

## 水泥行业深度研究报告（二）

# 西北水泥：供给格局持续优化，新疆甘肃基建加码保障需求

推荐（维持）

- 历史端：西部大开发为西北水泥发展提供了重大契机。**我国水泥行业在 21 世纪后进入高速发展期，高增长阶段大约持续了 10 年左右，西北地区水泥行业起步时间较全国略有滞后。2006 年末，国务院审议并通过了《西部大开发“十一五”规划》，西部发展战略高度提升叠加落后产能淘汰，西北水泥行业迎来重要发展契机，市场规模迅速壮大，水泥产量占全国比例在 2014 年达到峰值 9.06%，8 年产量 CAGR 高达 17.84%，远高于全国的 9.43%。然而，在这快速发展的 8 年中，约有一半时间都是过度扩张的，2011 年后，西北地区水泥价格持续下滑，究其原因，既有全国产能过剩的普遍性问题，也与其自身新增产能过多有关。**错峰生产是行业供求关系改善的关键举措。**2014 年冬季，新疆率先实行了水泥企业错峰限产；2015-2016 年，错峰生产施行范围由新疆逐步扩大至北方采暖区域的 15 省，之后又扩大至南方的夏季和雨季。全国范围内的限产使行业供需格局逐渐改善，水泥价格在 16 年初开始持续上行。
- 地理条件造成的需求差异：陆运为主，对基建投资依赖性更强。**西北水泥运输方式以陆运为主，由于存在运输半径（公路 200~300 公里，铁路 500 公里），跨省运输相对较少，外省产能主要对接壤地区产生一定影响。从下游行业来看，西北地区中，仅甘肃省 2019 年房地产开发投资占固投比例超过 20%，其余均在 16% 以下，青海甚至不足 10%，均明显低于全国的 24%，这导致了西北地区水泥行业对基建投资以及相关政策的敏感度更高。
- 资源条件造成的供给差异：电石渣企业是供给侧改革重要一环。**PVC 企业最大的优势在于低成本，与传统水泥企业相比，PVC 企业的吨熟料成本可降低 70~80 元，出厂价可以低至 130~160 元/吨，电石渣企业的存在将会进一步地恶化当地的供需格局。根据卓创资讯，2018 年全国 PVC 产能 2327 万吨，西北及距离较近的内蒙共涵盖了全国 42% 以上的 PVC 产能。我们估计新疆、青海的电石渣企业会对当地水泥熟料产生 678.4 万、243.2 万吨的供给冲击，各占两地总熟料产能的 8.1%、16.5%，另外内蒙还存在约 650 万吨的电石渣水泥熟料产能，对接壤的甘肃、宁夏、陕西可能均有影响。
- 区域集中度较低，行业仍有待整合。**截至 2019 年末，西北地区共拥有水泥熟料产能 22196 万吨，其中 80% 以上都集中在新疆、陕西、甘肃，新疆产能过剩最为严重，我们认为一方面是由于 PVC 企业带来的产能压力，另一方面可能与新疆区域辽阔，小企业较多（CR5 仅 63.7%）有关。分企业来看，**天山股份是西北地区最大的区域龙头**，熟料产能 2734.2 万吨，市场份额为 12.3%，其次是祁连山集团、尧柏水泥，市占率各为 8.9%、8.0%。**西北地区水泥行业 CR5 仅 43%，区域格局仍有整合空间。**
- 2020 年展望：供给格局持续优化，新疆、甘肃发力基建。**上周（0504-0510）西北水泥均价 449.17 元/吨，库容比 48.89%，出货率 79.44%，环比变化各为 0、0、-3.88pp，当前价格已超过 2019 年的西北最高均价 421 元，出货率和库容比也达近两年最好水平。供给端方面，2019-2020 冬季，仅新疆的和田、喀什、克州地区停窑时间较上年减少一个月，西北其他地区限产力度均与上年一致。三地合计熟料产能占西北总产能 7.4%，预计少停产一个月带来的产量增量约 120~150 万吨左右，影响极小。另外，4 月 17 日内蒙古工信厅发布《关于对电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案的公告》，此次参与产能置换的电石渣熟料企业均位于蒙西，靠近西北，甘宁陕水泥市场有望受益。**需求端来看**，我们对比了 2019-2020 年五省的基建审批和专项债数据，并结合各省年度计划投资以及 1-3 月固投增速，**发现新疆、甘肃基建加码信号明显**，陕西需求有待观察，青海、宁夏体量较小，估计对西北总需求带动不明显。
- 建议关注：新疆水泥龙头天山股份、甘肃水泥龙头祁连山集团、宁夏水泥龙头宁夏建材。**
- 风险提示：基建投资增速不达预期，错峰生产执行力度不达预期，疫情扩散超预期。**

## 华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com

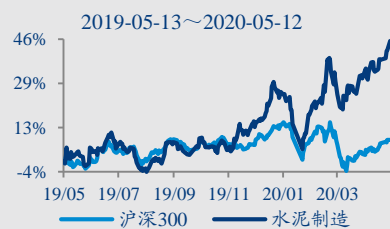
执业编号：S0360519060002

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	18	0.47
总市值(亿元)	5,896.73	0.89
流通市值(亿元)	4,633.43	0.95

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	10.73	39.54	43.17
相对表现	5.66	38.07	37.01



## 相关研究报告

《水泥行业深度研究报告（一）：下游需求恢复，延后的“春季躁动”》

2020-04-14

## 投资主题

### 报告亮点

我们梳理了西北地区水泥行业发展的历史，发现西部大开发为区域水泥发展提供了重大契机，但在高速发展的8年中，约有一半时间都是过度扩张的，**2014年起始于新疆的错峰限产地行业供需格局改善的重要举措。**

我们总结了西北地区水泥行业与其他区域的重要差异点，**需求端来看**，由于地处偏远，故对基建投资和相关政策更敏感，房地产的贡献相对较小；**供给端来看**，西北及距离较近的内蒙共涵盖了全国42%以上的PVC产能，PVC企业最大的优势在于低成本，与传统水泥企业相比，PVC企业的吨熟料成本可降低70~80元，出厂价可以低至130~160元/吨，电石渣企业的存在将会进一步地恶化当地的供需格局，故其能否严格执行产能置换对当地水泥价格至关重要；**季节性方面**，4-10月为西北水泥旺季，价格和产量波动较小。

我们对比了西北水泥2020年的需求和供给变化，**供给方面**，西北本地错峰限产力度仍在持续，且暂时无新增产能计划，内蒙古工信厅发布《关于对电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案的公告》，此次参与产能置换的电石渣熟料企业均位于蒙西，靠近西北地区，甘肃、宁夏、陕西的水泥市场有望受益，**供给格局持续优化**；**需求端来看**，西北基建投资主要集中在新疆、甘肃、陕西，从目前的专项债、审批投资、近期固投增速以及省内投资计划来看，新疆、甘肃基建加码信号最为明显。

### 投资逻辑

西北水泥存在几个与其他区域明显不同的特征：1、区域集中度低，行业格局仍有待整合；2、地处偏远，房地产市场发达程度较低，需求端更依赖基建；3、新疆、内蒙、青海是国内PVC产能的集中地，供给端受电石渣企业冲击较大。**展望2020年**，我们认为，西北的供给格局仍在持续改善，内蒙电石渣企业正式参与错峰生产产能置换有望改善甘肃、宁夏等接壤地区的供求关系，水泥价格中枢有望上移，新疆、甘肃等地较大的基建投资力度也为区域内的行业需求提供了一定保障，**建议关注新疆水泥龙头天山股份、甘肃水泥龙头祁连山集团、宁夏水泥龙头宁夏建材。**

# 目 录

一、疆域辽阔的西北地区，水泥行业格局几何？ .....	6
（一）西北地区水泥行业历史简述 .....	6
（二）区域性差异：需求端更依赖基建，供给侧电石渣企业影响较大 .....	7
1、地理条件造成的需求差异：陆运为主，对基建投资依赖性更强 .....	7
2、资源条件造成的供给差异：电石渣企业是供给侧改革重要一环 .....	8
3、区域集中度较低，行业仍有待整合 .....	9
（三）季节性差异：4-10 月为当地水泥旺季，价格波动较小 .....	11
二、错峰限产+产能置换，行业格局持续优化 .....	12
（一）新疆：国内错峰限产的先行者 .....	12
（二）西北：错峰生产常态化，内蒙新政推动行业格局再优化 .....	13
三、近期市场情况：价格持稳，库存持续改善 .....	15
四、2020 年展望：新疆、甘肃基建发力，需求端有望增长 .....	16
五、重点公司 .....	18
（一）天山股份 .....	18
（二）祁连山 .....	18
（三）宁夏建材 .....	19
六、风险提示 .....	20

# 图表目录

图表 1	2001-2019 年全国水泥产量及同比增速	6
图表 2	2001-2019 年西北地区水泥产量及占全国比例	6
图表 3	2011-2018 全国及西北地区供需关系测算	7
图表 4	2012-2018 年全国及西北熟料产能同比增速	7
图表 5	2008-2019 年全国及西北地区水泥价格变化	7
图表 6	西北五省地理位置分布	8
图表 7	2019 年全国及西北房地产开发投资占固投比例	8
图表 8	2018 年我国 PVC 企业产能分布	8
图表 9	全国各区域水泥市场集中度（CR5）	9
图表 10	西北地区前五大企业市场份额	9
图表 11	西北五省 2019 年水泥熟料产能及 top5 企业	9
图表 12	2018 新疆水泥熟料产能分布（单位：万吨）	10
图表 13	2019 陕西水泥熟料产能分布（单位：万吨）	10
图表 14	2019 甘肃水泥熟料产能分布（单位：万吨）	10
图表 15	2017 宁夏水泥熟料产能分布（单位：万吨）	10
图表 16	2018 青海水泥熟料产能分布（单位：万吨）	11
图表 17	2019 年全国及各区域的水泥淡旺季（根据各月水泥产量占全年总产量比例）	11
图表 18	2019 年全国各地水泥价格走势	12
图表 19	2015-2019 年西北水泥价格走势（分年份）	12
图表 20	2014-2018 年新疆水泥供给改善关键事件梳理	13
图表 21	15Q1-17Q4 各地水泥价格同比增速	13
图表 22	2008-2019 年天山股份、青松化建归母净利润	13
图表 23	2019 年各地区水泥行业最长停窑时间	14
图表 24	2015-2019 年西北五省水泥行业最长停窑时间	14
图表 25	西北五省近两年冬季错峰生产方案及停窑时间对比	14
图表 26	2019 年西北五省、内蒙古省会水泥价格及全国水泥均价	15
图表 27	电石渣企业拟置换的传统水泥熟料企业情况	15
图表 28	2020 年全国各地高标水泥价格走势	16
图表 29	2020 年全国各地水泥库存情况	16
图表 30	全国各地当前库存与全年同期库存对比	16
图表 31	西北五省当前库存与全年同期库存对比	16
图表 32	2015 年至今全国及西北五省固定资产投资完成额累计增速（%）	17
图表 33	2020 年西北五省专项债发行及使用情况统计	17

图表 34	西北五省 2020 年审批投资情况（截止 2020 年 5 月 10 日） .....	17
图表 35	天山股份水泥熟料产能区域分布 .....	18
图表 36	2016-2019 年天山股份水泥及熟料销量情况 .....	18
图表 37	天山股份水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利（元/吨） .....	18
图表 38	祁连山水泥熟料产能区域分布 .....	19
图表 39	2016-2019 年祁连山水泥及熟料销量情况 .....	19
图表 40	祁连山水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利（元/吨） .....	19
图表 41	宁夏建材水泥熟料产能区域分布 .....	19
图表 42	2016-2019 年宁夏建材水泥及熟料销量情况 .....	19
图表 43	宁夏建材水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利（元/吨） .....	19

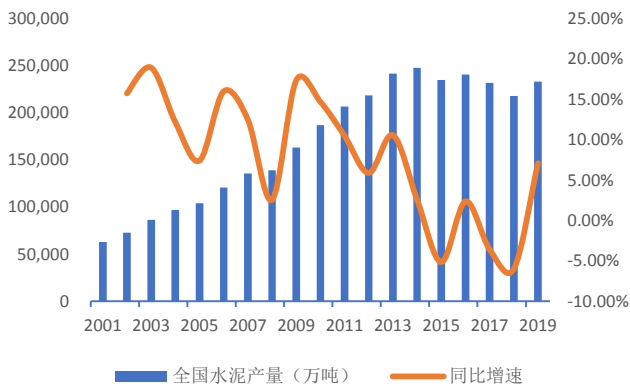


## 一、疆域辽阔的西北地区，水泥行业格局几何？

### （一）西北地区水泥行业历史简述

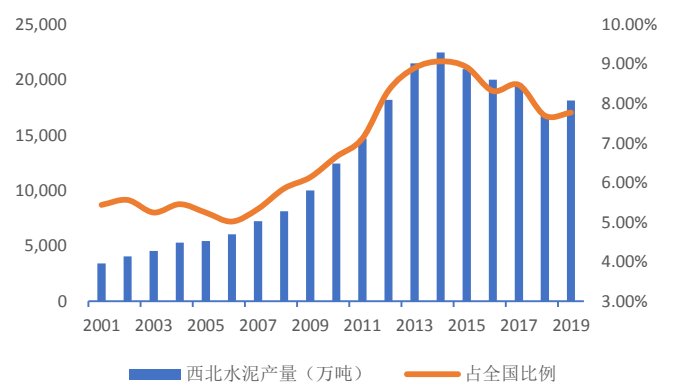
西部大开发为西北水泥发展提供了重大契机。我国水泥行业在 21 世纪后进入高速发展期，高速增长阶段大约持续了 10 年左右，西北地区水泥行业起步时间较全国略有滞后。2001-2006 年，西北水泥产量占全国比例从 5.4% 降至 5.0%。2006 年末，国务院审议并通过了《西部大开发“十一五”规划》，西部发展战略高度提升叠加落后产能淘汰，西北水泥行业迎来重要发展契机，市场规模迅速壮大。2007 年后，西北水泥产量占全国比例稳步提升，至 2014 年达到峰值 9.06%，8 年水泥产量 CAGR 高达 17.84%，远高于全国平均复合增速 9.43%。由于行业整体产能过剩以及环保限产，西北、华北、东北等采暖区域在 2014 年冬季后陆续施行了错峰生产，西北产量占全国比例逐渐下滑，近两年持稳，约为 7.7%。

图表 1 2001-2019 年全国水泥产量及同比增速



资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 2 2001-2019 年西北地区水泥产量及占全国比例



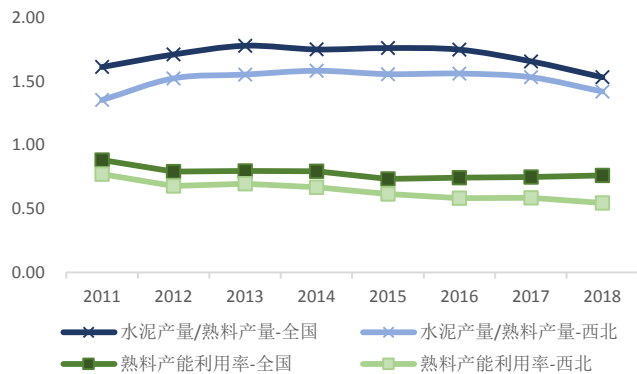
资料来源：数字水泥网、华创证券

**2011 年后供需格局恶化，价格持续走低。**水泥行业由于产品差异性小、不易保存、存在运输半径等特点，故其价格受区域供求关系影响较大。实际上，在西北水泥快速发展的 8 年中，约有一半时间都是过度扩张的，2011 年后，西北地区水泥价格持续下滑，究其原因，既有全国产能过剩的普遍性问题，也与其自身新增产能过多有关。我们对比了西北与全国平均水平的三组数据，分别是水泥产量/熟料产量、熟料产能利用率及熟料产能同比增速，发现西北供需格局恶化问题较全国更为严重，这也导致了其在 2011、2013 年两次价格下行中降幅明显大于全国：

- 1) 需求侧区域景气度较弱：**我们用水泥产量与熟料产量比值以及熟料产能利用率来衡量行业的景气度（应与以上两个指标正相关），全国来看，两个指标在 2011-2014 年的平均值各为 1.71、81.6%，而西北地区的平均值各为 1.5、70.3%，景气度明显弱于全国平均水平；
- 2) 供给侧新增产能过多：**2011-2014 年，全国共计新增熟料产能 3.32 亿吨，三年复合增速约 7.09%；其中西北地区新增产能 7167 万吨，占全国新增产能 22%（产量占比不足 10%），三年复合增速高达 14.7%；产能利用率也由 77% 降至 67%；

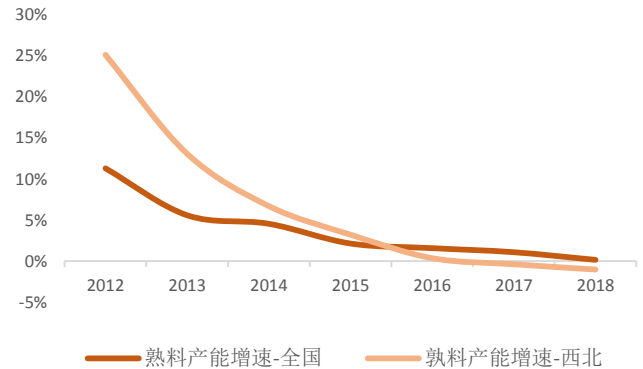
**错峰生产是行业供求关系改善的关键举措。**2014 年冬季，新疆率先施行了水泥企业错峰限产，乌鲁木齐的水泥价格得以有效控制，并未随行业环境恶化而下滑；2015-2016 年，错峰生产施行范围由新疆逐步扩大至北方采暖区域的 15 省，之后又扩大至南方的夏季和雨季。全国范围内的限产使行业供需格局逐渐改善，水泥价格在 16 年初开始持续上行（2015 年需求下滑严重固限产效果并不明显）。关于西北地区的具体限产方案，我们将在第二部分进行详细介绍。

图表 3 2011-2018 年全国及西北地区供需关系测算



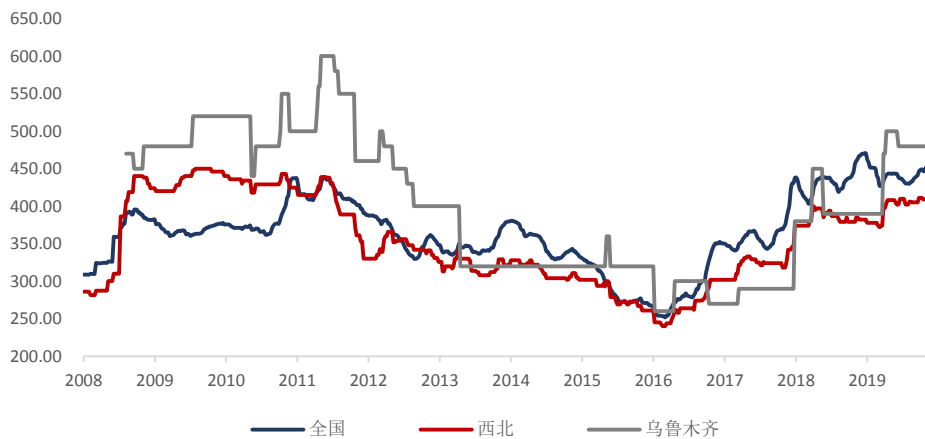
资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 4 2012-2018 年全国及西北熟料产能同比增速



资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 5 2008-2019 年全国及西北地区水泥价格变化



资料来源：数字水泥网、华创证券

## （二）区域性差异：需求端更依赖基建，供给侧电石渣企业影响较大

### 1、地理条件造成的需求差异：陆运为主，对基建投资依赖性更强

西北地区土地辽阔，不利于水泥跨省运输。水泥行业存在明显的运输半径，一般来说，公路运输约在 200~300 公里，铁路在 500 公里左右，水运距离较长，大约 600 公里，由于地理环境限制，西北水泥运输方式以陆运为主，且跨省运输相对较少，外省产能主要对接壤地区产生一定影响。

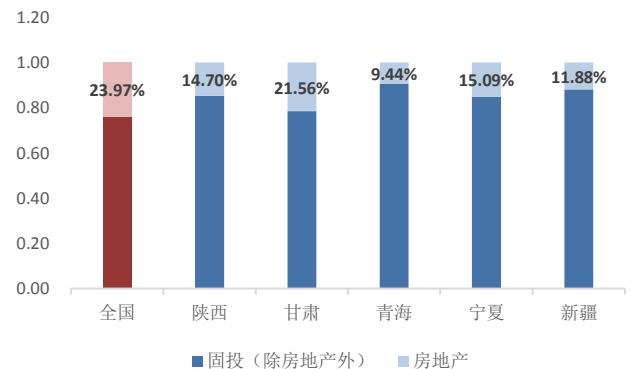
地处偏远，房地产市场发达程度较低，水泥需求更受基建影响。2019 年全国固定资产投资完成额 55.15 万亿，其中房地产开发投资 13.22 万亿，占比约 24%，而西北地区中，仅甘肃省房地产开发投资占比超过 20%，其余均在 16% 以下，青海甚至不足 10%，这导致了西北地区水泥行业对基建投资以及相关政策的敏感度更高。

图表 6 西北五省地理位置分布



资料来源：百度地图、华创证券

图表 7 2019 年全国及西北房地产开发投资占固投比例



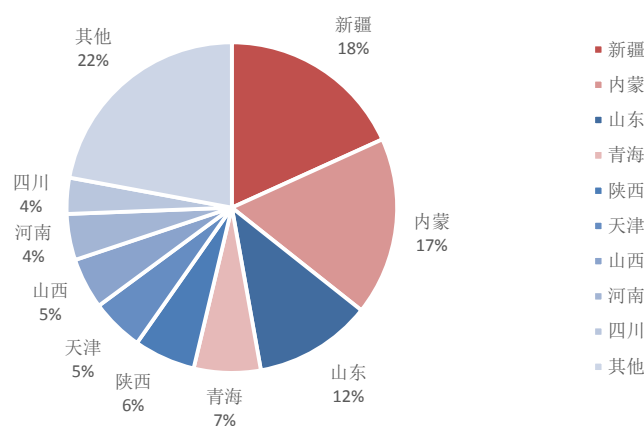
资料来源：wind、华创证券

## 2、资源条件造成的供给差异：电石渣企业是供给侧改革重要一环

电石渣企业吨成本明显低于传统水泥公司，对当地供给造成一定冲击。聚氯乙烯（PVC）是一种热塑性合成树脂，其生产工艺主要分为电石法和乙烯法两种，前者占比高达 83%。电石法的主要原材料为石灰石和煤炭，其副产物电石渣绝大多数都用于生产水泥。PVC 企业最大的优势在于低成本，根据中国水泥网，与传统水泥企业相比，PVC 企业的吨熟料成本可降低 70~80 元，出厂价可以低至 130~160 元/吨，其销售半径较传统水泥企业更远。目前我国水泥行业本身就存在产能过剩问题，电石渣企业的存在将会进一步地恶化当地的供需格局。

煤炭资源较为丰富的新疆、内蒙、山东是国内 PVC 企业的主要集中地，西北供需格局仍有改善空间。根据卓创资讯，2018 年全国 PVC 产能 2327 万吨，其中新疆、内蒙、山东各拥有产能 424 万、406 万、268 万吨，占比各为 18%、17%、12%，另外青海也有近 7% 的产能，也就是说，西北及距离较近的内蒙共涵盖了全国 42% 以上的 PVC 产能，这对于本身需求景气度相对较弱的西北水泥行业产生了较大冲击。我们按生产一吨 PVC 会同时生产 2 吨电石渣，1 吨电石渣可产 0.8 吨水泥熟料计算，则估计新疆、青海的电石渣企业会对当地水泥熟料产生 678.4 万、243.2 万吨的供给冲击，各占两地总熟料产能的 8.1%、16.5%，另外内蒙还存在约 650 万吨的电石渣水泥熟料产能，对接壤的甘肃、宁夏、陕西可能均有影响。

图表 8 2018 年我国 PVC 企业产能分布



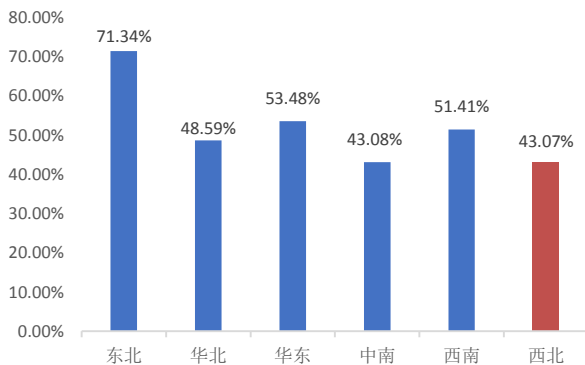
资料来源：卓创资讯、华创证券



### 3、区域集中度较低，行业仍有待整合

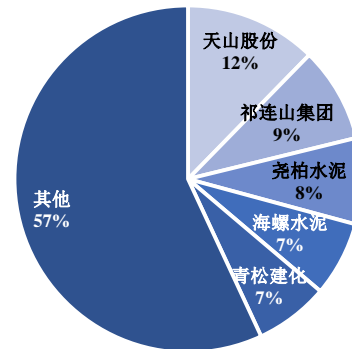
西北地区水泥行业 CR5 仅 43%，天山股份为最大区域龙头。根据中国水泥网披露的 2019 年各地区各企业的水泥熟料产能，我们计算了全国五大区域的行业集中度（CR5），发现东北集中度最高，超过 70%，华东、西南位列第二梯队，均超 50%，中南、西北集中度最低，仅 43%，区域格局仍有整合空间。分企业来看，天山股份是西北地区最大的区域龙头，熟料产能 2734.2 万吨，市场份额为 12.3%，其次是祁连山集团、尧柏水泥，市占率各为 8.9%、8.0%。

图表 9 全国各区域水泥市场集中度（CR5）



资料来源：中国水泥网、华创证券

图表 10 西北地区前五大企业市场份额



资料来源：中国水泥网、华创证券

西北水泥熟料产能主要集中在新疆、陕西、甘肃，其中新疆产能过剩最为严重。截至 2019 年末，西北地区共拥有水泥熟料产能 22196 万吨，其中 80% 以上都集中在新疆、陕西、甘肃，三地各占西北总产能 28%、26%、19%。从产量上看，陕西取代新疆成为占比最大的地区，2019 水泥产量 6621.23 万吨，占西北总产量 37%，而新疆仅占 21%，远低于产能占比。我们假设熟料的产能利用率为 75%，每吨熟料可产水泥 1.2 吨计算，则产能/产量为 0.9 左右表示供需平衡，而新疆供需之比高达 2.2，产能过剩严重，我们认为一方面是由于 PVC 企业带来的产能压力，另一方面可能与新疆区域辽阔，小企业较多（CR5 仅 63.7%）有关。

图表 11 西北五省 2019 年水泥熟料产能及 top5 企业

省份	2019 水泥熟料产能 (万吨)	2019 水泥产量 (万吨)	产能/产量	Top5 企业 (根据产能)	CR1	CR5
陕西	5859.00	6621.23	0.88	尧柏集团、冀东水泥、海螺水泥、声威建材、生态水泥	25.50%	80.00%
宁夏	2266.10	1888.55	1.20	宁夏建材、宁夏瀛海集团、上峰水泥、胜金水泥	33.11%	66.50%
甘肃	4216.00	4409.48	0.96	祁连山集团、海螺水泥、宁夏建材、甘草环保建材、红狮集团	41.18%	70.96%
青海	1475.60	1339.78	1.10	金圆水泥、祁连山集团、盐湖海纳化工、海西化工建材、金鼎水泥	29.41%	81.09%
新疆	8379.30	3836.76	2.18	天山股份、青松建化、新疆天业、博海水泥、尧柏水泥	32.63%	63.71%

资料来源：中国水泥网、华创证券（注：企业顺序按当地市场份额排列；宁夏最后一列数据为 top4 集中度）

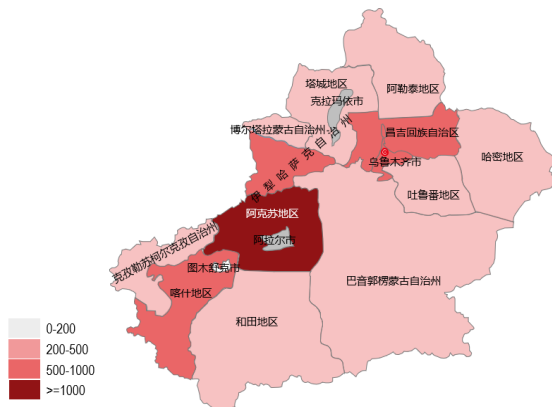
进一步地，根据各地工信厅的水泥熟料产能清单，我们统计了西北地区每个省份的产能分布<sup>1</sup>：

- 1) **新疆**：产能分布较为分散，绝大多数地区均有 200 万吨以上水泥产能，主要集中地是阿克苏地区，该地区拥有产能 1020 万吨，约占新疆总产能 14%；西北最大的水泥企业天山股份，其西北地区产能全部均集中在新疆，在省内的市占率约 33%；

<sup>1</sup> 除新疆外，其他四省年产能根据实际日产能\*300 估算得到

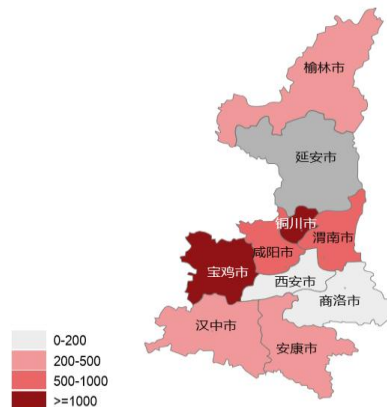
- 2) **陕西**: 接壤内蒙, 且更靠近内蒙的中心区域, 可能会受到电石渣企业的冲击; 该地产能主要集中在铜川、宝鸡两市, 更靠近我国中部区域, 两地产能各占省内总产能 25%、18%; 尧柏水泥和冀东水泥是陕西两大主要水泥生产企业, 市占率各为 26%、20%;
- 3) **甘肃**: 省会兰州是全省最大的水泥生产基地, 产能达 996 万吨, 约占省内总产能 23%, 其次是天水、白银等靠近我国中部的地区; 该省拥有祁连山集团、海螺水泥、宁夏建材三大上市企业的生产基地, 省内市占率各为 41%、13%、7%;
- 4) **宁夏**: 区域面积较小导致产能集中, 吴忠、银川、中卫水泥产能均超 500 万吨, 2019 年熟料产能约为产量的 1.2 倍, 存在产能过剩现象; 主要企业为宁夏建材, 市占率为 33%;
- 5) **青海**: 水泥企业较少, 主要集中在西宁和海东。2019 年青海熟料产能为 1475.6 万吨, 仅占西北总产能的 7% 左右, 区域龙头为金圆水泥、祁连山集团, 省内市占率各为 29%、16%。

图表 12 2018 新疆水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)



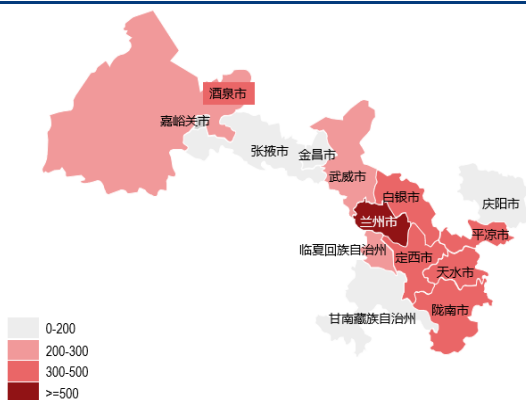
资料来源: 新疆工信厅、华创证券 (注: 截至 2018 年底, 深灰色区域无数据)

图表 13 2019 陕西水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)



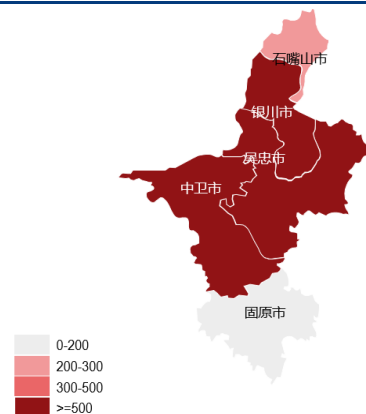
资料来源: 陕西工信厅、华创证券 (注: 截至 2019 年底, 深灰色区域无数据)

图表 14 2019 甘肃水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)



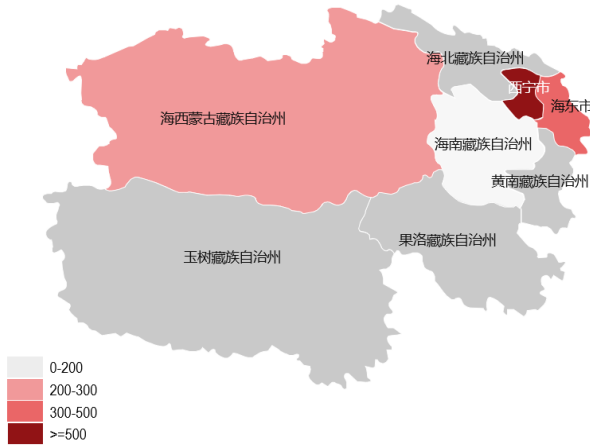
资料来源: 甘肃工信厅、华创证券 (注: 截至 20190630)

图表 15 2017 宁夏水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)



资料来源: 宁夏工信厅、华创证券 (截至 2017 年底)

图表 16 2018 青海水泥熟料产能分布（单位：万吨）



资料来源：青海工信厅、华创证券（注：截至 2018 年底，深灰色区域无数据）

### （三）季节性差异：4-10 月为当地水泥旺季，价格波动较小

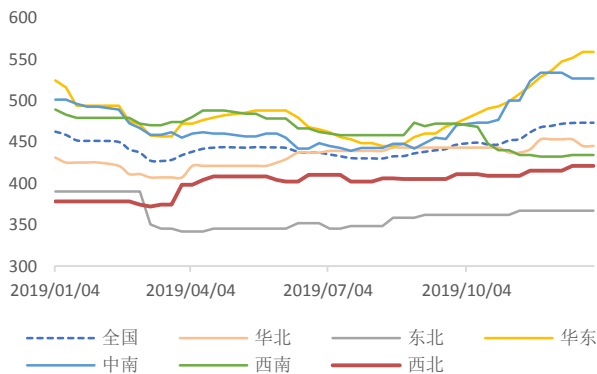
西北水泥 4-10 月的产量和价格较为平稳。北方地区冬季寒冷，不适合施工，故一般每年的 4-10 月为主要的开窑时间，东北开工时间会更短一些。西北地区一般 4 月起进入水泥旺季，价格也会有所上涨，但由于其相对南方夏季温度更低、雨水更少，故 4-10 月产量较为平均，季节性导致的价格波动也相对较小，年初和年末的价格主要受供给端影响。2019 Q1-Q4，西北水泥均价各为 378 元/吨、406 元/吨、406 元/吨、414 元/吨，Q2 后走势基本平稳。

图表 17 2019 年全国及各区域的水泥淡旺季（根据各月水泥产量占全年总产量比例）

	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2019年12月	8.6%	5.6%	3.3%	9.2%	9.7%	9.9%	4.4%
2019年11月	9.7%	9.1%	7.5%	10.2%	9.9%	9.6%	8.7%
2019年10月	9.4%	9.4%	13.3%	9.6%	9.0%	8.5%	10.6%
2019年9月	9.4%	10.5%	14.6%	9.1%	9.0%	8.3%	11.0%
2019年8月	9.1%	10.6%	11.1%	8.7%	8.8%	8.2%	11.1%
2019年7月	9.0%	10.8%	12.0%	8.6%	8.8%	8.1%	11.0%
2019年6月	9.0%	11.2%	12.9%	8.5%	8.3%	8.5%	11.1%
2019年5月	9.8%	11.9%	11.2%	9.4%	9.2%	9.2%	11.6%
2019年4月	9.2%	9.9%	8.9%	8.9%	8.9%	9.3%	10.4%
2019年3月	7.7%	6.3%	4.2%	8.0%	8.0%	8.7%	6.4%
2019年2月	9.1%	4.5%	1.0%	9.9%	10.4%	11.7%	3.7%

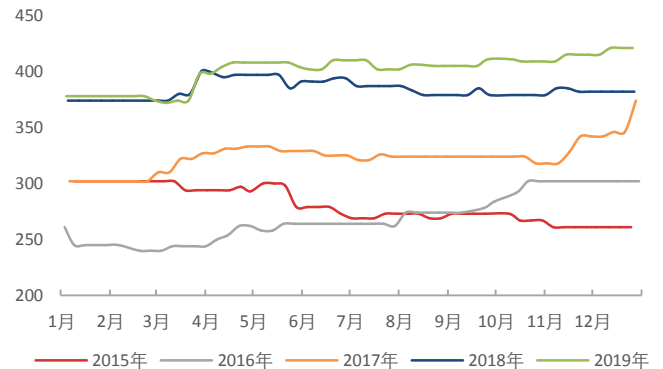
资料来源：数字水泥网、华创证券（注：2 月为 1-2 月累计产量）

图表 18 2019 年全国各地水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 19 2015-2019 年西北水泥价格走势（分年份）



资料来源：数字水泥网、华创证券

## 二、错峰限产+产能置换，行业格局持续优化

### （一）新疆：国内错峰限产的先行者

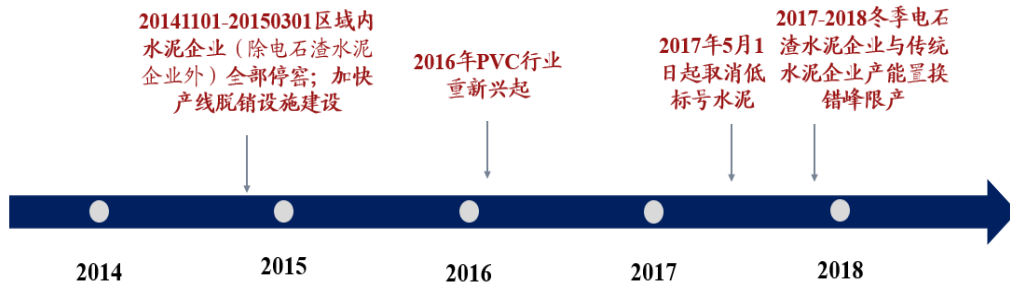
新疆水泥供给侧压力较大，2014 年底在全国率先推行错峰生产，且效果显著。与其他地区相比，西北水泥行业的供需格局本身就并不乐观，而新疆又是区域内供给侧压力最大的一个省，在产能过剩与空气污染的双重压力下，2014 年 10 月，新疆经济和信息化委员会、环境保护厅等多部门联合印发《关于实行水泥错峰生产有关要求的通知》，要求区域内除用电石渣生产水泥熟料企业外，其他所有水泥企业于 2014 年 11 月 1 日至 2015 年 3 月 1 日全部停窑；同时加快产线脱销设施建设，未达标者错峰后也不得生产。2015Q1，全国水泥价格同比均呈下滑趋势，但西北地区降幅相对较小，同比仅-7.5%，全国均价同比下滑 13%，降幅最高的华东地区甚至超过 20%，而新疆价格却能继续持平，限产效果显著。然而，由于当年固投增速大幅下行，行业需求几乎跌到谷底，新疆多数企业仍为亏损状态，区域内两大龙头天山股份、青松建化 2015 年各亏损 5.25 亿、6.28 亿。

取消低标水泥+创新性推导电石渣企业与传统水泥企业产能置换，行业格局迎重要拐点。2016 年全国水泥销量和价格双双回暖，但乌鲁木齐的水泥价格却呈下行趋势，电石渣企业的重新兴起是重要影响因素之一。2013-2015 年，国内 PVC 行业经历了长达 3 年的去产能化过程，2016 年，随着地产景气度回暖，行业供需格局改善，PVC 产能重新实现增长，对水泥行业造成的供给压力也随之显现。为应对此局面，2017 年新疆再次率先推出两个重要举措：

- 1) 2017 年 5 月 1 日起，取消全部 32.5 等级水泥，全面推行高标号水泥（等级 42.5 及以上）；
- 2) 2017-2018 年冬季推导电石渣水泥企业与传统水泥企业实行“错峰置换”，即电石渣水泥企业在冬季错峰生产期间不停窑，由区域内传统水泥熟料生产企业增加停窑时间予以置换补偿；

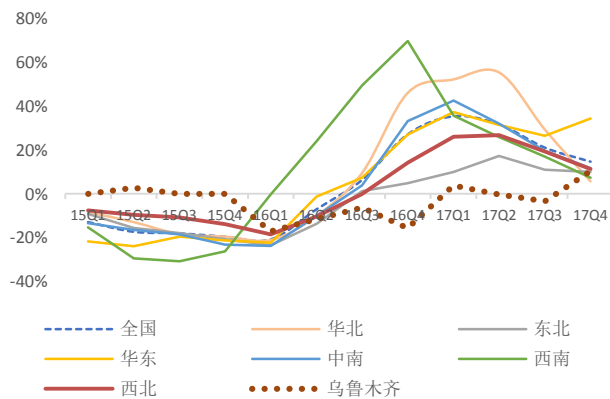
低标号水泥取消前，新疆水泥企业平均产能利用率不足 40%，产能严重过剩，且疆内水泥行业已经连续三年亏损，2017 年是新疆供给格局改善的重要拐点（取消低标号水泥+电石渣企业参与错峰限产），行业规模以上企业当年实现利润 13 亿以上，扭亏为盈，主要企业天山股份、青松建化归母净利同比各增 166%、109%。

图表 20 2014-2018 年新疆水泥供给改善关键事件梳理



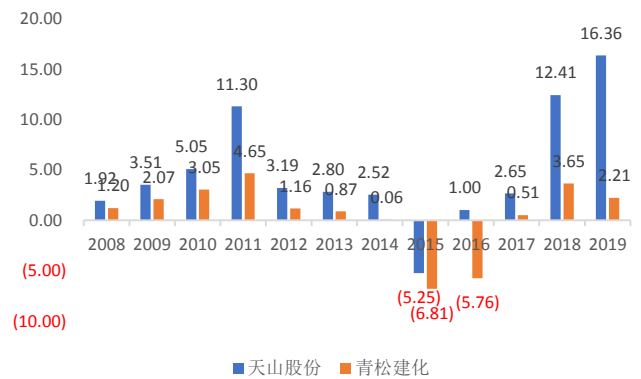
资料来源：新疆工信厅、中国水泥网、华创证券

图表 21 15Q1-17Q4 各地水泥价格同比增速



资料来源：数字水泥网、华创证券（注：取该季度价格平均值）

图表 22 2008-2019 年天山股份、青松化建归母净利润



资料来源：wind、华创证券

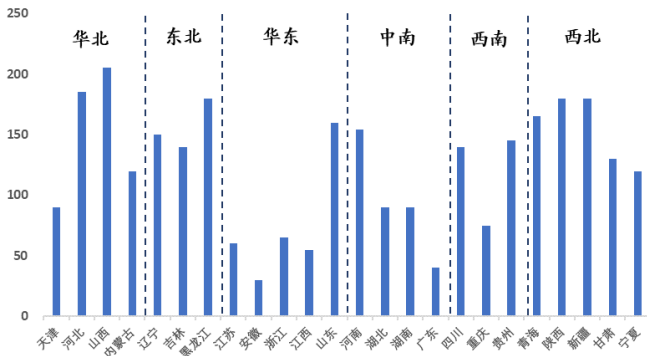
## （二）西北：错峰生产常态化，内蒙新政推动行业格局再优化

**环保压力进一步推动错峰生产常态化。**由于冬季大范围采暖，我国东北、华北、西北地区面临的环保压力较其他地区更大，错峰限产的态度也较为坚决，2019 年北方区域各省的最长停窑时间平均值在 150 天以上，而环保压力相对较小且需求较好的华东区域，平均停窑时间仅 74 天。纵向对比来看，如果以最长停窑时间为参考标准，2018 年是西北地区限产力度最大的一年，五省平均最长停窑时间达 168 天，2019 年稍有下滑，我们认为主要得益于需求好转，西北地区在全年水泥产量增长 8.14%（1400 万吨左右）的情况下仍保持了价格持续上行。

**2020 年限产力度有望持续，供给端冲击极小。**我们对比了五省 2018-2019 冬季以及 2019-2020 冬季的错峰生产方案，仅新疆的和田、喀什、克州地区停窑时间减少一个月，其他地区保持不变。三地合计熟料产能 1599 万吨（截止 2018 年底），占新疆产能的 28%，占西北产能的 7.4%，预计少停产一个月带来的产量增量约 120~150 万吨左右，影响极小，供给端控制力度有望持续。另外，根据数字水泥网，2020 年预计西北地区熟料净新增产能为 0。

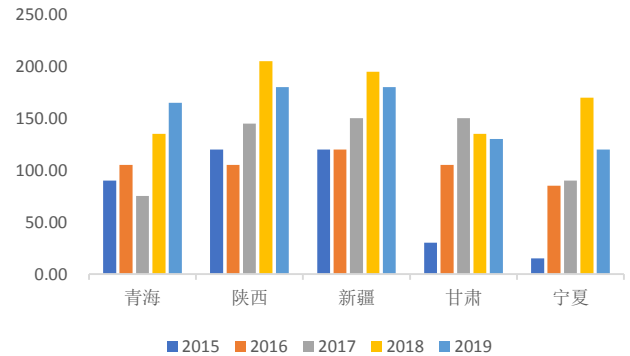


图表 23 2019 年各地区水泥行业最长停窑时间



资料来源：各省工信厅、中国水泥网、华创证券

图表 24 2015-2019 年西北五省水泥行业最长停窑时间



资料来源：各省工信厅、中国水泥网、华创证券

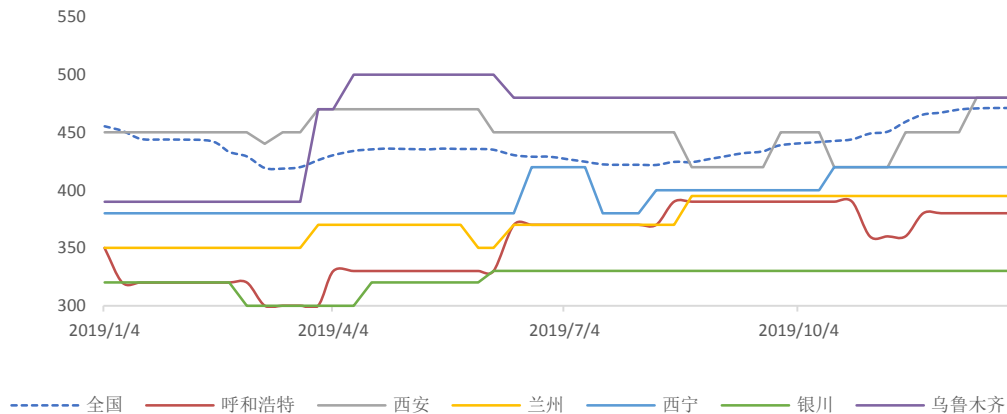
图表 25 西北五省近两年冬季错峰生产方案及停窑时间对比

省份	2019-2020 年错峰停产方案	2018-2019 年错峰停产方案	停窑时间对比
宁夏	错峰生产时间：2019 年 12 月 1 日——2020 年 3 月 10 日。	在冬防期（12 月 1 日至次年 3 月 10 日）实施重点行业错峰生产。	相同
青海	青海省水泥熟料生产线在 2019 年 11 月 15 日-2020 年 9 月 30 日期间执行错峰生产，海西州水泥企业累计停窑时间 120 天，其余地区累计停窑时间 5.5 个月。	全省 12 户水泥企业 20 台水泥窑自 2018 年 12 月 6 日起，累计停窑 5.5 个月。	相同
新疆	和田 2019 年 12 月 1 日至 2020 年 3 月 1 日；喀什、克州 2019 年 11 月 1 日至 2020 年 3 月 1 日；阿克苏、巴州 2019 年 11 月 1 日至 2020 年 4 月 1 日，2020 年 5 月 1 日至 2020 年 6 月 1 日共 6 个月；其他地州市 2019 年 11 月 1 日至 2020 年 5 月 1 日，2020 年 6 月 1 日至 2020 年 7 月 1 日共 7 个月。	和田 2018 年 12 月 1 日至 2019 年 3 月 1 日、2019 年 4 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日共计 4 个月；喀什、克州 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 3 月 1 日、2019 年 4 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日共计 5 个月；阿克苏、巴州 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 4 月 1 日、2019 年 5 月 1 日至 2019 年 6 月 1 日共计 6 个月；其它地州市 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日、2019 年 6 月 1 日至 2019 年 7 月 1 日，共计 7 个月。	2020 年和田、喀什、克州停窑时间减少一个月，其他地区不变
甘肃	根据错峰方案，自 2019 年 10 月 20 日至 2020 年 3 月 31 日期间，全省所有水泥熟料生产线原则上按计划停产 90 天。	自 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 3 月 10 日期间，全省所有水泥熟料生产线按计划停产 90 天。	相同
陕西	2019 年陕西省水泥企业错峰停产时间为 2019-2020 冬防期（11 月 15 日至次年 3 月 15 日）。	冬季错峰生产时间为 2018 年 11 月 15 日至 2019 年 3 月 15 日。	相同

资料来源：各省工信厅、中国水泥网、华创证券

**内蒙电石渣企业与传统水泥企业产能置换方案正式出台，西北水泥有望受益。**4 月 17 日，内蒙古工信厅发布《关于对电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案的公告》，内蒙古冀东水泥等四家传统水泥熟料企业分别与乌海及周边地区的五家电石渣熟料企业签订了产能置换协议，省内电石渣企业正式参与错峰生产。内蒙是国内第二大 PVC 产能集中地，仅次于新疆，2018 年两地产能差距仅 18 万吨，供给端长期受到电石渣水泥企业的冲击，价格处于低位，与西北相比，2019 年呼和浩特水泥价格仅高于银川，与兰州相近。此次参与产能置换的电石渣熟料企业均位于蒙西，靠近西北地区，甘肃、宁夏、陕西的水泥市场有望受益，西北地区供给格局持续改善，价格仍有上行空间。

图表 26 2019 年西北五省、内蒙古省会水泥价格及全国水泥均价



资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 27 电石渣企业拟置换的传统水泥熟料企业情况

所属集团	产能置换生产线	规模 (t/d)	停窑时长 (月)	停窑期限	产能 (万 t)
金隅冀东	内蒙古冀东水泥有限公司	1#5000	2	6 月 5 日—8 月 5 日	30
	内蒙古伊东冀东水泥有限公司	2500	4	3 月 16 日—7 月 15 日	30
蒙西水泥	鄂尔多斯市蒙西建材有限责任公司	5000	3	4 月 16 日—7 月 15 日	45
中联水泥	巴彦淖尔中联水泥有限公司	5000	1	3 月 16 日—4 月 15 日	15
赛马水泥	乌海市西水水泥有限责任公司	2500	4	3 月 16 日—7 月 15 日	30
合 计		20000	14		150

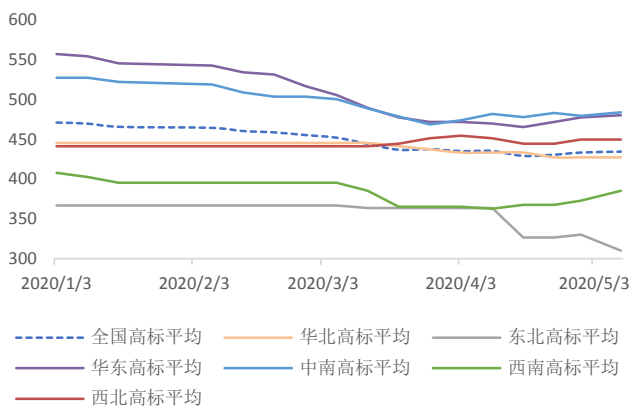
资料来源：内蒙古工信厅、华创证券

### 三、近期市场情况：价格持稳，库存持续改善

**新疆价格止跌，西北水泥均价已超过 2019 年最高值。**3 月下旬时青海地区发布涨价通知，西北成为全国水泥价格率先复苏的地区，而 4 月初短暂的价格下行，主要系错峰生产结束，新疆部分区域下调价格抢占市场。近期西北各省价格已持稳，上周（0504-0510）西安、兰州、西宁、银川、乌鲁木齐高标水泥均价各为 480 元、445 元、500 元、350 元、380 元/吨，其中西宁自 3 月末价格持续上行位居高位，其他四个省会均已至少连续三周环比变化为 0。西北当前水泥均价 449.17 元/吨，已超过 2019 年的最高值 421 元/吨。

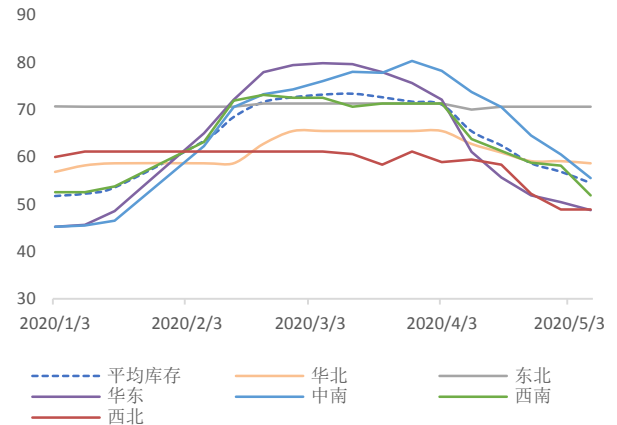
**库存持续改善，已降至全国最低水平，甘肃青海改善最为明显。**4 月中旬起西北库存开始改善，气候原因致复工时间和进度稍晚于南方地区，但目前库存已降至全国最低水平，不到 50%，与华东地区持平，出货率 79.44%，两个指标均为近两年最好水平。分省来看，甘肃、青海当前库容比各为 37.5%、35.0%，较去年同期均改善 20 个百分点，在全国范围内处于最低水平，宁夏与去年同期持平，为 50%，陕西、新疆各为 55%、57.5%，高于全国均值以及去年同期，仍面临一定的库存压力。

图表 28 2020 年全国各地高标水泥价格走势



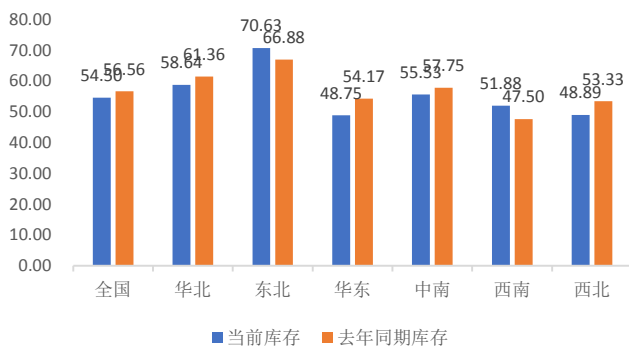
资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 29 2020 年全国各地水泥库存情况



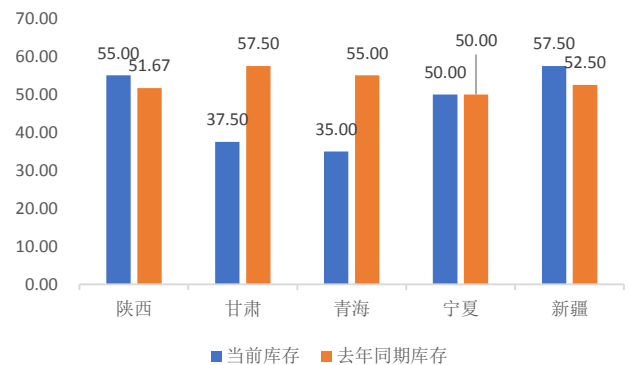
资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 30 全国各地当前库存与去年同期库存对比



资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 31 西北五省当前库存与去年同期库存对比



资料来源：数字水泥网、华创证券

#### 四、2020 年展望：新疆、甘肃基建发力，需求端有望增长

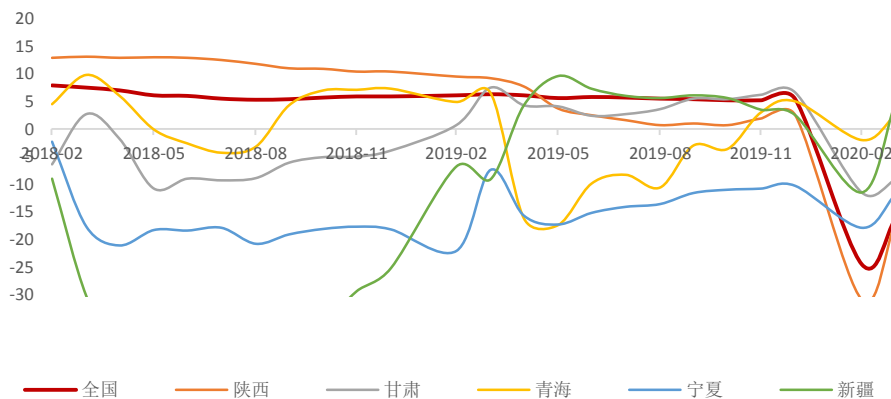
西北地区的基建投资主要分布在新疆、甘肃、陕西三省，青海和宁夏占比相对较少。我们对比了 2019 年-2020 年五个省份的基建审批数据和专项债数据，并结合各省的年度计划投资以及 1-3 月固投完成情况，发现新疆、甘肃两地基建加码信号最为明显，陕西需求有待观察，青海、宁夏体量较小，估计对西北总需求带动不明显。

- 1、新疆：**2018 年下半年起固投增速持续上行，2020 年复工情况较好，前三月固投完成额累计增速快速回正至 5.2%，已高于去年同期及全年水平，赶工力度较大；资金方面，截止 5 月 10 日，2020 年新疆已披露专项债 289 亿，占全国总额度 2.31%，占比与去年持平；项目方面，2020 年累计基建审批投资 4389.6 亿元，在全国占比为 3.46%，而 2019 年全年占比不足 1%；
- 2、甘肃：**2019 年固投增速为 6.6%，高于其他四省，2020 年前三月累计增速为-9.1%，赶工情况次于新疆和青海，但优于全国平均水平。根据甘肃省发改委，2020 年确定省列重大建设项目 158 个，计划总投资 9958 亿，年度计划完成投资 1779 亿，同比大增 33%。截止目前，该省专项债额度以及基建审批投资占全国比例也均优于去年，预计全年看基建投资有望加码；
- 3、陕西：**2019 年固投增速先降后升，2020 年前三月固投完成额同比-16.5%，在西北五省中位居末位。陕西省计划 2020 年完成省级重点项目投资 5000 亿元以上，规模基本与上年持平。专项债与基建审批投资占比均低于 2019

年，且专项债用于基建的比例也较低，预计基建对水泥的拉动作用仍有待观察；

- 4、**青海**：2020 年前 3 个月固投完成额累计同比+2.60%，仅低于新疆，赶工情况较好，需求端景气度较高可能是今年 3 月末以来青海水泥价格持续走高的原因之一；截止目前，青海基建审批投资 367.55 亿元，占全国比例低于去年全年，专项债占比基本持平；
- 5、**宁夏**：2020 年前 3 个月固投完成额累计同比-11.70%，截止目前该省专项债仅发行 15 亿，基建审批投资 632.32 亿，占全国比例 0.5%，略低于去年全年的 0.6%，由于其体量较小，预计对西北水泥总需求影响不明显。

图表 32 2015 年至今全国及西北五省固定资产投资完成额累计增速（%）



资料来源：wind、华创证券

图表 33 2020 年西北五省专项债发行及使用统计

	2020 年已披露专项债	占全国比例	2019 年发行量	2019 年占全国比例	2020 年已披露专项债用于基建比例
宁夏	15.0	0.12%	154.0	0.70%	88.27%
新疆	289.0	2.31%	507.8	2.31%	64.53%
陕西	143.5	1.15%	453.0	2.06%	43.82%
甘肃	221.0	1.77%	368.0	1.68%	78.69%
青海	75.0	0.60%	125.0	0.57%	60.44%
合计	743.5	5.95%	1607.8	7.32%	
全国	12492.03		21950.74		66.19%

资料来源：中国债券信息网、华创证券

图表 34 西北五省 2020 年审批投资情况（截止 2020 年 5 月 10 日）

	基建	其中：电热气水	其中：交运仓储邮政	其中：水利环境公共	占全国比例	2019 年占全国比例
陕西	1984.70	235.2	415.89	1333.61	1.56%	3.41%
甘肃	2179.00	256.65	951.36	970.99	1.72%	1.37%
青海	367.55	63.27	98.15	206.13	0.29%	0.56%
宁夏	632.32	60.55	159.18	412.59	0.50%	0.60%
新疆（不含兵团）	4389.60	669.24	934.70	2785.66	3.46%	0.97%
合计	9553.17	1284.91	2559.28	5708.98	7.53%	11.11%

资料来源：全国投资项目在线审批平台、华创证券

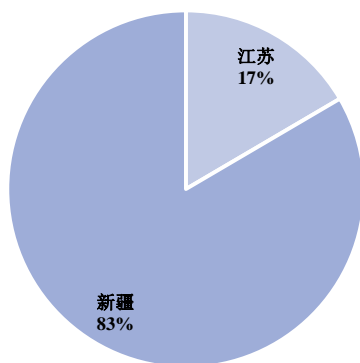
## 五、重点公司

建议关注新疆水泥龙头天山股份、甘肃水泥龙头祁连山集团、宁夏水泥龙头宁夏建材。

### （一）天山股份

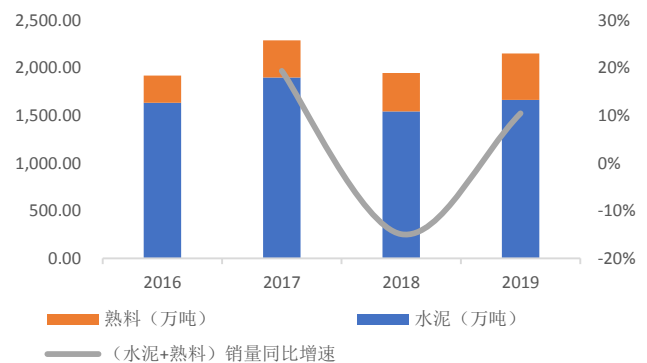
公司共计拥有水泥熟料产能 3276.7 万吨，其中超过 80% 均集中在新疆，剩余 17% 位于江苏。2019 年公司水泥销量 1664 万吨，熟料 485 万吨，合计 2149 万吨，同比+10.43%。单吨盈利水平也在持续提升，2019 年水泥、熟料单吨毛利各为 173.84 元/吨、101.45 元/吨，单吨毛利率各为 42.80%、36.42%，均创近几年新高，同时高于区域内同业水平。

图表 35 天山股份水泥熟料产能区域分布



资料来源：中国水泥网、华创证券

图表 36 2016-2019 年天山股份水泥及熟料销量情况



资料来源：公司公告、华创证券

图表 37 天山股份水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利（元/吨）

	2017	2018	2019
单吨收入	269.70	353.11	377.40
单吨成本	186.67	217.19	219.89
单吨毛利	83.03	135.91	157.51
单吨毛利率	30.79%	38.49%	41.73%

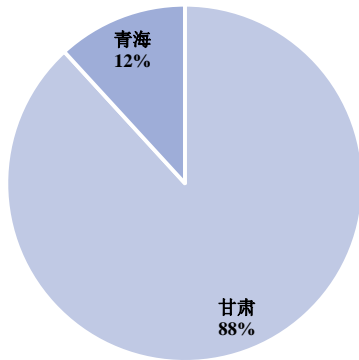
资料来源：公司公告、华创证券

### （二）祁连山

公司共计拥有水泥熟料产能 1968.5 万吨，其中 88% 集中在甘肃省，其余 12% 位于青海省，全部产能均位于西北地区。2019 年公司水泥销量 2128.28 万吨，熟料 138.27 万吨，合计 2266.55 万吨，同比+10.43%，公司水泥销量占比相对较高。水泥的单吨盈利水平同样在 2019 年达到高位，但低于天山水泥，主要系新疆 2019 年水泥价格较高。2019 年公司水泥、熟料单吨毛利各为 94.47 元/吨、48.37 元/吨，单吨毛利率各为 37.88%、16.55%，随着甘肃基建投资力度加大以及内蒙供给改善，公司未来盈利水平仍有提升空间。

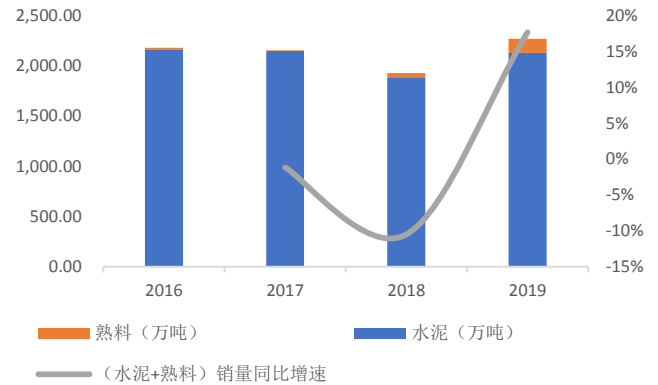


图表 38 祁连山水泥熟料产能区域分布



资料来源：中国水泥网、华创证券

图表 39 2016-2019 年祁连山水泥及熟料销量情况



资料来源：公司公告、华创证券

图表 40 祁连山水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利（元/吨）

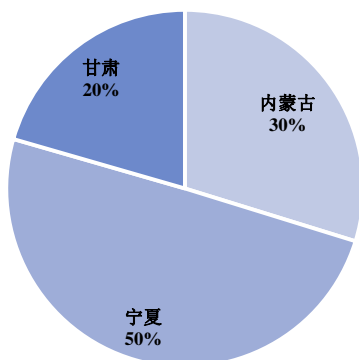
	2016	2017	2018	2019
单吨收入	213.25	253.73	277.25	278.06
单吨成本	153.40	175.32	183.77	175.41
单吨毛利	59.85	78.41	93.48	102.65
单吨毛利率	28.07%	30.90%	33.72%	36.92%

资料来源：公司公告、华创证券

### （三）宁夏建材

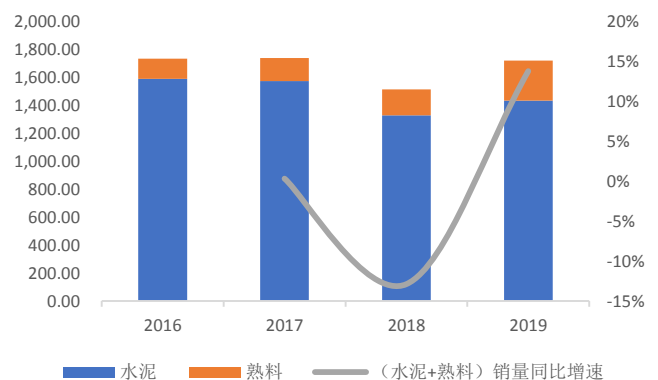
公司共计拥有水泥熟料产能 1509.7 万吨，其中 50%位于宁夏省，30%位于内蒙古，20%位于青海省，有望直接受益于内蒙水泥供给格局改善。2019 年公司水泥销量 1430.56 万吨，熟料 286.70 万吨，合计 1717.26 万吨，同比+13.72%。2019 年水泥及熟料的单吨毛利为 82.01 元/吨，单吨毛利率 36.76%，毛利水平与 2018 年持平，未出现明显改善，我们认为内蒙区域的电石渣水泥熟料企业可能是因素之一，2020 年公司水泥价格有望直接受益于内蒙新政。

图表 41 宁夏建材水泥熟料产能区域分布



资料来源：中国水泥网、华创证券

图表 42 2016-2019 年宁夏建材水泥及熟料销量情况



资料来源：公司公告、华创证券

图表 43 宁夏建材水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利（元/吨）

	2016	2017	2018	2019
单吨收入	177.20	213.14	235.65	229.31

	2016	2017	2018	2019
单吨成本	129.82	147.08	151.37	147.30
单吨毛利	47.38	66.06	84.29	82.01
单吨毛利率	26.74%	30.99%	35.77%	35.76%

资料来源：公司公告、华创证券

## 六、风险提示

基建投资增速不达预期，错峰生产执行力度不达预期，疫情扩散超预期。

## 建筑建材组团队介绍

**组长、首席分析师：王彬鹏**

上海财经大学数量经济学硕士，4 年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019 年 5 月加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500