

万年青 (000789)

证券研究报告

2021年11月03日

江西水泥龙头，有望走出价格洼地

华东区域龙头，深耕江西本土

万年青是华东水泥龙头，业务集中于江西本土区域。年熟料产能 1500 万吨、水泥产能 2600 万吨，在江西省内产能排名第一。公司熟料生产的产能利用率超过 100%，水泥产能利用率超过 90%。公司在稳步发展水泥业务的同时积极扩张产业链，目前在省内布局商砼企业近 30 家，拥有商品混凝土产能 1700 万方，骨料产能 900 万吨，为公司创造多个利润增长点。公司水泥产品畅销江西赣南、赣东、赣北大部分地区以及福建、浙江、广东等周边省份，水泥、商砼产品在江西的市场份额位居前列。

需求端仍有潜力，供给端格局稳定，限产有望推动价格加快走出洼地

江西省城市化发展进程较慢，城市化率仍有提升空间，城市化将带动区域房地产及配套基础设施建设需求增长。江西省房地产投资和基建投资占固投比重较低，需求空间尚未打开。为加快补齐重大基础设施短板，2021 年省内出台一系列政策助力重大项目建设，21-23 年每年力争完成投资 1 万亿元以上，其中重大基础设施项目/新基建项目力争完成 2000/500 亿元以上，基建投资增速有望加快。同时，江西省在“十四五”发展规划中提出综合交通规划建设总投资 6000 亿元，较“十三五”实际投资额增长 34%，进一步提振省内水泥需求。2021 年 1-9 月江西地产开发投资/房屋新开工面积增速同比分别为 +11.8%/13.7%，均高于全国水平（8.8%/4.5%），地产需求相对更有支撑。

供给端来看，截至 2020 年年底，江西地区 CR5 市占率达 80%，产能集中度较高，市场格局相对稳定。新增产能较为有限，小产线的退出进一步优化供给格局，未来江西省熟料产能收缩幅度在 7.8% 以上。与此同时，全国范围能耗双控叠加限电限产，9 月底江西南昌水泥均价较 7 月底上涨 270 元/吨，但相比于周边省份，江西水泥价格仍处于低洼地区，我们认为后期江西水泥价格仍有上涨潜力，此轮涨价后，江西省水泥有望走出价格洼地，盈利水平的改善幅度或高于周边省份。

成本费用管控优异，盈利有改善空间

2020 年公司水泥熟料综合吨成本 193 元/吨，在可比公司中处于较低水平。2020 年吨费用 17.9 元，仅高于海螺水泥的 13.8 元，成本及费用的表现体现了公司出色的经营能力，为中长期的盈利提升打下良好基础。2020 年万年青 ROE 25.8%，在可比水泥企业中排名第二，仅次于上峰水泥的 33.2%，我们认为公司成本费用管控能力较为出色，随着江西水泥价格逐步走出洼地，有望带来公司净利率提升，进而带动整体 ROE 提升。

首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 21-23 年归母净利润 17.8/20.9/23.6 亿元，给予公司 21 年 7 倍目标 PE，对应目标价 15.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：江西水泥需求不及预期、煤炭价格继续上涨、水泥价格下滑。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,390.43	12,529.02	13,880.38	15,103.92	15,982.47
增长率(%)	11.59	10.00	10.79	8.81	5.82
EBITDA(百万元)	3,227.39	3,335.45	3,801.17	4,349.53	4,830.39
净利润(百万元)	1,369.00	1,480.58	1,783.69	2,087.41	2,360.45
增长率(%)	20.34	8.15	20.47	17.03	13.08
EPS(元/股)	1.72	1.86	2.24	2.62	2.96
市盈率(P/E)	6.61	6.11	5.07	4.33	3.83
市净率(P/B)	1.79	1.41	1.32	1.11	0.95
市销率(P/S)	0.79	0.72	0.65	0.60	0.57
EV/EBITDA	2.87	2.99	2.27	1.46	1.15

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	11.34 元
目标价格	15.68 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	797.40
流通 A 股股本(百万股)	797.38
A 股总市值(百万元)	9,042.53
流通 A 股市值(百万元)	9,042.32
每股净资产(元)	8.57
资产负债率(%)	38.71
一年内最高/最低(元)	16.91/10.00

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《万年青-季报点评:需求韧性显著，有望维持量价高位》2018-10-25
- 《万年青-半年报点评:水泥价格走出洼地，混凝土锦上添花》2018-08-28
- 《万年青-首次覆盖报告:华东水泥龙头蓄势待发》2018-04-30

内容目录

1. 万年青：华东区域龙头，深耕江西本土	4
2. 需求端：基建仍有潜力，期待后期发力	8
2.1. 江西省城镇化率偏低，仍有提升空间	8
2.2. 政策逐渐发力，基建投资有望提速	9
2.3. 21 年江西省投资增速明显优于全国水平，增长持续性较强	10
3. 供给格局稳固，限产有望推动价格加快走出洼地	12
3.1. 江西省 CR5 市占率高达 80%，市场格局相对稳定	12
3.2. 新增产能有限，小产线退出或使得供给进一步收缩	13
3.1. 全国能耗双控叠加限电限产，9 月水泥价格迎大涨，有助于江西走出价格洼地	14
4. 成本费用管控优异，盈利有改善空间，助推 ROE 再提升	16
5. 盈利预测	18
6. 风险提示	19

图表目录

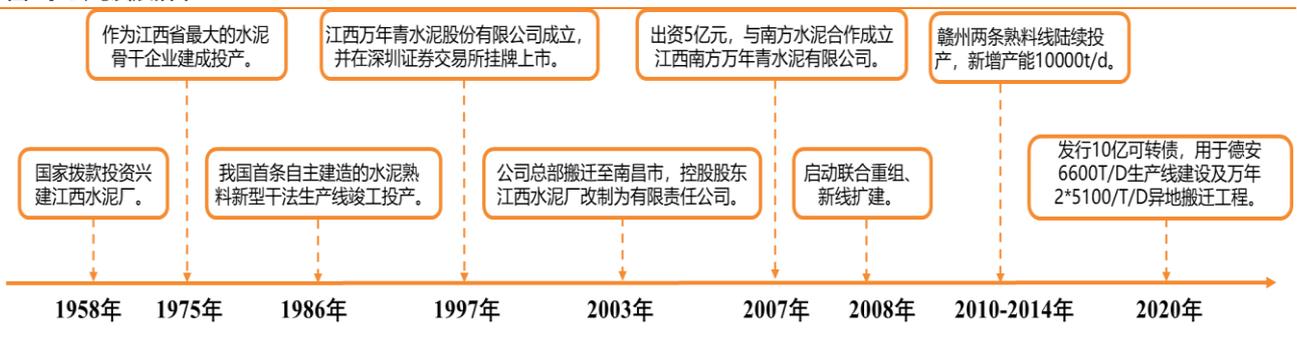
图 1：公司发展沿革	4
图 2：公司股权结构（截至 2021.10）	4
图 3：公司 2010-2021 年前三季度营业收入及同比增速	5
图 4：公司 2010-2021 年前三季度归母净利润及同比增减	5
图 5：公司 2010-2020 年水泥及熟料销量	5
图 6：公司 2020-2021 水泥及熟料毛利率	5
图 7：公司 2010-2021 年分产品收入占比	5
图 8：公司 2010-2021 年分省份收入占比	5
图 9：2007-2020 年万年青水泥产量及产能利用率	6
图 10：2007-2020 年万年青熟料年产量及产能利用率	6
图 11：2011-2020 年万年青混凝土产量及产能利用率	7
图 12：2020 年各区域水泥产量占比	8
图 13：2020 年华东各省份水泥产量占比	8
图 14：2019 年全国各省城镇化率	8
图 15：2015-2020 年江西省城镇化率	8
图 16：江西省与全国房地产开发投资占固投比例对比	8
图 17：江西省与全国基建投资占固投比例对比	8
图 18：江西省与全国房地产投资完成额同比增速	11
图 19：江西省与全国新开工面积同比增速	11
图 20：江西省与全国基础设施建设投资增速情况	11
图 21：江西省专项债发行情况	11
图 22：截至 2021.09 江西省熟料产能分布	12
图 23：2020 年江西地区各水泥企业产能占比	12

图 24: 2020 年各省熟料产能前五企业市场占有率	12
图 25: 各省 20、21 年净新增产能情况	13
图 26: 各省未来拟点火产能情况	13
图 27: 华东各省 2500T/D 规模及以下产线合计年产能及占比	14
图 28: 2021 上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表	14
图 29: 9 月单月全国及各区域水泥产量同比增速	15
图 30: 9 月单月江西省及周边接壤省份水泥产量同比增速	15
图 31: 21 年年初至今江西及周边六省水泥价格走势	16
图 32: 江西及周边六省水泥价格图 (截至 2021.10 月 21 日)	16
图 33: 2012-2020 年水泥企业吨均价	17
图 34: 2012-2020 年水泥企业吨成本	17
图 35: 水泥企业吨毛利	17
图 36: 水泥企业吨费用	17
图 37: 水泥企业归母净利率	18
图 38: 水泥企业总资产周转率	18
图 39: 水泥企业资产负债率	18
图 40: 水泥企业 ROE	18
表 1: 万年青熟料生产线明细	6
表 2: 江西省重大基础设施领域前期推进项目 (2021.10-2022.06)	9
表 3: 2021 年江西省关于“重大基础设施”项目政策及主要内容	9
表 4: 江西省综合交通运输体系发展目标	10
表 5: 各项业务收入及毛利率预测	18
表 6: 可比公司估值表	19

1. 万年青：华东区域龙头，深耕江西本土

万年青作为华东地区的水泥龙头，多年来深耕江西区域，主要从事硅酸盐水泥、商品混凝土以及新型墙材的生产和销售，其前身是始建于 1958 年的江西水泥厂。1986 年，国内第一条自行设计、制造、安装的水泥熟料新型干法生产线在江西水泥厂建成投产；1997 年，江西水泥厂作为独立发起人，创立了江西万年青水泥股份有限公司，同年公司在深交所正式挂牌上市，成为江西省建材行业首家上市公司。2003 年，公司将总部搬至南昌市，控股股东由江西水泥厂改制为江西水泥有限责任公司。跨区域发展战略下，公司向多地布局生产基地，目前公司拥有万年、玉山、瑞金、于都、乐平、德安等 6 个熟料生产基地，7 家粉磨企业，年熟料产能 1500 万吨、水泥产能 2600 万吨。借助便利的公路和铁路运输优势，公司水泥产品畅销江西赣南、赣东、赣北大部分地区以及福建、浙江、广东等周边省份。水泥、商砼产品在江西的市场占有率位居前列。

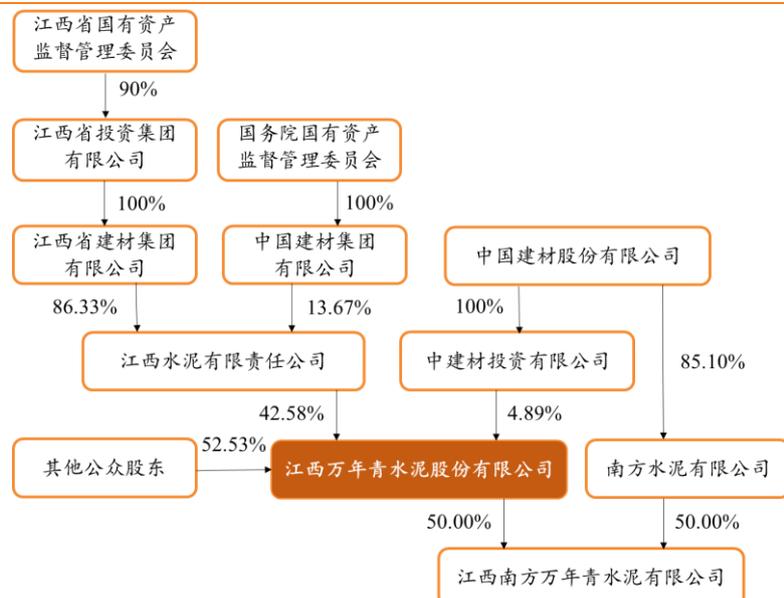
图 1：公司发展沿革



资料来源：公司官网、水泥网、天风证券研究所

省国资委控股，中建材为其第二大股东。万年青水泥于 1997 年挂牌上市，江西水泥有限责任公司作为其第一大股东，持股比例达 42.58%，江西省国资委通过省投集团的全资子公司建材集团间接控制江西水泥有限责任公司 86.33%的股权，为其实际控制人。此外，中建材投资有限公司持有 4.89%万年青股权，为其第二大股东。2007 年，万年青出资 1.4 亿元参股南方水泥有限公司，并与其合作各出资 5 亿元成立江西南方万年青水泥有限公司，万年青控股 50%，南方万年青成为万年青的主要控股子公司，因此万年青的少数股东权益占比较高，20 年达 32%。

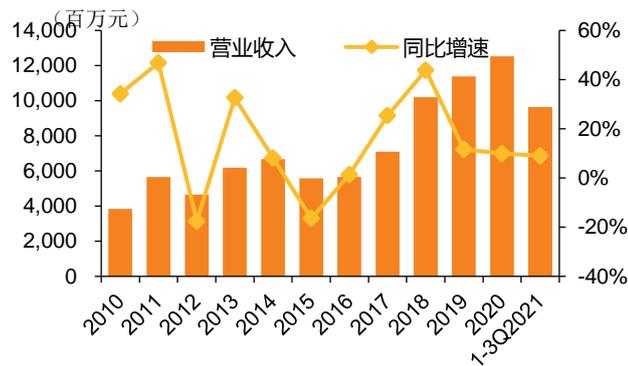
图 2：公司股权结构（截至 2021.10）



资料来源：Wind、天风证券研究所

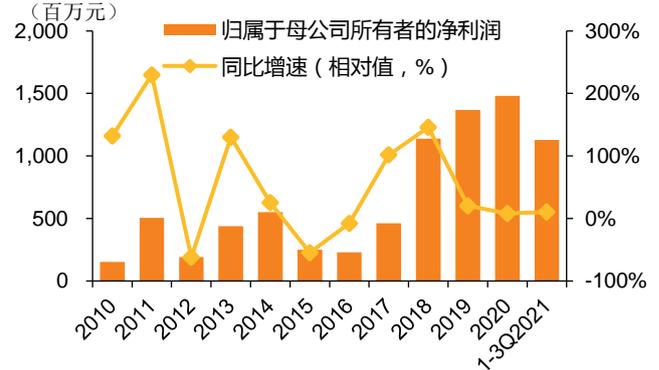
近十年稳步发展，预计 21Q4 利润弹性大。在 2012 年和 2015 年，受国内宏观经济下行影响，公司归母净利润同比出现较大幅度下滑，17 年开始，得益于水泥行业“供给侧结构性改革”的积极影响，公司营业收入和归母净利润等指标开始明显提升，2020 年新冠疫情和江西汛期双影响下，公司开源节流，归母净利润仍实现 8.15% 的增长，2017-2020 年公司收入复合增速达 21%，归母净利润复合增速高达 47.4%。2021 年前三季度公司收入/归母净利润同比分别增长 9.0%/10.4%，但单三季度归母净利润同比下滑 12.3%，我们认为主要系需求不佳导致价格下滑，同时煤炭价格大幅上涨导致成本增加，但 9 月水泥价格迎来大幅上涨，我们预计四季度公司盈利或有明显好转。

图 3：公司 2010-2021 年前三季度营业收入及同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：公司 2010-2021 年前三季度归母净利润及同比增减



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：公司 2010-2020 年水泥及熟料销量



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：公司 2020-2021 水泥及熟料毛利率

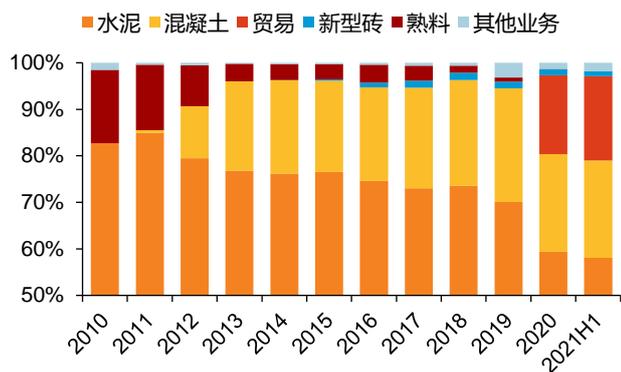


资料来源：wind、天风证券研究所

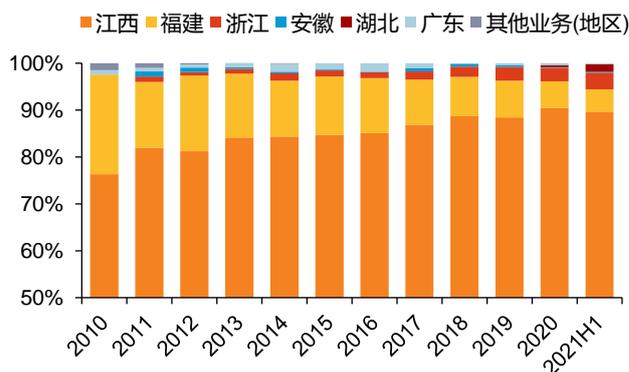
水泥销售为主，积极扩张产业链。水泥及熟料业务是公司营收的主要产品，20 年实现收入占比约 60%，在做大做强做优水泥主业的同时，向产业链上下游延伸及扩张，混凝土业务占比约 20% 左右，同时公司积极推进万年、乐平、瑞金、玉山骨料项目建设，目前骨料产能约 900 万吨，骨料业务有望贡献新的业绩增量。公司销售市场以江西为主，辐射福建、浙江、安徽、湖北、广东等省份，20 年江西地区收入占比近 90%，水泥、商砼产品在江西的市场占有率位居前列。

图 7：公司 2010-2021 年分产品收入占比

图 8：公司 2010-2021 年分省份收入占比



资料来源：wind、天风证券研究所



资料来源：wind、天风证券研究所

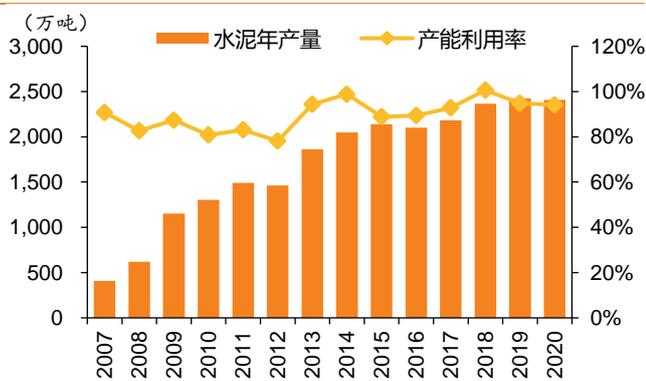
公司目前拥有 11 条水泥熟料生产线，全部布局在江西省，主要集中在江西北部，具体来看，赣州 4 条，景德镇 2 条，九江 1 条，上饶 4 条，合计日产能达 44300 吨，我们计算权益产能达 30312.5 吨，占总产能的 68%，公司同时拥有 7 家粉磨企业，水泥年产能 2600 万吨，近年来熟料产能利用率超过 100%，水泥产能利用率在 90%以上。产业链拓展方面，公司通过新建和并购不断优化商砼市场布局，目前在省内布局商砼企业近 30 家，拥有商品混凝土产能 1700 万方，近三年年产量在 550-600 万方左右，产能利用率仍有待提升。

表 1: 万年青熟料生产线明细

省份	地市	企业名称	投产时间	熟料线产能 (t/d)	万年青持股比例	权益产能 (t/d)
江西	赣州	江西赣州南方万年青水泥有限公司	2004/6/1	2500	40%	1000
江西	赣州	江西瑞金万年青水泥有限责任公司	2006/5/10	5000	50%	2500
江西	赣州	江西瑞金万年青水泥有限责任公司	2010/2/6	5000	50%	2500
江西	赣州	江西于都南方万年青水泥有限公司	2014/6/17	5000	40%	2000
江西	景德镇	江西乐平万年青水泥有限公司	2005/5/11	2500	70%	1750
江西	景德镇	江西乐平万年青水泥有限公司	2008/11/3	2500	70%	1750
江西	九江	江西德安万年青水泥有限公司	2020/7/25	6600	100%	6600
江西	上饶	江西万年青水泥股份有限公司	2020/11/18	5100	100%	5100
江西	上饶	江西万年青水泥股份有限公司	2021/9/15	5100	100%	5100
江西	上饶	江西玉山万年青水泥有限公司	2003/5/1	2500	40.25%	1006
江西	上饶	江西玉山万年青水泥有限公司	2004/6/1	2500	40.25%	1006
合计				44300	68.43%	30312.5

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 9: 2007-2020 年万年青水泥产量及产能利用率



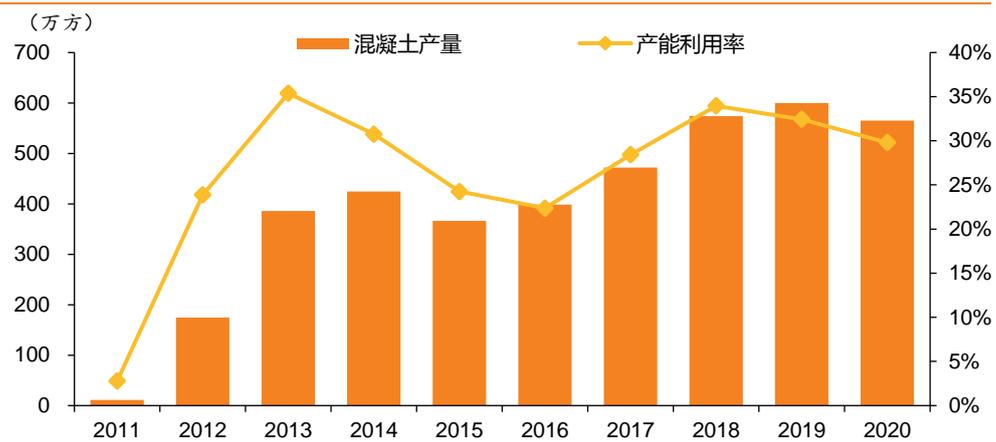
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10: 2007-2020 年万年青熟料年产量及产能利用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：2011-2020 年万年青混凝土产量及产能利用率



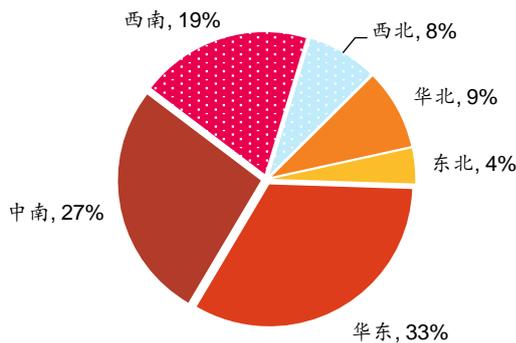
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 需求端：基建仍有潜力，期待后期发力

2.1. 江西省城镇化率偏低，仍有提升空间

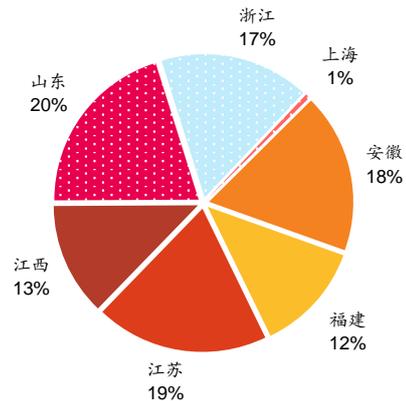
华东区域为公司主要的销售区域，在江西省内产能排名第一。2020 年华东地区水泥产量占全国比重达 33%，是水泥需求大区，其中江西省水泥产量占整个华东地区的比重为 13%，仅高于福建省，相较其他省份仍处于较低水平。2019 年江西省城镇化率仅 57.4%，在全国各省份中排在中等以下，与华东地区其他省市相比存在较大差距，20 年提升至 58.6%，我们认为未来城镇化率仍有较大的提升空间。而城镇化的发展将带动区域房地产及配套基础设施建设需求增长，人均水泥产量有望提升。

图 12：2020 年各区域水泥产量占比



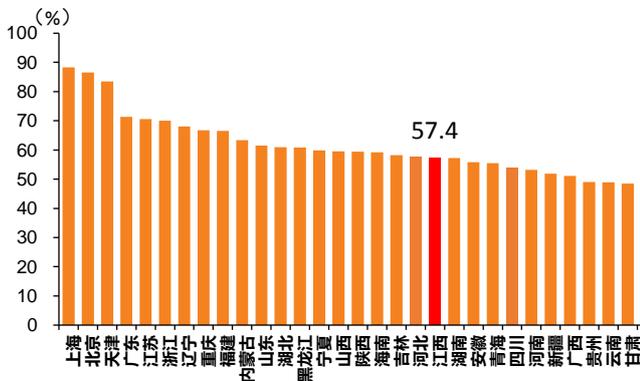
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：2020 年华东各省份水泥产量占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：2019 年全国各省城镇化率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：2015-2020 年江西省城镇化率

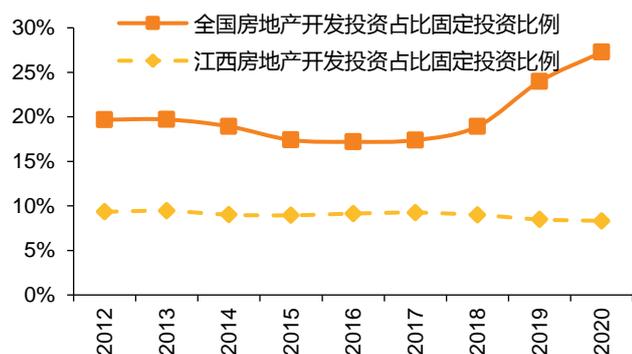


资料来源：江西省人民政府、天风证券研究所

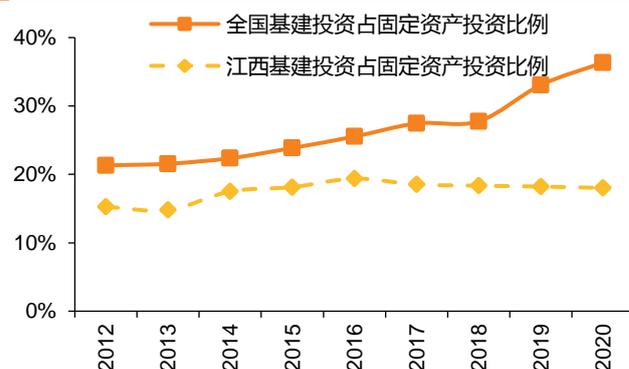
江西省房地产开发投资占固定资产投资的比重常年维持在 10%左右的水平，基础设施建设投资占固投比重接近 20%，与全国水平相比，江西省固定资产投资中的房地产开发和基础设施建设投资占比偏低，反映出江西省在房地产和基础设施建设方面存在短板，需求空间尚未打开。

图 16：江西省与全国房地产开发投资占固投比例对比

图 17：江西省与全国基建投资占固投比例对比



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

2.2. 政策逐渐发力，基建投资有望提速

重点项目建设助力江西基建提速。年初江西省人民政府印发《江西省“项目大会战”（2021-2023年）实施方案》，2021-2023年间六大领域“项目大会战”每年力争完成投资1万亿元以上，其中工业项目力争完成5000亿元以上，农业项目力争完成500亿元以上，服务业项目力争完成1500亿元以上，重大基础设施项目力争完成2000亿元以上，新基建项目力争完成500亿元以上，公共服务项目力争完成1000亿元以上，基建有望提速，为加快补齐重大基础设施短板，江西省发改委在近日公布《江西省重大基础设施领域前期推进项目清单（2021年10月~2022年6月）》。全省共计100个大项目，合计总投资2269亿元，项目分为交通设施、水利设施、能源设施、市政设施等，将激活省内基础设施建设新动能，为省内水泥企业发展提供良好机遇。

表 2：江西省重大基础设施领域前期推进项目（2021.10-2022.06）

项目类别	项目数量 (个)	总投资 (亿元)
铁路	3	437
高速公路	5	690
机场	3	250
普通省国道	22	165
水运	3	30
水利设施	9	271
能源设施	13	62
市政设施	42	364
总计	100	2269

资料来源: 江西省发改委、天风证券研究所

表 3：2021 年江西省关于“重大基础设施”项目政策及主要内容

时间	来源	内容
2021.02	《江西省“项目大会战”（2021-2023年）实施方案》	在 2021-2023 年间，六大领域“项目大会战”每年力争完成投资 1 万亿元以上，其中重大基础设施项目力争完成 2000 亿元以上，新基建项目力争完成 500 亿元以上，公共服务项目力争完成 1000 亿元以上。
2021.03	江西省发改委《2021 年江西省重点招商引资项目册》	明确江西省 2021 年对外招商引资的重要方向，包括重大基础设施 75 项，总投资金额 1018 亿元人民币
2021.06	江西省发改委	统筹推进交通、水利、能源、城镇等重大基础设施建设，2021 年实施重点项目 738 个，计划完成投资 2001 亿元；2022 年、2023 年每年力争完成投资 2000 亿元以上
2021.07	江西省人民政府《培育壮大市	推动建筑企业高质量发展。支持单一总承包企业向其他总承包资质发展。支持建

场主体三年行动计划 (2021-2023 年))	筑业龙头企业采用联合体投标方式参与铁路、公路、水利、机场、轨交等重大基础设施建设。鼓励和支持建筑企业参与“一带一路”建设,拓展海外工程建设市场。到 2023 年,全省年产值超过百亿元的建筑企业达到 10 家以上。
2021.10 《江西省重大基础设施领域前期推进项目清单 (2021 年 10 月~2022 年 6 月))》	全省共计 100 个大项目,合计总投资 2269 亿元,项目分为交通设施、水利设施、能源设施、市政设施等

资料来源:江西省人民政府、江西省发改委、天风证券研究所

十四五期间江西省交通基建投资仍有较大潜力。“十三五”时期江西省综合交通累计完成投资 4481 亿元,是“十二五”的 1.38 倍,“十三五”时期是江西交通发展史上建设规模规模最大的五年。“十四五”时期,是江西省开启建设社会主义现代化新征程,全面启动交通强省建设的第一个五年。《江西省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出聚焦信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三大方向,系统布局新型基础设施建设,着力推进交通强省重大项目建设,今年江西省交通运输工作会议表示,“十四五”期间江西综合交通规划建设总投资 6000 亿元,较“十三五”实际投资额增长 34%,基础设施的投资建设将进一步提振省内水泥需求。

表 4: 江西省综合交通运输体系发展目标

十三五目标	十三五实际完成额	十四五目标	十四五新增建设目标
铁路运营里程达到 5000 公里以上。其中,高铁达到 1500 公里。	新增高铁里程 920 公里	时速 250 公里以上的高铁突破 2000 公里,普通高铁突破 4000 公里	新增高铁里程 1059 公里,其中 250 公里以上的高铁新增 671 公里
高速公路通车里程 6000 公里以上。普通国道二级以上比例达到 95%、省道二级以上比例力争达到 65%。农村道路实现 25 户以上自然村通硬化路。全省乡镇、3A 级以上旅游景点实现三级以上公路全覆盖。	新建成高速公路 1233 公里;升级改造普通省道 3618 公里;新改建 54000 公里农村公路	实施 2000 公里高速公路建设工程,全省 80% 的乡镇半小时内上高速。升级改造 2000 公里普通国省道,新改建 10000 公里以上农村公路	新建高速公路 2000 公里;升级改造普通国省道 2000 公里;新改建 10000 公里以上农村公路
高等级航道达到 795 公里。	新增高等级航道里程 265 公里	高等级航道里程达到 1200 公里	新增高等级航道里程 330 公里
建设 20 个左右通用机场,基本覆盖全省航空研发制造产业集聚区、5A 级旅游景区、地面交通不便县(市)、重点林区和农产品主产区。	新建成一个民用机场,完成 6 个民用机场扩改建	推进两个民用机场建设,新建 1 个民用机场和 21 个通用机场,着力打造“一主一次七支”民用机场布局,全省机场旅客吞吐量达 3500 万人次。	推进两个民用机场新建进程;新建 1 个民用机场和 21 个通用机场
积极打造南昌国际性综合交通枢纽和九江、上饶、赣州、赣西全国性综合交通枢纽,以及吉安、鹰潭、抚州、景德镇、瑞兴等区域性综合交通枢纽。	“一核三极多中心”综合交通枢纽布局初步形成,综合运输效率逐步提升。	加快建设一批集约高效、无缝对接的公铁空、公铁水、江海直达等联运枢纽,打造“一核三极多中心”综合交通枢纽布局	

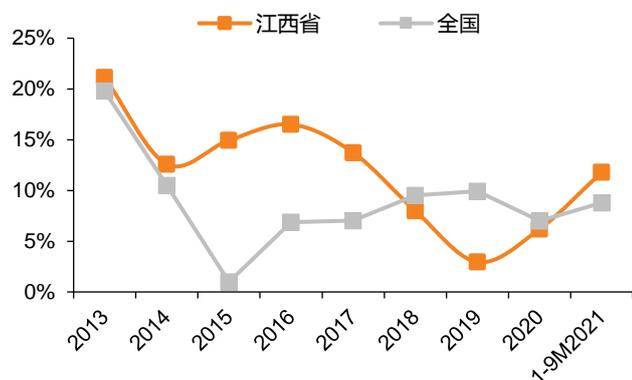
资料来源:国务院新闻办公室、江西省人民政府、天风证券研究所

2.3. 21 年江西省投资增速明显优于全国水平, 增长持续性较强

1-9 月江西省地产开发投资同比增速达 11.8%, 高于全国 8.8% 的水平, 从地产新开工情况来看, 2021 年 1-9 月份江西新开工面积累计同比增速达 13.7%, 同期全国新开工面积累计下滑 4.5%, 在全国地产需求逐渐走低趋势下, 江西省房地产市场仍保持增长。基建

方面，1-8 月份江西省基建投资累计同比增速达 7.0%，同样好于全国的 2.9%。江西省 2021 年计划新发地方政府专项债 1396 亿元，截至目前累计发行 1061 亿元，其中 10 月单月发行 497 亿，资金主要用于产业园区基础设施建设、公共卫生设施等领域，积极的财政政策对基建资金提供了有力的保障，未来基建增长持续性较强。

图 18：江西省与全国房地产投资完成额同比增速



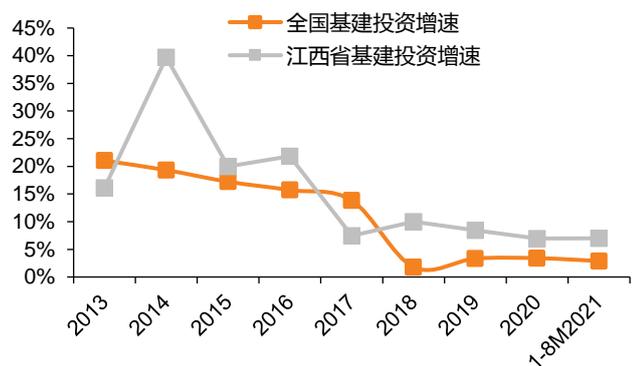
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：江西省与全国新开工面积同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：江西省与全国基础设施建设投资增速情况



资料来源：Wind、国家统计局、江西省统计局、天风证券研究所

图 21：江西省专项债发行情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

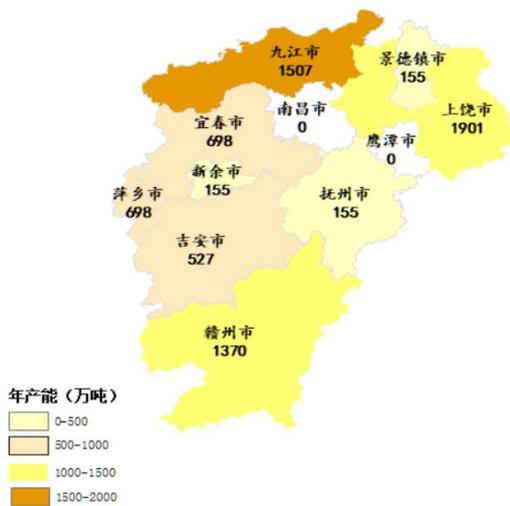
3. 供给格局稳固，限产有望推动价格加快走出洼地

3.1. 江西省 CR5 市占率高达 80%，市场格局相对稳定

江西省处长江三角洲、珠江三角洲和闽南三角地区的腹地，江西地形复杂，两点间直线距离短，实际运输路径长，省内水泥企业多分布在省份边界附近，易于向省外输送。因此外省份水泥产品大多不进入江西市场，而江西市场水泥产品部分外销，形成了水泥输出多输入少的半封闭的市场，有效地保护了区域市场。根据卓创资讯数据，截至 2021 年 9 月，江西省共有水泥熟料产能 6355 万吨，基本形成围绕赣南、赣北（含赣东北）的哑铃状水泥产业布局。

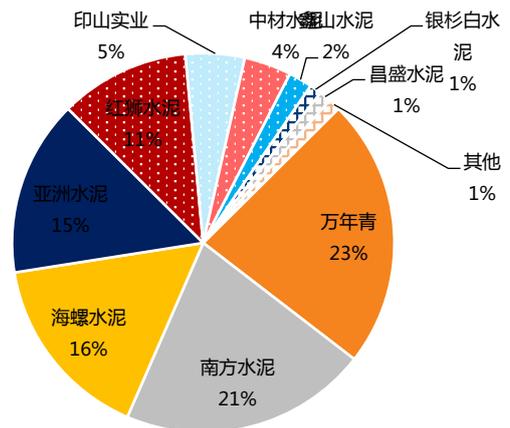
江西省产能集中度较高，市场格局相对稳定。截至到 2020 年年底，江西地区 CR5 市占率达 80%，在全国排在第三，其中以万年青为首，市占率 23%，南方、海螺分列二三，市占率分别为 21%、16%，其次为亚洲、红狮水泥。赣东北地区主要是万年青、海螺两分天下，赣中地区以南方、红狮为主，赣南为万年青的第二市场，其中海螺水泥以输入为主，主要通过长江将安徽的熟料运往江西的粉磨站，再进行生产销售，亚泥、南方部分输出，市场格局相对稳定。

图 22：截至 2021.09 江西省熟料产能分布



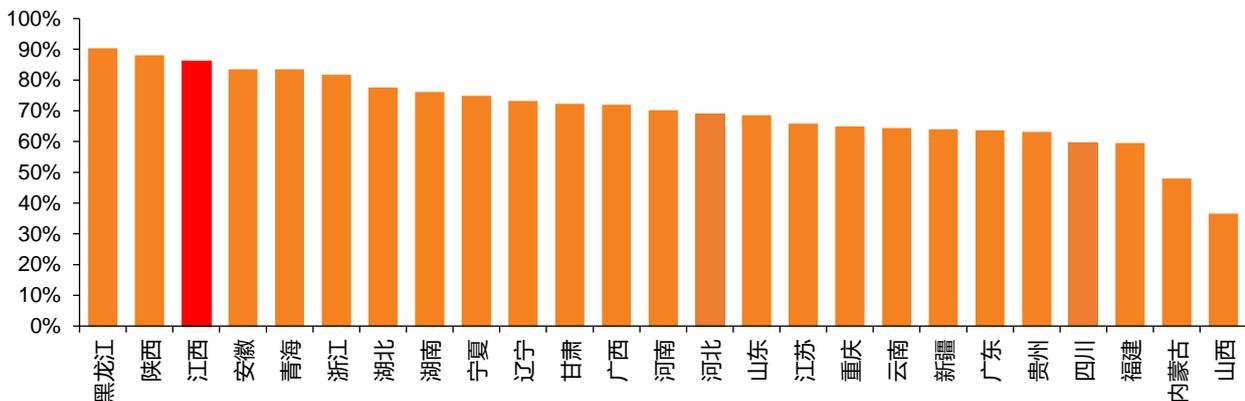
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 23：2020 年江西地区各水泥企业产能占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 24：2020 年各省熟料产能前五企业市场占有率

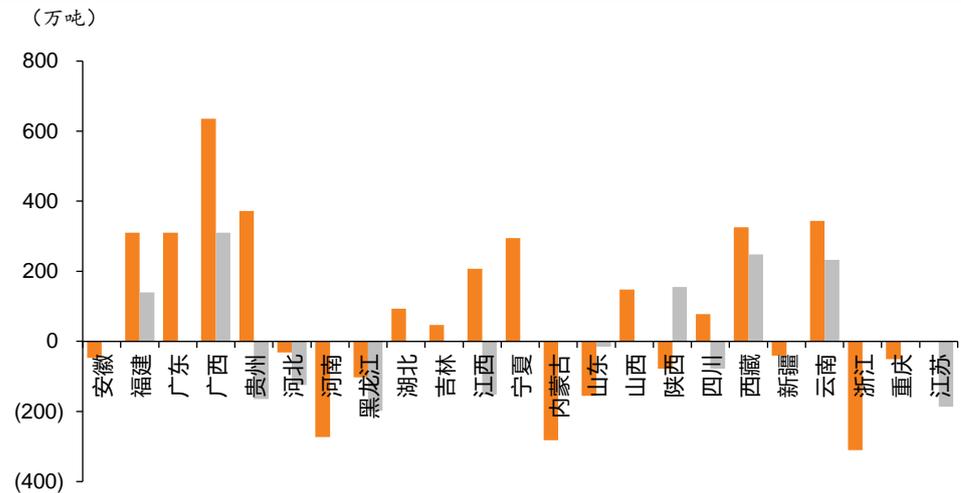


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

3.2. 新增产能有限，小产线退出或使得供给进一步收缩

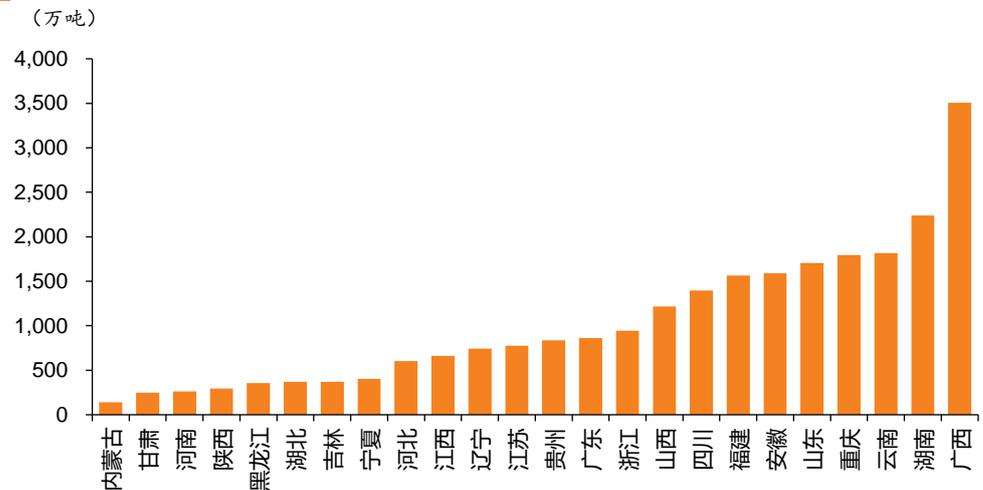
供给端来看，江西省新增产能较为有限。根据卓创资讯，20 年江西省水泥熟料净新增产能 208 万吨，2021 年新点火产能 158 万吨，主要为万年青上饶 5100T/D 产线，通过省内产能置换的方式，新线投产的同时，旧产线关停退出，产能净减少 152 万吨，区域供给仍保持稳定。未来来看，江西省目前拟建项目有四条线，合计年产能 660 万吨，其中两条为异地搬迁项目，两条为置换项目，供给端冲击并不大。

图 25：各省 20、21 年净新增产能情况



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

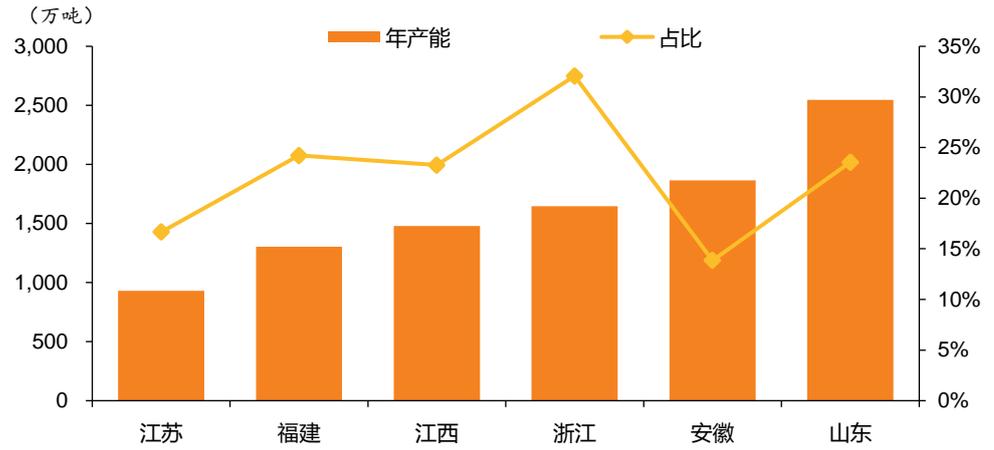
图 26：各省未来拟点火产能情况



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2500T/D 产线或面临退出，供给有望进一步收缩。19 年底中国建材联合会联手 15 家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》，其中日产 2500 吨以下的水泥熟料生产线被列入淘汰名单，要求 2022 年底前完全淘汰，3 月 10 日山东省环境厅发布《全省“十四五”和 2021 年空气质量改善目标及重点任务》，明确指出 2022 年底前，2500 吨/日规模的熟料生产线整合退出一半以上，2025 年底前，2500t/d 规模的熟料生产线全部整合退出，率先将产能退出提升到政策层面，预计后续各省政策有望陆续出台。根据我们统计，江西省水泥行业 2500 吨/日及以下的产线共 20 条，年产能达 1479 万吨，占江西省总产能比重约为 23%，按 1.5:1 的置换比例，则产能最低将净缩减 493 万吨，因此供给端来看，未来江西省收缩幅度在 7.8% 以上。

图 27：华东各省 2500T/D 规模及以下产线合计年产能及占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

3.1. 全国能耗双控叠加限电限产，9 月水泥价格迎大涨，有助于江西走出价格洼地

“十四五”开局之年部分地区能耗控制形势较为紧张。2021 年 8 月发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》显示，在能源强度降低方面，共有 9 个省（区）上半年能耗强度不降反升，为一级预警，在能源消费总量控制方面，共有 13 个省（区）为一级或二级预警。其中双控目标均为红灯预警的省市高达七个，分别是青海、宁夏、广西、广东、福建、云南和江苏，下半年能耗控制面临较大压力。受能耗双控影响，水泥行业首当其冲，2021 年 8 月 31 日，广西省率先发布通知，对当地水泥企业实施限产措施，随后广东、云南、江苏、宁夏等省份也相继发布限产通知，另一方面，在电煤供应短缺压力下，部分非能耗双控一级预警省份如贵州、浙江、山东、安徽同样开始执行限产，此次限产范围面积之广、力度之大尚属历史首次，水泥供给面临大幅收缩。

图 28：2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

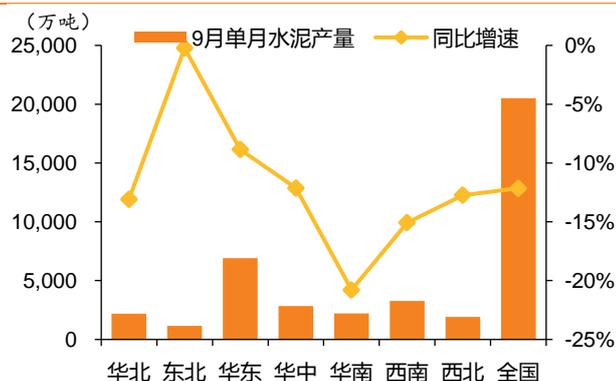
资料来源：国家发改委、天风证券研究所

注：1. 西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2. 红色一级预警，表示形势十分严峻；橙色二级预警，表示形势比较严峻；绿色三级预警，表示进展总体顺利。

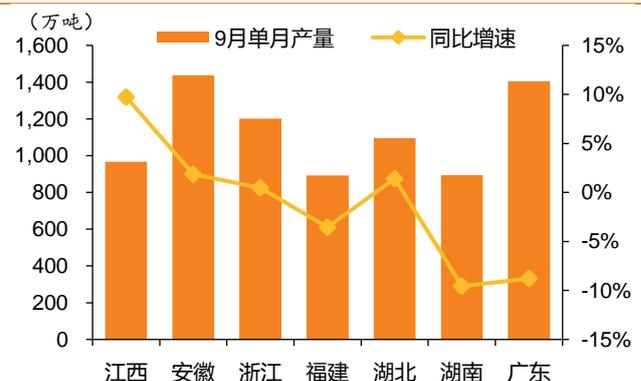
受限产情况，9月全国水泥产量大幅下滑，但江西省受影响较小。根据国家统计局，9月份全国水泥产量 2.05 亿吨，同比下滑 12%，较 8 月份下滑 4.7%，但江西省 9 月份受减产影响较小，9 月单月水泥产量 967 万吨，同比增长 9.7%，因江西仅收到能耗强度降低二级预警，能耗控制压力较小，同时江西省电力供应较为充足，工业生产没有被拉闸限电，但江西周边省份均不同程度受到限产影响，产量收缩情况较为严重，我们预计 Q4 江西省水泥产量有望继续维持稳中小增的趋势发展。

图 29：9 月单月全国及各区域水泥产量同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

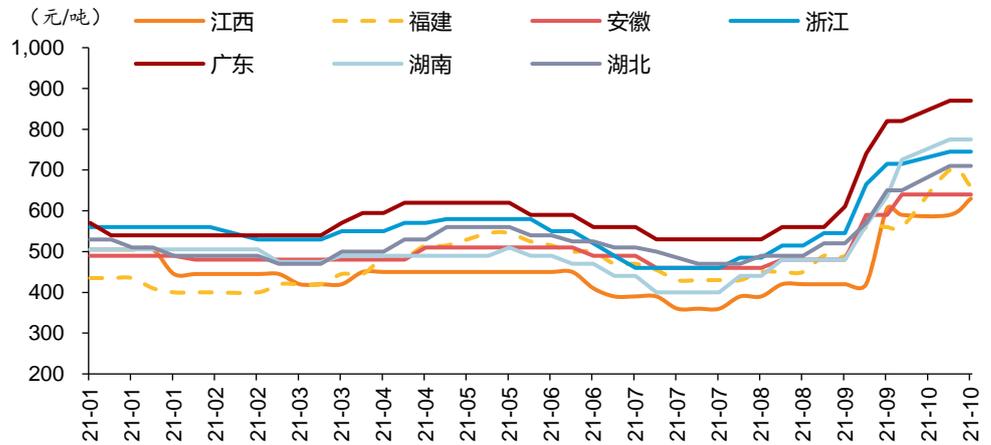
图 30：9 月单月江西省及周边接壤省份水泥产量同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

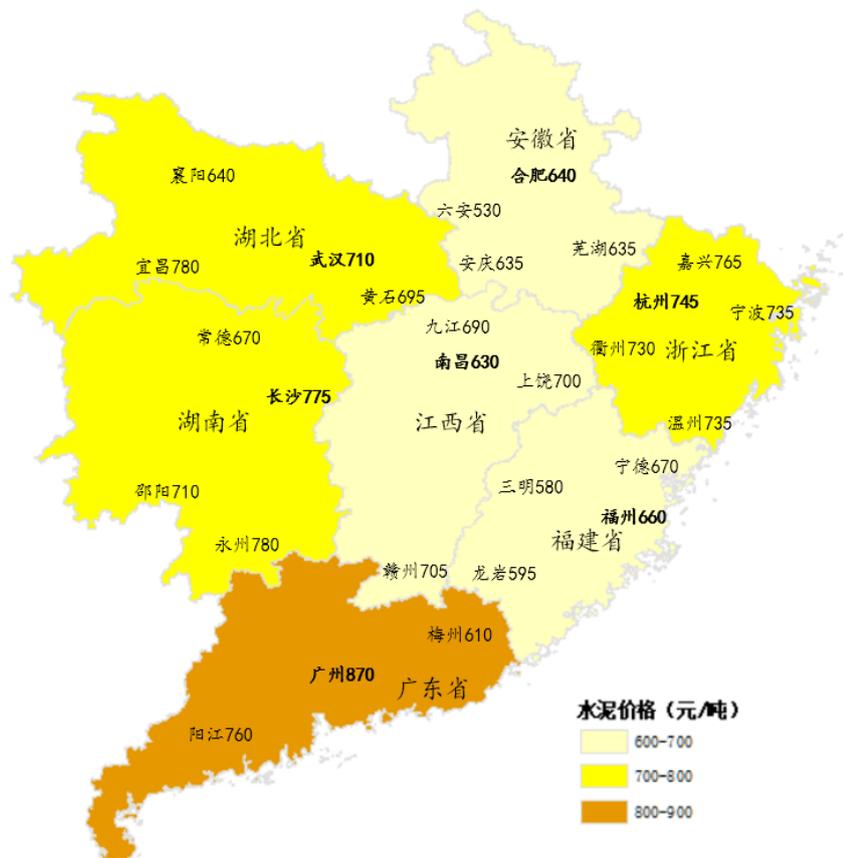
受供给端减产影响，9月份水泥价格迎来大幅上涨。自9月份限电减产以来，水泥价格开始大幅抬升，截至9月底，江西南昌水泥均价较7月底上涨270元/吨，但相比于周边省份，江西水泥价格仍处于低洼地区，进入十月份，前期涨幅较大的地区水泥价格涨幅有所放缓，部分区域开始出现震荡，但江西省水泥价格仍强势上涨，我们认为后期江西水泥价格仍有上涨潜力，此轮涨价后，江西省水泥有望走出价格洼地，盈利水平的改善幅度或高于周边省份。

图 31：21 年年初至今江西及周边六省水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 32：江西及周边六省水泥价格图（截至 2021.10 月 21 日）

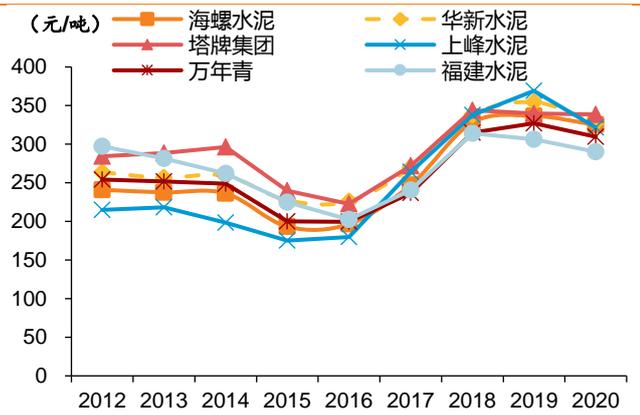


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

4. 成本费用管控优异，盈利有改善空间，助推 ROE 再提升

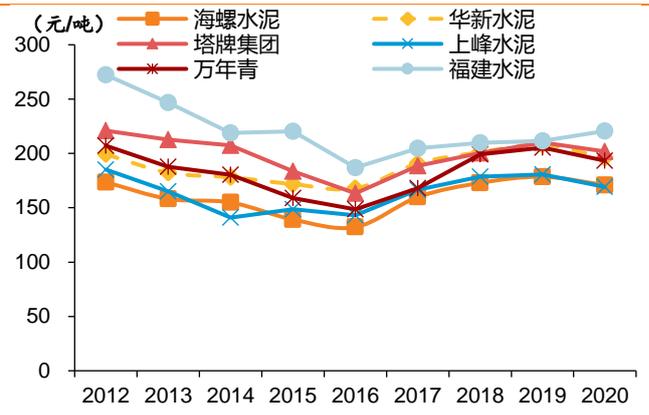
与可比公司相比，万年青水泥吨均价一直处于较低水平。2020 年水泥吨均价 310 元，较周边省份公司销售吨均价低 10-30 元/吨，这与江西水泥价格的疲软不无关系。但吨成本方面，万年青具有一定优势，2020 年公司水泥吨成本 193 元/吨，高于海螺、上峰水泥，但低于福建水泥、塔牌集团、华新水泥等大型企业。与 2019 年相比，吨成本下降约 12 元/吨。预计一方面因公司扩大原材料采购直供面，与国有大矿建立长协机制，直供量占比达到 70%，同时公司根据煤炭价格变动制定合理采购计划，20 年全年煤炭采购价格有所下降，另一方面公司持续推进节能减排环保技改，预计能耗进一步下降。

图 33：2012-2020 年水泥企业吨均价



资料来源：各公司年报、天风证券研究所

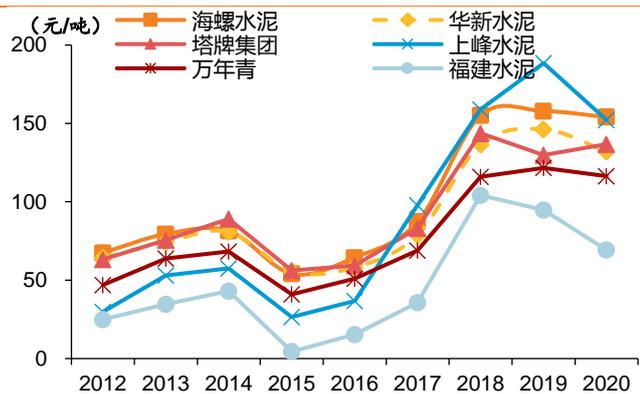
图 34：2012-2020 年水泥企业吨成本



资料来源：各公司年报、天风证券研究所

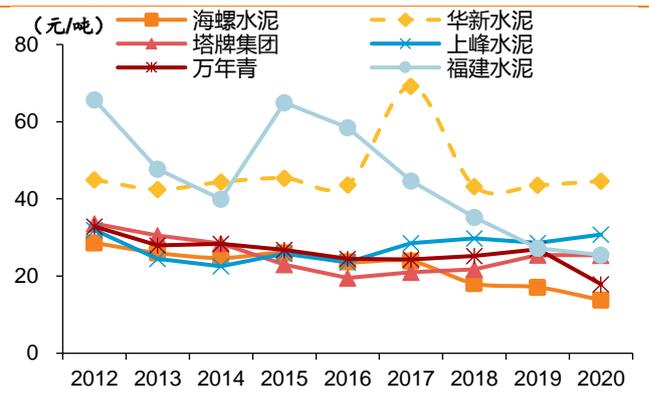
万年青 2020 年吨费用 17.9 元，仅高于海螺水泥的 13.8 元，明显低于其他水泥企业，相比于 2019 年下降 9.1 元，其中吨销售费用下降 6.3 元/吨，剔除会计准则调整影响后，下降 4.1 元/吨，因公司进一步压减营销开支、服务费等支出，成本及费用的表现体现了公司出色的经营能力，为中长期的盈利提升打下良好基础。

图 35：水泥企业吨毛利



资料来源：各公司年报、天风证券研究所

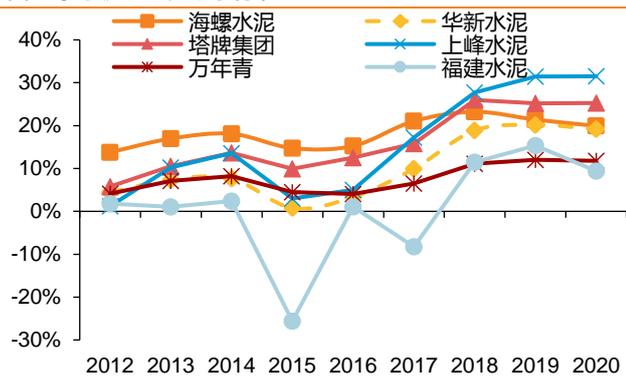
图 36：水泥企业吨费用



资料来源：各公司年报、天风证券研究所

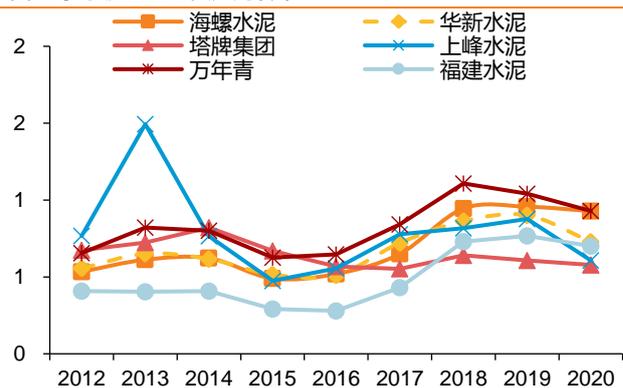
ROE 位居可比公司第二位，仍有较大提升空间。2020 年万年青 ROE 25.8%，在同业水泥企业中排名第二，仅次于上峰水泥的 33.2%，高于海螺水泥的 23.5%，主要受益于公司资产运行效率高，总资产周转率 0.93 次，处于可比公司首位，且资产负债率与可比公司相比处于偏高水平，但公司净利率较低，2020 年净利率为 11.8%，位于可比公司倒数第二位，仅高于福建水泥的 9.4%，我们认为公司成本费用管控能力较为出色，随着江西水泥价格逐步走出洼地，有望带来公司净利率提升，进而带动整体 ROE 提升。

图 37: 水泥企业归母净利润率



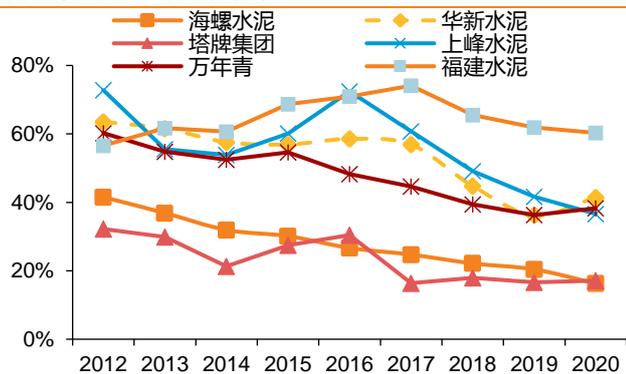
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 38: 水泥企业总资产周转率



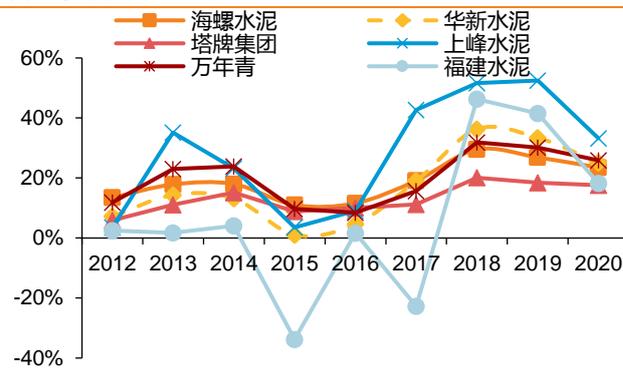
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 39: 水泥企业资产负债率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 40: 水泥企业 ROE



资料来源: Wind、天风证券研究所

5. 盈利预测

公司 20 年水泥及熟料主业同比下滑 2.8%，主要受疫情和洪水影响，需求较为低迷，公司水泥及熟料总销量 2744 万吨（含内部销量），同比基本持平，但吨均价同比下滑 22 元，仅有 271 元/吨。当前公司产能利用率已处在较高水平，且目前暂无新建项目规划，因此我们预计未来公司产销量波动较小，四季度受限电和错峰生产等因素影响，公司产销量可能小幅收缩，因此预计公司 21 年水泥熟料销量 2500 万吨，22/23 年分别为 2550/2600 万吨。价格端，截至 10 月 22 日，江西省会南昌水泥市场价达 630 元/吨，较 9 月均价上涨近 140 元/吨，较 7 月底最低价上涨 270 元/吨，我们预计四季度水泥价格或仍将维持高位，有望带来全年均价上涨，预计 22、23 年水泥价格中枢进一步抬升，公司 21-23 年吨均价分别为 322/350/355 元/吨；成本端，因煤炭价格上涨导致水泥企业成本上升，但我们预计成本涨幅低于水泥价格涨幅，且 10 月 19 日国家发改委组织召开煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施，未来煤炭价格有望维稳，我们预计公司 21-23 年水泥熟料毛利率分别为 41.6%/44.9%/47.9%。

表 5: 各项业务收入及毛利率预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
水泥及熟料					
收入 (百万元)	8,076.2	7,447.1	8,050.0	8,925.0	9,230.0
YoY	5.4%	-7.8%	8.1%	10.9%	3.4%
毛利率	37.2%	37.6%	41.6%	44.9%	47.9%
混凝土					
收入 (百万元)	2,784.3	2,627.93	3,000.00	2,928.00	2,976.00
YoY	20.2%	-5.6%	14.2%	-2.4%	1.6%
毛利率	18.3%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%

新型砖

收入 (百万元)	166.7	160.8	192.9	231.5	277.8
YoY	2.7%	-3.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	6.6%	-2.7%	5.0%	5.0%	5.0%

贸易

收入 (百万元)	234.2	2,129.0	2,341.9	2,576.1	2,833.7
YoY		809.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	1.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

其他

收入 (百万元)	129.0	164.2	295.5	443.3	664.9
YoY	93.9%	27.2%	80.0%	50.0%	50.0%
毛利率	48.3%	57.3%	50.0%	60.0%	60.0%

资料来源: Wind、天风证券研究所

公司 21 年前三季度实现营业收入 96.3 亿元, 同比增长 8.99%, 实现归母净利润 11.3 亿元, 同比增长 10.36%, 扣非归母净利润 10.5 亿元, 同比增长 2.3%, 其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 36.8/3.02 亿元, 同比分别+5.07%/-12.25%, 扣非归母净利润 3.07 亿元, 同比-11.5%。Q3 单季度因需求低迷同时煤炭价格上涨, 导致公司盈利压力增加, 利润出现下滑, 但随着 9 月份水泥价格的上涨, 我们预计公司 Q4 净利润将会有明显改善。未来三年我们认为江西基建投资仍有较大潜力, 且供给格局有望继续改善, 水泥价格有望逐步走出洼地。我们预计公司 21-23 年归母净利润 17.8/20.9/23.6 亿元, 参考可比公司估值, 给予公司 21 年 7 倍目标 PE, 对应目标价 15.68 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000672.SZ	上峰水泥	142	17.44	2.87	2.49	3.05	3.52	6.08	7.00	5.72	4.96
000877.SZ	天山股份	1,119	13.40	1.56	1.45	1.72	1.93	8.59	9.24	7.79	6.94
002233.SZ	塔牌集团	121	10.16	1.45	1.49	1.74	1.91	7.01	6.82	5.84	5.33
600585.SH	海螺水泥	2,010	37.93	6.34	6.63	6.60	6.94	5.98	5.72	5.75	5.47
	平均值							6.91	7.20	6.27	5.67
000789.SZ	万年青	90	11.34	1.72	1.86	2.24	2.62	6.61	6.11	5.07	4.33

注: 数据截至 20211103 收盘, 除万年青 21-22 年为天风预测外, 其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

江西水泥需求不及预期: 水泥需求主要分别地产和基建两个领域, 这两个领域受政策影响较大, 若政策方面继续对房地产行业施压, 则可能会压制水泥需求, 另一方面, 若雨水天气较多, 同样会影响水泥的需求。

煤炭价格继续上涨: 煤炭是水泥的主要成本, 近期国家发改委虽然对煤炭价格进行了管控, 但是后续在管控期结束后, 煤炭价格仍有上涨的可能, 则水泥成本仍有继续增加的风险。

水泥价格下滑: 若需求低迷, 则水泥企业之间竞争可能更为激烈, 或出现降价抢市场的行为, 这样会压低水泥价格, 对企业盈利造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,994.57	3,876.94	4,404.38	7,535.06	9,644.70
应收票据及应收账款	664.26	709.90	999.08	759.01	1,155.06
预付账款	173.74	187.30	224.32	202.49	232.75
存货	440.70	543.64	691.56	528.38	787.81
其他	338.22	358.83	376.66	347.00	388.33
流动资产合计	4,611.50	5,676.62	6,696.00	9,371.94	12,208.65
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,689.54	5,521.08	5,571.14	5,545.44	5,461.29
在建工程	546.94	557.21	370.33	270.20	192.12
无形资产	1,620.92	1,626.58	1,572.47	1,518.36	1,464.26
其他	1,337.24	1,757.61	1,541.76	1,648.29	1,593.63
非流动资产合计	7,194.64	9,462.48	9,055.70	8,982.29	8,711.30
资产总计	11,806.14	15,139.09	15,751.70	18,354.24	20,919.94
短期借款	1,002.00	802.27	900.00	900.00	900.00
应付票据及应付账款	885.93	1,597.74	877.30	1,676.03	1,058.43
其他	1,162.01	1,250.44	1,601.57	1,159.73	1,683.68
流动负债合计	3,049.94	3,650.45	3,378.87	3,735.76	3,642.11
长期借款	130.00	80.00	80.00	50.00	0.00
应付债券	0.00	862.84	457.59	440.14	586.86
其他	1,103.23	1,199.04	1,151.14	1,175.09	1,163.11
非流动负债合计	1,233.23	2,141.88	1,688.72	1,665.23	1,749.97
负债合计	4,283.17	5,792.33	5,067.59	5,400.99	5,392.08
少数股东权益	2,458.09	2,954.49	3,817.35	4,827.13	5,968.99
股本	797.37	797.39	797.40	797.40	797.40
资本公积	56.87	57.08	53.86	53.86	53.86
留存收益	4,089.30	5,011.92	6,069.36	7,328.72	8,761.48
其他	121.33	525.88	(53.86)	(53.86)	(53.86)
股东权益合计	7,522.97	9,346.77	10,684.11	12,953.25	15,527.87
负债和股东权益总计	11,806.14	15,139.09	15,751.70	18,354.24	20,919.94

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,054.57	2,196.80	1,783.69	2,087.41	2,360.45
折旧摊销	406.08	417.70	250.93	259.94	266.34
财务费用	73.43	50.63	(16.99)	(43.47)	(85.85)
投资损失	(61.23)	(72.38)	(280.00)	(120.00)	(100.00)
营运资金变动	(204.33)	(555.49)	(647.69)	721.45	(788.17)
其它	184.59	199.58	932.86	1,069.78	1,191.86
经营活动现金流	2,453.11	2,236.84	2,022.80	3,975.11	2,844.63
资本支出	533.43	2,161.85	107.90	56.05	61.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,271.42)	(3,432.74)	42.10	(76.05)	(61.98)
投资活动现金流	(738.00)	(1,270.89)	150.00	(20.00)	0.00
债权融资	1,132.00	1,813.55	1,460.40	1,420.56	1,527.41
股权融资	145.03	406.74	(569.19)	43.47	85.85
其他	(2,737.32)	(2,307.03)	(2,536.58)	(2,288.46)	(2,348.25)
筹资活动现金流	(1,460.28)	(86.75)	(1,645.36)	(824.43)	(734.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	254.83	879.20	527.44	3,130.68	2,109.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,390.43	12,529.02	13,880.38	15,103.92	15,982.47
营业成本	7,797.31	9,002.60	9,771.01	10,210.72	10,527.26
营业税金及附加	92.86	85.98	116.13	117.72	122.65
营业费用	359.32	161.31	178.71	194.46	205.78
管理费用	533.55	531.22	588.52	640.40	677.65
研发费用	14.18	37.58	41.64	45.31	47.94
财务费用	33.17	(1.75)	(16.99)	(43.47)	(85.85)
资产减值损失	(37.54)	(17.63)	(15.87)	(14.28)	(12.86)
公允价值变动收益	116.16	80.81	70.00	60.00	50.00
投资净收益	61.23	72.38	280.00	120.00	100.00
其他	(384.19)	(330.28)	(700.00)	(360.00)	(300.00)
营业利润	2,804.37	2,906.80	3,567.23	4,133.06	4,649.90
营业外收入	35.38	41.54	33.10	36.67	37.10
营业外支出	166.95	87.11	153.32	135.79	125.41
利润总额	2,672.81	2,861.23	3,447.00	4,033.95	4,561.59
所得税	618.24	664.43	800.45	936.75	1,059.28
净利润	2,054.57	2,196.80	2,646.55	3,097.19	3,502.31
少数股东损益	685.57	716.22	862.86	1,009.78	1,141.86
归属于母公司净利润	1,369.00	1,480.58	1,783.69	2,087.41	2,360.45
每股收益(元)	1.72	1.86	2.24	2.62	2.96

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	11.59%	10.00%	10.79%	8.81%	5.82%
营业利润	11.47%	3.65%	22.72%	15.86%	12.50%
归属于母公司净利润	20.34%	8.15%	20.47%	17.03%	13.08%
获利能力					
毛利率	31.55%	28.15%	29.61%	32.40%	34.13%
净利率	12.02%	11.82%	12.85%	13.82%	14.77%
ROE	27.03%	23.16%	25.98%	25.69%	24.69%
ROIC	48.94%	48.74%	47.22%	48.72%	64.45%
偿债能力					
资产负债率	36.28%	38.26%	32.17%	29.43%	25.77%
净负债率	-24.76%	-22.08%	-27.55%	-47.20%	-52.28%
流动比率	1.51	1.56	1.98	2.51	3.35
速动比率	1.37	1.41	1.78	2.37	3.14
营运能力					
应收账款周转率	14.64	18.24	16.24	17.18	16.70
存货周转率	23.82	25.46	22.47	24.76	24.29
总资产周转率	1.04	0.93	0.90	0.89	0.81
每股指标(元)					
每股收益	1.72	1.86	2.24	2.62	2.96
每股经营现金流	3.08	2.81	2.54	4.99	3.57
每股净资产	6.35	8.02	8.61	10.19	11.99
估值比率					
市盈率	6.61	6.11	5.07	4.33	3.83
市净率	1.79	1.41	1.32	1.11	0.95
EV/EBITDA	2.87	2.99	2.27	1.46	1.15
EV/EBIT	3.28	3.42	2.43	1.55	1.22

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com