

建筑材料

证券研究报告

2019年09月15日

企业中长贷显著改善，关注四季度制造业与基建投资

8月新增信贷1.21万亿，同比少增665亿，略超市场预期。预计受益9月全面降准+定向降准，LPR改革促进银行放贷意愿，以及专项债提前下达，地产商加速资金回笼带来住房贷款韧性，年内最后一个季度的社融表现或将可观。下游需求的集中化提高产业链对资金的敏感程度，例如水泥行业体现在农村自建房的减少与重点工程的增加，消费建材体现在精装集采以及装修公司对个人装修模式的替代。**资金对建材行业影响，从产业链角度看**，包括（1）制造业信贷支持与资金周转实力；（2）经销端垫资承受能力影响销售意愿；（3）需求端结算时长与兑付风险。**而地产链与基建链也应一分为二看**，地产链资金收紧压力持续的背景下，我们认为未来一段时间建材投资主线是集中度提升，磨底期间市场手段去产能，同时也是新商业模式形成期。基建链短期继续受益逆周期调节力度，重点工程、市政工程有望加大投入，增量有空间保障竞争程度不及地产链激烈，短期盈利具备稳定性。

本周水泥继续普涨行情，建议弹性角度关注上半年雨水负面影响较大的区域，例如广东、湖南及江西，下游需求恢复与广西价格上调后，广东有望中秋节后迎来上涨行情，湖南长株潭公布第二次上调，累计执行幅度50-60元/吨，江西九江大部分企业上调执行20元/吨。此外，当前水泥供给端有望边际收紧，错峰与事件性停产影响出货节奏与供需关系，有望引起价格超预期变化。具体看来，（1）关注山西、山东、河南、河北秋季错峰计划执行，旺季停窑有望引起阶段性供应不足。（2）我们预计事件性停产停工仅带来阶段性需求下降，价格上调弥补销量缩减的可能性较大，停产前后期工程赶工需求集中，整体工程量并不因事件性停工而减少。下半年可能带来区域停产停工的事件包括：北京（国庆70周年活动，10月），武汉（军运会，10月18日-27日），上海（进博会，11月5日-10日）等。**冬季错峰生产执行力度有望维持，例如枣庄发布秋冬错峰生产方案**，全市水泥（含粉磨）错峰时间为2019年11月15日-2020年3月15日，跨度4个月。我们对今年水泥量价判断保持不变，行业整体需求大幅下跌可能性较小，盈利稳定性有望超预期。当前水泥板块基建端需求边际向好，旺季价格上涨利好企业盈利，建议继续重点关注海螺水泥、华新水泥、祁连山、冀东水泥、天山股份、上峰水泥。

玻璃方面，产销延续旺季走势，建筑用白玻均价环比提升13元，行业库存环比下降21重箱，建议关注旗滨集团。**玻纤方面**，关注9月金股中材科技，风电业务大幅增长，今年上半年合计销售风电叶片3201MW，同比大增139%，实现销售收入19.8亿元，同比大增134%，净利润1.8亿元，市场占有率进一步攀升，提高约5个百分点，本期公司叶片业务毛利率为19.12%，较去年同期提升7.95个百分点，盈利能力显著提升。此外旗下泰山玻纤是玻纤行业的龙头企业，具有较强的行业竞争力，全年盈利情况向好。

消费建材方面，我们建议关注两点，一是龙头市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合，以及地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B端增速快于C端零售；二是旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括，防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居&蒙娜丽莎、管材龙头伟星新材、石膏板龙头北新建材、涂料龙头三棵树、五金龙头坚朗五金等。

风险提示：制造业与基建投资不及预期；秋冬错峰生产力度不及预期。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

盛昌盛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

李阳 分析师
SAC执业证书编号：S1110519060001
yanglity@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

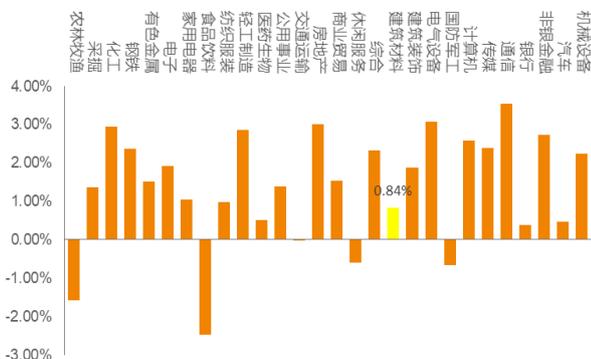
相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:基建预期边际改善，关注相关建材标的》2019-09-08
- 2 《建筑材料-行业点评:2019年中报综述：子行业经营情况分化，水泥板块表现亮眼》2019-09-03
- 3 《建筑材料-行业研究周报:金九开启，水泥涨价继续推进，玻璃产销环比改善》2019-09-01

一周市场表现

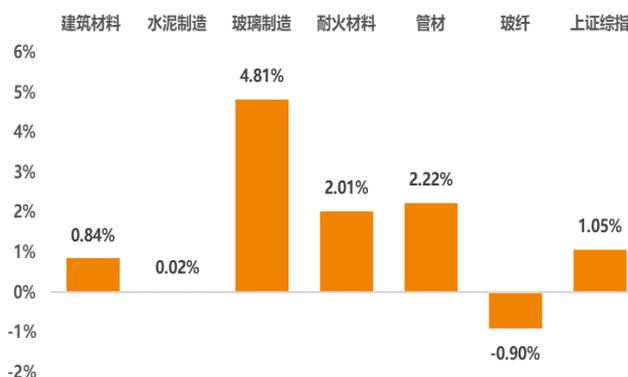
本周申万建材指数增长 0.84%，非金属建材板块各子行业中，玻璃制造增长 4.81%，管材增长 2.22%，耐火材料上涨 2.01%，水泥制造增长 0.02%，玻纤下降 0.90%，同期上证综指增长 1.05%。

图 1：申万一级行业周涨跌幅一览



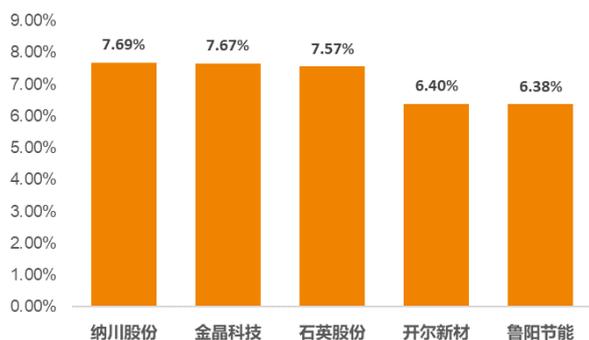
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：建材各子板块周涨跌幅一览



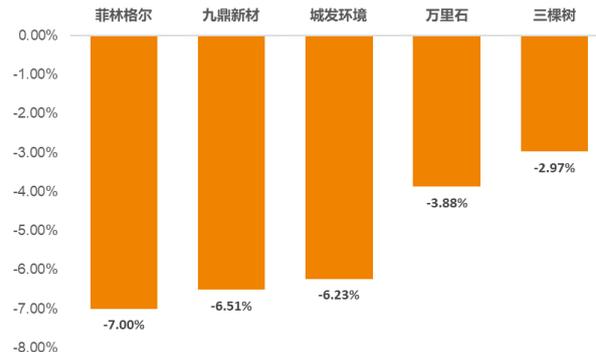
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：非金属建材类股票周涨幅前五



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：非金属建材类股票周跌幅前五



资料来源：wind，天风证券研究所

建材价格波动（0909-0912）

水泥

（来源：数字水泥）

本周全国水泥市场价格环比涨幅为 0.6%。价格上涨地区主要有湖南、广西、重庆和云南，幅度 20-30 元/吨；暂无下跌区域。9 月中旬，全国水泥市场需求趋于稳定，企业发货维持在 8-9 成或产销平衡，库存也多处于合理水平，水泥价格因此继续保持稳中有升态势为主。

华北地区水泥价格保持平稳。北京地区水泥价格平稳，受 70 年大庆影响，水泥需求不稳定，企业发货情况相差较大，预计 9 月下旬工程停工后，市场成交将会大幅萎缩。天津地区水泥价格平稳，受限于市场资金短缺，工程开工率较低，水泥需求疲软，企业发货仅在 5 成左右。河北唐山地区水泥价格保持平稳，目前环保管控较严，工程和搅拌站开工率下滑，水泥需求走弱，但由于企业停窑限产 40%，库存多在正常或偏低水平，销售压力不大。石家庄、邯郸和邢台地区水泥价格平稳，下游需求相对稳定，企业发货在 7 成左右，外运较多企业能达 8-9 成，库存在 50%上下。

东北地区水泥价格小幅上调。辽宁辽中沈阳和辽阳地区水泥价格上调 15 元/吨左右，价格上调主要是由于企业水泥熟料南下量加大，库存明显下降，目前普遍处在低位，企业

顺势推涨价格。吉林长春地区水泥价格上调后不稳，下游需求疲软，且辽宁外来水泥价格较低，为抵制外来低价水泥，部分企业存有回落价格意愿。

华东地区水泥价格继续上调。江苏苏锡常和南京地区水泥价格上调后保持平稳，下游需求暂无明显变化，企业发货能达 9 成或产销平衡，库存在 40%-60%。苏北盐城和淮安等地区水泥价格趋稳，前期价格上调后，下游需求仍旧较好，企业基本能达正常水平，库存维持在 50%左右，预计后期价格将继续趋强运行。

浙江温州部分企业高标号价格上调 10 元/吨，天气好转，下游需求基本恢复正常，企业发货能达产销平衡，库存在正常水平，加之前期水泥价格上调，企业执行幅度不一，因此部分上调幅度较小企业开始补涨。杭绍地区水泥价格平稳，下游需求较好，企业发货稳定，库存在 40%-50%，部分企业存有再次上调价格意愿。金衢丽地区水泥价格平稳，下游需求相对稳定，企业发货能达产销平衡，库存在 40%-60%。

中南地区水泥价格继续上调。广东珠三角地区水泥价格暂稳，天气放晴后，下游需求恢复较快，各企业发货达到产销平衡或销大于产，熟料库存均降至 50%左右，但部分企业下属粉磨站水泥库存仍略高在 70%左右。总体来看，压力最大时期已经过去，随着下游需求恢复以及广西价格上涨，预计中秋节过后，广东地区水泥价格也将会迎来上涨行情。

湖南长株潭地区水泥价格公布第二次上调，幅度 40 元/吨，累计公布幅度 70 元/吨，实际执行幅度 50-60 元/吨。下游需求继续恢复，企业发货环比增加 5%-10%，日出货能达 8 成。另外，水泥企业执行三季度停窑限产，库存普遍不高，销售无压力。益阳部分企业公布价格上调 20-40 元/吨，下游需求稍好，企业发货能达 8-9 成，库存在 50%-60%，后期价格能否执行需进一步跟踪。

湖北鄂西宜昌、荆门和襄阳等地区水泥价格上调 30 元/吨，下游需求继续恢复，企业发货环比增加，日出货在 9 成或产销平衡，库存在 50%左右，加之外围地区价格已经上调，本地企业跟随上调意愿较强。武汉及鄂东地区水泥价格上调已经落实到位，下游需求表现较好，企业发货能达产销平衡，库存在 40%-50%。

9 月 10 日，河南信阳地区水泥价格跟随上调 20 元/吨，下游需求有所好转，企业发货环比增加 10%-20%，日出货能达 8-9 成，受益于前期停窑限产，库存在正常水平，随着外围湖北和豫中南水泥价格上调，本地企业跟随上行。郑州部分企业前期上涨回落不到位，报价回落 30 元/吨，中联等大企业暂稳，下游需求略有好转，但企业发货仍未能达到产销平衡，个别企业为求出货，价格回调至涨价前水平。

西南地区水泥价格上调。四川成都地区水泥价格继续维稳，下游需求略有好转，企业发货在 8 成左右，库存在中等或偏高水平，主导企业稳价意识强烈，短期内价格将继续趋稳。内江和南充等地区水泥价格趋强，外围重庆和贵州地区水泥价格大幅上调，本地部分企业存有跟调意愿，但下游需求表现一般，后期价格能否上调需进一步跟踪。

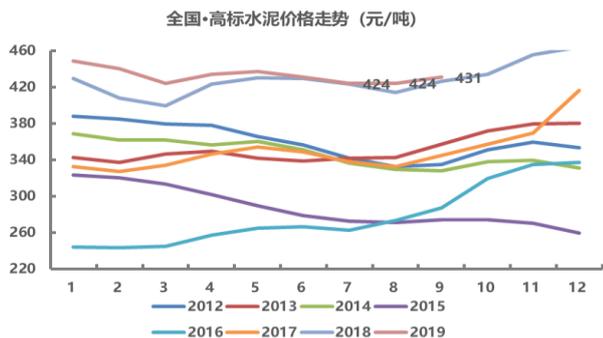
贵州贵阳地区水泥价格上调正在落实过程中，大部分企业执行上调 30-50 元/吨，下游需求相对稳定，企业发货在 7 成左右，受益于生产线停窑限产，熟料库存偏低，水泥库存在正常水平。遵义地区水泥价格上调后，部分企业价格回落 20 元/吨，下游需求疲软，由于企业不断外运，日发货能达 8 成，库存在 50%左右。

西北地区水泥价格以稳为主。陕西关中地区水泥价格暂稳，房地产开始走弱，工程和搅拌站开工率偏弱，散装水泥需求疲软，企业综合发货在 7-8 成，前期部分企业价格已经下调，短期以稳为主。榆林地区水泥价格平稳，下游需求相对稳定，但外来低价水泥增多，企业发货受到影响，目前多在 8-9 成，库存上升至 50%-60%。

甘肃兰州地区水泥价格平稳，随着新项目陆续开工，下游需求表现较好，企业发货在 9 成或产销平衡，因部分企业停窑检修，目前熟料库存偏低，水泥库存在 50%左右。陇南和平凉地区水泥价格平稳，下游需求比较稳定，企业发货基本能达产销平衡，库存在正常水平，由于前期外围价格出现下调，为防低价水泥进入量增加，主导企业价格继续报稳。

(以下图表采用月度均价)

图 5：全国水泥价格走势（元/吨）



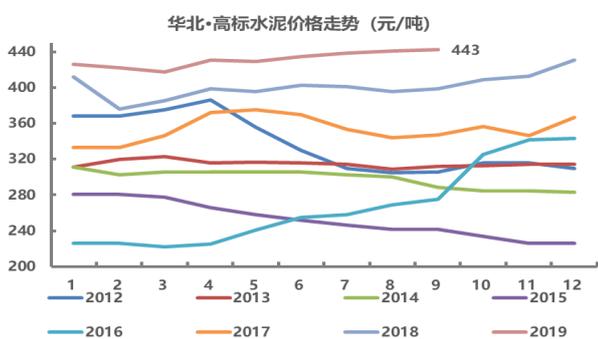
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 6：全国水泥库容比（%）



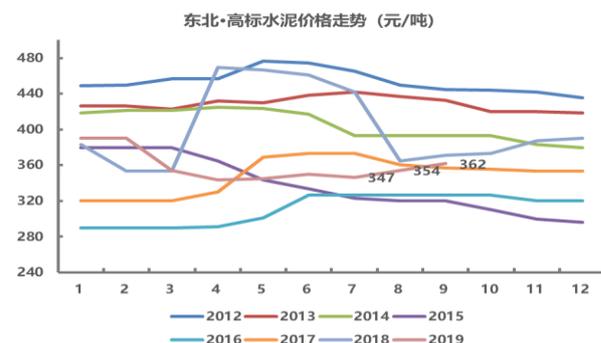
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 7：华北区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



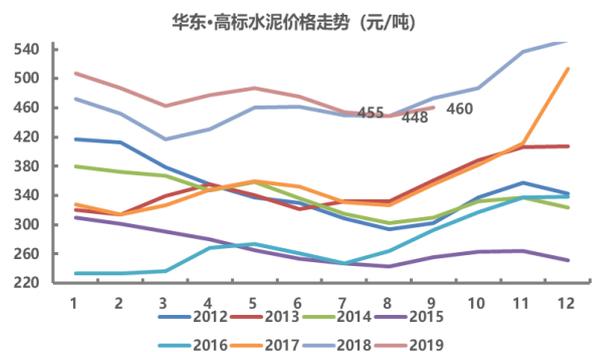
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 8：东北区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



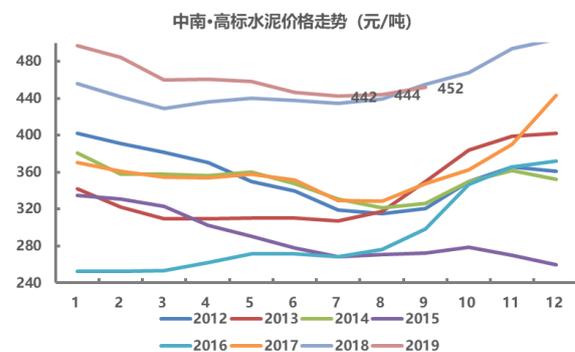
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 9：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



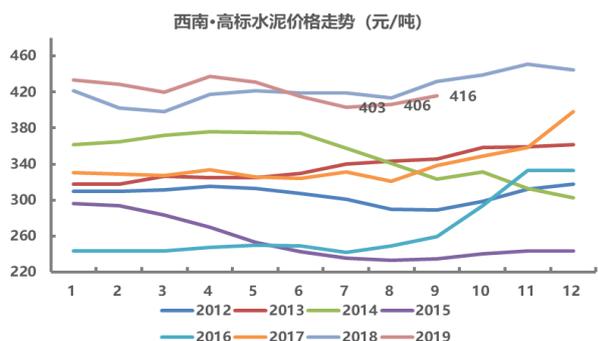
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 10：中南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



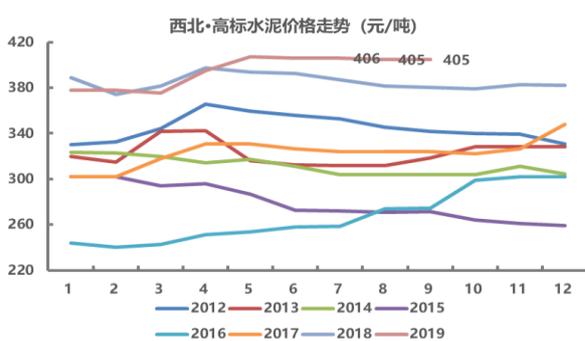
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 11：西南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 12：西北区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

玻璃

(资料来源：中国玻璃信息网)

月初以来玻璃现货市场总体走势呈现传统的销售旺季趋势，生产企业出库继续保持稳中有升，市场价格也有一定幅度的调整，信心尚可。部分地区由于前期上涨速度过快，和周边厂家的价格差异过大，造成厂家出库不畅。随着周边厂家的报价小幅上涨，近期出库环比有所改善。东北和西北地区加工企业订单环比增加，采购玻璃的速度也在逐步加快。

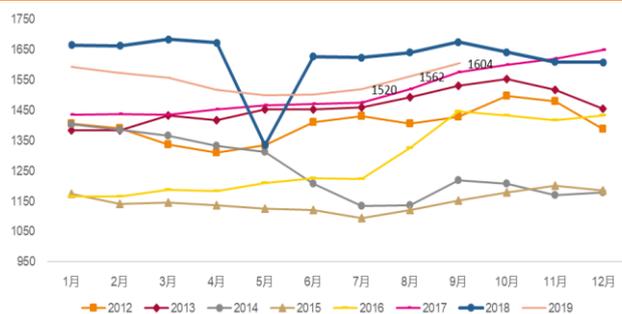
本周末全国建筑用白玻平均价格 1615 元，环比上周上涨 13 元，同比去年上涨-64 元。周末玻璃产能利用率为 70.30%；环比上周上涨 0.00%，同比去年上涨-1.66%；剔除僵尸产能后玻璃产能利用率为 83.68%，环比上周上涨 0.00%，同比去年上涨-2.59%。在产玻璃产能 93810 万重箱，环比上周增加 0 万重箱，同比去年增加-510 万重箱。周末行业库存 3720 万重箱，环比上周增加-21 万重箱，同比去年增加 699 万重箱。周末库存天数 14.47 天，环比上周增加-0.08 天，同比增加 2.77 天。

区域：华南地区部分厂家报价小幅上涨；西南、东北、西北等地区厂家价格继续联动；华北沙河地区厂家报价上涨，市场成交保持前期的水平。

产能：本周没有产能变化。前期点火的几条生产线都已经陆续引板生产。福建瑞玻新建 800 吨生产线点火时间延迟，计划 10 月中旬左右。本溪玉晶二线 600 吨近期有冷修停产的计划。各区域走势如下：

后市：本周玻璃现货市场总体走势尚可，生产企业产销维持正常的水平，市场信心尚可。部分地区生产企业库存偏低，市场价格继续小幅上涨。也有部分厂家前期涨价速度过快，造成出库有所减缓。近期价格稳定为主。本周行业库存继续削减，但去库存的速度环比上周有所减缓，同时行业库存同比去年也整体偏高。产能方面，目前总体在产产能基本和去年同期持平，部分区域供给增加明显。同时后期还有继续增加的压力。整体看目前行业价格依旧处于传统的销售旺季，稳中有升的趋势还将持续一段时间。

图 13：全国玻璃均价（元/重量箱）（月均价）



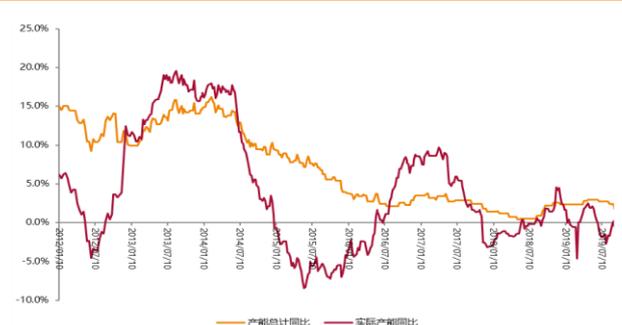
资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

图 14：国内玻璃相关指数走势



资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

图 15：玻璃实际产能同比和产能总计同比



资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

图 16：玻璃纯碱价格差（元/重量箱）



资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

图 17: 全国重质纯碱价格 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 燃料油市场价 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

玻纤

玻纤 7 月 5 日全国均价 4525 元/吨, 环比上周持平, 同比去年下降 375 元/吨。

图 19: 2400tex 无碱缠绕直接粗砂均价 (元/吨)

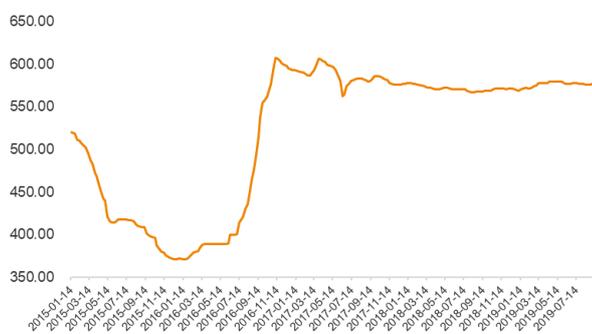


资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

能源和原材料

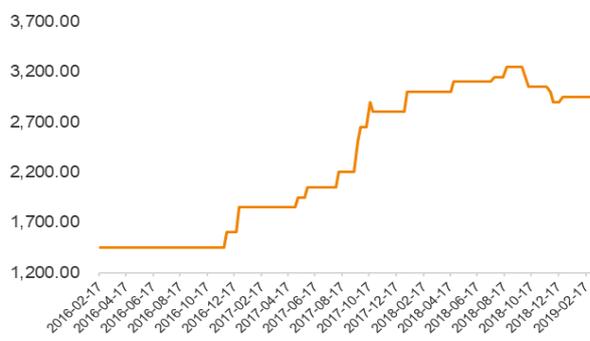
截至 9 月 11 日 (本周三) 环渤海动力煤(Q5500K)578 元/吨, 环比上周上涨 1 元/吨, 同比去年上涨 9 元/吨。

图 20: 环渤海动力煤(Q5500K)价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 21: 国废不含税到厂价 (山东: 80%含量以上) (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (截止 2019/3/20)

截止本周, pvc 均价 6621 元/吨, 环比上周增长 10 元/吨, 同比去年下降 254 元/吨。

截止本周, 沥青现货收盘价 3860 元/吨, 环比上周保持稳定, 同比去年下降 280 元/吨。

图 22: PVC 价格 (电石法) (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 23: 沥青现货价格 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

行业要闻

1、为推动党中央、国务院重大决策部署落地生效，国务院决定开展第六次大督查。按照统一安排，从 9 月 2 日起，16 个国务院督查组分赴 16 个省（区、市）进行实地督查。我国砂石高价、短缺问题严重影响基础设施建设的顺利进行，不利于国务院基建“补短板”政策的落地；部分地方政府形式主义问题突出，“一刀切”关停砂石企业的现象时有发生。砂石骨料行业自身发展受到严峻挑战，并影响到我国经济建设。16 个国务院督查组实地督查，对国务院了解、解决砂石行业突出问题具有重要意义。（来源：中国砂石协会）

2、9 月 9 日，山东省枣庄市工业和信息化局和枣庄市生态环境局联合发布《关于印发枣庄市 2019-2020 年秋冬季重点行业差异化错峰生产实施方案的通知》，明确要求：全市水泥（含粉磨站）、砖瓦等行业错峰生产时间为 2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日，共计 4 个月。（来源：水泥内参）

3、近期，住房和城乡建设部批准、发布国家标准《钢铁渣处理与综合利用技术标准》，编号为 GB/T51387-2019，自 2019 年 12 月 1 日起实施。标准规定：钢渣可用作骨料；高炉渣可用作混凝土和砂浆的骨料，并应符合现行行业标准；钢渣可用于道路沥青混合料的粗集料，也可用于道路基层和路基集料。（来源：中国砂石协会）

4、近日，国家发展改革委对渝昆铁路可研报告进行了批复——《关于新建重庆至昆明高速铁路可行性研究报告的批复》发改基础〔2019〕1463 号。重庆至昆明铁路是国家中长期铁路网“八纵八横”高速铁路主通道京昆通道的重要组成部分，也是联系成渝城市群和滇中城市群的快速客运通道，为国家“百项交通扶贫工程”重点项目，计划年内开工建设。项目起自重庆枢纽重庆西站，经重庆市江津区、永川区，四川省泸州市、宜宾市，贵州省毕节市，云南省昭通市、曲靖市至昆明枢纽昆明南站，与在建成自宜高速铁路衔接，构建形成成都至昆明高速铁路通道。项目按双线时速 350 公里设计，共设车站 20 座（预留车站 1 座），线路里程约 699 公里，投资估算总额为 1416 亿元，全线建设工期 6 年。此外，近期，总投资达 1586 亿的渝贵高铁、渝（涪）柳铁路、昭通至黔江铁路项目也有了更新消息。（来源：中国建筑防水杂志社）

5、9 月 11 日上午，应急管理部发布 2019 年第 18 号公告称，根据《对安全生产领域失信行为开展联合惩戒的实施办法》（安监总办〔2017〕49 号）的规定，经审核，将唐山满旺矿山能源有限公司矿山分公司等 90 家生产经营单位及其有关人员纳入安全生产失信联合惩戒“黑名单”。这些被拉黑的企业，有的是因为发生生产安全事故，有的是因为违法、非法生产经营，有的是出具虚假证明文件。（来源：涂料头条）

重点上市公司公告

【祁连山】收到政府补助：收到“三供一业”补助资金 3,355.11 万元。上述拨付资金为控股股东转拨付的由国家拨付的专项用于分离移交“三供一业”费用的财政补助资金。公司将全部用于补助公司及所属子公司分离移交“三供一业”支出费用。

【上峰水泥】控股股东股份质押：截止本公告披露日，公司总股本为 813,619,871 股，上峰控股持有公司股份数量为 262,566,915 股，占公司总股本的 32.27%；本次质押股份 22,500,000 股，占其持有公司股份总数的 8.57%，占公司总股本的 2.77%；上峰控股所持持有本公司的股份累计被质押 161,800,000 股，占其持有公司股份总数的 61.62%，占公司总股本的 19.89%

【上峰水泥】收购参股子公司部分股权：公司控股子公司上峰杰夏拟以 1,125 万元收购 长顺石油 持有的萌生环保 25%股权，本次交易完成后，萌生环保将成为上峰杰夏的控股子公司。

【塔牌集团】回购报告书：决定使用自有资金以集中竞价的方式回购公司股份，本次回购股份资金总额为不超过 16,000 万元（含）且不少于 8,000 万元（含），回购价格不超过 12 元/股，回购的期限为自股东大会审议通过回购方案之日起 6 个月内。回购的股份拟用于公司实施员工持股计划。

企业中长贷显著改善，关注四季度制造业与基建投资

8 月新增信贷 1.21 万亿，同比少增 665 亿，略超市场预期。预计受益 9 月全面降准+定向降准，LPR 改革促进银行放贷意愿，以及专项债提前下达，地产商加速资金回笼带来住房贷款韧性，年内最后一个季度的社融表现或将可观。下游需求的集中化提高产业链对资金的敏感程度，例如水泥行业体现在农村自建房的减少与重点工程的增加，消费建材体现在精装集采以及装修公司对个人装修模式的替代。资金对建材行业影响，从产业链角度看，包括（1）制造业信贷支持与资金周转实力；（2）经销端垫资承受能力影响销售意愿；（3）需求端结算时长与兑付风险。而地产链与基建链也应一分为二看，地产链资金收紧压力持续背景下，我们认为未来一段时间建材投资主线是集中度提升，磨底期间市场手段去产能，同时也是新商业模式形成期。基建链短期继续受益逆周期调节力度，重点工程、市政工程有望加大投入，增量有空间保障竞争程度不及地产链激烈，短期盈利具备稳定性。

本周水泥继续普涨行情，建议弹性角度关注上半年雨水负面影响较大的区域，例如广东、湖南及江西，下游需求恢复与广西价格上调后，广东有望中秋节后迎来上涨行情，湖南长株潭公布第二次上调，累计执行幅度 50-60 元/吨，江西九江大部分企业上调执行 20 元/吨。此外，当前水泥供给端有望边际收紧，错峰与事件性停产影响出货节奏与供需关系，有望引起价格超预期变化。具体看来，（1）关注山西、山东、河南、河北秋季错峰计划执行，旺季停窑有望引起阶段性供应不足。（2）我们预计事件性停产停工仅带来阶段性需求下降，价格上调弥补销量缩减的可能性较大，停产前后期工程赶工需求集中，整体工程量并不因事件性停工而减少。下半年可能带来区域停产停工的事件包括：北京（国庆 70 周年活动，10 月），武汉（军运会，10 月 18 日-27 日），上海（进博会，11 月 5 日-10 日）等。冬季错峰生产执行力度有望维持，例如枣庄发布秋冬错峰生产方案，全市水泥（含粉磨）错峰时间为 2019 年 11 月 15 日-2020 年 3 月 15 日，跨度 4 个月。我们对今年水泥量价判断保持不变，行业整体需求大幅下跌可能性较小，盈利稳定性有望超预期。当前水泥板块基建端需求边际向好，旺季价格上涨利好企业盈利，建议继续关注海螺水泥、华新水泥、祁连山、冀东水泥、天山股份、上峰水泥。

玻璃方面，产销延续旺季走势，建筑用白玻均价环比提升 13 元，行业库存环比下降 21 重箱，建议关注旗滨集团。玻纤方面，关注 9 月金股中材科技，风电业务大幅增长，今年上半年合计销售风电叶片 3201MW，同比大增 139%，实现销售收入 19.8 亿元，同比大增 134%，净利润 1.8 亿元，市场占有率进一步攀升，提高约 5 个百分点，本期公司叶片业务毛利率为 19.12%，较去年同期提升 7.95 个百分点，盈利能力显著提升。此外旗下泰山玻纤是玻纤行业的龙头企业，具有较强的行业竞争力，全年盈利情况向好。

消费建材方面，我们建议关注两点，一是龙头市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合，以及地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B 端增速快于 C 端零售；二是旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括，防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居&蒙娜丽莎、管材龙头伟星新材、石膏板龙头北新建材、

涂料龙头三棵树、五金龙头坚朗五金等。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com