

## 四季度净利润有所下滑

华新水泥 (600801.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师: 洪亮 ☎: (8610) 6656 8750 ✉: hongliang@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130511010005

特别鸣谢: 张婧 ☎: (8610) 66568757 ✉: zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

### 1. 事件

华新水泥发布了2011年年度报告。2011年公司实现营业收入126.38亿元, 同比增长了49.22%; 归属于上市公司股东净利润10.75亿元, 同比增长了87.79%, EPS为1.31元。其中四季度实现营业收入36.58亿元, 同比增长了15.16%, 实现归属于上市公司股东净利润为1.7亿元, 同比负增长了68.1%, EPS为0.19元。

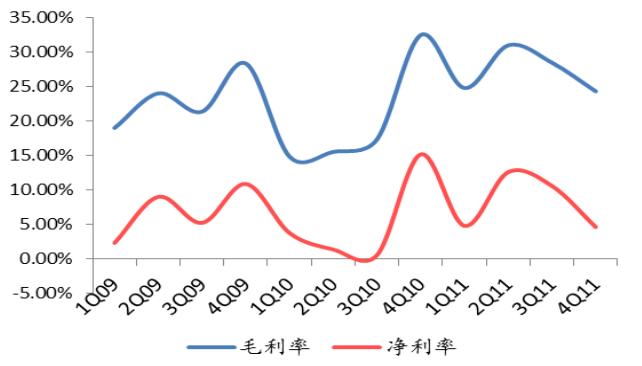
### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 水泥价量均有较大幅度增长, 但四季度盈利水平同比下滑

公司2011年盈利增长的主要来源是依靠水泥业务的价格和销量的增长。公司2011年水泥熟料销量为4228万吨, 同比增长了21.63%。2011年水泥销售综合均价为275.22元/吨, 较2010年222.14元/吨上涨了53.08元/吨, 但综合成本也有所增加, 由2010年的173.99元/吨上升到199.80元/吨, 公司水泥业务的综合毛利率较上年提高了5.73个百分点。吨毛利达到了75.42元/吨, 较去年同期提高了27.28元/吨。

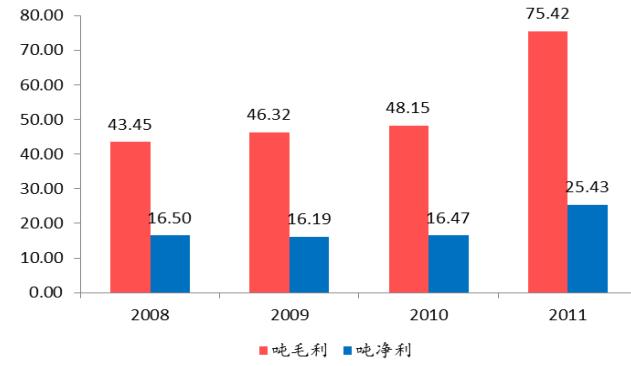
四季度公司毛利率大幅下滑, 主要由于水泥价格下降。公司四季度综合毛利率为24.36%, 同比下滑了8.18个百分点, 环比三季度下滑了4.16个百分点, 主要是受到四季度货币政策紧缩和基建项目停建缓建的影响, 公司水泥价格(税前)逐月回落, 由最高点的310元/吨下滑至285元/吨。

图1: 四季度毛利率和净利率大幅下滑

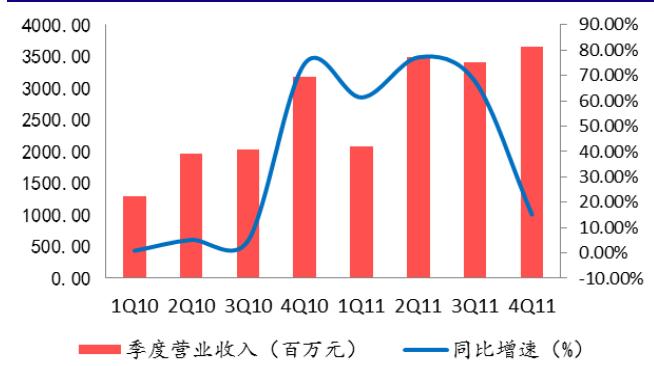


资料来源: 公司公告, 银河证券研究部

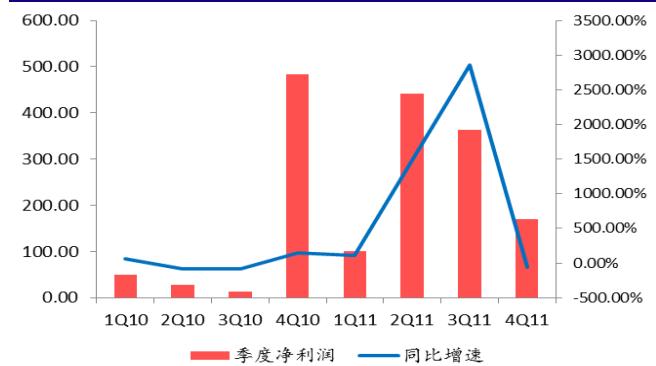
图2: 公司吨毛利和吨净利



资料来源: 公司公告, 银河证券研究部

**图 3: 公司分季度营业收入和增速**


资料来源:公司资料, 银河证券研究部

**图 4: 公司分季度净利润和增速**


资料来源:公司资料, 银河证券研究部

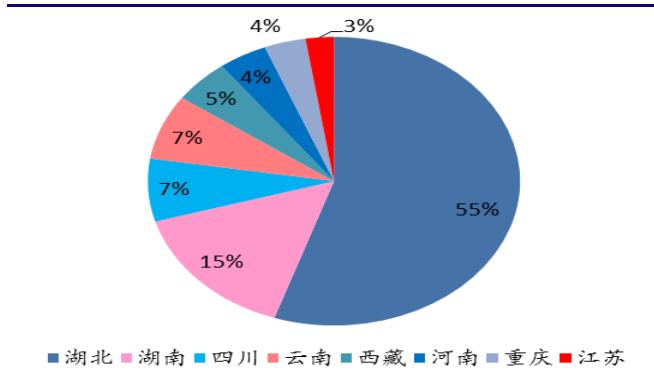
**表 1: 公司分季度销量**

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
销量 (万吨)	508	797	834	1050	657	1053	1039	1479

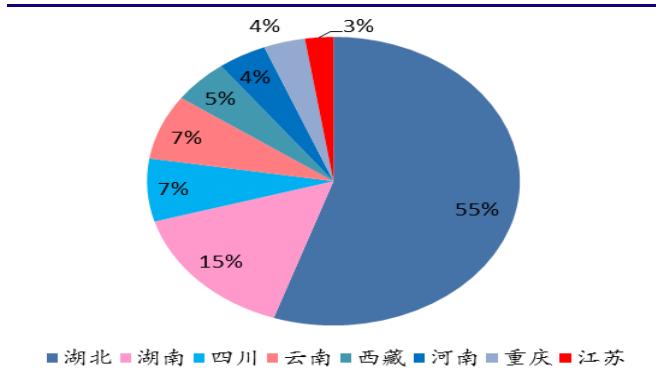
资料来源: 银河证券研究部

## (二) 华中地区景气度依然保持在高位, 西南地区供给压力犹存

公司的主要产能集中在华中和西南地区, 即湖北、湖南、河南、四川、云南、重庆、西藏。其中湖北和湖南是公司产能最多的两省, 占据了公司全部产能的 70.48%, 其次是四川和云南, 占据了公司 14.3% 的产能, 其余一些分部在西藏、河南、重庆、江苏。

**图 1:公司水泥产能主要分部区域**


资料来源: 公司资料, 银河证券研究部

**图 2:公司 2011 年收入分部区域**


资料来源: 公司资料, 银河证券研究部

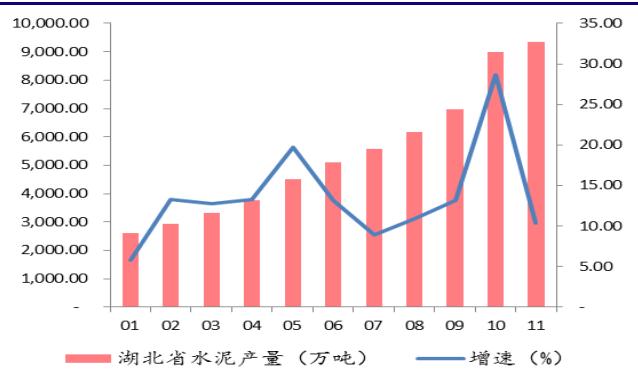
## 1、华中地区供需关系较好, 受外来水泥冲击较大

虽然“四万亿”的投资已经接近尾声, 加上 2011 年下半年以来宏观调控、房地产调控和基建投资放缓的不利因素叠加使得固定资产投资增速总体有所下滑, 但华中地区各省的固定资产投资增速均高于全国平均水平, 2011 年, 湖北省完成了固定资产投资 12223.71 亿, 同比增长了 30.6%, 湖南地区完成固定资产投资 11360.51, 同比增速为 27.6%。同

时水泥产量也依然保持较高的增速，湖北省 2011 年水泥产量为 9342.95 万吨，同比增长 10.33%，湖南省为 9228.07，同比增长 9.77%。

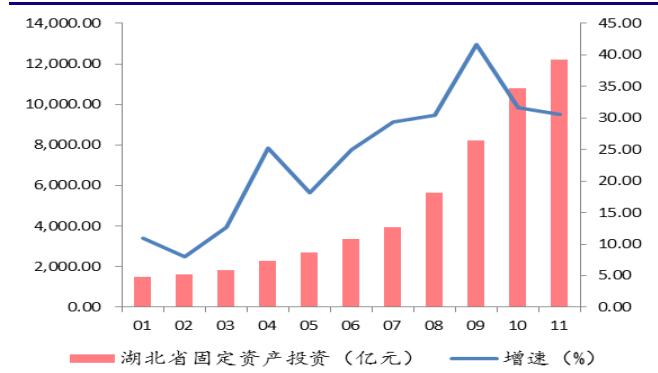
从中长期来看，湖北省省会武汉的城市建设进度远远落后于东部发达省会城市，政府必将加大对城市基础设施建设的投入，推进城市发展，改善城市环境。根据湖北省“十二五”规划，省内交通固定资产投资规模将会比“十一五”翻一番，由 1330 亿元增长到 3059 亿元，这些将会对水泥的需求有较大的拉动作用，来弥补房地产市场的下滑。2011 年，湖北省城镇化率到达了 51.83%，一年之内提高了 2.1 个百分点，这表明湖北省已经迈入了城镇化加速发展的历史时期，预计到 2015 年，湖北省城镇化率将达到 60% 左右。

图 3：湖北省水泥产量和增速



资料来源：数字水泥，银河证券研究部

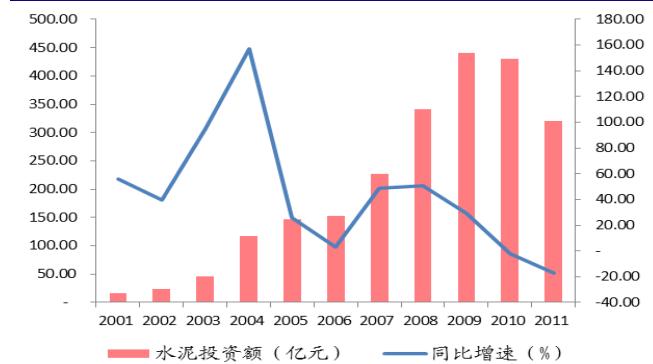
图 4：湖北省固定资产投资和增速



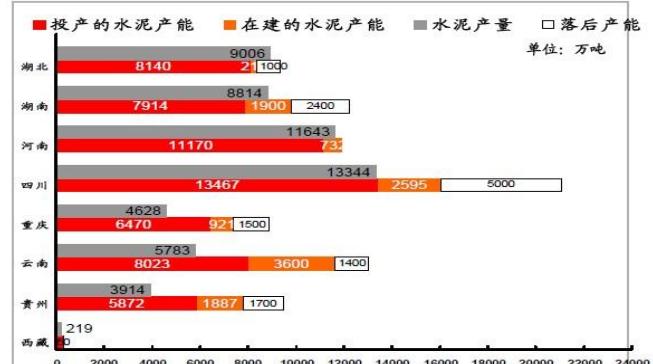
资料来源：数字水泥，银河证券研究部

经过了 09/10 年的水泥产能的大量释放，目前华中地区的在建水泥生产线已经逐渐减少，未来两年新增熟料产能压力将有所减缓。截止到 2011 年底，湖北省仅有一条 2500t/d 的在建熟料生产线，水泥产能为 30 万吨/年，达产后，湖北地区的水泥产能大约为 8160 万吨，而湖北省去年的水泥产量达到了 9300 万吨，省内的供给已经低于需求，目前省内还有 1000 万吨的落后产能尚为淘汰，淘汰完成后，湖北省将会出现供不应求的状态。目前湖南省大约还有 1900 万吨的在建产能，完全达产后，湖南省的水泥产能约为 1.46 亿吨。2011 年湖南省的水泥产量为 9228 万吨，如果淘汰完 2400 万吨的落后产能，湖南省的供需关系将进一步好转。

湖北水泥市场目前已经形成以华新水泥、葛洲坝水泥、亚东水泥、京兰水泥、世纪新峰水泥为主的竞争格局，前 5 家几乎占据了湖北省 80% 的市场份额，协同效应明显。但是湖北省由于处于长江中游地带，因此水利运输条件十分便利，来自于长江上下游省份的水泥进入本土的压力较大。在上游重庆地区，有东方希望的 3 条 5000t/d 的生产线将于今年投产，下游安徽有铜陵海螺 12000t/d 等水泥生产线投产，因此上下游省份的低价熟料对湖北省的冲击较大，只有上下游协同停窑或者加大对湖北省粉磨站的控制才能抵御外来低价熟料的压力。

**图 9: 中南地区水泥投资额和增速**


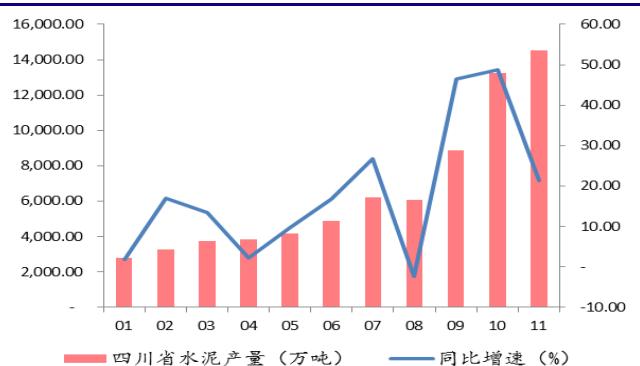
资料来源: 数字水泥, 银河证券研究部

**图 10: 公司所在地区水泥产能情况**


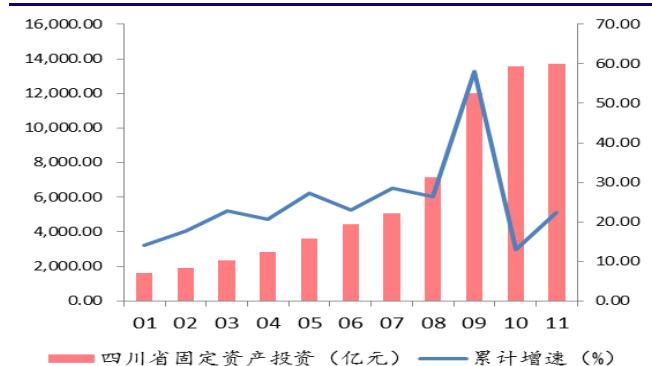
资料来源: 公司资料, 银河证券研究部

## 2、西南地区供给压力显现, 期待市场整合

西南地区由于灾后重建加上“四万亿”的投资建设, 固定资产投资和房地产投资的增速均高于全国平均水平, 水泥的需求也大幅增加, 四川省水泥产量由 2008 年的 6066.90 万吨一跃升至 2011 年的 14501.08 万吨, 三年时间翻了 1.4 倍, 09 年、10 年的水泥产量增速高达 46.48% 和 48.84%, 11 年虽然降至 21.36%, 但也远远高于全国 15.54% 的增速。根据四川省“十二五”规划纲要 GDP 超过 3 万亿, 生产总值年均增长 12% 左右, 城镇化率达到 48%, 固定资产投资超过 8 万亿, 这比“十一五”期间的 4.4 万亿将近翻了一倍! 其中省内的交通基础建设投资将达到 8453 亿元, 公路 4138 亿元, 铁路 2800 亿元, 民航 200 亿元, 地铁 895 亿元, 水运 410 亿元, 届时将有进出川高速公路 18 条, 铁路大通道 11 条。

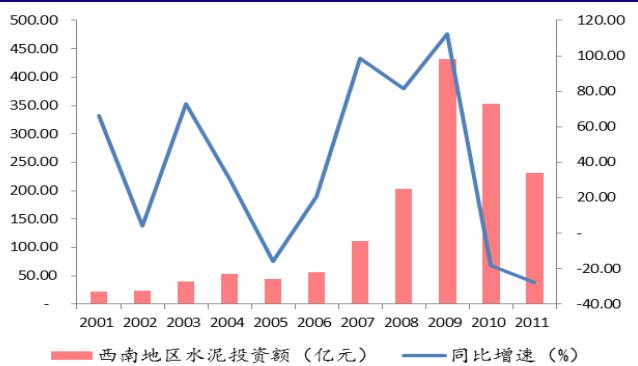
**图 7: 四川省水泥产量和增速**


资料来源: 数字水泥, 银河证券研究部

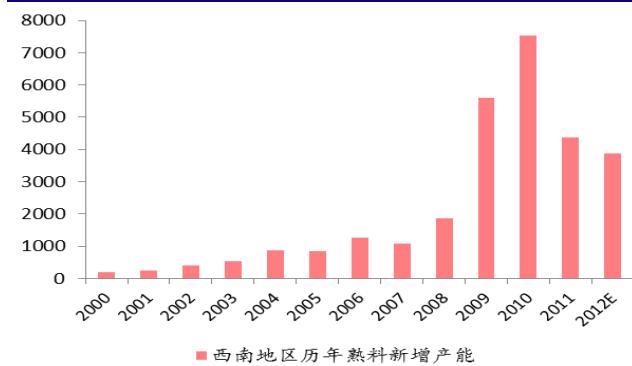
**图 8: 四川省固定资产投资**


资料来源: 数字水泥, 银河证券研究部

西南地区由于 08 年地震和“四万亿”带来水泥生产线的火爆建设, 水泥熟料的产能成倍数增长, 2009 年西南地区四省的熟料产能增加了 5600 万吨, 2010 年增加了 7545 万吨, 2011 年又增加了 4730 万吨, 截止到 2011 年底, 西南地区四个省的水泥产能已经达到了 4.24 亿吨, 而 2011 年该地区的水泥产量仅为 3 亿吨, 未来 1-2 年该地区仍然有将近 1 亿吨的熟料产能相继投产, 产能压力依然较为严峻。

**图 9: 西南地区水泥固定资产投资额和增速**


资料来源: 数字水泥, 银河证券研究部

**图 10: 西南地区历年熟料新增产能**


资料来源: 数字水泥, 银河证券研究部

由于西南地区的水泥集中度低于其他地区, 区域的竞争态势较为激烈, 价格短期难以上行, 持续的低价使得一些中小型水泥企业已经处在亏损的边缘, 这种没有龙头企业、行业利润较低加之产能依旧处于散漫状态的地区, 成为了大型水泥集团并购的最热门的区域。其中中国建材已开始复制南方水泥成功的模式, 组建了西南水泥, 收购兼并了四川川煤集团下的广元卢家坝水泥和剑门水泥厂等企业, 海螺水泥收购了贵州瑞安水泥和云南壮乡水泥, 随着大企业的并购整合, 西南地区的水泥集中度将进一步提高, 大企业对该地区水泥价格的控制能力进一步增强。

**表 1:2011 年西南地区并购统计**

并购企业	日期	地区	被并购企业	生产线规模	水泥产能 (万吨)
中国建材	2011.10.8	云南	普洱市思茅建峰水泥	1000+2000t/d	150
			澄江华荣水泥	2*2500t/d	200
			宜良金珠水泥	2500t/d	100
	2011.12		曲靖天恒水泥	2000t/d	100
	2011.10.24	贵州	惠水泰安水泥	7500t/d	300
			兴义市泰安水泥	3200t/d	120
			石柱科华水泥	5000t/d+4800t/d	400
	2011.11.10	重庆	万州科华水泥	2500+5000t/d	300
			纂江科华水泥	2500+3000t/d	200
			奉节科华水泥	2*2500 (在建)	400
海螺水泥	2011.11.1	四川	广安邻水利森水泥	2500t/d	100
			德阳什邡利森水泥	3200t/d+5000t/d	330
			达州大竹利森水泥	4000t/d	165
			德阳罗江利森水泥	2500t/d	100
	2011.12.25		凉山会东利森水泥	2500t/d	100
			达州利森建材	80 万吨粉磨站	
			广元卢家坝水泥厂	2*2500t/d	100
			广元剑门水泥厂	2500t/d	100
2011.6.7	云南		攀枝花攀煤公司	2*60 万吨粉磨站	
			宜宾筠连县川煤水泥	4000t/d	165
			文山州壮乡水泥	2000t/d	100

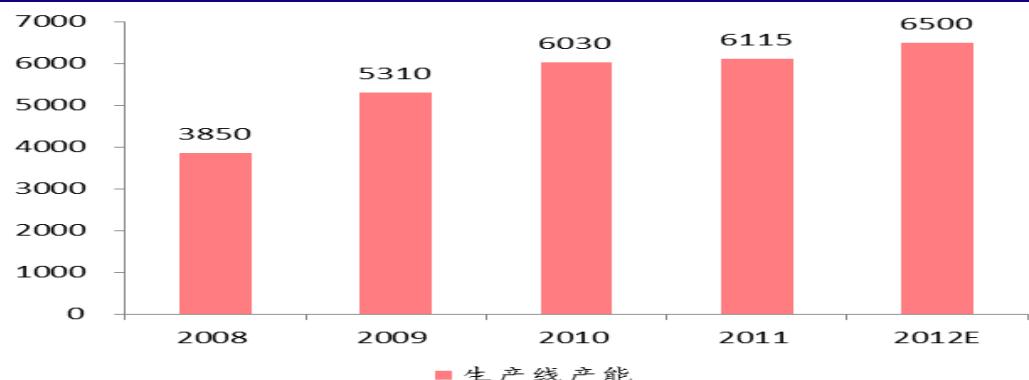
	贵州	六盘水瑞安水泥	2500+4500t/d (在建)	300
台泥国际	2011.7.13	贵州	凯里市水泥厂	2500t/d
	2011.9.8		赛德水泥	2500*3+4600t/d (在建) +5000t/d (拟建)
	2011.12.12	四川	泰昌建材	2500+4500t/d (在建)
华润水泥	2011.8.29	云南	三德水泥	3*2500+2500t/d (拟建)

资料来源：中国水泥网，银河证券研究部

### (三) 公司加大外延式扩张，积极发展上下游产业链

公司近几年水泥产能快速扩张，由2008年的3850万吨一跃至2011年的6115万吨，目前公司在湖南冷水江还有一条5000t/d的生产线将于今年投产，另外一条2500t/d的生产线于2011年底在湖南张家界桑植县奠基。华新水泥还积极拓展海外业务，公司与华新集团建筑工程有限公司、南京戈德水泥技术工程有限公司成立的合资公司与塔吉克斯坦亚湾水泥厂成立的中外合资公司有一条与2500t/d的水泥生产线在塔吉克斯坦亚湾市建设，公司占有38.25%的股权。生产建设完成后，公司的产能将达到6700万吨。

图 11：公司历年来水泥产能情况



资料来源：公司资料，银河证券研究部

表 2：截止到 2011 年底华新水泥熟料生产线

企业	地点	生产线规模	熟料产能 (万吨)	投产日期	股权	水泥产能
湖北	黄石分公司	黄石	2500、5500	240	2007	100.00%
	阳新公司	黄石	6000、4800	350	2004、2006	80.00%
	宜昌公司	宜昌	3500、2500	217	2003、2005	70.00%
	秭归公司	宜昌	5000	155	2009	100.00%
	三源水泥	宜昌	1500、4500	186	2010年收购	200
	武穴公司	黄冈	6000*2	400	2005、2007	100.00%
	恩施公司	恩施	2500	70	2004	90.10%
	鹤峰公司	恩施	1200	48	2008	51.00%
	赤壁公司	咸宁	4000	124	2007	100.00%
	襄樊公司	襄樊	2*4000	260	2006、2009	100.00%

	房县钻石	十堰	2500	77.50	2009	70%	100
	金龙水泥	十堰	2500、4000	210	2005、2009	80%	255
湖南	株洲公司	株洲	6000	186	2009	100%	335
	郴州公司	郴州	5000	155	2009	100%	200
	道县公司	永州	4000	124	2010.80	100%	200
	冷水江公司	冷水江	5000	155	2011	90%	200
四川	渠县公司	达州	6000	186	2009.12	100%	300
	万源公司	达州	2500	78	2010.10	100%	130
重庆	涪陵公司	重庆	5000	155	2010.10	100%	220
云南	昭通公司	昭通	4000	124	2006	88%	165
	东川公司	昆明	2500	78	2010	100%	100
	迪庆公司	迪庆	2000	62	2006.5	69%	80
	版纳公司	西双版纳	2500	78	2011	51%	100
西藏	西藏公司	西藏	1000、2000	91	2004、2008	79%	300
河南	信阳公司	信阳	4500	149	2008	100%	260
江苏	金猫水泥	苏州	3500、3200	213	2003 收购	100%	150

资料来源：公司资料，银河证券研究部

公司在大力发展水泥业务的同时，利用自身的业务和资源的优势，积极开拓了下游混凝土业务，并实施“水泥-混凝土协同”战略，加大水泥核心区域混凝土业务的发展力度，实现对水泥渠道的有效拓展。秉承“我们不仅是混凝土骨料产品的生产商，更是混凝土骨料技术的服务商”的经营理念，努力成为混凝土骨料行业服务创新、产品创新、技术创新、管理创新的领导者。目前公司的混凝土总产能已经达到了780万方，阳新骨料1000万吨/年项目一期工程也于2011年三季度开始投产运营。但是由于目前混凝土业务门槛较低，竞争较为无序，而商品混凝土的比例仍然较低，因此，公司混凝土的发展依赖于商混市场行业的改善。

#### （四）加大环保业务投入，打造成环境保护解决商

环保业务是公司未来大力发展的方向，公司把自己定位为“环境保护解决商”。在2007年，华新水泥以正式设立了环保事业部，主要包括可替代原燃料和矿物原料两大类业务。AFR（可替代原燃料）的核心技术是从豪瑞公司引进的协同处置，即在水泥生产过程中，从废物中回收资源并部分替代传统燃料和原料，从而节约了原燃料的消耗，并实现了固废处理的废物管理服务。目前公司已在武穴建成了国内水泥业最大的危险废弃物处置中心，可处置《国家危险废物名录》中的15类危险废弃物。同时，立水泥窑协同处理市政垃圾项目（日处理市政垃圾200吨），已于今年5月份投产。

矿物原料（MIC）根据公司的水泥基地建设布局，同步开发当地混合材资源，与国内五大电力集团华能、大唐、

华电、国电和中电投旗下的电力企业建立了稳定的战略合作关系，以直供模式，实现粉煤灰、矿渣等 MIC 资源跨区域整合。

目前公司的环保业务总量较小，对公司收入和利润的贡献还没有形成规模，但节能环保建材是未来发展的一个趋势。澳大利亚已经决定从 2012 年 7 月 1 日开始征收 CO2 排放税，将向大约 500 家全国污染最严重的企业征收每吨 23 澳元的碳排放税。我国也有专家预计 2013 年将在局部区域开始征收碳税，表明国家对企业环保能力的要求在不断提高，公司将研究使用 MIC 和工业废弃物以及市政废弃物的新方式，来减少资源和能耗及 CO2 排放，优化原始资源的使用。

### 3. 盈利预测、估值和投资评级

明年公司计划资本开支约为 39 亿，主要投入到（1）、塔吉克斯坦亚湾水泥项目（2）、拟收购少数股东权益的股权（3）、实施若干并购项目（4）环保业务投入的加大。我们预计公司 12/13/14 年的净利润为 1003/1144/1403 百万元，摊薄后的 EPS 为 1.07/1.34/1.51 元，目前 14.77 股价对应 2012 年的 PE 为 13.8 倍，我们认为估值基本合理，给予“谨慎推荐”的投资评级。

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>价格</b>	215.14	203.81	222.14	275.22	265.00	270.00	272.00
<b>销量</b>	2788	3092	3476.00	4228.00	4566.24	5022.86	5625.61
<b>yoy%</b>		10.90%	12.42%	21.63%	8.00%	10.00%	12.00%
<b>水泥营业收入</b>	599,801.24	630,173.28	772,141.29	1,163,648.20	1,210,053.60	1,356,173.28	1,530,165.29
<b>yoy%</b>		5.06%	22.53%	50.70%	3.99%	12.08%	12.83%
<b>营业成本</b>	478,663.20	486,942.87	604,783.70	844,755.00	913,248.00	1,014,618.53	1,153,249.57
<b>吨成本</b>	171.69	157.48	173.99	199.80	200.00	202.00	205.00
<b>毛利率</b>	20.20%	22.73%	21.67%	27.40%	24.53%	25.19%	24.63%
<b>吨毛利</b>	43.45	46.32	48.15	75.42	65.00	68.00	67.00
<b>吨净利</b>	17.95	18.52	30.93	25.43	21.98	24.91	25.05

资料来源：银河证券研究部

表 5:

资产负债表			单位:百万元		利润表			单位:百万元	
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6054.10	4495.81	5656.57	6060.80	营业收入	12638.04	13423.43	15375.82	17790.12
现金	2825.44	2013.51	2306.37	2668.52	营业成本	9174.35	10093.27	11460.16	13330.04
应收账款	611.16	430.63	594.43	591.58	营业税金及附加	154.68	161.08	184.51	220.60
其它应收款	148.94	388.00	227.03	484.57	营业费用	700.91	711.44	799.54	925.09
预付账款	77.82	71.33	99.51	122.87	管理费用	587.53	624.19	691.91	800.56
存货	1080.98	1442.34	1254.17	1882.31	财务费用	514.72	470.29	555.17	599.86
其他	1309.76	150.00	1175.05	310.95	资产减值损失	73.11	13.42	15.38	17.79
非流动资产	15675.58	17437.01	18802.79	18999.33	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	14.86	14.86	14.86	14.86	投资净收益	-2.09	0.50	0.50	0.50
固定资产	12536.30	13713.73	15284.63	15942.64	营业利润	1430.66	1350.23	1669.65	1896.70
无形资产	1676.65	1697.28	1867.62	2108.66	营业外收入	198.06	150.00	150.00	150.00
其他	1447.77	2011.14	1635.68	933.18	营业外支出	19.00	19.00	20.00	20.00
资产总计	21729.68	21932.82	24459.36	25060.13	利润总额	1609.72	1481.23	1799.65	2026.70
流动负债	7313.56	7311.59	9736.89	10421.43	所得税	389.67	340.68	377.93	425.61
短期借款	997.95	1981.05	3624.55	3684.11	净利润	1220.05	1140.55	1421.72	1601.09
应付账款	2428.71	2423.82	3166.50	3498.52	少数股东损益	144.79	136.87	170.61	192.13
其他	3886.90	2906.72	2945.84	3238.80	归属母公司净利润	1075.27	1003.68	1251.12	1408.96
非流动负债	5832.70	4847.81	3686.56	2001.69	EBITDA	1958.42	3231.05	3946.20	4449.33
长期借款	5420.25	4529.82	3378.57	1806.69	EPS (摊薄)	1.31	1.07	1.34	1.51
负债合计	13146.27	12159.40	13423.44	12423.12	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	823.44	960.30	1130.91	1323.04	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	7759.98	8813.12	9905.01	11313.97	成长能力				
负债和股东权益	21729.68	21932.82	24459.36	25060.13	营业收入增长率	49.22%	6.21%	14.54%	15.70%
<b>现金流量表</b>			<b>单位:百万元</b>		净利润增长率	87.79%	-6.66%	24.65%	12.62%
经营活动现金流	1040.18	4087.55	3669.63	4952.71	毛利率	27.41%	24.81%	25.47%	25.07%
净利润	1220.05	1140.55	1421.72	1601.09	净利率	9.65%	8.50%	9.25%	9.00%
折旧摊销	0.00	1561.42	1898.90	2178.58	ROE	14.21%	11.67%	12.88%	12.67%
财务费用	514.72	470.29	555.17	599.86	ROIC	8.67%	7.55%	8.63%	9.68%
投资损失	2.09	-0.50	-0.50	-0.50	<b>偿债能力</b>				
营运资金变动	-709.85	944.70	-205.66	563.68	资产负债率	60.50%	55.44%	54.88%	49.57%
其它	13.17	-28.90	0.00	10.00	净负债比率	106.15%	82.07%	78.22%	56.50%
投资活动现金流	-1792.91	-3330.89	-3264.19	-2384.62	流动比率	0.83	0.61	0.58	0.58
资本支出	1608.20	1864.47	1376.43	332.53	速动比率	0.68	0.42	0.45	0.40
长期投资	2.34	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>				
其他	-182.37	-1466.42	-1887.75	-2052.09	总资产周转率	0.64	0.61	0.66	0.72
筹资活动现金流	1719.53	-2549.63	-1756.09	-2265.51	应收账款周转率	25.77	25.77	30.00	30.00
短期借款	384.95	2.05	0.00	0.00	应付账款周转率	4.16	4.16	4.10	4.00
长期借款	-1410.38	-890.44	-1151.25	-1571.87	每股指标 (元)				

其他	2744.95	-1661.24	-604.84	-693.64	每股收益(摊薄)	1.15	1.07	1.34	1.51
现金净增加额	966.80	-1792.97	-1350.64	302.58	每股经营现金流	1.11	4.37	3.92	5.30

资料来源：银河 证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**洪亮，建材行业证券分析师。**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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

**港股：**海螺水泥（0914.HK）、中国建材（3323.HK）、中材股份（1893.HK）、中国玻璃（3300.HK）

**A股：**海螺水泥（600585.SH）、华新水泥（600801.SH）、冀东水泥（000401.SZ）、金隅股份（601992.SH）、祁连山（600720.SH）、天山股份（000877.SZ）、青松建化（600425.SH）、赛马实业（600449.SH）、巢东股份（600318.SH）、南玻A（000012.SS）、中国玻纤（600176.SH）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033  
电话：010-66568888  
传真：010-66568641  
网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区联系：010-66568849  
上海地区联系：010-66568281  
深圳广州地区联系：010-66568908