



盈利水平提升，下半年业绩弹性可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-08-25

收盘价（元）	61.58
近 12 个月最高/最低（元）	35.35/63.56
总股本（百万股）	5299
流通股本（百万股）	4000
流通股比例（%）	75.48
总市值（亿元）	3263
流通市值（亿元）	2463

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

《苏博特：多因素驱动格局改善，新技术助力二次腾飞》2020-07-06

事件：公司发布 2020 年半年度报告，报告期内实现营收 740.07 亿元，同比增长 3.30%；实现归母净利润 160.69 亿元（中国会计准则口径），同比增长 5.26%。

主要观点：

业绩超出预期，Q2 改善显著

2020H1 公司业绩超出市场预期，其中 2020Q1 实现营收、归母净利润分别为 232.07 亿元、49.13 亿元，同比-23.91%/-19.21%；2020Q2 实现营收、归母净利润分别为 508 亿元、111.56 亿元，同比+23.47%/+21.55%，环比改善明显。虽然 6 月份降雨对相关地区影响较大，公司依靠出色的成本控制和价格把控能力，仍释放了可观的业绩弹性。

出货好于行业水平，基建带动需求复苏

2020H1 公司水泥熟料合计净销量为 1.87 亿吨，同比下降 7.60%；自产品销量为 1.41 亿吨，同比下降 3.40%；贸易业务销量 0.46 亿吨，同比下降 18.39%。行业 2020Q2 出货量有很大改善，但公司出货仍好于行业水平，逆势进一步扩大了市场份额。

公司西部区域营收同比略增 1.42%，主要是受益于基建带动的需求增长。其余各区域 2020H1 销量均有不同程度下滑。此外，公司海外新建项目随着产能逐步发挥，以及销售市场网络的不断完善，2020H1 海外项目公司销量同比增长 30.64%，销售金额同比增长 33.63%。

盈利能力提升，规模和效率优势显著

我们测算 2020H1 公司自产品（水泥、熟料）吨售价约 330 元，同比略增 0.2 元；吨毛利约 156 元，同比增长 1.2 元。2020Q2 由于疫情、雨季和进口熟料的三重影响，公司自产品售价同比下滑相对较多，拉低 2020H1 整体价格水平，但受益于煤价下行带来的成本下降，公司 2020H1 依然维持了较好的吨毛利水平。

2020H1 公司所有业务毛利水平平均同比提升，产品综合毛利率为 35.87%，较上年同期上升 2.27 个百分点。其中熟料销售毛利提升幅度最大，上升 2.6 个百分点至 45.49%；骨料及石子业务毛利继续上升，目前已高达 70.78%。此外，公司 42.5 级水泥、32.5 级水泥、商品混凝土、贸易业务毛利同比分别上升 0.34/0.67/0.28/0.06 个百分点 47.10%/50.06%/16.75%/0.22%。

资本结构持续优化，现金流充沛

2020H1 公司资本结构持续优化，总负债较 2019 年末减少 19.83 亿元，资产负债率同比下降 0.19 个百分点至 18.81%，创造历史新低。公司 2020H1 经营性净现金流 145.62 亿元，同比增长 0.58 亿元。自 2017Q2 以来，公司自由现金流转正，此后持续保持了优秀的现金流创造能力。2020H1 公司自由现金流 172.69 亿元，相比去年同期大增 107.08 亿元。

充沛的现金流也使公司具备提高分红率的条件。

7 月底水泥价格开启反转，下半年旺季可期

7 月 30 日，长三角沿江地区熟料价格上调 20 元/吨至 340 元/吨，具备风向标意义，显示雨季影响逐步消除，水泥旺季行情的大幕正式拉开。此次熟料涨价的时点与去年基本一致，但从绝对值来看，此轮旺季的价格涨幅或将远大于去年。另外值得关注的是，7 月 27 日宁波舟山港事件或将加大华东地区熟料进口限制力度，进一步助推区域熟料价格上涨。我们认为在下半年，尤其是四季度赶工和增量需求释放的带动下，水泥价格将迎来年内新高。对于华东、华南地区来说，受雨季结束、限制进口的叠加影响，水泥价格弹性可期。

扩产和并购有序进行，业务和区域双向扩张

2020H1 公司国内外项目建设和并购稳步推进，共有西藏、芜湖和缅甸等地的新产能投产及并购项目落地，截至报告期末熟料、水泥、骨料产能相比 2019 年末分别增长 600 万吨/700 万吨/150 万吨。我们认为从业务上，公司积极布局砂石骨料和混凝土，从区域上，围绕“一带一路”规划走向全球，双向的扩张将为公司打开巨大的业绩增量空间。

投资建议

公司作为我国水泥行业标杆性企业，行业供给侧改革和矿山资源化趋势将赋予其更大的长期投资价值。同时，公司从业务和区域两个维度进行双向扩张，骨料、混凝土业务和海外市场都拥有巨大的开拓空间，公司规模将远不止于当下，是值得长期配置的周期核心资产。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 353.76/381.28/410.68 亿元，对应 EPS 分别为 6.68/7.19/7.75 元，维持“买入”评级。

风险提示

基建和地产投资不及预期；疫情持续时间超出预期；公司骨料和混凝土业务拓展不及预期，或海外业务拓展不及预期；相关政策实施力度不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	157030	166943	178097	189349
收入同比(%)	22.3%	6.3%	6.7%	6.3%
归属母公司净利润	33593	35376	38128	41063
净利润同比(%)	12.7%	5.3%	7.8%	7.7%
毛利率(%)	33.3%	34.4%	34.6%	34.9%
ROE(%)	24.5%	22.1%	20.6%	19.5%
每股收益(元)	6.34	6.68	7.19	7.75
P/E	8.64	9.22	8.56	7.95
P/B	2.11	2.04	1.77	1.55
EV/EBITDA	5.28	4.41	4.24	3.44

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 业绩超出预期，Q2 改善显著.....	5
1.1 业绩弹性可观，出货好于行业.....	5
1.2 盈利能力提升，规模和效率优势显著.....	5
1.3 资本结构持续优化，现金流充沛.....	6
2. 7 月底水泥价格开启反转，下半年旺季可期	7
3. 扩产和并购有序进行，业务和区域双向扩张.....	8
3.1 2020H1 公司国内外项目建设和并购稳步推进	8
3.2 公司业务和区域两个维度进行双向扩张.....	8
4. 风险提示	11
财务报表与盈利预测	12

图表目录

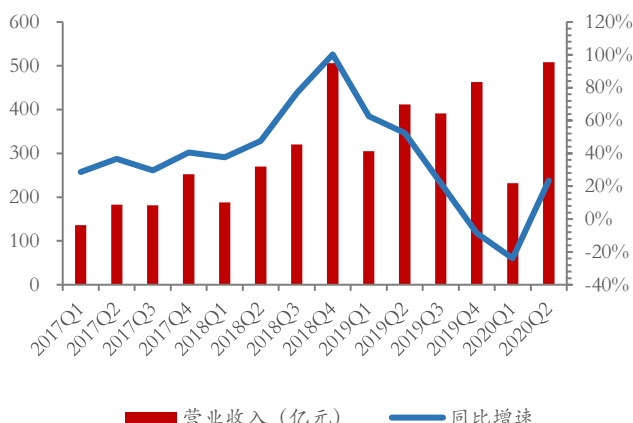
图表 1 公司分季度营收及增速	5
图表 2 公司分季度归母净利润及增速	5
图表 3 公司半年度自产品销量情况	5
图表 4 公司业务分地区占比情况	5
图表 5 公司半年度自产品吨指标	6
图表 6 公司半年度自产品营收与毛利情况	6
图表 7 公司毛利率和净利率变化情况	6
图表 8 公司 ROE 变化情况	6
图表 9 公司资产负债率变化情况	7
图表 10 公司分季度经营性净现金流情况	7
图表 11 公司分季度资本开支情况	7
图表 12 公司分季度累计自由现金流情况	7
图表 13 相关地区水泥价格走势 (元/吨)	8
图表 14 相关地区熟料库容比	8
图表 15 公司水泥和熟料产能情况	8
图表 16 公司砂石骨料和商品混凝土产能情况	8
图表 17 公司骨料及石子业务情况	9
图表 18 公司混凝土业务毛利与混凝土上市公司对比	10
图表 19 公司混凝土业务营收规模与混凝土上市公司对比	10
图表 20 公司海外业务营收情况	11
图表 21 我国水泥企业海外产能布局情况	11

1. 业绩超出预期，Q2 改善显著

1.1 业绩弹性可观，出货好于行业

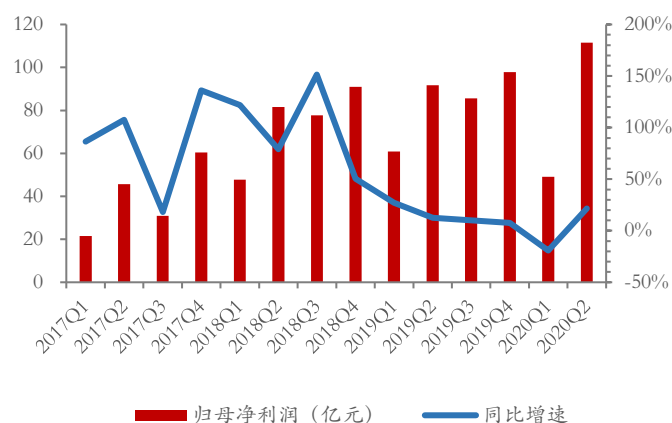
2020H1 公司业绩超出市场预期，其中 2020Q1 实现营收、归母净利润分别为 232.07 亿元、49.13 亿元，同比-23.91%/-19.21%；2020Q2 实现营收、归母净利润分别为 508 亿元、111.56 亿元，同比+23.47%/+21.55%，环比改善明显。虽然 6 月份降雨对相关地区影响较大，公司依靠出色的成本控制和价格把控能力，仍释放了可观的业绩弹性。

图表 1 公司分季度营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速

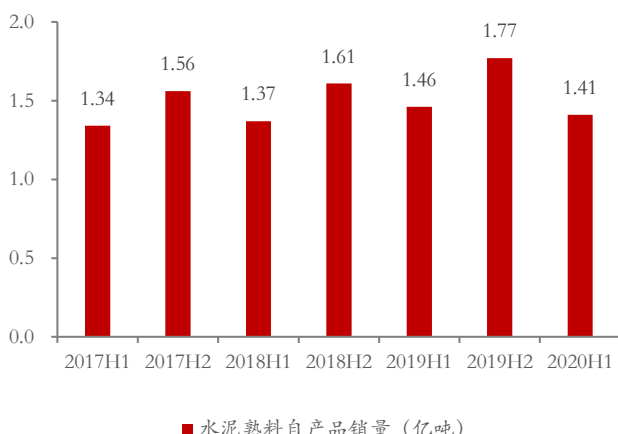


资料来源: wind, 华安证券研究所

2020H1 公司水泥熟料合计净销量为 1.87 亿吨，同比下降 7.60%；自产品销量为 1.41 亿吨，同比下降 3.40%；贸易业务销量 0.46 亿吨，同比下降 18.39%。行业 2020Q2 出货量有很大改善，但公司出货仍好于行业水平，逆势进一步扩大了市场份额。

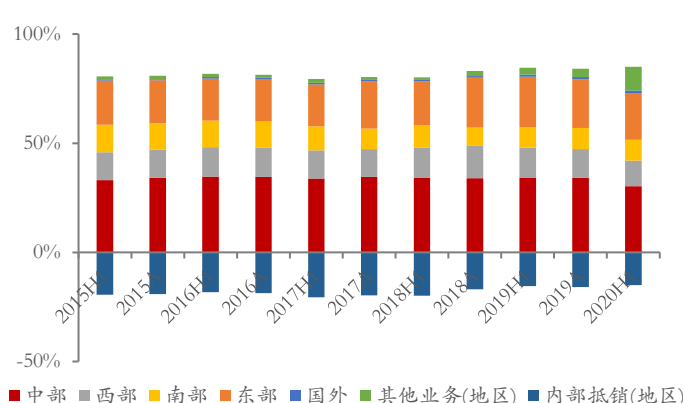
公司西部区域营收同比略增 1.42%，主要是受益于基建带动的需求增长。其余各区域 2020H1 销量均有不同程度下滑。此外，公司海外新建项目随着产能逐步发挥，以及销售市场网络的不断完善，2020H1 海外项目公司销量同比增长 30.64%，销售金额同比增长 33.63%。

图表 3 公司半年度自产品销量情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司业务分地区占比情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 盈利能力提升，规模和效率优势显著

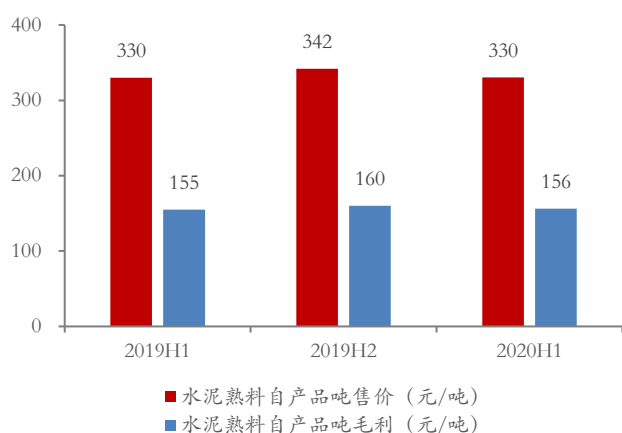
我们测算 2020H1 公司自产品（水泥、熟料）吨售价约 330 元，同比略增 0.2 元；吨毛利约 156 元，同比增长 1.2 元。2020Q2 由于疫情、雨季和进口熟料的三重影响，公司自产品售价同比下滑相对较多，拉低 2020H1 整体价格水平，但受益于煤价下行

带来的成本下降, 公司 2020H1 依然维持了较好的吨毛利水平。

2020H1 公司产品综合毛利率为 35.87%, 较上年同期上升 2.27 个百分点。公司所有业务毛利水平均同比提升, 其中熟料销售毛利提升幅度最大, 上升 2.6 个百分点至 45.49%; 骨料及石子业务毛利继续上升, 目前已高达 70.78%。此外, 公司 42.5 级水泥、32.5 级水泥、商品混凝土、贸易业务毛利同比分别上升 0.34/0.67/0.28/0.06 个百分点 47.10%/50.06%/16.75%/0.22%。

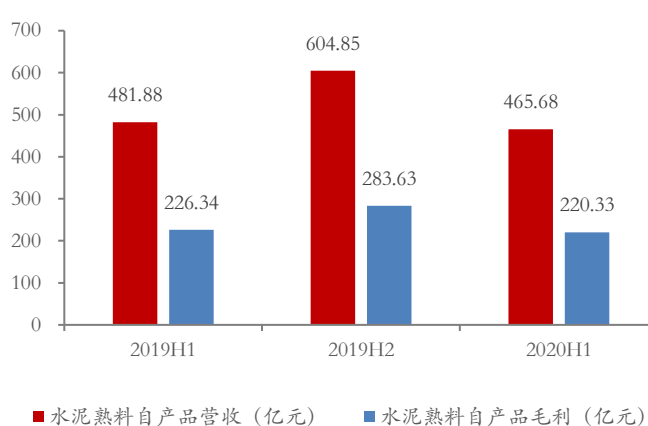
费用率方面, 按主营业务收入口径, 公司 2020H1 销售费用率 2.87%, 同比减少 0.03 个百分点; 管理费用率 2.84%, 同比减少 0.33 个百分点; 研发费用率 0.13%, 同比增长 0.1 个百分点; 财务费用率-1.38%, 同比减少 0.46 个百分点, 主要是存款利息收入同比增加。总体来看, 公司 2020H1 各项费用持续优化, 相对区域竞争对手而言, 规模和管理效率优势体现得十分明显。

图表 5 公司半年度自产品吨指标



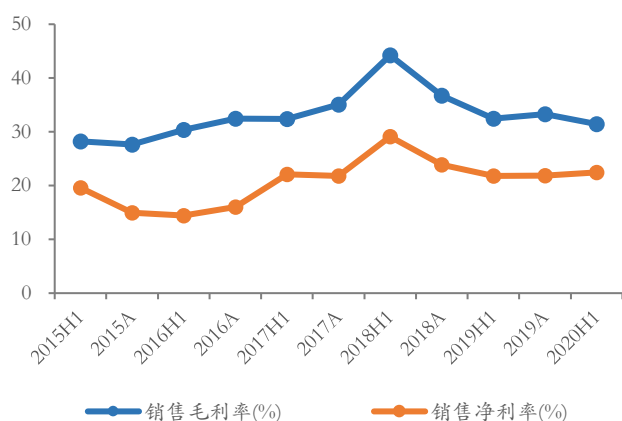
资料来源: wind, 华安证券研究所 (注: 仅为估算值)

图表 6 公司半年度自产品营收与毛利情况



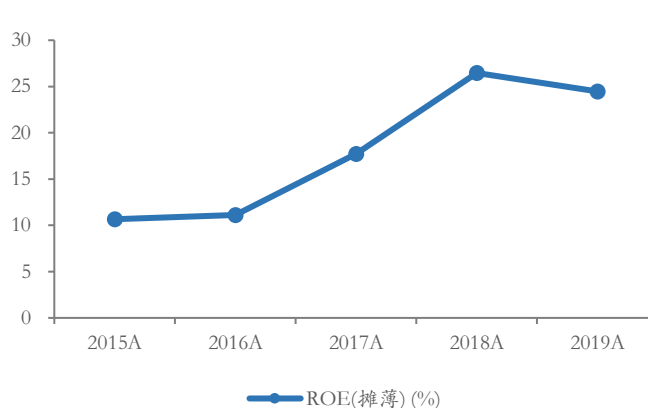
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率和净利率变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司 ROE 变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

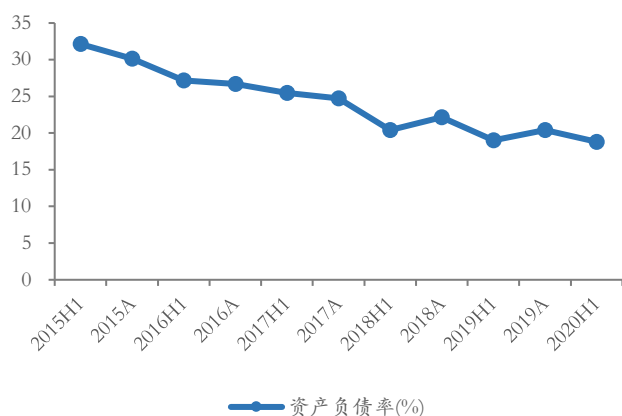
1.3 资本结构持续优化, 现金流充沛

2020H1 公司资本结构持续优化, 总负债较 2019 年末减少 19.83 亿元, 资产负债率同比下降 0.19 个百分点至 18.81%, 创造历史新低。

公司 2020H1 经营性净现金流 145.62 亿元, 同比增长 0.58 亿元; 资本开支 (购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金) 35.18 亿元, 同比增长 3.24 亿元, 资本性支出总计约 39.30 亿元, 主要用于海外项目水泥熟料生产线建设以及国内节能环保

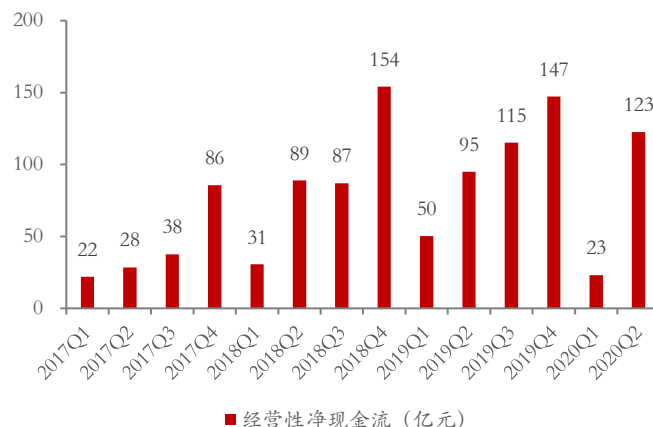
保技改、余热发电、骨料项目投资建设和并购项目支出。自 2017Q2 以来,公司自由现金流转正,此后持续保持了优秀的现金流创造能力。2020H1 公司自由现金流 172.69 亿元,相比去年同期大增 107.08 亿元。充沛的现金流也使公司具备提高分红率的条件。

图表 9 公司资产负债率变化情况



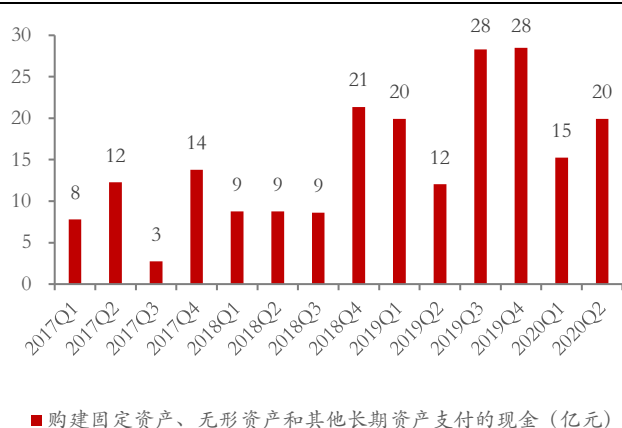
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分季度经营性净现金流情况



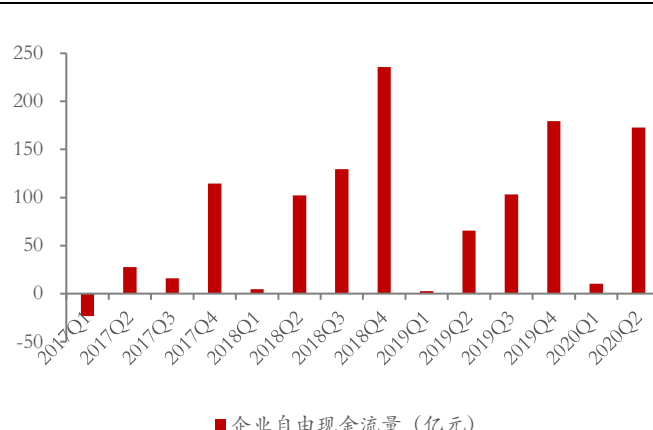
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司分季度资本开支情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司分季度累计自由现金流情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

2. 7 月底水泥价格开启反转, 下半年旺季可期

7 月 30 日, 长三角沿江地区熟料价格上调 20 元/吨至 340 元/吨, 具备风向标意义, 显示雨季影响逐步消除, 水泥旺季行情的大幕正式拉开。

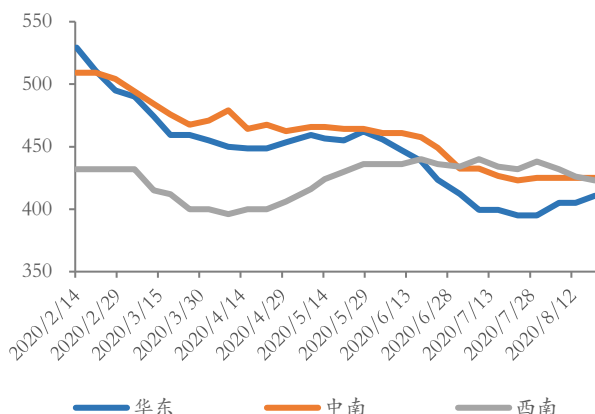
此次熟料涨价的时点与去年基本一致, 但从绝对值来看, 此轮旺季的价格涨幅或将远大于去年。另外值得关注的是, 7 月 27 日宁波舟山港事件或将加大华东地区熟料进口限制力度, 进一步助推区域熟料价格上涨。

此外, 今年新增专项债进一步支持基建、限制地产。从 2020H1 已发行专项债的投向来看, 基建领域占比超过 60%, 相对于 2019 年专项债 25% 的基建领域投向占比提升明显。我们认为 2020 年专项债撬动基建投资规模将大幅增加, 主要受三个因素驱动: 新增专项债额度增加 (从 2.15 万亿元增加至 3.75 万亿元)、专项债可用作项目资本金范围扩大、专项债投向基建项目比例大幅提高。据此测算, 我们认为 2020 年专项债撬动的基建投资规模相比 2019 年将提升 4-6 万亿元。

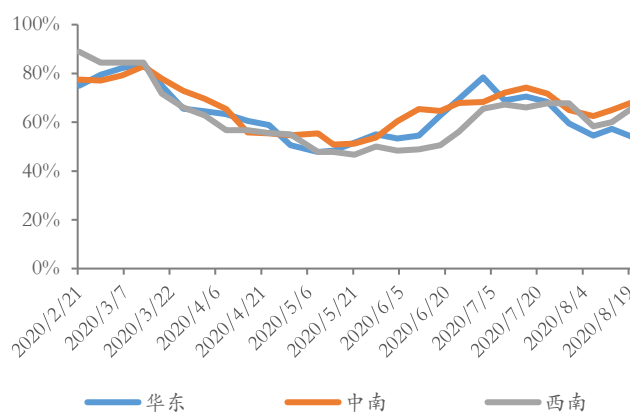
从时间节点看, 2020 上半年基建的主旋律仍是复工复产, 相关项目以存量为主。

而在下半年, 新增项目带来的需求将全面释放, 并且新老项目大部分都会进入赶工节奏。因此我们认为, 在赶工和增量需求释放的带动下, 今年 Q4 旺季水泥价格将迎来年内新高。对于华东、华南地区来说, 受雨季结束、限制进口的叠加影响, 水泥价格弹性可期。

图表 13 相关地区水泥价格走势 (元/吨)



图表 14 相关地区熟料库容比



资料来源: wind, 华安证券研究所

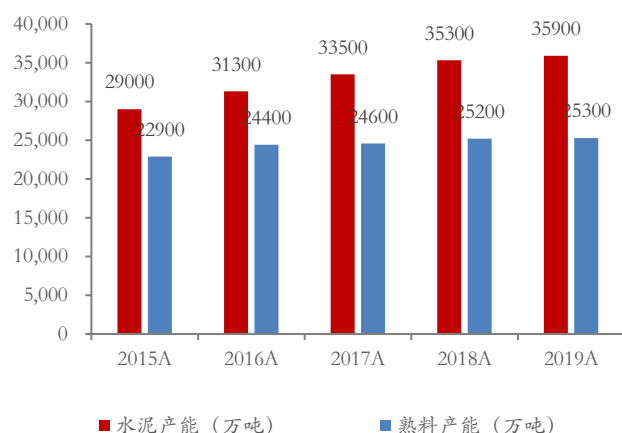
资料来源: wind, 华安证券研究所

3. 扩产和并购有序进行, 业务和区域双向扩张

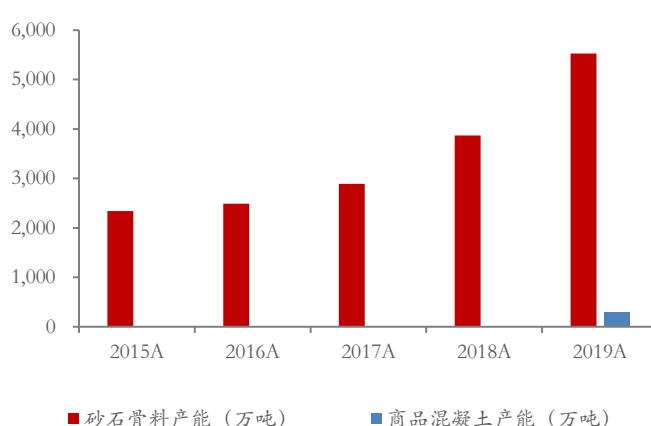
3.1 2020H1 公司国内外项目建设和并购稳步推进

上半年公司国内外项目建设和并购稳步推进, 西藏八宿海螺水泥有限责任公司熟料项目已进入施工高峰期; 芜湖南方水泥并购完成, 增加了熟料产能 450 万吨, 水泥产能 160 万吨。海外项目上, 缅甸海螺 (曼德勒) 水泥有限公司一条熟料线及两台水泥磨建成投产, 通过加强海外布局和加大市场拓展力度, 已投产项目整体运营质量持续改善, 东南亚、中亚等地区在建及拟建项目也在有序推进。截至报告期末, 集团拥有熟料产能 2.59 亿吨, 水泥产能 3.66 亿吨, 骨料产能 5680 万吨, 商品混凝土产能 300 万立方米, 相比 2019 年末, 熟料、水泥、骨料产能分别增长 600 万吨/700 万吨/150 万吨。

图表 15 公司水泥和熟料产能情况



图表 16 公司砂石骨料和商品混凝土产能情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

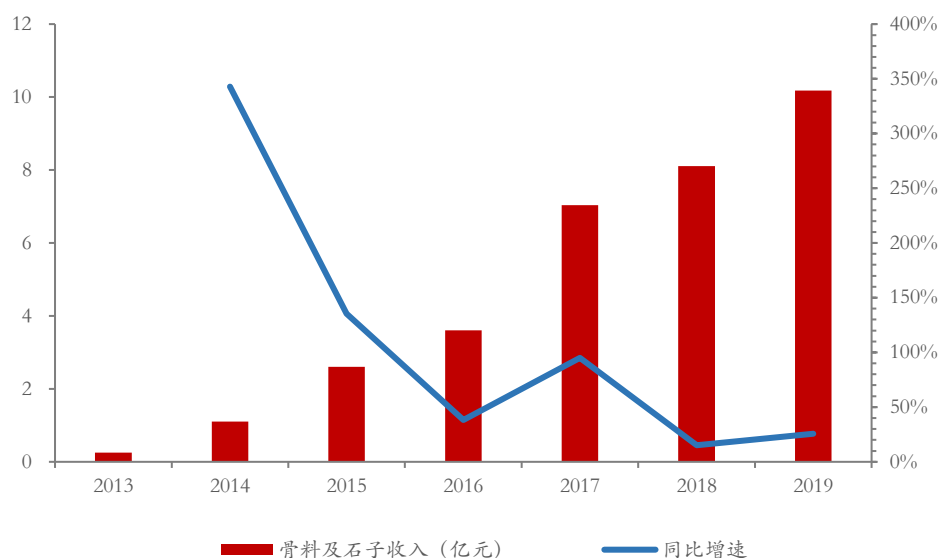
3.2 公司业务和区域两个维度进行双向扩张

1) 砂石骨料业务

公司于 2015 年加速骨料业务的布局, 当年新增了弋阳海螺、乾县海螺等 6 个骨

料项目,新增骨料产能 900 万吨,总产能达到 2340 万吨;2019 年公司新建成了 10 个砂石骨料项目,新增砂石产能 1690 万吨。截至 2019 年末,公司骨料产能已达 5530 万吨,骨料及石子的营业收入 10.22 亿元,并且砂石骨料已经成为公司毛利最高的业务,2020H1 该项业务毛利高达 70.6%。

图表 17 公司骨料及石子业务情况



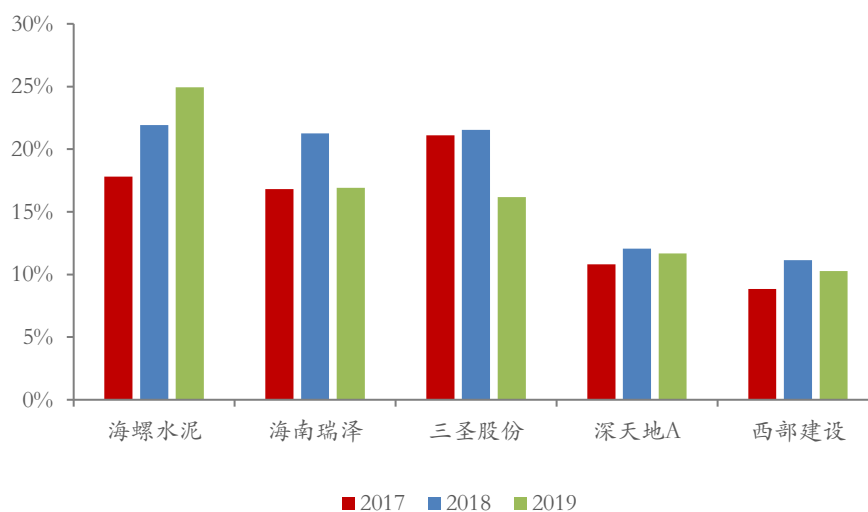
资料来源:公司公告,华安证券研究所

从行业空间来看,目前我国砂石年产量约 180 亿吨,按单价 30-50 元/吨计算,市场空间可达 5400-9000 亿吨。公司砂石骨料保持高毛利的原因主要有三:首先,行业供需格局持续改善。由于矿山的收紧及天然砂禁采,砂石骨料近年来供给端收缩的力度较大;其次,公司矿山开采权很多为早期取得,同时技术成熟,因此摊销和开采成本都较低;再次,借助长江航道,公司得以实现较低的运输成本。

2) 混凝土业务

在布局骨料业务后,公司于 2017 年明确提出,将进一步拓展混凝土产业。截至 2017 年末公司商品混凝土产能达 60 万立方米;2019 年,公司又新增 3 个商品混凝土项目,截至年末商品混凝土产能达 300 万立方米,并且毛利率高于混凝土专门企业。

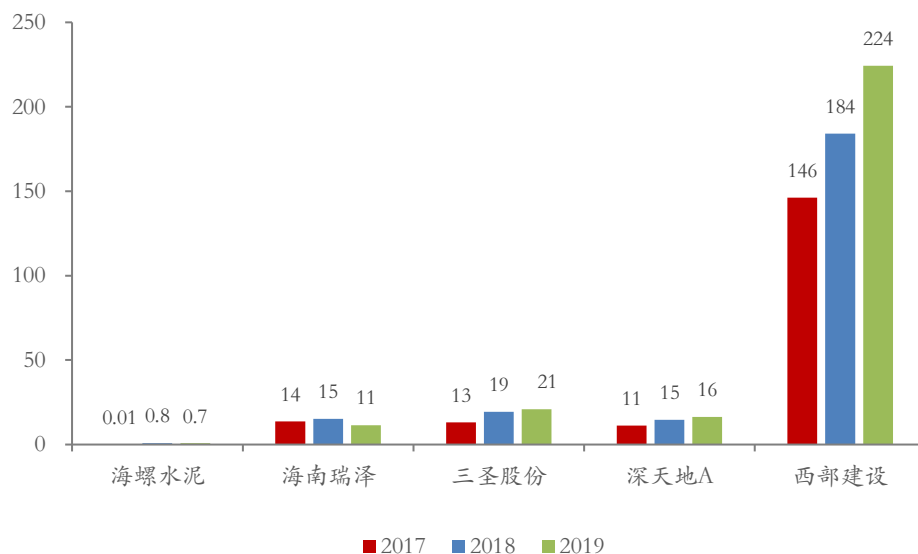
图表 18 公司混凝土业务毛利与混凝土上市公司对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司混凝土业务尚处于起步时期，规模相对较小。由于混凝土运输半径比水泥更短，因此我们预计公司后续将在各水泥生产基地配套混凝土产线，充分利用熟料产能的规模优势。

图表 19 公司混凝土业务营收规模与混凝土上市公司对比

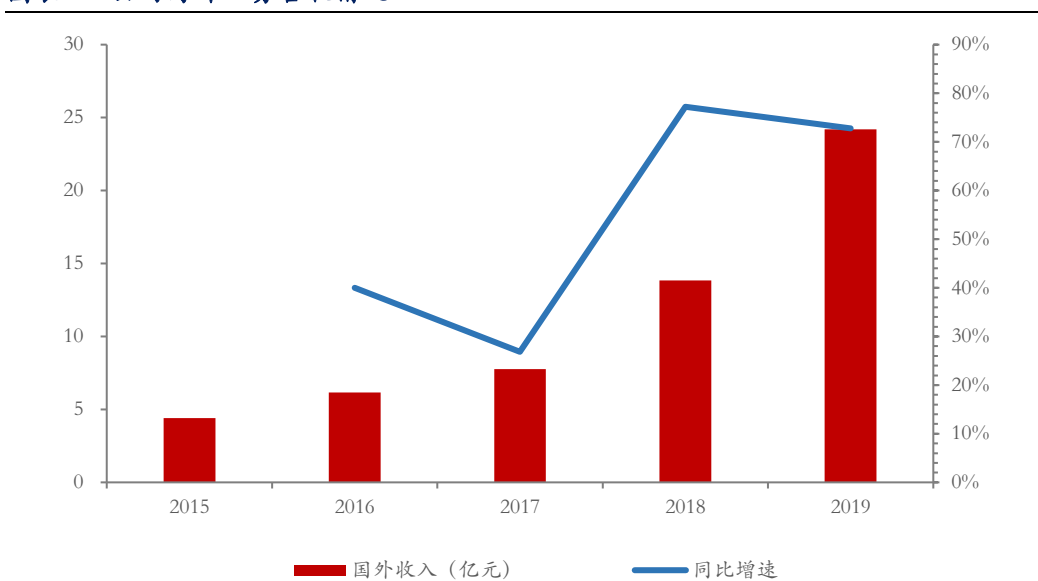


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3) 海外市场

公司是我国最早也是最积极“走出去”的水泥企业之一。2011 年公司在印尼南加建立了第一个生产基地，随后紧紧围绕“一带一路”规划，继续积极推进国际化战略。2019 年，公司海外业务收入已达 24.1 亿元，继续保持高速增长。

图表 20 公司海外业务营收情况

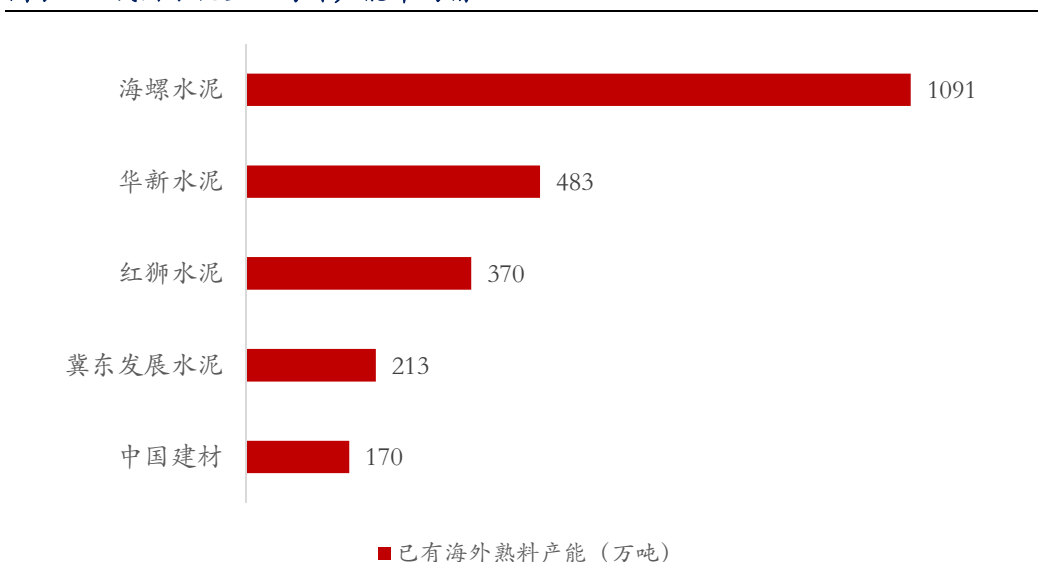


资料来源：公司公告，华安证券研究所

目前，公司海外产能大部分在印尼，此外在柬埔寨、老挝、缅甸、俄罗斯和乌兹别克斯坦也有布局。从海外布局规模看，公司仅在印尼的水泥产能就超过 1000 万吨，而目前的在建和规划产能全部建造完毕后，海外的熟料总产能将达到 3000 万吨，占公司总产能的 12%，也位居国内水泥企业海外产能规模之首。

我们认为从业务上，公司积极布局砂石骨料和混凝土，从区域上，围绕“一带一路”规划走向全球，双向的扩张将为公司打开巨大的业绩增量空间。

图表 21 我国水泥企业海外产能布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4. 风险提示

基建和地产投资不及预期；疫情持续时间超出预期；公司骨料和混凝土业务拓展不及预期，或海外业务拓展不及预期；相关政策实施力度不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	97110	133727	160959	191124	
现金	54977	76027	103444	132919	
应收账款	1274	1769	1680	1776	
其他应收款	3623	8521	9683	8109	
预付账款	2692	2484	2886	3008	
存货	5572	8160	7834	8014	
其他流动资产	28972	36766	35432	37297	
非流动资产	81668	76403	75575	74676	
长期投资	3821	3821	3821	3821	
固定资产	58858	48195	44053	38789	
无形资产	9979	13305	15081	17318	
其他非流动资	9010	11083	12620	14749	
资产总计	178777	210131	236534	265801	
流动负债	27421	34339	35091	37074	
短期借款	2942	3530	4236	5083	
应付账款	7304	9141	9001	9474	
其他流动负债	17176	21667	21854	22517	
非流动负债	9036	9460	9610	9837	
长期借款	3871	4646	5110	5621	
其他非流动负	5164	4814	4500	4216	
负债合计	36457	43799	44701	46912	
少数股东权益	4959	5976	7075	8258	
股本	5299	5299	5299	5299	
资本公积	10587	10587	10587	10587	
留存收益	121475	144470	168871	194744	
归属母公司股	137362	160356	184758	210631	
负债和股东权	178777	210131	236534	265801	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	40738	42959	48173	52839	
净利润	33593	35376	38128	41068	
折旧摊销	5271	15374	8139	9330	
财务费用	-1106	293	398	485	
投资损失	-1185	-835	-890	-947	
营运资金变动	2312	-8239	1232	1446	
其他经营现金	33134	44604	38062	41078	
投资活动现金	-20689	-10247	-7488	-8758	
资本支出	-8651	-10176	-7440	-8711	
长期投资	-13606	-1000	-1000	-1000	
其他投资现金	1568	929	952	953	
筹资活动现金	-7912	-11662	-13268	-14606	
短期借款	1565	588	706	847	
长期借款	1265	774	465	511	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	3	0	0	0	
其他筹资现金	-10744	-13024	-14439	-15964	
现金净增加额	12156	21050	27417	29475	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	157030	166943	178097	189349	
营业成本	104760	109501	116428	123305	
营业税金及附加	1403	1669	1781	1893	
销售费用	4417	5509	5877	6249	
管理费用	4741	5843	6233	6627	
财务费用	-1338	-890	-1239	-1776	
资产减值损失	-1164	-583	-647	-798	
公允价值变动收	-258	-94	-61	-6	
投资净收益	1209	835	890	947	
营业利润	44057	46603	50296	54233	
营业外收入	648	600	600	600	
营业外支出	149	100	100	100	
利润总额	44557	47103	50796	54733	
所得税	10205	10709	11570	12482	
净利润	34352	36394	39226	42251	
少数股东损益	759	1017	1098	1183	
归属母公司净利润	33593	35376	38128	41068	
EBITDA	46793	59712	55827	60510	
EPS (元)	6.34	6.68	7.19	7.75	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
成长能力					
营业收入	22.3%	6.3%	6.7%	6.3%	
营业利润	10.5%	5.8%	7.9%	7.8%	
归属于母公司净利	12.7%	5.3%	7.8%	7.7%	
获利能力					
毛利率(%)	33.3%	34.4%	34.6%	34.9%	
净利率(%)	10.72%	10.72%	21.4%	21.2%	
ROE(%)	24.5%	22.1%	20.6%	19.5%	
ROIC(%)	20.8%	19.1%	17.9%	16.9%	
偿债能力					
资产负债率(%)	20.4%	20.8%	18.9%	17.6%	
净负债比率(%)	25.6%	26.3%	23.3%	21.4%	
流动比率	3.54	3.89	4.59	5.16	
速动比率	3.24	3.58	4.28	4.86	
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.79	0.75	0.71	
应收账款周转率	123.29	94.39	105.99	106.61	
应付账款周转率	14.34	11.98	12.93	13.01	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊	6.34	6.68	7.19	7.75	
每股经营现金流	7.69	8.11	9.09	9.97	
每股净资产(最新	25.92	30.26	34.86	39.75	
估值比率					
P/E	8.64	9.12	8.47	7.86	
P/B	2.11	2.01	1.75	1.53	
EV/EBITDA	5.28	4.35	4.17	3.38	

分析师与研究助理简介

石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。