

价格涨幅收窄，蓄势下一轮

中性（维持）

⑤ 本周水泥市场综述

本周全国水泥市场价格环比继续上行，幅度为 0.23%。价格上涨区域主要有江西、江苏、湖南和广西，不同地区价格上调 10-25 元/吨；下跌地区主要是陕西和甘肃的局部市场，下调 10-20 元/吨。本周全国跟踪 82 个城市的水泥平均库存为 69.41%，较上周下降 0.47 个百分点；其中省会城市水泥库存为 69.7%，较上周下降 0.4 个百分点。

⑤ 本周主要区域价格走势

华北地区价格平稳运行。本周京津冀下游市场成交量环比略有提升。受雾霾影响，部分地区接到停产通知，受此影响企业有意在停产期间拉涨价格，从下游市场需求情况看，执行难度较大。

东北地区需求继续走弱。本周黑龙江地区水泥市场需求回落明显，预计进入 11 月后市场将进入冬休阶段。辽宁和吉林两省天气尚可，企业发货量能保持在 5 左右，但进入 11 月后市场也将进入传统淡季。

华东地区价格稳中有升。本周华东地区仅南昌和南京水泥价格有所上调，其他大多数地区价格保持平稳运行。南京小幅上调 10-20 元/吨。南昌和九江低标号袋装价格再次上调 10-20 元/吨，从下游需求表现看，后期高标号散价格也有继续上调预期。安徽地区价格保持平稳。浙江、福建和上海等地价格平稳，各地区下游需求环比都一定增加。据了解，10月20日，江苏和浙江水泥价格将会迎来第三轮上调。

中南地区价格小幅上调。本周湖南益阳、岳阳和常德一带价格继续上调 20-30 元/吨。本周广东水泥价格保持平稳，10月中旬，下游需求已恢复至正常水平，未来一至二周主导企业有继续上调价格计划。广西南宁水泥市场价格上调 20 元/吨，玉林地区袋装水泥价格上调 25 元/吨，散装价格保持平稳。

西南地区价格涨跌互现。本周渝西地区所有品种上调 20 元/吨，渝东北低标号袋装上调 20 元/吨。四川北部广元、广安、巴中等地区部分企业低标号水泥价格上调 20 元/吨左右。贵州六盘水跟随安顺、遵义走低 30 元/吨。云南一带价格继续保持平稳。

西北地区价格弱势运行。西安和宝鸡地区价格继续下跌，幅度 10-20 元/吨。进入 10 月，天水和平凉一带价格有 20-30 元/吨回落，后期甘肃地区价格整体将是稳中有落的趋势。

⑤ 投资策略

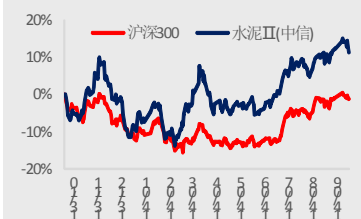
近期“稳增长”和“定向刺激”的各项政策措施再度加码，铁路、水利基础设施项目和各地方的 PPP 项目推出速度加快。短期看，四季度的旺季已经启动，关注由于天气因素引发的供给端收紧带来的投资机会，同时继续关注一路一带经济带规划的出台以及沪港通启动带来的受益标的。

⑤ 风险提示

煤炭价格大幅上涨，固定资产投资持续下滑。

市场表现

截至 2014.10.19



分析师：贺众营

执业证书号：S1490514050001

电话：010-58566805

邮箱：hezongying@hrsec.com.cn

证券研究报告

目 录

一、本周水泥价格跟踪.....	4
二、本周分区域水泥价格详情.....	5
1、华北地区价格保持平稳.....	5
2、东北地区需求继续走弱.....	5
3、华东地区价格稳中有升.....	5
4、中南地区价格小幅上调.....	6
5、西南地区价格涨跌互现.....	6
6、西北地区价格弱势运行.....	6
三、本周水泥库存动态.....	7
四、煤炭价格走势.....	9
五、行业及重点公司跟踪.....	10
六、生产线投放情况.....	12
七、风险提示.....	12
附录：主要省会城市水泥价格及库存走势.....	13

图表目录

图表 1: 本周省会城市 P·O42.5 散装水泥价格 (2014.10.11~2014.10.17)	4
图表 2: P·O42.5 散装水泥全国均价走势 (2014.10.11~2014.10.17)	6
图表 3: 年初以来各省会城市 P·O42.5 散装水泥价格累计涨跌	7
图表 4: 本周省会城市 P·O42.5 散装水泥库存 (2014.10.11~2014.10.17)	8
图表 5: P·O42.5 散装水泥全国均价及库存走势 (2014.10.11~2014.10.17)	8
图表 6: 秦皇岛港主要动力煤品种价格走势	9
图表 7: P·O42.5 水泥全国均价及煤炭价格走势对比	9
图表 8: 水泥板块相对大盘走势	10
图表 9: 主要公司股价跟踪	10
图表 10: 行业 PE10.66 倍, 环比下滑 0.26 倍	11
图表 11: 行业 PB1.45 倍, 环比上涨 0.04 倍	11
图表 12: 主要公司吨 EV 及评级	11
图表 13: 生产线投放情况跟踪	12
图表 14: 北京水泥价格及库存变动趋势	13
图表 15: 天津水泥价格及库存变动趋势	13
图表 16: 石家庄水泥价格及库存变动趋势	13
图表 17: 太原水泥价格及库存变动趋势	13
图表 18: 呼和浩特水泥价格及库存变动趋势	13
图表 19: 沈阳水泥价格及库存变动趋势	13
图表 20: 长春水泥价格及库存变动趋势	14
图表 21: 哈尔滨水泥价格及库存变动趋势	14
图表 22: 上海水泥价格及库存变动趋势	14
图表 23: 南京水泥价格及库存变动趋势	14
图表 24: 杭州水泥价格及库存变动趋势	14
图表 25: 合肥水泥价格及库存变动趋势	14
图表 26: 福州水泥价格及库存变动趋势	15
图表 27: 南昌水泥价格及库存变动趋势	15
图表 28: 济南水泥价格及库存变动趋势	15

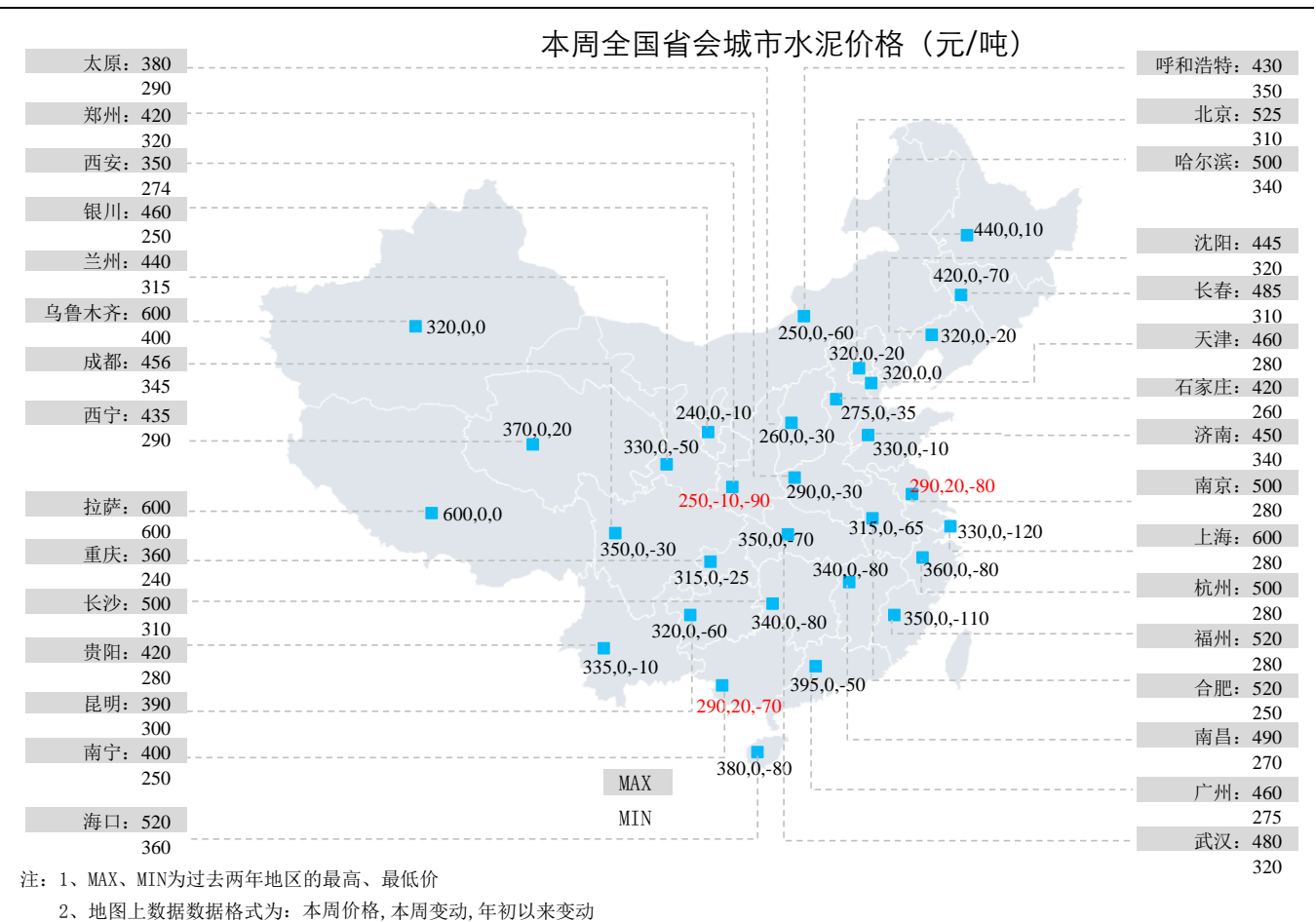
图表 29: 郑州水泥价格及库存变动趋势	15
图表 30: 武汉水泥价格及库存变动趋势	16
图表 31: 长沙水泥价格及库存变动趋势	16
图表 32: 广州水泥价格及库存变动趋势	16
图表 33: 南宁水泥价格及库存变动趋势	16
图表 34: 海口水泥价格及库存变动趋势	16
图表 35: 重庆水泥价格及库存变动趋势	16
图表 36: 成都水泥价格及库存变动趋势	17
图表 37: 贵阳水泥价格及库存变动趋势	17
图表 38: 昆明水泥价格及库存变动趋势	17
图表 39: 西安水泥价格及库存变动趋势	17
图表 40: 兰州水泥价格及库存变动趋势	17
图表 41: 西宁水泥价格及库存变动趋势	17
图表 42: 银川水泥价格及库存变动趋势	18
图表 43: 乌鲁木齐水泥价格及库存变动趋势	18

一、本周水泥价格跟踪

本周全国水泥市场价格环比继续上行，幅度为 0.23%。价格上涨区域主要有江西、江苏、湖南和广西，不同地区价格上调 10-25 元/吨；下跌地区主要是陕西和甘肃的局部市场，下调 10-20 元/吨。

10 月中旬，全国水泥市场价格整体继续保持小幅上扬态势，但受天气因素影响，南北不同地区下游需求出现分化，华东和中南地区由于天气情况较好，下游需求环比进一步提升，企业发货量普遍站到 8 成以上；东北地区受天气逐渐转冷影响，需求继续萎缩，最为明显的是黑龙江地区，企业发货量降至 3-4 成；西南和西北甘肃、陕西等地仍在施工旺季，但下游需求表现也是疲软为主，受此影响局部地区价格继续下滑。

图表 1：本周省会城市 P·O42.5 散装水泥价格 (2014.10.11~2014.10.17)



数据来源：DC，华融证券整理

二、本周分区域水泥价格详情

1、华北地区价格保持平稳

本周天气转好后，京津冀下游市场成交量环比略有提升，但仍不足以支撑价格上行。关于治理雾霾，水泥企业停产在河北各地呼声一片，短期看仅石家庄企业在前期雾霾较重时接到环保部电话，临时停产两至三天，其他地区企业尚未接到具体停产通知，目前全部正常生产中，若执行停产推至11月中上旬，对市场影响将会有限。另据了解，部分地区企业有意在停产期间拉涨价格，从下游市场需求情况看，执行难度较大。

2、东北地区需求继续走弱

本周黑龙江地区水泥市场需求回落明显，企业发货量降至3成左右，目前哈尔滨仅有部分市政和即将收尾项目仍在施工中，房地产项目封顶后，水泥需求进入尾声；预计进入11月后，随着天气变冷、工程全面停工，市场将进入冬休阶段。辽宁和吉林两省天气尚可，企业发货量能保持在5成左右，但进入11月后市场也将进入传统淡季。

3、华东地区价格稳中有升

经过前期持续上调后，本周华东地区仅南昌和南京水泥价格有所上调，其他大多数地区价格保持平稳运行。其中，江苏南京市场价格小幅上调10-20元/吨，主要是南京海螺、台泥、鹤林和信宁等企业跟随江南企业进行调整，从涨幅看仍未达到之前计划的上调幅度（原计划30元/吨），南京高标号散现到位价为290元/吨。南通地区低标号小幅补涨10元/吨。苏南地区水泥价格保持平稳运行，由于天气情况较好，企业发货量环比有进一步提升，大部分在8成以上，个别企业可达9成。另据了解，安徽沿江熟料针对江苏市场销售，通过返例形式有10-15元/吨小幅回落，主要是为了与其他企业价格保持同步。

江西南昌和九江低标号袋装价格再次上调10-20元/吨。10月中旬，市场进入需求旺季，各企业发货均实现产销平衡，较好的企业销大于产，水泥和熟料库存明显下降，企业顺势再次上调低标号袋装，从下游需求表现看，后期高标号散价格也有继续上调预期。

安徽地区价格保持平稳，环比前期下游需求有明显增加，水泥库存保持在60%左右，主导企业沿江熟料库存仍不足50%；合肥、巢湖地区，下游需求疲软运行，前期价格上调勉强执行到位，企业出货量在8成左右。浙江、福建和上海等地价格平稳，由于天气情况较好，各地区下游需求环比都有一定增加，普遍达到8成以上，好的9成。据了解，随着下游需求温和提升，以及企业的适

当减产（7-10 天），10 月 20 日，江苏和浙江水泥价格将会迎来第三轮上调。

4、中南地区价格小幅上调

本周湖南益阳、岳阳和常德一带价格继续上调 20-30 元/吨，一方面是受月初长株潭价格上调带动，另一方面进入 10 月后，下游需求明显增加，尤其是农村市场，企业发货已达到正常旺季水平。

本周广东水泥价格保持平稳，在执行前期价格上调时，江门和珠海因部分中小企业价格未跟随上调，致使价格上调未能成功；广州、佛山和惠州一带全部执行到位。10 月中旬，下游需求已恢复至正常水平，未来一至二周主导企业有继续上调价格计划。

10 月 13 日，广西南宁水泥市场价格上调 20 元/吨，P.O42.5 散现金到位价 300 元/吨。价格上调，一方面世锦赛结束后，下游需求恢复较快，且企业库存经过赛前消化，相对偏低；另一方面广东和广西其他市场价格均有不同幅度上涨，进入旺季南宁市场季节性上调。10 月 14 日，玉林地区袋装水泥价格上调 25 元/吨，散装价格保持平稳。

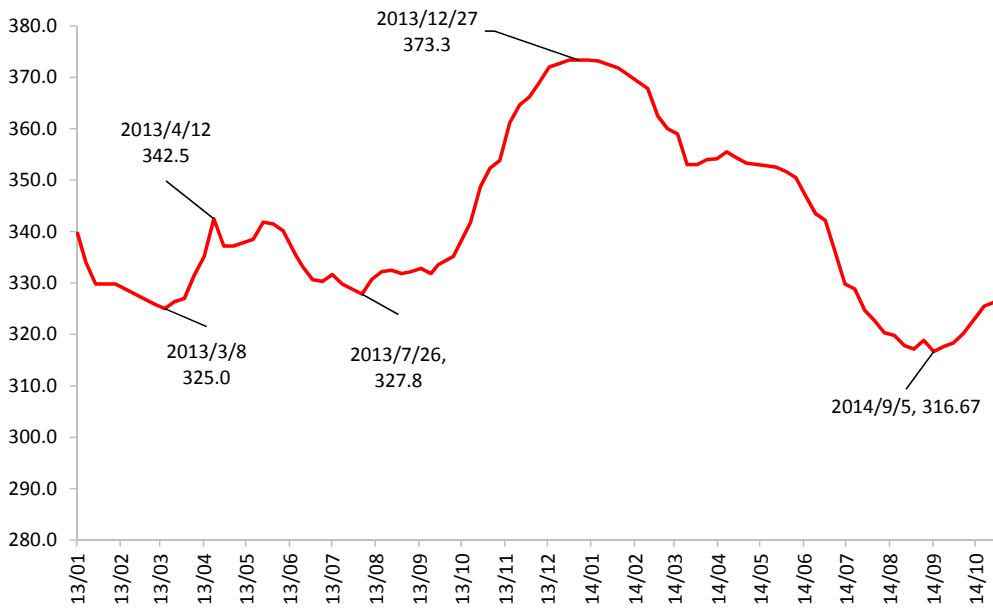
5、西南地区价格涨跌互现

随着重庆主城区价格不断上涨，本周渝西和渝东北地区价格均有走高，渝西地区所有品种上调 20 元/吨，渝东北低标号袋装上调 20 元/吨。四川北部广元、广安、巴中等地区部分企业低标号水泥价格上调 20 元/吨左右。贵州六盘水跟随安顺、遵义走低 30 元/吨。云南一带价格继续保持平稳。

6、西北地区价格弱势运行

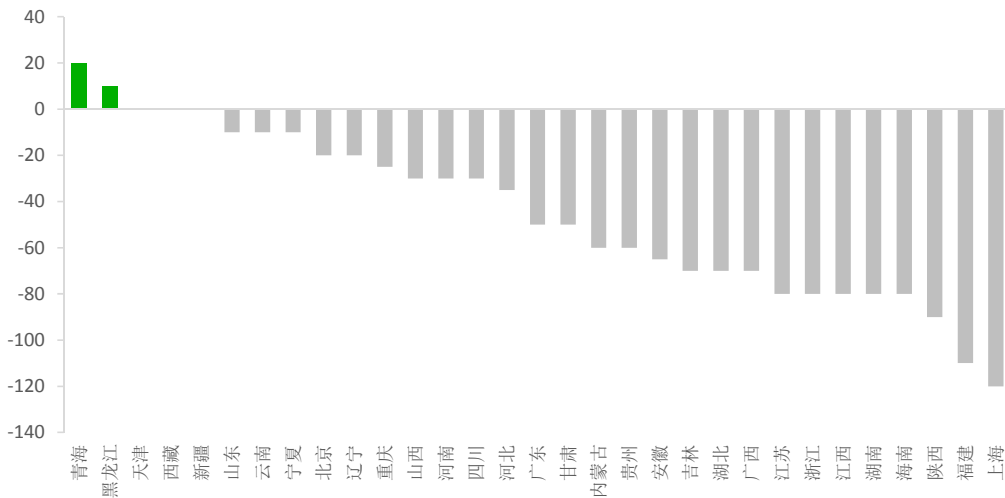
陕西西安和宝鸡地区价格继续下跌，幅度 10-20 元/吨，西安 P.O42.5 散现金到位价 235-245 元/吨，企业出厂价 180-210 元/吨不等。价格再次下探的主要原因：一方面是由于市场供需矛盾突出，市场竞争比较激烈；另一方面是进入 10 月份，下游需求依旧疲软运行，在仅剩两个月需求期，企业任务完成情况不理想，为增加出货量，采取降价促销方式。进入 10 月，甘肃受冻雨影响，下游需求表现较弱，兰州以及周边地区价格保持平稳，天水和平凉一带价格有 20-30 元/吨回落，后期随着下游需求逐渐减弱，甘肃地区价格整体将是稳中有落的趋势。

图表 2：P·O42.5 散装水泥全国均价走势（2014.10.11~2014.10.17）



数据来源：DC，华融证券整理

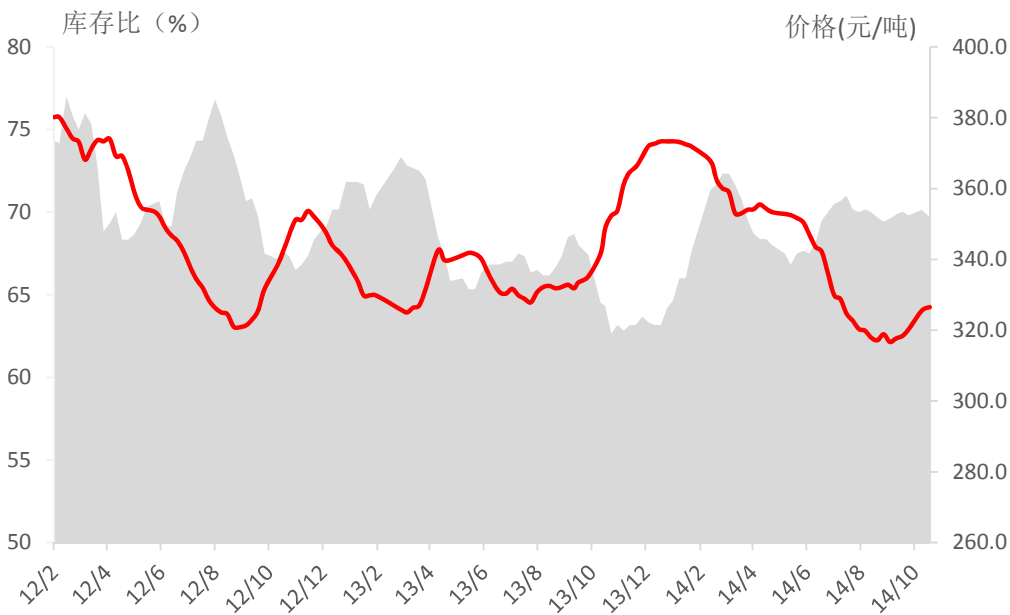
图3：年初以来各省会城市P.O42.5散装水泥价格累计涨跌



数据来源：DC，华融证券整理

三、本周水泥库存动态

本周全国跟踪 82 个城市的水泥平均库存为 69.41%，较上周下降 0.47 个百分点；其中省会城市水泥库存为 69.7%，较上周下降 0.4 个百分点。库存变动出现分化，其中黑龙江地区受季节因素影响上升 5 个百分点，湖南，浙江和

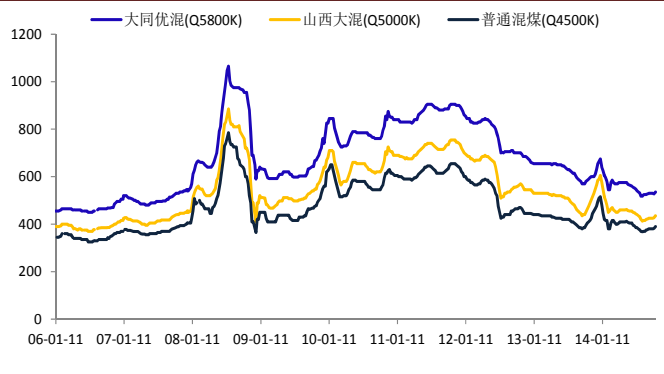


数据来源：DC，华融证券整理

四、煤炭价格走势

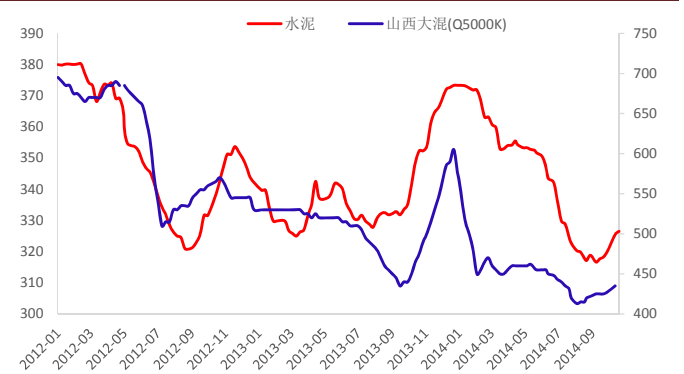
本周秦皇岛港动力煤山西大混（Q5000K）平仓价较上周上升 8 元/吨，至 435 元/吨。本周全国高标号水泥价格环比上涨 1 元/吨，煤炭水泥价格差扩大 6.5 元/吨，至 108.5 元/吨。

图表 6：秦皇岛港主要动力煤品种价格走势



数据来源：DC，华融证券整理

图表 7：P·O42.5 水泥全国均价及煤炭价格走势对比



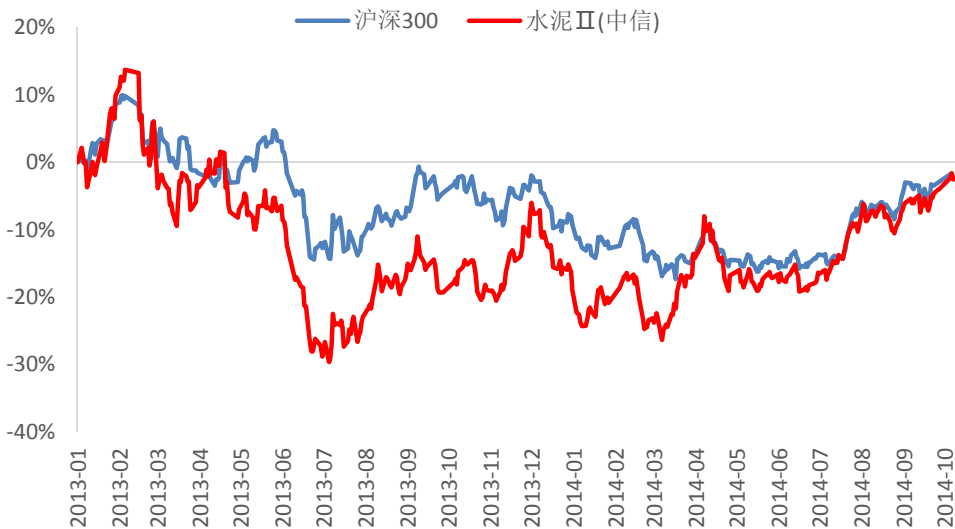
数据来源：DC，华融证券整理

五、行业及重点公司跟踪

本周(9.27-10.10)中信水泥制造指数下跌2.5%，跑输大盘(沪深300)1.5个百分点。10月中旬，全国水泥市场价格整体继续保持小幅上扬态势，但受天气因素影响，南北不同地区下游需求出现分化，华东和中南地区由于天气情况较好，下游需求环比进一步提升，企业发货量普遍站到8成以上；东北地区受天气逐渐转冷影响，需求继续萎缩，最为明显的是黑龙江地区，企业发货量降至3-4成；西南和西北甘肃、陕西等地仍在施工旺季，但下游需求表现也是疲软为主，受此影响局部地区价格继续下滑。

近期“稳增长”和“定向刺激”的各项政策措施方面持续加码，铁路、水利基础设施项目和各地方的PPP项目推出速度加快，从项目建设的通常推进速度预判，项目最快将在明年上半年对水泥形成需求拉动。短期看，四季度的旺季已经启动，各地的供需形势短期难有大变化，关注由于天气因素引发的供给端收紧带来的投资机会，同时继续关注一路一带经济带规划的出台。

图表 8：水泥板块相对大盘走势



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 9：主要公司股价跟踪

代码	名称	最新价格(元)	一周涨幅(%)	一个月涨幅(%)	半年涨幅(%)	年初至今涨幅(%)
000401.SZ	冀东水泥	8.7	-0.45	-2.34	-0.52	4.64
000789.SZ	江西水泥	10.33	1.75	2.94	11	14.64
000877.SZ	天山股份	6.7	-3.43	0.9	8.11	12.74
000885.SZ	同力水泥	8.07	3.19	13.67	38.19	33.81

000935.SZ	四川双马	6.42	-2.21	1.68	21.79	19.39
002233.SZ	塔牌集团	7.5	3.06	3.75	28.48	24.08
600449.SH	宁夏建材	9.12	0.11	4.08	21.87	20.93
600585.SH	海螺水泥	16.85	-0.35	-3.4	3.62	2.65
600720.SH	祁连山	7.18	0.82	3.81	12.19	12.36
600801.SH	华新水泥	7.51	-1.79	-0.52	5.16	2.91
601992.SH	金隅股份	6.51	-3.77	0.45	5.54	-1.13
600425.SH	青松建化	5.8	-6.1	5.22	30.38	53.81

数据来源：Wind，华融证券整理

图表 10：行业 PE10.66 倍，环比下滑 0.26 倍


数据来源：DC，华融证券整理

图表 11：行业 PB1.45 倍，环比上涨 0.04 倍

图表 12：主要公司吨 EV 及评级

代码	名称	最新股价(元)	总市值(百万)	EV(百万)	产能(万吨)	吨市值(元/吨)	吨 EV(元/吨)
000401.SZ	冀东水泥	8.7	11818	38464	11800	100	326
000789.SZ	江西水泥	10.33	4289	8707	1900	226	458
000877.SZ	天山股份	6.7	5941	17903	3300	180	543
000885.SZ	同力水泥	8.07	3988	7378	2100	190	351
000935.SZ	四川双马	6.42	4095	6883	750	546	918
002233.SZ	塔牌集团	7.5	6934	8060	1200	578	672
600449.SH	宁夏建材	9.12	4394	7559	2000	220	378
600585.SH	海螺水泥	16.85	90300	120811	22000	410	549
600720.SH	祁连山	7.18	5713	11328	2500	229	453
600801.SH	华新水泥	7.51	11478	24240	7400	155	328
601992.SH	金隅股份	6.51	31722	88422	5000	634	1768
600425.SH	青松建化	5.8	8066	10723	1600	504	670

数据来源：Wind，华融证券整理

六、生产线投放情况

本周全国无新投产生产线，截止本周，年初以来全国新增 29 条生产线，累计产能 3917.7 万吨/年。

图表 13：生产线投放情况跟踪

项目	2012 年		2013 年		本年新增		本周新增	
	产能 (万吨)	增速%	产能 (万吨)	增速%	产能 (万吨)	数量 (条)	产能 (万吨)	数量 (条)
全国	159506	11.20%	168905	5.90%	3917.7	29	—	—
江西	5356.8	3.00%	5821.8	8.70%	561	3	—	—
广东	7638.7	13.30%	8165.7	6.90%	167	1	—	—
云南	7108.3	17.10%	7294.3	2.60%	806	5	—	—
安徽	12626.3	15.00%	13091.3	3.70%	216	1	—	—
山西	5378.5	20.00%	6308.5	17.30%	162	1	—	—
新疆	6406.15	56.40%	7751.55	21.00%	165	2	—	—
河北	8794.7	16.70%	8949.7	1.80%	124	1	—	—
内蒙古	6243.4	11.30%	6754.9	8.20%	712.5	5	—	—
贵州	5545.9	16.00%	6773.5	22.10%	471	5	—	—
湖南	7037	19.00%	7192	2.20%	139.5	1	—	—
甘肃	2163.8	12.00%	2557.5	20.00%	139.5	1	—	—
四川	10261	7.29%	10416	1.51%	155	1	—	—
广西	6754.9	4.81%	6754.9	0.00%	99.2	1	—	—

数据来源：DC，华融证券整理

七、风险提示

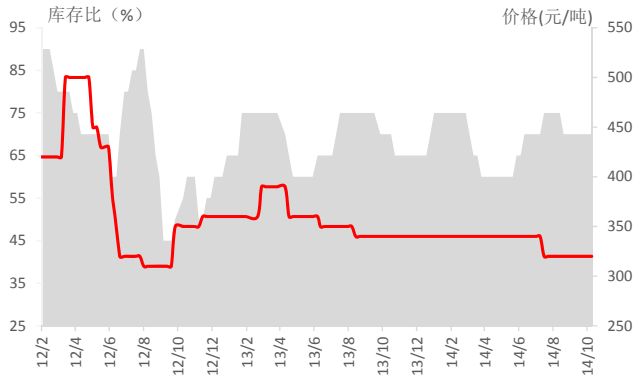
原材料价格风险。煤炭是水泥的主要原材料成本之一，当前动力煤价格仍处于低位，但一旦大幅上涨，将影响水泥企业的盈利能力。

信贷风险。水泥需求受投资拉动影响显著，信贷收紧将影响开工、续建基建项目的资金到位，制约水泥的需求。

房地产政策风险。房地产调控政策继续加码将对房地产投资产生负面影响。

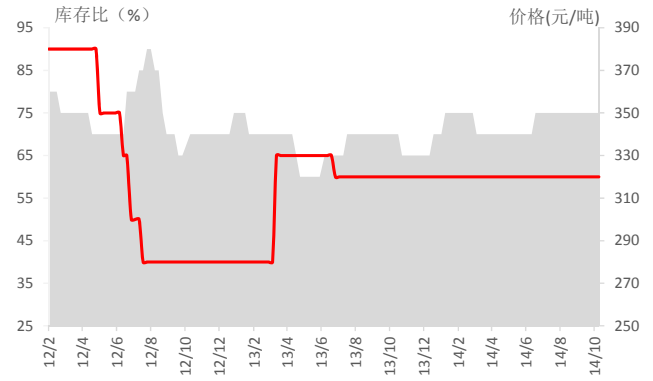
附录：主要省会城市水泥价格及库存走势

图表 14：北京水泥价格及库存变动趋势



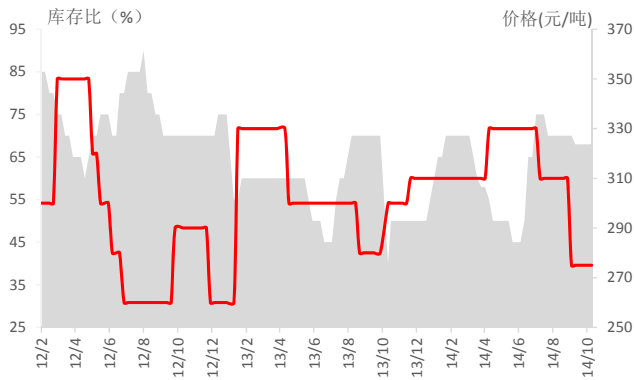
数据来源：DC、华融证券整理

图表 15：天津水泥价格及库存变动趋势



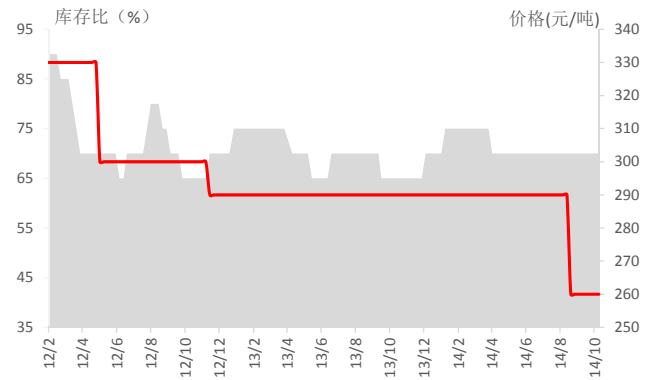
数据来源：DC、华融证券整理

图表 16：石家庄水泥价格及库存变动趋势



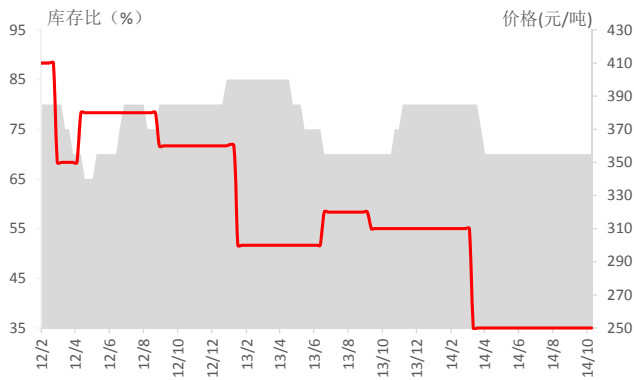
数据来源：DC、华融证券整理

图表 17：太原水泥价格及库存变动趋势



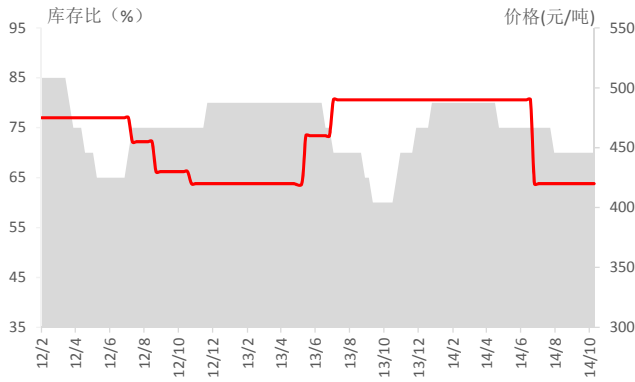
数据来源：DC、华融证券整理

图表 18：呼和浩特水泥价格及库存变动趋势



数据来源：DC、华融证券整理

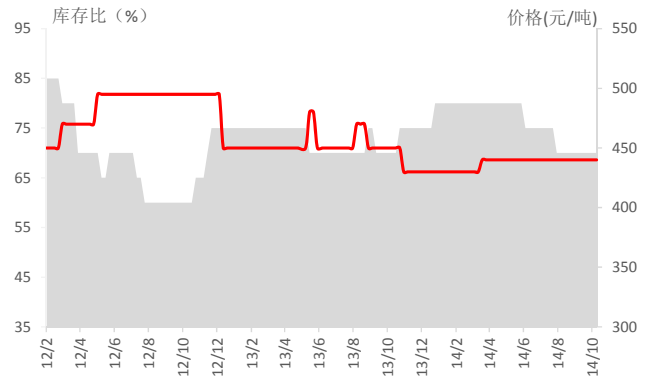
图表 20：长春水泥价格及库存变动趋势



数据来源：DC、华融证券整理

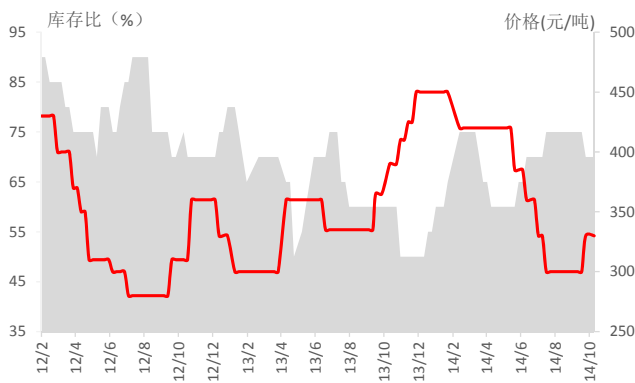
数据来源：DC、华融证券整理

图表 21：哈尔滨水泥价格及库存变动趋势



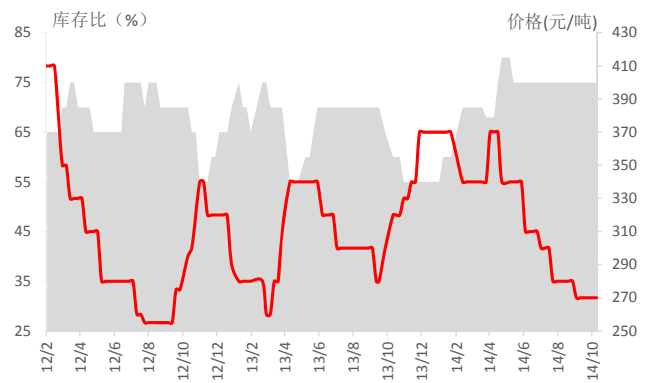
数据来源：DC、华融证券整理

图表 22：上海水泥价格及库存变动趋势



数据来源：DC、华融证券整理

图表 23：南京水泥价格及库存变动趋势



数据来源：DC、华融证券整理

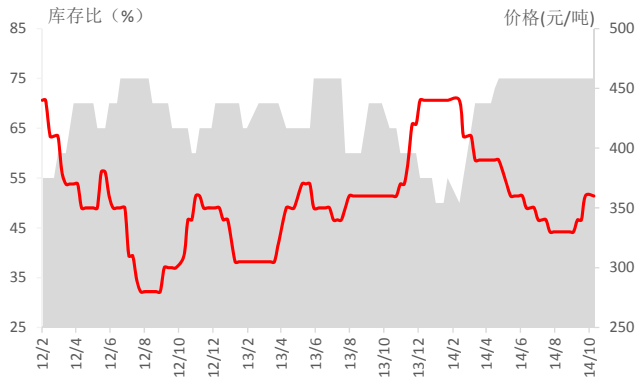
图表 24：杭州水泥价格及库存变动趋势



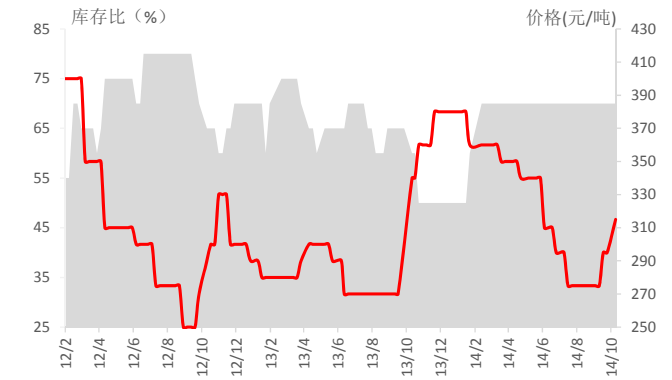
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 25：合肥水泥价格及库存变动趋势





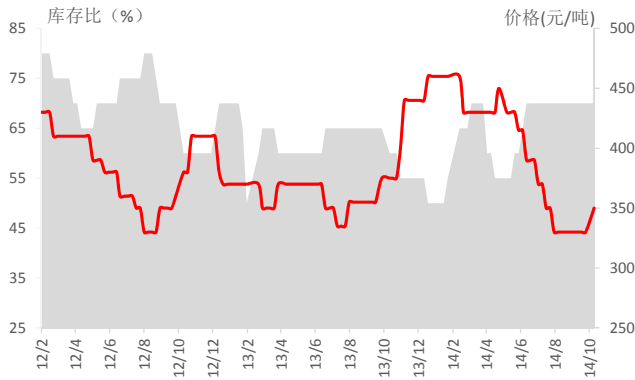
数据来源：DC、华融证券整理



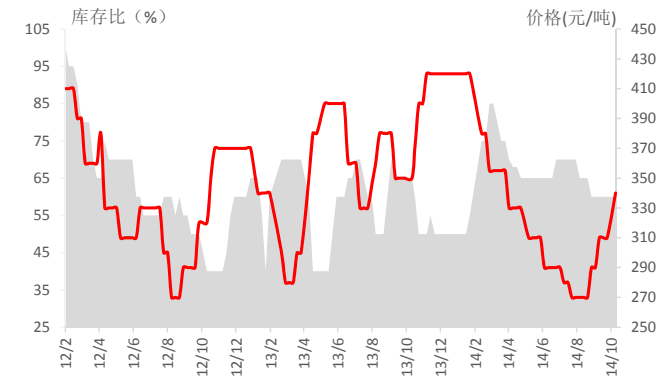
数据来源：DC、华融证券整理

图表 26：福州水泥价格及库存变动趋势

图表 27：南昌水泥价格及库存变动趋势



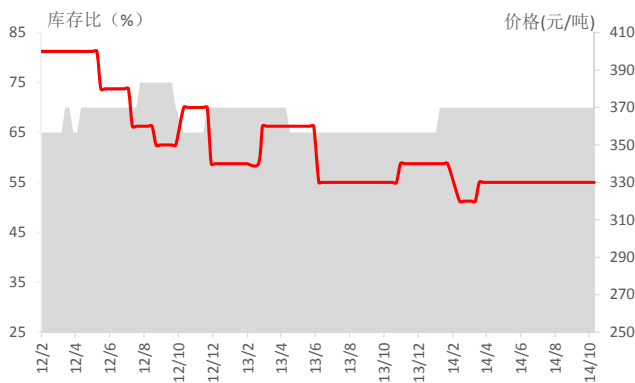
数据来源：DC、华融证券整理



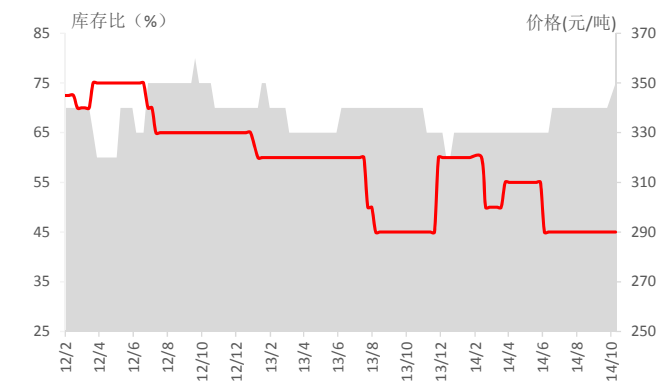
数据来源：DC、华融证券整理

图表 28：济南水泥价格及库存变动趋势

图表 29：郑州水泥价格及库存变动趋势

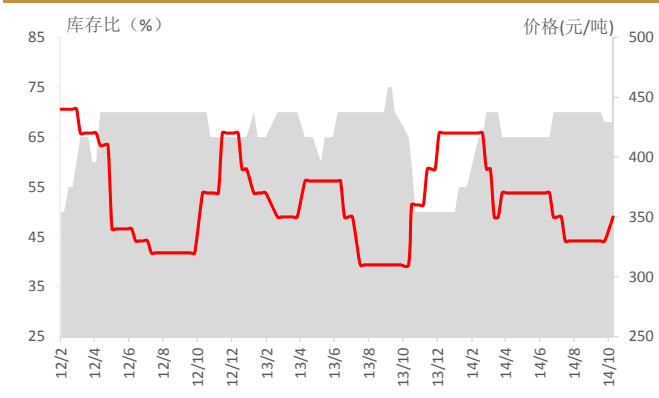


数据来源：DC、华融证券整理



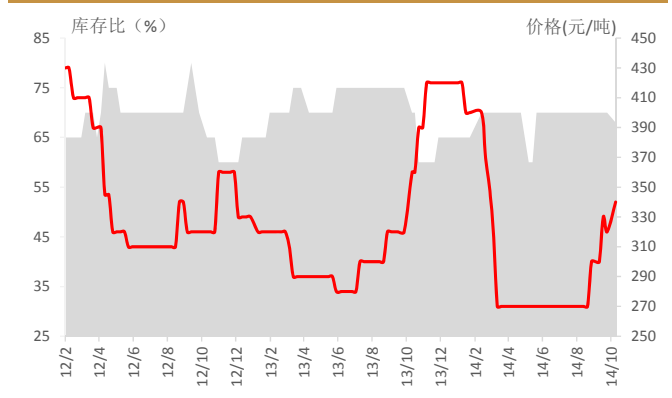
数据来源：DC、华融证券整理

图表 30: 武汉水泥价格及库存变动趋势



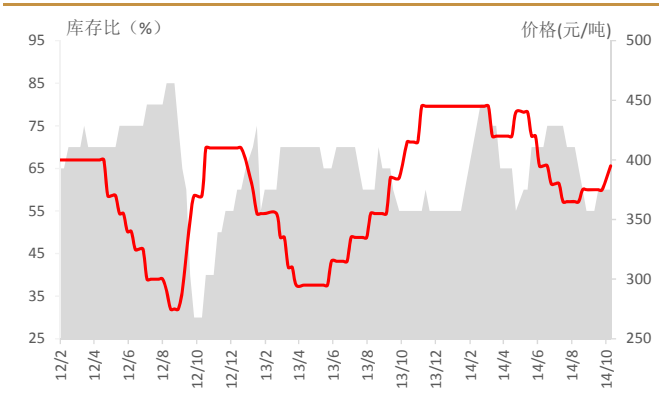
数据来源: DC、华融证券整理

图表 31: 长沙水泥价格及库存变动趋势



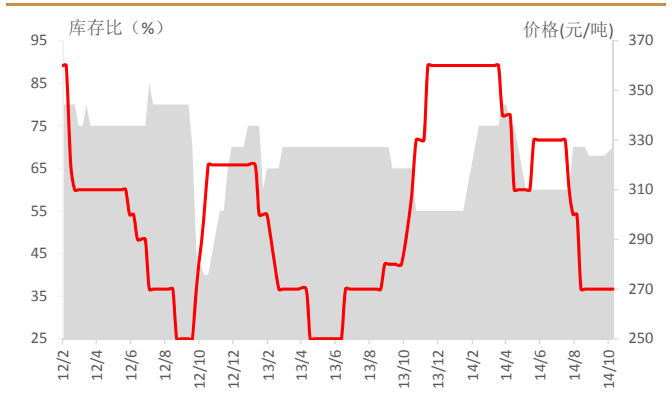
数据来源: DC、华融证券整理

图表 32: 广州水泥价格及库存变动趋势



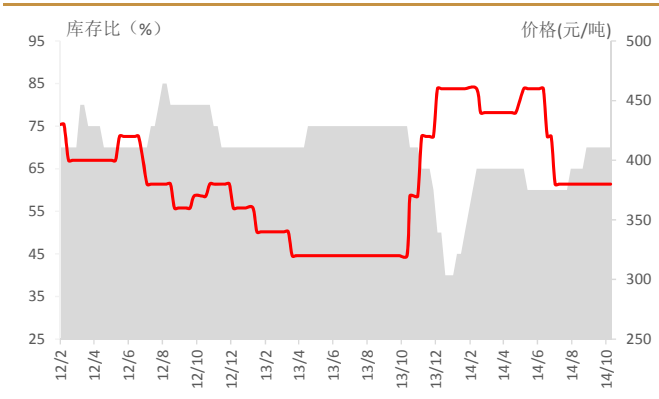
数据来源: DC、华融证券整理

图表 33: 南宁水泥价格及库存变动趋势



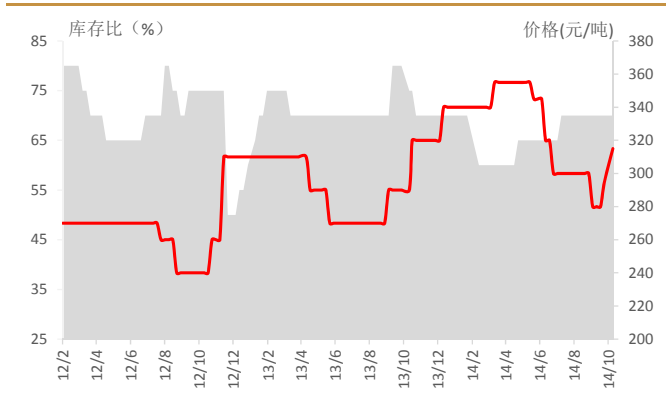
数据来源: DC、华融证券整理

图表 34: 海口水泥价格及库存变动趋势



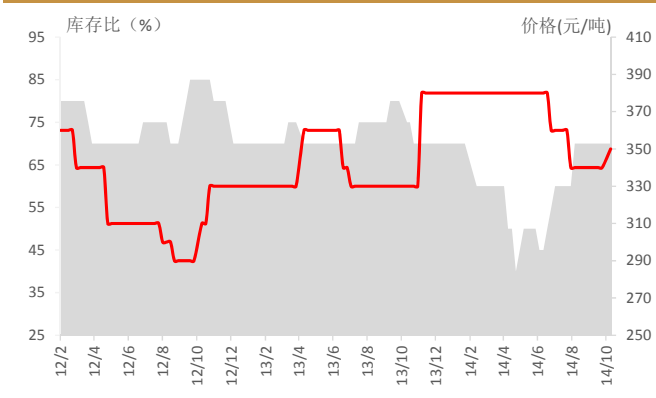
数据来源: DC、华融证券整理

图表 35: 重庆水泥价格及库存变动趋势



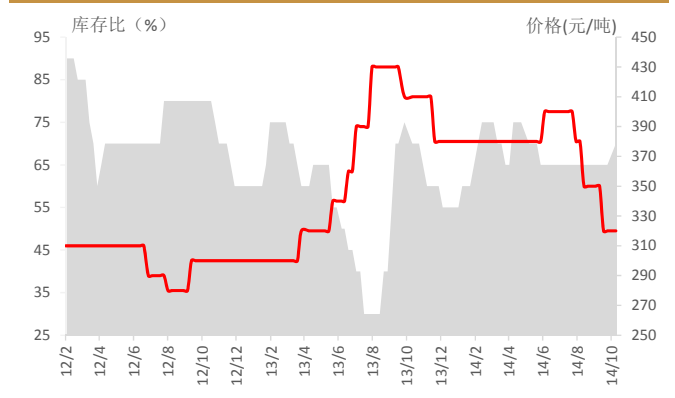
数据来源: DC、华融证券整理

图表 36: 成都水泥价格及库存变动趋势



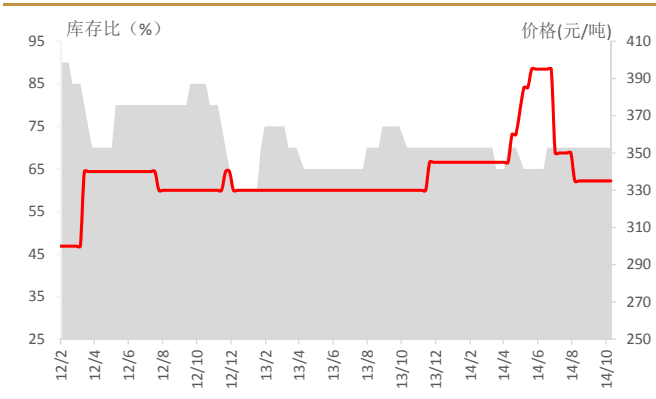
数据来源: DC、华融证券整理

图表 37: 贵阳水泥价格及库存变动趋势



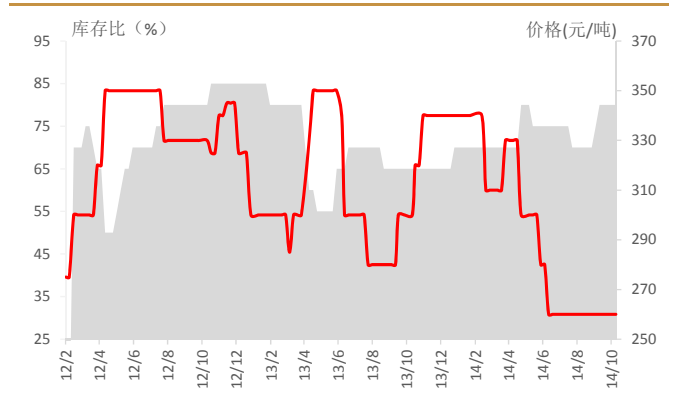
数据来源: DC、华融证券整理

图表 38: 昆明水泥价格及库存变动趋势



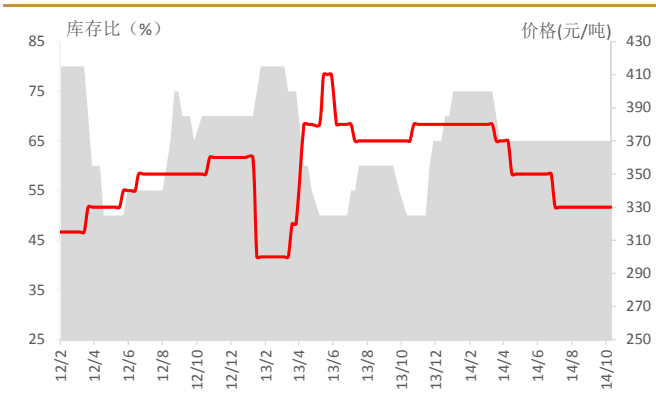
数据来源: DC、华融证券整理

图表 39: 西安水泥价格及库存变动趋势



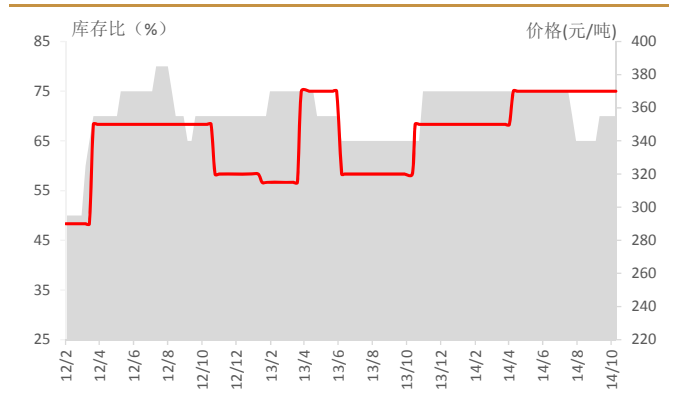
数据来源: DC、华融证券整理

图表 40: 兰州水泥价格及库存变动趋势



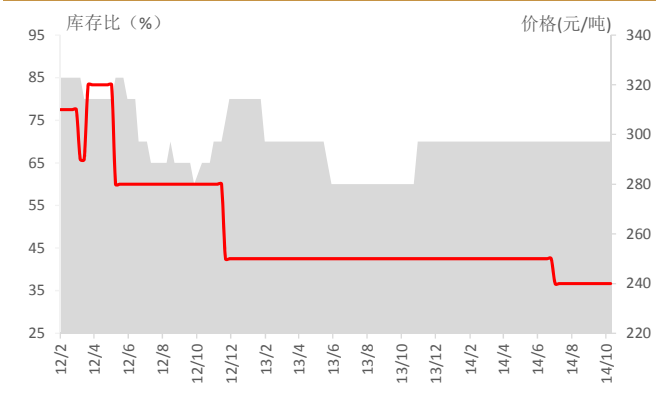
数据来源: DC、华融证券整理

图表 41: 西宁水泥价格及库存变动趋势



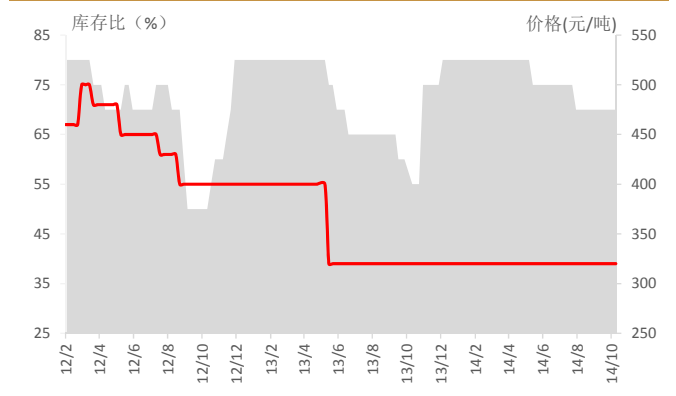
数据来源: DC、华融证券整理

图表 42: 银川水泥价格及库存变动趋势



数据来源: DC、华融证券整理

图表 43: 乌鲁木齐水泥价格及库存变动趋势



数据来源: DC、华融证券整理

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

贺众营，在此声明，本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn