

增持（首次）

百年华新，海外积极布局，打开成长空间

华新水泥（600801）深度报告

2025年4月30日

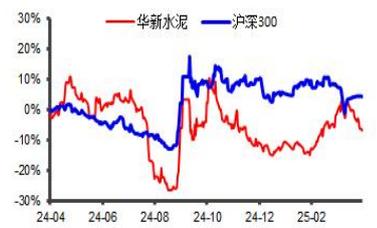
投资要点：

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-22177163
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2025年4月29日

收盘价(元)	12.65
总市值(亿元)	233.91
AH股总股本(亿股)	20.79
AH股流通股本(亿股)	20.79
ROE(TTM)	7.98%
12个月最高价(元)	16.09
12个月最低价(元)	10.57

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **水泥销量下降，非水泥业务增长明显。**2022年受市场影响，公司水泥销售同比下降22%，2023年小幅上升，2024年水泥销量虽同比再度下降，但降幅仅约2%，好于行业整体情况。2024年公司骨料、混凝土等非水泥业务销量增长明显。另一方面，公司近年来毛利率持续下降，与行业整体趋势一致，但相比其他可比水泥企业，公司整体销售毛利率领先，抗周期性较好。
- **布局具备优势，积极推动海外发展。**公司通过持续的并购和投资新建，已在国内 14 省市及海外 12 国进行布局，并已成为中亚水泥市场的领军者。根据公司披露，2025年计划资本支出133亿元，其中海外并购为首要投入方向。公司明确提出中期目标：海外水泥产能从当前2500万吨提升至约5000万吨。未来的发展目标是建设全球领先的跨国建材集团。整体看，公司国际化路径清晰，未来海外水泥产能仍有翻倍的增长计划，海外业务将成为公司业绩增长的重要引擎。
- **营收持续攀升 盈利能力突出。**公司近十年营业收入呈现趋势性向上，其中2024年全年实现营业收入 342.17 亿元，同比上年增长 1.36%，创历史新高。但由于近年行业整体毛利率下降，净利润及归属净利润在2019年达到高点后均呈现趋势性下行。公司2024年加权平均净资产收益率8.16%，居行业最优水平，盈利能力突出。整体看，公司业绩在行业低谷中仍展现出较高韧性。
- **总结与投资建议。**公司从一家地方性水泥厂，发展成涉足水泥、混凝土、骨料、环保、装备制造及工程、新型建材等领域全产业链一体化发展的全球化建材集团。企业近年以“海外多业务发展、国内一体化协同、碳减排及增值创新、数字化AI驱动”为战略引领，“建设全球领先的跨国建材企业”作为公司的长期战略目标，持续发展壮大可期。
- 在水泥行业经历下行周期下，公司凭借自身区域布局、经营管理及战略优势，表现出较强的业绩韧性及较高的盈利能力。
- 预计2025年水泥市场供需格局将进一步改善，水泥价格有望持续修复，将更好带动公司业绩的回升。另一方面，公司积极布局海外，成长空间广阔。近年来公司维持稳定及较高的分红比例，后续随着业绩增长，持续稳定的分红将为股东带来理想的回报。
- 预测公司2025年-2027年EPS分别为1.24元，1.43元和1.52元，对应当前股价PE分别为10.2倍，9倍及8.3倍。看好公司持续发展壮大，首次覆盖，给予“增持”评级，建议关注。
- **风险提示：**房地产优化政策出台力度低于预期，地方政府救市政策落实及成效不足，楼市销售回暖不及预期。基建投资低于预期，带来行业需求下降。宏观经济转弱，下游需求不足。原材料成本上升，利润率下降。海外业务发展未达预期。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司简介	3
2. 全产业链一体化协同发展	3
3. 水泥销量下降，非水泥业务增长明显	5
3.1 非水泥业务销量增长明显	5
3.2 毛利率水平在行业中领先	6
4. 布局具备优势，积极推动海外发展	6
4.1 业务及市场布局具备优势，构建竞争护城河	6
4.2 海外产能积极布局，成长空间广阔	7
5. 营收持续攀升 盈利能力突出	8
5.1 盈利能力突出，业绩具备一定韧性	8
5.2 负债率持续下降，费用管控能力提升	9
5.3 股息率稳定且理想	9
6. 总结与投资建议	10
7. 风险提示	10

插图目录

图 1：华新水泥产能及布局情况	3
图 2：公司主要业务图	4
图 3：2024 年公司各主要产品营收占比（单位：%）	5
图 4：2024 年公司各主要产品毛利占比（单位：%）	5
图 5：2015-2024 年公司水泥/熟料/骨料/环保等业务销量及处理量变化情况（单位：万吨，%）	5
图 6：2015-2024 年公司商品混凝土销量变化情况（单位：万立方米，%）	5
图 7：2020-2024 年公司各业务毛利率变化情况（单位：%）	6
图 8：2020—2024 年中国头部水泥企业毛利率变化情况（单位：%）	6
图 9：公司海外布局情况	7
图 10：2015-2024 年公司中国大陆及海外营收及同比变化（单位：亿元，%）	7
图 11：2015-2024 年公司营业收入变化情况（单位：亿元，%）	8
图 12：2015-2024 年公司净利润及归属净利润变化情况（单位：亿元，%）	8
图 13：2012-2024 年国内水泥行业整体利润情况（单位：亿元，%）	9
图 14：2020-2024 年中国头部水泥企业加权 ROE 变化情况（单位：%）	9
图 15：2018-2024 年公司资产负债率情况（单位：%）	9
图 16：2020-2024 年公司费用率变化情况（单位：%）	9
图 17：2015-2024 年股利支付情况（单位：元，%）	10

表格目录

表 1：公司盈利预测简表（2025/4/29）	12
-------------------------	----

1. 公司简介

华新水泥股份有限公司始创于 1907 年，是中国最早的水泥企业之一，被誉为中国水泥工业的摇篮，并开启了百年品牌发展之路。公司系中国唯一一家历经百余年沧桑并重新焕发新春的水泥企业，上世纪五十年代，公司有力地支持新中国的建设和发展，成为中国民族工业的骄傲。1994 年公司 A 股(600801)和 H 股(06655)分别在上海证券交易所和香港交易所上市，并在 1999 年与当时世界最大水泥生产商瑞士 Holcim 集团结为战略伙伴关系。

进入 21 世纪，华新制定并实施“十字型”发展战略，推动企业跨越式发展。通过实施一体化发展战略、环保转型发展战略、海外发展战略和新型建筑材料的业务拓展战略，先后增加了商品混凝土、骨料、水泥基高新材料的生产和销售，水泥窑协同处置废弃物的环保业务，国内国际水泥工程总承包、水泥窑协同处置技术的装备与工程承包等相关业务。

公司成功从一家地方性水泥工厂，发展成为业务覆盖国内 17 个省、市、自治区和海外 16 个国家，拥有 300 余家分子公司，涉足水泥、混凝土、骨料、环保、装备制造及工程、新型建材等领域全产业链一体化发展的全球化建材集团，并名列中国制造业 500 强，财富中国 500 强。目前，公司总股本 20.79 亿股，全球领先的建材企业 Holcim 是公司的第一大股东，拥有公司 41.81% 的股份，华新集团有限公司持有公司 16.26% 的股份。

截至 2024 年末，公司水泥产能 1.26 亿吨/年（粉磨能力，含联营企业产能）、水泥设备制造 5 万吨/年、商品混凝土 50,084 方/小时（含委托加工产能）、骨料 2.85 亿吨/年、综合环保墙材 6.6 亿块/年、加气混凝土产品（砖、板）95 万方/年、砂浆 167 万吨/年、超高性能混凝土 40 万吨/年、民用幕墙挂板 80 万平方米/年、工业防腐瓦板 300 万平方米/年、石灰 82 万吨/年、水泥包装袋 7 亿只/年及废弃物处置 1,693 万吨/年（含已获环评批复但尚未投产项目）的总体产能。

图 1：华新水泥产能及布局情况



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

2. 全产业链一体化协同发展

公司依托水泥主业，稳健发展混凝土、骨料、环保墙材、水泥装备与工程、水泥基新型建材材料及依托水泥窑进行协同利用的环保产业，在行业内较早实现了纵向一体化发展，

是行业内少数拥有完整产业链、具备上下游全产业链一体化协同竞争优势的企业。

水泥：公司在国内西南地区、华中、华东和华南地区以及“一带一路”沿线国家及非洲建立了水泥生产网络。截至 2024 年底，公司国内水泥生产基地分布于湖北、湖南、云南、重庆、四川、贵州、西藏、广东及河南等 9 省市，在华中地区具备优势地位并成为西南地区的主要从业者。

海外方面，作为首批走出去的中国水泥企业之一，公司已在塔吉克斯坦、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、阿曼和津巴布韦等 12 个国家布局，并已成为中亚水泥市场的领军者。截至 2024 年底，公司海外累计运营及在建产能突破 2500 万吨，并进一步巩固了在非洲的发展布局。

混凝土：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的战略布局，逐步实现纵向一体化战略，提升在水泥核心市场混凝土业务的影响力。公司混凝土产能国内主要分布在湖北、湖南、云南、四川、重庆、西藏、河南、贵州、江西、江苏、海南、上海、浙江等 13 省市。海外在柬埔寨、坦桑尼亚、塔吉克斯坦和南非运营 10 家混凝土搅拌站。

骨料：公司骨料业务规模大幅提升，国内产能分布于湖北、云南、重庆、湖南、四川、贵州、河南及西藏等 8 省市。海外在塔吉克斯坦、柬埔寨、坦桑尼亚和南非运营了 6 个骨料项目。骨料属于冷工艺，可以间歇式生产，可根据订单量灵活调整生产节奏。骨料虽然也是传统行业，但近十年才真正快速发展，因此不同企业之间的固定成本相差不大，向下降价的空间要小于水泥行业，预计未来骨料价格将保持稳定。

新型建筑材料：公司也积极拓展包括超高性能混凝土 UHPC 产品、砂浆产品、新型墙材产品、建材外加剂等在内的各类新型低碳建材产品，为中国的工程建设提供绿色环保新型建筑材料解决方案。

图 2：公司主要业务图

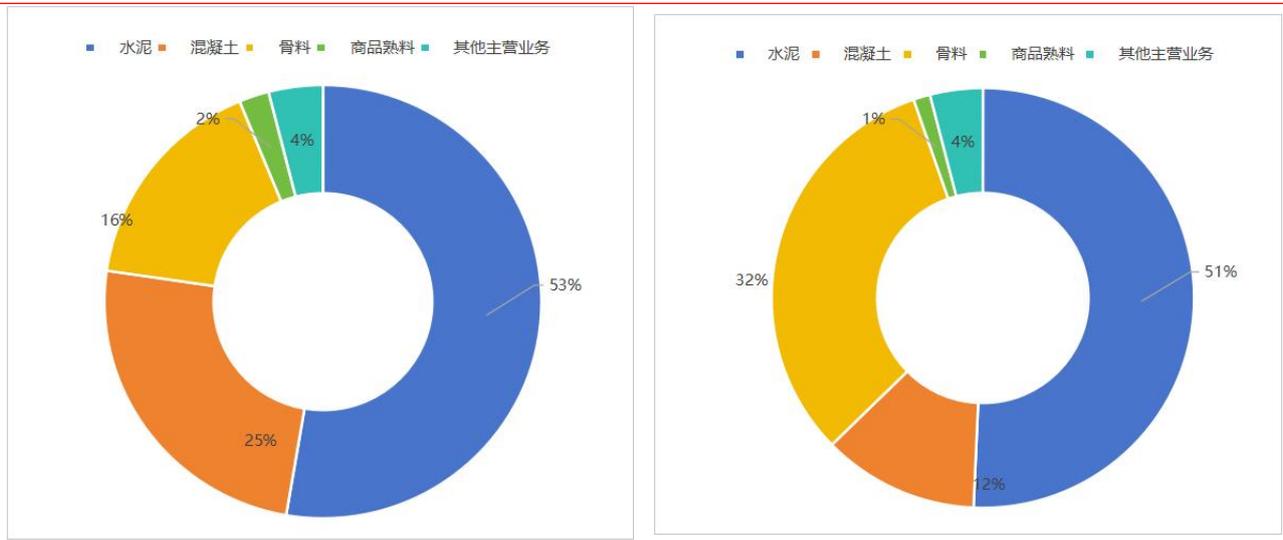


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

从 2024 年营收情况看，水泥营收占比约 53%；混凝土营收占比 24.6%；骨料营收占比约 16.5%；商品熟料及其他主营业务占比分别为 2.2%及 4%。从毛利情况看，水泥、混凝土、骨料、商品熟料及其他主营业务占总毛利比例分别为 50.70%、11.97%、32.01%、1.28%及 4.03%。

整体来看，水泥业务在公司的所有业务中仍居主导地位，而非水泥业务也稳步提升，已成为公司利润的重要贡献点。

图 3：2024 年公司各主要产品营收占比（单位：%）图 4：2024 年公司各主要产品毛利占比（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

3. 水泥销量下降，非水泥业务增长明显

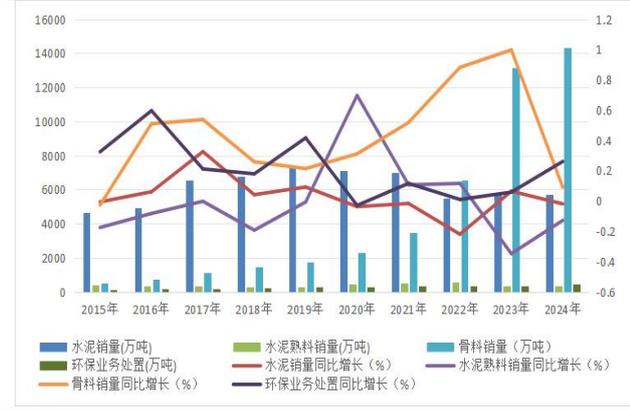
3.1 非水泥业务销量增长明显

从公司近十年各产品销量情况来看，水泥销量在 2019 年达到高峰，随后呈现趋势性下行。其中 2022 年受市场影响，水泥销售同比下降 22%，2023 年小幅上升，2024 年水泥销量虽同比再度下降，但降幅仅约 2%，好于行业整体情况。根据国家统计局数据，2024 年全国规模以上企业的累计水泥产量 18.25 亿吨，同比下降 9.5%（按可比口径）。水泥产量创下十五年的最低值。

而公司骨料及商品混凝土销量则呈现持续增长态势，近几年行业需求整体下行背景下，其销量仍维持较高增长。另一方面，公司环保业务处置也维持较高增速。可见，非水泥业务提升公司整体盈利。

2024 年公司骨料、混凝土等非水泥业务销量增长明显。其中公司混凝土业务实现收入 84.15 亿元，同比增长 9.97%；实现销量 3181 万方，同比增长 16.65%。同期骨料业务实现收入 56.42 亿元，同比增长 5.18%；实现销量 1.43 亿吨，同比增长 9.03%。

图 5：2015-2024 年公司水泥/熟料/骨料/环保等业务图 6：2015-2024 年公司商品混凝土销量变化情况（单销量及处理量变化情况（单位：万吨，%） 位：万立方米，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

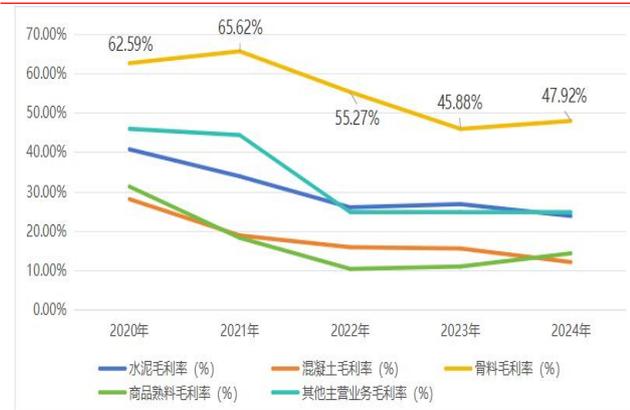


资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

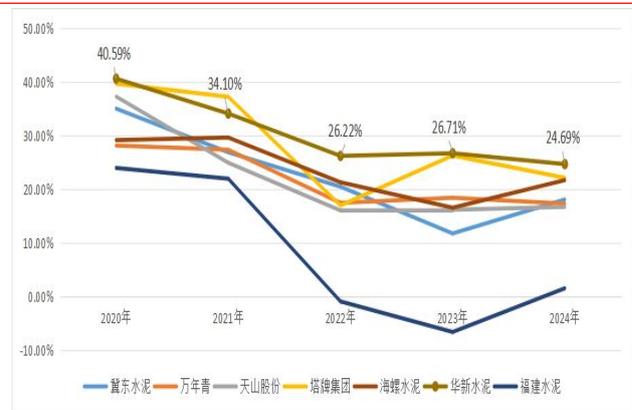
3.2 毛利率水平在行业中领先

从各产品毛利率情况来看，2024 年水泥、混凝土、骨料、商品熟料及其他主营毛利率分别为 23.75%、12.02%、47.92%、14.25%及 24.88%，综合销售毛利率为 24.69%。其中骨料毛利率维持高位，并且 2024 年环比 2023 年有所修复；商品熟料毛利率也出现探底回升态势。另一方面，公司近年来毛利率持续下降，与行业整体趋势一致，但相比其他可比水泥企业，公司整体销售毛利率领先，抗周期性较好。

图 7：2020-2024 年公司各业务毛利率变化情况（单位：%）
图 8：2020-2024 年中国头部水泥企业毛利率变化情况（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

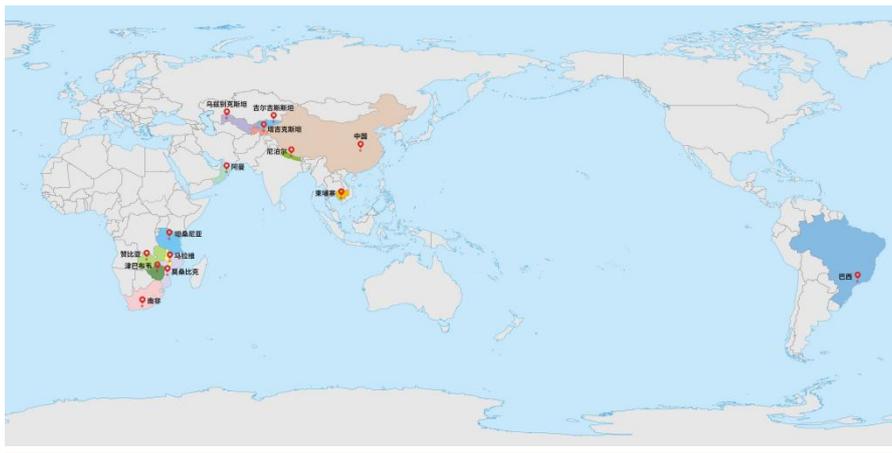
4. 布局具备优势，积极推动海外发展

4.1 业务及市场布局具备优势，构建竞争护城河

自上市以来，公司通过持续的并购和投资新建，已在国内 14 省市及海外 12 国进行布局，并已成为中亚水泥市场的领军者。公司国内的制造工厂大多数位于经济有活力、市场需求量相对有保障的长江经济带、西部开发重点或热点地区。

在境外的工厂，规划在“一带一路”与中国友好的国家分散布点建设。同时，公司在选择工厂建设地时均遵循了“资源有保障、交通较便利、市场增长有潜力”的原则，通过业务布局、市场布局上的统揽与协同形成了战略布局优势。

图 9：公司海外布局情况



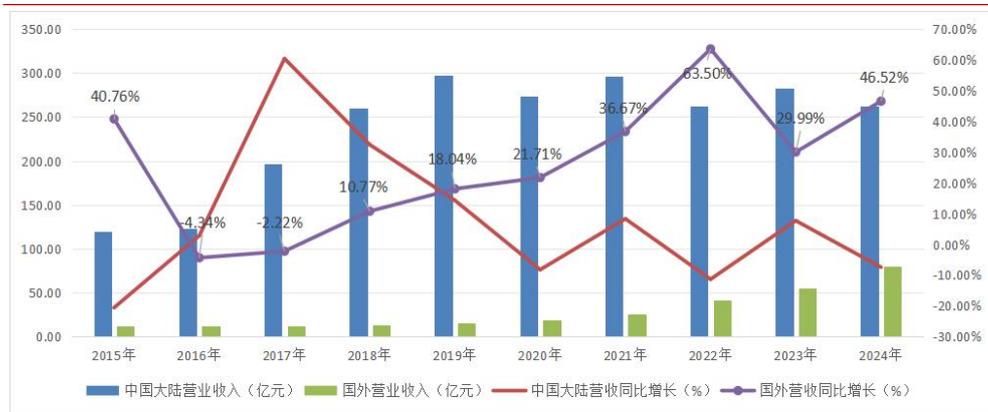
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

4.2 海外产能积极布局，成长空间广阔

公司在海外布局有塔吉克斯坦、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、阿曼和津巴布韦等国。根据 On Field Investment Research®的研究，全球水泥需求在 2024 至 2030 年间预计将保持平稳，土耳其、中国和欧洲的水泥市场预计表现最弱，而撒哈拉以南非洲、印度和北美水泥市场预计将表现最好，到 2030 年分别增长 77%、42%和 20%。公司海外业务所在国水泥需求大多保持增长态势。

公司海外业务营收维持高速增长。2024 年全年公司实现海外营收 79.84 亿元，同比大幅增长 47%；海外水泥销量达 1620 万吨，同比增长 37%；截至年末，海外水泥产能超 2250 万吨/年，同比增长 8%，运营及在建产能合计突破 2500 万吨。与此同时，海外项目毛利率水平高于国内，2024 年国内业务整体毛利率为 22.09%，海外整体毛利率达 33.13%。较高的海外毛利率也提升公司整体盈利水平。

图 10：2015-2024 年公司中国大陆及海外营收及同比变化（单位：亿元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

公司近期签约尼日利亚水泥及巴西骨料项目，进一步巩固在非洲的发展布局。2024 年 12 月，公司宣布拟以约 8.38 亿美元的价格购买股权资产，从而最终持有尼日利亚上市

公司 Lafarge Africa Plc 控制权（将间接持有 83.81% 股份），进而拓展西非水泥市场。2025 年 3 月 17 日，华新正式完成对巴西恩布骨料公司（EMBU SA ENGENHARIA E COMERCIO）100% 股权的收购，交易金额 1.769 亿美元。挺进南美标志着华新践行“海外多业务发展”战略迈出关键一步。

海外市场形成水泥、骨料、混凝土和环保处置等多元化业务矩阵，国际化征程开启新的篇章。公司国际化布局加速，为中长期海外扩张奠定了稳固基础。

根据公司披露，2025 年计划资本支出 133 亿元，其中海外并购为首要投入方向。公司明确提出中期目标：海外水泥产能从当前 2500 万吨提升至约 5000 万吨。未来的发展目标是建设全球领先的跨国建材集团。整体看，公司国际化路径清晰，未来海外水泥产能仍有翻倍的增长计划，海外业务将成为公司业绩增长的重要引擎。

5. 营收持续攀升 盈利能力突出

5.1 盈利能力突出，业绩具备一定韧性

公司近十年营业收入呈现趋势性向上，其中 2024 年全年实现营业收入 342.17 亿元，同比上年增长 1.36%，创历史新高。

但由于近年行业整体毛利率下降，净利润及归属净利润在 2019 年达到高点后均呈现趋势性下行。其中 2023 年公司净利润及归属净利润同比小幅回升，分别同比上升 6.43% 和 2.34%；而 2024 年净利润及归属净利润再度同比有所下降。2024 年公司全年实现净利润 29.53 亿元，同比下降 8.22%；实现归属于母公司股东的净利润 24.16 亿元，同比下降 12.52%。虽然近年盈利整体仍同比下降，但远优于行业整体水平。

图 11：2015-2024 年公司营业收入变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

图 12：2015-2024 年公司净利润及归属净利润变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

据水泥大数据研究院数据显示，预计 2024 年国内水泥行业整体利润总额在 260 亿元左右，同比下降超 40%，连续三年利润总额同比降幅超 40%。在剔除骨料等非水泥业务及海外水泥利润后，2024 年行业利润预计在 160 亿元上下。

而公司 2024 年加权平均净资产收益率 8.16%，居行业最优水平，盈利能力突出。整体看，公司业绩在行业低谷中仍展现出较高韧性。

图 13：2012-2024 年国内水泥行业整体利润情况（单位：亿元，%）图 14：2020-2024 年中国头部水泥企业加权 ROE 变化情况（单位：%）



资料来源：水泥大数据研究院，东莞证券研究所

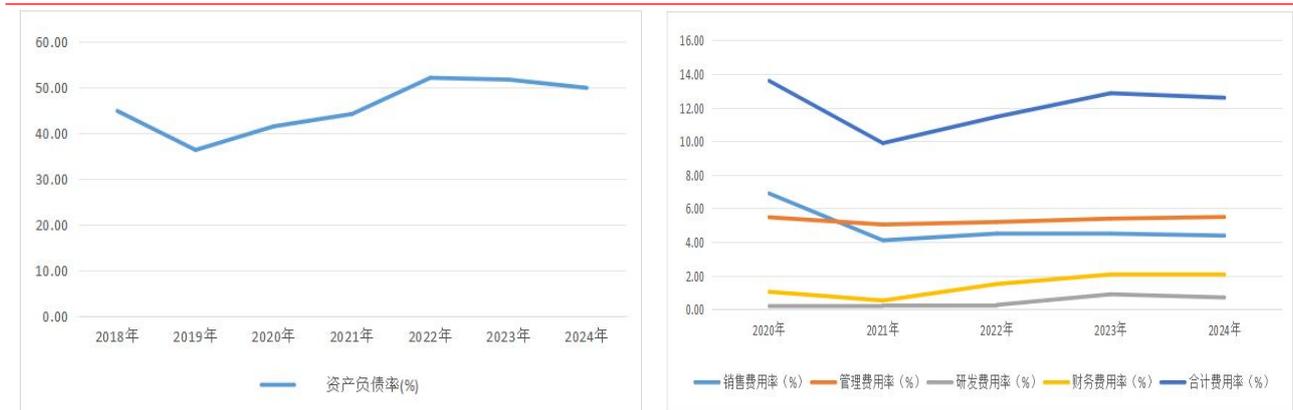
资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

5.2 负债率持续下降，费用管控能力提升

截至 2024 年末，公司资产负债率下降至 49.8%，相比 2023 年下降 1.74 个百分点，近年负债率呈持续下行态势。其中流动比为 0.87，速动比为 0.7，分别比 2023 年提升 0.07 和 0.08。

费用方面，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用分别为 15 亿/18.8 亿/2.39 亿/6.86 亿，同比分别-1.26%/+3.34%/-20.71%/-1.72%；销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.38%/5.49%/0.7%/2.01%，相比 2023 年分别-0.12/+0.1/-0.19/-0.06pct；整体费用率为 12.58%，较上年下降 0.27pct。

图 15：2018-2024 年公司资产负债率情况（单位：%）图 16：2020-2024 年公司费用率变化情况（单位：%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

5.3 股息率稳定且理想

从公司分红情况来看，近几年公司股利支付率均维持 40%左右，股利支付稳定。2024 年公司每股分红计算，当前股价对应股息率约 3.5%。与此同时，在行业下行周期下，公司

业绩具备韧性，未来也存在业绩成长预期；公司经营性现金流量净额持续为正，负债率持续下行，未来维持稳定较高的分红比例可期。在低利率环境下，公司稳健且较理想的分红水平对投资者具备一定吸引力。

图 17：2015-2024 年股利支付情况（单位：元，%）



资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

6. 总结与投资建议

华新水泥从一家地方性水泥厂，发展成涉足水泥、混凝土、骨料、环保、装备制造及工程、新型建材等领域全产业链一体化发展的全球化建材集团。企业近年以“海外多业务发展、国内一体化协同、碳减排及增值创新、数字化 AI 驱动”为战略引领，“建设全球领先的跨国建材企业”作为公司的长期战略目标，持续发展壮大可期。

在水泥行业经历下行周期下，公司凭借自身区域布局、经营管理及战略优势，表现出较强的业绩韧性及较高的盈利能力。

预计 2025 年水泥市场供需格局将进一步改善，水泥价格有望持续修复，将更好带动公司业绩的回升。另一方面，公司积极布局海外，成长空间广阔。近年来公司维持稳定及较高的分红比例，后续随着业绩增长，持续稳定的分红将为股东带来理想的回报。

预测公司 2025 年-2027 年 EPS 分别为 1.24 元，1.43 元和 1.52 元，对应当前股价 PE 分别为 10.2 倍，9 倍及 8.3 倍。看好公司持续发展壮大，首次覆盖，给予“增持”评级，建议关注。

7. 风险提示

(1) 房地产优化政策出台力度低于预期，地方政府救市政策落实及成效不足，楼市销售回暖不及预期。

(2) 基建投资低于预期，带来行业需求下降。

- (3) 宏观经济转弱，下游需求不足。
- (4) 原材料成本上升，利润率下降。
- (5) 海外业务发展未达预期。

表 1：公司盈利预测简表（2025/4/29）

科目（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	34,217	36114	39,355	41673
营业总成本	30,885	31695	34,378	36433
营业成本	25,771	26,287	28,719	30,432
营业税金及附加	809	722	787	833
销售费用	1500	1625	1692	1792
管理费用	1880	2022	2165	2292
财务费用	686	750	700	750
研发费用	239	289	315	333
公允价值变动净收益	11	0	0	0
资产减值损失	81	100	50	60
营业利润	4224	4456	5112	5447
加：营业外收入	30	20	32	28
减：营业外支出	142	120	118	123
利润总额	4112	4356	5026	5352
减：所得税	1158	1220	1357	1392
净利润	2953	3137	3669	3961
减：少数股东损益	537	565	697	792
归母公司所有者的净利润	2416	2572	2972	3168
摊薄每股收益(元)	1.16	1.24	1.43	1.52
PE（倍）	10.88	10.23	8.85	8.30

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn