

证券研究报告

水泥行业


兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

02233.HK 西部水泥

港股通（深）

审慎增持（维持）

低估的区域龙头，布局正当时

2019年7月16日

市场数据

日期	2019-7-15
收盘价(港元)	1.37
总股本(亿股)	54.35
流通股本(亿股)	54.35
总市值(亿港元)	74.46
流通市值(亿港元)	74.46
净资产(亿元)	75
总资产(亿元)	124
每股净资产(元)	1.38

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,912	6,430	6,559	6,690
同比增长(%)	24.2	8.8	2.0	2.0
归属股东净利润(百万元)	1,159	1,721	1,759	1,801
同比增长(%)	63.1	48.4	2.2	2.4
毛利率(%)	33.6	37.2	37.2	37.2
净利润率(%)	20.0	26.8	26.8	26.9
净资产收益率(%)	24.6	19.5	17.4	15.7
每股收益(元)	0.21	0.32	0.32	0.33
每股净资产(元)	1.38	1.62	1.86	2.15
每股股息(分)	2.60	7.92	8.09	8.29

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《业绩快报点评：全年业绩弹性大，估值有望继续修复》
20190713)

《2018年业绩点评：成本压力凸显，倒逼无效产能退出》
(20190320)

《2018H1业绩点评：供给受限带动盈利弹性，估值存在修复空间》(20180816)

《西北整合之路——水泥行业报告之西北市场》(20180723)

投资要点

我们的观点：我们预计公司2019-2021年实现归母净利润分别为17.21亿、17.59亿和18.01亿元，维持“审慎增持”评级，目标价1.73港元。

我们自18年持续建议重视绝对收益的中长线投资者积极关注，近期公司股价表现靓丽，但从DCF绝对估值及相对估值的角度，公司股价依旧被严重低估。牵制估值修复的原因是分红，我们预计19年经营性现金流入20亿/年，可完全覆盖资本开支及计划净还债，公司分红比例有望提高至行业平均水平。从中期角度，关中获批为第八个国家级城市群，公司地处好格局下的好市场，盈利持续性有保证，我们看好公司估值继续修复。

公司简介：西部水泥是陕西省最大的水泥生产商，在陕南及关中东部占有市场主导地位，新疆和贵州也有布局。

陕西市场格局和水泥需求潜力分析：好格局下的好市场，高盈利可持续。陕西市场集中度高，西部、海螺、冀东三分天下，西部水泥偏安一隅，避开关西激烈竞争区域，整合了陕南和关东市场。19年以来，大企业陆续启动万吨线置换项目，进一步提升企业竞争力。

海外原材料研究

分析师：张忆东
SFC: BIS749
SAC: S0190510110012

联系人：韩亦佳
SAC: S0190517080003
hanyij@xyzq.com.cn

2018年，国家发改委发布《关中平原城市群发展规划》，关中成为第八个国家级城市群，将继续发挥虹吸效应，进一步吸引资金、人才等资源向陕西集聚，参考其他七个国家级城市群的人均水泥需求，关中平原明显较低，配套基础设施建设和房地产投资都将保证水泥中长期需求。

公司深耕区域龙头，依托产业链拓展新业务：(1)依托自有矿山，公司计划在3-5年内实现骨料产能2000万吨，较当前收入和毛利有17%和30%的上升空间，具有较高的盈利能力和发展空间。(2)与海螺创业合资成立的尧柏环保日渐成熟，废物处置贡献了新的盈利来源。

风险提示：经济恶化、行业协同破裂、原材料价格波动、信贷风险、股权纷争、企业治理风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Outperform

(Maintained)

Basic Materials

WEST
CEMENT
(02233.HK)
CHINA

Stock Connect (SZ)

Opportunity is now heading for a undervalued regional leader

07/16/2019

Key Data

July. 15, 2019

Closing Price (HKD)	1.37
Total Shares (Mn)	54.35
Shares Outstanding (Mn)	54.35
Market Cap(HKD/Mn)	74.46
Market Float(HKD/Mn)	74.46
Net Assets (CNY/Mn)	75
Total Assets (CNY/Mn)	124
BVPS(CNY)	1.38

Key Financial Indicators

FY	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue (Mn/CNY)	5,912	6,430	6,559	6,690
YoY (%)	24.2	8.8	2.0	2.0
Net Profit (Mn/CNY)	1,159	1,721	1,759	1,801
YoY (%)	63.1	48.4	2.2	2.4
Gross Margin (%)	33.6	37.2	37.2	37.2
Net Profit Margin (%)	20.0	26.8	26.8	26.9
ROE (%)	24.6	19.5	17.4	15.7
EPS (CNY)	0.21	0.32	0.32	0.33
DPS (cent)	1.38	1.62	1.86	2.15

Analyst

ZHANG Yidong

SAC:S0190510110012

Contact

HAN Yijia

hanyijia@xyzq.com.cn

SAC: S0190517080003

Investment Point

Our View: We expect the net profit from 2019-2021 to be 1.721 billion, 1.759 billion and 1.801 billion yuan, maintaining the "Outperform" rating with a target price of 1.73 HKD.

We have continuously recommended that long-term investors who attach great importance to absolute returns should pay attention to WCC. Recently WCC stock price goes up, but from the absolute and relative valuation model, the stock is still undervalued. Dividend policy is a concern to the stock price. We estimate that the OCF in 2019-2021 is about 2 billion per year, which can fully cover the capital expenditure and planned net debt, and the dividend ratio is expected to go up to the average level of this industry. From the medium-term perspective, after the project of capacity replacement, WCC will enter the down passageway of capital expenditure, so the dividend is expected to steadily improve, and it helps to improve the value of the company. Located in a good market, the continuable high net profit is expected.

Company Profile: WCC is the largest cement producer in Shaanxi province. The company has a dominant market position in southern Shaanxi and Guandong. The production line layout also contains Xinjiang and Guizhou, with 20% percent.

Shaanxi is a good market to develop, it has a high market concentration, monopolized by WCC, CONCH and BBMG. WCC avoids the positive fierce competition in the west of Shaanxi and sites the factory integrating the south of Shaanxi and Guandong. Over the past 2 years, large enterprises have launched the replacement project to further improve their competitiveness.

Demand for cement in Shaanxi is continuable potential. In 2018, NDRC issued "the development plan of Guanzhong plains urban agglomeration", in which Guanzhong approved to be the eighth national city-clusters, and will continue to attract capital, talent and resources flow to Shaanxi. According to the per capita demand of the other seven city-clusters, the demand of Guanzhong is obviously lower than others. The infrastructure construction and real estate investment will ensure long-term cement demand.

Develop the industrial chain to expand new business: (1) Relying on its own mines, the company plans to achieve aggregate production capacity of 20 million tons within 3-5 years, with an increase of 17% and 30% compared with the current income and gross profit. So the company has a high profitability and development space. (2) Yaobai Environmental Protection, a joint venture with CONCH, is becoming increasingly mature, and waste disposal contributes to more profit.

Potential risks: Macroeconomics below expectations, the industrial coordinated synergy broke down, fluctuations in raw material price, credit risks, equity disputes, enterprise governance risks

目 录

1、公司简介：偏安一隅，陕西水泥霸主	5 -
2、陕西市场三分天下，好格局下的好市场	8 -
2.1 关中地区（西安、宝鸡、咸阳、铜川、渭南）	10 -
2.2 陕南地区（汉中、安康、商洛）	12 -
2.3 陕北地区（榆林、延安）	12 -
2.4 龙头公司产能置换提升竞争力	13 -
2.5 错峰生产计划效果显著，年初以来持续低库位	14 -
3、关中获批为第八个国家级城市群，提振水泥需求潜力	15 -
3.1 人口虹吸效应下，水泥中长期需求有保证	16 -
3.2 交通规划先行	17 -
3.3 近期有望推动的大基建项目跟踪	19 -
4、西部水泥业务解析：深耕区域龙头，积极拓展产业链	20 -
4.1 陕南、关东区域龙头，产能布局巧妙是其竞争优势	20 -
4.2 依托产业链发展骨料、水泥窑协同新业务	21 -
4.3 水泥业务现金流充沛，支撑高回报融资租赁业务	22 -
5、19 年业绩弹性大，看好公司估值继续修复	22 -
5.1 盈利预测及核心假设	22 -
5.2 绝对估值和相对估值均被严重低估	23 -
5.3 我们的观点	24 -
6、风险提示	25 -
图表 1、西部水泥产能分布	5 -
图表 2、西部水泥分区域水泥销量占比	5 -
图表 3、2010 年-2018 年水泥销量和增长率	5 -
图表 4、2010 年-2018 年营业收入和增长率	5 -
图表 5、2010 年-2018 年毛利和毛利率	6 -
图表 6、2010 年-2018 年 ROE	6 -
图表 7、水泥&熟料吨价格、成本、毛利（元）	6 -
图表 8、2010 年-2018 年产能利用率	6 -
图表 9、西部水泥在陕西生产线的扩张步骤	6 -
图表 10、西部水泥股权结构	7 -
图表 11、陕西省水泥需求量和增速	8 -
图表 12、19 年，陕西水泥需求快速反弹，但仍处于较低水平	8 -
图表 13、房地产开发投资增速	8 -
图表 14、固定资产投资增速	8 -
图表 15、各省铁路密度	9 -
图表 16、各省高速公路密度	9 -
图表 17、宝鸡与周边水泥价格对比	9 -

图表 18、陕西水泥价格自南向北回落	- 9 -
图表 19、按水泥流向及区域划分的陕西市场，三个市场各自特点鲜明	- 10 -
图表 20、2011 年 H1 全国水泥价格冲高，陕西价格明显背离	- 11 -
图表 21、两虎相斗是陕西 2011 年遭遇“价格战”的原因	- 11 -
图表 22、陕西中部水泥产能分布	- 11 -
图表 23、陕西南部水泥产能分布	- 12 -
图表 24、陕西水泥价格	- 13 -
图表 25、陕西区域主导企业	- 13 -
图表 26、陕西省产能置换	- 14 -
图表 27、2017-2019 年陕西省错峰生产计划	- 15 -
图表 28、陕西省产能利用率	- 15 -
图表 29、水泥库存	- 15 -
图表 30、关中平原城市群规划范围图	- 16 -
图表 31、陕西常住人口	- 17 -
图表 32、各城市群常住人口和人均水泥需求	- 17 -
图表 33、关中平原城市群规划范围图	- 17 -
图表 34、关中平原城市群交通网规划示意图	- 17 -
图表 35、陕西省公路网规划（2018-2035 年）目标	- 18 -
图表 36、陕西省公路网规划（2018-2035 年）	- 18 -
图表 37、2019 年计划和储备开工的基础设施项目	- 19 -
图表 38、西部水泥于陕西的产能分布	- 20 -
图表 39、公司于新疆的产能布局	- 21 -
图表 40、公司于贵州的产能布局	- 21 -
图表 41、融资租赁业务产生的应收贷款及利息	- 22 -
图表 42、合约届满日期	- 22 -
图表 43、盈利预测核心假设	- 23 -
图表 44、DCF 模型下测算长期价值	- 23 -
图表 45、水泥股估值比较	- 23 -

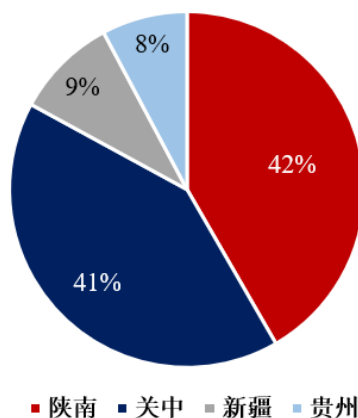
1、公司简介：偏安一隅，陕西水泥霸主

西部水泥是陕西省最大的水泥生产商，以“尧柏”及“尧柏水泥”商标销售，在陕南及关中东部占有市场主导地位，公司在陕西市场占有率超过 30%，新疆和贵州也有布局。公司共拥有 20 条新型干法水泥生产线，陕西、新疆及贵州 3 省产能分别为 2330 万吨、410 万吨及 180 万吨。2018 年公司水泥销量为 1810 万吨，产能利用率 62%，营业收入 59.12 亿元。

图表 1、西部水泥产能分布



图表 2、西部水泥分区域水泥销量占比

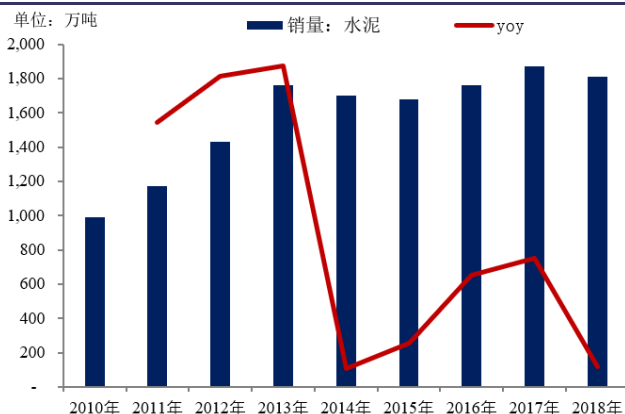


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

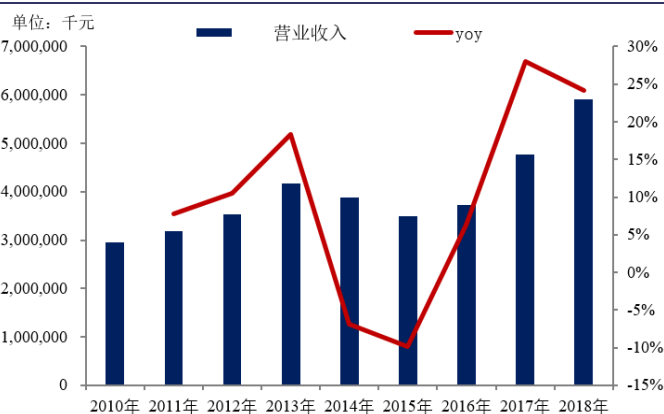
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

自 2010 年上市以来，公司水泥销量和营业收入保持年复合 8% 和 9% 的增长。近 4 年在行业内公司的自律和竞合下，水泥价格有了显著提升，2015-2018 年水泥销量虽基本保持稳定，但营业收入年复合增长率达 19%。

图表 3、2010 年-2018 年水泥销量和增长率



图表 4、2010 年-2018 年营业收入和增长率



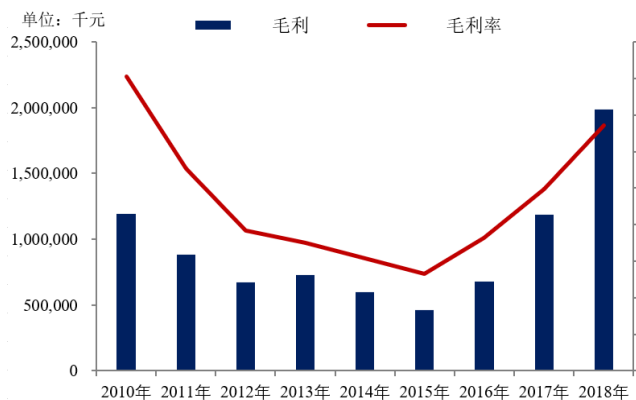
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

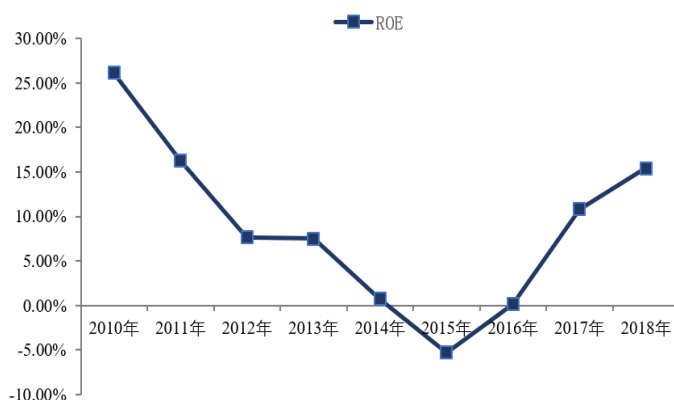
2018 年公司水泥熟料吨均价为 325 元，吨成本为 216 元，吨毛利 109 元，环保治理趋严，吨水泥成本自 2018 年以来有所上升。毛利率为 33.6%，ROE 为 15.41%，盈利接近历史较高水平。

图表 5、2010 年-2018 年毛利和毛利率



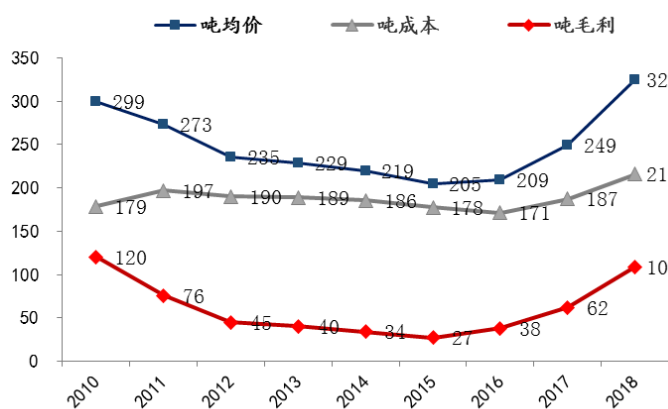
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、2010 年-2018 年 ROE



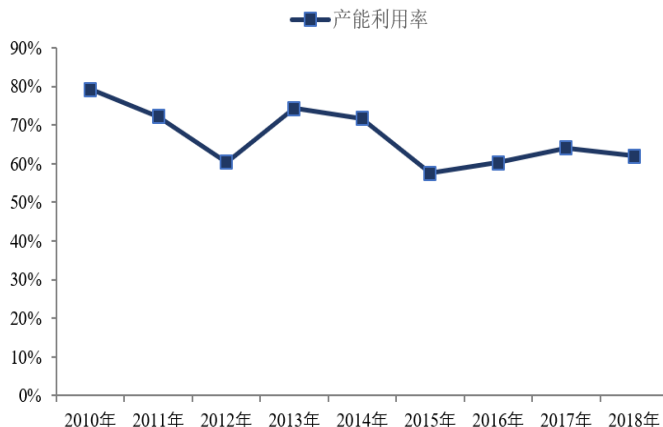
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7、水泥&熟料吨价格、成本、毛利 (元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8、2010 年-2018 年产能利用率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

西部水泥在合适的时机借助资本市场力量把握陕西的增长机遇。公司于 2006 年在伦敦证券交易所上市，后于 2010 年转战港交所上市，借助资本市场力量，在适当时机扩张及收购，牢牢把握陕西发展机遇。

公司生产线布局规划清晰，在陕西省的产能布局主要分为三个阶段。03-07 年通过自建方式率先在关中东部布局；09-12 年，通过自建并购两手抓迅速抢占陕南市场，并占据主导；12-13 年，公司又并购了 5 条生产线进一步巩固其在关中的市场地位。

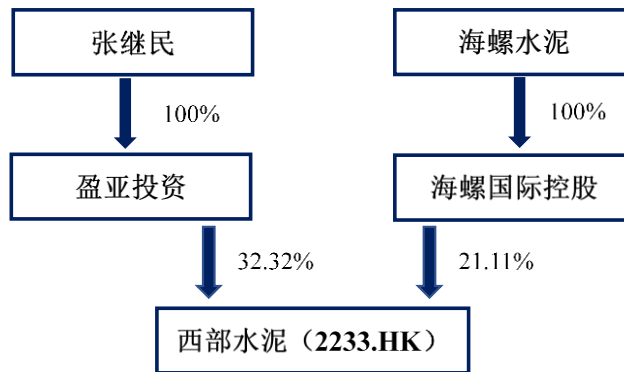
图表 9、西部水泥在陕西生产线的扩张步骤

	2003年	2007年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
铜川							2500t/d 2500t/d
渭南	2500t/d	2500t/d					5000t/d 3500t/d 5000t/d
西安		2500t/d 2500t/d					
商洛							3200t/d
安康							
汉中							

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
蓝色代表自建，红色代表收购

公司实际控制人张继民通过盈亚投资持有上市公司 32.32% 股权，海螺水泥为公司第二大股东。通过与海螺水泥结成的战略合作伙伴关系，二者强强联合稳定了陕西水泥的竞争格局，二者合计在陕西市场占有 42% 的份额，海螺意欲加强西北门户的把控，不排除进一步的收购行为。

图表 10、西部水泥股权结构

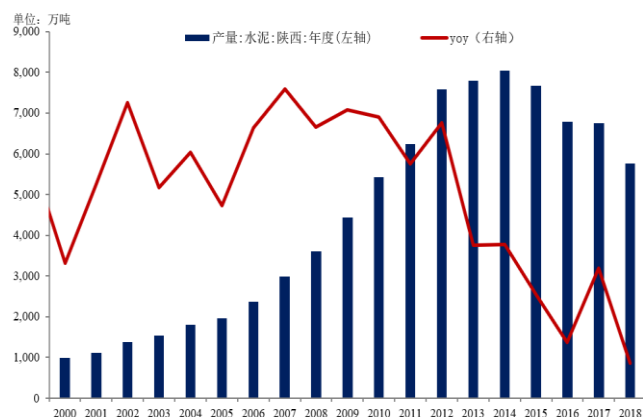


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、陕西市场三分天下，好格局下的好市场

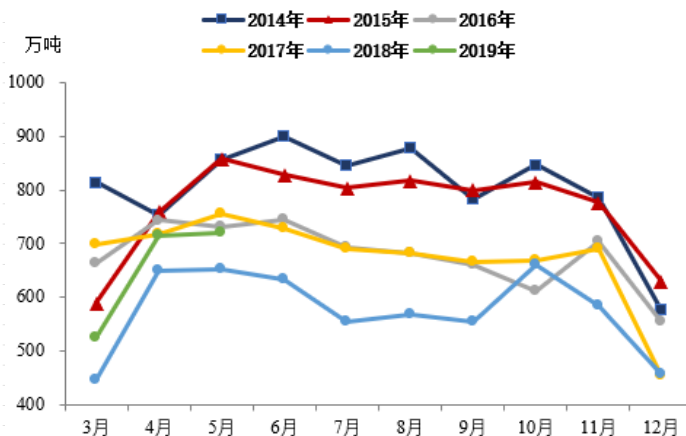
陕西省水泥需求在四万亿刺激后达到顶峰并迅速回落，2015年起连续4年出现负增长。2019年上半年，在低基数的背景下，需求快速恢复，但较过去水平仍有一定差距。

图表 11、陕西省水泥需求量和增速



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

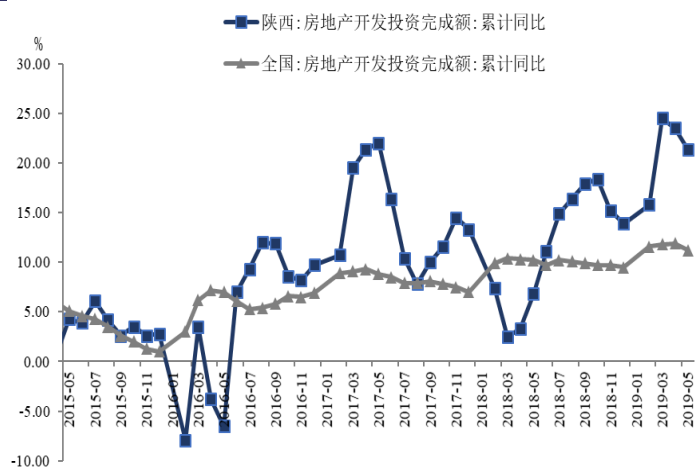
图表 12、19 年，陕西水泥需求快速反弹，但仍处于较低水平



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

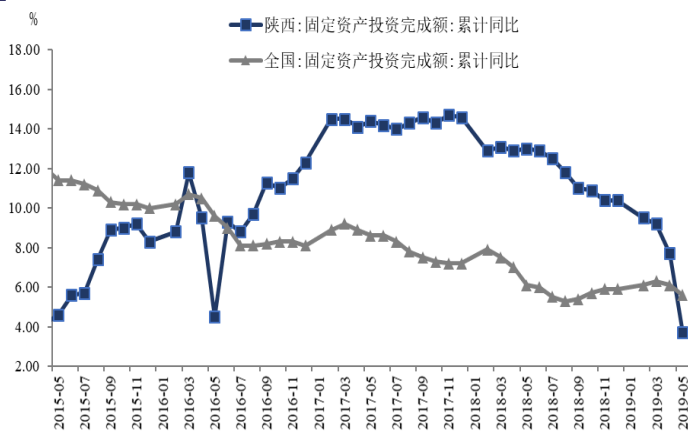
陕西省水泥需求主要依靠投资及城镇化建设拉动。陕西省固定资产投资自 16 年以来，一直高于全国，但 19 年上半年起迅速回落。房地产开发投资增速虽也有所下滑，但仍高于全国。此外，陕西省城镇化率为 58.13% 略低于全国平均水平 59.58%，铁路、高速和公路密度均低于全国平均水平，长期看，陕西属于基础设施相对落后区域，作为“一带一路”起点，高铁、公路、城市基础设施建设仍有一定需求空间。

图表 13、房地产开发投资增速



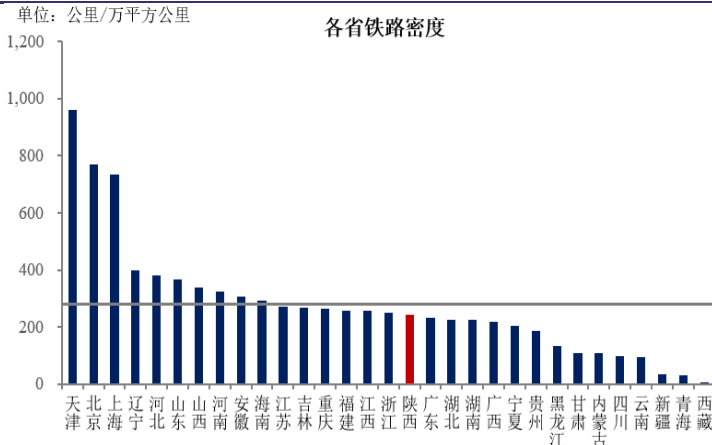
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 14、固定资产投资增速

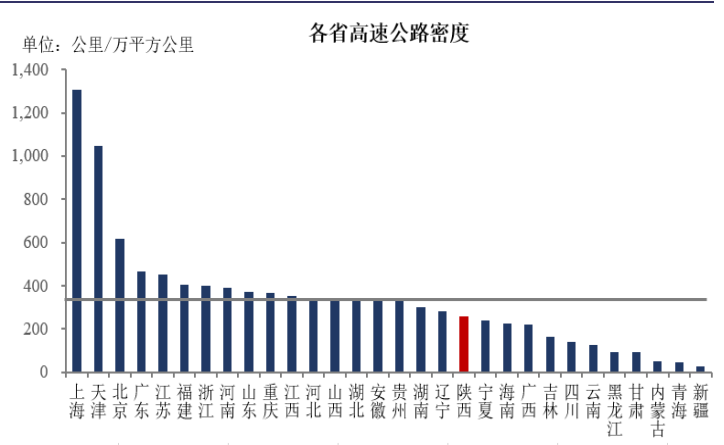


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15、各省铁路密度



图表 16、各省高速公路密度



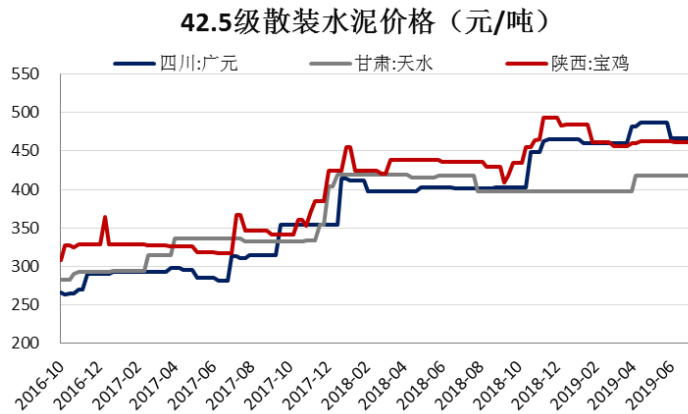
数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究整理

陕西省位于西北内陆腹地，西连甘肃、宁夏，是西北的门户，截至 2018 年底，省内共有 52 条生产线，熟料产能 5859 万吨。3 家大企业在陕西形成了三分天下的竞争格局，西部水泥、冀东、海螺分别占陕西省熟料产能的 25.50%、20.37%、16.93%。冀东、海螺先后进入陕西，经一番激烈的行业竞争和整合，分别收购了本地大企业秦岭水泥和众喜水泥；西部水泥偏安一隅，避开关中激烈竞争，整合陕南区域。

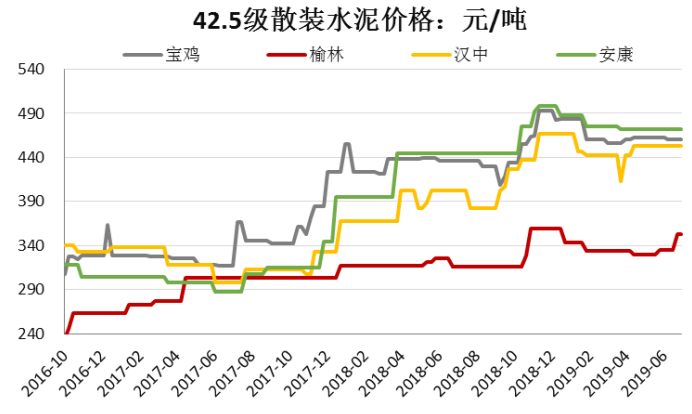
陕西区域市场相对封闭，在陕甘交界及陕北（无熟料）地区有少数水泥流动。（1）宝鸡市西连甘肃天水，产能过剩严重，海螺冀东在此的水泥生产主要供给陕甘交界市场，水泥流动频繁。（2）陕北榆林、延安市无石灰石资源，宁夏、蒙西等产能严重过剩地区的低价水泥持续流入，也使得陕西水泥价格自南向北回落明显。

图表 17、宝鸡与周边水泥价格对比



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18、陕西水泥价格自南向北回落

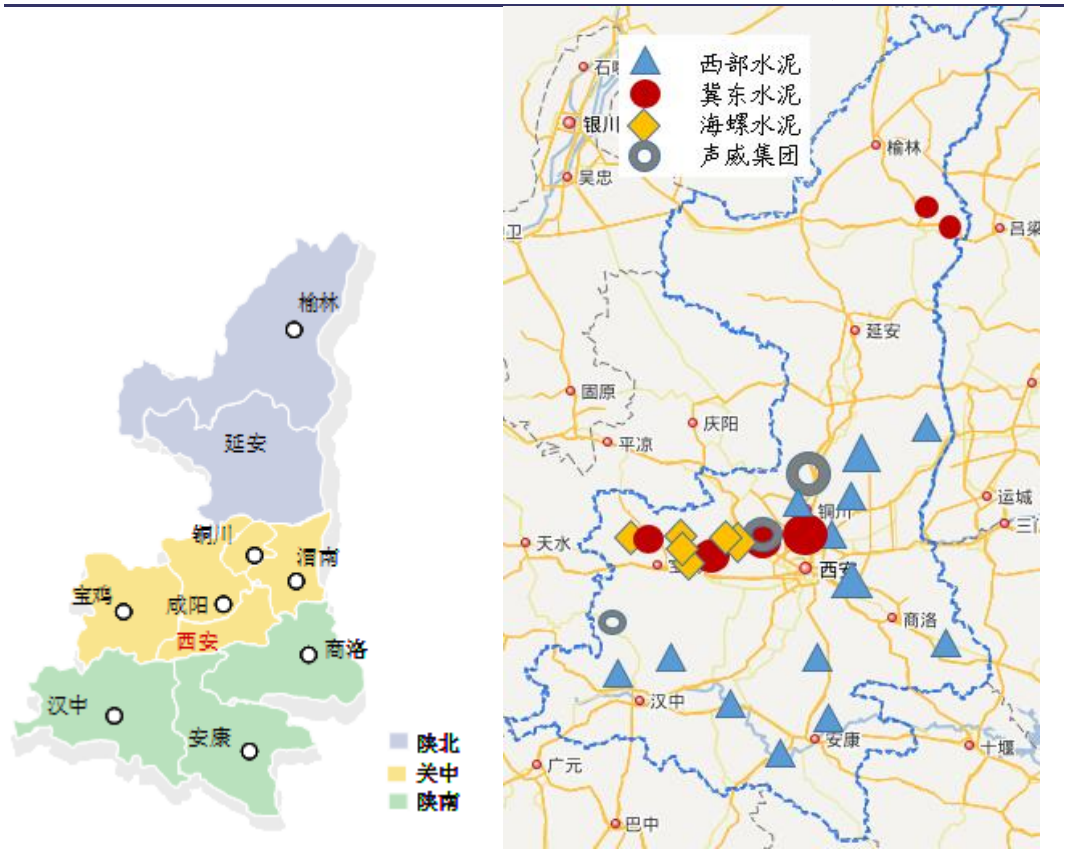


数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究整理

陕西省按照水泥流向和区域划分为三个市场，分别是关中、陕南和陕北，三个市

场各自特点鲜明。

图表 19、按水泥流向及区域划分的陕西市场，三个市场各自特点鲜明



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.1 关中地区（西安、宝鸡、咸阳、铜川、渭南）

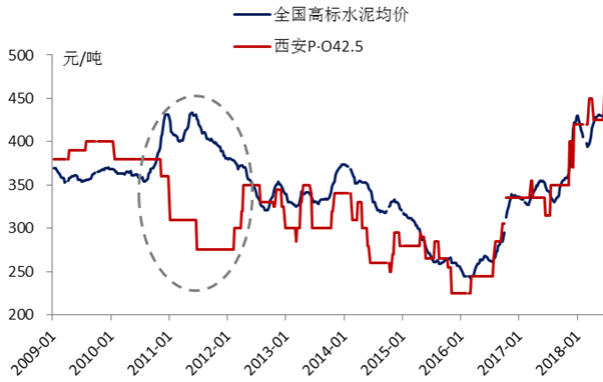
陕西省熟料产能主要集中在关中地区，沿秦岭一字排开，占全省产能的 79%，合计 38 条生产线，4013 万吨熟料产能。这一区域是全省经济最发达也是竞争最激烈的地区，经过几轮并购，目前冀东、海螺、西部水泥和声威水泥势均力敌，分别占据关中地区 26%、21%、19%、16% 的市场份额。

- 冀东 2009 年收购老牌企业秦岭水泥，占据关中最大市场份额，熟料基地选址铜川、宝鸡、咸阳三地，立足本地市场同时辐射西安。
- 海螺 2011 年收购众喜，产能跃居区域第二，选址咸阳、宝鸡。
- 西部水泥规避与强大竞争对手海螺和冀东的正面交锋，建线选址渭南和西安，并于市场下行期收购竞争对手富平、阳山庄、实丰及药王山水泥，获取区域市场的绝对话语权。
- 浙江民企声威水泥 2004 年进入陕西市场寻求发展机遇，是最早进入陕西的外来水泥企业，顶住多年来的巨头压力，在关中保有一席之地。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

此区域也是陕西最过剩地区，但由于4家大企业在当地话语权较强，且近年来也有股权层面的合作，所以协同保持得较好，企业盈利尚可。

图表 20、2011 年 H1 全国水泥价格冲高，陕西价格明显背离



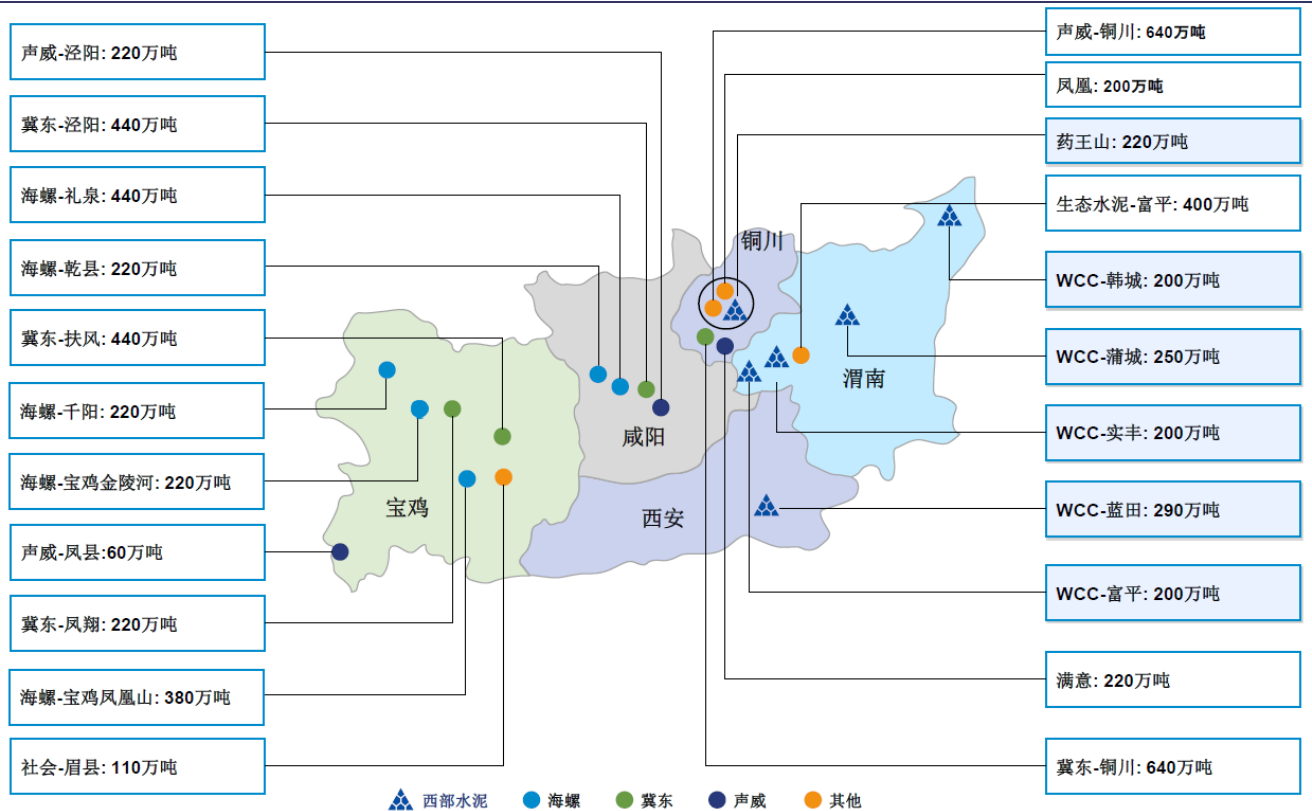
图表 21、两虎相斗是陕西 2011 年遭遇“价格战”的原因



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22、陕西中部水泥产能分布

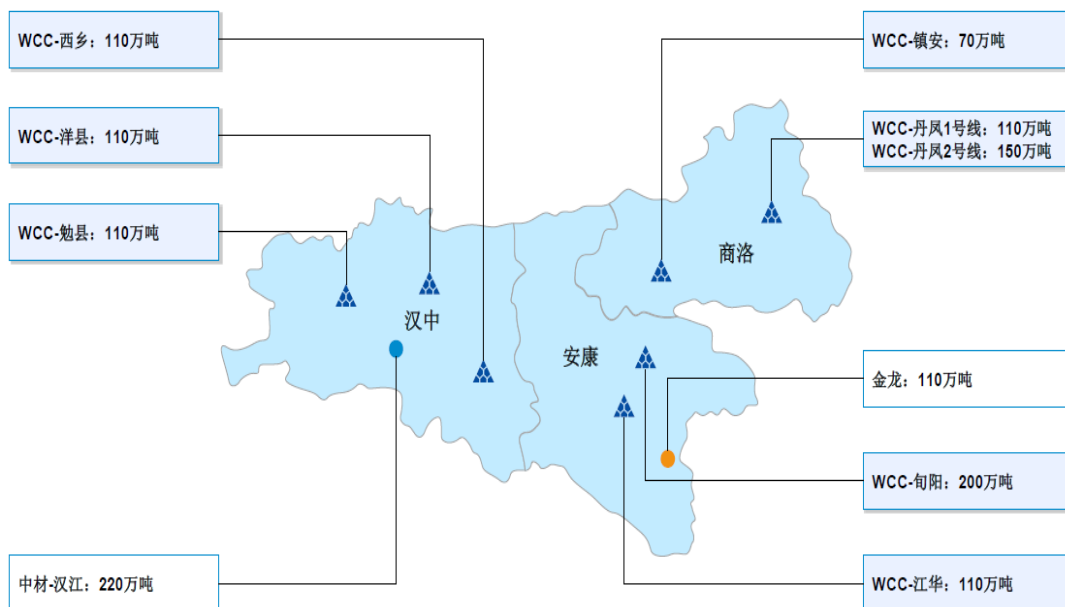


数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 陕南地区（汉中、安康、商洛）

西部水泥在陕南地区占有 80% 的市场份额，具有绝对主导地位。陕南市场石灰石资源少，当地目前仅有 3 家水泥企业且自 2012 年以来没有新增产能，市场格局稳定。西部水泥自建和并购两手抓，快速占据陕南核心市场，于汉中、商洛、安康全线布局。由于陕南市场不参与错峰生产，公司在汉中的 3 个厂可以 100% 的发挥产能。

图表 23、陕西南部水泥产能分布

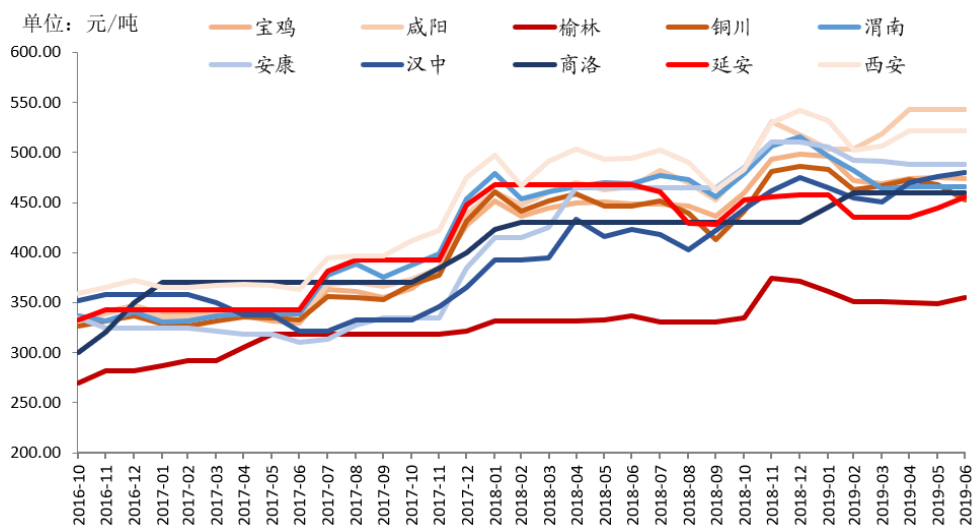


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 陕北地区（榆林、延安）

陕北没有石灰石资源，省内仅有的 4 条生产线全部以电石渣为原料，且 4 条生产线均位于榆林市。榆林靠近陕北、宁夏、蒙西交界处，产能过剩严重，水泥价格受到牵制。榆林水泥价格也是陕西省最低的。延安靠近关中，没有水泥生产线，每吨水泥价格比榆林高出 100 元左右。

图表 24、陕西水泥价格



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 25、陕西区域主导企业

	生 产 线	熟 料 产 能 (万 吨)	平均生 产 线 规 模 (t/d)	主 导 企 业	生 产 线	熟 料 产 能 (万 吨)	平均生 产 线 规 模 (t/d)	产 能 比 重	基 地 所 在 地
关中	38	4728	4013	冀东	9	1209	4333	26%	铜川耀县、宝鸡扶风县、咸阳泾阳县
				海螺	7	992	4571	21%	宝鸡、咸阳礼泉县
				西部水泥	9	899	3222	19%	渭南富平县蒲城县、西安蓝田县、铜川耀州区
			声威	7	775	3571	16%	铜川王益区、咸阳泾阳县、宝鸡凤县	
陕南	10	921	2970	西部水泥	7	611	2814	66%	汉中、商洛、安康
陕北	4	341	2750	北元集团	2	186	3000	55%	榆林神木县
				冀东	2	155	2500	45%	榆林吴堡县

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.4 龙头公司产能置换提升竞争力

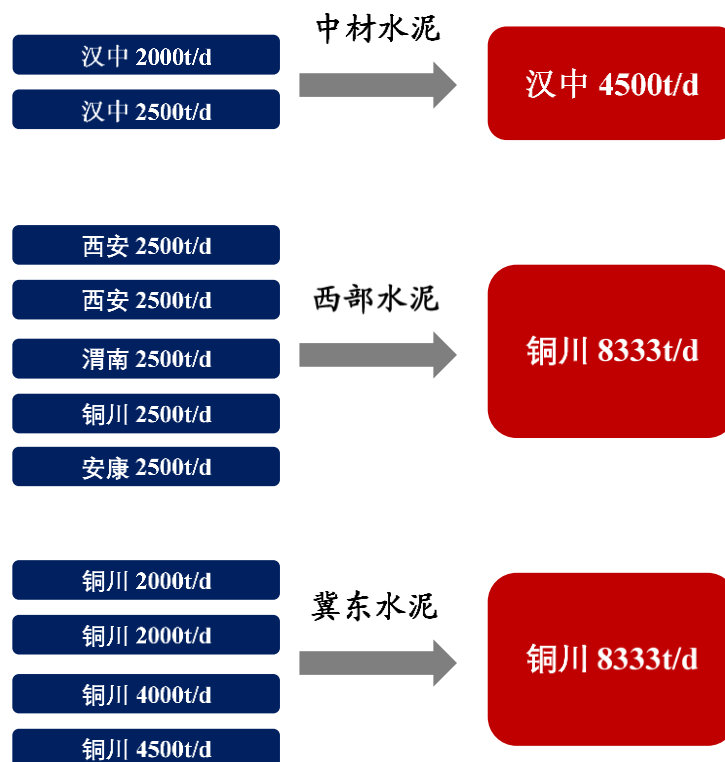
目前，中材、西部水泥和冀东陆续宣布了未来将在陕西省内进行的 3 条大产能置换项目，进一步提升企业竞争力，倒逼小企业无效高成本产能退出。

- **中材水泥**利用汉中 2 条小生产线等量置换 1 条 4500t/d 的生产线，计划于 2019 年底点火；
- **西部水泥**将淘汰 5 条分布在西安、渭南、铜川和安康的 2500t/d 的生产线，减量置换一条位于铜川的 8333t/d 的生产线，计划于 2020 年底点火；
- **冀东水泥**将在铜川用 4 条产能分别为 2000t/d、2000t/d、4000t/d 和 4500t/d 的生产线，减量置换为 1 条 8333t/d 的生产线，并计划于 2021 年 6 月点火。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

总体上看，置换出的产能以在产产能为主（安康 2500t/d 例外），因此产能置换完成后，陕西省运行产能将减少，水泥供给端的压力将得到缓解。分地区来看，铜川原有 5 条小生产线将被替换为 2 条 8333t/d 大生产线，未来铜川的竞争将更加激烈。西安、渭南将减少 4 条小生产线，或可缓解相应地区的竞争。

图表 26、陕西省产能置换



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2.5 错峰生产计划效果显著，年初以来持续低库位

截至目前，陕西省自 15-16 年已实施了四轮错峰生产，错峰生产的主导者从行业协会升至各地政府，执行时间从冬季错峰延长至夏季限产，自律和错峰效果显著，而关中地区是陕西省水泥错峰生产要求最为严格的地区。

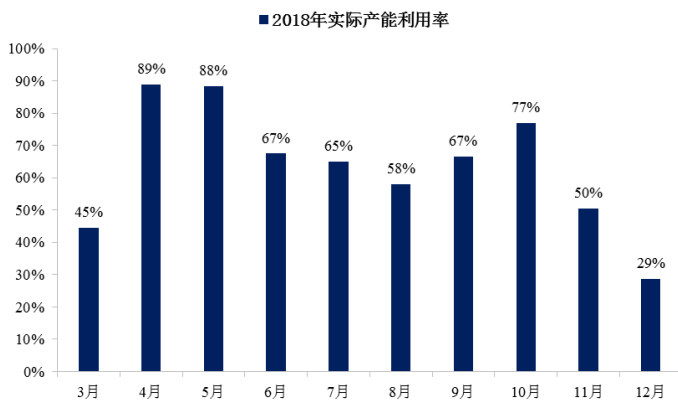
陕西省水泥需求有明显的淡旺季（冬季严寒和夏季农忙酷暑），在旺季的 4/5 月，实际产能利用率已接近满负荷运行，淡季错峰生产执行严格，年初以来持续的低库位为旺季价格推涨奠定了良好的基础。

图表 27、2017-2019 年陕西省错峰生产计划

年份	错峰计划
2017 年	西安、咸阳、宝鸡、铜川、渭南、榆林 6 市 26 户企业，39 条熟料生产线，自 2016 年 12 月 1 日至 2017 年 3 月 10 日开展错峰生产，停止水泥熟料生产时间不少于 90 天，2017 年 5 月 20 日至 2017 年 6 月 20 日（夏季农忙和暑期）停止水泥熟料生产时间不少于 30 天。
	西安蓝田尧柏水泥公司用于协同处置的 2 条 2500t/d 熟料生产线和陕西富平水泥公司用于处置危险废弃物的 1 条 5000t/d 熟料生产线不参加错峰生产。
2018 年	关中地区夏季错峰生产时间为 6 月 1 日至 8 月 31 日，水泥（含特种水泥，不含粉磨站）行业实施限产 30% 左右，以设计生产能力核算；冬季错峰生产时间为 2018 年 11 月 15 日至 2019 年 3 月 15 日。水泥（含特种水泥，不含粉磨站）、等建材行业全部实施停产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间实施停产。
	《延安市 2018 年错峰生产实施方案》的通知中明确了水泥行业冬季错峰生产时间，要求水泥（含特种水泥，不含粉磨站）等建材行业 2018 年 11 月 15 日 - 2019 年 3 月 15 日全部实施停产。
2019 年	关中地区在夏季（6 月 1 日至 8 月 31 日），对水泥（含特种水泥，不含粉磨站）行业实施限产。冬防期间（11 月 15 日至来年 3 月 15 日），对水泥（含特种水泥，不含粉磨站）等建材行业全部实施停产；承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保障重大民生任务的水泥等行业企业，要根据承担任务量核定最大允许生产负荷。
	陕南、陕北地区可根据大气环境质量改善要求，参照执行

数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

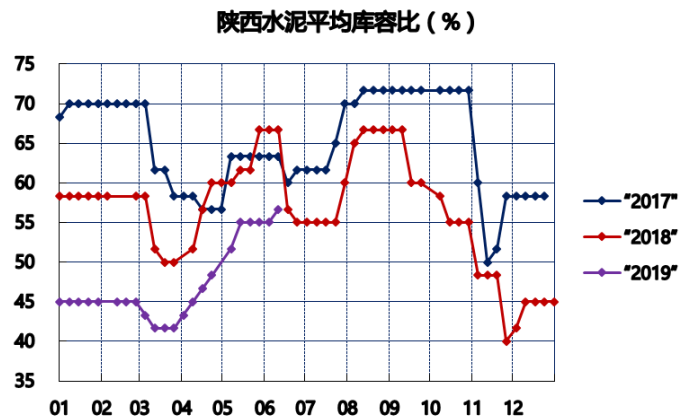
图表 28、陕西省产能利用率



数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：以 365 天核算熟料产能

图表 29、水泥库存

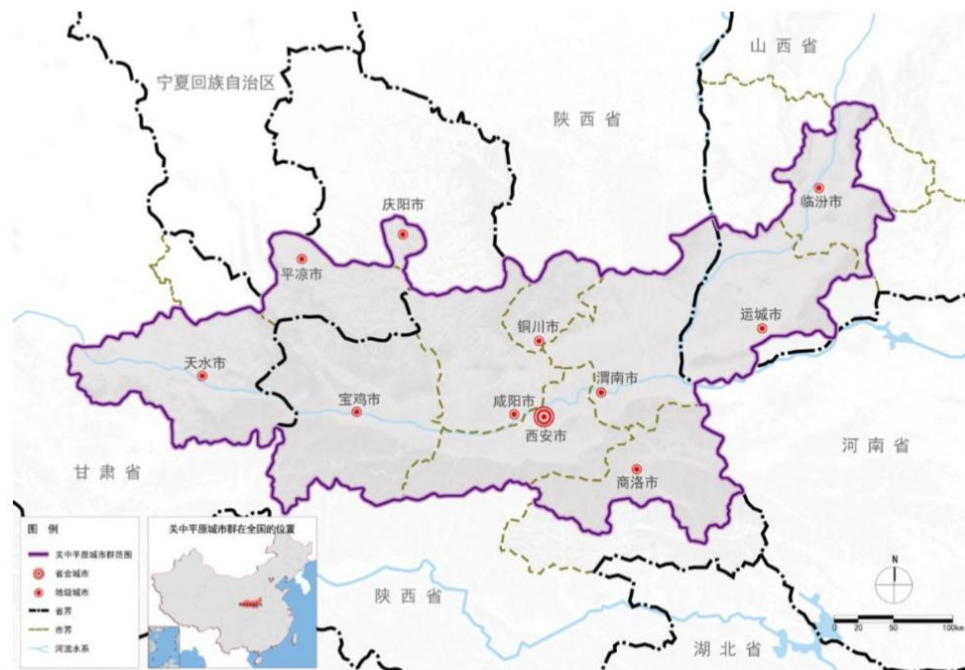


数据来源：数字水泥网，兴业证券经济与金融研究院整理

3、关中获批为第八个国家级城市群，提振水泥需求潜力

2018 年 2 月 7 日，国家发改委发布《关中平原城市群发展规划》，宣布关中平原城市群成为第八个国家级城市群。关中平原城市群包含陕西、山西、甘肃在内的数十个市区县，面积 10.71 万平方公里，2016 年末常住人口 3863 万人，地区生产总值 1.59 万亿元。西安作为关中平原城市群的核心，跻身为第九个国家中心城市。

图表 30、关中平原城市群规划范围图



数据来源：《关中平原城市群发展规划》，兴业证券经济与金融研究院整理

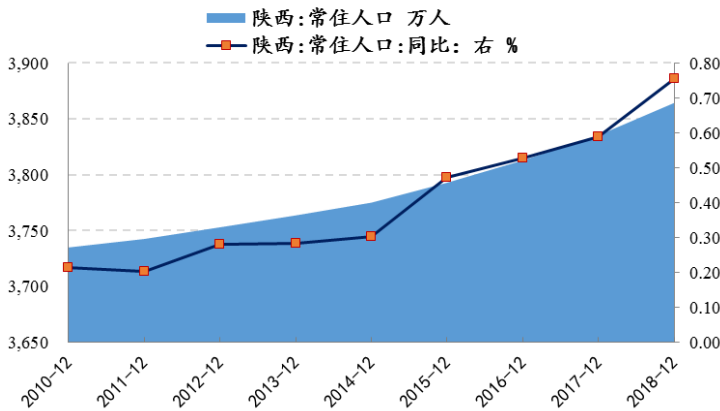
3.1 人口虹吸效应下，水泥中长期需求有保证

西安作为西北的超级城市，多年来优质的社会公共资源对流动人口形成了正面的虹吸效应，在过去 10 年间，陕西省的常住人口持续流入，超过人口自然增长。2018 年陕西位列人口净流入省份第五名，净流入 11.9 万人。

按照陕西省人口发展规划中的目标，陕西省 2020 年人口目标 3900 万人，2030 年目标人口 4000 万人，在国家级城市群的规划下，未来西安将继续发挥虹吸效应，进一步吸引资金、人才等资源向陕西集聚。

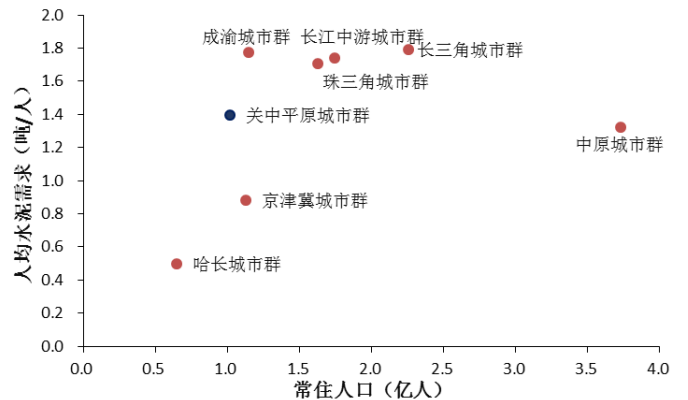
参考其他七个国家级城市群的人均水泥需求，关中平原 1.39 吨/人的水泥需求低于长三角（1.79 吨/人）、长江中游（1.74 吨/人）、珠三角（1.70 吨/人）、成渝城市群（1.77 吨/人），甚至低于全国平均水平（1.56 吨/人）。而国家级城市群建设的规划，人口的进一步集聚，对配套的基础设施建设和房地产投资都将产生巨大的需求，保证水泥中长期需求。

图表 31、陕西常住人口



数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32、各城市群常住人口和人均水泥需求

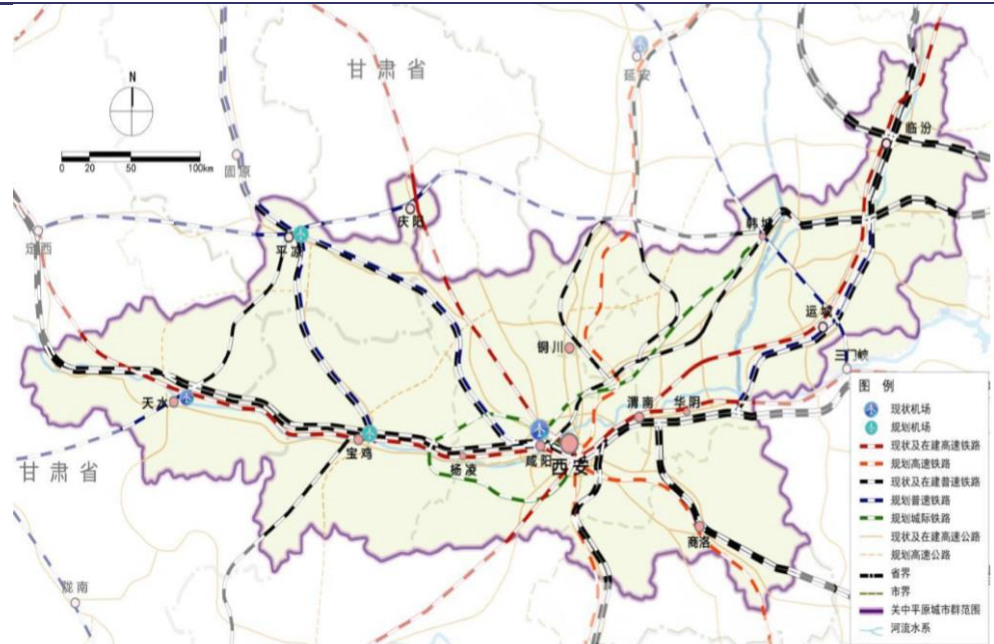


数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 交通规划先行

《关中平原城市群发展规划》中提出要加快构建以高速铁路、普速铁路、国家高速公路为骨干的“四纵四横”的对外运输大通道; 推进银川—西安、西安—十堰、西安—重庆等高速铁路及兰州(定西)—平凉—庆阳—黄陵铁路建设, 形成覆盖广泛、辐射周边的铁路网; 全面建成区域内国家高速公路网等。

图表 33、关中平原城市群规划范围图



数据来源: 《关中平原城市群发展规划》, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34、关中平原城市群交通网规划示意图

铁路	高速铁路	建设西安—银川、西安—延安—包头、西安—安康—重庆、西安—武汉等高速铁路

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	普通铁路干线	建设蒙西至华中地区铁路煤运通道，规划宝鸡至中卫铁路扩能、西安至平凉铁路扩能、平凉—庆阳—黄陵、天水—哈达铺、西安枢纽货运第二双线等
	城际铁路	建设西安北—咸阳机场、阎良—咸阳机场、西安—韩城、西安—法门寺等城际铁路
公路	国家高速公路	建设坪坎—汉中、宝鸡—坪坎、湫坡头（陕甘界）—旬邑、陕甘界—陇县、旬邑—凤翔、合阳—铜川、蒲城—黄龙、青兰高速（长治—临汾），以及京昆等国家高速公路交通繁忙路段扩容改造。
	地方高速公路	建设一批对促进区域互联互通具有重要意义的地方高速公路

数据来源：《关中平原城市群发展规划》，兴业证券经济与金融研究院整理

为响应关中平原城市群建设，陕西省政府发布了《陕西省省级公路网规划（2018-2035年）》，提出到2035年，全省国省公路网总里程达到约2.9万公里，目前1.7万公里，目标全省普通国省道面积密度达10.58公里/百平方公里，目前仅为5.6公里/百平方公里。按照规划，陕西省公路里程在未来17年仍有70%的扩容空间。

图表 35、陕西省公路网规划（2018-2035年）目标

时间	规划目标
2020年	高速公路通车里程突破6000公里，实现县县通高速，普通国道二级及以上公路比重达65%，普通省道三级及以上公路达60%。
2025年	高速公路通车里程突破7000公里，相邻市（区）以高速公路连通，普通国道二级及以上公路比重达70%，普通省道三级及以上公路达70%。
2030年	全省高速公路网基本建成，普通国道二级及以上公路比重达75%，普通省道三级及以上公路达80%。
2035年	全省高速公路网全面建成，普通国道二级及以上公路比重达80%，普通省道三级及以上公路达85%。

数据来源：《陕西省省级公路网规划（2018-2035年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 36、陕西省公路网规划（2018-2035年）

技术指标	2018年	2035年
普通国省道面积密度（公里/百平方公里）	5.6	>10
普通国省道人口密度（公里/万人）	3	>5.5
高速公路网面积密度（公里/百平方公里）	2.6	>4
高速公路网人口密度（公里/万人）	1.4	>2.2
普通国道县城覆盖率（%）	100	100
高速公路县城覆盖率（%）	92	100
普通国省道乡镇覆盖率（%）	55	>80
普通国省道重点镇覆盖率（%）	74	100
国省级公路支线以上机场覆盖率（%）	50	100
普通国道省际接口个数（个）	38	38
普通省道省际接口个数（个）	2	32
普通公路省际接口个数（个）	22	33
国家高速公路建成率（%）	85	100

省级高速公路建成率 (%)	16	100
---------------	----	-----

数据来源：《陕西省省级公路网规划（2018-2035年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 近期有望推动的大基建项目跟踪

2019年，陕西省即将开工建设三条高铁，分别是西安至安康、西安至十堰、西安至延安，储备开工延安至榆林高铁项目。预计即将动工的基础设施项目可带来2343万吨水泥需求增量，需求前景明朗。

图表 37、2019 年计划和储备开工的基础设施项目

	项目名称	计划建设时间	全长(公里)	总投资(亿元)	单位长度水泥用量(万吨/公里)	水泥需求(万吨)
铁路项目	西安至安康	2019-2023年	170.4	329.2	1.6	1,368
	西安至十堰	2019-2023年	164公里	320		
	西安至延安	2019-2023年	292	551.6		
	延安至榆林	2019-2023年	234	415		
高速公路项目	京昆线蒲城至涝峪口扩建	2019-2022年	125.54	108	0.4-1.2	161
	韩城至黄龙县高速公路	2019-2022年	75.21	86		
机场项目	咸阳国际机场三期	2019-2021年		443.2		739
其他工程	地铁9号线	2019-2021年	25.3		1	75
	地铁8号线	2019-2023年	50.1			
合计						2,343

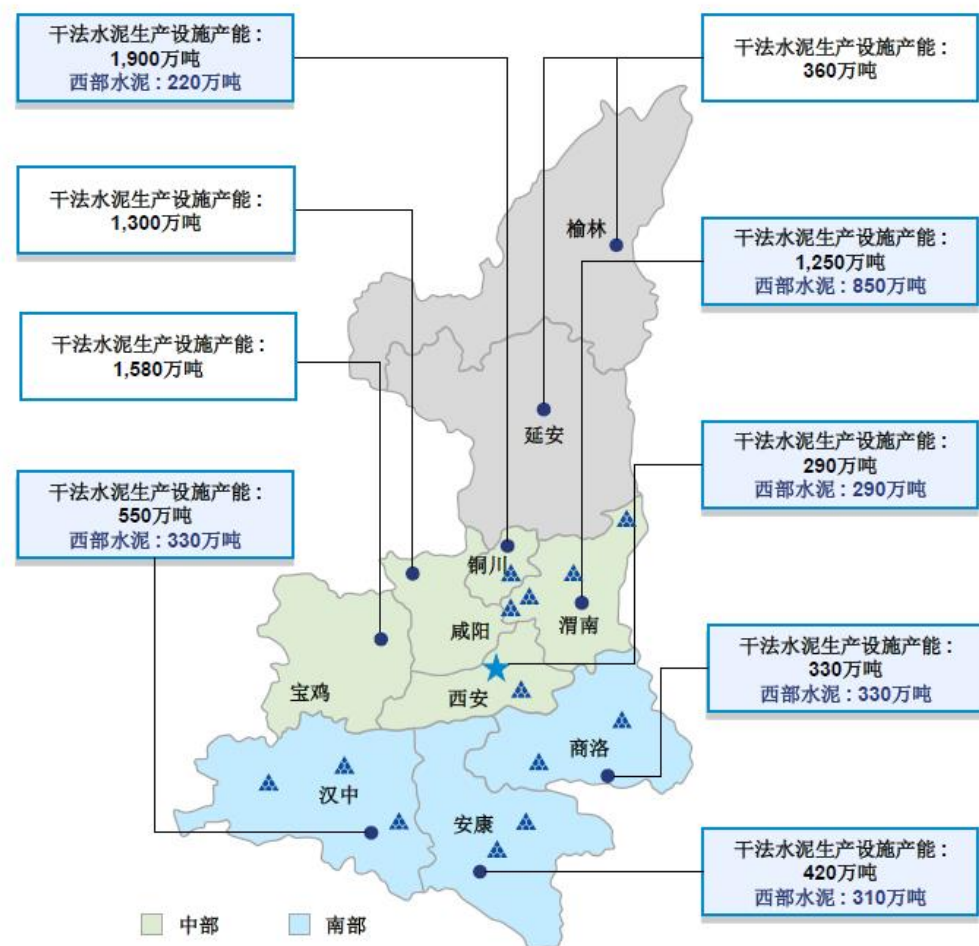
数据来源：公司材料，公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4、西部水泥业务解析：深耕区域龙头，积极拓展产业链

4.1 陕南、关东区域龙头，产能布局巧妙是其竞争优势

西部水泥的管理层战略眼光独特，产能布局思路巧妙，（1）关中是需求最旺盛、也是几大龙头竞争最激烈的区域，在几大龙头抢占关中时，西部独占陕南市场。公司在陕南地区市场占有率已达 80%，具有绝对市场竞争优势。（2）此外，公司在关中市场避开宝鸡、咸阳 2 个关中竞争最激烈区域，在关东市场自建&并购并举，并与海螺结成战略合作关系，稳固关中市场。

图表 38、西部水泥于陕西的产能分布



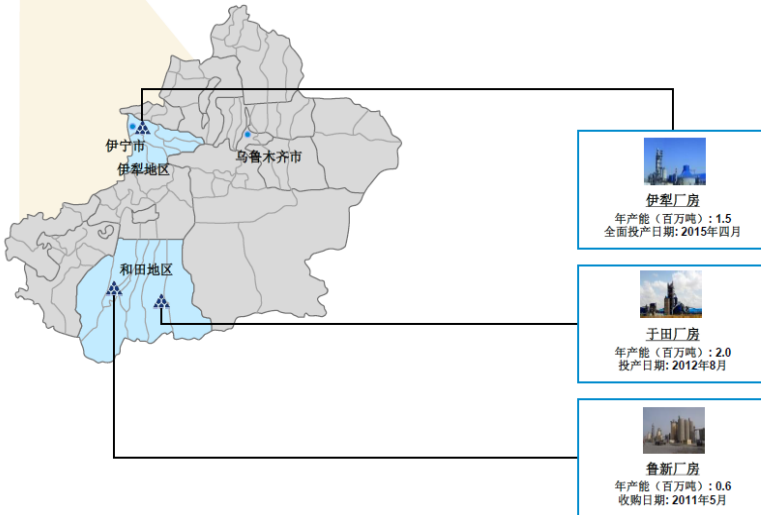
数据来源：公司材料，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：三角形标志为西部水泥的产能布局，下同

公司积极拓展陕西省外业务，分别于 2011 年和 2015 年，进入了新疆和贵州市场。

- 新疆市场需求稳定，水泥出厂价位列全国前列。公司于新疆和田地区有 2 条熟料生产线，伊犁地区 1 条熟料生产线，和田 2 条生产线已公示减量置换为 1 条 5000 的线，新选址离矿山和需求地更近，预计置换完毕后可多释放 20 万吨水泥销量。
- 公司在贵州省拥有 1 条 3200t/d 生产线，花溪厂房地理位置优越，临近贵安新区战略位置，基建需求兴旺。

图表 39、公司于新疆的产能布局



图表 40、公司于贵州的产能布局



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2 依托产业链发展骨料、水泥窑协同新业务

骨料

骨料依托自有矿山作为配套产业，4 条总产能达 700 万吨的骨料生产线自 2018 年已经全面投入运作，主要采用矿山夹层及低品位矿石作为原料，变废为宝，最大程度的利用矿山资源。

公司计划在 3-5 年内实现骨料产能 2000 万吨，以售价 50 元/吨，毛利率 60% 来测算(目前西安骨料到位价 110 元/吨)，能够实现 10 亿元的年销售收入和 6 亿毛利，较 18 年收入和毛利分别有 17% 和 30% 的上升空间，具有较高的盈利能力和发展空间。

水泥窑协同

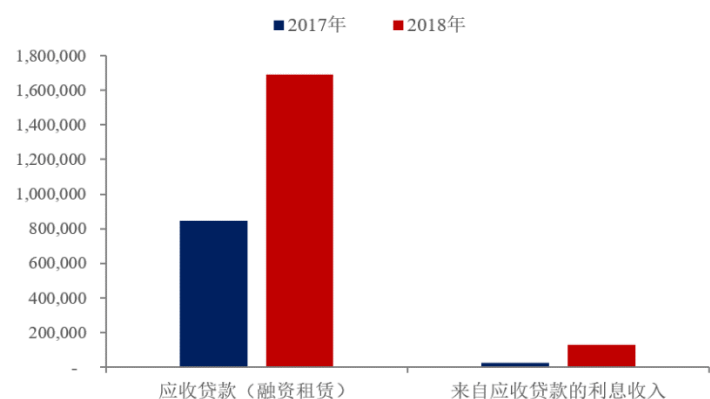
公司与海螺创业（芜湖海螺）成立的合资公司-尧柏环保日渐成熟。目前，蓝田污泥处置设施设计产能 80,500 吨，富平废物处置设施总产能 100,000 吨，勉县废物处置设施总产能 16,500 吨。废物处置贡献了新的盈利来源，尧柏环保 2018 年实现逾 1.18 亿利润，贡献上市公司收益 2368 万。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4.3 水泥业务现金流充沛，支撑高回报融资租赁业务

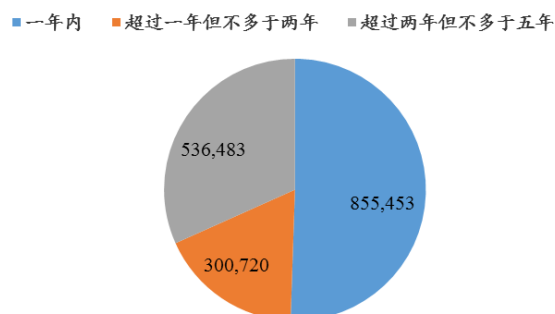
公司利用水泥业务带来的充沛现金流，开展高回报融资租赁业务，把握行业快速发展的同时打通建材产业链。2017年6月，公司全资子公司光信国际融资租赁有限公司获批，成为持牌出租人，开展新融资租赁业务。目前公司共有40多个客户，包括长期合作的上游供应商及下游经销商。2018年，公司共放出16.93亿贷款，录得应收贷款的利息约为1.28亿元，资金收益率12-15%。未来公司将严控融资租赁业务规模，把关信用风险。

图表 41、融资租赁业务产生的应收贷款及利息



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 42、合约届满日期



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5、19 年业绩弹性大，看好公司估值继续修复

5.1 盈利预测及核心假设

统计局口径下 19 年 1-5 月陕西省水泥产量同比增 11.89%，需求增量主要来自于基建，我们预计陕西省 19 全年需求有 5%-8% 的增长，保守假设上市公司水泥&熟料销量增长 3.37%，20-21 年销量增长 2%。陕南&关东代表城市 42.5 散装水泥平均含税零售价 19H1 是 440 元，同比增 20 元（+4.8%），环比增 7 元，我们预计上市公司会计口径水泥&熟料销售均价增长 5.23%，20-21 年可维持此盈利水平。

在以上核心假设下，我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 17.21 亿、17.59 亿和 18.01 亿元，同比增速分别为 48.4%、2.2% 和 2.4%，我们维持“审慎增持”评级，目标价 1.73 港元。19 年业绩弹性较大，且在国家城市群建设的带动下，

公司盈利持续性有保证。

图表 43、盈利预测核心假设

核心假设		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
水泥&熟料销售均价	元/t	249	325	342	342	342
yoy	%	19.27	30.34	5.23	0.00	0.00
水泥&熟料销量	万吨	1,910	1,820	1,881	1,919	1,957
yoy	%	7.30	(4.71)	3.37	2.00	2.00
水泥&熟料吨成本	元/t	187	216	215	215	215

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

5.2 绝对估值和相对估值均被严重低估

如 5.1 部分所述，假设未来 1-3 年净利润分别为 17.21 亿、17.59 亿和 18.01 亿元，折旧摊销 8.7 亿/年，资本开支 6 亿/年（主要用于产能置换项目），第 4-8 年，公司水泥销量逐步下滑至 1000 万吨，第 9-30 年，水泥销量稳定在 1000 万吨。第 4-30 年，水泥吨净利中枢回归至 31 元，吨折旧 36 元，吨维护性资本开支 5 元，每吨自由现金流 62 元。以 12% 的折现率贴现回来，公司合理的股权价值为 100.49 亿元，较现值有 34% 的上升空间。

从相对估值的角度来看，2019/7/15 日收盘价对应 2019E 的 PE 为 3.8X，PB 为 0.75X，吨 EV560 元，在水泥股中被绝对低估。

图表 44、DCF 模型下测算长期价值

假设 1	如 5.1 部分所述，假设未来 1-3 年净利润分别为 17.21 亿、17.59 亿和 18.01 亿元，折旧摊销 8.7 亿/年，资本开支 6 亿/年（主要用于产能置换项目）
假设 2	第 4-8 年，公司水泥销量逐步下滑至 1000 万吨（-50%） 第 9-30 年，水泥销量稳定在 1000 万吨
假设 3	第 4-30 年，吨净利中枢回归至 31 元（10-18 年，过去 9 年均值） 吨折旧 36 元， 吨维护性资本开支 5 元， 每吨自由现金流 62 元。
假设 4	折现率 12%，以石灰石矿石平均运营年限 30 年为期限
股权价值：	90.16 亿元

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 45、水泥股估值比较

所属区域	代码	简称	市值 (亿元)	吨产能市值 (元/吨)	吨 EV (元/吨)
华东	600585.SH	海螺水泥(A)	2,198.15	962	1020
	0914.HK	海螺水泥(H)	2,257.02	988	1048

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	3323.HK	中国建材(H)	531.28	217	1011
	000789.SZ	万年青(A)	78.94	981	806
华南	1313.HK	华润水泥(H)	464.95	488	845
	002233.SZ	塔牌集团(A)	135.56	1166	1175
华中、西南	600801.SH	华新水泥(A)	433.58	747	865
	0743.HK	亚洲水泥(H)	183.91	824	792
西北	2233.HK	西部水泥(H)	65.32	348	560
	600720.SH	祁连山(A)	72.04	362	596
	600449.SH	宁夏建材(A)	41.84	295	373
	000877.SZ	天山股份(A)	120.60	402	586
华北	000401.SZ	冀东水泥(A)	251.58	453	697
	601992.SH	金隅集团(A)	388.67	346	969
	2009.HK	金隅集团(H)	225.75	201	805
	0691.HK	山水水泥(H)	128.34	251	548

资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：以 7/15 日收盘价计算

5.3 我们的观点

我们自 18 年持续提示西部水泥估值存在修复空间，建议重视绝对收益的中长线投资者积极关注，近期公司股价表现靓丽，但从绝对及相对估值的角度，公司股价依旧被严重低估。

牵制股价估值修复的原因主要是对分红的担忧，公司过去分红比例维持在 25% 附近，18 年较低的分红主要是考虑到 4 亿美元债即将到期及万吨线的资本开支。19 年，公司资金压力已得到明显缓解：（1）万吨线计划推迟到 19 年底，（2）已提前偿还 2 亿美元债，预计 9 月之前可偿清；（3）近期新发 5 亿人民币中期票据。我们预计 19 年经营性现金流入 20 亿/年，可完全覆盖资本开支及计划净还债，公司分红比例有望提高至行业平均水平。

从中期角度，关中获批为第八个国家级城市群将有效提振陕西水泥需求潜力，公司地处好格局下的好市场，盈利持续性有保证。未来 3-5 年，公司计划 30 亿资本开支，而后资本开支将进入下行通道，分红中枢有望稳步提升，提升公司价值。

6、风险提示

经济基本面恶化;
行业协同破裂;
原材料价格大幅波动;
信贷风险;
股权纷争风险;
企业治理风险。

附表

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,912	6,430	6,559	6,690
营业成本	-3,926	-4,039	-4,120	-4,202
销售费用	-54	-53	-54	-56
管理费用	-337	-323	-329	-336
财务费用	-88	-37	-19	-2
其他收益及亏损	125	359	359	359
除税前溢利	1,632	2,337	2,396	2,453
所得税	-452	-584	-599	-613
年度全面收益	1,180	1,753	1,797	1,840
少数股东损益	21	32	38	39
归属股东净利润	1,159	1,721	1,759	1,801
EPS(元)	0.21	0.32	0.32	0.33

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,153	4,690	6,317	8,013
货币资金	1,075	2,457	4,073	5,758
应收账款	855	855	855	855
存货	491	498	497	495
其它	731	879	892	904
非流动资产	9,239	9,027	8,780	8,497
物业、厂房及设备	7,180	6,857	6,502	6,114
预付租金	459	459	459	459
无形资产	526	614	698	780
于合营公司的投资	81	104	128	152
其它	993	993	993	993
资产总计	12,392	13,717	15,097	16,510
流动负债	4,621	4,623	4,646	4,670
短期借款	3,283	3,283	3,283	3,283
应付账款	1,152	1,154	1,177	1,201
其他	187	187	187	187
非流动负债	172	172	172	172
长期借款	-	-	-	-
其他	172	172	172	172
负债合计	4,793	4,795	4,818	4,842
股本	142	142	142	142
储备	7,383	8,674	9,993	11,344
少数股东权益	74	106	143	182
股东权益合计	7,599	8,922	10,279	11,668
负债及权益合计	12,392	13,717	15,097	16,510

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
息税前利润	1,632	2,337	2,396	2,453
折旧和摊销	772	836	871	906
经营资本变动	221	-153	12	12
其它	-123	-608	-623	-637
经营活动现金流	2,503	2,412	2,656	2,735
资本开支	-746	-600	-600	-600
其它	2,427	-	-	-
投资活动现金流	1,681	-600	-600	-600
融资活动现金流	-1,312	-430	-440	-450
现金净变动	-490	1,382	1,616	1,685
现金的期初余额	1,375	886	2,268	3,884
现金的期末余额	886	2,268	3,884	5,569

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	24.2	8.8	2.0	2.0
EBIT 增长率	67.5	43.2	2.5	2.4
净利润增长率	63.1	48.4	2.2	2.4
盈利能力(%)				
毛利率	33.6	37.2	37.2	37.2
归属股东净利率	20.0	26.8	26.8	26.9
ROE	24.6	19.5	17.4	15.7
偿债能力(%)				
净资产负债率	38.7	35.0	31.9	29.3
流动比率	68.2	101.4	136.0	171.6
速动比率	57.6	90.7	125.3	161.0
营运能力(次)				
资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	10.3	10.3	10.3	10.3
每股资料(港元)				
每股收益	0.21	0.32	0.32	0.33
每股净资产	1.38	1.62	1.86	2.15
估值比率(倍)				
PE	5.6	3.8	3.7	3.6
PB	0.87	0.75	0.65	0.56

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告；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。

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

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿

将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。