

旺季即将来临，基建/地产需求有保障

——水泥行业深度报告

核心观点

- 疫情影响有限，行业韧性凸显，全年有望保持高景气。疫情冲击后水泥生产迅速恢复，20H1 水泥产量近 10 亿吨，YoY-4.8%，较 1-2 月份下滑 29.5% 明显收窄。需求在 4-6 月中上旬快速回补，5/6 月水泥产量达 2.5/2.3 亿吨，为 16 年以来同期最高。价格依然坚挺，20H1 全国水泥均价 429 元/吨，YoY+1.4%。20H1 行业实现收入/盈利 4262/767 亿元，YoY-6.1%/-6.1%。
- 基建项目/资金齐备，带动 H2 水泥需求。本篇报告回答了关于基建用水泥的两个重要问题，是否有足够的开工项目/资金来源。20 年 1-5 月基建项目申报提速，申报金额达 19 万亿，YoY+110%，一般基建项目从申报到开工间隔约 7 个月，1-5 月申报的项目有望在 H2 进入开工季。此外，我们测算 20 年基建资金来源 17.4 万亿，YoY+11.5%。相较 19 年，20 年基建资金增量主要来自专项债，20 年计划发行 3.75 万亿，YoY+74.4%，且用于基建比例从 19 年 23% 提升至 20 年 57%，对应增量 1.54 万亿。考虑杠杆效应，预计全年专项债可带动基建投资 3.75 万亿，是 20 年基建增量的 4.12 倍。
- 在地产销售有韧性的前提下，为保持库存在合理范围内，地产投资韧性有望继续保持，支撑水泥需求。目前货币政策环境相对较为宽松，20H1 社融累计 YoY+42.5%，支撑商品房销售平稳增长，20H1 商品房销售面积累计 YoY-8.4%。我们用广义商品房去化时间来代表地产库存水平，截至 20H1 底，此项为 5.71 年（受疫情影响此项虚高），随着销售逐渐恢复预计全年回到 12-20H1 均值 5.24 年附近。地产库存处于中枢水平且补库缓慢（20H1 地产销售与投资增速差值较小，为-7.3pct），补库时间拉长带来地产投资韧性。预计 20 年地产投资增速有望达 4.7%（20H1 房地产投资 YoY+1.9%）。
- 淡季基本结束，旺季有望提前至 8 月中旬。随着梅雨季节的结束，对应水泥淡季进入尾声。今年梅雨季节较去年多出约 20 天，受压制的需求有望在 8 月份回补。受回补行情及基建项目提前开工影响，旺季涨价时间点有望提前。参照 18/19 年情况，水泥出货率出现拐点后，对应 0-2 周水泥库容比出现拐点，随后 1 周水泥价格出现拐点。目前水泥库容比出现回落，但仍处于相对高位，预计需 2 周左右消化库存，水泥价格拐点有望出现在 8 月中旬。

投资建议与投资标的

- 疫情/梅雨影响有限，不改行业景气向上趋势。基建项目密集申报及专项债扩容，20H2 基建发力在即。地产投资韧性仍存，支撑水泥需求。受梅雨压制的需求有望迅速回补，叠加基建项目提前开工，旺季涨价时间点有望提前至 8 月中旬。华东需求集中释放，旺季价格弹性可期；华北雄安发力，需求有保障，供给端边际改善；西北基建需求确定性高，景气延续。推荐海螺水泥(600585，增持)，冀东水泥(000401，增持)。

风险提示

- 错峰限产力度不及预期风险；基建投资强度/进度不及预期风险。

证券代码	公司名称	股价	EPS			PE			投资评级
			19	20E	21E	19	20E	21E	
600585	海螺水泥	61.88	6.34	6.62	6.74	9.76	9.35	9.19	增持
000401	冀东水泥	18.93	2.00	2.46	2.74	9.45	7.69	6.92	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

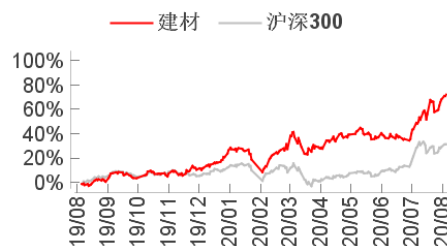
行业

建材行业

报告发布日期

2020 年 08 月 06 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

黄骥

021-63325888*6074

huangji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520030001

联系人

聂磊

021-63325888*7504

nielei@orientsec.com.cn

联系人

江剑

021-63325888*7275

jiangjian@orientsec.com.cn

相关报告

- 玻纤拐点尚未出现，边际改善逐渐显现：—— 2020-06-23
——玻纤行业深度报告
- 供需格局改善，上行拐点确立：——玻璃行业深度报告 2020-06-02
- 玻璃/玻纤反转在即，基建设计强者恒强：—— 2020-05-19
——20 年年度建材/建筑投资策略

目 录

一、疫情影响有限，行业韧性凸显	5
二、供需格局向好，景气有望延续	7
2.1 新增产能有限，进口熟料冲击边际减弱	7
2.2 项目/资金齐备，带动 H2 水泥需求	10
2.3 地产投资韧性仍存，支撑水泥需求	17
三、季节性波动增强，旺季有望提前	21
四、华东价格弹性可期，华北/西北景气向好	24
风险提示	26

图表目录

图 1: 2015-2020.6 水泥产量累计同比 (%)	5
图 2: 20H1 各地区水泥产量 (万吨)	5
图 3: 2016-2020 年水泥单月需求量 (万吨)	5
图 4: 2017.1-2020.7 全国水泥均价 (元/吨)	6
图 5: 20H1 各地区水泥均价 (元/吨)	6
图 6: 2008-20H1 水泥行业盈利 (亿)	6
图 7: 20H1 各地区产能冲击率 (%)	7
图 8: 20H2 产能冲击率 (%)	8
图 9: 2020 全年产能冲击率 (%)	8
图 10: 2011-20.05 我国水泥及熟料进口数量 (万吨)	9
图 11: 2019.8-2020.7 华东熟料价格和进口熟料数量 (元/吨, 万吨)	10
图 12: 2015.2-2020.6 基建投资 (不含电力) 累计同比 (%)	10
图 13: 2019.1-2020.6 基建项目各主体申报金额 (万亿)	11
图 14: 基建投资资金来源	12
图 15: 2016-2018 年基建资金来源构成 (%)	12
图 16: 2011-2020 年全国公共财政支出预算及基建投资占比 (万亿, %)	13
图 17: 2011-20H1 新增人民币贷款 (万亿)	13
图 18: 2011-2018 年基建用国内贷款 (万亿)	13
图 19: 2016-2018 年基建用自筹资金构成 (亿)	14
图 20: 2016-2018 年基建用自筹资金构成 (%)	14
图 21: 2012-2019 年地方本级政府性基金收入 (万亿)	14
图 22: 12.6-20.6 全国/地方政府性基金收入累计同比 (%)	14
图 23: 15.2-20.6 土地成交价款/土地出让金累计同比 (%)	15
图 24: 土地出让金和土地成交价款相关系数为 0.896	15
图 25: 2016-2018 年全国政府性基金用于基建比例 (%)	15
图 26: 2017.11-2020.6 专项债发行额 (亿)	16
图 27: 2009-2019 基建固投完成额 (万亿)	16
图 28: 2007.5-2020.6 商品房销售面积/社会融资规模累计同比 (%)	18
图 29: 11.12-20.6 商品房/住宅待售面积累计值 (亿平)	18
图 30: 2012-2019 年房屋施工面积/销售面积	18
图 31: 2007.5-2020.6 地产开发销售/投资累计同比 (%)	19
图 32: 2007.5-2020.6 地产销售额与投资增速差值 (%)	19
图 33: 2013.2-2020.6 地产投资完成额累计同比 (%)	19

图 34：2015.2-2020.6 房屋新开工面积累计同比（%）	20
图 35：2015.2-2020.6 房屋施工面积累计同比（%）	20
图 36：2000-2019 年水泥产量（亿吨）	20
图 37：2007-2019 年新点火熟料设计产能（亿吨）	21
图 38：2012-2020 年南方/北方地区水泥价格（元/吨）	21
图 39：各省梅雨天数（天）	23
图 40：2018.01-2020.08 全国水泥出货率（%）	23
图 41：2018.01-2020.08 华东地区水泥出货率（%）	23
图 42：2018.01-2020.08 全国水泥价格/出货率/库容比（元/吨，%，%）	24
图 43：华东地区水泥产量（亿吨）	25
图 44：2016.1-2020.7 华东地区水泥均价（元/吨）	25
图 45：华北地区水泥产量（亿吨）	25
图 46：2016.1-2020.7 华北地区水泥均价（元/吨）	25
图 47：西北地区水泥产量（万吨）	26
图 48：2016.1-2020.7 西北地区水泥均价（元/吨）	26
表 1：20H1 已投产项目	7
表 2：20H2 拟投产产线	8
表 3：基建项目申报审批时间间隔	11
表 4：专项债用于基建比例逐年增长	16
表 5：基建资金来源预测表（亿元）	17
表 6：南方地区淡旺季价格涨跌幅	21
表 7：北方地区淡旺季价格涨跌幅	22
表 8：2018-2020 年全国/华东水泥出货率/库容比/价格拐点时间及对应值	24

一、疫情影响有限，行业韧性凸显

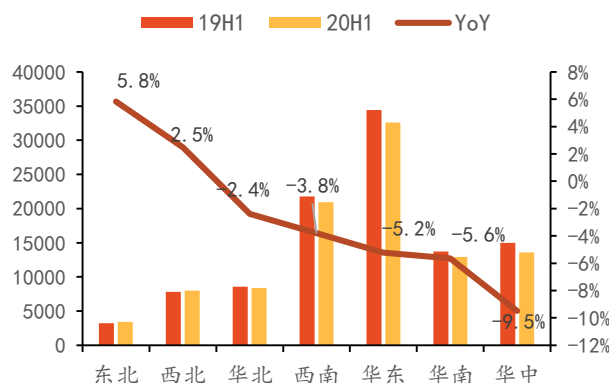
疫情冲击后水泥生产迅速恢复，20H1 产量同比收窄至-4.8%。受新冠疫情影响，水泥生产短期受到冲击，20 年 1-2 月份水泥产量累计同比-29.5%。随着复工复产的推进，水泥生产快速恢复，截至 2020 年 6 月，水泥累计产量近 10 亿吨，YoY-4.8%，较年初有明显收窄。分地区看，北方地区增速明显高于南方，20H1 东北/西北水泥产量 YoY+5.8%/2.5%，华中受疫情影响较大，20H1 产量 YoY-9.5%，其次为华南，YoY-5.6%。

图 1：2015-2020.6 水泥产量累计同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

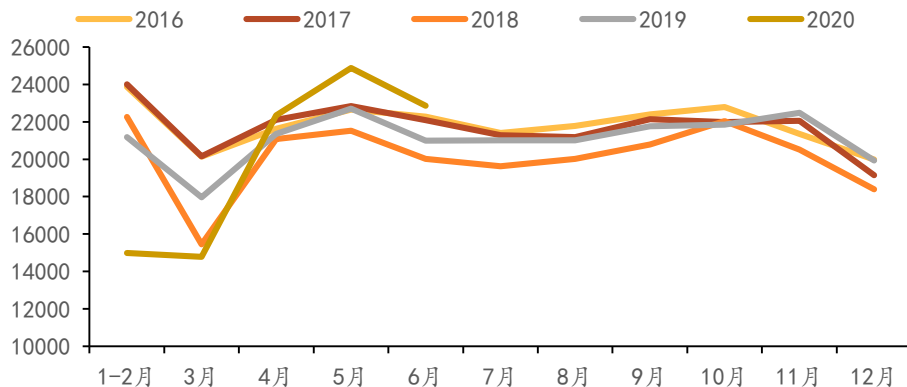
图 2：20H1 各地区水泥产量（万吨）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

需求快速回补，5/6 月水泥需求创 16 年以来新高。受新冠疫情影响，Q1 水泥需求受到压制，随着国内复工复产的推进，水泥需求在 Q2 进行集中释放，出现较为明显的赶工行情，5/6 月份水泥需求量分别为 2.5/2.3 亿吨，明显高于 16-19 年历史同期。

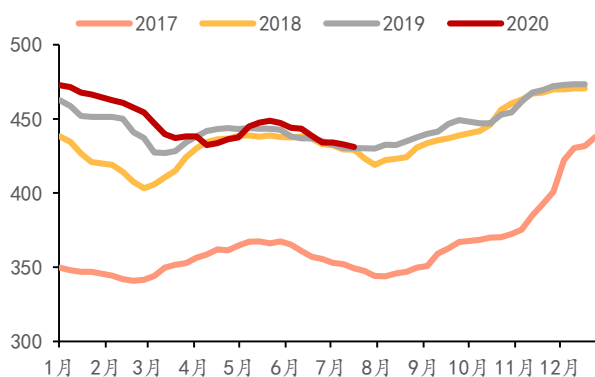
图 3：2016-2020 年水泥单月需求量（万吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

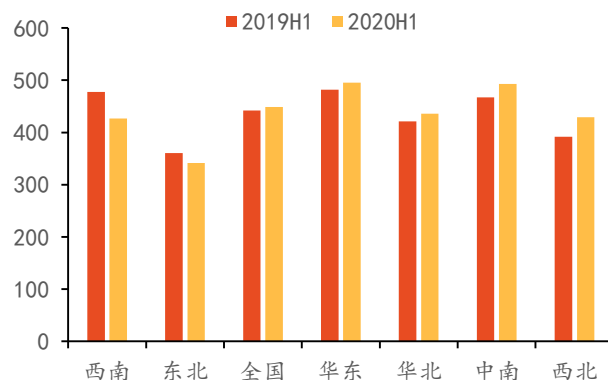
价格高位震荡，20H1 全国水泥均价 429 元/吨，YoY+1.4%。受疫情影响，Q1 水泥价格一路走低。由于 20 年复工时间较往年晚近 1 个月，因此水泥价格 4 月份才开始触底回升（较往年晚近 1 个月），直到 6 月份进入淡季，价格出现回落。由于年初价格高基数，20H1 全国水泥均价 449 元/吨，YoY+1.4%。其中西北地区价格表现强势，20H1 均价为 429 元/吨，YoY+9.5%；中南地区由于年初高基数，以及企业协同较好，淡季价格回落幅度有限，20H1 均价为 493 元/吨，YoY+5.5%；西南地区回落较多，20H1 均价 427 元/吨，YoY-10.7%，主要由于高速公路运输免费，导致川渝地区受外来熟料冲击较大，价格被迫出现下调；东北地区 20H1 均价 342 元/吨，YoY-5.3%，主要由于吉林/黑龙江地区企业竞争激烈，价格出现大幅回调。

图 4：2017.1-2020.7 全国水泥均价（元/吨）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

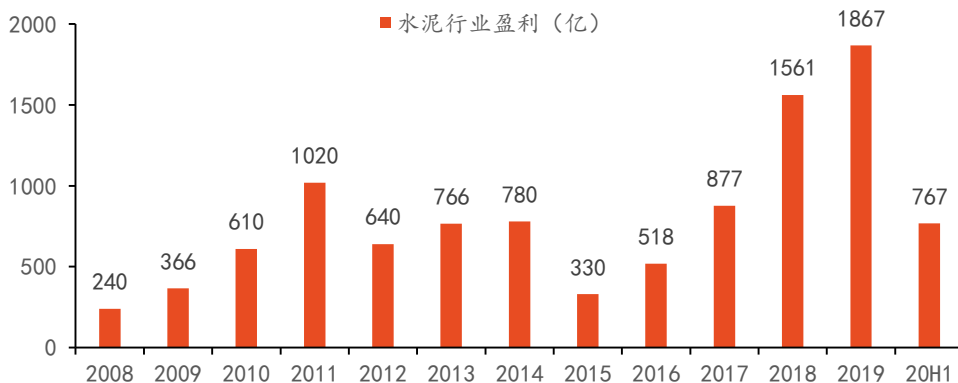
图 5：20H1 各地区水泥均价（元/吨）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

行业盈利小幅下滑，20H1 水泥行业盈利 767 亿元，YoY-6.1%。由于行业供给受限，需求平稳增长，水泥行业价格从 2016 年以来不断走高，水泥行业公司盈利一路攀升，根据数字水泥网，2019 年水泥行业盈利 1867 亿，YoY+19.6%。受疫情影响，行业盈利小幅下滑，根据国家统计局数据，20H1 水泥行业营收 4262 亿，YoY-6.1%，实现利润 767 亿，YoY-6.1%，降幅较 1-5 月份收窄 2.1pct。

图 6：2008-20H1 水泥行业盈利（亿）



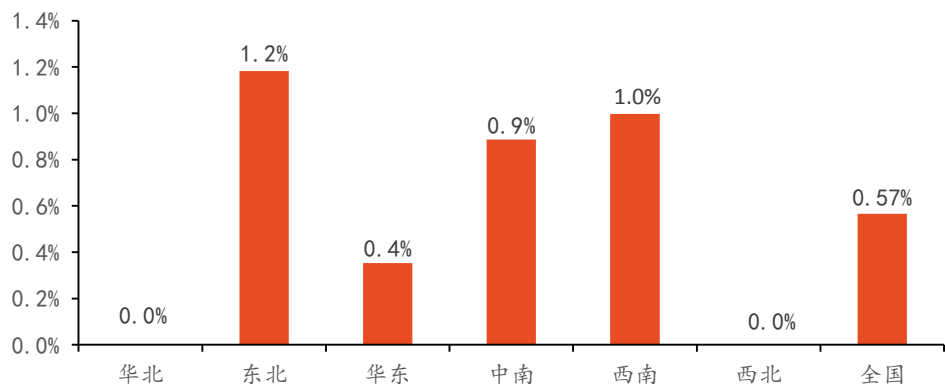
数据来源：数字水泥网，国家统计局，东方证券研究所

二、供需格局向好，景气有望延续

2.1 新增产能有限，进口熟料冲击边际减弱

20H1 产能冲击有限，熟料产能净增 1029 万吨/年，产能冲击率 0.57%。根据卓创资讯数据，20H1 共有 11 条熟料线点火，新增熟料产能 1637 万吨/年。新增熟料线大部分为置换项目，上半年淘汰熟料产能 608 万吨/年，净增 1029 万吨。相较 19 年末 18.2 亿吨熟料产能，20H1 产能冲击率 0.57%，产能冲击有限。分地区来看，20H1 东北/西南/中南产能冲击率相对较大，分别为 1.2%/1.0%/0.9%，华东/华北/西北产能冲击率相对较小，分别为 0.4%/0.0%/0.0%。

图 7：20H1 各地区产能冲击率（%）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

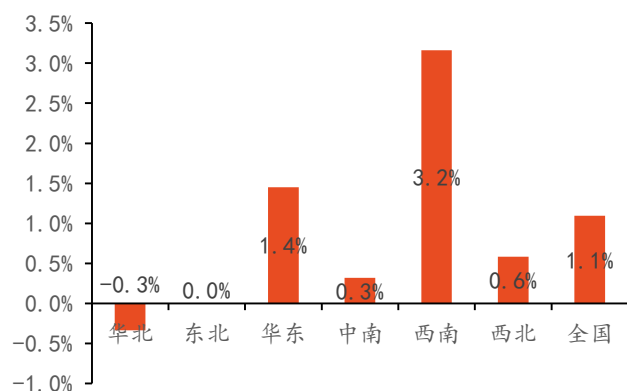
表 1：20H1 已投产项目

大区	省份	地区	企业名称	设计产能 (t/d)	投产时间
东北	吉林	白山	白山山水水泥有限责任公司	5000	2020/5/15
	福建	龙岩	福建春驰集团新丰水泥	5500	2020/4/26
华东	浙江	湖州	湖州槐坎南方水泥有限公司	7500	2020/5/10
	福建	龙岩	福建省永定兴鑫水泥有限公司	5000	2020/5/31
	贵州	安顺	华润水泥（安顺）	5000	2020/2/15
西南	云南	红河	绿春县共达水泥	2000	2020/4/18
	四川	甘孜州	康定跑马山水泥有限责任公司	2500	2020/5/18
	云南	大理	祥云建云水泥有限公司	4800	2020/5/30
	云南	普洱	景谷红狮水泥有限公司	3000	2020/6/28
	广东	梅州	广东塔牌集团股份有限公司	10000	2020/4/29
中南	广西	河池	宜州广驰水泥有限责任公司	2500	2020/5/28

数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

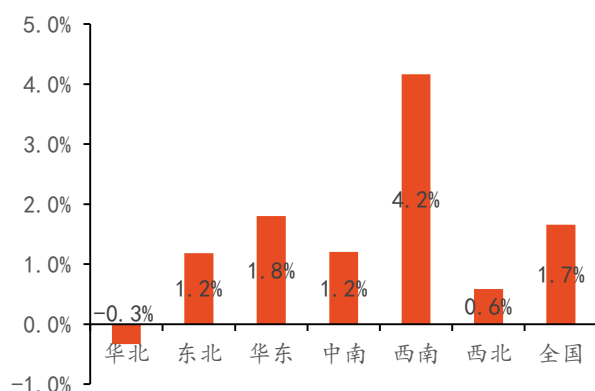
预计全年熟料产能净增 3016 万吨/年，产能冲击率约 1.7%，产能冲击依然有限。根据卓创资讯，20H2 拟投产熟料产线 3491 万吨/年，淘汰/关停产线约 1504 万吨/年，20H2 净增熟料产线 1987 万吨/年。全年净增熟料产能 3016 万吨/年，产能冲击率 1.7%，依然有限。分地区看，20H2 西南/华东地区产能冲击相对较大，达到 3.2%/1.4%；华北/东北/中南/西北地区产能冲击相对较小，分别为-0.3%/0%/+0.3%/0.6%。

图 8：20H2 产能冲击率（%）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 9：2020 全年产能冲击率（%）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

表 2：20H2 拟投产产线

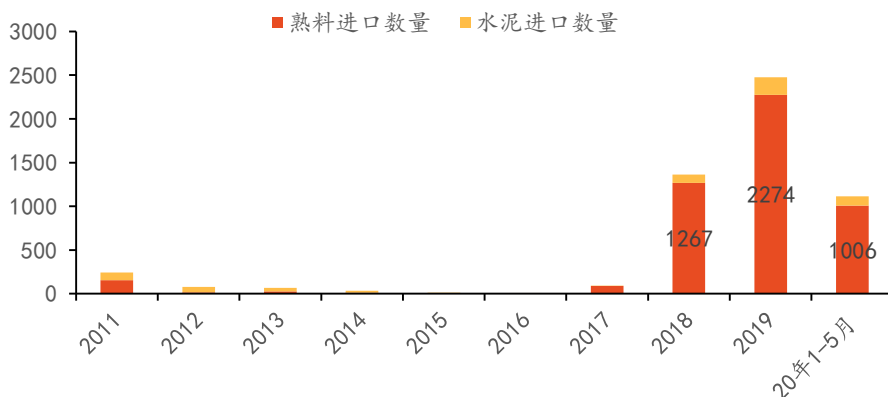
区域	省份	所属集团	拟投熟料产能 (T/D)	条数
东北	黑龙江	中国建材集团	7500	2
	陕西	中国建材集团	4500	1
西北	宁夏	中国建材集团	5000	1
	新疆	尧柏水泥	4500	1
华北	山西	其他	5000	1
华东	福建	福建水泥	4500	1
	江苏	中国建材集团	7500	1
	浙江	中国建材集团	5000	1
	江西	红狮	4000	1
	江西	万年青	9600	2
中南	湖北	华新	10000	1
	广西	鱼峰	2500	1
	广东	其他	5000	1
西南	贵州	华润	5000	1
	云南	其他	5000	2
	云南	云南水泥建材集团	4000	1
	云南	红狮	3000	1
	云南	尖峰	4000	1
	西藏	中国建材集团	8000	2

西藏	海螺	2500	1
西藏	其他	6500	2

数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

预计 20 年进口熟料仍有较高增长。随着国内水泥/熟料价格不断走高，以及东南亚各国水泥/熟料产能出现严重过剩，导致近几年我国进口水泥/熟料大幅增长，2019 年进口水泥/熟料合计达 2474 万吨，YoY+81.6%，其中熟料进口 2274 万吨，YoY+79.5%。我国进口熟料主要来自越南/韩国/泰国/印尼，19 年分别占总进口量的 67%/9.6%/7.7%/5.9%，熟料进入国内的地区主要为山东/上海/福建/天津/江苏。20 年 1-5 月进口熟料延续增长态势，进口量达 1006 万吨，YoY+24.2%，预计全年仍有较高增长。

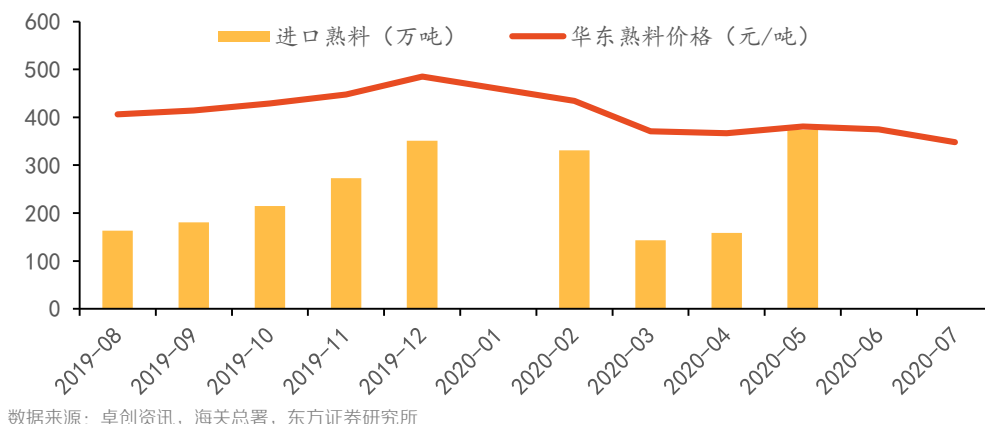
图 10：2011-20.05 我国水泥及熟料进口数量（万吨）



数据来源：海关总署，东方证券研究所

淡季进一步降价抵御进口熟料冲击，为旺季涨价奠定基础。随着国内疫情好转，赶工需求逐步释放，进口熟料大幅增长，5 月份进口熟料达 374 万吨，YoY+55.0%。为抵御进口熟料冲击，在 6/7 月份传统水泥淡季，国内水泥厂商大幅降低熟料价格，根据卓创资讯，7 月中旬华东地区熟料均价相较 6 月初已下调 44 元（-11.4%）。根据数字水泥网，6-7 月华东部分地区熟料价格已进行三轮下调（较往年多一轮），在目前价格下进口熟料价格几乎无盈利空间，预计进口熟料冲击有所减弱。在淡季通过进一步降价，将使熟料进口通道短期进入关闭状态，而后续通道开启需要一定时间，为旺季国内水泥/熟料价格推涨奠定基础。

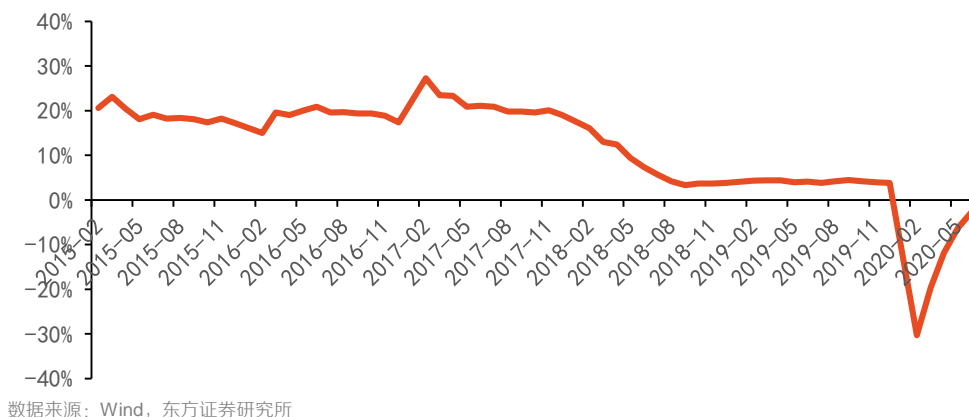
图 11: 2019.8-2020.7 华东熟料价格和进口熟料数量 (元/吨, 万吨)



2.2 项目/资金齐备，带动 H2 水泥需求

基建加码稳增长，预计全年增速有望达 5%。受新冠疫情影响，短期经济有所扰动。在“六保六稳”的政策背景下，基建端不断加码，20H1 基建投资（不含电力）累计同比-2.7%，相较 20 年 1-2 月份基建投资累计同比-30.3%有明显收窄。上半年基建项目中大部分为存量项目继续施工，下半年由新项目接力，20H1 基建项目密集申报，专项债扩容且用于基建比例提升，推动 20H2 新项目顺利落地，20H2 基建有望发力。根据东方证券宏观团队预计，20 年基建增速有望达 5%，继续拉动水泥需求。

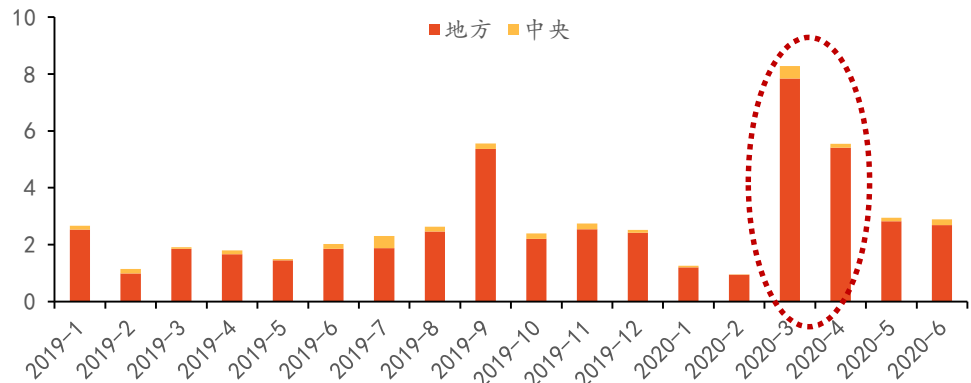
图 12: 2015.2-2020.6 基建投资（不含电力）累计同比 (%)



20H1 基建项目密集申报，为拉动 20H2 水泥需求奠定基础。根据全国投资项目在线审批监管平台数据，20H1 基建项目申报金额达 21.9 万亿，YoY+97.9%，其中 3/4 月份基建项目申报较为密集，申报金额分别为 8.3/5.5 万亿，YoY+331.7%/208.6%。我们统计近几年 32 个基建项目申报到开工时间间隔，中位数为 200 天，对应约 7 个月。则 20H1

密集申报的基建项目有望在下半年逐步释放，进而拉动水泥需求，其中 1-5 月份密集申报的基建项目，有望对 Q4 水泥需求产生较为明显的拉动作用。

图 13：2019.1-2020.6 基建项目各主体申报金额（万亿）



数据来源：全国投资项目在线审批监管平台，东方证券研究所

表 3：基建项目申报审批时间间隔

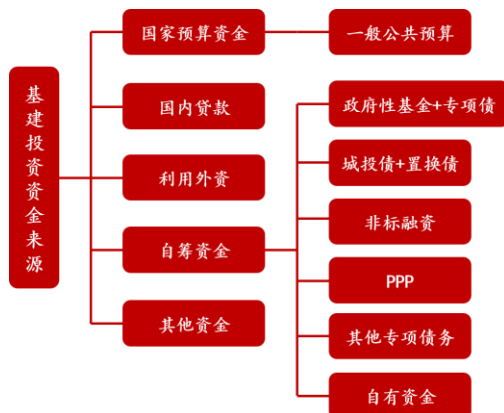
项目名称	申报审批日期	开工日期	时间间隔（天数）	时间间隔（月）
大理机场改扩建工程	2016/12/6	2016/12/30	24	1
省道 201 线海拉尔至阿木古郎段公路	2009/4/27	2009/6/17	51	2
省道 203 线阿木古郎至杜拉尔桥段公路	2009/4/27	2009/6/17	51	2
呼和浩特至杀虎口（蒙晋界）高速公路工程项目	2010/8/24	2010/10/20	57	2
昆明机场航站区改扩建工程	2016/12/26	2017/2/23	59	2
云南省红河州弥勒通用机场	2017/9/6	2017/11/18	73	3
新建广州南沙港铁路	2015/9/29	2015/12/26	88	3
凤凰岭大桥工程	2017/12/4	2018/3/19	105	4
临洮县红旗乡何家湾洮河大桥建设工程	2019/5/29	2019/9/17	111	4
勐海县曼桂水库工程	2016/6/1	2016/10/13	134	5
广西大化县那马水库扩容工程	2016/2/22	2016/7/22	151	6
深茂铁路开平站配套及道路工程	2017/6/29	2017/11/30	154	6
上海浦东国际机场三期扩建项目	2015/7/7	2015/12/29	175	6
赣深铁路东莞南站（塘厦站）地下空间共构工程	2018/12/20	2019/6/17	179	6
云南陇川通用机场项目	2016/9/26	2017/4/1	187	7
邱墅阁大桥建设工程	2016/2/5	2016/8/15	192	7
扬州市新万福路-万福大桥建设工程	2013/4/16	2013/11/10	208	7
国道 209 线和林格尔至清水河段公路工程	2009/9/1	2010/4/18	229	8
G7611 线昭通（川滇界）至西昌段高速公路	2018/12/19	2019/9/16	271	9
谢边跨线桥上跨广茂铁路立交工程	2018/5/22	2019/2/28	282	10
南京长江第五大桥	2016/7/11	2017/4/27	290	10
中兴大桥及接线工程（江南路-青云路）	2015/8/21	2016/11/17	454	15
云南省红河州元阳县东观音山水库	2014/7/9	2015/10/7	455	15
虹桥机场公务机基地二期项目	2016/4/7	2017/7/26	475	16

荔浦县公园大桥建设工程	2016/6/22	2017/10/18	483	16
S7 公路（月罗公路-宝钱公路）新建工程	2017/7/13	2018/11/23	498	17
国道 111 线那吉屯至尼尔基段公路	2011/11/21	2013/10/17	696	23
永嘉上塘至瓯北公路工程	2013/8/5	2016/1/4	882	29
省道 280 线水东湾大桥新建工程项目	2012/11/26	2015/11/13	1082	36
防城港市文昌大桥项目	2014/6/23	2018/11/23	1614	54
云浮市都杨至云安公路新建工程	2013/8/5	2018/10/31	1913	63
大南公路（加六线）南区段工程 PPP 项目	2013/3/28	2020/7/7	2658	88
中位数			200	7

数据来源：全国投资项目在线审批监管平台，各政府官网，东方证券研究所

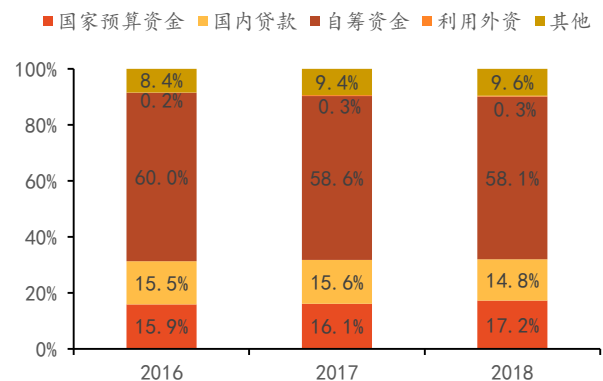
我们推算 20 年基建资金来源约 17.4 万亿，YoY+11.5%。近几年基建资金来源分布结构相对稳定，自筹资金占比最高，约 60%。基建投资的资金来源分为国家预算内资金/国内贷款/自筹资金/利用外资/其他资金，18 年占比分别为 17.2%/14.8%/58.1%/0.3%/9.6%，近几年分布结构变化幅度不大。我们对基建资金来源中国家预算资金/国内贷款/自筹资金等主要项目进行分析，其中对自筹资金中占比较高的政府性基金和专项债进行分析，最终测算 20 年基建资金来源规模及增速。

图 14：基建投资资金来源



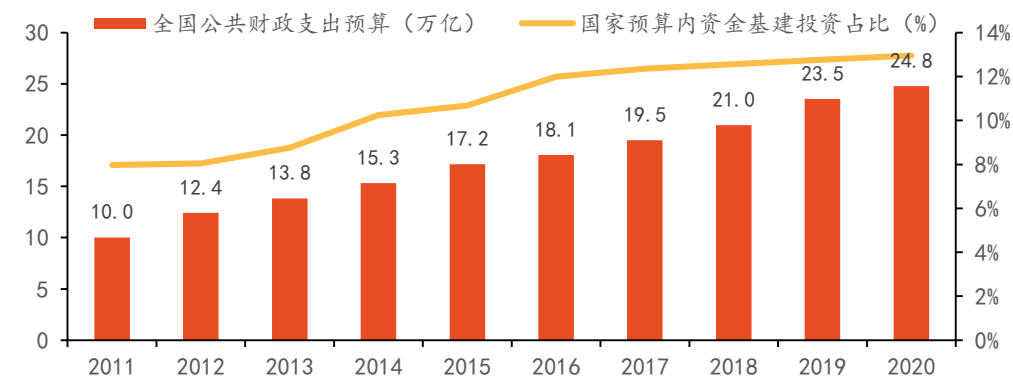
数据来源：公开资料，东方证券研究所

图 15：2016-2018 年基建资金来源构成（%）



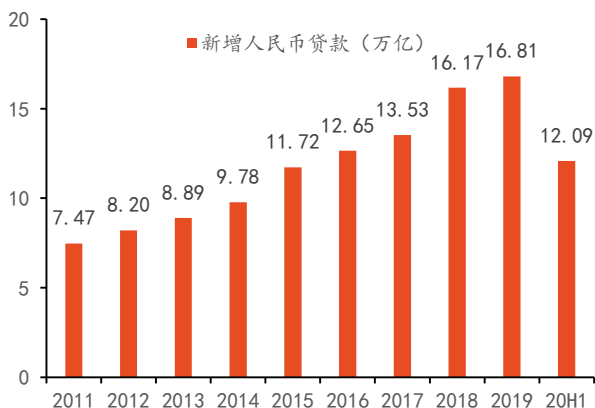
数据来源：Wind，东方证券研究所

我们预计 20 年基建用国家预算资金达 3.2 万亿，YoY+7.0%。根据《关于 2019 年中央和地方预算执行情况与 2020 年中央和地方预算草案的报告》，2020 年全国一般公共预算支出 247850 亿元，YoY+3.8%。基建用国家预算内资金占全国财政支出预算的比例从 2011 年后稳步上升，2017 年达到 12.4%。我们预计 2017 年后占比仍处于上升趋势，每年提升约 0.2pct，则 2020 年占比达到 13.0%，对应 2020 年基建用国家预算资金达 3.2 万亿，YoY+7.0%。

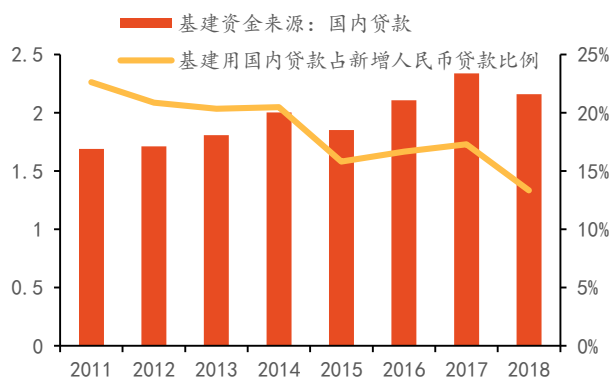
图 16：2011-2020 年全国公共财政支出预算及基建投资占比（万亿，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

预计 20 年基建用国内贷款资金 2.5 万亿，YoY+15%。从历史数据看，基建用国内贷款占新增人民币贷款比例整体呈现小幅下滑的趋势，2018 年为 13.4%。预计 2019 年占比仍有小幅下滑达到 13% 左右，考虑到 20 年“六保六稳”的背景下，我们认为基建占比不会低于 19 年，假设 20 年占比与 19 年持平为 13%。截至 20 年 6 月，新增人民币贷款达 12.1 万亿，YoY+25%。根据中央政治局会议表述，“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，我们认为下半年新增人民币贷款增速或将有所放缓，全年预计增长 15% 左右，则全年新增人民币贷款规模有望达 19.3 万亿，对应基建用国内贷款资金 2.5 万亿，YoY+15%。

图 17：2011-20H1 新增人民币贷款（万亿）


数据来源：Wind，东方证券研究所

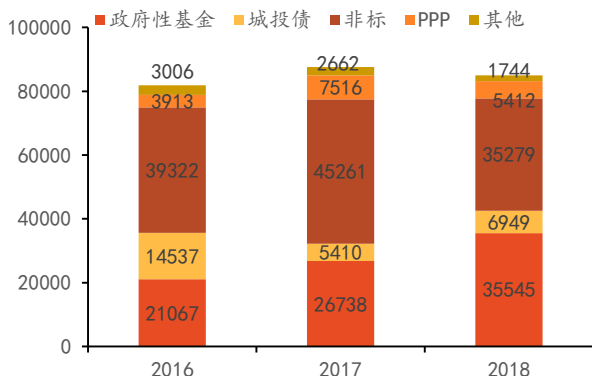
图 18：2011-2018 年基建用国内贷款（万亿）


数据来源：Wind，东方证券研究所

预计 20 年自筹资金 10.2 万亿，YoY+14.0%。自筹资金主要包括政府性基金（新增专项债）、城投债、非标融资、PPP、其他（地方政府新增一般债、地方政府置换债、政策性金融债、铁道债等其他专项债、自有资金等），2018 年占比分别为 41.9%/8.2%/41.5%/6.4%/2.1%。20 年政府性基金占自筹资金比例有望提升至 61.4%，主要由于专项债扩容，20 年新增专项债限额 3.75 万亿，YoY+74.4%。20 年非标占比

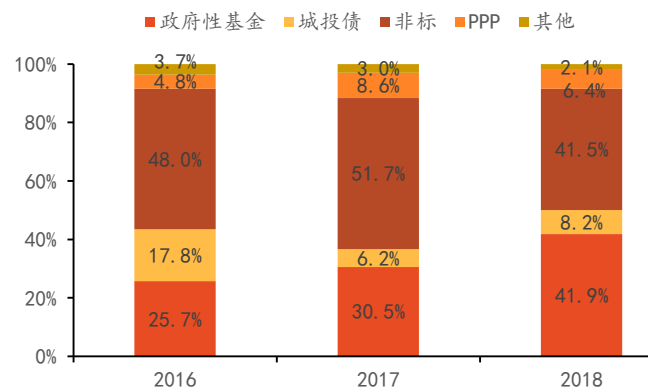
预计下降至 24.8%，主要由于受金融监管和地方政府隐性债务管控影响，非标规模自 18 年开始不断萎缩。非标规模的萎缩对自筹资金有所拖累，但 7 月 31 日央行表示，为做好“六稳六保”工作，将资管新规过渡期延长至 2021 年底（原期限为 2020 年底），非标贡献有望边际收窄。

图 19：2016-2018 年基建用自筹资金构成（亿）



数据来源：Wind，东方证券研究所

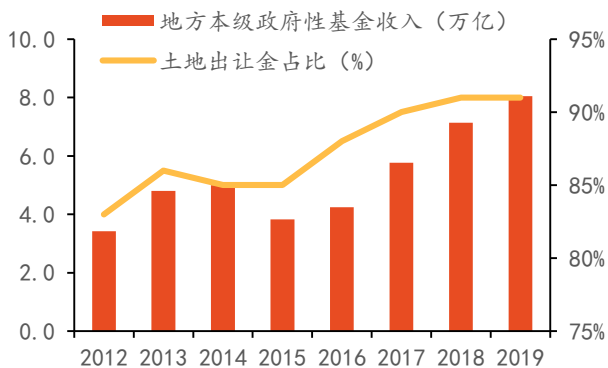
图 20：2016-2018 年基建用自筹资金构成（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

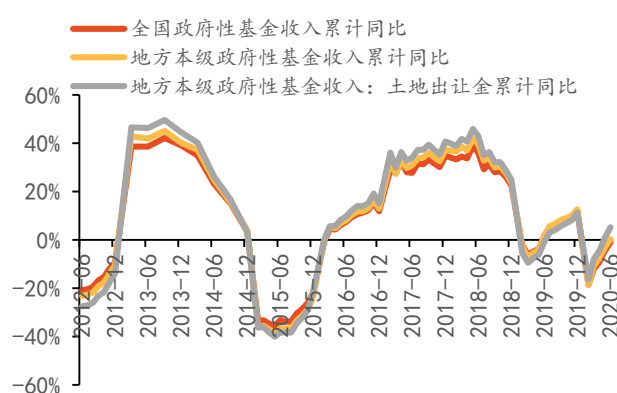
预计全国政府性基金收入增长 4.5%。全国政府性基金分为中央本级政府性基金和地方政府性基金，地方政府性基金规模远超中央本级政府性基金，截至 2019 年末，地方政府性基金/中央本级政府性基金分别为 8.0/0.4 万亿。政府性基金收入指国家通过提供土地或服务获取的收入，其中征收及出让土地是最主要的收入来源，占比约 9 成，其余收入来源如车辆通行费收入/城市基础设施配套费/国有土地收益金/彩票公益等。土地出让金受土地市场供需及土地价格影响，我们测算土地出让金和土地成交价款相关系数为 0.896，截至 20 年 6 月，本年土地成交价款/土地出让金收入累计同比分别为 5.9%/5.2%。考虑在宽松货币环境的支持下，下半年房地产市场仍保持较强韧性，预计全年土地出让收入增速达 5%。假设政府性基金其他收入与 19 年持平，在土地出让金的拉动下，预计全国政府性基金增长约 4.5%。

图 21：2012-2019 年地方本级政府性基金收入（万亿）



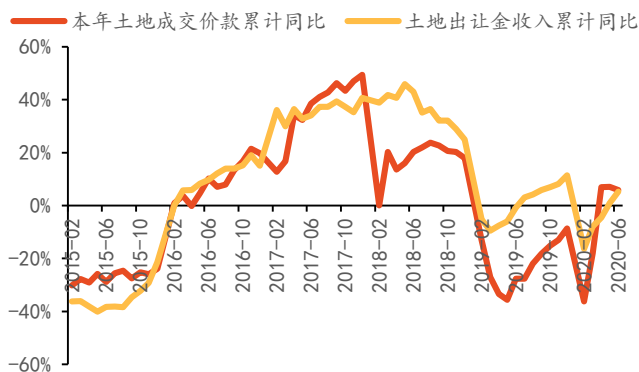
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：2012-2020 年全国/地方政府性基金收入累计同比（%）



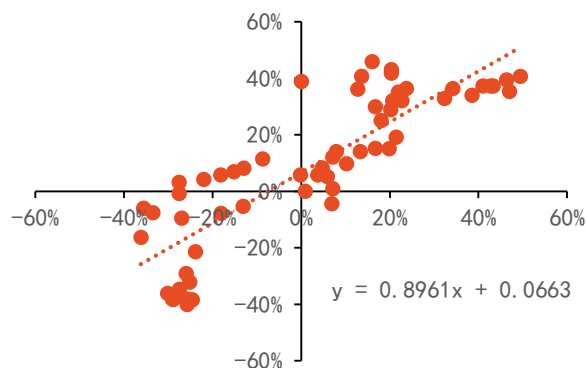
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：15.2-20.6 土地成交价款/土地出让金累计同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

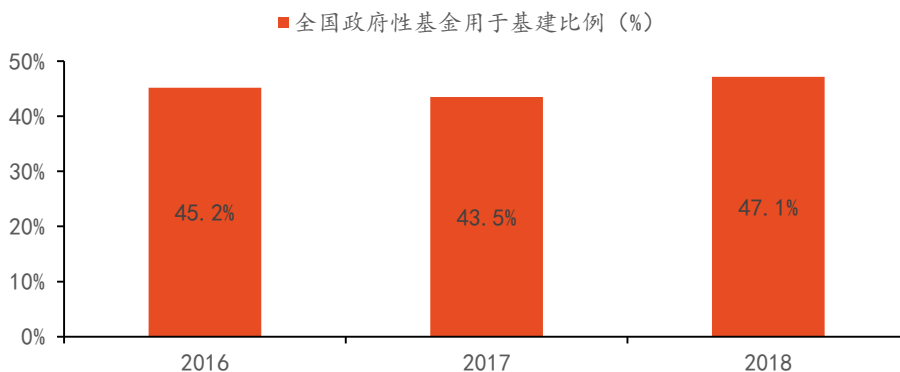
图 24：土地出让金和土地成交价款相关系数为 0.896



数据来源：Wind，东方证券研究所

预计全国性政府性基金用于基建比例略有提升，基建用政府性基金增速达 9.1%。参照 2016-2018 年情况，全国政府性基金用于基建比例约 45% 左右，假设 19 年全国政府性基金用于基建比例为 45%。考虑到 20 年“六保六稳”的背景下，我们判断用于基建比例不低于 2019 年。假设全国政府性基金 20 年用于基建比例较 19 年提升约 2pct，同时在全国性政府性基金增长 4.5% 的情况下，我们测算 20 年基建用政府性基金较 19 年增长约 9.1%。

图 25：2016-2018 年全国政府性基金用于基建比例（%）

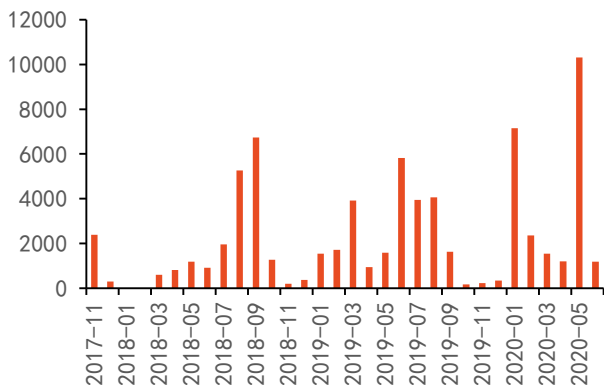


数据来源：Wind，东方证券研究所

相较基建用政府性基金，专项债扩容是拉动自筹资金快速增长的主要动力。以往基建项目投资高速增长，一方面依靠地方政府隐性债务扩张，另一方面依靠地方政府隐性担保。而目前债务类资金（符合要求的专项债资金除外）不能作为项目资金，且隐性债务治理高压监管，导致基建投资增速有所放缓，2019 年基建固投完成额 18.2 万亿，YoY+3.3%。

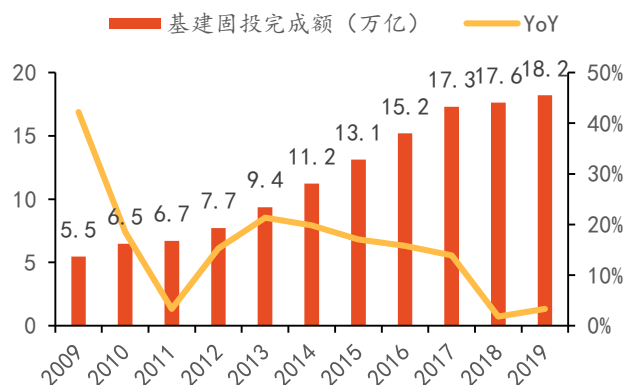
在规范隐性债务后，专项债成为地方政府融资的“正门”。专项债扩容明显，20H1 专项债累计发行额达 2.38 万亿，YoY+53.5%，根据政府工作报告，全年新增专项债限额 3.75 万亿，YoY+74.4%，为基建项目加速落地提供资金支持。

图 26：2017.11-2020.6 专项债发行额（亿）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：2009-2019 基建固投完成额（万亿）



数据来源：Wind，东方证券研究所

预计基建用专项债有望达 2.14 万亿。从专项债投向看，20H1 无土储专项债和棚改专项债的发行（去年同期两者合计占比超 70%），新增专项债全部用于基建/社会事业等领域。20H1 约 57.1%专项债用于基建领域，较 2019 年同期 22.7%的比例有明显提升，对基建的拉动作用明显。参考上半年发行情况，我们预计全年 57%的新增专项债投向基建，对应约 2.14 万亿。

表 4：专项债用于基建比例逐年增长

统计年份	专项债发行额（亿元）	用于基建的专项债（亿元）	占比
2018 年	19463.1	1267.3	6.5%
2019 年	25882.2	5874.3	22.7%
20H1	23810.6	13586.6	57.1%

数据来源：Wind，东方证券研究所

考虑资本金的杠杆效应后，预计专项债可带动基建投资 3.75 万亿，占 20 年基建投资的 19.6%，是 20 年基建投资增量的 4.12 倍。今年 3 月中央政治局会议将 2020 年专项债用于资本金的规模占该省份专项债规模的比例提升至不超过 25%，专项债可发挥的杠杆效应增强。假设 2.14 万亿专项债中，25%可用于资本金，参考《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》项目平均的资本金率为 25%，则可用于资本金部分的专项债可撬动的基建投资为 2.14 万亿，再加上剩余 75%不加杠杆的资金 1.61 万亿，预计全年新增专项债可带动基建投资 3.75 万亿，占 20 年基建固投 19.1 万亿

($19.1=18.2 \times 1.05$) 的 19.6%，是 20 年新增基建投资 0.9 万亿 ($0.9=19.1-18.2$) 的 4.12 倍。

预计 20 年基建资金来源增速 11.5%，支撑基建固投 5% 增长。由于城投债/PPP/其他/利用外资等项目的规模相对较小，我们假设 19/20 年与 18 年持平。由于非标处于压降趋势，我们假设非标 19/20 年分别下滑 10%/20%。由于其他资金来源相对平稳，我们假设 19/20 年与 18 年持平。我们测算 20 年基建资金来源约 17.4 万亿，YoY+11.5%。基建资金来源与基建固投间存在资金缺口，我们认为主要由于农村市场并未纳入基建资金来源测算。此外，我们观察到基建固定资产投资增速受资金来源增速影响较大，18/19 年基建资金来源增速较低，分别为 -2.3%/+5.7%，对应基建固投增速相对较低，分别为 1.8%/3.3%；但在 17 年基建资金来源增速较高，为 9.7% 时，对应基建固投增速达到 13.9%。20 年基建资金来源增速 11.5%，我们认为基建固投增速完成 5% 增速有保障。

表 5：基建资金来源预测表（亿元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E
国家预算资金	21663	24082	25142	30013	32117
国内贷款	21084	23398	21587	21853	25131
自筹资金	81845	87587	84928	89813	102360
其中：政府性基金	21067	26738	35545	38004	41479
专项债				5953	21375
城投债	14537	5410	6949	6949	6949
非标	39322	45261	35279	31751	25401
PPP	3913	7516	5412	5412	5412
其他	3006	2662	1744	1744	1744
利用外资	265	460	378	378	378
其他资金来源	11439	14006	14026	14026	14026
基建资金来源合计	136296	149533	146061	156084	174013
资金缺口	15716	23552	30140	25932	17103
基建固投	152012	173085	176201	182015	191116

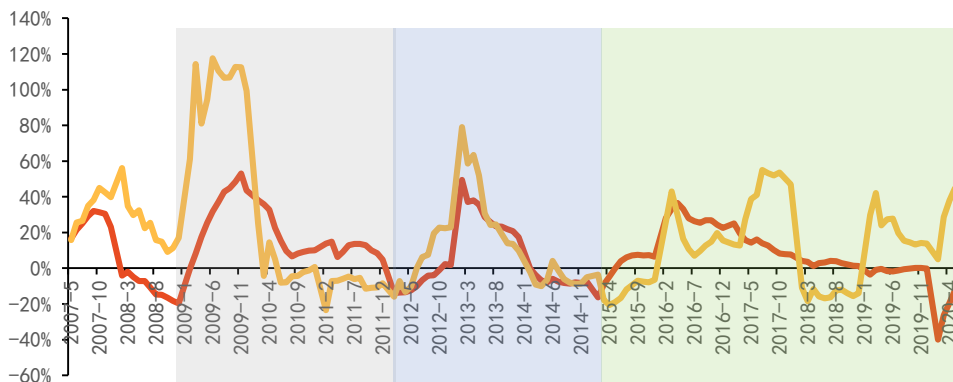
数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 地产投资韧性仍存，支撑水泥需求

货币政策环境相对宽松，地产需求保持韧性。以房地产销售面积同比增速作为衡量指标，我国房地产从 2009 年起经历了三轮地产周期。前两轮周期（2009.01-2012.02 及 2012.03-2015.03）基本上以 3 年为周期进行波动。但本轮周期（2015.04-至今）波动区间拉长，我们判断一方面由于在“房住不炒”的背景下，地产销售增速逐渐放缓，另一方面由于货币环境整体较为宽松，支撑地产需求，从而地产下行周期（2016.4-至今）呈现被“熨平”走势。我们以社会融资规模来观测宏观货币环境，从前两轮周期来看，社融规模增速的快速提升/放缓同时伴随着地产销售增速的提升/放缓，在本轮地产下行周

期中，社融规模除 2018 年处于负增长外，其余时间均相对宽松，支撑了地产销售韧性。20 年在“六稳六保”的政策背景下，货币环境依旧保持相对宽松，截至 20 年 6 月，社融累计 YoY+42.5%，地产需求有望继续保持韧性，20H1 商品房销售面积累计 YoY-8.4%。

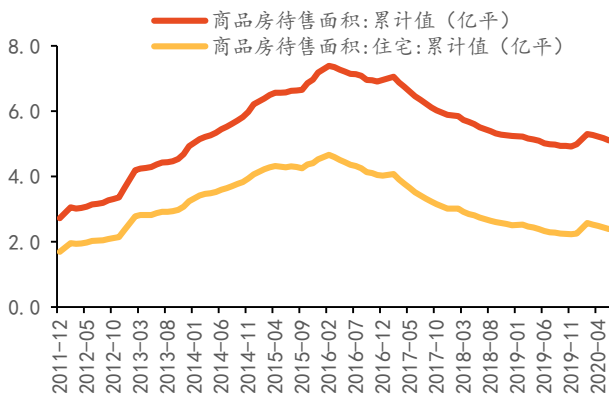
图 28：2007.5-2020.6 商品房销售面积/社会融资规模累计同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

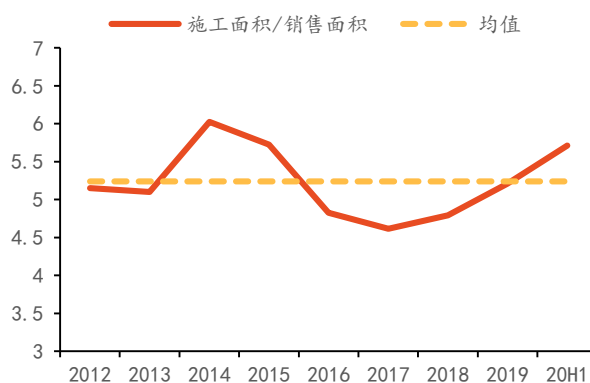
地产库存不高，存在稳库存需求。从房地产库存（即待售面积）来看，截至 2020 年 6 月，商品房/住宅待售面积分别为 5.1/2.4 亿平，较 2016 年初峰值 7.4/4.7 亿平下降 31%/49%，目前处于 2014 年水平，绝对库存不高。从广义商品房去化时间（房屋施工面积/销售面积）来看，20H1 为 5.71（年化值），高于 2012-20H1（涵盖至少一轮完整周期）均值 5.24。我们认为由于疫情影响，商品房销售大幅下降，导致 20H1 商品房去化时间虚高，随着商品房销售的恢复，全年商品房去化时间有望回到均值附近，整体仍存在稳库需求。

图 29：11.12-20.6 商品房/住宅待售面积累计值（亿平）



数据来源：Wind，东方证券研究所

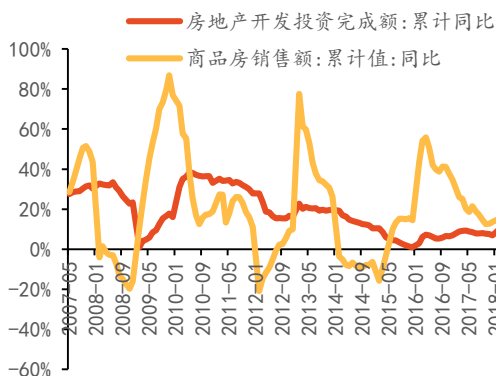
图 30：2012-2019 年房屋施工面积/销售面积



数据来源：Wind，东方证券研究所

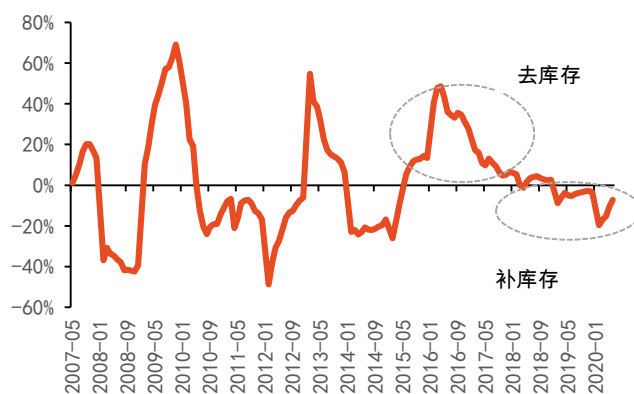
为保持库存在合理水平，在地产销售有韧性的情况下，地产投资韧性有望继续保持。在本轮地产下行周期中，2016.4-2018.12 地产销售增速快于地产投资增速，处于去库存阶段；2019.1-至今地产销售增速慢于地产投资增速，处于补库存阶段。由于目前地产销售额增速与投资增速差额较小，截至 20H1 差额为-7.3pct，导致补库存缓慢，补库时间拉长，带来地产投资韧性。而目前库存不高，为保持库存在合理水平，在地产需求保持韧性的情况下，地产投资韧性有望继续保持。

图 31：2007.5-2020.6 地产开发销售/投资累计同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

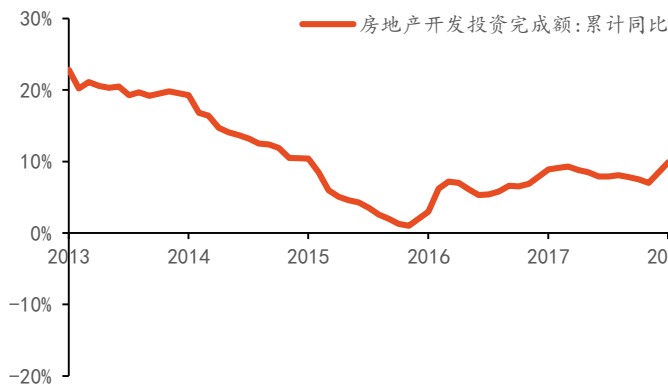
图 32：2007.5-2020.6 地产销售额与投资增速差值（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

由于地产韧性，预计 20 年地产投资增速 4.7%。截至到 20 年 6 月，房地产开发投资完成额累计 YoY+1.9%，已同比转正。受地产韧性，预计全年地产仍有恢复性增长，根据东方证券地产团队预测，全年地产投资额增速有望达到 4.7%。

图 33：2013.2-2020.6 地产投资完成额累计同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

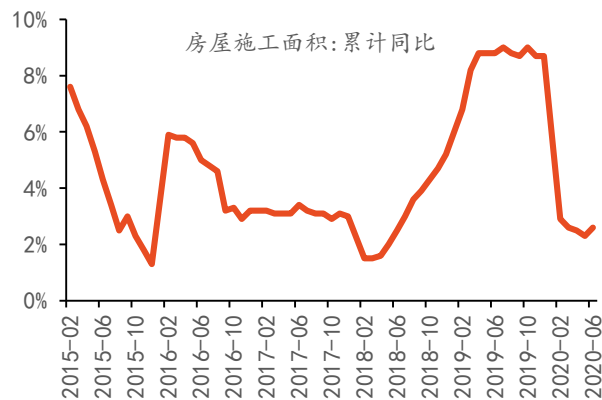
地产端对水泥需求形成支撑。根据数字水泥网，在地产端，水泥主要用于地产新开工和建安阶段，需求量分别占比约 1/3 和 2/3。20H1 房屋新开工面积累计 YoY-7.6%，较 20 年 1-2 月累计 YoY-44.9% 明显收窄，呈现逐步恢复状态，根据东方地产团队预测，2020 年新开工面积增速有望达 0.5%。20H1 房屋施工面积累计 YoY+2.6%，延续正增长，对水泥需求形成支撑。

图 34：2015.2-2020.6 房屋新开工面积累计同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

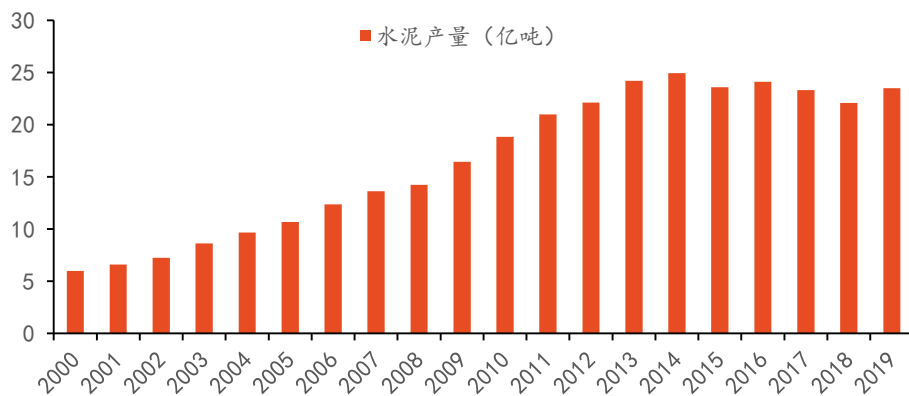
图 35：2015.2-2020.6 房屋施工面积累计同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

受益基建/地产拉动，水泥全年需求有望与 19 年持平。由于水泥基本无库存，水泥需求量和产量相当。水泥需求量/产量在 2014 年之后进入平台期，2019 年水泥需求量/产量达 23.5 亿吨，为近三年最高值。随着下半年基建逐渐发力，地产韧性形成支撑，全年水泥产量有望与 19 年持平。

图 36：2000-2019 年水泥产量（亿吨）

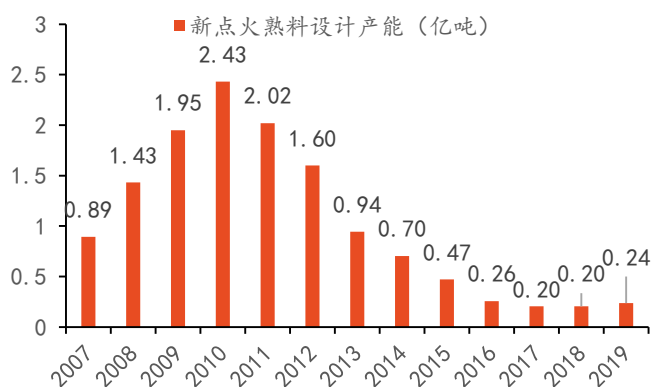


数据来源：Wind，东方证券研究所

三、季节性波动增强，旺季有望提前

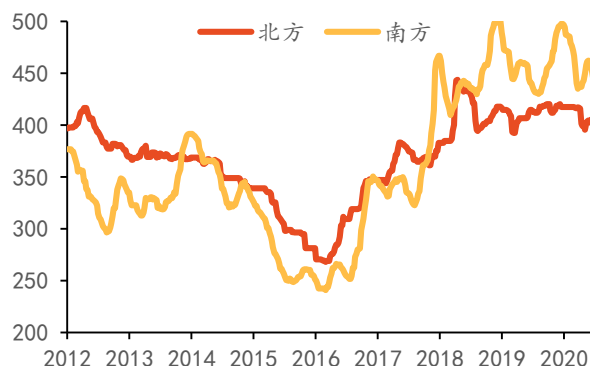
水泥行业周期性减弱，季节性波动增强。随着供给侧改革的推进，2015年后水泥行业新点火熟料设计产能维持在2000-3000万吨水平，新增供给有限；同时需求端平稳增长，导致水泥价格从16年开始走高，在18年逐渐进入高位平台期，周期性波动减弱。水泥受下游施工以及天气影响，呈现出季节性波动，但南北方淡旺季有所差异。我们将华北/东北/西北划分为北方地区，将华东/中南/西南划分为南方地区，以周度价格环比上涨区间作为旺季，环比下跌区间作为淡季。

图 37：2007-2019 年新点火熟料设计产能（亿吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：2012-2020 年南方/北方地区水泥价格（元/吨）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

南方地区淡季集中在1-3月和6-7月，旺季集中在3-5月和8-12月。南方地区淡旺季特征相对明显，其中淡季集中在1-3月和6-7月，主要由于1-3月份为春节期间处于需求淡季，6-7月份南方地区气温较高以及雨水较多导致施工强度降低而处于淡季。旺季集中在3-5月和8-12月，其中8-12月为全年最旺时间段，主要由于赶工需求在Q4集中释放，其对应价格涨幅通常为全年最高。

表 6：南方地区淡旺季价格涨跌幅

行业下行期					行业上行期				
	淡季	跌幅	旺季	涨幅		淡季	跌幅	旺季	涨幅
2012	1-8 月	-21.3%	9-11 月	17%	2016	1-2 月	-4.1%	3-5 月	10.3%
	12 月	-3.3%			2016	6-7 月	-5.2%	8-12 月	37.8%
2013	1-3 月	-6.7%	4-6 月	4.8%	2017	1-3 月	-4.3%	3-5 月	5.5%
	6-7 月	-2.6%	8-12 月	22.6%		6-8 月	-7.8%	8-12 月	44.6%
2014	1-9 月	-17.9%	9-11 月	7.4%	2018	1-3 月	-12.3%	3-5 月	8.1%
	11-12 月	-4.6%				6-8 月	-2.9%	8-12 月	16.4%
2015	1-8 月	-23.6%	9-11 月	4.8%	2019	1-3 月	-9.1%	3-5 月	2.9%
	12 月	-2.3%				6-8 月	-5.5%	9-12 月	15.3%

2020	1-3 月	-12.5%	4-5 月	6.3%
	6-7 月	-6.8%		

数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

北方淡季集中在 1-3 月，旺季区间不明显。北方地区淡季主要集中在 1-3 月，主要由于 1-3 月北方常有雨雪，不便施工。而北方旺季区间并不明显，在 2012-2015 年行业下行期中，仅在 12/13 年的 3-4 月份表现出旺季特征，但涨幅有限，在 14/15 年全年价格一路走低无旺季；在 2016-2020.7 行业上行期中，旺季波动开始有所显现，但仍不明显，整体受周期性因素主导，会出现缓慢并持续性的旺季特征，比如 16/19 年 4-12 月份价格持续上行。

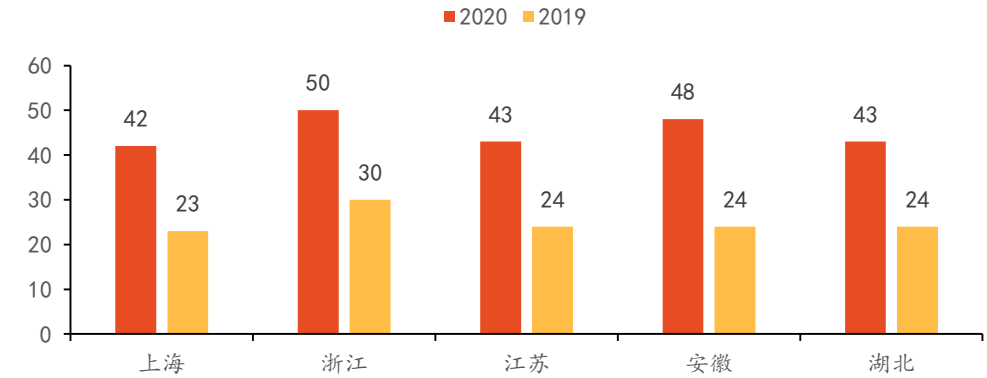
表 7：北方地区淡旺季价格涨跌幅

行业下行期(2012-2015)					行业上行期(2016-2020)				
	淡季	跌幅	旺季	涨幅		淡季	跌幅	旺季	涨幅
2012	1-2 月	维持低位	3-4 月	4.4%	2016	1-3 月	-4.3%	4-12 月	29%
	5-12 月	-11.3%							
2013	1-2 月	维持低位	3-4 月	3.1%	2017	1-2 月	-1%	3-5 月	11.1%
	4-12 月	-3.3%				6-11 月	-5.4%	11-12 月	6%
2014	1-12 月	-8%	/	/	2018	1-3 月	维持低位	3-6 月	13%
						7-8 月	-9.3%	8-12 月	5.9%
2015	1-12 月	-17%	/	/	2019	1-3 月	-5.8%	4-12 月	6.4%
					2020				
						1-5 月	-5.3%	5 月-至今	3.3%

数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

淡季基本结束，短期需求有望回补。今年梅雨期较去年多出近 20 天，且降雨量大，多地受到洪涝灾害。受雨水影响，水泥需求受到压制，7 月中旬受雨水影响较严重的华东地区水泥出货率降低至 66.4%，低于 18/19 年同期水平。我们认为随着梅雨季节的结束，对应水泥淡季结束，受梅雨季节压制的需求有望出现类似 5/6 月份的回补行情。

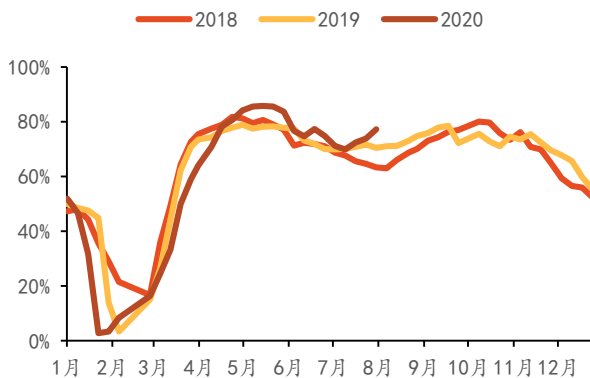
图 39：各省梅雨天数（天）



数据来源：中国天气网，东方证券研究所

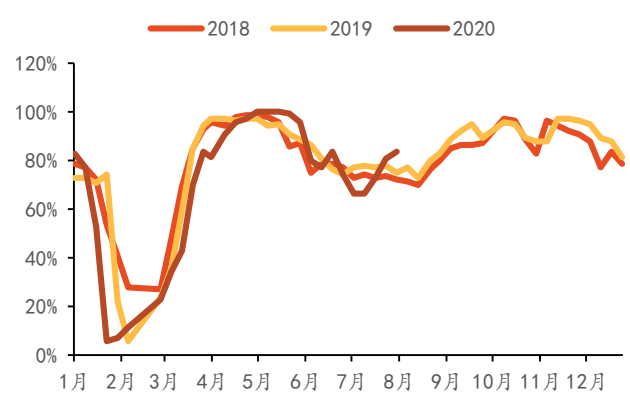
涨价旺季临近，时间点有望提前。随着淡季的结束，水泥涨价旺季临近，根据数字水泥网，往年水泥价格在 8 月底/9 月初开始上调。我们认为今年涨价时间点有望提前，一方面受梅雨天气压制的需求将在 8 月份迅速回补，截至 8 月 2 日，全国/华东地区水泥出货率提升至 77.3%/83.6%，高于 18/19 年同期水平，且受梅雨天气影响较大的华东地区水泥出货率近 2 周提升 10.7pct，远高于全国 4.8pct 的水平，回补迹象明显；另一方面在“六稳六保”的背景下，部分基建项目将提前开工，使旺季涨价时间点提前。

图 40：2018.01-2020.08 全国水泥出货率（%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

图 41：2018.01-2020.08 华东地区水泥出货率（%）

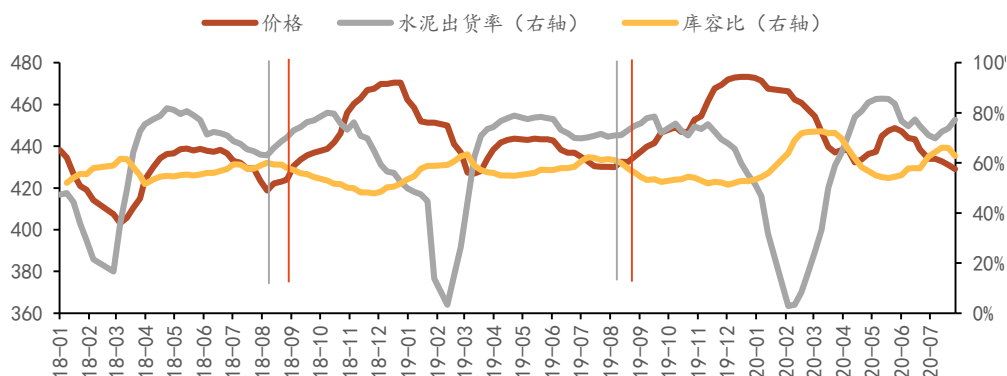


数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

水泥库容企稳，8 月中旬水泥价格有望逐渐回升。从 18/19 年数据来看，水泥出货率出现拐点后，对应 0-2 周水泥库容比出现拐点，接着 1 周后水泥价格出现拐点。18 年全国/华东地区水泥出货率出现拐点后，对应 1/2 周后全国/华东地区水泥库容比出现明显拐点，1 周后水泥价格出现拐点；19 年全国/华东地区水泥出货率出现拐点后，当周库容比出现拐点，1 周后水泥价格出现拐点。截至 8 月 2 日，全国水泥库容比为 62.8%，较上

周下降 3.2pct，水泥库容开始企稳并有所下降。但目前库容比仍处于相对高位，预计仍需 2 周左右消化库存，水泥价格拐点有望出现在 8 月中旬。

图 42：2018.01-2020.08 全国水泥价格/出货率/库容比（元/吨，%，%）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

表 8：2018-2020 年全国/华东水泥出货率/库容比/价格拐点时间及对应值

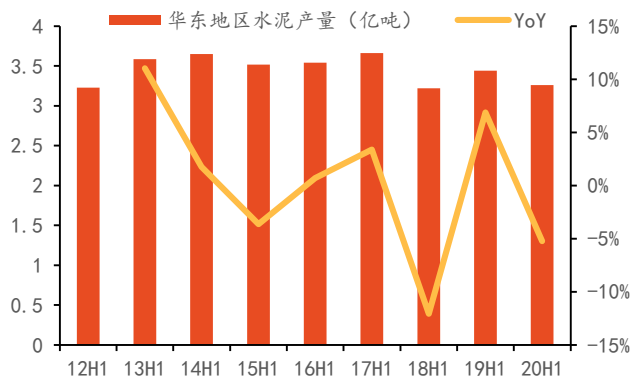
	2018	2019	2020
全国			
水泥出货率拐点时间及对应值	8 月 17 日（66.0%）	8 月 23 日（73.0%）	7 月 17 日（72.5%）
水泥库容比拐点时间及对应值	8 月 31 日（58.0%）	8 月 23 日（57.8%）	7 月 24 日（66.0%）
水泥价格拐点时间及对应值	9 月 7 日（431 元）	8 月 30 日（435 元）	
华东			
水泥出货率拐点时间及对应值	8 月 25 日（76.4%）	8 月 23 日（80.0%）	7 月 17 日（72.9%）
水泥库容比拐点时间及对应值	8 月 31 日（46.4%）	8 月 23 日（58.6%）	7 月 24 日（75.0%）
水泥价格拐点时间及对应值	9 月 7 日（470 元）	8 月 30 日（456 元）	

数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

四、华东价格弹性可期，华北/西北景气向好

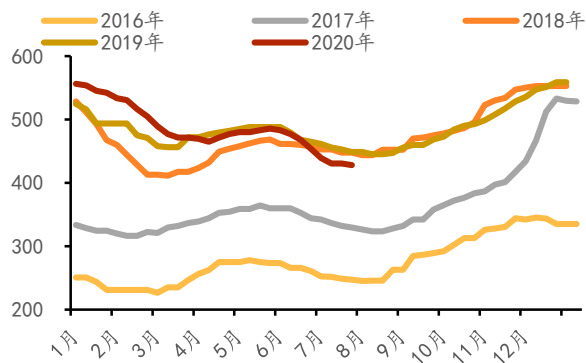
华东需求集中释放，价格弹性可期。受疫情和超长梅雨季影响，20H1 华东地区水泥产量 3.3 亿吨，YoY-5.2%。受雨水影响，以及进口/东北熟料冲击，华东地区价格在淡季大幅回落，截至 7 月 24 日，华东地区水泥均价 428 元/吨，较 6 月初 483 元/吨下滑 55 元/吨。受超长梅雨季压制的需求以及基建新开工需求，有望在 20H2 集中释放，且淡季较低的水泥/熟料价格使部分进口熟料通道暂时关闭，为旺季涨价奠定基础，华东地区旺季价格弹性可期。建议关注海螺水泥(600585，增持)。

图 43：华东地区水泥产量（亿吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

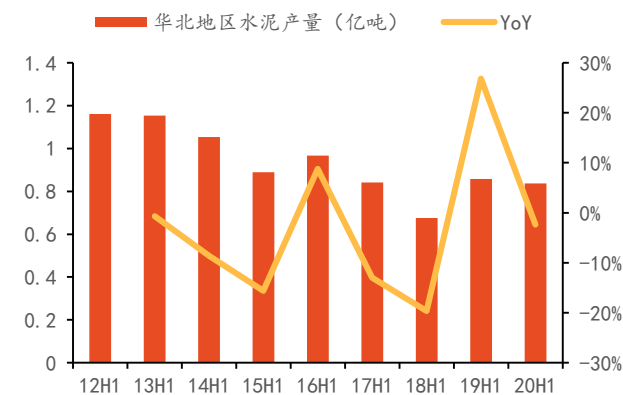
图 44：2016.1-2020.7 华东地区水泥均价（元/吨）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

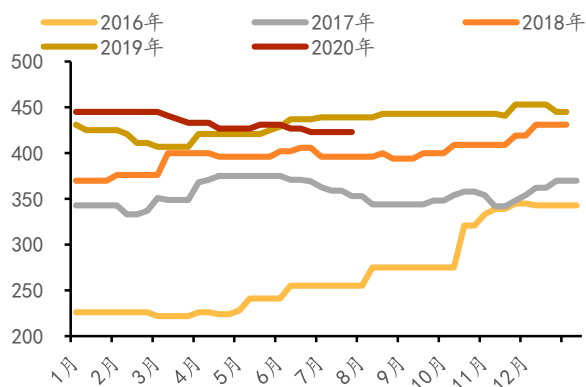
华北需求有保障，20H2 景气向好。受疫情影响，华北地区水泥需求恢复相对较慢，20H1 华北水泥产量 8368 万吨，YoY-2.4%。由于年初华北地区水泥价格高基数，20H1 整体水泥均价 436 元，同比上涨 15 元。20H2 随着基建项目逐渐落地，以及雄安新区建设发力，华北地区需求有保障，且 19H2 受 70 周年大庆影响需求有所压制，预计 20H2 需求好于同期。供给端内蒙电石渣企业参与错峰生产，减缓华北地区熟料冲击，有利于泛华北地区水泥价格体系稳定。建议关注冀东水泥(000401，增持)。

图 45：华北地区水泥产量（亿吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

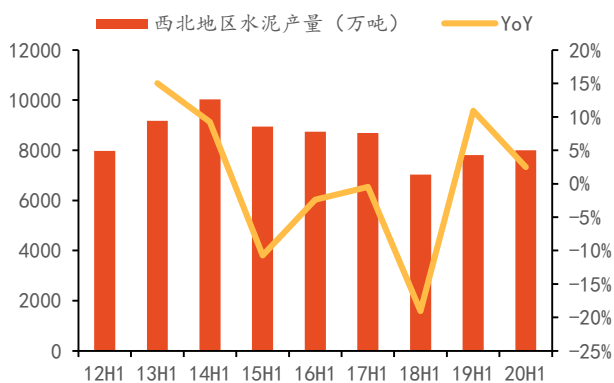
图 46：2016.1-2020.7 华北地区水泥均价（元/吨）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

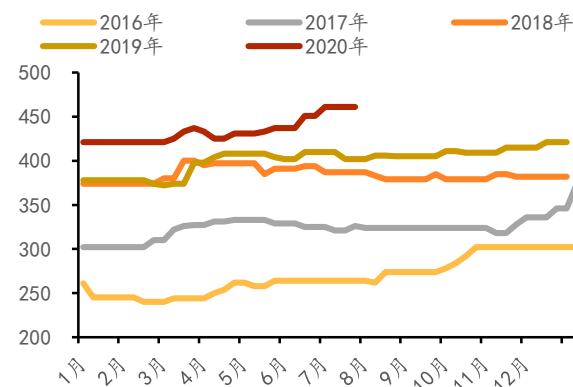
西北需求确定性较高，20H2 景气有望延续。20H1 西北地区受疫情和雨水影响相对较小，水泥产销率先追平去年并转正，20H1 水泥产量 7998 万吨，YoY+2.5%。西北地区水泥需求以基建为主，在国家基建加码的背景下，需求向好且确定性较高，整体景气度上行，20H1 西北水泥价格一路走高，均价为 429 元/吨，较同期高 37 元/吨。供给端受益于内蒙古电石渣参与错峰限产，甘肃/宁夏受内蒙熟料冲击有所缓解，有助于维持西北地区价格体系稳定。在需求确定性高，供给边际改善下，西北地区景气度有望延续。

图 47：西北地区水泥产量（万吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 48：2016.1-2020.7 西北地区水泥均价（元/吨）



数据来源：数字水泥网，东方证券研究所

风险提示

错峰限产力度不及预期风险：水泥企业通过行业自律进行错峰限产，从而维持价格体系稳定。但在“六稳六保”的背景下，企业为保生产，错峰限产执行力度可能下降，带来水泥旺季价格涨幅低于预期，导致企业盈利低于预期。

基建投资强度/进度不及预期风险：基建申报项目从申报到开工时间间隔可能拉长，以及配套资金到位缓慢，可能导致 20H2 基建投资强度/进度不及预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

