

水泥制造

需求淡季已至，价格季节性回落趋势明显

作者：

分析师 鲍荣富 SAC执业证书编号：S1110520120003

分析师 王涛 SAC执业证书编号：S1110521010001

分析师 武慧东 SAC执业证书编号：S1110521050002



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

核心观点：

- **我们对当前水泥板块观点如下：**1-4月水泥产量6.80亿吨，较20年/19年同期分别+30.1%/+12.3%，4月单月水泥产量2.39亿吨，较20年/19年同期分别+6.3%/+12.1%，4月份水泥需求景气度超预期，但五月份因钢价过高导致项目施工放缓，水泥需求受到拖累提前进入淡季。供给端，今年更多地区积极推动夏季错峰生产或追加错峰生产的时限，我们认为今年错峰生产严格执行+企业加强协同停产效果更佳，供给端表现要优于去年。上半年因煤炭价格持续高涨导致水泥企业盈利承压，全年盈利景气高低的关键在于Q3（前期积压需求释放+煤炭价格涨幅放缓）。目前水泥企业估值仍处于较低水平，我们认为主要系市场对全年价格信心不足以及对需求见顶后水泥企业业绩下滑的担忧，我们认为21年供需两端或超市场预期，未来随着碳排放政策逐步落地，行业格局或迎来进一步改善，未来有望逐步修复。
- **另一方面，在水泥主业面临增长压力下，骨料市场或将成为水泥企业新蓝海。**根据中国水泥网统计，目前骨料行业TOP10企业产能仍不足5亿吨，占比不到3%，行业集中度远低于水泥，2017年至今国家关停砂石矿山3万余家，随着矿权管控趋严，骨料的资源属性逐步凸显，拿矿成本增加进一步提升了小企业进入门槛，而骨料业务毛利率较高，骨料业务有望成为水泥企业新的增长点，华新、海螺、中建材等企业在骨料布局方面具有先发优势。
- **3) 近期水泥行业动态：**上周全国重点城市水泥均价465元/吨，周环比下降5.8元/吨，年同比高21.5元/吨，价格下跌区域主要是华东、中南和西北部分地区，幅度10-30元/吨；价格上涨地区为天津，幅度10-20元/吨。6月初，国内水泥市场需求进入淡季，受中高考临近以及农忙影响，下游需求环比略有下滑，水泥价格季节性回落趋势明显，鉴于市场已进入淡季，预计后期需求再度大幅下滑的可能性不大，价格方面，南方高价地区水泥价格将会继续走弱，北方地区陆续执行错峰生产，价格多将平稳为主。云南、广东等地区限电，对局部水泥价格起到一定支撑，但后期来看，随着汛期来临，水电将逐步填补供给缺口，因此全国大范围限电情况较难出现，同时因水泥需求也已进入淡季，因此我们认为限电对水泥价格拉动作用有限。
- **推荐【华新水泥】**（主要区域华中地区20年受疫情影响最大，21年量价弹性较高，同时骨料业务布局加快，21年销量目标翻倍）、**【上峰水泥】**（占据华东区位优势，一主两翼发展为公司注入新活力）、**【海螺水泥】**（规模及成本优势兼备的全国龙头，碳减排政策下或最受益），关注**【中国建材】**（21年减值有望大幅下降，报表质量持续改善，新材料板块景气较高）。

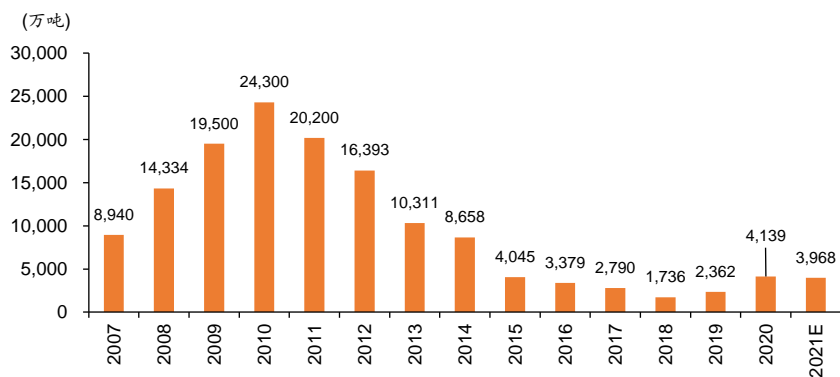
风险提示：水泥需求大幅下滑、淡季价格下滑超预期、骨料行业竞争加剧。

供给：拟点火产能较20年基本持平，但广西、云南局部地区供给压力加大

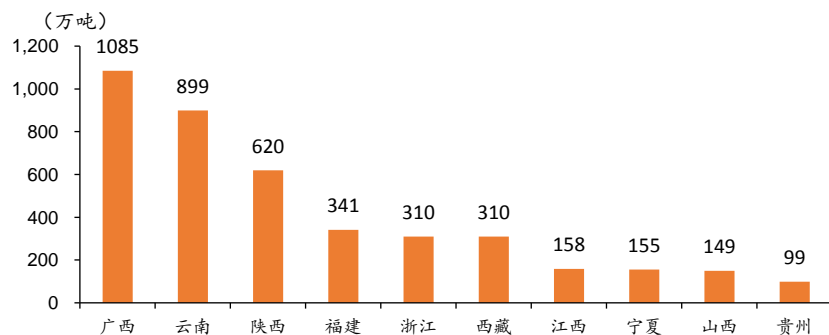
根据卓创资讯，我们计算2021年水泥行业拟点火熟料产能达3968万吨，产能净增加量较20年基本持平。

- 从区域来看，广西、云南新增产能较多，当地供给压力或有加大，分公司来看，中国建材规划点火产能达2015万吨，占整体新增产能比重接近30%。

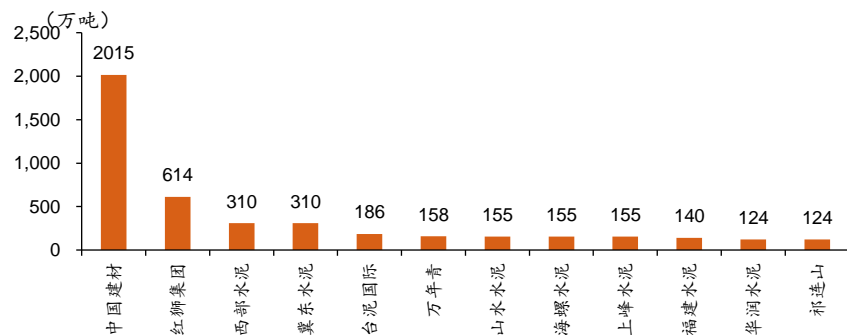
图：2007-2021年全国新点火熟料产能



图：分地区拟新点火产能情况



图：各公司规划新点火产能情况



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

需求：预计21年乐观/中性/悲观情境下，同比+3%/+1%/-2.3%

- 我们认为京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化、雄安新区、西部大开发建设等等重大战略仍将继续推进，综合对全国各区域的需求预测，我们预计2021年乐观/中性/悲观假设下，全国水泥产量增长3%/1%/-2.3%。我们认为，水泥企业预期若需求端降幅在3%以内（2015年的极限情况为-5%），都可认为是持平状态，对水泥企业业绩的影响可控，主因2016年以来企业间对价格的认同度提升，供给端收缩能够维持供求基本平衡。

图：全国及各地区水泥产量增速情况及预测

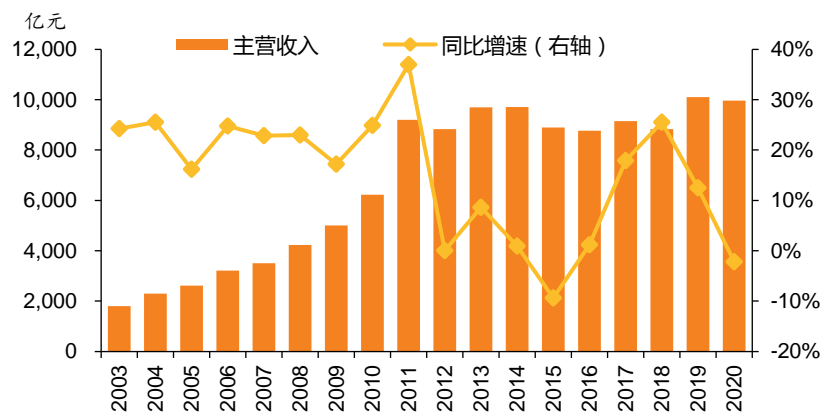
	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2010年12月	15.5%	20.0%	15.3%	6.8%	13.9%	35.3%	25.2%
2011年12月	16.1%	19.6%	17.4%	10.7%	15.4%	23.2%	23.6%
2012年12月	7.4%	-0.8%	-6.1%	6.3%	10.5%	11.0%	21.4%
2013年12月	9.6%	1.9%	3.0%	9.4%	10.4%	12.8%	17.3%
2014年12月	1.8%	-10.0%	-3.8%	1.4%	4.8%	7.8%	1.3%
2015年12月	-4.9%	-14.6%	-15.8%	-5.6%	-1.7%	1.3%	-7.2%
2016年12月	2.5%	7.2%	-1.2%	1.7%	1.6%	7.8%	-4.6%
2017年12月	-0.2%	-11.9%	-10.5%	1.6%	1.6%	1.6%	-0.7%
2018年12月	3.0%	8.5%	-5.7%	3.1%	3.7%	6.4%	-8.2%
2019年12月	6.1%	6.3%	13.1%	9.4%	2.7%	4.0%	7.4%
2020年12月	1.6%	8.7%	11.2%	1.0%	0.0%	-0.2%	2.1%
2021E乐观	3.0%	5.0%	2.0%	3.0%	3.0%	2.0%	4.0%
2021E中性	1.0%	2.5%	0.0%	1.5%	1.0%	0.0%	0.0%
2021E悲观	-2.3%	-3.0%	-5.0%	-3.0%	-1.0%	-2.0%	-2.0%

资料来源：国家统计局、天风证券研究所

行业效益：行业产能进一步集中有利于提升价格协同

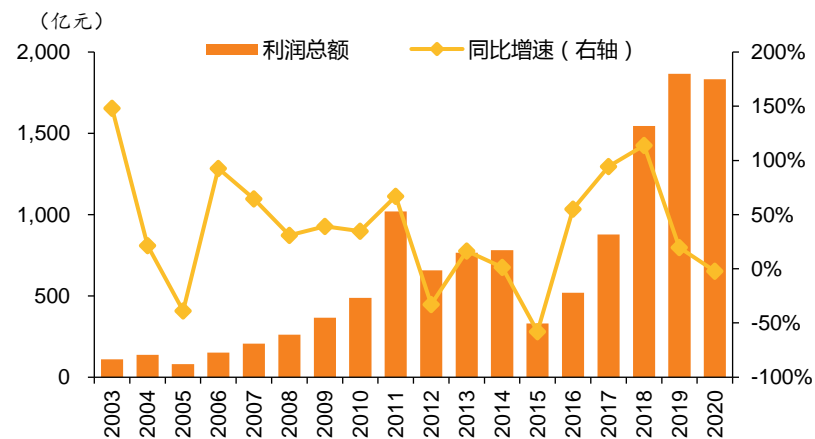
- 2020年水泥行业规模以上企业实现总收入9960亿元，同比下滑2.2%，在新冠疫情及超长梅雨天气双重影响下，前三季度水泥价格总体仍保持相对合理水平，但Q4旺季企业停产情况不及19年，同时区域流动性增加填补了供给缺口，使得水泥价格弹性下降，但整个行业效益依旧保持稳定，全年利润总额1833亿元，同比下滑2.1%。
- 未来行业关注点将聚焦于碳中和及碳达峰目标下行业供需两端的改变，我们认为需求端增长空间已有限，甚至长期将会收缩，而供给端高能耗小企业预计加快出清，大企业市占率将进一步提升，区域协同性将进一步增强，提高价格控制力，供需将维持动态平衡，另一方面，我们认为在水泥跨区域流动加大背景下，整体盈利能力提升还在于价格低洼地区的增长弹性，在行业错峰生产常态化发展下，预计西南等地水泥价格将迎来修复，且龙头公司通过加强区域联动及设立贸易平台或能对冲部分东北低价水泥南下的影响，整体来看，我们认为水泥行业的盈利能力仍将维持向好发展。

图：2003-2020年水泥行业规模以上企业收入及同比增速



资料来源：工信部、天风证券研究所

图：2003-2020年水泥行业规模以上企业利润总额及同比增速



重点水泥公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格	归母净利润 (亿元)					EPS					PE					PB					股息率		
				2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020
600585.S H	海螺水泥	2,559	48.41	298.1	335.9	351.3	371.4	390.2	5.63	6.34	6.63	7.01	7.36	8.60	7.64	7.30	6.91	6.57	2.20	1.80	1.59	1.34	1.15	3.5%	4.1%	4.4%
000401.S Z	冀东水泥	186	13.38	14.8	27.0	28.5	33.7	36.7	1.05	1.91	2.02	2.38	2.60	12.75	7.00	6.64	5.62	5.15	0.65	0.66	0.59	0.51	0.40	3.0%	3.8%	3.8%
000672.S Z	上峰水泥	159	19.74	14.7	23.3	20.3	25.5	29.0	1.81	2.87	2.49	3.13	3.57	10.91	6.89	7.93	6.31	5.53	4.50	2.78	2.24	1.73	1.36	2.0%	4.6%	4.4%
000789.S Z	万年青	100	12.74	11.4	13.7	14.8	18.0	19.6	1.43	1.72	1.86	2.26	2.45	8.93	7.42	6.86	5.64	5.19	1.67	1.35	1.05	0.80	0.64	6.4%	5.6%	5.6%
000877.S Z	天山股份	154	14.81	12.4	16.4	15.2	19.4	22.5	1.18	1.56	1.45	1.85	2.15	12.51	9.50	10.24	8.01	6.90	1.85	1.61	1.46	1.28	1.11	2.6%	3.5%	3.3%
002233.S Z	塔牌集团	131	11.02	17.2	17.3	17.8	20.3	23.3	1.45	1.45	1.49	1.71	1.96	7.63	7.58	7.37	6.46	5.63	1.46	1.34	1.26	1.13	1.01	7.8%	7.8%	6.8%
600449.S H	宁夏建材	58	12.30	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	13.73	7.65	6.10	5.20	4.41	1.14	0.99	0.88	0.77	0.66	2.5%	4.2%	5.5%
600720.S H	祁连山	92	12.17	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	14.43	7.66	6.57	5.26	4.77	1.49	1.26	1.10	0.96	0.82	2.5%	4.9%	5.7%
600801.S H	华新水泥	433	20.63	51.8	63.4	56.3	69.5	78.6	3.46	3.02	2.69	3.32	3.75	5.96	6.83	7.68	6.22	5.50	2.59	2.03	1.83	1.46	1.21	5.6%	5.9%	5.2%

注：表中市值数据截至2021年6月4日收盘，除万年青2021、2022年盈利预测为wind一致预期外，其他公司盈利预测均来自天风建材团队

资料来源：Wind、天风证券研究所

- 水泥行业短期景气度可借助高频数据发货率，磨机开工率，库存、价格、水煤价差来进行判断，水泥出货率以及磨机开工率可作为下游需求强弱的判断指标，由于水泥企业库容量很小，因此短期库存的变化则成为供需波动的放大器，而库存的高低是水泥价格调整的基础，水泥价格则直接影响了水泥企业的收入，借助成本端煤价的走势可进一步判断水泥企业的盈利状况。

近期水泥行情回顾

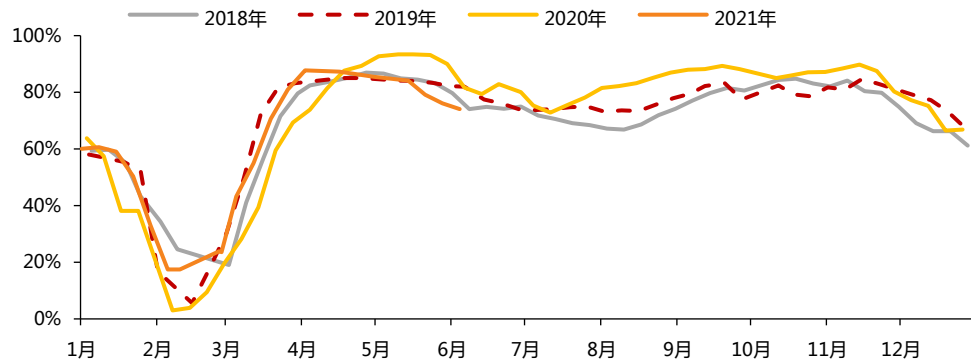
- 水泥出货率：进入淡季需求持续减弱，西北地区跌幅较大
- 磨机开工率：各地开工率明显下降
- 库存：库存压力持续上升，东北、西北地区上涨明显
- 价格：全国价格大幅回落，南方价格持续走弱，北方后续以稳为主
- 水煤价差：国内动力煤市场整体高位运行，水泥企业盈利环比走低

水泥出货率：进入淡季需求持续减弱，西北地区跌幅较大

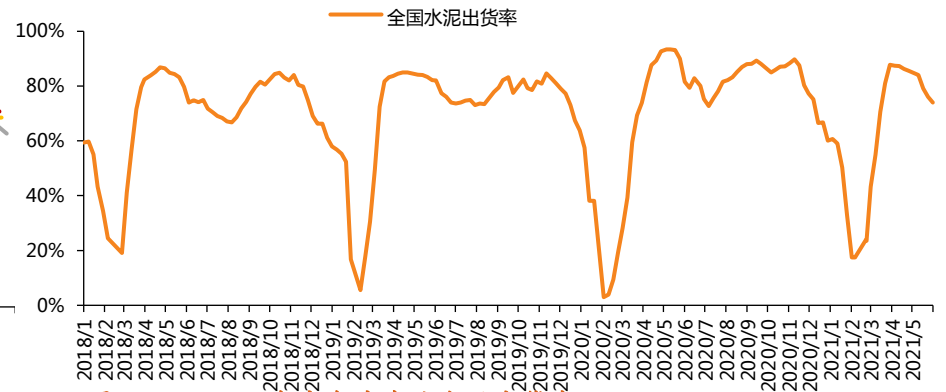
上周全国水泥出货率74%，周环比下降2.1pct，年同比低8pct，国内水泥市场进入淡季，受雨季、钢材价格上涨、中高考等因素影响，需求持续减弱，其中西北地区降幅较大。

- **华北地区水泥出货率76%，周环比降低3pct，年同比高1pct**，京津冀发货率82%，周环比低5pct，年同比保持不变；山西地区出货率65%，内蒙古70%。**东北地区水泥出货率68%，周环比降低1.7pct，年同比+15pct**，辽宁地区受南下发货量降低影响，出货率同比下降10pct，降至7成，吉林长春发货率在8成，黑龙江哈尔滨地区需求有所提升，发货率同比提高5pct，升至6成。

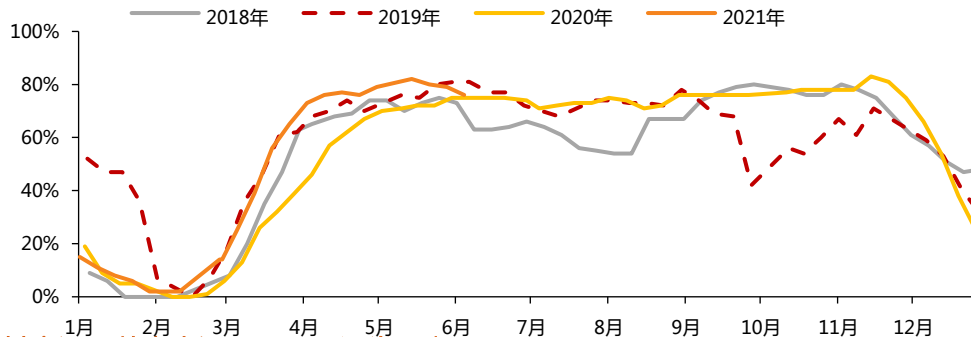
图：2018-2021年分年度全国水泥出货率



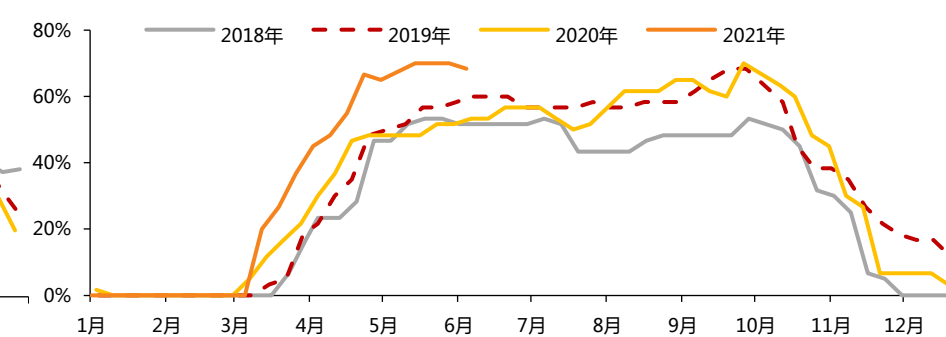
图：2018-2021年全国水泥出货率走势图



图：2018-2021年分年度华北水泥出货率



图：2018-2021年分年度东北水泥出货率



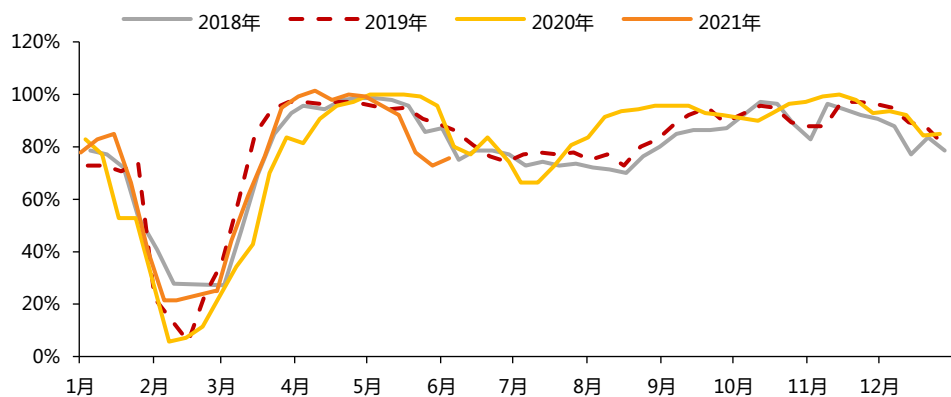
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

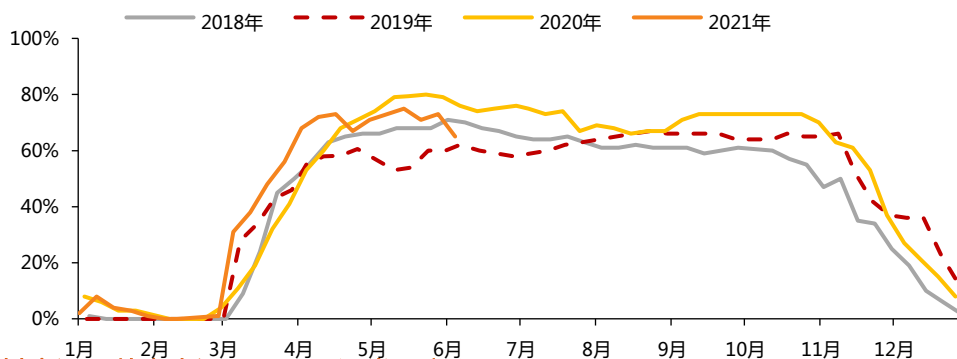
水泥出货率：进入淡季需求持续减弱，西北地区跌幅较大

➤ **华东地区水泥出货率76%，周环比提高2.9pct，年同比低4pct**，华东地区需求仍旧偏弱，部分地区由于降价和天气好转，出货率有所恢复，上海、江苏、浙江地区环比提高5pct，山东地区环比提高10pct。**中南地区出货率74%，周环比保持不变，年同比低1pct**，河南出货环比下滑15pct，广东珠三角地区下游需求相对稳定，除疫情风险地区管控严格外，其他地区并未受到影响，企业整体出货仍能保持9成或产销平衡，广西、湖北、湖南整体维持再6-7成左右，环比较稳定。**西南地区出货率71%，周环比降低2.5pct，年同比低23pct**，重庆、四川地区出货率稳定在8成左右，贵州地区环比下滑15pct；**西北地区出货率65%，周环比降低8pct，年同比-11pct**，陕西西安出货率环比降低25pct，甘肃、宁夏地区环比降低5pct。

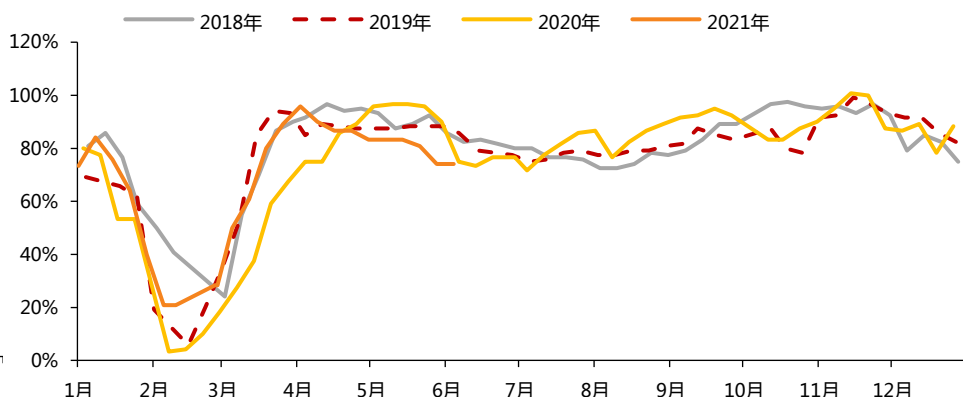
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



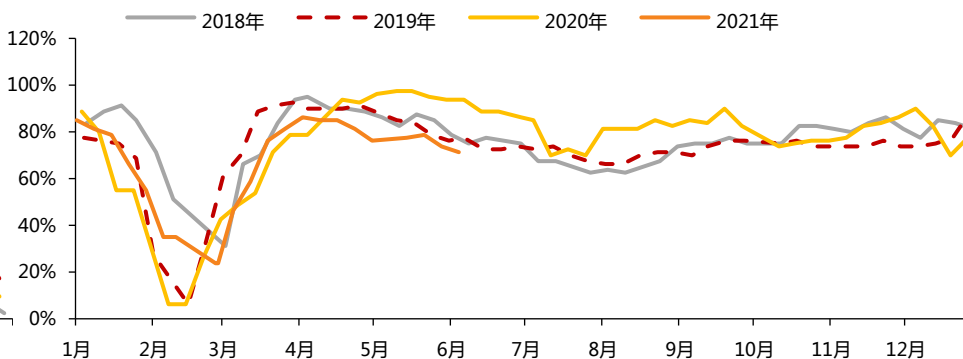
图：2018-2021年分年度西北水泥出货率



图：2018-2021年分年度中南水泥出货率



图：2018-2021年分年度西南水泥出货率



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

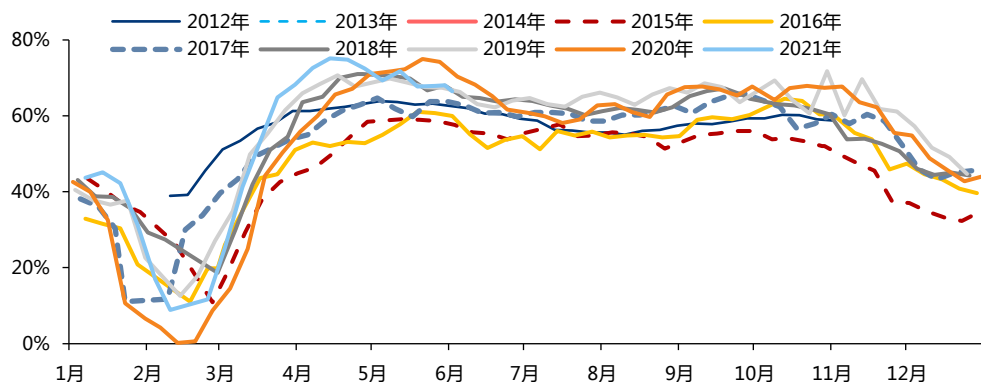
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

磨机开工率：水泥需求进入淡季，各地开工率明显下降

上周全国水泥磨机开工率66%，周环比降低2pct，年同比-4pct，全国多数区域水泥磨机开工都在下降，需求进入淡季后，水泥产量受到影响，磨机开工下降趋势仍将维持。

- ▶ 华北地区水泥磨机开工率54%，周环比下降3pct，年同比降低7pct，华北地区需求减弱，北京地区开工率环比降低15pct，河北石家庄、邯郸地区环比降低5pct，山西运城环比减低5pct。东北地区水泥磨机开工率60%，周环比持平，年同比+3pct。辽宁地区开工率7成，吉林地区开工率6成，黑龙江地区开工率7成。

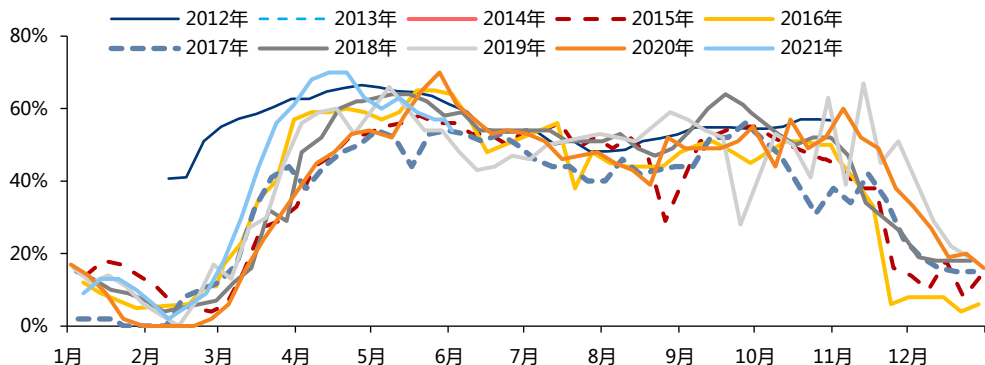
图：分年度全国水泥磨机开工率



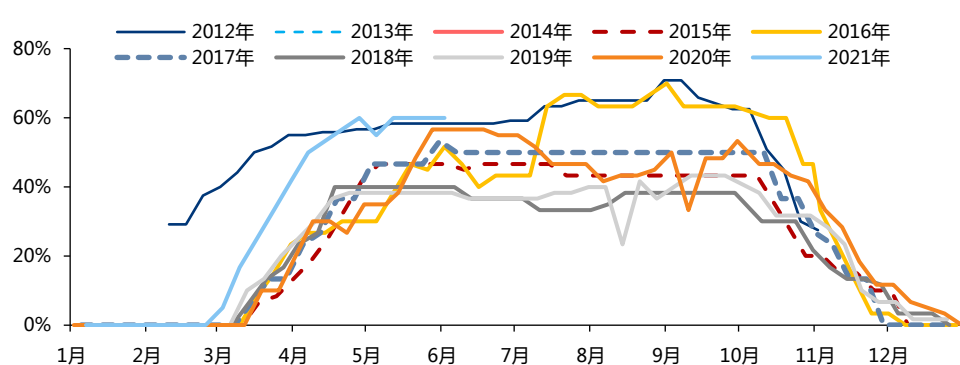
图：全国磨机开工率走势图



图：分年度华北水泥磨机开工率



图：分年度东北水泥磨机开工率



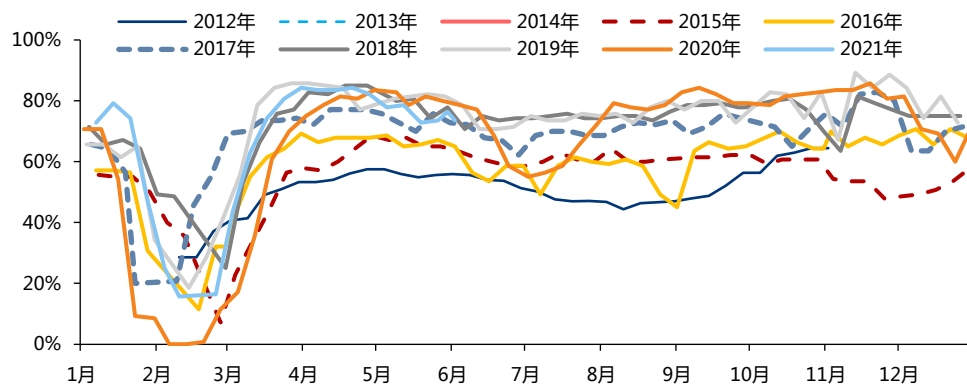
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

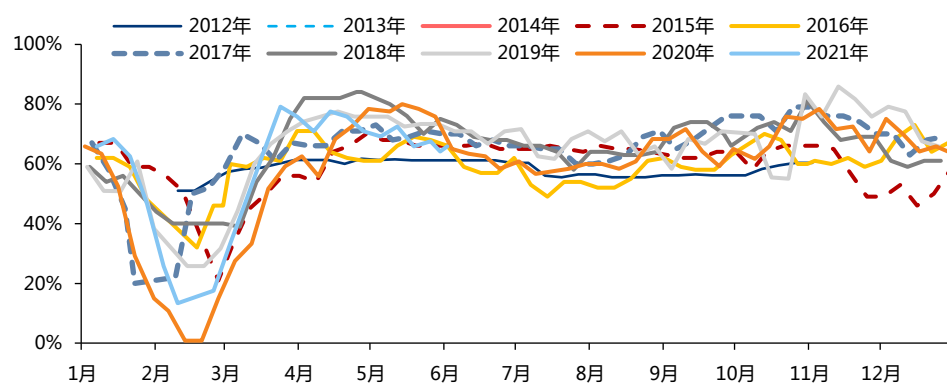
磨机开工率：水泥需求进入淡季，各地开工率明显下降

- 华东地区水泥磨机开工率74%，周环比低3pct，年同比低5pct，上海、江苏、浙江地区开工率环比降低5pct；中南地区水泥磨机开工率68%，周环比提高2pct，年同比高1pct，湖南长沙开工率环比提高10pct，达到6成，广东地区6成，广西地区7成；西南地区开工率76%，周环比降低1pct，年同比降低7pct，贵州地区开工率环比降低5pct；西北地区开工率64%，周环比下降4pct，年同比低6pct，西北地区开工率受中高考影响较大，陕西地区环比降低10pct，甘肃兰州地区环比降低5pct。

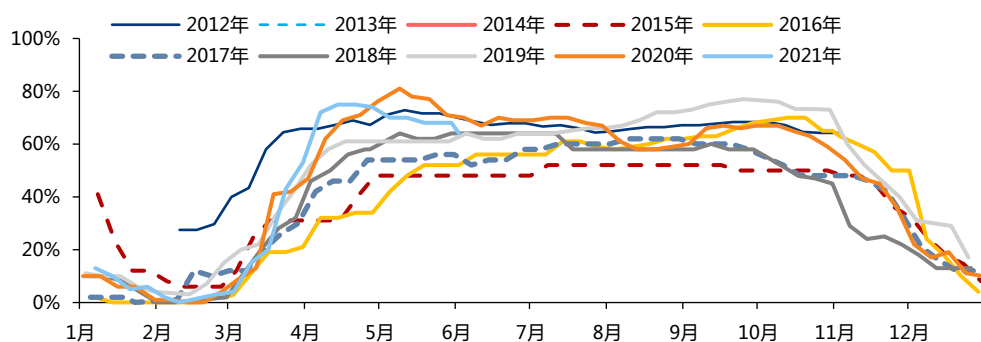
图：分年度华东水泥磨机开工率



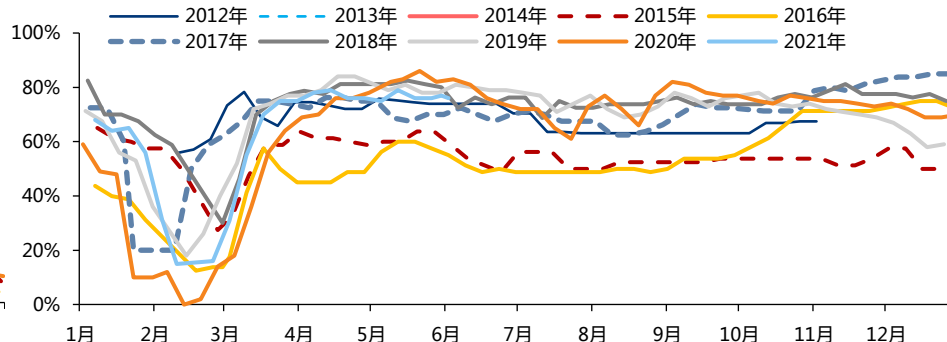
图：分年度中南水泥磨机开工率



图：分年度西北水泥磨机开工率



图：分年度西南水泥磨机开工率



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

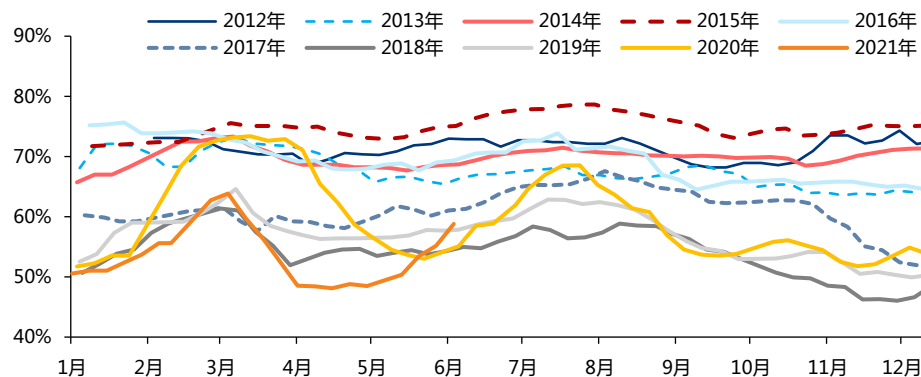
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

库存：进入淡季需求减弱，库存持续上升，东北、西北地区上涨明显

上周全国水泥库存59%，周环比上升3.6pct，年同比高4pct，较19年高1.7pct，库存上升明显。

- **华北地区水泥库存50%，环比降低4pct，年同比下降7pct**，京津唐地区库存保持低位运行，目前河北省内环保管控较严，不同地级市水泥企业生产均有受到一定影响，淡季库存上升压力不大，预计此次环保管控将持续到6月底。内蒙古呼和浩特地区需求有所恢复，库存率环比降低20pct，从7成降至5成。**东北地区水泥库存52%，周环比提高8.3pct，年同比下降17pct**，辽宁地区库存环比提高10pct，吉林、黑龙江地区环比提高5-10pct。

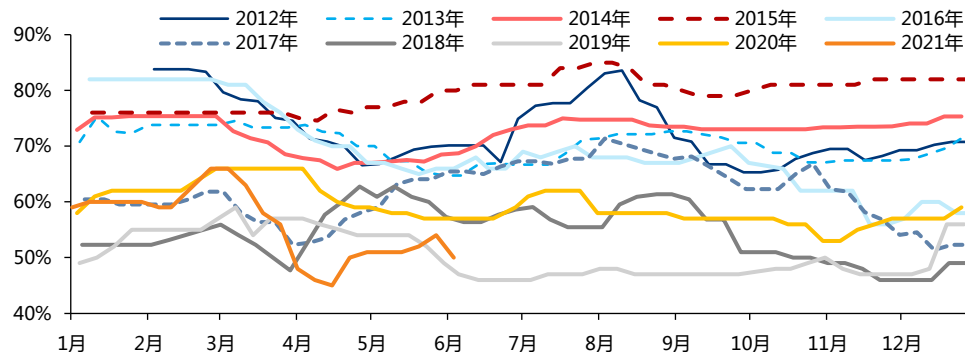
图：分年度全国水泥库存



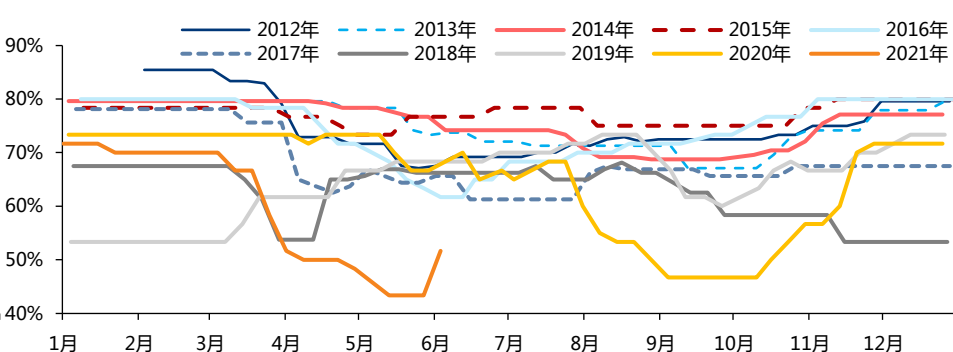
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存



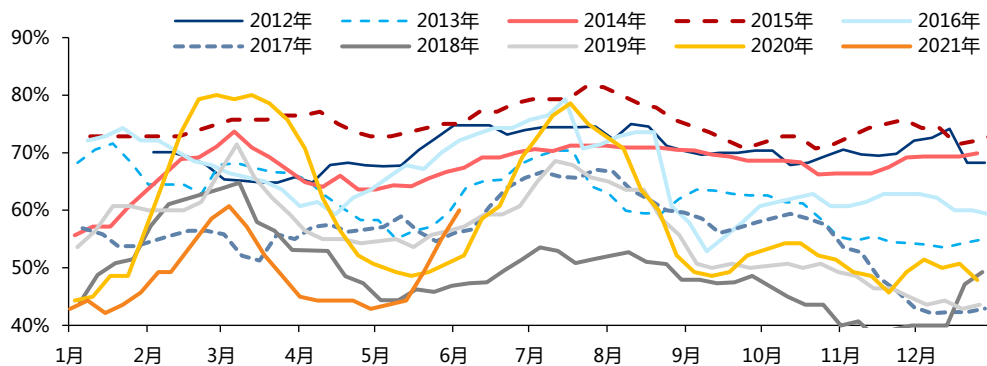
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

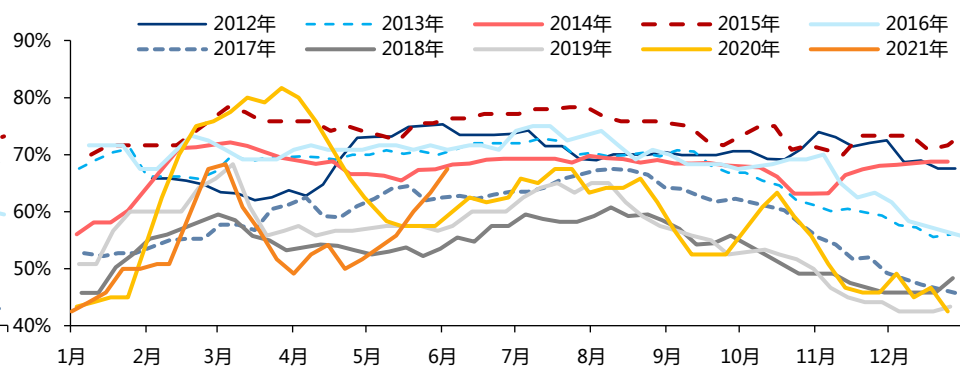
库存：进入淡季需求减弱，库存持续上升，东北、西北地区上涨明显

- **华东地区水泥库存60%，周环比提高5pct，年同比提高8pct**，华东仍受降雨影响，各地区均有5-10pct左右的涨幅；**中南地区水泥库存68%，周环比上升4.2pct，年同比高8pct**，广东、广西、湖南地区库存环比上涨5pct；**西北地区水泥库存57%，周环比上升11pct，年同比上升10pct**，陕西西安环比提高15pct，甘肃兰州环比提高10pct，青海西宁环比提高20pct，青海地区6月5日后有错峰停产计划，库存有望缓解；**西南地区水泥库存53%，周环比下降2.5pct，年同比上升1pct**，西南部分地区需求有所好转，雨季的库存压力得到释放，重庆、成都地区库存环比降低5pct。

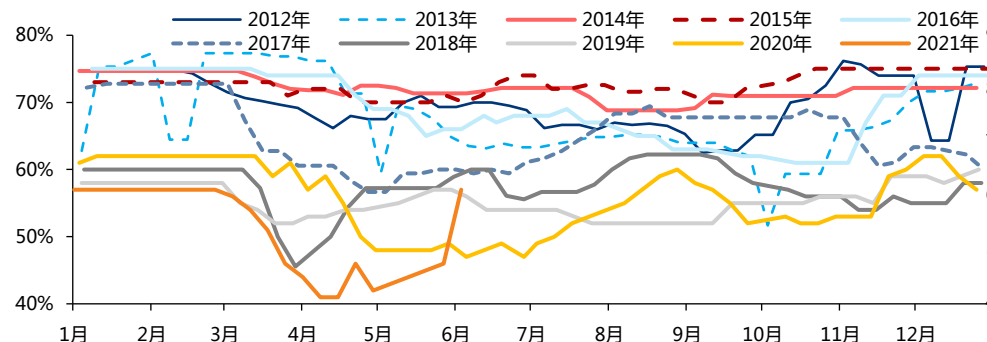
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



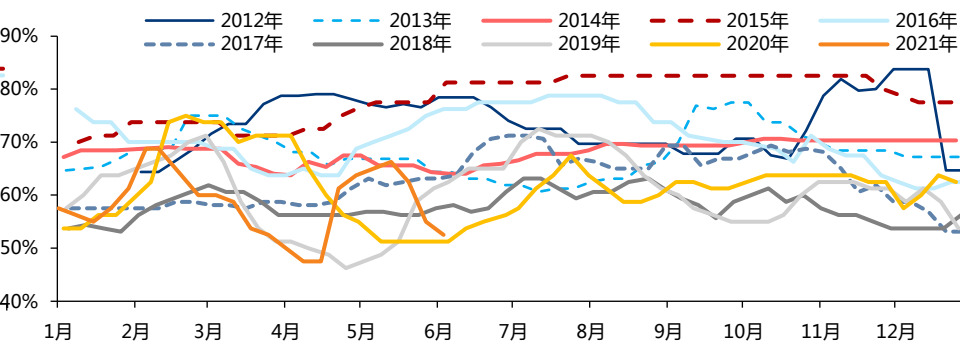
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



图：2015-2021年分年度西北水泥库存



图：2015-2021年分年度西南水泥库存



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

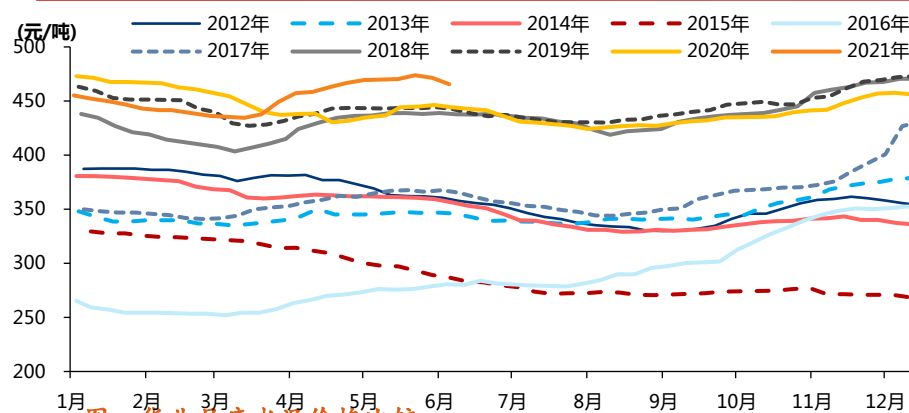
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

价格：全国价格大幅回落，南方价格持续走弱，北方后续以稳为主

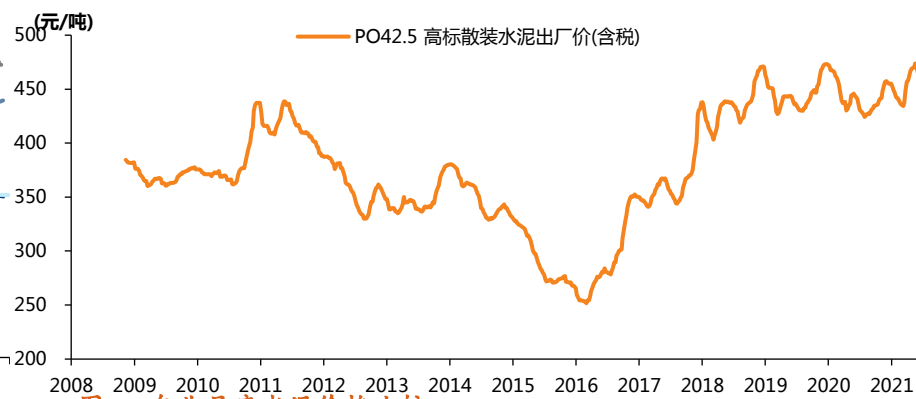
上周全国水泥价格465元，周环比下跌5.8元/吨，年同比高21.5元/吨，全国价格大幅下降，环比跌幅1.3pct，水泥市场进入淡季，季节性回落趋势明显，南方价格持续走弱，北方地区陆续开始错峰生产，价格以稳为主。

➢ **华北地区水泥均价440元/吨，周环比提高2元，年同比高13元/吨**，华北地区价格保持平稳，河北石家庄地区继续推涨20-30元/吨，河北全省计划6月11日开始停窑20天，有望稳定价格，山西运城地区需求疲软，价格回落10-20元/吨，山西地区计划6月21日至7月10日错峰停产；**东北地区水泥均价437元/吨，周环比基本不变，年同比高130元**。东北地区价格大体平稳，各地区价格推涨仍在落实中，企业有计划在6月错峰生产15天以支撑价格上涨。

图：全国月度水泥价格比较

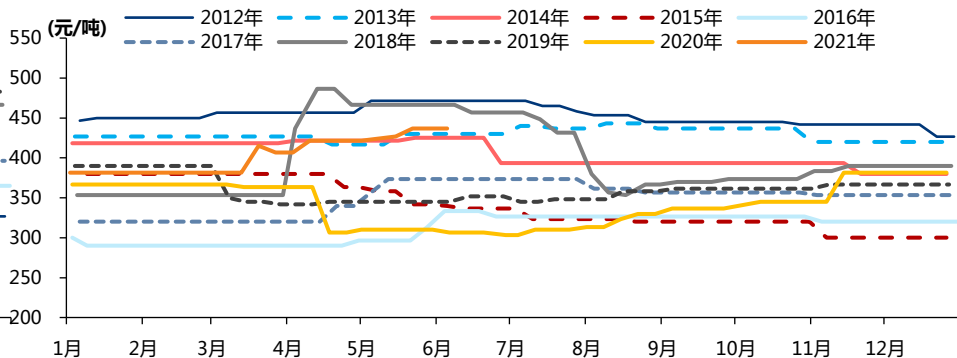
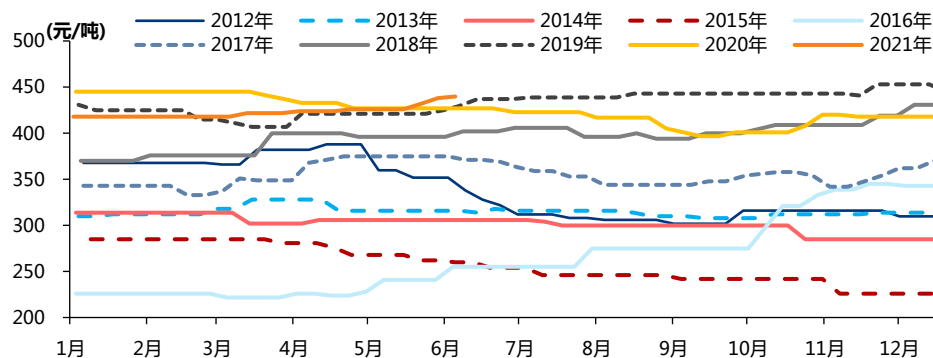


图：全国水泥价格走势



图：华北月度水泥价格比较

图：东北月度水泥价格比较

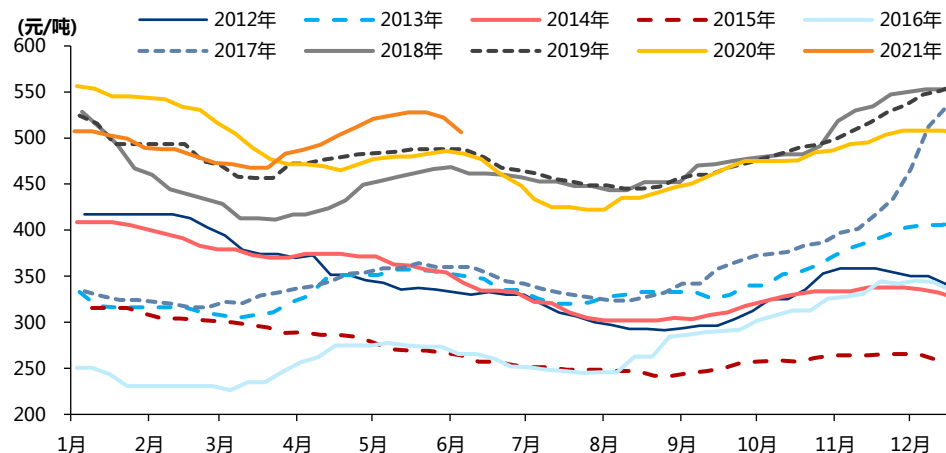


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

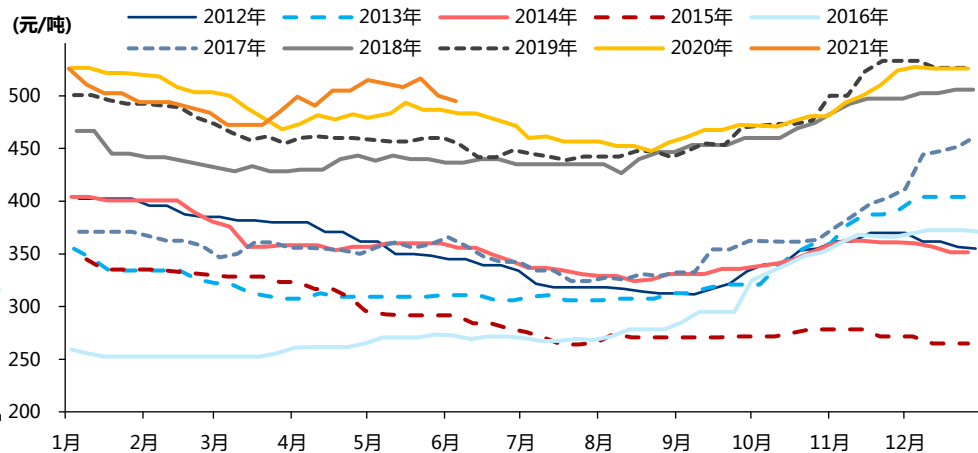
价格：全国价格大幅回落，南方价格持续走弱，北方后续以稳为主

- **华东地区水泥均价506元/吨，周环比下跌15.7元/吨，年同比高23.6元/吨**，受降雨和施工成本提高影响，华东水泥价格继续下调，江苏南京价格下调30元/吨，淮安、扬州和泰州地区部分企业暗降10-20元/吨；上海地区水泥价格下调30元/吨；安徽芜湖、铜陵地区水泥价格下调15-20元/吨，皖北蚌埠和亳州地区水泥价格下调20-30元/吨；长三角沿江地区水泥熟料价格回落40元/吨，沿江装船离岸价格400元/吨；江西赣东北地区水泥价格下调20-30元/吨；福建福州、三明、宁德及厦漳泉等地水泥价格继续回落，幅度10-20元/吨。
- **中南地区水泥均价495元/吨，周环比下降5元/吨，年同比高11.7元/吨**，中南地区价格继续回落，广东地区大企业下调水泥价格10元/吨；广西南宁和崇左地区水泥企业第二轮下调价格30元/吨；湖南长株潭地区水泥价格回落20元/吨，常德地区水泥价格大幅下调50-60元/吨；湖北武汉以及鄂东地区水泥价格将于6月5日开启第二轮下调，幅度15元/吨，累计下调35元/吨，恩施地区水泥价格小幅下调20元/吨，企业计划近期开始执行第二季度错峰停窑，时长7-10天；河南地区水泥价格再次大幅度推涨50元/吨，河南省自6月1日起执行自律停窑，黄河以南企业停窑限产20天，黄河以北企业停窑限产10天，企业借机推涨价格。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较

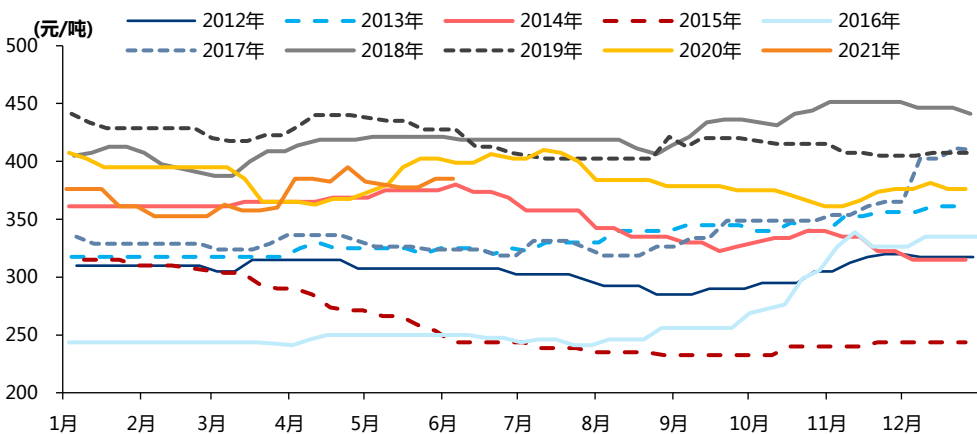


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

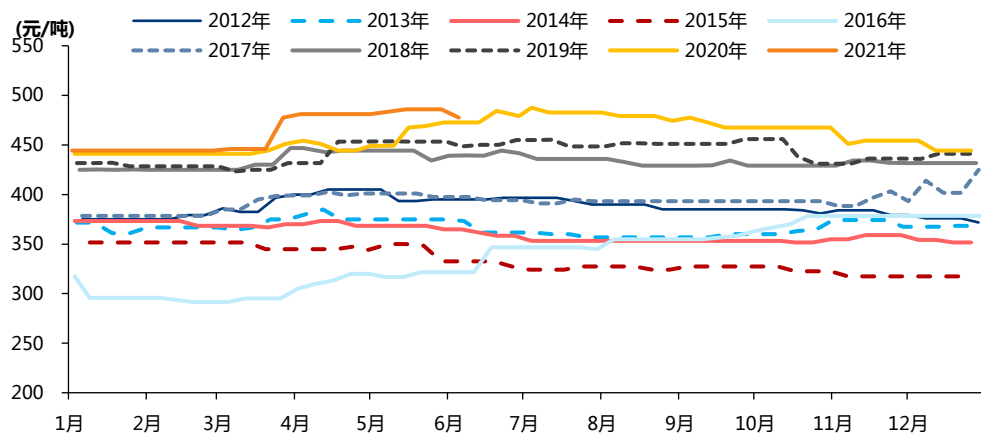
价格：全国价格大幅回落，南方价格持续走弱，北方后续以稳为主

- **西南地区水泥均价385元/吨，周环比保持不变，年同比低13.8元/吨**，西南价格大稳小动，四川地区价格稳定，6月份每条生产线错峰停窑10天，预计后期水泥价格将以稳为主；重庆地区二季度错峰停产25天，大企业执行情况较好，个别小企业暂未执行；云南地区限电影响生产，限电预计结束时间6月10日-20日，昆明、曲靖、文山、保山、丽江等地区水泥价格大幅上调30-50元/吨；贵州地区价格稳定，前期区域内企业上调20-30元/吨，大企业已执行到位，部分小企业仍在落实中。
- **西北地区水泥均价478元/吨，周环比低8.3元/吨，年同比上涨5元/吨**。西北地区价格出现回落，甘肃兰州地区水泥价格下调10-20元/吨；陕西关中地区水泥价格下调30元/吨，榆林地区水泥价格上调30-50元/吨；青海西宁地区水泥价格保持平稳，青海地区6月5日开始执行错峰停窑，共计15天。

图：西南月度水泥价格比较



图：西北月度水泥价格比较



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

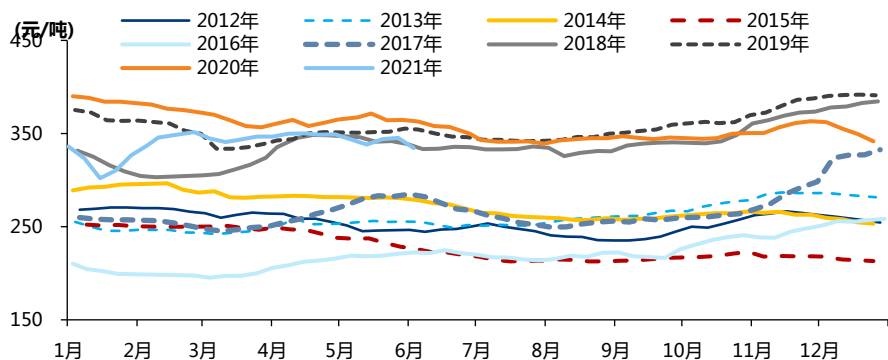
水煤价差：国内动力煤市场整体高位运行，水泥企业盈利环比走低

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差334元/吨，周环比-11元/吨，年同比低28元/吨。国内动力煤市场整体高位运行，产地方面，进入6月随煤管票政策放松，鄂尔多斯地区煤炭产量上升；榆林地区煤矿多继续按核定产能生产，相关部门要求加快优质产能的核增和新建煤矿报批的进度，增大市场供应。此外，目前下游用户拉运积极性提升，部分煤矿排队车辆明显增加，但因政策调控压力较大，多数煤矿坑口价格趋稳运行，局部地区有窄幅上涨。港口方面，进入6月后秦港库存回升至500万吨以上，截至6月3日秦皇岛港煤炭库存517万吨，较上周同期增加33万吨，增幅为6.82%。近期沿海地区部分电厂因补库需求释放对高价抵触情绪有所减弱，港口贸易商看涨情绪较浓郁，报价出现上行；上周四因政策调控风险较大，且港口部分煤炭出现自燃现象，贸易商挺价情绪弱化，报价高位趋稳。

图：秦皇岛港：动力末煤(Q5500)平仓价



图：分年度全国水泥煤炭价格差



图：2015-2021年全国水泥煤炭价格差走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

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

THANKS