

# 应对市场有压力，发挥整合红利

华泰研究

2022年8月23日 | 中国内地

中报点评

水泥

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

12.93

研究员 龚劼  
SAC No. S0570519110002 gongjie@htsc.com  
SFC No. BHG354 +(86) 21 2897 2097

研究员 王帅  
SAC No. S0570520110001 bruce.wang@htsc.com  
SFC No. AOH868 +(86) 21 2897 2099

联系人 李现  
SAC No. S0570120120038 lixian017695@htsc.com  
SFC No. BQQ699 +(86) 21 2897 2228

## 市场下行盈利回落；下调盈利预测和目标价；维持买入

天山股份上半年实现归属于母公司净利润 34.8 亿元，同比-45%，其中二季度实现归属于母公司净利润 24.6 亿元，同比-51%。水泥和商混业务在需求挑战下量缩利减，是公司上半年盈利回落的主要原因，虽然更好的费用管控和出色的骨料业务增长适度抵消了盈利回落压力。基于更低的水泥业务吨毛利假设，我们将公司 2022E/2023E/2024E 归属于母公司净利润分别下调 13%/9%/9%，以反映 7 月份水泥价格出现的进一步回落。目标价下调 10.9% 至 12.93 元，基于 11xPE (2022-2023 平均 EPS)，与其过去 5 年历史均值一致。虽然需求端企稳仍有压力，但我们预计最困难的时间已经渡过。随着基建投资的进一步落实、错峰生产的良好执行及部分区域限电带来的额外供给扰动，我们预计公司盈利有望在旺季实现边际修复。维持“买入”。

## 水泥商混量缩利减，骨料业务强势增长

由于房地产投资回落叠加二季度疫情因素的扰动，上半年建设需求出现显著回落，拖累了公司水泥和商混业务的盈利。公司上半年水泥和商混业务销量分别同比-17%/-23%至 1.27 亿吨/3760 万立方米。供需关系趋弱使得成本上涨未充分在价格端传导，水泥和商混业务的吨毛利分别同比-18 元/吨、-9 元/立方米至 64 元/吨、62 元/立方米。骨料业务实现喜人增长，销量同比+49%至 5050 万吨。得益于业务扩张带来的规模效应，骨料业务吨毛利同比+1 元/吨至 23 元/吨。

## 费用管控出众，整合红利初步体现

伴随公司整合的进一步深入，我们看到管理红利正得到初步体现。上半年公司销售和管理费用分别同比-41%/3%至 8.3 亿元/41.5 亿元。尽管有息负债规模增加，公司财务费用有小幅削减，体现了整合后公司综合财务费用率的下降。同时，得益于应收账款的严格管理，上半年实现了应收账款拨备冲回 2.7 亿元。我们预计公司未来有望通过提高集中采购、优化区域协同等方式，更好的发挥整合红利，以应对依然存在的市场挑战。

## 需求端仍有挑战，但最困难的时间或许已经渡过

由于新房销售的低迷以及房地产企业再投资意愿的削弱，我们预计需求的企稳仍然面临压力。但是伴随旺季的到来、基建投资资金的进一步到位、以及房地产企业项目纾困的逐步开展、错峰生产的执行以及部分区域市场限定带来的额外供给扰动，我们预计行业最困难的时间应当已经渡过，旺季价格和利润率都将在供需关系的边际好转中反弹，带动公司盈利的边际修复。

风险提示：房地产政策严于预期，行业竞争弱于预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	8,692	169,979	159,620	170,126	170,864
+/-%	(10.28)	4.83	(6.09)	6.58	0.43
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,516	12,530	7,833	12,588	12,986
+/-%	(7.31)	(3.53)	(37.49)	60.70	3.16
EPS (人民币，最新摊薄)	0.18	1.45	0.90	1.45	1.50
ROE (%)	15.18	16.34	8.76	12.77	12.25
PE (倍)	62.11	7.52	12.02	7.48	7.25
PB (倍)	8.86	1.24	1.11	1.00	0.94
EV EBITDA (倍)	31.52	4.74	6.27	5.28	5.01

资料来源：公司公告、华泰研究预测

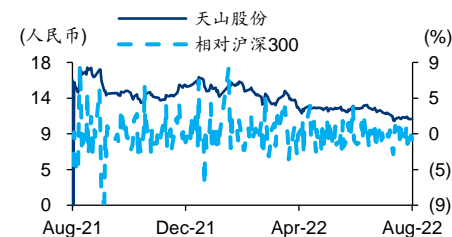
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



## 基本数据

目标价 (人民币)	12.93
收盘价 (人民币 截至 8 月 22 日)	10.87
市值 (人民币百万)	94,171
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	173.34
52 周价格范围 (人民币)	10.62-17.35
BVPS (人民币)	9.38

## 股价走势图



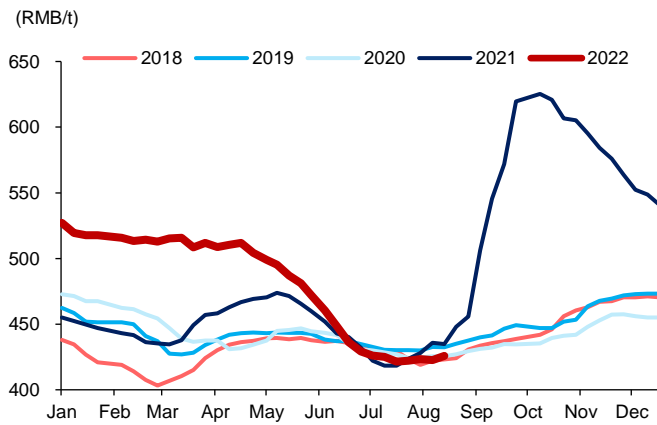
资料来源：Wind

图表1: 天山股份主要假设变化

	调整后	调整前	变化(%)									
目标价 (人民币)	12.93	14.50	(10.9)									
	2022E			2023E			2024E					
	调整后	调整前	变化(%)	调整后	调整前	变化(%)	调整后	调整前	变化(%)	调整后	调整前	变化(%)
水泥及熟料销量 (千吨)	298,673	298,673	-	308,895	308,895	-	308,895	308,895	-	308,895	308,895	-
水泥及熟料平均销售价格 (人民币/吨)	353	361	(2.2)	367	375	(2.2)	369	378	(2.2)	369	378	(2.2)
水泥及熟料吨毛利 (人民币/吨)	71	79	(10.1)	85	93	(9.0)	88	96	(8.8)	88	96	(8.8)
营业收入 (百万人民币)	159,620	161,915	(1.4)	170,126	172,582	(1.4)	170,864	173,340	(1.4)	170,864	173,340	(1.4)
归母净利润 (百万人民币)	7,833	8,997	(12.9)	12,588	13,865	(9.2)	12,986	14,290	(9.1)	12,986	14,290	(9.1)

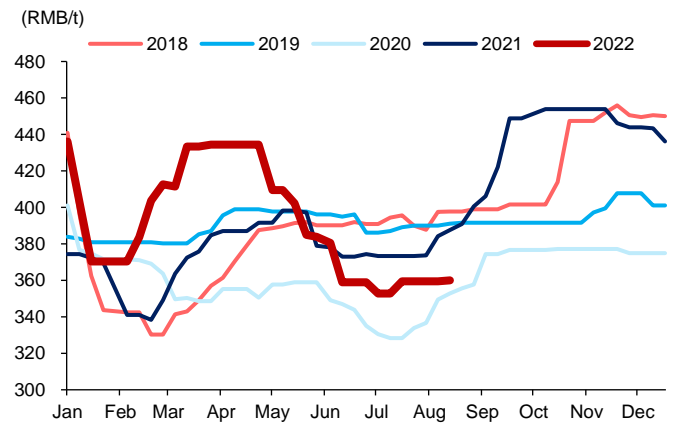
资料来源: 华泰研究预测

图表2: 全国水泥价格



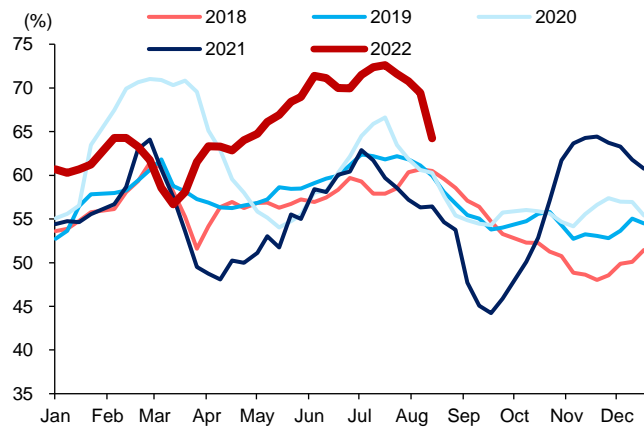
资料来源: 数字水泥, 华泰研究

图表3: 全国熟料价格



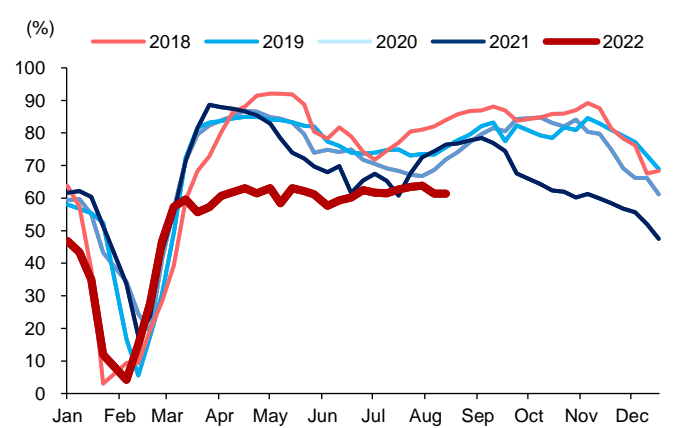
资料来源: 数字水泥, 华泰研究

图表4: 全国水泥库存



资料来源: 数字水泥, 华泰研究

图表5: 全国水泥发货率



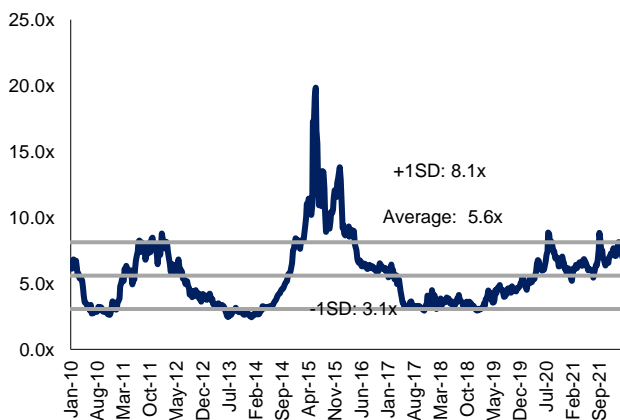
资料来源: 数字水泥, 华泰研究

图表6: 可比公司估值 (2022/08/22)

股票名称	股票代码	市值 USD mn	PE (x)		PB (x)		EV EBITDA (x)		ROE (%)	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
<b>水泥-H 股</b>										
海螺水泥-H	914 HK	20,895	5.7	4.8	0.7	0.7	1.6	1.5	12.6	13.6
中国建材	3323 HK	8,554	5.1	3.6	0.5	0.5	5.1	4.7	10.6	13.3
华润水泥	1313 HK	4,564	4.8	4.7	0.6	0.6	3.8	3.4	13.4	12.8
金隅集团	2009 HK	1,469	4.4	3.9	0.2	0.1	10.3	10.0	3.4	3.8
西部水泥	2233 HK	651	3.6	3.0	0.4	n.a.	3.5	2.9	11.5	n.a.
亚洲水泥	743 HK	782	4.0	3.4	0.3	0.3	0.2	0.2	8.5	9.2
山水水泥	691 HK	1,104	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>加权平均</b>			<b>5.3</b>	<b>4.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	<b>11.8</b>	<b>12.7</b>
<b>水泥-A 股</b>										
海螺水泥-A	600585 CH	25,247	5.7	4.8	0.7	0.7	1.6	1.5	12.6	13.6
华新水泥	600801 CH	5,470	7.4	5.9	1.2	1.1	4.2	3.7	16.7	18.3
冀东水泥	000401 CH	3,692	10.2	7.7	0.8	0.7	4.8	4.6	7.5	9.4
天山股份	000877 CH	14,064	12.0	7.5	1.1	1.0	6.3	5.3	10.4	14.5
万年青	000789 CH	1,205	7.1	6.0	1.0	0.9	3.5	3.1	15.6	15.7
上峰水泥	000672 CH	2,151	6.8	6.1	1.1	1.0	4.2	3.7	18.7	18.1
<b>加权平均</b>			<b>7.6</b>	<b>5.7</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>12.4</b>	<b>14.3</b>
<b>水泥-海外股</b>										
Lafarge-Hocilm	LHN SW	27,417	9.9	9.1	0.9	0.9	5.6	5.5	9.1	9.4
Indocement	INTP IJ	2,423	22.5	16.6	1.7	1.6	9.6	7.9	7.4	9.8
Heidelberg	HEI GR	9,625	5.9	5.5	0.6	0.5	4.1	3.9	9.7	9.7
CRH	CRH LN	25,817	10.4	9.5	1.2	1.1	6.0	5.7	11.8	12.0
Cemex	CX US	21,968	6.8	5.8	0.5	0.5	10.6	10.0	7.9	8.5
Dangote	DANGCEM NL	10,164	9.8	8.7	n.a.	n.a.	5.6	5.2	n.a.	n.a.
Taiheiyo	5233 JP	1,808	6.7	9.5	0.5	0.5	4.8	5.5	7.0	4.8
Ultra Tech	UTCEN IN	20,180	25.5	24.7	3.2	2.9	13.9	13.5	12.6	11.6
ACC Ltd	ACC IN	5,039	23.4	17.8	2.6	2.4	11.8	9.2	11.1	13.4
Ambuja	ACEM IN	9,140	26.4	20.8	2.7	2.5	11.8	9.4	10.1	11.8
<b>加权平均</b>			<b>13.4</b>	<b>12.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>8.4</b>	<b>7.8</b>	<b>9.4</b>	<b>9.7</b>

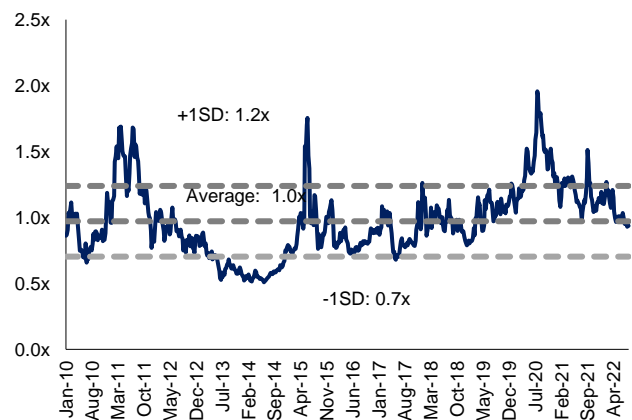
注: 海螺水泥-H, 海螺水泥-A, 中国建材, 华润水泥, 华新水泥, 冀东水泥, 天山股份, 万年青, 上峰水泥为华泰预测, 其余均为 Wind 一致预期  
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表7: 天山股份 PE



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 天山股份 PB



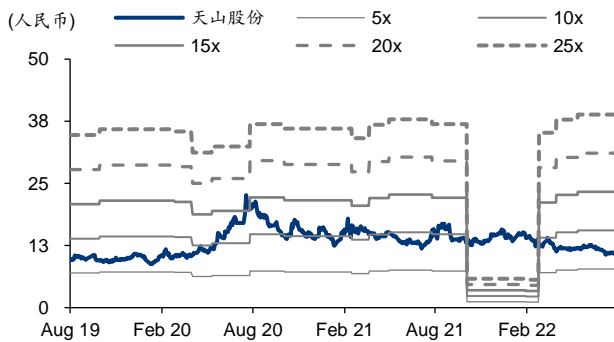
资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 股价表现 (2022/08/22)

股票名称	股票代码	市值 (USDmn)	绝对表现 (%)						1年相对指数
			1d	1w	1m	3m	1y	ytd	
<b>水泥-H股</b>									
海螺水泥-H	914 HK	22,077	5.7	5.7	3.6	(19.1)	(21.0)	(20.4)	3.8
中国建材	3323 HK	8,597	0.5	3.2	3.1	(18.5)	(19.2)	(20.6)	5.6
华润水泥	1313 HK	4,528	(0.8)	7.2	3.7	(16.7)	(32.2)	(24.0)	(7.4)
金隅集团	2009 HK	1,524	3.7	2.8	1.8	(4.3)	(19.4)	(8.2)	5.4
西部水泥	2233 HK	679	4.3	7.7	4.3	(15.5)	(19.0)	(25.2)	5.8
亚洲水泥	743 HK	928	18.6	18.6	22.7	(2.7)	(19.0)	(13.7)	5.8
山水水泥	691 HK	1,137	3.0	3.0	4.6	(8.5)	(9.3)	1.0	15.5
<b>加权平均</b>			<b>3.9</b>	<b>5.4</b>	<b>3.9</b>	<b>(17.3)</b>	<b>(21.4)</b>	<b>(19.7)</b>	
<b>水泥-A股</b>									
海螺水泥-A	600585 CH	26,879	6.5	3.3	2.0	(9.4)	(13.9)	(13.4)	(6.9)
华新水泥	600801 CH	5,690	4.0	1.8	1.7	(11.5)	(2.5)	(2.4)	4.5
冀东水泥	000401 CH	4,240	14.8	14.5	10.9	(1.7)	(16.4)	(6.8)	(9.4)
天山股份	000877 CH	15,761	12.1	9.8	4.3	(1.0)	(21.4)	(11.1)	(14.4)
万年青	000789 CH	1,272	5.5	5.0	4.4	(5.7)	(9.2)	(11.4)	(2.2)
上峰水泥	000672 CH	2,172	0.9	(0.2)	2.3	(25.3)	(20.2)	(24.6)	(13.2)
<b>加权平均</b>			<b>8.2</b>	<b>5.7</b>	<b>3.4</b>	<b>(7.2)</b>	<b>(15.2)</b>	<b>(11.5)</b>	
<b>水泥-海外股</b>									
Lafarge-Hocilm	LHN SW	27,451	(0.5)	(3.5)	(9.1)	(0.1)	(20.4)	(3.7)	(9.4)
Indocement	INTP IJ	2,423	2.9	5.7	(4.2)	(10.9)	(11.1)	(19.2)	(0.1)
Heidelberg	HEI GR	9,638	(0.5)	(5.1)	(10.1)	(12.0)	(36.0)	(20.4)	(25.0)
CRH	CRH LN	25,854	0.4	(4.7)	(12.7)	(13.7)	(25.0)	(29.0)	(13.9)
Cemex	CX US	21,968	3.0	5.1	(11.4)	(29.2)	(56.7)	(45.0)	(45.6)
Dangote	DANGCEMNL	10,164	(9.1)	(9.7)	(15.8)	(8.6)	8.7	(2.7)	19.8
Taiheiyo	5233 JP	1,808	1.5	0.6	6.2	(2.8)	(17.7)	(12.1)	(6.6)
Ultra Tech	UTCEM IN	20,181	1.2	5.7	(6.7)	(13.8)	(21.4)	(27.9)	(10.3)
ACC Ltd	ACC IN	5,039	0.5	2.2	(5.0)	1.0	3.6	(5.2)	14.6
Ambuja	ACEM IN	9,147	0.5	0.9	(0.2)	21.4	4.1	(4.5)	15.1
<b>加权平均</b>			<b>0.2</b>	<b>(0.1)</b>	<b>(9.4)</b>	<b>(12.3)</b>	<b>(24.3)</b>	<b>(25.1)</b>	

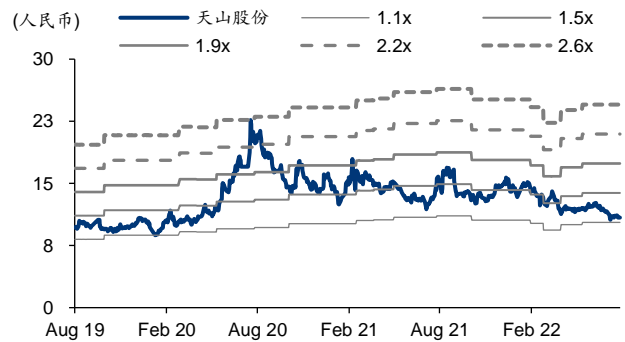
资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 天山股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 天山股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,464	73,155	58,283	64,033	52,139
现金	1,154	14,288	11,354	1,115	4,321
应收账款	461.78	32,930	21,595	36,784	21,851
其他应收账款	30.31	3,529	3,529	3,529	3,529
预付账款	47.02	1,805	1,805	1,805	1,805
存货	396.61	10,060	9,274	10,203	9,902
其他流动资产	1,374	10,543	10,726	10,597	10,731
<b>非流动资产</b>	11,519	211,905	224,904	237,902	249,899
长期投资	73.60	12,491	14,256	16,022	17,788
固定投资	10,077	112,513	113,651	114,802	115,467
无形资产	633.35	35,785	43,145	49,990	56,320
其他非流动资产	735.47	51,115	53,852	57,088	60,324
<b>资产总计</b>	14,983	285,060	283,188	301,936	302,039
<b>流动负债</b>	38,154	176,638	127,955	136,316	127,955
短期借款	34,304	29,580	26,580	26,580	26,580
应付账款	990.82	24,794	21,372	26,283	21,372
其他流动负债	2,859	122,264	80,003	83,453	80,003
<b>非流动负债</b>	33,819	52,985	53,624	53,624	53,624
长期借款	33,705	44,201	44,201	44,201	44,201
其他非流动负债	114.30	8,784	9,423	9,423	9,423
<b>负债合计</b>	3,664	193,740	181,579	189,939	181,579
少数股东权益	688.08	15,373	16,441	18,157	19,928
股本	1,049	8,349	8,663	8,663	8,663
资本公积	4,076	29,895	33,827	33,827	33,827
留存公积	5,500	37,080	36,371	43,784	49,177
归属母公司股东权益	10,631	75,947	85,168	93,840	100,532
<b>负债和股东权益</b>	14,983	285,060	283,188	301,936	302,039

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	2,566	28,425	31,029	23,025	38,936
净利润	1,718	14,922	7,833	12,588	12,986
折旧摊销	0.00	1,539	11,753	12,754	13,755
财务费用	88.33	4,684	4,351	4,348	4,436
投资损失	17.92	(1,766)	(1,068)	(1,717)	(1,771)
营运资金变动	(322.18)	(4,863)	5,777	(7,629)	6,740
其他经营现金	1,064	13,909	2,384	2,681	2,789
<b>投资活动现金</b>	93.43	(19,313)	(25,000)	(25,000)	(25,000)
资本支出	(126.46)	(20,024)	(25,000)	(25,000)	(25,000)
长期投资	41.54	(1,199)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	178.35	1,910	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金</b>	(2,354)	(9,626)	(5,963)	(8,264)	(10,730)
短期借款	0.00	(4,724)	(3,000)	0.00	0.00
长期借款	33,705	10,496	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	7,300	4,247	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	25,818	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(36,059)	(48,516)	(7,210)	(8,264)	(10,730)
现金净增加额	305.61	(502.02)	66.09	(10,239)	3,206

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	8,692	169,979	159,620	170,126	170,864
营业成本	5,453	127,589	128,528	132,672	132,672
营业税金及附加	130.95	2,207	2,072	2,209	2,218
营业费用	225.85	2,744	2,576	2,746	2,758
管理费用	487.05	8,546	9,709	10,348	10,393
财务费用	88.33	4,684	4,351	4,348	4,436
资产减值损失	(316.59)	(3,870)	(3,013)	(1,813)	(1,813)
公允价值变动收益	(33.68)	(97.50)	(98.00)	(98.00)	(98.00)
投资净收益	(17.92)	1,766	1,766	1,766	1,766
<b>营业利润</b>	2,162	20,411	11,038	17,658	18,241
营业外收入	18.34	928.58	1,900	1,900	1,900
营业外支出	47.42	563.03	563.00	563.00	563.00
<b>利润总额</b>	2,133	20,777	12,375	18,995	19,578
所得税	414.63	5,855	3,475	4,690	4,821
<b>净利润</b>	1,718	14,922	8,901	14,304	14,757
少数股东损益	201.75	2,392	1,068	1,717	1,771
归属母公司净利润	1,516	12,530	7,833	12,588	12,986
EBITDA	2,994	35,489	28,479	36,097	37,770
EPS (人民币, 基本)	1.45	1.57	0.90	1.45	1.50

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(10.28)	4.83	(6.09)	6.58	0.43
营业利润	(9.82)	844.22	(45.92)	59.97	3.30
归属母公司净利润	(7.31)	(3.53)	(37.49)	60.70	3.16
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	37.26	24.94	19.48	22.02	22.35
净利率	19.76	8.78	5.58	8.41	8.64
ROE	15.18	16.34	8.76	12.77	12.25
ROIC	0.00	0.00	10.13	12.48	12.69
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	24.45	67.96	64.12	62.91	60.12
净负债比率 (%)	(3.36)	65.34	67.99	70.82	63.19
流动比率	0.09	0.41	0.46	0.47	0.41
速动比率	0.08	0.34	0.30	0.31	0.24
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.57	1.13	0.56	0.58	0.57
应收账款周转率	18.82	10.18	5.85	5.83	5.83
应付账款周转率	5.58	9.90	5.57	5.57	5.57
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.18	1.45	0.90	1.45	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	3.28	3.58	2.66	4.49
每股净资产(最新摊薄)	1.23	8.77	9.83	10.83	11.60
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	62.11	7.52	12.02	7.48	7.25
PB (倍)	8.86	1.24	1.11	1.00	0.94
EV EBITDA (倍)	31.52	4.74	6.27	5.28	5.01

## 免责声明

### 分析师声明

本人，龚劼、王帅，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中国建材（3323 HK）、华新水泥（600801 CH）、万年青（000789 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准15%以上

**增持：**预计股价超越基准5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司