

建筑材料

证券研究报告
2019年11月23日

水泥价格有望高位过冬，关注板块配置机会

当前时点建议关注建材板块的配置机会，行业基本面维持良好运行态势，房地产 10 月份数据维持强劲，水泥价格上涨超预期，预计四季度行业龙头企业业绩有望表现优异；并且宏观层面流动性宽松预期增强，本周央行逆回购操作利率小幅下降，LPR 一年期、五年期较前次下降 5 个基点，流动性环境边际改善有利于改善行业预期和环节行业资金链压力；同时行业龙头企业整体估值较低，具备较强安全边际。

本周全国水泥价格环比继续大幅上行，涨幅 1.4%。华北地区水泥价格继续大幅上行，11 月 1 日、11 月 15 日河南地区收到重污染天气预警影响水泥企业环保限产，导致河南水泥价格大幅上行，截止本周，河南主要城市水泥库存维持在不到 40% 的极低位置，受前期外围河南、山东地区量价齐升带动，企业为提升盈利，积极推涨价格，落实情况较好。整体来看，华北华中区域水泥价格维持高位，华南、华东地区水泥价格延续旺季涨势，全国整体水泥价格维持高位，目前全国高标水泥均价同比提升 1.2%，超出此前预期，我们预计水泥价格有望在冬季维持高位，行业四季度盈利有保障。

地产需求方面，房地产开发投资 1-10 月累计同比增长 10.3%，较前值回落 0.2 个百分点；房屋新开工面积累计同比增长 10.0%，增速比前值上升 1.4 个百分点，10 月单月同比增速 23.23%，新开工数据表现强劲。地产施工 1-10 月累计同比增速 9.0%，累计增速环比前值提升 0.3 个百分点，10 月单月同比增速 20.19%，为 2019 年下半年以来的最快单月增速；从新开工与施工结合角度看，新开工增速继续维持高位，施工增速整体延续回暖态势，水泥需求仍然具备可靠支撑；基建方面，1-10 月基建投资不含电力口径同比增长 4.2%，截止 10 月已发行地方政府专项债 2.53 万亿元，超 4 成用于在建项目，债券发行节奏加快，建材上下游资金需求有较强保障，考虑到价格基数及上半年行业基本面，华南地区水泥企业四季度盈利有望出现较为明显的恢复性增长，**建议关注华润水泥、塔牌集团**。整体来看，行业龙头企业三季度业绩维持同比正增长的态势。并且从四季度行业的供需关系来看，水泥价格有望高位过冬，支撑企业四季度盈利。**推荐海螺水泥、华新水泥、祁连山，以及弹性品种上峰水泥、冀东水泥。**

玻璃方面：2019 年 10 月全国平板玻璃产量 7787 万重箱，同比上升 4.0%；1-9 月全国平板玻璃累计产量 7 亿 7620 万重箱，同比上升 5.2%；需求方面，1-10 月全国房屋竣工面积 5.42 亿平方米，同比下滑 0.1%，环比下滑幅度减少 8.5 个百分点。展望后市，竣工需求逐步恢复，玻璃价格保持高位。

继续推荐旗滨集团，公司三季度业绩继续改善，作为行业龙头随着玻璃价格走高业绩弹性较大。

玻纤方面，**继续推荐中材科技，四季度业绩有望持续优异。同时关注玻璃纤维龙头中国巨石**，玻纤行业筑底中，需求有望回暖，新增供给较少，公司作为行业龙头有望受益。

消费建材方面：1-10 月房屋竣工面积累计同比下滑 5.5%，降幅比前值继续收窄 3.1 个百分点，占比约 70% 的住宅竣工面积下滑 5.5%。看好施工向竣工传导，竣工同比增速已连续 5 个月改善，10 月单月同比增长 19.22%，竣工端数据优异。我们建议关注 3 个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合；二是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，关注 B 端占优标的以及 B/C 模式转换成本较低的标的；三是 7 月 30 日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”，我国既有建筑面积大，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，**石膏板龙头北新建材、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、涂料龙头三棵树、五金龙头坚朗五金等。**

市场表现：本周申万建材指数上涨 3.62%，各子行业中，玻纤（+1.04%），玻璃制造（+0.68%），水泥制造（-5.03%），耐火材料（-0.64%），管材（+0.66%），同期上证综指（-0.21%）。

建材价格波动：水泥：本周全国水泥价格环比继续大幅上行，涨幅为 1.4%。价格上涨地区主要集中在河北、内蒙、山东、上海、浙江、湖南和广西等地；价格回落区域主要是河南郑州和贵州贵阳地区，幅度 10-50 元/吨。**玻璃及玻纤：**本周末全国建筑用白玻平均价格 1683 元，环比上周上涨 4 元，同比去年上涨 77 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：**截止 11 月 20 日（本周三）环渤海动力煤(Q5500K)560 元/吨，环比上周下降 0 元，同比去年下降 10 元/吨。

重要新闻：11 月 18 日 16 时 50 分，徐州龙山水泥有限公司一粉磨站施工工地发生局部坍塌，11 月 21 日，徐州水泥厂坍塌事故救援结束，5 人获救，1 人死亡。（来源：数字水泥）

重要公告：【金晶科技】收购：拟收购山东金晶节能玻璃有限公司所持有的山东金晶镀膜玻璃有限公司 100% 股权，拟按照评估值 40,081.90 万元收购。

风险提示：基建项目建设进度不及预期；错峰生产不及预期；天气变化不及预期。

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
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-行业专题研究:水泥涨价再超预期，有望高价进入 Q1》 2019-11-19
- 2 《建筑材料-行业研究周报:水泥价格大涨，关注板块相关投资机会》 2019-11-17
- 3 《建筑材料-行业点评:基建预期向上，地产链条单月数据优异》 2019-11-14

东北地区价格平稳为主。黑龙江市场需求已经进入淡季，价格平稳，短期暂无冬储价格公布。吉林地区仍未执行冬季错峰生产，主要是亚泰水泥带头继续生产，北方水泥原停产的部分生产线因亚泰未停，也再次恢复生产，冀东也有个别生产线正常运转。辽宁地区本地企业库存未满足以及仍在南下的水泥企业生产线也都保持正常生产。辽吉地区，以往只有少部分民营企业不执行错峰生产，今年是大企业为增加销售量，主动申请延迟执行错峰生产。

华东地区水泥价格继续上调。江苏苏锡常地区第四轮价格上调 30 元/吨，由于锡溧漕运河封航，导致常州金峰水泥水运发货受阻，苏州和无锡本地企业发货量大增，率先上调价格，常州价格跟随上行。南京地区部分企业低标号上调 20-30 元/吨，前期高标号价格上调后，下游需求稳定，企业发货正常，低标号价格跟随上行。苏北徐州地区水泥价格再次上调 20-30 元/吨，外围山东水泥企业停窑限产，价格连续走高，带动本地价格上调。

浙江杭绍和嘉兴地区水泥价格第五轮上调 30 元/吨，下游需求表现稳定，企业发货能达产销平衡，库存在 40%-50%，在外围浙中南价格发动第六轮价格上调后，本地企业紧随上调。金衢丽和甬温台地区水泥价格上调 30 元/吨，下游需求较好，企业发货能达正常，库存多在 40%上下。预计后期价格多将以平稳为主，再上涨的可能性较小，元旦前后，价格将会迎来回落。

安徽北部阜阳和淮南地区水泥价格上调 20-30 元/吨，主要是由于外围亳州和宿州价格大幅推涨后，本地价格相对偏低，企业陆续跟随上调价格。合肥和芜湖等地区水泥价格继续维稳，袋装需求不佳，散装需求稳定，企业发货在 9 成左右，库存维持在中等水平。安庆和铜陵地区水泥价格平稳，下游需求稳定，企业发货表现正常，库存在 40%-50%。

江西南昌和九江地区水泥价格平稳，企业发货表现良好，库存在正常或偏低水平，预计后期价格将会继续趋强。赣东北地区下游需求较好，再加上部分企业不断外运，日出货产销平衡或销大于产，库存普遍在 40%左右，本地企业有继续上调价格计划。

福建地区水泥价格以稳为主，下游需求无明显变化，企业发货正常，库存在 40%-50%，前期价格连续上调后，下游企业并无抵触情绪，部分企业有再次推涨的可能，考虑前期累计上涨幅度较高，最后一轮价格上涨更多是巩固为主，实际能否落实待跟踪。

中南地区水泥价格再次上调。广东珠三角地区第四轮价格上调落实情况较好，企业发货稳定，库存普遍在 40%低位运行，预计后期价格将会继续上调。粤西地区水泥价格上调已经执行，下游需求稳定，西江水位下降，外来水泥减少，本地企业发货较好。

广西南宁和崇左地区水泥价格第四轮上调 20 元/吨，累计幅度达 80 元/吨，下游需求良好，企业发货基本能达产销平衡，库存在 40%-50%，且前期外围桂南价格上调执行较好，本地价格跟随上调。玉林和贵港地区水泥价格上调已经落实到位，下游需求稳定，企业发货在正常水平，库存在 50%左右。桂北桂林和贺州等地区水泥价格平稳，下游需求维持稳定，企业发货在 9 成或产销平衡，为防止外围湘南水泥进入量增加，短期内价格将会趋稳。

湖北鄂西北襄阳和十堰水泥价格上调后维稳，下游需求稳定，且外运河南量明显增加，企业发货较好，库存在正常或偏低水平，利于价格上调的落实。武汉及鄂东地区水泥价格平稳，前期价格大幅上调后，下游需求仍旧旺盛，企业发货能达产销平衡，库存在 40%左右，企业正在酝酿新一轮价格上调。

湖南长株潭地区水泥价格上调 30-40 元/吨，有新开工项目支撑，下游需求表现稳定，企业发货能达 9 成。益阳、邵阳、郴州和永州等地区水泥价格上调 30-50 元/吨，下游需求向好，企业发货多在 8-9 成或正常，库存在正常水平，随着外围价格上调后，本地企业价格偏低，为提升利润，跟涨意愿增强，预计后期价格将很快落实到位。

河南郑州地区水泥价格冲高后有所回落，跌幅 50-100 元/吨不等。受环保预警影响，郑州地区大多数工地和搅拌站出现停工现象，下游需求短暂大幅下降，导致水泥价格出现回落。据了解，锦荣水泥因之前价格上涨幅度较大，针对郑州市场下调 100-150 元/吨，其他大企业下调 50 元/吨，个别企业暂稳，目前郑州 P.O42.5 散到位价 600-650 元/吨。

西南地区水泥价格小幅下调。四川成都地区水泥价格以稳为主，雨水天气稍多，下游需求恢复不及预期，且外来贵州低价水泥不断进入，对本地企业发货造成一定影响，目前日出货多在 7-8 成，库存维持在正常或偏高水平，尽管市场压力较大，但各大企业仍以稳价为主，尚未主动下调价格。

重庆部分地区价格下调后保持平稳，阴雨天气持续，下游需求仍旧不佳，加之贵州外来水泥价格明显低于本地企业，本地企业发货表现疲软，库存在 50%-60%，预计后期价格将会继续偏弱。

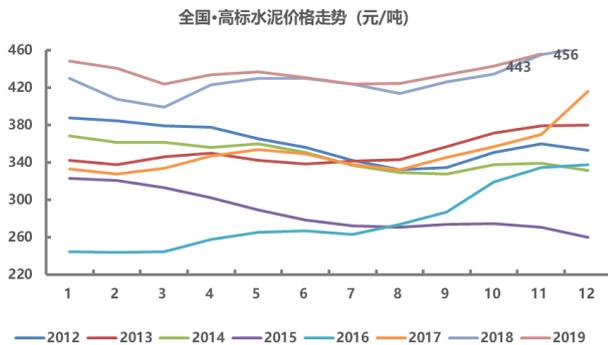
贵州贵阳价格下调 10-20 元/吨，工程和搅拌站开工率偏低，下游需求清淡，库存在 70% 左右，销售压力较大，部分价格较高企业为提升自身竞争力，增加发货量，开始小幅下调价格。遵义地区水泥价格平稳，下游需求较差，企业不断外运，日出货能达 7-8 成，库存持续高位。

云南昆明地区水泥价格平稳，天气晴好，下游需求略有恢复，企业发货基本能达 9 成，库存在 60% 左右，外围地区水泥价格陆续下调，本地主导企业稳价意愿较强，目前报价仍旧以稳为主，后期能否走稳有待跟踪。

西北地区水泥价格保持平稳。陕西关中地区水泥价格上调陆续执行到位，随着气温下降，下游需求环比减少 10% 左右，部分企业外运量增加，企业发货尚可，利于水泥价格上调落实。甘肃兰州地区水泥价格平稳，由于气温较低，工程和搅拌站已经开始陆续停工，水泥需求继续减少，企业发货仅在 4 成。

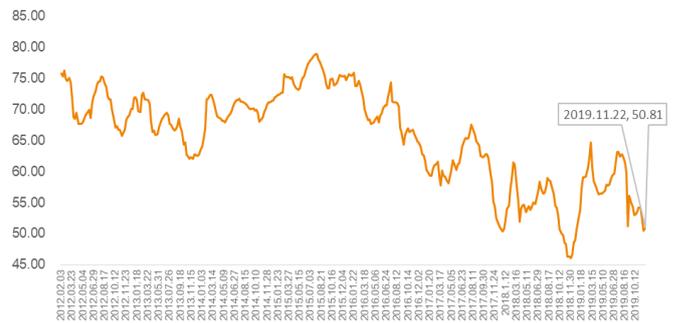
(以下图表采用月度均价)

图 5: 全国水泥价格走势 (元/吨)



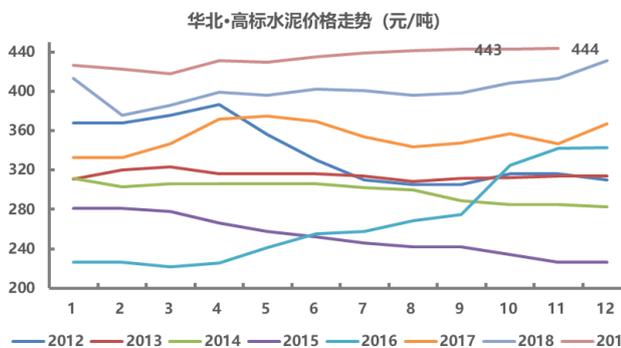
资料来源: 数字水泥, 天风证券研究所

图 6: 全国水泥库存比 (%)



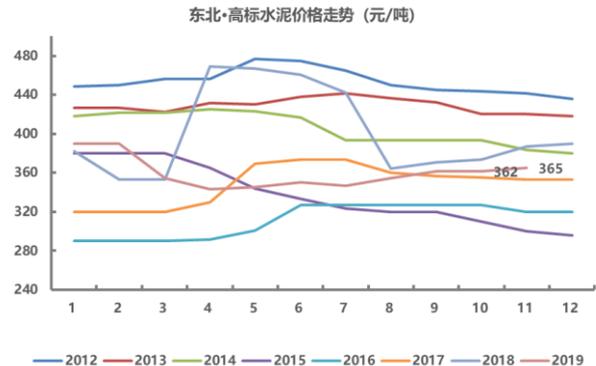
资料来源: 数字水泥, 天风证券研究所

图 7: 华北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)



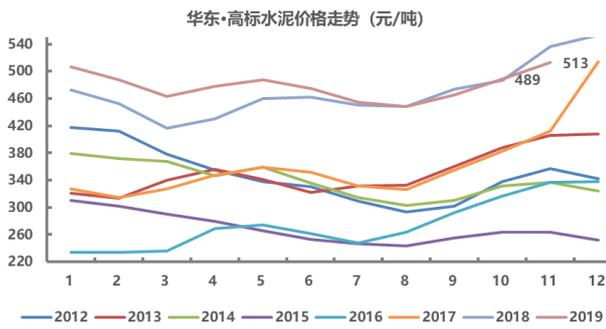
资料来源: 数字水泥, 天风证券研究所

图 8: 东北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)



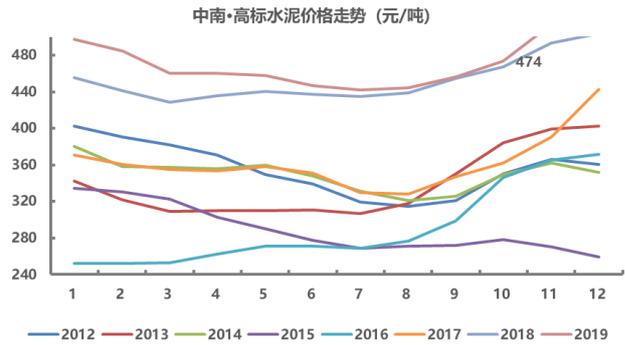
资料来源: 数字水泥, 天风证券研究所

图 9：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



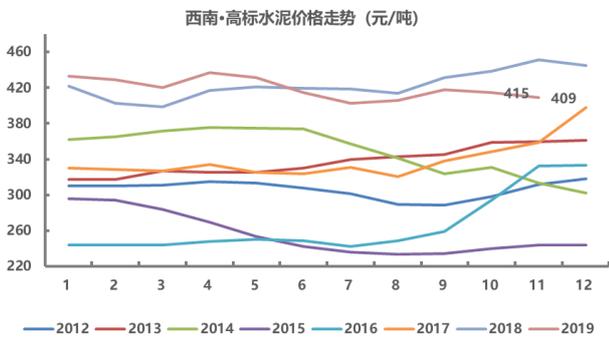
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 10：中南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）



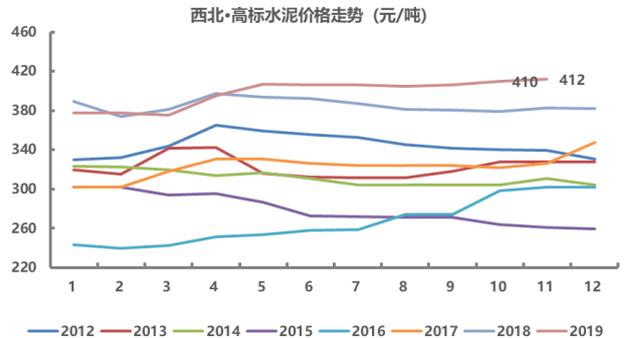
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

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

2.2. 玻璃

（资料来源：中国玻璃信息网）

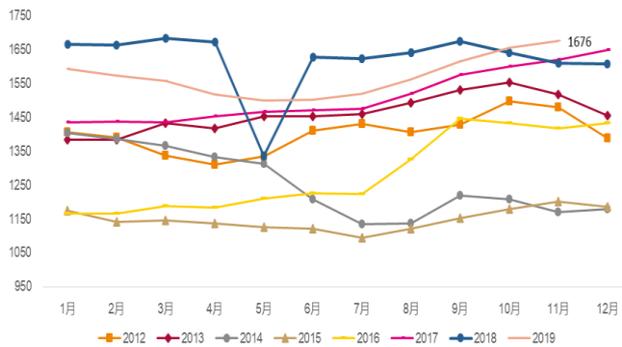
本周末全国建筑用白玻平均价格 1683 元，环比上周上涨 4 元，同比去年上涨 77 元。周末玻璃产能利用率为 69.62%；环比上周上涨-0.27%，同比去年上涨-1.78%；剔除僵尸产能后玻璃产能利用率为 82.72%，环比上周上涨-0.32%，同比去年上涨-2.67%。在产玻璃产能 93690 万重箱，环比上周增加-360 万重箱，同比去年增加-960 万重箱。周末行业库存 3737 万重箱，环比上周增加 21 万重箱，同比去年增加 587 万重箱。周末库存天数 14.56 天，环比上周增加 0.14 天，同比增加 2.41 天。

区域：华中地区本周现货价格上涨幅度较好，市场成家也环比增加；沙河地区玻璃现货出库受到一定的限制，总体出库量环比有所减少，市场信心不足，贸易商加大了自身库存的出库力度；华东和华南等地区出库较好。

产能：福莱特嘉兴二线 600 吨熔窑到期，冷修停产。其他生产线暂时正常生产，没有变化。预计后期产能变化还要看环保政策的执行情况。

后市：本周现货市场区域出现分化的主要原因在于政策的扰动，而非市场需求。部分华北地区因为环保原因，减少生产企业原燃材料的运输，以及产成品的外销，造成市场信心的降低和生产企业价格的调整，也是无奈之举。从下游加工企业订单情况看，北方市场环比有所减弱，南方市场维持在较好的水平，存在一定的刚性需求。对于后期现货市场价格走势，存在自北至南的价格调整趋势。同时今年暖冬也会增加北方地区市场需求量的变化。以及今年春节较早，生产企业出台冬储政策提前等情况。

图 13: 全国玻璃均价(元/重量箱)(月均价)



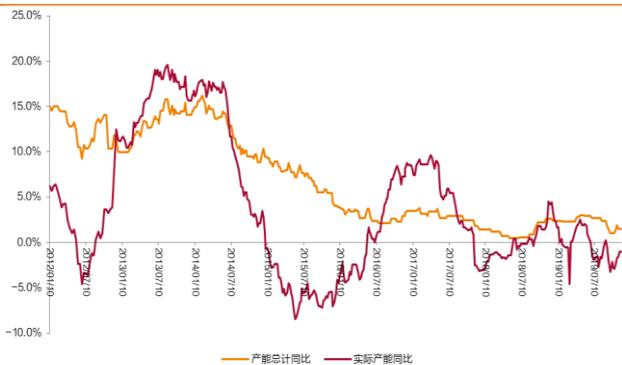
资料来源: 中国玻璃信息网, 天风证券研究所

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



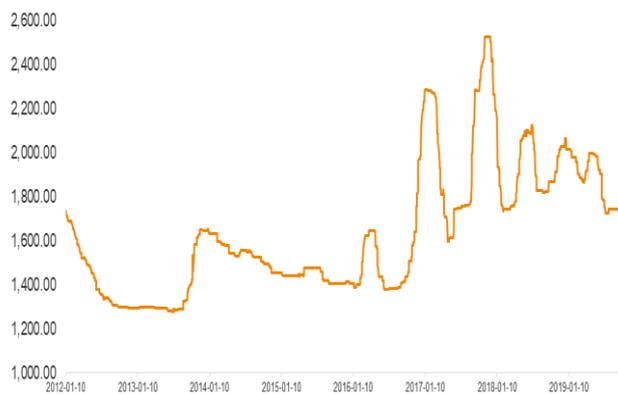
资料来源: 中国玻璃信息网, 天风证券研究所

图 16: 玻璃纯碱价格差(元/重量箱)



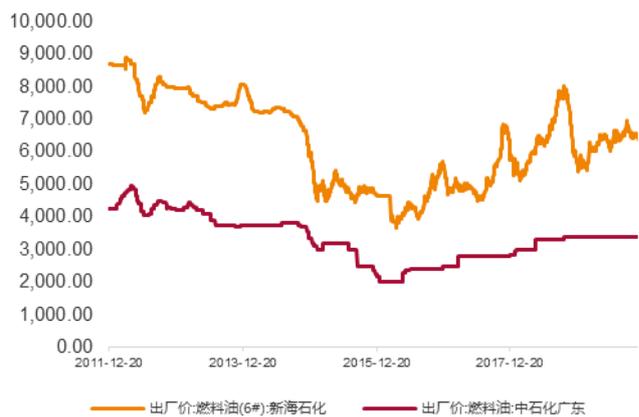
资料来源: 中国玻璃信息网, 天风证券研究所

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)

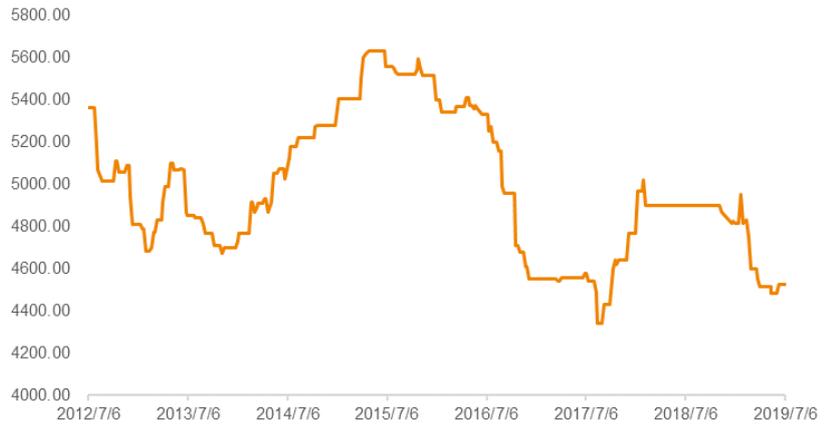


资料来源: wind, 天风证券研究所

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: 240tex 无碱缠绕直接粗砂均价 (元/吨)

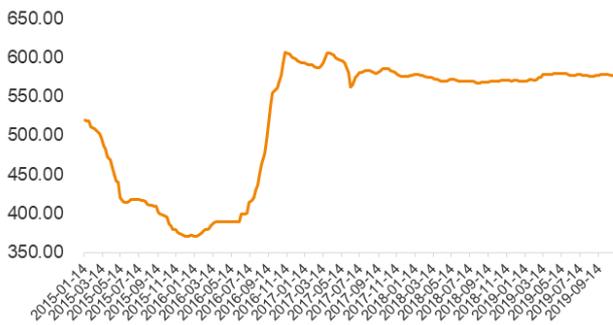


资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

2.4. 能源和原材料

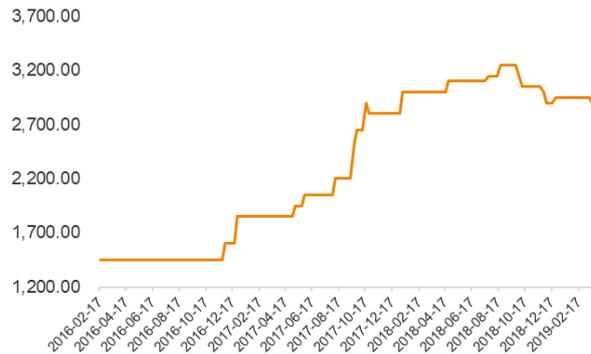
截止 11 月 20 日 (本周三) 环渤海动力煤(Q5500K)560 元/吨, 环比上周下降 0 元, 同比去年下降 10 元/吨。

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 6755 元/吨, 环比上周上涨 125 元/吨, 同比去年上涨 291 元/吨。

截止本周, 沥青现货收盘价 3740 元/吨, 环比上周下跌 50 元/吨, 同比下跌 530 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

3. 行业要闻

1、近日，万年青公司收到实际控制人省建材集团转来的江西省国资委《关于无偿划转省能源集团、省建材集团股权有关事项的批复》(赣国资产权[2019]292 号)，鉴于省投资集团、省能源集团和省建材集团均为国有全资子公司，按照江西省委办公厅、省政府办公厅《关于印发通知》精神，江西省国资委同意将其所持有的省建材集团 100%股权无偿划转给省投资集团持有。(来源：数字水泥)

2、11 月 18 日 16 时 50 分，徐州龙山水泥有限公司一粉磨站施工工地发生局部坍塌，11 月 21 日，徐州水泥厂坍塌事故救援结束，5 人获救，1 人死亡。(来源：数字水泥)

3、10 月 24 日，国家发展改革委和商务部联合印发关于《市场准入负面清单（2019 年版）》的通知。对于通知提出了 5 点要求，认真做好清单落地实施工作；严格落实“全国一张清单”管理模式；加快完善清单信息公开机制；持续推动放宽市场准入门槛；健全完善市场准入制度体系。(来源：中国水泥网)

4. 重点上市公司公告

【金晶科技】收购：拟收购山东金晶节能玻璃有限公司所持有的山东金晶镀膜玻璃有限公司 100% 股权，拟按照评估值 40,081.90 万元收购，目标公司承诺，2020 年、2021 年、2022 年净利润分别达到 3700 万元、4000 万元、4100 万元。

【福建水泥】投资：福建水泥股份有限公司（本公司）于 2019 年 11 月 18 日召开的第九届董事会第四次会议审议通过了《关于实施安砂建福二期技改项目的议案》。根据水泥行业发展状况和公司实际情况，董事会同意投资约 8.79 亿元实施福建安砂建福水泥有限公司二期 4500t/d 熟料水泥生产线及配套 9MW 纯低温余热发电项目。

【宁夏建材】获得政府拆迁补偿款：近日，六盘山公司收到宁夏回族自治区固原市泾源县人民政府拨付的拆迁补偿款 2113 万元。根据企业会计准则的有关规定，六盘山公司收到的上述拆迁补偿款将列入财务报表中的“专项应付款”科目，主要用于拆迁涉及的相关费用及支出。

【宁夏建材】获得政府拆迁补偿款：近日，六盘山公司收到宁夏回族自治区固原市泾源县人民政府拨付的拆迁补偿款 2113 万元。根据企业会计准则的有关规定，六盘山公司收到的上述拆迁补偿款将列入财务报表中的“专项应付款”科目，主要用于拆迁涉及的相关费用及支出。

5. 周观点

当前时点建议关注建材板块的配置机会，行业基本面维持良好运行态势，房地产 10 月份数据维持强劲，水泥价格上涨超预期，预计四季度行业龙头企业业绩有望表现优异；并且宏观层面流动性宽松预期增强，本周央行逆回购操作利率小幅下降，LPR 一年期、五年期较前次下降 5 个基点，流动性环境边际改善有利于改善行业预期和环节行业资金链压力；同时行业龙头企业整体估值较低，具备较强安全边际。

本周全国水泥价格环比继续大幅上行，涨幅 1.4%。华北地区水泥价格继续大幅上行，11 月 1 日、11 月 15 日河南地区收到重污染天气预警影响水泥企业环保限产，导致河南水泥价格大幅上行，截止本周，河南主要城市水泥库存维持在不到 40%的极低位置，受前期外围河南、山东地区量价齐升带动，企业为提升盈利，积极推涨价格，落实情况较好。整体来看，华北华中区域水泥价格维持高位，华南、华东地区水泥价格延续旺季涨势，**全国整体水泥价格维持高位，目前全国高标水泥均价同比提升 1.2%，超出此前预期，我们预计水泥价格有望在冬季维持高位，行业四季度盈利有保障。**

地产需求方面，房地产开发投资 1-10 月累计同比增长 10.3%，较前值回落 0.2 个百分点；房屋新开工面积累计同比增长 10.0%，增速比前值上升 1.4 个百分点，10 月单月同比增

速 23.23%，新开工数据表现强劲。地产施工 1-10 月累计同比增速 9.0%，累计增速环比前值提升 0.3 个百分点，10 月单月同比增速 20.19%，为 2019 年下半年以来的最快单月增速；**从新开工与施工结合角度看，新开工增速继续维持高位，施工增速整体延续回暖态势，水泥需求仍然具备可靠支撑**；基建方面，1-10 月基建投资不含电力口径同比增长 4.2%，截止 10 月已发行地方政府专项债 2.53 万亿元，超 4 成用于在建项目，债券发行节奏加快，建材上下游资金需求有较强保障，考虑到价格基数及上半年行业基本面，华南地区水泥企业四季度盈利有望出现较为明显的恢复性增长，建议关注华润水泥、塔牌集团。整体来看，行业龙头企业三季度业绩维持同比正增长的态势。**并且从四季度行业的供需关系来看，水泥价格有望高位过冬，支撑企业四季度盈利。推荐海螺水泥、华新水泥、祁连山，以及弹性品种上峰水泥、冀东水泥。**

玻璃方面：2019 年 10 月全国平板玻璃产量 7787 万重箱，同比上升 4.0%；1-9 月全国平板玻璃累计产量 7 亿 7620 万重箱，同比上升 5.2%；需求方面，1-10 月全国房屋竣工面积 5.42 亿平方米，同比下滑 0.1%，环比下滑幅度减少 8.5 个百分点。展望后市，竣工需求逐步恢复，玻璃价格保持高位。**继续推荐旗滨集团，公司三季度业绩继续改善，作为行业龙头随着玻璃价格走高业绩弹性较大。**

玻纤方面，继续推荐中材科技，四季度业绩有望持续优异。同时关注玻璃纤维龙头中国巨石，玻纤行业筑底中，需求有望回暖，新增供给较少，公司作为行业龙头有望受益。

消费建材方面：1-10 月房屋竣工面积累计同比下滑 5.5%，降幅比前值继续收窄 3.1 个百分点，占比约 70%的住宅竣工面积下滑 5.5%。我们看好施工向竣工传导，竣工同比增速已连续 5 个月改善，10 月单月同比增长 19.22%，竣工端数据优异。我们建议关注 3 个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合；二是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，关注 B 端占优标的以及 B/C 模式转换成本较低的标的；三是 7 月 30 日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”，我国既有建筑面积大，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，石膏板龙头北新建材、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、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/或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/或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