

水泥行业深度研究报告系列三

# 华东篇：全国水泥第一大市场，供需格局优良

推荐（维持）

- **华东地区是全国第一大水泥市场，经济条件和自然条件优越。**需求端来看，华东经济长期发展领跑全国，基础设施建设投资力度大，房地产市场较为发达，是各大水泥企业争相抢占的市场，起步时间也较早。2001-2006年华东水泥产量占全国比例稳步提升，至2006年达到峰值41.25%，2011后趋于平稳。2019年华东水泥产量76958.8万吨，同比+7.6%，占全国产量的33.2%，是全国水泥行业第一大市场。**华东区域地理优势显著，靠近长江流域，具有极为便利的水路运输条件。**水泥行业的公路运输半径一般在200~300公里，而水路运输半径可达到600公里，是公路的2倍之多，便捷的运输条件提高了华东企业的利润空间，其销售费率明显低于其他区域。
- **供需格局良好，价格连续两年领跑全国。**华东水泥供需格局良好，产能利用率长期在80%以上，优于全国大部分地区，一方面是受益于需求端较高的景气度，2019年华东地区房地产开发投资额约占全国的38%，地产增速与全国持平，基建侧来看，目前华东公路及铁路密度均超全国平均值的2倍，水泥需求有保障；我们认为另外一个重要原因可能是由于华东地区较早地开始控制新增产能，2012-2018年，华东新增熟料产能增速始终低于全国。2017年起，南方雨季也开始施行水泥行业错峰限产，虽然区域限产力度相对低于北方地区，但同样有效提升了水泥价格，华东水泥均价已连续两年高于全国均价，这也从另一角度证明了良好的区域需求。
- **行业集中度较高，竞争格局优良。**华东地区2019年水泥熟料产能49373.7万吨，其中安徽、山东各拥有熟料产能1.36亿吨、1.12亿吨，两地合计产能占华东熟料总产能的50%，江西、江苏、浙江产能占比均在13%左右，福建占比稍低，为10.71%，上海无产能分布。**分企业看，华东市场份额前五的企业分别为海螺水泥、南方水泥、中联水泥、山水集团、红狮集团，市占率各为20%、14%、10%、5%、4%，CR5超53%，全国来看仅次于东北地区，集中度较高。分省来看，浙江、安徽、江西市场较为集中，CR5均在80%左右，其中，浙江、安徽的CR1均超50%，两地龙头各为南方水泥、海螺水泥。**
- **近期市场情况：价格持稳，库存及出货居全国首位。**1) **价格止跌持稳：**一月中至四月中，华东水泥行情基本处于弱势下行，价格走低。近期价格止跌持稳，上周（0516-0522）华东水泥均价482.86元/吨，环比+2.86元/吨，同比-5元/吨。2) **复工推动库存持续改善，库容比降至全国最低：**4月初华东地区水泥库存开始改善，领先于全国其他区域。目前华东地区水泥库容比48.33%，较去年同期下降6.88pp，在全国六大分区中位列第一，远低于全国平均水平53%。3) **出货居全国首位，超去年同期水平：**目前华东地区水泥出货率为100.50%，较去年同期提升11pp，高于全国平均出货率91.82%。
- **2020年展望：供需格局延续，安徽、山东、江西可能是需求端主要增量来源。**与2019年相比，截至5月24日，2020年华东地区整体专项债和审批投资占全国比例小幅下滑，但赶工进度较好，大部分省份前4月固投完成额累计降幅均低于全国。分地区看，安徽、山东、江西三大熟料产能占比较高的省份，投资或项目数据各有亮点。从目前已经公布的重大项目年度投资计划来看，除山东未公布外，其他六省2020年合计计划完成投资额3.15万亿，同比+5.9%，其中上海、江西增速超10%。**供给端方面，**2020年是蓝天保卫战的收官之年，华东属环境敏感地区，大气治理压力较大，错峰限产政策力度仍将严格。从各地今年的已公布的错峰生产方案来看，除山东省停窑天数增加40天，其他区域变化不大。
- **重点公司：**华东区域供需格局良好，价格已连续两年高于全国均价。2020年逆周期调节持续加码，华东水泥市场作为全国最大的水泥市场，需求端较有保障。**建议关注水泥龙头海螺水泥、万年青、上峰水泥。**
- **风险提示：**基建投资增速不达预期，房地产调控超预期，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

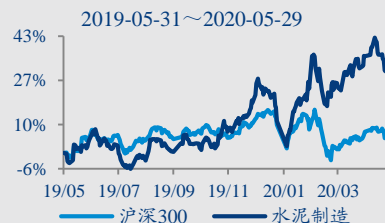
执业编号：S0360519060002

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	18	0.47
总市值(亿元)	5,349.25	0.81
流通市值(亿元)	4,198.85	0.87

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.8	18.57	25.8
相对表现	-5.8	17.57	20.26



## 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

《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》

2020-05-13

## 投资主题

### 报告亮点

我们梳理了华东地区水泥行业的供需特点与季节性特征。需求端来看，华东经济发展领跑全国，房地产市场发达程度高、韧性强，基建投资力度大，是全国第一大水泥市场；供给端来看，华东地区较早地开始控制新增产能，且除山东外，2019 年其他省份错峰停窑时间均在 65 天以下，但价格已连续两年领跑全国，区域供给侧压力明显小于北方地区。季节性方面，华东二、三季度需求易受雨水影响，四季度为全年旺季。

我们详细统计了华东各省的产能分布及主要企业，华东整体集中度较高，竞争格局优良，CR5 超 53%，全国来看仅次于东北地区。主要企业海螺水泥市占率为 20%，另外中建材旗下的水泥企业也占据了至少 24% 的市场份额。分省来看，浙江、安徽、江西市场较为集中，CR5 均在 80% 左右，其中，浙江、安徽的 CR1 均超 50%，两地龙头各为南方水泥、海螺水泥。

通过错峰限产时间、固投增速、专项债、审批投资、年度计划投资额等指标，我们对比了华东地区 2020 年需求端和供给端的同比变化，整体来看，供需格局呈延续状态。除山东错峰生产力度加强外，其他地区变化不大。从目前已经公布的重大项目年度投资计划来看，除山东未公布外，其他六省 2020 年合计计划完成投资额 3.15 万亿，同比+5.9%，其中上海、江西增速超 10%。

### 投资逻辑

华东地区水泥行业供需格局良好，集中度高，便捷的水运条件有助于提升企业利润空间。2020 年逆周期调节持续加码，政策利好城市群建设推进，华东水泥市场作为全国最大的水泥市场，需求端较有保障，供给侧错峰力度持续，建议关注水泥龙头海螺水泥、万年青、上峰水泥。

# 目 录

一、华东区域：全国最大的水泥市场，竞争格局优良.....	6
（一）华东水泥产量占全国三分之一，自然条件优越.....	6
（二）下游需求旺盛，供求关系良好.....	7
1、房地产、基建较为发达，需求旺盛.....	7
2、供需格局良好，价格连续两年领跑全国.....	8
（三）行业集中度较高，竞争格局优良.....	9
（四）季节性特征：四季度为华东水泥旺季.....	11
二、供给端：错峰限产有效调节产能空间.....	12
（一）错峰限产政策有效控制供给端.....	12
（二）严禁新增产能，严肃产能置换.....	13
三、近期市场情况：价格持稳，库存及出货均居全国首位.....	14
四、2020 年展望：供需格局延续，部分省份有亮点.....	15
（一）需求端：安徽、山东、江西可能是主要增量来源.....	15
（二）供给端：环保压力下，错峰限产政策仍将收紧.....	17
五、重点公司.....	18
（一）海螺水泥.....	18
（二）万年青.....	19
（三）上峰水泥.....	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 年华东地区水泥产量及占全国比例	6
图表 3	华东各省地理位置分布	7
图表 4	2017-2019 年部分水泥销售费率对比	7
图表 5	2018 至今全国及华东地产开发累计增速 (%)	7
图表 6	2018 至今华东地区地产开发累计增速 (%)	7
图表 7	2018 全国及华东公路密度 (公里/万平方公里)	8
图表 8	2018 全国及华东铁路密度 (公里/万平方公里)	8
图表 9	2012-2018 年全国及华东熟料产能同比增速	8
图表 10	华东地区熟料产能利用率高	8
图表 11	2008-2019 年全国及华东地区水泥价格变化	9
图表 12	2019 年全国各省最长停窑时间对比	9
图表 13	全国各区域水泥市场集中度 (CR5)	9
图表 14	华东主要水泥企业市场份额 (根据熟料产能)	9
图表 15	华东地区 2019 年水泥熟料产能及 top5 企业	10
图表 16	2019 浙江水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)	10
图表 17	2018 江苏水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)	10
图表 18	2018 山东水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)	11
图表 19	2018 安徽水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)	11
图表 20	2018 福建水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)	11
图表 21	江西水泥熟料产能分布 (单位: 万吨)	11
图表 22	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)	12
图表 23	2015-2019 年华东水泥价格走势 (分年份)	12
图表 24	华东各省市水泥价格走势 (元/吨)	12
图表 25	2018 年以来华东区域各省水泥错峰限产安排汇总	12
图表 26	水泥行业严禁新增产能及产能置换相关政策	13
图表 27	2020 年华东各地区水泥价格 (元/吨)	14
图表 28	2020 年华东各地区水泥库存情况 (%)	14
图表 29	全国各地当前库存与全年同期对比 (%)	14
图表 30	华东各地当前库存与去年同期对比 (%)	14
图表 31	全国各地当前出货率与全年同期对比 (%)	15
图表 32	华东各地当前出货率与去年同期对比 (%)	15

图表 33	2018 年至今全国及华东地区固定资产投资完成额累计增速 (%)	16
图表 34	2020 年华东地区专项债发行及使用情况统计 (截至 2020 年 5 月 27 日)	16
图表 35	华东地区 2020 年审批投资情况 (截至 2020 年 5 月 27 日)	16
图表 36	华东地区各省市 2020 年重大项目投资计划汇总	17
图表 37	2019 年分区新增熟料产能情况 (万吨)	18
图表 38	2020 年分区预计净新增熟料产能情况 (万吨)	18
图表 39	海螺水泥熟料产能区域分布	18
图表 40	2016-2019 海螺水泥 水泥及熟料销量情况	18
图表 41	海螺水泥 水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利 (元/吨)	18
图表 42	万年青熟料产能区域分布	19
图表 43	2016-2019 万年青水泥及熟料销量情况	19
图表 44	万年青 水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利 (元/吨)	19
图表 45	上峰水泥熟料产能区域分布	20
图表 46	2016-2019 上峰水泥 水泥及熟料销量情况	20
图表 47	上峰水泥 水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利 (元/吨)	20

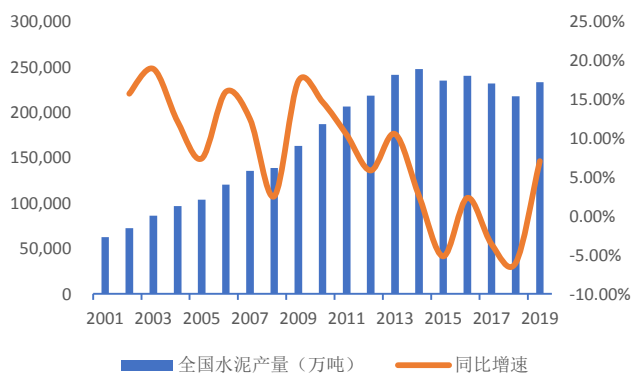


## 一、华东区域：全国最大的水泥市场，竞争格局优良

### （一）华东水泥产量占全国三分之一，自然条件优越

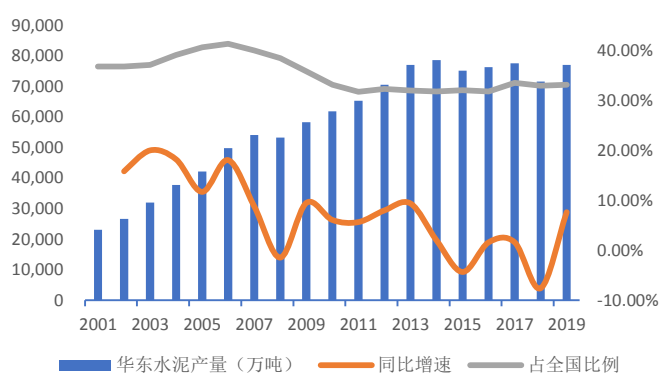
华东水泥市场是全国分区域看第一大水泥市场，起步时间早：华东地区地理上指位于我国东部的上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、台湾等七省一市，本篇报告所讨论的华东水泥不包括上海和台湾。需求端来看，华东经济长期发展领跑全国，基础设施建设投资力度大，房地产市场发达，是各大水泥企业争相抢占的市场，起步时间也较早。2001-2006 年华东水泥产量占全国比例稳步提升，至 2006 年达到峰值 41.25%，6 年间水泥产量 CAGR 达 13.70%，高于全国平均复合增速 11.50%。2007 年后，我国水泥产量增速呈现“东低西高”的特征，2011 年，华东地区水泥产量占比由 2006 年的最高点（41.25%）降至 31.61%，之后趋于平稳。2019 年华东水泥产量 76958.8 万吨，同比+7.6%，占全国产量的 33.2%，是全国水泥行业第一大市场。2017 年起，水泥行业错峰生产方案由北方十五省逐步推广至全国，在环保高压态势及供给侧结构性改革持续推动下，南方的雨季也开始施行，华东水泥锦上添花，竞争格局优化，行业基本面持续向好。

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 年华东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

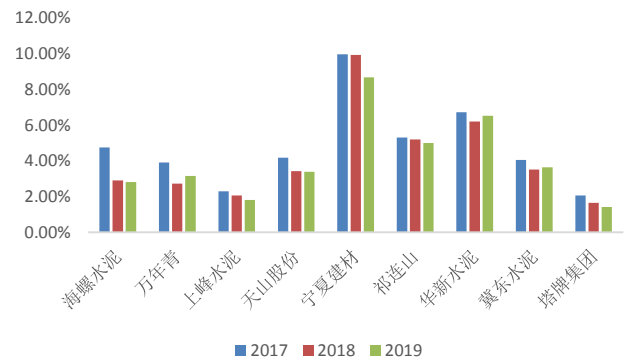
华东区域地理条件和自然条件优越，靠近长江流域，具有极为便利的水路运输条件。华东区域（不含台湾）的总面积约 83 万平方公里，水泥行业的公路运输半径一般在 200~300 公里，而水路运输半径可达到 600 公里，是公路的 2 倍之多，便捷的运输条件提高了华东企业的利润空间，最明显的体现就是销售费率。水泥企业的销售费用一般由运输装卸、工资、折旧、其他等几部分组成，其中运输装卸费用可占到销售费用的 50% 以上，西北部分企业占比甚至超过 70%。我们对比了 2017-2019 年部分水泥企业的销售费率，发现华东企业优势较为明显，海螺水泥、万年青、上峰水泥 2019 年的销售费率各为 2.81%、3.15%、1.80%，其他几家企业中，除塔牌集团（产能主要分布在广东、福建）外，销售费率均在 3.3% 以上。

图表 3 华东各省地理位置分布



资料来源：百度地图、华创证券

图表 4 2017-2019 年部分水泥销售费率对比



资料来源：wind、华创证券

## (二) 下游需求旺盛，供求关系良好

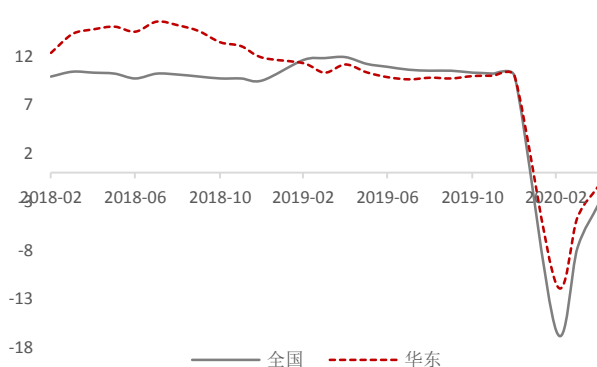
### 1、房地产、基建较为发达，需求旺盛

水泥的下游需求主要来自房地产、基建和农村建设，占比各为三分之一左右，华东地区房地产市场和基础设施较为发达、居全国前列，水泥行业需求端景气度较高。

**房地产市场规模占全国总规模的 38%：**2019 年华东房地产开发投资增速先降后升，全年看追平全国平均值 9.9%，仍保持较高增长水平，全年完成房地产开发投资 5.01 万亿，占全国 38%。2020 年房地产市场受新冠疫情影响呈下行趋势，华东地产市场降幅低于全国，2020 年前四月全国房地产开发累计增速为-3.30%，华东地区累计增速为-1.4%，**分省份看**，仅福建低于全国平均水平，浙江、江西两地前四月房地产开发累计增速分别至 0.1%、0.5%，华东地区总体地产开工情况良好，地产市场的率先回暖有望拉动水泥需求。

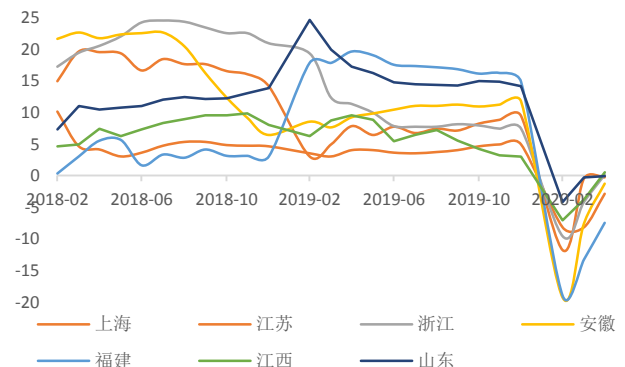
**基建发达程度高，居全国前列：**2018 年全国、华东公路密度分为 5030.62 公里/万平方公里、12968.87 公里/万平方公里，铁路密度分为 136.65 公里/万平方公里、306.87 公里/万平方公里，华东地区的公路及铁路密度均超全国平均值的 2 倍，基建发达程度较高。

图表 5 2018 至今全国及华东地产开发累计增速 (%)



资料来源：wind、华创证券

图表 6 2018 至今华东地区地产开发累计增速 (%)



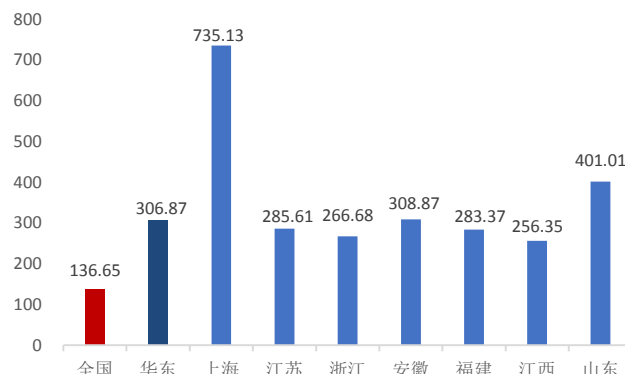
资料来源：wind、华创证券

图表 7 2018 全国及华东公路密度（公里/万平方公里）



资料来源: wind、华创证券

图表 8 2018 全国及华东铁路密度（公里/万平方公里）



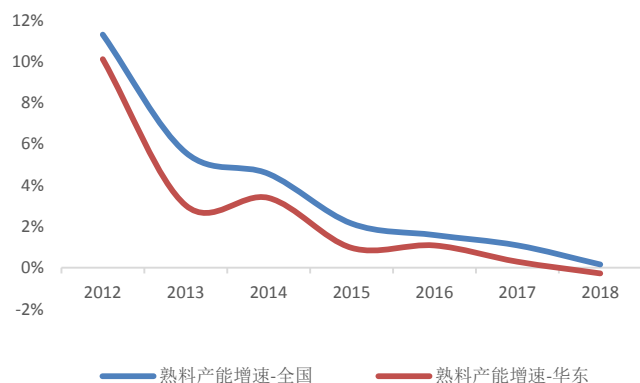
资料来源: wind、华创证券

## 2、供需格局良好，价格连续两年领跑全国

华东地区水泥供需格局良好，产能利用率长期在 80% 以上，优于全国大部分地区，我们认为一方面是受益于需求端较高的景气度，另一方面也与其较早地开始控制新增产能相关，2012-2018 年，华东新增熟料产能增速始终低于全国。2017 年起，南方雨季也开始施行水泥行业错峰限产，虽然区域限产力度相对低于北方地区，但同样有效提升了水泥价格，华东水泥均价已连续两年高于全国均价，这也从另一角度证明了区域较高的需求景气度。

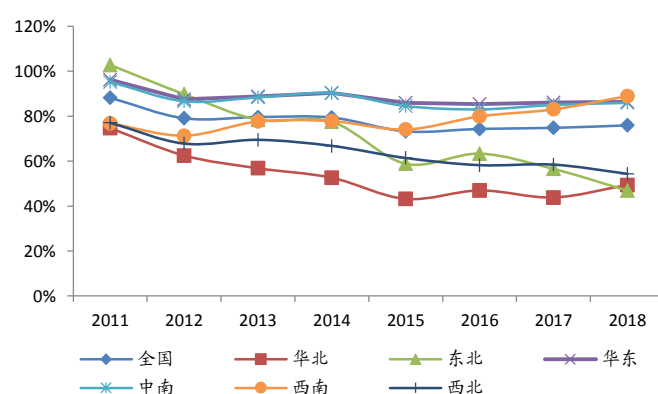
- 1) 产能利用率长期在 80% 以上:** 2011-2018 年全国、华东地区的平均产能利用率分别为 78.07%、88.34%，华东地区的产能利用率在全国六大分区中位列第一，高出全国平均值 10.3 个 pp，需求端景气度较高；
- 2) 供给端新增产能较少:** 2011-2018 年，全国共计新增熟料产能 4.21 亿吨，8 年复合增速约 3.23%；其中华东地区新增产能 8156.6 万吨，占全国新增产能的 19.38%，低于华东地区水泥产量占全国的比例，三年复合增速仅为 2.26%，低于全国平均值 0.97 个 pp。供给端新增产能得到有效控制，主要系近几年华东地区供给侧改革去产能政策趋严，严肃产能置换、严禁新增产能；
- 3) 错峰限产压力相对较小:** 除山东外，华东其他省份 2019 年水泥停窑时间大多在 30~65 天，限产力度明显低于北方地区，但价格仍持续上涨，已连续两年领跑全国，这证明区域供给侧压力相对较小，主要的压力则是雨季带来的需求减少。

图表 9 2012-2018 年全国及华东熟料产能同比增速



资料来源: 数字水泥网、华创证券

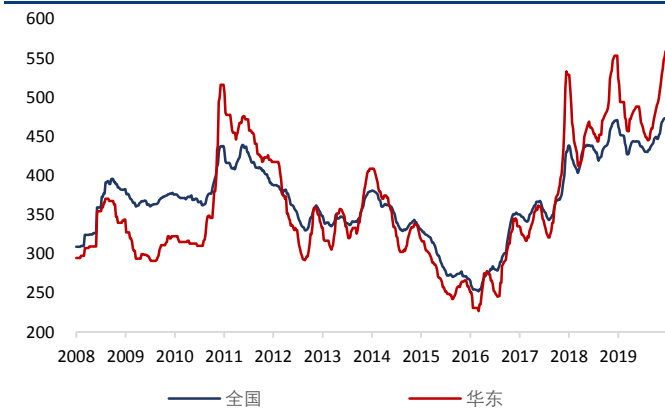
图表 10 华东地区熟料产能利用率高



资料来源: 数字水泥网、华创证券

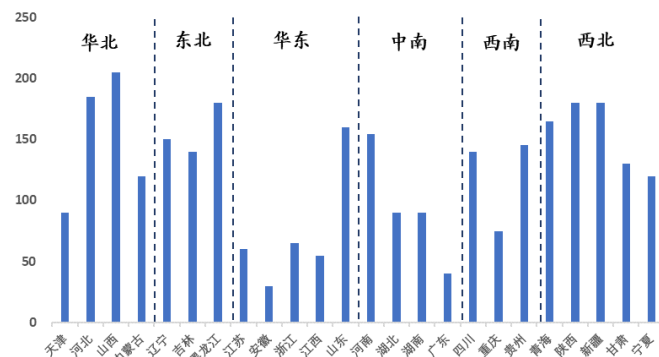


图表 11 2008-2019 年全国及华东地区水泥价格变化



资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 12 2019 年全国各省最长停窑时间对比

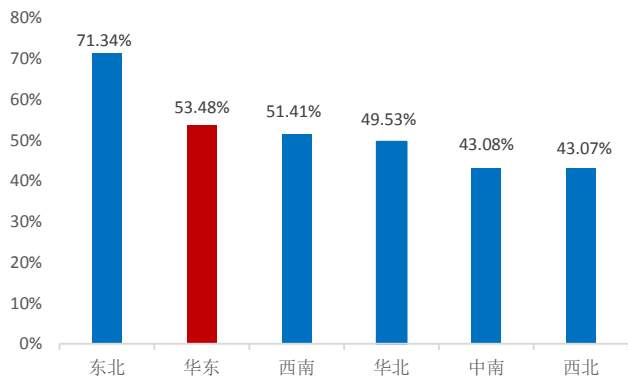


资料来源：数字水泥网、华创证券

### (三) 行业集中度较高，竞争格局优良

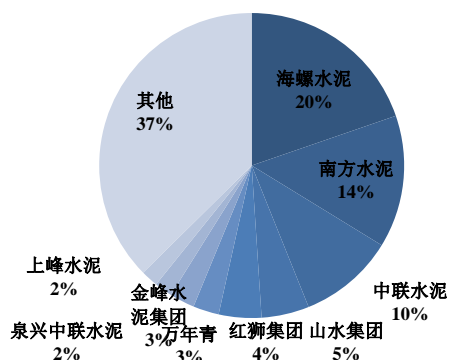
华东地区水泥行业集中度较高，CR5 超 50%。根据中国水泥网披露的 2019 年各地区各企业的水泥熟料产能，我们计算了全国六大区域的行业集中度 (CR5)，华东 CR5 达 53.48%，仅次于东北 (71.34%)，位居第二。分企业来看，中国建材和海螺水泥占据华东市场较大份额，海螺水泥、南方水泥、中联水泥市占率各为 19.7%、14.0%、10.2%，另外两家上市企业万年青、上峰水泥产能占比也均超过 2%。

图表 13 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 14 华东主要水泥企业市场份额 (根据熟料产能)



资料来源：中国水泥网、华创证券

分省市看，华东水泥熟料产能主要集中在安徽、山东。华东地区 2019 年水泥熟料产能 49373.7 万吨，其中安徽、山东各拥有熟料产能 1.36 亿吨、1.12 亿吨，两地合计产能占华东熟料总产能的 50%，江西、江苏、浙江产能占比均在 13% 左右，福建占比稍低，为 10.71%，上海无产能分布。浙江、安徽、江西市场较为集中，CR5 均在 80% 左右，其中，浙江、安徽的 CR1 均超 50%，两地龙头各为南方水泥、海螺水泥。

图表 15 华东地区 2019 年水泥熟料产能及 top5 企业

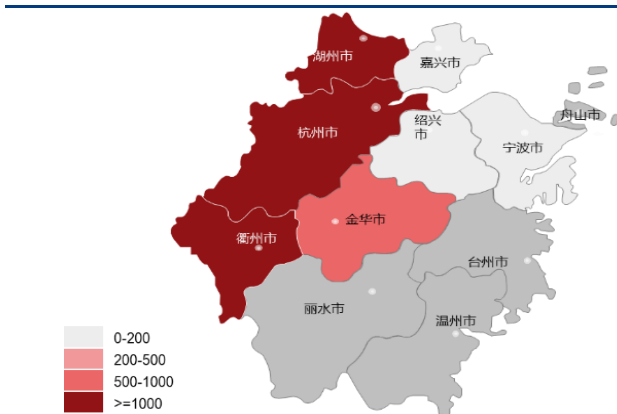
地区	2019 水泥熟料产能	占比	Top5 企业（根据熟料产能）	CR1	CR5
江苏	6082.20	12.32%	金峰水泥、中联水泥、南方水泥、天山水泥、台泥水泥	21.66%	66.11%
浙江	6150.40	12.46%	南方水泥、红狮水泥、海螺水泥、江山虎、金圆水泥	54.69%	79.89%
安徽	13564.05	27.47%	海螺水泥、南方水泥、上峰水泥、珍珠集团、江苏磊达	58.96%	82.28%
福建	5285.50	10.71%	华润水泥、福建水泥、红狮水泥、金牛水泥、龙鳞集团	13.20%	58.06%
江西	7085.05	14.35%	南方水泥、万年青、海螺水泥、亚洲水泥、红狮水泥	23.45%	80.79%
山东	11206.50	22.70%	中联水泥、山水集团、泉州中兴、沂州水泥、蒙阴广汇建材	32.42%	68.93%

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）

根据各地工信厅的水泥熟料产能清单，我们统计了华东地区各省份的产能分布（除江西、山东外，其他地区年产能根据实际日产能\*300 估算得到）：

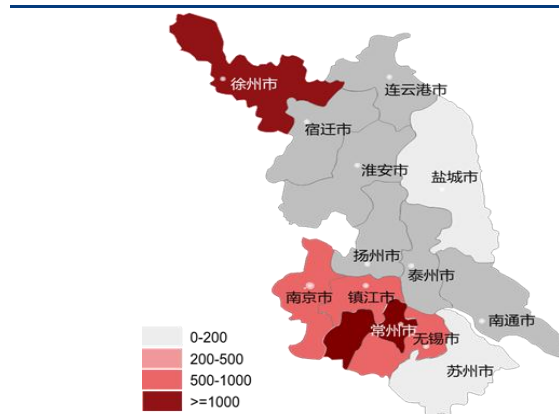
- 1) **浙江**：产能分布主要集中在西北部的湖州、杭州、衢州，三地产能占省内总产能的比例均在 25%及以上；南方水泥和红狮水泥是浙江两大主要水泥生产企业，市占率各为 55%、14%，两家企业产能合计占比接近 70%；
- 2) **江苏**：常州、徐州两地年产能均超 1000 万吨，两地产能各占省内总产能的 32%、21%；从企业看，江苏省水泥企业市场竞争较激烈，市场份额相对分散，金峰水泥、中联水泥及南方水泥产能占比较高，分别为 22%、18% 和 11%；
- 3) **山东**：枣庄产能达 2320 万吨，约占省内总产能的 23%，此外烟台、淄博、临沂产能也均超 1000 万吨；主要企业为中联水泥和山水集团，省内市占率分别为 32%、22%；
- 4) **安徽**：多个地区熟料产能均超过 1000 万吨，其中芜湖产能超过 3000 万吨，是省内最大的水泥熟料生产地；海螺水泥在安徽省龙头地位稳固，省内市占率达 59%；
- 5) **福建**：产能分布较集中，主要聚集在龙岩、三明，两地产能分别为 2430、1740 万吨，各占省内总产能的 47%、34%；从企业看，福建水泥市场竞争在华东区域最为激烈，省内占比最高的华润水泥市占率仅为 13%；
- 6) **江西**：除了鹰潭、南昌两地外，其余地区均有熟料生产线分布，其中赣州、上饶、九江产能均超过 1000 万吨；主要企业为南方水泥、万年青、海螺水泥，省内市占率均在 15%及以上。

图表 16 2019 浙江水泥熟料产能分布（单位：万吨）



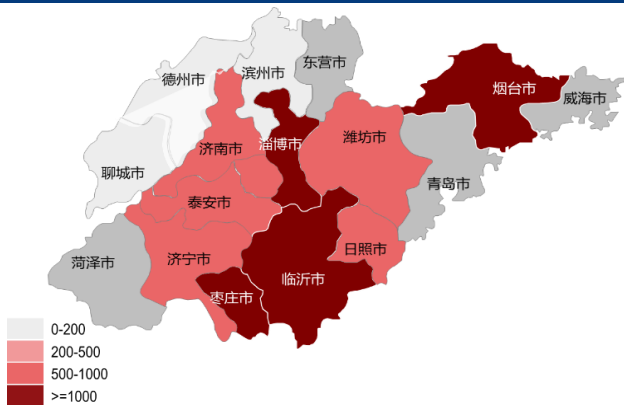
资料来源：浙江工信厅、华创证券（注：截至 2019 年底，深灰色区域无数据）

图表 17 2018 江苏水泥熟料产能分布（单位：万吨）



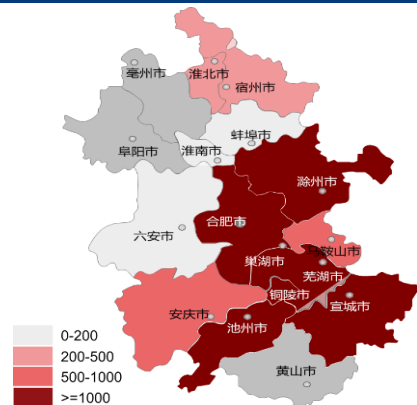
资料来源：江苏工信厅、华创证券（注：截至 2018 年底，深灰色区域无数据）

图表 18 2018 山东水泥熟料产能分布（单位：万吨）



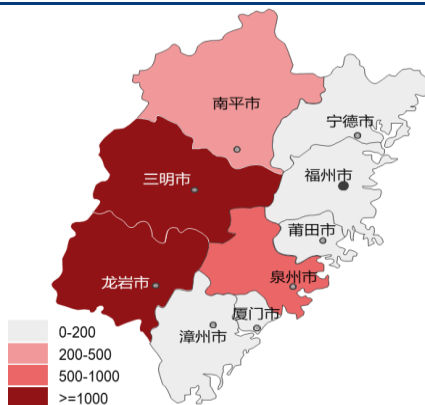
资料来源：山东工信厅、华创证券（注：截至 2018 年底，深灰色区域无数据）

图表 19 2018 安徽水泥熟料产能分布（单位：万吨）



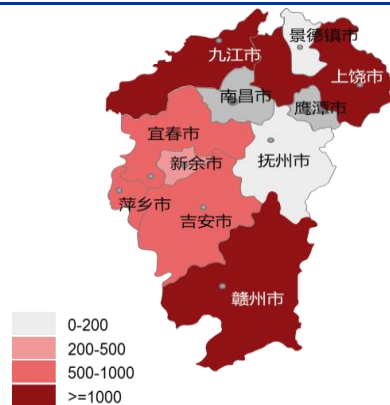
资料来源：安徽工信厅、华创证券（注：截至 2018 年底，深灰色区域无数据）

图表 20 2018 福建水泥熟料产能分布（单位：万吨）



资料来源：福建工信厅、华创证券（注：截至 2018 年底）

图表 21 江西水泥熟料产能分布（单位：万吨）



资料来源：国家统计局、中国水泥网、华创证券（注：深灰色区域无数据）

#### （四）季节性特征：四季度为华东水泥旺季

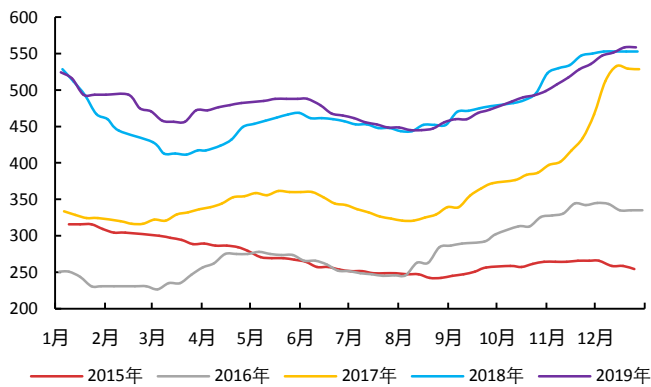
一季度由于受春节影响，施工项目停产，是水泥行业需求最淡季，2019 年一季度华东水泥产量不足全年产量的 18%；二、三季度随需求受雨水影响较大，一般 8 月降至价格低位；四季度是水泥需求最旺季，水泥产量约占全年的 30%，价格也有明显的上涨。

图表 22 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%

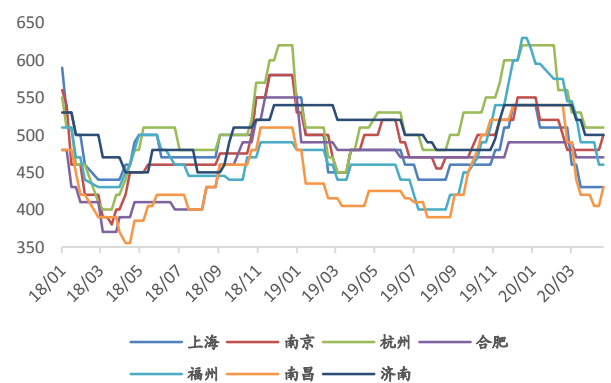
资料来源：数字水泥网、华创证券（注：2 月为 1-2 月累计产量）

图表 23 2015-2019 年华东水泥价格走势（分年份）



资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 24 华东各省市水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥网、华创证券

## 二、供给端：错峰限产有效调节产能空间

### （一）错峰限产政策有效控制供给端

**2020 年华东地区错峰限产力度持续：**根据华东区域各省水泥错峰生产方案，2020 年江苏、浙江停窑天数同比各减少 5 天、30 天，山东省停窑天数则增加 40 天，预计其他省份变化不大，区域错峰限产力度持续。**2020 年是打赢蓝天保卫战三年行动计划**的最后关键一年，华东区域属环境敏感性地区，环保治理有望维持高压态势，错峰限产力度只增不减，水泥供给结构有望继续优化。

图表 25 2018 年以来华东区域各省水泥错峰限产安排汇总

省市	时间	总时长（天）	具体安排
江苏省	2020 年	60	全年停窑总天数 60 天，其中：春节期间(1 月 1 日-3 月 31 日)停窑 30 天；梅雨高温季节(6 月 1 日-9 月 30 日)停窑 20 天，年末(10 月 1 日-12 月 31 日)停窑 10 天。
	2019 年	65	2019 年江苏省境内涉及熟料生产的 23 家企业，39 条生产线 2019 年开展错峰生产工作，停窑总天数为 65 天。

省市	时间	总时长(天)	具体安排
山东省	2019-2020 年	160	错峰生产时间: 2019 年 11 月 15 日 0 时-2020 年 3 月 15 日 24 时, 共计 160 天。
	2018-2019 年	120	错峰生产时间: 2018 年 11 月 15 日至 2019 年 3 月 15 日, 共计 120 天。
浙江省	2019-2020 年	65	2019 年春节期间(1.10-3.15)停窑 35 天,梅雨高温季节(6.1-8.31)停窑 20 天,四季度(10.1-12.31)停窑 10 天, 余杭区 2019 年 11 月至 2020 年 2 月组织全区水泥企业实施错峰生产。
	2018-2019 年	95	错峰生产时间: 2018 年 11 月 26 日至 2019 年 2 月 28 日, 各市可适当缩短或延长错峰生产时间。
江西省	2018-2020 年	至少 55 天/年	2018-2020 年在全省水泥行业推行错峰生产。全省水泥熟料生产线年度停窑错峰生产时间原则上不少于 55 天。
安徽省	2018-2019 年	120	错峰生产时间: 2018 年 11 月 1 日至 2019 年 2 月份实行水泥错峰生产。

资料来源: 各省工信厅、华创证券

## (二) 严禁新增产能, 严肃产能置换

2015 年 4 月, 工信部发布的《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》, 提出京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区需要置换被淘汰的产能熟料不低于建设项目产能的 1.25 倍; 2016 年 5 月, 国务院发布的《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》, 明确提出**严禁新增产能, 通过淘汰落后产能、推进联合重组及推行错峰限产等方式压减过剩产能**; 2020 年 1 月, 工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》, 提出位于环境敏感区的水泥熟料产能置换比例至少为 1.5:1。

图表 26 水泥行业严禁新增产能及产能置换相关政策

时间	发布部门	政策	主要内容
2015 年 3 月	工信部	《关于水泥行业产能置换有关问题的意见》	水泥粉磨站新建(改、扩)和在建项目可依据本地区水泥工业结构调整方案优化布局; JT 窑可用于水泥熟料(改、扩)建项目产能置换。
2015 年 4 月	工信部	《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》	京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区需要置换被淘汰的产能的数量不低于建设项目产能的 1.25 倍予以核定, 其他地区实施等量置换。
2016 年 5 月	国务院	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	通过严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组以及推行错峰限产等方法压减过剩产能。
2018 年 1 月	工信部	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施方法》	严禁钢铁、水泥和平板玻璃行业新增产能, 继续做好产能置换工作。
2018 年 8 月	工信部	《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	提出, 一、提高认识, 坚决禁止新增产能; 二、源头把关, 严禁备案新增产能项目; 三、认真细致, 从严审产能置换方案; 四、强化监管, 确保产能置换方案执行到位。
2020 年 1 月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换; 位于环境敏感区的水泥熟料和平板玻璃建设项目, 产能置换比例分别至少为 1.5:1 和 1.25:1; 位于非环境敏感区的水泥熟料和平板玻璃建设项目, 产能置换比例分别至少为 1.25:1 和 1:1; 西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。

资料来源: 各地方政府网站、华创证券



### 三、近期市场情况：价格持稳，库存及出货均居全国首位

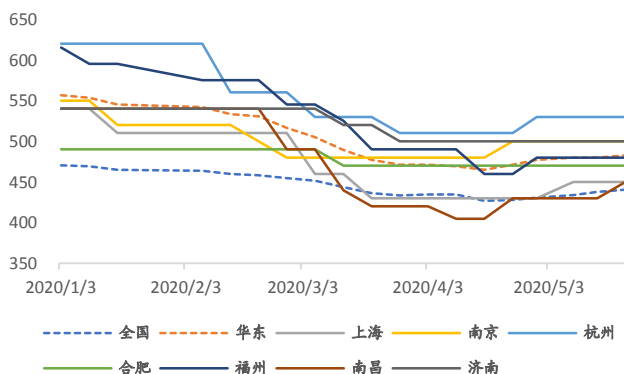
受疫情影响，2020 年水泥价格上涨时间约较去年略有推迟，一季度挤压的需求在二季度将迎来强势反弹，截至目前，华东地区水泥价格持稳，出货率大多超过 100%，库存也优于全国其他区域，已基本恢复至旺季水平。

价格止跌持稳，均价高于全国。一月中旬至四月中旬，华东水泥行情基本处于弱势下行，价格走低。近期价格止跌持稳，上周（0516-0522）华东水泥均价 482.86 元/吨，环比+2.86 元/吨，同比-5 元/吨。分地区看，上海、南京、杭州、合肥、福州、南昌、济南高标水泥均价各为 450、500、530、470、480、450、500 元/吨，除南昌环比上涨 20 元/吨外，其余六个城市均已至少连续两周价格持稳。

复工推动库存持续改善，库容比降至全国最低。4 月初华东地区水泥库存开始改善，领先于全国其他区域。目前华东地区水泥库容比 48.33%，较去年同期下降 6.88pp，在全国六大分区中位列第一。分省份看，除山东库容比同比上涨 8.33pp 至 65% 外，其余各省份库存同比均有不同程度的改善，其中福建改善最为明显，库容比较去年同期大幅下降 25pp 至 55%。

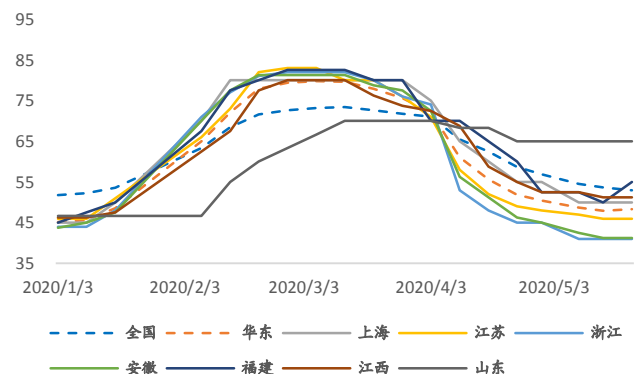
出货居全国首位，显著高于去年同期水平。目前华东地区水泥出货率为 100.50%，较去年同期提升 11pp。分省份看，安徽、浙江出货率改善最明显，同比分别上涨 18.33、11.00pp，除福建、山东外，其余各省份出货率均达到或超过 100%，出货情况良好。

图表 27 2020 年华东各地区水泥价格（元/吨）



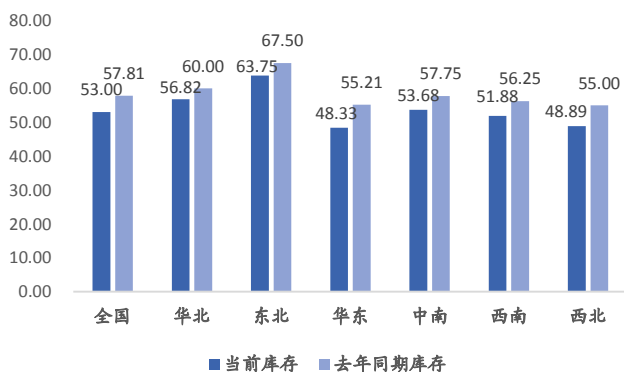
资料来源：数字水泥网、华创证券（截至 5.22 日）

图表 28 2020 年华东各地区水泥库存情况（%）



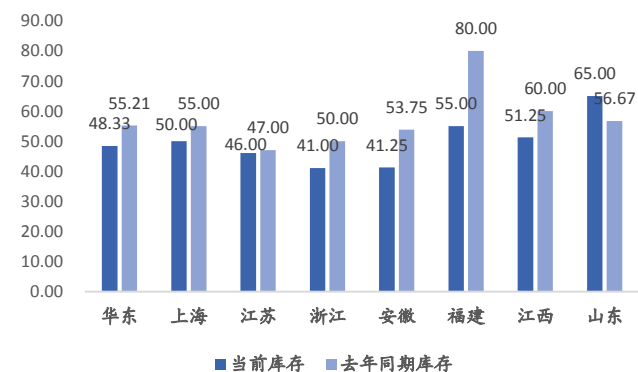
资料来源：数字水泥网、华创证券（截至 5.22 日）

图表 29 全国各地当前库存与去年同期对比（%）

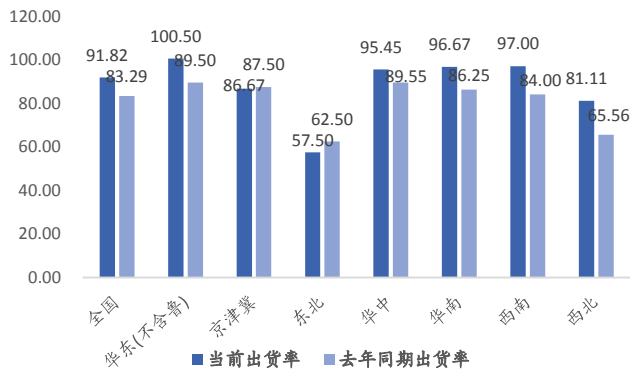


资料来源：数字水泥网、华创证券（当前日期为 5.22）

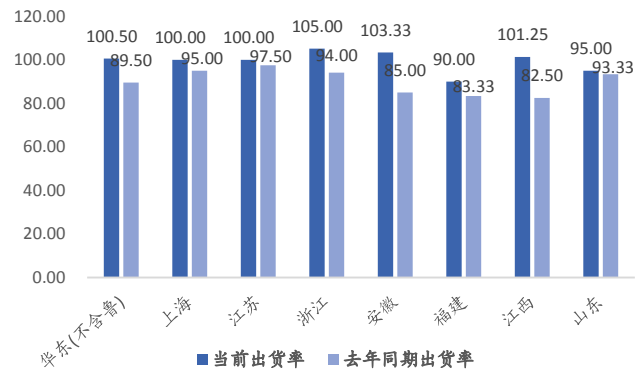
图表 30 华东各地当前库存与去年同期对比（%）



资料来源：数字水泥网、华创证券（当前日期为 5.22）

**图表 31 全国各地当前出货率与去年同期对比 (%)**


资料来源：数字水泥网、华创证券（当前日期为5.22）

**图表 32 华东各地当前出货率与去年同期对比 (%)**


资料来源：数字水泥网、华创证券（当前日期为5.22）

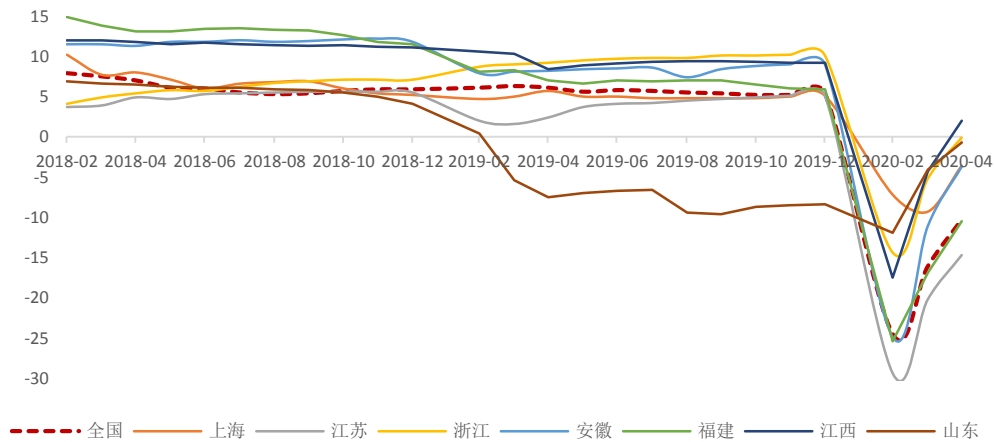
#### 四、2020 年展望：供需格局延续，部分省份有亮点

##### （一）需求端：安徽、山东、江西可能是主要增量来源

与 2019 年相比，截至 5 月 27 日，2020 年华东地区整体专项债和审批投资占全国比例小幅下滑，但赶工进度较好，大部分省份前 4 月固投完成额累计降幅均低于全国。分地区看，安徽、山东、江西三大熟料产能占比较高的省份，投资或项目数据各有亮点。从目前已经公布的重大项目年度投资计划来看，除山东外，其他六省 2020 年合计计划完成投资额 3.15 万亿，同比+5.9%，其中上海、江西增速均超 10%。

- 1、安徽：**2020 年已披露专项债 964.00 亿元，较 2019 年占全国比例有所下滑；项目储备充足，截至目前，安徽 2020 年基建审批投资 8276.69 亿元，在华东地区位居第一，占全国总投资 6.28%，占比较去年上涨 1.18pp；
- 2、山东：**2020 年前 4 个月固投完成额累计同比-0.70%，在华东地区仅次于江西、浙江。截至目前山东已披露专项债 1895.03 亿元，占全国总额度 8.91%，在华东地区位列第一，全国来看规模也仅次于广东，占比较去年上涨近 1pp。另外，山东 2019 年超额完成年度计划投资，2020 年基建带来的水泥需求值得期待；
- 3、江西：**2020 年前 4 个月固投完成额累计同比转正至 2.00%，赶工情况优于华东其他地区。目前江西已披露专项债 1037.07 亿元，占全国总额度 4.88%，占比较 2019 年上涨 1.63pp，但专项债用于基建的比例仅为 31.68%，远低于全国平均水平；而从重大项目投资来看，年度计划完成投资额同比+16.5%，增速居华东各省首位，全国来看也属较高增速；
- 4、江苏、浙江、福建：**熟料产能占华东总产能比例均在 13%以下，截止目前，三省 2020 年专项债和审批投资表现并未出现明显改善信号，但福建年度计划投资额同比+9.3%至 5005 亿元，需求有待观望；

图表 33 2018 年至今全国及华东地区固定资产投资完成额累计增速 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 34 2020 年华东地区专项债发行及使用情况统计 (截至 2020 年 5 月 27 日)

地区	2020 年已披露专项债	占全国比例	2019 发行量	2019 占全国比例	2020 年用于基建比例
上海	345.60	1.63%	675.00	3.28%	86.69%
江苏	1349.00	6.35%	1678.00	8.15%	56.19%
浙江	1163.00	5.47%	1278.71	6.21%	69.91%
安徽	964.00	4.53%	1186.00	5.76%	46.01%
福建	1036.00	4.87%	812.00	3.94%	79.62%
江西	1037.07	4.88%	669.00	3.25%	31.68%
山东	1895.03	8.91%	1635.00	7.94%	66.76%
合计	7789.70	36.64%	7933.71	38.54%	
全国	21258.5133		20584.12		63.46%

资料来源: 中国债券信息网、华创证券

图表 35 华东地区 2020 年审批投资情况 (截至 2020 年 5 月 27 日)

地区	基建	其中: 电热水	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
上海	288.92	0.65	200.16	88.11	0.22%	1.30%
江苏	2714.23	72.91	716.9	1924.42	2.06%	4.71%
浙江	6554.92	313.57	2130.08	4111.27	4.97%	4.32%
安徽	8276.69	712.55	1798.62	5765.52	6.28%	5.10%
福建	2823.07	246.62	319.54	2256.91	2.14%	4.81%
江西	6459.14	378.28	1346.85	4734.01	4.90%	5.87%
山东	6383.24	415.5	2417.14	3550.6	4.84%	4.88%
合计	33500.21	2140.08	8929.29	22430.84	25.41%	30.99%

资料来源: 全国投资项目在线审批平台、华创证券

**图表 36 华东地区各省市 2020 年重大项目投资计划汇总**

省市	文件	主要内容	年度计划投资同比增速
上海市	《2020 年上海市重大项目清单》	2020 年上海市重大建设项目聚焦科技产业、社会民生、生态文明、城市基础设施、城乡融合与乡村振兴等 5 大领域， <b>共安排正式项目 152 项</b> ，其中年内计划新开工项目 24 项，建成项目 11 项。另外，安排预备项目 60 项。 <b>年度计划投资 1500 亿元。</b>	+10.1%
江苏省	《江苏省 2020 年重大项目投资计划》	<b>共安排省重大项目 240 个</b> ，包括实施项目 220 个、储备项目 20 个。220 个实施项目包括计划新开工项目 117 个、续建项目 103 个， <b>年度计划投资 5410 亿元，比上年增加 80 亿元。</b> 具体分五类：一是安排创新载体项目 20 个，年度计划投资 87 亿元。二是安排产业项目 130 个，年度计划投资 1851 亿元。三是安排生态环保项目 13 个，年度计划投资 301 亿元。四是安排民生项目 10 个，年度计划投资 958 亿元。五是安排基础设施项目 47 个，年度计划投资 2212 亿元。	+1.5%
浙江省	《2020 年省重点建设及预安排项目计划》	<b>2020 年安排省重点建设项目 670 个，总投资 30489 亿元，年度计划投资 4150 亿元。</b> 其中：新增项目 119 个，总投资 6809 亿元，年度计划投资 828 亿元；结转项目 551 个，总投资 23680 亿元，年度计划投资 3322 亿元。	+6.4%
安徽省	《2020 年重点项目投资计划》	<b>纳入计划的均为亿元以上项目，总数达 6878 个，较去年增长 13.4%。全年计划投资 13054.6 亿元。</b> 其中，续建项目 4295 个，计划开工项目 2583 个。为应对此次新冠肺炎疫情，还 <b>新增安排公共卫生类项目共 168 个，年度计划投资 213.6 亿元。</b>	+4.2%
福建省	《关于印发 2020 年度省重点项目名单的通知》	确定 <b>2020 年度省重点项目 1567 个，总投资 3.84 万亿元。</b> 其中：在建项目 1257 个，总投资 2.97 万亿元， <b>年度计划投资 5005 亿元；</b> 预备项目 310 个，总投资 0.87 万亿元。	+9.3%
江西省	《江西省 2020 年第一批重点建设项目计划》	<b>本批省重点建设项目安排 335 项，总投资 11194.53 亿元，年度计划投资 2390.19 亿元。</b> 其中，总投资 50 亿元以上的项目共 94 项(含预备项目 16 项)；建成投产项目 67 项，续建项目 163 项，计划新开工项目 88 项，预备项目 17 项。	+16.5%
山东省	《关于下达 2020 年省重大项目名单的通知》	<b>2020 年省重大建设项目 233 项，省重大准备项目 88 项。</b>	

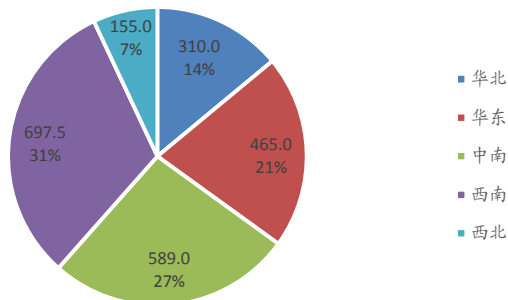
资料来源：各省市政府官网，华创证券

## （二）供给端：环保压力下，错峰限产政策仍将收紧

**2020 年是蓝天保卫战的收官之年，打赢污染防治攻坚的决胜之年，大气治理压力仍然较大。**针对长三角等环境敏感地区，生态环境部于 2019 年 11 月 12 日下发《长三角地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理行动方案》，提出要稳中求进，推进环境空气质量持续改善，长三角地区全面完成 2019 年环境空气质量改善目标，协同控制温室气体排放。秋冬季期间（2019 年 10 月 1 日-2020 年 3 月 31 日），PM2.5 平均浓度同比下降 2%，重度及以上污染天数同比减少 2%。**在这一背景下，我们认为华东区域水泥错峰限产政策有望更加严格，水泥供给将继续得到有效控制。**

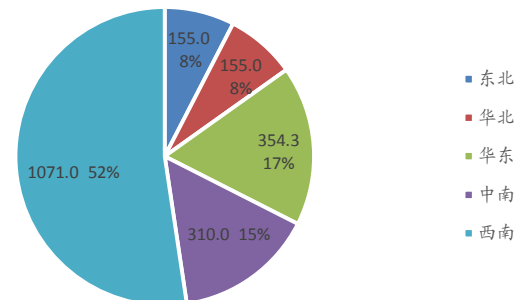
**新增产能占比低，对供给端冲击有限。**根据数字水泥网统计，2019 年全国新增熟料产能 2216.5 万吨，其中华东区域新增产能 465 万吨，占比 21%。预计 2020 年新增水泥熟料产能 3510.3 万吨，剔除有效置换拆除的产能 1465 万吨，预计净新增熟料产能 2045.3 万吨，其中华东地区新增净熟料产能 354.3 万吨，占比 17%。**2019 年华东区域新增净熟料产能占当前产能不足 1%，对供给端冲击几乎无影响。**

图表 37 2019 年分区新增熟料产能情况（万吨）



资料来源：数字水泥网、华创证券

图表 38 2020 年分区预计净新增熟料产能情况（万吨）



资料来源：数字水泥网、华创证券

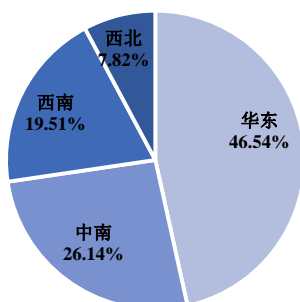
## 五、重点公司

华东区域供需格局良好，价格已连续两年高于全国均价。2020 年逆周期调节持续加码，华东水泥市场作为全国最大的水泥市场，需求端较有保障。建议关注水泥龙头海螺水泥、万年青、上峰水泥。

### （一）海螺水泥

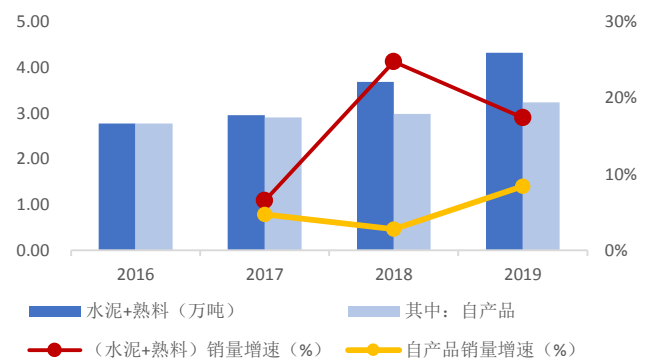
公司共计拥有水泥熟料产能 20817 万吨，近一半集中在华东地区，安徽、江苏、山东、浙江、江西四省产能占比分别为 38.42%、1.79%、0.74%、1.49%、4.10%，另外还有四分之一产能分布在湖南、广东、广西、海南等中南地区。据中国水泥网统计，2019 年公司产能排名位居全国第二，仅次于中国建材。2019 年公司水泥及熟料销量合计 4.32 亿吨，同比+17.39%，其中自产品销量 3.23 亿吨，同比+8.6%。2019 年公司自产品单吨毛利为 160.18 元/吨，单吨毛利率为 47.13%，较上年小幅下滑，但仍处于近几年高位。

图表 39 海螺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 40 2016-2019 海螺水泥 水泥及熟料销量情况



资料来源：公司公告、华创证券

图表 41 海螺水泥 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	196.64	247.09	330.98	339.83
单吨成本	132.22	159.82	173.95	179.65



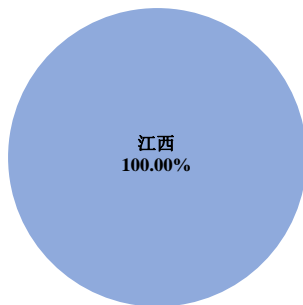
	2016	2017	2018	2019
单吨毛利	64.42	87.27	157.03	160.18
单吨毛利率	32.76%	35.32%	47.44%	47.13%

资料来源：公司公告、华创证券（注 2018-2019 年采用公司自产品的价格和成本数据）

## （二）万年青

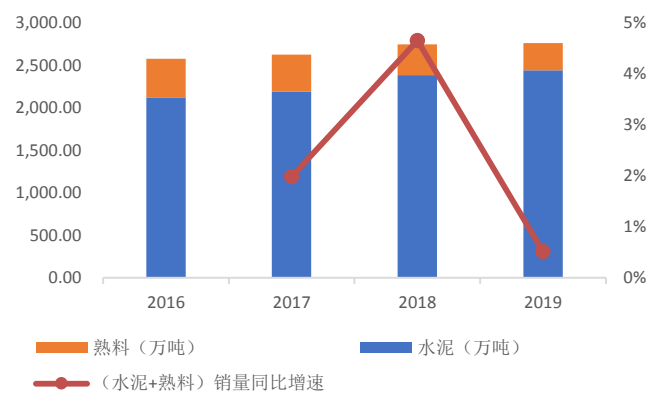
公司共计拥有水泥熟料产能 1356.25 万吨，全部分布在江西省。2019 年公司水泥销量 2439.67 万吨，熟料 319.49 万吨，合计 2759.16 万吨，同比+0.51%。公司盈利水平持续提升，2019 年水泥及熟料单吨毛利为 108.98 元/吨，单吨毛利率为 37.23%，均创新高，但横向对比毛利水平仍有提升空间。

图表 42 万年青熟料产能区域分布



资料来源：中国水泥网、华创证券

图表 43 2016-2019 万年青水泥及熟料销量情况



资料来源：公司公告、华创证券

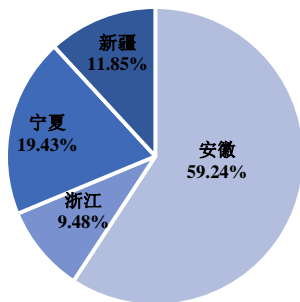
图表 44 万年青 水泥及熟料的单吨收入、成本及毛利（元/吨）

	2016	2017	2018	2019
单吨收入	172.53	206.34	279.11	292.71
单吨成本	129.64	147.34	176.78	183.73
单吨毛利	42.89	58.99	102.33	108.98
单吨毛利率	24.86%	28.59%	36.66%	37.23%

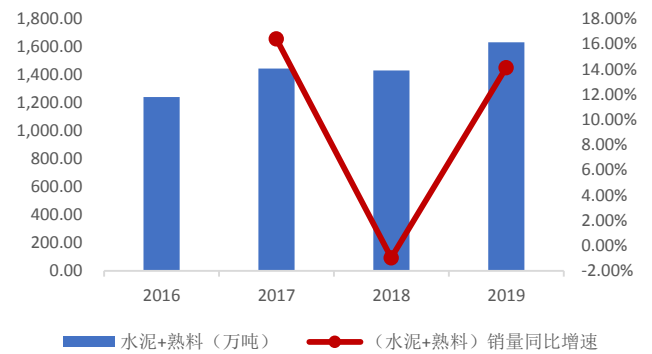
资料来源：公司公告、华创证券

## （三）上峰水泥

公司共计拥有水泥熟料产能 1308.20 万吨，主要分布在安徽、浙江、宁夏、新疆，占比分别为 59.24%、9.48%、19.43%、11.85%，合计 69% 产能集中在华东地区。2019 年公司水泥、熟料合计销量 1631.51 万吨，同比+14.11%。近两年公司盈利水平改善明显，2019 年水泥及熟料单吨毛利为 188.41 元/吨，单吨毛利率超 50%，毛利水平居华东地区各企业前列。

**图表 45 上峰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 46 2016-2019 上峰水泥 水泥及熟料销量情况**


资料来源：公司公告、华创证券

**图表 47 上峰水泥 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	179.89	264.29	337.69	368.99
单吨成本	143.09	166.50	178.73	180.58
单吨毛利	36.80	97.79	158.96	188.41
单吨毛利率	20.46%	37.00%	47.07%	51.06%

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，房地产调控超预期，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	shenyin@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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500