



Research and
Development Center

基本面向好确定性强，关注复工后需求回补

水泥行业专题报告

2020年02月26日

娄永刚 首席分析师
丁士涛 行业分析师
冯孟乾 研究助理

证券研究报告

行业研究——行业专题

建材行业

娄永刚 首席分析师

执业编号: S1500520010002

联系电话: +86 10 83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

丁士涛 行业分析师

执业编号: S1500514080001

联系电话: +86 10 83326718

邮箱: dingshitao@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话: +86 10 83326730

邮箱: fengmengqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

基本面向好确定性强, 关注复工后需求回补

2020年2月26日

本期内容提要

- **核心推荐逻辑。**受新冠疫情影响, 2020年水泥下游需求启动较往年将会推迟, 在市场需求启动之前, 水泥价格会有所承压, 但难以出现大幅调整。这主要得益于水泥产线关停成本低、产品无库存的属性, 目前行业已达成在产产能库满后将主动停产, 并根据疫情情况延长停产的共识。2020年是全面实现小康的收官之年, 疫后市场需求料将全面启动, 将迎来大规模的赶工潮, 水泥行业或出现供不应求的局面, 价格也有望水涨船高, 全年均价仍会保持较高水平。
- **供给控制仍是关键, 将继续支撑行业平稳运行。**供给端的控制是水泥行业稳定前行的压舱石, 在需求步入平台期的背景下, 行业协会主导的错峰生产使得供给端有效压缩, 推动水泥价格步入上行通道。行业需求不发生大幅下滑的情况下, 只要供给端可控, 行业景气度仍将延续。我们认为未来供给端的扰动变量主要有三个: 错峰生产的执行情况、环保对企业生产的影响以及产能置换导致的产能新增。错峰生产是控制供给的主导力量, 其带来的积极作用, 使得水泥企业的执行意愿与力度将继续保持。受新冠肺炎疫情疫情影响, 企业自发延长停产时间的概率较大, 错峰生产力度将只增不减。环保对供给边际收缩作用加强, 2019年频繁出现大气污染防治、矿山治理使得产线关停事件。置换产能投放呈区域集中的特点, 后期将对部分区域及周边市场的供需平衡带来冲击, 警惕云南、广西等地市场景气度变化。
- **需求“前低后高”, 全年有望维持较高水平。**2019年, 基建领域需求不及预期, 但竣工修复引领下的施工节奏加快拉升房地产领域消费, 水泥行业景气度及企业效益再创新高。新冠疫情推迟了下游需求启动时间, 但后续随着疫情逐渐好转、建筑企业赶工, 前期推迟的需求终将回补。此外, 面对疫情对国民经济造成的冲击, 政府或将加大逆周期调节力度, 进一步利好水泥需求。总而言之, 新冠肺炎疫情只是改变水泥消费的节奏, 对需求总量影响有限。基建领域需求方面, 政府依靠基建投资拉动经济的意愿强烈, 或将呈现温和回升态势。疫情短期对房地产投资、销售以及施工均会产生一定冲击, 待市场企稳后, 我们看好房地产竣工逻辑将继续演绎, 房地产领域水泥需求并不具备大幅滑坡的基础。
- **建议关注: 板块性机会以及冀东水泥、塔牌集团和中国建材水泥体系整合投资机会。**从行业基本面来看, 2020年整体需求稳定具有较强的确定性, 供需仍然向好, 价格整体有望保持高位运行。从板块估值来看, 当前来看水泥板块的整体估值在9倍左右, 处于较低水平。结合水泥行业盈利水平有望进一步提升, 行业估值水平处于低位, 我们认为板块性投资机会凸显。冀东水泥与金隅集团重大资产重组实施完成, 控制的水泥产能达到1.7亿吨, 熟料产能达到1.17亿吨。京津冀一体化以及雄安新区建设助力区域水泥需求提升, 将有力提振冀东水泥业绩。2019年冀东水泥共计提了2.36亿元的资产减值损失, 轻装上阵, 行稳致远。塔牌集团是粤东地区水泥龙头, 充分受益区域市场向好。粤东地区脱贫攻坚与基础设施“补短板”持续推动水泥的消费。塔牌集团还将在2020年投产一条10000t/d熟料线, 全年有望实现产品量价齐升, 业绩再创新高。塔牌集团账面现金充裕, 若按2018年分红比例测算, 2020年股息率达到8.46%。中国建材旗下水泥企业同业竞争解决后带来的投资机会。
- **风险因素:** 逆周期调节力度不及预期; 房地产投资下滑超预期, 错峰生产力度不及预期; 新冠疫情持续对供给和需求的影响。

目录

水泥行业概述	1
疫情不改行业高景气态势	1
供给控制仍是关键，将继续支撑行业平稳运行	1
需求“前低后高”，全年有望维持较高水平	5
价格仍将高位运行	10
建议关注：冀东水泥、塔牌集团、中国建材水泥体系整合投资机会	11
冀东水泥——区域需求有望增加，盈利提升可期	12
塔牌集团——粤东水泥龙头，业绩有望继续增长	14
关注中国建材体系水泥整合投资机会	17
风险因素：	18

表目录

表 1: 错峰生产政策梳理（部分）	3
表 2: 部分政府环保限产致使水泥产线临时关停事件	4
表 3: 水泥行业产能置换政策一览	4
表 4: 2019 年专项债支持政策	8
表 5: 粤东周边地区主要熟料产线汇总	15

图目录

图 1: 水泥生产工艺流程图	1
图 2: 历年水泥熟料设计总产能及增长率	2
图 3: 全国 PO42.5 水泥价格走势（元/吨）	2
图 4: 2019 年新增熟料产能分布	5
图 5: 2020 年预计新增熟料产能分布	5
图 6: 历年我国水泥产量变化	6
图 7: 水泥下游需求占比	6
图 8: 基建投资资金来源构成	7
图 9: 政府基金支出与基建相关公共财政支出增速	7
图 10: 地产产业链传导机制	9
图 11: 历年一季度占全年房地产销售额比例	9
图 12: 房屋新开工与竣工剪刀差修复	10
图 13: 建筑工程投资及增速变化	10
图 14: 全国各地区 PO42.5 水泥价格走势（元/吨）	11
图 15: 水泥板块估值水平	11
图 16: 冀东水泥股权结构（截至 2019 年底）	12
图 17: 河北地区水泥产量变化	13
图 18: 京津冀地区熟料竞争格局	13
图 19: 塔牌集团股权结构（截至 2019 年底）	14
图 20: 塔牌集团水泥销售区域	16
图 21: 塔牌集团历年分红金额及分红比例	17
图 22: 中国建材水泥板块体系	18

水泥行业概述

水泥是一种粉状水硬性无机胶凝材料，将其加水搅拌后形成浆体，能在空气中硬化或者在水中硬化，并能把砂、石等材料牢固地胶结在一起。水泥作为一种重要的胶凝材料，广泛应用于土木工程、水利、国防等工程。

水泥生产流程简称“两磨一烧”，即生料制备、熟料煅烧以及水泥粉磨。熟料属于水泥的半成品，首先要把石灰石和粘土等原材料煅烧成熟料，熟料再与石膏等混合材一起粉磨后方能制成水泥。具体生产过程可以分为六大步骤：1、石灰石等原料破碎、预均化；2、生料粉磨制备；3、生料均化；4、生料预热分解；5、生料置入回转窑中烧制成熟料；6、在熟料中添加混合材粉磨成水泥。

水泥具有无库存、区域性强、产能发挥弹性大等属性，造就了其“最强周期品”的地位。由于水泥受潮就变质的特点，导致不易储存，因此通常认为其无库存周期，产量即代表当期需求，价格直接反映真实供求关系。水泥的货值较低，陆运半径通常在 200 公里左右，存在明显的区域性。此外，水泥生产线的开关成本很低，企业可根据市场动态调整产能利用率，产能可灵活发挥。正是由于以上特性，水泥行业供给端的调节能力异常强大，使得供需关系可以保持在紧平衡状态，进而水泥价格表现坚挺。

图 1：水泥生产工艺流程图



资料来源：信达证券研发中心整理

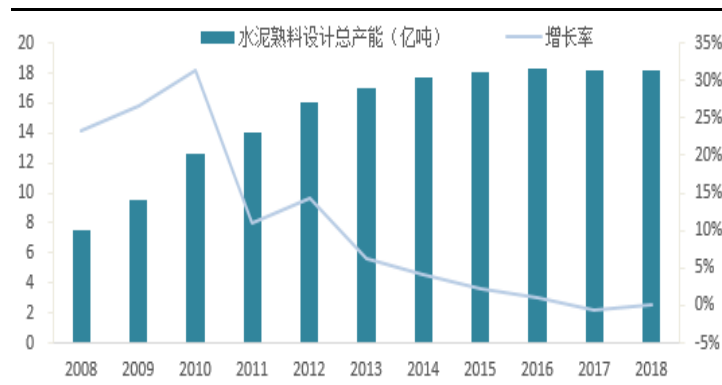
疫情不改行业高景气态势

供给控制仍是关键，将继续支撑行业平稳运行

供给端的控制是水泥行业稳定前行的压舱石。水泥行业产能过剩已持续较长时间，在此轮供给侧改革过程中，由于水泥行业市场化程度较高，缺乏行政性的强制目标和手段，因此产能并未得到有效出清，截止 2019 年底，全国水泥产能达到 35 亿吨，但 2019 年全年产量为 23.3 亿吨，产能利用率仅为 66% 左右。不过，水泥生产具有开关成本较低的属性，使得行业调节有效产能空间极大，正是在此基础上行业错峰生产应运而生。2016 年以来，在需求步入平台期的情况下，水泥行业却能一改价格

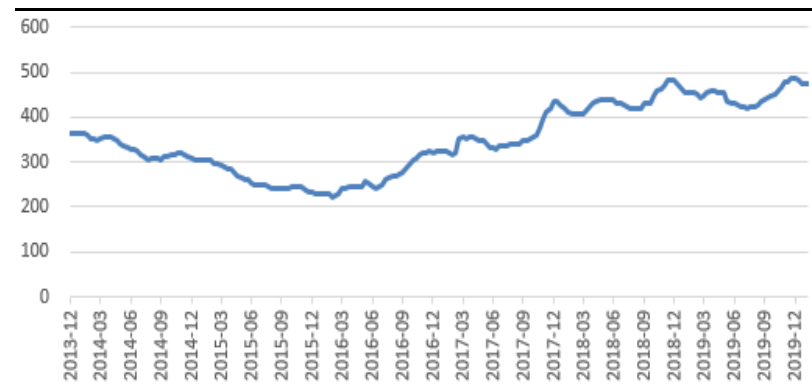
低迷、企业大面积亏损的状态，究其原因就是行业协会主导的错峰生产使得供给端有效压缩，使得水泥价格正式步入上行通道。因此，我们认为，本轮水泥价格的上涨的根源是行业错峰生产带来的供给减少，虽并未完成“去产能”，但达到“去产量”的效果。在行业需求不发生大幅下滑的背景下，只要供给端可控，行业景气度仍将延续。

图 2: 历年水泥熟料设计总产能及增长率



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3: 全国 PO42.5 水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们认为未来供给端的扰动变量主要有三个：错峰生产的执行情况、环保对企业生产的影响以及产能置换导致的产能新增。

错峰生产继续严格执行

错峰生产是控制供给的主导力量，这些年给水泥行业带来的积极变化，使得水泥企业的执行意愿与力度将继续保持。错峰生产简而言之，就是在行业协会主导下，水泥企业淡季实行停窑，淡季结束后再开窑生产的运行机制。目前秋冬季错峰生产已经覆盖到国内大多数水泥生产大省，2016 年发布的《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，更是明确将推进错峰生产作为一项产业政策。

伴随着新一轮的大气治理攻坚，全年错峰渐成常态，水泥供给端收缩力度加大。最初水泥企业错峰生产主要集中在采暖季，但 2018 年开始，多省对非采暖季的错峰计划也明确作出了规定，错峰生产时间和规模在此前基础上整体再次提升。2019 年，山东、河南、河北、山西、四川等北方地区水泥行业严格执行夏季错峰生产政策，错峰生产力度进一步加强。受高温雨水天气影响，夏季一般为行业内的淡季，该时段错峰能够在一定程度上缓解产能过剩压力，有利于价格的平稳运行。错峰生产目前已成为稳定行业供求关系和维护行业利益行之有效的手段。

受新冠肺炎疫情影响，2020 年的下游需求启动料将延迟，企业自发延长停产时间的概率较大。整体而言，错峰生产力度将只增不减。

表 1: 错峰生产政策梳理 (部分)

时间	政策名称	主要内容
国家层面		
2015.11	《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	2015-2016 年采暖期在北京、天津、河北、山西、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、新疆维吾尔自治区及新疆生产建设兵团的水泥熟料生产线试行错峰生产，并新增甘肃、陕西、青海、宁夏、内蒙古五个省市自治区。
2016.5	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能，同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产。
2016.11	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	从国家层面对水泥错峰生产做出了部署具体错峰生产范围包括北方 15 省区市所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。其中，承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线，原则上可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。
2018.4	工信部回复《关于水泥行业错峰生产规则认定的请示》	电石渣生产水泥企业通过“错峰置换”的形式参与错峰生产；协同处置城市生活垃圾或危险废物等保民生任务的，可不全面实施错峰生产，但应根据任务量核定最大允许的生产负荷。
2018.6	《陕西省 2018 年错峰生产实施方案》	夏季错峰生产时间为 6 月 1 日至 8 月 31 日。其中，水泥（含特种水泥，不含粉磨站）行业实施限产 30%左右，以设计生产能力核算
2018.7	山西省《关于 2018 年水泥熟料企业夏季错峰生产工作的指导意见》	全省境内所有水泥熟料生产线(含特种水泥，不含粉磨站)施行夏季错峰生产，每条熟料生产线停窑 20 天。
2019.10	山东省《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》	错峰时间为：2019 年 11 月 15 日 0 时-2020 年 3 月 15 日 24 时。
2019.11	甘肃省《关于印发 2019-2020 年度水泥熟料生产企业冬季错峰生产工作方案的通知》	自 2019 年 10 月 20 日至 2020 年 3 月 31 日期间，全省所有水泥熟料生产线原则上按计划停产 90 天。

资料来源：各部委网站，地方政府网站，信达证券研发中心整理

环保对供给边际收缩作用加强

我们认为，环保对水泥供给的影响主要体现在三方面。1、环保趋严对错峰生产的助推作用；2、大气污染防治压力下，地方政府对产线采取的临时关停措施；3、矿山治理导致原材料紧张，从而企业被迫停产。

水泥行业一直以“高耗能+高污染”的形象出现，错峰生产最初构想也是作为京津冀地区雾霾治理的举措之一。2020 年是蓝天保卫战的收官之年、打赢污染防治攻坚战决胜之年，大气治理压力仍然较大，在此背景下，错峰生产的管控也有望更加严格。生态环境部部长李干杰在 2020 年全国生态环境保护工作会议上提出，全面完成《打赢蓝天保卫战三年行动计划》目标任务，狠抓重点区域秋冬季大气污染综合治理攻坚。

地方政府出于污染防治角度对水泥产线的临时关停，使得区域行业供给边际收缩。2019 年，河北、河南、山东等地，频繁启动重污染天气预警，要求辖地水泥企业限产。2020 年 1 月，山东、河北多地延续重污染天气企业限产机制，可以预见，2020 年环保临时限产将继续影响区域水泥供给。

石灰石矿山环保治理使得部分企业原材料供给受限，从而被迫关停产线，加剧了供给端的扰动。随着“绿水青山就是金山银山”理念的贯彻实施，国家逐渐加大矿山治理力度，石灰石资源的紧缺也在影响着熟料企业的正常生产。环保、安全不达标的矿山将加速退出市场，石灰石开采行业向“集中化、规模化、正规化”转变的同时必将伴随着产量的减少。2019年12月，巢湖市政府推进巢湖风景区专项巡查，要求环巢湖风景区涉及的皖维水泥、中材水泥、威力水泥停止矿山开采，以上企业被迫停窑，导致区域供应收紧。

表 2: 部分政府环保限产致使水泥产线临时关停事件

时间	省份	事件
2019.1	山东省	山东聊城发布重污染天气黄色预警，2019年1月18日上午启动三级响应。根据要求，水泥粉磨站、水泥制品制造、砂石料加工行业企业停产。
2019.4	河南省	河南省污染防治攻坚战领导小组办公室要求安阳、鹤壁、新乡、濮阳四市于2019年4月21日0时至25日24时启动重污染天气橙色预警及Ⅱ级响应。所有涉及水泥、陶瓷行业的涉气企业停产。
2019.10	河北省	唐山市政府在2019年10月31日8时，全市启动重污染天气Ⅱ级应急响应，水泥制品、粉磨站停产；水泥熟料生产线停产。
2019.12	安徽省	河南省污染防治攻坚战领导小组办公室要求安阳、鹤壁、新乡、濮阳四市于2019年4月21日0时至25日24时启动重污染天气橙色预警及Ⅱ级响应。所有涉及水泥、陶瓷行业的涉气企业停产。

资料来源:信达证券研发中心整理

置换产能影响部分区域供给平衡

当前水泥行业严禁新增产能，产能置换政策也在不断收紧，产能总量整体保持平稳。2016年发布的《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，明确提出严禁新增产能，新建产线必须通过产能置换。当前执行的产能置换比例遵循的是2018年1月工信部印发的《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》，施行减量置换，即污染敏感地区置换比例为1.5:1，非污染敏感地区（西藏除外）为1.25:1。然而，在产能置换执行过程中，存在着政策落实不到位、僵尸产线用于置换等现象。政府针对出现的问题，也相继出台了应对措施。2018年8月工信部和发改委发布《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，要求各地主管部门严肃产能置换，坚决禁止水泥、平板玻璃行业新增产能，严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案，确保产能置换方案执行到位。2020年1月，工信部在《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》中指出，停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换（自2021年1月1日起实行）。2018年我国新增水泥熟料设计产能降至2,043万吨，连续两年控制在2000万吨左右；水泥熟料设计总产能为18.2亿吨，与上年持平。

表 3: 水泥行业产能置换政策一览

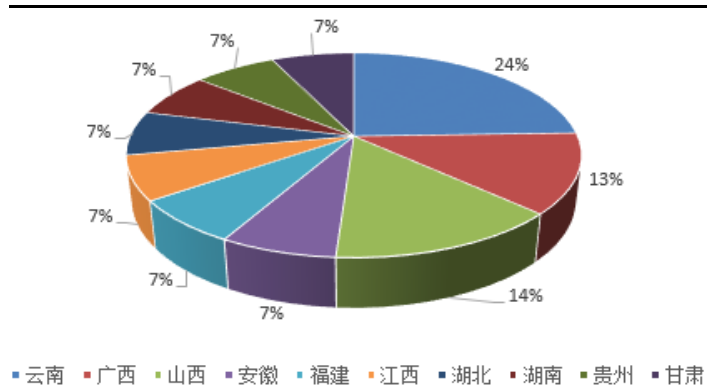
时间	政策	发布部门	具体内容
2016.5	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长	国务院办公厅	水泥行业严禁建设新增产能项目，确有必要建设的新项目，须按照等量或

调结构增效益的指导意见》			减量的原则制定产能置换方案
2018.1	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》	工信部	除西藏地区继续执行等量置换外，其他地区全面实施减量置换，其中：位于国家规定的环境敏感区内的建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于非环境敏感区内的建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能
2018.8	《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	工信部	要求各地主管部门严肃产能置换，坚决禁止水泥、平板玻璃行业新增产能，严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案，确保产能置换方案执行到位
2020.1	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	工信部	停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换(自2021年1月1日起实行)

资料来源:信达证券研发中心整理

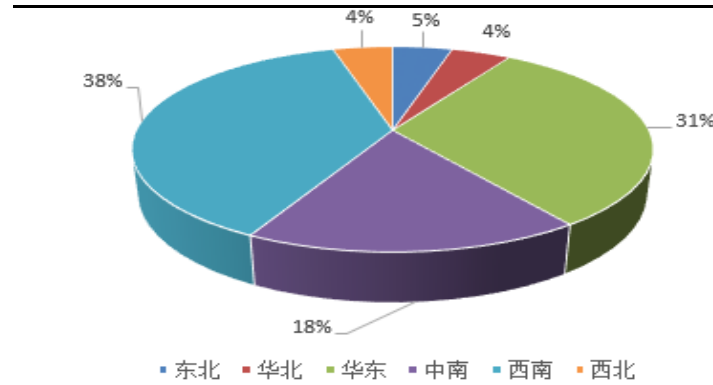
置换产能投放呈区域集中的特点，后期将对部分区域及周边市场的供需平衡带来冲击，警惕相关市场景气度变化。2019年全国共新增产能2216.5万吨，其中云南省542.5万吨，广西省279万吨。根据数字水泥网统计，2020年新增熟料产能规模将进一步扩大，达到3510万吨，其中西南地区1331万吨，中南地区620万吨。由于当地市场需求较好，同时地方政府也持积极态度，云南、广西等地已建成、在建以及拟建熟料产线数量较多。截止2019年底，云南省水泥熟料产能共计9836万吨，根据中国水泥网信息，如在建置换产能全部投产、并剔除少部分被置换的在产产能后，云南省熟料设计总产能将达1.1亿吨，实际产能1.2亿吨左右。截止2019年底，广西省熟料产能共计8116万吨，若目前在建和拟建产线如期投产，全省熟料产能将接近1亿吨。

图 4：2019 年新增熟料产能分布



资料来源: 数字水泥网, 信达证券研发中心

图 5：2020 年预计新增熟料产能分布



资料来源: 数字水泥网, 信达证券研发中心

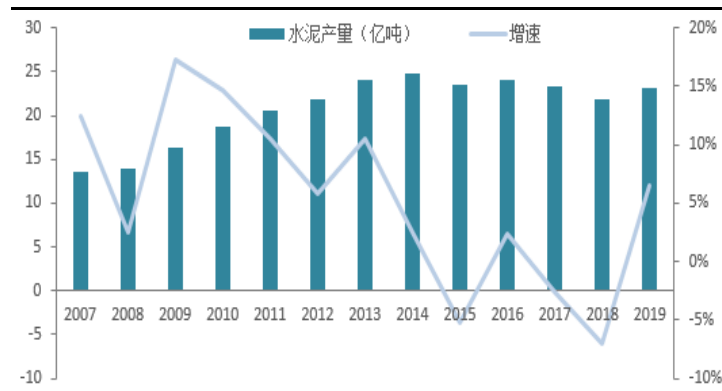
需求“前低后高”，全年有望维持较高水平

房地产领域拉动 2019 年水泥需求超预期增长

2019年水泥行业景气度及企业效益再创新高的原因在于需求的超预期。在供给端有效控制的基础上，水泥需求的增加起到了锦上添花的作用。根据国家统计局数据，2019年全国累计水泥产量23.3亿吨，同比增长6.1%。

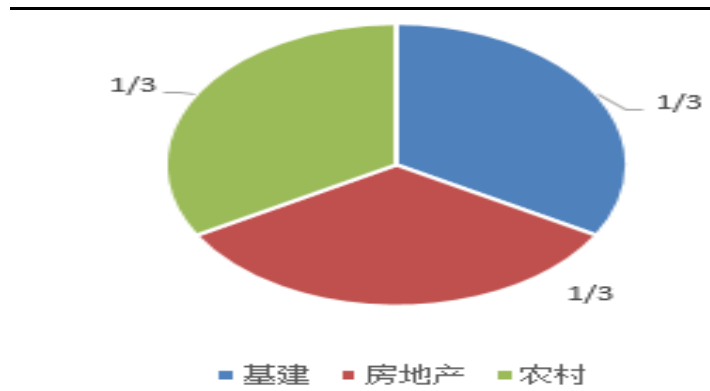
从我国水泥的消费需求结构来看，水泥需求与固定资产投资密切相关，其中基础设施建设、房地产和农村市场是其主要消费领域，各占1/3左右。

图6：历年我国水泥产量变化



资料来源：万得，信达证券研发中心

图7：水泥下游需求占比



资料来源：信达证券研发中心整理

基建领域需求不及预期，但竣工修复引领下的施工节奏加快拉升房地产领域消费。2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速仅为3.8%，增速与2018年持平，低于此前预期；房地产开发投资完成额为13.22万亿元，同比增长9.9%，增速较上年同期提升0.4个百分点。房屋竣工面积增速和房地产建筑工程投资增速的提升显示房地产施工进度在加速，此外，房屋新开工面积增速仍然保持高位，多重利好共同推动房地产领域水泥需求的增加。2019年，房屋新开工面积增速为8.5%，较上年同期减少8.7个百分点；房屋施工面积增速为8.7%，较上年同期增长2.5个百分点；房屋竣工面积增速为2.6%，上年同期为-7.8%；房地产建筑工程投资增速为11.80%，上年同期为-2.3%。

基建投资持续低迷，究其根本在于继续严控地方隐形债务风险，基建融资采取“开正门、堵偏门”的策略，配套资金不足。2019年，由于城投债融资规模改善较弱、非标融资渠道仍然趋紧，基建增量资金主要来源于专项债，全年累计发行2.15万亿，同比增加8000亿。然而，经过我们统计，发行的专项债资金多数用于棚改及土地储备项目，实际投入基建项目的比例仅占25%左右。

基建需求料将温和回升

受新冠肺炎疫情影响，2020年下游需求启动时点料将推迟，进而对上半年水泥消费造成一定压力。不过，我们认为后续随着疫情逐渐好转、建筑企业赶工，前期推迟的需求终将回补。此外，面对疫情对国民经济造成的冲击，政府或将加大逆周期调

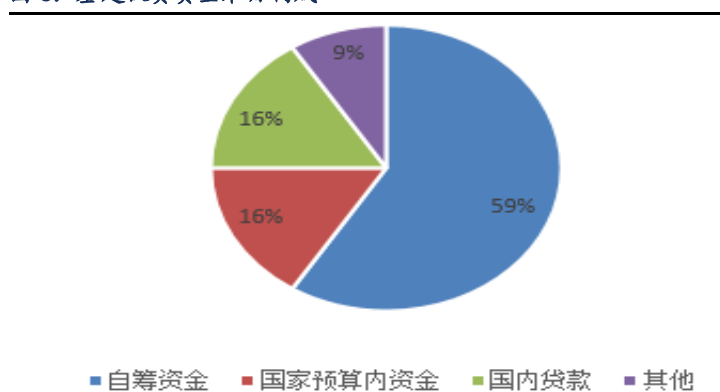
节力度，进一步利好水泥需求。总而言之，新冠肺炎疫情只是改变水泥消费的节奏，但对需求总量影响有限。

政府利用基建拉动经济的意愿强烈。2020年中央经济工作会议强调，要完善和强化“六稳”举措，健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制，确保经济运行在合理区间，继续实施积极的财政政策和稳定的货币政策。据《证券日报》不完全统计，近日，北京市、福建省、河南省、云南省、江苏省等地发布了2020年重大项目投资计划清单，总投资额合计逾11万亿元，其中基建投资仍是重要部分。

基建投资资金来源主要由五大部分构成：国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金以及其他资金。

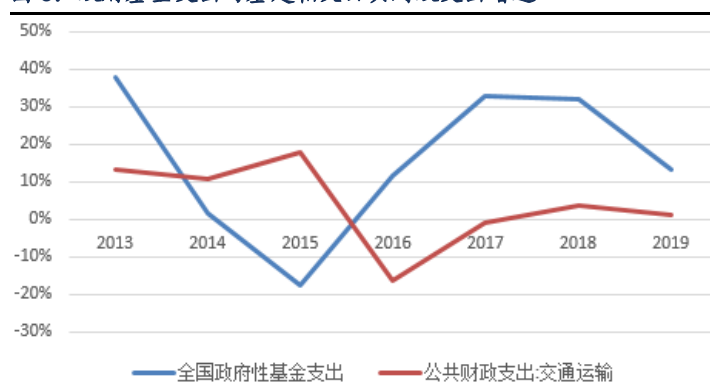
当前基建投资增量资金主要来源于财政资金，防控地方政府隐性债务风险继续制约社会资金的流入。在2017年公布的基建投资资金来源构成中，占比最高的为自筹资金（59%），其次为国家预算内资金（16%），自筹资金主要包括：债券（城投债）、信托、其他非标形式筹集的资金以及政府性基金支出等。国家预算内资金与自筹资金中的政府性基金支出可视作财政资金，自筹资金的其余部分可视作社会资金。社会资金的收缩是近年来基建投资增速下滑的主要原因，目前来看城投债合理融资需求得到肯定但存量到期压力较大，而非标融资仍未见放松迹象，整体对基建投资拉升作用有限。根据国家统计局数据，2019年1-11月，政府公共财政与基建相关支出增速为近年新高，但也仅保持个位数增长。政府性基金支出的来源主要为政府性基金收入和专项债收入，虽然受“土地财政”疲软的影响，增速为近年新低，使其仍存一定韧性。

图 8：基建投资资金来源构成



资料来源：财政部，信达证券研发中心

图 9：政府基金支出与基建相关公共财政支出增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

在政府土地出让收入下滑以及减税降费的大背景下，财政资金中的专项债依然是拉动基建投资的核心力量。2019年，政府已出台了一系列专项债支持基建投资的政策。6月，国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许专项债可作为符合条件的重大项目资本金；9月，国常会提前下达2020年专项债部分新增额度，并明确专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右；11月，国务院发布《关于加强固定资产投资项目资本金管理的

通知》，港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25%调整为 20%，另外部分补短板基础设施项目可以适当降低项目最低资本金比例；11 月，财政部提前下达 2020 年 1 万亿新增专项债额度，并且根据 2019 年 9 月国常会的要求，重点用于基础设施建设，而非土储和地产相关领域。

表 4：2019 年专项债支持政策

时间	政策	发布部门	具体内容
2019.6	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	国务院办公厅	合理明确金融支持专项债券项目标准；精准聚焦重点领域和重大项目；积极鼓励金融机构提供配套融资支持；允许专项债可作为符合条件的重大项目资本金。
2019.9	国务院常务会议	国务院	根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域；专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右。
2019.11	《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	国务院	港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25%调整为 20%，另外部分补短板基础设施项目可以适当降低项目最低资本金比例。
2019.11		财政部	提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。

资料来源：信达证券研发中心整理

受资金约束，基建投资难有大幅提升，或将呈现温和回升态势。不过外，面对此次疫情对国民经济造成的冲击，政府或将继续加大逆周期调节力度，基建投资作为重要抓手，不排除超预期的可能。综合判断，基建领域对水泥的需求有望稳中有升。

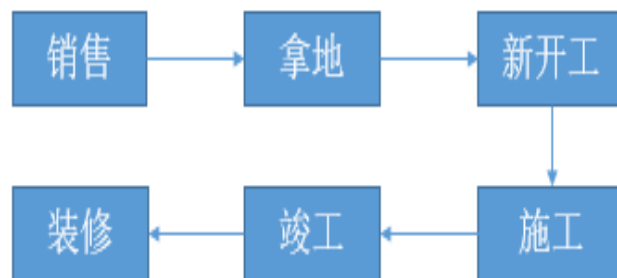
房地产需求不会出现大幅滑坡

新冠肺炎疫情对房地产领域水泥需求的影响要大于基建领域，这是由于房地产施工受房企而非政府主导，房企的施工意愿与资金状况面临的挑战要更大。疫情下的房屋销售受阻带来的冲击是多方面的，一方面，导致房企拿地意愿降低，进而造成后期新开工面积的下滑；另一方面，销售回款的不理想也会使得房企现金流承压，相应新开工、施工、竣工进程难以有效的推进。此外，为防止疫情扩散，多地已延迟复工时间，将对房地产的施工造成直接影响，不过若施工恢复正常后，耽误的工期完全可以依靠后期的赶工进行弥补。因此，我们认为分析 2020 年房地产领域水泥消费，首先要分析此次疫情对房屋销售的影响。

2020 年一季度房地产销售面临较大压力，但全年影响可控。2020 年 1 月 26 日，中国房地产业协会发出号召，全国楼盘暂时停止售楼处的销售活动，待疫情过后自行恢复。随后全国 60 个城市下发通知，明确要求暂停售楼处销售活动。根据现有政策来看，疫情对 2 月份销售影响最大，未来视疫情发展情况，有可能整个一季度销售会出现大幅滑坡的情况。由于春节前后的因素，1、2 月份历来是房地产行业销售淡季，其中 2 月份销售更为冷清，2019 年 1 月和 2 月占全年销售额比重分别为 5.7% 与 4.5%，对全年销售的冲击较小。我们认为房地产购买需求不似快消品，一季度被抑制的需求会在后期在一定程度上会得到

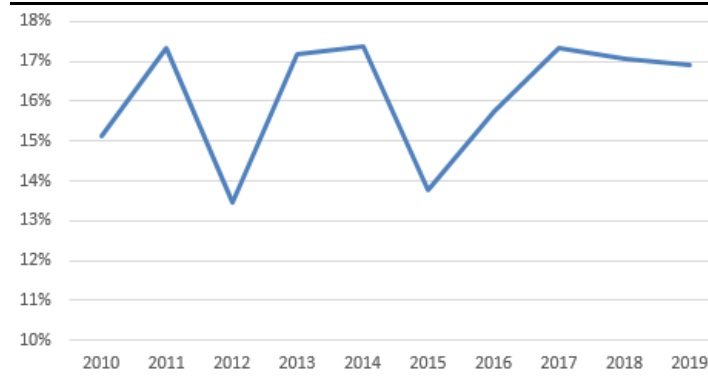
补偿修复。若疫情后逆周期调节力度加大，房企或将拥有一个较为宽松的融资环境，同时在“因城施策”方针的指导下，局部地区地产政策有可能会有所放松。

图 10：地产产业链传导机制



资料来源：信达证券研发中心整理

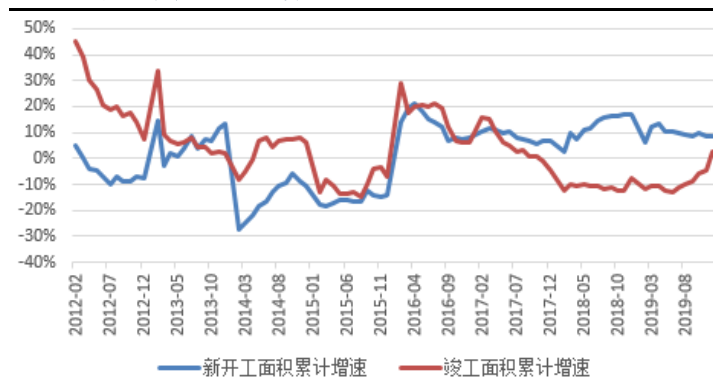
图 11：历年一季度占全年房地产销售额比例



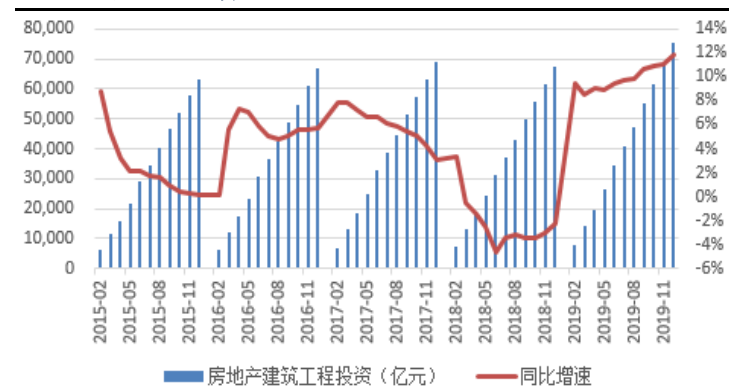
资料来源：万得，信达证券研发中心

房地产竣工的加速修复，带动了 2019 年水泥需求的上涨。2017 年下半年至 2019 年下半年，房屋新开工面积增速与竣工面积增速的剪刀差不断拉大，同时遥遥领先于施工面积增速，表明施工节奏放缓，相关建材需求难以沿产业链有效传导。我们判断，其中原因主要有两点：1、在“高周转”战略下，房企加快推盘，但压制施工节奏，导致向竣工传递延迟；2、国家“去杠杆”的政策，致使资金面紧张，导致部分中小企业经营困难，三四线城市停工缓建情况增加。在期房交房的刚性约束下（一般交房周期为 2 年），2019 年房企开始加快施工。8 月份以来，竣工面积增速开始转正，建安成本增速提升，表明地产产业链已加速向竣工传递，在整个传导过程中，水泥因为是主体施工材料，最先做出反应。

疫情短期对房地产投资、销售以及施工均会产生一定冲击，待市场企稳后，房地产竣工逻辑将继续演绎。我们认为，疫情好转后，竣工的修复具有延续性。一方面，疫情已耽误了正常施工进度，后期的赶工需求充足；另一方面，从新开工和竣工剪刀差角度分析，近两年产业链主要传导路径为“新开工—预售—施工—竣工”，剪刀差修复的动能也是来源于预售交房的刚性约束，2018 年以来持续高位的新开工面积也将在这两年转化为竣工面积。此外，随着房企拿地意愿降低，资金可更多向施工端倾斜，也将推动竣工的修复。

图 12: 房屋新开工与竣工剪刀差修复


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 建筑工程投资及增速变化


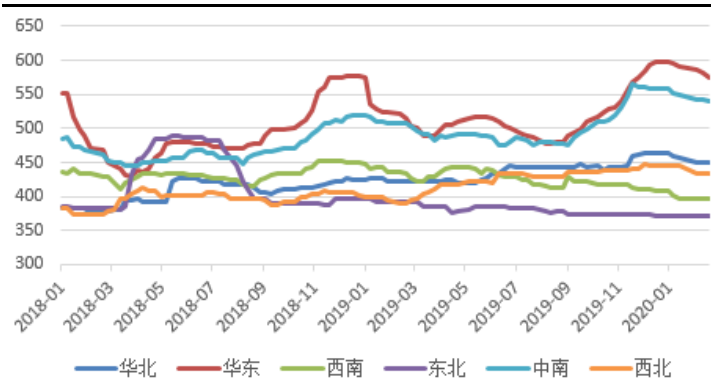
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

整体而言, 新冠肺炎疫情对房地产施工影响并非长期, 房地产新开工面积增速虽会有一定程度下滑, 但竣工修复仍将进行, 房地产领域水泥需求并不具备大幅滑坡的基础。

价格仍将高位运行

2019 年全国水泥价格中枢较 2018 年继续上移, 如前文分析, 正是得益于需求端的超预期增长。2019 年全国 PO42.5 水泥均价为 449 元/吨, 同比增长 3.52%。华东、中南、西北、华北地区水泥价格均出现上涨, 分别达到 517.70 元/吨 (+4.89%)、503.27 元/吨 (+7.09%)、424.33 元/吨 (+7.31%)、437.19 元/吨 (+7.41%)。东北、西南地区水泥价格出现下滑, 分别为 381 元/吨 (-9.68%)、426.45 元/吨 (-1.56%)。

受疫情影响, 2020 年下游需求启动较往年将会推迟, 在市场需求启动之前, 水泥价格会有所承压, 但难以出现大幅调整。这主要得益于水泥产线关停成本低、产品无库存的属性, 目前行业已达成共识: 在产产能库满后将主动停产, 并根据疫情情况延长停产。市场需求全面启动后, 将迎来的是大规模的赶工潮, 水泥行业或将出现供不应求的局面, 价格也有望水涨船高。我们认为, 2020 年水泥价格将呈现前低后高的态势, 全年均价仍会保持较高水平。

图 14: 全国各地区 PO42.5 水泥价格走势 (元/吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

建议关注: 冀东水泥、塔牌集团、中国建材水泥体系整合投资机会

从行业基本面来看, 2020 年整体需求稳定具有较强的确定性, 供需仍然向好, 价格整体有望保持高位运行。从板块估值来看, 当前来看水泥版块的整体估值在 9 倍左右, 处于较低水平。结合水泥行业盈利水平有望进一步提升, 行业估值水平处于低位, 我们认为板块性机会凸显。同时, 我们建议重点关注塔牌集团受益区域行业景气延续的机会; 冀东水泥重组完成, 区域市场需求提升的机会; 中国建材水泥体系整合, 同业竞争解决后给相关标的带来的机会。

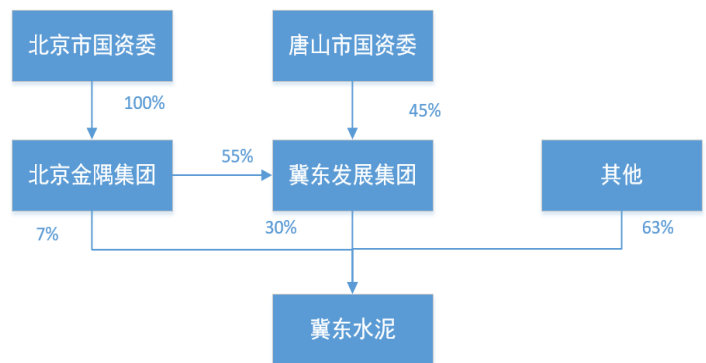
图 15: 水泥板块估值水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

冀东水泥——区域需求有望增加，盈利提升可期

冀东水泥成立于 1994 年 5 月，并于 1996 年 6 月登录深交所，股票代码为 000401.SZ。公司主营业务为生产和销售水泥熟料、各类硅酸盐水泥和与水泥相关的建材产品，已成为中国北方最大的水泥生产厂商。随着公司与间接控股股东金隅集团重大资产重组的实施完成，公司控制的水泥产能达到 1.7 亿吨，熟料产能达到 1.17 亿吨，尤其在京津冀地区，市场占有率超过 50%，市场话语权进一步增强。截至 2019 年末，公司总股本为 13.48 亿股，冀东发展集团持股 30.00% 的股权，是公司第一大股东。北京市国资委通过控股北京金隅间接控制冀东发展，是公司实际控制人。

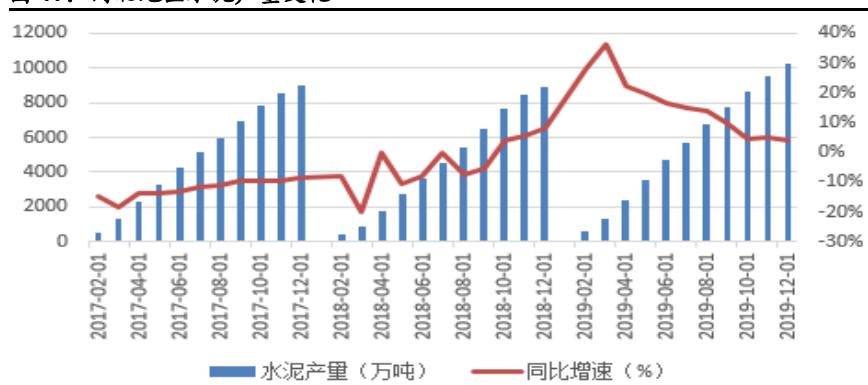
图 16：冀东水泥股权结构（截至 2019 年底）



资料来源：冀东水泥公告，信达证券研发中心

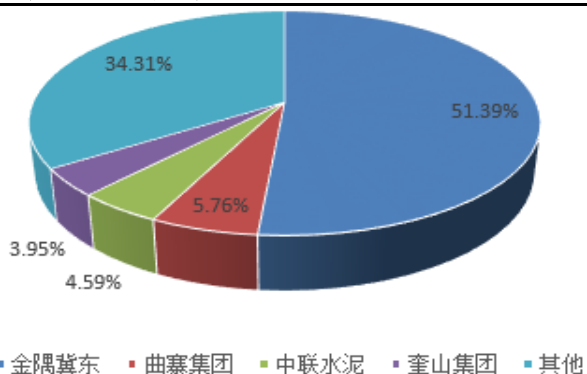
需求有望超预期

京津冀一体化以及雄安新区建设助力区域水泥需求提升。2019 年，河北地区水泥需求低于预期，全年产量 1.02 亿吨，同比增长 4.1%，低于全国平均增速。我们分析主要是国庆阅兵前后的停工停产以及区域频繁的环保临时停工压制了下游的消费需求。展望 2020 年，雄安新区进入大规模建设阶段，根据中国水泥网测算，水泥年需求量在 1000 万吨以上，则将带来 10% 的增量。同时，京津冀一体化战略引领下的基础设施建设也将继续支撑区域水泥消费。

图 17: 河北地区水泥产量变化


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

公司与金隅集团重组顺利完成, 重塑了京津冀地区竞争格局, 市场掌控力进一步增强。2019年上半年, 随着公司与金隅集团出资组建合资公司重大资产重组和重大资产购买及共同增资合资公司的实施完毕, 公司的熟料、水泥产能进一步增加, 成为仅次于中国建材与海螺水泥的全国第三大水泥企业。根据数字水泥网数据, 京津冀地区熟料年产能合计 9802 万吨, 其中金隅冀东 5037.5 万吨, 市占率达到 51.39%。公司已成为京津冀地区的绝对霸主, 市场话语权也大大增强, 同时也将有利于区域竞争的有序展开。

图 18: 京津冀地区熟料竞争格局


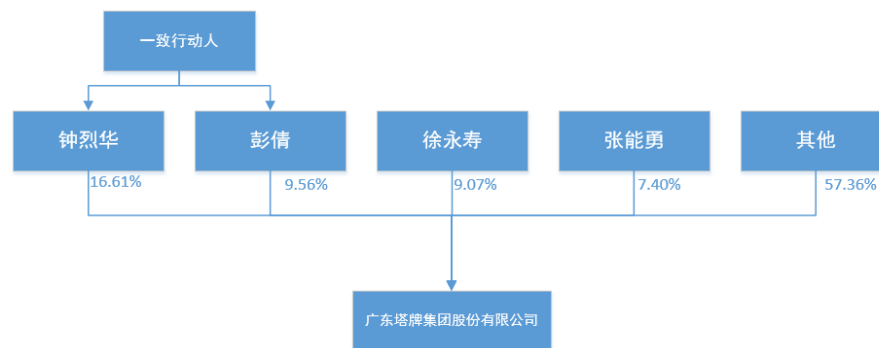
资料来源: 数字水泥网, 信达证券研发中心

资产减值损失计提力度较大, 轻装上阵, 行稳致远。根据公司 2019 年业绩预告, 全年实现归母净利润 26.8-27.8 亿元, 同比增长 41.03%-46.29%。2019 年公司业绩整体不及预期的重要原因在于共计提了 2.36 亿元的资产减值损失。通过计提资产减值损失, 公司甩掉了肩上的历史包袱, 2020 年业绩不确定性减少。

塔牌集团——粤东水泥龙头，业绩有望继续增长

塔牌集团的前身是 1972 年始建的文福水泥厂，于 2008 年在深圳证券交易所上市，股票代码为 002233.SZ。公司主要从事各类硅酸盐水泥、预拌混凝土的生产和销售，是粤东地区规模最大的水泥制造企业，年产水泥 1,800 万吨。公司位于梅州市文福镇的第二条万吨生产线将于 2020 年建成投产，届时水泥年产能将达到 2,200 万吨。截至 2020 年 1 月 14 日，公司总股本为 11.92 亿股，其中自然人钟烈华持股 16.61%，其一致行动人彭倩女士持股 9.56%，是公司控股股东及实际控制人。

图 19：塔牌集团股权结构（截至 2019 年底）



资料来源：塔牌集团公告，信达证券研发中心

疫情过后，粤东水泥市场有望延续高景气行情

与珠三角地区相比，粤东地区经济发展较为缓慢，人口呈净流出状态且基础设施落后，因此水泥需求以农村市场和基建领域为主。2018 年，广东省在《关于打赢脱贫攻坚战三年行动方案（2018—2020 年）》中明确提出，要加快补齐贫困地区基础设施短板，确保到 2020 年如期完成脱贫攻坚任务。粤东地区是广东省重点脱贫区域，2020 年是脱贫攻坚收官之年，农村及基础设施领域需求仍将旺盛。此外，粤东地区各地市政府财政实力普遍较弱，对省内财政转移支付依赖程度较高。而广东省经济实力、财政收入和专项债发行规模均居全国首位，粤东地区基础设施建设具备保障。

粤东地区熟料来自周边地区，未来新增产能有限，且广东省错峰生产力度较低，供给整体可控。粤东地区主要包括汕头、潮州、揭阳、汕尾四市，但当地均无熟料生产线，由于区域地形复杂，熟料主要来自周边的梅州、惠州、河源三市，此外还有部分闽赣熟料流入。经数字水泥网统计，截至 2019 年底，粤东周边地区熟料年产能约为 2700 万吨。2020 年，该地区仅塔牌集团投产一条 10000t/d 熟料产线，新增产能 11.1%，不过产量释放要在下半年。广东全省以及粤东地区均存在一定水泥供给缺口，因此广东省并未出台错峰生产政策，行业协会则会根据情况组织若干时长的自发停产（通常天数较少），一般企业自主检修时长可覆盖要求停产时间。

展望后市，疫情虽然会对区域市场带来短期冲击，但 2020 年粤东地区供需格局依然较好，全年价格有望继续高位运行。新增需求以及递延的上年需求，将共同支撑 2020 年水泥消费，同时区域供给端新增产能可控，若天气状况保持良好，行业仍将维持高景气态势。

表 5: 粤东周边地区主要熟料产线汇总

地区	具体地址	企业	产能 (t/d)
梅州市	梅州市蕉岭县新铺镇	蕉岭县龙腾	5000
梅州市	梅州市蕉岭县新铺镇	蕉岭县龙腾	5000
梅州市	梅州市梅县白渡镇	梅县凯盛	2500
梅州市	梅州市梅县雁洋镇	梅县梅雁	2000
梅州市	梅州市蕉岭县蕉城镇	塔牌集团	5000
梅州市	梅州市蕉岭县蕉城镇	塔牌集团	2500
梅州市	梅州市蕉岭县蕉城镇	塔牌集团	10000
梅州市	梅州市蕉岭县新铺镇	梅州皇马	2500
梅州市	梅州市蕉岭县新铺镇	梅州皇马	5000
梅州市	梅州市平远县大柘镇	宁江建材	4000
惠州市	惠州市博罗县公庄镇	博罗固力	2500
惠州市	惠州市龙门县龙华镇	惠州光大	5000
惠州市	惠州市龙门县龙华镇	惠州光大	5000
惠州市	惠州市龙门县龙江镇	惠州光大	5000
惠州市	惠州市龙门县龙江镇	惠州光大	5000
惠州市	惠州市龙门县萍陵镇	华润水泥	3000
惠州市	惠州市龙门县萍陵镇	塔牌集团	5000
惠州市	惠州市龙门县萍陵镇	塔牌集团	5000
河源市	河源市东源县上莞镇	河源和兴	4000
河源市	河源市东源县漳溪乡	金圆水泥	5000

资料来源:数字水泥网, 信达证券研发中心

粤东地区市场主导者，业绩连创新高

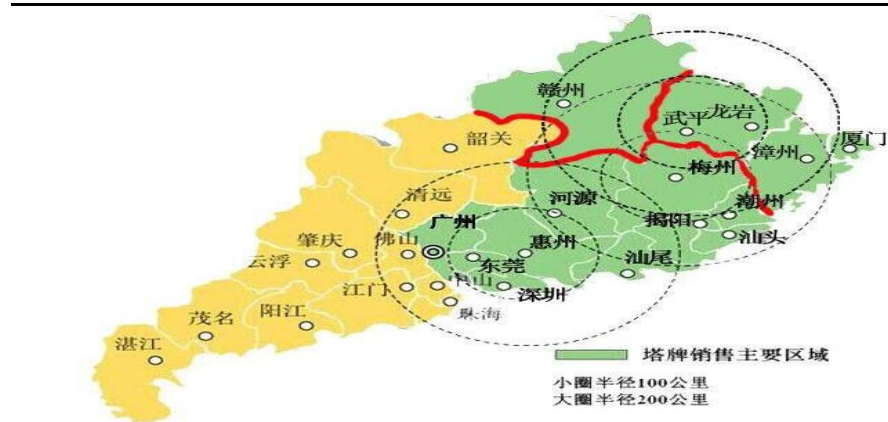
公司是泛粤东北地区最大的水泥熟料生产企业，占据粤东水泥市场半壁江山。截至 2019 年 12 月底，公司共拥有 3 个熟料生产基地，7 条新型干法熟料水泥生产线，熟料产能 1,163 万吨，水泥产能 1800 万吨。具体熟料产能分布为：广东梅州基地 3 条熟料产线，年产能 543 万吨；广东惠州基地 2 条熟料产线，年产能 310 万吨；福建龙岩基地（距梅州基地 20km）2 条产线，年产能 310 万吨。考虑到公司龙岩基地水泥熟料大部分回流至粤东，公司泛粤东北地区熟料市占率接近 40%，水泥市占率超过 50%。随着梅州第二条万吨线投产，公司熟料产能将增加至 1500 万吨左右，继续加强对粤东市场的掌控力。此外，公司

惠州基地产品可辐射至珠三角，粤港澳大湾区的大规模建设必将拉动地区水泥需求，进而对公司产生积极影响。

2018 年业绩大幅提升，2019 年仍然乐观。2018 年，公司实现营业收入 66.30 亿元，较上年同期增加 45.27%；实现归母净利润 17.23 亿元，较上年同期增长 139%。2019 年前三季度，公司实现营业收入 44.32 亿元，同比减少 2.02%；实现归母净利润 10.53 亿元，同比减少 15.65%，业绩虽同比有所下滑，但四季度随着产品售价一路上行，营收及利润预计将明显提升。

2020 年粤东地区水泥市场依然向好，且随着公司万吨线在下半年释放产量，公司全年整体业绩依旧可期。

图 20: 塔牌集团水泥销售区域



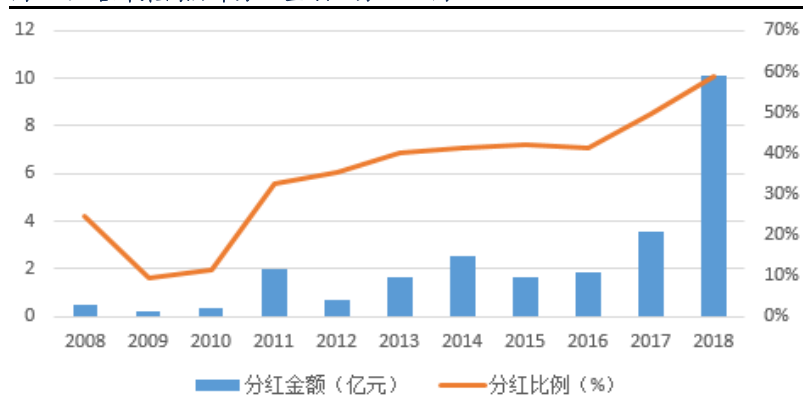
资料来源：塔牌集团官网，信达证券研发中心整理

股息率较高，具备安全边际

公司账面现金充裕，且无任何借款、应付债券、其他应付款等，资产负债率极低。截至 2019 年 9 月 30 日，货币资金为 8.84 亿元，资产负债率仅为 13.19%。

公司比较注重股东回报，上市以来保持每年至少分红一次的频率。2018 年公司共进行了两次分红，总额达到 10.13 亿元，分红率高达 58.79%。根据公司公告：除万吨线二期工程建设资金支出外，当前并未其他的重大资金支出计划，未来公司将保持不低于 40% 的现金分红比例。2019 年，公司已在年中分红 3.58 亿元，但参照公司 2019 年业绩，分红比例远低于 40%。因此，我们认为公司在 2019 年末仍会派息一次。

基于公司业绩预期与资本支出计划，我们对公司 2020 年分红情况持乐观态度。根据我们测算，按照当前股价，若 2020 年分红比例按 58% 计算，则股息率达到 8.46%。

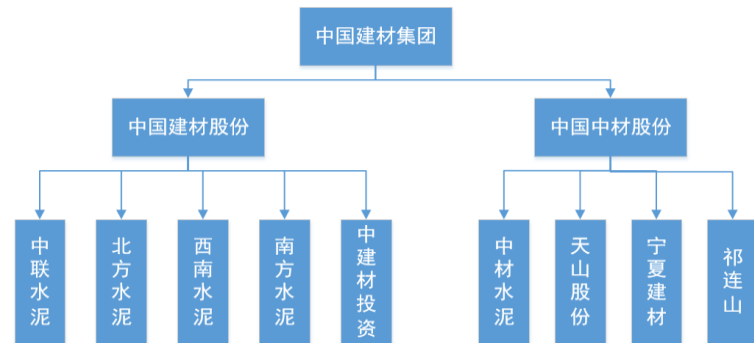
图 21：塔牌集团历年分红金额及分红比例


资料来源：塔牌集团公告，信达证券研发中心

关注中国建材体系水泥整合投资机会

中国建材集团是我国建材行业的领导者，通过资产重组和业务整合，构建起水泥、新材料、工程技术服务和贸易与物流四大业务板块，其中水泥业务是公司的核心主业。近年来，公司大力推进资本运营与联合重组，水泥产能规模快速扩张，2018年，中国建材股份与中国中材股份有限公司合并后，中国建材集团控制的水泥总产能达到5.21亿吨/年，排名世界第一。

中国建材集团通过中国建材股份控股的水泥企业主要有中国联合水泥有限公司、南方水泥有限公司、北方水泥有限公司、西南水泥有限公司、中建材投资有限公司；通过中国中材股份控股的水泥企业主要有中材水泥有限责任公司、新疆天山水泥股份有限公司、宁夏建材集团股份有限公司、甘肃祁连山水泥集团股份有限公司。

图 22：中国建材水泥板块体系


资料来源：中国建材集团公告，信达证券研发中心

针对目前中国建材集团旗下水泥企业存在的同业竞争问题，集团有望在 2020 年制定有效解决方案。根据天山股份 2017 年 11 月发布的《关于实际控制人承诺的公告》，对于中国建材集团与中材集团重组前存在的同业竞争以及因重组而产生的相关同业竞争，中国建材集团将自承诺书出具日起 3 年内，并力争用更短的时间，按照相关证券监管部门的要求，在适用的法律法规及相关监管规则允许的前提下，综合运用委托管理、资产重组、股权置换、业务调整等多种方式，稳妥推进相关业务整合以解决同业竞争问题。

中国建材集团水泥业务规模较大且覆盖范围较广。从产能分布来看，重组之前，中国建材股份控股水泥企业产能主要分布在华东、东北、西南和中南地区，中材股份控股水泥企业产能则主要分布在我国西北地区。此前，中国建材股份及中材股份仅在华东及中南部分省份存在小幅产能重叠，重组导致的直接同业竞争较为有限。因此我们认为解决同业竞争的关键仍然集中在原中材集团内部，尤其是祁连山与宁夏建材之间的业务交叉。若中国建材水泥业务的同业竞争问题得到顺利解决，将对西北地区水泥市场竞争秩序形成积极影响，同时旗下公司的市场的掌控力也将进一步增强。

风险因素：

逆周期调节力度不及预期；房地产投资下滑超预期，错峰生产力度不及预期；新冠疫情持续对供给和需求的影响。

研究团队简介

娄永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士，曾任中国有色金属工业协会副处长，2016年任广发证券有色行业研究员，开始从事证券行业研究工作，2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

丁士涛，金属和新材料行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3年银行业工作经验，加盟信达证券研发中心后，先后从事有色金属和建材行业研究。

冯孟乾，金属和新材料行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018年7月加入信达证券研究开发中心，从事建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。