

福建水泥 (600802)

证券研究报告

2020年02月05日

高弹性低估值，关注预期差

(1) 关注变化——内外皆改善，潜力被低估

对福建地区水泥行业的固有印象是，成本差异导致一直以来“内陆布局”竞争力不及“水路输入”，本地价格受外来牵制。但是，我们重点提示，行业格局正在边际改善，公司治理水平也在不断提升，建议重视变化，重视低估值高弹性的投资机会。

(2) 供给格局改善，新增影响有限

①本地格局——关注预期差

安砂二期技改项目成功实施后，福建水泥将拥有4500t/d以上产线5条，无论是先进产能比重还是总产能绝对值，在省内水泥行业中都将处于首位。截止2019年中报，公司熟料年产能784.3万吨、水泥1250万吨（熟料省内占比14%，水泥占比18%）。集中度认知存在预期差，争议出现在前三大或者前五大集中度偏低。但容易被忽视的是，华润水泥与福建水泥的合作关系等。如果考虑两两之间的关联，行业集中度可能优于目前情况。

②外来流入——体现成本定价，未来幅度可控

在疫情危险彻底消除前，外地“水运抵福”的熟料量预期同比减少，区域流动对本地价格的压制效果或许减弱，同时，需求完全恢复的情况下，如果外来流入渠道仍未及时畅通，福建本地不排除会出现熟料紧缺、供不应求的状态，供需格局对本地价格同样形成支撑。我们尝试理解福建在地理位置上的特殊意义。上接长三角，下连珠三角，同时沿海地形决定拥有成熟的运输港口和码头，山区多石灰石资源也较为丰富，在整体需求平稳的情况下，如果福建一直是价格洼地，福建北部有向上进入浙江的动力，福建南部有向下进入珠三角的动力，而长三角、珠三角一直是全国性龙头企业深度布局的重点区域。如果价格可以呈现合理差距，对于平缓区域的流动性或许更加适合。长江环保治理力度加强，运输力下降可能会导致流入减少。

③错峰生产——减量减排，响应环保，应对新增

(3) 水泥需求稳健，景气有望延续

福建地区经济发展增速较快，占据沿海优势，开放程度高于内陆省份，2020年GDP目标增速7-7.5%，固定资产投资增速目标7.5%左右。福建每百平方公里高速里程为4.18公里，相对经济发达省份仍有差距。2020年在建高速铁路至少3条，此外还包括地铁、轻轨、机场等项目。房地产投资增速呈现一定周期性，2019年沿海城市除厦门、漳州外，增幅均实现两位数。从人口结构角度看，福建适龄劳动者比例较大，城镇化仍有较大空间。

(4) 业绩弹性突出

2019年多雨天气“拖累”二三季度业绩，四季度天气转晴后叠加赶工，量价环比增长明显。从业绩弹性角度，我们观察在假设2020年均价分别同比提高30、40、50、60元四种情境下分别对应的业绩表现。提高30元的情况下，净利润有望超过7.5亿元，提高60元有可能经营性业绩翻倍增长，考虑到年初以来，福建大部分城市均价同比去年提高100元以上，较高价格基数进入2020年，目前库存处于低位，淡季降价幅度可能有限。即使二三季度出现价格环比下调，全年均价角度仍大概率同比提升。从估值角度，2020年对应动态PE不到4X，在水泥股中显著偏低。

投资建议：我们预计2019-20年归母净利润分别为4.71、7.67亿元，对应PE分别为6.2X、3.8X，如果按照行业平均6X估值，目标价12.05元。给予“买入”评级。

风险提示：疫情持续时间不及预期；地产投资力度与重点工程进程不及预期；雨水天气不及预期；错峰生产执行力度不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,834.34	2,947.37	3,035.79	3,794.74	3,984.48
增长率(%)	38.62	60.68	3.00	25.00	5.00
EBITDA(百万元)	88.55	804.91	723.04	1,338.80	1,414.22
净利润(百万元)	(151.80)	337.50	471.23	766.97	815.65
增长率(%)	(1,198.99)	(322.33)	39.62	62.76	6.35
EPS(元/股)	(0.40)	0.88	1.23	2.01	2.14
市盈率(P/E)	(19.27)	8.67	6.21	3.81	3.59
市净率(P/B)	4.85	3.42	3.16	1.95	1.41
市销率(P/S)	1.59	0.99	0.96	0.77	0.73
EV/EBITDA	45.64	4.18	4.77	2.24	1.79

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/水泥制造
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.66元
目标价格	12.05元

基本数据

A股总股本(百万股)	381.87
流通A股股本(百万股)	381.87
A股总市值(百万元)	2,925.15
流通A股市值(百万元)	2,925.15
每股净资产(元)	3.05
资产负债率(%)	62.30
一年内最高/最低(元)	10.95/6.98

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 关注变化——内外皆改善，潜力被低估	4
1.1. 供给格局改善，新增影响有限	4
1.1.1. 本地格局——关注预期差	5
1.1.2. 外来流入——体现成本定价，未来幅度可控	7
1.1.3. 错峰生产——减量减排，响应环保，应对新增	8
1.2. 水泥需求稳健，景气有望延续	9
2. 治理能力优化，降本增效可期	12
2.1. 公司治理结构梳理	12
2.2. 降本增效空间具备	14
3. 业绩弹性突出	15

图表目录

图 1：福建省地级市较少，西面山多，东边靠海，上接长三角下接珠三角	4
图 2：福建省内水泥产能地区分布	5
图 3：福建本地熟料企业份额	6
图 4：福建本地部分熟料企业产线数量（条）	6
图 5：福建省内各地区水泥价格表现（元/吨，42.5 标号参考价）	6
图 6：福建省内沿海城市均价与内陆城市均价对比（元/吨，42.5 标号参考价）	7
图 7：广州高标水泥均价年度变化走势	7
图 8：杭州高标水泥均价年度变化走势	7
图 9：全国高标水泥均价年度变化走势	8
图 10：福州高标水泥均价年度变化走势	8
图 11：福建省水泥产量及同比（万吨）	9
图 12：2009-2019 年各省/市水泥产量复合增速	9
图 13：福建固定资产投资累计同比与较发达地区对比（%）	9
图 14：福建固定资产投资累计同比与周边其他地区对比（%）	9
图 15：福建建安投资累计同比与较发达地区对比（%）	10
图 16：福建建安投资累计同比与周边其他地区对比（%）	10
图 17：百平方公里高速里程数对比（公里）	10
图 18：百平方公里铁路营业里程（公里）	10
图 19：浦梅铁路	11
图 20：漳汕高铁	11
图 21：福建沿海城市房地产投资增速表现	11
图 22：福建内陆城市房地产投资增速表现	11
图 23：部分省份出生率对比	12
图 24：2018 年城镇人口比重对比	12
图 25：65 岁及以上人口占比（抽样）	12

图 26: 第一大股东股权架构图	12
图 27: 公司毛利率及净利率表现	14
图 28: 公司期间费用率表现	14
图 29: 公司单季收入情况	15
图 30: 公司单季盈利情况	15
图 31: 部分地区 2018-2019 年水泥库容比走势图 (%)	16
表 1: 公司熟料产线分布	5
表 2: 高标水泥-福州与全国月度均价价差 (元/吨)	8
表 3: 公司 2018 年度与华润水泥福建公司日常关联交易披露 (万元)	13
表 4: 2019 上半年公司出售商品/提供劳务的关联交易 (元)	13
表 5: 2019 上半年福建水泥各项费用显著优于可比上市公司平均 (元)	14
表 6: 2019 年 Q1-Q3 各地区价格同比 (42.5 参考价, 元/吨)	15
表 7: 福建各地区 Q4 以来价格同比大幅提升 (42.5 参考价, 元/吨)	16
表 8: 2020 年盈利弹性假设&测算	16
表 9: 水泥同行部分估值指标对比	17

1. 关注变化——内外皆改善，潜力被低估

由于地形、气候条件特殊，福建省水泥行业一直有其独特表现。福建省左临江西，北边与浙南交界，南部与粤东相连，右边临海并与台湾省隔海相望，山地、丘陵占全省总面积 80%以上，公路运输成本较高，大部分地区属中亚热带，闽东南部分地区属南亚热带，冬季气温相对北方温和利于下游施工。

图 1：福建省地级市较少，西面山多，东边靠海，上接长三角下接珠三角



资料来源：腾讯网，天风证券研究所

经贸发达的沿海地区是主要的水泥消纳地，水泥熟料来源有二，一是内陆近矿山基地通过陆路运输至沿海，二是海螺、台泥等企业通过海运从长三角引入福建沿海，沿海地区也因此大量建设中转库或粉磨站。成本差异导致一直以来，“内陆布局”竞争力不及“水路输入”，因此本地价格受外来牵制。

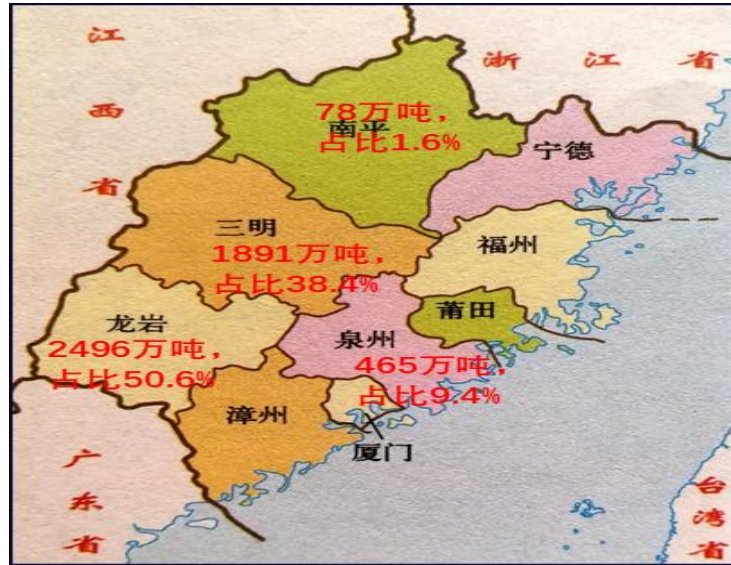
以上是对福建地区水泥行业的固有印象，如果供需关系变动不多，整个区域价格将延续被动，绝对值或弹性继续不及长三角、珠三角。**但是，我们重点提示，行业格局正在边际改善，公司治理水平也在不断提升，建议重视变化，重视低估值高弹性的投资机会。**

1.1. 供给格局改善，新增影响有限

截止 2019 年 9 月，福建省内新型干法线 44 条，熟料总产能 5470 万吨，水泥产能 7100 万吨；其中：4500t/d 以上的生产线共 22 条，熟料总产能 3573 万吨，水泥产能 4650 万吨。

对福建地区的固有印象是，内陆近矿山基地运输熟料至沿海市场，需要克服山路多运输成本高，而长三角熟料通过水路运输登陆成本更低。随着中转站大规模建设投产，海螺主导海路渠道，在沿海市场具有较大影响力，开放程度提高但价格受到压制，也是区域变化被市场忽视的原因。区域变化用“改善内外兼备”形容较为合适。

图 2：福建省内水泥产能地区分布



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

1.1.1. 本地格局——关注预期差

安砂二期技改项目成功实施后，福建水泥将拥有 4500t/d 以上产线 5 条，无论是先进产能比重还是总产能绝对值，在省内水泥行业中都将处于首位。截止 2019 年中报，公司熟料年产能 784.3 万吨、水泥 1250 万吨（水泥产能占比 18%）。生产基地分布在福建三明市永安县（2 条 5000t/d 产线，1 条 2500t/d 产线，筹建 1 条），南平市顺昌县（1 条 2500t/d 产线，新建 1 条），泉州市德化县（1 条 5000t/d 产线）。

表 1：公司熟料产线分布

企业名称	地址	设计产能 (t/d)	投产时间	备注
福建水泥股份有限公司炼石水泥厂	福建省南平市顺昌县	2500	2009/1/17	
福建水泥股份有限公司炼石水泥厂	公司炼石厂厂区	4500	预计 2020	新
福建省海峡水泥股份有限公司	福建省泉州市德化县美湖乡阳山村大山湖	5000	2014/11/23	
福建安砂建福水泥有限公司	福建省三明市永安市安砂县水东村	5000	2010/12/18	
福建安砂建福水泥有限公司	一期项目建设时预留的场地	4500	预计 2021	新
福建省永安金银湖水泥有限公司	福建省三明市永安市大湖镇金银湖工业园区	2500	2005/7/28	
福建永安建福水泥有限公司	福建省三明市永安市曹远镇坑边路 28 号	5000	2012/8/10	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

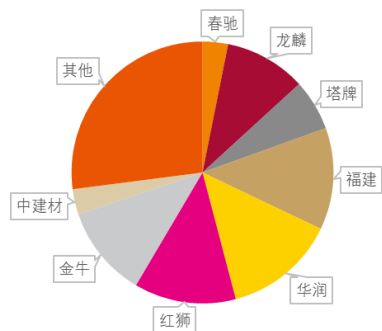
集中度认知存在预期差。我们梳理本地具备产线的水泥企业，占比超过 10%的共有 5 家，分别是华润、红狮、福建水泥、金牛、龙麟，CR5 为 60.4%，CR3 仅为 40%左右，比例超过 5%的还有塔牌。**争议出现在前三大或者前五大集中度偏低。**2019 年全国平均前三大集中度估算是 40%左右，一个区域的集中度和全国平均接近，还不考虑外来熟料的占比，从这个角度本地的集中度确实偏低。

但容易被忽视的是：①华润水泥与福建水泥的合作关系。我们在本篇报告第二部分公司治理中会提及华润和福建水泥的合作关系，两者 2013 年通过增资等方式，华润水泥投资持股福建水泥第一大股东 49%股权，两家成立销售公司合作销售水泥熟料，另外在混凝土等产品上也有合作。

②回顾红狮进入福建市场的历程。2004 年福建提出“海峡西岸经济区”战略，红狮首次进入福建市场筹建三明将乐县 2500t/d 水泥熟料生产线，2006-2007 年投产 2 条产线。福建金牛 2007 年更名，控股股东由浙江红狮水泥股份有限公司变更为自然人章旭升。

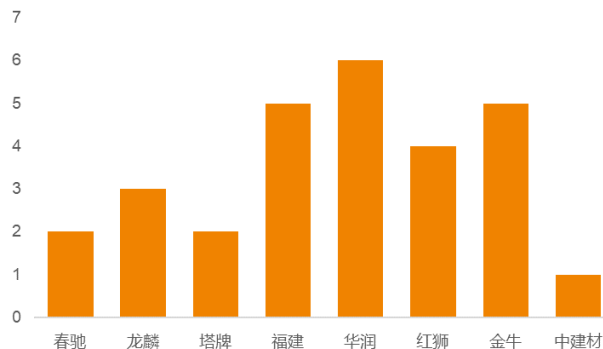
基于以上的信息，如果考虑两两之间的关联，行业集中度可能优于目前情况。

图 3：福建本地熟料企业份额



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 4：福建本地部分熟料企业产线数量（条）



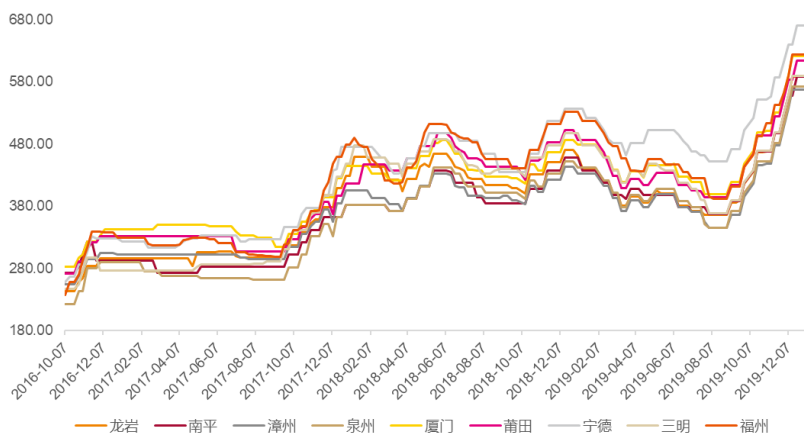
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

再看区域分布。根据石灰石资源布局，南平、泉州、三明、龙岩 4 个城市有熟料产线分布。熟料产能比较集中的地区是龙岩、三明，产能占比分别是 51%、38%。而福建水泥熟料产线分布在南平、泉州、三明。

其中，南平仅福建水泥一家熟料基地；泉州本地的竞争对手包括 2 家非上市企业，美岭 2 条产线 2500 产线，安溪三元 1 条 5000 产线；三明产能较多，公司在当地的产能占比约 20%，来自龙头的竞争主要是红狮和金牛，福建水泥所在的三明安砂县仅自身 1 条产线，二期投放后有望加强本地的竞争力。

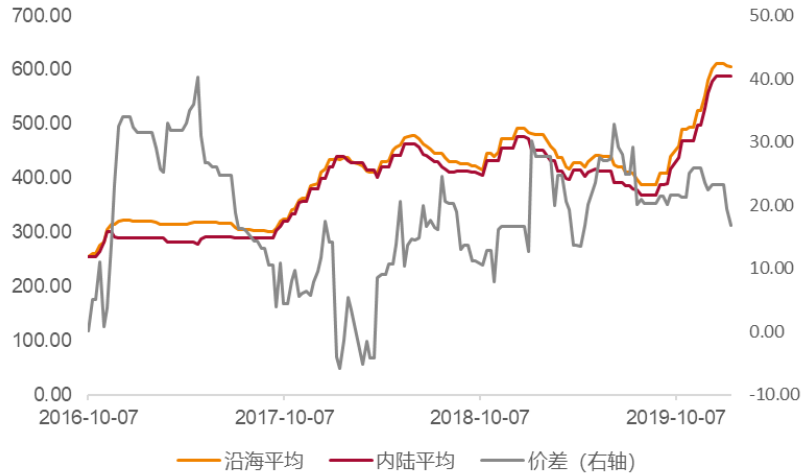
另外，山区之间运输不便，没有显著价格差异很难引起熟料在龙岩、三明之间大幅度流动，目标市场主要在沿海地区。例如 2019 年高标参考价全年均价指标，内陆地区的龙岩和南平均价都在 425 元/吨附近，三明是 445 元/吨附近，而沿海城市厦门（462 元/吨），福州（472 元/吨），宁德（513 元/吨）。近年来沿海城市与内陆城市均价差维持在 15-30 元/吨范围内。

图 5：福建省内各地区水泥价格表现（元/吨，42.5 标号参考价）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：福建省内沿海城市均价与内陆城市均价对比（元/吨，42.5 标号参考价）



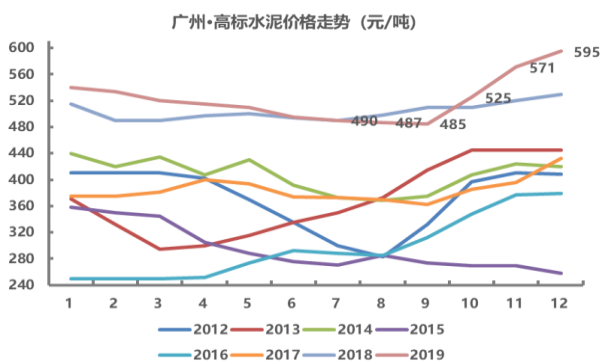
资料来源：wind，天风证券研究所

新增产能方面，2019 上半年永安金牛新增 1 条 4500t/d 产线，2020 年福建水泥有望新增 1 条产线（2019 年 2 月披露，按照建设期推算），此外，2020 年预计投产的还包括龙岩永定区永定兴鑫水泥有限公司 1 条 5000t/d 产线（置换线，投产前会拆除闽福 2 条 2500t/d 产线，净增加有限）。2021 年预计福建水泥在三明安砂新建 1 条 4500t/d 产线。此外，2019 年 12 月开过听证会的包括：春驰集团新丰水泥在龙岩 1 条 5500 吨 t/d 产能置换线，新岩水泥在三明大田县 1 条 5000 吨 t/d 产能置换线。

1.1.2. 外来流入——体现成本定价，未来幅度可控

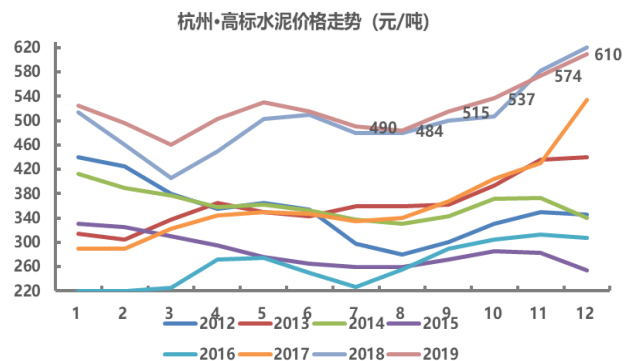
虽然福建地域上与江西、浙江、广东皆有交接，但浙江价格一般偏高不会主动向南流入，江西与沿海市场隔着内陆山区，广东粤东本地的有农村需求以及沿海“潮揭汕”需求。因此主要关注点在“水运抵福”的水泥熟料。海螺通过海运进入福建市场的水泥总量在 1500 万吨左右，顶峰时期达到 1800 万吨，基本在适合的港口建立了中转库（来源：中国水泥网）。福建全省 2019 年产量为 9443 万吨，如果按 1500 万吨计算，占比可高达 16%。因此，海螺的流入量是沿海价格的关键因素。

图 7：广州高标水泥均价年度变化走势



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 8：杭州高标水泥均价年度变化走势



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

成本是定价的核心因素。水路运输可以直达沿海目标市场，便利性、经济性高于内陆运输，导致区域内价格一直受到外来熟料压制。2018 年海螺的水泥产品毛利率为 47.42%，2019 上半年为 47.40%，福建水泥分别为 33.08%，29.79%；海螺的熟料产品毛利率表现，2018（45.38%），2019H1（42.89%），而福建水泥为 2018（35.41%），2019H1（22.31%）。产品价格与成本差异导致毛利率差距。通过对比福建和全国的均价差异可以发现区域变化，以福州高标价格为例，2016 年以前几乎所有月份的价格都要高于全国均价，但是随着中转库建设逐步落地，外地流入量加大，本地价格受到干扰，常出现价格大幅低于全国平均的情况（也有部分是天气因素）。

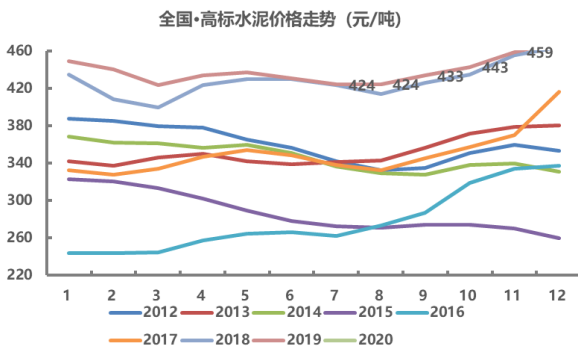
在疫情危险彻底消除前，外地“水运抵福”的熟料量预期同比减少。2020年春节前后较为特殊的地方是，新型冠状病毒影响下，交通运输表现与往年有较大差异，不仅是公路、铁路、航空，水路运输同样受到抑制，例如以下已公开的管控信息：安徽合肥市截止2020年1月31日，18道渡口已经全部停运，24个码头停止作业。因此，前述的外来流入风险或有降低，区域流动对本地价格的压制效果减弱，同时，需求完全恢复的情况下，如果外来流入渠道仍未及时畅通，福建本地不排除会出现熟料紧缺、供不应求的状态，供需格局对本地价格同样形成支撑。

表 2: 高标水泥-福州与全国月度均价价差 (元/吨)

月份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	43	28	68	17	21	43	27	-15
2	40	23	68	20	22	33	47	-11
3	31	24	74	7	22	8	31	-4
4	33	20	56	8	9	26	32	4
5	22	18	66	7	0	24	70	-6
6	16	0	46	12	-4	-1	48	-16
7	13	14	23	18	-8	-15	29	-21
8	2	17	1	9	-23	-12	31	-18
9	18	25	2	6	-22	-11	17	-8
10	39	68	12	6	-32	13	16	41
11	50	69	11	20	1	31	15	81
12	35	80	9	28	38	53	-19	144

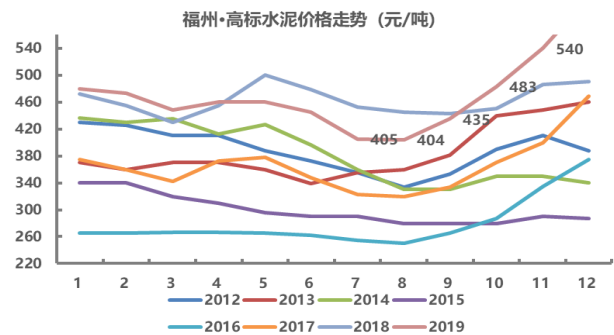
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 9: 全国高标水泥均价年度变化走势



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 10: 福州高标水泥均价年度变化走势



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

我们尝试理解福建在地理位置上的特殊意义。上接长三角，下连珠三角，同时沿海地形决定拥有成熟的运输港口和码头，山区多石灰石资源也较为丰富，在整体需求平稳的情况下，如果福建一直是价格洼地，福建北部有向上进入浙江的动力，福建南部有向下进入珠三角的动力，而长三角、珠三角一直是全国性龙头企业深度布局的重点区域。如果价格可以呈现合理差距，对于平缓区域的流动性或许更加适合。此外，长江环保治理力度加强，运输力下降可能会导致流入减少。

1.1.3. 错峰生产——减量减排，响应环保，应对新增

错峰生产在南方地区的执行力度、强度、时长、开始时间均不及北方地区，在新增压力与环保压力下，通过错峰方式减量减排，既保护环境，同时可以缓解区域内增产的压力。从目前的政策指引来看，错峰力度有望不减，错峰效果有望持续。

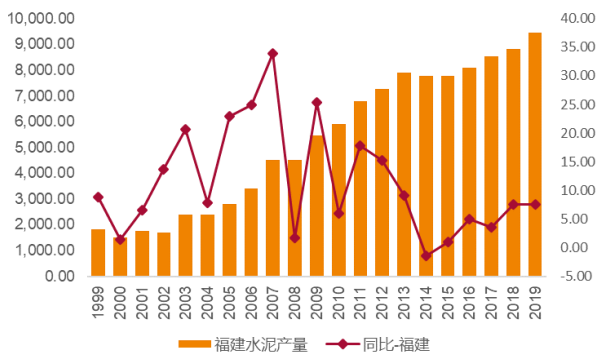
- 2017年11月，福建省建筑材料工业协会发布《关于2018年福建省新型干法水泥企业实施错峰生产的通知》，要求从春节前至8月30日，分2个阶段，43台窑每台窑停60天，合计将减少1230万吨熟料产量。

- 2019年4月，福建省生态环境厅发布《福建省大气污染防治条例(十五)》，指出鼓励重点排污单位实施自主减排，加强施工扬尘管理，对有关企业事业单位和其他生产经营者进行错峰错峰生产或限产停产等措施等。
- 2019年夏季，福建计划从7月至8月期间执行夏季错峰，每条熟料生产线至少停窑15天。
- 2020年1月，工信部表示，将会要求各地主管部门强化对企业生产和环保设施运行情况的检查，督促企业认真执行相关法律法规和强制性标准，对不执行落实错峰生产方案、不履行环境社会责任的企业进行约谈，引导水泥错峰生产平稳有序、顺利开展。

1.2. 水泥需求稳健，景气有望延续

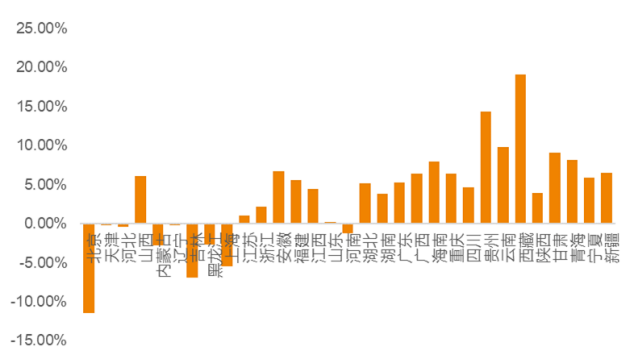
近十年来福建地区水泥产量复合增速为 5.6%，高于相邻省份，浙江 (+2.16%)、广东 (+5.22%)、江西 (+4.50%) (未考虑直接流入的外来水泥，流入熟料部分已在产量中反映)。

图 11: 福建省水泥产量及同比 (万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

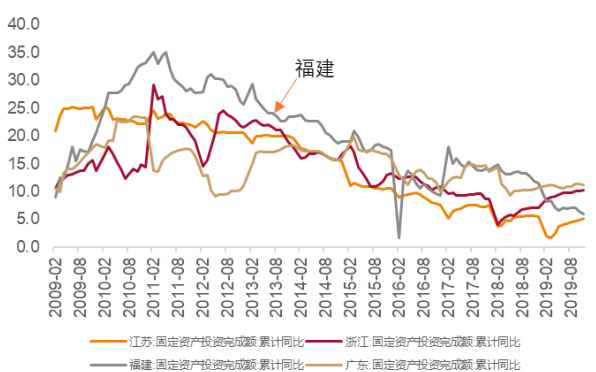
图 12: 2009-2019 年各省/市水泥产量复合增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

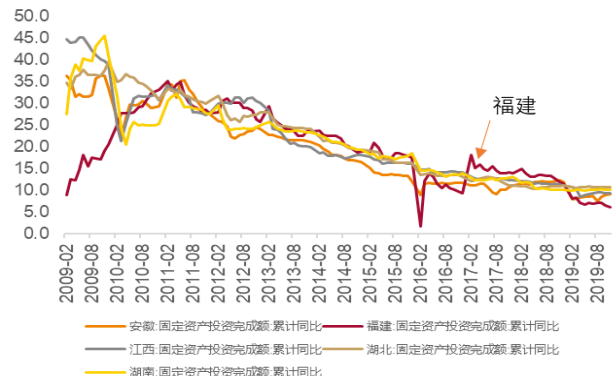
福建地区经济发展增速较快，占据沿海优势，开放程度高于内陆省份，GDP 排名从 1978 年的全国倒数第 9 升至顺数第 10。2018 年福建省 GDP 在全国排名第 10，同比增速 8.3%，增速在全国排名第 6，2019 年增速维持 8% 的高位 (目标 8-8.5%)，2020 年目标 7-7.5%。2019 年固定资产投资增速为 6%，目标 2020 年增长 7.5% 左右。

图 13: 福建固定资产投资累计同比与较发达地区对比 (%)



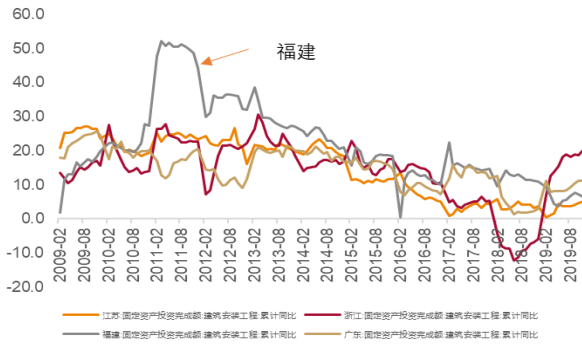
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 福建固定资产投资累计同比与周边其他地区对比 (%)



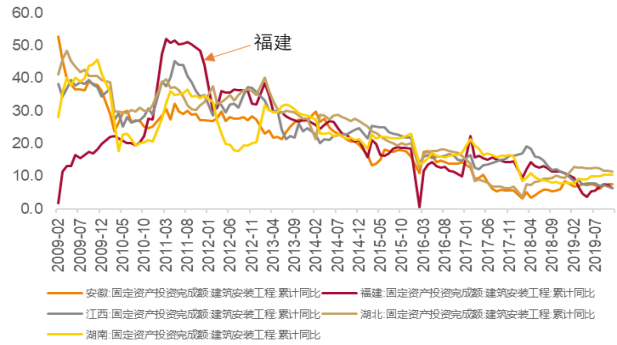
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 福建建安投资累计同比与较发达地区对比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 福建建安投资累计同比与周边其他地区对比 (%)



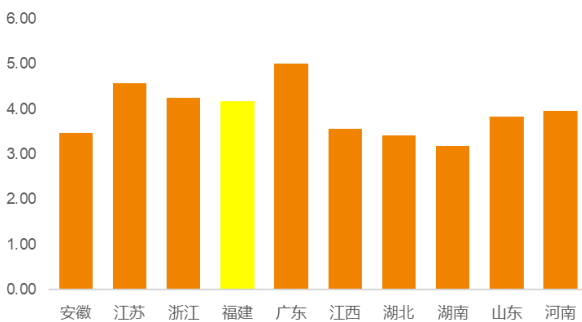
资料来源: wind, 天风证券研究所

交通投入方面, 2020 年全力创建交通强国先行区, 加快打造中心城区至县城 1 小时交通圈, 力争高速公路通车里程突破 6000 公里、铁路在建和运营里程突破 5000 公里。

截止 2018 年, 福建省高速公路里程达到 5155 公里, 不及广东的 9003 公里, 但是超过江浙皖的 4400-4800 公里, 低于江西的 5931 公里, 而湖北、湖南、山东、河南均在 6000 公里以上。考虑到行政区域面积差异, 对比每百平方公里高速里程更为合适。福建每百平方公里高速里程为 4.18 公里, 相对经济发达省份仍有差距, 例如广东 (5.01 公里), 浙江 (4.24 公里), 江苏 (4.57 公里); 相对内陆其他省份要更高, 例如江西 (3.55 公里), 湖北 (3.42 公里), 湖南 (3.18 公里), 山东 (3.84 公里), 河南 (3.95 公里)。

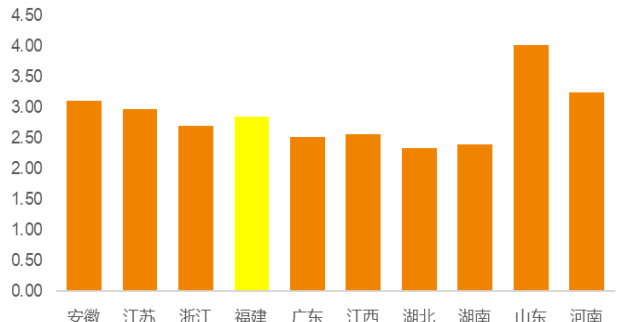
截止 2018 年, 福建省铁路营业里程达到 3514 公里, 从绝对值角度来看并不算多, 从百平方公里的铁路里程角度和发达地区差异较小, 福建为 2.85 公里, 广东 (2.52 公里), 浙江 (2.70 公里), 江苏 (2.97 公里)。

图 17: 百平方公里高速里程数对比 (公里)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 百平方公里铁路营业里程 (公里)



资料来源: wind, 天风证券研究所

根据我们梳理, 福建省 2020 年在建铁路至少 4 条, 此外还包括地铁、轻轨、机场等项目。

- **浦梅铁路**。建设年限从 2016-2021 年, 属于海峡西岸经济区铁路网规划项目, 连接赣龙铁路、昌福铁路、合福铁路的重要干线, 加强长三角、珠三角联系, 估计总投资 290 亿元。
- **福厦高铁**。建设年限从 2017-2022 年, 全长 297 公里, 以福州市为起点, 途径莆田市、泉州市、厦门市、漳州市。是省内第一条时速 350 公里的高铁, 也是国内首条跨海高铁, 估计总投资 530.4 亿元。2019 年 9 月, 首条隧道贯通。
- **龙龙高铁 (也称双龙高铁)**。2019 年 9 月开工, 设计时速 250 公里, 预计 2023 年竣工。
- **漳汕高铁**。以漳州站为起点, 途经漳浦、云霄、东山、诏安、饶平, 最终到达汕头站, 全线约 137km, 其中福建境内约 120km, 投资约 187 亿元。目前处于初测及可

研阶段。

图 19: 浦梅铁路



资料来源: 新浪网, 天风证券研究所

图 20: 漳汕高铁

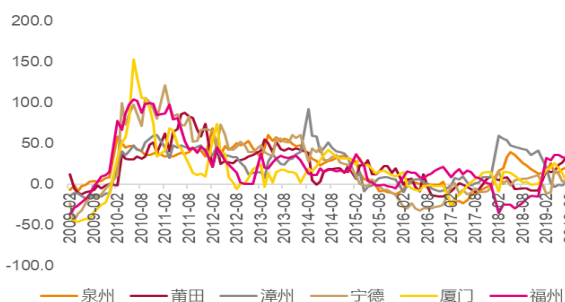


资料来源: 环球网, 天风证券研究所

- **甬台温福高铁规划有望加速。**2019 年 12 月《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》下发, 其中提及推进甬台温福的规划对接和前期工作。
- **厦漳泉城际铁路 R1 线。**全长 181 公里, 根据《闽西南五市贯彻落实协同发展区发展规划的意见》《闽西南协同发展区陆路交通互联互通三年行动计划(2019—2021)》, 力争 2020 年开工建设。项目属于 2015 年得到批复的《福建省海峡西岸城市群城际轨道交通线网规划》。
- **厦门地铁 6 号线。**漳州(角美)延伸段工程 2019 年 12 月底开工, 预计 2024 年通车试运行, 工程总投资约 84.07 亿元。
- **晋江三大通道。**包括晋江大桥通道、田安大桥通道、晋江南高速连接线通道, 将于 2020 年 6 月开工建设, 预计 2022 年完工, 总投资在 35 个亿以上。
- **厦门翔安机场。**2020 年主体工程开工。
- **福州长乐机场二期。**总投资约 212.5 亿元, 预计 2022 年建成。
- **莆田机场(筹建)。**
- **永春机场。**
- **龙岩机场。**2020 年 1 月 14 日召开选址报告评审会。

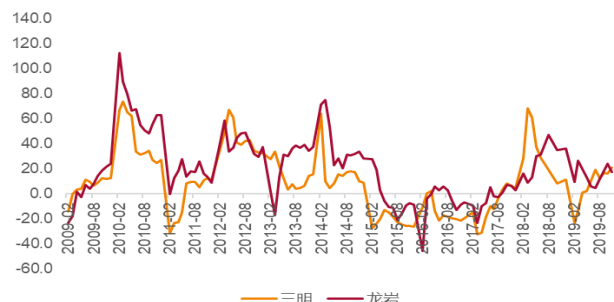
房地产投资增速呈现一定周期性, 2019 年沿海城市除厦门、漳州外, 增幅均实现两位数, 内陆城市三明、龙岩地产投资也能保持较快增长。2019 年 1-11 月房地产投资累计同比指标, 沿海地区: 宁德(+27.9%)、福州(+26.2%)、莆田(+23.6%)、泉州(+18.1%)、漳州(+5.1%)、厦门(+1.4%); 内陆地区: 三明(+20.9%)、龙岩(+17.1%)。

图 21: 福建沿海城市房地产投资增速表现



资料来源: wind, 天风证券研究所

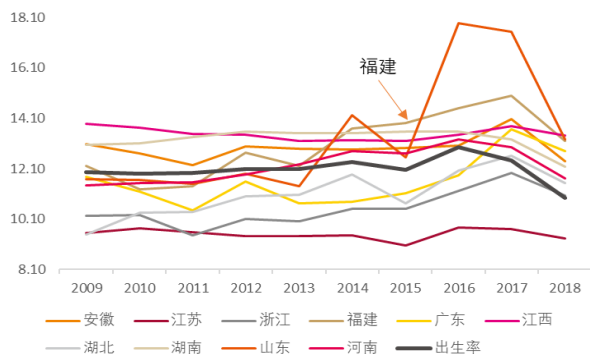
图 22: 福建内陆城市房地产投资增速表现



资料来源: wind, 天风证券研究所

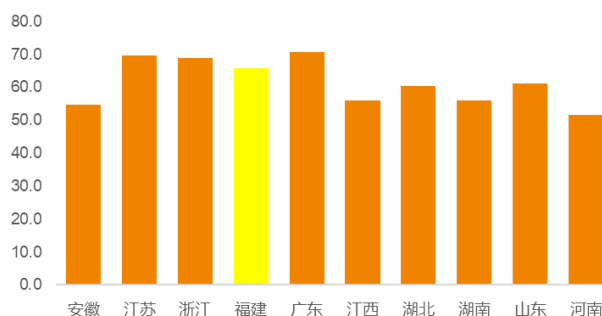
从人口结构角度看，福建适龄劳动者比例较大，城镇化仍有较大空间。我们用城镇人口比重这一指标来一定程度反映城镇化率和城市化的潜力。对比发现，福建城镇人口比重的特征，依然是和发达省份有差距，但是明显会高于中部距离相近的省份。2018年福建城镇人口比重为65.8%，广东（70.7%），浙江（68.9%），江苏（69.6%），而湖南、安徽、河南、江西均低于60%，湖北、山东在60-61%附近。

图 23：部分省份出生率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

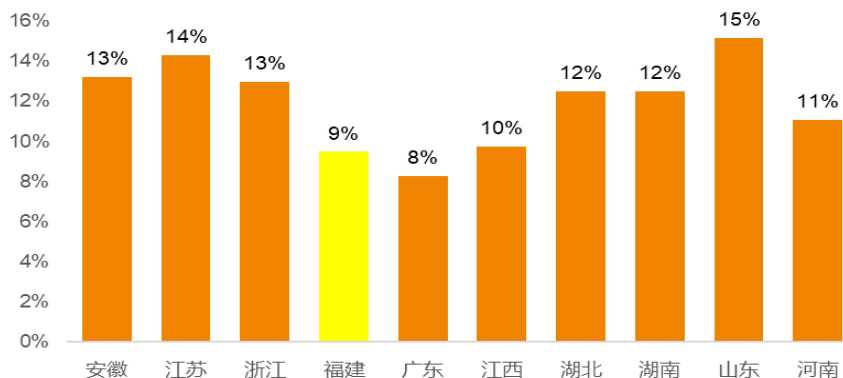
图 24：2018 年城镇人口比重对比



资料来源：wind，天风证券研究所

再观察 65 岁及以上人口数占比，体现人口结构活力。2018 年福建为 9%，广东为 8%，而对比的其他地区均在 10% 以上，且差距比较明显，例如山东（15%）、江苏（14%）、浙江（13%）、安徽（13%）、湖北（12%）、湖南（12%）。

图 25：65 岁及以上人口占比（抽样）



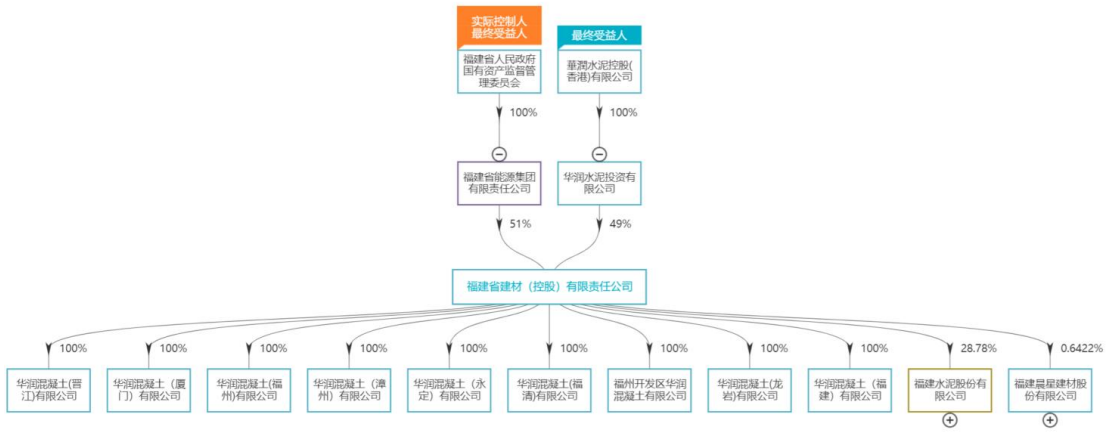
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 治理能力优化，降本增效可期

2.1. 公司治理结构梳理

公司第一大股东为福建省建材（控股）有限责任公司（简称“建材控股公司”），实际控制人为福建省能源集团有限责任公司（简称“福能集团”），最终控制人为福建省国资委。

图 26：第一大股东股权架构图



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司发展历程中通过增资扩股等方式尝试与其他企业合作，进一步扩大区域影响力。我们梳理部分合作事项如下。

与华润水泥：

- 2013年9月，实控人福能集团与华润水泥投资有限公司签署《福建省建材（控股）有限责任公司增资扩股协议书》，拟在水泥、混凝土产业板块进行战略合作。华润水泥以将持有的9家在福建从事混凝土行业公司股权及现金对福建省建材（控股）有限责任公司出资，增资后华润水泥持有49%，福能集团持股51%，此前福能集团持股100%。
- 2014年11月，和华润水泥投资合作成立福建省福润水泥销售有限公司，统一销售双方在福建区域市场的水泥熟料产品。福建水泥出资1020万元，占股51%，华润水泥投资出资980万元，占股49%。由福建水泥合并报表。
- 2019年7月，华润水泥（弥渡）有限公司以20,040万元（不含交易佣金）的价格竞买获得福建水泥4#、5#回转窑熟料产能指标。

表 3：公司 2018 年度与华润水泥福建公司日常关联交易披露（万元）

关联交易类别	关联人	交易内容	预计金额	实际发生金额
销售商品	华润水泥（泉州）有限公司	销售熟料	654	173.5
	华润水泥（连江）有限公司	销售熟料	640	266.83
	华润水泥（漳平）有限公司	销售熟料	545	221.42
合计			1839	661.75

资料来源: wind, 天风证券研究所

此外，与华润水泥混凝土的交易较好展现产业链一体化合作。

表 4：2019 上半年公司出售商品/提供劳务的关联交易（元）

关联方	关联交易内容	本期发生额	上期发生额
永安市建福水泥运输有限公司	让售材料	337,592.67	368,991.98
华润混凝土（福建）有限公司	销售产品	217,820.08	562,262.66
华润水泥(泉州)股份有限公司	销售产品	1,546,595.00	1,735,022.18
华润水泥（连江）有限公司	销售产品	0.00	334,002.89
华润水泥（漳平）有限公司	销售产品	0.00	2,214,168.89
华润混凝土（福州）有限公司	销售产品	3,317,443.74	1,223,116.98
华润混凝土（福清）有限公司镜洋分公司	销售产品	5,788,829.39	1,633,426.98

华润混凝土（厦门）有限公司	销售产品	17,551.72	429,388.82
福煤（漳平）煤业有限公司	销售产品	33,310.34	25,000
福建省德化县阳春矿业有限公司	电费	42,611.48	38,317.42
福建省大阳矿业有限责任公司	电费	2,729,060.98	3,570,766.58
厦门联美商贸有限公司	销售产品	2,315,047.75	14,103,985.03
合计		16,345,863.15	26,238,450.41

资料来源：wind，天风证券研究所

与中国建材（南方水泥）：

- 2005 年，根据国资委国资产权【2005】344 号文的批复，同意中国建材公司持有的中央级“特种拨改贷”资金本息余额 52,474,795.29 元以每股 2.84 元价格转为本公司国有法人股 18,477,040 股；同意福建省建材(控股)有限责任公司将其持有的本公司 121,527,000 股国家股中的 11,613,911 股转让给中国建材公司，转让后的股份性质为国有法人股。
- 2011 年，南方水泥完成从其实际控制人中国建筑材料集团有限公司受让所持福建水泥股份 3009.0951 万股，南方水泥成为第二大股东。
- 2012 年，与南方水泥在福州签署《合作框架协议》，福建水泥先注册建福南方公司，后期共同对建福南方增资 9.5 亿元，增资后双方股权各占 50%，由福建水泥并表，合作区域定位为三明、龙岩、厦门、漳州、莆田、泉州。福建水泥用以增资的股权系为全资子公司——安砂建福的 100%股权。
- 2019 年 12 月，福建水泥与福建省建材（控股）有限责任公司组成联合受让体，参加南方水泥所持建福南方公司 50%股权的受让活动，最终以 63,276.275 万元（挂牌底价）受让成功，并签订股权交易合同。

2.2. 降本增效空间具备

我们对比上市水泥企业费用差异，福建水泥较为突出的地方是财务费用偏高。例如 2019 上半年，全口径下吨费用为 27 元，而海螺为 24 元，12 家上市公司平均为 41 元，公司显著低于可比上市公司平均。但财务费用表现相对较弱。

- 吨财务费用为 6.8 元，可比上市公司平均为 5 元，2019 上半年公司短期借款（12.61 亿元）、长期借款（无）、应付债券（无），在手货币资金 8.38 亿（三季报为 11.31 亿）。两条产线投产后资本开支预计稳定，资产结构有望进一步优化。截止三季度末，资产负债率为 62.3%，偏高。
- 吨销售费用为 5.8 元，可比上市公司平均为 13 元，仅西部水泥、塔牌集团低于公司。
- 吨管理费用 14.1 元，可比上市公司平均为 21 元，与海螺较为接近。

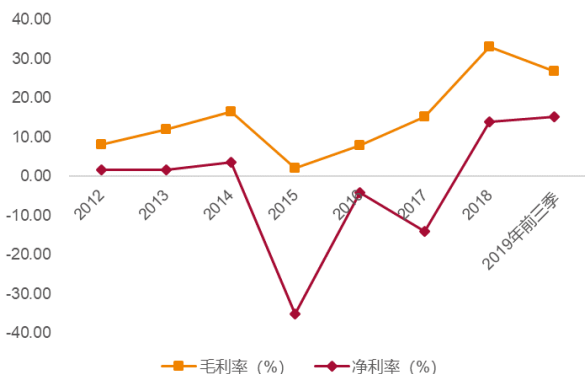
表 5：2019 上半年福建水泥各项费用显著优于可比上市公司平均（元）

	吨销售费用	吨管理费用	吨财务费用	吨费用
福建水泥	5.8	14.1	6.8	27
上市公司平均（12 家 A/H 上市公司）	13	21	5	41
比行业比较	-57%	-33%	37%	-35%

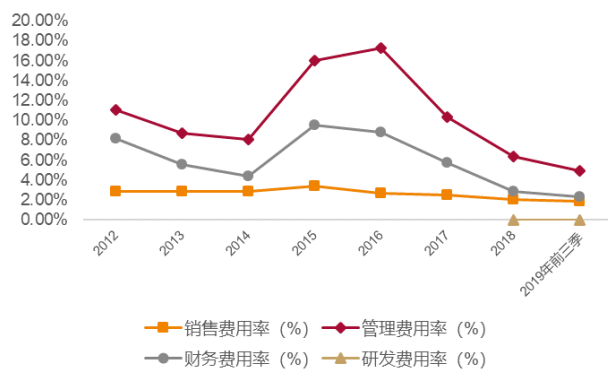
资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：公司毛利率及净利率表现

图 28：公司期间费用率表现



资料来源: wind, 天风证券研究所

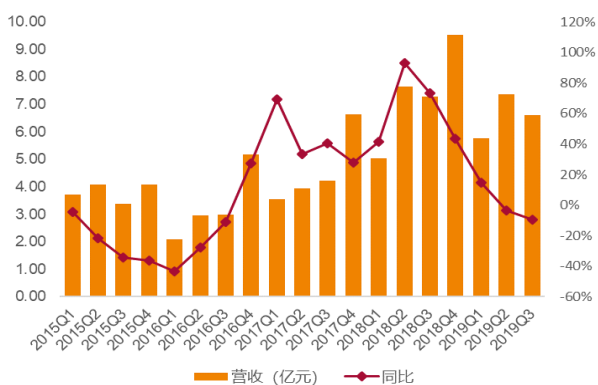


资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 业绩弹性突出

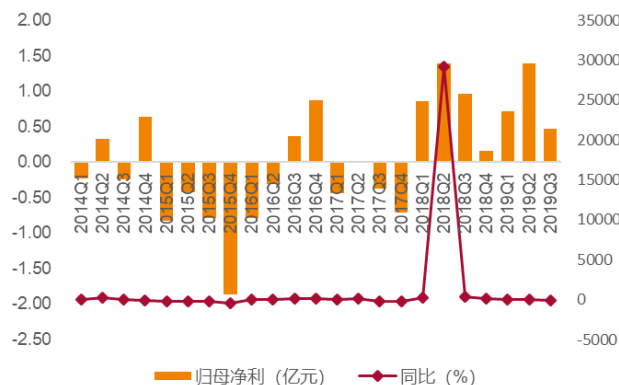
2019 年多雨天气“拖累”二三季度业绩，四季度量价弹性凸显，抵消前期不利影响。二三季度单季收入分别下降 3.42%、9.45%，扣非后归母净利润分别下滑 10.94%、50.62%。观察二、三季度均价同比情况，除宁德以外，其他城市价格均出现大幅下滑(42.5 参考价)。

图 29: 公司单季收入情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 30: 公司单季盈利情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 6: 2019 年 Q1-Q3 各地区价格同比 (42.5 参考价, 元/吨)

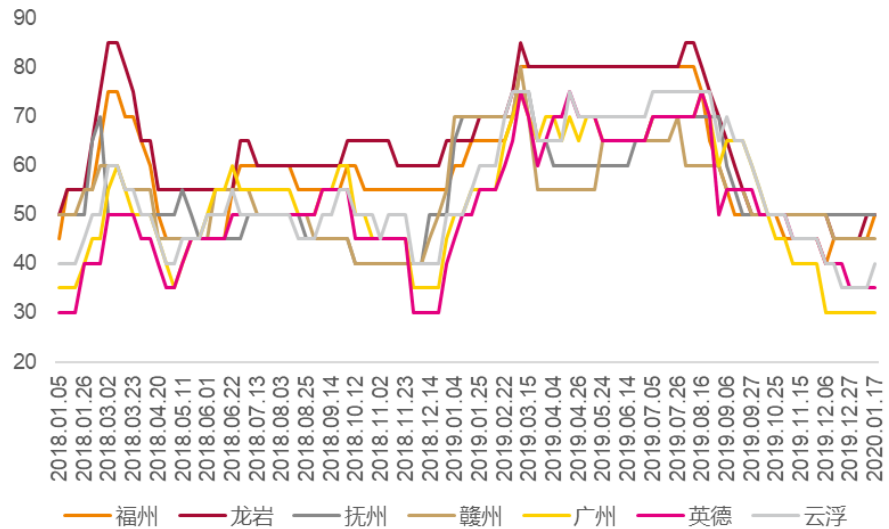
	龙岩	南平	漳州	泉州	厦门	莆田	宁德	三明	福州
	Q1	Q1	Q1	Q1	Q1	Q1	Q1	Q1	Q1
2019	419	420	409	418	455	454	502	456	490
2018	439	379	394	379	434	436	459	457	449
差异	-20	41	16	39	21	18	43	-1	41
	Q2	Q2	Q2	Q2	Q2	Q2	Q2	Q2	Q2
2019	393	395	389	398	438	424	493	434	445
2018	446	418	416	422	465	477	484	471	489
差异	-53	-23	-27	-24	-27	-53	9	-37	-44
	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3	Q3
2019	376	380	361	364	412	405	464	387	411
2018	418	394	396	406	432	449	460	440	464
差异	-42	-15	-35	-43	-20	-44	5	-54	-53

资料来源: wind, 天风证券研究所

从库存角度看，雨季影响下游需求导致堆库比较明显。2019 年 3 月开始，福州、龙岩水

泥库容比保持在 80%以上，同比一度高出 35、25 个百分点。

图 31：部分地区 2018-2019 年水泥库容比走势图（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

四季度天气转晴后，前期被雨水压制的需求得以释放，考虑到今年春节早，赶工时间有限，需求释放更为集中，价格、库存改善明显。福建部分地区提价 9 轮，根据数字水泥统计，福州高标价格，从 8 月底第一次提价，到 12 月底累计提价 230 元/吨。均价角度看，2019Q4 以来，尤其是 12 月以后，价格同比几乎超过 100 元/吨，高景气延续至 2020 年开年。截止 2020 年 1 月 17 日，福州、龙岩水泥库存均为 50%，同比下降 15 个百分点。

表 7：福建各地区 Q4 以来价格同比大幅提升（42.5 参考价，元/吨）

	龙岩	南平	漳州	泉州	厦门	莆田	宁德	三明	福州
	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4	Q4
2019	513	511	493	497	546	537	595	514	549
2018	445	429	420	429	460	474	500	472	499
差异	67	82	73	68	86	63	95	42	50
	12 月	12 月	12 月	12 月	12 月	12 月	12 月	12 月	12 月
2019	581	573	561	565	614	599	655	582	615
2018	466	453	438	447	482	498	532	493	527
差异	115	120	123	118	132	101	123	89	88
	一季度至今	一季度至今	一季度至今	一季度至今	一季度至今	一季度至今	一季度至今	一季度至今	一季度至今
2020	588	588	568	572	621	614	665	589	609
2019	448	445	433	442	479	487	532	485	522
差异	140	143	135	130	142	127	133	104	87

资料来源：wind，天风证券研究所

从业绩弹性角度，我们观察在假设 2020 年均价分别同比提高 30、40、50、60 元四种情境下分别对应的业绩表现（此处净利润指经营性利润，未考虑非经常等情况，假设生产成本未出现大幅波动）。提高 30 元的情况下，净利润有望超过 7.5 亿元，提高 60 元有可能业绩翻倍增长，考虑到年初以来，福建大部分城市均价同比去年提高 100 元以上，较高价格基数进入 2020 年，目前库存处于低位，淡季降价幅度可能有限。即使二三季度再受天气等其他因素影响，出现价格环比下调，全年均价角度仍大概率同比提升。

表 8：2020 年盈利弹性假设&测算

假设	2019E	2020E
销量（万吨，含熟料）	940	987

提价幅度 (元/吨)		30	40	50	60
税后 (元/吨)		24	32	40	48
吨净利 (元)	53	77	85	93	101
净利润 (万元)	49820	75999	83895	91791	99687
同比 2019 年		53%	68%	84%	100%

资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 净利润指预测的经营性利润 (因此与预测的报表利润不同), 未考虑非经常等情况, 假设生产成本未出现大幅波动。

公司 1 月下旬发布 2019 年业绩预增公告, 预计全年增加 9,750-16,500 万元, 同比增加 28.89 %到 48.89%, 本次业绩预增主要是由于公司炼石厂 4、5 号窑产能指标转让及资产处置收益、对外捐赠等非经常性损益事项所致, 影响金额为 7300 万元。其中, 炼石厂 4、5 号窑产能指标转让及资产处置分别影响 14178.75 万元和 1495.50 万元, 向永安市政府捐赠交通公益金 9000 万元影响归母净利-6300 万元及有关资产报废等其他事项影响。

从估值角度, 2020 年对应动态 PE 不到 4X, 在水泥股中显著偏低。如果给予平均 6X 估值, 按照 2020 年 7.67 亿预测, 目标市值 46 亿。我们预计 2019-20 年归母净利分别为 4.71、7.67 亿元, 对应 PE 分别为 6.2X、3.8X, 如果按照 2020 年行业平均 6X 估值, 目标价 12.05 元。给予“买入”评级。

表 9: 水泥同行部分估值指标对比

证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE		市净率 PB(MRQ)	企业价值(亿 元)	企业价值/ 收入(倍)	企业价值 /EBITDA(倍)
		19E	20E				
福建水泥	29.82	6.25	3.85	2.56	43.53	1.51	4.79
平均值	484.61	6.50	6.07	1.67	527.14	1.52	5.01
海螺水泥	2,375.68	7.03	7.42	1.86	2,481.30	1.54	5.65
华新水泥	403.81	6.21	6.62	2.03	394.33	1.3	4.3
冀东水泥	185.55	6.75	5.30	1.45	337.04	0.99	4.64
上峰水泥	126.36	5.49	5.16	2.75	138.73	2.25	5.87
塔牌集团	119.35	7.02	6.12	1.31	119.35	1.85	4.64
天山股份	100.89	6.31	6.11	1.1	135.06	1.44	4.57
祁连山	80.66	6.67	5.76	1.22	84.16	1.28	5.43

资料来源: wind, 天风证券研究所 (市值截止 2020 年 2 月 2 日)

风险提示:

- (1) 疫情持续时间不及预期的风险, 疫情管控下, 道路交通受到影响, 人员流动、原材料运输可能不及预期, 进而影响生产销售节奏, 此类影响同样适用于上游原料辅料企业、下游施工单位;
- (2) 如果雨水天气较多, 下游露天施工可能无法进行, 需求下滑从而压制水泥量价带来经营风险;
- (3) 不考虑疫情影响, 地产新开工与施工本身增速下行的风险, 以及重点工程开工进度不及预期的风险;
- (4) 错峰生产执行力度不及预期的风险, 需要结合当期环保表现综合判断错峰力度与意愿。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	377.08	699.69	910.74	1,897.37	1,992.24
应收票据及应收账款	25.20	63.66	29.09	34.15	32.25
预付账款	5.14	3.04	8.42	4.33	8.95
存货	150.63	159.19	127.52	191.34	140.70
其他	168.77	77.46	141.36	132.05	112.11
流动资产合计	726.82	1,003.05	1,217.14	2,259.25	2,286.25
长期股权投资	10.20	10.20	10.20	10.20	10.20
固定资产	2,201.82	1,936.76	1,895.50	2,004.22	2,100.93
在建工程	40.76	12.65	19.59	47.75	58.65
无形资产	371.38	397.65	374.98	352.31	329.65
其他	721.71	642.77	623.45	608.79	599.08
非流动资产合计	3,345.88	3,000.03	2,923.72	3,023.27	3,098.52
资产总计	4,072.70	4,003.08	4,140.85	5,282.52	5,384.77
短期借款	1,873.40	1,370.50	1,428.40	1,853.48	1,412.69
应付票据及应付账款	639.91	680.38	661.44	614.01	581.33
其他	348.10	425.57	369.32	457.95	400.54
流动负债合计	2,861.41	2,476.45	2,459.15	2,925.45	2,394.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	28.45	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	156.11	145.37	166.83	156.10	156.10
非流动负债合计	156.11	145.37	166.83	184.55	156.10
负债合计	3,017.52	2,621.82	2,625.98	3,110.00	2,550.66
少数股东权益	452.03	525.79	590.05	675.27	765.89
股本	381.87	381.87	381.87	381.87	381.87
资本公积	213.90	213.90	213.90	249.46	249.46
留存收益	(138.53)	165.96	542.95	1,115.38	1,686.34
其他	145.90	93.73	(213.90)	(249.46)	(249.46)
股东权益合计	1,055.18	1,381.26	1,514.87	2,172.52	2,834.11
负债和股东权益总	4,072.70	4,003.08	4,140.85	5,282.52	5,384.77

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	(257.24)	411.22	471.23	766.97	815.65
折旧摊销	247.03	233.38	176.99	195.78	215.06
财务费用	96.06	92.78	64.69	69.79	61.32
投资损失	(11.09)	(22.13)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(181.57)	309.33	(74.15)	1.16	(7.96)
其它	213.65	(91.55)	63.86	85.31	90.70
经营活动现金流	106.84	933.03	682.62	1,099.01	1,154.76
资本支出	(154.80)	(37.55)	98.54	320.73	300.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	167.99	60.25	(197.75)	(610.91)	(580.15)
投资活动现金流	13.19	22.70	(99.21)	(290.18)	(280.15)
债权融资	1,911.77	1,370.50	1,464.70	1,906.82	1,433.09
股权融资	(80.12)	(137.30)	(372.32)	(34.23)	(61.32)
其他	(1,893.57)	(1,865.53)	(1,464.75)	(1,694.79)	(2,151.52)
筹资活动现金流	(61.93)	(632.32)	(372.37)	177.80	(779.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	58.11	323.40	211.04	986.63	94.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,834.34	2,947.37	3,035.79	3,794.74	3,984.48
营业成本	1,554.40	1,975.26	2,064.34	2,295.82	2,390.69
营业税金及附加	38.49	58.41	48.57	45.54	47.81
营业费用	45.85	59.25	54.64	60.72	67.74
管理费用	188.59	186.81	151.79	189.74	199.22
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	19.92
财务费用	104.82	85.13	64.69	69.79	61.32
资产减值损失	170.04	103.29	190.00	80.00	80.00
公允价值变动收益	0.07	(0.18)	(0.40)	0.09	0.07
投资净收益	11.09	22.13	20.00	20.00	20.00
其他	(27.36)	(104.12)	(39.21)	(40.18)	(40.15)
营业利润	(251.66)	561.38	481.36	1,073.23	1,137.85
营业外收入	1.37	4.63	190.00	2.00	5.00
营业外支出	1.10	52.53	2.00	10.00	10.00
利润总额	(251.38)	513.48	669.36	1,065.23	1,132.85
所得税	5.86	102.26	133.87	213.05	226.57
净利润	(257.24)	411.22	535.49	852.18	906.28
少数股东损益	(105.44)	73.72	64.26	85.22	90.63
归属于母公司净利润	(151.80)	337.50	471.23	766.97	815.65
每股收益(元)	(0.40)	0.88	1.23	2.01	2.14

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	38.62%	60.68%	3.00%	25.00%	5.00%
营业利润	431.83%	-323.07%	-14.25%	122.96%	6.02%
归属于母公司净利润	-1198.99%	-322.33%	39.62%	62.76%	6.35%
获利能力					
毛利率	15.26%	32.98%	32.00%	39.50%	40.00%
净利率	-8.28%	11.45%	15.52%	20.21%	20.47%
ROE	-25.17%	39.45%	50.95%	51.22%	39.44%
ROIC	-7.14%	27.72%	31.01%	63.28%	60.99%
偿债能力					
资产负债率	74.09%	65.50%	63.42%	58.87%	47.37%
净负债率	145.44%	48.56%	36.57%	0.44%	-19.73%
流动比率	0.25	0.41	0.49	0.77	0.95
速动比率	0.20	0.34	0.44	0.71	0.90
营运能力					
应收账款周转率	120.61	66.34	65.46	120.00	120.00
存货周转率	11.34	19.03	21.18	23.80	24.00
总资产周转率	0.43	0.73	0.75	0.81	0.75
每股指标(元)					
每股收益	-0.40	0.88	1.23	2.01	2.14
每股经营现金流	0.28	2.44	1.79	2.88	3.02
每股净资产	1.58	2.24	2.42	3.92	5.42
估值比率					
市盈率	-19.27	8.67	6.21	3.81	3.59
市净率	4.85	3.42	3.16	1.95	1.41
EV/EBITDA	45.64	4.18	4.77	2.24	1.79
EV/EBIT	-26.61	5.74	6.31	2.63	2.11

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	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