

2020 年 05 月 22 日

华新水泥 (600801.SH)

水泥深度报告之三：华新水泥区位优势渐显，一体化龙头强者恒强

■雄踞华中的全国水泥龙头，看好湖北区域振兴。公司始创于 1907 年，1994 年在上交所上市，从一家水泥企业逐步发展成为集水泥、混凝土、骨料、高新建材等多元化业务为一体的全球化建材集团，水泥业务居同业前列。湖北作为公司深耕多年的大本营，水泥市场集中度高，竞争格局较好，新增产能有限。2020 年一季度受疫情影响，湖北宏观经济和水泥板块略有承压。为提振经济，应对疫情，湖北省已出台系列措施，加大基建投资力度，加之湖北房地产投资稳步增长，水泥需求保持较强韧性。截至目前，湖北水泥已启动第一轮涨价，幅度为 20-30 元/吨。随着湖北及周边地区复工复产加快，水泥需求陆续释放，不排除在旺季进一步提价的可能。

■拉豪助力强化西南，发展潜力巨大。2015 年华新水泥实控人豪瑞集团与拉法基完成合并，2016-2018 年公司陆续收购拉豪在西南的水泥资产，在新增产能管控趋严背景下实现产能扩张，进一步强化西南布局。根据云南发改委数据，2020 年云南将推出 525 个重点项目，总投资约 5 万亿元，2020 年计划完成投资 4400 多亿元，投资规模位居全国前列。西藏地区固定资产投资在经历 2019 年初短暂下滑后，投资增速迅速回升，有望保持高增态势。西南水泥需求高增长确定性强，公司有望凭借云南区位优势 and 西藏先发优势，将西南打造成盈利核心区域之一。

■积极布局海外，未来增长可期。公司 2011 年开始实施“走出去”战略。截至 2019 年末，公司在水泥海外投产和在建榜单均位列第二，仅次于海螺水泥。公司在塔吉克斯坦、柬埔寨拥有熟料产能约 291 万吨，在乌兹别克斯坦、尼泊尔拥有 211 万吨产能的在建项目。2019 年，公司收购吉尔吉斯南方水泥公司和坦桑尼亚马文尼水泥公司，开启布局非洲步伐。2019 年公司海外实现营收 15.5 亿元，同比增长 18%。随“一带一路”建设持续推进，公司有望借助平台资源优势，将海外业务打造成新的利润增长点。

■打造一体化龙头，业绩有望多点开花。截至 2019 年末，公司已拥有骨料产能 3950 万吨/年，废弃物处置产能 570 万吨/年（含在建）。公司矿产储备丰富，骨料业务具有资源和成本优势，2019 年公司骨料销量 1759 万吨，实现营收 10.3 亿元，同比增长 24.9%，毛利率高达 65%。环保方面，水泥窑协同处置固废/危废目前已成为垃圾处置的重要辅助手段，潜在需求巨大。公司在协同处置业务上布局领先，技术累积深厚，水泥窑线环保业务覆盖率达 50%。随着公司一体化产业链打造完成，业绩有望多点开花。

公司深度分析

证券研究报告

水泥

投资评级 **买入-A**

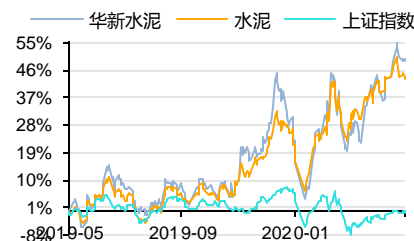
维持评级

6 个月目标价：**32 元**
 股价 (2020-05-21) **27.75 元**

交易数据

总市值 (百万元)	58,180.65
流通市值 (百万元)	37,792.17
总股本 (百万股)	2,096.60
流通股本 (百万股)	1,361.88
12 个月价格区间	17.58/28.78 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.76	22.74	50.77
绝对收益	4.21	17.09	49.46

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
 shaoli@essence.com.cn
 021-35082107

马丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040001
 mading@essence.com.cn
 010-83321051

相关报告

华新水泥：水泥业务稳健增长，有望受益于湖北区域振兴/邵琳琳
 2020-04-30

■**投资建议：百年华新，强者恒强。**公司积极完善国内布局，湖北振兴助力供需格局改善，西南区域市占率提升，同时公司积极推进海外水泥产能建设，环保/骨料盈利能力提升，有望实现业绩多点开花。维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 32 元。预计公司 2020-2022 年的收入增速分别为 5.8%、6.6%、6.4%，净利润分别为 66 亿元、71 亿元、77 亿元。

■**风险提示：**新冠疫情不确定性、基建投资及房地产投资增速不及预期、环保政策出台不及预期、跨省产能置换政策放松

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	27,466.0	31,439.2	33,256.8	35,458.9	37,737.8
净利润	5,181.4	6,342.3	6,615.0	7,103.1	7,714.7
每股收益(元)	2.47	3.03	3.16	3.39	3.68
每股净资产(元)	7.95	10.16	12.07	14.10	16.31

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	11.2	9.2	8.8	8.2	7.5
市净率(倍)	3.5	2.7	2.3	2.0	1.7
净利率	18.9%	20.2%	19.9%	20.0%	20.4%
净资产收益率	31.1%	29.8%	26.1%	24.0%	22.6%
股息收益率	3.0%	4.4%	4.5%	4.9%	5.3%
ROIC	33.0%	37.7%	34.8%	30.6%	37.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 百年华新：雄踞两湖剑指西南的水泥龙头	6
1.1. 发展历程	6
1.2. 股权结构	7
1.3. 财务状况	7
2. 湖北市场：一季度受疫情冲击，看好刺激政策倾斜	9
2.1. 市场竞争格局好，龙头议价能力相对较高	9
2.2. 湖北严控新增水泥产能，供给端冲击较小	10
2.3. 受益于湖北区域振兴，水泥需求保持韧性	10
2.4. 水泥价格处于高位，不排除旺季涨价可能	12
2.5. 长江流域运输便利，市场开放程度高	12
3. 西南地区：云南西藏群雄逐鹿，发展潜力巨大	13
3.1. 云南产能较分散，处于群雄争霸局面	13
3.2. 新增产能陆续释放，供给端略承压	14
3.3. 基建投资加码，华新先发优势明显	15
3.3.1. 云南市场	15
3.3.2. 西藏市场	16
4. 海外地区：“一带一路”沿线布局，未来增长可期	17
5. 全产业链业务覆盖，实现纵向一体化发展	18
5.1. 水泥产品升级利好龙头，矿产资源丰富	18
5.2. 骨料业务持续发力，毛利率逐年上升	19
5.3. 环保领域布局领先，水泥窑协同处置前景看好	20
6. 股价复盘及投资策略	23
6.1. 公司股价复盘	23
6.2. 同业指标对比	23
6.3. 机构持仓分析	25
6.4. 投资策略及风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：2010-2019 年公司国内熟料产能变化（万吨）	6
图 3：公司股权结构（截至 2020 年 3 月底）	7
图 4：2000-2019 年公司营业收入及增速	7
图 5：2000-2019 年公司净利润及增速	7
图 6：水泥营业收入占总收入比重超过 80%	8
图 7：中南和西南地区营业收入占比较高	8
图 8：公司毛利率稳中有升	8
图 9：近年来公司负债率及财务费用率持续下降	8
图 10：2019 年公司分区域营业收入占比情况	8
图 11：湖北省熟料产能格局	9
图 12：湖北省历年水泥产量及同比增速	11
图 13：湖北省房地产开发投资额	12

图 14: 湖北省房屋新开工面积.....	12
图 15: 湖北省水泥价格走势 (元/吨)	12
图 16: 湖北省 2018 年至今水泥库容比 (%)	12
图 17: 两湖地区具备优越的水运网络.....	13
图 18: 华新云南地区产能分布示意图.....	14
图 19: 云南省房地产开发投资额及增速.....	15
图 20: 云南省房屋新开工面积及增速.....	15
图 21: 昆明 2015 年至今水泥价格走势 (元/吨)	16
图 22: 昆明 2018 年至今水泥库容比 (%)	16
图 23: 西藏固定资产投资完成额增长率.....	16
图 24: 西藏房地产投资及增长率.....	16
图 25: 公司海外营收情况.....	17
图 26: 公司已投产生产线分布图.....	17
图 27: 2019 年水泥熟料海外投资已投产排行榜 (万吨/年)	18
图 28: 2019 年水泥熟料海外投资在建排行榜 (万吨/年)	18
图 29: 32.5 等级水泥收入及占比	19
图 30: 45.2 及以上等级水泥收入及占比.....	19
图 31: 公司骨料业务经营情况.....	20
图 32: 典型企业的骨料及水泥业务毛利率对比.....	20
图 33: 2008-2018 全国砂石骨料总消费量.....	20
图 34: 水泥环保一体化示意图.....	20
图 35: 华新水泥废弃物生态处置六大平台	20
图 36: 上市以来公司超额收益率及股价对比.....	23
图 37: 可比公司 ROE (%)	24
图 38: 可比公司净利率 (%)	24
图 39: 可比公司总资产周转率.....	24
图 40: 可比公司权益乘数.....	24
图 41: 可比公司吨毛利.....	24
图 42: 可比公司吨净利.....	24
图 43: 可比公司市净率 (截至 5 月 20 日)	25
图 44: 沪港深通持股情况 (截至 5 月 20 日)	25
表 1: LafargeHolcim 连续多年增持, 成为华新水泥控股股东.....	7
表 2: 2015-2019 华新水泥吨指标对比	9
表 3: 华新水泥在湖北省水泥熟料生产线.....	10
表 4: 湖北省 2013 年以来投产的水泥项目	10
表 5: 2020 年湖北出台系列措施推进重大项目建设.....	11
表 6: 云南地区水泥熟料产能排行.....	13
表 7: 云南省在建水泥熟料生产线清单.....	14
表 8: 云南基础设施“双十”重大工程在建项目和新开工项目	15
表 9: 西藏地区水泥熟料生产线清单.....	16
表 10: 公司海外项目进展情况.....	17
表 11: 部分水泥企业石灰石储量	19
表 12: 2018-2019 年华新投产环保项目	21

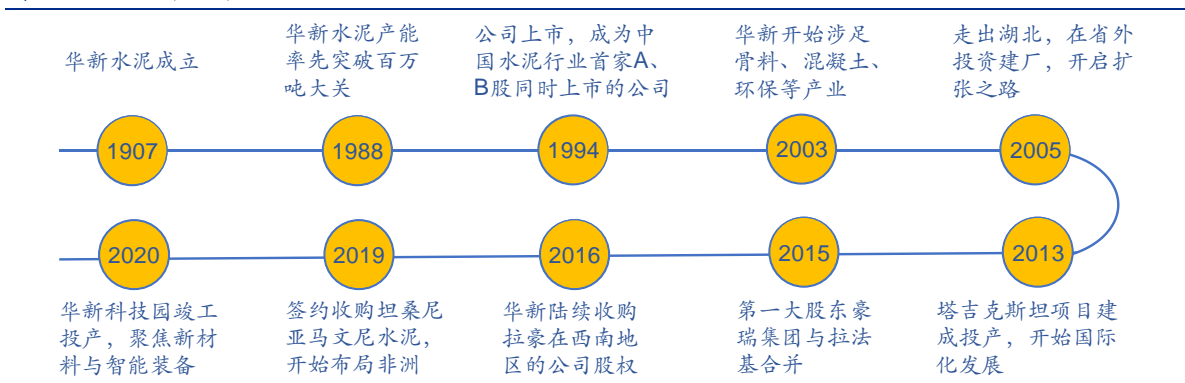
表 13: 2018-2019 华新已签约环保项目	21
表 14: 水泥窑协同处置相关政策梳理.....	22

1. 百年华新：雄踞两湖剑指西南的水泥龙头

1.1. 发展历程

华新水泥始创于 1907 年，1994 年在上交所上市，从一家水泥企业逐步发展成为集水泥、混凝土、骨料、高新建材等多元化业务为一体的全球化建材集团。截至目前，公司在全国十多个省市及海外拥有近 200 家分子公司，水泥业务稳居国内同业前列。

图 1：公司发展历程



资料来源：数字水泥网，公司公告，安信证券研究中心

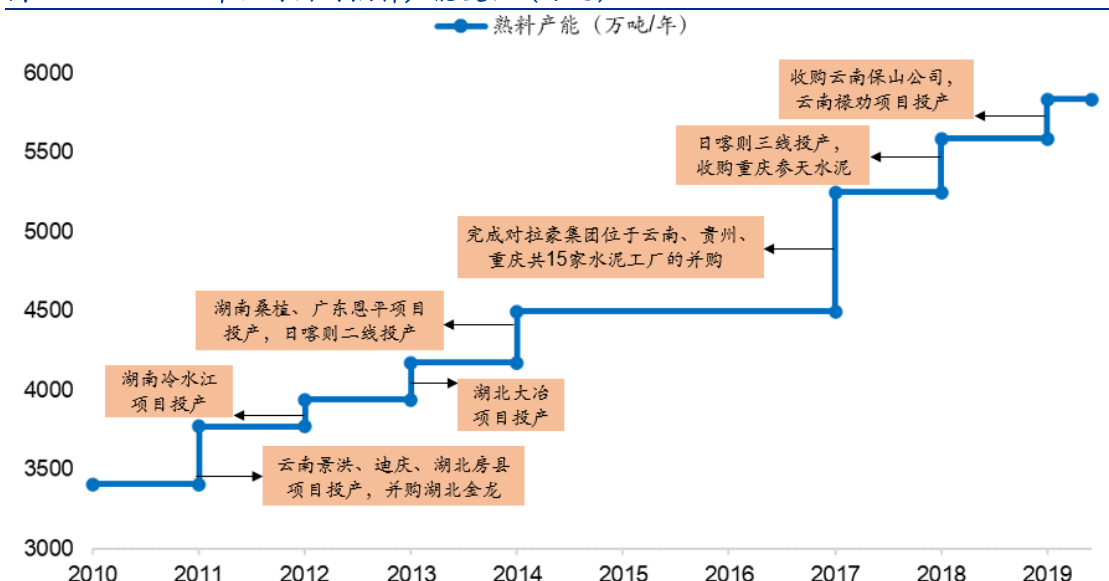
公司产能逐年扩张，业务趋于多元化，发展历程大致分三个阶段。

第一阶段（2003 年之前）：深耕湖北。截至 2003 年底，公司熟料产能 326 万吨，2003 年实现水泥产量 324 万吨，公司在湖北省占率约 11%。

第二阶段（2003-2011 年）：异地扩张。公司遵循“十字型”发展战略，以武汉为中心，沿长江黄金水道向西南和东南延伸，沿京广线南北发展，做大做强水泥主业，熟料产能由 2003 年的 326 万吨/年增至 2011 年的 3722 万吨/年，增加约 10 倍。

第三阶段（2012 年至今）：扩张海外，强化西南。公司先后在塔吉克斯坦、柬埔寨和吉尔吉斯斯坦设立分公司，坦桑尼亚项目（4000 t/d）签署收购协议，熟料产能合计 487 万吨/年。乌兹别克斯坦项目（4000 t/d）和尼泊尔项目（2800 t/d）相继开工建设。资产注入方面，2016-2017 年，公司收购拉法基豪瑞控制的云南、重庆 6 家水泥企业股权；2018 年完成重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司 100% 股权的收购，新增 155 万吨熟料产能。目前公司在西南地区熟料产能合计 2430 万吨/年，仅次于中国建材和海螺水泥。

图 2：2010-2019 年公司国内熟料产能变化（万吨）



资料来源：公司官网，公司公告，各省工信厅，安信证券研究中心

1.2. 股权结构

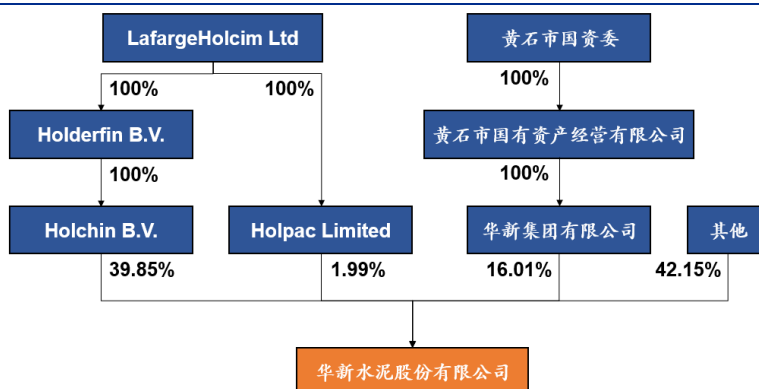
公司是外资控股企业，实控人为瑞士拉法基豪瑞。根据公告，1999 年 3 月，华新水泥与瑞士 Holcim 集团结为战略伙伴关系，Holcim 参与华新 B 股定增，持股 23.4%。2005 年 4 月，Holcim 通过大宗交易增持华新 B 股，持股比例增至 26.1%，成为华新水泥第二大股东。2008 年 2 月，华新水泥以 26.95 元/股的价格向 Holchin B.V. 定向增发 7520 万普通股，持股比例升至 39.88%。2011 年 12 月到 2012 年 9 月间，Holchin B.V. 的一致行动人通过集中竞价，增持华新水泥 B 股，持股比例增至 41.87%。2015 年全球两大水泥巨头 Lafarge 和 Holcim 合并为拉法基豪瑞。截至 2019 年末，公司第一大股东是荷兰的 Holchin B.V.，持股比例为 39.85%，实控人为瑞士拉法基豪瑞（LafargeHolcim Ltd.）。

表 1: LafargeHolcim 连续多年增持，成为华新水泥控股股东

时间	事件	主要内容	累计持股 (%)
2012 年 9 月	一致行动人参与集中竞价	购入 1861.2 万华新 B 股，占总股本的 1.99%	41.87%
2008 年 2 月	参与华新水泥非公开发行	购入 7520 万股普通股，发行价 26.95 元/股，募集资金净额 20.06 亿元	39.88%
2005 年 4 月	通过大宗交易增持华新 B 股	购入 876.1 万华新 B 股，占总股本的 2.67%	26.11%
1999 年 3 月	参与华新水泥 B 股的增资发行	购入 7700 万华新 B 股，净募集资金 1909 万美元，占总股本的 23.4%	23.4%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心（注：长电资本原名长电创投）

图 3：公司股权结构（截至 2020 年 3 月底）

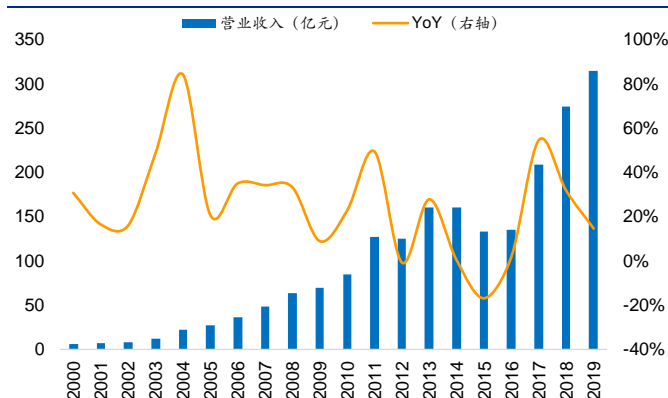


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 财务状况

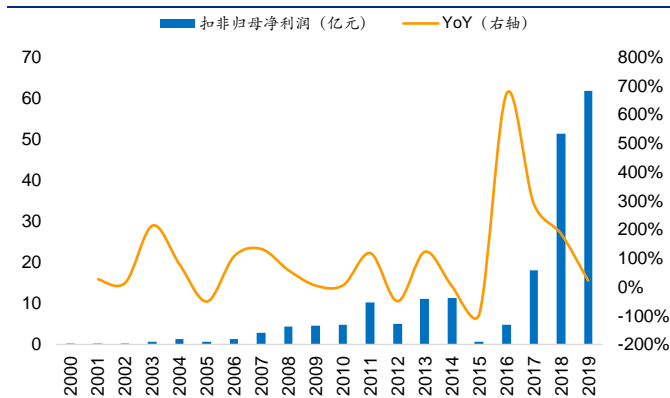
受益于供给侧改革，公司经营业绩稳步增长，2019 年盈利创历史新高。2000 年以来，公司经历 2003、2007、2013 三个增长高峰期后陷入短暂低谷，并于 2016 年开始反弹，营业收入和归母净利润呈高增态势。根据年报，2019 年公司实现营业收入 314.4 亿元，同比增长 14.5%；扣非归母净利润 61.8 亿元，同比增长 20.5%，盈利水平创历史新高。

图 4：2000-2019 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

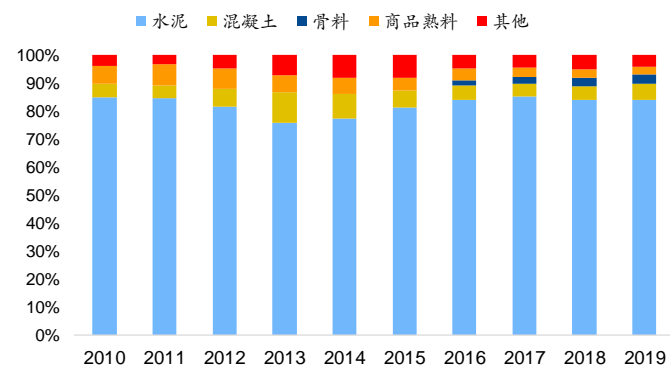
图 5：2000-2019 年公司净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

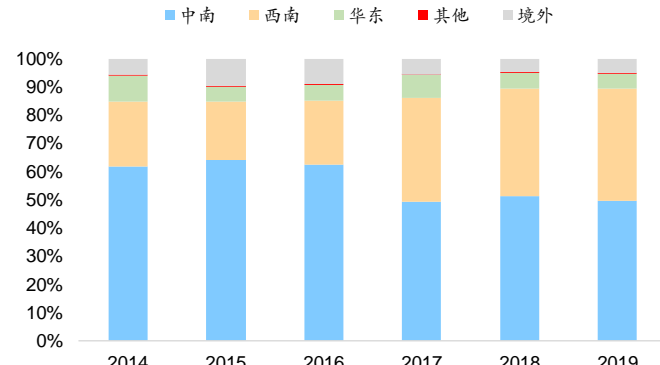
水泥作为公司核心业务，是公司营收主要来源，收入占比超过 80%。水泥板块业绩较好，毛利率稳定在 40%左右。公司自 2016 年开始拓展骨料业务，营收复合增长率达到 61%，其营收占比稳步增长，有望成为公司未来的利润增长点。分区域看，中南地区在营业收入中贡献较大。2016 年以来，随着合并拉法基豪瑞的业务，公司在西南地区的营收大幅增长。2019 年两湖合计贡献营收的 44%，其余地区中，云南、重庆、四川营收占比较大，境外和西藏紧随其后。

图 6：水泥营业收入占总收入比重超过 80%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

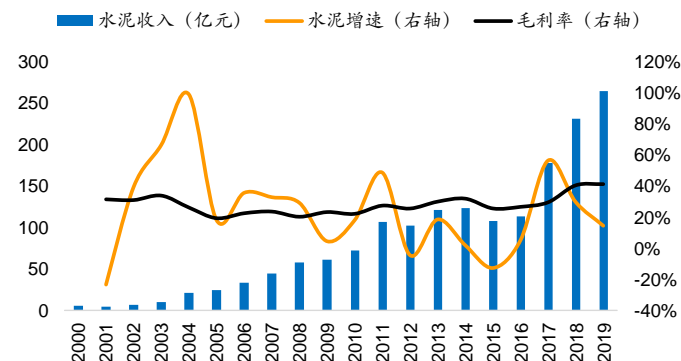
图 7：中南和西南地区营业收入占比较高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

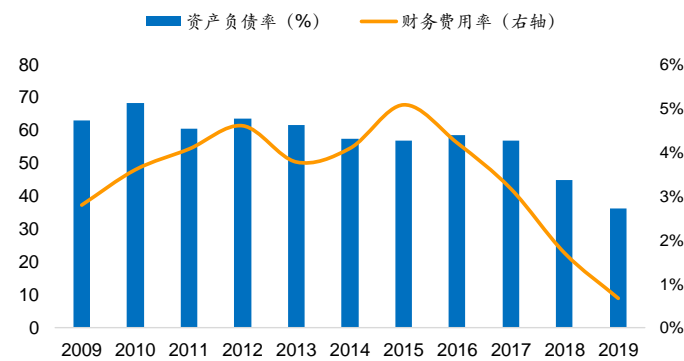
资产负债结构逐年优化，财务费用率大幅下降，费用控制较好。根据 WIND 数据，2019 年公司资产负债率降至 36.2%，财务费用为 2.1 亿元，同比下降 55.3%，财务费用率降至 0.66%。随着公司资产结构逐年优化，财务费用有望进一步降低。

图 8：公司毛利率稳中有升



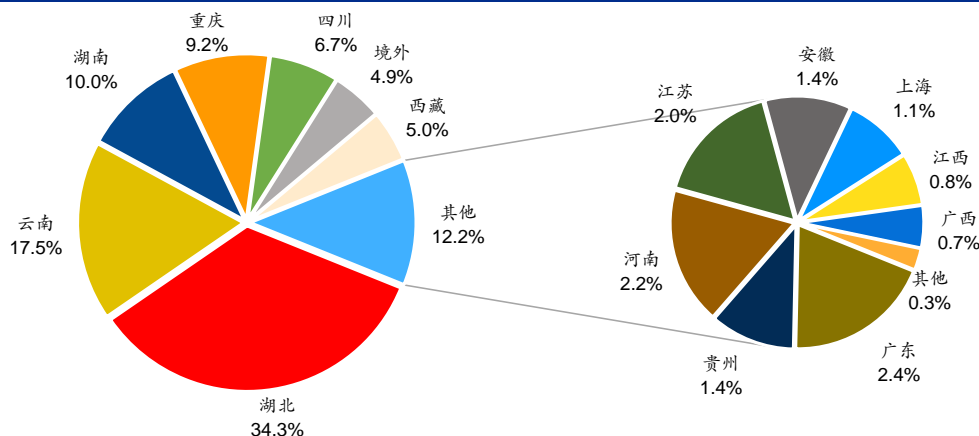
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：近年来公司负债率及财务费用率持续下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：2019 年公司分区域营业收入占比情况



资料来源：数字水泥网，公司公告，安信证券研究中心

吨盈利指标逐年改善。根据年报，公司的水泥销量从 2015 年的 4649 万吨增至 2019 年的 7420 万吨，年均增长 12.4%。随着水泥价格攀升，吨毛利从 2015 年 60 元/吨增至 2019 年的 148 元/吨；吨净利从 5 元/吨增至 95 元/吨。吨费用基本维持稳定，其中，吨销售费用小幅增长，吨管理费用基本稳定，吨财务费用持续下降。展望 2020 年，公司所在的华中和西南区域都是基建投资加码的重点区域，水泥供需格局较好，看好公司单位盈利指标稳中向好。

表 2：2015-2019 华新水泥吨指标对比

指标	2015	2016	2017	2018	2019
水泥销量：万吨	4649	4928	6531	6797	7420
吨收入：元/吨	232	230	272	340	357
吨成本：元/吨	173	169	191	201	208
吨毛利：元/吨	60	62	81	139	148
吨销售费用：元/吨	23	22	21	25	28
吨管理费用：元/吨	20	19	18	20	21
吨财务费用：元/吨	15	12	10	7	3
吨费用：元/吨	57	53	50	52	51
吨净利：元/吨	5	13	34	84	95

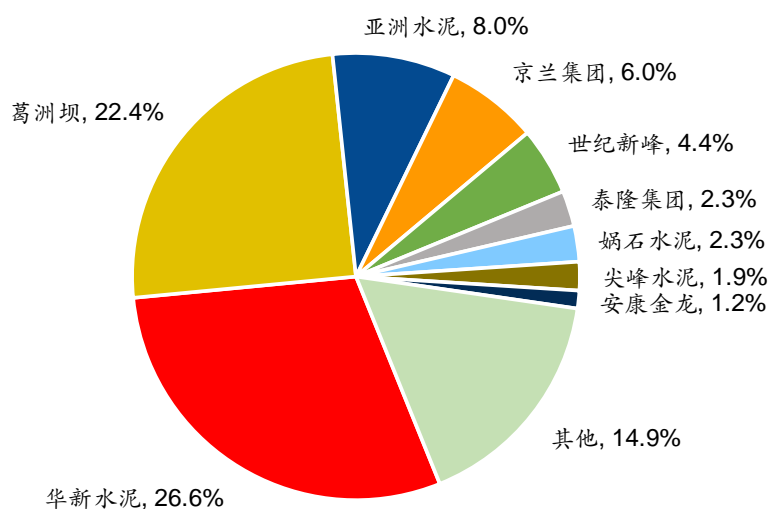
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

2. 湖北市场：一季度受疫情冲击，看好刺激政策倾斜

2.1. 市场竞争格局好，龙头议价能力相对较高

湖北水泥市场竞争格局好，以本土企业为主，行业集中度高。湖北省承东启西、连南接北，长江横贯全省，一大支流汉江水网纵横、湖泊密布。湖北省一方面是水域发达，另一方面是东、西、北三面环山，独特的地理环境给位于华中腹地的湖北水泥企业带来快速发展良机。湖北水泥市场的两大龙头分别是葛洲坝和华新水泥，全国水泥巨头（中国建材、海螺水泥、冀东金隅等）在湖北省占率较小。水泥产能方面，截至 2019 年末，湖北省水泥熟料产能约 6684 万吨，其中，华新水泥占 26.6%，葛洲坝占 22.4%，CR4 达到 63.0%。较高的市场集中度有利于湖北水泥价格稳定，且龙头企业议价能力相对较高。

图 11：湖北省熟料产能格局



资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

表 3：华新水泥在湖北省水泥熟料生产线

序号	地区	投产时间	设计产能 (t/d)	实际产能 (t/d)	序号	地区	投产时间	设计产能 (t/d)	实际产能 (t/d)
1	咸宁赤壁	2007 年 7 月	4000	4000	2	十堰郧县	2005 年 9 月	2500	1167
3	十堰郧县	2009 年 5 月	4000	3000	4	十堰房县	2008 年 4 月	2500	2500
5	黄石	1994 年 12 月	2000	2500	6	黄石	1999 年 2 月	4000	5000
7	黄石大冶	2004 年 11 月	2500	2500	8	黄石大冶	2010 年 4 月	4500	5000
9	黄石阳新	2004 年 4 月	5000	5500	10	黄石阳新	2006 年 9 月	4800	5500
11	宜昌宜都	2003 年 3 月	3500	3000	12	宜昌宜都	2005 年 10 月	2500	2500
13	宜昌长阳	2008 年 10 月	4000	3500	14	宜昌秭归	2009 年 7 月	4000	5500
15	黄冈武穴	2005 年 4 月	6000	5500	16	黄冈武穴	2007 年 10 月	4800	5500
17	恩施	2004 年 9 月	2000	1700	18	恩施鹤峰	2008 年 12 月	1500	1167
19	襄阳	2006 年 6 月	4000	3333	20	襄阳	2009 年 3 月	4000	3333

资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

2.2. 湖北严控新增水泥产能，供给端冲击较小

湖北已超额完成水泥去产能工作。根据湖北省政府统计数据，“十二五”期间，湖北省淘汰落后水泥产能 1257.5 万吨，涉及 39 家企业。截至 2019 年底，湖北省水泥工业已全面普及新型干法熟料生产技术，高效粉磨、大布袋收尘等先进技术及装备得到广泛应用，水泥落后产能已基本淘汰完毕，超额完成国家下达的去产能目标。

湖北新增水泥产能较小，供给端影响主要是外地输入。湖北省自 2013 年以来，只有 2016、2017、2019 年共计 7 条新投产生产线，新增产能控制较为严格。目前华新水泥位于湖北黄石的 2000 t/d 新型干法熟料水泥生产线（4 号窑）、4000 t/d 新型干法熟料水泥生产线（5 号窑）、2500 t/d 新型干法水泥熟料生产线（一线）产能指标已被置换，预计 2020 年底前拆除，同时黄石年产 285 万吨水泥熟料产能置换项目预计 2020 年投产，未来产能仍有小幅增长。对于湖北市场而言，由于毗邻重庆、安徽、江西、河南、四川和湖南等省份，部分时段外省输入会对供给端带来一定影响，但影响总体可控。

表 4：湖北省 2013 年以来投产的水泥项目

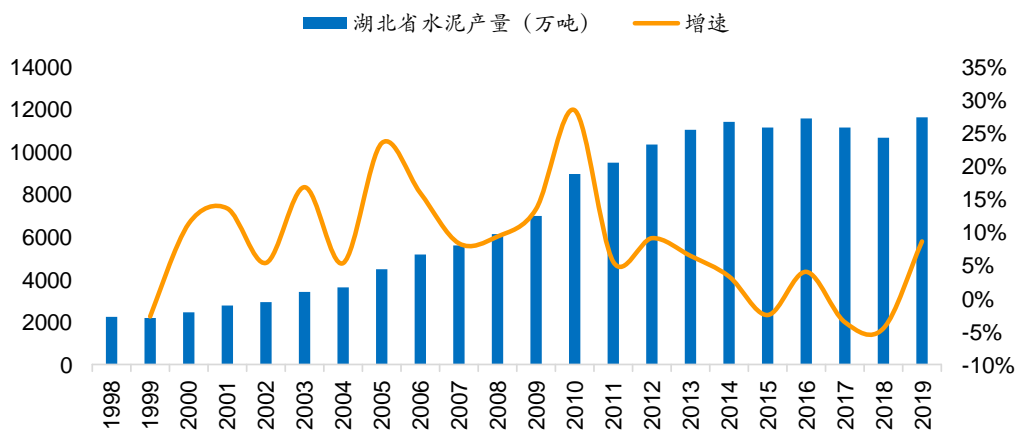
序号	市州	企业名称	生产线名称	建设地址	投产时间	设计产能 (t/d)
1	荆州	葛洲坝松滋水泥有限公司	4500t/d 新型干法熟料水泥生产线	松滋市刘家场镇	2016 年 4 月	4500
2	恩施州	来凤县金凤建材工业有限公司	3000t/d 新型干法熟料水泥生产线	来凤县翔凤镇	2016 年 5 月	3000
3	宜昌	湖北骏王水泥有限公司	2500t/d 新型干法水泥熟料生产线	五峰土家族自治县	2016 年 6 月	2500
4	荆门	葛洲坝钟祥水泥有限公司	4500t/d 新型干法水泥生产线(2 号窑)	钟祥市双河镇	2016 年 9 月	4500
5	宜昌	葛洲坝当阳水泥有限公司	4500t/d 新型干法熟料水泥生产线	当阳玉泉三桥村	2017 年 5 月	4500
6	襄阳	湖北谷城泰隆水泥有限公司	4800t/d 水泥熟料生产线	湖北省谷城县	2017 年 6 月	4800
7	荆门	湖北京兰水泥集团有限公司	4000t/d 新型干法水泥熟料生产线	钱场镇榨屋村	2019 年 1 月	4000

资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

2.3. 受益于湖北区域振兴，水泥需求保持韧性

受益于基建投资与房地产投资稳步增长，2019 年湖北水泥产销量创新高。根据数字水泥网数据，2019 年湖北省水泥产量 1.16 亿吨，同比增长 8.4%，创历史新高。根据湖北统计局数据，2019 年湖北固定资产投资增速为 10.7%，高于全国平均水平（5.4%）。根据《湖北省 2019 年省级重点建设计划》，共安排项目 296 个，总投资 12851 亿元，年度计划投资 2066 亿元，和 2018 年相比，项目数增加 75 个，总投资额增长 16.7%，年度计划投资增长 5.6%。

图 12：湖北省历年水泥产量及同比增速



资料来源：湖北省统计局，安信证券研究中心

疫情后基建将成为湖北省稳增长重要抓手，有效拉动水泥需求。2020 年一季度受疫情影响，湖北经济短期承压。为保经济高质量发展，2020 年 3 月，湖北省印发《促进经济社会加快发展若干政策措施》，提出加大投资力度补短板；及时制定新开工重大项目 3 个月滚动计划；加强老旧小区改造、交通物流等基础设施补短板项目的谋划建设，建立 3 年滚动建设项目库。2020 年 4 月，湖北省出台《关于加快推进重大项目建设着力扩大有效投资的若干意见》，明确指出“全力以赴加快推进重大项目建设，充分发挥有效投资在稳增长中的关键作用”。截至 5 月 20 日，亿元以上新开工项目 1267 个，其中交通基础设施新开工 44 个、市政基础设施 129 个、重大产业项目 764 个。湖北大部分地区天气状况改善，利好工程建设项目加速推进。加上前期被积压需求集中释放，下游需求表现较好。

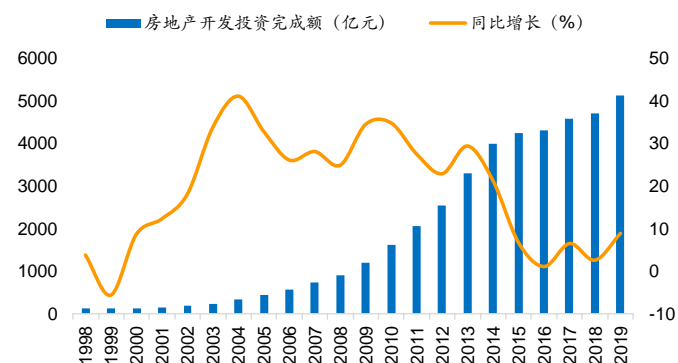
表 5：2020 年湖北出台系列措施推进重大项目建设

政策	内容
政府投资项目“百日攻坚”专项行动	125 个 2019 年中央预算内投资未开工项目，6 月底前必须全部开工；2020 年中央预算内投资和中央特别国债、政府专项债券项目，8 月 15 日前必须全部开工，尽快形成实物工作量，发挥政府投资效益
省级重点项目提速提效专项行动	4 月 20 日前，省发改委要组织各地补充谋划一批重点项目，对其中的优质项目纳入 2020 年省级重点项目清单。对各市(州)省级重点项目个数占比、投资总量占比、每月投资量环比等情况进行排名，推动项目提速提效，力争前 100 天补缺口、后 100 天冲刺赶上去年进度
开展“四督四促”专项行动	对 2020 年全省亿元以上重大项目，从储备、审批、开工、竣工、达产全生命周期进行分级分类督查督办，全力促进项目建设提速
关于积极有序推进项目开工复工建设的通知	调整基础设施项目的资本金比例，对公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，最低资本金的比例由 20% 调整到 15%
加大金融支持助力实体经济发展若干措施	银行机构要建立评审“绿色通道”，加大与长江大保护、先进制造业、交通基础设施、新基建等重大项目的融资对接力度；聚焦脱贫攻坚、春耕备耕、民生保障等重点领域，加大信贷投入力度
启动“三保一促”劳动和技能竞赛	组织开展湖北长江经济带和汉江经济带重点区域专项竞赛；巩固提升铁路、公路、桥梁等一批“老基建”重点项目竞赛，开拓推进 5G、大数据中心、人工智能等一批“新基建”重点项目竞赛
湖北省新型基础设施建设三年行动方案	在抓好传统基础设施建设的同时，把实施新基建作为打好民生保卫战和经济发展战的基础性、引领性、关键性举措，以新基建促投资、促消费、促转型、促就业
联手中国银行开展“抗疫情稳增长”专项融资工作	中国银行湖北省分行专项安排充足的信贷规模，促进重点项目建设，重点支持范围为全省重点建设项目、新基建重点项目、公共医疗卫生重点项目等
联手国开行、农发行设立融资专项资金	设立融资总额 2000 亿元（国开行、农发行各 1000 亿元）的补短板稳投资支持复工复产融资专项资金，全力保障 2020 年底前湖北省内可开工的重大基础设施、重点领域补短板项目，优先投向重大基础设施、长江大保护、产业新旧动能转换等领域

资料来源：湖北省发改委，网上公开资料，安信证券研究中心

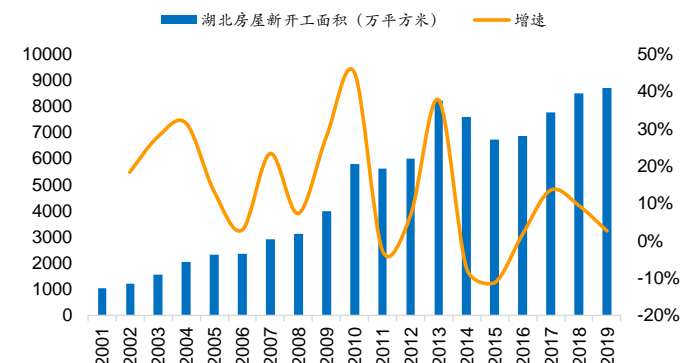
湖北省房地产开发投资额稳步增长，房屋新开工面积已连续 5 年正增长。根据湖北省统计局数据，2019 年湖北省房地产开发投资额为 5112 亿元，同比增长 8.9%；2019 年房屋新开工面积为 8709 万平方米，同比增长 2.5%。2020 年 4 月，湖北省人民政府印发《促进建筑业和房地产市场平稳健康发展措施的通知》，其中，促进房地产市场平稳健康发展的措施共 17 条，包括切实为企业降本减负、加大财政金融支持等。《通知》指出，坚持“房住不炒”定位，坚持房地产宏观调控政策不变，全面落实城市主体责任制，有效应对疫情带来的影响，防范化解房地产市场风险，实现稳地价、稳房价、稳预期目标，促进全省房地产市场平稳健康发展。在政策大力支持下，2020 年湖北省房地产投资规模下行概率较小。

图 13：湖北省房地产开发投资额



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 14：湖北省房屋新开工面积

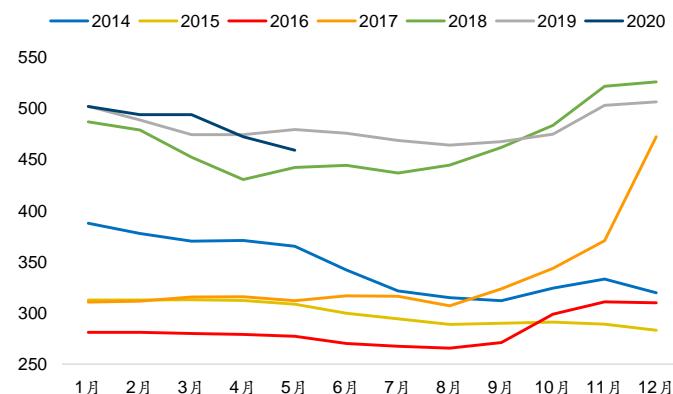


资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

2.4. 水泥价格处于高位，不排除旺季涨价可能

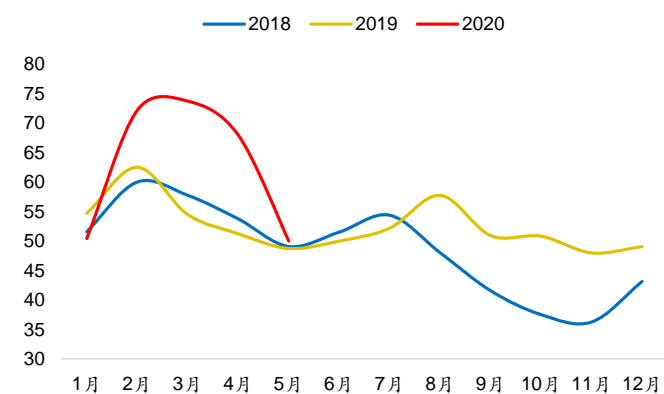
湖北地区水泥竞争格局较好，龙头企业（华新水泥和葛洲坝）对水泥定价权相对较高。由于水泥运输较为便利，湖北水泥库容比相对较低，水泥价格较为稳定。根据数字水泥网统计，2019 年至今，湖北省水泥价格在 500 元/吨左右波动，旺季仍有一定的上涨空间。去年四季度，湖北水泥价格一度上涨到 570 元/吨，价格仅次于西藏地区，居全国前列。2020 年一季度，由于疫情冲击抬高库存，导致价格同比有所下降，但随着市场逐渐回暖，库容比迅速降至往年同期水平。截至目前，湖北已启动第一轮涨价，幅度为 20-30 元/吨。随着湖北及周边地区复工复产加快，水泥需求陆续释放，不排除在旺季进一步提价的可能。

图 15：湖北省水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

图 16：湖北省 2018 年至今水泥库容比（%）



资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

2.5. 长江流域运输便利，市场开放程度高

便利水路运输带来的开放性成为湖北水泥市场的重要特点。湖北是长江干流径流里程最长的省份，湖北处于长江流域中心位置，交通枢纽地位突出，华新水泥借助其得天独厚的地理优势，水陆运输极为发达。一方面，发达的水运网络极大降低了运输成本，扩大企业销售范围；

另一方面，“黄金水道”加强市场流动性，导致湖北省熟料市场与外省流通密切，市场开发程度较高，更易受长江上游（四川、重庆）和长江下游（华东）水泥市场影响。

图 17：两湖地区具备优越的水运网络



资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

3. 西南地区：云南西藏群雄逐鹿，发展潜力巨大

3.1. 云南产能较分散，处于群雄争霸局面

西南地区竞争格局尚未稳定，重点关注在公司营收占比高的云南及有较大增长潜力的西藏。根据中国水泥网数据，截至 2019 年底，在云南地区，中国建材旗下的西南水泥产能排名第一，云南水泥与华新水泥较为接近，位列二、三位，CR4 为 51.4%，CR8 为 69.5%。云南市场集中度处于中等水平，尚未有集团形成有效控制。

表 6：云南地区水泥熟料产能排行

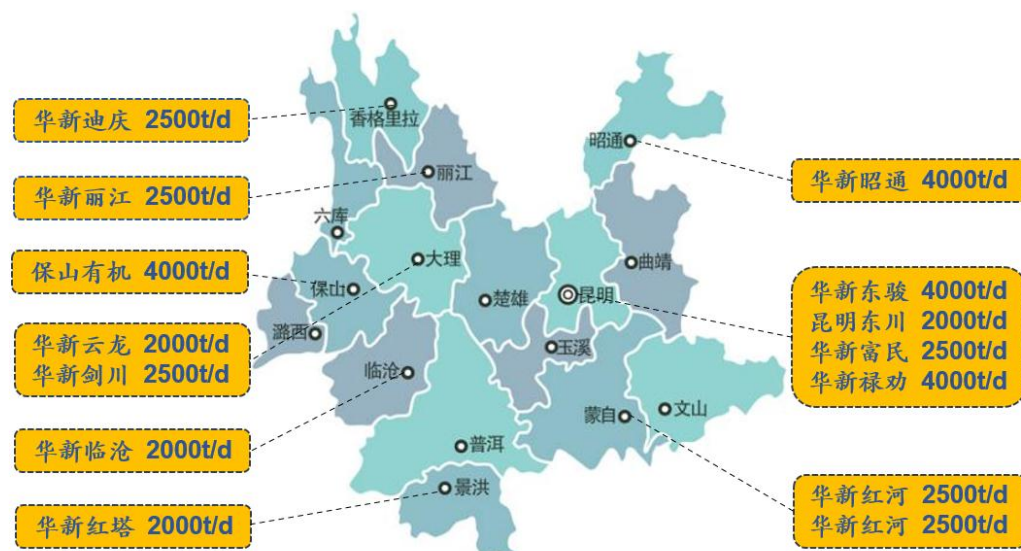
排名	企业	熟料年产能（万吨）	占比（%）
1	西南水泥	1695.7	19.0%
2	云南水泥	1085.0	12.2%
3	华新水泥	1044.7	11.7%
4	海螺水泥	759.5	8.5%
5	红狮集团	465.0	5.2%
6	台泥集团	434.0	4.9%
7	华润水泥	387.5	4.3%
8	华宁玉珠	248.0	2.8%
9	云南红塔滇西	248.0	2.8%
	其他水泥企业	2563.7	28.7%
	合计	8931.1	100%

资料来源：中国水泥网，安信证券研究中心

公司在云南核心区域布局，掌握区位优势。在收购拉法基之前，华新水泥只在昆明、昭通、西双版纳、迪庆为单点单线，势单力薄。收购后，公司产能增加近 3 倍，区域延伸至大理、丽江、临沧、红河。从布局上看，既在云南两个规模最大的区域市场滇中、滇西北形成互动小区域；又在昭通、西双版纳、香格里拉这一高价位市场有一席之地，量价形成互补。分地区来看，昆明是云南最大的水泥需求市场，年水泥需求量在 1800 万吨上下。2019 年，华新水泥在云南的昆明崇德 4000t/d 禄劝二线生产线项目顺利投产，并拟在昆明市嵩明县搬迁还

建一条 4000t/d 熟料生产线，预计 2020 年年中开工。目前华新在昆明市占率已达 31%，在东川、禄劝、富民、官渡均有布点，区位优势明显，其中官渡厂将是昆明二机场的最大受益者，东川厂主供正在建设中的白鹤滩水电站。昭通大项目落地情况较好，高速公路建设尤为突出，普遍认为工程建设能够持续三年，是云南省较为重要的水泥需求市场，华新 2006 年即进入昭通，具有区位优势、品牌、保供能力等优势。

图 18：华新云南地区产能分布示意图



资料来源：公司官网，云南省工信厅，Wind，安信证券研究中心

3.2. 新增产能陆续释放，供给端略承压

云南和西藏地区各有 12 条和 5 条在建水泥熟料项目。由于西南地区市场格局尚未稳定，在目前公布的产能置换计划中，有大量的产能被置换到云南和西藏地区。云南地区 2018 年产能利用率为 73%，仍存在一定程度的过剩。据工信部 2020 年最新的《产能置换实施办法操作具体问答》，西藏是全国唯一可以实施产能等量置换的区域。根据已公布的产能置换计划，产能置换到西藏的拟建在建生产线至少有 5 条。随着两个地区的产能进一步扩张，供给端略承压，市场供需格局存在一定的不确定性。

表 7：云南省在建水泥熟料生产线清单

序号	地址	公司名称	设计产能 (t/d)	类型
1	富源县	富源远东金源水泥有限责任公司	2500	在建
2	威信县	威信得云建材有限责任公司	2500	在建
3	彝良县	彝良晨狮建材有限公司	2500	在建
4	景谷县	景谷红狮水泥有限公司	3000	在建
5	易门县	云南易门大椿树水泥有限责任公司	4000	新建
6	红塔区	云南省活发集团刘总旗水泥有限公司	5000	新建
7	文山市	云南壮山实业股份有限公司	4500	新建
8	祥云县	祥云建云水泥有限公司	3000	在建
9	祥云县	祥云建云水泥有限公司	4750	新建
10	宾川县	云南红塔滇西水泥股份有限公司宾川分公司	6000	新建
11	宁浪县	丽江巨龙交通能源投资有限公司	2500	在建
12	永胜县	丽江古城西南水泥有限公司	5000	新建

资料来源：云南省工业和信息化厅，数字水泥网，安信证券研究中心

3.3. 基建投资加码，华新先发优势明显

3.3.1. 云南市场

云南省 2020 年基建投资规模巨大，位居全国前列。根据云南省发改委发布数据，2020 年云南将推出 525 个重点项目，总投资约 5 万亿元，2020 年计划完成投资 4400 亿元。在目前公布的投资计划中，云南省总投资额仅次于广东省。云南省基础设施“双十”重大工程总投资约 3.6 万亿元，主要聚焦基础设施领域。随着重点项目陆续开工，有望直接拉动水泥需求。

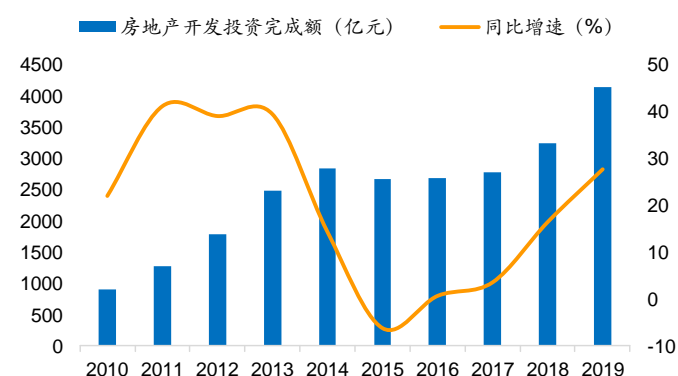
表 8：云南基础设施“双十”重大工程在建项目和新开工项目

项目	项目总投资 (亿元)	预计建成时间	项目	项目总投资 (亿元)
滇中引水	1135	2027 年	昆丽高铁	超 1000
渝昆高铁	1416.2 (云南约 873 亿)	2025 年	昆明第二机场	-
玉磨铁路	516	2021 年	沿边铁路	931.5
能通全通工程	6010	“十四五”初期	“互联互通”工程	10241
昆明机场改扩建	864	2025 年	滇中城际铁路	815
九湖保护	677	2025 年	大滇西旅游环线	2202
区域医疗中心	314	2024 年	沿边高速	2214
昆明国家物流枢纽	350	2026 年	跨境电网和智能电网	600
乌东德电站送电	242.5	2021 年底	5G 网络全覆盖	500
大瑞铁路	275.3	2023 年	多式联运物流网	1000
在建项目合计	约 16000		新开工项目合计	约 20000

资料来源：云南省发改委，安信证券研究中心

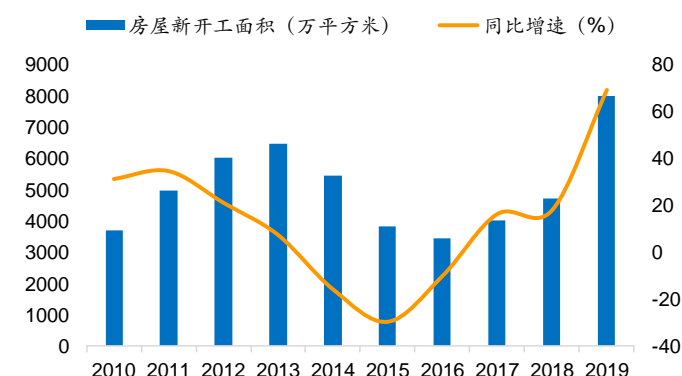
房地产方面，云南房地产开发投资完成额和房屋新开工面积均持续高速增长。根据云南省统计局数据，2019 年云南房地产开发投资完成额为 4151 亿元，同比增长 27.8%，房屋新开工面积达到 8019 万平方米，同比增长 69.2%，房地产投资的稳定增长将进一步拉动云南水泥需求。

图 19：云南省房地产开发投资额及增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

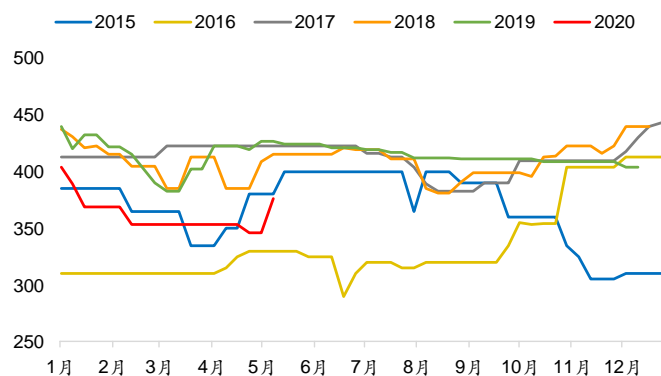
图 20：云南省房屋新开工面积及增速



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

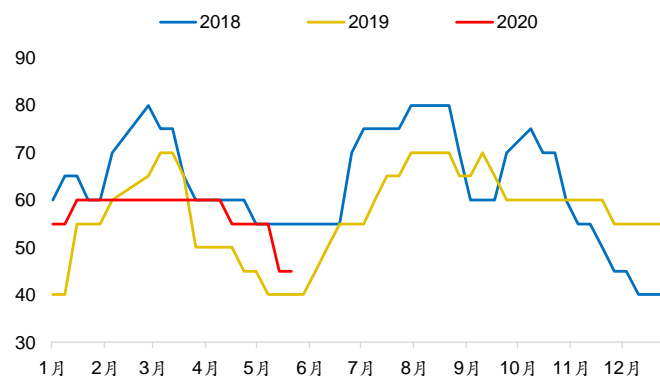
由于云南市场竞争相对激烈，水泥价格低于全国平均水平，存在一定的上涨空间。2020 年一季度，受疫情影响水泥销量和价格均有所下降。二季度以来，随着基建重点项目和房地产投资需求逐渐释放，水泥库容比开始下降，水泥价格有所回调。展望 2020 年，随基建加码和房地产投资带来水泥需求增长，有望迎来量价齐升。

图 21：昆明 2015 年至今水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

图 22：昆明 2018 年至今水泥库容比（%）

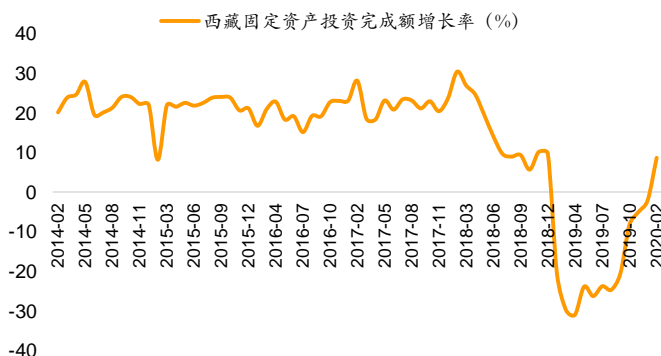


资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

3.3.2. 西藏市场

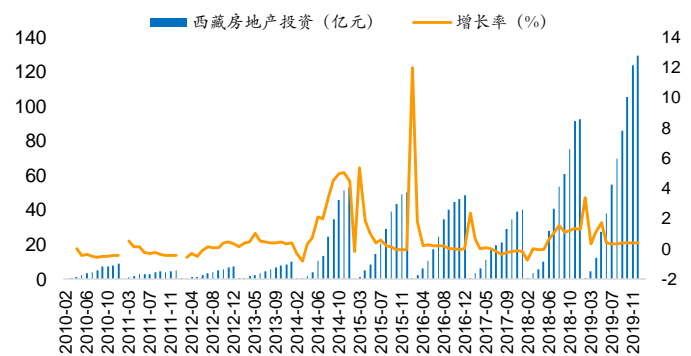
西藏经济发展水平相对落后、基础设施较为薄弱，发展潜力巨大。当前，投资和项目拉动仍是推动西藏经济平稳快速发展、提升经济发展质量的主力。“十三五”期间，西藏共安排建设项目 189 个，总投资 6576 亿元，其中工作重点之一就是“着力健全基础设施体系”。西藏地区固定资产投资完成额连续多年保持在 20% 以上的增长，经历 2019 年初的大幅下滑后，正处于高速回升状态。华新水泥相较于同行，提前抢占西藏市场，有望确立先发优势。

图 23：西藏固定资产投资完成额增长率



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 24：西藏房地产投资及增长率



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

西藏地区由于地理原因，水泥运输成本高，市场封闭性较强。由于西藏产能存在一定缺口，水泥处于供不应求状况，西藏水泥价格相对较高。根据西藏自治区公布的清单，截止到 2018 年末，西藏水泥熟料生产线共 9 条，其中华新水泥有 3 条。

表 9：西藏地区水泥熟料生产线清单

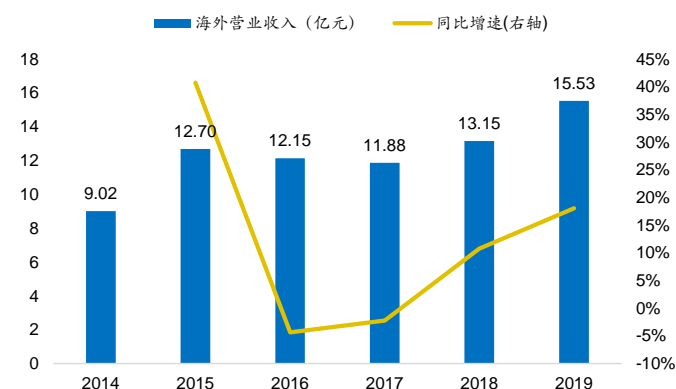
序号	公司名称	名称	投产年份	设计产能 (t/d)	实际产能 (t/d)
1	西藏高争建材股份有限公司	一线	2004 年	2000	2500
2	西藏高争建材股份有限公司	二线	2008 年	2000	2500
3	西藏藏中建材股份有限公司	一线	2017 年	4000	5000
4	西藏昌都高争建材股份有限公司	一线	2014 年	2000	3000
5	西藏日喀则高新雪莲水泥有限公司	一线	2015 年	2000	3000
6	西藏日喀则高新雪莲水泥有限公司	二线	2018 年	2500	3000
7	华新水泥（西藏）有限公司	一线	2005 年	1000	1150
8	华新水泥（西藏）有限公司	二线	2009 年	2000	2500
9	华新水泥（西藏）有限公司	三线	2018 年	3000	3000

资料来源：西藏自治区经济和信息化厅，安信证券研究中心

4. 海外地区：“一带一路”沿线布局，未来增长可期

华新水泥是国内最早走出去的水泥企业之一。公司于 2011 年开始实施“走出去”战略，是国内大型水泥企业中第一家在海外投资建厂的企业。随着“一带一路”倡议推进，公司快速拓展海外市场，在“一带一路”沿线国家做填空式的布点建设。截至目前，基于华新的海外股东平台，公司在塔吉克斯坦、柬埔寨和吉尔吉斯斯坦均设有分公司，熟料产能合计 486.7 万吨/年。2019 年海外营业收入再创新高，达 15.5 亿元，同比增长 18%。

图 25：公司海外营收情况



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 26：公司已投产生产线分布图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2019 年底，公司顺利收购吉尔吉斯南方水泥有限公司，进一步完善“一带一路”沿线布局。同年，公司收购坦桑尼亚马文尼水泥公司 100% 股权，这是公司拓展国际业务以来，在非洲投资的第一个项目，标志着华新水泥成功冲出亚洲，开启了布局非洲的步伐。此外，乌兹别克斯坦吉扎克 4000 t/d 水泥熟料生产线项目、尼泊尔纳拉亚尼 2800 t/d 水泥熟料生产线项目建设正常推进，未来增长可期。

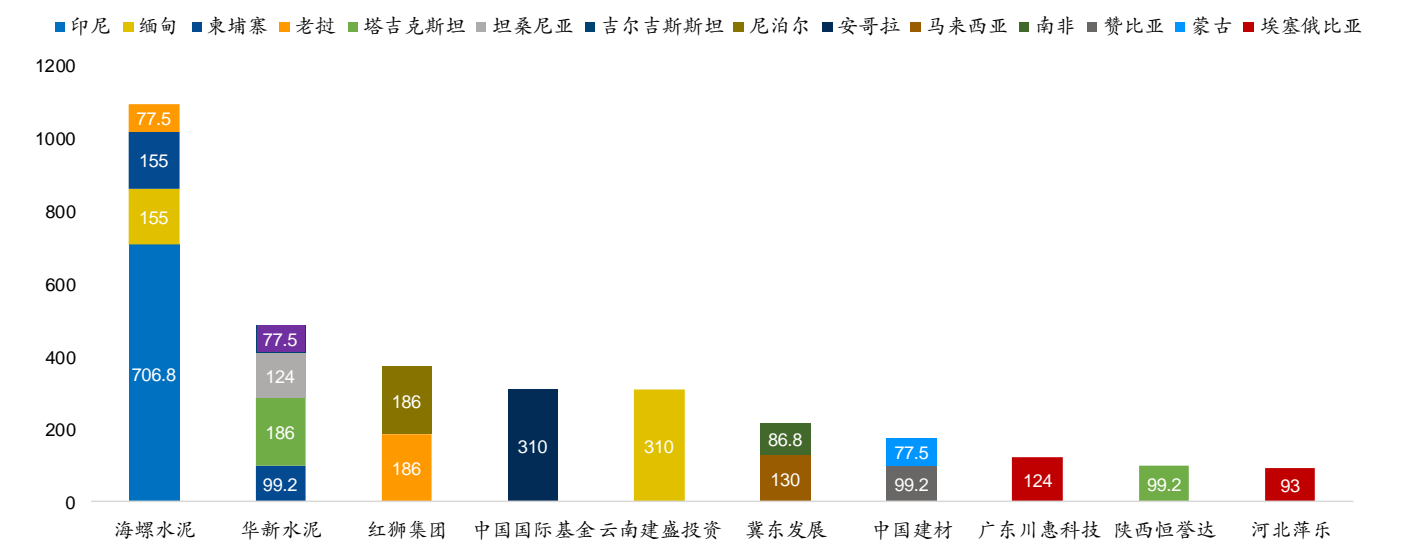
表 10：公司海外项目进展情况

国家	企业	生产线	投产情况	备注
塔吉克斯坦	华新亚湾水泥有限公司	3000 吨/日水泥熟料生产线项目	2013 年 8 月点火投产	塔吉克斯坦目前拥有 18 家水泥厂，总产能约 500 万吨/年。华新公司将帮助塔吉克成功扭转依赖进口水泥局面，索格特公司先后出口吉尔吉斯斯坦及乌兹别克斯坦，开辟中亚新市场，打开塔吉克斯坦北部销售出口，以具有竞争力的价格为塔吉克增创外汇
	华新水泥塔吉克斯坦索格特水泥有限公司	3000 吨/日水泥熟料生产线项目	2016 年 3 月点火投产	
柬埔寨	柬埔寨卓雷丁水泥有限公司	3400t/d 水泥熟料生产线 (120 万吨水泥粉磨系统)	2014 年投产	生产线位于柬埔寨西南沿海，交通位置优越，毗邻首都金边和最大海港、经济特区西哈努克港
尼泊尔	华新纳拉亚尼水泥有限公司	2800t/d 水泥熟料生产线，年产水泥 150 万吨	计划 2020 年投产	项目配套建设一条 6WM 纯低温余热发电设备
乌兹别克斯坦	华新水泥 (吉扎克) 有限责任公司	4000 t/d 水泥熟料生产线	计划 2020 年内投产	乌兹别克斯坦的水泥容量在 1200 万吨左右，市场空间很大。项目总投资 1.5 亿美元，计划于 2020 年投产
坦桑尼亚	坦桑尼亚马文尼水泥公司	坦桑尼亚 4000 t/d 水泥熟料生产线项目	预计 2020 年实现并购后运行	马文尼公司是肯尼亚某上市公司在坦桑尼亚的全资子公司，拥有一条 4000 t/d 熟料生产线，以及一个年产 75 万吨的水泥粉磨站。收购协议已成功签约，生效有待坦桑尼亚以及中国政府相关审批以及协议相关条款完成
吉尔吉斯斯坦	吉尔吉斯南方水泥有限公司	年产 100 万吨生产线	2019 年 12 月完成收购	设计产能 100 万吨，供应吉尔吉斯斯坦国内 40% 左右的水泥市场

资料来源：公司官网，数字水泥网，安信证券研究中心

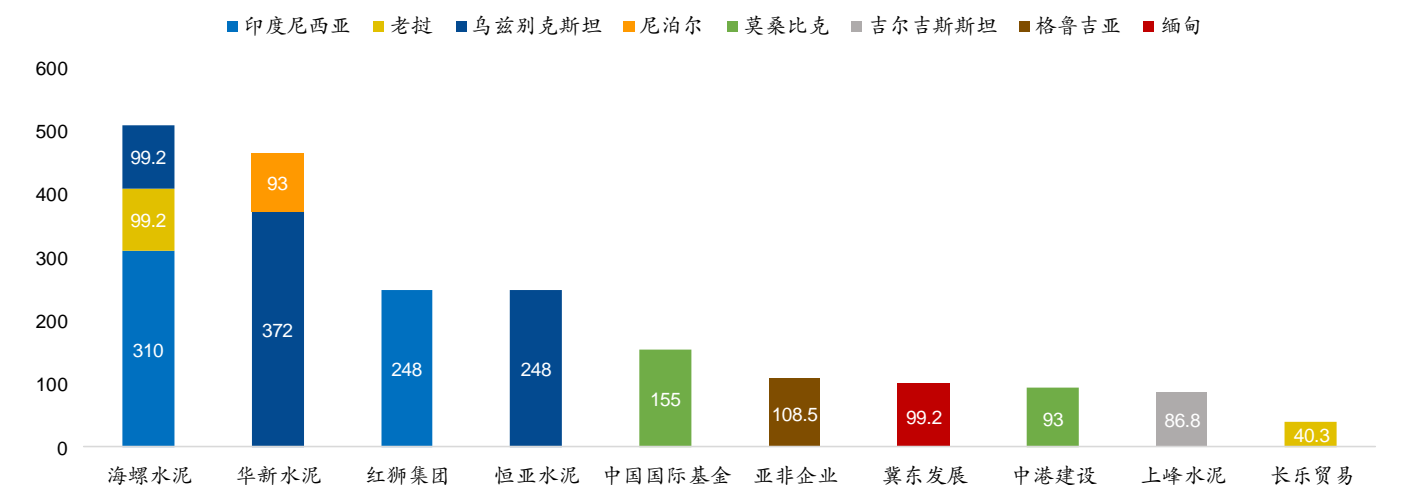
水泥企业海外投资方面，华新在投产和在建榜单中均位列第二，仅次于海螺水泥。根据数字水泥网数据，截至 2019 年底，海螺水泥在海外投资的已投产项目规模最大，合计产能 1094 万吨，主要分布在印度尼西亚（707 万吨/年）、缅甸（155 万吨/年）和柬埔寨（155 万吨/年）。华新水泥的已投产项目主要分布在塔吉克斯坦、柬埔寨、吉尔吉斯斯坦。华新水泥于 2019 年完成收购吉尔吉斯南方水泥有限公司，签约收购坦桑尼亚马文尼亚水泥公司，年产能合计增加 224 万吨。在建项目方面，乌兹别克斯坦 4000t/d 项目和尼泊尔 2800t/d 项目稳步推进，预计 2020 年投产。

图 27：2019 年水泥熟料海外投资已投产排行榜（万吨/年）



资料来源：中国水泥网，安信证券研究中心

图 28：2019 年水泥熟料海外投资在建排行榜（万吨/年）



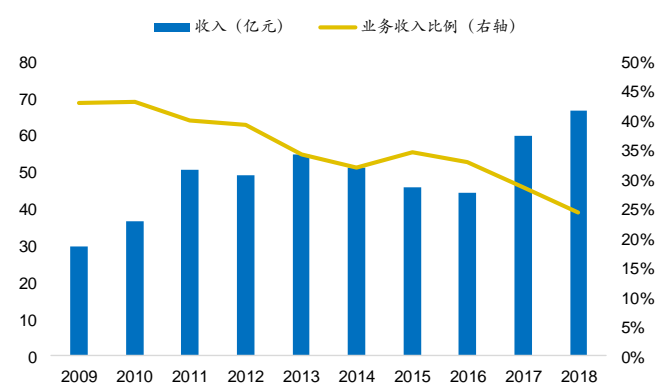
资料来源：中国水泥网，安信证券研究中心

5. 全产业链业务覆盖，实现纵向一体化发展

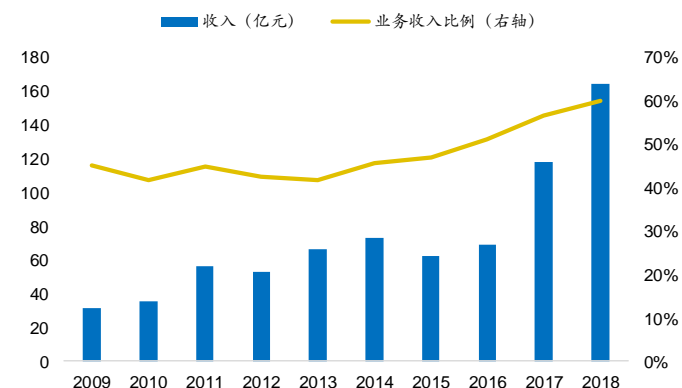
5.1. 水泥产品升级利好龙头，矿产资源丰富

水泥行业产品升级，公司直接受益。2019 年 10 月 1 日起，全国水泥行业实施新规，取消 32.5R 水泥，主要目的是提高产品品质、化解过剩产能。全国范围内淘汰低端水泥产品，对于华新水泥等龙头企业具有正面影响。公司近年 32.5 等级水泥产品的营收占比稳定下降，中高端等级的水泥产品营收占比逐年提升。根据 WIND 数据，2019 年，42.5 及以上等级水

泥在营业收入中的比重已超过 60%。2019 年华新水泥全面推广细分领域的创新型产品、精品装修水泥“华新师傅”，该产品已在一些地区试点推广并广受好评，目前占武汉、重庆、荆州、黄石等重点地区装修市场 85% 左右的市场份额。2019 年公司创新产品销量增长率达 248%，公司在终端市场上的精细划分有望继续巩固其在水泥业务上的强势地位。

图 29：32.5 等级水泥收入及占比


资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：45.2 及以上等级水泥收入及占比


资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司具有丰富的石灰石资源，在矿山整治趋严的背景下，公司的资源优势有望凸显。生产原料方面，根据数字水泥网资料，石灰石约占生料的 70%-75%，生料经过煅烧制成熟料，再经粉磨制成水泥。截至 2018 年公司生产所需石灰石自产自供所占比例为 93%，外购所占比例为 7%，已获采矿许可证的石灰石总储量约 17.90 亿吨，综合利用率达 95%。目前国家对矿山的资源审批趋严，多省市开展矿山整治行动，因此拥有优质石灰石资源的龙头企业有望在矿山整治浪潮中受益。

表 11：部分水泥企业石灰石储量

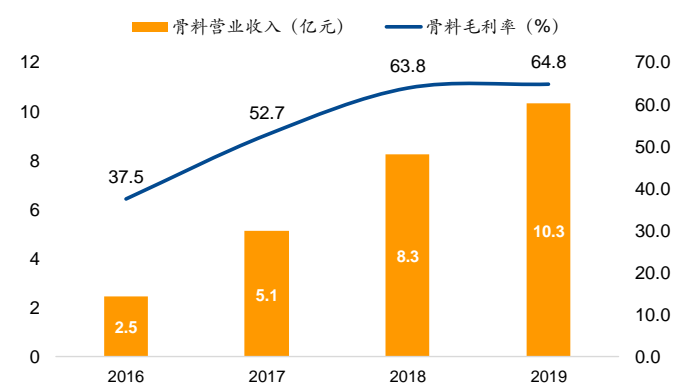
公司	石灰石储量 (亿吨)	截至时间
华新水泥	17.9	2018
海螺水泥	约 150	2018
冀东水泥	38.0	2018
宁夏建材	4.3	2018
青松建化	1.6	2018
塔牌集团	10.0	2016
天山股份	8.6	2016
祁连山	5.7	2016
万年青	4.8	2013

资料来源：公司跟踪评级报告，安信证券研究中心

5.2. 骨料业务持续发力，毛利率逐年上升

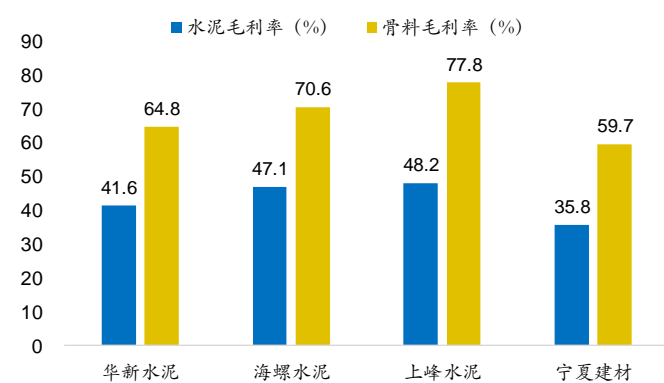
由于矿山资源获得难度越来越大，公司丰富的资源储备使其在骨料方面具备优势，同时可以将水泥生产不能使用的矿山废石就地生产骨料，实现资源综合利用。公司目前在湖北、湖南、重庆、云南等地建设 10 多个骨料项目，在湖北阳新、武穴拥有万吨级骨料发运码头。截至 2019 年末，公司已具备 3950 万吨/年的骨料产能。2019 年投产富民、禄劝、景洪等 8 条骨料生产线，新增骨料产能 1450 万吨/年；在建骨料生产线 4 条，产能 1150 万吨/年。2019 年完成骨料销售 1759 万吨，同比增长 21%，毛利率维持在 60% 以上。根据中国砂石协会统计，我国砂石骨料年用量已超过 200 亿吨，市场需求广阔。未来随着公司骨料产能进一步扩大，不仅能够拓宽公司的营收结构，也可以最大限度地利用矿山资源，节约成本。骨料业务有望成为公司的又一盈利增长点。

图 31：公司骨料业务经营情况



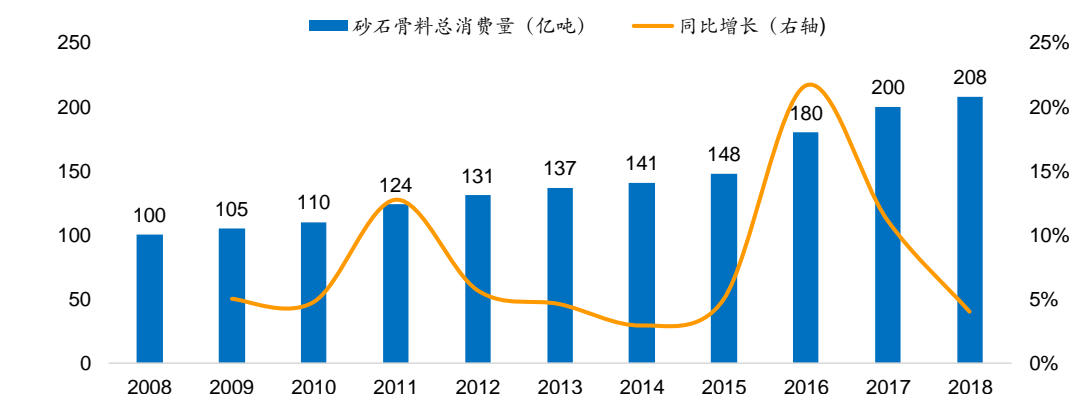
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 32：典型企业的骨料及水泥业务毛利率对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 33：2008-2018 全国砂石骨料总消费量

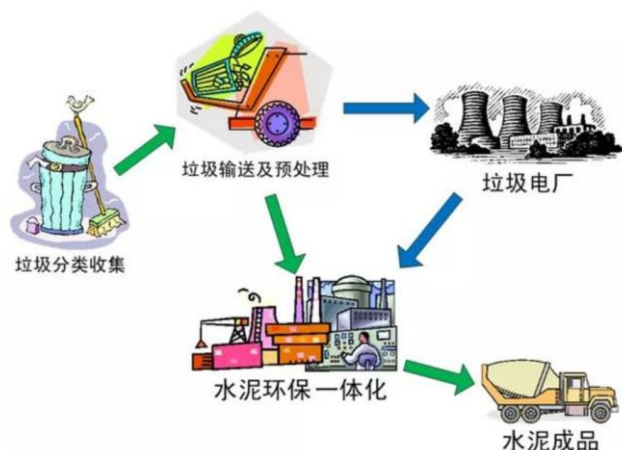


资料来源：Wind，安信证券研究中心

5.3. 环保领域布局领先，水泥窑协同处置前景看好

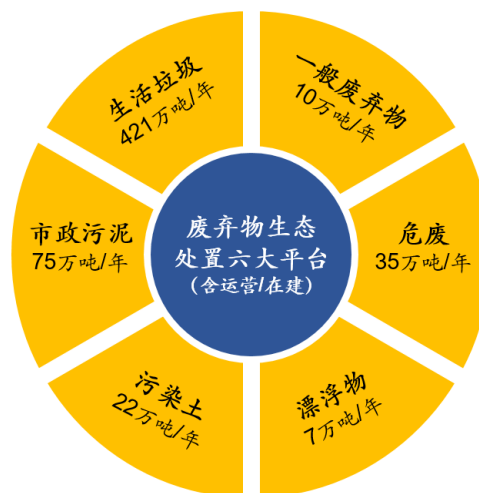
成功实现从传统水泥企业向绿色环保企业转型。近年来，公司在水泥行业率先推动并开展可替代原料、燃料的研发与应用，形成具有国际先进水平的水泥窑协同处置废物技术和环保解决方案。

图 34：水泥环保一体化示意图



资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

图 35：华新水泥废弃物生态处置六大平台



资料来源：数字水泥网，安信证券研究中心

公司自 2007 年开始涉足环保领域，在水泥窑协同处置方面有着相当深厚的技术累积，且目前仍处于持续投入研发扩张产能的状态。水泥窑协同处置技术可将工业废弃物、城市生活垃圾和市政污泥等废弃物无害化、减量化、资源化处置，是一种最为安全和环保的技术处理方法，在节能减排、保护环境方面潜力巨大。单个水泥窑协同处置危废项目处置规模约为传统危废焚烧处置项目的 5-10 倍，同等规模的投资额仅为传统危废焚烧项目的 1/3 左右，投入产出比约为传统危废焚烧处置项目的 15-30 倍。截至 2019 年末，公司已拥有 570 万吨/年（含在建）的废弃物处置产能，水泥窑线环保业务覆盖率达 50%。

表 12：2018-2019 年华新投产环保项目

排名	企业	项目名称	设计规模 (t/d)	投产日期
1	湖南株洲	株洲华新环境危废项目	35460	2019.09
2	湖北十堰	华新环境（十堰）危废项目	6991	2019.12
3	广东恩平	恩平华新环境危废项目	94550	2019.12
4	湖北宜都	华新环境（宜都）生活垃圾项目	350	2019.09
5	湖北鄂州	华新环境（鄂州）生活垃圾项目	200	2019.11
6	湖北武穴	华新环境（武穴）生活垃圾项目	900（RDF）	2019.08
7	云南华坪	华坪生活垃圾项目	200	2019.07
8	重庆云阳	云阳生活垃圾项目	350	2019.12
9	湖北武穴	华新环境（武穴）垃圾项目（含污泥）	150	2019.08
10	湖北宜都	华新环境（宜都）污泥项目	350	2019.09
11	武汉江夏	华新环境长山口工厂生活垃圾项目	2000	2018.11
12	湖北宜都	华新环境工程（宜都市）有限公司污泥项目	350	2018.10
13	湖北宜昌	宜昌污泥干化处理项目	360	2018.10
14	湖北十堰	华新环境工程（十堰）有限公司生活垃圾项目	1000	2018.05
15	云南昭通	华新水泥（昭通）有限公司生活垃圾项目	500	2018.09

资料来源：华新水泥社会责任报告，安信证券研究中心

表 13：2018-2019 华新已签约环保项目

序号	地区	项目名称	设计规模 (t/d)	序号	地区	项目名称	设计规模 (t/d)
1	西藏山南	山南生活垃圾	250	2	云南昆明	昆明污泥	100
3	湖北巴东	巴东生活垃圾	200	4	湖北鹤峰	鹤峰生活垃圾	300
5	湖北长阳	长阳生活垃圾	500	6	湖北巴东	巴东生活垃圾	150
7	河南信阳	信阳生活垃圾	1000	8	云南禄劝	禄劝生活垃圾	250
9	云南东川	东川生活垃圾	250	10	西藏山南	山南生活垃圾	250
11	湖北黄石	黄石污泥	200	12	河南信阳	信阳污泥	200
13	云南富民	富民污泥	200	14	云南禄劝	禄劝污泥	270
15	广东恩平	恩平一般固废	20	16	湖北大冶	大冶一般固废	20
17	湖南株洲	株洲一般固废	15	18	重庆双桥	双桥一般固废（预处理）	10
19	云南昭通	昭通一般固废	1	20	湖北阳新	阳新危废	15
21	湖北武穴	湖北武穴	2.85	22	湖北长阳	长阳危废	5
23	河南信阳	信阳危废	5	24	湖南郴州	郴州危废	6
25	重庆参天	参天危废（入窑）	7.5	26	重庆双桥	双桥危废（预处理）	9
27	云南昭通	昭通危废	5	28	贵州水城	水城危废	3
29	湖北阳新	阳新危废	15	30	湖北南漳	南漳危废	5
31	云南参天	参天危废	6				

资料来源：华新水泥社会责任报告，安信证券研究中心

短期来看，环保业务虽没有给公司带来丰厚利润，但长期效益可期。一方面，根据工信部《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，有协同处置装置水泥企业在统一错峰生产期间，可以一定程度上豁免停产，在错峰生产趋严的环境下，公司将受益于此项政策；另一方面，长期来看，环保行业的发展潜力较大，危固废和城市垃圾的处理需求持续攀升，届时公司积累的技术实力将得到有效释放并带来盈利。近年来，国家一直鼓励发展水泥窑协同处置技术。2020年2月，中央政治局会议强调“加快补齐医疗废物、危险废物收集处理设施方面短板”。新冠疫情期间，华新水泥窑协同处置设备安全处置了大量被病毒污染的城市垃圾，包括高危险性的医疗垃圾，2月份单月处置医疗废弃物累计超过55吨，充分体现出水泥窑协同处置的技术优势，未来该部分业务有望获得更多政策倾斜，成为公司业绩的新增长点。

表 14：水泥窑协同处置相关政策梳理

时间	政策	部门	内容
2006 年 1 月	《水泥工业产业政策》	发改委	提到发展循环经济，利用大型水泥厂处理固废、垃圾
2010 年 4 月	《生活垃圾处理技术指南》	住建部、发改委、环境保护部	经过分类的生活垃圾，可作为替代燃料进入城市附近大型水泥厂的新型干法水泥窑处理
2010 年 11 月	《水泥窑协同处置工业废物设计规范（2011 年 10 月实施）》	住建部	设计原则、处置要求、环境保护等方面做出规范
2011 年 11 月	《建材工业“十二五”发展规划》	工信部	确定协同处置示范工程工作目标和内容
2011 年 12 月	《“十二五”资源综合利用指导意见》	发改委	鼓励利用水泥窑协同处置城市生活垃圾、污泥及固废
2012 年 3 月	《水泥窑协同处置污泥工程设计规范》	住建部	使协同处置污泥工程做到污泥减量、无害、资源化
2012 年 12 月	《水泥行业清洁生产技术推广方案》	工信部	到 2015 年，水泥窑氮氧化物减排技术、水泥窑协同处置废弃物技术、水泥窑窑衬使用无铬耐火材料三项清洁生产技术的普及率分别达到 80%、5%和 70%
2013 年 1 月	《循环经济发展战略及近期行动计划》	国务院	鼓励水泥窑协同资源化处理固体废弃物
2013 年 9 月	《贵州省推行水泥窑协同处置生活垃圾实施方案》	贵州省政府	在开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作基础上，从 2013 年开始在全省推行利用水泥窑协同处置生活垃圾
2013 年 12 月	《水泥窑协同处置固体废物环境保护技术规范（2014 年 3 月实施）》	生态环境部	防止固废处置造成二次污染
2014 年 5 月	《关于促进生产过程协同资源化处理城市及产业废弃物工作的意见》	发改委等七部委	肯定协同处理重要意义，鼓励开展试点，完善标准
2015 年 4 月	《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》	工信部等六部委	促进水泥行业降低资源消耗
2016 年 1 月	《水泥窑协同处置垃圾项目优惠政策》	发改委	符合要求项目企业所得税“三免三减半”的优惠政策，通过工业电价优惠等政策给予补贴
2016 年 3 月	《绿色制造 2016 专项行动实施方案》	工信部	启动水泥窑协同处置城市生活垃圾示范工程建设
2016 年 10 月	《建材工业发展规划（2016—2020 年）》	工信部	规划协同处置目标：2020 年水泥窑协同处置生产线占比 15%，废弃物燃料占比 20%
2016 年 10 月	《产业技术创新能力发展规划》	工信部	水泥行业重点发展水泥窑安全无害化协同处置废弃物成套技术与装备等方面
2016 年 12 月	《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》	环境保护部	升级处置固废装备和技术，促进行业绿色发展
2016 年 12 月	《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》	发改委、住建部	鼓励水泥窑协同处理技术推广
2017 年 5 月	《关于推荐 2017 年工业节能和绿色发展重点信贷项目的通知》	工信部、国开行	支持水泥窑协同处置项目建设
2017 年 5 月	《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》	发改委、住建部	提倡垃圾无害化处置
2017 年 5 月	《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南（试行）》	环境保护部	规范固废处置经营许可证的审批，对处理能力，处置类别均作出要求
2017 年 10 月	《关于加快推进环保装备制造业发展的指导意见》	工信部	重点推广水泥窑协同无害化处置成套技术等装备
2017 年 12 月	《全国工业和信息化工作会议》	工信部	要推进水泥窑协同处置城市垃圾和产业废物，着力提升绿色发展水平
2019 年 5 月	《2019 年度工业节能与绿色标准研究项目》	工信部	将“工业固体废物资源综合利用评价水泥生产企业”纳入拟支持的项目清单
2020 年 4 月	《医疗废物集中处置设施能力建设实施方案》	发改委、卫健委、生态环境部	有条件的地区要利用现有危险废物焚烧炉、生活垃圾焚烧炉、水泥窑补足医疗废物应急处置能力短板

资料来源：中国水泥网，安信证券研究中心

6. 股价复盘及投资策略

6.1. 公司股价复盘

华新水泥自 1994 年上市以来，股价涨幅约 26 倍，其中经历了 2007、2011、2017 至今三个阶段大涨。结合公司历史沿革及行业发展历程，可将公司股价变化分为四个阶段。

第一阶段（1994-2003）：深耕湖北本地，股价变动较小

1994-2003 年，公司处于本土成长期。水泥行业经历一轮高速增长期后，结束了长期以来供不应求的局面，开始出现产能过剩，供需矛盾开始显现，公司股价变化幅度较小。

第二阶段（2003-2011）：产能扩张高峰，股价蓄势待发

2003-2011 年，公司产能扩张高峰期。在此期间，公司熟料产能增长约 10 倍，其间经历了 2007 年的牛市与 2008 年的大跌，股价波动较大。2008 年 11 月，国务院提出“四万亿”投资计划，拉动水泥需求，公司股价有所反弹。2011 年公司经营业绩持续改善，业绩高增长，股价迎来大涨。2011 年 7 月，“甬温线特别重大铁路交通事故”使高铁建设大幅放缓，一定程度上影响了水泥需求，水泥供需矛盾日益突出。2009 年国务院发布《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》，明确提出严格控制新增水泥产能，但去产能效果一般。

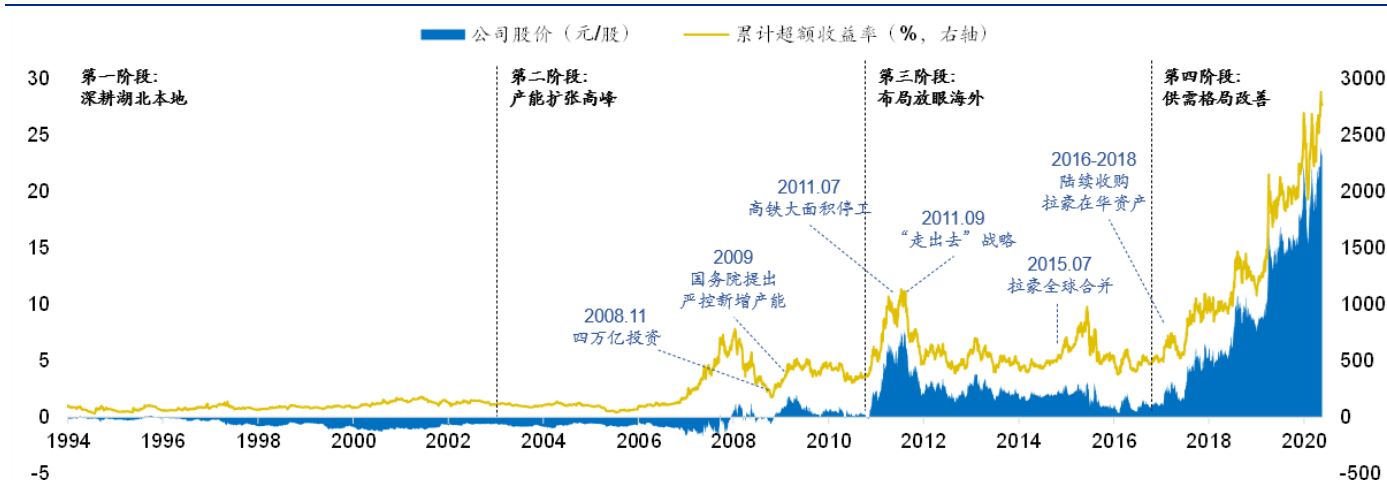
第三阶段（2011-2017）：布局放眼海外，股价持续波动

2012-2017 年，公司在国内新增产能较少，积极寻求海外扩张，陆续在塔吉克斯坦、柬埔寨投资建厂。2012、2015 年，公司营收和净利均为负增长。2016 年，公司收购拉豪在西南地区的 6 家公司股权，2017 年 1 月完成资产整合，在新增产能把控趋严的背景下，盈利持续改善，水泥价格大幅上涨，公司股价开始企稳回升。

第四阶段（2017 年至今）：供需格局改善，股价大幅上涨

2017 年开始，一方面，湖北开始执行错峰生产且力度逐年加强，由 2017 年的 53 条生产线累计 3500 天增加到 2019 年 58 条生产线累计 3790 天，供需格局持续改善；另一方面，公司熟料产能随在建项目投产及公司股权收购仍有增加，同时在骨料与环保业务上持续发力，经营业绩持续好转，三年营收复合增速 32.5%，归母净利复合增速 137.0%，公司股价大幅上涨。

图 36：上市以来公司超额收益率及股价对比



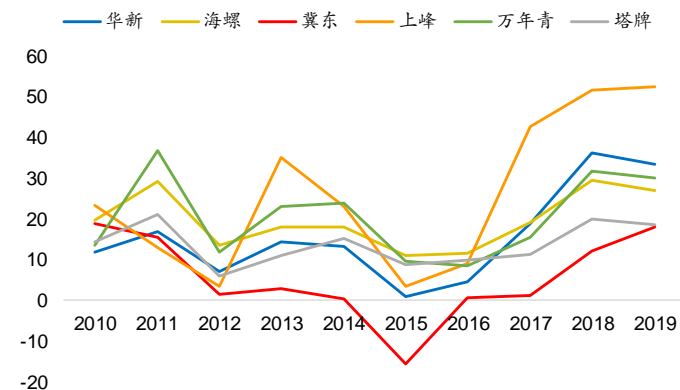
资料来源：Wind，安信证券研究中心

6.2. 同业指标对比

公司盈利指标突出。根据 WIND 数据，2019 年公司 ROE 为 33.4%，仅次于上峰水泥，处于

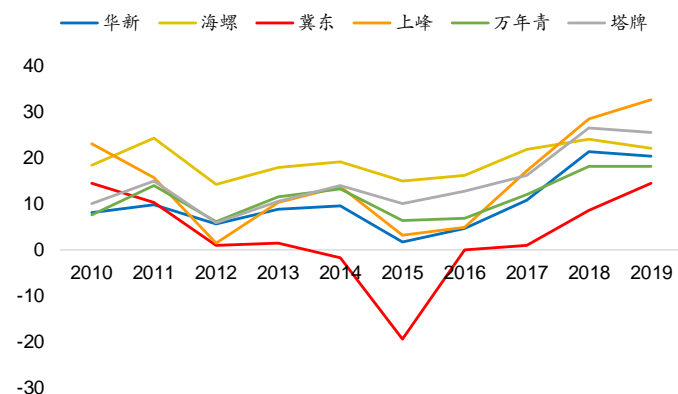
较高水平；净利率同比下降 1.2pct，达到 22.3%；总资产周转率从 2016 年起逐年上升，2019 年达到 0.9，略低于万年青和海螺水泥，反映公司资产运营效率持续改善；公司权益乘数同比下降 0.24 达到 1.57，资产结构进一步优化。吨指标方面，公司吨毛利和吨净利处于较高水平，在可比公司中仅次于上峰水泥，盈利能力较强。

图 37：可比公司 ROE (%)



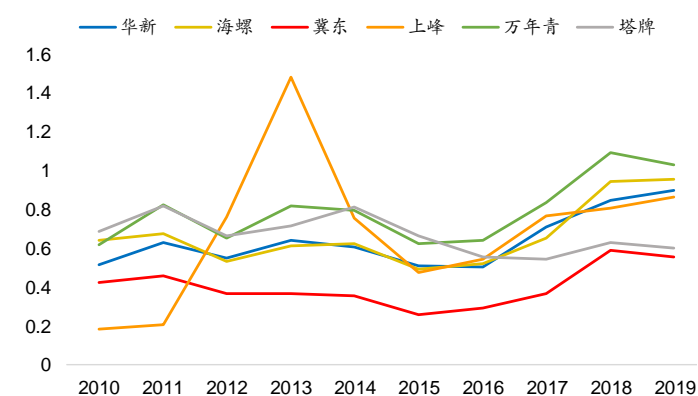
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 38：可比公司净利率 (%)



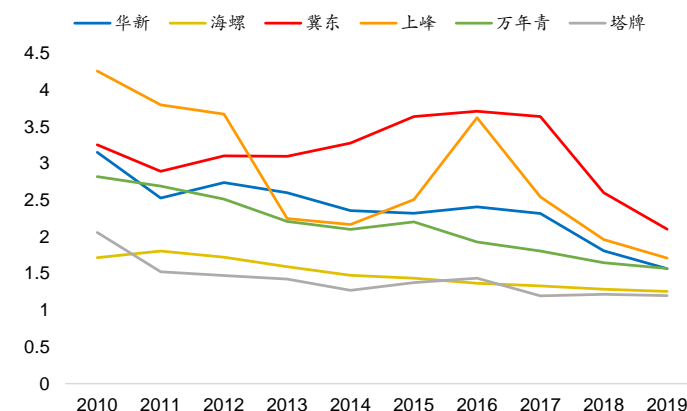
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 39：可比公司总资产周转率



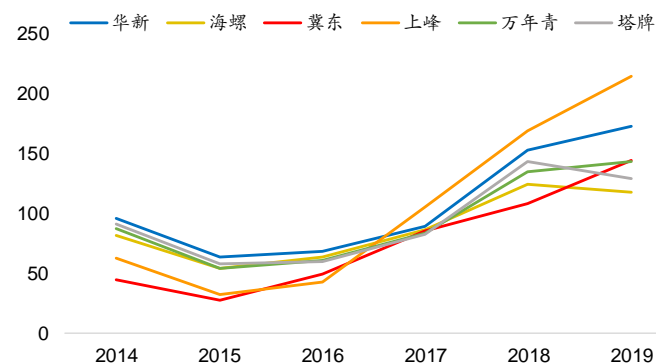
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 40：可比公司权益乘数



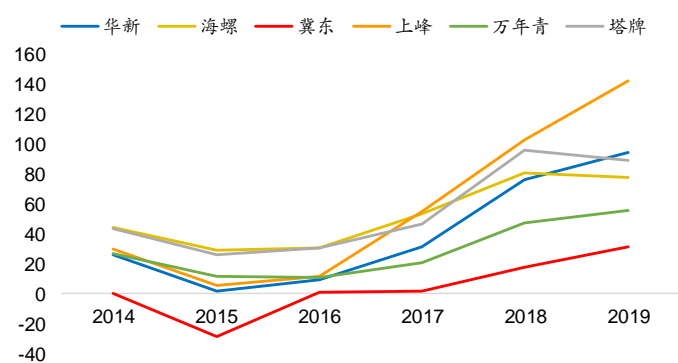
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 41：可比公司吨毛利



资料来源：Wind，安信证券研究中心

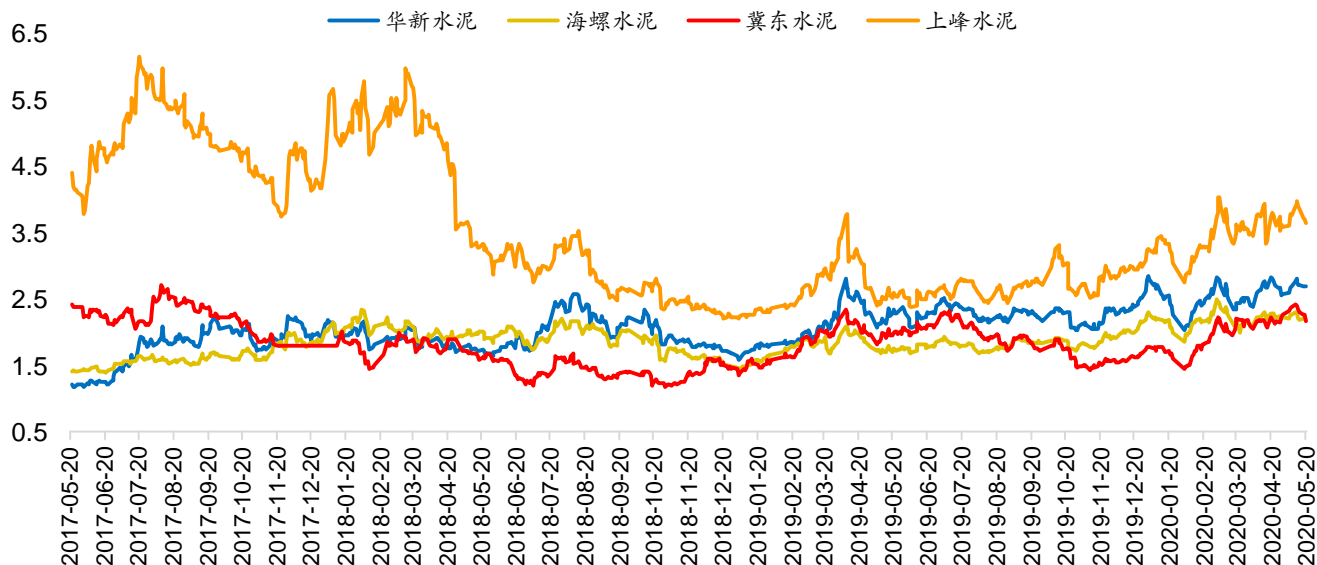
图 42：可比公司吨净利



资料来源：Wind，安信证券研究中心

市净率指标。截至 5 月 20 日，华新水泥市净率为 2.7，可比公司中塔牌集团相对较低为 1.5，上峰水泥相对较高达到 3.65，海螺、冀东、万年青相对接近，均在 2.1-2.2 之间，分别为 2.18/2.18/2.10。

图 43：可比公司市净率（截至 5 月 20 日）

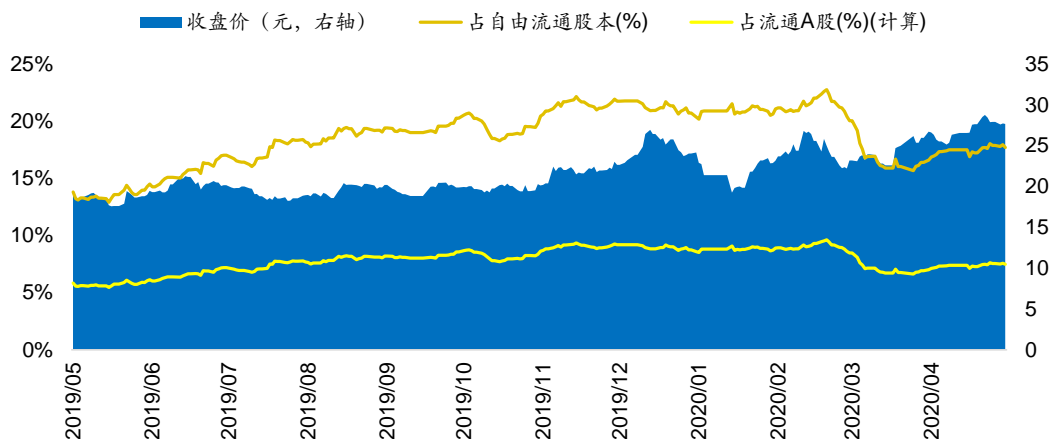


资料来源：Wind，安信证券研究中心

6.3. 机构持仓分析

根据 Wind 数据，截至 2020 年 5 月 20 日，沪港深通持股占自由流通股本的 17.4%，占流通 A 股的 7.35%，持仓比例处于高位。2020 年初由于疫情影响，持仓比例出现大幅下降，随疫情逐渐得到控制，机构持仓比例开始回升。

图 44：沪港深通持股情况（截至 5 月 20 日）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

6.4. 投资策略及风险提示

百年华新，强者恒强。公司积极完善国内布局，湖北振兴助力供需格局改善，西南区域市占率提升，同时公司积极推进海外水泥产能建设，环保/骨料盈利能力提升，有望实现业绩多点开花。维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 32 元。预计公司 2020-2022 年的收入增速分别为 5.8%、6.6%、6.4%，净利润分别为 66 亿元、71 亿元、77 亿元。

风险提示：新冠疫情不确定性、基建投资及房地产投资增速不及预期、环保政策出台不及预期、跨省产能置换政策放松

(1) 新冠疫情不确定性，可能导致下游需求低迷，进而造成库存高企、价格下跌，甚至造成水泥产线停产。2020 年一季度受新冠疫情影响，国内水泥行业产销量低于同期；

(2) 若基建投资增速及房地产投资增速不及预期，将直接影响下游需求，进而导致水泥供

过于求，水泥价格下跌，影响公司营收和利润；

(3) 环保政策出台不及预期。2020 年是“蓝天保卫战三年行动”收官之年，预计年内环保政策存在趋严可能。若政策出台力度不及预期，对供给端的改善程度会受到影响；

(4) 若跨省产能置换政策偏宽松，未来可能对国内不同区域市场供需格局产生较大影响。工信部新规确定，2021 年起已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换，预计 2020 年可能存在赶在政策执行前置换产能的行为。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	27,466.0	31,439.2	33,256.8	35,458.9	37,737.8	成长性					
减:营业成本	16,575.2	18,625.3	19,605.0	20,904.6	22,116.3	营业收入增长率	31.5%	14.5%	5.8%	6.6%	6.4%
营业税费	500.2	530.0	560.6	597.8	636.2	营业利润增长率	178.0%	21.9%	4.3%	7.4%	8.6%
销售费用	1,701.8	2,048.5	2,166.9	2,310.4	2,458.9	净利润增长率	149.4%	22.4%	4.3%	7.4%	8.6%
管理费用	1,336.8	1,558.5	1,688.6	1,797.8	1,910.7	EBITDA 增长率	93.3%	20.3%	5.7%	8.1%	8.6%
财务费用	465.6	208.2	183.4	125.4	52.1	EBIT 增长率	139.6%	22.1%	3.3%	6.6%	7.7%
资产减值损失	67.1	-210.4	42.1	42.1	42.1	NOPLAT 增长率	139.7%	18.0%	3.9%	6.6%	7.7%
加:公允价值变动收益	3.6	5.3	-	-	-	投资资本增长率	3.3%	12.8%	21.1%	-12.3%	12.1%
投资和汇兑收益	83.5	108.5	108.5	108.5	108.5	净资产增长率	39.3%	27.6%	20.2%	17.9%	16.5%
营业利润	7,170.2	8,744.0	9,118.7	9,789.5	10,630.1	利润率					
加:营业外净收支	-39.1	-27.9	-27.9	-27.9	-27.9	毛利率	39.7%	40.8%	41.0%	41.0%	41.4%
利润总额	7,131.1	8,716.1	9,090.8	9,761.6	10,602.2	营业利润率	26.1%	27.8%	27.4%	27.6%	28.2%
减:所得税	1,425.6	1,695.3	1,768.2	1,898.7	2,062.2	净利润率	18.9%	20.2%	19.9%	20.0%	20.4%
净利润	5,181.4	6,342.3	6,615.0	7,103.1	7,714.7	EBITDA/营业收入	32.4%	34.1%	34.0%	34.5%	35.2%
						EBIT/营业收入	26.8%	28.6%	28.0%	28.0%	28.3%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	209	188	190	192	189
货币资金	5,326.8	5,107.5	7,260.8	15,006.4	17,341.4	流动营业资本周转天数	-22	-27	-13	-13	-19
交易性金融资产	207.1	-	-	-	-	流动资产周转天数	127	119	141	182	217
应收账款	900.0	-	2,014.4	940.7	848.8	应收账款周转天数	13	5	11	15	9
应收票据	1,548.9	97.7	3,146.6	28.5	2,983.9	存货周转天数	24	23	22	23	23
预付账款	323.7	258.8	291.8	352.8	312.2	总资产周转天数	417	400	432	461	483
存货	2,078.6	1,997.0	2,133.3	2,415.0	2,355.2	投资资本周转天数	247	233	258	249	232
其他流动资产	165.4	2,687.4	993.1	1,282.0	1,654.2	投资回报率					
可供出售金融资产	60.5	38.2	56.6	51.8	48.9	ROE	31.1%	29.8%	26.1%	24.0%	22.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	17.2%	19.2%	17.0%	16.4%	16.0%
长期股权投资	512.5	414.1	414.1	414.1	414.1	ROIC	33.0%	37.7%	34.8%	30.6%	37.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	16,118.8	16,718.1	18,391.9	19,465.3	20,101.5	销售费用率	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
在建工程	1,194.2	4,113.2	3,516.1	3,217.5	3,068.2	管理费用率	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%
无形资产	3,403.6	3,870.1	3,692.7	3,515.3	3,337.8	财务费用率	1.7%	0.7%	0.6%	0.4%	0.1%
其他非流动资产	1,321.4	1,343.2	1,172.5	1,111.3	1,066.7	三费/营业收入	12.8%	12.1%	12.1%	11.9%	11.7%
资产总额	33,161.5	36,645.4	43,083.8	47,800.5	53,532.9	偿债能力					
短期债务	621.0	197.0	177.3	168.4	160.0	资产负债率	44.8%	36.2%	34.8%	30.8%	28.0%
应付账款	4,455.9	5,120.9	5,581.1	5,681.0	6,105.5	负债权益比	81.0%	56.8%	53.4%	44.4%	38.9%
应付票据	-	191.5	72.7	56.7	119.4	流动比率	1.04	1.12	1.59	1.97	2.43
其他流动负债	5,075.0	3,515.3	4,138.1	4,276.1	4,121.2	速动比率	0.83	0.90	1.37	1.73	2.20
长期借款	2,444.2	2,039.5	2,199.8	2,089.8	1,985.3	利息保障倍数	15.83	43.24	50.71	79.06	204.84
其他非流动负债	2,246.1	2,213.5	2,834.7	2,431.4	2,493.2	分红指标					
负债总额	14,842.1	13,277.7	15,003.7	14,703.4	14,984.5	DPS(元)	0.82	1.21	1.26	1.36	1.47
少数股东权益	1,646.4	2,058.6	2,766.3	3,526.2	4,351.5	分红比率	33.2%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	1,497.6	2,096.6	2,096.6	2,096.6	2,096.6	股息收益率	3.0%	4.4%	4.5%	4.9%	5.3%
留存收益	15,184.4	19,229.9	23,217.3	27,474.3	32,100.3						
股东权益	18,319.4	23,367.7	28,080.2	33,097.1	38,548.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,705.5	7,020.8	6,615.0	7,103.1	7,714.7	EPS(元)	2.47	3.03	3.16	3.39	3.68
加:折旧和摊销	1,605.1	1,783.5	2,019.7	2,321.5	2,609.4	BVPS(元)	7.95	10.16	12.07	14.10	16.31
资产减值准备	67.1	210.4	-	-	-	PE(X)	11.2	9.2	8.8	8.2	7.5
公允价值变动损失	-3.6	-5.3	-	-	-	PB(X)	3.5	2.7	2.3	2.0	1.7
财务费用	451.2	246.1	183.4	125.4	52.1	P/FCF	38.0	60.1	14.9	6.0	12.8
投资损失	-83.5	-108.5	-108.5	-108.5	-108.5	P/S	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5
少数股东损益	524.0	678.5	707.7	759.9	825.3	EV/EBITDA	3.1	5.2	5.2	4.2	3.7
营运资金的变动	857.4	-1,266.7	-3,575.3	3,891.4	-2,399.9	CAGR(%)	11.3%	6.7%	49.0%	11.3%	6.7%
经营活动产生现金流量	7,899.6	9,679.2	5,841.9	14,092.8	8,693.2	PEG	1.0	1.4	0.2	0.7	1.1
投资活动产生现金流量	-1,828.9	-4,486.7	-2,830.0	-2,804.8	-2,807.6	ROIC/WACC	3.2	3.6	3.4	3.0	3.6
融资活动产生现金流量	-4,383.9	-5,506.9	-858.6	-3,542.4	-3,550.6	REP	0.5	0.7	0.7	0.8	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳、马丁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售经理	010-83321365	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034