



## 布局骨料市场打造第二成长曲线，地产利好叠加促进水泥需求回暖——华新水泥（600801.SH）投资价值分析报告

### ◎行业集中度进一步提高，头部企业竞争优势突显

我国水泥行业目前处于产能过剩阶段，为了稳定行业，推动水泥行业可持续发展我国从七个方面下发供给侧结构性改革政策限制产能。未来随着水泥行业纳入碳交易，碳税+减排改造加剧行业内小企业的生产成本压力，老旧产能将面临全面淘汰，行业内的竞争格局将进一步优化，龙头竞争优势突显。随着行业内兼并重组的深化，行业的市场集中度将进一步提高，龙头企业的话语权将会得到提升，从而改变竞争格局，推动价格上升，改善行业毛利率。

### ◎华新水泥主业稳健，积极布局骨料市场打造第二成长曲线

华新水泥近十年营收复合增长率 11.17%，超过行业规模企业平均水平。2016 年起公司开始战略性布局骨料市场，截至 2021 年公司实现骨料销售营收 20.54 亿元，占比 6.32%，相比 2016 年骨料营收 2.48 亿元，增长 8.28 倍，占比提升 5.13pct。骨料业务毛利率高达 65%，远高于其他产品线。未来公司将进一步加大对骨料市场的布局，打造公司营收第二增长曲线，改善公司利润率。

### ◎地产复苏促进水泥需求回暖，水泥行业有望迎来估值修复

2022 年水泥行业受宏观经济不景气及地产行业萎靡影响，需求量持续下滑，利润空间收到挤压。随着国家多次强调房地产行业仍是我国的支柱产业并频繁的出台政策支持房地产企业，各地地产项目开工情况有所改善，水泥需求也随之上升。未来一段时间内，预计我国的水泥需求量仍将稳定在一个较高水平。国家支持地产行业利好政策频出，有望带领地产上下游板块估值快速修复，华新水泥作为水泥行业华中区域及西南片区龙头，业绩稳定，有望率先获得估值修复。

### ◎盈利预测与估值

预计华新水泥 2022-2024 年每股收益（EPS）分别为 1.98 元、2.37 元、2.8 元，未来两年归母净利润将保持 18.92%的复合增长率。绝对估值模型下，对应每股合理内在价值为 19.23 元。相对估值模型下：目前行业 2022 年 PE 均值为 11.09 倍；考虑公司的规模和未来业绩增长情况，给予公司 2023 年 7.5-9.5 倍 PE，对应每股合理估值区间在 17.78-22.52 元之间。

### ◎投资风险提示

燃料价格波动风险；市场风险；骨料市场开拓不及预期

### 核心业绩资料及预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	325	335	405	444
YOY	10.59%	3.15%	20.98%	9.48%
归母净利润(亿元)	54	41	50	59
ROE	20.07%	14.14%	15.44%	16.47%
摊薄 EPS(元)	2.56	1.98	2.37	2.80
YOY	10.59%	-22.74%	19.94%	18.20%
P/E	6.27	8.12	6.77	5.73

数据源：华通证券研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

研究部

建筑材料行业组

SFC: AAK004

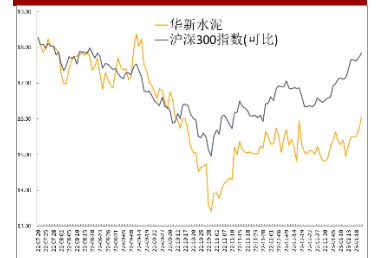
Email: research@waton.com

### 主要资料

2023.1.30

收盘价(元)	16.20
一年中最低/最高	13.31/22.83
总市值(亿元)	336.5
总股本(亿股)	20.97
流通股本(亿股)	13.62
ROE(TTM)	8.13%
PE(TTM)	8.39

### 股价相对走势



数据源：东方财富网



## 内容目录

一、	水泥行业分析.....	4
1.	水泥行业基础信息及现状.....	4
1.1	我国水泥生产情况分析.....	4
1.2	我国水泥需求情况分析.....	8
2.	水泥行业发展趋势.....	11
2.1	产能置换.....	11
2.2	智能化建设.....	12
2.3	绿色矿山建设.....	12
二、	华新水泥竞争优势分析.....	12
1.	公司主营业务介绍.....	12
2.	公司核心竞争力分析.....	15
2.1	拥有完整产业链，形成上下游协同竞争优势.....	15
2.2	公司矿山储备资源丰富，有效降低生产成本.....	15
2.3	持续技术创新，坚持绿色、低碳发展优势.....	16
3.	公司经营情况分析.....	17
3.1	营收稳定增长，布局高毛利项目打造第二成长曲线.....	17
3.2	公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析.....	18
三、	业绩预测&估值分析.....	22
1.	业绩预测.....	22
2.	估值分析.....	24
2.1	PE&PEG 估值分析.....	24
2.2	DCF 估值分析.....	25
四、	公司未来六个月内投资建议.....	26
1.	公司股价催化剂分析.....	26
2.	公司六个月内目标价格&投资评级.....	27
五、	投资风险提示.....	27



## 图目录

Figure 1 2001-2022 我国水泥产量及同比增速	4
Figure 2 2021 我国各省份水泥产量	5
Figure 3 2021 年我国各区域水泥产量	5
Figure 4 中国水泥制造企业竞争梯队	6
Figure 5 2022 年中国水泥制造行业集中度	6
Figure 6 水泥应用领域	9
Figure 7 2012-2022 我国房地产开发投资额	10
Figure 8 2012-2021 我国城镇环境基础设施建设投资额	10
Figure 9 2023 年 1 月全国水泥价格	11
Figure 10 华新水泥主要产能介绍	13
Figure 11 华新水泥事业版图	14
Figure 12 华新水泥主营业务	15
Figure 13 水泥产业链	15
Figure 14 公司近 10 年营收情况及同比增速	17
Figure 15 近 10 年公司各项业务营收占比	18
Figure 16 近 10 年公司各项业务毛利率变化	18
Figure 17 可比公司近 5 年存货周转率	18
Figure 18 可比公司近 5 年应收账款周转率	19
Figure 19 可比公司近 5 年总资产周转率	19
Figure 20 可比公司近 5 年销售期间费用率	20
Figure 21 可比公司近 5 年管理费用率	20
Figure 22 可比公司近 5 年财务费用率	20
Figure 23 可比公司近 5 年销售毛利率	21
Figure 24 可比公司近 5 年销售净利率	21
Figure 25 可比公司近 5 年净资产收益率	22
Figure 26 PE 估值百分位	24
Figure 27 可比公司 2023 年 PE	24

## 表目录

Table 1 七个方面下发供给侧结构性改革政策限制产能	7
Table 2 我国水泥行业相关政策	7
Table 3 公司石灰石矿山储量及服务年限	16
Table 4 公司未来三年营收预测	23
Table 5 可比公司估值表	25
Table 6 DCF 估值模型	26
Table 7 DCF 模型敏感性分析测试	26
Table 8 财务报表预测与比率分析	29



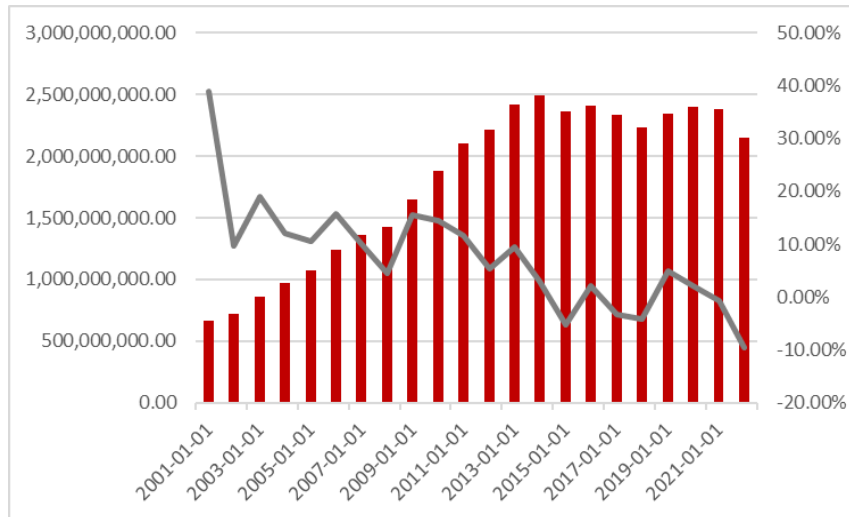
## 一、水泥行业分析

### 1. 水泥行业基础信息及现状

#### 1.1 我国水泥生产情况分析

自 1985 年我国成为水泥第一生产大国，产量持续高居世界首位，目前我国水泥总产量占世界水泥总产量的 57% 左右。据国家统计局数据显示，2021 年，我国水泥总产量为 23.77 亿吨，较上年同比减少 0.73pct；2022 年 1-11 月，我国水泥产量为 19.5 亿吨、较上年同比减少 10.8pct。

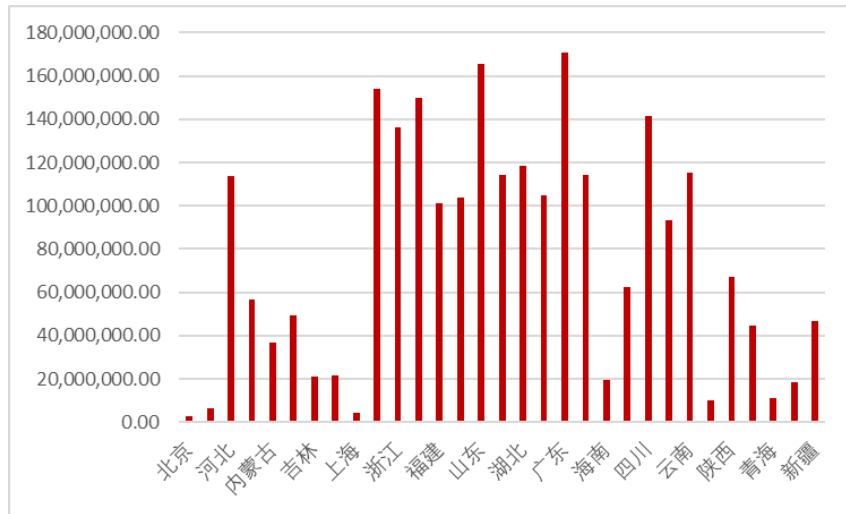
Figure 1 2001-2022 我国水泥产量及同比增速(单位：吨)



数据源：国家统计局，华通证券研究部

从省份生产情况来看，2021 年我国水泥产量前十省市分别为广东省、山东省、江苏省、安徽省、浙江省、四川省、湖北省、云南省、广西区、河南省。其中广东省水泥产量排名第一，累计年产量为 17084.27 万吨。

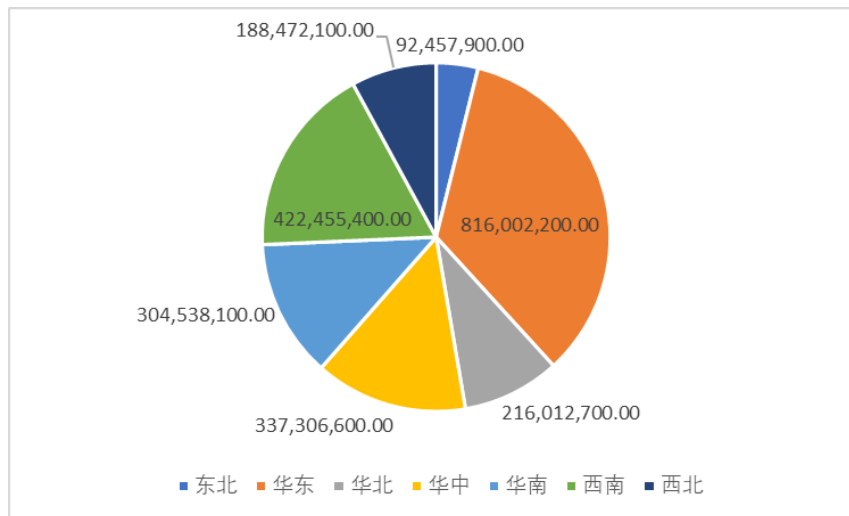
Figure 2 2021 我国各省份水泥产量(单位：吨)



数据源：国家统计局，华通证券研究部

从地区生产情况来看，我国水泥生产主要集中在华东地区，2021 年占比达 34%。其次为西南地区，水泥产量占比 18%。占比最低的是东北地区仅为 4%。

Figure 3 2021 年我国各区域水泥产量(单位：吨)

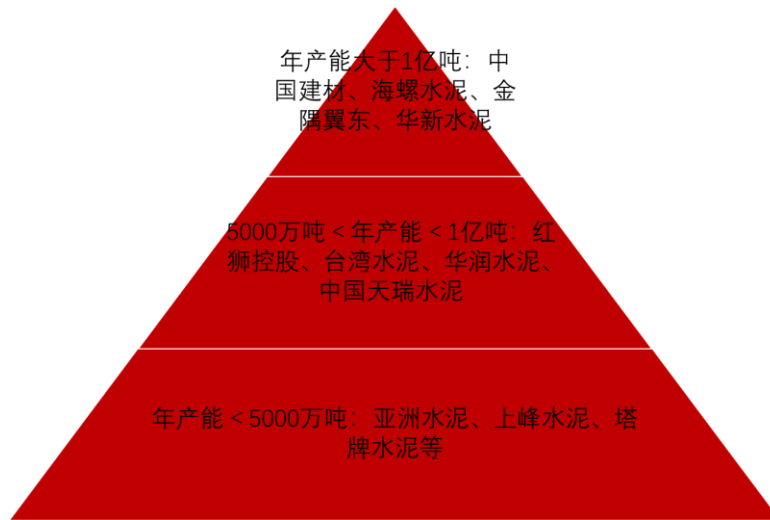


数据源：国家统计局，华通证券研究部

据中国水泥网统计，2022 年我国熟料产能达到 182324.95 万吨，年度新投产 2318.8 万吨，年度产能置换 449.5 万吨，海外投资产能 4679.3 万吨。中国建材集团以 36084 万吨熟料产能继续高居榜首；海螺水泥排名第二，熟料产能为 22816 万吨；金隅冀东以 10577.2 万吨熟料产能排在第三。本年第四和第五名发生易位，红狮集团年熟料产能增至 7254 万吨，仅比第五位华新水泥高出 12.4 万吨，排在第六至第十位的分别是华润水泥、台湾水泥、山水集

团、天瑞水泥、亚洲水泥。我国水泥制造生产行业依据企业年产能划分，可分为 3 个竞争梯队。其中，年产能大于 1 亿吨的企业有：中国建材、海螺水泥、金隅冀东、华新水泥，其中中国建材年产能达 5 亿吨级别；年产能在 5000 万吨-1 亿吨之间的企业有：红狮控股、台湾水泥、华润水泥、中国天瑞水泥；其余企业的年产能在 5000 万吨以下。

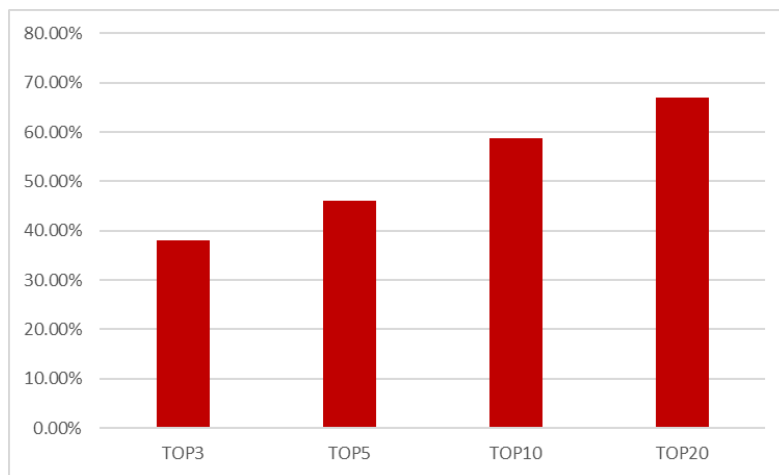
Figure 4 中国水泥制造企业竞争梯队



数据源：中国水泥网，华通证券研究部

从我国水泥熟料产能的集中度来看，目前，我国水泥制造行业的集中度较高。2022 年，产能排名前三的企业产能合计占比达 38.11%；产能排名前二十的企业合计占比达 66.96%。

Figure 5 2022 年中国水泥制造行业集中度



数据源：中国水泥网，华通证券研究部

2001 年以来，我国水泥新增产能呈爆发式增长，水泥行业逐步开始出现产能过剩情况。2022 年，根据水泥大数据研究院估计，国内水泥产能过剩接近 40%。全国所有水泥企业平均至少需停工 100 天以上，总体供需才算达到相对平衡。为此，我国从七个方面下发供给侧结构性

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



改革政策限制产能，稳定行业供需平衡，推动水泥行业可持续发展。

Table 1 七个方面下发供给侧结构性改革政策限制产能

层面	主要内容
1 鼓励联合重组	国际经验看,解决过剩问题必须由大企业整合市场,增加行业集中度,从做工厂、做产量,到做市场、做系统,兼顾好各种资源和各方利益,让过剩产能退而有序,实现产业结构调整的正循环
2 严格禁止建新线	彻底关上新建的大门,等量淘汰、异地置换、新增产能技术改造、用新线进行垃圾焚烧协同处置
3 加大淘汰力度	化解过剩产能要“消化一批、转移一批、整合一批、淘汰一批”,其中“淘汰一批”既包括淘汰落后的低端产能,也包括淘汰富余的先进产能
4 加强国际产能合作	水泥走出去已从只卖装备的时代迈入全方位投资、国际产能合作的新时代。行业应紧抓国际化机遇,从以本土市场为主转向“一带一路”等市场,提高海外占比,开辟长期市场需求
5 大力开展错峰生产	错峰生产不仅应该常态化,还应该增加内涵,实施减霾错峰、限碳错峰、春节淡季错峰、高温雨季错峰等,并在全国范围内实施推广
6 协会为主导的行业自律	企业要顾全大局,顾全他人,不搞盲目新建,不搞恶意杀价,不搞低价倾销,从竞争到竞合,实现包容性增长
7 大企业发挥行业引领作用	大企业应从国家政策、行业发展和企业战略的高度出发,主动担当,负重致远,引领行业走上竞争有序、价格稳定、充满活力、健康运行的发展道路

数据源：观研天下，华通证券研究部

Table 2 近年来我国水泥行业相关政策

时间	政策名称	制定部门	主要内容
2015.03	《关于水泥行业产能置换有关问题的意见》	工业和信息化部	水泥粉磨站新建(改、扩)和在建项目可依据本地区水泥产业结构调整方案优化布局;JT 窑可用于水泥熟料(改、扩)建设项目产能置换。
2015.04	《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》	工业和信息化部	京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区需要置换被淘汰的产能的数量不低于建设项目产能的 1.25 倍予以核定,其他地区实施等量置换。



2016.05	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增收益的指导意见》	国务院办公厅	通过严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组以及推行错峰限产等方法压减过剩产能。
2017.06	《水泥工业“十三五”发展规划》	中国水泥协会	提出到 2020 年末，水泥行业产能严重过剩矛盾基本解决，效益显著提高。加快淘汰落后产能优化结构,推进企业联合重组，化解产能过剩，实现压减淘汰过剩熟料产能 4 亿吨。
2018.01	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》	工业和信息化部	严禁钢铁、水泥和平板玻璃行业新增产能，继续做好产能置换工作。
2018.08	《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	工业和信息化部和国家发展改革委	提出提高认识，坚决禁止新增产能;源头把关，严禁备案新增产能项目;认真细致，从严审查产能置换方案;强化监管，确保产能置换方案执行到位。
2020.01	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	工业和信息化部	已停产两年或三年累计生产不超过一年的水泥熟料不能用于产能置换;位于环境敏感区的水泥熟料项目产能置换比例至少为 1:5;位于非环境敏感区的水泥水疗项目产能置换比例至少为 1.25:1;西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。
2020.1	《水泥比例行业产能置换实施办法（修订稿）》	工业和信息化部	提出位于国家规定的大气污染防治重点区域或跨省级辖区实施产能置换的水泥熟料，产能置换比例分别为 2:1;位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料，产能置换比例分别为 1.5:1。

数据源：观研天下，华通证券研究部

供给侧改革实施以来，许多中小水泥厂由于承担不了限产能导致的单方人力成本和设备折旧成本的急剧上升而选择退出市场，我国水泥行业集中度得到进一步的提高。随着中小企业的退出，市场上商品的品质标准得以保证，价格战减少，行业内竞争格局优化，头部企业的优势越发明显。

## 1.2 我国水泥需求情况分析

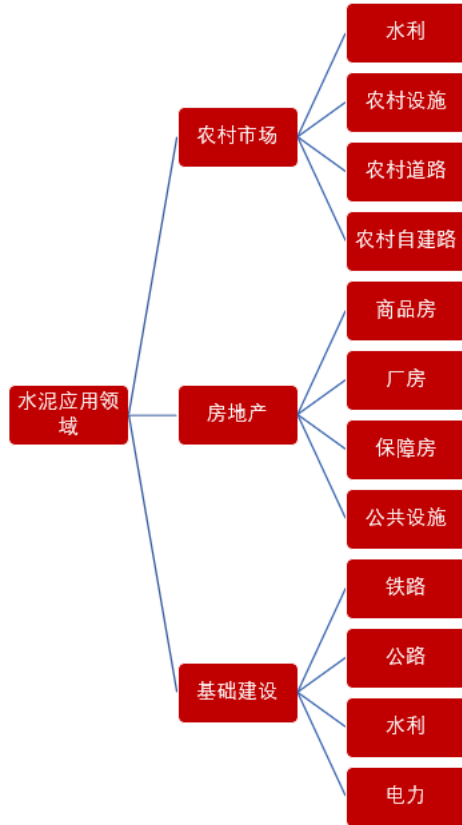
水泥作为重要建筑材料之一，具有防腐蚀、耐高温、抗震等特点，广泛应用于工业建筑、民

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容



用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。

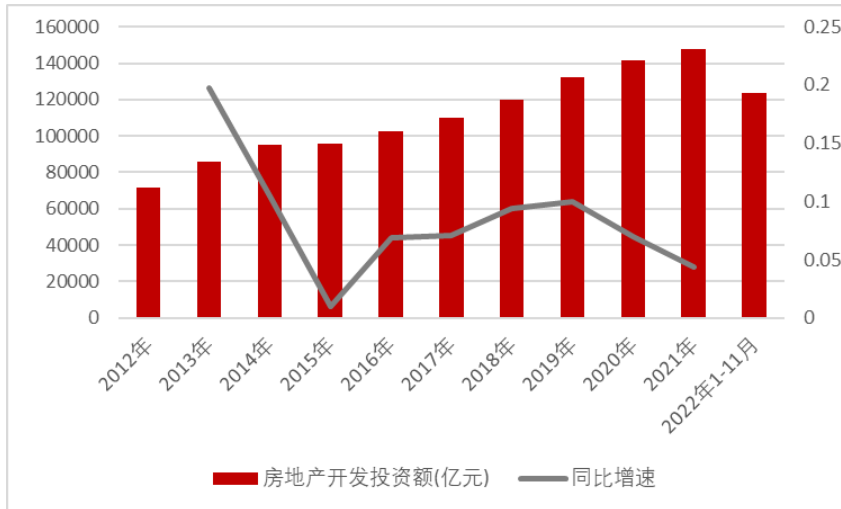
Figure 6 水泥应用领域



数据源：观研天下，华通证券研究部

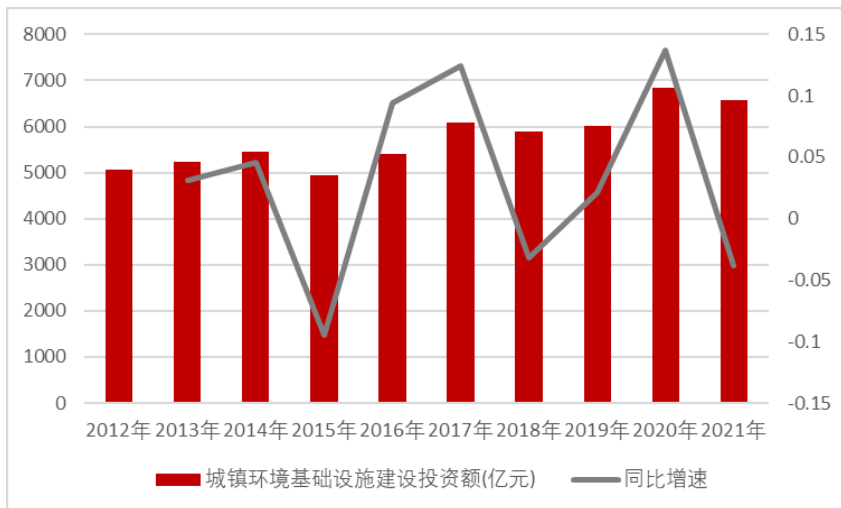
房地产行业和基础建设是我国水泥行业主要需求终端。从房地产行业需求来看，虽然近年来我国房地产投资增速有所放缓，但仍处于较高水平。2022年1-11月全国累计房地产开发投资额为123863亿元，2021年全国房地产开发投资额为147602.08亿元，同比增长4.35%。我国房地产开发投资额连续7年超过10万亿，由此可见房地产行业对水泥的需求较为稳定。从基础建设需求来看，我国城镇环境基础设施建设投资额已恢复至疫情前水平。2021年全国城镇环境基础设施建设投资额6578.28亿元，同比下降3.86%。未来，随着城镇化水平的进一步提高，国家基础建设与新农村建设规模将不断扩大以及“一带一路”的规划与实施，基建领域对于水泥的需求也将是持久且大量的。

Figure 7 2012-2022 我国房地产开发投资额



数据源：国家统计局，华通证券研究部

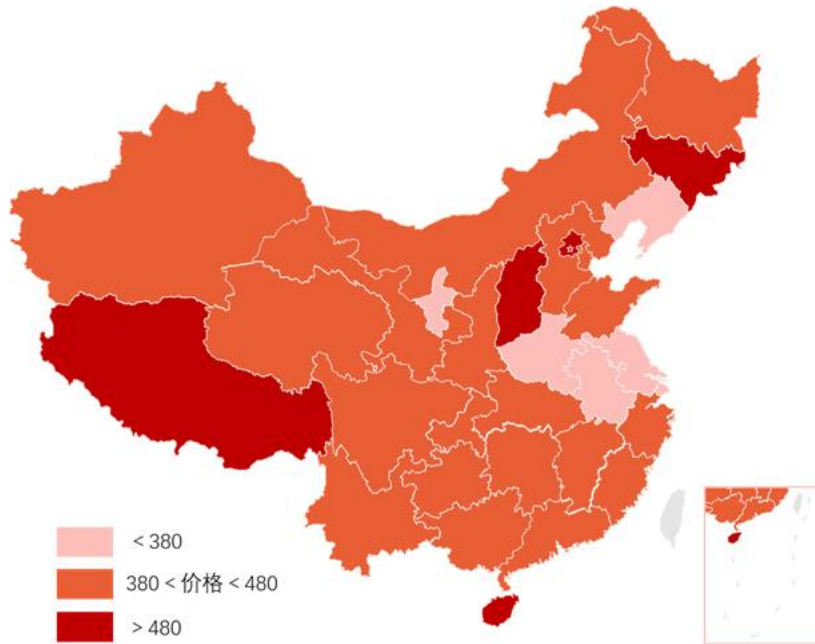
Figure 8 2012-2021 我国城镇环境基础设施建设投资额



数据源：国家统计局，华通证券研究部

水泥行业受市场半径限制，一般销售运输半径不超过 300 公里。加上水泥刚性需求的特性，较容易形成区域性的寡头垄断。由于区域产能过剩不平衡，各区域之间水泥价格存在明显差异。根据东方财富 choice 数据显示，2023 年 1 月，全国水泥价格平均水平为 420 元/吨左右，海南（544.65 元/吨）、西藏地区（620 元/吨）水泥价格远高于全国平均水平。

Figure 9 2023 年 1 月全国水泥价格（单位：元/吨）



数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

## 2. 水泥行业发展趋势

### 2.1 产能置换

2021 年 9 月，工业和信息化部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》。该办法规定：1.大气污染防治重点区域水泥项目置换比例由 1.5：1 调整至 2：1，非大气污染防治重点区域由 1.25：1 调整至 1.5：1，此条规定提高了水泥项目置换比例要求；2.对产业结构调整目录限制类的水泥产能以及跨省置换水泥项目，产能置换比例一律不低于 2：1，此条规定加大了对低效产能的压减力度；3.湖北、贵州等五省磷（钛、氟）石膏生产水泥项目产能可实施等量置换，此条规定用来鼓励固废综合利用；4.所有扩大产能的水泥熟料项目，必须制定产能置换方案。禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目，确有必要新建的，也必须实施产能置换。这些政策将为我国水泥行业营造公平竞争的市场环境，不仅能有效遏制违规新增项目，而且有序引导了资源要素合理流动配置，促进了技术革新和产能优化，有效推动行业内兼并重组，产业结构将进一步被优化。随着行业集中度的进一步提高，竞争格局得到明显改善，头部企业的竞争壁垒得到进一步的巩固。



## 2.2 智能化建设

当前，水泥行业发展由高速增长期进入高质量发展阶段，生产工艺、设备运行、安全与环境管理的数字化转型成为企业创新发展的新趋势，然而企业也面临着信息技术和标准不统一、网络安全保障力度不足等信息化应用的新问题。随着《中国制造 2025》规划的持续推进，传统制造行业转型升级箭在弦上。规模型水泥企业更有动力和实力响应国家号召，积极利用 5G、大数据、云计算、人工智能等新技术手段，赋能数字转型，提升资源综合利用效率，实现提质、降本、增效。

## 2.3 绿色矿山建设

2018 年 6 月，自然资源部发布《非金属矿行业绿色矿山建设规范》等 9 项行业标准的公告。2019-2021 年，各省相继出台绿色矿山管理办法，加大绿色矿山建设力度。2022 年，工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部联合印发《工业领域碳达峰实施方案》，提出“十四五”期间，产业结构与能源使用优化取得积极进展，能源资源利用效率大幅提升，建成一批绿色工厂和绿色工业园区，研发、示范、推广一批减排效果显著的产品，筑牢工业领域碳排放达峰基础。到 2025 年，规模以上工业单位增加值能耗较 2020 年下降 13.5%，单位工业增加值二氧化碳排放下降幅度大于全社会下降幅度，重点行业二氧化碳排放强度明显下降。“十五五”期间，产业结构布局进一步优化，工业能耗强度、二氧化碳排放强度持续下降，在实现工业领域实现碳排放达峰的基础上强化碳中和能力，基本建立以高效、绿色、循环、低碳为重要特征的现代工业体系。确保工业领域二氧化碳排放在 2030 年前达峰。这也意味着水泥行业绿色矿山建设、绿色低碳生产线建设势在必行。

# 二、华新水泥竞争优势分析

## 1. 公司主营业务介绍

华新水泥上市之初，是一家专营水泥制造和销售,水泥技术服务,水泥设备的研究、制造、安装及维修,水泥进出口贸易的专业化公司。近 20 年来，华新水泥发生了翻天覆地的变化，在中国水泥产量年均复合增长率为 7.5%的背景下，华新主要经济指标年均复合增长率连续 20 年保持 25%。华新也从一家地方性水泥工厂，发展成为在全国十余个省市及海外拥有 280

余家分子公司，涉足水泥、混凝土、骨料、环保、装备制造及工程、新型建筑材料等领域全产业链一体化发展的全球化建材集团。2021年，公司名列中国制造业 500 强和财富中国 500 强。华新水泥连续多年入选“中国 500 最具价值品牌榜”，品牌价值突破 800 亿元人民币，排名进入前 80 名。公司水泥产能 1.16 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 4380 万方/年、骨料 1.54 亿吨/年、综合环保墙材 5.4 亿块/年、加气混凝土产品（砖、板）85 万方/年、砂浆 30 万吨/年、超高性能混凝土 4 万方/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 69 万吨/年、水泥包装袋 7 亿只/年及废弃物处置 553 万吨/年（含在建）的总体产能。

Figure 10 华新水泥主要产能介绍

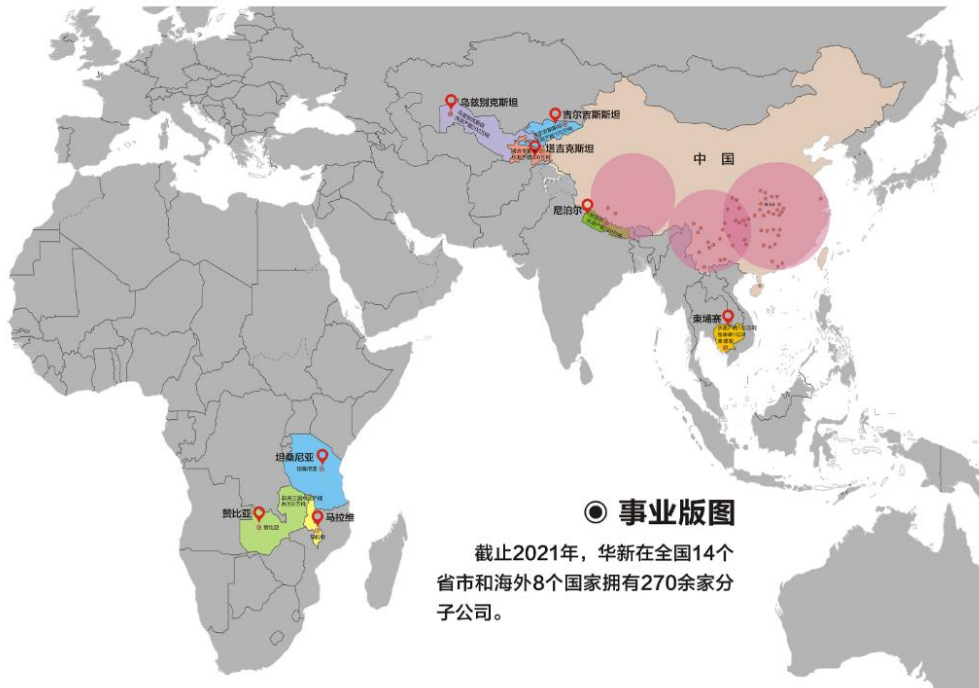


数据源：公司官网，华通证券研究部

## 1、水泥产品

水泥是一种重要的基础建筑材料，广泛应用于国家基础设施建设、城市基础设施和住房开发、乡村振兴基础设施和民用建筑建设。同时，由于水泥具有原材料分布广泛、生产成本相对较低、工程使用效能良好等特征，在往后相当长的时间里，水泥仍将是一种不可替代的建筑材料。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庞大且完善的水泥生产网络。截至 2021 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。作为首批走出去的中国水泥企业之一，公司已在中亚、东南亚及非洲八个国家实现产能扩张，尤其是在中亚，公司已成为当地水泥市场的领军者，截止到 2021 年底，公司海外水泥粉磨产能达到 1083 万吨/年。

Figure 11 华新水泥事业版图



数据源：公司官网，华通证券研究部

经过多年发展，公司在业内享有较高的知名度与认同度。公司的水泥产品在人民大会堂、武汉长江大桥、京珠高速公路、青藏铁路、三峡大坝等众多国家标志性建筑及特大型工程项目中赢得广泛赞誉。

## 2、混凝土产品

预拌混凝土是水泥浆与骨料的拌合物。水泥浆由水泥与水形成，用于包裹在粗细均匀的骨料的表面。经过所谓水化的化学作用，水泥浆硬化并具有一定的强度，形成混凝土。公司的混凝土产品广泛用于房地产项目及基础设施工程建设。

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，逐步实现产业链纵向一体化布局的战略，提升在水泥核心市场混凝土业务的影响力。公司混凝土业务聚焦当前前沿的生产技术，采用先进的工艺和装备，可根据客户需求提供高品质的预拌通用混凝土和VAP 创新混凝土产品，已经从传统的混凝土产品生产供应商，转型为预拌混凝土及相关产品设计、施工及整体解决方案的服务商。

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、江西及江苏等 10 省市。海外在柬埔寨已建成 1 家混凝土搅拌站，年产能 20 万方。

## 3、骨料产品

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

骨料是混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料，是混凝土中体积占比最大的组成材料。公司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，经过十多年的摸索与扩张，骨料业务规模大幅提升，是长江中下游地区重要的骨料供应商。

## 2. 公司核心竞争力分析

### 2.1 拥有完整产业链，形成上下游协同竞争优势

产业链纵向发展，公司积极倡导并践行“理性竞争、整合优化、环保转型”的发展理念。公司依托水泥主业的基础上，逐步向水泥产业链一体化转型，稳健发展商品混凝土、骨料、水泥基高新材料材料的生产和销售，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。为充分发挥协同优势，公司在混凝土搅拌站选址的过程中，战略性地建设在公司水泥核心市场附近。公司在行业较早实现纵向一体化发展，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之一。

Figure 12 华新水泥主营业务



Figure 13 水泥产业链



数据源：公司官网，华通证券研究部数据源：中国水泥网，华通证券研究部

### 2.2 公司矿山储备资源丰富，有效降低生产成本

华新水泥工厂大多分布在长江流域，而长江沿岸的石灰石矿产资源丰富，为公司水泥及熟料生产提供持续稳定原材料供应。截至 2021 年底，公司已获得采矿许可证的石灰石及砂页岩资源总储量约 36 亿吨，矿山主要分布于鄂东、鄂西、湖南、云南、西南（川渝、西藏）。



公司大部分生产基地依矿石资源而建，直接通过传送带将石灰石运至产线。公司石灰石综合利用率在 95%以上，其中，黄石、宜昌、柬埔寨等生产年限较长的工厂，石灰石矿产资源利用率已达到 100%，实现无废石排放，降低原材料成本的同时，生产废料减少从而降低环保治理成本。

Table 32021 年末公司石灰石矿山储量及剩余服务年限

区域	石灰石矿山储量（万吨）	预计余下矿山服务年限（年）
湖北	157530	4.4-54.1
河南	980	4.7
湖南	30330	4.9-62.8
四川	10040	26-45.7
贵州	3780	10.1-36.3
西藏	12980	3.3-41.1
重庆	18700	16.7-25.7
云南	80080	1.8-76.8
海外	45170	7.1-127.1
总计	359590	

数据源：公司香港联合交易所上市文件，华通证券研究部

### 2.3 持续技术创新，坚持绿色、低碳发展优势

公司始终坚持“创新驱动发展，引领行业前沿”的理念，以工业实践运用为出发点，通过引进和自主研发相结合，建立起了一套完整的技术创新体系，培育出了一支实力雄厚的技术研发专业团队，在行业中始终保持着领先的技术创新能力。公司目前不仅拥有成熟的水泥生产设备研发、设计、制造、安装、运行、交钥匙工程总承包能力，还具备水泥窑协同利用废弃物的技术开发及其工业化生产的产业转换能力。截至 2021 年底，公司拥有来自于生产实践的发明专利 48 项，实用新型专利 81 项。

公司以新发展理念为引领，为行业内最先实施环保转型发展的水泥企业。公司通过大量使用替代原燃料、实施绿色矿山、提升工业系统智能化水平，形成了绿色、低碳发展的竞争优势。公司是国内水泥行业内首家发布 2025-2060“碳达峰、碳中和”双碳减排路径白皮书的企业。公司与湖南大学联合研发的世界首条“水泥窑烟气 CO<sub>2</sub>吸碳制砖自动化生产线”在华新武穴工业园成功投产运行。截至 2021 年底，公司具有自主知识产权的“水泥窑高效生态化协同利用固体废弃物成套技术”已在国内 20 多家水泥厂内应用，全集团水泥窑线环保业务覆盖率达 50%。新投产的黄石万吨线工厂，峰值燃料热替代率可达到 40%以上，处于国际领先





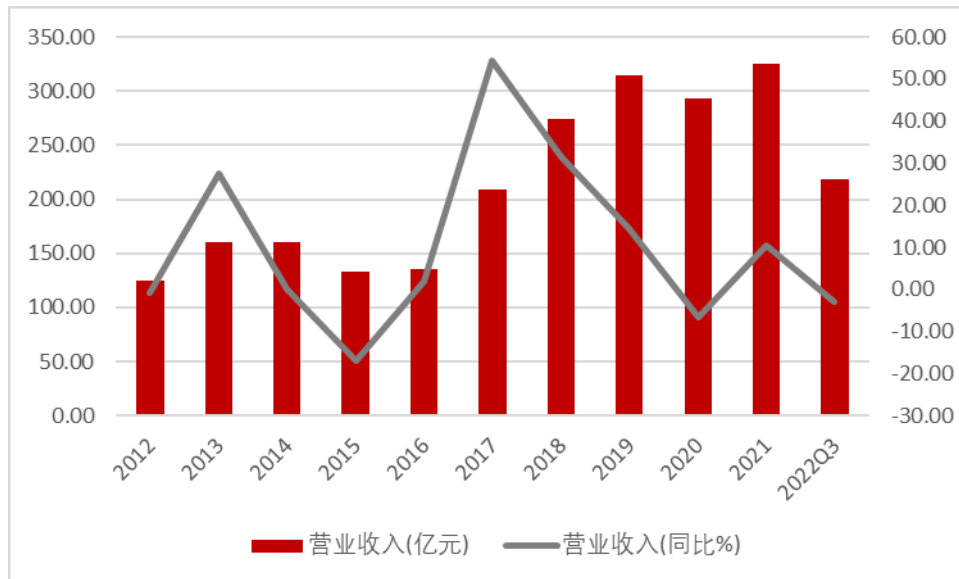
水平。公司继续积极推进数字化发展，支撑公司战略落地。体现“华新制造”模式的智能工厂的建设涵盖销售、采购、生产、物流、财务等业务环节，全面覆盖工业智能、商业智能和管理智能三个领域总计 29 个子系统，可实现从原材料进场到生产、产成品包装发运的全产业链条的智能化。目前公司旗下超过 70% 的工厂已应用超过 15 套的智能化系统。

### 3. 公司经营情况分析

#### 3.1 营收稳定增长，布局高毛利项目打造第二成长曲线

公司截至 2022Q3 实现营收 218.11 亿元，同比下降 2.86%；2021 年实现营收 324.64 亿元，同比增长 10.59%；公司近十年营收复合增长率 11.17%，超过行业规模企业平均水平。

Figure 14 公司近 10 年营收情况及同比增速



数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

2016 年起公司开始战略性布局骨料市场，截至 2021 年公司实现骨料销售营收 20.54 亿元，占比 6.32%，相比 2016 年骨料营收 2.48 亿元，增长 8.28 倍，占比提升 5.13pct。骨料业务毛利率高达 65%，远高于其他产品线。未来公司将进一步加大对骨料市场的布局，打造公司营收第二增长曲线，改善公司利润率。2021 年，公司昭通、赤壁交投二期、鹤峰等 12 条骨料生产线投产，截至 2021 年底，公司骨料产能增至 1.54 亿吨/年，2018-2021 年骨料产能年均复合增速超过 57%。2022 年，公司阳新亿吨机制砂等 10 个骨料项目稳步建设推进中；项目全部投产后，公司骨料产能可达 2.7 亿吨/年，按照公司往期产能利用率约 45%估算，年产量可达 1.22 亿吨，约为 2021 年销量的 250%。

Figure 15 近 10 年公司各项业务营收占比

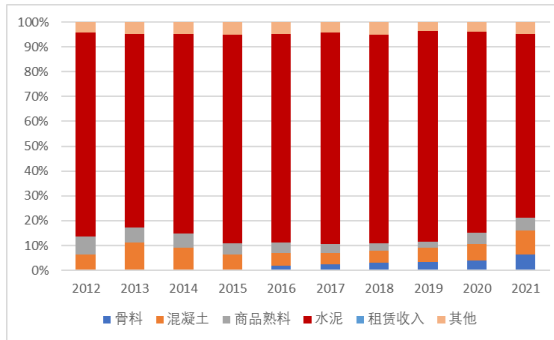
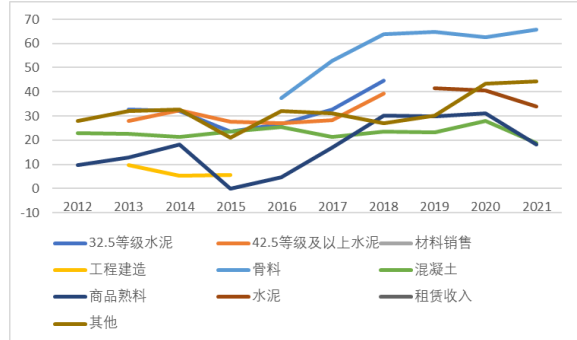


Figure 16 近 10 年公司各项业务毛利率变化

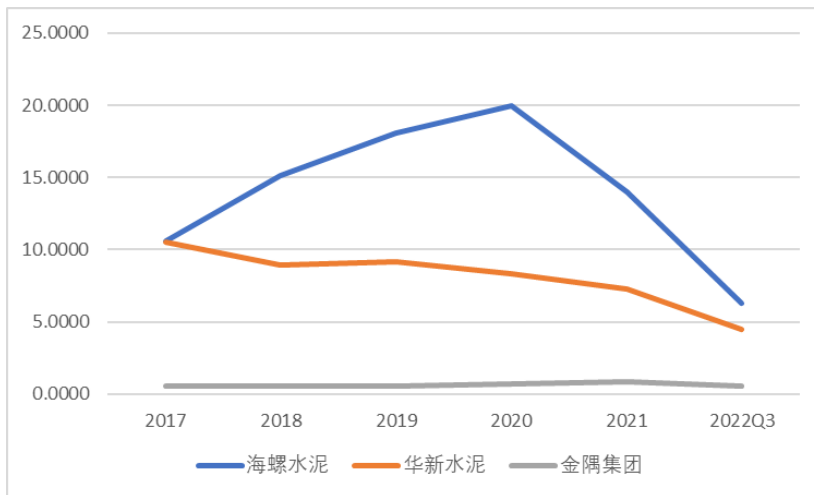


数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

### 3.2 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

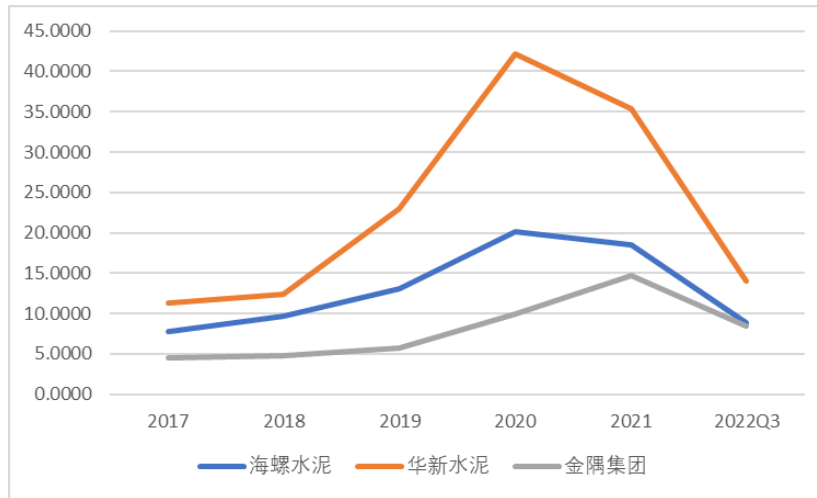
对比可比公司运营效率。从存货周转率来看，三家公司整体存货周转率都有所下降。海螺水泥、华新水泥、金隅集团截至 2022Q3 存货周转率依次为 6.27、4.48、0.59；从应收账款周转率来看，三家公司整体先升后降，华新水泥始终处于较高水平，上述公司截至 2022Q3 应收账款周转率依次为 8.84、14.04、8.46；从总资产周转率来看，三家公司整体先升后降，华新水泥与海螺水泥总资产周转率相近，上述公司截至 2022Q3 总资产周转率依次为 0.37、0.39、0.28。

Figure 17 可比公司近 5 年存货周转率



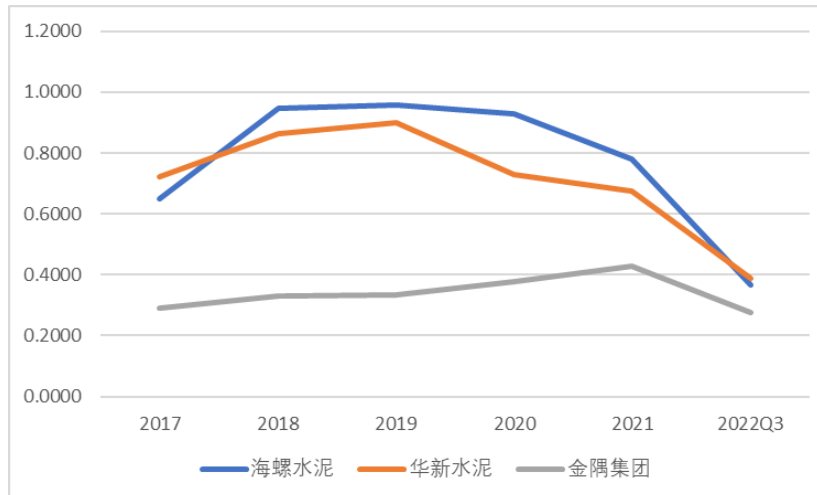
数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

Figure 18 可比公司近 5 年应收账款周转率



数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

Figure 19 可比公司近 5 年总资产周转率

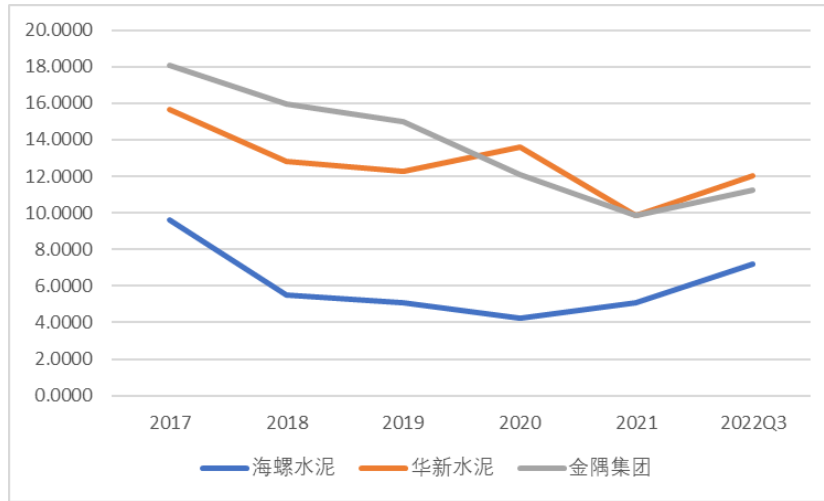


数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

对比可比公司管理效率。从销售费用率来看，华新水泥销售期间费用率远高于行业领先水平，海螺水泥、华新水泥、金隅集团截至 2022Q3 销售费用率依次为 7.19%、12.01%、11.23%；从管理费用率来看，三家公司管理费用率有趋同趋势，华新水泥居中，上述公司截至 2022Q3 管理费用率依次为 4.48%、5.24%、6.00%；从财务费用率来看，华新水泥财务费用率处在中位水平，上述公司截至 2022Q3 财务费用率依次为-0.78%、0.52%、1.92%。

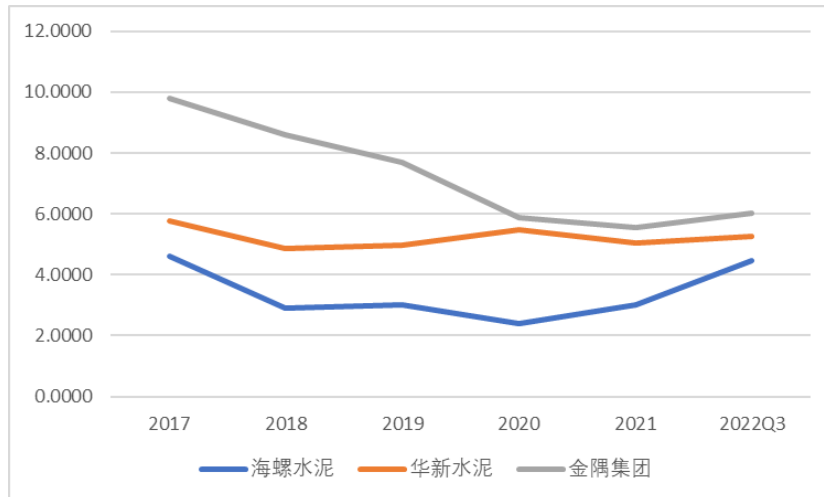


Figure 20 可比公司近 5 年销售期间费用率



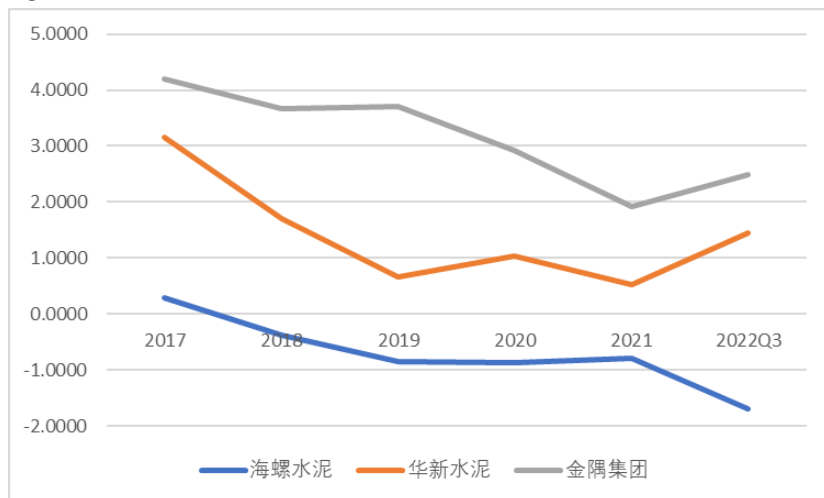
数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

Figure 21 可比公司近 5 年管理费用率



数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

Figure 22 可比公司近 5 年财务费用率

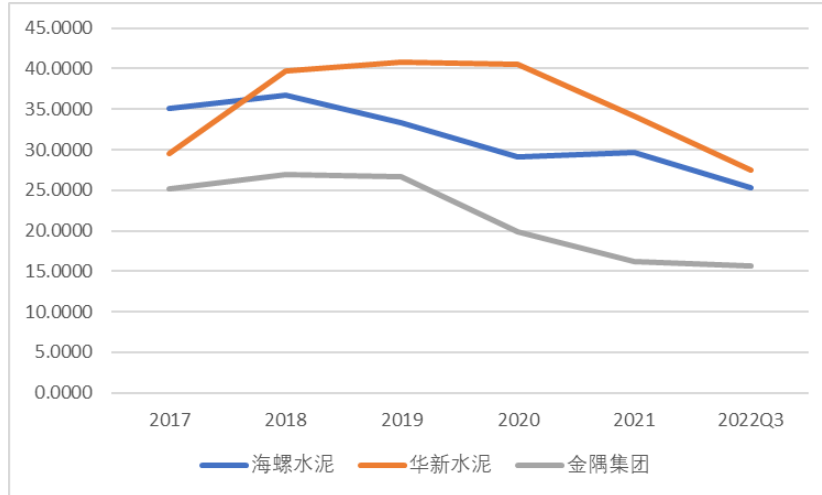


数据源：东方财富 choice，华通证券研究部



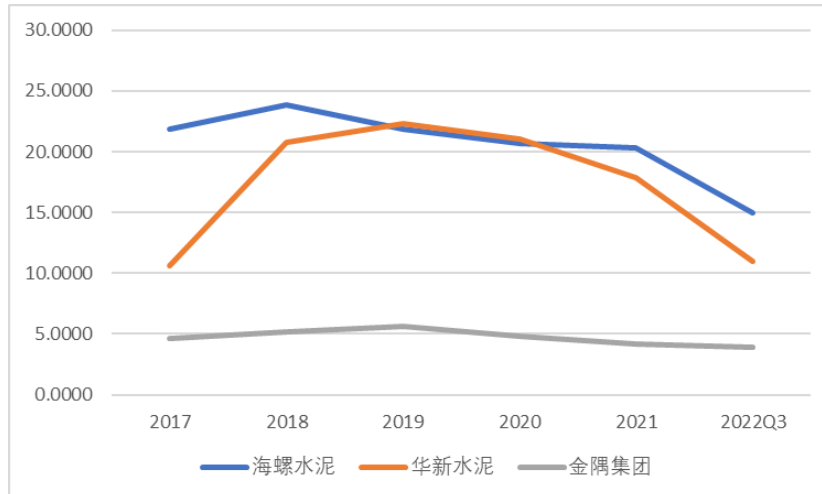
对比可比公司盈利能力。从销售毛利率来看，华新水泥的销售毛利率处于领先水平，海螺水泥、华新水泥、金隅集团截至 2022Q3 毛利率依次为 25.36%、27.44%、15.71%；从销售净利率来看，华新水泥净利率始终维持在 10%以上，上述公司截至 2022Q3 销售净利率依次为 14.95%、10.99%、3.89%；从净资产收益率来看，华新水泥净资产收益率近三年始终处于可比公司第一位，上述公司截至 2022Q3 净资产收益率依次为 6.82%、8.24%、3.49%。

Figure 23 可比公司近 5 年销售毛利率



数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

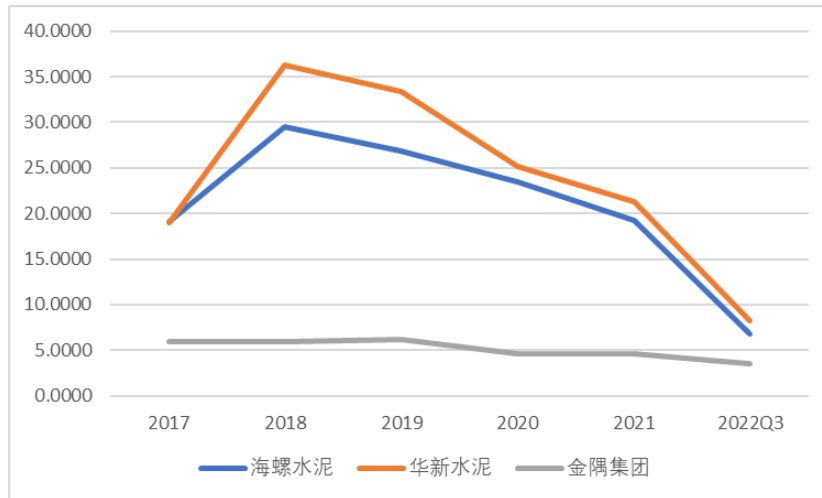
Figure 24 可比公司近 5 年销售净利率



数据源：东方财富 choice，华通证券研究部



Figure 25 可比公司近 5 年净资产收益率



数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

### 三、业绩预测&估值分析

#### 1. 业绩预测

1) 水泥与熟料业务：我们预计 2022 年在国内疫情持续影响下，水泥需求受房地产和基建施工受限影响大幅下滑，公司在国内的销量有所回落；2023-2024 年，随着“保交楼”政策的进一步落地，房地产行业对水泥的需求量有所上升，我们预计公司 2022-2024 年水泥与熟料的销量分别为 6500 /7200 /7400 万吨。价格方面，2022 年水泥整体需求下滑，库存走高、价格下降，水泥出库价格预计为 355 元/吨；2023-2024 年，随着水泥行业供需格局的持续优化，价格将有所上升；我们预计为 360 元/吨。吨毛利方面由于动力煤价格持续在高位震荡，我们预计 2022-2024 年公司水泥与熟料的吨毛利分别为 113 /115 /115 元/吨。

2) 骨料业务：根据公司骨料产能建设和释放的进度，我们预计 2022-2024 年公司骨料实现销量 7820 /10500/13500 万吨。价格与吨毛利方面，在国家“双碳”政策的影响下，不符合环保要求的骨料生产基地面临被重组或关闭，骨料行业供需格局将持续改善；骨料价格、吨毛利将维持高位；我们预计 2022-2024 年骨料价格分别为 53 /51 /51 元/吨、吨毛利分别为 32 /31/31 元/吨。

3) 混凝土业务：我们预计随着公司水泥产业链纵向一体化协同效应的逐渐增强以及混凝土产能利用率的稳步上升，叠加公司所布局的核心市场基建重大工程施工项目的预期增加，公司混凝土销量有望实现较快增长。我们预计 2022-2024 年公司混凝土销量分别为

1300/2100 /2500 万立方米。我们预计在混凝土主要原材料水泥与骨料的价格维持稳态的支撑下，混凝土的价格与毛利保持相对平稳，2022-2024 年公司混凝土价格为 350 元/立方米，吨毛利 59 元/吨。

Table 4 公司未来三年营收预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>水泥与熟料</b>				
总营收(亿元)	256.7	230.75	259.20	266.40
YOY		-10.11%	12.33%	2.78%
毛利率	32.90%	31.83%	31.94%	31.94%
<b>骨料</b>				
总营收（亿元）	20.5	41.45	53.55	68.85
YOY		102.20%	29.19%	28.57%
毛利率	65.60%	60.38%	60.78%	60.78%
<b>混凝土</b>				
总营收（亿元）	31.80	45.50	73.50	87.50
YOY		43.08%	61.54%	19.05%
毛利率	18.80%	16.86%	16.86%	16.86%
<b>其他</b>				
总营收（亿元）	15.60	17.16	18.88	20.76
YOY		10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	44.30%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>公司合计营收（亿元）</b>	<b>324.60</b>	<b>334.86</b>	<b>405.13</b>	<b>443.51</b>
毛利率	34.13%	34.00%	33.62%	34.05%
销售费用率	13.31%	11.00%	11.00%	10.50%
管理费用率	1.87%	1.60%	1.55%	1.50%
财务费用率	1.70%	1.80%	1.70%	1.70%

数据源：华通证券研究部

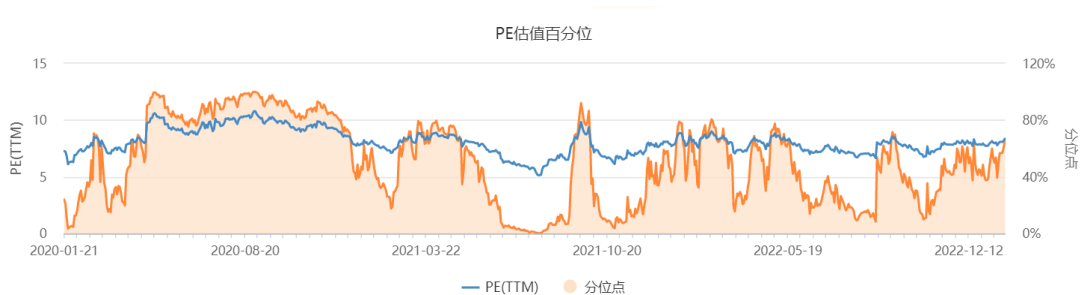
我们预计公司作为华中和西南片区的水泥龙头企业，将受益于行业整体需求预期复苏率先获得估值修复。公司持续保持水泥主业稳健经营，积极布局产业链上下游板块，形成纵向一体化的产业链协同优势，打造第二营收成长曲线为公司业绩带来良好支撑与突破。我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 334.86、405.13、443.51 亿元，同比增长 3.15%、20.98%、9.47%，净利润分别为 44.85、53.79、63.57 亿元，对应 EPS 分别为每股 1.98、2.37、2.8 元，2023 年 1 月 20 日收盘价格 16.05 元/股对应 PE 分别为 8.12、6.77、5.73 倍。

## 2. 估值分析

### 2.1 PE&PEG 估值分析

对比 PE（TTM）估值标准偏差，1月20日公司 PE（TTM）为 8.36，目前 PE 所处近三年分位点为 66.07%，这意味着目前公司 PE 在过去 3 年比 33.93% 的时候都要低。

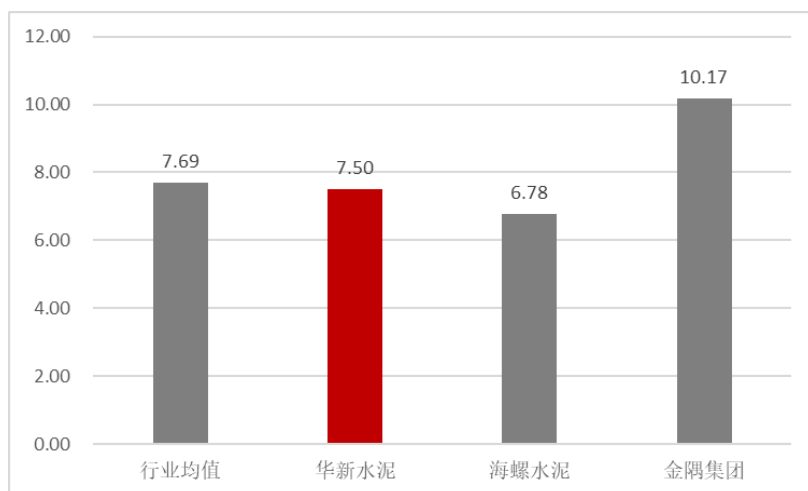
Figure 26 PE 估值百分位



数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

对比申万二级行业均值及中位数，以及水泥制造行业相关可比公司，同时综合考虑公司规模、主营业务范围、公司性质等因素，选取海螺水泥和金隅集团作为可比公司。目前可比公司 2023 年预估 PE 值向行业均值靠拢。申万二级水泥制造行业 2023 年东财 Choice 一致预期 PE 平均值为 7.69 倍，高于公司估值水平。考虑到华新水泥在水泥制造行业的地理优势、公司紧跟国家号召的智能化和绿色化改革、丰富的矿山资源以及纵向产业链一体化发展的协同优势，给予公司 2023 年 PE 估值 7.5-9.5 倍，对应目标价 17.78-22.52 元，对应 1 月 20 日收盘股价 16.05 元/股有 10.78%-40.31% 的上涨空间。

Figure 27 可比公司 2023 年 PE



数据源：东方财富 choice，华通证券研究部



我们预计公司 2023 年的 PE 值为 7.5，2022-2024 年 EPS 分别为每股 1.98、2.37、2.8 元，对应 2022-2024 年 PEG 分别为 0.46、0.5、0.6。从绝对数上看，预测期各年 PEG 均小于 1，公司股价存在明显的低估；从参考可比公司来看，海螺水泥 2022 预测 PEG 为 0.48、金隅集团 2022 预测 PEG 为 2.5。公司 PEG 跟可比公司相比处在较低水平。

Table 5 可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
行业均值 (申万二级行业)			1.49	1.24	1.68	1.99	19.98	11.09	7.69	6.59
600801.SH	华新水泥	16.05	2.56	1.98	2.37	2.8	6.22	8.12	6.77	5.73
600585.SH	海螺水泥	29.48	6.28	3.74	4.35	4.91	4.69	7.89	6.78	6.00
601992.SH	金隅集团	2.49	0.27	0.23	0.24	0.30	9.22	10.76	10.17	8.36

数据源：东方财富 choice，华通证券研究部

## 2.2 DCF 估值分析

我们同时采用 DCF 模型对公司进行估值，相关主要假设如下：

- (1). 无风险利率  $R_f$ ：以十年期国债收益率为基准，预计为 3.25%；
- (2). 股权市场风险溢价：根据 TUSHARE 数据测算截止 2022 年 12 月 31 日，沪深 300 股权市场风险溢价为 7.23%，结合当前市场环境我们预计未来沪深 300 股权市场风险溢价为 6.85%；
- (3). Beta：通过近三年数据回归测算公司个股 Beta 值为 1.14；
- (4). 债务资本成本  $K_d$ ：以人民银行最新公布的 5 年期以上 LPR 为基准，结合公司自身情况，预计为 5.76%；
- (5). 永续增长率  $g$ ：以公司基本情况为基准，结合我国 GDP 增速，预计为 2.0%；
- (6). 公司快速增长期假设为 2025-2027 年，维持 3 年，之后进入永续增长阶段。

基于以上假设，我们测算得到 WACC 为 7.35%，对应预测各年 FCFF 后，进而得出公司整体估值为 403.22 亿元，对应股价为 19.23 元/股，该测算价格落于前述 PE 估值模型的合理股价区间内（17.78-22.52 元/股）。

Table 6 DCF 估值模型

单位: 亿元	22E	23E	24E	25E	26E	27E	永续期	合计
FCFF	13.20	32.98	23.16	23.86	24.57	25.31		
PV-FCFF	13.20	30.72	20.10	19.28	18.50	17.75	403.18	522.74
非核心资产	0.90							
带息债务	90.53							
少数股东权益	29.89							
公司股权价值	403.22							
总股本（万股）	209659.99							
每股价值（元）	19.23							

数据源：华通证券研究部

Table 7 DCF 模型敏感性分析测试

单位: 元		g						
		1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%
WACC	5.52%	26.94	27.96	29.18	30.66	32.47	34.74	37.63
	6.08%	23.34	24.12	25.04	26.13	27.46	29.08	31.10
	6.68%	20.27	20.87	21.56	22.38	23.36	24.54	25.99
	7.35%	17.63	18.08	18.61	19.23	19.96	20.84	21.89
	8.09%	15.34	15.69	16.09	16.56	17.12	17.77	18.55
	8.90%	13.34	13.61	13.92	14.28	14.70	15.19	15.77
	9.79%	11.59	11.80	12.04	12.32	12.64	13.01	13.44

数据源：华通证券研究部

## 四、公司未来六个月内投资建议

### 1. 公司股价催化剂分析

2022 年水泥行业受需求下滑、竞争加剧等因素影响，利润出现大幅回撤。但是从 2022 年下半年开始国家出台一揽子政策支持地产行业发展，未来商品房销售企稳回升是大概率事件。若销售得到改善，房企经营闭环得以实现，将带动土地市场回暖，则新开工项目也会有所上升，进而对水泥需求加大。另一方面，随着水泥行业产能置换，错峰生产等政策对行业总产能的控制，水泥供给将稳定在一定的水平。伴随着供给端的收缩，而需求端回暖，水泥价格或有较大修复弹性，因此 2023 年水泥企业盈利改善情况值得期待。

随着未来国家对“双碳”政策的进一步落实，水泥行业的老旧产能将面临全面淘汰，行业内请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

的竞争格局将进一步优化，龙头企业竞争优势突显。随着行业内合并重组的深化，行业的市场集中度进一步提高，龙头企业的话语权将会得到提升，价格上升，毛利率改善。

疫情全面放开以来，国内宏观经济形势向好，而当前水泥股的估值处于历史低位，从股息率及估值的角度出发，水泥股仍具备一定的上升空间。

## 2. 公司六个月内目标价格&投资评级

根据合理估值、股价催化剂给出六个月内的目标价 17.78 元/股，以及对应 2023 年 PE:7.5/PB:1.05/PS:0.92。当前股价较六个月内的目标价折价 10.78%。

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券股票投资评级	
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上
基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数； 港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

## 五、投资风险提示

### 1. 燃料价格波动风险

目前在水泥熟料生产总成本中，煤炭占比约为 50%-70%。从去年开始煤炭价格一直在高位运行，未来如果煤炭价格居高不降或者进一步上升，将会对公司生产经营成本带来巨大压力。

### 2. 市场风险

目前国内疫情情况还未稳定，基建和地产项目开工不及预期将会对水泥的需求量产生重大影响。

### 3. 骨料市场开拓不及预期

骨料毛利率明显高于水泥熟料且生产技术成本不高，未来可能有大量竞争者涌入该市场挤压公司在该市场的份额及利润空间。

Table 8 财务报表预测与比率分析

利润表(单位: 亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	324.64	334.86	405.13	443.51
减: 营业成本	213.92	220.99	268.90	292.48
营业税金及附加	6.05	6.24	7.55	8.26
销售费用	13.31	36.83	44.56	46.57
管理费用	16.35	5.36	6.28	6.65
财务费用	1.70	9.18	9.88	9.04
研发费用	0.71	0.59	0.79	0.88
资产减值损失	0.35	1.08	0.74	0.72
其他经营损益	-0.28	-0.21	-0.21	-0.23
营业利润	72.20	54.38	66.22	78.68
加: 其他非经营损益	1.53	2.58	2.10	2.07
利润总额	73.73	56.96	68.32	80.75
减: 所得税	15.68	12.11	14.53	17.17
净利润	58.05	44.85	53.79	63.57
减: 少数股东损益	4.41	3.41	4.09	4.83
归属母公司股东净利润	53.64	41.44	49.70	58.74

估值和财务指标汇总	2021A	2022E	2023E	2024E
EBIT	75.19	60.11	71.31	82.25
EBITDA	96.69	85.95	97.15	105.18
NOPLAT	57.81	45.30	54.49	63.13
净利润	71.97	54.38	66.22	78.68
EPS	2.56	1.98	2.37	2.80
BPS	12.75	13.97	15.35	17.02
PE	6.27	8.12	6.77	5.73
PB	1.26	1.15	1.05	0.94
PS	1.04	1.00	0.83	0.76
PCF	4.47	4.86	3.53	4.31
EV/EBIT	5.16	5.53	3.70	2.61
EV/EBITDA	4.01	3.87	2.72	2.04
EV/NOPLAT	6.71	7.34	4.84	3.40
EV/IC	1.22	1.15	1.06	0.91
ROIC-WACC	0.12	0.03	0.08	0.14
股息率%	6.72	4.69	6.16	7.10

资产负债表(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	68.19	126.99	200.22	254.57
应收和预付款项	17.97	15.91	25.13	19.73
存货	35.42	25.44	48.61	31.93
其他流动资产	19.51	19.51	19.51	19.51
长期股权投资	5.24	5.24	5.24	5.24
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	255.25	240.07	225.23	210.40
无形资产和开发支出	80.32	65.06	56.24	47.41
其他非流动资产	19.32	13.68	10.77	10.77
资产总计	501.21	512.39	591.44	600.05
短期借款	6.43	6.43	6.43	6.43
应付和预收款项	84.47	68.81	114.82	83.75
长期借款	89.28	89.28	89.28	89.28
其他负债	27.27	25.03	25.03	25.03
负债合计	207.44	189.55	235.56	204.49
股本	20.97	20.97	20.97	20.97
资本公积	14.21	14.21	14.21	14.21
留存收益	232.12	257.77	286.73	321.58
归属母公司股东权益	267.30	292.95	321.90	356.75
少数股东权益	26.48	29.89	33.98	38.81
股东权益合计	293.78	322.84	355.88	395.57
负债和股东权益合计	501.21	512.39	591.44	600.05

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
收益率				
毛利率	34.10%	34.00%	33.62%	34.05%
三费/营业收入	9.66%	15.34%	14.99%	14.04%
EBIT/营业收入	23.16%	17.95%	17.60%	18.55%
EBITDA/营业收入	29.78%	25.67%	23.98%	23.72%
销售净利率	17.88%	13.39%	13.28%	14.33%
资产获利率				
ROE	20.07%	14.14%	15.44%	16.47%
ROA	15.00%	11.74%	12.07%	13.72%
ROIC	22.81%	14.22%	18.87%	25.32%
增长率				
销售收入增长率	10.59%	3.15%	20.98%	9.48%
EBIT 增长率	-4.04%	20.06%	18.62%	15.35%
EBITDA 增长率	0.08%	11.10%	13.02%	8.27%
净利润增长率	-5.97%	22.74%	19.94%	18.20%
总资产增长率	20.68%	2.13%	15.44%	1.46%
股东权益增长率	13.40%	9.60%	9.88%	10.83%
经营营运资本增长率	21.46%	12.82%	51.17%	24.58%
资本结构				
资产负债率	41.39%	37.03%	39.86%	34.11%
投资资本/总资产	63.54%	56.42%	42.19%	39.21%
带息债务/总负债	43.64%	47.76%	38.43%	44.27%
流动比率	126.53%	195.98%	206.88%	294.02%
速动比率	94.77%	169.44%	172.61%	265.19%
股利支付率	42.18%	38.09%	41.74%	40.67%
收益留存率	57.82%	61.91%	58.26%	59.33%
资产管理效率				
总资产周转率	0.71	0.66	0.73	0.75
固定资产周转率	1.60	1.48	1.74	2.04
应收账款周转率	35.38	35.38	35.38	35.38
存货周转率	7.26	7.26	7.26	7.26

现金流量表(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	58.05	42.81	52.14	61.94
折旧摊销	21.49	25.84	25.84	22.93
净营运资金增加	-7.82	-3.61	13.61	-8.99
经营产生现金流量净额	75.32	69.28	95.31	78.11
投资产生现金流量净额	-67.94	8.46	1.65	1.63
融资产生现金流量净额	-6.32	-18.94	-23.73	-25.39
现金净增加额(减)	0.68	58.81	73.23	54.35

数据源: 华通证券研究部

## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的数据、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资目标的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开数据，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。