

# 华新水泥 (600801.SH)

## 较好的业绩表现, 突出的第二成长曲线

### 核心观点:

- **公司发布2021年半年报。**上半年实现收入147.44亿元, 同比+17.35%; 归母净利润24.38亿元, 同比+8.27%; 扣非净利润23.96亿元, 同比+6.83%。Q2单季度实现收入85.55亿元, 同比-1.84%, 归母净利润17.04亿元, 同比-10.21%, 扣非净利润16.69亿元, 同比-11.29%。
- **上半年水泥销量稳健增长, 均价下行和成本上升影响吨毛利, Q2表现好于预期。**公司2021年上半年水泥及熟料综合销量约3736万吨, 同比增长14%, 持平全国水泥产量增速。上半年水泥及熟料业务吨收入319元, 同比-11元, 吨成本208元, 同比+4元, 吨毛利111元, 同比-15元。上半年公司水泥和熟料整体销售均价下行, 主要受到云南、西藏、川渝市场价格同比走低影响, 第一大市场湖北供需格局和价格较稳定; 吨成本下降幅度好于预期, 体现公司较强的成本管控能力。
- **“水泥+”业务为公司注入增长动能, 突出的第二成长曲线。**公司积极拓展“水泥+”业务, 非水泥熟料业务收入占比从2020年的15%提升至2021年上半年的19%, 非水泥熟料业务毛利占比从2020年的16%提升至2021年上半年的23%, 未来成长空间较大。上半年公司骨料业务销量1617万吨, 同比+93%, 收入9.2亿元, 同比+95%, 毛利率63.5%, 继续保持较高的盈利水平。上半年公司混凝土业务销量336万方, 同比+110%, 收入11.9亿元, 同比+69%, 毛利率稳定在27%。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计公司2021-2023年EPS分别为2.83/3.54/4.18元, 按最新收盘价对应PE分别为6.6/5.3/4.5倍, PB为1.4/1.2/1.0倍, 参考可比公司估值和公司成长性, 我们维持公司合理价值25.86元/股的判断, 对应2021年2.0x PB, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**需求不及预期, 行业新增供给超预期, 海外和“水泥+”业务扩张不及预期等。

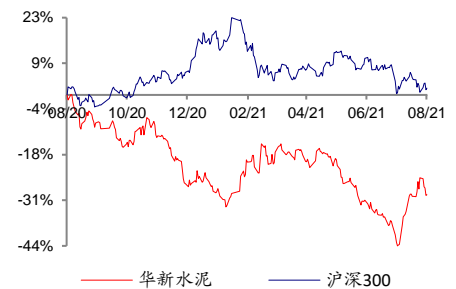
### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	31,439	29,357	33,385	37,471	41,214
增长率 (%)	14.5	-6.6	13.7	12.2	10.0
EBITDA (百万元)	10,423	9,547	10,008	12,101	13,987
归母净利润 (百万元)	6,342	5,631	5,928	7,429	8,774
增长率 (%)	22.4	-11.2	5.3	25.3	18.1
EPS (元/股)	3.03	2.69	2.83	3.54	4.18
市盈率 (P/E)	8.74	7.68	6.60	5.27	4.46
ROE (%)	29.8	23.9	21.9	23.3	23.2
EV/EBITDA	5.23	4.46	3.86	3.20	2.77

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	18.66元
合理价值	25.86元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-28

### 相对市场表现



### 分析师:



邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616

zouge@gf.com.cn

### 分析师:



谢璐



SAC 执证号: S0260514080004

SFC CE No. BMB592



021-60750630

xielu@gf.com.cn

请注意, 邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

华新水泥 (600801.SH): 行业 2021-08-05

底蕴深厚, 增长动能充足, 周期底部已现

华新水泥 (600801.SH): 收购 2021-06-13

拉豪水泥资产, 加速海外扩张

华新水泥 (600801.SH): Q1 2021-04-29

销量弹性大, 全年量价齐升可期

联系人: 张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

## 核心观点：较好的业绩表现，突出的第二成长曲线

公司发布2021年半年报，上半年实现收入147.44亿元，同比+17.35%；归母净利润24.38亿元，同比+8.27%；扣非净利润23.96亿元，同比+6.83%。其中，Q2单季度实现收入85.55亿元，同比-1.84%，归母净利润17.04亿元，同比-10.21%，扣非净利润16.69亿元，同比-11.29%，Q2在水泥行业需求环境较差、全国水泥价格淡季出现较大幅度下跌情况下，公司业绩表现超预期。

图1：2021年H1营业收入同比+17.35%

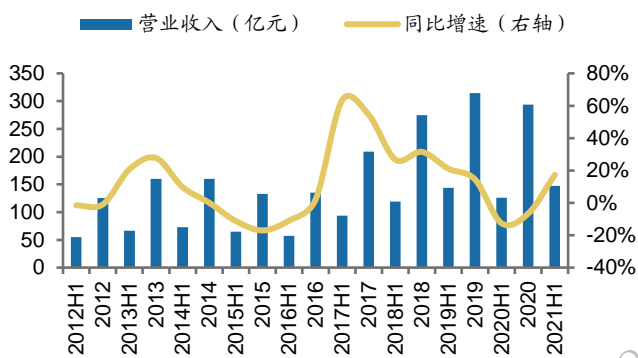
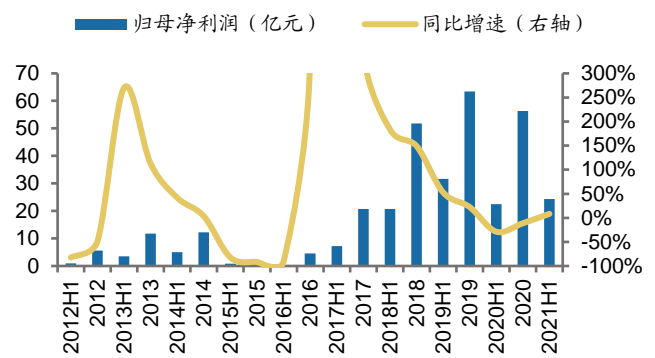


图2：2021年H1归母净利润同比+8.27%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：2021年Q2营业收入同比-1.84%

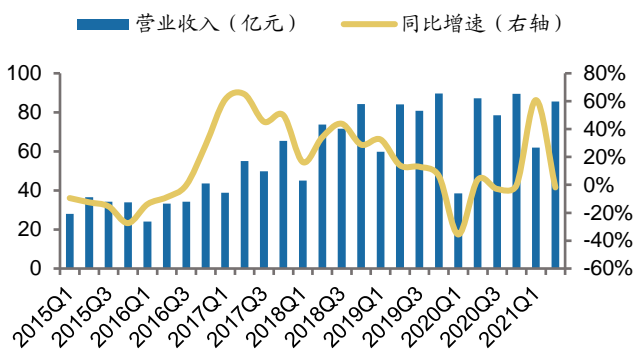
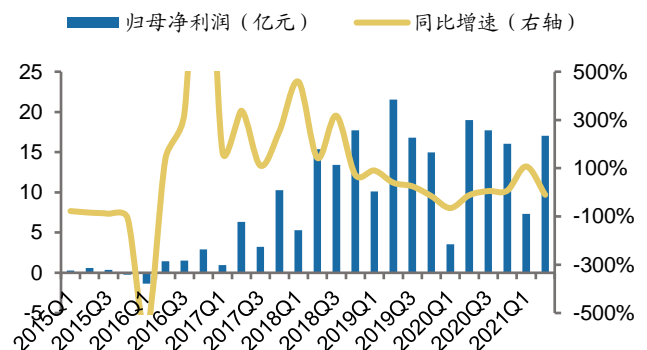


图4：2021年Q2归母净利润同比-10.21%



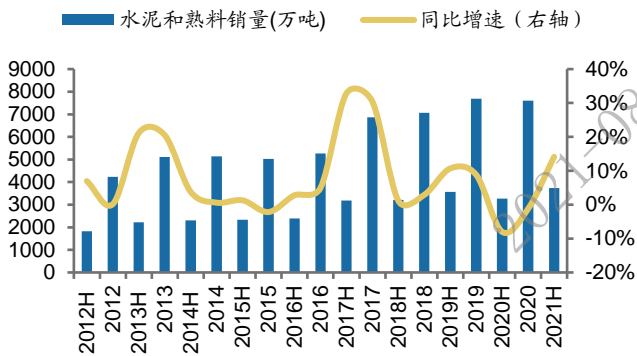
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

上半年水泥销量稳健增长，均价下行和成本上升影响吨毛利，Q2表现好于预期。公司2021年上半年水泥及熟料综合销量约3736万吨，同比增长14%，持平全国水泥产量增速，估算公司Q1、Q2销量增速分别为57%、-6%，Q2下滑主要是受到行业需求不振影响。上半年水泥及熟料业务吨收入319元，同比-11元，吨成本208元，同比+4元，吨毛利111元，同比-15元。上半年公司水泥和熟料整体销售均价下行，主

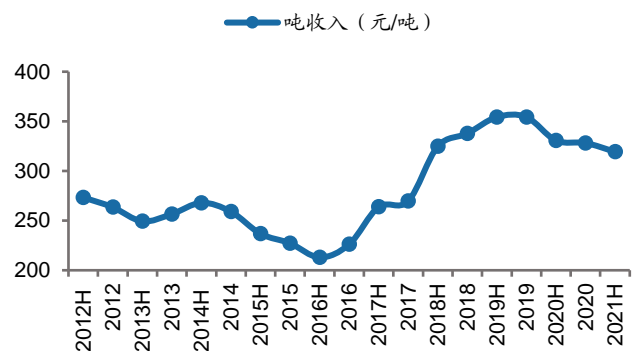
要受到云南、西藏、川渝市场价格同比走低影响，第一大市场湖北供需格局和价格较稳定，根据数字水泥网统计，上半年公司主要布局的各省省会水泥均价分别为湖北+0、湖南-3、云南-50、贵州+7、西藏-3、川渝-9。上半年公司水泥和熟料吨成本仅小幅增加4元，而据wind数据，动力煤市场价(Q5500,山西产)同比增加49%，公司通过集中采购实现燃料采购成本涨幅低于市场平均水平、其它原材料成本低于去年同期，降低煤炭价格上涨对公司成本端的压力，吨成本下降幅度好于预期，体现公司较强的成本管控能力。未来公司水泥和熟料业务有几点看点，一是公司在国内布局的两湖和西南地区供给格局稳定，周期底部已现，需求具备中期成长空间，有望成为高盈利稳现金流，尤其是西南地区在供给约束下未来价格有望走出底部进入上行区间；二是水泥窑协同处置优势显著，全集团水泥窑线环保业务覆盖率达50%，错峰生产下有开工运转率优势，“碳中和”背景下公司环保优势凸显，护航水泥主业稳定；三是公司通过淘汰落后产线和规模效应进一步降低单位成本费用，提升盈利水平；四是持续海外扩张，有望受益于“一带一路”推进，获得稳定较高的投资回报，水泥主业仍具成长空间。

图5: 2021年H1公司水泥和熟料销量+14%



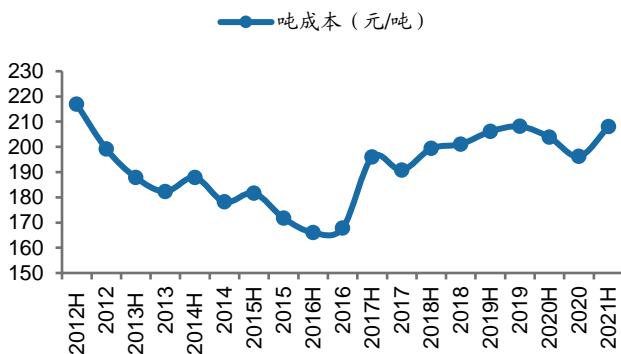
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 2021年H1公司吨收入同比-11元



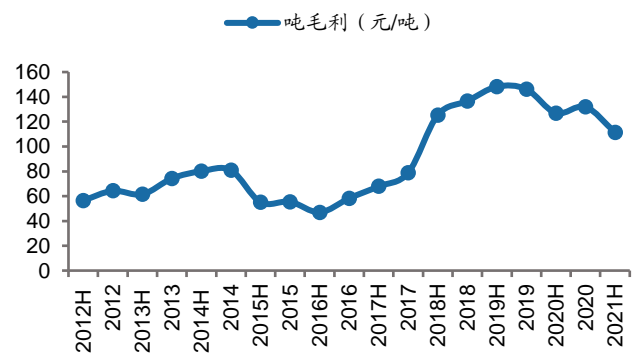
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 2021年H1公司吨成本同比+4元



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

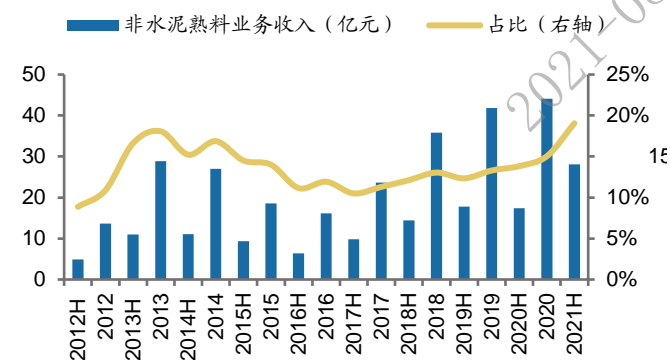
图8: 2021年H1公司吨毛利同比-15元



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

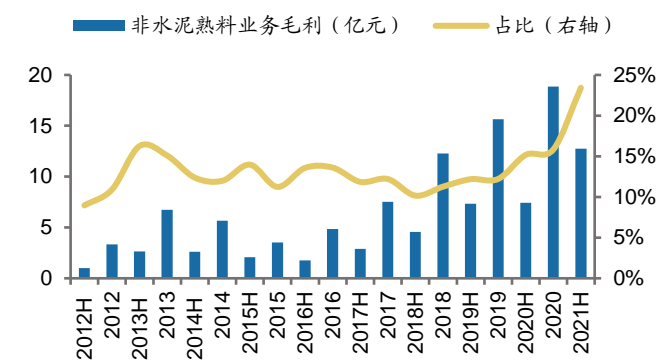
**“水泥+”业务为公司注入增长动能，突出的第二成长曲线。**公司积极拓展“水泥+”业务，非水泥熟料业务收入占比从2020年的15%提升至2021年上半年的19%，非水泥熟料业务毛利占比从2020年的16%提升至2021年上半年的23%，未来成长空间较大。分业务来看：（1）上半年公司骨料业务销量1617万吨，同比+93%，收入9.2亿元，同比+95%，毛利率63.5%，继续保持较高的盈利水平。骨料业务高增长一方面来自公司持续拓展骨料产能，上半年云南昭通、湖北阳新扩产等骨料项目建成投产新增骨料产能1080万吨，总产能达到6580万吨/年，另一方面公司产能利用率明显提升。公司2020年底开工建设的阳新亿吨机制砂石项目将在今明两年陆续投产，将会显著提升公司骨料业务竞争力，叠加骨料业务较强的盈利水平，有望带来较大的业绩增量。中期来看，一吨水泥约消耗5-6吨骨料，按照公司1亿多吨的水泥产能计算，骨料配套在5-6亿吨，中期增长空间较大。（2）混凝土一体化业务快速布局：上半年公司混凝土业务销量336万方，同比+110%，收入11.9亿元，同比+69%，毛利率稳定在27%。上半年云南红河、富明、湖北南漳（扩建）、海外柬埔寨等8个混凝土项目投产，新增混凝土产能600万方/年，总产能达到3310万方/年。（3）除骨料和混凝土业务外，公司拥有水泥设备制造5万吨/年、综合环保墙材4.2亿块/年、加气混凝土产品（砖、板）60万方/年、砂浆50万吨/年、民用幕墙挂板80万平方/年、工业防腐瓦板300万平米/年、石灰30万吨/年、水泥包装袋7亿只/年及废弃物处置616万吨/年（含在建）的总体产能，环保等其他业务也将明显增厚公司收入和业绩。

图9：公司非水泥熟料业务收入及占比



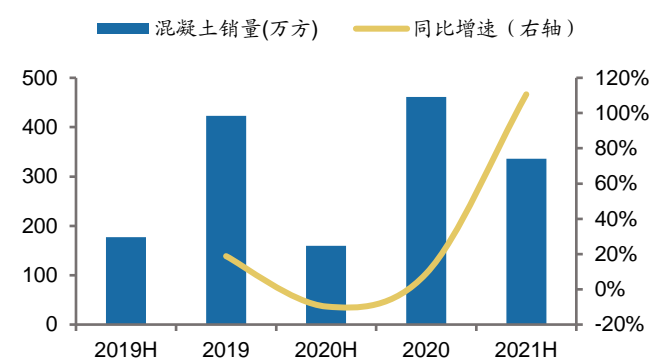
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：公司非水泥熟料业务毛利及占比



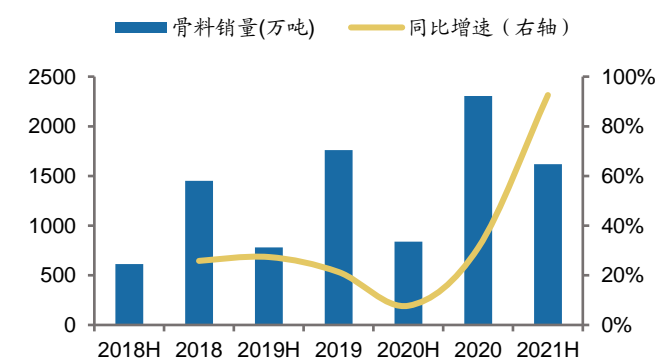
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图11：公司商混销量及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图12：公司骨料销量及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

水泥和熟料业务稳健增长，水泥+业务放量，期间费用率继续下行，带来上半年业绩超预期。上半年公司水泥和熟料业务、骨料业务、混凝土业务、其他业务毛利增速分别为0.2%、86.4%、70.2%、52.7%，毛利占比分别为76.6%、10.7%、5.9%、6.8%，在水泥主业稳增长、水泥+业务放量情况下，上半年公司毛利增速11%。2021年上半年期间费用率12.57%，同比下降0.86pct，其中管理费用下降1.17pct，主要系收入规模增加摊薄费用。上半年归母净利润增速+8.27%，吨归母净利润65元，同比-3.5元。

图13: 公司期间费用率

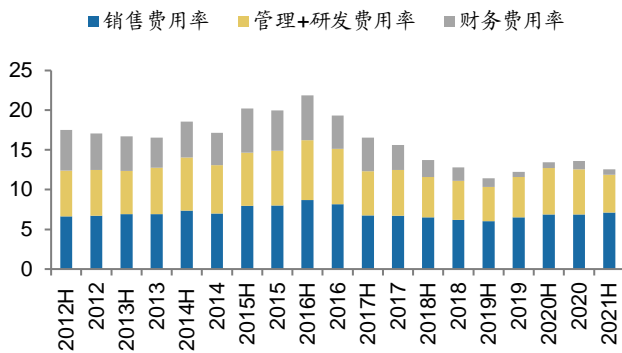
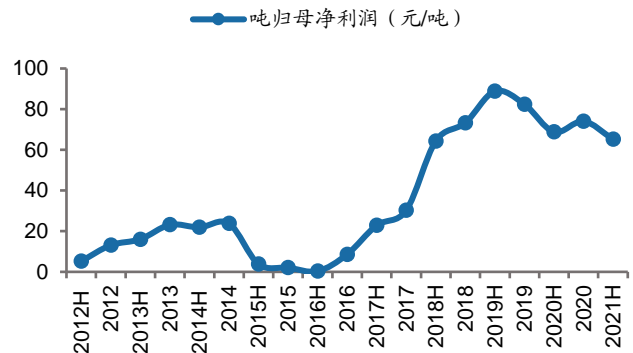


图14: 公司吨归母净利润



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

负债率仍处于历史较低水平，现金流小幅下滑。2021年上半年公司有息负债81亿元，有息负债率18.2%，较2020年底提升0.1pct，整体资产负债率41.5%，较2020年底提升0.1pct，仍处于历史较低水平。2021年上半年公司经营现金流净额22.9亿元（同比-34.5%），资本性支出18.6亿元（同比+2.4%），现金流可覆盖资本支出，但公司经营现金流净额负增长，收现比0.97，同比-0.17，净现比0.86，同比-0.57，判断来自下游资金压力传导，和公司发展骨料混凝土等业务使得应收款项相应有所增加，但公司应付款项总额和增速均超应收款项，显示公司稳固的产业链地位。

图15: 公司有息负债率和资产负债率

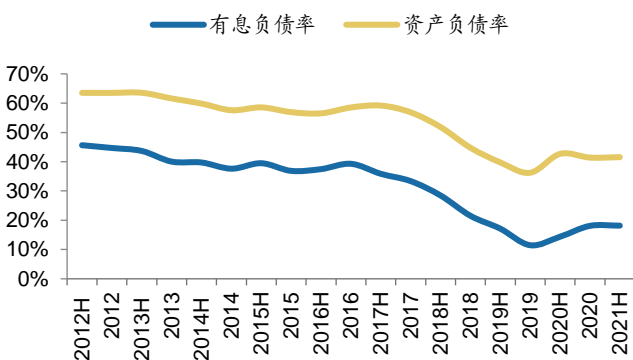
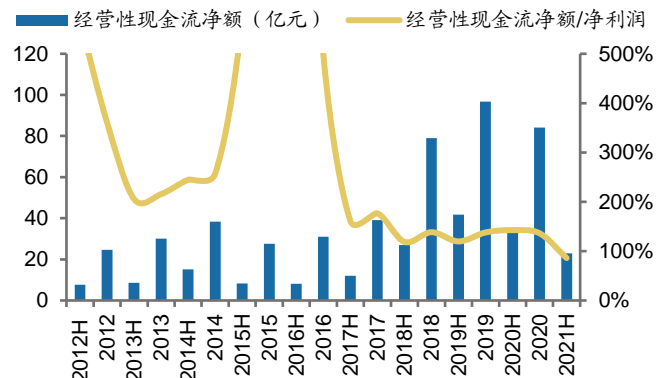


图16: 公司经营现金流净额和净现比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司治理结构良好，优异分红带来较高股息率；实施组织架构变革，助力里程碑目标实现。公司大股东是全球最大的跨国水泥巨头，能够为公司中长期发展提供管理经验，也使得公司重视股东回报，2020年公司分红率40%，按最新收盘价（2021/8/27）计算2021年股息率为6.1%。公司实施组织架构变革，建立起“区域管理”+“业务运营”+“职能管理”的矩阵式扁平化组织架构，通过“区域管理”（横向）、“业务运营”（纵向）两个不同方向落实公司的业务组合战略，形成相互推动、相互支持、扁平高效的管理架构，协同实现公司既定发展目标的运营模式，助力实现公司2025年里程碑长期发展规划目标。公司在各个基地成立华新产业园，每个园区包括水泥、骨料、混凝土及新材料业务线，保证每个园区都有足够多的盈利驱动力，此外，通过将生产和销售等管理权限下沉至园区，使得园区运转更加灵活高效，公司已陆续开始建设华新产业园项目，积极推进水泥产业链发展，高增长可期。

图17：公司每股股利和分红率

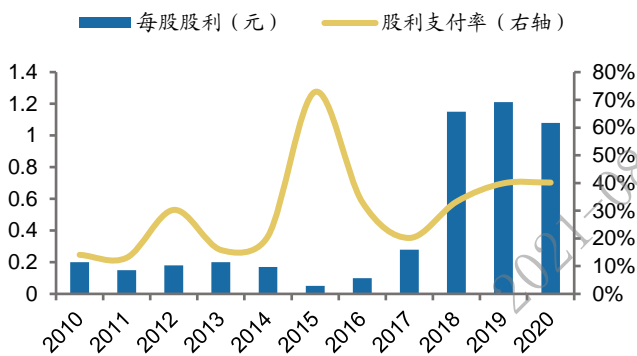


图18：公司股息率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**B股转H股现金对价高于股价，转股方案助推公司国际化进程。**根据公司公告，华新水泥拟申请将已发行的734720000股境内上市外资股（B股）转换上市地，以介绍方式在香港联合交易所主板上市及挂牌交易，变更为在香港联合交易所上市的境外上市外资股（H股），公司将安排第三方向全体B股股东根据其持有的B股股份每一股提供一份现金选择权。现金对价为每股1.945美元，2021年8月27日华新B股收盘价为1.644美元/股，现金对价较最新收盘价溢价率为18%，且A、B股股价差距较大，显示B股市场被低估且失去融资功能。B股转H股打造公司国际化的融资平台，助力公司海外发展计划的实现；股票在香港流通有利于公司参与境外资本运作，充分利用境外资本资源及市场激励来进一步加强核心竞争力。

**重点区域分析和未来展望：**（1）公司是湖北水泥龙头，集中度高、供给格局稳定，2020-2021年多重冲击后目前已到底部。从近期高频数据跟踪情况来看，湖北地区保持较高景气，根据国家统计局，2021年上半年湖北水泥产量增速53.4%，位列全国各省市增速第一位；根据数字水泥网，截至2021年8月27日，湖北水泥价格490元/吨，同比去年同期上涨5元/吨；上半年湖北下游整体需求旺盛，价格同比处于较

高位置，景气度显著高于全国平均水平，预计下半年湖北将继续保持高景气。（2）过去2-3年西南地区受新增供给影响（产能置换），西南地区水泥价格持续回落，目前价格已经回到2017年以来的底部区域，成为仅次于东北的全国价格洼地，尤其是云南、贵州、西藏冲击尤其明显，我们认为西南地区目前价格底部已现，随着供给约束未来价格有望走出底部进入上行区间：一是2020年-2021年是西南地区新增产能边际冲击最大的时候，2020年新点火12条线共计1384万吨产能，2021年预计新点火10条生产线共计1122万吨产能，未来新增产能会越来越来少。二是错峰生产扩大将改善供给，云南今年开始实行错峰生产，四川和重庆常态化错峰生产，贵州也发布2021年三、四季度水泥行业错峰生产计划，供给端进一步受限，将对水泥价格带来支撑作用。三是需求端的支撑，西南地区水泥需求增速长期跑赢全国其他地区，城镇化率显著低于全国平均水平，水泥中期需求空间较大，这也是前几年企业选择产能置换的主要原因之一。从近期高频数据跟踪情况来看，西南地区水泥价格自7月底以来上涨33元/吨，库容比下滑、出货率上升，在供给格局稳定、需求回升情况下，西南地区水泥价格有望继续修复。

**盈利预测和投资建议。**公司底蕴深厚，增长动能充足，周期底部已现。公司布局区域供需格局较好（其中第二大市场西南地区底部开始回升），水泥窑协同处置优势护航主业稳定，公司“水泥+”业务快速推进带来充足增长动能，水泥产业链一体化助推各项业务发展，骨料和混凝土快速扩张，海外水泥业务增量效应明显，公司同时提出2020-2025年“里程碑”发展战略规划，计划2025年公司业绩较2019年实现翻倍，并配合推出了2020-2022年核心员工持股计划，未来公司增长动能充足。我们预计公司2021-2023年EPS分别为2.83/3.54/4.18元，按最新收盘价对应PE分别为6.6/5.3/4.5倍，PB为1.4/1.2/1.0倍，参考可比公司估值和公司成长性，我们维持公司合理价值25.86元/股的判断，对应2021年2.0x PB维持“买入”评级。

**风险提示：**需求不及预期，行业新增供给超预期，海外和“水泥+”业务扩张不及预期等。

## 资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>10,148</b>	<b>15,135</b>	<b>16,021</b>	<b>17,315</b>	<b>18,113</b>
货币资金	5,108	8,642	8,750	9,180	9,200
应收及预付	918	1,112	1,160	1,298	1,435
存货	1,997	2,349	2,598	2,879	3,066
其他流动资产	2,126	3,032	3,513	3,958	4,412
<b>非流动资产</b>	<b>26,497</b>	<b>28,794</b>	<b>33,382</b>	<b>39,115</b>	<b>45,990</b>
长期股权投资	414	512	542	572	602
固定资产	16,718	19,186	20,939	23,842	27,891
在建工程	4,113	3,104	5,104	7,104	9,104
无形资产	3,870	4,267	5,058	5,844	6,624
其他长期资产	1,382	1,725	1,737	1,752	1,767
<b>资产总计</b>	<b>36,645</b>	<b>43,929</b>	<b>49,402</b>	<b>56,430</b>	<b>64,103</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,025</b>	<b>11,603</b>	<b>12,966</b>	<b>14,538</b>	<b>15,379</b>
短期借款	197	625	897	1,439	1,471
应付及预收	5,929	5,770	6,654	7,271	7,778
其他流动负债	2,899	5,207	5,415	5,828	6,130
<b>非流动负债</b>	<b>4,253</b>	<b>6,586</b>	<b>6,586</b>	<b>6,586</b>	<b>6,586</b>
长期借款	2,040	3,504	3,504	3,504	3,504
应付债券	1,198	1,944	1,944	1,944	1,944
其他非流动负债	1,015	1,138	1,138	1,138	1,138
<b>负债合计</b>	<b>13,278</b>	<b>18,189</b>	<b>19,552</b>	<b>21,124</b>	<b>21,965</b>
股本	2,097	2,097	2,097	2,097	2,097
资本公积	1,913	1,944	1,944	1,944	1,944
留存收益	17,316	20,417	23,955	28,695	34,679
归属母公司股东权益	21,309	23,571	27,110	31,850	37,834
少数股东权益	2,059	2,169	2,740	3,457	4,303
<b>负债和股东权益</b>	<b>36,645</b>	<b>43,929</b>	<b>49,402</b>	<b>56,430</b>	<b>64,103</b>

## 现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,679</b>	<b>8,405</b>	<b>9,117</b>	<b>10,691</b>	<b>12,105</b>
净利润	7,021	6,174	6,500	8,146	9,620
折旧摊销	1,783	1,824	1,889	1,945	2,004
营运资金变动	748	144	314	165	32
其它	127	263	414	435	449
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,487</b>	<b>-5,008</b>	<b>-5,961</b>	<b>-6,963</b>	<b>-7,963</b>
资本支出	-4,021	-3,537	-6,016	-7,018	-8,018
投资变动	-647	-1,513	-25	-25	-25
其他	181	42	80	80	80
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5,507</b>	<b>188</b>	<b>-3,047</b>	<b>-3,298</b>	<b>-4,122</b>
银行借款	993	2,914	272	542	32
股权融资	36	112	0	0	0
其他	-6,537	-2,839	-3,319	-3,840	-4,154
<b>现金净增加额</b>	<b>-318</b>	<b>3,502</b>	<b>108</b>	<b>430</b>	<b>20</b>
期初现金余额	5,236	4,918	8,642	8,750	9,180
期末现金余额	4,918	8,420	8,750	9,180	9,200

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	14.5%	-6.6%	13.7%	12.2%	10.0%
营业利润增长	21.9%	-12.0%	5.2%	25.2%	18.1%
归母净利润增长	22.4%	-11.2%	5.3%	25.3%	18.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.8%	40.6%	38.0%	40.3%	41.7%
净利率	22.3%	21.0%	19.5%	21.7%	23.3%
ROE	29.8%	23.9%	21.9%	23.3%	23.2%
ROIC	25.2%	18.5%	17.2%	18.6%	19.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.2%	41.4%	39.6%	37.4%	34.3%
净负债比率	56.8%	70.7%	65.5%	59.8%	52.1%
流动比率	1.12	1.30	1.24	1.19	1.18
速动比率	0.87	1.07	1.01	0.96	0.95
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.86	0.67	0.68	0.66	0.64
应收账款周转率	55.95	44.94	49.34	48.71	48.24
存货周转率	15.74	12.50	12.85	13.02	13.44
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.03	2.69	2.83	3.54	4.18
每股经营现金流	4.62	4.01	4.35	5.10	5.77
每股净资产	10.16	11.24	12.93	15.19	18.05
<b>估值比率</b>					
P/E	8.74	7.68	6.60	5.27	4.46
P/B	2.60	1.83	1.44	1.23	1.03
EV/EBITDA	5.23	4.46	3.86	3.20	2.77

## 利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>31,439</b>	<b>29,357</b>	<b>33,385</b>	<b>37,471</b>	<b>41,214</b>
营业成本	18,625	17,440	20,692	22,388	24,031
营业税金及附加	530	510	568	637	701
销售费用	2,048	2,023	2,203	2,398	2,555
管理费用	1,558	1,605	1,736	1,836	1,896
研发费用	37	56	67	56	48
财务费用	208	306	308	320	332
资产减值损失	-210	-78	-80	-80	-80
公允价值变动收益	5	2	0	0	0
投资净收益	109	119	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>8,744</b>	<b>7,699</b>	<b>8,099</b>	<b>10,142</b>	<b>11,972</b>
营业外收支	-28	-35	-30	-30	-30
<b>利润总额</b>	<b>8,716</b>	<b>7,664</b>	<b>8,069</b>	<b>10,112</b>	<b>11,942</b>
所得税	1,695	1,490	1,569	1,966	2,322
<b>净利润</b>	<b>7,021</b>	<b>6,174</b>	<b>6,500</b>	<b>8,146</b>	<b>9,620</b>
少数股东损益	678	543	572	716	846
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,342</b>	<b>5,631</b>	<b>5,928</b>	<b>7,429</b>	<b>8,774</b>
EBITDA	10,423	9,547	10,008	12,101	13,987
EPS (元)	3.03	2.69	2.83	3.54	4.18

## 广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：研究助理，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。