

公转铁对水泥行业的影响？

分析师及联系人

• 范超
(8621)61118709
fanchao@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490513080001

• 李金宝
(8621)61118709
lijb2@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490516040002

报告日期 2021-07-02
行业研究 深度报告
评级 看好 | 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《把握新成长——建材行业2021年度中期投资策略》 2021-06-29
- 《当前时点如何看周期板块》 2021-06-27
- 《当前时点如何看水泥？——变量与变化》 2021-06-21

建材

公转铁对水泥行业的影响？

● 目前水泥行业运输的方式？

水泥出厂价格常年在 200-450 元/吨之间，相比于螺纹钢、煤炭、玻璃等大宗品，货值明显较低；同时石灰石矿资源及产地各地分布偏均衡，因此目前水泥行业运输多以汽运为主，一般汽运费率为 0.4-0.5 元/吨公里左右，因此跨省偏长距离汽运不具备经济性（假设 250 公里，运费则需要超 100 元/吨），仅在相邻省份毗邻县市可能存在流动。同时，对部分沿江沿海市场，目前行业存在一定水运，主要集中在：1、进口渠道：主要是从东南亚国家通过海运销往华东终端市场，2020 年我国进口熟料 3337 万吨，占比华东熟料产量约 7%；2、长三角（安徽熟料运往江浙沪粉磨站）；3、两广沿西江运输（广西运往广东）；4、东北水泥及熟料通过海运南下；规模来看，安徽沿江及进口为主要流动渠道。

● 公转铁的落地执行及影响？

水泥行业落地情况：公转铁在长距离运输的煤炭和铁矿石率先落地。水泥行业公转铁更多在京津冀及周边市场落地，近年运输案例有内蒙—>北京，内蒙—>雄安，河北—>山东。就北京而言，水泥需求约 1700 万吨/年，而产量不到 400 万吨，其余超 1300 万吨过往依靠外部汽运供应。近年随着北京公转铁推进，2020 年全市通过铁路运输原材料 212 万吨，其中砂石骨料 160 万吨，水泥 52 万吨，占比北京年输入水泥比例约 4%。

公转铁对水泥影响如何？市场可能担心行业公转铁后，原有低运输半径下行业区域固化格局面临考验。我们分析：目前国内水泥价格高地为东南，价格洼地为西南，基于理论分析角度探讨西南对东南冲击更具代表性。截至 6 月底，水泥价格洼地为贵阳和昆明，价格分别为 340、320 元/吨，与东南相比低约 100-150 元/吨，估算从贵阳运往长三角铁运费在 150-200 元/吨左右，因此西南低价水泥大规模进入长三角不具备经济性。不过，云贵运往两湖和华南距离略近，估算铁运费用约 100-150 元/吨，不排除少量冲击。

实际执行尚需考虑：1、铁运可行性评估并非仅根据价差与运费考虑，还需考虑到铁路运能调配（淡季才有富裕运力）、线路衔接、汽车驳运等因素。2、目前南部龙头为海螺与中建材，其在大区域间均有相应销售/经营主体，且渠道管控较严格，内部跨市场冲击较难。而中小企业缺乏对终端管控和客户粘性，且成本偏高，冲击动能亦有限。

● 如何看待华东市场格局稳定性？

如上，西南对东南冲击有限，真正外部冲击来自进口和东北。伴随海外需求复苏和海运费上涨，2021 年进口总量或有一定下降。此外，东北在市场整合、错峰趋严及竞合优化下，水泥价格同比已有超 100 元/吨上涨，南下动能变弱。而长三角伴随 PC32.5R 水泥退出、矿山治理下小线出清，旺季熟料缺口长期持续存在，可消化一定外部流入压力。同时，能耗管控趋严及置换趋紧背景下，华东产能扩张显著受限，存量博弈下市场格局稳固。进一步，考虑到当前华东基本面短期承压更多来自外部干扰（雨水较多、工地停工、成本急涨），制约因素下半年或逐渐得到缓解。同时，去年同期盈利偏低基数下，2021H2 在供需改善之下价格或超预期，叠加当前较强估值边际，水泥板块存修复空间。

风险提示：

1. 水泥需求出现显著下滑；
2. 进口熟料大幅增加。

目录

公转铁：初衷与目标.....	5
公转铁对水泥影响如何？	12
水泥行业运输的情况？	12
水泥行业公转铁落地情况？	12
公转铁对水泥运输半径的影响？	13
如何看待华东市场格局稳定性？	17
外部冲击力度渐势弱	17
新规执行，供给中期持续受控	18
短期制约因素缓解，下半年改善概率大	19

图表目录

图 1：北京历年水泥产量（万吨）	13
图 2：截至 2021 年 6 月 26 日，全国分省份水泥价格（元/吨）	14
图 3：主要省份与贵阳的价差及运输费用之差（元/吨）	14
图 4：贵阳地区出货率	15
图 5：遵义地区出货率	15
图 6：近年进口熟料情况（万吨）	17
图 7：东北水泥价格（元/吨）	18
图 8：东北水泥出货率	18
图 9：全国水泥价格（元/吨）	19
图 10：全国熟料价格（元/吨）	19
图 11：华东水泥出货率	20
图 12：华东熟料库存	20
图 13：全国煤炭价格（元/吨）	20
图 14：全国水泥煤炭价格差（元/吨）	20
图 15：海螺水泥 PE（ttm）	21
图 16：海螺水泥 PB（LF）	21
表 1：近年的公转铁政策	5
表 3：近 4 年三大主要区域的铁路货运量情况（万吨）	6
表 4：主要省份关于公转铁的相关政策要求	7
表 5：铁路运输费用明细	12
表 6：水泥行业近年的公转铁案例	13
表 7：贵阳距离主要省会城市的水泥价格差与运费估算（公里，元/吨）	14
表 8：2020 年西南及周边市场的熟料产能产量情况（万吨）	15
表 9：云南熟料市场集中度	15

表 10: 贵州熟料市场集中度	16
表 11: 近年的进口熟料情况 (万吨, 美元, 美元/吨)	17
表 12: 辽宁熟料市场集中度 (万吨)	18
表 13: 产能置换政策近年的变化趋势逐步收紧	18
表 14: 全国及各个区域水泥产量增速 (万吨)	19
表 15: 全国及主要区域的水泥价格对比情况 (元/吨)	20
表 16: 水泥价格、煤炭价格、水泥煤炭价格差的同比变化 (元/吨)	21

公转铁：初衷与目标

2018 年 10 月，国务院办公厅印发《推进运输结构调整三年行动计划》（2018-2020 年）要求到 2020 年，全国大宗货物年货运量 150 万吨以上大型工矿企业和新建物流园区，铁路专用线接入比例达 80%以上。同时，文件提出将京津冀及周边地区打造成为全国运输结构调整示范区。与 2017 年相比，全国铁路货运量增加 11 亿吨、增长 30%，其中京津冀及周边地区增长 40%、长三角地区增长 10%、汾渭平原增长 25%；全国水路货运量增加 5 亿吨、增长 7.5%；沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨。全国多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10%以上。最终实际执行情况来看如表 2，总体较为良好。

2019 年，发改委印发《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》，提出到 2020 年，一批铁路专用线开工建设，沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线接入比例均达到 80%，长江干线主要港口基本引入铁路专用线。到 2025 年，沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线力争接入比例均达到 85%，长江干线主要港口全部实现铁路进港。同时，也提出了相关配套要求，如同步规划建设规划新建客货共线、货运专线铁路。

表 1：近年的公转铁政策

推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）	
工作目标	到 2020 年，全国货物运输结构明显优化，铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高，港口铁路集疏运量和集装箱多式联运量大幅增长， 将京津冀及周边地区打造成为全国运输结构调整示范区 。与 2017 年相比，全国铁路货运量增加 11 亿吨 、增长 30% ，其中京津冀及周边地区增长 40% 、长三角地区增长 10% 、汾渭平原增长 25% ；全国水路货运量增加 5 亿吨、增长 7.5%；沿海港口大宗货物公路运输量 减少 4.4 亿吨 。全国多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10%以上。
范围	京津冀及周边地区包括北京、天津、河北、河南、山东、山西、辽宁、内蒙古 8 省（区、市），长三角地区包括上海、江苏、浙江、安徽 4 省（市），汾渭平原包括山西、河南、陕西 3 省。
目标要求	到 2020 年，全国大宗货物年货运量 150 万吨以上的大型工矿企业和新建物流园区，铁路专用线接入比例达到 80%以上；重点区域具有铁路专用线的大型工矿企业和新建物流园区，大宗货物铁路运输比例达到 80%以上。
《关于加快推进铁路专用线建设的指导意见》	
目标	到 2020 年，一批铁路专用线开工建设，沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线接入比例均达到 80% ，长江干线主要港口基本引入铁路专用线。到 2025 年，沿海主要港口、大宗货物年运量 150 万吨以上的大型工矿企业、新建物流园区铁路专用线力争接入比例均达到 85% ，长江干线主要港口全部实现铁路进港。
措施	<p>1、同步规划建设。规划新建客货共线、货运专线铁路时，要充分考虑沿线铁路专用线接入需求，同步做好专用线线路走向和衔接条件的论证，鼓励铁路专用线与之同步规划设计、同期建成开通。具备同步实施条件的，新建铁路要提供有利的接轨条件，按照专用线能力需要配套建设接轨站。暂不具备同步建设条件的，新建铁路应做好接轨条件预留。结合新线铁路建设和既有扩能改造，鼓励根据需要对既有专用线实施相关改造，尽可能盘活既有专用线资源和运能，提高利用效率。主要港口新建集装箱、大宗散货作业区原则上同步规划建设进港铁路。</p> <p>2、简化接轨条件。有关企业提出铁路专用线接轨需求时，接轨站所属铁路企业应无条件受理，严禁设置门槛或拒绝受理。接轨站应按照顺畅衔接的原则进行适应性改造，原则上以接轨点为界，由铁路企业根据需要改造接轨站及</p>

相关设施设备并承担其投资。铁路专用线与繁忙干线、设计时速 200 公里客货共线铁路车站接轨时，应综合运输安全、咽喉通过能力、工程代价等因素，充分论证设置疏解线的必要性和建设时机；与其他线路车站接轨时，原则上不设置疏解线。

资料来源：发改委，国务院办公厅，长江证券研究所

表 2：近 4 年三大主要区域的铁路货运量情况（万吨）

		2018 比 2017 年比增加量				2019 比 2017 年比增加量				2020 比 2017 年比增加量				
	省份	2017 年全社会铁路完成货运量	合计	铁总	国能投	其他	合计	铁总	国能投	其他	合计	铁总	国能投	其他
京津冀及周边	北京	711	11	9	0	2	15	11	0	4	27	21	0	6
	天津	8738	542	542	0	0	2552	2552	0	0	5602	5602	0	0
	河北	17105	6430	2075	0	4355	15803	7093	0	8710	31682	18682	0	13000
	山西	74645	7462	5630	1288	544	14802	11138	2576	1088	19378	14074	3680	1624
	内蒙古	65860	6757	5042	1152	564	13483	10053	2303	1128	20076	15103	3290	1683
	古													
	辽宁	17744	399	252	0	147	1058	765	0	294	1765	1327	0	438
	山东	22301	931	608	0	323	2893	2247	0	646	7401	6437	0	964
	河南	10088	143	94	0	48	214	117	0	97	374	230	0	144
	合计	217192	22664	14252	2440	5983	50820	33976	4879	11967	86305	61476	6970	17859
		2018 比 2017 年比增加量				2019 比 2017 年比增加量				2020 比 2017 年比增加量				
	省份	2017 年全社会铁路完成货运量	合计	铁总	国能投	其他	合计	铁总	国能投	其他	合计	铁总	国能投	其他
长三角	上海	472	12	12	0	0	15	15	0	0	30	30	0	0
	江苏	5946	247	230	0	17	709	675	0	34	1941	1890	0	51
	浙江	4069	156	110	0	46	229	137	0	91	405	269	0	137
	安徽	8942	57	57	0	0	71	71	0	0	139	139	0	0
	小计	19429	472	409	0	63	1009	898	0	125	2515	2328	0	188
		2018 比 2017 年比增加量				2019 比 2017 年比增加量				2020 比 2017 年比增加量				
	省份	2017 年全社会铁路完成货运量	合计	铁总	国能投	其他	合计	铁总	国能投	其他	合计	铁总	国能投	其他
汾渭平原	山西	74645	7462	5630	1288	544	14802	11138	2576	1088	19378	14074	3680	1624
	陕西	39175	3406	2345	1061	0	6977	4856	2121	0	10940	7910	3030	0
	河南	10088	143	94	0	48	214	117	0	97	374	230	0	144
	小计	123908	11011	8069	2349	592	21993	16111	4697	1185	30692	22214	6710	1768

资料来源：国家铁路局，长江证券研究所

表 3：主要省份关于公转铁的相关政策要求

日期	地区	文件	主要目标
2019/5/9	山西	山西省推进运输结构调整实施方案	到 2020 年,全省货物运输结构进一步优化,大宗货物运输以铁路为主的格局基本形成,铁路货运量比 2017 年增加 2 亿吨。
			京津冀及周边地区 4 市增加 40%,汾渭平原 4 市增加 25%。
			全省重点煤矿企业全部接入铁路专用线,煤炭、焦炭铁路运输比例达到 80%以上,出省煤炭、焦炭基本上全部采用铁路运输。钢铁、电解铝、电力、焦化等重点工业企业铁路专用线接入比例达到 80%以上;重点区域具有铁路专用线的大型工矿企业和新建物流园区,大宗货物铁路运输比例达到 80%以上。
			运输装备清洁化水平大幅提升,加快推进城市建成区新增和更新的邮政、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车,全省使用比例达到 80%。
2020/1/15		关于印发晋城市推进运输结构调整实施方案的通知	到 2020 年,全市货物运输结构明显优化,大宗货物运输以铁路为主的格局逐步形成,增加比例达到 40% (京津冀及周边地区 4 市)。
			全市重点煤矿企业全部接入铁路专用线,煤炭、焦炭铁路运输比例达到 80%以上,出省煤炭、焦炭基本上全部采用铁路运输。
			钢铁、电解铝、电力、焦化等重点工业企业铁路专用线接入比例达到 80%以上;重点区域具有铁路专用线的大型工矿企业和新建物流园区,大宗货物铁路运输比例达到 80%以上。
			运输装备清洁化水平大幅提升,加快推进城市建成区新增和更新的邮政、轻型物流配送车辆使用新能源或清洁能源汽车,全市使用比例达到 80%。
2020/4/23		江苏省运输结构调整补助方案	对将大宗货物(包括煤炭及焦炭、金属矿石、非金属矿石、钢铁、粮食)由公路运输转向铁路的省内重点企业(煤炭、钢铁、电解铝、电力、焦化、汽车制造等)进行资金补助。大宗货物铁路运输发送量年增量部分按照每吨 3 元进行补助。补助要求:铁路发运地(装车地)必须在省内。
2019/2/28	江苏	江苏省推进运输结构调整实施方案	与 2017 年相比,2020 年全省铁路货物发送量增长 1945 万吨,增长 34.2%。
			全省多式联运货运量、重点港口集装箱铁水联运量增长 30%以上。内河集装箱运输量达到 50 万标准箱(TEU)。
2020/9/17		苏州高新区发布《推进运输结构调整工作方案》	钢铁、电解铝、电力、焦化等重点企业铁路运输和水路运输比例达到 50%以上。
			鼓励利用已有铁路专用线能力,大幅提高铁路运输比例,促进具有铁路专用线的大型工矿企业和新建物流园区大宗货物铁路和水路运输比例达到 80%以上。
2019/4/23	重庆	重庆市推进运输结构调整三年行动实施方案(2018—2020 年)	与 2017 年相比,全市铁路货运量增加 150 万吨,全市公路运输占比下降到 80%左右,铁路运输量占比提高到 1.9%左右
			多式联运货运量年均增长 20%
			集装箱铁水联运量年均增长 10%
			铁水联运量占港口货物吞吐量的比例稳定在 12%以上
2019/4/1	内蒙古	内蒙古自治区推进运输结构调整三年行动计划实施方案(2018—2020)	与 2017 年相比,全区铁路货运量增加 2 亿吨,多式联运货运量年均增长 20%。
2021/5/27	湖北		运输结构更加优化,铁路、水运占比进一步提高,多式联运集装箱量年均增长 20%。

		湖北省推动多式联运高质量发展三年攻坚行动方案 (2021-2023 年)	<p>建设疏港铁路 12 条 195 公里、等级以上航道 1040 公里、高速公路 11 条 408 公里、疏港公路 8 条 183 公里；建设 20 个多式联运型物流园区（枢纽）；主要港口、年货运量 150 万吨以上的物流园、产业园实现铁路互联互通。</p> <p>争创 7 个国家级、12 个省级多式联运示范工程，形成可复制、可推广的经验。</p> <p>引进 3 家以上国内国际大型多式联运经营企业，培育 5 家以上省内多式联运骨干企业，开通湖北至国内及欧洲、东盟、东南亚等地 20 条以上多式联运精品线路。</p> <p>部署建设年货运量 150 万吨及以上的工矿企业、大型物流园区铁路专用线。到 2023 年底，年货运量 150 万吨及以上的大型工矿企业和新建物流园区铁路进厂率、进园率达到 90%，省内主要港口铁路进港率达到 100%。</p>
2019/4/15		湖北省推进运输结构调整实施方案	<p>与 2017 年相比，全省铁路货运量增加 1000 万吨以上，增长 23% 以上；水路货运量增加 2710 万吨以上，增长 7.5% 以上；集装箱多式联运货运量年均增长 20% 以上，省内港口集装箱铁水联运量年均增长 30% 以上。</p>
2019/3/29	广东	广东省推进运输结构调整实施方案	<p>全省水路货物运输量达到 11.5 亿吨，较 2017 年增长约 20%；全省铁路货物发送量达到 9960 万吨，较 2017 年增长 15% 以上；多式联运货运量较 2017 年增长约 20%，重点港口集装箱铁水联运快速发展，达到 45 万标箱，较 2017 年增长 150% 以上；全社会公路货运分担率呈明显下降态势。</p>
2019/3/21	宁夏	自治区贯彻落实〈推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）〉实施方案	<p>2018 年至 2020 年我区铁路货运量增加 870 万吨左右，增长 13% 左右。</p> <p>煤炭、钢铁、矿石等大宗物资铁路运量占比逐年提升，2020 年重点企业铁路货运占比达到 50% 以上。</p>
2019/3/26	江西	贯彻落实推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）的实施方案	<p>与 2017 年相比，全省铁路货运量增加 780 万吨、增长 16%，其中九江港大宗货物铁路运输量增加 400 万吨、增长 38%；全省港口吞吐量（除砂石外）增加 2600 万吨，增长 26%，其中集装箱吞吐量增加 34.1 万标准箱，增长 72.8%。</p>
2019/3/19	云南	云南省推进运输结构调整工作实施方案	<p>与 2017 年相比，全省新建成铁路专用线 6 条，“公转铁”货运量增量达到 708 万吨、增长 15.5%，铁路集装化运输比例增长 5% 以上，多式联运货运量年均增长 20%，水路货运量增长 5.5% 以上。</p>
2019/3/18	青海	青海省推进运输结构调整实施方案	<p>到 2020 年，铁路运输网络不断完善，货运组织水平明显提高，综合运输结构逐步优化，全省铁路年度货运量较 2018 年增加 30 万吨。西宁、海西两地具有铁路专用线的大型工矿企业和新建物流园区的大宗货物铁路运输比例达到 80% 以上；西宁、海东两地城市建成区新增和更新轻型物流配送车辆中，新能源车辆和达到国 VI 排放标准清洁能源车辆的比例超过 50%；全省高速公路收费站入口称重检测设备覆盖率达 100%，高速公路货运车辆平均违法超限超载率不超过 0.5%。</p>
2019/3/12	四川	四川省推进运输结构调整三年行动计划实施方案	<p>与 2017 年相比，全省铁路货运量增加 482 万吨、增长 6.9%。全省多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上。</p>
2019/2/18	辽宁	辽宁省推进运输结构调整三年行动计划	<p>铁路货运量较 2017 年增加 3000 万吨，增长 20%。其中，疏港铁矿石增加 1200 万吨，增长 30%；钢铁增加 600 万吨，增长 20%；煤炭增加 500 万吨，增长 4%；集港粮食增加 200 万吨，增长 18%。新增 1200 辆铁路自备车、4000 只敞顶箱。</p>

		划（2018—2020 年）	全省沿海重要港区铁路进港率达到 100%；集装箱铁水联运量达到 140 万标箱，其中大连港年均增加 1.6 万标箱，营口港年均增加 7.2 万标箱；滚装商品汽车吞吐量增加 19 万辆，增长 27%。
			全省高速公路货运车辆平均违法超限超载率不超过 0.5%；普通公路货运车辆超限超载率控制在 3%左右；高速公路入口称重检测的收费站比例于 2019 年底达到 50%，2020 年底达到 100%。
2021/5/31		2020 年交通运输行业发展统计公报解读	全年完成铁路旅客发送量 22.03 亿人，占全社会营业性客运量比重为 22.8%，比上年提高 2.0 个百分点，其中动车组旅客发送量占铁路旅客发送量比重超过 60%。完成民航客运量 4.18 亿人，占全社会营业性客运量比重为 4.3%，提高 0.6 个百分点。完成轨道交通客运量 175.90 亿人，占城市客运量比重为 20.2%，提高 1.5 个百分点。
			大宗货物“公转铁”“公转水”深入推进，全年完成铁路货物总发送量 45.52 亿吨，占全社会货运量比重为 9.8%，比上年提高 0.3 个百分点。完成水路货运量 76.16 亿吨，占全社会货运量比重为 16.4%，提高 0.2 个百分点。完成公路货运量 342.64 亿吨，占全社会货运量比重为 73.8%，下降 0.5 个百分点。
	河北		全年全国港口完成集装箱铁水联运量 687 万标箱，比上年增长 29.6%，占港口集装箱吞吐量比重为 2.6%，提高 0.6 个百分点。
2021/2/26		邯郸市发改委关于下达 2021 全市“公转铁”目标任务的通知	2021 年，全市大宗货物年货运量 150 万吨以上的大型工矿企业和新建物流园区，原则上全部修建铁路专用线；具有铁路专用线的大型工矿企业和物流园区大宗货物铁路运输平均占比达到 80%以上，实现铁路货运总量 8200 万吨。
2019/2/21		河北省推进运输结构调整实施方案（2018-2020 年）	到 2020 年，全省铁路货运发送量将比 2017 年增长 185%，沿海港口矿石、焦炭原则上主要改由铁路运输，集装箱多式联运量将达 50 万标箱，比 2017 年增长 200%以上。
2019/1/9	吉林	吉林省落实推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）实施方案	与 2017 年相比，全省铁路货运量增加 500 万吨，增长 10%，其中：中国铁路沈阳局集团公司完成铁路货运增量 380 万吨，省东北亚铁路集团股份有限公司、省宇辉地方铁路有限公司完成铁路货运增量 120 万吨；集装箱多式联运货运量增长 20%。
2019/1/9	浙江	浙江省推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）	与 2017 年相比，铁路货运量增加 800 万吨、增长 20%，水路货运量增加 1.7 亿吨、增长 12%，航空货邮吞吐量增加 30 万吨、增长 37%，沿海港口大宗货物公路运量减少 1000 万吨，实现主要大宗货物“公转水”1000 万吨、“公转铁”300 万吨。江海联运量达到 3.5 亿吨，海河联运量达到 4000 万吨，集装箱海铁联运量达到 100 万标箱，空铁联运发展取得实质性突破。
2019/1/4	山东	山东省推进运输结构调整工作实施方案（2018—2020 年）	到 2020 年，全省的煤炭、矿石、焦炭等大宗货物长距离运输基本转为铁路或水路，新增铁路运营里程 1450 公里，形成多径路、便捷化、大能力的铁路货运网络。与 2017 年相比，全省铁路货运量增长 7401 万吨，多式联运货运量年均增长 20%，沿海港口集装箱铁路集疏港比例达到 5%以上，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10%以上。
2020/7/9		运输结构调整是绿色发展关键抓手	据统计，2019 年全国公路、铁路、水路（不含远洋）、航空、管道共完成货运量 463.02 亿吨、货运周转量 14.53 万亿吨公里，其中铁路占比分别为 9.48%、20.77%，公路占比分别为 74.2%、41.03%。

			<p>2019 年, 我国铁路货运量比 2017 年增长了 7 亿吨; 水路货运量 10 年来年均增长 9.5%; 集装箱铁水联运量更是年均增长 30% 左右, 集装箱铁水联运比例由 2016 年的 1.25% 增长到了 2019 年的 1.97%。</p> <p>公路仍承担了大量大宗货物中长距离运输, 矿建材料及水泥、煤炭及制品、金属矿石公路货运量约为铁路货运总量的 4.6 倍, 60% 以上的矿建材料及水泥由公路运输。集装箱铁水联运比例过低, 仅占港口吞吐量的 1.97%, 全国仅营口港、连云港和青岛港超过 5%。</p>
2019/1/30	海南	海南省推进运输结构调整工作实施方案	<p>与 2017 年相比, 2020 年全省铁路货运量增加 200 万吨以上, 增长率超过 20%, 铁路货运占总货运量比例达到 6% 以上; 港口集装箱吞吐量增加 30 万 TEU 以上, 增长率超过 15%; 重点港口大宗货物公路运输量减少 200 万吨以上; 全省多式联运货运量年均增长 20% 以上; 全省航空货运量增长 20% 以上。</p>
2019/2/20	湖南	湖南省推进运输结构调整三年行动计划实施方案	<p>与 2017 年相比, 全省铁路货运量增加 755 万吨、增长 18%; 全省水路货运量 (内河) 增加 395 万吨、增长 10%; 多式联运货运量年均增长 20%。</p>
2021/3/4	河南	加快推进铁路专用线进企入园工程实施方案	<p>据统计, 2020 年我省全社会货运周转量中, 公路完成货运量 19.36 亿吨、占比 88.4%, 铁路完成货运量 1.03 亿吨、占比 4.7%。</p> <p>《实施方案》开出“药方”: 继续减少公路运输量, 稳步增加铁路运输量。例如, 实施铁路专用线进企入园“653 工程”, 有序推进 64 个铁路专用线项目, 总里程约 500 公里, 总投资约 300 亿元。具体来说, 重点推进纳入国家项目库及环评批复要求建设的郑州中车四方轨道车辆有限公司专用铁路等 20 个铁路专用线项目建设, 鼓励支持开封国际陆港铁路专用线等 44 个储备项目建设。</p> <p>从 2018 年起, 我省作为交通物流大省, 就开始调整运输结构, 全省 94 家大宗货物年货运量 150 万吨以上的大型工矿企业和新建物流园区, 铁路专用线接入比例达到 82%, 较好完成了国家规定的铁路专用线建设目标任务</p>
2019/1/23		河南省推进运输结构调整工作实施方案	<p>与 2017 年相比, 全省铁路、水路货运量 (含到达和发送) 增加 8152 万吨, 其中铁路货运量 (含到达和发送) 增加 6090 万吨, 增长 26%; 省内航道水路货运量 (含到达和发送) 增加 2062 万吨, 增长 200%; 多式联运货运量年均增长 25%。</p>
2018/12/28	贵州	贵州省推进运输结构调整工作实施方案	<p>到 2020 年, 全省货物运输结构明显优化, 铁路承担的大宗货物运输量显著提高, 超额完成国家下达的全省铁路货运量增加 67 万吨目标任务, 水路承担的大宗货物运输量有一定提高, 全省多式联运货运量增长 20%, 我省运输结构调整取得实质性进展。</p>
2018/12/24	天津	天津市推进运输结构调整工作实施方案	<p>2018 至 2020 年, 铁路货运量较 2017 年分别增加 542 万吨、2552 万吨和 5602 万吨。到 2020 年, 本市运输结构明显优化, 铁路、水路为主的大宗货物运输新格局基本形成, 综合交通运输效能明显增强。</p>
2018/12/12	甘肃	推进运输结构调整三年行动计划 (2018—2020 年)	<p>2018 年、2019 年和 2020 年分别比 2017 年全年社会铁路货运量 (6053 万吨) 增加 20、28、52 万吨。</p>
2019/1/9	福建	福建省运输结构调整工作实施方案	<p>到 2020 年, 全省货物运输结构明显优化, 铁路、水路承担的大宗货物运输量显著提高, 港口铁路集疏运量和集装箱多式联运量大幅增长。与 2017 年相比, 全省铁路货运量增加 164 万吨、增长 5.2%; 水路货运量增加 2500 万吨、增长 7.5%; 沿海港口大宗货物公路运输量减少 164 万吨; 多式联运货运量年均增长 20%; 福州港、厦门港集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上。</p>

2018/10/26	京津冀及 周边地区	京津冀及周边地区	2018 年、2019 年和 2020 年分别新增港口集疏运铁路 150 公里、150 公里和 200 公里。
		运输结构调整示范区建设实施方案 (2018-2020 年)	2020 年底，大宗货物年货运量 150 万吨及以上的大型工矿企业和新建物流园区，原则上全部修建铁路专用线。
2018/10/9	国务院	推进运输结构调整三年行动计划 (2018—2020 年)	2020 年底，具有铁路专用线的大型工矿企业，大宗货物铁路运输比例应达到 80% 以上。
			2020 年与 2017 年相比，全国铁路货运量增加 11 亿吨、增长 30%，其中京津冀及周边地区增长 40%、长三角地区增长 10%、汾渭平原增长 25%；全国水路货运量增加 5 亿吨、增长 7.5%；沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨。全国多式联运货运量年均增长 20%，重点港口集装箱铁水联运量年均增长 10% 以上。
			京津冀及周边地区包括北京、天津、河北、河南、山东、山西、辽宁、内蒙古 8 省（区、市），长三角地区包括上海、江苏、浙江、安徽 4 省（市），汾渭平原包括山西、河南、陕西 3 省。

资料来源：发改委，各地政府网站，长江证券研究所

公转铁对水泥影响如何？

水泥行业运输的情况？

水泥出厂价格常年基本在 200-450 元/吨之间，相比于螺纹钢、煤炭、玻璃等大宗品，货值明显较低；同时石灰石矿资源及产地各地分布偏均衡，因此目前水泥行业运输多以汽运为主，一般汽运费率为 0.4-0.5 元/吨公里左右，基于跨省偏长距离运输不具备经济性（假设 250 公里，运费则需要超 100 元/吨），仅在相邻省份毗邻县市可能存在流动。

同时，对部分沿江沿海市场，目前行业则存在一定水运，主要集中在：1、进口渠道：主要是从东南亚国家通过海运销往华东终端市场，2020 年我国进口熟料 3337 万吨，占比华东熟料产量 7%；2、长三角（安徽熟料运往江浙沪粉磨站）；3、两广沿西江运输（广西运往广东）；4、东北水泥及熟料通过海运南下；其中运输规模来看预计进口为主要流动渠道。

表 4：铁路运输费用明细

	基价 1		基价 2	
	单位	标准	单位	标准
1	-	-	元/轴公里	0.525
2	元/吨	9.5	元/吨公里	0.086
3	元/吨	12.8	元/吨公里	0.091
4	元/吨	16.3	元/吨公里	0.098
5	元/吨	18.6	元/吨公里	0.103
6	元/吨	26	元/吨公里	0.138
机械冷藏车	元/吨	20	元/吨公里	0.14

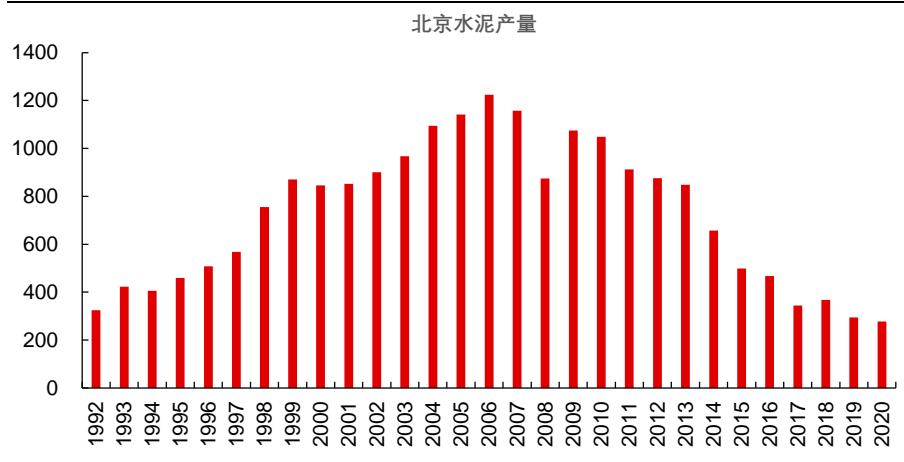
资料来源：国家铁路局，长江证券研究所

备注：运费计算办法：整车货物每吨运价=基价 1+基价 2×运价公里

水泥行业公转铁落地情况？

公转铁在长距离运输的煤炭和铁矿石率先落地。水泥行业公转铁更多在京津冀及周边市场落地，近年运输案例有内蒙—>北京，内蒙—>雄安，河北—>山东。就北京而言，水泥需求约 1700 万吨/年，而产量不到 400 万吨，其余超 1300 万吨过往依靠外部汽运供应。近年随着北京公转铁推进，2020 年全市通过铁路运输原材料 212 万吨，其中砂石骨料 160 万吨，水泥 52 万吨，占比北京年输入水泥约 4%。

图 1：北京历年水泥产量（万吨）



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

表 5：水泥行业近年的公转铁案例

时间	公转铁运输案例
2019年8月6日	满载2800吨散装水泥专列在飞驰500多公里后，由内蒙古呼和浩特沙良货运站到达北京丰台西货运站。这是公路转铁路运输水泥的首趟进京专列。此后，预计每天将有1~2列水泥铁路货运专列进京，日进京量在3000~4000吨，月进京水泥在9万吨左右，预计年进京量在100万吨左右。改用铁路运输后，以本次满载专列为例，由于采用了100个新型罐式集装箱运载散装水泥，可以减少100辆重载卡车，相当于减少20000辆小汽车尾气排放量对进入北京沿途地区的空气污染，全程运输中铁路运输占90%，碳排放量与传统方式相比可以减少八成。
2021年1月5日	首列武安(新峰水泥)--菏泽绿色物流“公转铁”专线发车仪式在武安市工业投资物流中心举行，全列编组25节50个集装箱共1545吨，新峰水泥直达山东菏泽绿色物流基地。下一步，新峰公司在邯长线午汲站修建的铁路专用线工程项目（设计运量近期500万吨/年，远期800万吨/年）已经中铁北京局批复，即将开工建设。
2020年3月23日	编组45辆、满载2880吨水泥熟料的46608次敞顶箱直达专列从吉林省明城亚泰铁路专用线缓缓开出驶向1700公里之外的目的地山东济南湖田站。
2021年5月22日	装载着2851吨水泥的H30801次列车由国家能源集团朔黄铁路丹洲营站向呼和浩特铁路局丰镇站驶出，朔黄铁路“丰镇口”首列非煤货物运输顺利完成，成功开辟非煤货物运输新通道。该列车由山西擎力远公司承运，编组49辆N70型平车，装载98个22N8型罐式集装箱，货物品名散装水泥，载重2800吨，经大准线-丰联线-京包线运输，途径呼和浩特铁路局、太原铁路局、北京铁路局，终到丰台西站。列车的开行，为内蒙古自治区呼和浩特市清水河县水泥产品外运开辟了新通道，预计年发运量20万吨，将有力驰援雄安新区基础建设。

资料来源：中国水泥网，数字水泥网，长江证券研究所

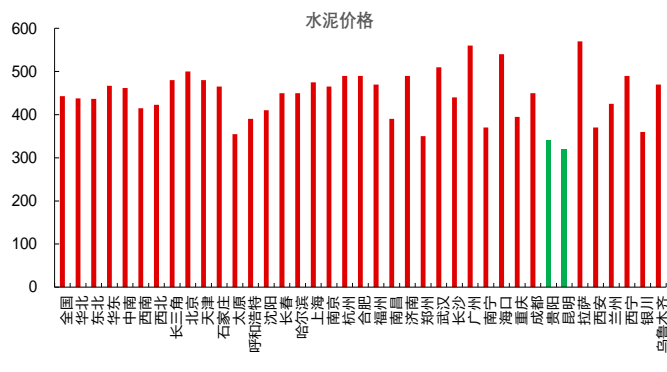
公转铁对水泥运输半径的影响？

市场可能担心行业公转铁后，原有低运输半径下行业区域固化格局面临考验。我们分析：目前国内水泥价格高地为东南，价格洼地为西南，基于理论分析角度探讨西南对东南冲击更具代表性。截至 2021 年 6 月底，水泥价格洼地为贵阳和昆明，价格分别为 340、320 元/吨，与东南相比低 100-150 元/吨左右，估算从贵阳运往长三角铁运费在 150-200

元/吨左右,因此西南低价水泥大规模进入长三角不具备经济性。不过,运往两湖和华南地区距离略近,估算费用在 100-150 元/吨,不排除少量冲击空间。

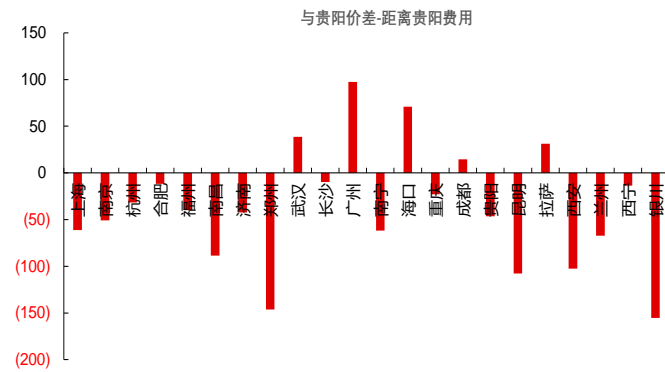
此外，我们认为，实际执行尚需考虑：1、水泥铁运可行性评估并非仅根据价差与运费因素考虑，还需考虑到铁路运能、线路衔接、汽车驳运等因素。2、目前南部龙头为海螺与中国建材，其在大区域间均有相应销售/经营主体，且渠道管控较严格，内部跨市场冲击较难。而中小企业缺乏对终端管控和客户粘性，且成本偏高，冲击动能亦有限。

图 2: 截至 2021 年 6 月 26 日, 全国分省份水泥价格 (元/吨)



资料来源：Wind，数字水泥网，长江证券研究所

图 3: 主要省份与贵阳的价差及运输费用之差 (元/吨)



资料来源：Wind，数字水泥网，长江证券研究所

表 6: 贵阳距离主要省会城市的水泥价格差与运费估算 (公里, 元/吨)

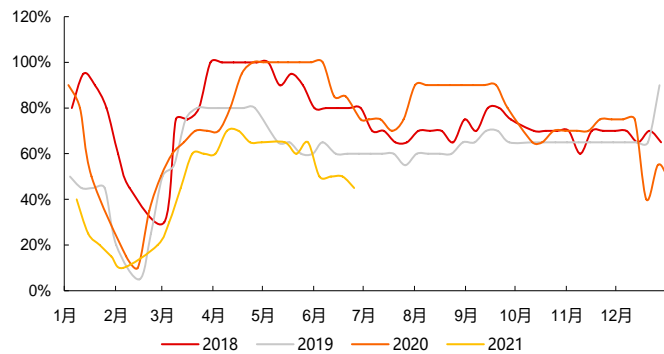
	上海	南京	杭州	合肥	福州	南昌	济南	郑州	武汉	长沙	广州	南宁	海口	重庆	成都	贵阳	昆明	拉萨	西安	兰州	西宁	银川
贵阳直线距离	1531	1323	1382	1177	1261	940	1491	1121	868	647	777	463	844	323	501	0	424	1555	880	1081	1197	1317
估算运费	166	146	152	132	140	108	162	126	101	80	92	62	99	48	65	16	58	169	103	122	134	145
估算运费小计	196	176	182	162	170	138	192	156	131	110	122	92	129	78	95	46	88	199	133	152	164	175
当前价格	475	465	490	490	470	390	490	350	510	440	560	370	540	395	450	340	320	570	370	425	490	360
当前价格差	135	125	150	150	130	50	150	10	170	100	220	30	200	55	110	0	(20)	230	30	85	150	20
价差-费用	(61)	(51)	(32)	(12)	(40)	(88)	(42)	(146)	39	(10)	98	(62)	71	(23)	15	(46)	(108)	31	(103)	(67)	(14)	(155)

资料来源：Wind，数字水泥网，长江证券研究所

进一步，近期贵州部分企业水泥价格出现较为显著下跌。我们认为，一方面，贵阳地区水泥需求短期出现一定幅度下滑（截至 2021 年 6 月底，贵阳水泥出货率仅 45%，同比低 30 个 pct，同比降幅大于其他地区），同时市场存在一定置换新增产能冲击。不过，此价格水平之下，降价企业具备较大盈亏压力，因此预计不可持续，无需过度担心其对周边市场的冲击。

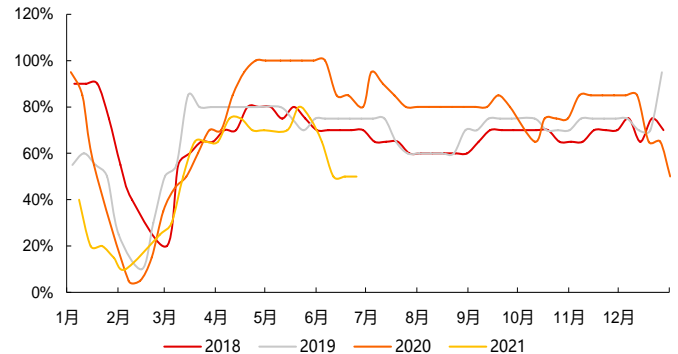
(备注：2021 年贵州省错峰方案为：每条线停窑时间为 100 天，一季度不少于 40 天，二季度不少于 20 天，三季度不少于 20 天，四季度不少于 20 天。对于承担市政处置垃圾（不含污泥和固废）或危险废物任务且平均日处置量达到设计能力 80% 以上的水泥熟料生产线，每条线错峰生产停窑 90 天，其中一季度不少于 35 天，二季度不少于 20 天，三季度不少于 20 天，四季度不少于 15 天）。

图 4：贵阳地区出货率



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

图 5：遵义地区出货率



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

表 7：2020 年西南及周边市场的熟料产能产量情况（万吨）

	条数	产能	熟料产量	熟料利用率	水泥产量	水泥/熟料
贵州	87	9120	8913	98%	10,797	1.21
云南	101	9362	9314	99%	12,984	1.39
广西	97	9030	7694	85%	12,137	1.58
湖南	67	7638	7236	95%	11,034	1.52
四川	97	10342	10125	98%	14,496	1.43
重庆	45	5162	5283	102%	6,505	1.23

资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

备注：此产能为卓创产线统计计算得来；

表 8：云南熟料市场集中度

排名	企业	熟料年产能（万吨）	占比(%)
1	西南水泥有限公司	1695.7	17.73%
2	华新水泥股份有限公司	1255.5	13.12%
3	云南水泥建材集团有限公司	1038.5	10.86%
4	红狮控股集团有限公司	790.5	8.26%
5	安徽海螺水泥股份有限公司	759.5	7.94%
6	台湾水泥股份有限公司	434	4.54%
7	华润水泥控股有限公司	387.5	4.05%
8	华宁玉珠水泥有限公司	248	2.59%
9	云南红塔滇西水泥股份有限公司	186	1.94%
	其他水泥企业	2771.4	28.97%
	熟料年产能合计	9566.6	

资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

表 9：贵州熟料市场集中度

排名	企业	熟料年产能（万吨）	占比(%)
1	西南水泥有限公司	2393.2	25.73%
2	安徽海螺水泥股份有限公司	1788.7	19.23%
3	台湾水泥股份有限公司	567.3	6.10%
4	红狮控股集团有限公司	542.5	5.83%
5	浙江豪龙控股集团有限公司	372	4.00%
6	广西鱼峰集团有限公司	341	3.67%
7	华润水泥控股有限公司	310	3.33%
8	贵州晴隆盘江水泥有限责任公司	186	2.00%
9	贵州源锦水泥有限公司	155	1.67%
	其他水泥企业	2646.656	28.45%
	熟料年产能合计	9302.36	

资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

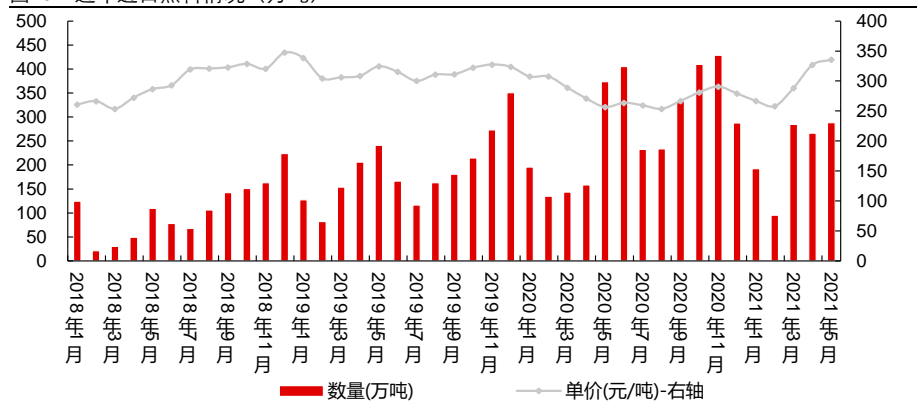
如何看待华东市场格局稳定性？

外部冲击力度渐势弱

如上所述，西南对东南冲击有限，真正外部冲击来自进口和东北。

1、进口熟料量自 2018 年开始日渐增加，且成为国内熟料边际定价权，影响势能在 2020 年进一步扩大，也是 2020Q4 长三角熟料价格明显弱于水泥核心原因。进入 2021 年，我们认为伴随海外需求复苏和海运费上涨，全年进口总量或有小幅下降，也正因如此，2021Q2 熟料价格上涨同比超预期。伴随海外需求复苏和海运费上涨，2021 年进口总量或有一定下降。

图 6：近年进口熟料情况（万吨）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 10：近年的进口熟料情况（万吨，美元，美元/吨）

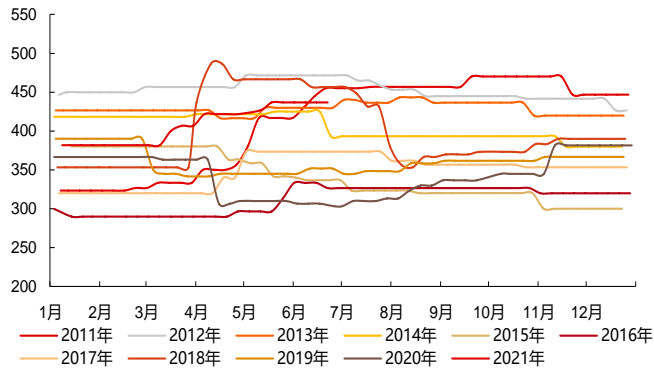
2018 年		2019 年			2020		
进口熟料数量	数量（万吨）	数量（万吨）	金额（美元）	单价（美元/吨）	数量（万吨）	金额（美元）	单价（美元/吨）
越南	1013	1534	71059	46	1980	81444	41
泰国	115	175	9672	44	330	12765	39
韩国	95	219	8490	49	224	8830	39
印尼	37	133	6198	47	334	13532	41
孟加拉	26						
其他	48						
阿联酋		127	5193	41	122	4620	38
日本		74	3170	43	273	10297	38
巴基斯坦		5	194	42	56	2176	39
中国香港		5	105	23			

资料来源：Wind，长江证券研究所

2、当前东北市场 2020-2021 年市场格局不断改善。一方面市场在出现一定的整合，2021 年，中国建材、冀东水泥、大鹰水泥三者成立新的公司，其中中国建材、金隅集团将分别占股 45%，辽宁大鹰水泥占股 10%。同时，2020-2021 东北采暖季错峰生产秩序较

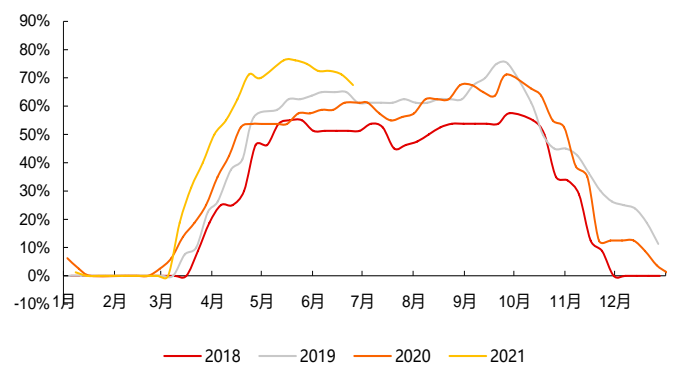
往年较好，市场供给格局逐步改善，价格同比出现涨幅 130 元/吨，因此当地企业南下动能变弱。

图 7：东北水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

图 8：东北水泥出货率



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

表 11：辽宁熟料市场集中度（万吨）

排名	企业	熟料年产能（万吨）	占比（%）
1	天瑞水泥集团有限公司	951.7	16.97%
2	山东山水水泥集团有限公司	883.5	15.75%
3	辽宁大鹰水泥集团有限公司	806	14.37%
4	吉林亚泰（集团）股份有限公司	620	11.05%
5	北方水泥有限公司	403	7.18%
6	辽宁银盛水泥集团有限公司	279	4.97%
7	辽宁大伙房水泥有限公司	232.5	4.14%
8	唐山冀东水泥股份有限公司	201.5	3.59%
9	大连水泥集团有限公司	186	3.32%
	其他水泥企业	1046.56	18.66%
熟料年产能合计		5609.76	

资料来源：中国水泥网，长江证券研究所

新规执行，供给中期持续受控

在能耗管控趋严及置换趋紧大背景下，华东置换扩张显著受限，存量博弈大逻辑不变，市场格局依然较为稳固。水泥行业产能置换新规于 2021 年下半年执行，对于长三角的置换比例再次升级，从过往的 1.5:1 提升至 2:1。

表 12：产能置换政策近年来的变化趋势逐步收紧

	环境敏感区/大气重点防治区域			非环境敏感区/大气重点防治区域		
	2018 年之前	2018 年新规	2021 新规	2018 年之前	2018 年新规	2021 新规
水泥	1.25:1	1.5:1	2:1	等量置换	1.25:1	1.5:1
玻璃	1.25:1	1.25:1	1.25:1	等量置换	等量置换	等量置换

钢铁	1.25:1	1.25:1	1.5:1	等量置换	减量置换	1.25:1
----	--------	--------	-------	------	------	--------

资料来源：工信部，长江证券研究所

短期制约因素缓解，下半年改善概率大

短期来看，华东市场基本面承压，2021 年近期水泥行业微观数据相对低迷，从行业出货来看 5~6 月下月近 10%，淡季前置特征较为明显。高基数之外，也有外部干扰因素，一方面是今年雨水天气较多，同时前期钢价上涨较多导致部分工地出现阶段性停工。

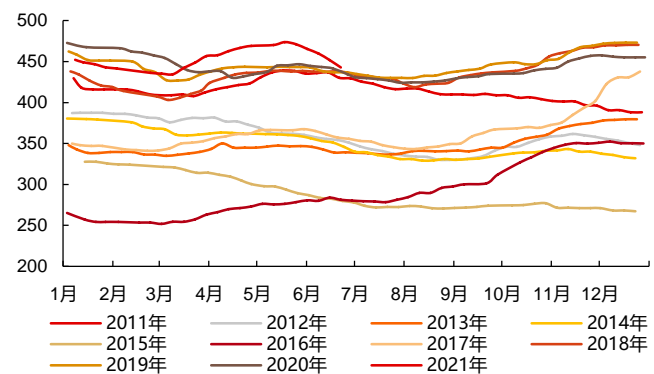
表 13：全国及各个区域水泥产量增速（万吨）

	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
前 5 月累计产量	92242	7616	2825	31564	25702	17951	6585
5 月单月产量	24307	2586	1189	7961	6181	4089	2301
前 5 月累计增速	19%	28%	22%	22%	23%	9%	13%
单月增速	-3%	6%	5%	-1%	-4%	-13%	-3%

资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

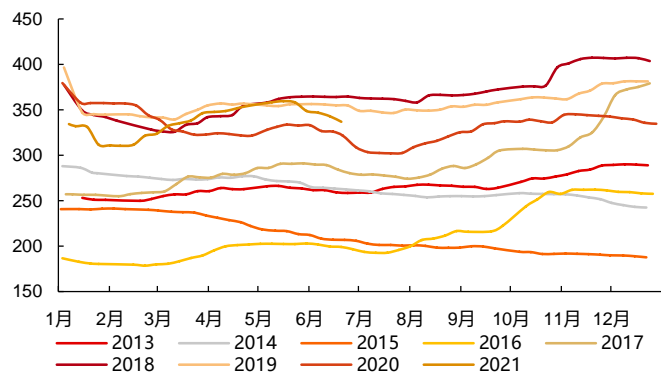
价格来看，2021 年年初至今（截至 6 月底）全国和华东均价为 454、495 元，同比分别增加 6 元、持平，均价表现相对平淡，但是当前时点来看，全国价格 443 元/吨、华东价格 467 元/吨，同比分别增长 8 元/吨、19 元/吨，全国价格的同比剪刀差在 3 月中旬出现，因此企业一季度均价并没有得到体现，预计在 Q2 会得到较充分体现。

图 9：全国水泥价格（元/吨）



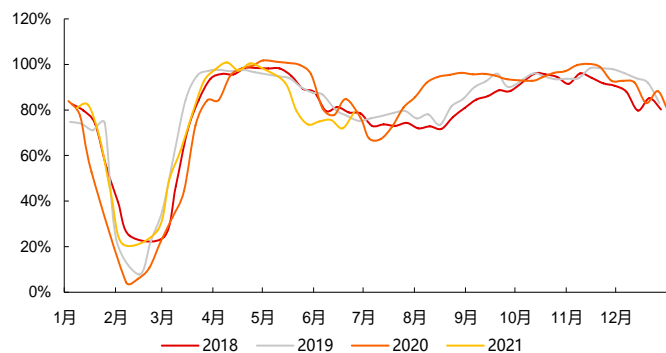
资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

图 10：全国熟料价格（元/吨）



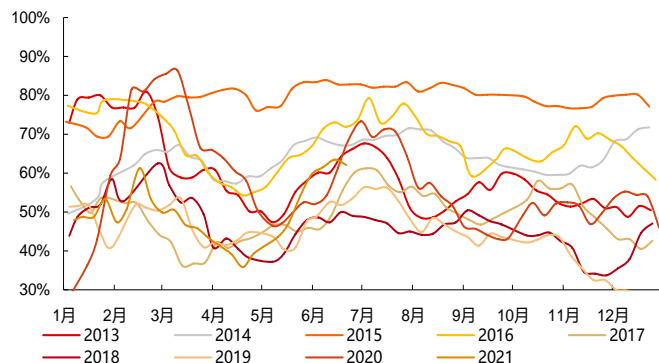
资料来源：卓创资讯，长江证券研究所

图 11: 华东水泥出货率



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

图 12: 华东熟料库存



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

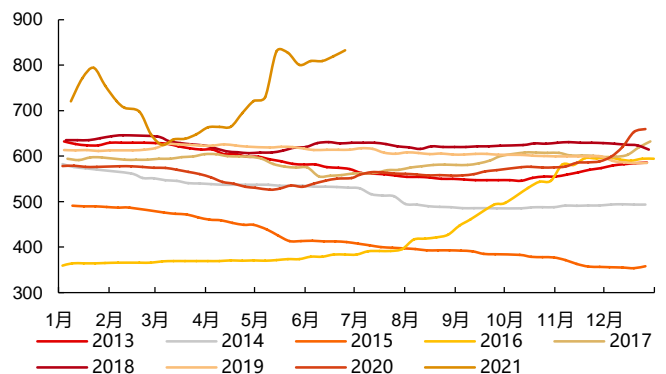
表 14: 全国及主要区域的水泥价格对比情况 (元/吨)

	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北	长三角
2021-6-25	443	438	437	467	462	415	423	480
同期	435	423	303	448	472	452	445	454
同比	8	15	133	19	-10	-37	-22	26
年初至今	454	426	409	495	493	414	443	519
同比	448	435	339	495	492	426	429	495
同比	6	-10	70	0	1	-12	14	23

资料来源：Wind，长江证券研究所

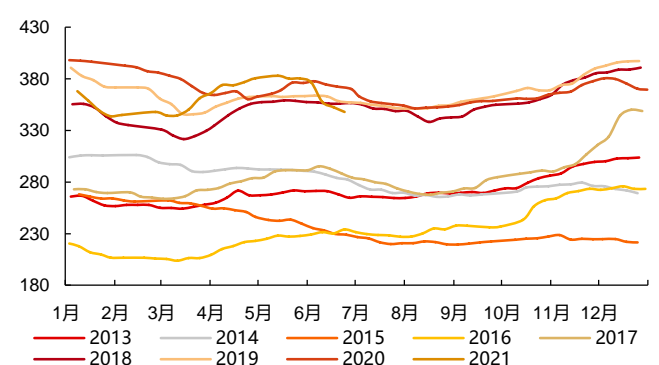
成本约束：煤炭价格对成本的冲击下半年或趋弱。今年受供需错配影响，煤炭价格上涨较为明显，而煤炭是水泥成本核心变量，占比成本接近 50%，因此其快速上涨对水泥行业产生了一定影响，也即企业价格虽然高，但是预计盈利水平目前尚未得到完全修复，成本到产品的价格传导预计需要一段时间。不过，我们认为下半年随着供给初步放松，煤炭价格或迎来阶段性回落，进而对行业盈利修复提供支撑。

图 13: 全国煤炭价格 (元/吨)



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

图 14: 全国水泥煤炭价格差 (元/吨)



资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

表 15：水泥价格、煤炭价格、水泥煤炭价格差的同比变化（元/吨）

全国	水泥价格	煤炭价格	水泥煤炭价格差
2021-6-25	443	833	335
同期	435	552	363
同比	8	281	-28
年初至今	454	729	359
同期	448	556	376
同比	6	173	-17

资料来源：数字水泥网，长江证券研究所

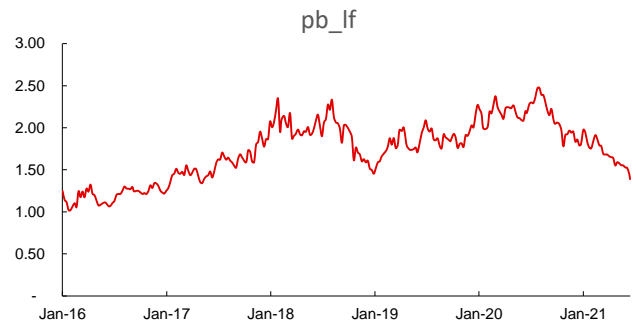
进一步，考虑到去年下半年盈利偏低基数下，2021H2 在供需改善之下价格存在超预期空间，叠加当前较强估值边际，水泥板块存修复空间。

图 15：海螺水泥 PE (ttm)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：海螺水泥 PB (LF)



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

