

中信证券研究部



孙明新
 首席建材分析师
 S1010519090001

核心观点

在成本优势明显的基础上，未来公司有望继续享受区域良好的供需格局及价格弹性，也积极参与“一带一路”区域布局及产业链上下游延伸，同时充沛的现金流及较优的 ROE 水平有利于继续提升公司的内在价值。

■ **扎根长三角，跨区域稳步扩张。**上峰水泥起源于 1978 年成立的浙江省诸暨县上峰水泥厂，随后业务不断扩张，目前已在浙江、安徽、江苏、宁夏、新疆和贵州等 9 个省份和境外的吉尔吉斯斯坦等国家拥有约 40 多家子公司，具备水泥熟料年产能约 1300 万吨，水泥约 1350 万吨。历年来结构上公司熟料及水泥的业务收入占比达到 80% 以上，区域上 90% 以上的销售收入来自于华东地区。

■ **需求有支撑，充分享受区域价格弹性。**供给端，根据卓创资讯统计，预计未来三年行业新增产能约 1.34 亿吨，但主要为产能置换，实际增量有限。需求端，在政府稳经济的目标下，中信证券研究部建筑组预计基建投资增速有望回升至 12% 左右，一定程度上将对冲房地产行业投资下滑，我们预计 2020 年水泥产销量将增长 1%~3% 左右。对华东区域而言，人口聚集及城市化进程将继续支撑区域水泥需求增长，而区域行业集中度接近 70%，处于全国最高水平，有利于提升企业协同性，近年来华东地区水泥旺季价格弹性也显著高于其他区域。

■ **“T 型”布局优化成本管控，产业链延伸提升盈利能力。**公司采用“熟料基地—长江航运—粉磨站”的“T 型”布局模式，2019 年公司水泥熟料单位生产成本稳定在 180 元/吨左右，仅次于海螺水泥，单位运输费用及期间费用均处于行业较低水平，显示公司较强的成本控制能力。根据其计划，未来公司不仅在水泥主业上积极参与“一带一路”区域布局，同时在上下游产业链有所延伸，规划到 2021 年骨料产能达到 1000 万吨，水泥窑协同处臵业务收入占比达到 30% 以上，从而进一步提升公司盈利能力。

■ **风险因素：**房地产与基建投资不及预期；新增产能释放过多，行业竞争恶化；产业链延伸进度较慢。

■ **投资建议：**结合行业水泥价格预期及公司经营规划，我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 3.22/3.77/4.36 元，当前股价 23.61 元，对应 PE 分别为 7/6/5x。我们给予公司 2021 年 PE8x，对应目标价 30.16 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

上峰水泥	000672
评级	买入（首次）
当前价	23.61 元
目标价	30.16 元
总股本	814 百万股
流通股本	814 百万股
52 周最高/最低价	28.19/11.49 元
近 1 月绝对涨幅	-0.66%
近 6 月绝对涨幅	43.95%
近 12 月绝对涨幅	104.84%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,304.6	7,412.1	8,182.2	9,165.0	10,266.4
营业收入增长率	15.6%	39.7%	10.4%	12.0%	12.0%
净利润(百万元)	1,472.4	2,331.5	2,622.2	3,069.3	3,550.6
净利润增长率	86.0%	58.4%	12.5%	17.1%	15.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.81	2.93	3.22	3.77	4.36
毛利率%	46.70%	48.80%	51.90%	53.42%	54.85%
净资产收益率 ROE%	42.62%	42.94%	35.82%	31.96%	29.03%
每股净资产(元)	4.25	6.67	9.00	11.80	15.03
PE	13	8	7	6	5
PB	5.56	3.54	2.62	2.00	1.57

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 6 月 30 日收盘价

目录

公司介绍：扎根长三角，跨区域稳步扩张.....	1
行业分析：需求有支撑，充分享受区域价格弹性.....	3
供给端：新增产能边际收紧，供给格局较为稳定	3
需求端：基建投资或明显回升，对冲地产投资下滑	5
华东区域行业集中度高，价格弹性较大	6
竞争优势之一：效仿“T型”布局，成本优势明显	8
T型发展战略：稳定生产，运输便利，贴近市场	8
不断优化成本管控，费用处于行业较低水平	9
竞争优势之二：区域+产业链双维布局，盈利能力进一步增强	11
水泥主业：积极参与“一带一路”区域布局	11
产业链延伸：多元开花贡献盈利新增长点	13
竞争优势之三：现金流充沛，ROE 水平较优	16
风险因素	18
盈利预测、估值与投资评级	18
盈利预测.....	18
估值与投资评级.....	19

插图目录

图 1：历年来上峰水泥发展历程梳理.....	1
图 2：公司水泥及熟料产能情况.....	1
图 3：公司水泥熟料产销情况.....	1
图 4：上峰水泥主营业务收入构成.....	2
图 5：上峰水泥主营业务收入构成.....	2
图 6：上峰水泥主营业务收入分区域构成.....	2
图 7：全国熟料产能情况.....	4
图 8：全国熟料产量及同比增速.....	5
图 9：熟料行业产能利用率及集中度.....	5
图 10：房地产开发投资及其增速.....	5
图 11：华东七省常住人口及其占全国人口比例.....	7
图 12：江浙沪地区房地产开发投资增速.....	7
图 13：分区域熟料行业集中度.....	8
图 14：不同地区熟料产能利用率对比.....	8
图 15：各区域水泥价格指数对比.....	8
图 16：上峰水泥 T 型业务布局示意图.....	9
图 17：可比公司水泥熟料单位生产成本对比.....	10
图 18：可比公司单位运输费用对比.....	10
图 19：可比公司单位期间费用对比.....	10
图 20：水泥行业主要公司单位熟料水泥净利润比较.....	11
图 21：博乐上峰水泥有限公司净利润.....	12
图 22：西北地区水泥价格对比.....	12
图 23：水泥产业链示意图.....	13
图 24：近年来中国矿上在册数量.....	14
图 25：2018 年中国砂石矿上结构.....	14
图 26：公司砂石骨料业务收入成本及毛利率.....	14
图 27：公司混凝土业务收入成本及毛利率.....	14
图 28：全国危险废物产生量.....	15
图 29：上峰水泥历年来自由现金流情况.....	17
图 30：水泥行业主要公司 ROE 比较.....	17
图 31：上峰水泥 PE 估值走势.....	19

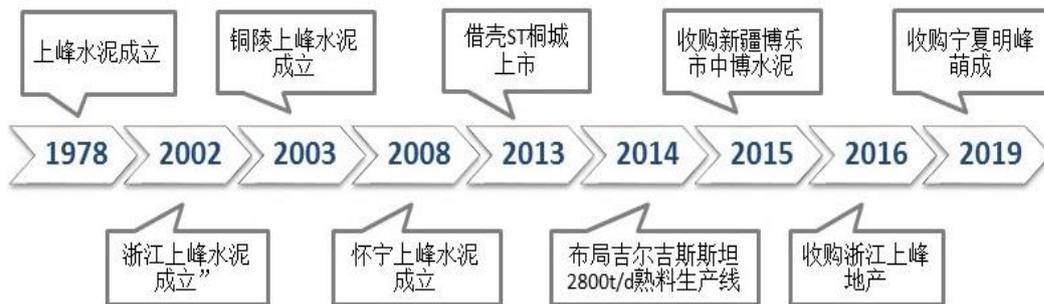
表格目录

表 1：公司熟料产能布局情况.....	3
表 2：公司水泥产能布局情况.....	3
表 3：2020~2022 年熟料新增产能情况.....	4
表 4：基础设施建设投资测算.....	6
表 5：2020~2022 年华东地区拟投产熟料产能情况.....	7
表 6：公司主业与产业链延伸发展规划.....	11
表 7：行业可比公司自备骨料产能对比.....	15
表 8：水泥窑与焚烧炉处置危废对比.....	15
表 9：上峰水泥与其他龙头公司净利润含金量对比.....	16
表 10：上峰水泥净资产收益率杜邦拆解.....	17
表 11：公司熟料业务经营情况预测.....	18
表 12：公司水泥业务经营情况预测.....	18
表 13：水泥行业主要龙头公司 PE 对比.....	19
表 14：上峰水泥盈利预测表.....	19

公司介绍：扎根长三角，跨区域稳步扩张

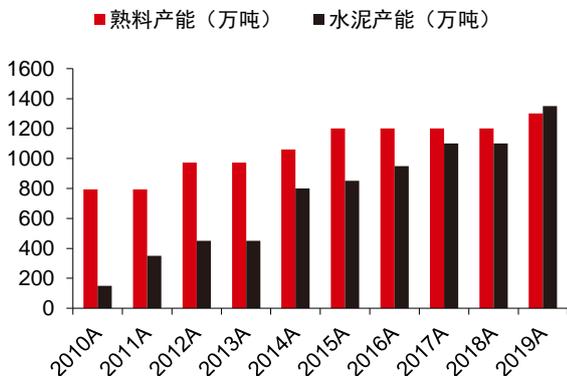
上峰水泥最早起源于 1978 年成立的浙江省诸暨县上峰水泥厂，随后 2000 年期间在长三角区域的安徽铜陵、安庆怀宁、阜阳颍上、江苏泰州、浙江诸暨和台州等地建立大型熟料和水泥生产中心。2013 年公司通过借壳 ST 桐城完成资产重组和上市公司，将优质水泥资产替换原有的商贸和酒店业务。2015~2019 年公司通过并购进军新疆和宁夏等市场，同时也稳步推进吉尔吉斯斯坦与乌兹别克斯坦项目。

图 1：历年来上峰水泥发展历程



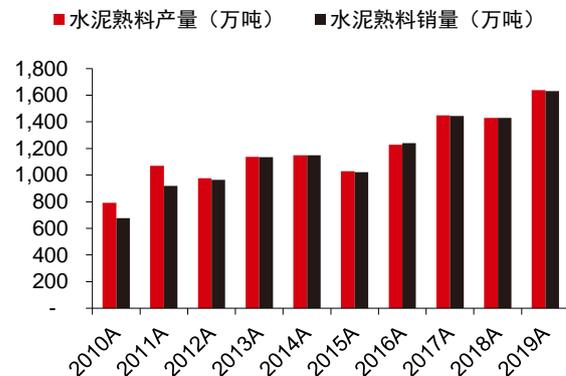
资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

图 2：公司水泥及熟料产能情况



资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

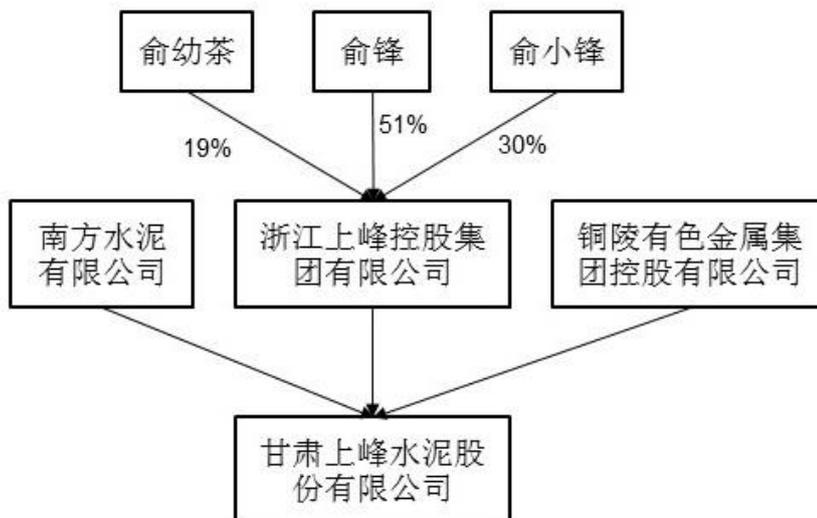
图 3：公司水泥熟料产销情况



资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

在 2013 年公司通过资产重组上市之际，公司第一大股东变更为浙江上峰控股集团有限公司。截止 2020 年一季度，浙江上峰控股集团持有上峰水泥股权比例为 32.27%，实际控制人为俞锋先生。公司第二、三大股东为南方水泥有限公司和铜陵有色金属集团控股有限公司，持股比例分别为 14.40%和 10.32%。

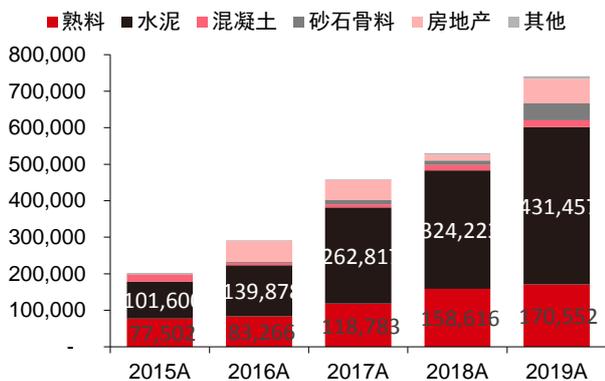
图 4：上峰水泥主营业务收入构成（万元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

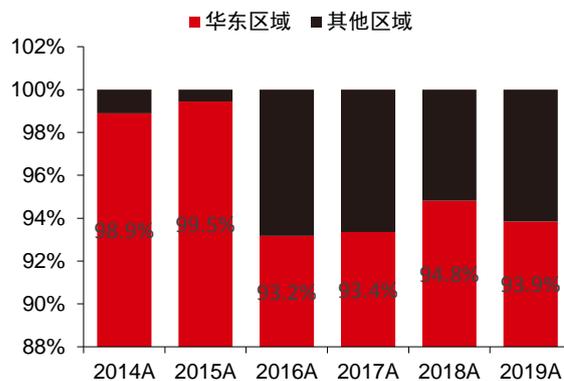
目前，公司主要专注于从事水泥熟料、水泥、特种水泥、混凝土、骨料等基础建材产品的生产制造和销售，其中水泥业务收入占比达到 50%~60%左右，熟料业务收入占比为 20%~30%左右，两者合计占比达到 80%以上。按区域而言，公司 90%以上的销售收入来自于华东地区。根据中国水泥网公布的《中国水泥熟料产能百强榜》，公司于 2015~2019 年连续被评为中国水泥熟料产能 20 强。

图 5：上峰水泥主营业务收入构成（万元）



资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

图 6：上峰水泥主营业务收入分区域构成（万元）



资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

截止 2019 年底，公司在浙江、安徽、江苏、宁夏、新疆、贵州、广西、江西、山东等 9 个省份和境外的吉尔吉斯斯坦等国家拥有约 40 多家子公司，具备水泥熟料年产能约 1300 万吨，水泥约 1350 万吨，其中约 70%的熟料和水泥产能集中分布在华东区域，形成了铜陵和怀宁两大熟料生产基地。

表 1：公司熟料产能布局情况

区域	地址	企业名称	权益占比	日产能 (t/d)	年产能 (万吨)	备注
华东	安徽铜陵	铜陵上峰水泥股份有限公司	100%	5,000	155	在产
	安徽铜陵	铜陵上峰水泥股份有限公司	100%	5,000	155	在产
	安徽铜陵	铜陵上峰水泥股份有限公司	100%	5,000	155	在产
	安徽安庆	怀宁上峰水泥有限公司	100%	5,000	155	在产
	安徽安庆	怀宁上峰水泥有限公司	100%	5,000	155	在产
	浙江绍兴	浙江上峰建材有限公司	100%	1,500	47	在产
	浙江绍兴	浙江上峰建材有限公司	100%	2,500	78	在产
	西北	新疆博尔塔拉	博乐市上峰水泥有限公司	90%	4,500	140
宁夏吴忠		宁夏明峰萌成建材有限公司	65%	4,500	140	在产
宁夏吴忠		宁夏明峰萌成建材有限公司	65%	2,500	78	在产
西南	贵州	贵州金兴实业投资有限公司	80%	4,500	140	在建
	广西	都安上峰水泥有限公司	70%	5,000	155	在建
吉尔吉斯斯坦			58%	2,800	87	在建
在产合计				40,500	1,256	
在建合计				12,300	381	
总计				52,800	1,637	

资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

表 2：公司水泥产能布局情况

区域	地址	企业名称	年产能 (万吨)	备注
华东	安徽铜陵	铜陵上峰水泥股份有限公司	100	在产
	安徽安庆	怀宁上峰水泥有限公司	200	在产
	安徽颍上	颍上上峰水泥有限公司	200	在产
	浙江诸暨	浙江上峰建材有限公司	150	在产
	浙江台州	台州上峰水泥有限公司	100	在产
	江苏泰州	江苏上峰水泥有限公司	100	在产
	江西九江	九江上峰水泥有限公司	100	
西北	新疆博乐	博乐上峰水泥有限公司	100	
	新疆乌苏	乌苏上峰水泥有限公司	100	在产
	宁夏吴忠	宁夏明峰萌成建材有限公司	200	在产
吉尔吉斯斯坦			120	在建
合计			1,470	

资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

■ 行业分析：需求有支撑，充分享受区域价格弹性

供给端：新增产能边际收紧，供给格局较为稳定

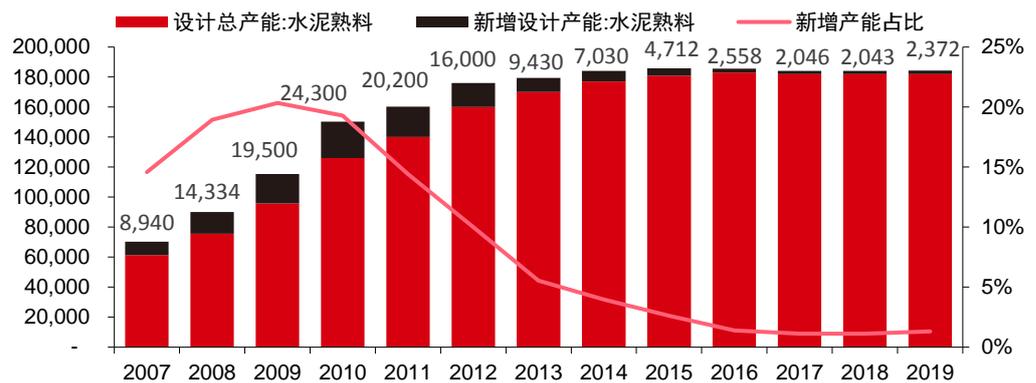
在 2013~2017 年水泥行业完成主动及被动去产能之后，国内供给端熟料产能整体保持相对稳定，年均新增产能 2000 万吨左右，增速维持在 1% 左右。根据卓创资讯统计数据，预计未来 3 年行业新增熟料生产线 82 条，新增产能达到 1.34 亿吨左右，但考虑到新增产能以产能置换为主，实际供给增量有限。

表 3：2020~2022 年熟料新增产能情况（万吨）

	新建熟料线产能（万吨）	占比
中国建材集团	3,621	27.05%
山水水泥	1,705	12.74%
红狮控股	769	5.74%
万年青	456	3.40%
尧柏水泥	450	3.36%
西部水泥	450	3.36%
华新水泥	434	3.24%
冀东水泥	310	2.32%
新东运集团	310	2.32%
尖峰集团	279	2.08%
海螺水泥	233	1.74%
其他	4,370	32.65%
合计	13,385	

资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

图 7：全国熟料产能情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

在新增熟料产能有限的情况下，后续熟料产量取决于产能利用率的波动。经历了前期行业去产能及并购整合后，熟料行业中前十大企业的集中度已上升至 57% 左右，有利于加强企业间的协同合作。尤其是在 2018 年行业下游需求出现明显下滑的情况下，行业通过错峰生产、协同减产等措施避免产能利用率显著上升，2016~2018 年行业产能利用率稳定在 75% 左右，从而支撑价格继续上涨并保障行业利润。2019 年由于下游房地产开发投资超预期及基建投资增速小幅回升，熟料产能利用率提升至 81% 左右。

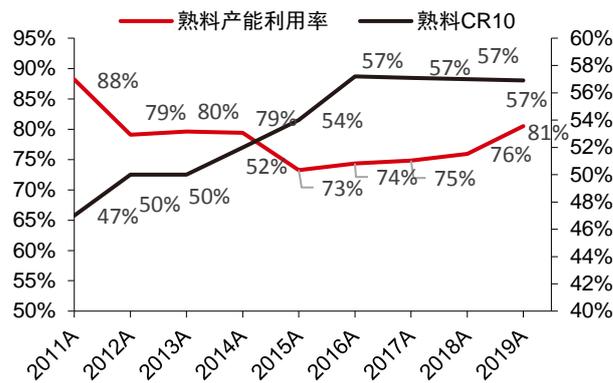
未来行业新增熟料产能仍主要由中国建材、红狮控股等龙头公司建设，也就意味着行业协同控制供给释放的合作关系并不会受到明显冲击，熟料企业并无通过提升产能利用率增加产量来提升市占率的冲动，价格和利润仍是企业最优先目标。

图 8：全国熟料产量及同比增速



资料来源：数字水泥网，中信证券研究部

图 9：熟料行业产能利用率及集中度



资料来源：中国水泥协会，中信证券研究部

需求端：基建投资或明显回升，对冲地产投资下滑

水泥行业下游需求主要来自于地产、基建和农村，占比大致分别为 40%、40%、20%，其中农村需求具有一定的消费属性，与当地的人口、GDP 等相关，不易观测但较为稳定，从而水泥行业需求波动更多地来自于房地产及基建行业。

2018~2019 年以来，房地产行业开发投资增速达到 9%~10%，投资增速保持一定韧性。2020 年一季度新冠疫情导致开发投资增速下滑至-7.70%，但截止到 5 月份累计增速已回升至-0.30%。考虑到国内政策仍以“房住不炒”为主，中信证券研究部房地产组预计未来房地产行业开发投资较难再次超预期，结合主要龙头企业 2020 年计划新开工面积下滑 3%~4%，预计 2020 年房地产行业开发投资增速下滑至 6.8%左右。

图 10：房地产开发投资及其增速（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

今年上半年新冠疫情对国内外经济造成显著冲击，对国内保就业、实现脱贫等经济工作目标造成一定压力，从而政府的基建逆投资调节有所加码，财政支持力度或加大。基建投资增长主要依赖地方政府专项债提供增量资金，综合考虑专项债扩容及用于基建比例提升（规模提升 1.6 万亿至 3.75 万亿，比例提升至 50%共 1.88 万亿），部分专项债作资本

金的乘数效应（拉动总投资 2.25 万亿），用于基建的国家预算内资金稳中有升（同比+3.5%），以及桥东比例提升（回升 0.1x 至 5.9x），我们预计 2020 年基建投资增速上升至 12.3%，相比 2019 年 3%~4%的增速显著回升。

表 4：基础设施建设投资测算

项目	假设条件
专项债额度	3.75 万亿
用于基建的比例	50%
用于基建的专项债	1.88 万亿
专项债做资本金的比例	5%
基建专项债做资本金	0.09 万亿
专项债资本金撬动比例	8x
专项债配套：专项债资本金	3x
专项债配套的社会投资（万亿元）	0.38 万亿
专项债撬动的总基建投资	2.25 万亿
用于基建的政府资金（不含专项债）	5.9x
政府资金撬动的社会资金	15.6 万亿
基建投资（不含特别国债）	20.5 万亿
同比	12.3%
基建投资（含 5000 亿特别国债）	21 万亿
同比	15.1%

资料来源：中信证券研究部预测

因此，我们认为基建投资增速有望显著回升将在一定程度上对冲房地产行业需求下滑，整体而言 2020 年全年全国水泥产销销量仍将保持 1%~3%左右的低个位数增长。

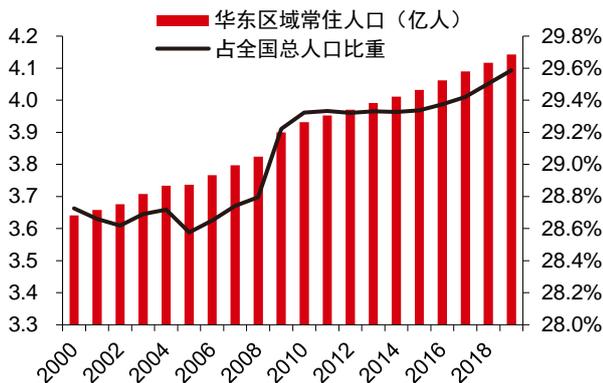
华东区域行业集中度高，价格弹性较大

由于水泥的不可存储性及量重价轻决定了约 500 公里左右的有效运输半径，一般情况下不同区域之前的供给相互传导性较低，而不同区域的经济的发展情况导致了水泥需求差异，从而也就决定了虽然不同区域水泥价格整体趋势相同、但短期景气程度存在差异。

对华东区域来说，华东七省份（沪，苏，鲁，浙，皖，赣，闽）2000 年以来的常住人口及其占全国人口的比例基本处于不断增长的态势，主要源于东部沿海经济发展较为迅速，而人口的聚集将进一步推动城市化进程，带动房地产及其相关产业配套设施建设，可以看到江浙沪地区的房地产开发投资情况也明显好于全国平均水平。

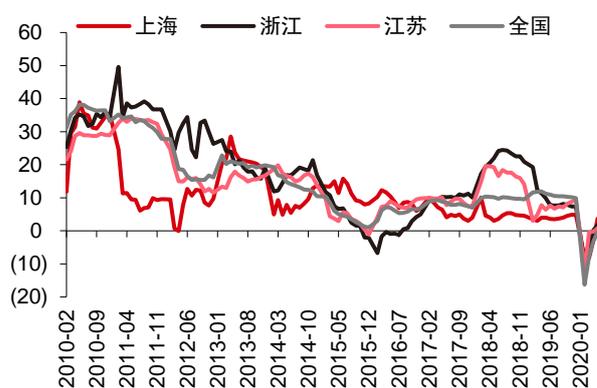
展望未来，长三角及周围区域的经济、产业水平有望继续在全国处于领先地位，区域城市化水平将进一步提升，仍将有效支撑区域性的水泥需求增长。

图 11：华东七省常住人口及其占全国人口比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：江浙沪地区房地产开发投资增速 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

区域供给端而言，预计华东七省份 2020~2022 年合计新增熟料产能 4200 万吨左右，但新增产能大部分为区域内的产能置换，实际新增产能较为有限。

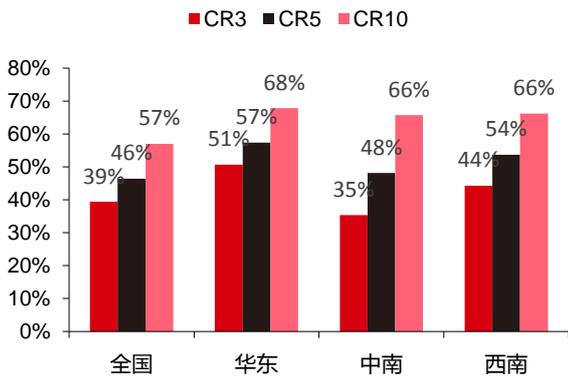
表 5：2020~2022 年华东地区拟投产熟料产能

省份	地区	企业名称	熟料线产能 (t/d)	拟投产时间
安徽	滁州	滁州中联水泥有限公司	5000	2022 年 8 月 1 日
安徽	合肥	安徽大江股份有限公司	6000	2022 年 5 月 1 日
山东	济南	平阴山水水泥有限公司	50000	2021 年底
山东	枣庄	滕州市东郭水泥有限公司	4000	2021 年底
福建	三明	福建省大田县新岩水泥有限公司	5000	2021 年
江西	上饶	江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂（异地技改环保搬迁）二线	5100	2021 年
江西	上饶	江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂（异地技改环保搬迁）一线	5100	2021 年
江西	上饶	玉山南方水泥有限公司（优化升级项目）	8000	2021 年 10 月 31 日
浙江	杭州	建德南方水泥有限公司（优化升级项目）	5000	2021 年 6 月
福建	龙岩	福建省永定兴鑫水泥有限公司	5000	2020 年 6 月份
福建	龙岩	福建春驰集团新丰水泥有限公司	5500	2020 年 6 月底
浙江	湖州	湖州槐坎南方水泥有限公司	7500	2020 年
江苏	无锡	江苏宜城南方水泥有限公司	7500	2020 年底前
江西	宜春	高安红狮水泥有限公司	4000	2020 年底
浙江	杭州	杭州山亚南方水泥有限公司（优化升级，新线）	5000	2020 年 12 月 1 日
江西	九江	江西德安万年青水泥有限公司	4500	2020 年 12 月 1 日
福建	南平	福建水泥股份有限公司炼石水泥厂	4500	2020 年 10 月 1 日

资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

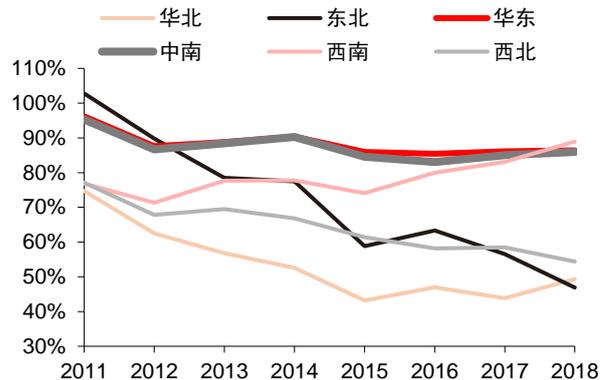
另外，华东区域熟料行业的集中度整体处于全国最高水平，说明华东区域熟料产能并未出现明显过剩，从而有利于华东区域的熟料企业之间的生产协同性，进一步稳定区域的供需格局。

图 13：分区域熟料行业集中度



资料来源：中国水泥网，中信证券研究部

图 14：不同地区熟料产能利用率对比

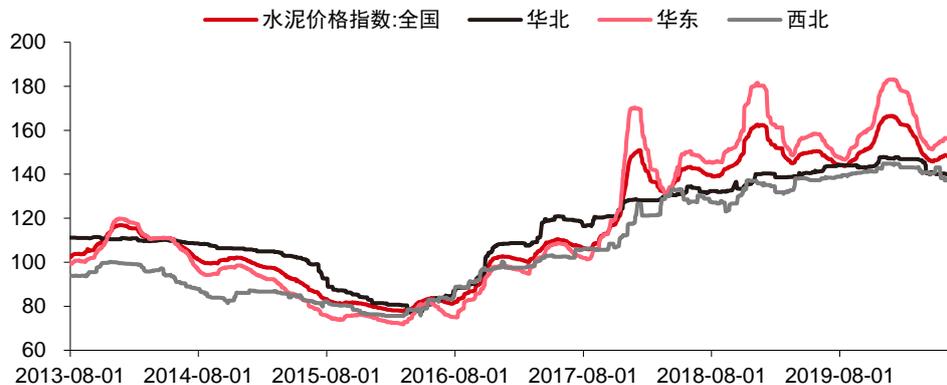


资料来源：Wind，中信证券研究部

水泥的不易存储特性决定了水泥企业更多地是按需定产，而决定水泥下游需求的建筑行业施工具备明显的季节性特征，其中每年的 4~5 月和 9~10 月为传统需求旺季。因此，水泥的低库存及下游需求的季节性特征导致了水泥行业容易形成阶段性的供需错配。

华东地区（沪、苏、鲁、浙、皖、赣、闽）基本占据了全国需求的 30%以上（按产量测算），南方高温及雨季特征决定了华东地区水泥需求的淡旺季特征较为显著，叠加华东地区熟料企业的供给协同性较高，可以看到历史以来华东地区水泥的旺季价格弹性是显著高于华北等其他区域。

图 15：各区域水泥价格指数对比（单位：点）



资料来源：Wind，中信证券研究部

竞争优势之一：效仿“T 型”布局，成本优势明显

T 型发展战略：稳定生产，运输便利，贴近市场

公司在业务布局上充分效仿海螺水泥的“T 型”布局模式，即“熟料基地（靠近石灰石矿山）—长江航运物流—粉磨站（贴近市场）”：

- 上游资源：公司在核心熟料生产基地铜陵和安庆地区均拥有具备自主开采权的优质石灰石矿山，有效开采量储量超过 4 亿吨。同时，公司在浙江的生产基地也有签署长期协议的矿山来保证石灰石的供给。
- 运输环节：水泥生产成本较低决定了其对运输成本较为敏感，如果运输成本较高则会导致失去价格竞争力，长江水路运输价格在 20 元/吨左右，仅为铁路运输成本的 20%左右。
- 下游销售：公司在东部区域无石灰石资源但水泥需求旺盛的地区扩建或收购小水泥厂，改造成粉磨站生产水泥最终产品，不仅可以掌握销售渠道直接对接下游需求市场，同时可以节省石膏等原材料的长途运输费用。

因此，上峰水泥依托优质的石灰石资源和长江便利的运输优势，具备极强的成本控制能力，在保证较低成本和生产稳定的基础上，可以充分享受下游市场的价格弹性。

图 16：上峰水泥 T 型业务布局

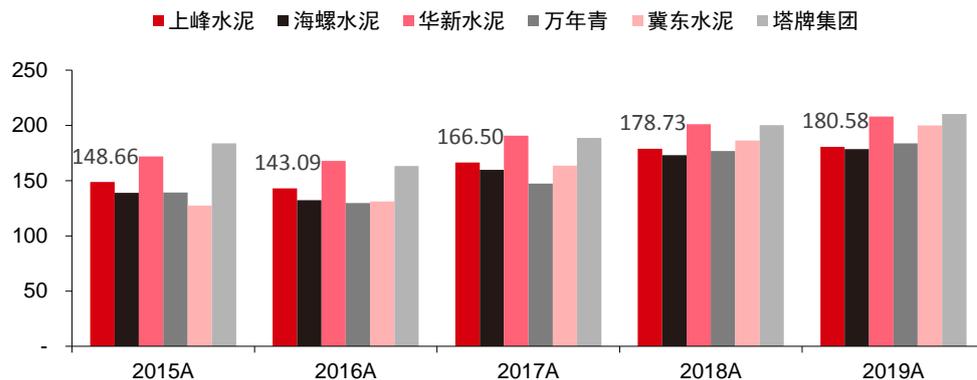


资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

不断优化成本管控，费用处于行业较低水平

近年来，公司严控成本费用，重抓节能降耗，不断优化采购管理方式，降低采购成本。对比行业可比公司来说，2019 年公司水泥熟料单位生产成本稳定在 180 元/吨左右，仅次于龙头海螺水泥（熟料水泥产销量：上峰水泥 1600 万吨 VS 海螺水泥 4.32 亿吨）；另外成本增速仅为 1.03%，明显低于其他公司成本端 3%~4% 的增长幅度，显示公司的成本管控措施有明显成效。

图 17：可比公司水泥熟料单位生产成本对比（元/吨）

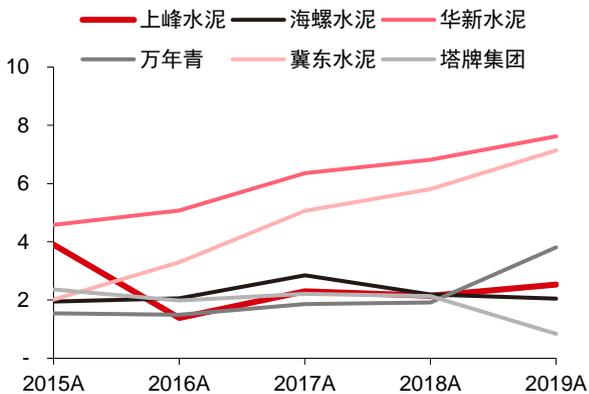


资料来源：各公司公告，中信证券研究部

从单位运输费用来比较，近年来上峰水泥的单位运输费用稳定在 2.2~2.5 元/吨左右，仅次于海螺水泥和塔牌集团，而华新水泥、冀东水泥等公司由于运输治超等因素导致运输成本持续上升。

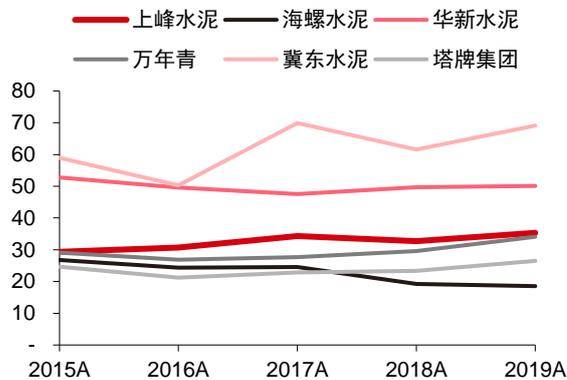
整体从单位期间费用来看，受益于规模优势，2019 年海螺水泥生产的单位期间费用仅为 18.53 元/吨，处于行业较低水平；而上峰水泥的单位期间费用为 35.33 元/吨，与万年青的单位期间费用相当，但公司 1600 万吨水泥熟料销量明显低于万年青约 2700 万吨销量，显示上峰水泥的成本管控能力较强。

图 18：可比公司单位运输费用对比（单位：元/吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

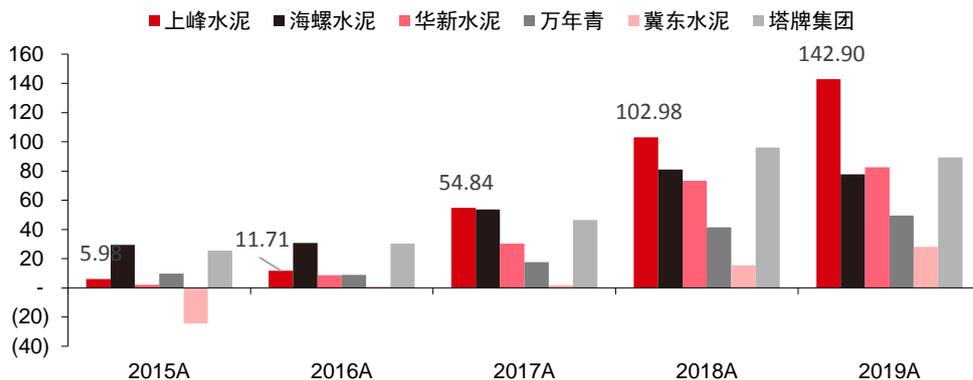
图 19：可比公司单位期间费用对比（单位：元/吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

最后从熟料水泥的单位销售净利水平来看，上峰水泥的单位净利从 2016 年的 12 元/吨大幅上升至 2019 年 143 元/吨，利润改善明显。横向对比而言，近两年公司的单位净利已基本处于行业最高水平。

图 20：水泥行业主要公司单位熟料水泥净利润比较（单位：元/吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

竞争优势之二：区域+产业链双维布局，盈利能力进一步增强

虽然公司作为产能规模相对较小的区域性水泥企业，但公司制定规划积极实现战略扩张，不仅实现区域范围上的市场扩张，同时也注重产业链上下游的业务延伸。

表 6：公司主业与产业链延伸发展规划

		2019~2021 年规划目标	具体措施
水泥主业	水泥熟料产能	水泥熟料产品规模中期增加 70%左右	宁夏萌成整合提升，实现吉尔吉斯斯坦项目投产，其他有条件区域再新增两条生产线项目投产
	水泥粉磨产能	水泥产品总产能规划目标提升 80%左右	在丰富特种水泥（油井）等品种的同时，提升主导产品规模，在宁夏粉磨项目技改或新建、颍上扩建 100 万吨
延伸产业链	骨料	骨料业务总规模计划达到年产能 1000 万吨以上	安徽、浙江各基地骨料项目进一步提升规模，在宁夏等区域投资新建骨料项目
	环保	力争水泥窑协同处置业务收入逐渐提升增长到占公司营业收入比重 30%以上	依托上峰杰夏现有铜陵年产 33 万吨危废、固废、生活垃圾处理；宁夏年产 16.8 万吨危废处理；宁夏总量 109 万方危废填埋的基础上，计划再利用其他现有水泥窑或新项目水泥窑增加危废处理约 30 万吨
	新业务	力争新业务形成营业收入占比达到 10%以上	对现有基地周边水运物流码头资源进一步建设布局，上融物流和上融电商结合技术优势加快建成高效平台

资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

水泥主业：积极参与“一带一路”区域布局

近年来公司通过收购或新建项目实现了在新疆、宁夏与海外地区的水泥产业布局，形成市场稳步拓展及国内、国外互补的良好运行格局，对公司在“一带一路”地区发展布局具有重要战略意义。

2015 年 9 月，公司公告在新疆北疆的博尔塔拉蒙古自治州收购博乐市中博水泥有限公司 70% 股权，包括 1 条 5000t/d 熟料生产线以及两条 100 万吨粉磨站。收购前，该公司因为管理效率低下而常年处于亏损状态，但设备先进及其具备较好的石灰石资源优势。

2015 年公司收购后提升精细化管理水平，将博乐中博打造成新亚欧大陆桥枢纽口岸地区的优质建材战略基地，区域竞争力显著增强，企业盈利能力持续提升。2017 年始博乐中博扭亏为盈，2019 年净利润达到 1.36 亿元，同比增长 13x 以上。

图 21：博乐上峰水泥有限公司净利润（单位：万元）

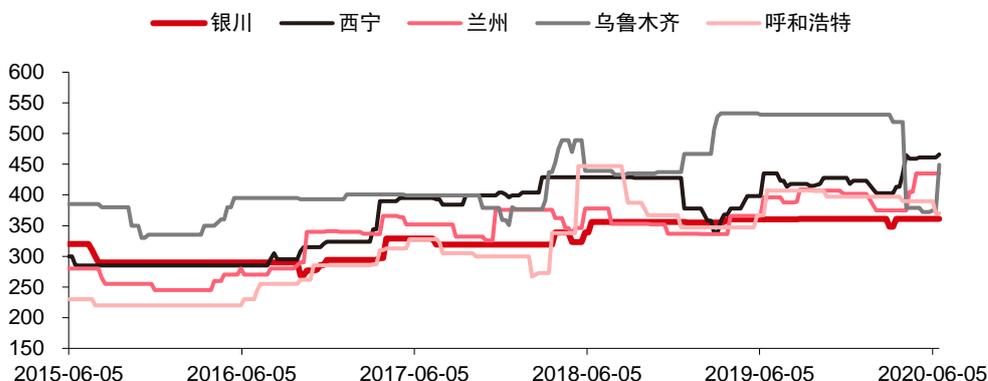


资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

2019 年 8 月，公司公告收购宁夏明峰萌成建材有限公司 65% 股权，萌成建材目前拥有一条 2500t/d 水泥熟料生产线、一条 4500t/d 水泥熟料生产线，以及配套四条水泥粉磨生产线，拥有包括特种水泥（油井水泥）在内的产品生产许可；其控股子公司宁夏萌生环保科技有限公司拥有水泥窑协同处置和安全填埋场等环保项目。

2018 年萌成建材净利润为 403 万元，2019 年净利润出现明显亏损 1173 万元，主要受制于内部需求较低及外部供给压力较大。一方面，宁夏水泥市场容量较小，2019 年水泥产量约 1889 万吨，需求结构上高度依赖于基础设施建设。另一方面，西北区域水泥产能严重过剩，2016 年以来西北地区熟料产能利用率下降至 60% 以下，同时蒙西水泥供给对宁夏地区的输入性压力较大，可以看到宁夏地区的水泥价格在 2016 年以来上涨幅度远低于周围省份，2019 年以来价格基本处于西北区域最低水平。

图 22：西北地区水泥价格对比（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

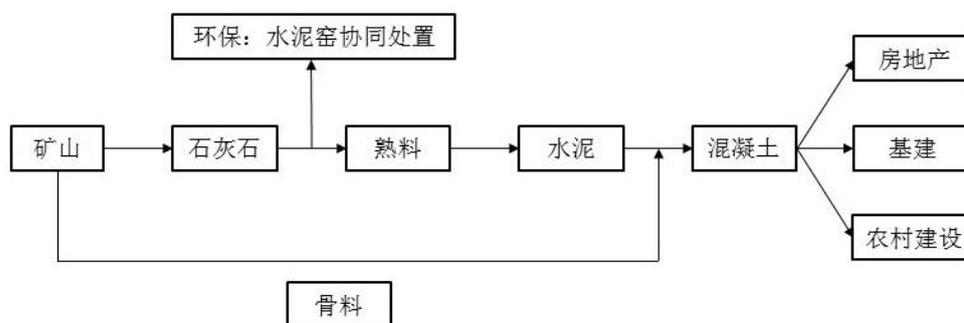
但中长期而言，两材整合有利于化解区域水泥企业相互竞争问题，区域供给端协同有望加强，宁夏市场外部环境将进一步优化。公司也可充分利用新疆博乐中博的成功案例，凭借丰富的精细化生产管理经验，不断构筑萌成建材在成本等方面的竞争优势。

同时，萌成建材所在地吴忠市矿产资源充足，石油、煤炭、矿石、天然气等矿产资源储量丰富，是宁夏重要的能源基地，油井水泥等市场需求旺盛。中长期随着区域供需格局的改善，萌成建材的盈利水平有望逐步改善。

产业链延伸：多元开花贡献盈利新增长点

水泥的生产过程可概括为“两磨一烧”，产业链下游进一步延伸可以将水泥与骨料及其他添加剂合用以生产混凝土，同时也可以利用水泥窑在生产水泥过程中产生的高温来协同处理危险废物、生活垃圾等固体废物。

图 23：水泥产业链



资料来源：中信证券研究部

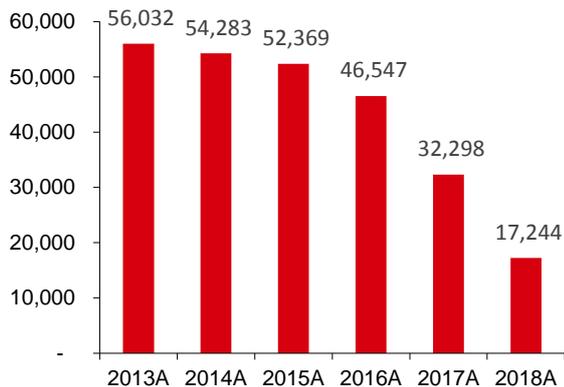
骨料是构筑混凝土骨架的关键原料，在混凝土中起颗粒增强、承受外压的作用。建设用砂石主要包括天然砂石和机制砂石两类，天然砂石来源于山川河流，机制砂石来源于原生岩石矿山。当前中国砂石骨料行业处于规模小、布局分散等特征，主要由中小型企业生产，截止 2018 年底，全国在册砂石矿上总计 17244 家，其中年产 100 万吨以上的企业数量占比仅为 33.69%。

2018 年 11 月，工信部、发改委等 10 部门发布《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》。2020 年 3 月，国务院相关部门再印发《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》：

- 优化机制砂石开发布局：统筹资源禀赋、经济运输半径和区域供需平衡等因素，积极有序投放砂石采矿权，支持京津冀及周边、长三角等重点区域投放大型砂石采矿权。引导联合重组，促进产业集聚，有效改变“小、散、乱”局面。
- 加快形成机制砂石优质产能：引导各类资金支持骨干项目建设，推动大型在建、拟建机制砂石项目尽快投产达产，增加优质砂石供给能力。

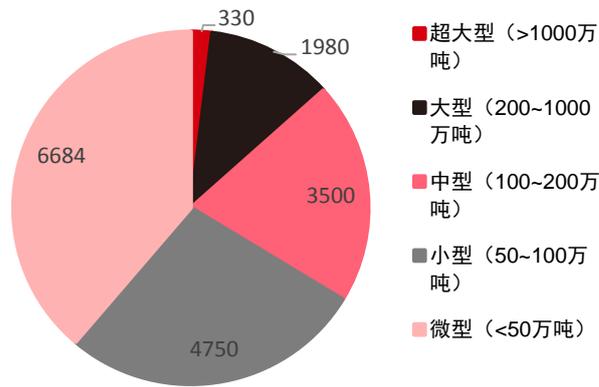
因此，骨料行业未来将朝着规模化、集约化和生产化方向发展，行业集中度有望不断提升，改善行业竞争格局。

图 24：近年来中国矿上在册数量（单位：家）



资料来源：中国砂石协会，中信证券研究部

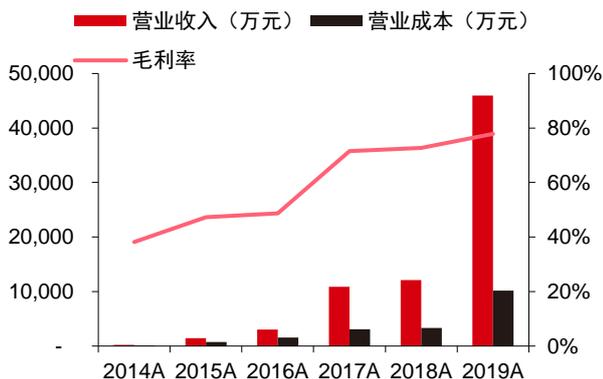
图 25：2018 年中国砂石矿上结构（单位：家）



资料来源：中国砂石协会，中信证券研究部

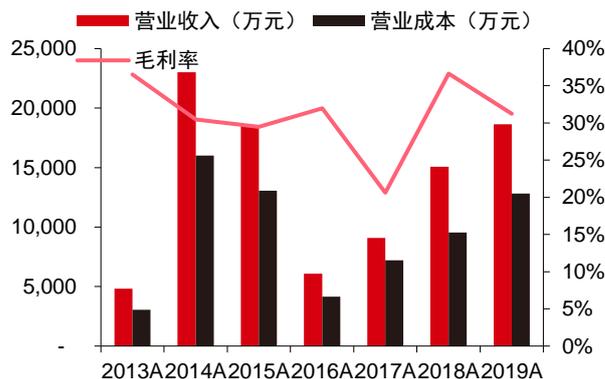
公司从 2014 年开始布局砂石骨料业务,截止 2019 年底已拥有骨料产能约 300 万吨,骨料业务营业收入达到 4.60 亿元,同比大幅增长 280%,同时毛利率高达 77.84%,在矿山资源门槛提升的背景下,公司骨料业务的高毛利情况有望继续维持。

图 26：公司砂石骨料业务收入成本及毛利率



资料来源：中国砂石协会，中信证券研究部

图 27：公司混凝土业务收入成本及毛利率



资料来源：中国砂石协会，中信证券研究部

对比行业不同公司的自备矿山资源,我们可以参考水泥熟料产销量与骨料产能的比值,比值越小,说明公司用自身骨料资源来生产水泥熟料的比例越多,自备矿山资源占比更高。通过对比 2019 年行业主要龙头公司,可以发现上峰水泥这一比值在 5 左右,低于海螺水泥和祁连山。

考虑到未来公司规划在安徽、浙江各基地进一步提升骨料项目规模,其中在宁夏区域投资新建设 500 万吨骨料项目,计划到 2021 年骨料产能达到 1000 万吨水平,因此未来公司的矿山资源占比有望进一步提升,骨料业务也有望成为公司新的业务增长点。

表 7：行业可比公司自备骨料产能对比（单位：万吨）

	骨料产能	水泥熟料产销量	水泥熟料/骨料
上峰水泥	300	1,632	5.4
海螺水泥	5,530	43,200	7.8
华新水泥	3,950	7,693	1.9
祁连山	30	2,267	75.3

资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部

水泥窑协同处置是水泥工业提出的一种新的废弃物处置手段，它是指将满足或经过预处理后满足入窑要求的固体废物投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时实现对固体废物的无害化处置过程。截止 2019 年 8 月，水泥窑协同处置危废投产能力达 460 万吨，占行业总危废经营能力的 4.4% 左右。

由于水泥窑本身具有燃烧装置，相比于传统的危废处置方法，水泥窑协同处置危废具有初始投资成本较低、处置量大等优势。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。

表 8：水泥窑与焚烧炉处置危废对比

	物料温度(°C)	气体温度(°C)	气体停留时间(秒)	回转窑转速(转/分钟)
水泥回转窑	1450	2200	>6	3.3-3.8
焚烧炉	1100	1450	<3	0.2-2

资料来源：能源研究与管理，中信证券研究部

在水泥协同处置危废的市场空间测算上，2017 年工业危废产生量 6937 万吨左右，人均不到 50 公斤，由于现有统计口径存在漏报和统计过程之中存在瞒报，预计当前我国工业危废产生量已超过 1 亿吨，以危废处理收入 2500 元/吨计，危废处理市场规模可达 2500 亿左右。

目前水泥窑协同处置危废项目在批及再建项目约 60 个，整个水泥行业仍处于协同处置危废发展高峰期。未来若整个水泥行业的危废处置能力全部释放，年处置危废能力将达到 1800 万吨/年左右，预计相应的市场空间可达到 450 亿元。

图 28：全国危险废物产生量



资料来源：Wind，中信证券研究部

对上峰水泥而言，公司依托上峰杰夏现有铜陵年产 33 万吨危废、固废、生活垃圾处理；宁夏年产 16.8 万吨危废处理；在宁夏总量 109 万方危废填埋的基础上，计划再利用其他现有水泥窑或新项目水泥窑增加危废处理约 30 万吨。另外，公司通过收购的萌成建材控股子公司宁夏萌生环保科技有限公司拥有水泥窑协同处置和安全填埋场等环保项目。结合公司发展规划，我们预计到 2021 年水泥窑协同处置业务收入有望逐渐增长到占公司营业收入比重的 30%以上。

■ 竞争优势之三：现金流充沛，ROE 水平较优

企业持续经营的前提是拥有充沛的现金流，才能够应对经营中突发情况和困难。一般市场对于上市公司比较关注净利润的增长情况，那对于企业是否真的赚到了真金白银，我们可以参考净利润含金量这个指标，即经营活动所产生的现金流量净额与净利润的比值。我们可以拿上峰水泥与水泥行业的其他龙头公司海螺水泥、华新水泥和塔牌集团来对比，2014 年以来上峰水泥的净利润含金量均值达到 213%，显著高于理想均值 100%，同时相比海螺水泥等龙头而言也占据一定的优势。

表 9：上峰水泥与其他龙头公司净利润含金量对比

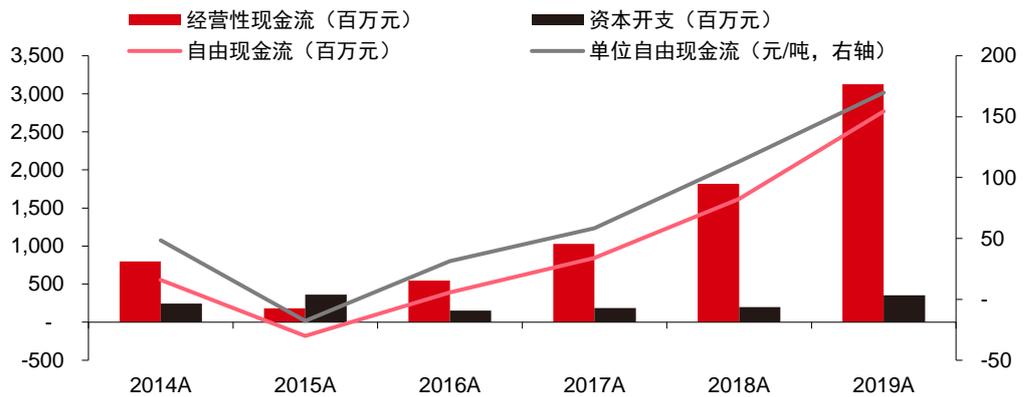
时间	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
上峰水泥	2.16	2.97	3.75	1.30	1.23	1.34
海螺水泥	1.61	1.32	1.55	1.10	1.21	1.21
华新水泥	3.14	26.79	6.85	1.88	1.52	1.53
塔牌集团	1.89	2.75	2.14	1.32	1.52	1.20

资料来源：Wind，中信证券研究部

上峰水泥的现金流质量比较健康，那公司未来每年能产生多少自由现金流呢？企业的自由现金流测算可以用经营性现金流净额扣除资本支出，可以看出，随着公司业务规模的不断扩大及水泥价格高位运行，近年来自由现金流已达到 20 亿左右的水平，单位水泥熟料的自由现金流达到 150 元/吨左右。

考虑到水泥行业整体竞争格局得到明显改善、企业之间协同性提升，预计未来几年水泥价格较难再次出现大幅下滑至 2015~2016 年的低位水平，因此预计公司单位自由现金流仍可稳定在 100 元/吨以上水平。

图 29: 上峰水泥历年来自由现金流情况



资料来源: 上峰水泥公告, 中信证券研究部

未来公司能否持续保持高质量经营, 我们可以关注净资产收益率指标, 每股净资产投入是否能为公司创造稳定的收入。可以看到, 2016 年以来上峰水泥的 ROE 从 10% 大幅提升至近 50%, ROE 提升主要来自于销售净利率水平的改善。在行业供需格局稳定及协同性提升的情况下, 预计公司 ROE 水平有望维持高位水平。

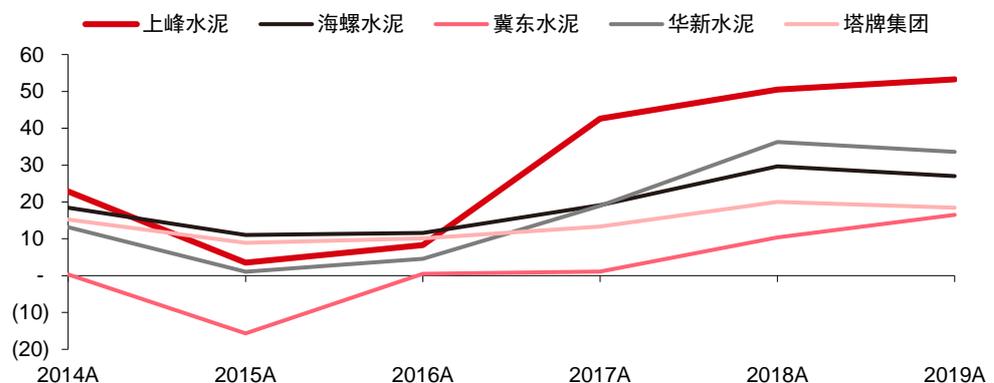
表 10: 上峰水泥净资产收益率杜邦拆解

时间	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
销售净利率	13.50%	2.97%	4.77%	16.74%	28.03%	32.08%
资产周转率	0.76	0.47	0.56	0.78	0.82	0.88
权益乘数	2.17	2.51	3.63	2.55	1.96	1.71
净资产收益率	22.26%	3.50%	9.70%	33.30%	45.05%	48.27%

资料来源: Wind, 中信证券研究部

横向对比来看, 2017 年以来上峰水泥 ROE 水平基本处于行业较高水平, 改善幅度也明显好于行业其他龙头公司, 显示上峰水泥的经营质量在行业中处于较优水平。

图 30: 水泥行业主要公司 ROE 比较 (单位: %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

因此, 上峰水泥优质的经营状况及充沛的现金流有利于保障未来顺利实施公司的资产扩张计划, 从而进一步提升公司的内在价值。

■ 风险因素

房地产与基建投资不及预期；

新增产能释放过多，行业竞争恶化；

产业链延伸进度较慢；

■ 盈利预测、估值与投资评级

盈利预测

我们对公司水泥及熟料业务的主要假设如下。

表 11：公司熟料业务经营情况预测

熟料业务	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
熟料产能（万吨）	1,200	1,200	1,200	1,200	1,300	1,300	1,450	1,600
产能利用率	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.52%	96.00%	95.00%	95.00%
熟料产量（万吨）	1,140.00	1,140.00	1,140.00	1,140.00	1,241.71	1,248.00	1,377.50	1,520.00
YoY		0.00%	0.00%	0.00%	9.11%	0.51%	10.38%	10.34%
熟料外销（万吨）	623.93	563.21	472.14	466.73	503.70	508.60	560.08	618.74
YoY		-9.73%	-16.17%	-1.15%	7.92%	0.97%	10.12%	10.47%
熟料外销占比	54.73%	49.40%	41.42%	40.94%	40.57%	40.75%	40.66%	40.71%
熟料单位售价（元/吨）	124.22	147.84	251.58	339.84	338.60	341.98	341.98	341.98
YoY		19.02%	70.17%	35.08%	-0.37%	1.00%	0.00%	0.00%
熟料单位成本（元/吨）	107.87	121.40	146.40	152.15	141.24	138.42	139.80	141.20
YoY		12.54%	20.60%	3.93%	-7.17%	-2.00%	1.00%	1.00%
熟料业务营业收入（万元）	77,502	83,266	118,783	158,616	170,552	173,934	191,539	211,598
YoY		7.44%	42.65%	33.53%	7.53%	1.98%	10.12%	10.47%
熟料业务营业成本（万元）	67,304	68,372	69,121	71,012	71,143	70,399	78,300	87,365
YoY		1.59%	1.10%	2.73%	0.19%	-1.05%	11.22%	11.58%

资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部预测

表 12：公司水泥业务经营情况预测

水泥业务	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
水泥产能（万吨）	850	950	1,100	1,100	1,350	1,400	1,500	1,600
产能利用率	85.00%	85.00%	85.00%	88.04%	84.01%	85.00%	85.00%	85.00%
水泥产量（万吨）	722.50	807.50	935.00	968.45	1,134.09	1,190.00	1,275.00	1,360.00
YoY		11.76%	15.79%	3.58%	17.10%	4.93%	7.14%	6.67%
水泥外销（万吨）	718.50	803.03	929.82	963.09	1,127.81	1,183.41	1,267.94	1,352.47
YoY		11.76%	15.79%	3.58%	17.10%	4.93%	7.14%	6.67%
水泥单位售价（元/吨）	141.41	174.19	282.65	336.65	382.56	386.39	386.39	386.39
YoY		23.18%	62.27%	19.10%	13.64%	1.00%	0.00%	0.00%
水泥单位成本（元/吨）	117.85	135.89	184.21	191.62	198.15	194.19	196.13	198.09
YoY		15.31%	35.56%	4.02%	3.41%	-2.00%	1.00%	1.00%

水泥业务	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
水泥业务营业收入(万元)	101,600	139,878	262,817	324,223	431,457	457,255	489,916	522,577
YoY		37.68%	87.89%	23.36%	33.07%	5.98%	7.14%	6.67%
水泥业务营业成本(万元)	84,676	109,124	171,281	184,544	223,475	229,802	248,679	267,910
YoY		28.87%	56.96%	7.74%	21.10%	2.83%	8.21%	7.73%

资料来源: 上峰水泥公告, 中信证券研究部预测

估值与投资评级

近年来, 公司 PE 估值整体与行业平均水平走势较为一致, 近两年来估值水平在 7~8x 左右波动。横向对比而言, 行业主要龙头公司平均可比 PE 在 7x 左右, 其中龙头海螺水泥 PE 估值水平达到 8x 左右。

图 31: 上峰水泥 PE 估值走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

表 13: 水泥行业主要龙头公司 PE 对比

公司代码	公司名称	最新股价	EPS (元)				PE (x)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600585.SH	海螺水泥	52.91	6.34	6.67	6.90	7.02	8.35	7.93	7.67	7.54
600801.SH	华新水泥	23.71	3.02	3.06	3.38	3.55	7.85	7.75	7.01	6.68
000401.SZ	冀东水泥	16.04	2.00	2.52	2.86	3.10	8.02	6.37	5.61	5.17
002233.SZ	塔牌集团	12.03	1.45	1.74	1.91	2.02	8.30	6.91	6.30	5.96
	平均						8.13	7.24	6.65	6.34

资料来源: Wind, 中信证券研究部

结合行业水泥价格预期及公司经营规划, 我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 3.22/3.77/4.36 元, 当前股价 23.61 元, 对应 PE 分别为 7/6/5x。考虑到公司未来的成长性及较好的经营质量, 我们给予公司 2021 年 PE8x, 对应目标价 30.16 元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 14: 上峰水泥盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,304.6	7,412.1	8,182.2	9,165.0	10,266.4
营业收入增长率	15.6%	39.7%	10.4%	12.0%	12.0%
净利润(百万元)	1,472.4	2,331.5	2,622.2	3,069.3	3,550.6

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润增长率	86.0%	58.4%	12.5%	17.1%	15.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.81	2.93	3.22	3.77	4.36
毛利率%	46.70%	48.80%	51.90%	53.42%	54.85%
净资产收益率 ROE%	42.62%	42.94%	35.82%	31.96%	29.03%
每股净资产（元）	4.25	6.67	9.00	11.80	15.03
PE	13	8	7	6	5
PB	5.56	3.54	2.62	2.00	1.57

资料来源：上峰水泥公告，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,305	7,412	8,182	9,165	10,266
营业成本	2,827	3,795	3,935	4,269	4,635
毛利率	46.70%	48.80%	51.90%	53.42%	54.85%
营业税金及附加	61	120	116	128	152
销售费用	109	134	168	181	199
营业费用率	2.05%	1.80%	2.05%	1.97%	1.94%
管理费用	266	323	368	424	461
管理费用率	5.02%	4.36%	4.50%	4.63%	4.50%
财务费用	93	62	61	68	79
财务费用率	1.74%	0.84%	0.74%	0.74%	0.77%
投资收益	34	2	10	15	9
营业利润	1,982	3,160	3,579	4,156	4,819
营业利润率	37.36%	42.64%	43.74%	45.35%	46.94%
营业外收入	8	3	4	5	4
营业外支出	15	11	10	12	11
利润总额	1,975	3,152	3,573	4,149	4,812
所得税	488	774	911	1,034	1,203
所得税率	24.71%	24.55%	25.50%	24.92%	24.99%
少数股东损益	15	47	39	46	59
归属于母公司股东的净利润	1,472	2,331	2,622	3,069	3,551
净利率	27.76%	31.46%	32.05%	33.49%	34.58%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,975	3,152	3,573	4,149	4,812
所得税支出	-488	-774	-911	-1,034	-1,203
折旧和摊销	298	346	349	387	425
营运资金的变化	-34	423	-526	-667	-741
其他经营现金流	67	-22	17	6	1
经营现金流合计	1,818	3,125	2,501	2,842	3,295
资本支出	-198	-355	-600	-500	-500
投资收益	34	2	10	15	9
其他投资现金流	-398	-754	35	46	69
投资现金流合计	-561	-1,107	-556	-438	-422
发行股票	4	99	0	0	0
负债变化	3,369	2,349	-251	-7	-116
股息支出	-81	-325	-732	-787	-921
其他融资现金流	-4,276	-2,504	-61	-68	-79
融资现金流合计	-985	-381	-1,044	-861	-1,116
现金及现金等价物净增加额	271	1,637	902	1,542	1,757

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	915	2,780	3,682	5,224	6,981
存货	1,145	903	1,238	1,708	1,947
应收账款	145	181	229	275	411
其他流动资产	1,300	1,188	1,413	1,661	1,774
流动资产	3,505	5,053	6,562	8,867	11,113
固定资产	2,218	2,652	2,891	2,993	3,057
长期股权投资	179	202	202	202	202
无形资产	718	1,393	1,343	1,293	1,243
其他长期资产	383	600	661	722	783
非流动资产	3,497	4,846	5,097	5,210	5,284
资产总计	7,002	9,899	11,659	14,077	16,397
短期借款	813	1,197	947	940	824
应付账款	376	638	629	656	556
其他流动负债	2,018	1,999	2,089	2,158	2,005
流动负债	3,207	3,834	3,664	3,754	3,385
长期借款	131	52	52	52	52
其他长期负债	97	234	234	234	234
非流动性负债	229	286	286	286	286
负债合计	3,436	4,120	3,950	4,039	3,671
股本	814	814	814	814	814
资本公积	-964	-954	-954	-954	-954
归属于母公司所有者权益合计	3,455	5,430	7,320	9,602	12,232
少数股东权益	112	350	389	435	494
股东权益合计	3,567	5,780	7,709	10,037	12,726
负债股东权益总计	7,002	9,899	11,659	14,077	16,397

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	15.63%	39.73%	10.39%	12.01%	12.02%
营业利润增长率	87.26%	59.46%	13.24%	16.14%	15.96%
净利润增长率	85.96%	58.35%	12.47%	17.05%	15.68%
毛利率	46.70%	48.80%	51.90%	53.42%	54.85%
EBITDA Margin	44.58%	48.05%	48.20%	49.74%	51.21%
净利率	27.76%	31.46%	32.05%	33.49%	34.58%
净资产收益率	42.62%	42.94%	35.82%	31.96%	29.03%
总资产收益率	21.03%	23.55%	22.49%	21.80%	21.65%
资产负债率	49.06%	41.62%	33.88%	28.70%	22.39%
所得税率	24.71%	24.55%	25.50%	24.92%	24.99%
股利支付率	22.10%	31.41%	30.00%	30.00%	30.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。