

水泥旺季涨价超预期，看好低估值的上攻

水泥行业 2019Q4 投资策略

► **供需格局高确定性。**需求端 2019 年前三季度发改委累计批复重点项目 8561 亿元，项目储备充足，专项债新规的出台及 2020 年额度的提前下发将支撑基建投资上台阶；地产库存处于历史低位且货币政策相较前几轮调控时更为宽松，我们预计地产投资及新开工韧性仍可维持，使得水泥需求短期内保持稳定增长；供给端华北、华东秋冬季污染管控指标下发，且距离十三五控煤、空气质量改善目标仍存一定距离，十三五期间环保或继续小幅边际收紧。由于水泥对于经济民生优先程度低于电力，我们判断水泥限产仍然是环保改善的主要举措，供需格局高确定性。

► **2019Q4 多地现紧平衡。**辽宁运输事故后，受制于更加严格的超载、装卸检查，外销华东、华北地区水泥预计大幅减少，从而使得华东、华北地区有效供给减少，旺季实现紧平衡。此外，江西、湖南、两广等地 2019H1 被雨水压制的需求或于 2019H2 集中释放，造成阶段性供不应求的局面。

► **华东、华南涨价超预期，“小步快走”。**市场对 19Q4 普遍预期是水泥价格难以推涨，价格同比下滑可能性很大，但是目前实际情况是企业普遍以多轮小幅涨价替代单轮大幅涨价，以涨价次数弥补每次涨价幅度的限制。实际上不少省份水泥价格目前已高于去年，上半年受雨水天气压制较为明显的江西、湖南、两广地区则大幅度触底反弹，旺季启动以来累计涨价 5-6 轮幅度达 100-130 元/吨，我们判断南方企业 2019Q4 水泥均价总体仍将与 2018Q4 总体持平，业绩有上修的可能，且为明年开局打下基础，此为超市场预期。

► **低估值的板块上攻进行时。**历史经验表明需求预期反转往往是这轮水泥行情的催化剂，而行业高景气叠加降息降准利好往往能够带来板块超额收益，因此我们认为在行业高景气度可持续性被市场逐渐验证后，板块将迎来纠错和估值修复，目前行业估值 5-7xPE、股息率 4-7%，估值切换/修复箭在弦上。

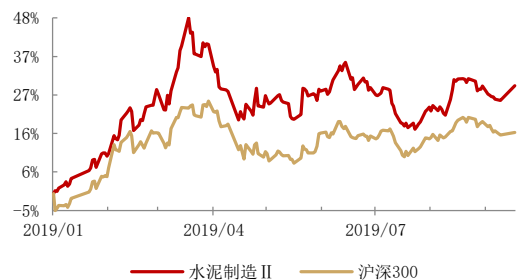
► **投资建议。**推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青、祁连山、塔牌集团、冀东水泥等，天山股份受益。

风险提示：地产调控严于预期，系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-8302591

研究助理：郁暲

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

相关研究

重回稳增长，水泥再迎纠错及估值切换

2019.9.10

正文目录

1. 2019Q4 或再现紧平衡, 高景气维持可期	3
1.1. 基建或于 2019H2 起逐渐复苏	3
1.2. 房地产十三五期间预计仍然保持平稳	6
1.3. 环保仍是硬约束	7
1.4. 紧平衡或再现, 高景气度可持续	9
1.5. 旺季涨价次数弥补幅度, 2019Q4 或已超预期	10
1.6. 产能置换短期内对供给侧压力有限	12
2. 资本金新规或是板块上攻催化剂	13
3. 重点公司盈利预测	14
4. 风险提示	15

图表目录

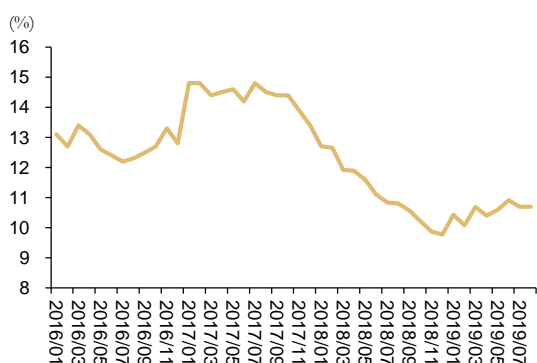
图 1 社会融资存量规模同比增速	3
图 2 水泥产量及同比增速	3
图 3 基建投资增速有望触底回升	4
图 4 发改委批复重点项目投资额	4
图 5 城投债净融资额	6
图 6 2018 年新增专项债用于基建的比例较少	6
图 7 地产库存目前仍然处于低位	7
图 8 货币政策维持宽松	7
图 9 江苏省煤炭消耗量及控煤计划	9
图 10 华北水泥库存位于低位	10
图 11 华东水泥库存位于低位	10
图 12 全国高标水泥均价震荡上涨	10
图 13 华北高标水泥均价	12
图 14 华东高标水泥均价	12
图 15 华南高标水泥均价	12
图 16 西北高标水泥均价	12
图 17 产能置换主要集中于西南	13
图 18 云南水泥需求仍能保持稳定增长	13
图 19 2016 年以来需求预期反转往往是水泥板块行情的催化剂	13
图 20 海螺水泥 PE-BAND	14
图 21 海螺水泥 PB-BAND	14
图 22 华新水泥 PE-BAND	15
图 23 华新水泥 PB-BAND	15
图 24 冀东水泥 PE-BAND	15
图 25 冀东水泥 PB-BAND	15
表 1 资本金新规对基建投资静态提振作用显著 (单位: 亿元)	5
表 2 专项债新规对基建投资拉动作用测算	6
表 3 2019-2020 年采暖季 2+26 地区环保改善目标	8
表 4 安徽环保改进大, 但如需完成十三五目标仍需边际小幅收紧	9
表 5 华东及中南地区 2019 年旺季涨价超预期 (自 8 月 9 号以来不完全统计)	11
表 6 重点公司盈利预测简表	14

1. 2019Q4 或再现紧平衡, 高景气维持可期

2019年1-10月, 中国水泥产量19.07亿吨, 同比增长5.8%, 其中10月单月产量2.18亿吨, 同比下滑2.1%。我们认为目前水泥需求总体仍然旺盛, 10月单月产量的下滑, 我们认为主要因为2018年10月的高基数(单月同比增长13.1%)、北方空气污染管控以及湖北军运会期间的污染管控对生产活动的扰动。

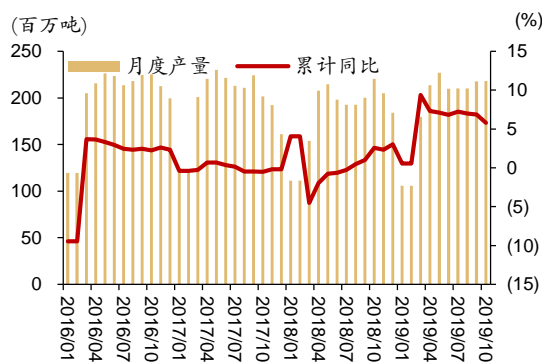
我们认为10月社融数据波动是因为2019年专项债额度基本发配完毕造成的短期波动, 并不影响中长期趋势。因此, 我们认为2019Q4水泥行业再现紧平衡状态, 从而使行业高景气得以维持: 1) 基建复苏、地产稳定背景下, 2019Q4需求端预计保持坚实, 2) 环保要求仍然严格, 行业协同执行良好, 东北超载事故缓解华东、华北外来水泥输入压力并减少有效供给, 3) 江西、湖南、两广等地2019H1被雨水压制的需求于2019H2集中释放。

图1 社会融资存量规模同比增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图2 水泥产量及同比增速

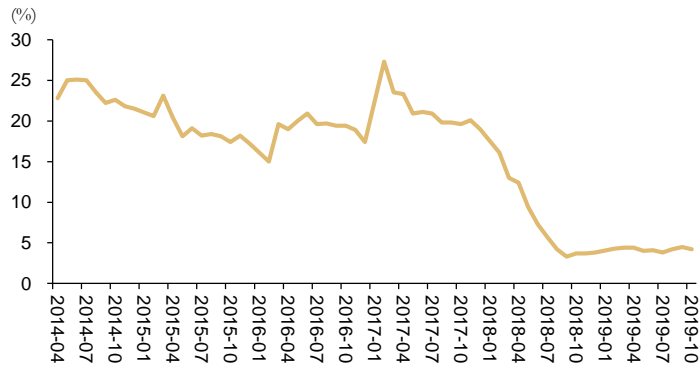


资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.1. 基建或于2019H2起逐渐复苏

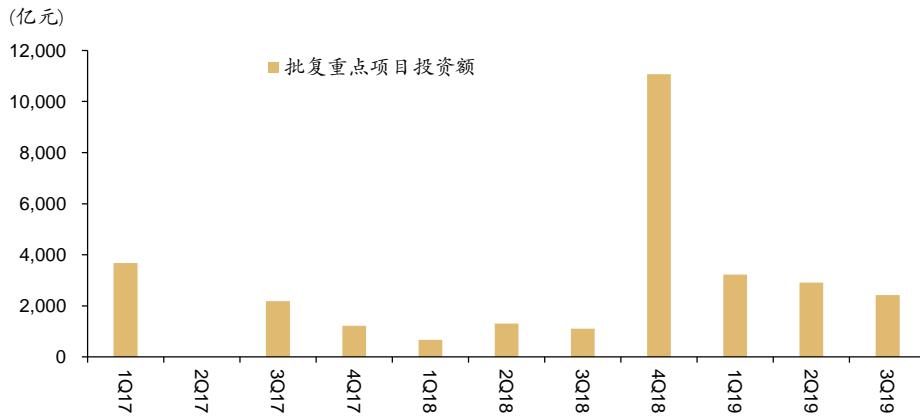
我们认为基建投资增速2019H2起已企稳并预测2020年加速, 而10月的波动不会影响整体的复苏趋势。首先是项目储备充足, 自2018H2确立基建补短板基调以来, 发改委批复重点项目加速。根据我们统计, 2019年前三季度发改委合计批复重点项目8561亿元, 同比增长179%。根据基建建设流程, 项目一般在得到批复后的3-6个月内逐渐启动, 因此我们认为2018Q4起集中批复的重点项目将逐渐释放, 使得基建投资增速逐渐回暖。

图3 基建投资增速有望触底回升



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 发改委批复重点项目投资额



资料来源：发改委，华西证券研究所

其次，我们认为基建配套资金的确定性增强。2019 年前三季度，城投债净融资额 8373 亿元，同比增长 182%，体现了国家出于稳增长考虑，对地方政府融资监管边际有所放松。

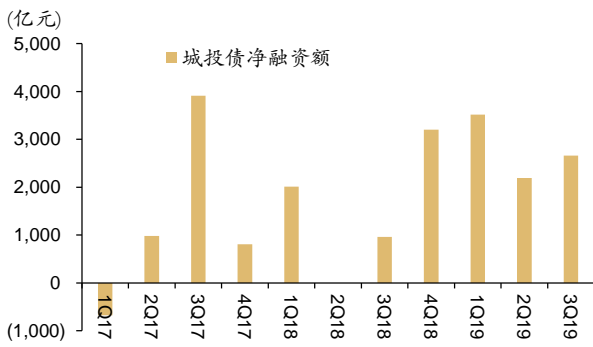
此外，2019Q3 国家发布专项债新规，允许专项债直接用于项目资本金，并提前下发 2020 年部分专项债额度用于基建。根据我们测算，2018 年新增专项债仅 10%-15% 用于基建，提升空间较大，而专项债用于基建的比例每提高 1%，则可以带动基建投资增速 0.7 个百分点，对基建投资能够起到较好的支撑作用。同时，国家也已经下调资本金比例规定 5 个百分点左右，我们静态估算可以带来 1.7 万亿元的增量投资，从而理论上提振基建投资（不含电力）10.6%左右，在 2019 年专项债“发力过猛”的背景下，进一步提升资金确定性。

表 1 资本金新规对基建投资静态提振作用显著 (单位: 亿元)

2018 水路投资额	1,705
2018 铁路公路运输投资额	29,255
2018 水利环保投资额	84,964
资本金新规后预计投资额-水路	2,131
资本金新规后预计投资额-公路铁路	33,434
资本金新规后预计投资额-水利环保	97,102
资金增量	16,743
2018 测算基建投资 (不含电力)	157,261
增速提振 (%)	10.6%

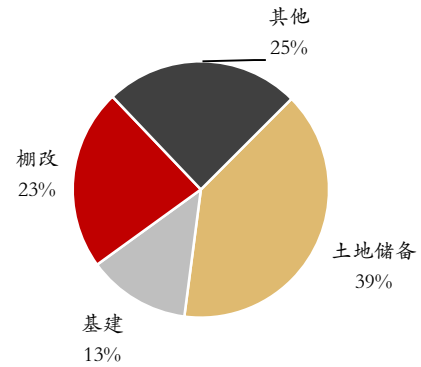
资料来源: 统计局, 华西证券研究所

图 5 城投债净融资额



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 2018 年新增专项债用于基建的比例较少



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 2 专项债新规对基建投资拉动作用测算

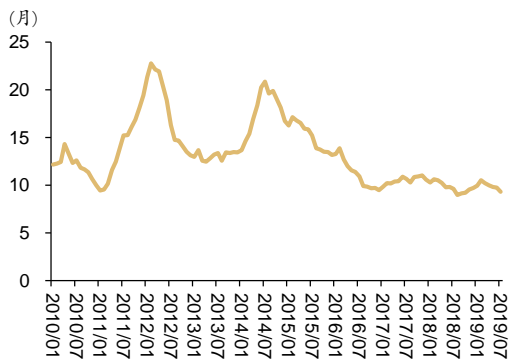
2019 年新增专项债额度 (亿元)	21,500
专项债投资基建比例提升 (%)	1.0
项目资本金补充 (亿元)	215
杠杆率 (x)	4
带动投资额 (亿元)	1,075
基建投资 (亿元, 不含电力)	151,030
基建投资拉动 (%)	0.7

资料来源: Wind, 统计局, 华西证券研究所

1.2. 房地产十三五期间预计仍然保持平稳

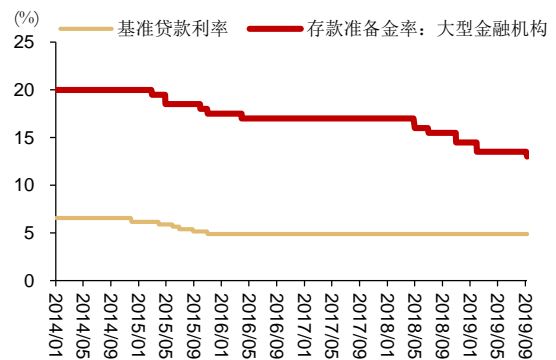
尽管国家 2019Q2 以来收紧房地产调控政策, 但我们仍然预计未来 1-2 年内房地产市场总体保持平稳。首先, 目前我国重点城市住宅库存仅 9-10 个月, 相比于前几轮地产调控时处于低位, 而库存是决定开发商土地购置及开工节奏的关键, 因此我们认为短期内房地产新开工及投资仍将总体维持在高位。其次, 为稳定经济增长, 国家 2015 年以来货币政策总体维持宽松, 先后 10 次降准, 6 次降息, 在货币政策总体宽松的背景下, 我们认为地产开发商及居民的融资也将总体保持稳定。2019 年 1-10 月地产投资同比增长 10.3%, 增速较前三季度小幅下滑 0.2 个百分点, 而房地产新开工面积同比增长 10.0%, 增速较前三季度提升 1.4 个百分点, 初步印证了我们的判断。

图 7 地产库存目前仍然处于低位



资料来源：易居，华西证券研究所

图 8 货币政策维持宽松



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 环保仍是硬约束

2018 年以来国家强调环保限产不再一刀切，但我们认为在环保与官员政绩直接挂钩的背景下，环保仍是硬约束。作为我国环境最敏感地区华北，《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》要求 2019-2020 年 2+26 城市多数 PM2.5 浓度同比下降 3%-10%左右。我们判断水泥、钢铁等行业的限产仍是主要环保举措，水泥历来的配合度也是最高的。

表 3 2019-2020 年采暖季 2+26 地区环保改善目标

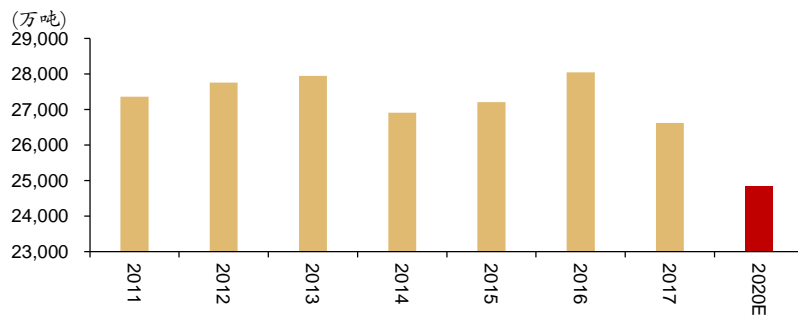
城市	PM2.5 浓度同比下降比例 (%)	城市	PM2.5 浓度同比下降比例 (%)	城市	PM2.5 浓度同比下降比例 (%)
北京市	0.0%	太原市	-4.5%	开封市	-11.0%
天津市	-1.0%	阳泉市	-8.0%	安阳市	-9.0%
石家庄市	-5.5%	长治市	-4.0%	鹤壁市	-5.0%
(辛集)	-5.5%	晋城市	-6.0%	新乡市	-7.0%
唐山市	-3.0%	济南市	-5.5%	焦作市	-7.0%
邯郸市	-7.0%	淄博市	-6.0%	濮阳市	-11.0%
邢台市	-7.0%	济宁市	-5.0%	济源市	-7.0%
保定市	-5.0%	德州市	-4.0%		
(定州)	-5.0%	聊城市	-7.0%		
沧州市	-3.0%	滨州市	-4.0%		
廊坊市	-1.0%	菏泽市	-8.0%		
衡水市	-5.0%	郑州市	-8.5%		

资料来源：政府公开信息，华西证券研究所

其次，水泥重要产区华东环保限产在十三五内将总体保持严格。2019 年 11 月 12 日下发的《长三角地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，要求 PM2.5 平均浓度同比下降 2%，初步印证了我们的判断；江苏地区发布《十三五江苏省节能减排综合方案》，要求截止 2020 年，全省煤炭总消耗量下降至 2.48 亿吨，相比于目前江苏省煤炭消费量仍需下降 7%左右，而由于电力对于经济及民生的优先度高于水泥，我们判断江苏地区控煤将主要通过水泥限产实施。

华东另一水泥主要产地安徽，在经历了 2018 年环保限产大幅收紧后，空气质量仍与十三五目标有一定差距，因此我们认为安徽地区十三五期间环保限产仍有可能小幅收紧，从而使得水泥行业有效供给有所收缩。

图9 江苏省煤炭消耗量及控煤计划



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表4 安徽环保改进大, 但如需完成十三五目标仍需边际小幅收紧

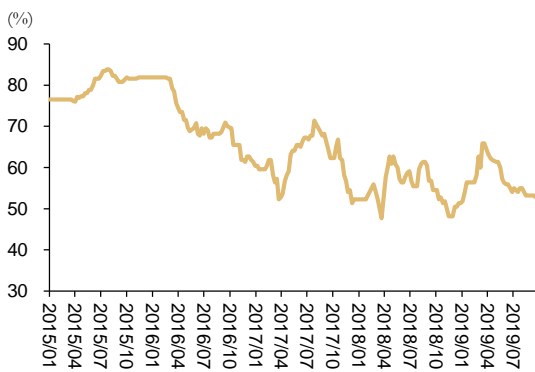
	2017	2018	同步改善	2020 目标	所需改善幅度
PM2.5 (ug/立方米)	56.0	49.0	12.5%	48.0	2.0%
空气质量优良天数比例 (%)	67.1%	72.1%	5.1%	82.9%	10.8%

资料来源: 安徽政府及环保厅官网, 华西证券研究所

1.4. 紧平衡或再现, 高景气度可持续

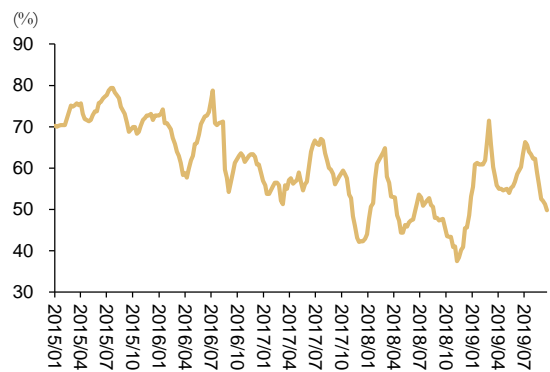
我们认为 2019Q4 全国多个地区水泥供需将出现紧平衡状态, 从而使得高景气度得以维持。首先, 近期辽宁地区因超载发生数起交通事故, 致使全省严查超载情况, 我们判断从东北南下的水泥、熟料销量将因为运输问题而大幅减少, 从而使得华北、华东地区外来水泥输入大幅减少, 在两地需求总体保持稳定增长的背景下进一步缓解当地供给压力, 当地龙头企业核心受益。

图 10 华北水泥库存位于低位



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 11 华东水泥库存位于低位



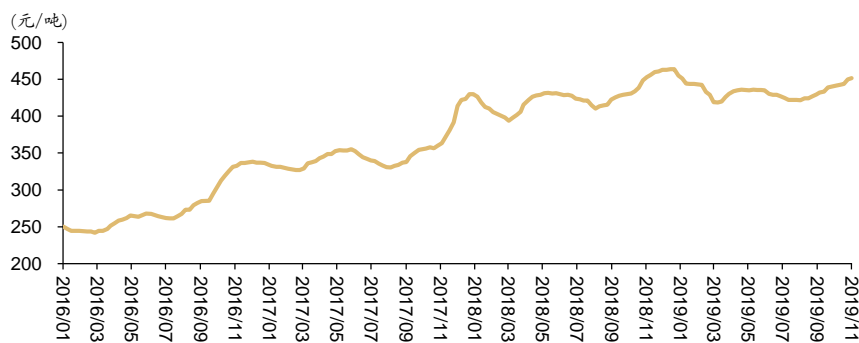
资料来源：数字水泥，华西证券研究所

同时，我们注意到湖南、江西、两广地区 2019H1 水泥产量被雨水压制，但华中、华南地区在城市圈建设加速背景下水泥需求本身依旧保持稳定增长。我们判断上述地区 2019H2 以来水泥需求反弹 Q4 仍将延续。

1.5. 旺季涨价次数弥补幅度，2019Q4 或已超预期

我们认为，市场对 19Q4 普遍预期是水泥价格难以推涨，价格同比下滑可能性很大，但是目前实际情况是企业普遍以多轮小幅涨价替代单轮大幅涨价，以涨价次数弥补每次涨价幅度的限制，实际上不少省份水泥价格目前已高于去年，我们判断南方企业 2019Q4 水泥均价总体仍将与 2018Q4 总体持平，为明年开局打下基础，此为超市场预期。

图 12 全国高标水泥均价震荡上涨



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

根据数字水泥数据，水泥行业 8 月初提价开启（启动早于往年）以来涨势良好，截至 11 月 8 日全国高标水泥平均含税出厂价 451.5 元/吨，较 8 月初累计上涨 30 元，目前价格与去年同期基本持平。

分地区看，前期表现较好的长三角及湖北地区涨幅依旧较大，长三角 8 月初以来已全范围至少涨价 2-3 轮，累计幅度 40-70 元/吨，而湖北地区涨价 3 轮累计幅度

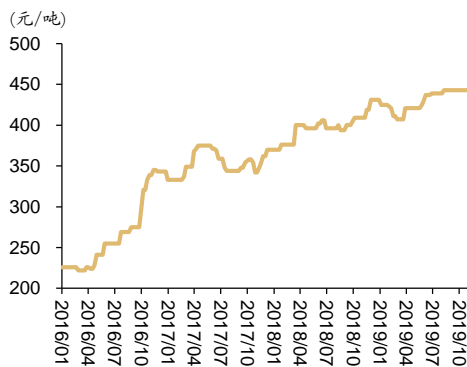
100 元/吨左右；上半年受雨水天气压制较为明显的江西、湖南、两广地区则大幅度触底反弹，旺季启动以来累计涨价幅度达 100-130 元/吨，其中江西、两广目前价格已经超过去年同期，超出市场预期。

表 5 华东及中南地区 2019 年旺季涨价超预期（自 8 月 9 号以来不完全统计）

上海	涨价 2 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 40 元/吨
江苏	涨价 2 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 45 元/吨
浙江	涨价 3 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 70 元/吨
安徽	涨价 0 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 0 元/吨
福建	涨价 6 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 140 元/吨
江西	涨价 5 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 130 元/吨
山东	涨价 1 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 15 元/吨
河南	涨价 3 轮 · 降价 3 轮 · 累计涨幅 0 元/吨
湖北	涨价 3 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 100 元/吨
湖南	涨价 3 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 100 元/吨
广东	涨价 3 轮 · 降价 1 轮 · 累计涨幅 100 元/吨
广西	涨价 3 轮 · 降价 0 轮 · 累计涨幅 60 元/吨
海南	涨价 1 轮 · 降价 1 轮 · 累计涨幅 20 元/吨

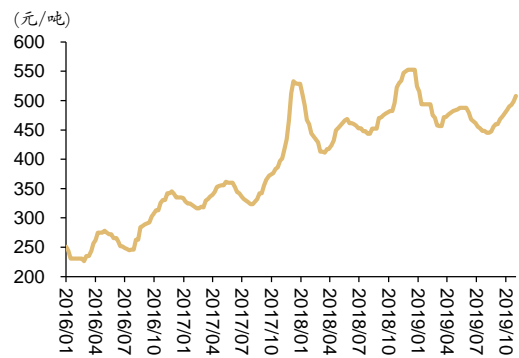
资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 13 华北高标水泥均价



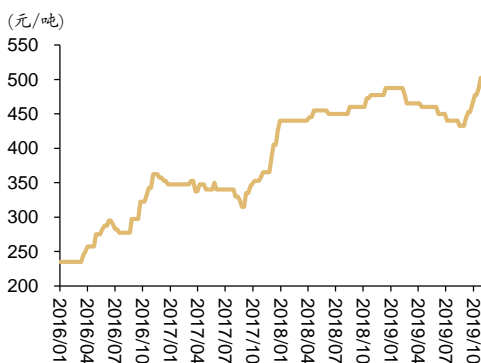
资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 14 华东高标水泥均价



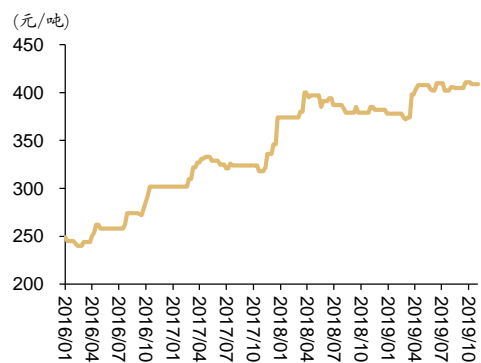
资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 15 华南高标水泥均价



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 16 西北高标水泥均价

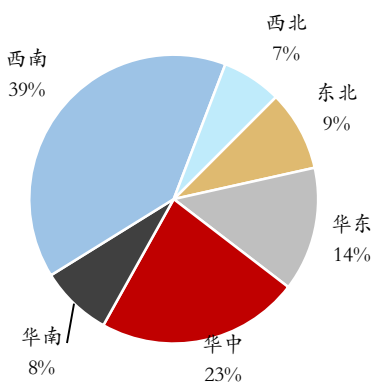


资料来源：数字水泥，华西证券研究所

1.6. 产能置换短期内对供给侧压力有限

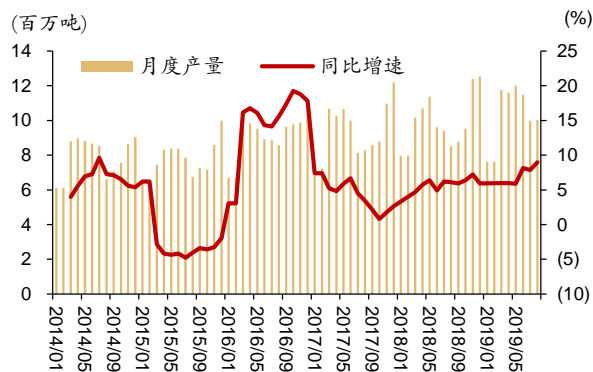
我们注意到了由于水泥行业高景气造成的产能置换加速，但我们认为产能置换短期内对供给侧的压力较为有限。根据我们统计，产能置换 40%左右位于西南地区，而当地水泥需求受益于扶贫项目仍能保持稳定增长，因此我们认为在短期内，西南地区需求增长能够消化产能增长，不会对全国水泥格局造成重大影响。此外，除西南外的其余地区产能置换多为减量置换，因此我们同样认为短期内产能置换对当地水泥市场供需格局影响有限。

图 17 产能置换主要集中于西南



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 18 云南水泥需求仍能保持稳定增长

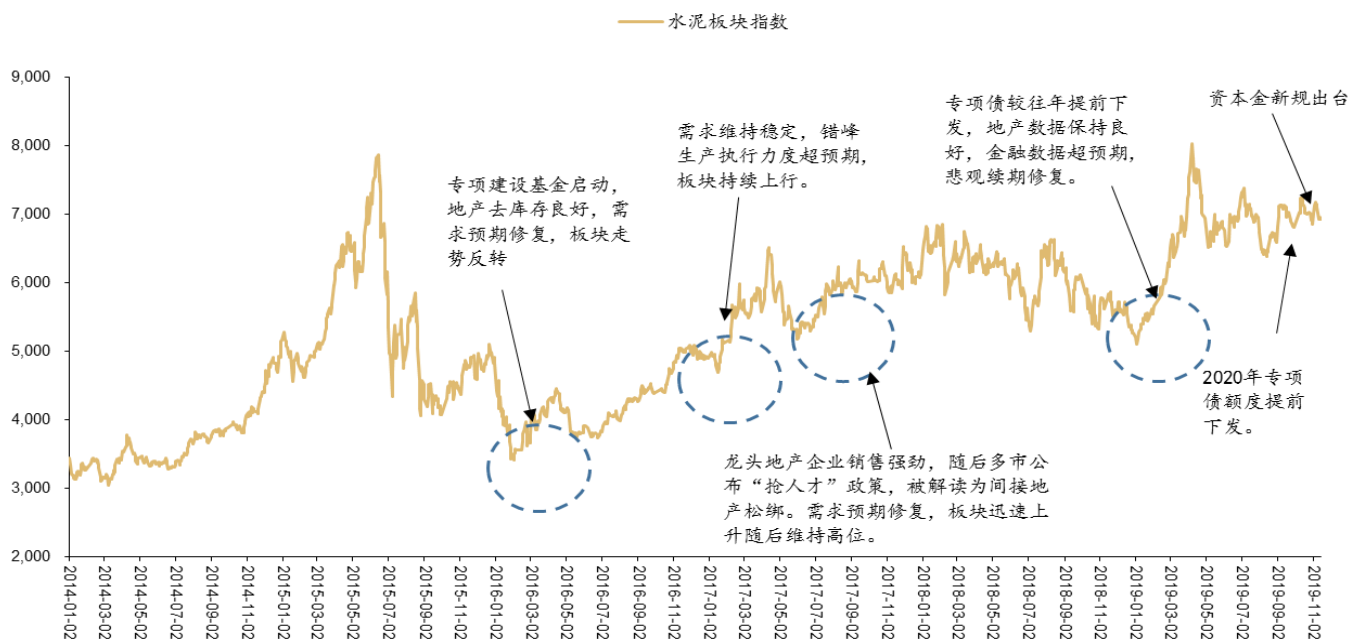


资料来源：数字水泥，华西证券研究所

2. 资本金新规或是板块上攻催化剂

当前主要水泥企业估值仅 6-8 倍，处于历史低位，我们判断当前板块的低估值是由于市场担心水泥行业高盈利周期结束，业绩下滑所致。而根据我们研究（详细参见我们 9 月 11 日报告《重回稳增长，水泥再迎纠错及估值切换》），2016 年以来水泥板块走势在需求预期修复后往往能够反转上行，且在行业高景气周期内往往能够跑赢沪深 300，因此我们认为在基建投资增速逐渐恢复，行业高景气被市场逐渐确认后，市场对于需求的悲观预期有望修复，水泥板块将迎来上攻，而此前 2020 年专项债额度的提前下发及资本金新规的出台或成为板块催化剂。

图 19 2016 年以来需求预期反转往往是水泥板块行情的催化剂



资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 重点公司盈利预测

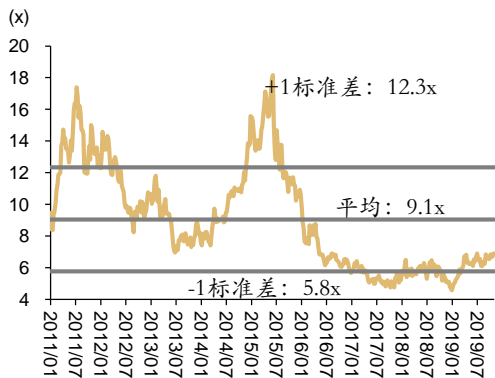
目前行业龙头公司普遍 PE/PB 估值位于历史地位，目前 PE 估值普遍 5-7 倍，股息率 4%-7%之间，性价比凸显，我们判断板块有望迎来估值修复行情。我们推荐行业核心资产海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青、冀东水泥、塔牌集团、祁连山等龙头公司。

表 6 重点公司盈利预测简表

	2019E 销量 (万吨)	2019E 平均售 价 (元/吨)	2019E 吨毛利 (元 /吨)	2019E 归母净利润 (百万元)	净利润同比增速
海螺水泥	31,947	332	154	32,828	10.1%
华新水泥	7,703	359	153	6,804	31.3%
冀东水泥	9,829	323	120	2,895	95.2%
上峰水泥	1,616	366	176	2,144	45.6%
万年青	2,542	325	120	1,342	17.9%
塔牌集团	1,957	327	115	1,561	-9.4%
祁连山	2,216	287	106	1,071	63.6%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 20 海螺水泥 PE-BAND



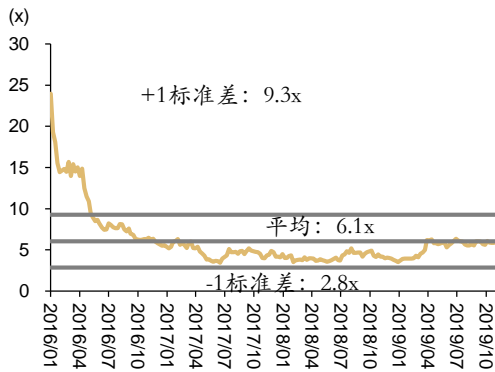
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 海螺水泥 PB-BAND



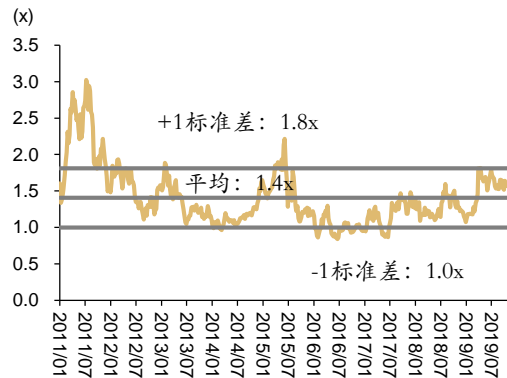
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 华新水泥 PE-BAND



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 23 华新水泥 PB-BAND



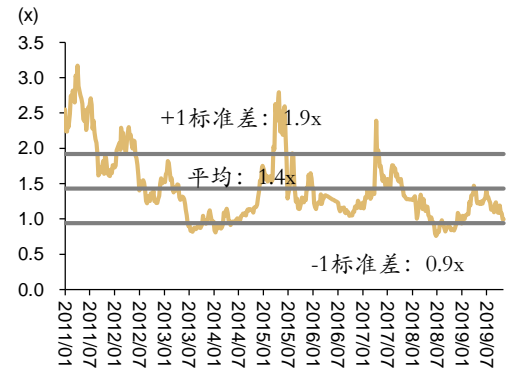
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 24 冀东水泥 PE-BAND



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 25 冀东水泥 PB-BAND



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 风险提示

地产调控严于预期致需求低于预期: 地产是水泥主要下游之一。如地产调控严于预期, 则水泥需求可能弱于预期。

系统性风险: 宏观经济及贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势及估值。

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。