

证券研究报告

2021年08月01日

行业报告 | 行业研究周报

水泥制造

8月全国水泥价格有望开启反弹

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

联系人 林晓龙



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

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

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跌7.75%。水泥行业置换新规落地，对置换比例及跨省置换指标进一步收紧，有利于优化水泥行业供给格局，压减过剩产能，且目前部分省份已明确提出严禁新增产能，未来水泥行业供给端有望迎来实质性改善。我们认为水泥行业下半年走势或有好转，一方面上半年政府专项债券合计新增额度为1.0万亿，距全年3.65万亿的发行目标仍有2.65万亿额度待发行，预计下半年专项债审批或加快，且降准释放长期资金约1万亿元，或有助于下游资金面改善，旺季水泥价格反弹仍可期，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。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，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，17年-18年国家关停砂石矿山近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418元/吨，周环比持平，年同比低5.8元/吨，价格回落区域主要是甘肃平凉、陕西宝鸡和汉中等地区，幅度20-30元/吨；价格上涨地区为江苏南部、安徽北部和广西全境，幅度10-50元/吨。7月底，尽管国内大部分地区仍然受台风、高温天气影响，下游需求出现阶段性回落，但水泥价格已经企稳，局部地区出现小幅反弹。进入8月份，随着不利因素消退，下游需求回升，且在生产成本大幅增加的背景下，各地水泥企业将会积极推动价格修复上调。
- **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）。

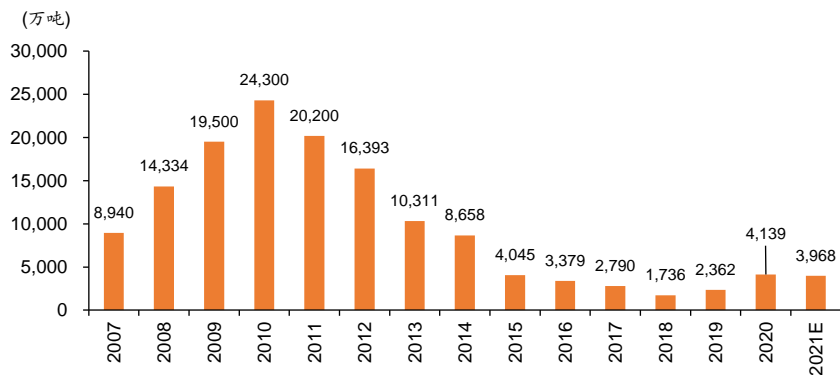
风险提示：水泥需求大幅下滑、淡季价格下滑超预期、骨料行业竞争加剧。

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

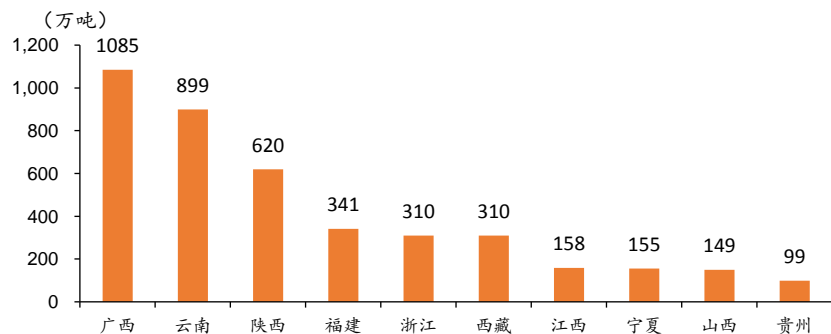
根据卓创资讯，我们计算2021年水泥行业拟点火熟料产能达3968万吨，产能净增加量较20年基本持平，上半年新点火产能1587万吨。

- 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%。

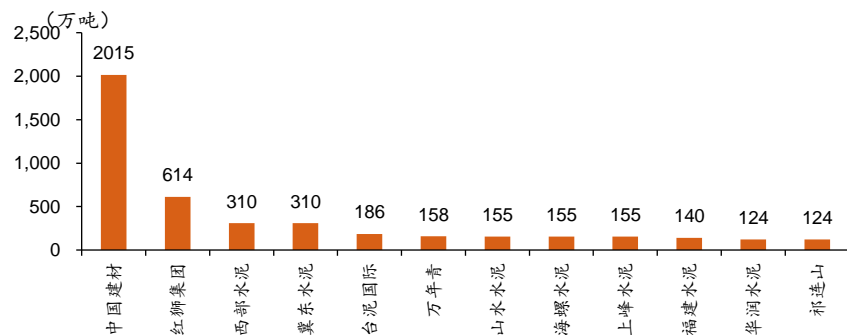
图：2007-2021年全国新点火熟料产能



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

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

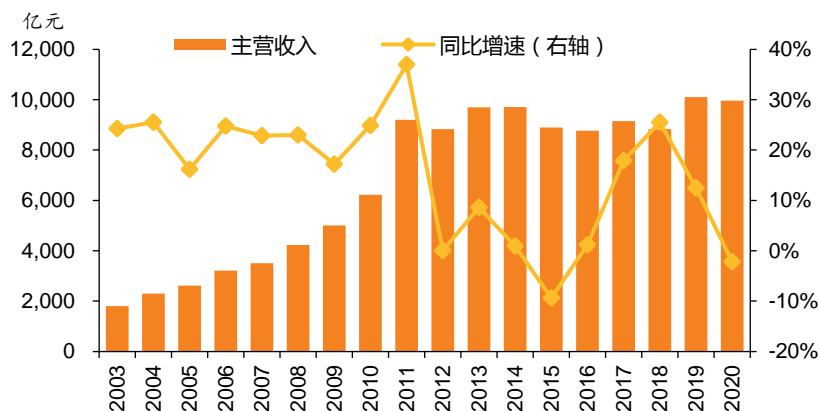
	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2010年12月	15.5%	20.0%	15.3%	6.8%	13.9%	35.3%	25.2%
2011年12月	16.1%	19.6%	17.4%	10.7%	15.4%	23.2%	23.6%
2012年12月	7.4%	-0.8%	-6.1%	6.3%	10.5%	11.0%	21.4%
2013年12月	9.6%	1.9%	3.0%	9.4%	10.4%	12.8%	17.3%
2014年12月	1.8%	-10.0%	-3.8%	1.4%	4.8%	7.8%	1.3%
2015年12月	-4.9%	-14.6%	-15.8%	-5.6%	-1.7%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

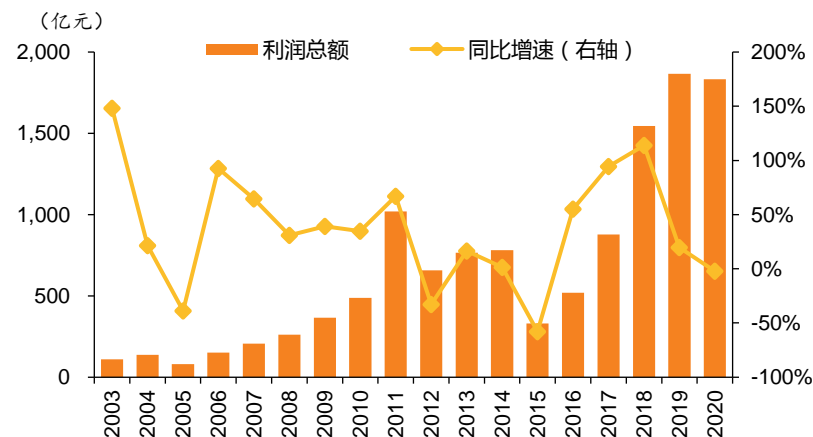
- 2020年水泥行业规模以上企业实现总收入9960亿元，同比下滑2.2%，在新冠疫情及超长梅雨天气双重影响下，前三季度水泥价格总体仍保持相对合理水平，但Q4旺季企业停产情况不及19年，同时区域流动性增加填补了供给缺口，使得水泥价格弹性下降，但整个行业效益依旧保持稳定，全年利润总额1833亿元，同比下滑2.1%。1-5月规模以上水泥工业营业收入同比增长16.2%，利润总额同比下降2.0%，反映水泥企业盈利压力进一步加大，下半年可能有所缓和。
- 未来行业关注点将聚焦于碳中和及碳达峰目标下行业供需两端的改变，我们认为需求端增长空间已有限，甚至长期将会收缩，而供给端高能耗小企业预计加快出清，大企业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，新版实施办法要求使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于2:1。由于我国各区域水泥产能利用率差别较大，南方普遍高于北方，而之前水泥企业较多通过异地置换的方式处理过剩产能，新增产能使得部分地区供需平衡被打破，对区域水泥价格造成扰动，而新的置换办法对异地置换加大限制，有利于进一步优化水泥行业供给格局，压减过剩产能，且目前部分省份已明确提出严禁新增产能，未来水泥行业供给端有望迎来实质性改善。

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	1,876	35.30	298.1	335.9	351.3	371.4	390.2	5.63	6.34	6.63	7.01	7.36	6.29	5.58	5.34	5.05	4.81	1.61	1.31	1.16	0.98	0.84	4.8%	5.6%	6.0%
000401.SZ	冀东水泥	168	12.18	14.8	27.0	28.5	33.7	36.7	1.05	1.91	2.02	2.38	2.60	11.33	6.22	5.90	4.99	4.58	0.59	0.60	0.54	0.46	0.37	3.4%	4.2%	4.2%
000672.SZ	上峰水泥	127	15.61	14.7	23.3	20.3	25.0	29.2	1.81	2.87	2.49	3.13	3.57	8.59	5.43	6.24	5.06	4.33	3.56	2.20	1.77	1.37	1.08	2.6%	5.8%	5.5%
000789.SZ	万年青	81	10.24	11.4	13.7	14.8	18.0	19.6	1.43	1.72	1.86	2.26	2.45	7.15	5.94	5.49	4.51	4.16	1.34	1.09	0.85	0.65	0.51	7.8%	6.9%	6.9%
000877.SZ	天山股份	128	12.68	12.4	16.4	15.2	19.4	22.9	1.18	1.56	1.45	1.85	2.15	10.33	7.83	8.45	6.61	5.60	1.58	1.38	1.25	1.09	0.95	3.1%	4.2%	3.9%
002233.SZ	塔牌集团	112	9.38	17.2	17.3	17.8	20.3	23.3	1.45	1.45	1.49	1.71	1.96	6.49	6.45	6.28	5.50	4.80	1.24	1.14	1.07	0.96	0.86	9.1%	9.1%	8.0%
600449.SH	宁夏建材	48	9.95	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	11.17	6.22	4.96	4.22	3.59	0.92	0.80	0.71	0.62	0.54	3.0%	5.1%	6.7%
600720.SH	祁连山	75	9.73	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	11.42	6.06	5.20	4.17	3.77	1.19	1.01	0.88	0.76	0.65	3.1%	6.0%	7.1%
600801.SH	华新水泥	311	14.77	51.8	63.4	56.3	69.5	78.6	3.46	3.02	2.69	3.32	3.75	6.00	4.90	5.52	4.47	3.95	1.86	1.45	1.31	1.04	0.86	7.8%	8.2%	7.3%

注：表中市值数据截至2021年7月30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。

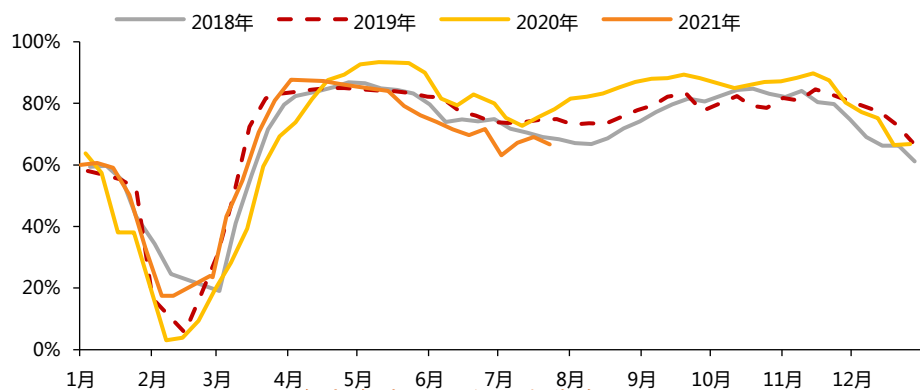
近期水泥行情回顾（0731）

- 水泥出货率：环比下降5pct，疫情台风双重影响，需求下跌，中南地区有所好转
- 磨机开工率：周环比下降5pct，华东地区大幅下降，东北、中南地区向好发展
- 库存：全国环比下降1.9pct，东北、中南降幅居前
- 价格：止跌趋稳，8月有望上调
- 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

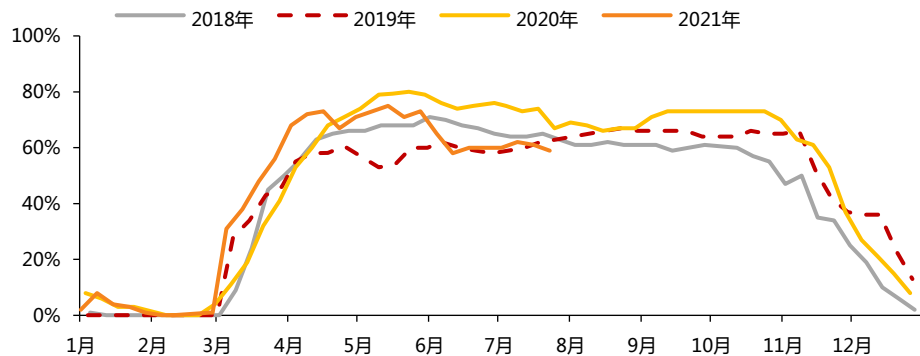
水泥出货率：环比下降5pct，疫情台风双重影响，需求下跌，中南地区有所好转

➤ 华东地区水泥出货率55%，周环比下降25pct，年同比低29pct，江苏地区受疫情台风双重影响，户外工程暂停施工，仅有室内少量需求，出货率仅为两成，浙江、安徽、上海地区受台风影响出货率环比下降30-40pct，山东地区环比下降5pct，福建、江西地区保持在七成。中南地区出货率64%，周环比+5.8pct，年同比低23pct，河南地区暴雨虽停但灾情仍较重，出货率恢复至一成；广东地区雨水天气减少，下游需求逐渐恢复，企业发货达八成；湖南、广西、海南地区环比上升5pct，湖北地区保持在七成。西南地区出货率65%，周环比保持不变，年同比低16pct，重庆、四川地区保持在七成，云南、贵州地区保持在六成；西北地区出货率59%，周环比保持不变，年同比低10pct，陕西、甘肃、宁夏地区保持在六成，青海地区保持在七成。

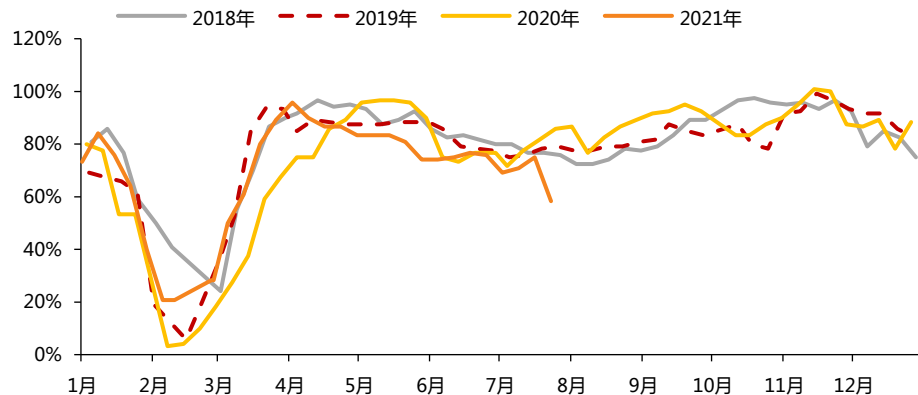
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



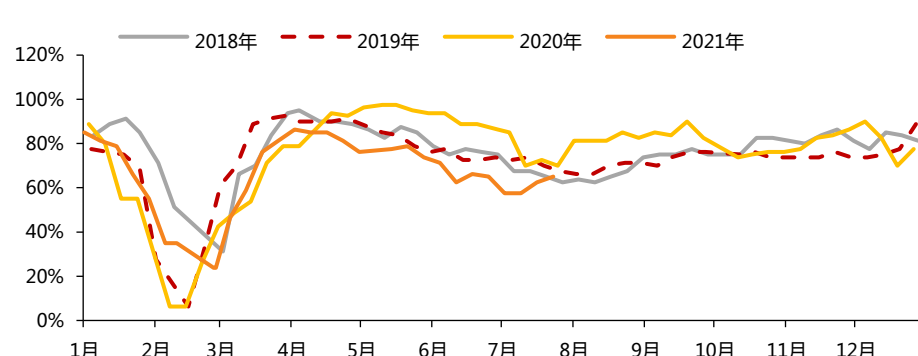
图：2018-2021年分年度西北水泥出货率



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



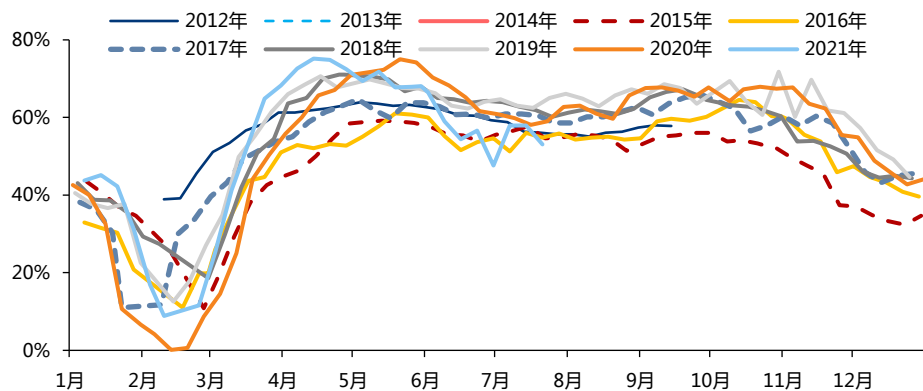
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

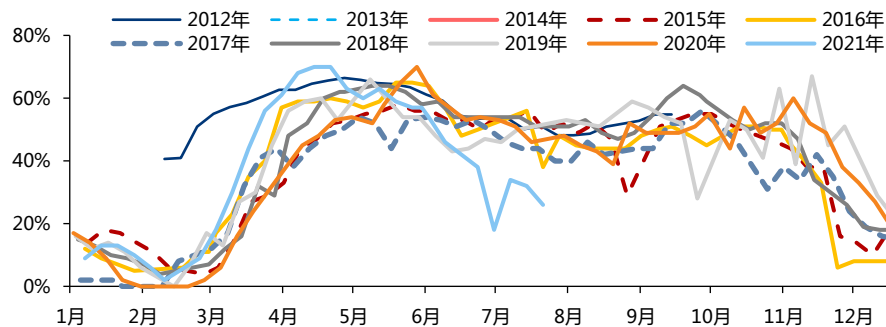
磨机开工率：周环比下降5pct，华东地区大幅下降，东北、中南地区向好发展

上周全国水泥磨机开工率48%，周环比下降5pct，年同比低15pct，华东地区受疫情和台风带来的强降雨影响，需求大幅下降，东北、中南地区天气转晴，需求好转。华北地区水泥磨机开工率25%，周环比降低1pct，年同比降低23pct，河北地区受环保管控影响开工率环比下降15pct，北京、山西地区提高5pct，天津地区保持在两成半，内蒙古地区保持在三成半。东北地区水泥磨机开工率47%，周环比提高2pct，年同比保持不变。吉林地区开工率环比提高10pct，辽宁地区开工率保持在三成半，黑龙江地区环比下降5pct。

图：分年度全国水泥磨机开工率



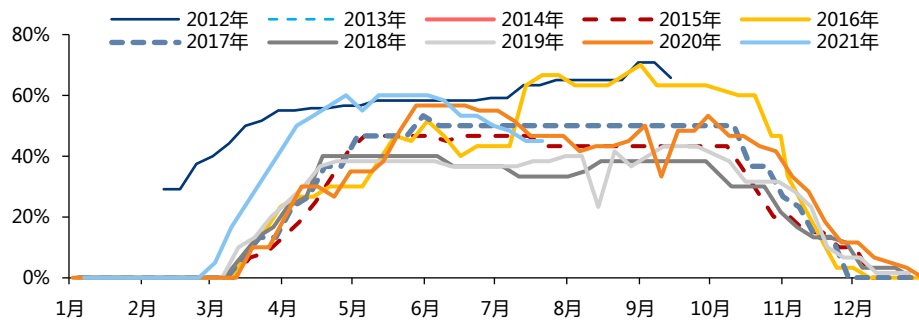
图：分年度华北水泥磨机开工率



图：全国磨机开工率走势图



图：分年度东北水泥磨机开工率



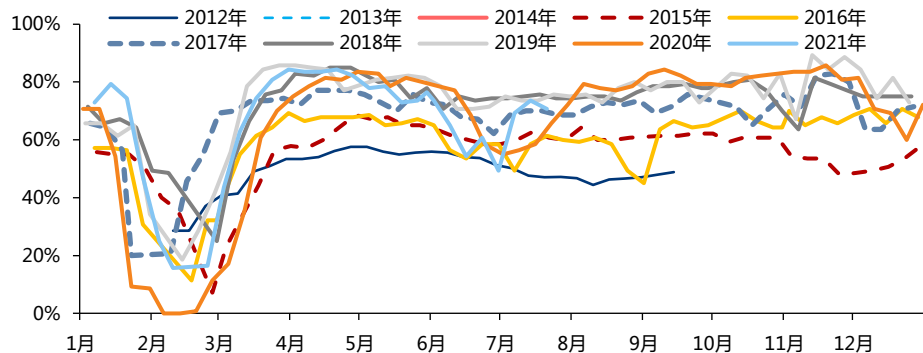
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

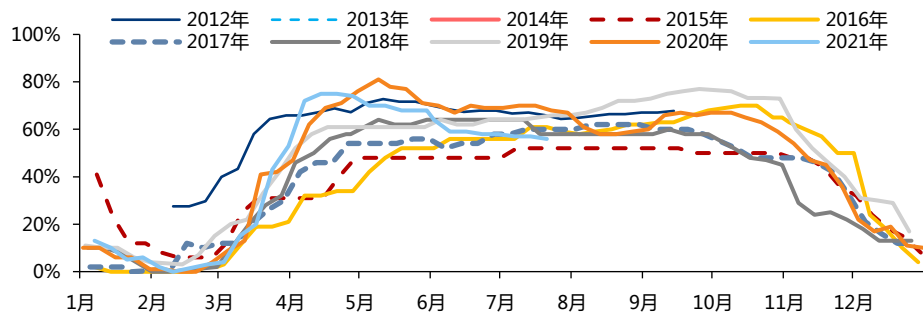
磨机开工率：周环比下降5pct，华东地区大幅下降，东北、中南地区向好发展

- 华东地区水泥磨机开工率50%，周环比下降21pct，年同比低22pct，受强降雨影响，上海地区开工率环比下降35pct，江苏地区环比下降30pct，浙江、安徽、山东地区均下降20pct，江西、福建地区均下降10pct；中南地区水泥磨机开工率50%，周环比提高1pct，年同比低10pct，河南地区开工率恢复至一成，湖北地区环比高15pct，海南、广东地区保持在六成，湖南地区保持在七成，广西地区降低20pct；西南地区开工率60%，周环比降低2pct，年同比低13pct，重庆、西藏地区保持在六成半，四川地区保持在六成，云南地区保持在五成，贵州地区环比下降10pct；西北地区开工率56%，周环比保持不变，年同比低11pct，青海地区开工率保持在六成，陕西、甘肃、宁夏、新疆地区保持在五成半。

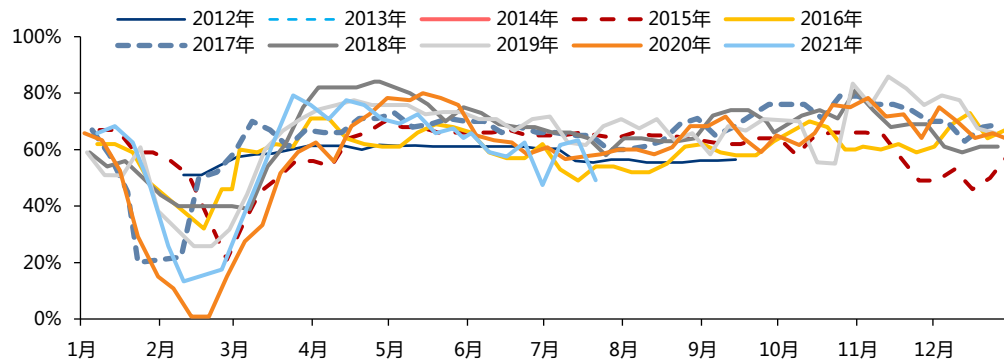
图：分年度华东水泥磨机开工率



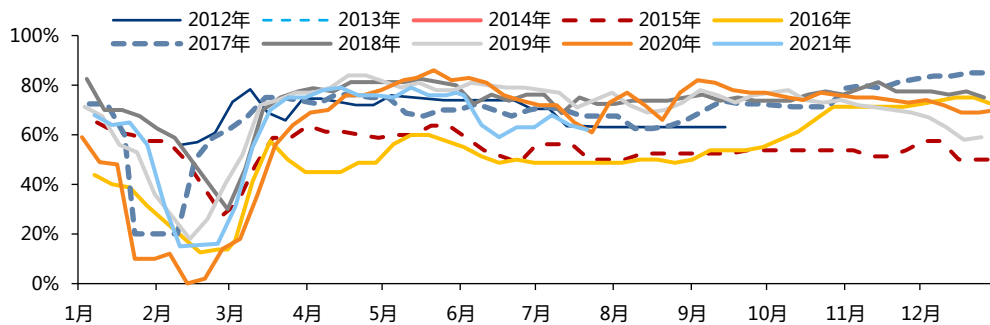
图：分年度西北水泥磨机开工率



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

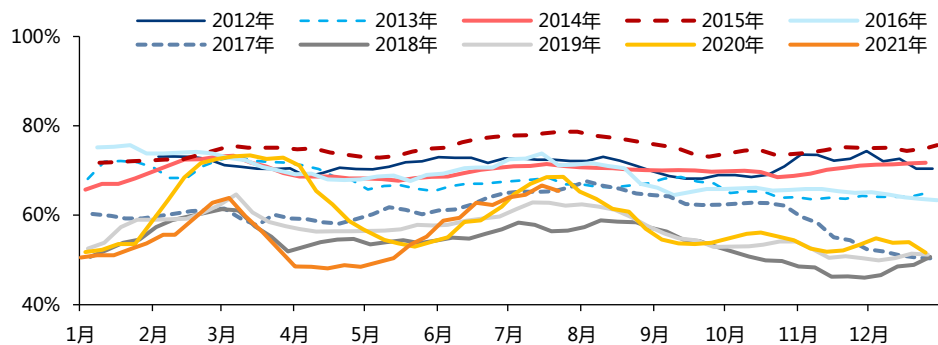
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

库存：全国环比下降1.9pct，东北、中南降幅居前

上周全国水泥库存64%，周环比下降1.9pct，年同比降低2pct。东北地区错峰停窑执行情况较好，库存多中低位，全国终端需求表现一般，未来仍有压力。

➤ **华北地区水泥库存56%，周环比保持不变，年同比降低2pct**，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，内蒙古地区保持在六成。**东北地区水泥库存45%，周环比降10pct，年同比下降15pct**，受益于错峰停窑，辽宁地区环比下降10pct，吉林地区环比下降5pct，黑龙江地区环比下降15pct。

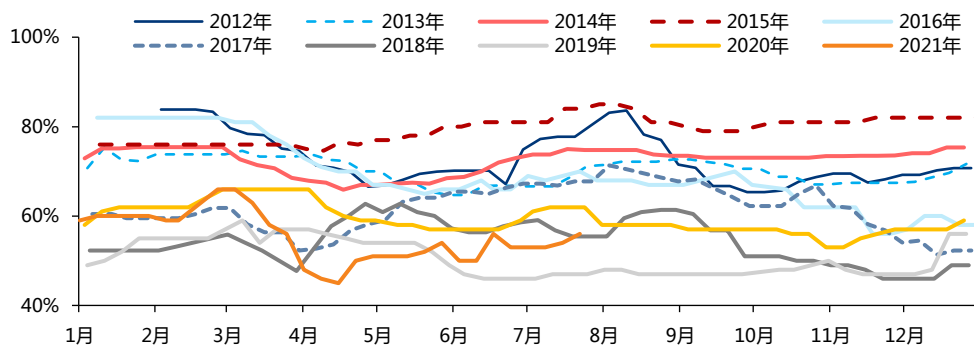
图：分年度全国水泥库存



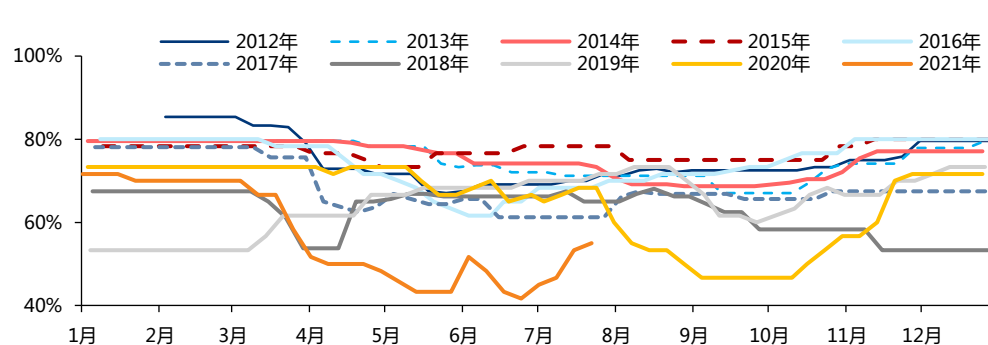
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存



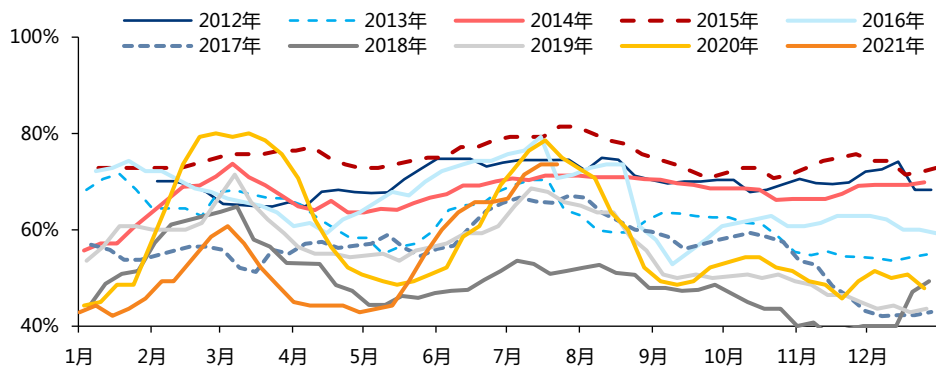
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

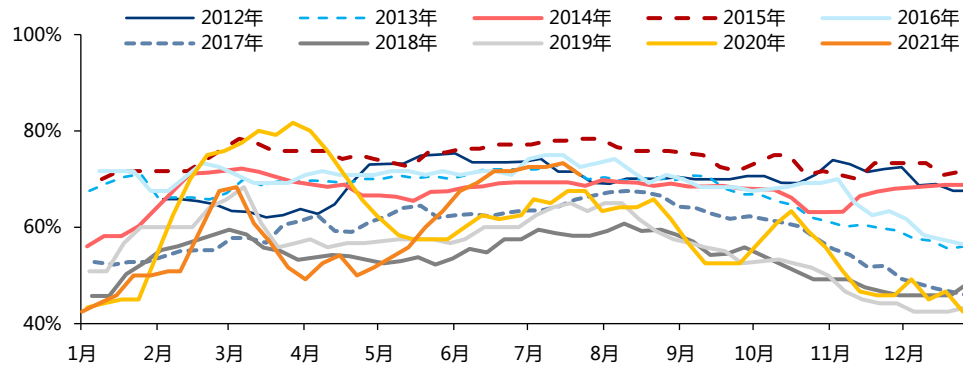
库存：全国环比下降1.9pct，东北、中南降幅居前

- **华东地区水泥库存76%，周环比高2.1pct，年同比提高3pct**，江苏、浙江、江西地区环比提高5pct，安徽、福建地区保持在八成，上海地区保持在七成，山东地区保持在六成半；**中南地区水泥库存66%，周环比下降5pct，年同比高3pct**，广东、湖南地区环比下降5pct，河南、海南、湖北地区保持在7-8成，广西地区环比下降20pct；**西北地区水泥库存56%，周环比保持不变，年同比上升2pct**，陕西、甘肃地区保持在七成，青海、宁夏地区保持在4成，新疆地区保持在6成；**西南地区水泥库存63%，周环比下降1.3pct，年同比下降1pct**，四川地区环比上升5pct，贵州、重庆地区保持在七成，云南地区环比下降10pct。

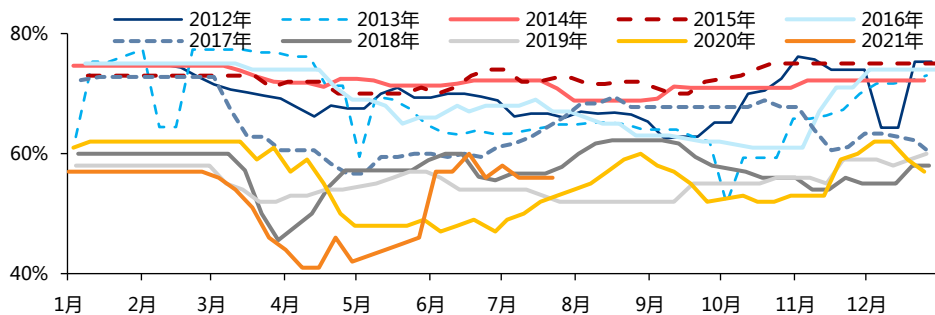
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



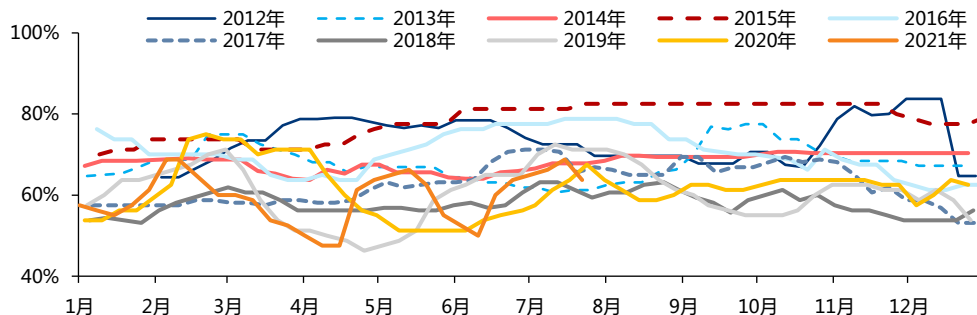
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



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

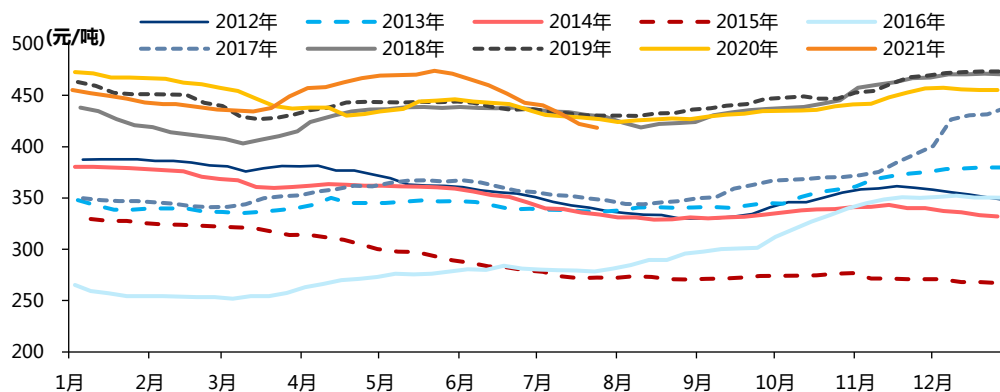
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

价格：止跌趋稳，8月有望上调

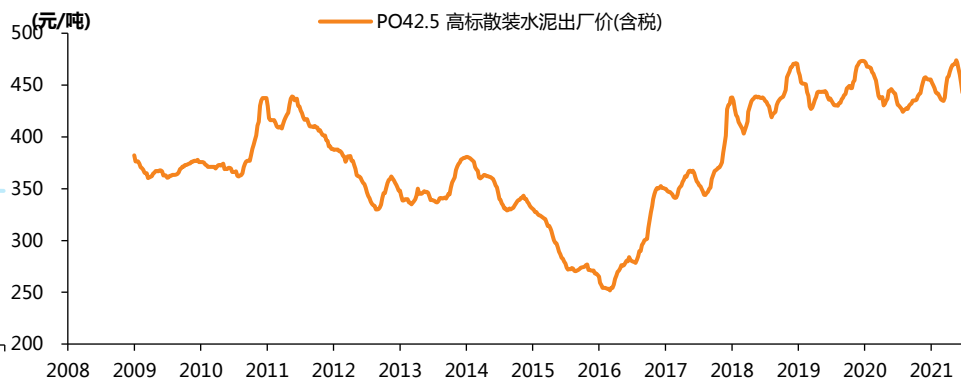
上周全国水泥价格418元，周环比保持不变，年同比低5.8元/吨。7月底，尽管国内大部分地区仍然受台风、高温天气影响，下游需求出现阶段性回落，但水泥价格已经企稳，局部地区出现小幅反弹。维持前期判断，进入8月份，随着不利因素消退，下游需求回升，且在生产成本大幅增加的背景下，各地水泥企业将会积极推动价格修复上调。

➢ **华北地区水泥均价430元/吨，周环比保持不变，年同比高13元/吨**，北京、天津地区水泥价格平稳，受持续降雨影响，下游需求有所回落，目前主导企业报价稳定。河北地区水泥价格平稳，7月下旬，区域内实施大气污染防治管控，水泥企业以及搅拌站停止生产，运输车辆管制，预计短期内水泥价格将趋稳运行；**东北地区水泥均价433元/吨，周环比保持不变，年同比高120元**。辽宁、黑龙江地区水泥价格平稳，下游需求相对稳定，吉林地区天气晴好，下游需求稳定。

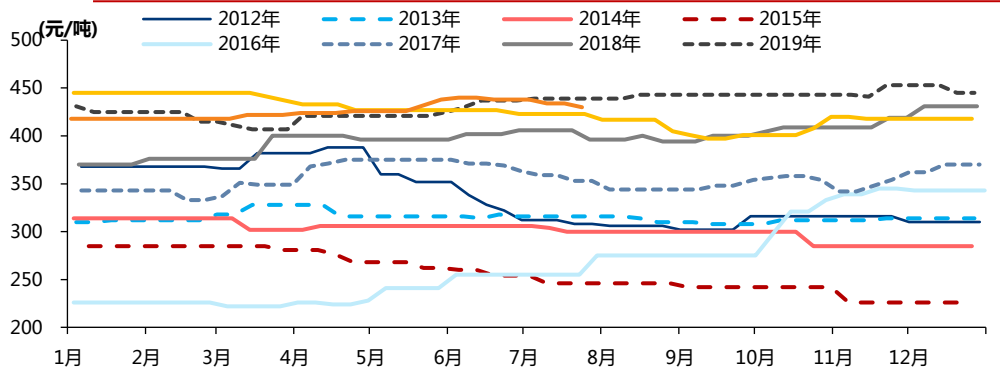
图：全国月度水泥价格比较



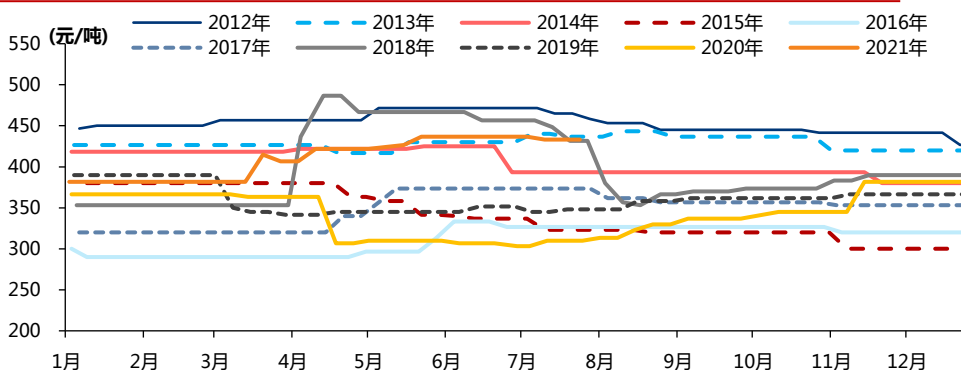
图：全国水泥价格走势



图：华北月度水泥价格比较



图：东北月度水泥价格比较

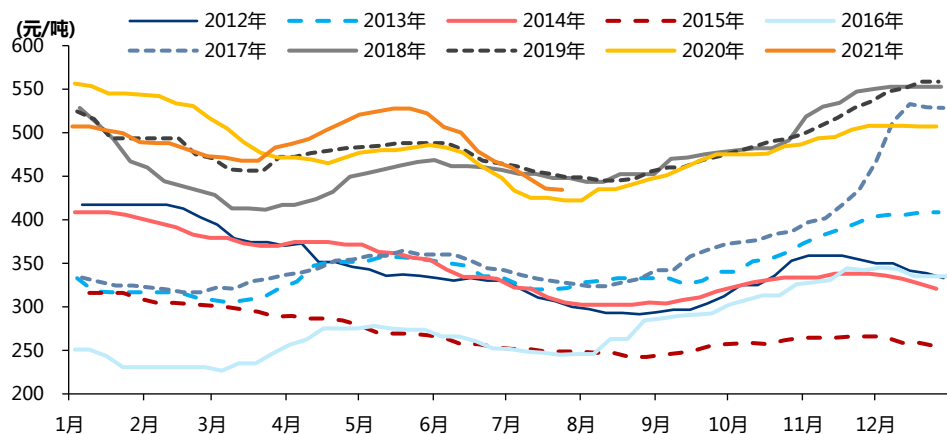


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

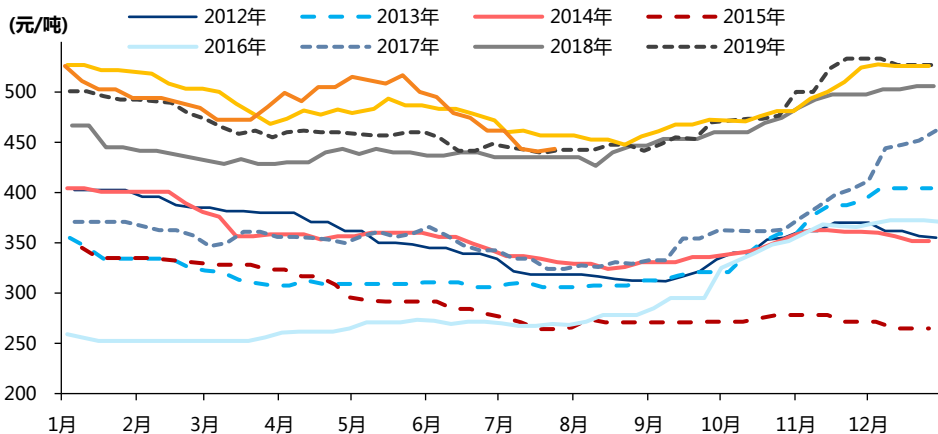
价格：止跌趋稳，8月有望上调

- **华东地区水泥均价434元/吨，周环比保持不变，年同比高12.1元/吨**，华东地区水泥价格稳中有升，江苏苏锡常地区部分企业公布价格上调10-15元/吨，台风来临前期，下游搅拌站积极备货，企业出货情况较好，并且价格大幅下调后，处于较低水平，为提升盈利，企业涨价意愿较强。浙江地区7月底台风和降雨影响消除后，下游需求得到较好恢复，且后期区域政府对水泥企业有限电的可能，企业计划8月初推涨水泥价格20-30元/吨，提前进入行价格修复性上调。安徽部分地区水泥价格上调20元/吨，由于前期水泥价格持续回落，已降至相对偏低水平，而煤炭等原材料成本却居高不下，为提升盈利，企业推动价格回升。江西地区水泥价格平稳，天气晴好，但市场资金短缺，下游需求表现疲软。福建地区水泥价格趋稳，阴雨天气较多，以及市场资金短缺，下游需求无明显改观，各企业稳价意愿增强，预计后期水泥价格将以稳为主。
- **中南地区水泥均价443元/吨，周环比上涨2.5元/吨，年同比低13.3元/吨**，中南地区水泥价格趋强运行。广东珠三角地区水泥价格平稳，台风过后，下游需求逐渐恢复，由于广西和湖南地区均有不同程度限电，利好珠三角地区水泥价格平稳运行。广西部分地区水泥企业恢复性上调价格30-50元/吨，目前省内各地级市均出现限电情况，短期内限电情况改善可能性不大，因此企业再次大幅上调水泥价格。河南地区受限电影响，窑磨生产受限，水泥和熟料库存较前期都有所下降，个别企业将水泥价格上调10元/吨。湖北、湖南、海南地区水泥价格保持平稳。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较



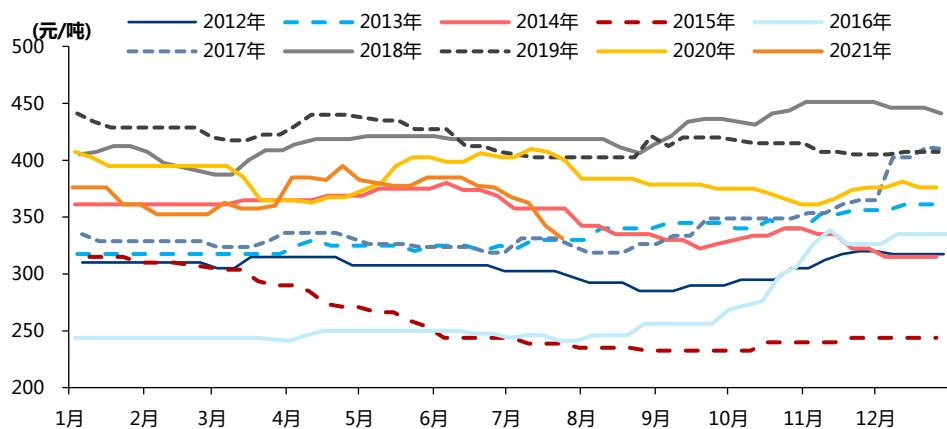
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

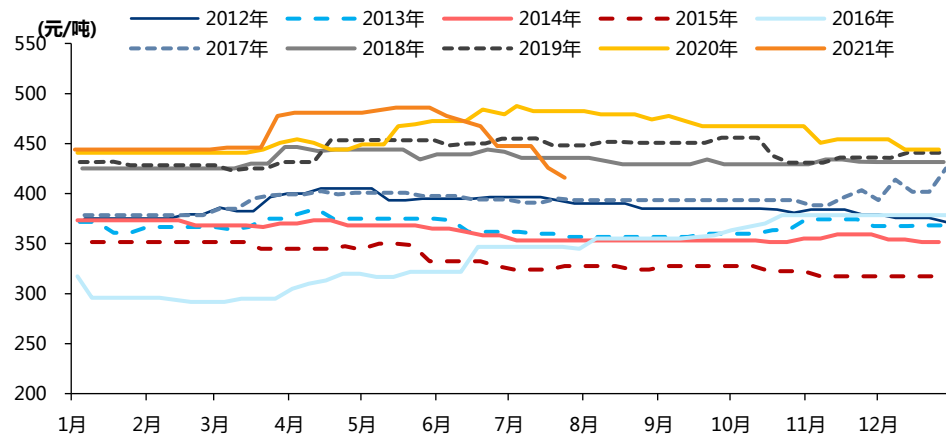
价格：止跌趋稳，8月有望上调

- 西南地区水泥均价331元/吨，周环比保持不变，年同比低52.5元/吨，西南地区水泥价格保持平稳。四川地区水泥价格平稳，天气虽有所好转，但下游需求表现一般，预计短期内需求恢复有限。重庆主城、渝西北地区水泥价格下调后稳定，下游需求表现清淡，目前积极稳价。云南昆明地区水泥价格上调未落实，由于雨水天气较多，以及市场资金短缺，下游需求表现疲软，以及周边地区水泥企业并未因限电而出现供应短缺，为防止价格上调后，外围低价水泥大量进入，价格上调未能成行。贵州地区水泥价格平稳，下游需求表现较弱，由于重庆地区水泥价格不断下调，导致企业外运量大幅减少，部分企业有小幅让利情况出现，主导企业报价暂稳。
- 西北地区水泥均价416元/吨，周环比保持不变，年同比低66.7元/吨，西北地区水泥价格保持平稳，部分地区继续回落。陕西关中地区水泥价格平稳，下游需求变化不大，前期价格不断回落，已降至较低水平，而原燃材料成本持续高位，企业利润微薄，计划8月初尝试推涨价格。宝鸡地区水泥价格下调20元/吨，受降雨影响，下游需求表现不佳，导致价格出现回落。汉中地区水泥价格下调30元/吨，下游需求表现疲软，另外周边区域水泥价格不断下调，为增加出货量，本地企业跟进下调。甘肃地区水泥价格平稳，需求淡季，再加上下游资金紧张暂未缓解，为增加市场份额，部分企业小幅下调水泥价格，主导企业暂稳。

图：西南月度水泥价格比较



图：西北月度水泥价格比较

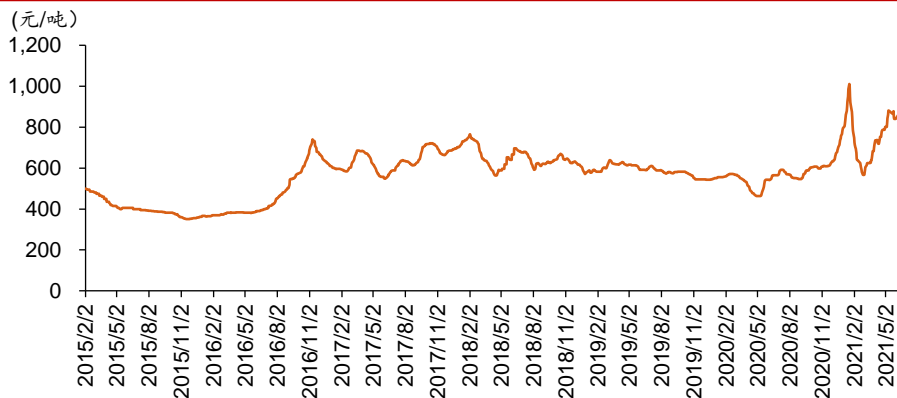


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

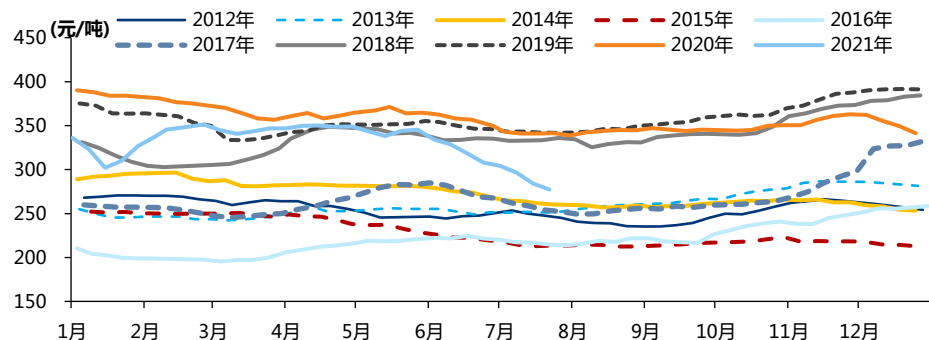
水煤价差：国内动力煤市场整体高位运行，水泥企业盈利环比继续走低

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差277元/吨，周环比-7元/吨，年同比低64元/吨。产地方面，7月26日起榆林地区暂停发布煤炭建议售价，恢复煤矿自主定价，同时要求所有煤矿全产量线上交易，相关部门继续开展煤炭价格监测工作，受此影响本周当地部分煤矿出现明显补涨，目前当地煤矿多产销平衡，未有库存累积。鄂尔多斯地区煤矿多正常生产，月底产量未有明显收紧，需求端继续对煤价形成较强支撑，截至7月29日鄂尔多斯地区5500大卡动力煤主流坑口含税价格在835-845元/吨，较上周同期上涨35元/吨。港口方面，本周北方港口动力煤价格高位运行。近期环渤海主要港口煤炭库存回升情况仍较不理想，截至7月29日秦港煤炭库存384万吨，较上周同期增加34万吨，增幅为9.71%。市场可售资源较紧张，同时下游用户继续保持刚需拉运，对港口煤价形成较强支撑，截至7月29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940-950元/吨，较上周同期上涨5元/吨。

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