈利和板块表现不会复制 2011-2012、2014-2015 前两轮的大幅调整, 一是盈利的下行幅度将远小于前两轮, 核心在于供给侧的强约束以及市场格局的进一步集中, 产能运转率下降幅度极为有限; 二是板块动态估值已接近历史最低水平。

2.1、需求的波动幅度将小于前两轮

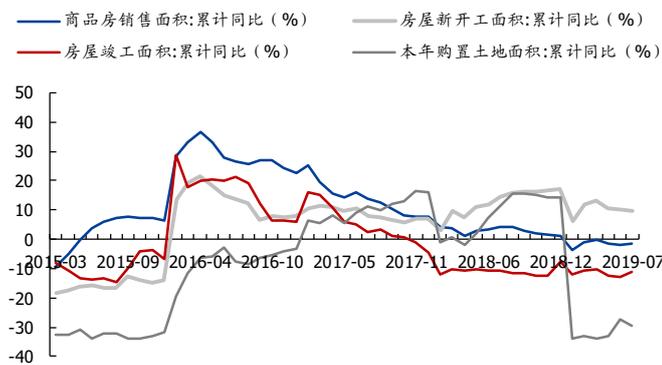
基建向上趋势仍然确定, 虽然7月信贷和社融数据较弱, 但单月专项债净融资创年内新高, 有望为后续重点项目提供较强的资金支持。不过今年地方债发行节奏整体提前, 后续基建需求进一步上行的空间将取决于资金端提供的动能。

地产方面, 7月底政治局会议的表态使得市场对地产严格调控预期增强, 结合5月以来

信托监管收紧、以及近期部分城市上调首套房利率，后续仍然面临较大的下行压力，同时地产链条资金端压力的增大也会限制施工端的改善，需关注后续调控政策走向。

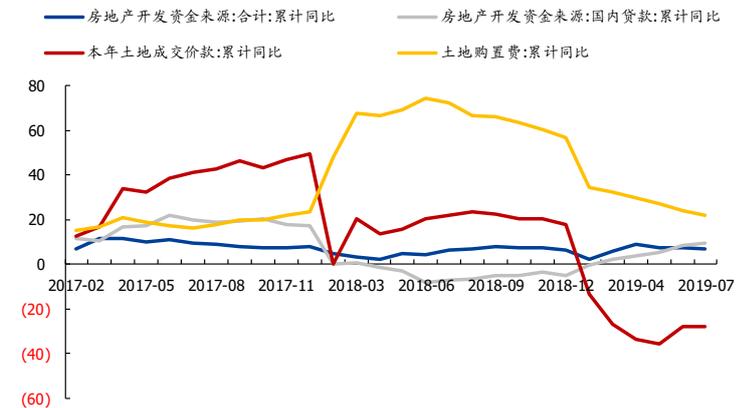
不过总体而言，外部风险加大的背景下，稳内需仍然是宏观政策的重要导向，经过过去几轮地产调控，我们认为地产信仰和韧性加强，本轮地产调控时间也更长，基建的对冲更为温和但趋势持续向上。因此在此轮地产下行周期中，全国水泥需求的波动幅度将小于前两轮，不会出现持续性的大幅下滑，后续可跟踪资金端和调控政策的动向。

图表4：年初以来全国地产销售、拿地、新开工走弱



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

图表5：5月以后房地产开发资金来源同比增速有所回落



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

2.2、供给约束下产能利用率下降有限，景气波动也将小于前两轮

对应用到盈利端，我们判断此轮地产下行对水泥景气的影响将会远小于前两轮，除了需求波动可能小于2011-2012、2014-2015年外，更为重要的是供给侧的强约束下全行业产能运转率下降幅度有限，以及市场格局的进一步集中。

从供给侧来看：

(1) 2020年蓝天保卫战时限下，环保总量约束使得水泥供给放松空间极小，除了错峰生产的力度持续以外，日常管控的频率和力度也将进一步增强，实际供给或不增反减。

(2) 正式取消32.5标号水泥的国标修改单于10月起实施，M32.5等品种水泥或替代部分原有需求，根据我们之前的测算有望增加0.5亿吨熟料使用量，提升产能利用率2.5pct。

如果PC32.5R产品全部转产P.C42.5（复合）、P.P32.5（火山灰）、P.F32.5（粉煤灰）三种产品中任意一种，熟料消耗量将提升1亿吨至6亿吨。但考虑到转产为矿渣水泥（因矿渣资源有限，仅限于河北、辽宁和山东等个别地区）、砌筑水泥的情况以及个别粉磨站可能存在不严格的情况，可能有50%比例的P.C32.5R水泥产品不会转产至上述品种。按50%的比例计算，熟料使用量将增加0.5亿吨，占全国2018年14亿吨产量的3.5%，将提升熟料产能利用率2.5pct。

我们测算实际产能运转率的下降幅度非常有限。按照悲观假设，若2020年水泥需求下降2.5%（地产投资下降10%下拉水泥需求2.5个百分点，基建需求持平），结合错峰力度维持以及32.5标号的取消，我们测算得到2020年剔除错峰后的熟料产能运转率为92.8%，较2019年小幅下降0.6pct。若考虑到日常环保管控的力度可能相比2019年显著加强，剔除错峰限产后产能利用率或不降反升。

而在 2011-2012 年、2014-2015 年两轮地产下行周期中，造成水泥价格跌幅较大主要因供需边际恶化幅度较大，2012 年、2015 年两年产能利用率同比上一年分别下降了 11.3pct 和 7.2pct，因此此轮地产下行对供需边际的影响是较为有限的。

图表 6: 需求端悲观假设下我们测算得到 2020 年全国水泥剔除错峰后产能利用率下降幅度有限

	实际产能测算 (万吨)		熟料产量 (万吨)	产能利用率	
	剔除错峰后	未剔除错峰		剔除错峰后	未剔除错峰
2011		145351	128137		88.2%
2012		166323	127854		76.9%
2013		180765	136151		75.3%
2014		190346	141665		74.4%
2015	189274	196520	133487	70.5%	67.9%
2016	171885	199755	137614	80.1%	68.9%
2017	164180	200318	139966	85.3%	69.9%
2018	158707	199615	142269	89.6%	71.3%
2019E	160636	200789	150094	93.4%	74.8%
2020E	163136	203289	151342	92.8%	74.4%

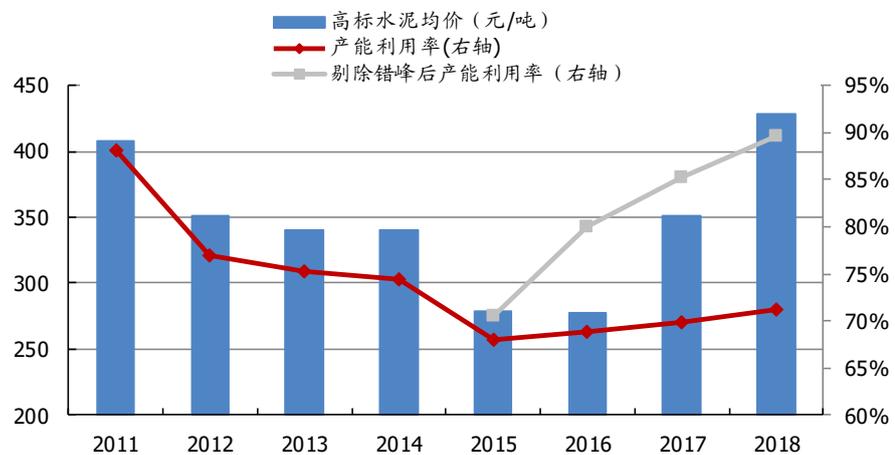
核心假设:

需求端: (1) 水泥需求按较为悲观的假设——2020 年同比 2019 年减少 2.5%: 地产投资下降 10% (下拉水泥需求增速 2.5pct)，假定基建等其他需求持平。(2) 取消 32.5 标号水泥将增加约 0.5 亿吨熟料用量。

供给端: 错峰力度维持

资料来源: 数字水泥网、国家统计局、国盛证券研究所

图表 7: 2012 年、2015 年全国高标水泥均价跌幅较大源于产能利用率的显著下降



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

再者，前十大水泥企业的集中度已经从 2012 年的 51% 提升至 2018 年的 57%，加之区域平台的设立运行，也使得市场应对需求走弱的韧性得到提升。

图表 8: 2018 年全国水泥企业熟料产能集中度较 2012 年有明显提升

企业名称	2012 年末熟料设计产能(万吨)	企业名称	2018 年末熟料设计产能(万吨)
中国建材	27974	中国建材	39020
海螺水泥	15863	海螺水泥	21077
中材集团	7200	金隅冀东	10481
冀东水泥	6997	华润水泥	6495
华润水泥	5423	华新(含拉豪)	6231
华新水泥	4211	山水水泥	5342
山水集团	4106	红狮	4952
台泥	3581	台泥	4067
金隅集团	3216	天瑞	3395
天瑞水泥	3023	亚泥	2062
前十大占比	51%	前十大占比	57%

资料来源: 数字水泥网、水泥地理、国盛证券研究所

2.3、南北差异收敛，继续看好北方水泥

分区域来看，南北景气差异将继续收敛，核心是供给侧控制的差异，看好泛京津冀、西北区域景气的向上。从空气质量指标来看，京津冀及周边地区（2+26 城）、汾渭平原环保压力或持续加强，2020 年供给或进一步受限；长三角区域如江苏、安徽等地也有未达标地市，零星限产下或有望区域性重现 2017 年和 2018 年 Q4 供给受限的情形。从需求侧来看，基建需求占比较高的西北、华北地区需求有望维持正增长，华东、华南地区经济发展水平叠加地方财力的支持使得需求也具备韧性。因此综合供需关系，华北（泛京津冀）、西北水泥仍具备较好的业绩弹性和确定性，华东景气的波动幅度也有望远小于前两轮周期，景气中高位震荡。

2.4、龙头水泥股的估值已处于历史低位

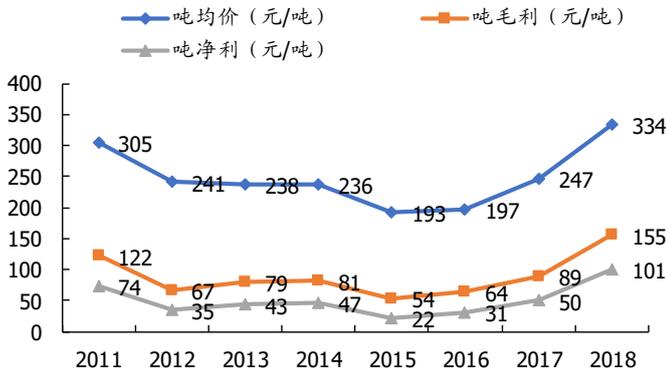
前两轮地产下行周期中，水泥板块均出现明显调整，但其根本原因是盈利和估值的调整幅度均较大，以龙头海螺水泥为例：

（1）2011 年下半年至 2012 年上半年的下行周期中，海螺水泥股价调整幅度较大，原因在于盈利和估值同时下修带来的“戴维斯双杀”。公司单吨净利由 2011 年的 74 元降低至 2012 年的 35 元，动态市盈率调整幅度较大主要因为同期市场也出现了较大幅度的下跌，公司由 2011 年的 17 倍的中枢下行至 2012 年 7-8 倍的水平，上证指数同期的调整幅度也达到 30%。

（2）2014 年-2015 年的下行周期，期间海螺水泥股价基本没有出现大幅的调整，原因在于前期估值已处历史低位。虽然公司吨净利由 2014 年的 47 元减少至 2015 年的 22 元，但动态市盈率因前期已处低位且市场回暖，2014 年估值调整幅度较小（从年初的 10 倍调整至 8 倍左右），且 2015 年随市场大涨上升至 15 倍的水平。

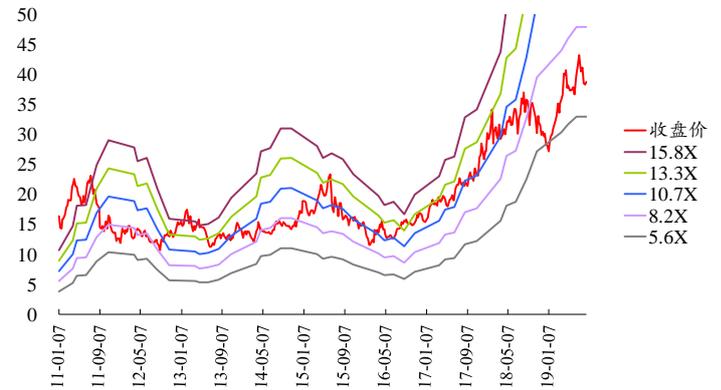
这一轮的差异除了上文已提到的盈利下行幅度有限以外，当前水泥板块动态估值已经接近历史最低水平，海螺水泥动态市盈率仅 6.5 倍（最低值为 5.6 倍），结合 2014 年-2015 年的情况，估值中枢进一步下行的空间较小。

图表 9: 海螺水泥 2011-2018 年吨盈利指标波动



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 10: 海螺水泥 PE-Band



资料来源: Wind、国盛证券研究所

3、投资建议

基建趋势持续向上，北方水泥需求和业绩的弹性与确定性更强，区域上最为看好需求潜力较大的三北区域，尤其是供给或进一步收紧的泛京津冀区域，推荐冀东水泥、祁连山等。

海螺水泥、华新水泥等水泥龙头的估值已处历史较低水平。随着投资者对盈利的持续性和盈利的质量越来越看重，加之企业盈利稳定性和现金流改善，我们继续看好中长期的净现金流和高分红价值。

风险提示

宏观政策反复、市场竞争超预期恶化、环保超预期放松。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com