

板块超配，机构大力增持早周期

2020Q1 建材持仓分析

► **2020Q1 板块获超配，机构增持力度较大。**根据 Wind 数据（口径为基金季报前十大重仓），2020Q1 基金建材持仓占基金总持股市值的 1.97%，环比 2019Q4 提升 0.42 个百分点，超配幅度为 0.45 个百分点，环比 2019Q4 扩大 0.36 个百分点。

► **早周期增持力度大，疫情下连续生产行业如玻纤等获减持。**

水泥主战场增持力度大：我们统计的重点水泥企业 2020Q1 平均机构持仓占流通股比重为 1.74%，环比 2019Q4 继续上升 0.76 个百分点，增持力度较大，判断主要原因是板块受到基建投资提振，在赶工效应的预期下，业绩可见度较高，格局较为确定，且估值较低。

防水获大手笔布局：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份 2020Q1 机构持仓占流通股比例分别为 18.92%/7.91%/10.83%，环比 2019Q4 分别提高 3.4/7.7/10.8 个百分点，主要产品集中用于地产和基建开工阶段，行业集中度提升后格局逐步清晰。

外加剂黑马异军突起：苏博特、垒知集团 2020Q1 机构持股占流通股比重分别为 7.63%/4.43%，环比 2019Q4 分别大幅提升 4.8/4.4 个百分点，判断主要原因是混凝土需求良好、行业集中度提升趋势明显及 Q1 末油价及相关产品价格下跌幅度大，成本端改善。

瓷砖机构减持：2020Q1 蒙娜丽莎、帝欧家居机构持股占流通股比例环比 2019Q4 分别下降 5.2/6.3 个百分点至 1.20%/4.39%，判断主要原因是：1) C 端受疫情影响较大，2) 地产复工确定性排序在基建产业链之后。

玻纤小幅减持：中国巨石、长海股份 2020Q1 机构持股占流通股比重环比 2019Q4 分别下降 2.0/1.4 个百分点左右至 2.26%/0%，判断机构减持中国巨石、长海股份主要因为疫情影响经济恢复、海外出口不确定性等削弱玻纤行业基本面。

► **北上资金增持东方雨虹、伟星新材，小幅减持水泥但仓位仍较高。**2020Q1 北上资金增持东方雨虹，持股数量由 2019Q4 的 1.34 亿股提升至 1.37 亿股，判断增持原因与国内机构类似。水泥获小幅减持，海螺水泥、冀东水泥、华新水泥持仓环比 19Q4 分别下降 2.0/0.7/2.0 个百分点至 10.58%/1.56%/6.93%，目前北上资金水泥股持仓仍处于 2018 年以来的较高位置，行业仍然获青睐。

► **投资建议。**早周期大年，推荐全国水泥龙头**海螺水泥**，华中和西南龙头**华新水泥**，成长性优异的“小海螺”**上峰水泥**，北方供需改善核心受益标的**祁连山**、**宁夏建材**、**冀东水泥**，中南弹性标的**塔牌集团**、**万年青**。持续推荐除了水泥之外的防水板块+外加剂板块，防水在小区旧改、补短板市政和开发商集中度提升逻辑下，持续推荐**东方雨虹**、**科顺股份**、**凯伦股份**。外加剂持续推荐**苏博特**（建材、化工联合覆盖）、**垒知集团**，产业逻辑 2 年维度确定性高。

► **风险提示。**疫情持续时间超预期，系统性风险。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

分析师：郁晓

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

正文目录

1. 机构增持力度大，2020Q1 板块获超配	3
1.1. 水泥：行业基本面良好，机构持续增持	4
1.2. 外加剂：Q1 机构大幅增持，黑马异军突起	5
1.3. 消费建材：防水板块大获青睐，瓷砖减持力度较大	6
1.4. 玻璃玻纤：玻纤板块获减持，旗滨集团获增持	6
2. 北上资金增持东方雨虹、伟星新材，减持水泥、玻璃	7
3. 逆周期政策或再发力，继续布局早周期	8
4. 风险提示	8

图表目录

图 1 建材板块季度重仓持股情况	3
图 2 重点 A 股建材企业 2020Q1 机构持仓情况	4
图 3 重点水泥企业机构持股占流通股比例（单位：%）	5
图 4 外加剂板块重点企业机构重持股占流通股比例（单位：%）	5
图 5 消费建材重点企业机构持股占流通股比例	6
图 6 玻纤板块机构持股占流通股比例（单位：%）	7
图 7 玻璃板块机构持股占流通股比例（单位：%）	7
图 8 A 股重点建材企业沪深股通持股占比（单位：%）	8

1. 机构增持力度大，2020Q1 板块获超配

2020Q1，机构增持建材板块力度较大。根据 Wind 数据统计，我们样本中的 94 家重点建材企业基金重仓持股总市值 271 亿元，环比 2019Q4 增加 69 亿元左右，占基金总持股市值的 1.97%，环比 2019Q4 提升 0.42 个百分点。截止到 2020Q1，建材板块总市值占万得全 A 市值比重 1.52%，显示 2020Q1 建材板块获得机构超配 0.45 个百分点，超配幅度环比 2019Q4 提升 0.36 个百分点。

图 1 建材板块季度重仓持股情况

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
建材板块持股总市值 (亿元)	181	96	122	42	121	138	132	202	271
持股总市值 (亿元)	9,475	9,088	8,646	3,725	9,957	10,730	11,506	13,028	13,757
占比 (%)	1.91	1.05	1.41	1.14	1.22	1.28	1.15	1.55	1.97
建材总市值占全A总市值比重 (%)	1.39	1.24	1.28	1.23	1.29	1.32	1.31	1.46	1.52
超配比例 (%)	0.52	(0.18)	0.13	(0.09)	(0.07)	(0.04)	(0.16)	0.09	0.45

资料来源：Wind，华西证券研究所

图2 重点A股建材企业2020Q1机构持仓情况

	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
东方雨虹	150	20,625	5,346	18.82	697,964	0.04	0.26
海螺水泥	402	12,324	3,475	3.08	679,035	0.04	0.25
北新建材	38	11,765	(886)	6.96	277,650	0.02	0.10
冀东水泥	83	9,313	5,581	6.91	182,627	0.01	0.07
华新水泥	42	6,278	1,112	4.61	146,094	0.01	0.05
中材科技	16	8,678	1,887	5.17	98,573	0.01	0.04
三棵树	32	896	239	4.85	79,614	0.00	0.03
中国巨石	45	7,904	(6,985)	2.26	62,442	0.00	0.02
坚朗五金	41	1,064	48	6.60	58,275	0.00	0.02
旗滨集团	34	10,774	3,784	4.05	52,039	0.00	0.02
科顺股份	27	2,378	2,317	7.91	44,393	0.00	0.02
天山股份	6	2,800	965	3.18	31,919	0.00	0.01
塔牌集团	35	2,409	1,806	2.07	29,770	0.00	0.01
凯伦股份	21	848	848	10.83	27,690	0.00	0.01
帝欧家居	6	887	(1,142)	4.39	20,622	0.00	0.01
垒知集团	9	2,315	2,295	4.43	20,554	0.00	0.01
伟星新材	10	1,282	(934)	0.91	14,181	0.00	0.01
蒙娜丽莎	11	162	(702)	1.20	3,430	0.00	0.00
祁连山	19	888	109	1.14	11,578	0.00	0.00
亚士创能	8	328	(35)	4.75	9,085	0.00	0.00
再升科技	6	704	(189)	0.99	7,520	0.00	0.00
金隅集团	3	1,645	1,402	0.20	5,394	0.00	0.00
宁夏建材	12	400	(53)	0.84	5,043	0.00	0.00
上峰水泥	4	206	193	0.25	4,050	0.00	0.00
兔宝宝	3	471	(456)	0.63	3,518	0.00	0.00
信义玻璃	4	94	(218)	0.02	768	0.00	0.00
永高股份	1	9	9	0.01	50	0.00	0.00
万年青	1	2	(46)	0.00	20	0.00	0.00

资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.1. 水泥: 行业基本面良好, 机构持续增持

根据Wind统计数据, 我们样本中的14家A/H重点水泥企业2020Q1平均机构持仓占流通股比重为1.74%, 环比2019Q4继续上升0.76个百分点, 增持幅度相较于2019Q4提高0.32个百分点, 体现增持力度较大。我们判断机构增持水泥板块的原因是在疫情影响下, 基建产业链全年的确定性仍然较高, 早周期水泥核心受益, 且2020Q1重点水泥企业动态估值普遍仅6-9倍之间, 安全边际较高。

图 3 重点水泥企业机构持股占流通股比例（单位：%）

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
2233.HK	西部水泥	-	-	0.00	-	-	-	-	-	-
601992.SH	金隅集团	0.03	0.03	0.16	0.02	0.62	0.03	0.02	0.03	0.20
600585.SH	海螺水泥	2.85	1.92	2.68	1.06	1.58	1.73	1.53	2.21	3.08
000401.SZ	冀东水泥	0.45	0.14	0.87	0.42	1.92	5.01	1.87	2.77	6.91
600801.SH	华新水泥	2.77	2.59	3.17	0.38	1.89	1.84	2.54	3.79	4.61
3323.HK	中国建材	-	-	0.35	-	0.01	0.01	0.01	0.11	2.03
000877.SZ	天山股份	0.01	-	0.04	0.27	0.01	1.87	0.89	2.09	3.18
002233.SZ	塔牌集团	0.02	1.54	0.84	0.02	0.11	0.06	0.02	0.52	2.07
600720.SH	祁连山	0.67	-	0.10	0.06	0.05	1.49	1.05	1.00	1.14
600449.SH	宁夏建材	-	-	0.89	-	-	-	0.08	0.95	0.84
0914.HK	海螺水泥	0.02	0.22	0.92	0.00	0.14	0.14	0.13	0.10	0.07
000672.SZ	上峰水泥	0.51	0.19	0.34	-	0.21	0.22	0.86	0.02	0.25
000789.SZ	万年青	0.17	0.13	1.83	0.80	2.88	0.03	-	0.06	0.00
1313.HK	华润水泥控股	-	0.33	0.30	-	-	0.02	0.01	0.01	0.03
	重点水泥企业平均	0.54	0.51	0.89	0.22	0.67	0.89	0.64	0.98	1.74

资料来源：Wind，华西证券研究所

个股来看，水泥板块中，冀东水泥（+4.14%）、海螺水泥（+0.87%）、中国建材（+1.92%）、天山股份（+1.10%）及塔牌集团（+1.55%）是机构增持较多的水泥企业，判断在水泥行业整体盈利连续两年处于历史高位背景下，2020Q1 机构增持更加看重全年业绩弹性。

1.2. 外加剂：Q1 机构大幅增持，黑马异军突起

根据 Wind 统计数据，我们样本中的 2 家混凝土外加剂企业苏博特、垒知集团 2020Q1 机构持股占流通股比重分别为 7.63%/4.43%，环比 2019Q4 分别大幅提升 4.8/4.4 个百分点。判断主要原因是 1）行业集中度提升趋势确定，2）2020Q1 末环氧乙烷价格大幅下降，油价博弈者进入及 3）机构集中增持前两家企业动态市盈率仅 7-9 倍，安全边际较高。

图 4 外加剂板块重点企业机构持股占流通股比例（单位：%）

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
603916.SH	苏博特	-	-	-	-	0.28	0.16	-	2.83	7.63
002398.SZ	垒知集团	-	-	-	-	0.70	1.12	0.58	0.04	4.43
	重点外加剂企业平均	-	-	-	-	0.49	0.64	0.29	1.43	6.03

资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 消费建材：防水板块大获青睐，瓷砖减持力度较大

在我们样本里的重点消费建材企业中，防水板块 2020Q1 大获青睐。根据 Wind 统计数据，三家防水上市企业东方雨虹、科顺股份、凯伦股份 2020Q1 机构持仓占流通股比例分别为 18.92%/7.91%/10.83%，环比 2019Q4 分别提高 3.4/7.7/10.8 个百分点，是机构增持力度最大的细分板块。判断增持主要原因与外加剂类似：1) 市场对于全年新开工端较为乐观，2) 2020Q1 油价下跌较多，成本端大幅改善，3) 行业集中度提升趋势明显。

图 5 消费建材重点企业机构持股占流通股比例

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
防水板块										
002271.SZ	东方雨虹	20.91	14.24	17.71	4.81	14.46	14.83	13.58	15.42	18.82
300737.SZ	科顺股份	0.00	0.00	-	-	-	-	0.05	0.20	7.91
300715.SZ	凯伦股份	-	-	-	-	-	-	1.15	-	10.83
瓷砖板块										
002918.SZ	蒙娜丽莎	-	-	-	-	0.98	6.29	6.69	6.38	1.20
002798.SZ	帝欧家居	2.64	7.35	10.08	3.23	11.45	3.81	7.55	10.69	4.39
管材板块										
300599.SZ	雄塑科技	-	-	-	-	-	-	-	-	-
002372.SZ	伟星新材	3.89	2.45	3.28	0.82	2.89	2.69	2.81	1.57	0.91
2128.HK	中国联塑	-	-	-	-	-	0.06	0.01	0.00	0.00
002641.SZ	永高股份	-	-	-	-	0.02	0.02	-	-	0.01
涂料板块										
603737.SH	三棵树	3.58	4.01	3.37	1.55	10.60	4.21	5.40	3.56	4.85
603378.SH	亚士创能	-	-	-	-	-	-	-	5.26	4.75
其他板块										
002084.SZ	海鸥住工	-	-	-	-	0.01	-	-	-	-
002225.SZ	濮耐股份	-	-	-	-	0.01	-	-	-	-
002088.SZ	鲁阳节能	3.59	4.98	2.73	-	0.01	0.33	0.31	0.26	-
000786.SZ	北新建材	7.91	5.04	3.88	2.66	5.52	6.40	6.67	7.49	6.96
002791.SZ	坚朗五金	-	-	-	-	0.40	5.59	7.17	6.31	6.60
603826.SH	坤彩科技	-	0.23	2.65	1.02	4.50	3.62	0.37	0.25	4.62
002043.SZ	兔宝宝	0.60	0.08	0.08	-	-	-	-	1.25	0.63
603688.SH	石英股份	2.98	4.59	2.11	1.56	2.39	1.49	1.37	1.24	3.51

资料来源：Wind，华西证券研究所

在所有消费建材细分行业中，瓷砖板块的减持力度较大。根据 Wind 统计数据，2020Q1 蒙娜丽莎、帝欧家居机构持股占流通股比例环比 2019Q4 分别下降 5.2/6.3 个百分点至 1.20%/4.39%，判断主要原因是：1) 瓷砖零售端受到疫情影响较大，2) 地产复工确定性排序在基建产业链之后。

1.4. 玻璃玻纤：玻纤板块获减持，旗滨集团获增持

2020Q1，机构减持玻纤板块，根据我们统计，中国巨石、长海股份、再升科技三家企业 2020Q1 机构持股占流通股比重环比 2019Q4 分别下降 2.0/1.4/0.3 个百分点左右至 2.26%/0%/0.99%，判断机构减持中国巨石、长海股份主要因为疫情影响经济恢复、削弱玻纤行业基本面，减持再升科技主要因为 2 月疫情期间涨幅较大，机构投资

者获利了结。玻纤板块中，中材科技获机构增持，判断主要原因是公司风电叶片、新能源锂电隔膜业务 2020 全年预计保持较高景气度。

图 6 玻纤板块机构持股占流通股比例（单位：%）

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
600176.SH	中国巨石	8.97	2.70	4.17	3.21	1.61	2.56	2.95	4.25	2.26
300196.SZ	长海股份	0.09	0.20	0.71	2.61	2.29	1.17	0.10	1.39	-
002080.SZ	中材科技	0.08	-	-	-	4.21	1.98	4.18	4.05	5.17
603601.SH	再升科技	1.11	2.00	1.14	1.00	2.56	7.28	5.79	1.27	0.99
	重点玻纤企业平均	1.71	0.82	1.00	1.14	1.78	2.16	2.17	1.83	1.40

资料来源：Wind，华西证券研究所

2020Q1，玻璃板块主要企业旗滨集团获机构增持，机构持股占流通股比例环比 2019Q4 提升 1.4 个百分点至 4.05%，判断主要原因是尽管疫情对 2020H1 玻璃行业景气度影响较大，但公司估值及股息率已较有吸引力，吸引了社保和养老金组合的长期配置。

图 7 玻璃板块机构持股占流通股比例（单位：%）

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
600586.SH	金晶科技	-	-	0.01	-	-	-	-	-	-
000012.SZ	南玻A	0.02	-	0.56	-	-	0.05	-	-	-
601636.SH	旗滨集团	1.38	0.06	0.18	0.06	0.04	0.07	0.15	2.63	4.05
0868.HK	信义玻璃	0.15	0.47	0.47	0.01	0.00	0.00	0.05	0.08	0.02
	重点玻璃企业平均	0.26	0.09	0.20	0.01	0.01	0.02	0.03	0.45	0.68

资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 北上资金增持东方雨虹、伟星新材，减持水泥、玻璃

根据 Wind 数据测算，在重点建材企业中，2020Q1 北上资金增持东方雨虹，沪深股通持股数量由 2019Q4 的 1.34 亿股提升至 1.37 亿股（占比被可转债等稀释），判断主要增持原因与内地机构相似。此外，2020Q1，北上资金小幅增持伟星新材，沪深股通占比 2019Q4 上升 0.34 个百分点至 2.16%，判断主要因为在经历股价回落后公司估值已充分消化。

图8 A股重点建材企业沪深股通持股占比（单位：%）

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
海螺水泥	4.05	7.52	9.93	9.13	10.10	10.45	12.52	12.56	10.58
冀东水泥	0.06	0.34	0.37	1.02	1.45	1.80	3.56	2.26	1.56
华新水泥	0.13	0.54	3.84	6.12	4.71	6.37	8.01	8.95	6.93
旗滨集团	0.89	1.35	0.25	0.45	0.97	0.89	1.15	5.62	3.23
福耀玻璃	12.68	15.13	15.19	14.15	11.76	10.09	9.26	11.26	10.92
中国巨石	3.30	4.40	5.98	7.12	5.40	4.16	4.02	5.03	5.05
北新建材	0.38	1.01	2.46	2.51	4.92	5.21	5.54	6.33	5.95
东方雨虹	1.14	1.02	0.63	1.53	4.80	4.93	5.28	9.03	8.77
伟星新材	2.28	3.12	2.77	1.98	2.01	1.42	1.23	1.82	2.16

资料来源：Wind，华西证券研究所

2020Q1 沪港通小幅减持水泥，但绝对持仓仍高位，证明仍然受青睐。海螺水泥、冀东水泥、华新水泥北上资金持股环比 2019Q4 分别下降 2.0/0.7/2.0 个百分点至 10.58%/1.56%/6.93%，判断主要原因是前期获利了结，目前北上资金水泥股持仓仍处于 2018 年以来的较高位置，行业仍然获青睐。此外玻璃、玻纤板块同样遭遇减持，判断主要原因是行业景气度受疫情影响相对较大。

3. 逆周期政策或再发力，继续布局早周期

4 月政治局会议强调要以更大的宏观政策对冲疫情影响，通过提高赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债等方式提高资金使用效率，同时确保完成脱贫攻坚决心不变，并继续推行旧改。而根据数字水泥数据，目前复工进行良好，华东、珠三角等重点地区已经基本达到产销平衡，判断目前赶工需求较为旺盛。在逆周期政策或继续发力背景下，继续推荐早周期板块。

早周期大年，推荐全国水泥龙头**海螺水泥**，华中和西南龙头**华新水泥**，有望受益于湖北的逆周期政策支撑，成长性优异的“小海螺”**上峰水泥**，北方供需改善核心受益标的**祁连山**、**宁夏建材**、**冀东水泥**，弹性标的**塔牌集团**；

推荐除了水泥之外的防水板块+外加剂板块，叠加油价下行后毛利率全年受益。防水在小区旧改、补短板市政和开发商集中度提升逻辑下，持续推荐**东方雨虹**、**科顺股份**、**凯伦股份**。外加剂持续推荐**苏博特**（建材、化工联合覆盖）、**垒知集团**，基建客户订单增长迅速，从 2 年产业逻辑看确定性最高。

4. 风险提示

疫情蔓延时间超预期：如果疫情蔓延时间超预期，可能导致下游房地产及建材需求市场启动继续延后。

系统性风险：宏观经济及贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势。

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郝暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。