

建材行业四季度投资策略报告

中期利好，短期压力，谨慎看多

黄立图 研究员

电话: 020-87555888-832; 020-87557975

eMail: hlt2@gf.com.cn

程振江 研究助理

020-87555888-650

czj8@gf.com.cn

水泥：行业生态改变，关注地产调控，谨慎看好

作为传统周期性行业，水泥个股已经积累了不少涨幅，其五个主要刺激因素依然存在，但在此时点显得非常脆弱，市场对包括估值、地产政策、明年一季度水泥价格和行业政策等出现了较大分歧。我们判断，一是房地产投资依然强劲，长远看更确定，但调控可能影响投资者对投资品的盈利预期和估值水平；二是整个行业生态处于发展的变革点上，行业的供给端和“十二五”政策和对落后产能、节能减排的执行力度、企业博弈行为均可能呈现以往不一样的特征，这些利好因素可导致长期投资机会，但权重的判断，何时到来，力度多大，效果如何，仍需观察。

玻璃：光伏链条惊喜不再，地产调控存风险，中期看好

三季度玻璃股如期大涨，包括因二季度地产调控调整过多、光伏产业链量价齐升等。但预计玻璃股关于光伏的炒作恐怕已经告一段落，补贴末班车”效应逐渐式微，多晶硅和组件价格趋势性下降是必然的，同时，太阳能玻璃基板竞争愈发强烈，估值将受压制，相比之下，我们更看好Low-E玻璃的发展。但是，不得不注意的是，房地产市场“量价齐升”表现越突出，导致调控政策出台所积累的风险就越大，而进一步的房地产调控政策有可能成为股价下跌的导火索。

投资策略和个股推荐

我们对水泥股“谨慎看多”，谨慎主要包括房地产调控的力度、节奏与市场预期可能产生冲突。但考虑明年水泥行业生态逐渐优化，股价下跌是长期投资的买入机会；对玻璃股谨慎，但长期看好它的投资机会。从资产配置角度，给予行业“买入评级”。推荐冀东水泥、海螺水泥、祁连山、天山股份、青松建化、南玻 A、中航三鑫；关注金晶科技增发前后机会。另外推荐佛塑股份、东方锆业。

风险提示

- 1、房地产调控可能超出市场预期，从而影响水泥和玻璃的下游需求；
- 2、停止拉闸限电后，水泥价格“补跌”；
- 3、煤炭等成本要素价格变动影响盈利。

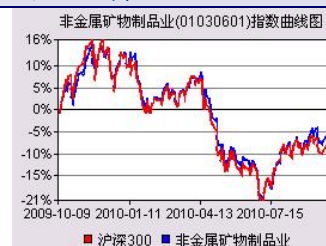
行业评级

买入

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	1.93%	18.84%	0.53%
沪深 300	0.53%	15.84%	-2.30%

目录索引

前言	4
一、建材行业股市表现和未来判断	4
二、水泥量价皆佳，产业投资单月同比开始下降	6
（一）水泥产量快速增长，“调结构”非一朝一夕	7
（二）水泥价格上涨，煤炭价格下降	10
（三）毛利率下降，利润率提升	10
（四）2011-2012 年水泥行业因素分析和判断	11
三、玻璃行业运行状况	12
（一）玻璃产量稳步增长	12
（二）玻璃需求增长有所放缓	13
四、行业热点分析及展望	16
（一）西部大开发致新疆板块水泥市场活跃	16
（二）淘汰落后产能	18
（三）限电停产全面推行，水泥价格持续上涨	19
（四）重组兼并将改变行业生态	20
（五）“十二五”规划有利于上市企业	22
（六）水泥窑固废处理城市污泥和生活垃圾	22
（七）玻璃深加工、建筑节能主题投资活跃	23
（八）保障性住房建设为建材带来新契机	23
五、四季度选股策略和重点公司	24
六、风险提示	25

图表索引

图 1: 2010 年 A 股水泥板块与沪深 300 对比	4
图 2: 2010 年 A 股 SW 玻璃板块与沪深 300 对比	5
图 3: 2010 年 A 股建筑材料等行业相对市盈率对比	5
图 4: 2010 年 A 股建筑材料等行业相对市净率对比	6
图 5: 历年来年我国水泥产量同比增长率	7
图 6: 投资在 GDP 中比重不断升高	7
图 7: 我国建设投资还处于发展期	7
图 8: 近年来我国房地产投资增速	8
图 9: 近年来全国购置土地面积增速	8
图 10: 近年来全各地区商品房新开工面积增速	9
图 11: 近年来铁路、公路投资额同比变化累计	9
图 12: 近年来煤炭价格变化图（元/吨）	10
图 13: 全国水泥 P·O 42.5 价格	10
图 14: 全国水泥行业毛利率和利润率水平	11
图 15: 近年来我国水泥行业资产投资增速	11
图 16: 全国平板玻璃产量累计	13
图 17: 全国浮法玻璃生产线库存	13
图 18: 全国浮法实际产能、生产线	13

图 19: 全国平板玻璃产能和实际产量同比增速	13
图 20: 全国汽车月度销量	14
图 21: 全国平板玻璃出口量累计	14
图 22: 全国平板玻璃出厂价格	15
图 23: 全国平板玻璃价格指数	15
图 24: 纯碱和重油价格	16
图 25: 新疆地区固定资产投资增速	16
图 26: “十二五”期间新疆地区水泥需求估算	17
图 27: 2012 年新疆各地区水泥产能情况预计	18
表 1: 2010-2012 年水泥行业供需因素分析	12
表 2: 工信部公告水泥行业淘汰落后产能名单	18
表 3: 各省市限电及影响	19
表 4: 2010 年以来水泥行业部分兼并重组事件	20
表 5: 重点跟踪公司估值与评级	25

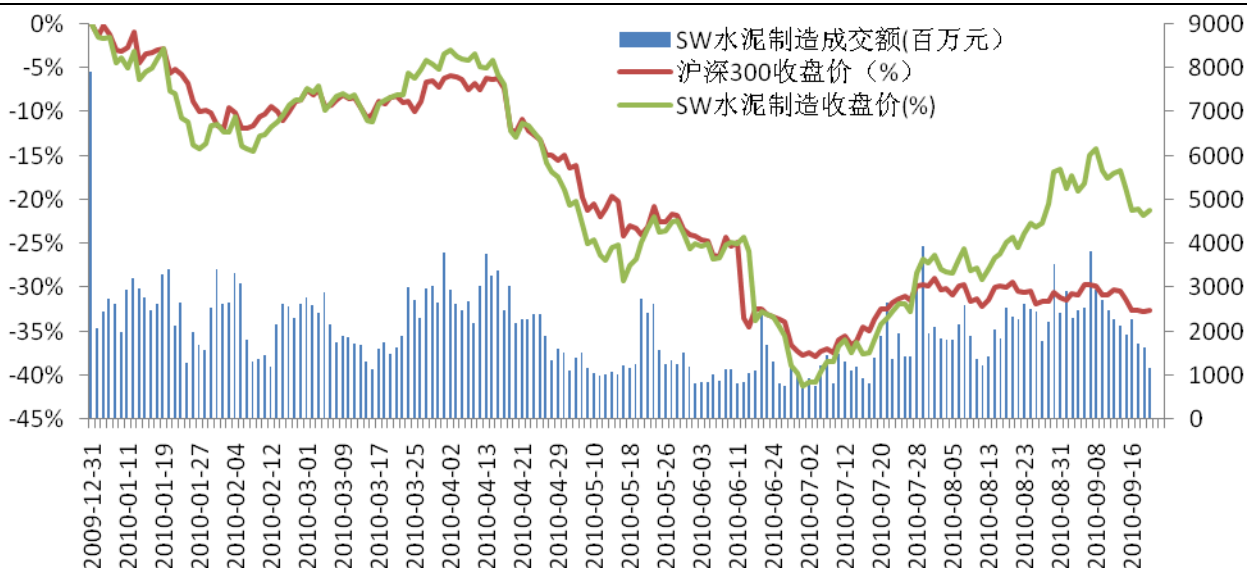
前言

在目前时点，判断2010年四季度建材股（主要为水泥与玻璃）比以往都要困难，其一是作为传统和周期性行业，个股已经积累了不少涨幅，三季度超越了沪深300指数变化，在周期股中也表现出色，而这种涨势超出市场预期。当然，原因还包括类似行业之间的比价效应，水泥股拥有更为确定的基本面，受到机构追捧，行业比价是动态的，直接关系资金面。但这些因素在此时点显得非常脆弱，配置者出现了较大分歧，包括估值、政策、明年一季度水泥价格和政策；其中，投资者对房地产调控政策的方向、决心预期是一致的，但由于房地产投资依然强劲，投资者对投资品的盈利和估值的影响却分歧明显。其二是整个行业生态处于发展的变革点上，行业的供给端和“十二五”政策和落后产能、节能减排的执行力度、企业博弈行为均可能呈现以往不一样的特征，这些利好因素能否成为主要决策权重难以判断，而何时到来，力度多大，效果如何，仍需观察。

为了判断2010年四季度建材行业投资机会，我们首先回顾2010年以来建材股走势，一是总结提高，二是研究股价已经反映了哪些因素，然后思考当前的行业特征，结合当下A股特征判断4季度投资机会；其次，我们重新梳理行业运行特征和做出趋势展望，这是第一部分判断的基础；最后，我们给出投资策略和个股推荐。

一、建材行业股市表现和未来判断

图1：2010年A股水泥板块与沪深300对比



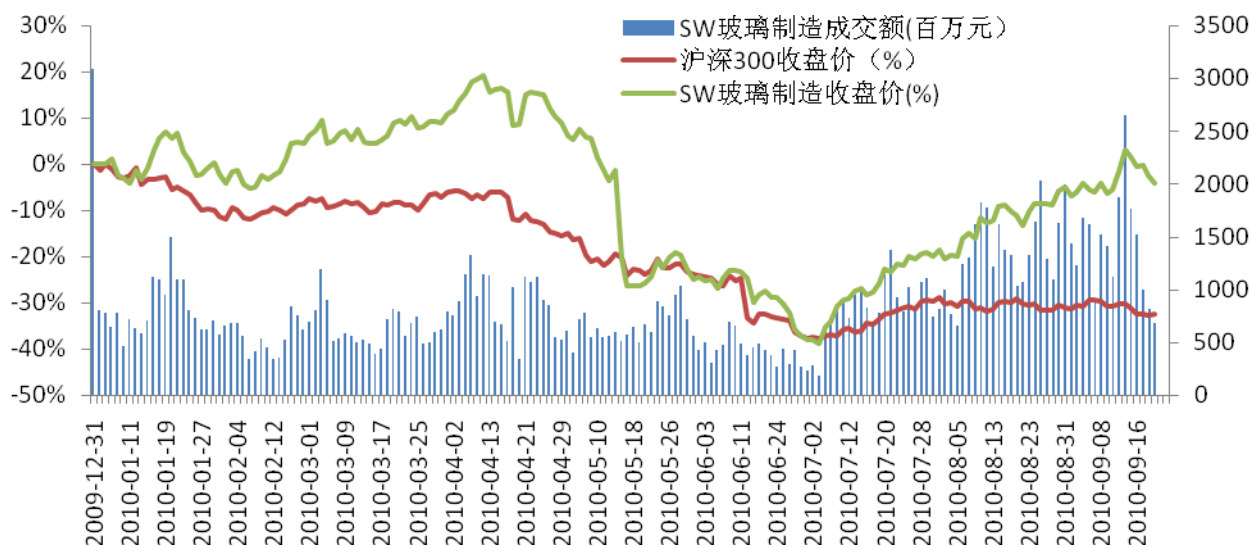
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

水泥股上半年表现与大盘趋势基本相同，进入7月份以来，水泥股出现大幅提升，尤其在半年经济数据公布后，市场对政策预期由“政策退出”转变为稳定后，水泥股上升势头非常迅猛。主要原因是政策预期明朗，水泥股作为最确定和稳妥的周期股当了先锋；落后产能淘汰力度超预期以及之后的节能减排力度超预期；并购重组恰到好处的刺激了市场神经（包括

冀东、中材系的祁连山、赛马、西水、海螺、中建材等），让人们预期未来的价格体系维护将大大的改善；“十一五”单位GDP能耗任务促使部分地区拉闸限电，水泥价格出现非常规上涨，以8月浙江拉开序幕为标志，完成三季度最后一次，也是最大的一次拉升。

玻璃股则波动性较大，一季度表现超越沪深300，二季度落后于沪深300，主要是4月15日政府推出针对房地产的调控措施“4.15新政”，导致房地产投资链条全线下跌。进入7月份以来，玻璃股又大幅跑赢了沪深300，主要是政策预期稳定后，市场情绪得到激发，主要玻璃股企业涉足光伏产业，受到欧洲补贴末班车影响，光伏组件量价齐升，作为新能源标的玻璃股亦表现出众。

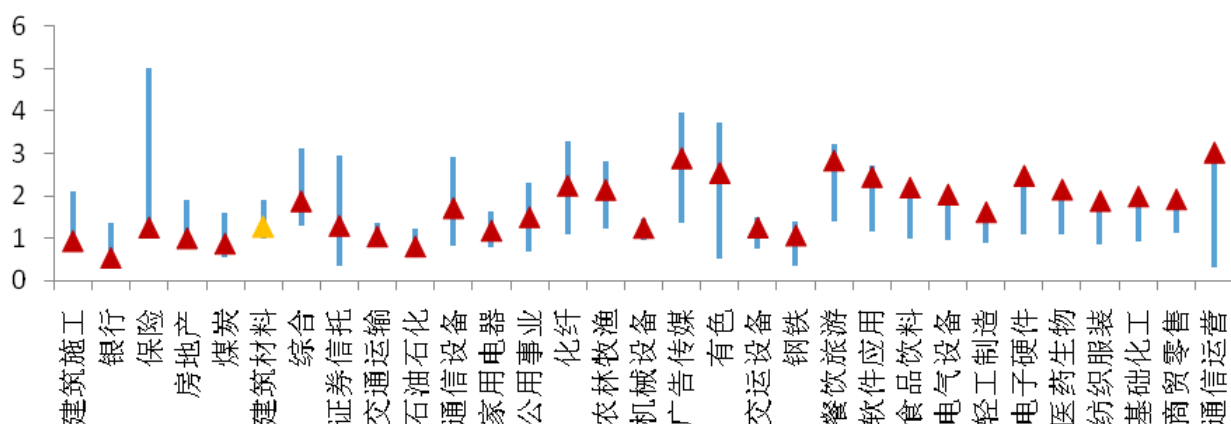
图2：2010年A股SW玻璃板块与沪深300对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

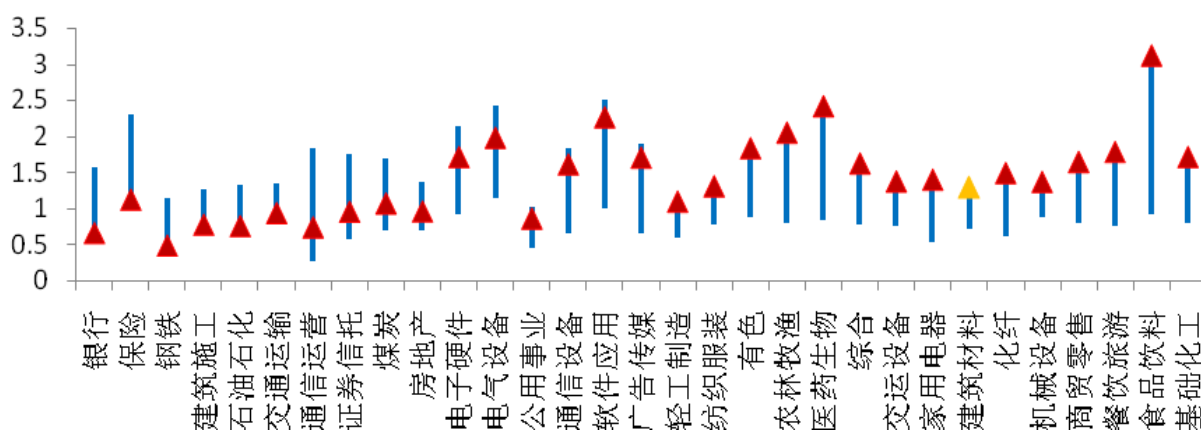
从2010年A股各个行业相对市盈率和相对市净率来看，建筑材料行业处于市场中等水平。而从前三个季度PE和PB在历史最高值和最低值之间的相对位置来看，建筑材料的PE相对低值，而PB处于相对较高水平。

图3：2010年A股建筑材料等行业相对市盈率对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：2010年A股建筑材料等行业相对市净率对比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

展望四季度，我们判断如下：

a、基本面方面，水泥行业在周期股中基本面比较好，东部区域四季度旺季仍存在提价空间，目前房地产投资数据依然强劲，考虑调控和保障房建设，房地产对水泥需求相对稳健，明年水泥行业盈利确定，但股价或已有体现；目前水泥行业存在中期和短期的解读分歧；积极方面为2010年7月份以来，水泥产业投资额单月同比出现了负增长，“国务院38号文”的效果逐渐体现，未来供需结构可能得到很好改善；负面方面除了房地产调控政策，还有2010年产能投放较大，近期拉闸限电和节能减排因素导致的非市场因素的提价，2011年上半年淡季价格将回落多少，市场解读未必一致。

b、水泥行业的生态逻辑可能发生了改变，新建生产线被喊停、落后产能淘汰进一步推进，行业集中度提高，更主要水泥龙头企业进行股权交易，价格体系的维护的意识到了磨合阶段，有利于行业盈利的改善；当然，行业集中度提高对盈利改善是随时间渐进的，一是企业博弈到配合默契需要时间，二是部分区域过剩产能需要逐渐消化，但总体上远远好于钢铁行业，这是运输距离、成本构成等决定的。

c、“国务院38号文”后，水泥企业投资支出逐渐减少，账面资金的使用可能影响股价，或许分红率上升（市场消极时的刺激点），或者并购重组，甚至进行新的产业投资（市场积极时的刺激点）。

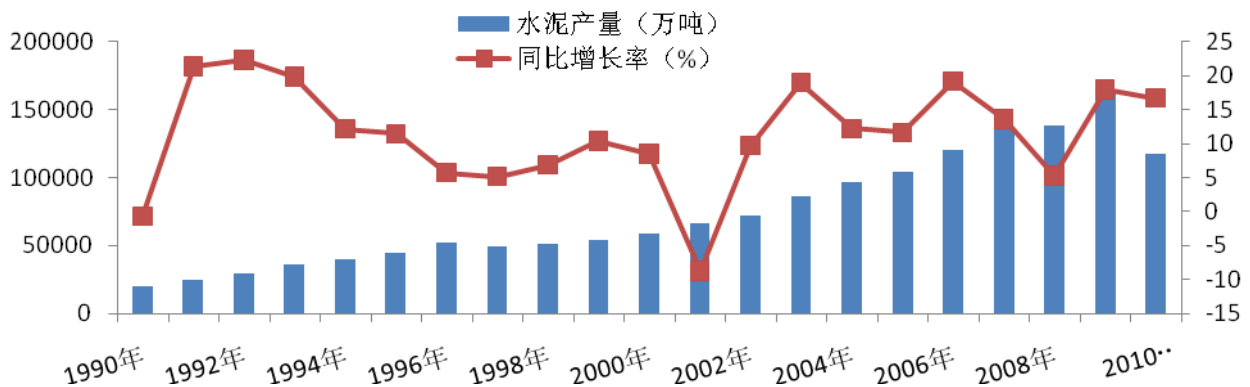
d、而玻璃股关于光伏的炒作恐怕已经告一段落，虽然我们长期看好光伏产业的发展，对2011年光伏组件的需求也持乐观态度，但“补贴末班车”效应逐渐式微，多晶硅和组件价格趋势性下降是必然的，同时，太阳能玻璃基板竞争愈发强烈，估值将受压制，相比之下，我们更看好Low-E玻璃的发展。但是，不得不注意的是，房地产价格“量/价”表现越突出，调控政策积累的风险就越大，进一步的房地产调控政策有可能成为股价下跌的导火索。

二、水泥量价皆佳，产业投资单月同比下降

（一）水泥产量快速增长，“调结构”非一朝一夕

受到全国基础设施建设投资的拉动，2010年全国1-8月水泥产量达到11.78亿吨，同比增长16.7%，增速与去年前8个月增速17.2%基本持平。全国前三大水泥生产地（江苏、山东、河南）8月份产量均有所回落，增速分别为6.2%、-6%和-3.8%，前8个月同比增速分别为6.3%、7.2%和9.6%。与此同时，西北和西南地区受到固定投资的拉动，水泥产量有大幅提升。2010年7-8月，重庆、四川、贵州、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等省市增速均在20%以上，甘肃8月增速甚至高达52.8%。

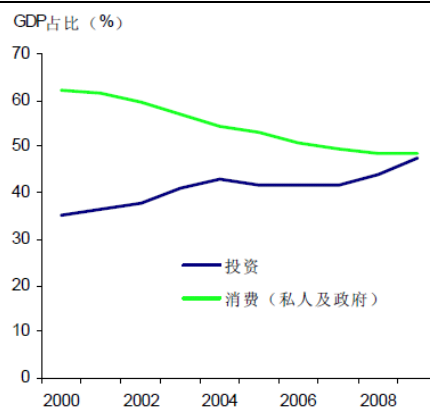
图5：历年来年我国水泥产量同比增长率



数据来源：统计局数据、广发证券发展研究中心

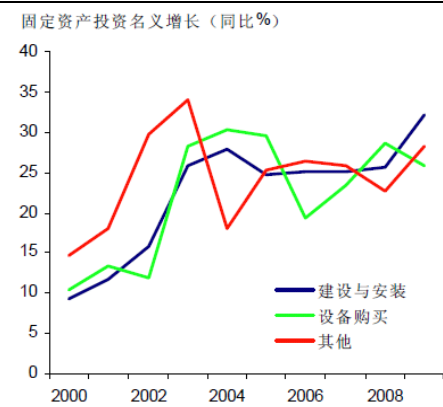
受到华南和华中地区洪涝灾害、部分地区拉闸限电、落后产能淘汰的三重影响，部分地区水泥产量增速变缓，甚至出现减产。其中，2010年5-6月受到特大洪涝灾害的影响，江西省当月水泥产量出现下滑，增速为-2.13%和-3%。在国家关于加强淘汰落后水泥产能的一系列政策的影响下，全国多个省市对水泥行业的产业结构进行调整。以山东为例，山东省通过山水、中联等企业重组和关停部分中小企业，减少了企业数量和水泥产量，2010年6-8月，水泥产量同比增速分别为5%、-1.3%和-6%，同时山东省被江苏省超越，不再是全国水泥产量第一大省。2010年7月以来，浙江、江苏、安徽、海南等省份先后开始对高耗能企业限电限产。受此影响，上述三个省份当月水泥产量增长仅为6.9%、6.2%、11.9%。

图6：投资在GDP中比重不断升高



数据来源：广发证券发展研究中心

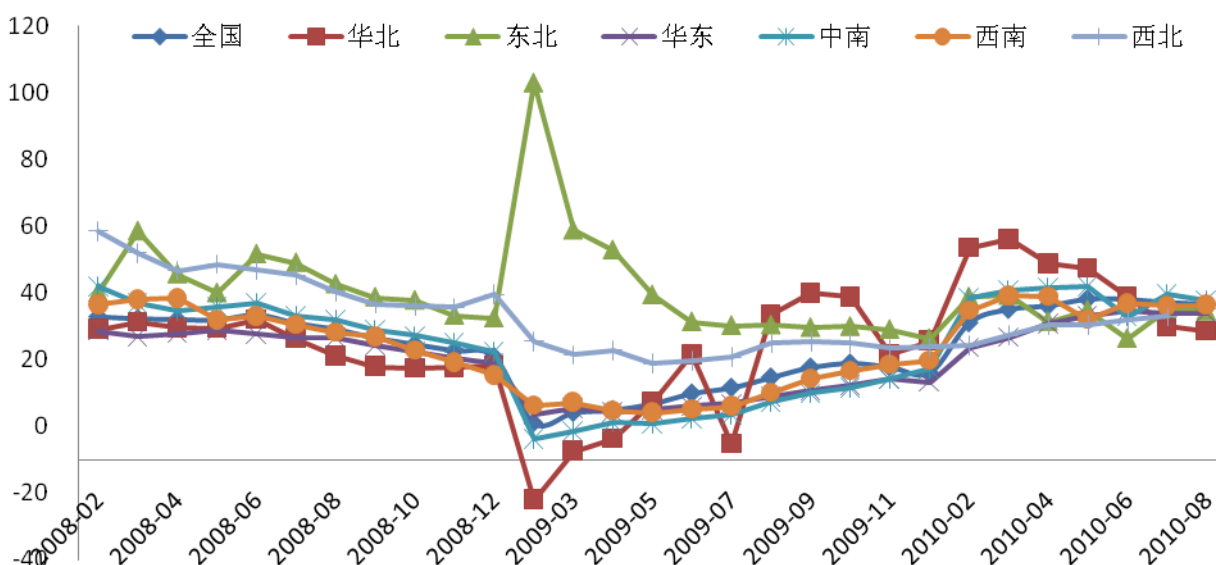
图7：我国建设投资还处于发展期



放长视角，水泥需求已经维持8年的高位同比增长，背后是我国投资在GDP增长中的权重不断提高，尤其是建设与安装工程；国家提出“调结构”的战略是时势所需，但预计近年投资与水泥需求仍然旺盛。

分地区看，全国各地固定资产投资增速稳定在20%-30%之间。其中，湖北、广西、海南、陕西、甘肃等省区固定资产投资增速则持续半年稳定在35%以上，西南地区在经历过去两年的大落大起之后，逐渐趋于稳定。

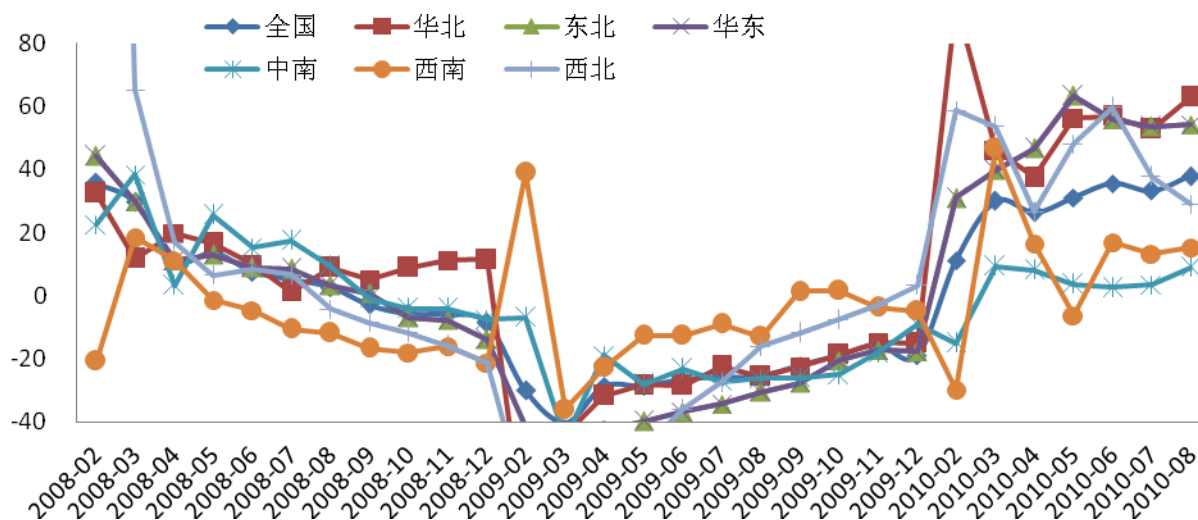
图8：近年来我国房地产投资增速



数据来源：统计局、广发证券发展研究中心

从房地产投资来看，4月17号“新国十条”发布以来，全国各地房地产投资有所降温。其中华北地区房地产投资增幅下降最为明显，从3月份的56.00%下降到8月份的28.46%。但从全国范围来看，2010年1-8月，房地产投资累计达到28355.35亿元，同比增速达到36.70%。

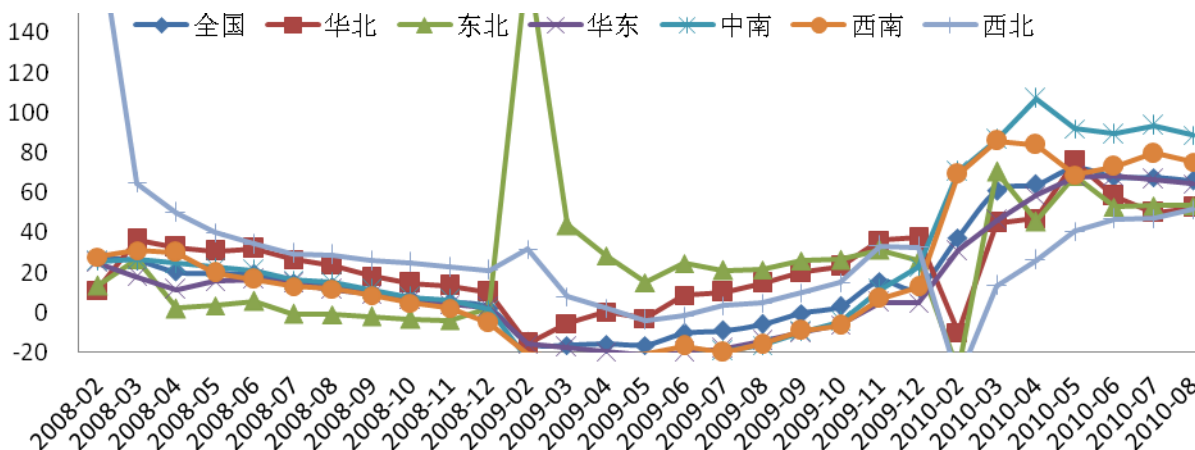
图9：近年来全国购置土地面积增速



数据来源：统计局、广发证券发展研究中心

从购置土地面积来看，2010年1-8月全国累计购置土地面积达到25690.83万平米，同比增长37.9%。其中，华北、东北、华东地区分别达到63.0%、57.5%、54.3%，远高于同时期中南地区的8.9%、西南地区的15.3%和西北地区的29.1%。

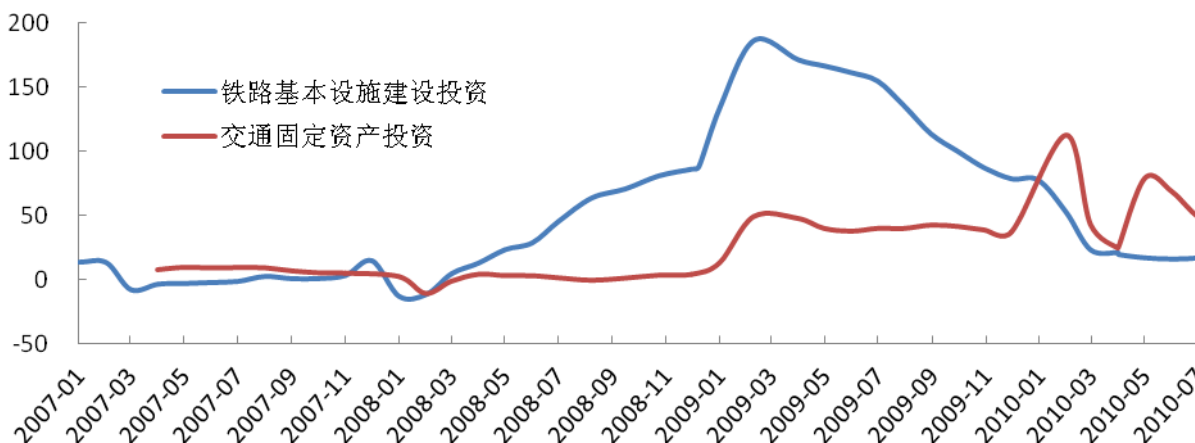
图10：近年来全各地区商品房新开工面积增速



数据来源：统计局、广发证券发展研究中心

从商品房新开工面积来看，全国各地增速相近，全国增速达66.1%。2010年6-8月房屋销售面积则大幅下滑，同比增速仅为6.7%，其中北京和上海出现-40.8%和-40.7%的负增长。

图11：近年来铁路、公路投资额同比变化累计



数据来源：统计局、广发证券发展研究中心

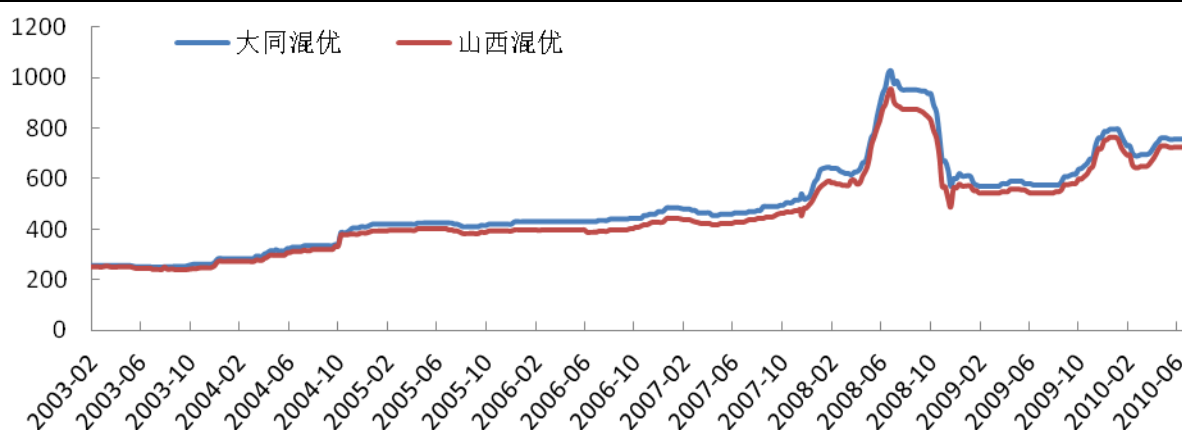
从铁路固定资产投资和全国交通投资来看，全国历经2009年大规模投资之后，铁路基础设施建设趋于稳定，2010年1-8月，累计投资为4053.4亿元，同比增长21.93%，其中铁路基本建设投资3561.3亿元，同比增长21.08%。但其中，8月单月铁路投资达772.3亿元，同比增长52.27%，远高于1-7月投资增速16.47%，环比增长36.13%；单月铁路基本建设投资达654.8亿元，同比增长40.42%，远高于1-7月投资增速的17.44%。

（二）水泥价格上涨，煤炭价格下降

2010年前三季度，受到洪涝灾害、全国大范围停电限产的影响，水泥供给增加有限，同时在新疆、浙江等地水泥需求大幅增长的拉动下，水泥市场价格出现较大幅度的增长。以P•O 42.5水泥价格为例，除西南地区水泥价格出现下降之外，全国各地水泥价格均大幅提升。尤其是8月以来，全国水泥消费市场进入旺季，水泥价格普遍大幅提升，全国均价达到369.3元/吨。其中，水泥消费量最大的华东、华南，由于限电影响最大，导致水泥价格上涨了30元以上。

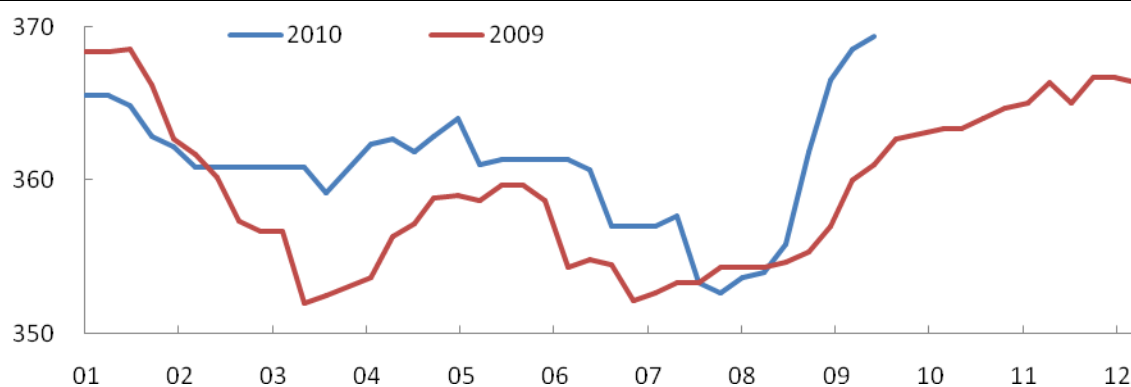
煤炭价格主要地区在2010年5月达到高点后先后回落30-40元/吨，回落幅度5%左右。从全国煤炭平均价格来看，尽管2010年上半年煤炭价格比2009年底有所下降，但仍然高于去年同期水平。

图12：近年来煤炭价格变化图（元/吨）



数据来源：统计局、广发证券发展研究中心

图13：全国水泥P•O 42.5价格（元/吨）



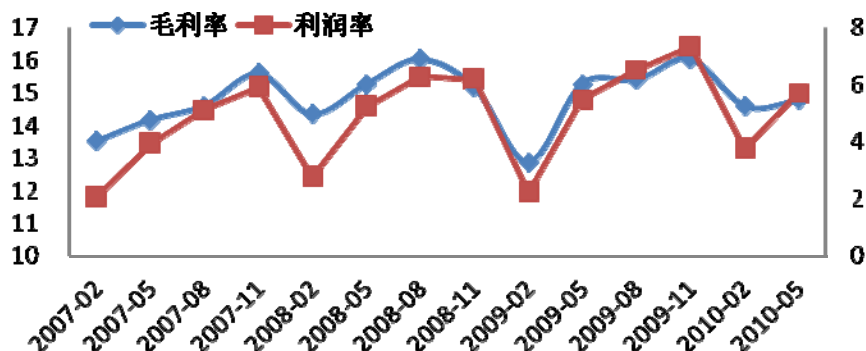
数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

（三）毛利率下降，利润率提升

从近三年来全国水泥行业毛利率和利润率水平来看，2010年1-5月全国水泥行业毛利率为14.77%，略低于去年同期的15.28%和2008年的15.27%，预计随着三季度水泥价格上涨和煤炭价格下降，毛利率水平已经上升。其中，西北地区水泥毛利率明显高于全国水平，甘肃、青海、宁夏、新疆分别为30.21%、27.81%、25.08%和27.15%，内蒙古和海南省

分别为21.86%和26.65%，这主要得益于西北地区 and 内蒙古煤炭价格优势和较高的水泥价格。2010年1-5月全行业净利率达5.71%，高于去年同期的5.47%和2008年的5.23%，其中，陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、海南等地利润率均达到11%以上。

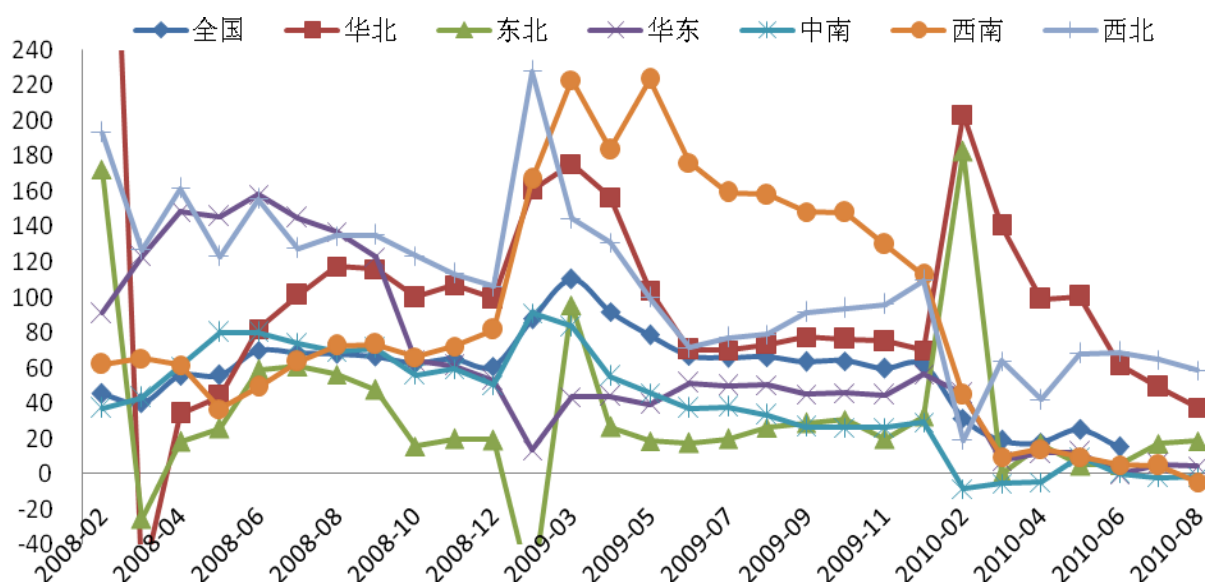
图14：全国水泥行业毛利率和利润率水平



数据来源：统计局数据、广发证券发展研究中心

从水泥行业的资产投资情况来看，2010年1-8月水泥行业投资额为1142.30亿元，同比增长10.69%，该增速已经较1-7月的同比增速14.98%和1-6月的同比增速15.39%的明显下降。而从单月投资额来看，7月份单月投资额为153.26亿元，同比增加了12.68%，环比则下降了33.43%；8月单月投资额为128.64亿元，同比下降14.42%，环比下降16.07%。由此判断，水泥行业投资额下半年下降趋势将继续延续，其单月投资额增速下降趋势非常明显。

图15：近年来我国水泥行业资产投资增速



数据来源：统计局、广发证券发展研究中心

（四）2011-2012年水泥行业因素分析和判断

预计2011-2012年水泥行业供需格局将不断好转，幅度和时间取决于

过剩产能限制政策执行情况、落后产能淘汰情况和大企业博弈与联合。我们对2011-2012年的情况分析总结如下：

表 1: 2010-2012 年水泥行业供需因素分析

	2010E	2011E	2012E
基建领域的需求	09 年新开工项目跳跃式增长此时释放水泥需求。	需求量有望维持高位，比 2010 年增速有小幅上升。	西部旺盛，尤其新疆可能带动大规模投资；高铁等有望持续推高基建投资。
房地产领域的需求	房地产投资增长迅速，需求旺盛。	预计传统房地产增速下滑不明显，保障性住房增加，不会比 2009 年差。	保障性住房投资明显增加，随着城镇化推进，房地产投资还将继续上升。
新增产能压力	新增水泥产能 2 亿吨左右，100 条线，与 09 年相当。	产能增加比 2010 年小，预计 1-1.5 亿吨，但考虑达产时间，实际新增产量可能达到 2 亿吨。	难以估计，预计国家可能在部分区域放开新生产线建设，“等量淘汰”原则可能重回主流。
落后产能淘汰	政策力度超出预期，估计 7000-9000 万吨。	预计 1-1.2 亿吨左右	预计淘汰 5000-7000 万吨，落后地区难以淘汰。
供求关系小结	总体景气，年初淡季不淡，下半年多种因素促使供需更理想，但区域差异进一步分化，西北、华北、广东等区域盈利能力提升，长三角亦由于拉闸限电而涨价，但西南地区产能冲击较大。上半年由于成本上升，毛利率下降，下半年好转。	产能增长开始步入停滞甚至减少，产量比 2010 年仍有增加，需求面的增长率超过供给面的增长率；但 2011 年上半年淡季时需消化 2010 年下半年产能，可能导致市场竞争加剧，而集中度提升对价格体系维护需要时间，因此 2011 年水泥行业将逐渐向好。	难以判断，关键看政策执行力度、龙头企业的竞争与合作，主管部门对行业调控的思路和执行效果。

数据来源：广发证券发展研究中心

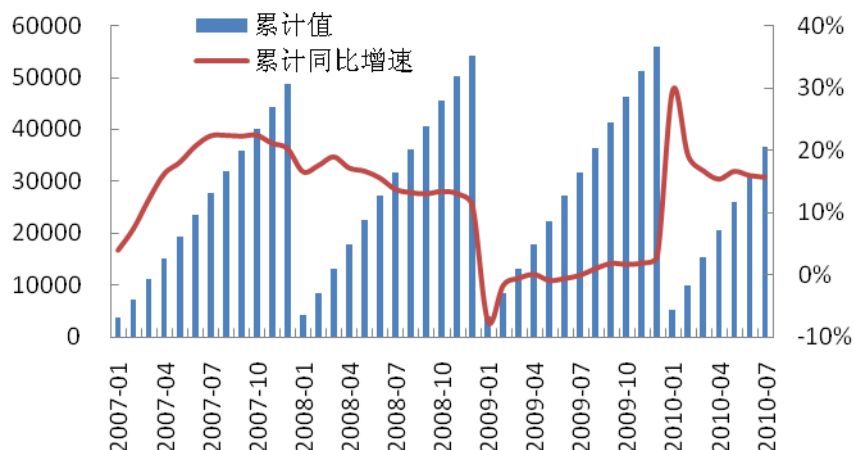
三、玻璃行业运行状况

（一）玻璃产量稳步增长

2010年1-7月，全国平板玻璃产量累计达36481万重箱，同比增长15.65%，上半年累计增幅稳定在15%以上。截止2010年9月20日，全国共有各类玻璃生产线235条，实际投产201条，日熔量达到120790，其中浮白玻璃生产线164条，日熔量达89980吨，绿玻生产线为18条，日熔量为8530吨，蓝玻生产线为4条，日熔量达1480吨，超白玻璃生产线3条，日熔量达1020吨，茶玻生产线为5条，日熔量为2180吨。

图16: 全国平板玻璃产量累计

(万重箱)



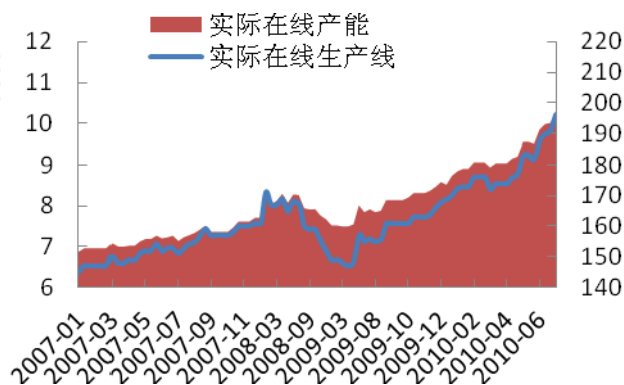
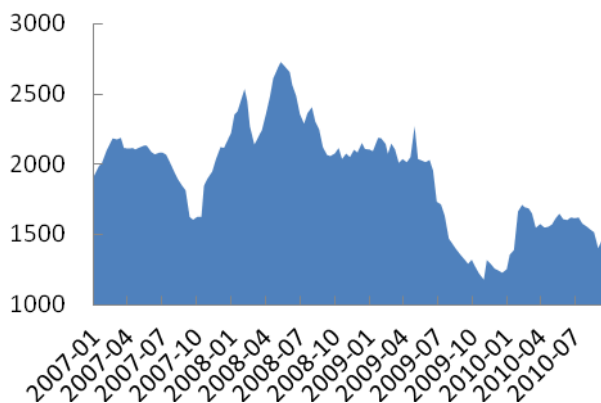
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图17: 全国浮法玻璃生产线库存

(万重箱)

图18: 全国浮法实际产能、生产线

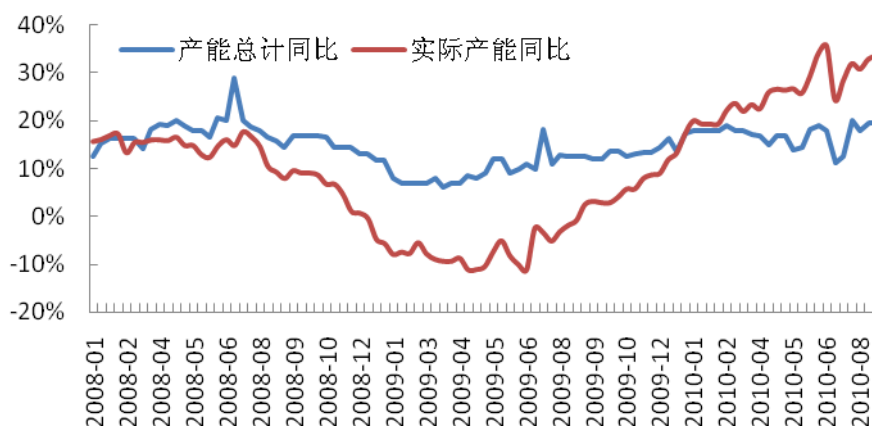
(万吨, 条)



数据来源: 建材信息总网、广发证券发展研究中心

图19: 全国平板玻璃产能和实际产量同比增速

(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 玻璃需求增长有所放缓

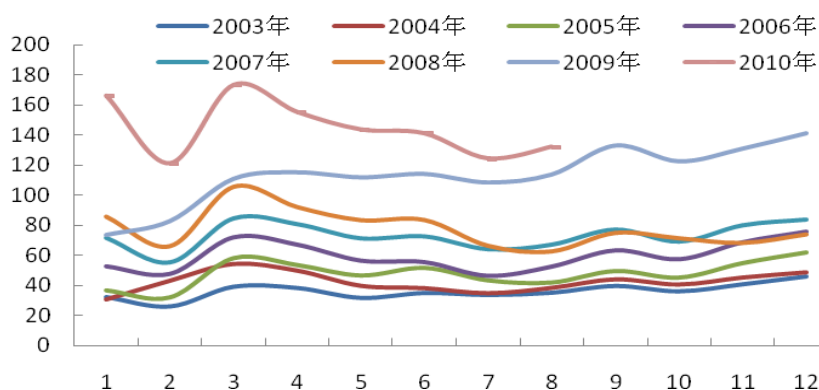
1、房地产需求平稳增长

上文提到，受到“新国十条”政策的影响，2010年4-8月商品房销售大幅缩减，但房地产新开工面积仍然保持66.1%的高速增长，新购置土地量也保持37.9%的高速增长（其中华北、华东、东北等地区增幅最大），同时房地产投资也保持35%以上的增速稳定增长，这意味着第四季度房地产建筑消耗玻璃将保持平稳增长。

2、汽车产销量逐步回落

2010年1-8月，全国汽车产销量从去年高位逐步回落。2010年6、7、8月份，汽车产量分别达到139.06、128.58、127.75万辆，同比增长20.59%、15.87%和11.99%。同时期，汽车销量分别达141.21、124.40、132.23万辆，同比增长了23.64%、14.60%和16.14%，增速低于去年同期的36.48%、63.03%、81.00%，但8月份环比7月份增加了6.29%。1-8月汽车销量累计达到1158.28万辆，同比增长了39.3%，其中，乘用车销量达868.60万辆，同比增长了39.78%，商用车销量达289.65万辆，同比增长了38.06%。2010年8月，汽车累计库存为12.67万辆，环比下降了24.66%，汽车供需结构有所好转。

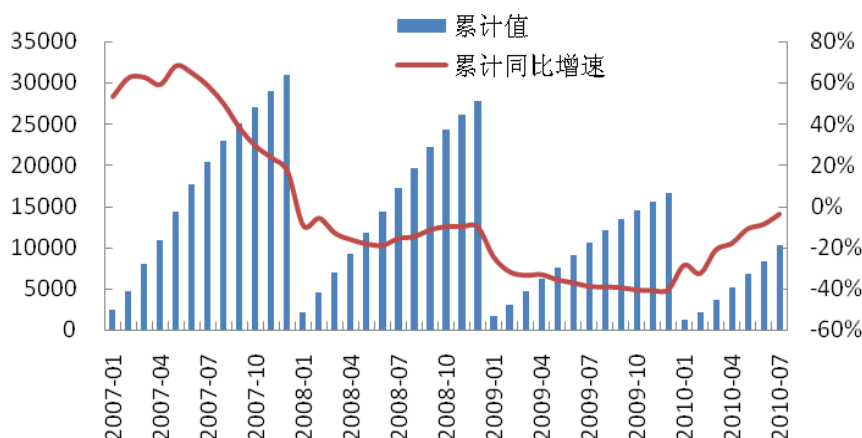
图20：全国汽车月度销量 (万辆)



数据来源：统计局数据、广发证券发展研究中心

3、出口复苏缓慢

图21：全国平板玻璃出口量累计 (万平方米)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

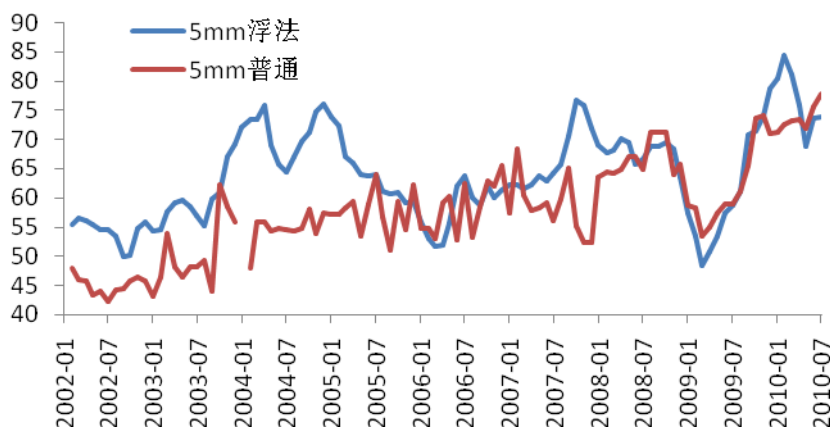
2010年1-8月，平板玻璃出口增速保持平稳上升势头，其中5、6、7月份出口量分别达到1680、1519、1935万平米，同比增长19.83%、2.43%和25.65%。1-7月份出口量累计10202万平米，同比增长-3.66%，预计第四季度平板玻璃出口量累计实现正增长。总体来看，平板玻璃出口尚处于恢复性增长阶段，进一步的提升仍然取决于海外房地产市场的复苏进程。

4、玻璃价格震荡，毛利率有所下滑

2010年以来，全国浮法玻璃价格从高位逐步回落。以5mm浮法玻璃为例，2010年初出厂价格为84.3元/重量箱，7月底已经回落至70.6元/重量箱；批发价格则从105.76元/重量箱降至103.76元/重量箱。普通玻璃则有小幅涨价，5mm普通玻璃从年初的71.2元/重量箱上涨至77.8元/重量箱。

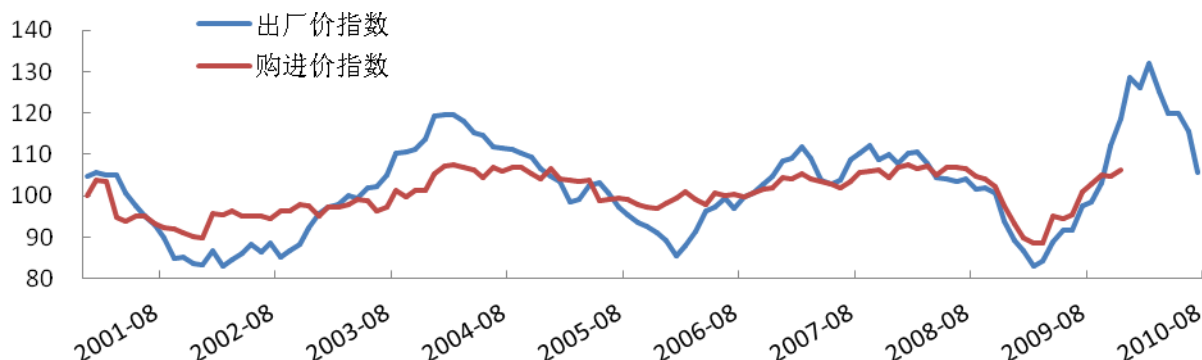
2010年上半年，玻璃生产的成本大幅提高，其中重油和纯碱价格分别上涨了10.54%和12.06%，分别达到了4300元/吨和1580元/吨。能源价格的上涨使得玻璃行业的玻璃-能源价格差大幅下降，盈利能力受到压缩。

图22：全国平板玻璃出厂价格 (元/重箱)



数据来源：中国建材信息总网、广发证券发展研究中心

图23：全国平板玻璃价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从1-8月的运行情况来看，重点上市公司毛利率下滑至20.3%，利润率下降到11.7%。普通浮法玻璃由于绝大部分应用于房地产建设，受到相关政策的调控影响较大，进入9-10月消费旺季后，其销售情况仍需观察，该部分市场处于缓慢恢复状态。与此同时，与新能源、建筑节能等相关的

太阳能玻璃、Low-E节能玻璃等则上升幅度较大。

图24：纯碱和重油价格 (元/吨)



数据来源：中国建材信息总网、广发证券发展研究中心

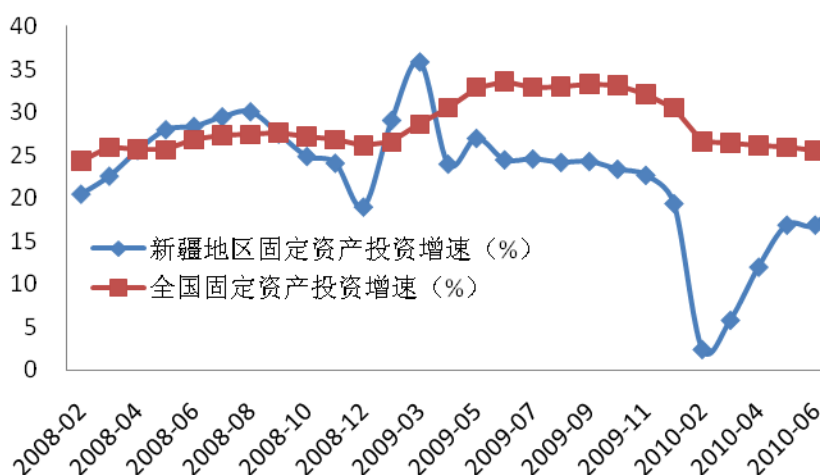
四、行业热点分析及展望

2010年1-8月，建材行业迎来了地域性、政策性和题材性等多种主题性投资机会，这些事件将在一定程度上继续影响第四季度和2011年的投资机会。为此，我们在这里进行统一梳理。

(一) 西部大开发致新疆板块水泥市场活跃

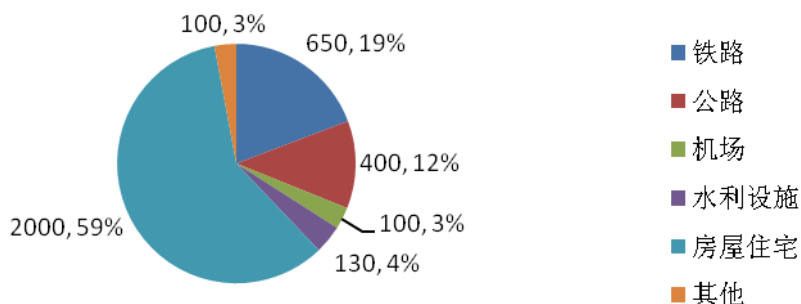
2010年7月初，中共中央、国务院在北京召开西部大开发工作会议。会议重点确定了西部大开发的重点为能源资源优化利用、环境生态补偿机制和公共服务均等化，同时公布了国家计划2010年西部大开发新开工23项重点工程，投资总规模达到6822亿元，比2009年约4500亿元的水平同比大幅增长50%以上。

图25：新疆地区固定资产投资增速



数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

图26: “十二五”期间新疆地区水泥需求估算



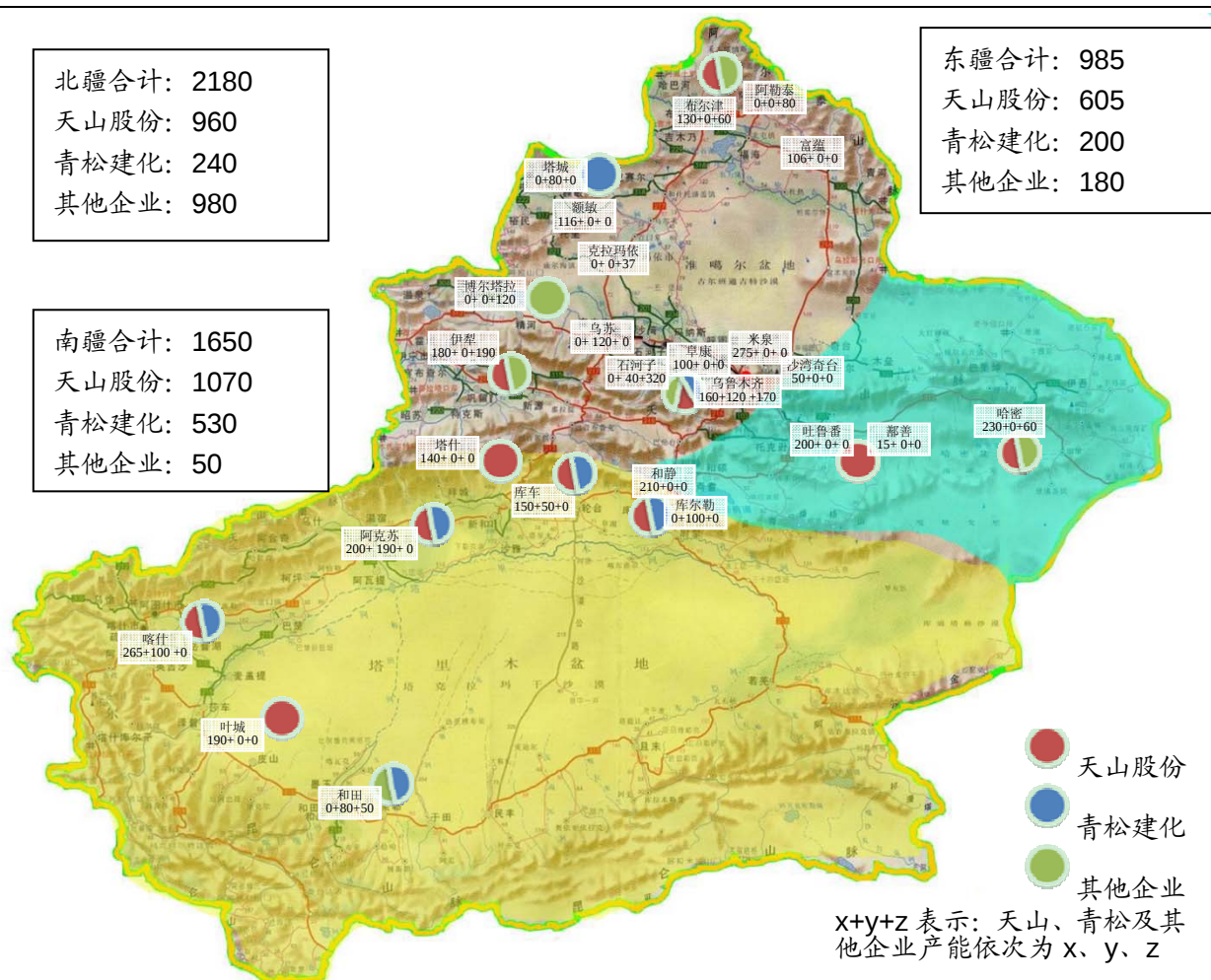
数据来源: 广发证券发展研究中心

在西部大开发广大地域中, 我们尤其看好新疆板块未来的发展趋势。一方面, 新疆作为中国的战略要地, 又是文化交汇、政治博弈的重点地区, 对于大国博弈至关重要, 同时新疆拥有地理位置、能源等诸多优势, 具备了大开发的诸多条件。只要相关政策一发布, 将立竿见影的拉动基础设施建设等诸多方面的全面兴盛, 直接带动建材市场的快速提升。根据我们的估算 (参见我们关于青松建化的深度报告), 在已公布西部大开发重点项目的拉动下, 预计“十二五”期间, 新疆铁路、公路、机场建设、水利设施以及住宅开发将平均每年分别消耗水泥650、400、100、130、2000万吨, 平均水泥年需求量为3280万吨。

根据各企业新建生产线统计情况, 新疆地区新增新型干法水泥产能呈现不均衡分布局势。预计到2012年, 全疆水泥产能将达到4815万吨。其中, 东疆地区将新增565万吨, 产能达到985万吨; 北疆地区新增780万吨以上产能, 总产能达到2100万吨以上; 南疆地区新增940万吨产能, 总产能达到1650万吨。

在山水等水泥企业公告进入或者拟进入新疆水泥市场, 尤其天山股份公告新建生产线后, 人们开始担心新疆水泥2012年需求过剩的问题。我们认为, 目前来看, 情况未必有那么糟。寡头竞争的格局就决定了不会出现过度投资, 这也是国务院推进7个产业兼并重组, 提高集中度的重要原因之一; 产业资本富有实践智慧, 而且投资计划会根据新的变化进行调整。我们认为, 仅仅从数据分析2012年新疆可能出现过剩是不合理的, 一是水泥投资必然先于工程投资规划, 因为水泥建设期比重点工程前期准备更长, 必须有材料保证, 水泥投资可能预示着投资规划; 二是目前的扩张是在新的区域或加强自身的传统区域, 配合需求, 不会冲击原有格局; 三是寡头竞争格局下, 无论哪个行业, 很少出现过度竞争, 即使视黄金地段为必争之地的苏宁、国美电器。

图 27：2012 年新疆各地区水泥产能情况预计



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(二) 淘汰落后产能

2010年8月8日工信部公布了18个行业2010年淘汰落后产能企业名单, 其中涉及762家水泥企业; 在9月底前淘汰10727.7万吨的计划将使得一些大型水泥企业受益, 而去年水泥行业淘汰规模仅约8000万吨。从淘汰名单涉及的省市来看, 从淘汰产能总量来看, 淘汰力度依次是河北、河南、山西、云南、浙江、辽宁和陕西等; 从淘汰产能占总产量的占比来看, 淘汰力度依次为青海 (48.2%)、山西 (34.0%)、北京 (18.8%)、海南 (18.5%)、云南 (16.2%)、河北 (12.4%)、陕西 (12.1%), 这意味着重点发展河北、山西等华北区域的冀东水泥将最为受益, 其次则是行业龙头海螺水泥。

表 2: 工信部公告水泥行业淘汰落后产能名单

区域	涉及企业数量	淘汰总产能 (万吨)	省份	2009总产量	涉及企业数量	淘汰总产能
华北地区	212	2564.3	北京市	1077	11	202.0
			天津市	690	3	60.0
			河北省	10611	88	1314.0
			山西省	2482	101	844.8

东北地区	50	916.6	内蒙古	4276	9	143.5
			黑龙江	2598	16	287.8
			吉林省	3989	5	85.6
华东地区	132	2134.6	辽宁省	4693	29	543.2
			江苏省	14434	3	75.0
			浙江省	10796	35	627.0
			安徽省	7056	28	446.8
			福建省	5447	26	336.4
			上海市	754	0	0
			山东省	14037	25	488.4
华中地区	78	1488.4	江西省	6153	15	161.0
			河南省	11711	33	862.0
			湖北省	6984	13	277.0
			湖南省	7539	32	349.4
华南地区	118	1155.4	广东省	10029	41	538.0
			广西省	6411	66	446.4
			海南省	926	11	171.0
西南地区	93	1286.6	四川省	8887	0	0
			贵州省	2665	20	272.6
			重庆市	3611	12	225.0
			云南省	4868	61	789.0
			西藏	0	0	0
			新疆	2029	14	179.0
西北地区	79	1181.8	甘肃省	1816	8	90.0
			陕西省	4465	36	538.8
			宁夏	1065	7	80.0
			青海省	610	14	294.0

数据来源：工信部、广发证券发展研究中心

（三）限电停产全面推行，水泥价格持续上涨

2010年7月以来，华东地区浙江、江苏等省由于电力供应紧张，同时单位GDP能耗指标高于“十一五规划”相关目标，进而对高耗能行业施行限电措施。措施推行以来，多个省市纷纷效仿，水泥产量有所下降，而正值水泥市场消费旺季，导致水泥价格持续上涨，提价幅度和频率均超出市场预期。

表3：各省市限电及影响

省份	时间	事件	影响
浙江	7月	从7月1日开始，浙江省内化工、水泥、造纸等8大类高能耗行业的1160家企业，分期分批停减产15天。所有水泥生产线及粉磨站都要求在7月1日至9月30日期间轮休15天，第一阶段为7月22日至7月29日，第二阶段为8月22日至8月29日。	1月内上涨5次，累计涨幅达85元/吨。
江苏	8月	从8月的最后一周开始对省内大型水泥企业的熟料生产线开始执行限电停窑。粉磨系统一天只能开8个小时，且取消了峰谷电	水泥电力成本就增加了10元/吨，价格累计

		价。	涨幅达35-50元/吨。
海南	8月	对省内水泥生产企业限电。	海口水泥价格上涨20%。
安徽	8月	要求水泥企业准备停窑检修。	熟料价格暴涨,由原来的210元/吨涨至260元/吨。
贵州	8月	从8月份开始对能源消耗(电耗)超过国家和地方规定的企业,实行惩罚性电价。	
广西	8月	南宁市从8月开始对超能耗企业实行惩罚性电价,对连续三个月以上超耗且整改无效的高耗能企业,按规定给予强制性关闭。	
陕西	8月	陕西省对能源消耗超过国家和地方规定的单位产品能耗限额标准的,实行惩罚性电价政策。	
河北	9月	北水泥企业已陆续接到限电通知,只是未出具体细节。	小水泥厂面临整合。

数据来源:中国水泥网、广发证券发展研究中心

从施行“限电令”以来水泥市场的整体情况来看,水泥价格的上涨是最主要的反映。从整个行业的运作来看,不同形式的“限电令”一定程度上对小型水泥厂形成整合压力,有利于产业结构优化,同时也会对全国水泥企业形成一定利好。从目前施行效果来看,浙江等省水泥协会认可了限电令带来的有利变化,同时工信部也对实行效果进行了核查,除反对“一刀切”的限电政策之外,整体认可了其效果。2010年第四季度还将继续向内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、青海、新疆等其他14个重点地区推广。

由此估算,在迎来水泥消费的旺季的同时,水泥供给将有所收敛,水泥库存量很低,全国水泥价格将继续上行。

(四) 重组兼并将改变行业生态

中国政府网9月6日公布了《国务院关于促进企业兼并重组的意见》,该意见指出要进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划,做强做大优势企业。要以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点,推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作,提高产业集中度,促进规模化、集约化经营,加快发展具有自主知识产权和知名品牌的骨干企业,培养一批具有国际竞争力的大型企业集团,推动产业结构优化升级。

表4: 2010年以来水泥行业部分兼并重组事件

企业	时间	事件
中材集团	8月	计划斥资50-100亿元进行重组并购
	5月	增资4.83 亿元,祁连山及其子公司将分别持有酒钢宏达30%的股权,形成对该公司的间接控股。
山水水泥	4月	收购天津天辉全部股权
	4月	在晋牌水泥原有一条日产2000 吨生产线的基础上,再由山水投资新建一条日产5000 吨生产线
	5月	山水水泥拟斥8.6 亿元人民币收购赤峰远航股权,两条2500t/d 新型干法水泥熟料生产线等资产,合共不少于80%股权

冀东水泥	2月	公司以暂定交易价格3.19 亿元元拟收购康达公司拥有的一条日产4,000 吨熟料水泥生产线
	5月	冀东水泥重组*ST 秦岭，以3.34 亿入主秦岭水泥获证监会正式批准。转股后，冀东水泥将持有秦岭水泥股份122664165股，占秦岭水泥公司总股本的18.56%，并成为秦岭水泥第一大股东。
金隅水泥	1月	以1.19 亿元收购北京市平谷区水泥二厂的水泥生产线；北京平谷主要从事生产水泥，而水泥生产线为日产能2,000 吨熟料
	1月	以1226 万元人民币收购鼎鑫水泥的1.54%股权
	1月	以4,000 万元人民币向河北天塔山收购赞皇水泥13.33%股权
	2月	以5.07亿元向拉法基中国收购其持有的北京兴发水泥65%股权、北京顺发水泥70%股权以及北京易成混凝土76.72%股权。
	6月	斥资约五亿元收购水泥相关股权及资产，新增年产能约九十万吨，混凝土业务新增约四百万立方米的年产能
太行水泥	7月	金隅股份与太行水泥的换股比例为1.2:1，吸收合并太行水泥。
	4月	拟以自有资金(自筹)收购河北海天建设有限公司的全资子公司河北宙石水泥有限公司91%股权，收购价款为1.82亿元。
华润水泥	7月	以总代价8.2 亿元，向环球水泥间接收购分别位于惠州及宁波的熟料、水泥及混凝土生产基地
海螺水泥	2月	拟斥资10 亿元，用于满足公司为产业整合进行的并购重组中西部省份的企业。
	4月	海螺水泥增持冀东水泥公司1.21亿股，增持后海螺水泥占据冀东水泥总股本10.05%，
亚洲水泥	5月	以约2.37 亿元人民币，收购武汉鑫凌云水泥70%股权。
中国建材	9月	附属公司南方水泥成功中标母公司全资附属三狮集团所持的若干股权，包括三狮和德45%的股权、绍兴三狮38%的股权、建德三狮40%的股权、桐庐三狮49%的股权、三狮嘉兴46%的股权并建议收购三狮长兴38%的股权、三狮水泥67.46%的股权、三狮五通6.75%的股权、三狮小浦51%的股权及富阳三狮44.8%的股权，总代价7.5亿元人民币。
	7月	中国建材北方水泥已完成了对鹤岗鸿泰水泥有限公司的战略重组。
江西南方水泥	8月	浦发银行南昌分行向江西南方水泥有限公司发放并购贷款6.93亿元，用于并购省内五家水泥集团公司所属水泥生产企业。
	7月	南方万年青拟受让叶青持有的锦溪水泥50%股权，交易价格为30052.5万元。
	3月	3月前，江西南方水泥有限公司已成功重组、联合万年青水泥公司、兰丰水泥集团、国兴水泥集团、齐峰水泥公司等江西省主要骨干水泥企业。
浙江恒昌	7月	集团提出有意收购八一金岭水泥厂，拟作为上马400 万吨旋窑的粉磨部分。
台湾水泥	8月	台泥国际集团有限公司斥资38亿港元并购昌兴矿业集团于大陆之水泥业务
昌兴	5月	持有 53.89%权益的附属公司 Prosperity Minerals Holdings Limited (PMHL) 将向辽宁燕州筑兴水泥公司(卖方)收购辽宁昌庆水泥25%股权，代价为1亿元人民币(约1.14亿元)。收购完成后，昌兴将持有辽宁昌庆约13.47%实益权益。
拉法基	4月	ST双马大股东拉法基集团非公开发行股票以收购拉法基都江堰50%股权的收购计划有了新进展。公司近日收到了国家发改委的批复，原则同意都江堰拉法基水泥50%的股权注入ST双马。

数据来源：数字水泥网、广发证券发展研究中心

从国内外水泥企业的发展历程来看，水泥行业具备寡头垄断的天然特性，这主要源于以下几方面因素：其一，水泥产品竞争更加同质化，产品差异较小，企业发展主要靠规模扩张和市场占有；其二，水泥消费具有区域性，水泥的运输半径有一定限制（通常而言，汽车运输半径约200km，铁路运输半径约400km，水路运输半径为600km以上），因此区域内大规模企业对水泥市场具有一定的控制力；其三，水泥企业的异地复制较为容易，为兼并收购提供了可能性。

近年来，我国水泥行业兼并重组进程不断加快。其中兼并力度最大的当属中材集团。中材集团将战略重心定位于我国西北地区，计划斥资50-100亿元进行重组并购，目前已经先后控制了天山股份-祁连山-赛马股份等上市公司，继而将新疆、青海、甘肃和宁夏连成一线，在战略布局进一步巩固了自己的霸主地位，成为西北地区水泥建材行业的龙头老大。

国务院常务会议提出“地区间可签订财税利益分成协议，实现企业兼并重组成果共享”，这被视为对企业跨区域重组最有利的政策。到2015年，前10强企业的水泥产量占全国水泥总产量的比重达到35%以上，熟料产能比重达到50%以上。“十二五”期间，水泥企业的兼并重组整合将成为行业剧变的源动力，也将成为下一步水泥股最主要的投资机会。

（五）“十二五”规划有利于上市企业

按照当前市场预期，“十二五”规划，《水泥工业产业政策》将对水泥生产线、环保要求等有更全面系统的规定。

技术方面，十二五期间，将加大落后产能的淘汰力度，2010年底前，我国要淘汰各种规格的干法中空窑、湿法窑等落后工艺技术装备；到2015年底，淘汰中空余热发电窑，将关闭环保能耗或者水泥质量不达标的企业。预计到十二五末期，新型干法水泥生产线所占的比率将超过90%。此外，政府也将加快淘汰单线规模小于年产15万吨的立窑和各类25万吨以下的回转窑（特种水泥除外），单线规模小于年产40万吨的水泥粉磨站和水泥配置站也将陆续出局。

环保方面，水泥企业必须达到更严格的节能指标。政策还规定，2015年单位熟料的热耗要小于109公斤标煤/吨，综合能耗小于117公斤标煤/吨，吨水泥综合电耗小于86千瓦时。吨水泥的综合能耗水平也要在届时下降20%以上。

产业链方面，政府将进一步引导各水泥企业也要大力力度，提高水泥深加工率、发展商品骨料和水泥混凝土制品，预计到2015年水泥产品工厂化的加工率达到50%。

预计在“十二五”规划的引导下，围绕水泥行业将出台新一批长夜政策，进一步加大落后产能淘汰力度，加大兼并重组力度，这对于资金充裕、规模较大的水泥企业是极佳的利好，尤其对于中材集团、中国建材等央企背景企业而言，将迎来重组的新一轮高潮。

（六）水泥窑固废处理城市污泥和生活垃圾

我们在《水泥窑协同处理固废将改变行业生态》一文中曾着重阐述了水泥窑处理城市污泥和生活垃圾在未来的应用前景，认为水泥窑协同处理法与传统方法（包括卫生填埋、焚烧、煤泥混烧发电、土地利用（含堆肥）、

填海等)相比,具有诸多优势:前期投资少,处理量大,利用余热烘干,煅烧温度高,有毒物质充分分解,酸性气体被石灰石充分吸收,二噁英气体排放很少,更加环保可靠。

从政策因素、投资主动性等因素来看,我们认为,水泥窑协同共处理法的推广与当初水泥生产线配置低温余热发电系统具有类比性。我们仔细分析和借鉴了余热发电的推广和发展过程和规律,认为水泥窑协同共处理法处理固废将在“十二五”期间有明显的发展。预计在下一个五年规划中,随着发改委、工信部等相关部门导向性利好政策的发布,随着各级政府对环境保护和城市垃圾、污泥治理、投资力度的不断加大,随着各项相关税收优惠政策的实施,水泥窑协同处理法将迅速推广,在固废处理中所占比重将大幅提升。

预计到“十二五”末期,全国新型干法水泥生产线中50%通过技改,可以进行城市污泥和生活垃圾的处理。如果按照一条5000t/d生产线日处理城市污泥或垃圾300吨计算,每年将累计处理10万吨,全国1500条日处理量不等的生产线将累计处理垃圾5900万吨。根据我们测算,如果按照每吨收费200元左右计算,吨净利可达50元左右,行业每年将获得60亿元的市场回报。此外,政府对垃圾处理给予相关的建设补贴、增值税返还等补贴,垃圾处理的盈利贡献将翻倍。由此可见,开发水泥窑协同处理城市污泥和生活垃圾将为公司带来额外利润。

(七) 玻璃深加工、建筑节能主题投资活跃

9月8日国务院常务会议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》,新的七大战略性新兴产业包括节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车。新材料包括了建材、黑色金属、有色金属等六大行业与新的材料内容,建材预期与建筑节能相关规划出台。据市场估计,“新兴能源产业发展规划”将于近日发布,将从政策、资金投入等多个方面支持新能源产业的发展。此外,各地主管部门必须将公共建筑节能管理工作和2010年公共机构能源消耗指标在去年基础上降低5%的目标,纳入本部门“十一五”节能减排工作目标,建立问责制。

因此,从我国近年来对“节能减排”相关产业的支持力度和相关政策的发布来看,建筑节能成为建材行业的重大转机。与此相关的主要为南玻等企业的Low-E玻璃、北新建材的龙牌和泰山石膏板、金刚玻璃等的光伏一体化建筑等。

(八) 保障性住房建设为建材带来新契机

2010年8月21日,国务院副总理李克强在江苏常州主持召开了加快保障性安居工程建设工作座谈会并发表讲话,讲话要求今年全国要建设廉租住房、公共租赁住房、棚户区改造安置住房等580万套,同时还要采取措施增加普通商品房等供给,以满足居民住房消费的合理需求。

在当前国家对房地产进行调控的大背景下,加大保障性住房建设力度将能有效弥补房地产开工的不足。每套保障性住房平均居住面积为60平方米左右,那么580万套的总面积将达到3.48亿平方米,这相当于2009年房地产新开工面积(11.54亿平米)的30%左右。因此,保障性住房建设

将为水泥、玻璃、石膏板等建材带来发展的新契机。

五、四季度选股策略和重点公司

a、谨慎看好水泥股在四季度的表现，尤其从配置的角度看，不确定性来自房地产调控下企业新开工意愿。虽然明年水泥行业盈利确定，但股价或已有体现。水泥行业在周期股中基本面比较好，东部区域四季度旺季仍存在提价的空间，目前房地产投资数据依然强劲，综合考虑房地产调控的方向以及保障房建设，房地产对水泥需求相对稳健。如果地产政策密集出台带来投资品下跌，会是水泥股的投资机会。

b、关注水泥区域龙头公司，尤其是冀东水泥、海螺水泥、祁连山。水泥行业的生态逻辑可能发生了改变，新建生产线被喊停、落后产能淘汰进一步推进，行业集中度提高，更主要水泥龙头企业进行股权交易，价格体系的维护的意识到了磨合阶段，有利于行业盈利的改善；当然，行业集中度提高对盈利改善是随时间渐进的，一是企业博弈到配合默契需要时间，二是部分区域过剩产能需要逐渐消化，但总体上远远好于钢铁行业，这是运输距离、成本构成等决定的。“国务院38号文”后，水泥企业投资支出逐渐减少，账面资金的使用可能影响股价，或许分红率上升（市场消极时的刺激点），或者并购重组，甚至进行新的产业投资（市场积极时的刺激点）。这都有利于水泥龙头企业。

c、关注三季度超预期公司。虽然三季度水泥价格季节性提价或者拉闸限电提价已经在股价中有所反应，但是三季报大幅超越市场预期依然会在二级市场有良好表现，推荐天山股份、青松建化。

d、玻璃股关于光伏的炒作恐怕已经告一段落，密切留意房地产调控对玻璃需求的影响。虽然我们长期看好光伏产业的发展，对2011年光伏组件的需求也持乐观态度，但“补贴末班车”效应逐渐式微，多晶硅和组件价格趋势性下降是必然的，同时，太阳能玻璃基板竞争愈发强烈，估值将受压制，相比之下，我们更看好Low-E玻璃的发展，但是，玻璃股的估值已经不低。继续推荐南玻A、中航三鑫、关注金晶科技增发的机会；其中南玻A光伏产业逐渐完备，Low-E玻璃前景看好，是个优秀的价值股；中航三鑫控股股东为央企重组第一梯队，可以密切跟进其资产注入进程；金晶科技增发迟到了9个月，我们认为其错过了最好时间，但修改募投项目却是更有前景和正确的，关注增发前后的机会。

综上，我们对水泥股为“谨慎看多”，不确定性较大，尤其房地产调控的力度、节奏和市场预期可能产生冲突，但考虑明年水泥行业生态逐渐优化，股价下跌是长期投资的买入机会；对玻璃股较为谨慎，但长期看好玻璃股的投资机会给予行业“买入评级”。

个股推荐冀东水泥、海螺水泥、祁连山、天山股份、青松建化、南玻A、中航三鑫、关注金晶科技增发前后机会；此外，在我们密切跟踪公司中，佛塑股份在四季度很可能攻破应用于动力电池的三层膜，在最关键的破膜温度中达到“863项目”要求；东方锆业虽然估值较高，但是很可能是长期型牛股，我们通过上下游调研，其核用海绵锆技术和市场环境非常正面，市场依然存在不合理的分歧。

表 5: 重点跟踪公司估值与评级

单位: 元 2010-9-30

简称	价格	EPS			PE			市净率	评级	目标价
		09A	10E	11E	09A	10E	11E			
海螺水泥	22.63	2.0100	1.45	1.90	22.56	15.61	11.91	2.71	买入	28.00
冀东水泥	21.09	0.81	1.23	1.55	20.96	17.15	13.61	3.53	买入	25.00
天山股份	27.44	1.12	1.5	2.1	29.67	18.29	13.07	3.54	买入	32.00
青松建化	19.64	0.56	0.62	0.92	40.97	31.68	21.35	4.16	买入	25.00
塔牌集团	15.80	0.54	0.62	0.806	27.19	24.69	19.27	5.91	持有	17.00
南玻 A	15.8	0.68	0.55	0.81	23.24	28.73	19.51	5.9138	买入	16.5
海鸥卫浴	8.43	0.08	0.25	0.39	105	33.72	21.62	3.1791	持有	9
成霖股份	5.46	0.24	0.31	0.46	22.75	17.61	11.87	3.0435	持有	6
鲁阳股份	17.07	0.53	0.68	0.884	32.21	25.10	19.31	3.2234	买入	22
宜华木业	7.32	0.29	0.41	0.55	25.24	17.85	13.31	2.4139	买入	8
佛塑股份	15.82	0.01	0.28	0.95	1582	56.50	16.65	8.0710	买入	17.5
金晶科技	12.52	0.2	0.37	0.55	62.60	33.84	22.76	2.9952	买入	16.5
方大集团	10.8	0.1	0.25	0.38	108	43.20	28.42	4.1275	持有	12
中航三鑫	15.71	0.18	0.38	0.56	87.28	41.34	28.05	5.3450	买入	18
东方锆业	27.71	0.37	0.52	0.78	74.89	53.29	35.53	8.7251	买入	32

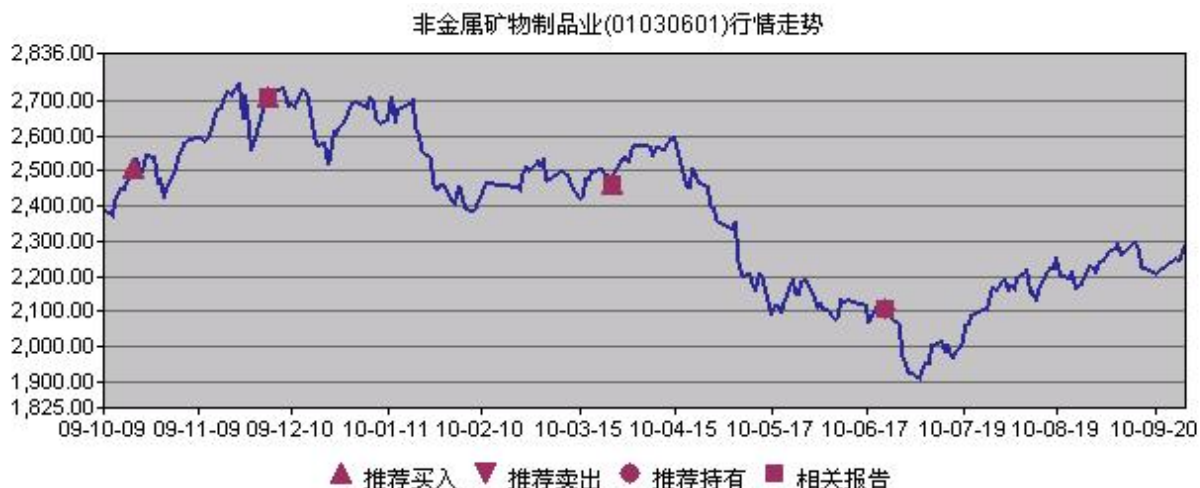
数据来源: 广发证券发展研究中心

六、风险提示

- 1、房地产调控可能超出市场预期, 从而影响水泥和玻璃的下游需求;
- 2、停止拉闸限电后, 水泥价格“补跌”;
- 3、煤炭等成本要素价格变动影响盈利。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

建材行业 2010 年中期投资策略_行业跟踪分析报告

黄立图

2010-06-23

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。