

# 水泥制造

## 7月需求或有恢复，水泥价格有望企稳

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：**上周中信水泥指数下滑3%，6月份累计下滑11.26%，1-5月规模以上水泥工业营业收入同比增长16.2%，利润总额同比下降2.0%，反映水泥企业盈利压力进一步加大。我们认为水泥行业下半年走势或有好转，一方面因钢价过高造成的需求积压有望在下半年迎来释放，水泥价格反弹仍可期，另一方面煤价高价对企业盈利造成的冲击或将逐步放缓，同时因去年下半年基数较低，企业业绩同比存超预期的可能，关注Q3淡季价格波动及成本端边际变化。目前水泥企业估值已达近几年新低，我们认为碳中和及碳达峰目标下，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，同时区域协同性有望增强，行业格局或迎来进一步改善，估值存修复的机会。
- **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440元/吨，周环比下降2.7元/吨，年同比高9.4元/吨，价格回落区域仍集中在华东、中南和西南地区，幅度10-30元/吨。6月底7月初，受降雨以及建党百年庆典影响，下游工程施工受限，水泥需求环比再次阶段性减弱，不同地区企业出货量回落10%-50%不等，水泥价格延续跌势为主，进入7月份后，不利影响因素或逐渐消退，下游水泥需求将会有所恢复，大部分地区水泥价格也将会趋于稳定。
- **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）。

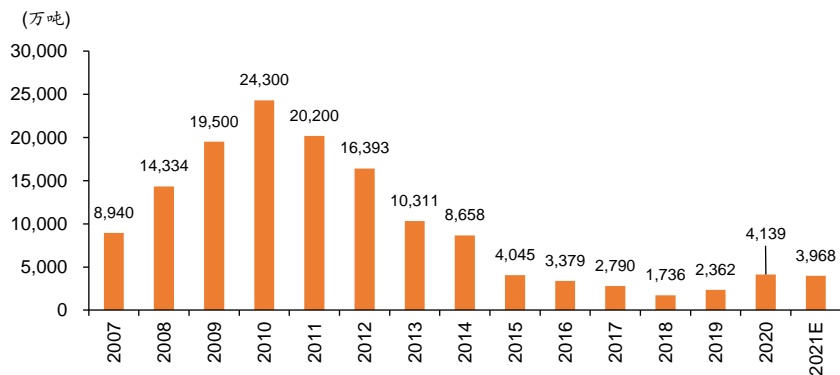
**风险提示：水泥需求大幅下滑、淡季价格下滑超预期、骨料行业竞争加剧。**

# 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

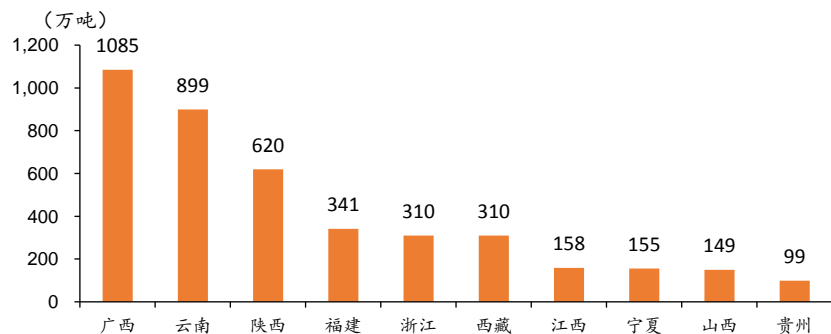
根据卓创资讯，我们计算2021年水泥行业拟点火熟料产能达3968万吨，产能净增加量较20年基本持平。

- 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%。

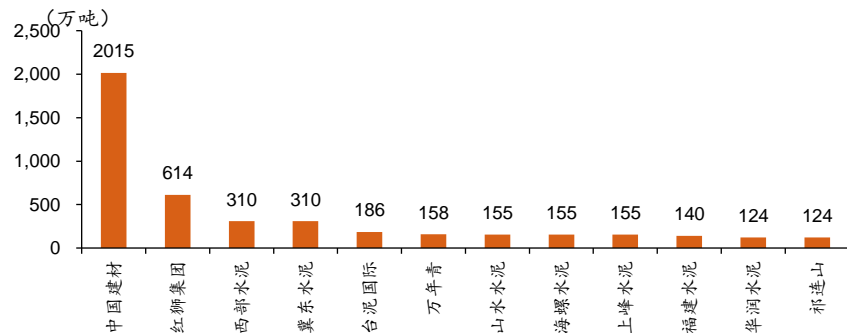
图：2007-2021年全国新点火熟料产能



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

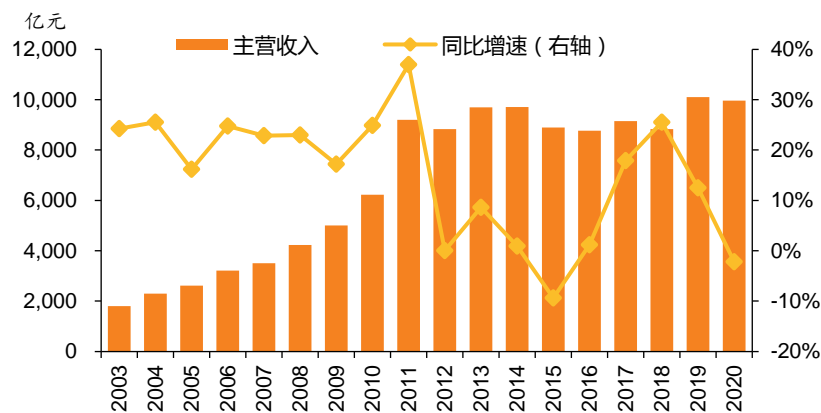
	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2010年12月	15.5%	20.0%	15.3%	6.8%	13.9%	35.3%	25.2%
2011年12月	16.1%	19.6%	17.4%	10.7%	15.4%	23.2%	23.6%
2012年12月	7.4%	-0.8%	-6.1%	6.3%	10.5%	11.0%	21.4%
2013年12月	9.6%	1.9%	3.0%	9.4%	10.4%	12.8%	17.3%
2014年12月	1.8%	-10.0%	-3.8%	1.4%	4.8%	7.8%	1.3%
2015年12月	-4.9%	-14.6%	-15.8%	-5.6%	-1.7%	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

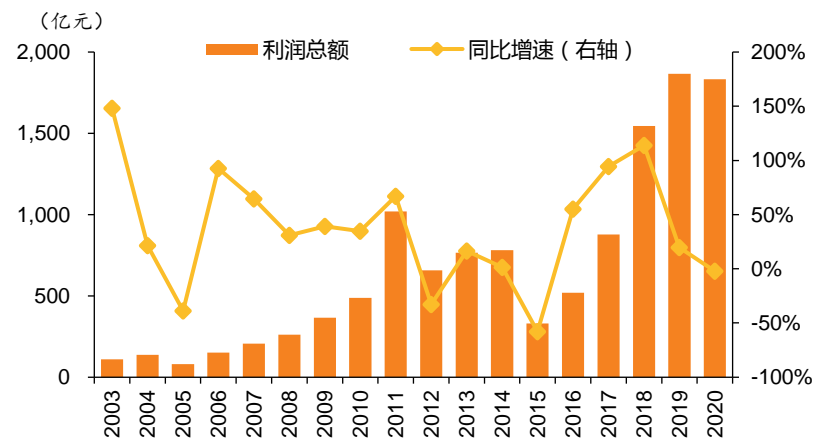
- 2020年水泥行业规模以上企业实现总收入9960亿元，同比下滑2.2%，在新冠疫情及超长梅雨天气双重影响下，前三季度水泥价格总体仍保持相对合理水平，但Q4旺季企业停产情况不及19年，同时区域流动性增加填补了供给缺口，使得水泥价格弹性下降，但整个行业效益依旧保持稳定，全年利润总额1833亿元，同比下滑2.1%。1-5月规模以上水泥工业营业收入同比增长16.2%，利润总额同比下降2.0%，反映水泥企业盈利压力进一步加大，下半年可能有所缓和。
- 未来行业关注点将聚焦于碳中和及碳达峰目标下行业供需两端的改变，我们认为需求端增长空间已有限，甚至长期将会收缩，而供给端高能耗小企业预计加快出清，大企业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，有利于维持水泥行业盈利。

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.SH	海螺水泥	2,137	41.64	298.1	335.9	351.3	371.4	390.2	5.63	6.34	6.63	7.01	7.36	7.17	6.36	6.08	5.75	5.48	1.90	1.55	1.36	1.15	0.99	4.2%	5.0%	5.3%
000401.SZ	冀东水泥	175	12.53	14.8	27.0	28.5	33.7	36.7	1.05	1.91	2.02	2.38	2.60	11.82	6.49	6.15	5.21	4.77	0.60	0.61	0.55	0.48	0.38	3.2%	4.0%	4.0%
000672.SZ	上峰水泥	140	17.82	14.7	23.3	20.3	25.0	29.2	1.81	2.87	2.49	3.13	3.57	9.54	6.02	6.93	5.61	4.81	4.07	2.51	2.02	1.56	1.23	2.3%	5.2%	4.9%
000789.SZ	万年青	92	11.74	11.4	13.7	14.8	18.0	19.6	1.43	1.72	1.86	2.26	2.45	8.12	6.74	6.24	5.12	4.72	1.54	1.24	0.97	0.74	0.59	6.9%	6.0%	6.0%
000877.SZ	天山股份	142	13.90	12.4	16.4	15.2	19.4	22.9	1.18	1.56	1.45	1.85	2.15	11.42	8.66	9.34	7.31	6.20	1.74	1.51	1.37	1.20	1.04	2.8%	3.8%	3.6%
002233.SZ	塔牌集团	122	10.41	17.2	17.3	17.8	20.3	23.3	1.45	1.45	1.49	1.71	1.96	7.10	7.06	6.86	6.02	5.25	1.38	1.27	1.19	1.07	0.95	8.3%	8.3%	7.3%
600449.SH	宁夏建材	53	11.40	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	12.48	6.95	5.54	4.72	4.01	1.05	0.92	0.82	0.71	0.62	2.7%	4.6%	6.0%
600720.SH	祁连山	82	10.85	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	12.48	6.62	5.69	4.56	4.13	1.33	1.13	0.98	0.85	0.73	2.8%	5.5%	6.5%
600801.SH	华新水泥	368	18.07	51.8	63.4	56.3	69.5	78.6	3.46	3.02	2.69	3.32	3.75	7.10	5.80	6.53	5.29	4.68	2.27	1.78	1.61	1.27	1.06	6.6%	6.9%	6.2%

注：表中市值数据截至2021年7月2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（0702）

- 水泥出货率：环比降低8.5pct，华北地区降幅较大
- 磨机开工率：周环比降低9pct，各地停产限产导致开工率大幅降低
- 库存：全国环比提高1.7pct，各地停产缓解库存压力
- 价格：环比继续回落，华东、西南地区领跌
- 水煤价差：国内动力煤市场整体高位运行，水泥企业盈利环比继续走低

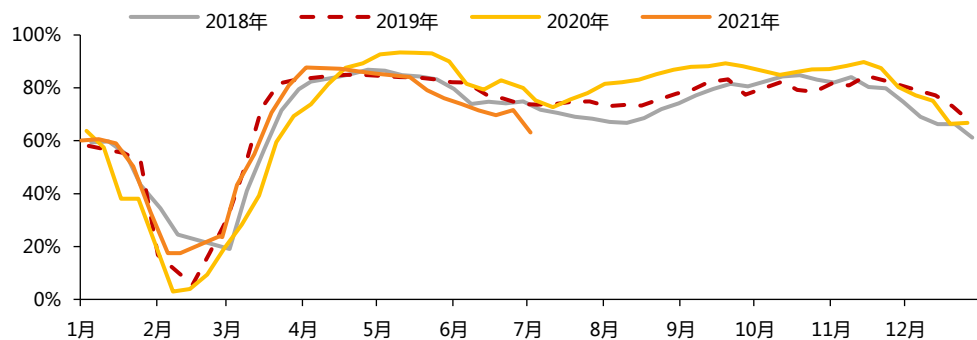


# 水泥出货率：环比降低8.5pct，华北地区降幅较大

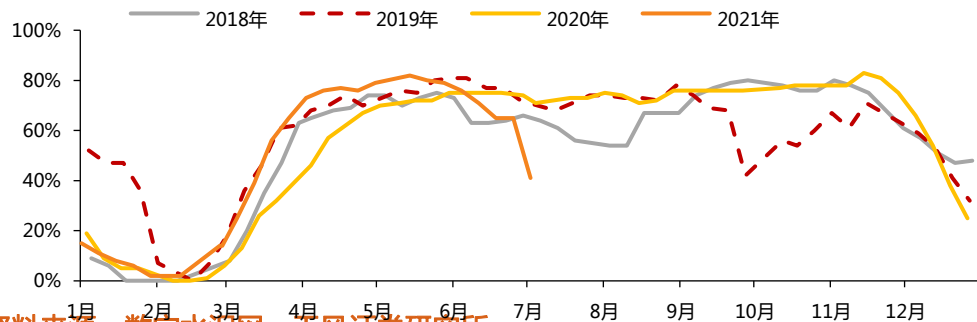
上周全国水泥出货率63%，周环比下降8.5pct，年同比低12pct，受降雨以及建党百年庆典影响，水泥需求遭遇阶段性削弱，不同地区出货量回落10-50pct不等。

华北地区水泥出货率41%，周环比降低24pct，年同比低30pct，京津冀地区受建党百年庆典影响较大，各地工厂纷纷停工，发货率35%，周环比降低33pct，年同比低40pct；山西地区发货率环比降低20pct，内蒙古地区保持在6成。东北地区水泥出货率62%，周环比降低5pct，年同比+5pct，辽宁地区阴雨增加，出货率环比下降10pct，至5成，吉林地区8成，黑龙江地区发货率6成。

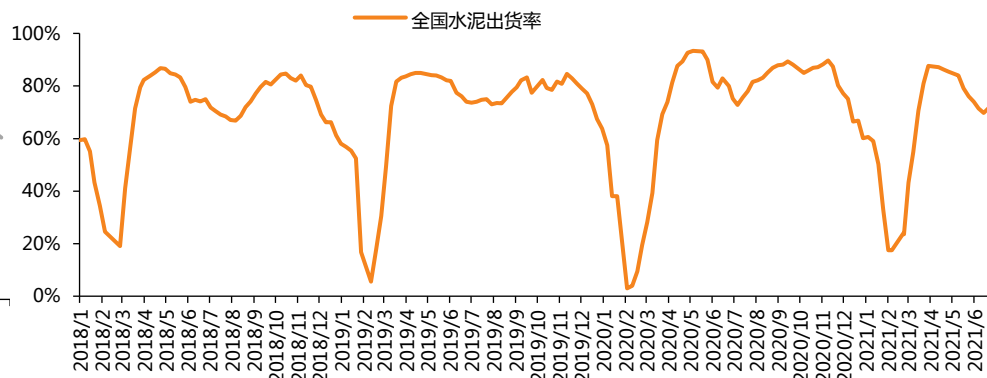
图：2018-2021年分年度全国水泥出货率



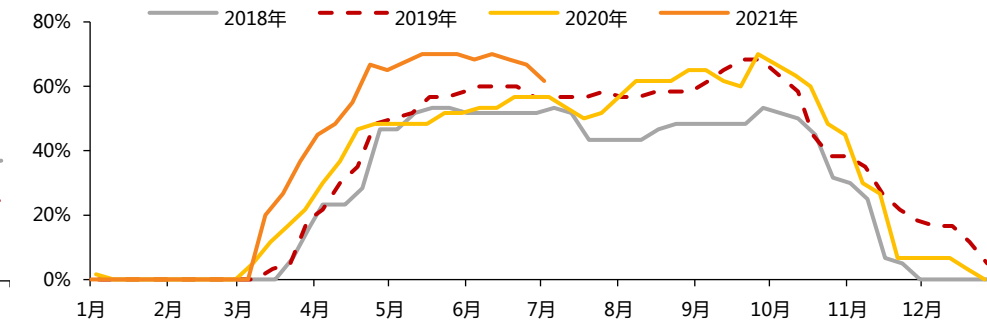
图：2018-2021年分年度华北水泥出货率



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

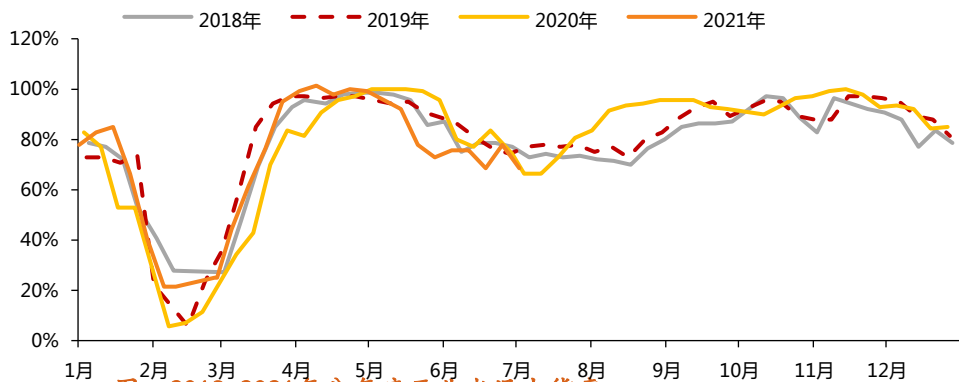
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



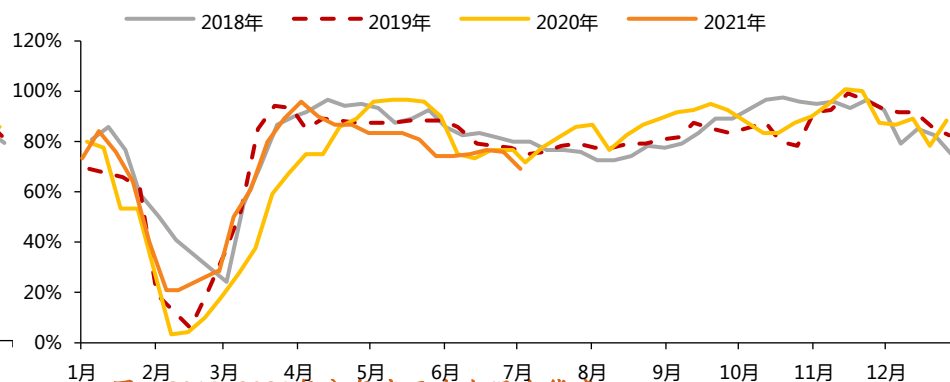
# 水泥出货率：环比降低8.5pct，华北地区降幅较大

- **华东地区水泥出货率69%，周环比降低9.3pct，年同比高2pct**，华东地区受到百年庆典和外部价格冲击影响，需求大幅减少，上海地区环比降低20pct，浙江地区环比降低15pct，福建地区环比降低5pct，山东地区环比降低20pct，江西地区环比降低10pct。**中南地区出货率69%，周环比降低6.7pct，年同比低3pct**，湖南地区环比降低5pct，广西地区环比降低10pct，河南地区环比降低20pct。**西南地区出货率58%，周环比降低7.5pct，年同比低28pct**，四川地区环比降低5pct，重庆地区环比降低20pct，贵州地区降低5pct；**西北地区出货率60%，周环比保持不变，年同比-15pct**，陕西地区出货率5成，甘肃、青海地区7成，宁夏地区在6成。

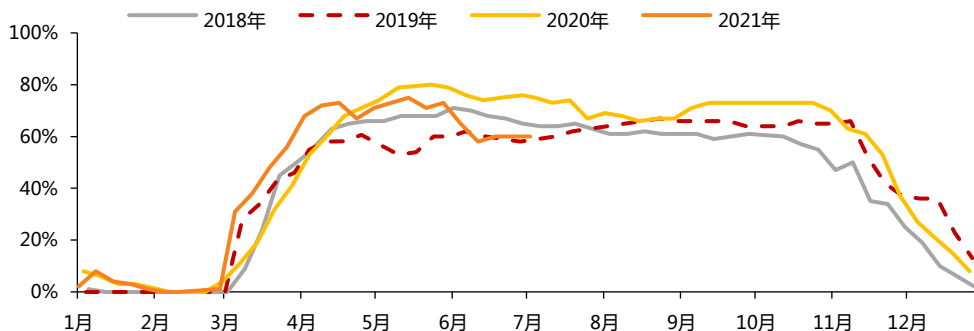
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



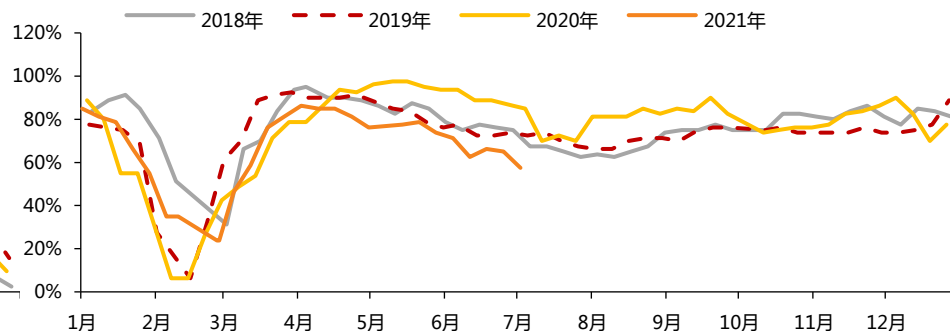
图：2018-2021年分年度中南水泥出货率



图：2018-2021年分年度西北水泥出货率



图：2018-2021年分年度西南水泥出货率



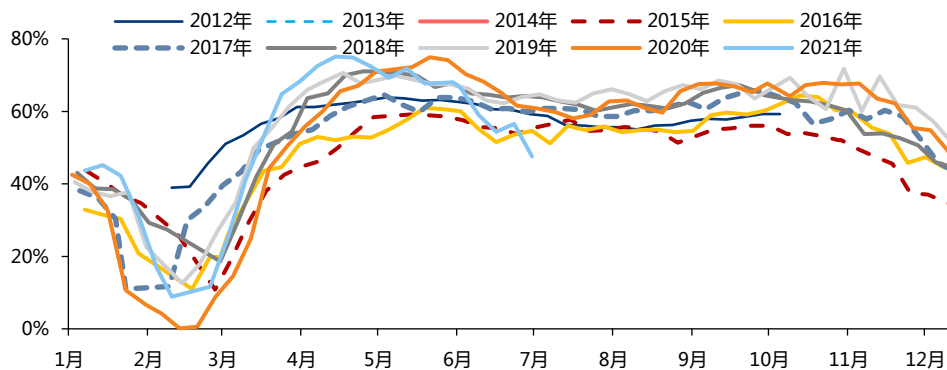
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

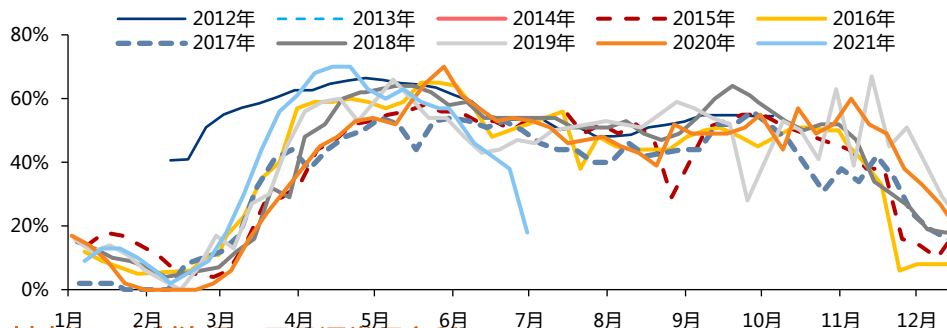
# 磨机开工率：周环比降低9pct，各地停产限产导致开工率大幅降低

上周全国水泥磨机开工率48%，周环比降低9pct，年同比-13pct，由于京津冀鲁豫范围停产限产，开工率下降较多。华北地区水泥磨机开工率18%，周环比下降20pct，年同比降低35pct，北京地区开工率环比降低25pct，河北地区环比降低30pct，天津、山西地区环比下降20pct。东北地区水泥磨机开工率50%，周环比降低3pct，年同比-5pct。辽宁地区开工率环比降低5-15pct，黑龙江地区环比降低5pct，吉林地区开工率保持在5成。

图：分年度全国水泥磨机开工率



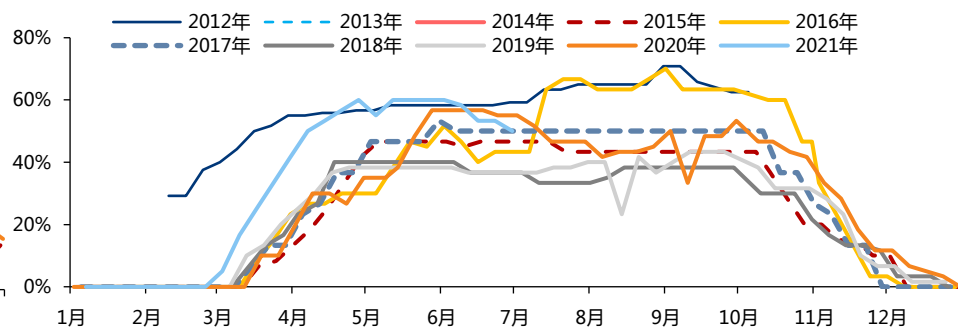
图：分年度华北水泥磨机开工率



图：全国磨机开工率走势图



图：分年度东北水泥磨机开工率



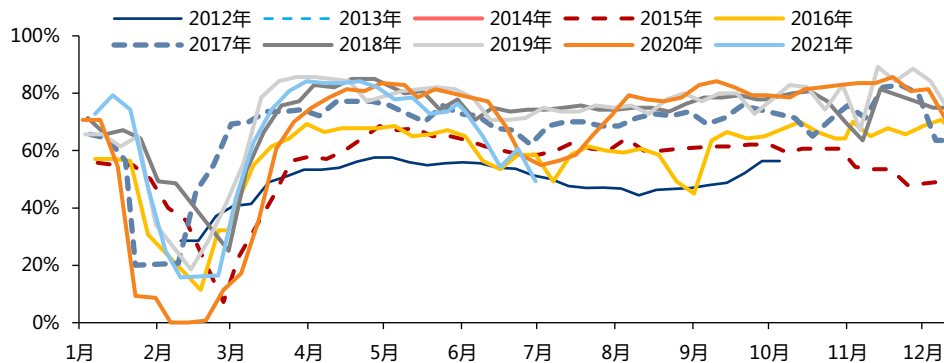
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

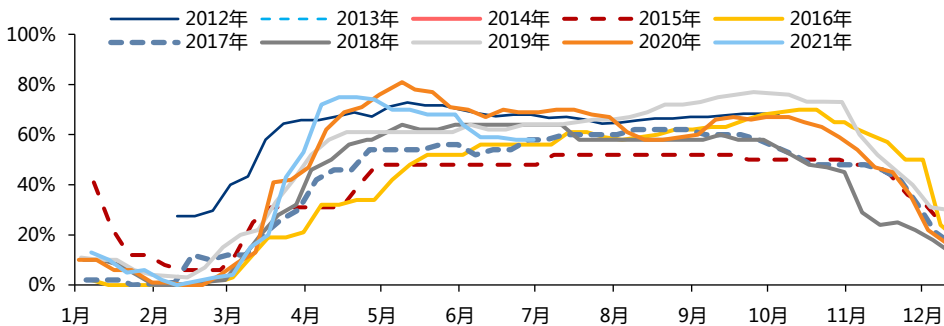
# 磨机开工率：周环比降低9pct，各地停产限产导致开工率大幅降低

- 华东地区水泥磨机开工率49%，周环比低11pct，年同比低6pct，上海、安徽地区环比降低5pct，江苏地区环比降低10-15pct，浙江地区环比降低5-15pct，福建地区环比降低10-20pct，山东地区环比降低45pct；中南地区水泥磨机开工率48%，周环比降低15pct，年同比低13pct，河南地区开工率环比降低40pct，湖北地区环比降低20pct，湖南地区环比降低10pct，广东地区降低5-10pct；西南地区开工率63%，周环比基本不变，年同比降低9pct，四川、重庆地区环比上升5pct，贵州、云南地区维持在6-7成；西北地区开工率58%，周环比保持不变，年同比低11pct，陕西地区开工率5成，甘肃、青海、宁夏地区保持在6成。

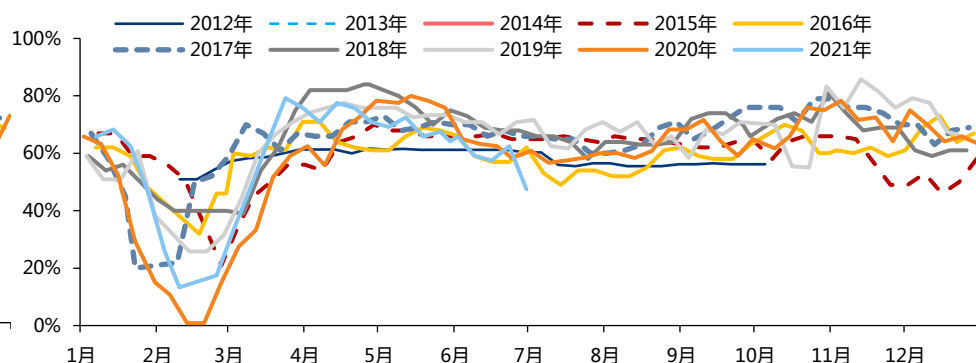
图：分年度华东水泥磨机开工率



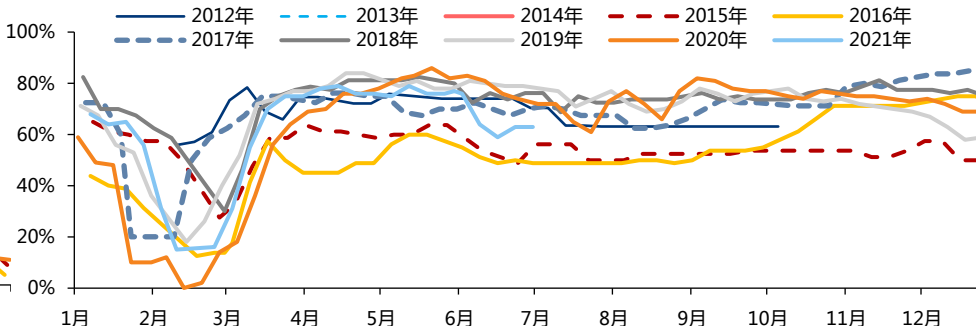
图：分年度西北水泥磨机开工率



图：分年度中南水泥磨机开工率



图：分年度西南水泥磨机开工率



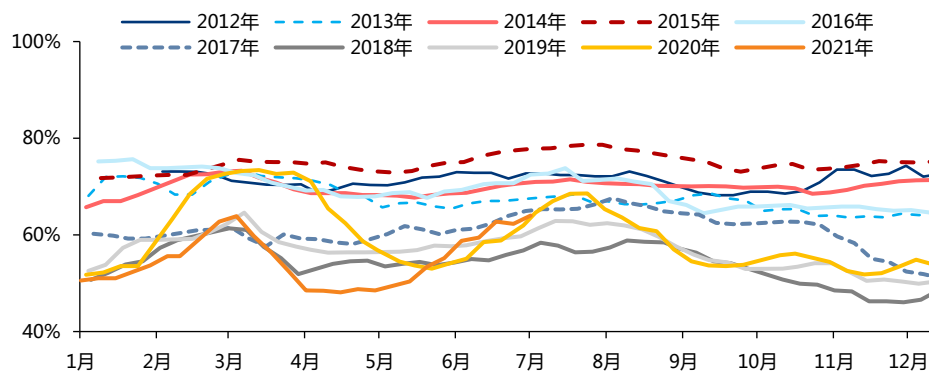
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

# 库存：全国环比提高1.7pct，各地停产缓解库存压力

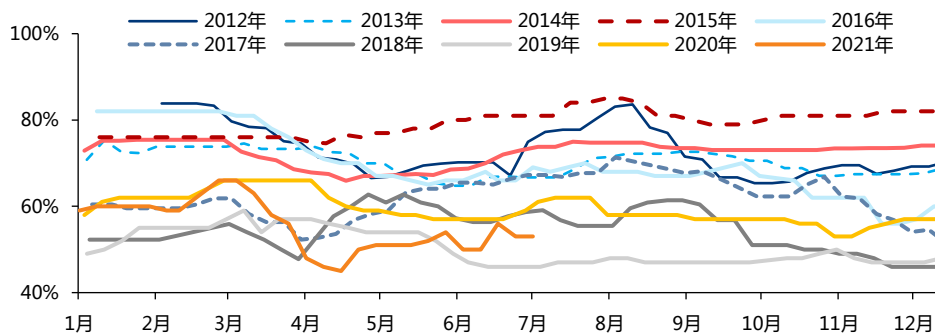
上周全国水泥库存64%，周环比提高1.7pct，年同比降低1pct，较19年同期+3pct。需求不景气导致水泥库存上升，但部分省份停产以及销售力度加大，部分缓解了库存压力。

- 华北地区水泥库存53%，环比保持不变，年同比降低8pct，北京、天津地区库存保持在4成，河北、山西地区库存保持在7成。
- 东北地区水泥库存45%，周环比提高3.3pct，年同比下降20pct，吉林地区环比提高5pct，黑龙江地区环比提高5pct。

图：分年度全国水泥库存



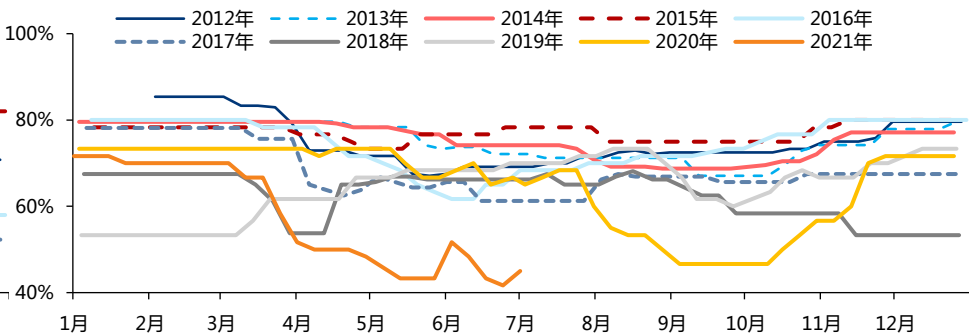
图：分年度华北水泥库存



图：全国水泥库存走势图



图：分年度东北水泥库存



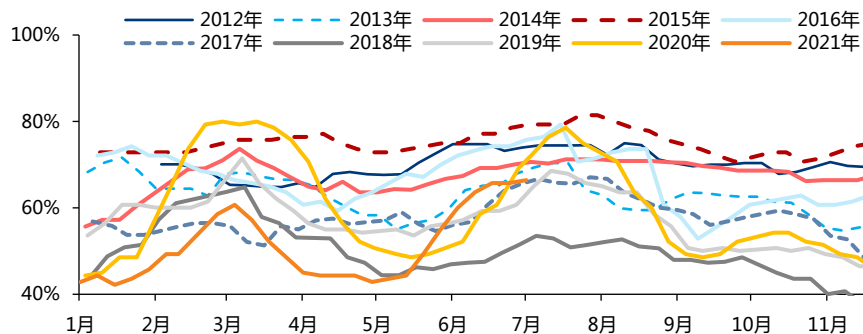
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

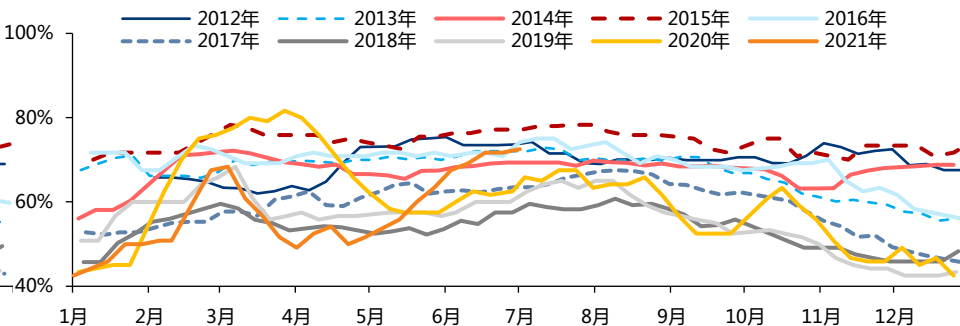
# 库存：全国环比提高1.7pct，各地停产缓解库存压力

- **华东地区水泥库存66%，周环比提高0.7pct，年同比降低6pct**，华东各地区库存基本保持稳定，江浙沪、安徽地区保持在7成，山东地区5成；**中南地区水泥库存73%，周环比提高0.8pct，年同比高7pct**，广东地区环比提高5pct，湖北、湖南地区库存7成，河南地区8成，广西地区7成；**西北地区水泥库存58%，周环比提高2pct，年同比上升9pct**，陕西地区环比提高10pct，至8成，甘肃地区保持在7成，青海、宁夏地区保持在4成；**西南地区水泥库存65%，周环比上升1.3pct，年同比提高8pct**，贵州地区环比上升5pct，云南地区环比上升5pct，四川地区保持在5成，重庆地区保持在7成。

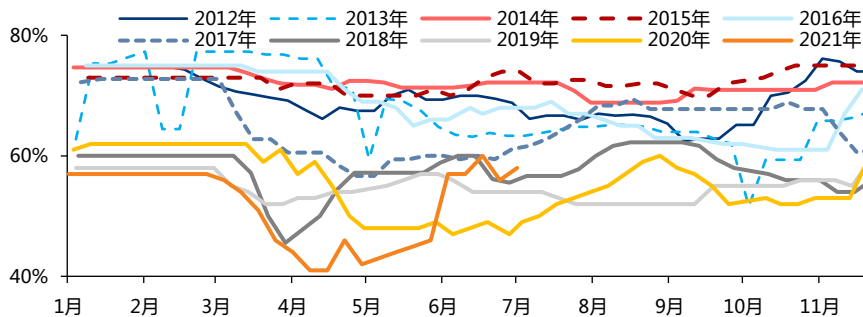
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



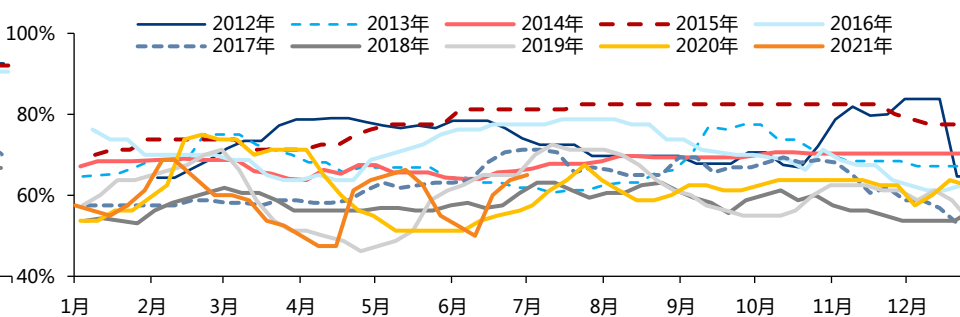
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



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

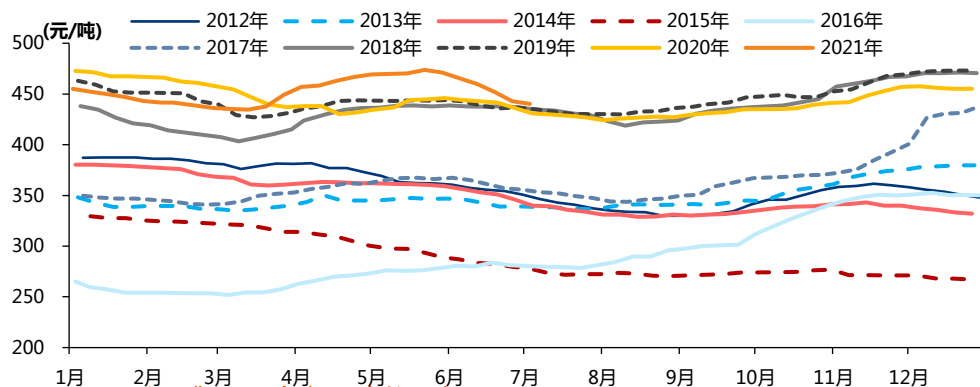
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 价格：环比继续回落，华东、西南地区领跌

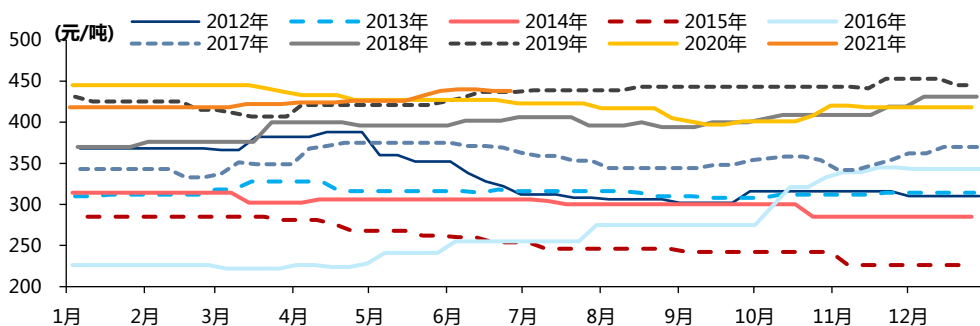
上周全国水泥价格440元，周环比下跌2.7元/吨，年同比高9.4元/吨，环比回落0.6pct。价格回落区域仍集中在华东、中南和西南地区，幅度10-30元/吨。进入7月份后，不利影响因素逐渐消退，下游水泥需求将会进有所恢复。

华北地区水泥均价438元/吨，周环比基本不变，年同比高15元/吨，华北地区价格保持稳定，京津唐地区水泥需求阶段性大幅减弱，受建党百年庆典活动影响，6月29日-7月1日京津冀地区水泥熟料、粉磨站以及矿渣粉企业停产，市场需求阶段性停滞，预计下周需求将会恢复；东北地区水泥均价437元/吨，周环比基本不变，年同比高133.3元。东北地区价格保持平稳，辽中地区水泥企业计划7月15日至8月4日执行错峰停窑20天以稳定价格，黑龙江地区七月份水泥企业有计划再次执行错峰生产15天。

图：全国月度水泥价格比较



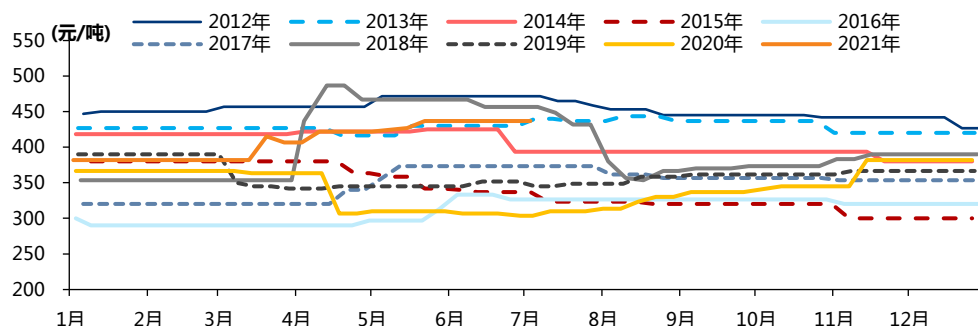
图：华北月度水泥价格比较



图：全国水泥价格走势



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

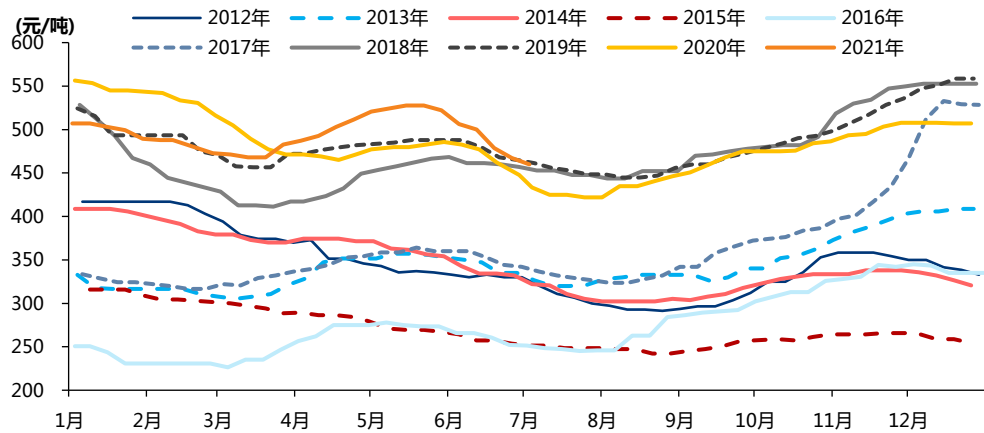
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



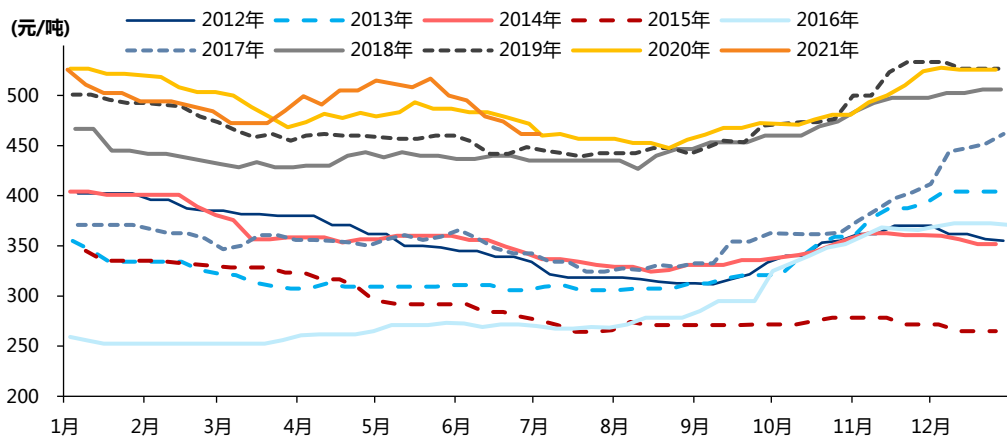
# 价格：环比继续回落，华东、西南地区领跌

- **华东地区水泥均价460元/吨，周环比下跌7.1元/吨，年同比高26.4元/吨**，华东地区价格继续走弱，苏锡常地区高标号水泥价格第四轮下调，幅度20元/吨，徐州地区水泥价格小幅下调5-10元/吨；浙江杭嘉湖地区高标号水泥价格下调30元/吨；上海地区第四轮水泥价格下调20元/吨；江西赣东北地区水泥价格第二轮下调40元/吨，目前已累计下调60-70元/吨，赣州地区水泥价格下调25-30元/吨；山东枣庄地区水泥价格下调10-20元/吨。
- **中南地区水泥均价462元/吨，周环比基本不变，年同比高1.7元/吨**，中南地区价格继续下滑，广西南宁、崇左地区部分企业下调水泥价格30元/吨，此次为南宁第四轮下调，累计降幅达100-110元/吨，桂林地区散装水泥价格下调20元/吨；湖南长株潭地区水泥价格暂稳，常德、郴州和邵阳等地区水泥价格下调10-50元/吨不等，下调后常德P.O42.5散装出厂价255元/吨；湖北襄阳地区水泥价格下调20-30元/吨，宜昌地区水泥价格回落20-30元/吨，恩施地区水泥价格小幅下调10元/吨。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较



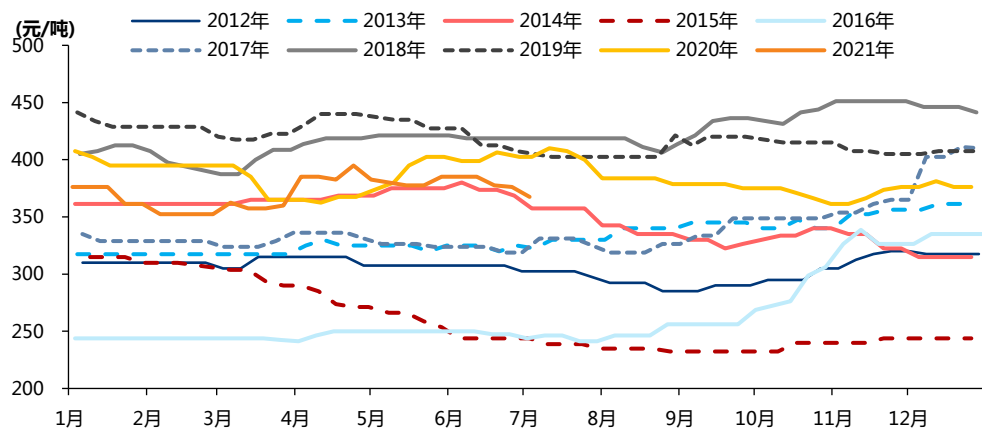
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所



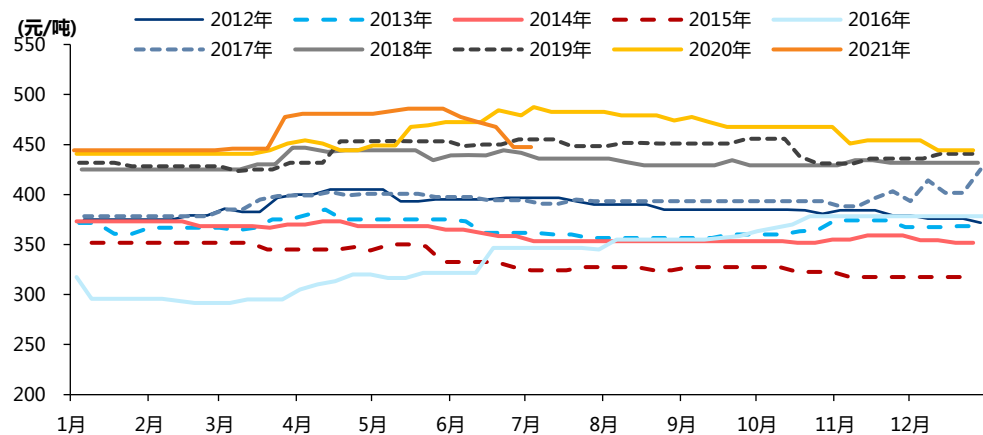
# 价格：环比继续回落，华东、西南地区领跌

- 西南地区水泥均价368元/吨，周环比降低8.8元/吨，年同比低35元/吨，西南地区水泥价格下行，四川德绵地区水泥价格下调30元/吨，宜宾地区部分企业为增加出货量，以优惠形式暗降水泥价格10-20元/吨，7月份环保督察部将进入四川省，受此影响，后期市场需求可能会进一步减弱；重庆主城以及渝西北地区水泥价格下调20-30元/吨；贵州红狮水泥价格下调30元/吨，预计近日其他企业将陆续跟进。据了解，7月1日台泥修复价格上调50元/吨，出厂价到210元/吨，随着库存不断消化，后期水泥价格将会逐步恢复到相对合理水平，黔南地区部分企业水泥价格下调30元/吨。
- 西北地区水泥均价448元/吨，周环比基本不变，年同比低40元/吨。西北地区价格保持稳定，陕西西安地区水泥价格下调后暂稳，7月初，陕西企业将开始执行夏季错峰停窑，后期水泥库存上升压力或将得到一定缓解；甘肃兰州地区水泥价格平稳，由于需求不振且受周边地区价格下调带动，近期区域内企业计划小幅下调水泥价格；宁夏银川地区水泥价格稳定，宁夏地区二季度停产时间为：第一阶段：2021年6月20日至6月30日停窑10天；第二阶段：2021年7月停窑15天；第三阶段：2021年8月停窑15天，总计停产天数40天。

图：西南月度水泥价格比较



图：西北月度水泥价格比较

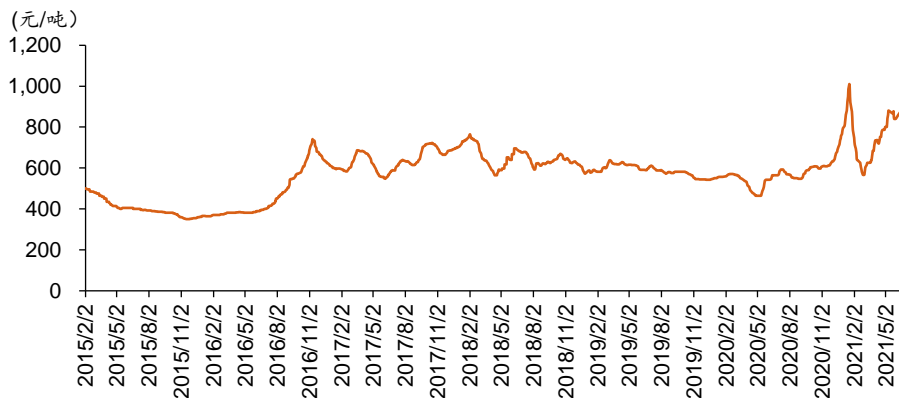


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

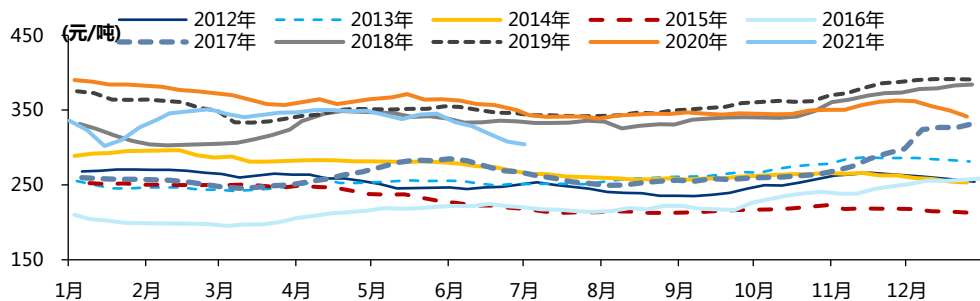
# 水煤价差：国内动力煤市场整体高位运行，水泥企业盈利环比继续走低

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差304元/吨，周环比-3元/吨，年同比低39元/吨。产地方面，上周国内煤矿生产以保安全为主，6月底停产煤矿数量增加，多计划于7月2日复产，目前以销售库存为主；同时部分下游用户观望情绪升温，产地煤价以趋稳运行为主，个别煤矿窄幅调整。另外，受环保政策要求，产地多个煤矿暂停北京、河北等方向车辆装煤发运。较上周同期持平。港口方面，上周北方港口动力煤价格弱稳承压。截至7月1日，秦皇岛港整体煤炭库存468万吨，环比增加3万吨。本周因临近月底，同时下游用户多认为进入7月后国内供应偏紧问题将有缓解，观望情绪升温，拉运补库节奏放缓，港口交投氛围并不浓郁，煤价稳中承压，截至7月1日卓创资讯评估的秦皇岛港 5500 大卡动力煤合理平仓价格在 900-910 元/吨，较上上周持平。

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

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 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