

000401.SZ

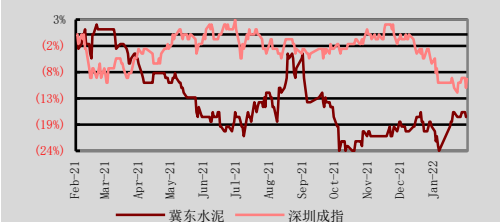
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 12.09

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(0.1)	5.5	2.1	(19.0)
相对深证成指	9.7	5.4	11.7	(9.5)

发行股数(百万)	2,658
流通股(%)	53
总市值(人民币 百万)	32,138
3 个月日均交易额(人民币 百万)	139
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
北京金隅集团股份有限公司	44

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 3 月 2 日收市价为标准

相关研究报告

《冀东水泥: 成本压力致业绩下滑, 看好重组后弹性释放》20211028

《冀东水泥: 业绩改善 18 年值得期待》20180117

《冀东水泥: 业绩改善, 整合加快》20161019

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 水泥制造

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

冀东水泥

重组完成叠加稳增长政策, 未来可期

公司重组完成进入新发展阶段, 稳增长带来投资需求, 2022 年业绩弹性可期。

支撑评级的要点

- **重组完成, 公司发展值得期待:** 2021 年 12 月, 公司公告定增股份上市, 吸收合并合资公司事项结束, 少数股东权益大幅减少, 归母净利增厚。
- **稳增长带来投资需求, 公司业绩弹性大:** 宏观层面, 2021 年经济下行压力较大, 2022 年基建是“稳”增长主要力量, 带动水泥需求向上的概率较大。区域层面, 雄安新区与京津冀协同发展带来基建需求, 河北省 2022 年基建投资规划总量稳定, 或有超预期表现。区域内总产能连续三年未新增, 错峰生产天数增加, 行业供给无增量。
- **冬储价格较高, 开春或现韧性:** 目前三北地区处于冬储状态, 水泥需求基本停滞, 但水泥价格仍然保持高位。相较于华东, 华北地区水泥价格回落较慢, 水泥熟料及粉磨价格均仍然显著高于历史同期, 韧性较强。待开春需求恢复, 水泥价格或现韧性, 公司盈利现弹性。
- **分红比例提高, 2021 年股息率约 6%:** 公司 11 月 19 日发布公告, 提高公司 2021-2023 年现金分红比例至不低于当年可供分配利润 50%, 且 2021 年分红不低于 0.75 元/股。按照公司定增结束后的 26.6 亿股总股本计算, 2021 年公司现金分红将不少于 19.93 亿元, 股息率约 6.05%。

估值

- 我们调整公司 2022-2023 年盈利预测, 预计公司 2021-2023 年收入分别为 365.3、409.6、438.0 亿元, 归母净利分别为 27.6、52.2、60.8 亿元; 全面摊薄 EPS 分别为 1.04、1.97、2.29 元。考虑到重组后公司股权得到理顺、分红比例提高、少数股东权益减少后 2022 年归母净利大幅上升、基建稳增长带来水泥需求、公司业绩弹性较大, 上调公司评级至**买入**。

评级面临的主要风险

- 水泥需求不及预期、煤炭价格超预期上涨、季节性雨热天气干扰。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	34,507	35,480	36,527	40,962	43,800
变动(%)	12	3	3	12.1	7
净利润(人民币 百万)	2,701	2,850	2,757	5,222	6,076
全面摊薄每股收益(人民币)	1.016	1.072	1.037	1.965	2.286
变动(%)	82.0	5.5	(3.27)	89.4	16.4
全面摊薄市盈率(倍)	11.9	11.3	11.7	6.2	5.3
价格/每股账面价值(倍)	6.5	4.9	2.9	2.6	2.3
每股现金流量(人民币)	1.86	2.49	4.16	4.70	5.17
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.9	1.9	3.8	3.0	2.7
每股股息(人民币)	0.25	0.25	0.72	0.98	1.14
股息率(%)	2.1	2.1	6.0	8.1	9.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

重组完成，发展值得期待.....	5
重组或成为公司发展新起点.....	5
重组回顾：穷则思变，变则通，通则达.....	5
重组完成，规模优势增强.....	8
重组叠加行业协同，多项指标均现优化趋势.....	9
四点逻辑看好冀东水泥.....	12
1.逆周期调节发力，需求预期良好.....	12
2.新增供给无压力，错峰生产天数增加.....	14
3.冬储价格较高，开春或现韧性.....	15
4.承诺 21-23 年分红比例不低于 50%，股息率高.....	16
盈利预测.....	17
基本假设.....	17
投资建议.....	18
风险提示.....	19

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司历史发展各阶段.....	5
图表 2. 第一阶段股权重组关键时间节点.....	6
图表 3. 冀东金隅重组第一阶段股权结构示意图.....	6
图表 4. 冀东金隅重组第二阶段股权结构示意图.....	6
图表 5. 第二阶段资产重组关键时间节点.....	7
图表 6. 2015 年重组前冀东水泥产能分布.....	7
图表 7. 2020 年重组后冀东金隅产能分布.....	7
图表 8. 冀东金隅重组第三阶段股权结构示意图.....	7
图表 9. 第三阶段资产及股权重组关键时间节点.....	8
图表 10. 金隅集团与冀东水泥产能布局重合度高.....	8
图表 11. 公司产能规模全国第三（万吨）.....	8
图表 12. 公司产能在华北地区市占率第一（万吨）.....	8
图表 13. 公司产能主要分布于北方省份.....	9
图表 14. 公司经营的各关键省份熟料产能 CR5.....	9
图表 15. 公司债务利息支出相对走稳（百万元）.....	9
图表 16. 公司债务利息支出率下降.....	9
图表 17. 公司资产负债率下行（%）.....	9
图表 18. 公司财务费用率下行（%）.....	9
图表 19. 公司毛利率逐渐改善（%）.....	10
图表 20. 公司净利率改善明显（%）.....	10
图表 21. 公司存货周转天数中枢下行（%）.....	10
图表 22. 公司营业周期下行（%）.....	10
图表 23. 公司管理费用率下行（%）.....	10
图表 24. 公司销售费用率平稳（%）.....	10
图表 25. 公司应收账款周转天数下降（%）.....	11
图表 26. 公司经营活动现金净流量/总收入上行（%）.....	11
图表 27. 2022 年专项债重点投向.....	12
图表 28. 京津冀协同发展的五大主要任务.....	12
图表 29. 2021 与 2022 年河北省重点建设项目比较（个、亿元）.....	13
图表 30. 2021 年全国固定资产投资增速回落.....	13

图表 31. 2021 年河北省分项固定资产投资增速下滑	13
图表 32. 2021 年全国开工与拿地面积负增长	14
图表 33. 2021 年河北省开工与拿地面积增速一般	14
图表 34. 2019-2021 年关键省份水泥产能稳中回落 (万吨)	14
图表 35. 2022 年冀东水泥关键省份错峰生产天数增加	14
图表 36. 华北地区 42.5 价格回落幅度小于华东地区 (元/吨)	15
图表 37. 石家庄 42.5 水泥价格韧性较强 (元/吨)	15
图表 38. 合肥 42.5 水泥价格现回落 (元/吨)	15
图表 39. 华北 42.5 水泥价格韧性较强 (元/吨)	16
图表 40. 华东 42.5 水泥价格现回落 (元/吨)	16
图表 41. 公司盈利预测拆分	17
损益表(人民币 百万)	20
资产负债表(人民币 百万)	20
现金流量表(人民币 百万)	20
主要比率 (%)	20

重组完成，发展值得期待

重组或成为公司发展新起点

公司第四阶段开篇，发展值得期待：唐山冀东水泥股份有限公司成立于1994年，于1996年在深交所挂牌上市。以上市为起点，公司的历史可分为四阶段。

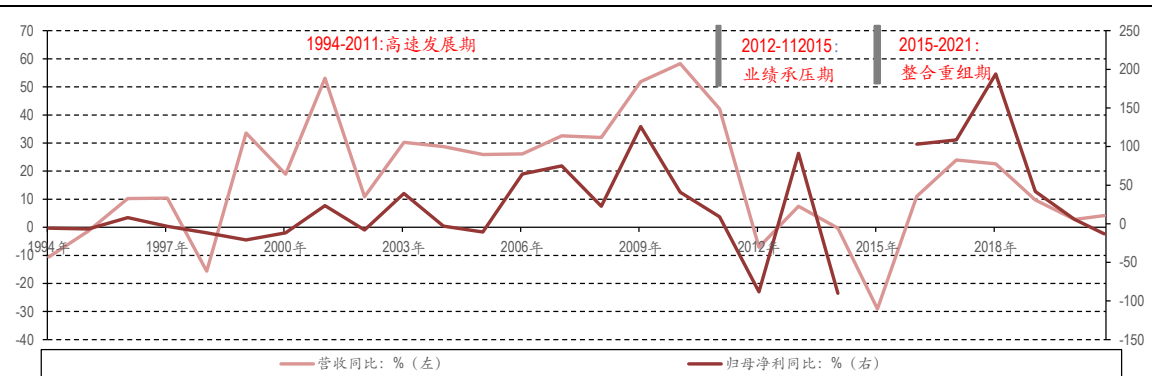
第一阶段高速发展期：1996-2011年，公司营业收入CAGR为21.5%，归母净利CAGR为12.9%。伴随着中国经济及水泥行业的快速发展，公司水泥产能也迅速扩张。1996年上市初，公司仅有一条年产硅酸盐水泥129万吨的生产线，而2011年公司水泥产能已达到10322万吨/年，产能增长近80倍。

第二阶段业绩承压期：2012-2015年，公司业绩显著下滑，2012-2015年间，公司营收分别增长-7.1%、7.5%、-0.3%、-29.1%，2012-2014年公司归母净利分别增长-88.2%、91.2%、-89.9%，2015年更是亏损17.2亿元。此期间公司业绩承压的主要原因有四：1.前期“四万亿”投资带动全国范围内水泥产能快速扩张，此阶段华北地区水泥产能严重过剩，恶性竞争导致水泥及熟料价格显著下滑；2.温州高铁动车事故导致铁路新开工项目显著下滑；3.房地产下行周期，地产需求一般；4.公司层面，前期投放产能带来高折旧、高负债，过剩产能成为公司负担。

第三阶段整合重组期：2016-2021年，在经历了2013-2015年我国水泥行业格局严重恶化之后，冀东水泥实际控制人唐山市国资委与金隅对外宣布筹划战略重组，重组经历三阶段，最终于2021年12月完成。重组期间，随着冀东与金隅水泥的协同以及错峰生产、产能置换等政策的实施，华北地区水泥行业景气度提升，水泥价格趋势性逐年上行；加之公司资产负债率逐渐降低，公司运营效率逐步提高，存货周转与应收账款周转情况均有所好转。公司业绩随之恢复增长。

第四阶段新发展期：2021年12月，公司公告定增股份上市，吸收合并合资公司事项结束，公司控股股东变更为金隅集团。目前公司新的股权结构与管理团队逐渐稳定，公司未来可期。

图表 1. 公司历史发展各阶段



资料来源：公司年报，中银证券

注：2014 低基数下，2015 年归母净利下滑5041.9%，偏离较多，故在图表中省去。

重组回顾：穷则思变，变则通，通则达

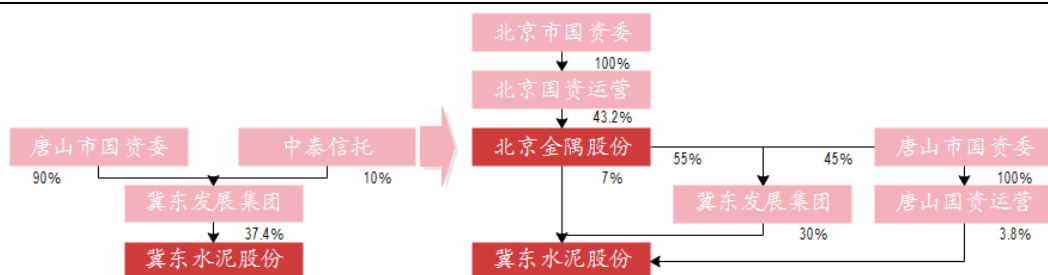
重组第一阶段：股权重组，冀东水泥实控人变更为北京国资委：冀东水泥和金隅集团的重组分为三阶段，第一阶段为2016年股权重组。金隅集团通过认购冀东水泥母公司冀东发展新增注册资本和中泰信托持有的冀东发展股份，持有冀东发展55%股份成为其控股股东，冀东水泥实控人由唐山国资委变为北京国资委。金隅集团直接持有冀东水泥7%股份，通过冀东发展间接持有公司30%股份。

图表 2. 第一阶段股权重组关键时间节点

时间	内容
2016-4-5	收到实控人唐山市国资委通知，开始停牌筹划重组，停牌至 7 月 16 日止。
2016-4-16	与唐山市国资委签署《关于冀东发展集团有限责任公司重组之框架协议》，重组方案包括冀东水泥向金隅集团/冀东集团定向发行 A 股购买其所持有的水泥及混凝土业务。
2016-5-31	冀东集团拟以协议转让方式向唐山国有资本运营公司转让其所持有的冀东水泥 7.48% 的股份。
2016-7-13	发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(修订稿): 拟向金隅集团以发行股份的方式，购买其旗下 31 家水泥及混凝土子公司的股权。 其他安排：金隅股份增资并受让股权以控股冀东集团 55% 股份。
2016-10-11	接冀东集团通知，其已经完成工商登记手续并领取了换发的营业执照，金隅股份现持有其 55% 的股权，唐山市人民政府国有资产监督管理委员会持有其 45% 的股权，金隅股份为其控股股东。
2016-10-22	金隅集团将其持有的金隅股份的股权无偿划转给北京国有资本经营管理中心，12 月 30 日无偿划转完成。

资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 冀东金隅重组第一阶段股权结构示意图



资料来源：公司公告，中银证券

重组第二阶段：资产重组，冀东水泥为合资公司控股股东：资产重组始于 2017 年 12 月，双方成立合资公司金隅冀东水泥，冀东水泥将持有的 20 家子公司和 2 家分公司注入合资公司，估值 82.1 亿；金隅集团将持有的 10 家子公司注入合资公司，估值 73.1 亿；**冀东水泥持有合资公司 52.9% 股权，金隅集团持有合资公司 47.1% 股权。**2019 年 1 月，两家公司继续向合资公司添砖加瓦。冀东水泥现金收购金隅集团 7 家子公司股权，同时将持有的 5 家子公司注入合资公司；金隅集团将持有的 7 家子公司注入合资公司。

至此，冀东水泥与金隅集团旗下全部水泥资产均转移至合资公司，同业竞争问题得到解决。合资公司的熟料与水泥产能分别达到 1.0 与 1.7 亿吨，成为全国仅次于中国建材与海螺水泥的第三大水泥企业，冀东水泥的京津冀产能市占率大幅提升至 51%，核心区域的话语权与市场掌控能力大幅提升。

图表 4. 冀东金隅重组第二阶段股权结构示意图



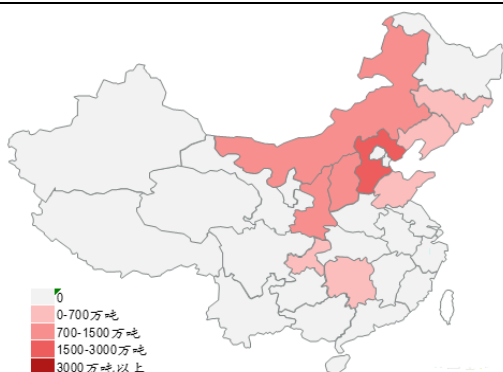
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 第二阶段资产重组关键时间节点

时间	内容
2017-11-21	因购买 31 家水泥公司事项，重大资产重组停牌，停牌至 1 月 15 日。
2017-12-29	撤回发行股票支付现金募集配套资金购买资产的提交材料，对重组方案进行重大调整。
新方案：	金隅集团拟以金隅水泥经贸等 10 家标的公司股权出资，冀东水泥拟以所持有的冀东水泥滦县有限责任公司等 20 家公司的股权及唐山冀东水泥股份有限公司唐山分公司等 2 家分公司的资产出资，双方共同组建合资公司。根据合资双方出资额计算，冀东水泥将持有合资公司 52.91% 股权，金隅集团将持有合资公司 47.09% 股权。调整后的交易方案不涉及上市公司发行股份，因此，不再募集配套资金。
2018-4-20	证监会方案审核，停牌 7 天。
2018-5-25	金隅集团增持冀东水泥 1%，持股比例达到 31%。
2018-6-1	公告权益报告书及出资组建合资公司重大资产重组暨关联交易报告书，合资公司审批事项完全结束。
2018-6-2	合资公司取得了唐山市丰润区行政审批局核发的营业执照。
2018-7-28	金隅集团所持有的北京金隅水泥经贸有限公司等 10 家公司的股权以及冀东水泥所持有的冀东水泥滦县有限责任公司等 20 家公司的股权已全部过户至合资公司，并完成相关工商变更登记手续。
2019-1-10	董事会审议通过《关于唐山冀东水泥股份有限公司重大资产购买及共同增资合资公司暨关联交易方案的议案》：金隅集团以所持有的赞皇金隅水泥有限公司等 7 家公司的股权出资，冀东水泥以所持有的临澧冀东水泥有限公司等 5 家公司的股权及 24.82 亿元现金出资，双方共同向合资公司增资，冀东水泥以 15.4 亿元现金向金隅集团购买其所持如下 7 家公司股权。
2019-3-26	金隅集团所持有的赞皇金隅水泥有限公司等 14 家公司的股权，已全部过户至合资公司或冀东水泥。冀东水泥所持有的临澧冀东水泥有限公司等 5 家公司的股权已全部过户至合资公司，并完成相关工商变更登记及北京产权交易所非公开协议转让鉴证程序。

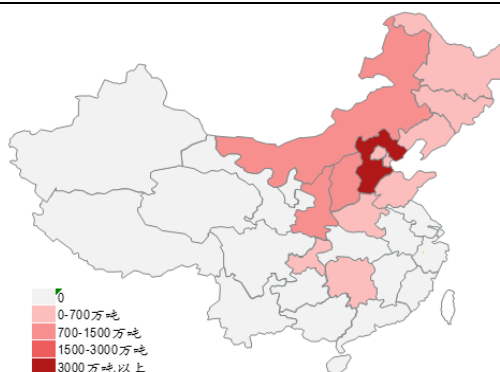
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 2015 年重组前冀东水泥产能分布



资料来源：公司年报，中银证券

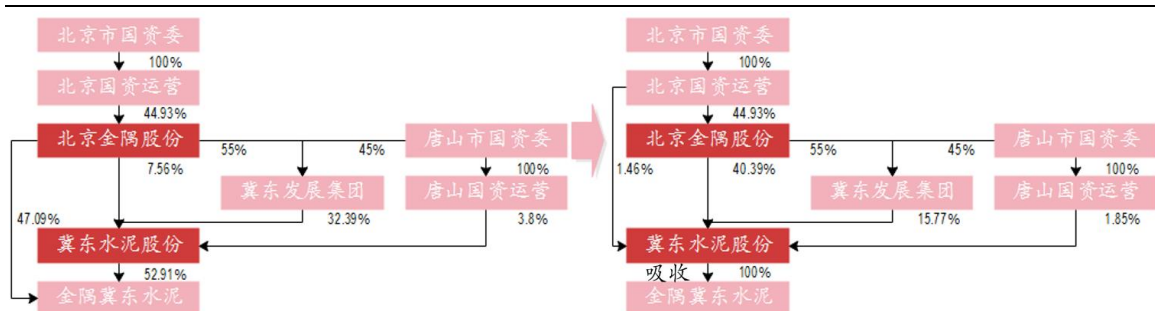
图表 7. 2020 年重组后冀东金隅产能分布



资料来源：公司年报，中银证券

重组第三阶段：冀东水泥完全吸收合并合资公司：重组第三阶段始于 2021 年 4 月，冀东水泥公告向金隅集团发行股份购买其持有的合资公司 47.09% 股权吸收合并合资公司，同时向北京国资运营管理等投资者非公开发行人募集配套资金。重组完成后冀东水泥将完全控股合资公司金隅冀东。金隅冀东的重组打造了华北水泥巨无霸，龙头地位不可撼动。并且值得重点指出的是，股权结构的变化使冀东水泥原有的大幅少数股东权益变为归母净利润，公司归母净利润将得到明显增厚。

图表 8. 冀东金隅重组第三阶段股权结构示意图



资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 第三阶段资产及股权重组关键时间节点

时间	内容
2021-3-18	冀东水泥公告，拟通过向控股股东金隅集团发行股份的方式，购买其所持金隅冀东 47.09% 股权，交易对价为 136 亿元。吸收合并后合资公司将注销法人资格。交易完成后金隅集团对公司直接持股比例将达到 40.39%，冀东集团对公司持股比例将变为 15.77%，金隅集团直接、间接合计控制冀东水泥 56.16% 的股份。
2021-4-1	公告冀东水泥吸收合并金隅冀东水泥(唐山)有限责任公司并募集配套资金暨关联交易预案摘要。
2021-11-26	公司股票进入现金选择权派发、行权申报、行权清算交收阶段，股票停牌直至现金选择权申报期结束并履行相关信息披露义务后。
2021-12-15	公司已完成向金隅集团非公开发行 10.66 亿股股份事项。本次发行完成后，公司总股本增加至 2,479,641,194 股，公司控股股东由冀东发展集团变更为金隅集团，公司实际控制人未发生变化，仍为北京市国资委。
2022-1-13	新增股份 1.78 亿股上市，公司总股本增加至 26.6 亿股。

资料来源：公司公告，中银证券

重组完成，规模优势增强

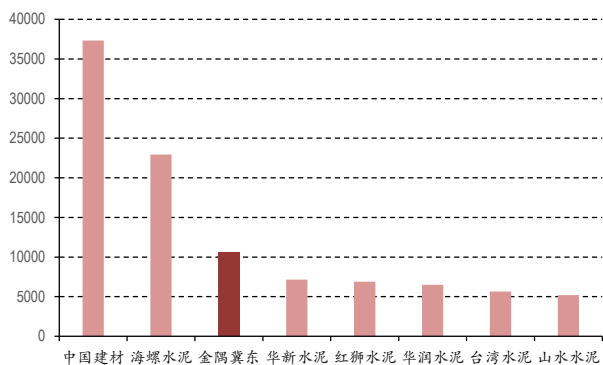
产能规模增加，区域竞争力增强，推动区域协同：重组前，2015 年冀东水泥拥有熟料产能 7483 万吨，水泥产能 1.25 亿吨；金隅水泥拥有 5000 万吨水泥产能，4000 万吨左右的产销量。在重组之前，金隅股份和冀东水泥在京津冀地区水泥产能的市占率都在 25% 以上。重组完成后，冀东水泥拥有熟料产能 1.17 亿吨，水泥产能 1.7 亿吨，在京津冀地区的市场份额达到 50% 以上，同业竞争问题解决，区域话语权增强，区域协同效果更优。合并后，公司成为华北地区第一大水泥企业和国内第三大水泥企业。公司产能主要分布在河北、山西、陕西、内蒙古等省份，公司在主要省份产能的市占率较高，市场话语权较强。

图表 10. 金隅集团与冀东水泥产能布局重合度高

	金隅集团 熟料产能 (万吨)	金隅集团 市占率 (%)	冀东水泥 熟料产能 (万吨)	冀东水泥 市占率 (%)	冀东金隅 合计市占率 (%)
河北	2,080.1	21.7	2,684.6	28.0	49.6
天津	155.0	100.0	-	-	100.0
北京	285.2	100.0	-	-	100.0
山西	294.5	5.1	1,162.5	20.0	25.1
吉林	77.5	3.1	387.5	15.6	18.7

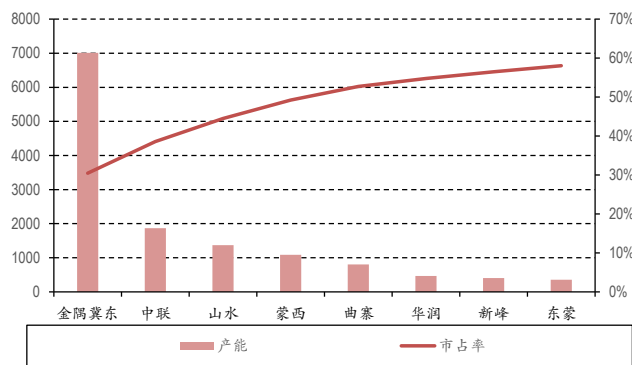
资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 11. 公司产能规模全国第三 (万吨)



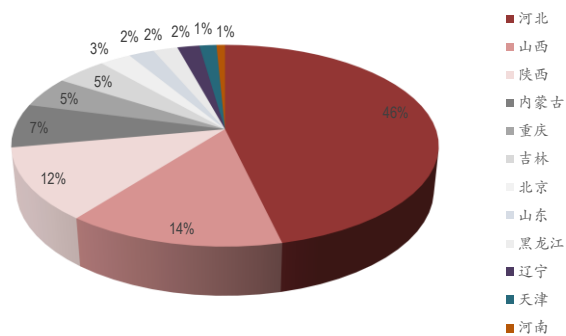
资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 12. 公司产能在华北地区市占率第一 (万吨)



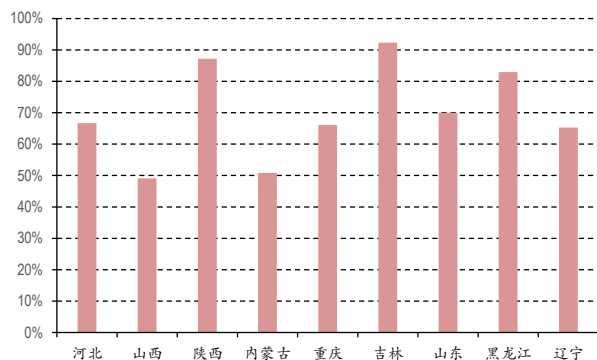
资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 13. 公司产能主要分布于北方省份



资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 14. 公司经营的各关键省份熟料产能 CR5

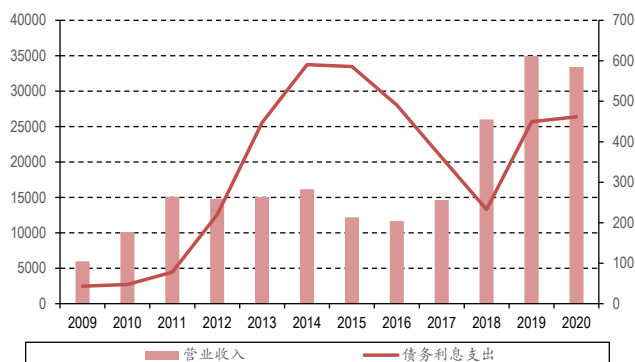


资料来源：中国水泥网，中银证券

重组叠加行业协同，多项指标均现优化趋势

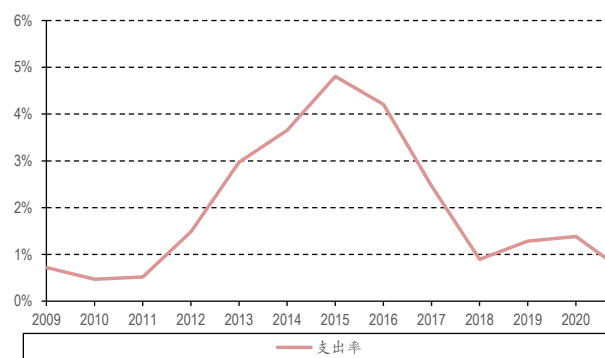
资产负债率降低，债务利息开支减少：重组前，公司面临着高负债率、高费用率、长营业周期等问题。公司吸收金隅股份旗下水泥资产并增发扩股后，资产负债率逐渐降低，财务费用逐年下降：重组前的 2016 年，公司资产负债率高达 73.1%，财务费用率约 10.1%；而 2021 年三季度，公司资产负债率仅 44.8%，财务费用率仅 1.8%。通过重组，公司债务利息支出率逐渐下滑。

图表 15. 公司债务利息支出相对走稳（百万元）



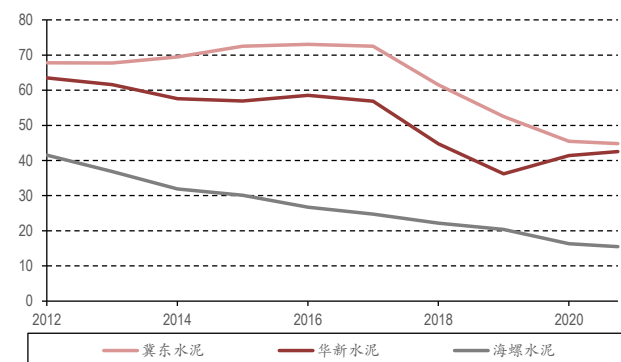
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 公司债务利息支出率下降



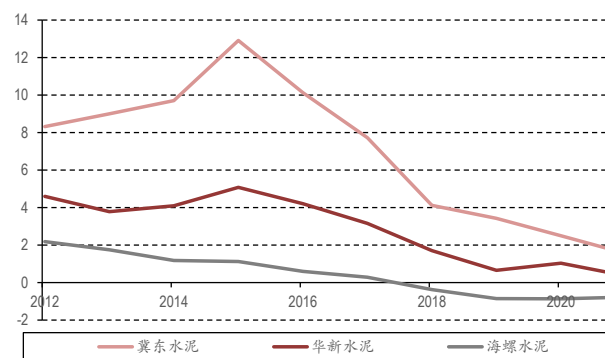
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 公司资产负债率下行 (%)



资料来源：万得，中银证券

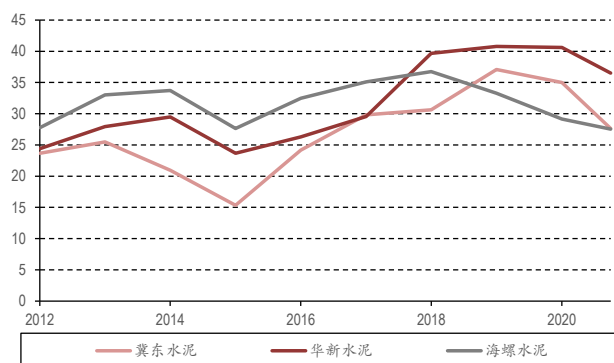
图表 18. 公司财务费用率下行 (%)



资料来源：万得，中银证券

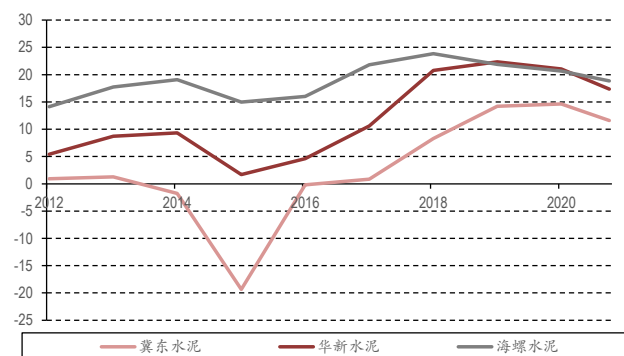
费用率下降，现金及利润率改善：随着重组及行业格局改善，冀东水泥财务指标发生诸多边际改善。在利润率方面，公司的毛利率由 2015 年的低点 15.3% 已逐渐回升至 30% 左右；净利率则由低值的负 20% 扭转为 12% 左右。经营效率方面，公司的存货周转呈现加快趋势，营业周期中枢下行。费用控制方面，公司的管理费用与财务费用率逐渐下行，销售费用率总体稳定。现金流方面，公司的流动比率、应收账款周转天数、经营活动现金净流量与营业收入比等均呈现改善趋势，且改善幅度优于同行业的华新水泥与海螺水泥两家龙头企业。

图表 19. 公司毛利率逐渐改善 (%)



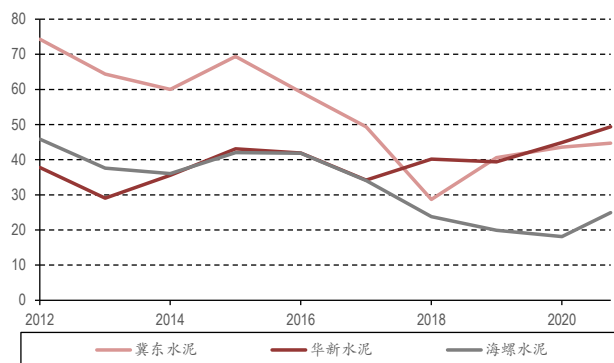
资料来源：万得，中银证券

图表 20. 公司净利率改善明显 (%)



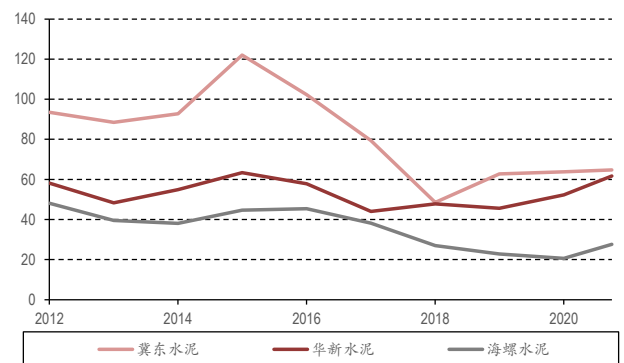
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 公司存货周转天数中枢下行 (%)



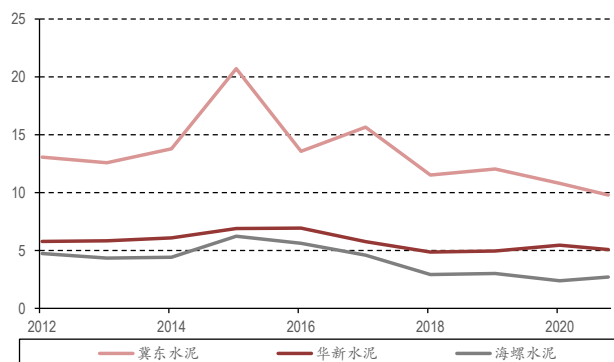
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 公司营业周期下行 (%)



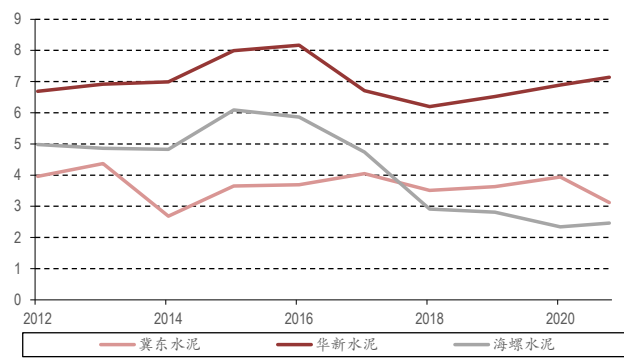
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 公司管理费用率下行 (%)



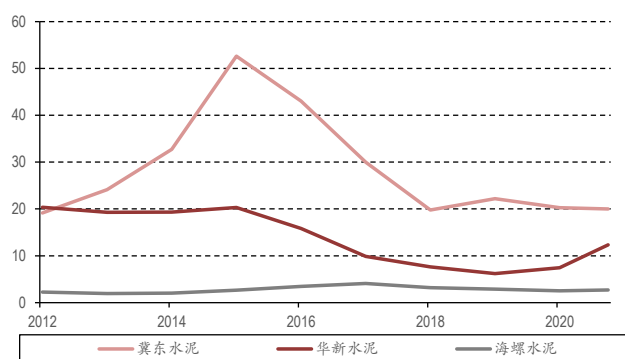
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 公司销售费用率平稳 (%)



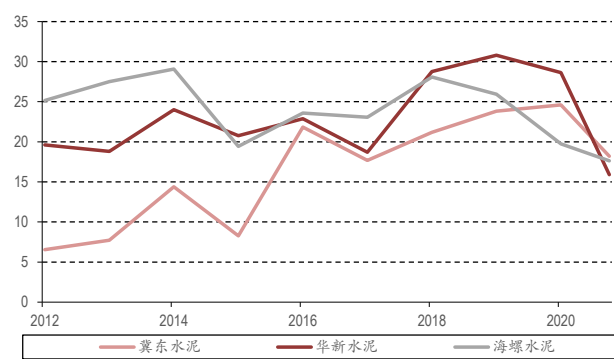
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 公司应收账款周转天数下降 (%)



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 公司经营活动现金净流量/总收入上行 (%)



资料来源：万得，中银证券

四点逻辑看好冀东水泥

1. 逆周期调节发力，需求预期良好

宏观层面：经济下行压力加大，2022 年基建是稳增长主要力量。2021 年 12 月中央经济工作会议会议提出当前经济发展面临的三大压力：需求收缩、供给冲击、预期转弱，并提出 2022 年要坚持稳中求进总基调，政策发力适当靠前，适度超前开展基础设施投资，启动一批产业基础再造工程项目等。2021 年 Q4，我国 GDP 增速 4.0%，经济下行压力加大，政策开始发力。投资作为带动经济发展的重要马车，2022 年复苏预期强烈。

据财政部公告，2022 年专项债提前批规模 1.49 万亿，投向主要包括水泥需求与投资相关性较高，基建开工端有望率先受益。根据财政部公告，今年 1 月全国地方债发行规模 6989 亿元，相较去年同期大幅增加。其中，新增专项债发行 4844 亿，环比 2021 年 12 月增加 3750 亿元，同比来看，2021 年的 1-2 月均无地方政府专项债新增，财政政策的前置发力在数据上已有所体现，稳增长政策效果有望逐步兑现，支撑基建投资需求复苏。

图表 27. 2022 年专项债重点投向

九大领域	“十四五”规划《纲要》的项目	“十四五”规划《纲要》的项目
交通基础设施	国家重大科技基础设施	全民健身场地设施
能源	交通强国建设工程	精神卫生福利设施
农林水利	现代能源体系建设工程	公益性殡葬服务
生态环保	国家水网骨干工程	经济安全保障工程
社会事业	现代农业农村建设工程	
城乡冷链等物流基础设施	新型城镇化建设工程	此外
市政和产业园区基础设施	促进边境地区发展工程	水利、城市管网建设
国家重大战略项目	重要生态系统保护和修复工程	
保障性安居工程	环境保护和资源节约工程	

资料来源：财政部，中银证券

区域层面：华北地区受益京津冀协同发展及雄安新区建设。公司主要经营区域位于华北地区，其中京津冀地区占比最高，2020 年华北地区占公司营收比的 73%。2014 年开始，京津冀协同发展成为国家战略。2018 年，在京津冀协同发展论坛上，发改委规划了京津冀协同发展的五大重点任务，包括纾解北京非首都功能，以高起点、高规划、高标准规划和建设雄安新区等。而雄安新区目前开发程度较低，作为千年大计，纾解北京的非首都功能需要较高的开发程度，2019 年，雄安新区城区的基建逐渐开始建设，未来三到五年建设或将逐渐加速。

图表 28. 京津冀协同发展的五大主要任务

序号	任务
1	疏解北京非首都功能。
2	以高起点、高规划、高标准，规划和建设雄安新区。
3	推进北京城市副中心规划建设，平稳有序推进北京市行政机构、事业单位向北京城市副中心的搬迁，推动北京城市副中心和廊坊北三县协同发展。
4	调整优化京津冀地区的产业结构、能源结构，强化区域污染的联防联控治理，继续压减过剩产能。
5	以交通一体化为重点，强化基础设施互联互通，提高京津冀地区交通一体化水平。

资料来源：发改委，中银证券

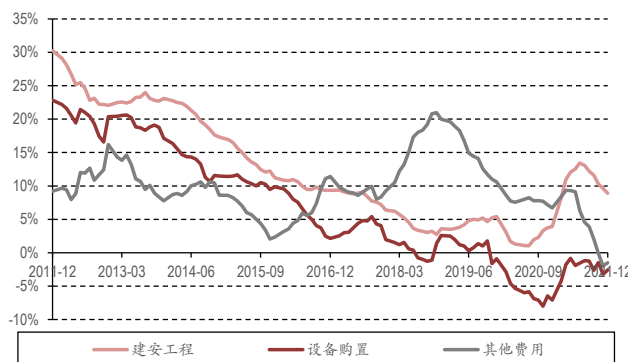
重点建设中新开工项目数量增多，投资规模稳定：河北省 2022 年省重点建设项目共安排 695 项，总投资 1.12 万亿元，年内预计完成投资 2500 亿元以上。其中，新开工项目 356 项，总投资 4091.1 亿元；续建项目 243 项，总投资 5234.6 亿元；建成投产项目 96 项，总投资 1851.4 亿元。356 个项目预计 2022 年开工，比 2021 年新开工项目增加 104 项，为近 5 年来最多。固定资产投资完成额方面，2021 年河北省共投资 3.95 万亿元，同比增长 3.0%，其中建安工程、设备购置、其他费用分别为 2.86 万亿元，5405.2 亿元，5042.7 亿元，分别增长 5.8%、下降 18.7%、增长 12.5%。在全国固定资产投资不乐观的情况下，河北省总体表现较好。

图表 29. 2021 与 2022 年河北省重点建设项目比较（个、亿元）

	2021 年	2022 年
重点建设项目	682	695
总投资额	11,900	11,200
年内预计完成投资	28,10.6	2,500
新开工项目	252	356
新开工总投资	-	2,091.1
续建项目	318	243
续建总投资	-	5,234.6
建成投产项目	112	96
建成投产项目总投资	-	1,851.4
基础设施项目	11+33+29	18+17+2

资料来源：发改委，中银证券

图表 30. 2021 年全国固定资产投资增速回落



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 2021 年河北省分项固定资产投资增速下滑



资料来源：万得，中银证券

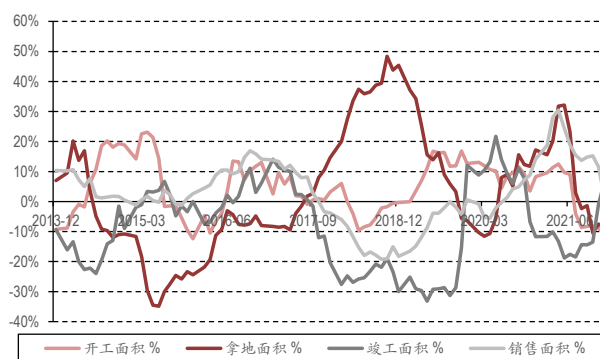
河北省 2021 年地产施工销售表现一般，2022 年预计趋稳：2021 年在地产调控压力下，全国的地产新开工及拿地表现均较差，河北省也不例外。2021 年河北省合计开工 9069.2 万平，同比下滑 11.4%，地产拿地合计 14670.0 万平，同比下滑 12.5%。虽然政策强调稳增长，地产融资压力边际改善，2022 年上半年地产开工仍然不会迅速转好，预计上半年拿地好转后，开工或在下半年出现转折点。

图表 32. 2021 年全国开工与拿地面积负增长



资料来源：万得，中银证券

图表 33. 2021 年河北省开工与拿地面积增速一般

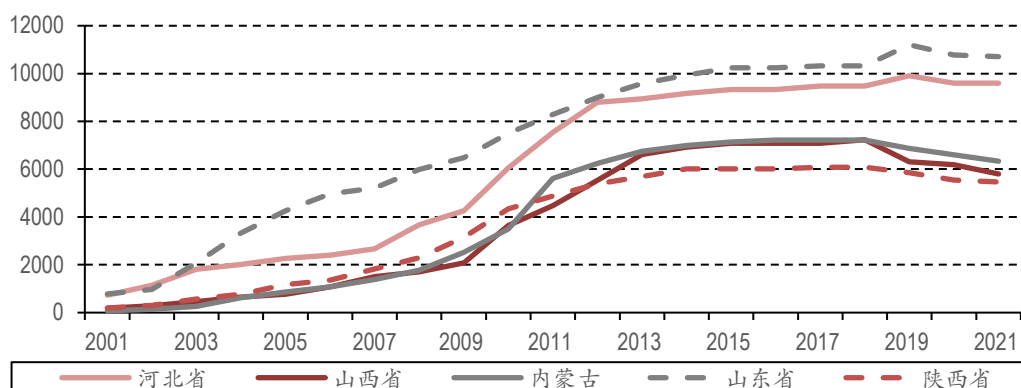


资料来源：万得，中银证券

2. 新增供给无压力，错峰生产天数增加

公司主要经营省份水泥产能呈回落趋势：公司主要经营的河北、陕西、山西、内蒙古、山东等省近年水泥产能总体稳定，并有回落趋势。并且主要产区错峰生产要求在 2022 年更加严格，2022 年区域总供给仍将稳中有缩，因此，有望支持区域水泥景气度提高。

图表 34. 2019-2021 年关键省份水泥产能稳中回落（万吨）



资料来源：中国水泥网，中银证券

图表 35. 2022 年冀东水泥关键省份错峰生产天数增加

	2021 年-2022 年冬错峰生产计划	2020 年-2021 年冬错峰生产计划	变化趋势
河北	全年 150 天，采暖季 120 天，5 月、7 月中下旬和 8 月上旬、9 月和 10 月上旬共计 30 天。	采暖季 105 天，2020.12.1-2021.3.15。	收紧
山西	5 个月，11.1-3.31 日，A 级企业豁免错峰	120 天，11.1-3.31	收紧
内蒙古	120 天，12.1-3.31 日	120 天，11.15-3.15	不变
山东	120 天，12.1-3.31 日	100 天，12.1-3.15	收紧
河南	四级三档，分别错峰 78、93、120 天	60 天，1.1-1.31/3.1-3.31	收紧
辽宁	135 天，11.15-3.31 日	120 天，12.1-3.31	收紧
吉林	150 天，11.1-3.31 日	120 天，12.1-3.31	收紧
黑龙江	150 天，10.15-3.15 日	135 天，11.15-3.31	收紧
陕西	100 天，12.1-3.10 日	80 天，12.10-2.28	收紧

资料来源：各省份工信厅，卓创资讯，中银证券

3. 冬储价格较高，开春或现韧性

四季度南方水泥价格回落，北方冬储价格高位稳定：2021年8月开始，随着雨热天气结束、施工旺季到来，加之能耗双控、限电限产以及煤价上涨影响，全国范围内水泥价格快速抬升。10月开始，受需求低迷和能耗双控、限电取消的影响，水泥价格快速回落。但由于包括华北、西北和东北地区的北方地区陆续进入冬储季，北方水泥价格保持了一定韧性，水泥价格目前远高于历史同期。较去年同期相比，石家庄、太原、呼和浩特三地目前的水泥价格高 100、110、150 元/吨，而华东地区的上海、南京、杭州、合肥四地较去年同期价格互有高低，总体持平。**春季华北水泥业绩弹性或较强。**

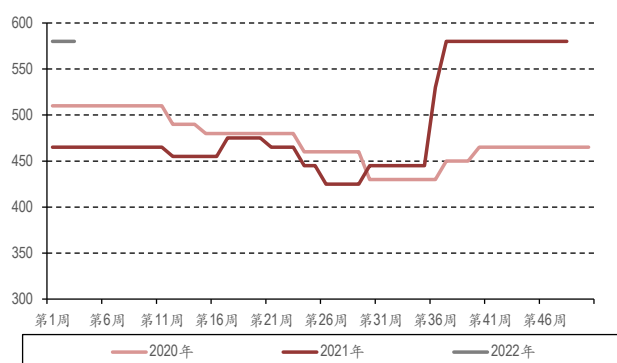
图表 36. 华北地区 42.5 价格回落幅度小于华东地区（元/吨）

	华北地区			华东地区			
	石家庄	太原	呼和浩特	上海	南京	杭州	合肥
2021-2-10	400	330	320	505	460	510	460
2021-8-5	360	320	330	420	420	455	430
2021-10-14	530	520	470	660	630	690	610
2022-2-10	500	440	470	490	475	480	530
21Q3 上涨幅度	170	200	140	240	210	235	180
Q4 至今回落	(30)	(80)	0	(170)	(155)	(210)	(80)
环比价差	140	120	140	70	55	25	100
同比价差	100	110	150	(15)	15	(30)	70

资料来源：卓创资讯，中银证券

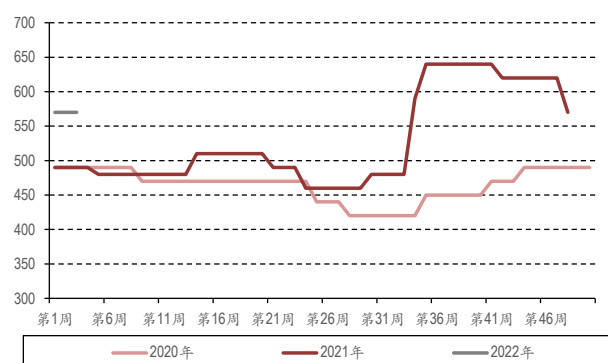
冬储价格较高，开春需求上升，价格有望持续保持韧性：目前三北地区处于冬储期，水泥需求基本停滞，水泥价格保持高位，待开春需求恢复，叠加稳增长措施带来稳定的需求，水泥价格回落幅度或将有限。水泥-煤炭价差考虑，公司 2021 年煤炭成本上涨约 500 元/吨，对水泥的影响在于 50 元/吨，而四季度水泥价格较往年同期涨幅超过 100 元/吨。

图表 37. 石家庄 42.5 水泥价格韧性较强（元/吨）



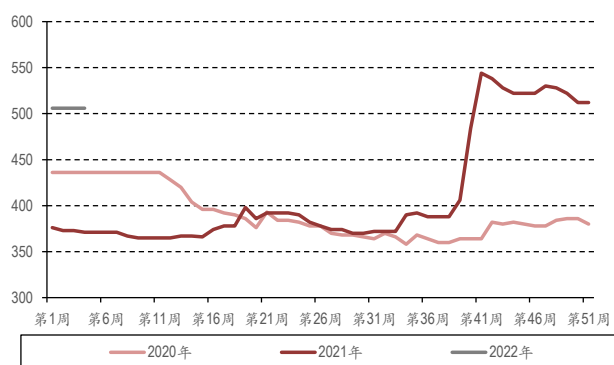
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 38. 合肥 42.5 水泥价格现回落（元/吨）



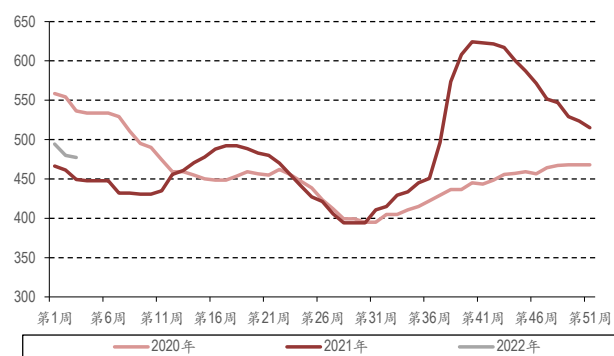
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 39. 华北 42.5 水泥价格韧性较强 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 40. 华东 42.5 水泥价格现回落 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中银证券

4. 承诺 21-23 年分红比例不低于 50%，股息率高

分红比例提高，每股分红下限不低于 0.75 元：公司 2021 年 11 月 19 日发布公告，提高公司 2021-2023 年现金分红比例至不低于当年可供分配利润 50%，且 2021 年分红不低于 0.75 元/股。按照公司定增结束后的总股本 26.58 亿股计算，2021 年公司现金分红将不少于 19.93 亿元，以 2 月 8 日收盘价计算股息率 6.1%。

分红比例高于以往，彰显经营信心。2015-2017 年，由于行业景气及重组等因素影响，公司并未进行现金分红；2018-2020 年公司的分红率分别为 36.3%、24.9%、24.8%，每股股利分别为 0.4、0.5、0.5 元，均远低于此次公告的不低于 50%。此次分红比例提高显著，体现公司在未来三年改善公司经营、盈利维持高位、现金流状况持续向好的信心。

盈利预测

基本假设

假设 1-价：考虑 2021 年水泥价格在四季度快速上涨，目前仍保持一定韧性，高于历史同期，预计 2021 年-2023 年公司水泥产品均价分别变动 32.3、10.0、8.0 元/吨。

假设 2-本：考虑 2021 年煤炭价格快速上涨，涨幅约 400-500 元/吨，预计对单吨水泥成本影响在 30-50 元/吨，预计 2022 年煤炭价格不会大幅上涨。预计 2021-2023 年同期水泥产品吨成本变动 43.6、6.0、3.0 元/吨。

假设 3-量：受需求低迷影响，2021 年全年水泥销量预计有一定幅度回落。在稳增长的基建投资带动下，预计 2022 年公司销量稳中有升。预计公司 2021-2023 年水泥销量变动幅度分别为-7%、8%、3%。

基于上述假设，并考虑到公司重组完成后 2022 年少数股东权益比例的调整，我们调整公司 2022-2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 365.3、409.6、430.8 亿元，归母净利分别为 28.1、54.1、62.3 亿元；全面摊薄 EPS 分别为 1.06、2.03、2.34 元。考虑到重组后公司股权得到理顺、少数股东权益减少后 2022 年归母净利大幅上升、分红比例提高、基建稳增长带来水泥需求、公司业绩弹性较大，上调公司评级至**买入**。

图表 41. 公司盈利预测拆分

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
水泥							
收入	百万	24,654.2	27,136.5	27,738.1	28,295.8	31,514.5	33,246.8
成本	百万	16,733.8	17,112.3	18,202.3	20,779.7	23,015.1	24,000.6
毛利	百万	7,920.4	10,024.2	9,535.9	7,516.1	8,499.4	9,246.2
收入增速	%	100.6	10.1	2.2	2.0	12.1	6.1
毛利率	%	32.1	36.9	34.4	26.6	27.4	28.7
熟料							
收入	百万	3,449.8	3,223.1	3,965.6	3,606.4	3,905.1	3,958.4
成本	百万	2,740.6	2,149.3	2,106.8	2,085.0	2,355.4	2,362.2
毛利	百万	709.2	1,073.8	1,858.9	1,521.5	1,549.6	1,596.1
收入增速	%	84.4	(6.6)	23.0	(9.1)	8.3	1.4
毛利率	%	20.6	33.3	46.9	42.2	39.7	40.3
骨料							
收入	百万			938.6	1,220.2	1,586.3	2,062.2
成本	百万			527.2	406.7	528.8	687.4
毛利	百万			411.5	813.5	1,057.5	1,374.8
固废							
收入	百万			2,106.8	2,528.2	3,033.8	3,640.6
增速	%			1,100.2	1,320.3	1,584.3	1,901.2
成本	百万			1,006.6	1,207.9	1,449.5	1,739.4
其他							
收入	百万	2,744.6	2,558.5	1,081.5	1,297.8	1,427.6	1,499.0
成本	百万	1,923.4	1,619.1	1,285.1	752.8	828.0	869.4
毛利	百万	821.1	939.4	(203.6)	545.1	599.6	629.6
合计							
收入	百万	30848.6	34507.0	35479.6	36527.1	40961.6	43800.2
成本	百万	21397.9	21715.6	23056.5	25124.4	28047.6	29504.0
毛利	百万	9450.7	12791.5	12423.1	11402.7	12914.0	14296.1

资料来源：公司年报，中银证券测算

投资建议

1. **重组完成，公司发展值得期待：**2021 年 12 月，公司公告定增股份上市，吸收合并合资公司事项结束，同业竞争问题得到解决，几年重组期间，公司资产负债率逐渐降低，各项指标均有所好转，新的股权结构与管理团队逐渐稳定，公司发展进入新阶段，值得期待。
2. **稳增长带来投资需求，公司业绩弹性大：**宏观层面，2021 年经济下行压力较大，2022 年基建是“稳”增长主要力量，带动水泥需求向上的概率较大。区域层面，雄安新区与京津冀协同发展带来基建需求，河北省 2022 年基建投资规划总量稳定，或有超预期表现。区域内总产能连续三年未新增，错峰生产天数增加，行业供给无增量。
3. **冬储价格较高，开春或现韧性：**目前三北地区处于冬储期，水泥需求基本停滞，但水泥价格仍然保持高位。相较于华东，华北地区水泥价格回落较慢，水泥熟料及粉磨价格均仍然显著高于历史同期，韧性较强。待开春需求恢复，水泥价格或现韧性。
4. **分红比例提高，2021 年股息率约 6%：**公司 11 月 19 日发布公告，提高公司 2021-2023 年现金分红比例至不低于当年可供分配利润 50%，且 2021 年分红不低于 0.75 元/股。按照公司定增结束后的 26.6 亿股总股本计算，2021 年公司现金分红将不少于 19.93 亿元，股息率约 6.05%。

风险提示

1. **水泥需求不及预期**：若专项债推动基建发力的力度不及预期，或固定资产投资的落实力度不及预期，公司经营区域的水泥需求将受影响，水泥量价或均下滑。
2. **煤炭价格上升**：2021 年煤炭价格涨幅较大，预计 2022 年煤价稳中回落。但若煤炭供应再次受限，煤炭价格再次上涨，将会抬高公司成本，削弱公司利润。
3. **雨热天气干扰**：水泥行业季节性较强，若出现超长的雨热天气，建筑施工将受影响，水泥需求会相应收到干扰。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	34,507	35,480	36,527	40,962	43,800
销售成本	21,716	23,057	25,124	28,048	29,504
经营费用	5,946	5,748	5,041	5,653	6,044
息税折旧前利润	8,430	8,541	7,944	10,769	11,825
折旧及摊销	3,200	3,236	3,283	3,462	3,564
经营利润(息税前利润)	5,230	5,305	4,661	7,306	8,262
净利息收入/(费用)	(1,180)	(886)	(451)	(268)	(68)
其他收益/(损失)	316	437	574	1,108	1,258
税前利润	4,050	4,419	4,210	7,038	8,194
所得税	1,349	1,569	1,453	1,816	2,117
少数股东权益	2,204	2,334	2,247	1,034	1,217
净利润	2,701	2,850.0	2,757	5,222	6,076
核心净利润	2,384	2,413	2,183	4,114	4,819
每股收益(人民币)	1.016	1.072	1.037	1.965	2.286
核心每股收益(人民币)	0.897	0.908	0.821	1.548	1.813
每股股息(人民币)	0.253	0.253	0.720	0.980	1.140
收入增长(%)	12	3	3	12	7
息税前利润增长(%)	12	1	(12)	57	13
息税折旧前利润增长(%)	17	1	(7)	36	10
每股收益增长(%)	82	6	(3)	89	16
核心每股收益增长(%)	100	1	(10)	88	17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	4,050	4,419	4,210	7,038	8,194
折旧与摊销	3,200	3,236	3,283	3,462	3,564
净利息费用	1,180	886	451	268	68
运营资本变动	4,716	7,289	(4,068)	(3,137)	(3,221)
税金	3,514	3,395	(684)	(775)	(858)
其他经营现金流	992	4,081	342	(313)	(476)
经营活动产生的现金流	8,219	8,728	11,669	12,818	13,712
购买固定资产净值	944	2,305	1,318	1,310	1,308
投资减少/增加	2,377	(140)	232	(568)	(718)
其他投资现金流	53	60	205	406	620
投资活动产生的现金流	(3,267)	(2,105)	(1,345)	(337)	30
净增权益	(1,925)	(4,644)	0	2,000	0
净增债务	(10,706)	(5,903)	0	0	0
支付股息	674	674	1,785	2,605	3,030
其他融资现金流	4,269	4,478	172	(486)	(674)
融资活动产生的现金流	(9,036)	(6,743)	(1,614)	(1,091)	(3,705)
现金变动	(4,084)	(119)	8,710	11,390	10,038
期初现金	9,347	5,979	5,897	14,607	25,997
公司自由现金流	4,952	6,623	10,324	12,481	13,742
权益自由现金流	(1,486)	5,199	10,496	11,996	13,068

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5,979	5,897	14,607	25,997	36,035
应收帐款	7,374	2,673	2,746	2,797	3,016
库存	2,872	2,707	2,829	3,179	3,396
其他流动资产	1,182	4,692	4,692	4,692	4,692
流动资产总计	17,407	15,969	24,875	36,665	47,139
固定资产	32,616	31,337	31,211	29,182	26,905
无形资产	5,208	5,384	5,706	5,804	5,893
其他长期资产	5,502	6,257	7,431	7,710	8,143
长期资产总计	43,327	42,979	44,348	42,697	40,940
总资产	60,733	58,947	69,223	79,362	88,079
应付帐款	5,106	4,292	6,065	6,625	6,905
短期债务	7,601	2,346	2,666	2,966	3,246
其他流动负债	9,702	7,126	9,297	11,974	15,071
流动负债总计	22,409	13,764	18,028	21,565	25,222
长期借款	2,375	4,389	4,389	4,389	4,389
其他长期负债	7,112	8,645	8,454	9,230	10,028
股本	1,348	1,348	2,480	2,658	2,658
储备	27,490	30,802	35,873	41,519	45,781
股东权益	28,838	32,149	38,352	44,178	48,439
少数股东权益	13,487	14,438	6,337	7,371	8,587
总负债及权益	60,733	58,947	69,223	79,362	88,079
每股帐面价值(人民币)	5.77	6.66	12.91	13.85	14.99
每股有形资产(人民币)	20.38	19.68	25.06	27.15	30.40
每股净负债/(现金)(人民币)	4.18	3.57	0.36	(3.54)	(6.91)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.4	24.1	21.7	26.3	27.0
息税前利润率(%)	15.2	15.0	12.8	17.8	18.9
税前利润率(%)	11.7	12.5	11.5	17.2	18.7
净利率(%)	14.2	14.6	13.7	15.3	16.7
流动性					
流动比率(倍)	0.8	1.2	1.4	1.7	1.9
利息覆盖率(倍)	7.1	9.6	17.6	40.2	174.5
净权益负债率(%)	38.5	29.5	2.4	(21.3)	(37.9)
速动比率(倍)	0.6	1.0	1.2	1.6	1.7
估值					
市盈率(倍)	11.9	11.3	11.7	6.2	5.3
核心业务市盈率(倍)	13.5	13.3	14.7	7.8	6.7
市净率(倍)	2.1	1.8	0.9	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	6.5	4.9	2.9	2.6	2.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.9	1.9	3.8	3.0	2.7
周转率					
存货周转天数	30.4	27.8	28.3	28.3	28.3
应收帐款周转天数	78.0	27.5	27.4	24.9	25.1
应付帐款周转天数	85.8	67.9	88.1	86.2	85.4
回报率					
股息支付率(%)	24.9	23.6	69.4	49.9	49.9
净资产收益率(%)	17.0	16.1	13.0	14.2	15.1
资产收益率(%)	8.1	8.8	7.2	7.9	8.3
已运用资本收益率(%)	7.6	7.2	5.7	8.9	9.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371