

建筑材料

 证券研究报告
 2019年10月26日

价格延续上涨，水泥板块盈利继续向好

本周全国水泥市场价格环比继续走高，涨幅为0.3%。10月下旬，国内水泥市场需求相对稳定，水泥价格延续上涨态势，涨价区域开始减少，进入11月份，北方地区企业将会陆续执行错峰生产，预计价格以稳为主；南方地区浙江、湖北、广东、广西等个别省份价格仍有上调预期，其他地区都将稳定为主。从目前时点价格来看，全国高标水泥价格同比上涨1.25%，华北地区、西北地区同比涨幅较大分别为8.31%、7.92%，华东、中南地区未来仍有提价预期，价格有望继续维持在高位，时点库存情况较去年同期相比略有提升，其中华北、东北、西南、西北地区库存情况较往年偏低（-1、-4、-1、-3），其中华北、西北地区库存情况同价格相对趋势的配合较为明确。

目前多数水泥企业已经公布公司三季报业绩，从已经公布的10家水泥上市公司业绩来看，2019年前三季度营收同比增长29.25%，从收入体量来看，海螺水泥贡献了主要的营收增量，其中部分增量是由于其贸易业务贡献，冀东水泥也有部分报表口径变动的影响，其他企业中除去金圆股份、塔牌集团营收出现下滑以外，其余企业营收均出现同比上行，从盈利水平上看，前三季度归母净利除塔牌集团外均保持正向增长，第三季度业绩除塔牌集团、万年青外均保持正向增长，其中第三季度增速前三为宁夏建材、祁连山、冀东水泥（+65.76%、+63.70%、+50.00%）；从盈利能力角度来观察，第三季度毛利率前三位分别为上峰水泥、华新水泥、祁连山（54.84%、40.34%、39.12%），毛利率水平同比出现分化，上峰水泥毛利率增加最多（+10.75个百分点），净利率排名前三位分别为上峰水泥、祁连山、塔牌集团（35.89%、25.20%、22.44%），祁连山净利率增加最多（+12个百分点）。整体来看，行业龙头企业三季度业绩有望维持同比正增长的态势。并且从四季度初始行业的供需关系来看，水泥价格有望保持较好表现，支撑企业四季度盈利。推荐海螺水泥、华新水泥，西北龙头祁连山、天山股份，以及弹性品种上峰水泥、冀东水泥。

地产后周期品种需要重视需求复苏逻辑。玻璃行业基本方面，产销延续旺季走势，供需格局较好，库存呈现下降态势，建议关注旗滨集团。公司发布三季报，三季度公司总营收24.66亿元，同比增长7.60%，归母净利4.09亿元，同比增加34.60%，盈利能力强。需求恢复带动价格走高，业绩持续改善；受益于纯碱价格下降，公司利润空间放大；同时，公司中长期规划确保长期发展，股权激励激发企业动能，公司在生产成本、产品结构、管理效率方面均具备明显优势。

玻纤方面，继续推荐中材科技，高增长逐步得到市场认同，继续阐明投资逻辑：（1）历史看估值依旧处于低位，国企改革预期强；（2）风电行业预期较好叶片业务持续受益；（3）锂电隔膜全年预期边际改善；（4）玻纤业务有望通过销量增长、成本降低对冲价格下降，业绩预期保持平稳。消费类建材建议关注地产后周期龙头，龙头品牌力强，翻新改造首选度高，从而带动C端产品销量提升；地产龙头上半年业绩高增长，集中度提升有利于有B端优势业务的拓展，龙头企业有望加快拉开与其他企业的差距。建议关注防水龙头东方雨虹、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。

一周市场表现：本周申万建材指数上涨0.25%，各子行业中，水泥制造（+0.25%），管材（-0.14%），耐火材料（-0.12%），玻璃制造（+1.96%），玻纤（-2.55%），同期上证综指（-0.57%）。

建材价格波动：水泥：本周全国水泥市场价格环比继续走高，涨幅为0.3%。价格上涨地区主要是浙江、广西和广东等地，幅度20元/吨；价格回落地区是湖北襄阳、河南周口两个小区域，幅度10-20元/吨。10月下旬，国内水泥市场需求相对稳定，水泥价格延续上涨态势，涨价区域开始减少，进入11月份，北方地区企业将会陆续执行错峰生产，预计价格以稳为主；南方地区浙江、湖北、广东、广西等个别省份价格仍有上调预期，其他地区都将稳定为主。玻璃及玻纤：本周末全国建筑用白玻平均价格1665元，环比上周上涨7元，同比去年上涨39元。6月28日玻纤全国均价4475元/吨，环比上周价格下跌50元/吨，同比去年下跌475元/吨。能源和原材料：截至10月23日（本周三）环渤海动力煤(Q5500K)577元/吨，环比上周下降0元/吨，同比去年上涨6元/吨。

重要新闻：25日山东省工信厅发布《关于组织实施2019-2020年度重点行业秋冬季差异化错峰生产的通知》文件要求所属区域内重点行业企业从2019年11月15日至2020年3月15日实施错峰生产。（来源：中国水泥网）

重要公告：【海螺水泥】公司发布2019年三季报，实现营收1107.56亿元，同比增长42.37%；实现归母净利238.16亿元，同比增长14.96%，期末资产负债率为20.53%。

风险提示：基建项目建设进度不及预期；行业库存压力增加。

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
侯星辰 分析师
 SAC执业证书编号：S1110518090004
 houxingchen@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业点评:华南需求恢复明显，北方错峰即将展开》 2019-10-20
- 2 《建筑材料-行业研究周报:供给侧影响助推旺季行情，关注水泥板块》 2019-10-19
- 3 《建筑材料-行业点评:旺季如期而至，基建预期向上，竣工连续回暖》 2019-10-18



存上升明显。辽宁企业即将进入淡季错峰生产，辽宁大连 2019 年 11 月 5 日至 2020 年 4 月 5 日，2019 年 11 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日。吉林长春地区水泥价格平稳，气温逐步下降，水泥需求随之减少，企业尚未确定淡季错峰生产时间，预计 11 月 1 日前发布。

华东地区水泥价格继续上调。江苏苏锡常地区水泥价格平稳，受政府严格治理超载影响，汽运仍然不畅，部分企业库存环比有所增加，区域内综合发货 9 成或正常水平。南京地区水泥价格平稳，下游需求相对稳定，企业发货能达产销平衡，库存维持在正常水平。北部盐城和淮安等地区水泥价格以稳为主，下游需求无明显变化，企业发货基本能达产，库存在 50%左右。受江苏南部地区价格上涨滞后影响，上海地区价格继续保持平稳。

浙江杭绍高标号散装水泥价格第三轮上调 20 元/吨，下游需求仍旧良好，企业发货能达产销平衡，库存在 40%-50%。浙中南金衢丽和甬台地区水泥企业开始第四轮上调，幅度 20 元/吨；温州水泥价格上调 30 元/吨，下游需求表现较好，企业发货能达产销平衡，库存在正常或偏低水平，企业无销售压力，且前期价格上调后，执行情况良好，企业继续推涨价格。

安徽合肥地区水泥价格平稳，下游需求比较稳定，企业发货基本能达产销平，库存维持在正常水平。芜湖地区水泥价格平稳，停工项目陆续恢复，水泥需求有所回升，企业发货能达 9 成上下，熟料库存仍旧偏低，水泥库存在 50%-60%。皖北蚌埠和淮南等地区水泥价格平稳，下游需求稳定，企业发货无明显变化，库存维持在 50%左右。

江西九江地区水泥价格公布第四轮上调，幅度 20 元/吨，下游需求比较稳定，企业发货能达产销平衡，库存在 50%左右。南昌、赣西和赣南等地区水泥价格上调已经落实到位，下游需求较好，企业发货在正常水平，库存在 40%-50%，利于价格上调的执行。赣东北地区第五轮价格上调后保持平稳，下游需求环比无明显变化，企业发货较好，且外围浙中南价格再次上调，本地部分企业存有继续跟涨意愿。

福建福州、宁德、三明和泉州等地区第四轮价格上调基本落实到位，下游需求比较稳定，库存一直维持在 40%-50%。据了解，福建地区价格连续上调四轮后，水泥价格与外围相比仍旧偏低，预计后期价格将会继续趋强。

中南地区水泥价格再次上调。广东粤西茂名和阳江地区水泥价格上调 20 元/吨，下游需求比较稳定，企业发货较好，库存在正常水平，且前期外围珠三角价格上调已经落实到位，粤西价格相对偏低，企业陆续跟随上调价格。10 月底，珠三角地区有第三轮价格上调预期，幅度 20 元/吨，下游需求良好，企业发货能达产销平衡或销大于产，库存在 40%-50%。

广西南宁、崇左和贵港等地区水泥价格公布第三轮上调，幅度 20 元/吨，下游需求较好，企业发货产销平衡，库存在低位水平，加之前期外围价格已经上调，对桂中南价格上行起到带动作用。桂北桂林和柳州等地区水泥价格上调已经落实到位，雨水天气稍多，下游需求略有减少，企业发货在 8 成左右。

湖北鄂西北襄阳和十堰等地区水泥价格下调 10-15 元/吨，雨水天气增加，下游需求受到影响，企业发货在 9 成左右，库存在 60%偏高处运行，且外围河南价格下调后，本地价格相对偏高，各企业陆续小幅跟降。武汉及鄂东地区水泥价格平稳，2019 年 10 月 18 日至 27 日，军运会在武汉召开，水泥企业停窑限产，部分工地同步停工，目前水泥市场供需均处双弱态势。

湖南长株潭地区水泥价格以稳为主，雨水天气增多，下游需求环比下滑 10%左右，企业发货在 7 成上下，库存略有增加，在 50%-60%，预计短期内再次涨价的可能性较小。常德和益阳地区水泥价格连续上调后趋稳，雨水天气较多，下游需求表现不佳，企业发货在 7 成左右，库存呈上升态势，短期企业以稳价为主。

河南郑州地区水泥价格平稳，进入 10 月份，环保较严，工程和搅拌站开工率偏低，水泥需求恢复不及预期，价格难推涨。另外，周口和驻马店等地区部分企业价格下调 10-20 元/吨，由于环保整治，水泥企业限产，部分工程停工，企业发货住在 5-6 成，部分企业

为求发货，小幅下调价格。

西南地区水泥价格大稳小动。四川成都简阳地区水泥价格下调 20 元/吨，雨水天气频繁，下游需求有所下滑，企业发货比较清淡，为增加发货量，部分企业率先下调价格，其他返例形式跟进。据了解，成都其他地区水泥价格暂稳，后期是否跟随下调需进一步跟踪。

重庆地区水泥价格保持平稳，雨水天气增多，下游需求环比减少，企业发货在 7-8 成。据了解，剔除雨水天气，企业发货能达 9 成，基本与去年同期持平，因此虽然库存有所增加，各企业报价仍旧以稳为主。

贵州贵阳地区水泥价格平稳，袋装市场同比明显萎缩，加之受资金短缺影响，新开工程较少，散装需求疲软，企业发货多在 6-7 成，库存在 70%高位运行。遵义地区水泥价格平稳，下游需求清淡，但外运量较大，企业发货能达 7 成，库存仍旧较高。

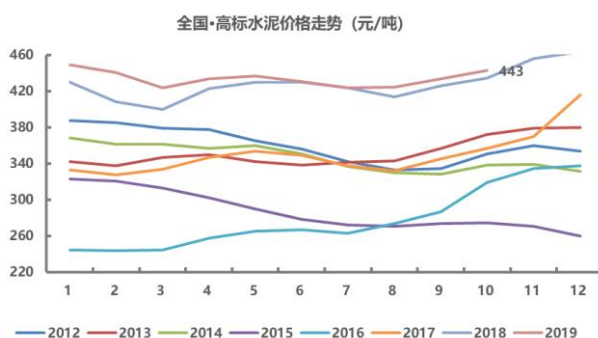
云南昆明地区水泥价格平稳，雨水天气仍旧较多，企业发货 8 成，库存略有增加，在 50%-60%，主导企业稳价意识强烈，预计短期内价格将会继续趋稳。曲靖和文山等地区水泥价格平稳，雨水天气持续，下游需求不太稳定，企业发货在 6 成左右，库存在 60%-70%。

西北地区水泥价格以稳为主。陕西关中地区前期价格上涨失败，近日部分企业再次尝试推涨，且公布幅度较大，为 40 元/吨。从市场情况看，企业发货较前期相比并无明显变化，出货仍在 7-8 成，库存在 60%左右，短期虽无销售压力，但也不足以支撑价格大幅上涨，因此后期价格实际上涨幅度有待跟踪。进入 11 月份，市场需求将逐渐减弱，企业也将开始执行错峰生产，价格更多是保持平稳为主。

甘肃兰州地区水泥价格平稳，部分施工工地正在赶工，水泥需求有所增加，企业发货能达 8-9 成，库存略有增加，在 50%-60%，随着气温下降，预计进入 11 月份，水泥需求会逐步走入淡季。平凉和陇南地区水泥价格平稳，天气放晴，工程进入赶工期，下游需求好转，企业发货在 9 成或产销平衡。

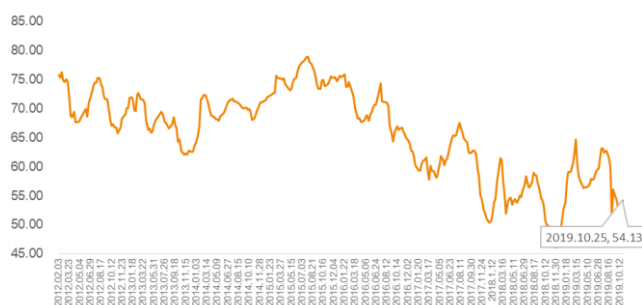
(以下图表采用月度均价)

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

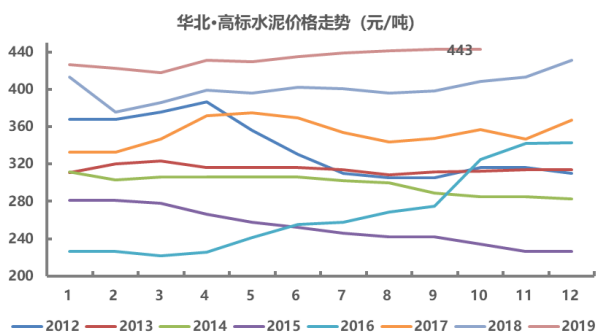
图 6: 全国水泥库存比 (%)



资料来源: 数字水泥, 天风证券研究所

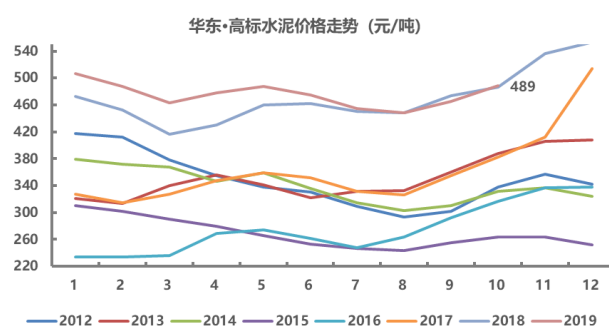
图 7: 华北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)

图 8: 东北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)



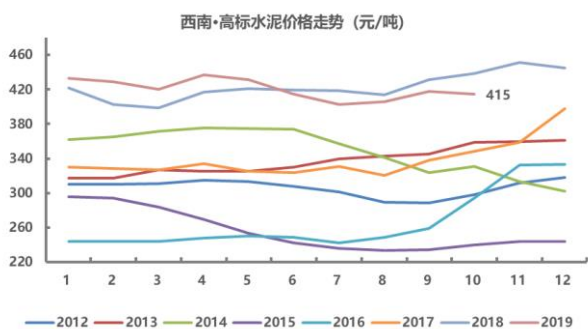
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 9：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）

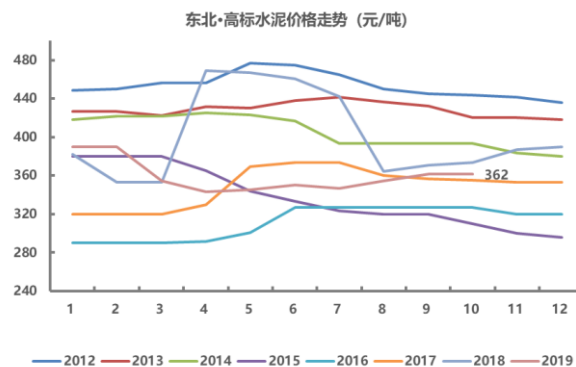


资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 11：西南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）

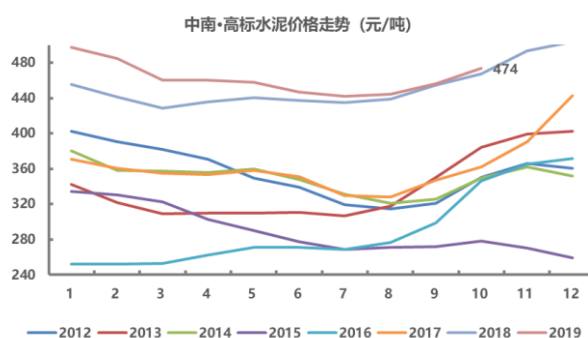


资料来源：数字水泥，天风证券研究所



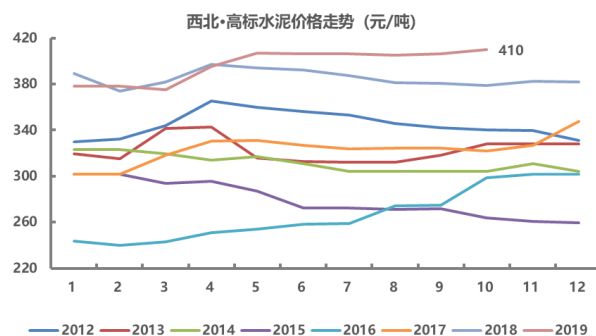
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

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 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

2.2. 玻璃

（资料来源：中国玻璃信息网）

本周末全国建筑用白玻平均价格 1665 元，环比上周上涨 7 元，同比去年上涨 39 元。周末玻璃产能利用率为 69.63%；环比上周上涨 0.00%，同比去年上涨-2.86%；剔除僵尸产能后玻璃产能利用率为 82.87%，环比上周上涨 0.00%，同比去年上涨-3.90%。在产玻璃产能 92910 万重箱，环比上周增加 0 万重箱，同比去年增加-2790 万重箱。周末行业库存 3715 万重箱，环比上周增加 39 万重箱，同比去年增加 483 万重箱。周末库存天数 14.59 天，环比上周增加 0.15 天，同比增加 2.27 天。

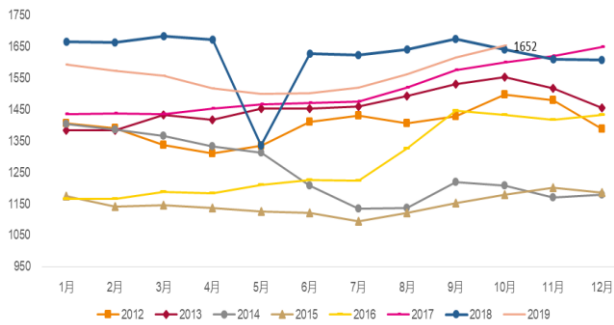
区域：西南和西北等地区市场走势较好，厂家报价上涨幅度尚可；华东和部分华南市场报价也有一定幅度的上涨；部分华北地区厂家计划近期报涨价格，具体走势待考察。

产能：前期传言的沙河地区生产线短期内没有停产的计划；广西北海信义新建 1100 吨生

产线和云南海生一线冷修 500 吨生产线近期计划点火。

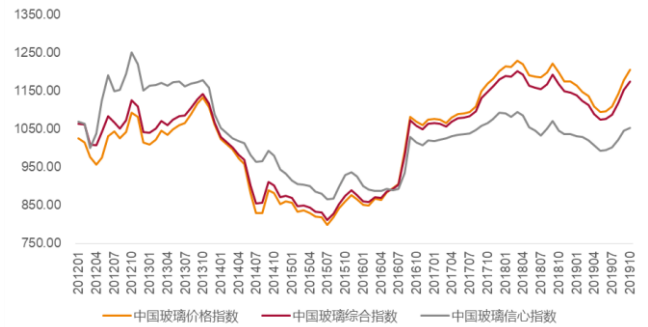
后市：随着传统销售旺季的逐渐结束，终端市场对玻璃的消费也有所放缓，部分北方地区赶工情形有所减弱。而南方地区则还需要坚持一段时间，预计到 12 月份才会逐步放缓。部分北方地区生产企业已经采取了一定的优惠措施，增加对贸易商的收款和优惠的力度，以削减库存。前期传闻的沙河地区生产线集中减少，目前看实现的难度比较大，对周边市场厂家的市场信心有一定的影响，但对本地厂家及贸易商影响不大。**沙河本地贸易商补库存的意愿非常强烈，市场信心很足。认为后期终端市场需求还将有较大幅度的增加。**

图 13：全国玻璃均价（元/重量箱）（月均价）



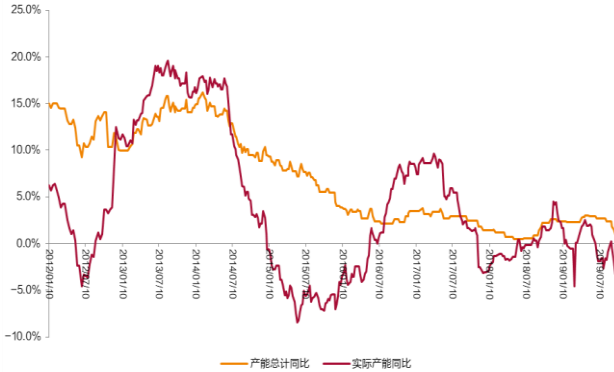
资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

图 14：国内玻璃相关指数走势



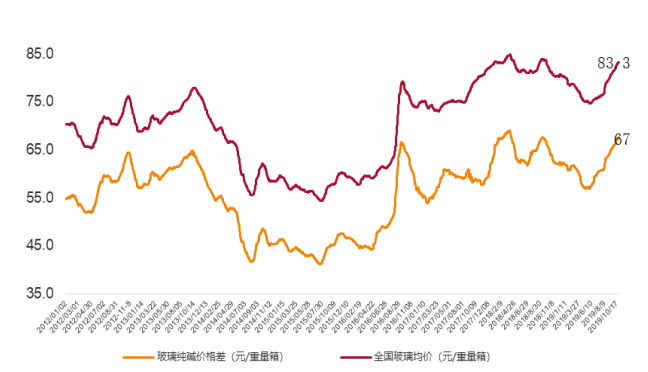
资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

图 15：玻璃实际产能同比和产能总计同比



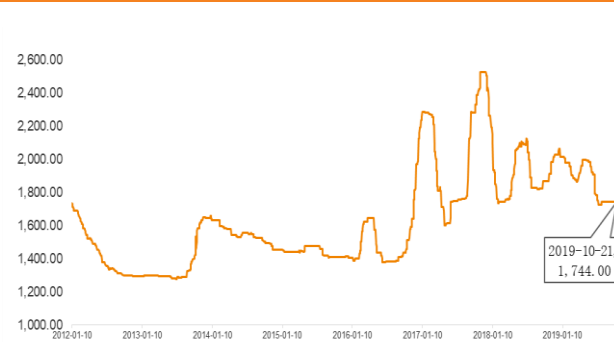
资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

图 16：玻璃纯碱价格差（元/重量箱）



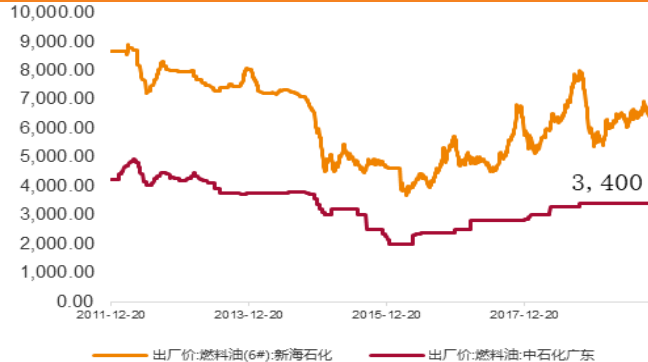
资料来源：中国玻璃信息网，天风证券研究所

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）

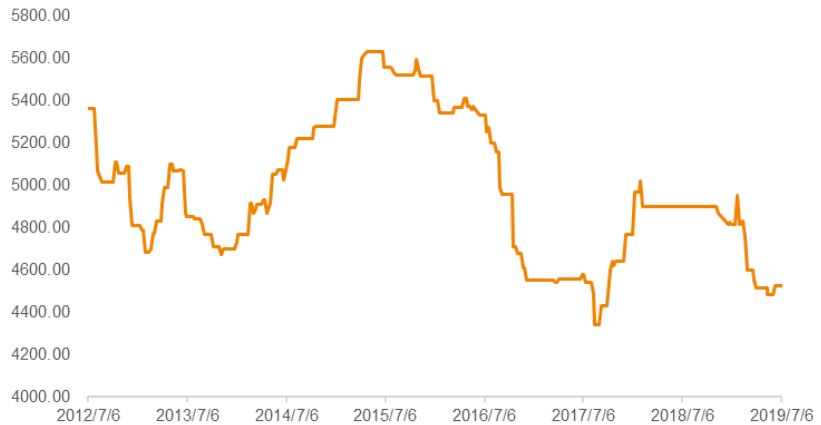


资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 玻纤

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

图 19: 2400tex 无碱缠绕直接粗砂均价 (元/吨)

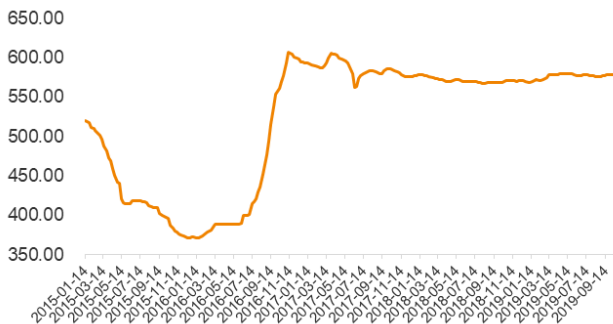


资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

2.4. 能源和原材料

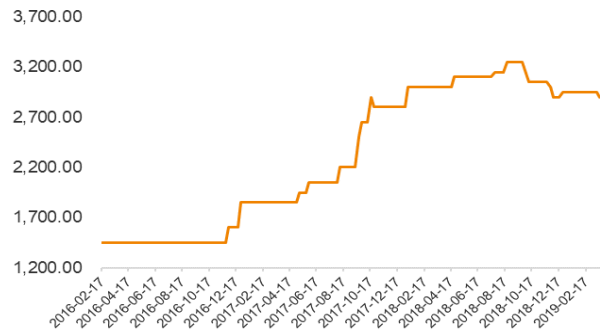
截至 10 月 23 日 (本周三) 环渤海动力煤(Q5500K)577 元/吨，环比上周下降 0 元/吨，同比去年上涨 6 元/吨。

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 6555 元/吨, 环比上周下跌 53 元/吨, 同比去年下上涨 8 元/吨。

截止本周, 沥青现货收盘价 4040 元/吨, 环比上周上涨 0 元/吨, 同比下跌 100 元/吨。

图 22: PVC 价格 (电石法) (元/吨)

图 23: 沥青现货价格 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 行业要闻

- 近日, 河南省污染防治攻坚战领导小组办公室发布《关于印发河南省 2019-2020 年秋冬季大气污染防治综合治理攻坚行动方案的通知》, 秋冬季空气质量改善目标。2019 年 10 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日, 全省细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降 11.9%以上, 重污染天数减少 2 天; 2020 年第一季度改善目标。2020 年 1 月 1 日至 3 月 31 日, 全省细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降 11.1%以上。(来源: 数字水泥网)
- 25 日山东省工信厅发布《关于组织实施 2019-2020 年度重点行业秋冬季差异化错峰生产的通知》文件要求所属区域内重点行业企业从 2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日实施错峰生产。(来源: 中国水泥网)
- 近日, 由中国建材集团所属中国建材工程总承包、北京凯盛负责全面实施的哈萨克斯坦坎克孜勒奥尔达西里日产 2500 吨熟料水泥生产线正式投产。(来源: 数字水泥网)
- 从市场成交情况看, 整体环比略有小幅减缓, 主要是受到北方地区公路运输的影响。同时部分东北和西北地区赶工也在逐渐的结束, 基本仅有部分扫尾工程。华中地区军运会结束后, 本地加工企业订单能否增加, 有待观察。(来源: 中国玻璃期货网)
- 日前, 中国储备粮管理集团(简称“中储粮”)公示了 2019 年入围供应商分级结果, 东方雨虹/禹王/宏源/女娲等防企入围中储粮 2019 年供应商。(来源: 慧聪防水网)

4. 重点上市公司公告

【海螺水泥】公司发布 2019 年三季报, 实现营收 1107.56 亿元, 同比增长 42.37%; 实现归母净利 238.16 亿元, 同比增长 14.96%, 期末资产负债率为 20.53%。其中, 第三季度实现营收 391.13 亿元, 同比增长 22.04%, 归母净利 85.56 亿元, 同比增长 10.06%, 扣非后归母 82.69 亿元, 同比增长 9.72%, 单季度毛利率 32.37%, 净利率 22.43%。

【中国巨石】公司发布 2019 年三季报, 报告期内公司实现营业收入 77.38 亿元, 同比增长 1.43%; 实现归母净利 15.49 亿元, 同比下降 19.02%。

【北新建材】公司前三季度实现营收 98.17 亿, 同比微增 3.2%, 归母净利-0.11 亿, 同比下滑 100.53%, 其中, 因诉讼和解导致的非经常性损益 18.46 亿, 扣非后归母净利 18.42 亿, 同比下滑 7.46%。

5. 周观点

本周全国水泥市场价格环比继续走高, 涨幅为 0.3%。10 月下旬, 国内水泥市场需求相对稳定, 水泥价格延续上涨态势, 涨价区域开始减少, 进入 11 月份, 北方地区企业将会陆续执行错峰生产, 预计价格以稳为主; 南方地区浙江、湖北、广东、广西等个别省份价格仍有上调预期, 其他地区都将稳定为主。从目前时点价格来看, 全国高标水泥价格同比上涨 1.25%, 华北地区、西北地区同比涨幅较大分别为 8.31%、7.92%, 华东、中南地区

未来仍有提价预期，价格有望继续维持在高位，时点库存情况同去年同期相比略有提升，其中华北、东北、西南、西北地区库存情况较往年偏低（-1、-4、-1、-3），其中华北、西北地区库存情况同价格相对趋势的配合较为明确。

目前多数水泥企业已经公布公司三季报业绩，从已经公布的 10 家水泥上市公司业绩来看，2019 年前三季度营收同比增长 29.25%，从收入体量来看，海螺水泥贡献了主要的营收增量，其中部分增量是由于其贸易业务贡献，冀东水泥也有部分报表口径变动的的影响，其他企业中除去金圆股份、塔牌集团营收出现下滑以外，其余企业营收均出现同比上行，从盈利水平上看，前三季度归母净利除塔牌集团外均保持正向增长，第三季度业绩除塔牌集团、万年青外均保持正向增长，其中第三季度增速前三为宁夏建材、祁连山、冀东水泥（+65.76%、+63.70%、+50.00%）；从盈利能力角度来观察，第三季度毛利率前三位分别为上峰水泥、华新水泥、祁连山（54.84%、40.34%、39.12%），毛利率水平同比出现分化，上峰水泥毛利率增加最多（+10.75 个百分点），净利率排名前三位分别为上峰水泥、祁连山、塔牌集团（35.89%、25.20%、22.44%），祁连山净利率增加最多（+12 个百分点）。整体来看，行业龙头企业三季度业绩有望维持同比正增长的态势。并且从四季度初始行业的供需关系来看，水泥价格有望保持较好表现，支撑企业四季度盈利。推荐海螺水泥、华新水泥，西北龙头祁连山、天山股份，以及弹性品种上峰水泥、冀东水泥。

地产后周期品种需要重视需求复苏逻辑。玻璃行业基本面方面，产销延续旺季走势，供需格局较好，库存呈现下降态势，**建议关注旗滨集团**。公司发布三季报，三季度公司总营收 24.66 亿元，同比增长 7.60%，归母净利 4.09 亿元，同比增加 34.60%，盈利能力强。需求恢复带动价格走高，业绩持续改善；受益于纯碱价格下降，公司利润空间放大；同时，公司中长期规划确保长期发展，股权激励激发企业动能，公司在生产成本、产品结构、管理效率方面均具备明显优势。

玻纤方面，**继续推荐中材科技**，高增长逐步得到市场认同，继续阐明投资逻辑：（1）历史看估值依旧处于低位，国企改革预期强；（2）风电行业预期较好叶片业务持续受益；（3）锂电隔膜全年预期边际改善；（4）玻纤业务有望通过销量增长、成本降低对冲价格下降，业绩预期保持平稳。

消费类建材建议关注地产后周期龙头，龙头品牌力强，翻新改造首选度高，从而带动 C 端产品销量提升；地产龙头上半年业绩高增长，集中度提升有利于有 B 端优势业务的拓展，龙头企业有望加快拉开与其他企业的差距。**建议关注防水龙头东方雨虹、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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com