

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

骨料和海外双极驱动，一体化布局领跑行业

——华新水泥首次覆盖报告

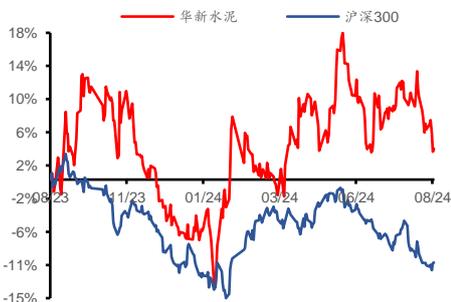
增持（首次）

行业： 建筑材料
日期： 2024年08月19日分析师： 方晨
Tel: 021-53686475
E-mail: fangchen@shzq.com
SAC 编号: S0870523060001

基本数据

最新收盘价（元）	13.41
12mth A 股价格区间（元）	11.62-15.87
总股本（百万股）	2,079.00
无限售 A 股/总股本	64.66%
流通市值（亿元）	278.79

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

转型布局见证成效，海外+骨料双极驱动，助力公司业绩穿越周期。公司经过100多年发展，已经从地方性水泥厂，发展为全产业链一体化的全球化建材集团。尽管近两年受水泥行业景气度下行影响，公司业绩在2022年承压，但随着公司加速实施“一体化”和“走出去”战略，在海外+骨料的驱动下，助力公司业绩逆势回升。

水泥盈利底部，坚持成本优先。在水泥全行业面临产能过剩，以及利润大幅下滑的背景下，公司依然坚持成本优先。公司水泥熟料吨成本维持低位，通过成本管控进行全面降本增效，2023年水泥熟料吨成本实现进一步下降，2023年公司水泥熟料吨成本下降26.45元/吨；毛利率持续好于行业水平。

出海效果显著，海外盈利能力强于国内，贡献增长极。公司作为首批走出去的水泥企业之一，加速拓展海外市场。2023年公司连续收购南非及阿曼两家水泥企业，并且随着坦桑尼亚马文尼二期4500吨/日水泥熟料产线投产，海外业务已经拓展至“一带一路”沿线及非洲国家。截至2023年末，公司海外水泥粉末产能增至2091万吨/年，同比增长约69.04%。营收端看，2023年公司海外营收占比已经提升至16.26%。盈利角度，海外水泥价格也普遍高于国内，高毛利海外业务能够贡献企业利润增长。

纵向一体化战略深入实施，非水泥业务快速增长，高毛利骨料业务打开第二增长极。1) **骨料板块持续放量**，公司属于国内较早布局骨料业务的水泥企业之一，经过十余年发展，2023年公司骨料产能已经达到2.77亿吨，产能位列中国砂石骨料产能第一。骨料属于高毛利业务，尽管近几年随着砂石骨料价格的下降，骨料毛利率有所下滑，但毛利率仍然显著高于水泥板块。2023年公司骨料业务毛利占比已经抬升至27.30%，已经成为公司主要利润来源之一。2) **混凝土业务全面展开**，随着纵向一体化战略深入实施，公司通过在现有水泥熟料生产线周边投资建设混凝土搅拌站进行布局，快速提升混凝土产能和市场份额。2023年末，公司商品混凝土产能达到1.22亿方，同比增长77.45%。

节能降碳领跑绿色赛道，践行环保转型战略。水泥是能耗和碳排放重点行业，公司坚持绿色低碳发展，使用多种替代燃料作为水泥窑替代燃料进行降碳，并推广水泥低碳智能化解决方案。2023年公司综合利用替代燃料437万吨，同比增加50万吨，集团合并熟料替代燃料热替代率（TSR）达到20%，吨水泥二氧化碳直接排放强度同比下降约32千克。环保业务布局上，公司充分考虑与水泥主业协同效应，通过水泥窑协同处置废弃物的环保业务，2023年公司运行和在建的环保工厂废弃物处置能力1632万吨/年，同比提升3.88%。

■ 投资建议

公司坚持实施一体化转型发展，国内水泥业务稳定恢复，海外业务持续突破，骨料业务大规模提升，我们看好公司业绩韧性，并继续保持行业领先。我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 349.33/379.67/415.51 亿元，同比分别为 3.48%/8.68%/9.44%；归母净利润分别 29.13/31.92/36.01 亿元，同比增速分别为 5.47%/9.57%/12.82%；当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 9.57/8.73/7.74 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

市场波动风险，业务拓展风险，原材料价格波动风险，汇率风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33757	34933	37967	41551
年增长率	10.8%	3.5%	8.7%	9.4%
归母净利润	2762	2913	3192	3601
年增长率	2.3%	5.5%	9.6%	12.8%
每股收益（元）	1.33	1.40	1.54	1.73
市盈率（X）	10.09	9.57	8.73	7.74
市净率（X）	0.96	0.87	0.82	0.78

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 08 月 16 日收盘价）

目 录

1 公司介绍：百年华新，外资背景助力国际化进程	5
1.1 公司历程：百年长青，一体化发展的全球建材集团	5
1.2 公司股权：外资巨头控股，助力国际化进程	6
1.3 业务布局：产业链纵向拓展，业绩穿越周期	7
2 水泥业务：坚持成本优先，海外业务贡献增长极	10
2.1 国内：深耕中部及西南，坚持成本优先	10
2.2 海外：放眼全球，抢先布局海外市场	12
3 非水泥业务：一体化战略持续发展，高毛利骨料业务贡献利润	16
3.1 骨料：板块持续放量，打开第二增长极	16
3.2 混凝土：深入一体化战略，混凝土业务全面展开	19
3.3 绿色低碳：节能降碳领跑绿色赛道，水泥窑协同处置践行 环保转型战略.....	20
4 盈利预测及投资建议	23
5 风险提示	25

图

图 1：华新水泥发展历程.....	6
图 2：公司股权结构（截止 2023 年末）	6
图 3：全球十大水泥生产企业：Holcim 位列第三（2022 年）	7
图 4：华新水泥主要业务及产能	7
图 5：华新水泥主要产品销量.....	8
图 6：华新水泥事业版图及海外水泥粉磨产能	8
图 7：公司营业收入及增速	9
图 8：公司归母净利润及增速.....	9
图 9：公司各项业务营收占比	9
图 10：公司各主要业务毛利贡献.....	9
图 11：公司毛利率/净利率	9
图 12：公司各费用率变化.....	9
图 13：公司位列 2023 年中国水泥企业全球熟料产能第 4 ..	10
图 14：公司位列 2023 年国内熟料总产能第 6.....	10
图 15：华新水泥国内水泥产能(2023 年 6 月).....	11
图 16：华新水泥各省水泥产能分布(2023 年 6 月).....	11
图 17：2023 年华新水泥主要产能省市份额及排名.....	11
图 18：华新水泥中国大陆各区域营业收入（亿元）	11
图 19：2020 年湖北/云南/湖南/西藏城镇化率低于全国.....	11
图 20：湖北/云南/湖南/西藏城镇化率“十四五”目标.....	11
图 21：全国水泥行业利润总额及增速.....	12
图 22：公司水泥熟料吨售价&吨成本.....	12
图 23：公司水泥熟料吨成本拆分变化.....	12
图 24：公司水泥熟料毛利率高于行业水平	12

图 25: 华新水泥海外营收及增速.....	13
图 26: 华新水泥海外营收占比	13
图 27: 华新水泥位列 2023 年海外投产第 2	13
图 28: 华新水泥海外营收与水泥上市企业对比.....	13
图 29: 华新水泥海外布局国家 GDP 增速	14
图 30: 中美水泥价格对比.....	14
图 31: 2024 年全球水泥利润率情况.....	15
图 32: 华新水泥骨料销量及增速.....	16
图 33: 华新水泥骨料营业收入及占比.....	16
图 34: 华新水泥骨料产能及增速.....	17
图 35: 2023 年中国砂石骨料产能排名.....	17
图 36: 华新水泥骨料产能分布 (截止 2023 年)	17
图 37: 华新水泥采矿资源储量	18
图 38: 新增砂石矿权 (年产) 分布	18
图 39: 华新水泥骨料毛利及占比.....	18
图 40: 华新水泥骨料 VS 水泥毛利率	18
图 41: 华新水泥 VS 主要水泥企业骨料业务毛利率	18
图 42: 华新水泥骨料吨售价/吨毛利 (元/吨)	18
图 43: 华新水泥混凝土产能及增速	19
图 44: 华新水泥混凝土销量及增速	19
图 45: 中国混凝土 C30 日均价 (元/立方米)	20
图 46: 华新水泥应收账款/营业收入	20
图 47: 近一年水泥及建材行业针对性减碳、降耗政策.....	20
图 48: 华新水泥替代燃料使用量 (2022-2023)	21
图 49: 华新水泥热替代率 (2021-2023)	21
图 50: 华新环境业务分布.....	22
图 51: 华新水泥废弃物处置能力	22
图 52: 华新水泥环保业务处置总量	22

表

表 1: 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)	24
表 2: 可比公司估值表.....	24

1 公司介绍：百年华新，外资背景助力国际化进程

1.1 公司历程：百年长青，一体化发展的全球建材集团

百年长青，从地方性水泥厂到全球化建材集团。华新水泥股份有限公司创办于湖北，自 1907 年创立至今已经有 117 年的历史，被誉为中国水泥工业的摇篮。经过多年发展，公司已经从地方性水泥工厂，发展成为涉足全产业链一体化的全球化建材集团。作为百年品牌，公司连续多年上榜“中国 500 最具价值品牌”，并列 2023 年《财富》中国上市公司 500 强排行榜第 411 位。2022 年，公司创立 115 周年之际，成功实施 B 股转 H 股，正式登陆香港交易所主板，实现 AH 股两地上市。

回顾改革开放以来公司的发展历程，公司不断谋求高质量发展之路：

（一）深化改革。1980 年代，随着改革的春风，华新逐步开展改革工作。1985 年，华新全面推行了“厂长负责制”，优化生产经营机制。1993 年，公司成功进行股份制改造，企业一分为四，水泥主体组成华新水泥股份有限公司。1994 年，公司 A、B 股先后于上海证券交易所上市，成为首家 A、B 股同时上市的水泥公司。

（二）联手国际巨头，站在巨人肩膀上扩张。股权融资方面，1999 年，公司定向增发 B 股 7700 万股，与国际建材巨头 Holcim 建立战略伙伴关系。借鉴外资股东经验，令华新水泥突破资金瓶颈，站在巨人的肩膀上扩张。

（三）加快发展步伐，制定“十字形”战略。2000 年，公司制定“十字形”发展战略，以武汉为中心，沿长江黄金水道进行外延式扩张。2002 年，公司走出黄石，在湖北宜昌建厂；之后走出湖北，逐步成为全国性水泥企业。

（四）加速“一体化”，“走出去”积极布局海外。近些年，公司坚定推进“一体化转型、海外发展、新型建材业务拓展、传统工业+数字化创新”的四大发展战略。**一体化转型方面**，公司加速国内骨料、混凝土、环保等非水泥业务的布局。**海外布局方面**，公司积极布局海外市场，2012 年乘着一带一路东风，率先在塔吉克斯坦建立了第一个海外水泥项目，并在 2013 年将“海外发展”确定为公司的四大战略。2020 年，公司提出 2020-2025 年“里程碑”长期发展规划与“倍增发展”蓝图和目标，收入倍增的目标主要

将通过非水泥业务的增长牵引公司高效发展。

图 1：华新水泥发展历程



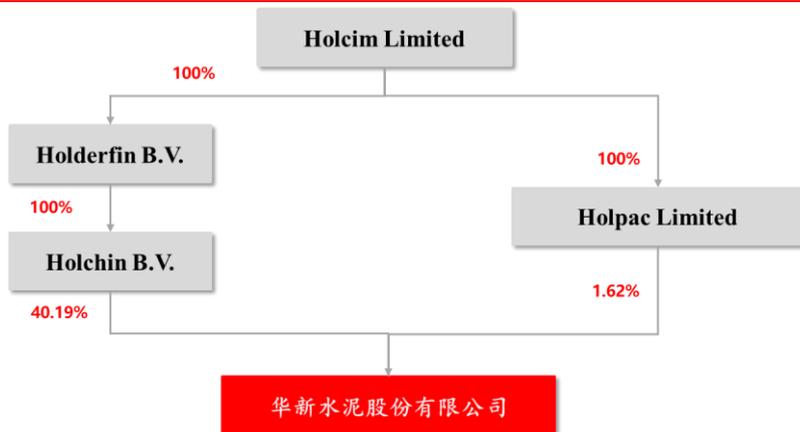
资料来源：公司公告，公司官网，水泥网，上海证券研究所

1.2 公司股权：外资巨头控股，助力国际化进程

外资+国资复合基因，支持海外扩张。公司第一大股东为 Holchin B.V.，实控人为国际建材巨头豪瑞集团（Holcim）。豪瑞集团（Holcim）自 1999 年与华新结成战略伙伴关系后，通过多次增持注资，成为华新水泥第一大股东，自 2008 年至今一直是华新水泥的实际控制人。截至 2023 年底，公司第一大股东 Holchin B.V. 持股 40.19%，第二大股东为华新集团有限公司，由黄石国资委控股。

B 股转 H 股，打造国际化融资平台。2021 年公司为推动 B 股转 H 股，满足上市后 H 股公众持股不低于 15% 的要求，大股东减持部分 B 股。变动后，豪瑞集团（Holcim）仍然是华新水泥实际控制人。

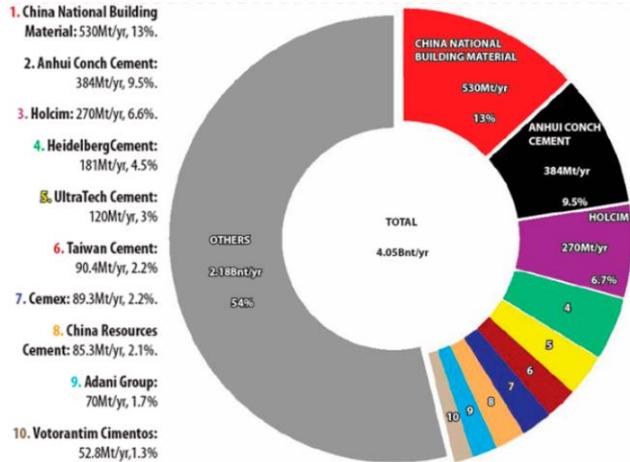
图 2：公司股权结构（截止 2023 年末）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

公司海外股东背景，助力华新海外战略推进。华新水泥实际控制人豪瑞集团（Holcim）为全球最大水泥制造商之一，根据 Global Cement Directory 2022，豪瑞集团 Holcim 产能位列全球第三，公司海外股东的背景，帮助公司推进海外战略。

图 3：全球十大水泥生产企业：Holcim 位列第三（2022 年）



资料来源：Global Cement Directory 2022，上海证券研究所

1.3 业务布局：产业链纵向拓展，业绩穿越周期

公司实施一体化发展战略，产业链纵向拓展。公司以水泥为主业，通过近 20 年实施业务拓展战略，公司先后增加了商品混凝土、骨料、水泥窑协同处置废弃物等业务，产业链实现纵向拓展。从产能来看，截止 2023 年末，公司具备水泥产能 1.27 亿吨/年，商品混凝土 1.22 亿方/年（含委托加工产能），骨料 2.77 亿吨/年，废弃物处置 1,632 万吨/年。销量方面，截止 2023 年末，公司水泥和熟料销量 6190 万吨，同比增长 2.48%；混凝土 2727 万方，同比增长 66.39%；骨料 13,137 万吨，同比增长 99.69%。

图 4：华新水泥主要业务及产能



产能	单位	2023年报	同比增长
水泥（粉磨能力，含联营企业产能）	亿吨/年	1.27	7.63%
水泥设备制造	万吨/年	5	0%
商品混凝土（含委托加工产能）	亿方/年	1.22	77.45%
骨料	亿吨/年	2.77	31.90%
综合环保墙材	亿块/年	6.6	22.22%
加气混凝土（砖、板）	万方/年	95	0%
砂浆	万吨/年	162	22.73%
超高性能混凝土	万吨/年	40	0%
民用幕墙挂板	万平方米/年	80	0%
工业防腐瓦板	万平方米/年	300	0%
石灰	万吨/年	70	1.45%
水泥包装袋	亿只/年	7	0%
废弃物处置（含已获环评批复但未投产）	万吨/年	1632	3.88%

资料来源：公司官网，公司年报，上海证券研究所

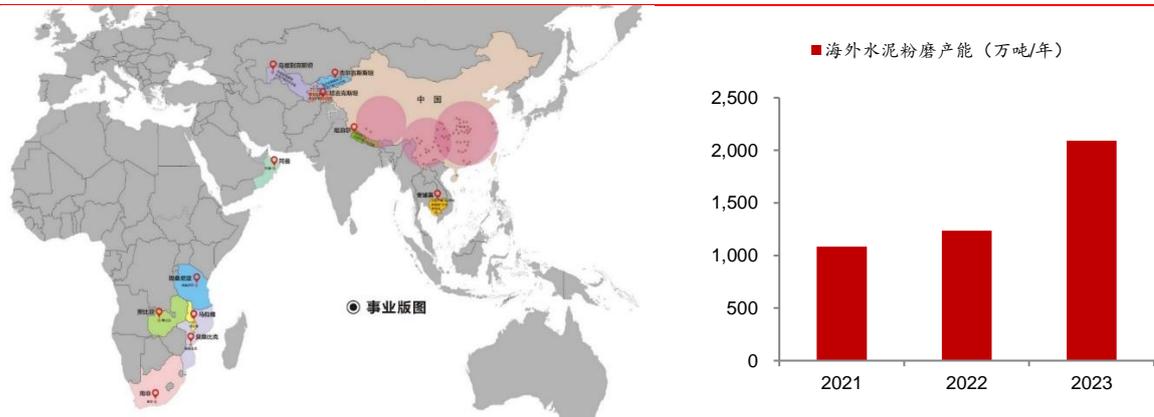
图 5：华新水泥主要产品销量

销售量	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
水泥 (万吨)	4,649	4,928	6,531	6,797	7,420	7,137	7,014	5,469	5,818
同比	-0.68%	6%	32.53%	4.07%	9.17%	-3.81%	-1.72%	-22.03%	6.38%
熟料 (万吨)	373	342	341	275	273	463	512	571	372
同比	-17.59%	-8.31%	-0.29%	-19.35%	-0.73%	69.60%	10.58%	11.52%	-34.85%
骨料 (万吨)	497	750	1,152.6	1,450	1,759	2,305	3,497	6,579	13,137
同比	-2.74%	51%	53.8%	26%	21%	31%	51.71%	88.14%	99.69%
混凝土 (万方)	307	287	319.3	356	423	461	905	1,639	2,727
同比	-38.6%	-7%	11.4%	11%	19%	9%	96.49%	81.02%	66.39%

资料来源：公司年报，上海证券研究所

事业版图拓展至亚洲及非洲，海外进程加速。截止 2023 年，公司国内及国外共有 300 余家分子公司，覆盖国内 17 个省市自治区和海外 16 个国家。其中，华新水泥作为最早响应“一带一路”倡议的企业之一，2023 年公司进一步推进海外发展，分别完成了对 Oman Cement Company SAOG 59.58% 股权的收购，以及对南非水泥生产制造商 Natal Portland Cement Company (Pty) Ltd. 100% 股权收购。截止 2023 年底，公司海外水泥粉磨产能已经增至 2091 万吨/年，较 2022 年底增加 854 万吨/年，增幅 69.04%。

图 6：华新水泥事业版图及海外水泥粉磨产能



资料来源：公司官网，公司年报，上海证券研究所

公司业绩逆势增长，转型布局见证成效。尽管近两年受水泥行业景气度下行影响，公司业绩在 2022 年承压，但是从 2023 年主要经营指标来看，公司业绩实现了逆势向上。其中，营收端看，2023 年公司营业收入提升至 337.57 亿元，创历史新高，同比增长 10.79%；利润端看，2023 年公司归母净利润增长至 27.62 亿元，同比增长 2.34%，也实现了正增长。

水泥收入仍然占主导，非水泥业务快速增长，成为重要支撑。从营收看，2023 年水泥业务收入仍然占据主导，但水泥及熟料业务收入占比已经下降至 57.11%，收入占比较 2022 年下降超 10 个

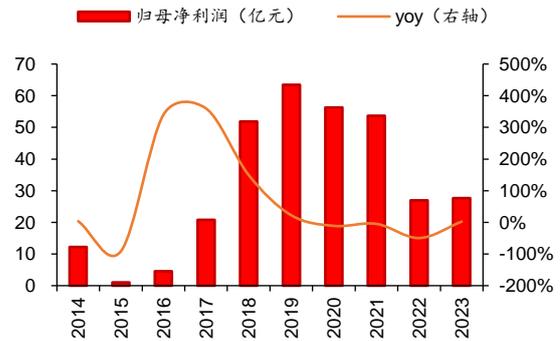
百分点。同时，随着公司开展一体化转型战略，在行业低迷期，以骨料为代表的非水泥业务快速增长，为公司业绩提供了强力支持。2017-2023 年骨料和混凝土营收复合增速分别达到了 47.88% 和 41.78%。从毛利贡献看，2023 年骨料业务的毛利率为 45.88%，毛利贡献占比为 27.30%，较 2022 年提升约 6 个百分点；2023 年混凝土毛利率为 15.48%，毛利贡献比提升至 13.14%。

图 7：公司营业收入及增速



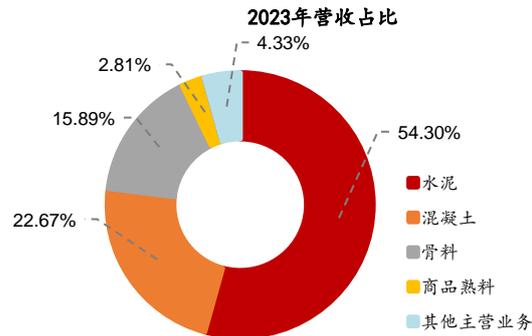
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：公司归母净利润及增速



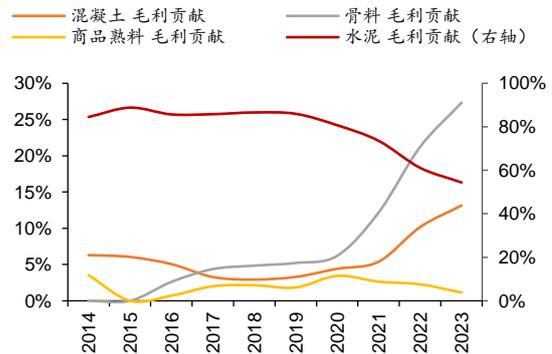
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：公司各项业务营收占比



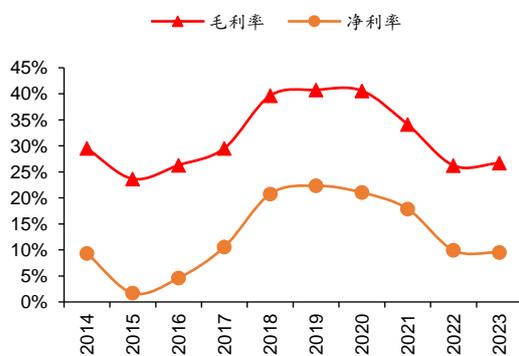
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 10：公司各主要业务毛利贡献



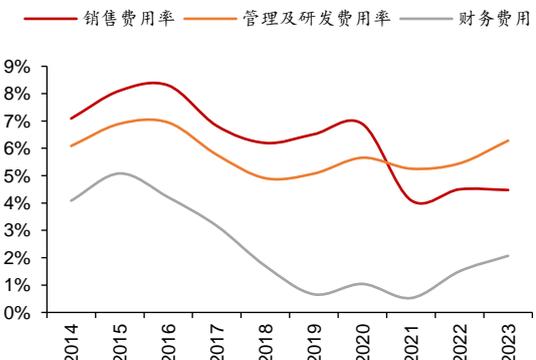
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 11：公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 12：公司各费用率变化



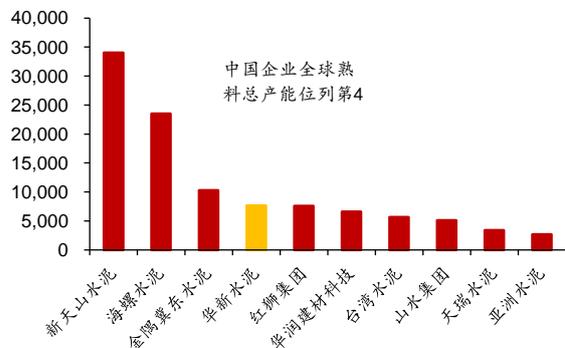
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 水泥业务：坚持成本优先，海外业务贡献增长极

2.1 国内：深耕中部及西南，坚持成本优先

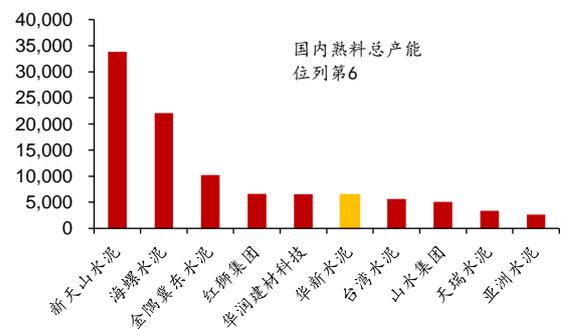
水泥熟料业务位列第一梯队。横向对比来看，公司熟料产能位居前列。根据中国水泥熟料产能百强榜统计，2023 年华新水泥全球熟料产能 7657.6 万吨，位列中国水泥企业全球熟料产能第 4；华新水泥国内熟料总产能 6407.7 万吨，位列全国水泥熟料产能第 6 位。

图 13：公司位列 2023 年中国水泥企业全球熟料产能第 4



资料来源：水泥网，上海证券研究所

图 14：公司位列 2023 年国内熟料总产能第 6



资料来源：水泥网，上海证券研究所

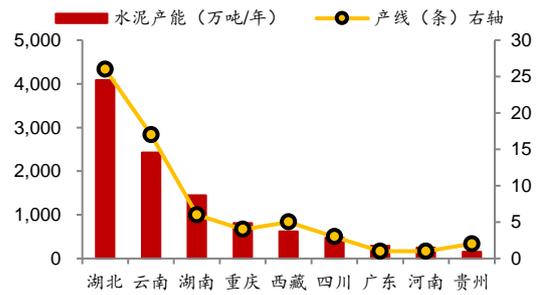
国内水泥业务立足中部，辐射西南。截至 2023 年 6 月末，公司国内水泥总产能 1.06 亿吨/年，国内产线合计 65 条。从产能分布来看，在 9 省市建有水泥生产基地。其中，华新水泥国内水泥产能主要集中在华中及西南地区，且在主产区份额排名靠前，具备优势地位。2023 年 6 月末，公司在湖北、云南和湖南的水泥产能分别为 4089 万吨/年、2426 万吨/年和 1446 万吨/年，合计占国内产能的 75.40%。从国内业务占比看，2023 年华中和西南营业收入合计占中国大陆营收占比的 73.32%。其中，西南地区业务自 2016 年公司完成收购拉法基中国所持有的云南等地 6 家公司股权后，营业收入显著抬升。

图 15: 华新水泥国内水泥产能(2023 年 6 月)



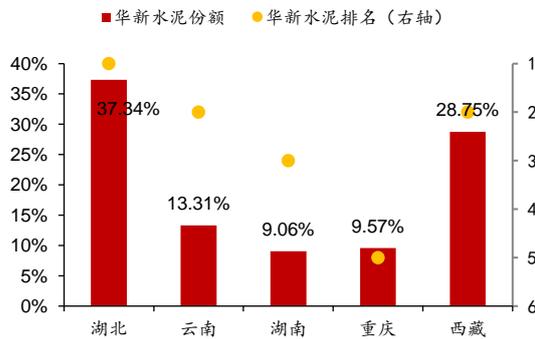
资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

图 16: 华新水泥各省水泥产能分布(2023 年 6 月)



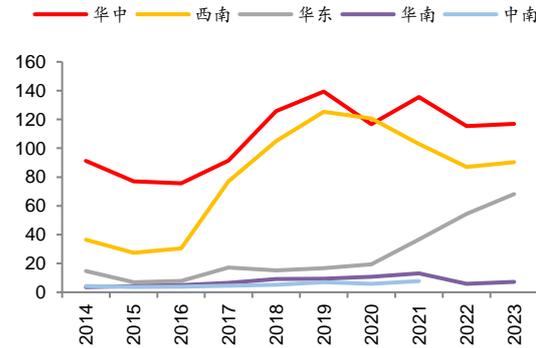
资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 17: 2023 年华新水泥主要产能省市份额及排名



资料来源: 水泥网, 上海证券研究所

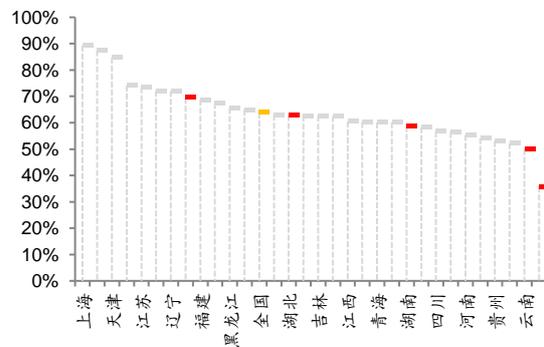
图 18: 华新水泥中国大陆各区域营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

“十四五”两湖及西南地区城镇化率目标推进速度快于全国，支撑区域水泥需求。从城镇化水平来看需求潜力，除重庆外，2020 年公司主要产能所在地的城镇化率水平低于全国 63.89%的水平。若按照各地“十四五”目标来看 2020-2025 年城镇化率变化幅度，湖北、云南、湖南、重庆和西藏的目标推进速度均显著快于全国水平。其中，云南在“十四五”期间的城镇化率预计提高近 10%，西藏、湖北、湖南的提升幅度也超过 4%的水平，有望支撑区域内需求。

图 19: 2020 年湖北/云南/湖南/西藏城镇化率低于全国



资料来源: iFind, 上海证券研究所
*红色为公司主要产能布局省份, 黄色为全国

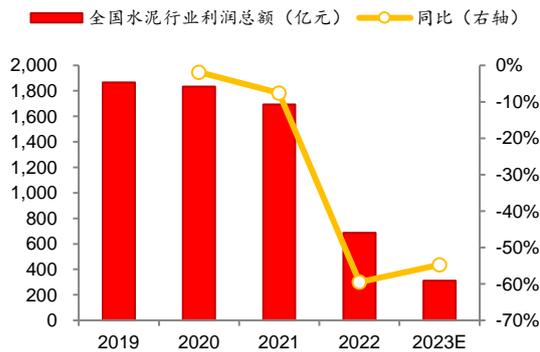
图 20: 湖北/云南/湖南/西藏城镇化率“十四五”目标

	2020年	2025年 “十四五”目标	2020-2025变化
全国	63.89%	65%	1.11%
湖北	62.89%	67%	4.11%
云南	50.05%	60%	9.95%
湖南	58.76%	63%	4.24%
重庆	69.46%	73%	3.54%
西藏	35.73%	40%	4.27%

资料来源: iFind, 新华网, 湖北省政府, 云南省政府, 湖南省发改委, 重庆市政府, 人民政协报, 上海证券研究所

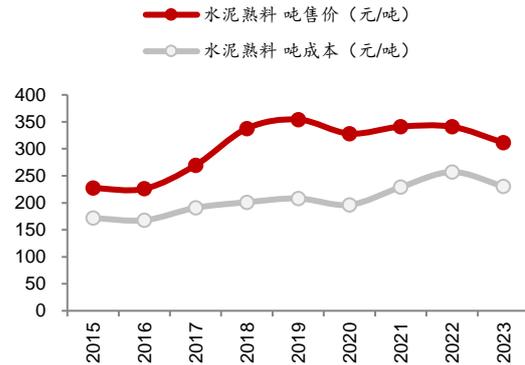
公司成本优势明显，盈利能力高于行业水平。在需求中枢下降，以及产能过剩的大背景下，水泥价格当前处于近5年低位，且2023年水泥行业利润总额约为310.3亿元，同比下降54.77%。成本端看，在全行业利润大幅下滑背景下，公司依然坚持成本优先，水泥熟料吨成本维持低位。2023年公司通过压缩成本，水泥熟料吨成本下降26.45元/吨，同比下降10.29%；2023年公司水泥毛利率约25.98%，较2022年改善1.4个百分点。横向对比来看，公司毛利率也持续好于行业水平。

图 21：全国水泥行业利润总额及增速



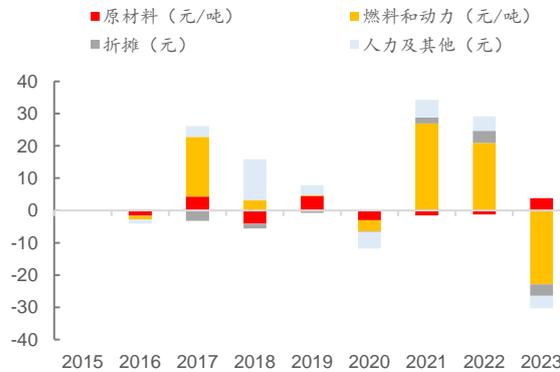
资料来源：水泥网，上海证券研究所

图 22：公司水泥熟料吨售价&吨成本



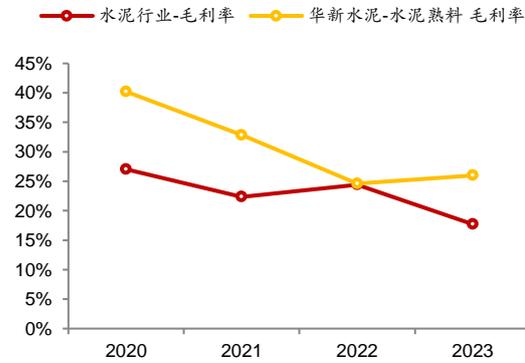
资料来源：Wind，公司年报，上海证券研究所

图 23：公司水泥熟料吨成本拆分变化



资料来源：iFind，上海证券研究所

图 24：公司水泥熟料毛利率高于行业水平



资料来源：公司年报，百川盈孚，上海证券研究所

2.2 海外：放眼全球，抢先布局海外市场

海外业务持续突破，收入贡献显著提升。华新水泥作为首批走出去的水泥企业之一，是国内首家在海外投资建厂的中大型水泥企业。公司不断加速拓展海外市场，2023年连续收购南非及阿曼两家水泥企业，并且随着坦桑尼亚马文尼二期4500吨/日水泥熟料产线投产，海外业务已经拓展至中东及南部非洲地区。截止2023年末，华新水泥已经在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚、马拉维、南非、

莫桑比克和阿曼等 11 个“一带一路”沿线及非洲国家布局，建有近 20 个水泥工厂。从营业收入来看，海外营业收入持续高速增长。2023 年底，公司海外营收达到 54.89 亿元，同比增长近 30%，海外营收占比也提升至 16.26%。

图 25：华新水泥海外营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

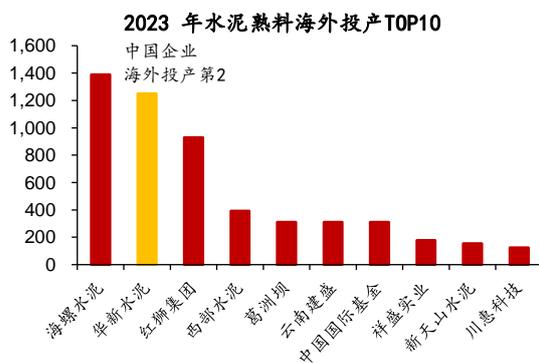
图 26：华新水泥海外营收占比



资料来源：Wind，上海证券研究所

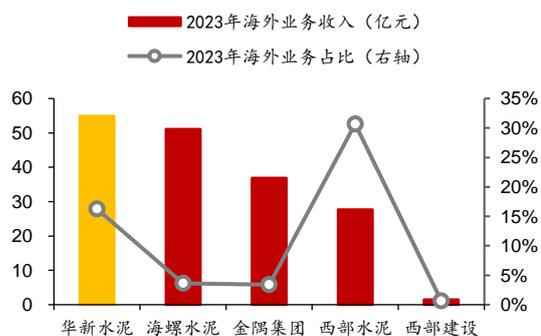
横向对比，海外产能及营收位居前列，海外扩张具备优势。海外产能方面，根据中国水泥熟料产能百强榜统计，2023 年华新水泥海外投产 1249.9 万吨/年，仅次于海螺水泥位列第 2。从海外产能潜力来看，根据水泥网信息显示，公司力争“十四五”实现国外产能翻两番。海外营收方面，2023 年华新水泥海外营收 54.89 亿元，位列水泥上市公司第一；海外营收占比 16.26%，仅次于西部水泥，显示出公司海外扩张的优势。

图 27：华新水泥位列 2023 年海外投产第 2



资料来源：水泥网，上海证券研究所

图 28：华新水泥海外营收与水泥上市企业对比



资料来源：Wind，上海证券研究所

海外需求端看，公司海外重点布局区域需求预计整体保持增长。根据 On Field Investment Research 预测，在印度、中东和非洲的推动下，预计 2024 年全球水泥需求同比上涨 2.4%（不包含中国），其中在新兴市场，印度将增长 7%，中东和非洲将增长 3%。对比 GDP 增速情况，2023 年公司海外布局多数国家实际 GDP 增速高于全球 3.21% 水平，且根据 IMF 预测情况进行计算，

公司海外布局的大部分国家 GDP 增速预计也将高于全球，这将支撑公司海外业务需求。

图 29：华新水泥海外布局国家 GDP 增速

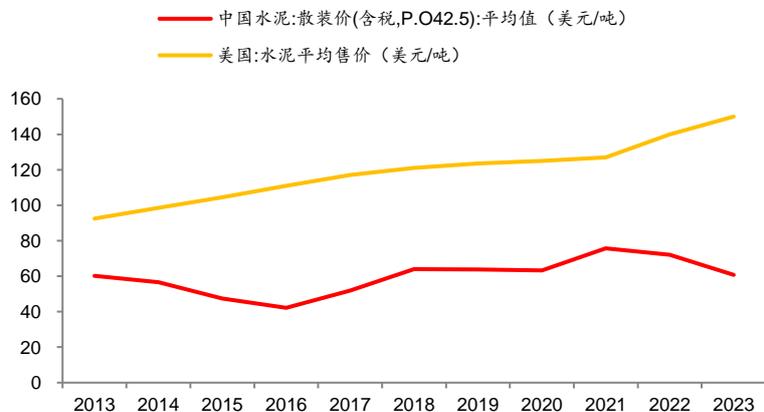
序号	主要海外国家	区域	2023年 GDP实际增速	2024年E IMF预测GDP增长率
	全球		3.21%	3.18%
1	塔吉克斯坦	中亚	8.25%	6.46%
2	吉尔吉斯斯坦	中亚	4.20%	4.45%
3	乌兹别克斯坦	中亚	5.99%	5.20%
4	柬埔寨	东南亚	5.00%	6.03%
5	尼泊尔	东南亚	0.83%	3.10%
6	坦桑尼亚	非洲	5.02%	5.50%
7	赞比亚	非洲	4.33%	4.72%
8	马拉维	非洲	1.60%	3.30%
9	南非	非洲	0.60%	0.88%
10	莫桑比克	非洲	6.01%	4.97%
11	阿曼	中东	1.31%	1.19%

资料来源：Wind，公司年报，上海证券研究所

注：红色部分为所在国家 GDP 增速高于全球水平

海外盈利端看，海外盈利能力强于国内，高毛利海外业务提供更高盈利贡献。从价格水平看，海外水泥价格普遍高于国内。以中美水泥价格对比为例，2023 年美国水泥平均售价约 150 美元/吨，中国水泥平均价格约 60.7 美元/吨，不到美国水泥售价的一半。根据 On Field Investment Research 预测，2024 年预计中东、非洲、印度和拉丁美洲的水泥价格将进一步上涨，全球水泥价格除中国外预计上涨 4.0%。从盈利水平看，预计中东、非洲、西南亚等地的利润率大体稳定。因此，随着公司海外扩张，高毛利的海外业务能够贡献企业利润增长。

图 30：中美水泥价格对比



资料来源：Wind，iFind，上海证券研究所

注：中国水泥价格按照当年美元兑人民币即期汇率平均值换算

图 31：2024 年全球水泥利润率情况



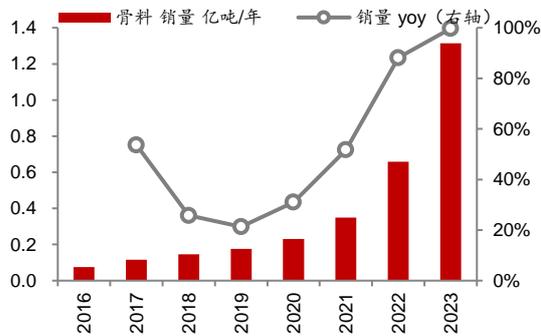
资料来源: On Field Investment Research, 上海证券研究所

3 非水泥业务：一体化战略持续发展，高毛利骨料业务贡献利润

3.1 骨料：板块持续放量，打开第二增长极

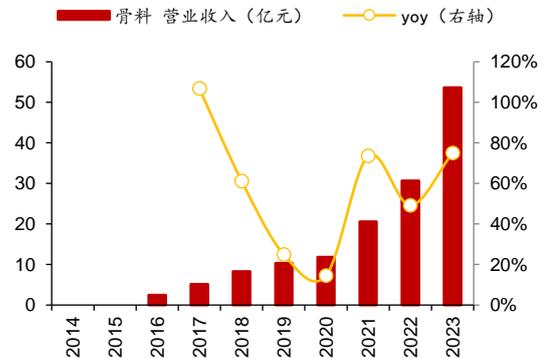
多年布局骨料行业，骨料板块持续放量。华新水泥是中国水泥行业第一家建设规模化、环保化骨料工厂的企业，通过十多年的扩张，公司骨料业务持续放量。2016年至2023年公司骨料销量复合增长率超50%。其中，2023年销量达到1.31亿吨，同比增长近100%。营业收入方面，公司骨料业务营收也持续增长，2023年骨料业务营收增速达到75.01%。

图 32：华新水泥骨料销量及增速



资料来源：公司年报，上海证券研究所

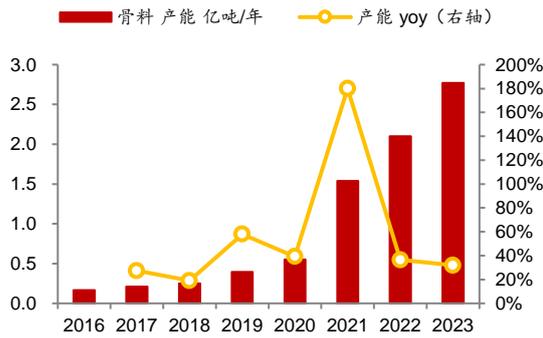
图 33：华新水泥骨料营业收入及占比



资料来源：公司年报，上海证券研究所

骨料产能持续攀升，产能分布长江沿线，触达主要需求地。2023年公司骨料新增产能6700万吨，总产能达2.77亿吨，同比增长31.90%。横向对比来看，华新水泥骨料产能位列2023年中国砂石骨料产能排名第一。骨料作为短腿产品，主要水泥企业的骨料产能布局集中在离需求地更近的中南部地区。华新水泥的骨料产能分布，也主要集中在湖北、云南、重庆、湖南、四川、贵州、河南及西藏等长江沿线区域，在利用矿山资源的同时也可以通过航运通道触达长江沿线三大集群，根据砂石骨料网数据显示，长江沿线三大集群占中国砂石需求总量的42%。

图 34：华新水泥骨料产能及增速



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 35：2023 年中国砂石骨料产能排名

序号	企业	产能 (亿吨)
1	华新水泥	2.77
2	中国建材	2.31
3	中国电建	1.70
4	海螺水泥	1.49
5	华润建材科技	1.12
6	福建育华	1.10
7	金隅冀东	0.77
8	日昌升	0.65
9	东升控股	0.57
10	国泰港口	0.55

资料来源：水泥网，上海证券研究所

图 36：华新水泥骨料产能分布（截止 2023 年）

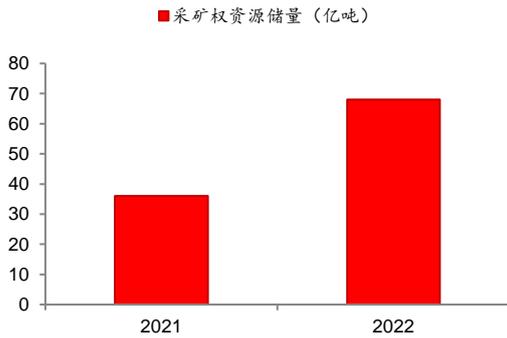
时间	华新水泥骨料产能分布
2016年	• 武穴骨料二期 500 万吨/年项目投产运行。
2017年	• 年内赤壁 100 万吨/年、富民 100万吨/年骨料项目投产运行； • 获得长阳、西藏、渠县、开远等 200-600 万吨/年骨料项目建设的许可。
2018年	• 西藏山南 300 万吨/年、云南红河 100 万吨/年项目建成投产； • 四川渠县、湖南郴州、湖北长阳、云南景洪和临沧合计年产能共1,300 万吨骨料项目开工建设。
2019年	• 全年投产富民、禄劝、景洪等 8 条骨料生产线，新增骨料产能 1,450 万吨/年； • 在建骨料生产线 4 条，产能为 1,150 万吨/年。
2020年	• 长阳、渠县等 7 家骨料生产线建成投产，新增骨料产能 1,550 万吨； • 在建骨料项目 11 个，建成后公司骨料年产能将达到 2 亿吨。
2021年	• 昭通、赤壁交投二期、鹤峰等 12 条骨料生产线投产； • 阳新亿吨机制砂项目等10 个在建骨料项目稳步推进中，项目全部投产后，公司骨料产能可达 2.7 亿吨/年。
2022年	• 阳新亿吨机制砂石项目（一期）、秭归、宜昌、渠县二期、红河等20 条骨料生产线先后投产，公司骨料产能已达到 2.1 亿吨/年。
2023年	• 公司高品质机制砂正式投产

资料来源：公司公告，上海证券研究所

加大沿江骨料资源布局，高品质机制砂投产提升竞争实力。

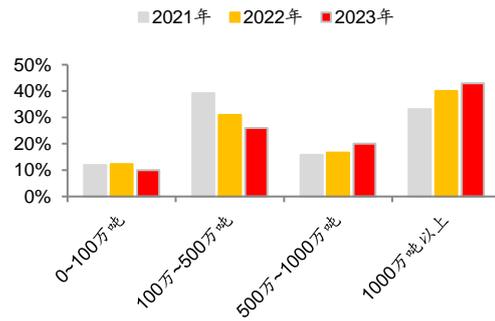
骨料具备资源属性，公司加速砂石业务的布局，采矿权资源储量大幅提升。根据公司财报显示，2021 年和 2022 年华新水泥获得采矿许可证的资源储量分别达到 36 亿吨和 68 亿吨，2022 年新增 32 亿吨；2024 年一季度，华新水泥还以 7.6 亿元竞得湖北武穴储量近 5 亿吨，规划年产 5500 万吨的“砂石+水泥”矿权，带动沿江产能增加。此外，随着行业竞争加剧，以及矿山规模化转型加速，高品质砂石骨料仍然有需求空间。同时，随着公司 2023 年高品质机制砂的投产，也将进一步提升公司的竞争实力。

图 37: 华新水泥采矿资源储量



资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

图 38: 新增砂石矿权 (年产) 分布



资料来源: 自然资源部, 中国砂石协会大数据中心, 砂石骨料网, 上海证券研究所

公司骨料高毛利率业务利润贡献显著抬升, 成为公司主要利润来源。骨料属于高毛利业务, 尽管近几年随着砂石骨料价格的下降, 骨料业务毛利率有所下滑, 但 2023 年公司骨料业务毛利率仍然达到 45.88%, 且显著高于水泥板块 26.76% 的毛利率水平。从利润贡献角度来看, 2023 年公司骨料业务的毛利贡献占比提升至 27.30%, 在 2020 年骨料的毛利贡献占比仅为 6.21%。可以看到, 近些年骨料业务对于利润贡献不断抬升, 成为公司重要利润贡献来源。横向对比上市建材企业的骨料业务毛利率, 华新水泥也处于领先水平。随着未来公司骨料产能的进一步提升, 骨料板块的盈利贡献预计将会进一步扩大。

图 39: 华新水泥骨料毛利及占比



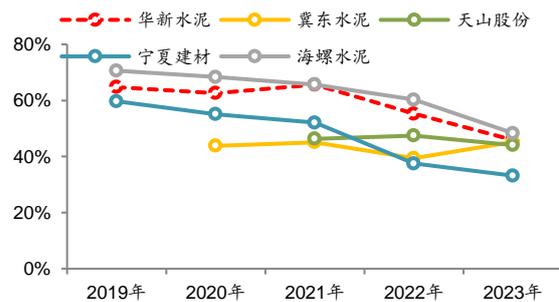
资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

图 40: 华新水泥骨料 VS 水泥毛利率



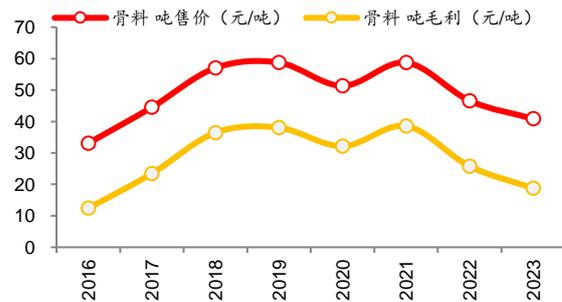
资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

图 41: 华新水泥 VS 主要水泥企业骨料业务毛利率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 42: 华新水泥骨料吨售价/吨毛利 (元/吨)



资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

3.2 混凝土：深入一体化战略，混凝土业务全面展开

纵向一体化战略深入实施，混凝土业务全面展开，混凝土站点持续新增。在纵向一体化战略背景下，公司通过在现有水泥熟料生产线周边投资建设混凝土搅拌站进行布局，快速提升产能和市场份额，2023 年全年新增混凝土站点 23 家。产能方面，2023 年末公司商品混凝土产能达到 1.22 亿方，同比 2022 年增长 77.45%。截止 2023 年末，公司混凝土产能分布在国内 12 个省市，以及海外柬埔寨、坦桑尼亚、塔吉克斯坦和南非等国。销量方面，2023 年末公司商品混凝土销量 2727 万方，同比增长 66.38%。

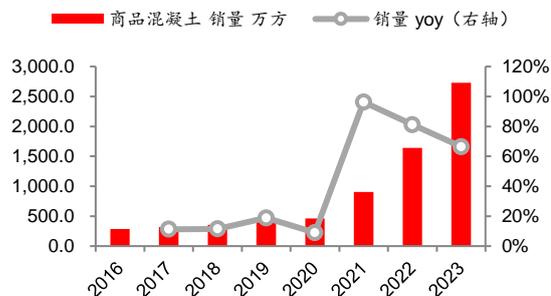
行业整合加速，未来行业集中度有望提升。当前混凝土行业持续在底部运行，混凝土均价进一步下移，2023 年全国 C30 混凝土均价较 2022 年下降 10.33%。同时，从产品自身特性来看，商品混凝土通常只有 2 个小时的生命，运输半径 50 公里以内，因此区域性更为明显，也呈现出行业分散的情况。尽管如此，随着行业整合的进一步加速，未来产业集中度有望提升。此外，混凝土行业在外部压力的背景下，还面临回款不佳的情况。根据中国混凝土与水泥制品协会数据显示，2022 年末全行业应收账款占营业收入超 50%。对比来看，公司应收账款控制良好，优于行业平均水平。

图 43：华新水泥混凝土产能及增速



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 44：华新水泥混凝土销量及增速



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 45: 中国混凝土 C30 日均价 (元/立方米)



资料来源: Mysteel, 上海证券研究所

图 46: 华新水泥应收账款/营业收入



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.3 绿色低碳: 节能降碳领跑绿色赛道, 水泥窑协同处置践行环保转型战略

节能降碳绿色发展, 推动行业能效水平提升。水泥是能耗和碳排放重点领域, 根据中央财经大学绿色金融国际研究院发布的报告显示, 2022 年全国水泥行业碳排放总量仅次于电力行业以及钢铁行业, 占碳排放总量的约 13%。随着国家双碳战略的进一步推进, 低碳发展成为行业新方向。2023 年以来国家进一步印发针对减碳和降耗政策, 包括 2024 年 5 月国务院印发的《2024-2025 年节能降碳行动方案》, 推进建材行业节能降碳改造, 加快水泥原料替代和提升工业固体废弃物资源化利用水平等。

图 47: 近一年水泥及建材行业针对性减碳、降耗政策

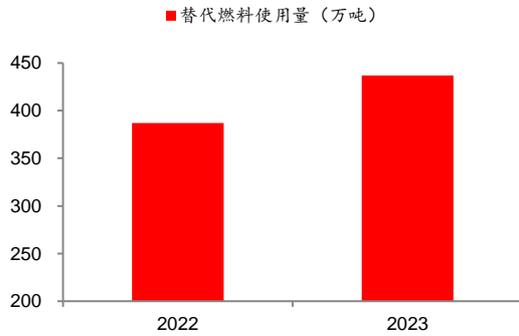
时间	文件
2023年7月	《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》
2023年10月	《关于做好 2023-2025 年部分重点行业企业温室气体排放报告与核查工作的通知》
2023年10月	《温室气体自愿减排交易管理办法 (试行) 》
2023年12月	《绿色建材产业高质量发展实施方案》
2024年1月	《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》
2024年5月	《2024 - 2025年节能降碳行动方案》

资料来源: 公司公告, 中国政府网, 上海证券研究所

公司坚持绿色低碳发展, 能效管理水平排在行业前列。使用替代燃料是目前全球水泥行业降碳的主要手段。华新水泥于 2021 年制定了碳减排排放路线图, 通过使用垃圾预处理可燃物、生物质燃料、工业固废等多种替代燃料作为水泥窑替代燃料进行降碳, 并在国内外累计 20 余家工厂推广实施水泥低碳制造智能化解决方案, 助力提升降本减碳, 实现绿色竞争优势。其中, 2023 年综合利用替代燃料 437 万吨, 较 2022 年增加 50 万吨; 2023 年集

团合并熟料替代燃料热替代率（TSR）达到 20%，较 2022 年提升约 6 个百分点；国内 TSR 达约 23%，较 2022 年提升约 7 个百分点。碳减排方面，2023 年公司国内吨水泥二氧化碳直接排放强度为 576.47 千克，较 2022 年下降约 32 千克。

图 48：华新水泥替代燃料使用量（2022-2023）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

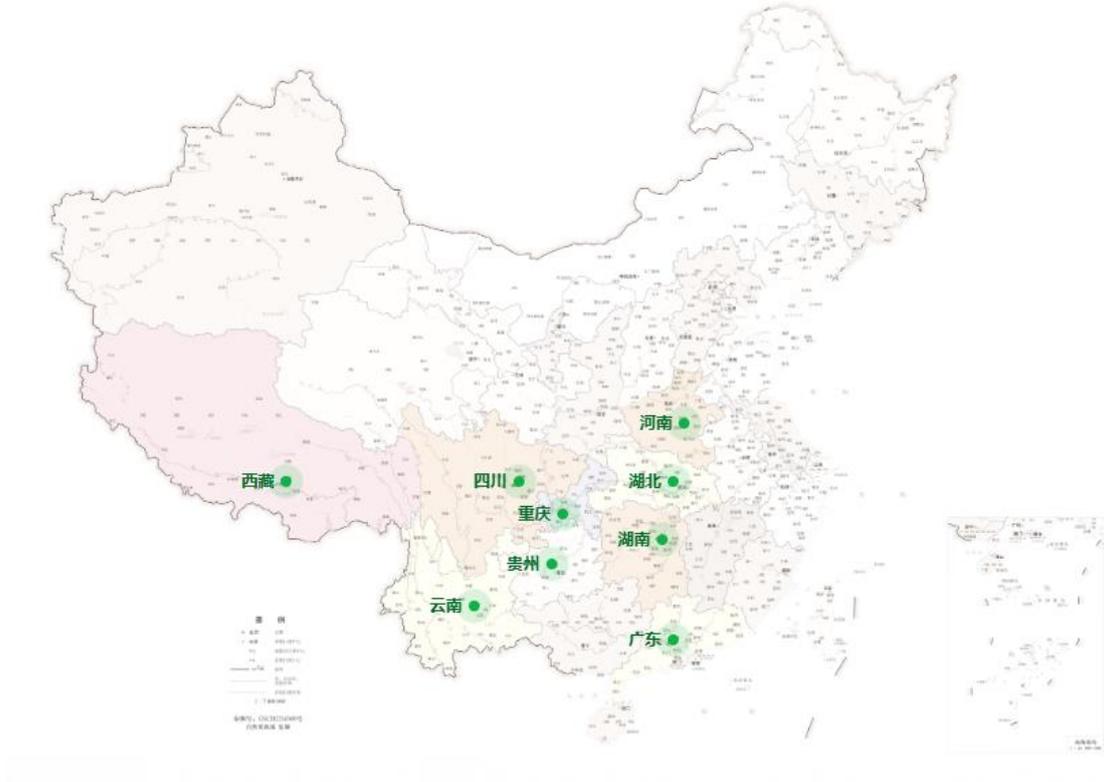
图 49：华新水泥热替代率（2021-2023）



资料来源：公司 ESG 报告，上海证券研究所

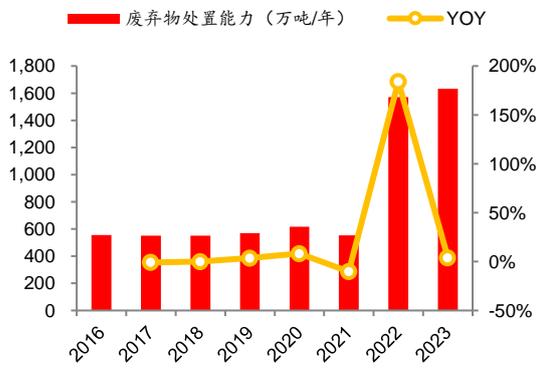
依托水泥窑进行协同，环保转型战略效果不断显现。华新水泥近年来推动开展可替代原燃料研发和应用，通过水泥窑协同处置废弃物的环保业务，持续践行环保转型的发展理念。在环保业务布局上，公司也充分考虑与水泥主业协同效应，业务遍及湖北、湖南、河南、重庆、云南、广东、西藏等地。产能方面，2023 年公司运行和在建的环保工厂废弃物处置能力 1632 万吨/年，同比提升 3.88%；环保业务处置总量方面，2023 年公司共处置 350 万吨，较 2022 年提升 5.74%。截止 2023 年 12 月，华新环境的年生活垃圾处置量已占全国水泥窑协同处置总量的 50% 以上。

图 50：华新环境业务分布



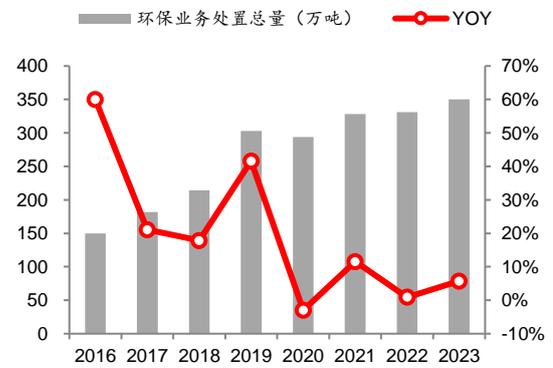
资料来源：华新环境工程有限公司官网，上海证券研究所

图 51：华新水泥废弃物处置能力



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 52：华新水泥环保业务处置总量



资料来源：公司年报，上海证券研究所

4 盈利预测及投资建议

1) 水泥及熟料

需求端看，我们认为 2024 年房地产市场仍然处于深度调整阶段，国内市场整体需求难有显著回升。国外方面，2024 年 1 月华新坦桑马文尼公司二期项目点火投产，项目投产后将持续提升华新在非洲市场的影响力，因此随着公司未来海外布局的进一步加速，海外重点布局区域产量预计整体保持增长。价格方面，随着各地错峰停窑以及行业自律控制产能，2024 年二季度各地水泥价格已经逐步推涨，今年水泥价格有望触底企稳。同时，成本端公司具备成本管控优势，盈利能力高于行业水平。

我们预计水泥及熟料业务，2024-2026 年营业收入分别为 182.48、191.68、201.37 亿元，同比-5.35%、5.04%、5.06%，毛利率 27.62%、28.22%、29.01%。

2) 骨料

公司骨料业务经过多年发展，2023 年骨料产能达到 2.77 亿吨，同比增长 32%。随着未来公司骨料业务持续拓展，业务规模有望大幅提升，一体化效果将得到进一步体现。价格方面，砂石骨料 2024 年 6-7 月跌幅收窄，同时下半年大型会议过后，预计四季度市场或将好转，价格或将保持稳定。

我们预计骨料业务，2024-2026 年营业收入分别为 59.24、65.81、75.29 亿元，同比 10.44%、11.10%、14.40%，毛利率 44.59%、45.14%、47.25%。

3) 混凝土

公司依托水泥主业，混凝土业务全面展开。2023 年公司混凝土产能达到 1.22 亿方，同比增长 77.45%。未来随着公司继续坚持一体化战略，有望进一步提升业务影响力。

我们预计混凝土业务，2024-2026 年营业收入分别为 91.83、105.60、121.44 亿元，假设同比 20.00%、15.00%、15.00%，毛利率 13.82%、13.82%、13.82%。

表 1: 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2023A	2024E	2025E	2026E
水泥及熟料	19,278.73	18,247.83	19,167.52	20,137.40
骨料	5,363.83	5,923.61	6,581.13	7,528.81
混凝土	7,652.22	9,182.66	10,560.06	12,144.07
其他	1,462.31	1,579.29	1,658.26	1,741.17
合计	33,757.09	34,933.40	37,966.97	41,551.45
分业务成本测算	2023A	2024E	2025E	2026E
水泥及熟料	14,269.55	13,207.83	13,758.97	14,296.17
骨料	2,903.00	3,282.42	3,610.67	3,971.73
混凝土	6,467.90	7,913.62	9,100.66	10,465.76
其他	1,100.96	1,200.26	1,260.27	1,323.29
合计	24,741.41	25,604.14	27,730.58	30,056.95
分业务增速	2023A	2024E	2025E	2026E
水泥及熟料	-6.36%	-5.35%	5.04%	5.06%
骨料	75.01%	10.44%	11.10%	14.40%
混凝土	49.08%	20.00%	15.00%	15.00%
其他	-13.19%	8.00%	5.00%	5.00%
分业务毛利率	2023A	2024E	2025E	2026E
水泥及熟料	25.98%	27.62%	28.22%	29.01%
骨料	45.88%	44.59%	45.14%	47.25%
混凝土	15.48%	13.82%	13.82%	13.82%
其他	24.71%	24.00%	24.00%	24.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

公司坚持实施一体化转型发展, 国内水泥业务稳定恢复, 海外业务持续突破, 骨料业务大规模提升, 我们看好公司业绩韧性, 并继续保持行业领先。我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 349.33/379.67/415.51 亿元, 同比分别为 3.48%/8.68%/9.44%; 归母净利润分别 29.13/31.92/36.01 亿元, 同比增速分别为 5.47%/9.57%/12.82%; 当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 9.57/8.73/7.74 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600585.SH	海螺水泥	22.54	1,194.46	1.97	1.74	1.95	2.15	11.45	12.97	11.57	10.49
000672.SZ	上峰水泥	6.24	60.49	0.78	0.70	0.78	0.84	8.13	8.92	7.98	7.43
000401.SZ	冀东水泥	4.46	118.56	-0.56	0.10	0.23	0.36	-7.91	45.93	19.57	12.43
002233.SZ	塔牌集团	7.10	84.65	0.64	0.56	0.64	0.72	11.42	12.74	11.12	9.88
均值				0.71	0.77	0.90	1.02	5.77	20.14	12.56	10.06
600801.SH	华新水泥	13.41	278.79	1.33	1.40	1.54	1.73	10.09	9.57	8.73	7.74

资料来源: Wind, 上海证券研究所

注: 可比公司 EPS 和 PE 来自 Wind 一致预期, 收盘价对应日期为 2024 年 8 月 16 日

5 风险提示

市场波动风险：行业短期区域协同打破，行业新增供给加大，导致水泥价格再度下跌，公司水泥行业毛利率下降。需求层面，地产政策效果不及预期，带来需求超预期下滑。

业务拓展风险：公司海外业务扩张，以及一体化业务扩张不及预期。

原材料价格波动风险：水泥成本主要受煤炭等价格波动影响，原燃材料上涨，或影响公司毛利率水平。

汇率风险：公司海外业务贡献不断提升，随着国别增多，汇率波动带来不确定性。

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5849	5930	8941	13187
应收票据及应收账款	2535	2646	2922	2640
存货	3463	3900	4102	4411
其他流动资产	3373	3933	4563	5221
流动资产合计	15220	16409	20528	25459
长期股权投资	513	513	513	513
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	27752	30512	29787	28961
在建工程	3615	4115	4615	5115
无形资产	15958	15943	15428	14413
其他非流动资产	5743	5769	5769	5769
非流动资产合计	53581	56852	56111	54771
资产总计	68800	73261	76639	80230
短期借款	644	644	644	644
应付票据及应付账款	8762	9581	10472	11081
合同负债	717	812	846	925
其他流动负债	8810	8933	9039	9276
流动负债合计	18934	19970	21002	21925
长期借款	8623	8623	8623	8623
应付债券	3964	3964	3964	3964
其他非流动负债	3984	4092	4092	4092
非流动负债合计	16571	16679	16679	16679
负债合计	35505	36649	37681	38605
股本	2079	2079	2079	2079
资本公积	1586	1586	1586	1586
留存收益	25815	28724	30639	32800
归属母公司股东权益	28933	31895	33811	35971
少数股东权益	4362	4716	5148	5653
股东权益合计	33295	36611	38958	41625
负债和股东权益合计	68800	73261	76639	80230

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	6236	6118	9062	9956
净利润	3218	3267	3624	4107
折旧摊销	3796	2190	4676	4776
营运资金变动	-1240	-203	-106	218
其他	462	863	869	855
投资活动现金流量	-6454	-5504	-3992	-3486
资本支出	-4629	-5539	-4029	-3529
投资变动	-2094	0	0	0
其他	270	34	37	44
筹资活动现金流量	-952	-528	-2060	-2223
债权融资	1416	225	0	0
股权融资	221	0	0	0
其他	-2589	-753	-2060	-2223
现金净流量	-1246	81	3010	4246

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33757	34933	37967	41551
营业成本	24741	25604	27731	30057
营业税金及附加	745	769	835	914
销售费用	1519	1572	1709	2078
管理费用	1819	1819	1998	2197
研发费用	301	314	342	374
财务费用	699	666	664	604
资产减值损失	-138	-65	-65	-65
投资收益	59	35	37	44
公允价值变动损益	-36	0	0	0
营业利润	4352	4325	4834	5481
营业外收支净额	-25	-44	-34	-34
利润总额	4326	4282	4800	5447
所得税	1108	1014	1176	1340
净利润	3218	3267	3624	4107
少数股东损益	456	354	432	505
归属母公司股东净利润	2762	2913	3192	3601

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	26.7%	26.7%	27.0%	27.7%
净利率	8.2%	8.3%	8.4%	8.7%
净资产收益率	9.5%	9.1%	9.4%	10.0%
资产回报率	4.0%	4.0%	4.2%	4.5%
投资回报率	6.3%	6.5%	6.8%	7.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	10.8%	3.5%	8.7%	9.4%
EBIT 增长率	2.1%	6.5%	10.4%	10.7%
归母净利润增长率	2.3%	5.5%	9.6%	12.8%
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	1.40	1.54	1.73
每股净资产	13.92	15.34	16.26	17.30
每股经营现金流	3.00	2.94	4.36	4.79
每股股利	0.53	0.56	0.61	0.69
营运能力指标				
总资产周转率	0.51	0.49	0.51	0.53
应收账款周转率	18.54	15.36	15.98	17.75
存货周转率	7.20	6.95	6.93	7.06
偿债能力指标				
资产负债率	51.6%	50.0%	49.2%	48.1%
流动比率	0.80	0.82	0.98	1.16
速动比率	0.52	0.51	0.64	0.79
估值指标				
P/E	10.09	9.57	8.73	7.74
P/B	0.96	0.87	0.82	0.78
EV/EBITDA	4.89	6.07	3.98	3.33

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。