

主业静待转机，价值具备重估空间

华泰研究

2022年10月10日 | 中国内地

首次覆盖

水泥

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

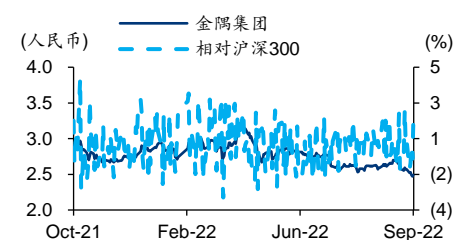
3.72

研究员	龚劼
SAC No. S0570519110002	gongjie@htsc.com
SFC No. BHG354	+(86) 21 2897 2097
研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

基本数据

目标价(人民币)	3.72
收盘价(人民币 截至9月30日)	2.49
市值(人民币百万)	26,588
6个月平均日成交额(人民币百万)	85.23
52周价格范围(人民币)	2.47-3.17
BVPS(人民币)	6.27

股价走势图



资料来源: Wind

双主业竞争优势明晰，首次覆盖给予“买入”

金隅集团的两大主业都培育了独具特色的竞争力。水泥业务板块，在核心市场需求持续下行的背景下，公司走出了一条通过市场整合实现规模扩张和稳定利润率的道路。房地产板块，凭借公司在高能级城市丰富的土地储备和京津地区的工业地优势，业务发展的延续性和后劲十足。虽然由于房地产市场面临的挑战和困境，公司的两大主业在需求端都正承受下行压力，但我们认为公司的独特竞争力有助于公司穿越周期。我们首次覆盖金隅集团 A 股，给予买入评级，目标价 3.72 元，基于 0.6x 2022-2023 平均 P/B，该倍数与 2016 年以来的平均 P/B 基本一致。目前公司的 P/B 较上市以来历史平均低 50%，已经大部分反映了需求端的悲观预期，房地产市场的逐步企稳有望带来价值的全面重估。2022/2023/2024 预测 EPS 分别为 0.25/0.23/0.27 元。

水泥业务：经历过充分市场考验的区域整合者和领导者

公司 90% 产能位于中国“三北”（华北、东北和西北）区域，需求自 2011 年起陆续见顶回落，但是通过市场整合，公司不仅实现了规模和市场份额的扩张，也稳定了所整合区域的水泥价格和利润率，使水泥业务的发展逐步摆脱了对市场总需求增长的依赖。我们认为在更艰难的需求环境下积累的成功经验已经成为公司的核心竞争力，有助于公司继续通过区域市场的整合获得稳健的成长。除了占据绝对主导地位的华北市场，公司在东北和陕西市场同样具备了较强的竞争力，有潜力成为这些区域市场整合的主要推动者之一。

地产业务：高能级城市土储丰厚，工业用地资源令发展更添后劲

截至 2022 年 6 月，公司房地产开发业务的土地储备 692 万平方米（相当于 2021 年合同销售面积的 4.6 倍），其中 19% 位于一线城市、71% 位于二线城市，高能级城市的优质土地储备丰厚。此外，随着工业厂房逐步在政府引导下搬离城市核心区域，公司在北京和天津拥有的 759 万平方米工业用地资源也是公司在房地产开发业务方面的隐形财富。结合公司工业用地开发方面的丰富经验，为地产业务的发展提供了更可持续的推动力。

房地产市场冷却下静待转机，价值具备重估空间

虽然低迷的房地产销售仍然在延续，我们预计公司的独特竞争优势有助于更好抵御市场波动。考虑到公司目前估值较上市以来平均 P/B 低 50%，已经较为充分反映了对需求的悲观预期。我们预计在需求逐步企稳后，具备重估的空间。公司部分运营类资产的公募 REITS 发行、房地产市场的逐步企稳都有望成为催化剂。

风险提示：水泥行业竞合生态弱于预期，房地产销售企稳缓于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	108,005	123,634	115,926	119,416	120,489
+/-%	17.61	14.47	(6.24)	3.01	0.90
归属母公司净利润(人民币百万)	2,844	2,933	2,643	2,451	2,859
+/-%	(23.01)	3.14	(9.89)	(7.28)	16.65
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.27	0.27	0.25	0.23	0.27
ROE (%)	4.57	4.62	4.10	3.71	4.20
PE (倍)	9.35	9.07	10.06	10.85	9.30
PB (倍)	0.42	0.42	0.41	0.40	0.38
EV EBITDA (倍)	11.74	12.00	12.88	11.76	10.91

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资主题	3
股价复盘	4
估值分析	5
水泥业务：下行期整合经验丰富，静待行业供需修复	6
京津冀市场的成功整合	7
能源成本非影响盈利的核心要素，供需关系变化更为关键	10
2023 年行业供需：基建投资延续高增长，静待需求企稳后的再平衡	10
地产业务：高能级城市丰厚土储和工业用地资源构筑优势	13
高能级城市土地储备丰厚	13
工业用地资源更添发展后劲	16
资产负债表稳健	17
盈利预测	18
风险提示	20

投资主题

我们首次覆盖金隅集团-A，给予买入评级。我们认为公司在水泥和地产主业都构筑了独特的竞争优势，有助公司更好地应对需求的波动。尽管当下房地产市场依然低迷，水泥和地产业务短期均将继续面对市场的挑战，但我们认为不利的市场前景已经大部分被股价反映。我们认为如果房地产市场能逐步企稳，水泥和地产主业的利润率仍然有上行空间，带动公司实现价值重估。

水泥业务方面，虽然经历了需求长期的趋势性回落(2021年华北/东北/陕西市场较峰值分别回落 18.6%/37.1%/26.5%)，通过区域兼并收购和深入的业务整合，公司的规模和市场份额得到了扩张，盈利水平维持平稳，是水泥业务的发展摆脱了对市场总需求的依赖。凭借过往的成功经验，我们认为公司有望继续扮演区域市场的整合者的角色，在水泥需求缺乏增量的存量时代维持稳健的规模和盈利增长。

地产业务方面，公司土地储备质优量大。截至 1H22 在手土储达到 692 万平米，相当于 2021 年销售规模的 4.6 倍。其中 90%位于一线和二线城市。平均楼面价 11,770 元/平米，相比于销售价格(2021 年预售均价：25,228 元/平米)，利润空间可观。此外，公司还在北京拥有 192 万平米的工业用地，在天津拥有 567 万工业用地。伴随工业厂房逐步迁出城市核心区，我们认为这一独特的工业用地资源优势与核心城市丰富的房地产项目开发和运营经验的结合，将为公司房地产业务的发展提供了更强的后劲。

有别于市场的认识：

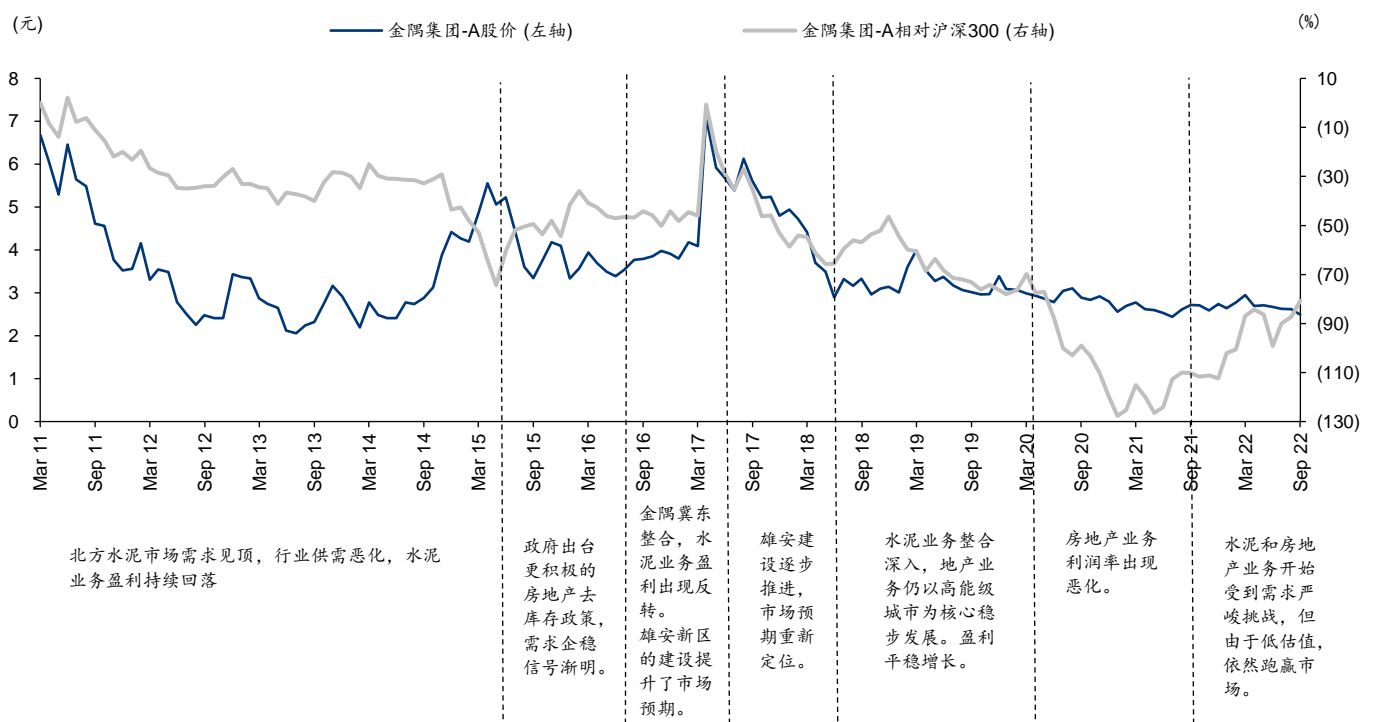
1. 我们认为水泥行业的竞争格局仍然健康。尽管 2022 年水泥价格出现了快速的回落，我们认为需求的超预期回落是其中的主要矛盾。水泥行业避免价格恶性竞争、维护良好生态的共识依然稳固。我们认为 2023 年更为平稳的供需会带来更好的竞合效果。
2. 我们认为公司未来水泥业务的成长仍将稳健。虽然公司所在区域市场需求已经见顶回落，但我们认为公司通过份额的提升仍然能获得稳健的规模扩张。公司在成本管控、环保排放、规模效应等方面的竞争优势有助于公司获得更强的市场话语权。同时，公司在华北市场成功的整合经验也有助于在其他继续复制。我们认为公司将继续成为未来北方市场整合的领导者。
3. 我们认为公司未来房地产市场的地位将得到提升。在房地产企业普遍受到市场和融资能力的双重挤压下，公司在高能级市场的优质土储以及工业用地资源有望进一步强化供需后续的发展优势。

股价复盘

公司上市以来股价表现可以总体分为 7 个阶段：

- 2011 年 3 月-2015 年 5 月，由于北方水泥需求见顶，而供给依然增长，北方水泥行业供需关系快速恶化。公司水泥业务吨毛利从 2011 年的 66 元/吨回落至 2015 年的 18 元/吨。受水泥业务利润率恶化影响，公司股价表现显著落后于指数(相对沪深 300 收益为 -74.4%)。
- 2015 年 6 月-2016 年 6 月，随着供给侧改革“三去一降一补”(去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板)等相关政策逐步推出和落地，水泥行业需求逐步企稳，供给增长也开始趋于缓和。公司股价表现略优于指数(相对沪深 300 收益为+1.8%)。
- 2016 年 7 月-2017 年 4 月，公司此阶段表现显著强于指数(相对沪深 300 收益为+100.0%)，主要由于：1. 公司推进冀东发展的整合，京津冀地区的竞争格局出现显著改善；2. 雄安新区设立，市场对由此带来的公司发展大幅提升了预期。
- 2017 年 5 月-2018 年 6 月，随着雄安新区规划的逐步成型，市场对公司的发展速度进行了重新定位，公司股价表现落后于指数(相对沪深 300 收益为-61.2%)。
- 2018 年 7 月-2020 年 3 月，水泥业务整合逐步深入，盈利水平进一步提升。房地产业务延续高能级市场为核心的战略。公司总体盈利能力稳步提升。此阶段公司股价表现略逊于指数 (相对沪深 300 收益为-2.1%)。
- 2020 年 4 月-2021 年 12 月，高能级城市商品房限价、土地市场竞争激烈的影响开始体现，房地产业务的利润率出现了显著下滑。公司股价表现落后于指数(相对沪深 300 收益为-42.3%)。
- 2022 年 1 月至 2022 年 9 月，公司的价值优势开始得到体现。虽然水泥和地产两大主业均受到需求端的挑战，但是股价表现优于指数(相对沪深 300 收益+14.0%)。

图表 1：金隅集团-A 上市以来股价回顾



资料来源：Wind；公司公告；华泰研究

估值分析

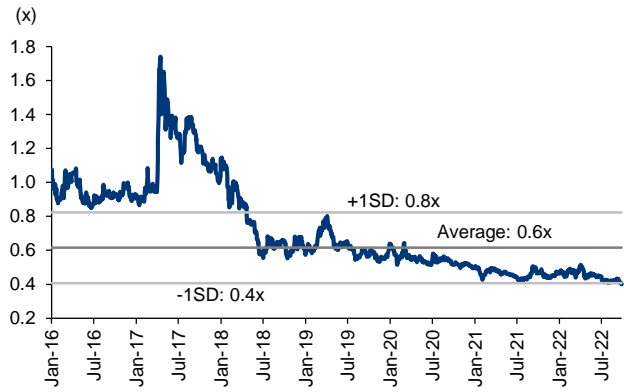
我们给予公司 3.72 元目标价, 基于 0.6x 2022-2023 年 P/B, 与 2016 年以来平均市净率(P/B) 一致。由于公司业务均面临需求挑战, 短期盈利的能见度较低, 我们认为用 P/B 法可以更好反映公司价值。我们的目标价隐含 11.2x 2023 年 P/E, 较公司上市以来的平均 P/E 折价 19%, 我们认为这一折价水平亦能较充分反映公司水泥和地产主业在需求端面临的挑战。

图表2: 金隅集团-A P/E band



资料来源: Wind; 华泰研究

图表3: 金隅集-A 团 P/B band



资料来源: Wind; 华泰研究

我们盈利预测和目标价的不确定性主要来自于水泥价格和房地产业务毛利率的假设。根据我们的敏感性分析, 水泥价格和房地产业务毛利率降低 5 元/吨和 1 个百分点, 公司 2023 年净利润分别降低 6.6%/4.8%, 令目标价隐含的 2023 年 P/E 上升 0.8x/0.6x, 对公司的目标价影响约 0.12%/0.09%。

图表4: 核心假设对 2023 年净利润的敏感性分析

2023E 净利润 (百万元)		房地产业务毛利率				
		11%	12%	13%(基础假设)	14%	15%
水泥价格(元/吨)	360	1,894	2,011	2,128	2,245	2,362
	365	2,056	2,173	2,289	2,406	2,523
	370(基础假设)	2,217	2,334	2,451	2,568	2,684
	375	2,378	2,495	2,612	2,729	2,846
	380	2,540	2,656	2,773	2,890	3,007

资料来源: 华泰研究预测

图表5: 核心假设对目标价的敏感性分析

目标价 (元)		房地产业务毛利率				
		11%	12%	13%(基础假设)	14%	15%
水泥价格(元/吨)	360	3.70	3.70	3.71	3.71	3.71
	365	3.70	3.71	3.71	3.71	3.72
	370(基础假设)	3.71	3.71	3.72	3.72	3.72
	375	3.71	3.72	3.72	3.72	3.73
	380	3.72	3.72	3.73	3.73	3.73

资料来源: 华泰研究预测

图表6: 核心假设对目标价所隐含的 2023E P/E 的敏感性分析

目标价隐含 2023E P/E		房地产业务毛利率				
		11%	12%	13%(基础假设)	14%	15%
水泥价格(元/吨)	360	14.0x	13.2x	12.5x	11.8x	11.3x
	365	12.9x	12.2x	11.6x	11.0x	10.5x
	370(基础假设)	12.0x	11.4x	10.8x	10.4x	9.9x
	375	11.2x	10.7x	10.2x	9.7x	9.3x
	380	10.5x	10.0x	9.6x	9.2x	8.8x

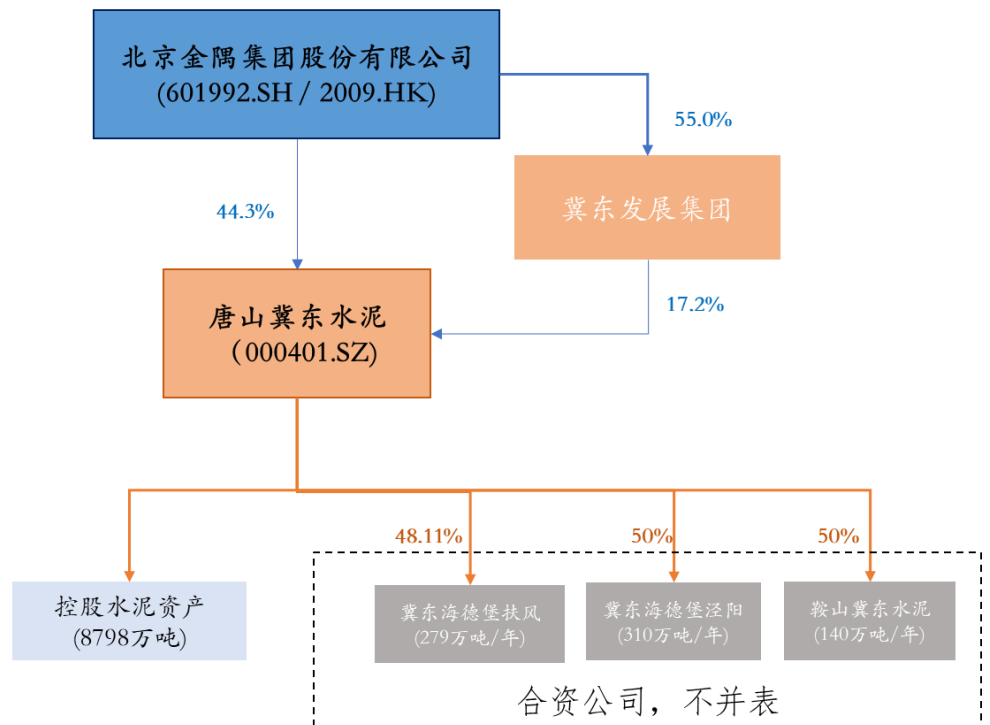
资料来源: 华泰研究预测

水泥业务：下行期整合经验丰富，静待行业供需修复

我们认为公司对于水泥需求下行期的应对经验更为丰富。公司 90%产能位于中国“三北”(华北、东北和西北)区域，华北、东北和陕西市场需求分别于 2011 年、2013 年和 2014 年见顶后开始回落。相比其他大部分大型水泥企业，公司更早地经历了水泥需求的持续下行。在这样相比于其他大型水泥企业更为艰苦的市场环境下，公司的水泥业务的发展并未停滞，通过市场收购和进一步的管理整合，公司水泥业务的量价均实现了增长，已经逐步摆脱了对市场总需求增长的依赖。我们认为在更艰难的需求环境下积累的成功经验已经成为公司水泥业务的核心竞争力，有助于未来继续通过整合市场获得稳健的成长。

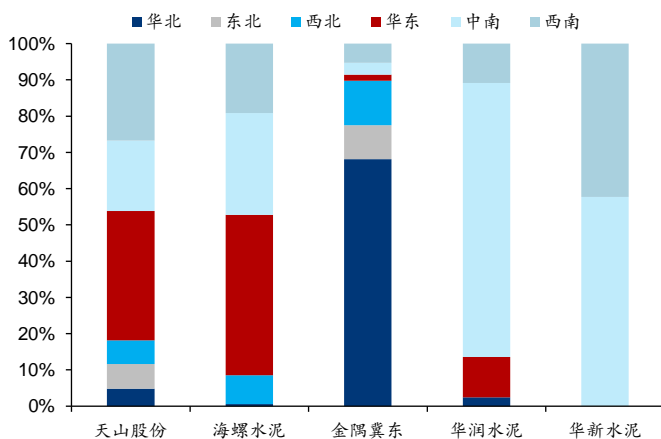
图表7：金隅集团水泥资产

金隅集团水泥资产



注：产能截至 2022 年 6 月
资料来源：数字水泥网;公司公告;华泰研究

图表8：五大水泥企业国内熟料产能分布



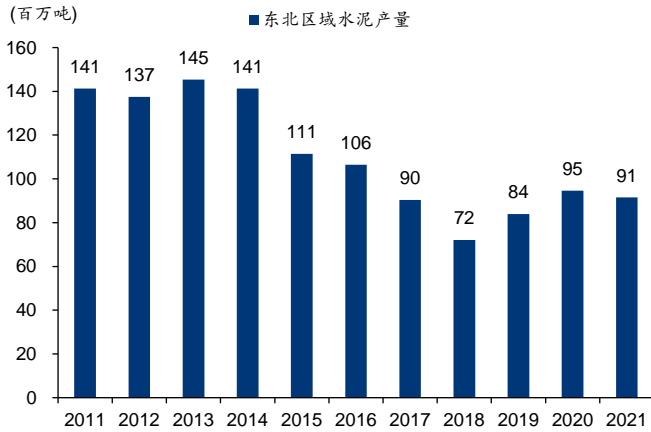
资料来源：数字水泥网；华泰研究

图表9：华北区域水泥需求 2011 年已见顶



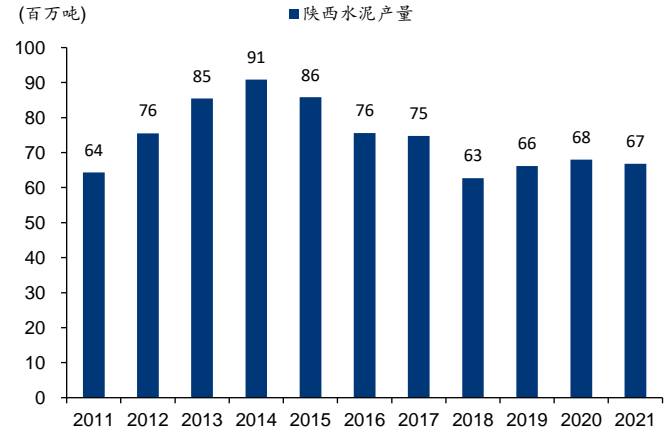
资料来源：数字水泥网；华泰研究

图表10: 东北区域水泥需求 2013 年见顶



资料来源: 数字水泥网; 华泰研究

图表11: 陕西市场水泥需求 2014 年已见顶



资料来源: 数字水泥网; 华泰研究

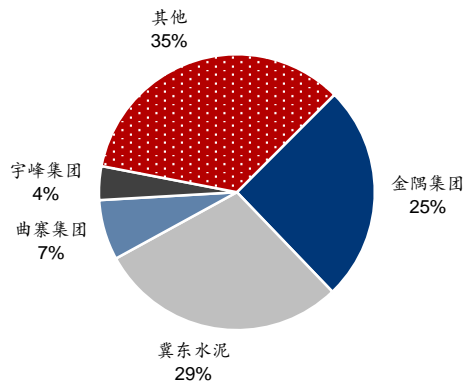
京津冀市场的成功整合

我们认为京津冀市场的成功整合是过去 10 年公司水泥业务逐步摆脱对于需求增长依赖的关键所在。因为水泥需求的见顶回落和仍然激烈的行业竞争, 水泥全行业的盈利在 2015 年出现了回落, 公司水泥业务当年也出现了亏损(当年水泥业务利润总额-4.32 亿元)。

面对北方市场的水泥需求缺乏向上弹性的不利前景, 公司在供给端展现了更多的作为。公司 2016 年逆势推动了京津冀市场整合, 而这一市场原本也是公司最具备竞争优势的区域市场。通过对冀东发展集团(55%控股权)的收购, 公司不仅实现了规模和市场份额的扩张, 也稳定了区域市场的水泥价格和盈利水平。

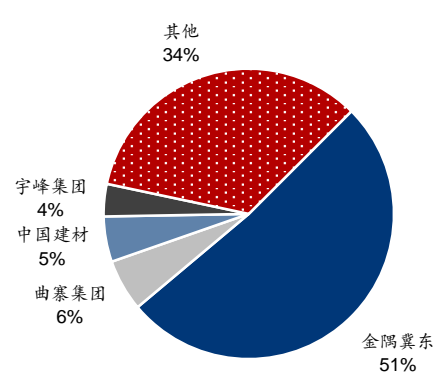
目前已经是华北市场最具影响力的企业。截至 2021 年底, 公司在京津冀区域的市场份额达到 51%。通过重塑核心区域市场的竞争格局, 并在收购完成后对公司的经营管理进行了更深入的整合和改造。我们看到公司的盈利能力有了显著的提升, 2016-2021 年公司的平均吨毛利在 87 元/吨(2011-2015 年平均 39 元/吨), 2016-2021 水泥业务的毛利率和税前利润率平均分别在 27.6%/8.7%(2011-2015 年平均 17.1%/3.9%)。虽然市场需求仍在逐步回落, 但水泥业务的盈利却得到了显著修复和提升。

图表12: 2016 年整合前京津冀市场竞争格局



资料来源: 数字水泥网; 华泰研究

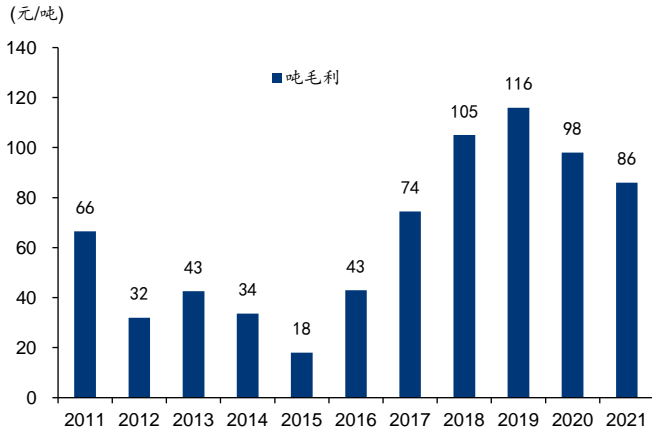
图表13: 2021 年京津冀市场竞争格局



资料来源: 数字水泥网; 华泰研究

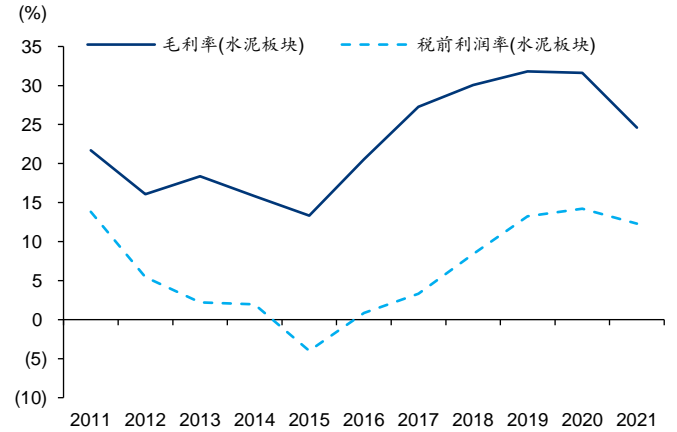
我们认为华北区域水泥需求回落的考验和行业整合的成功经验能够帮助公司继续扮演这一市场的领导者角色, 从而进一步提升公司在华北市场的份额和定价力。

图表14: 历年水泥吨毛利



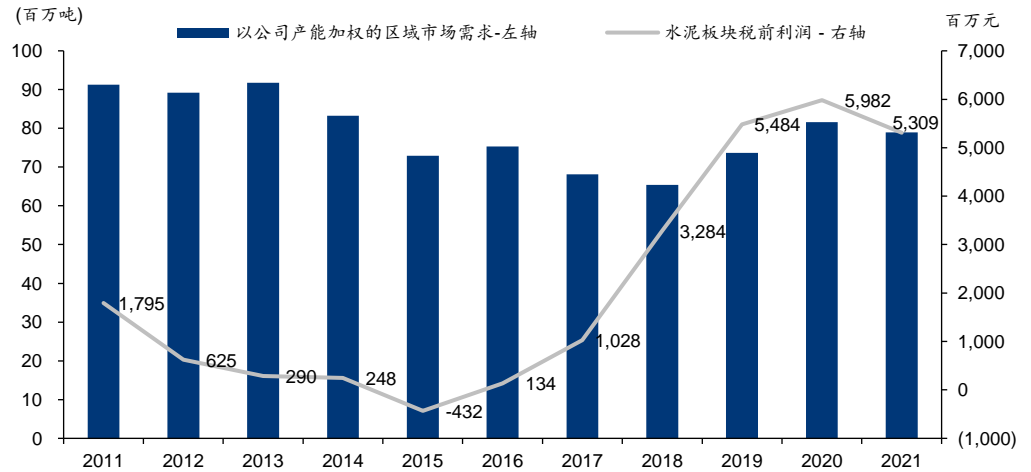
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表15: 历年水泥板块毛利率和税前利润率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表16: 需求虽见顶回落, 水泥业务利润却实现了稳步增长

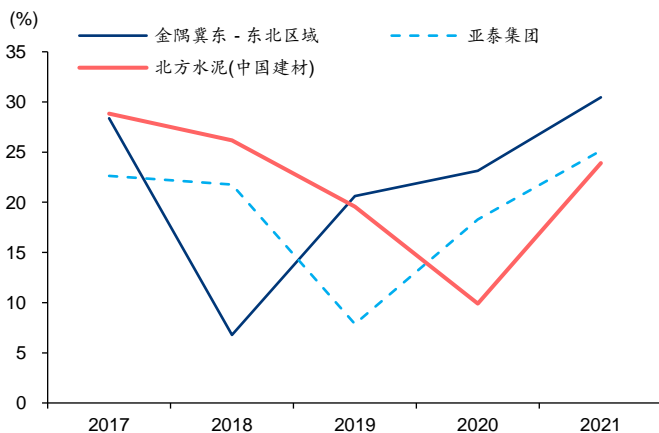


资料来源: 国家统计局; 华泰研究

东北和陕西市场竞争力强, 有望成为潜在整合推动者

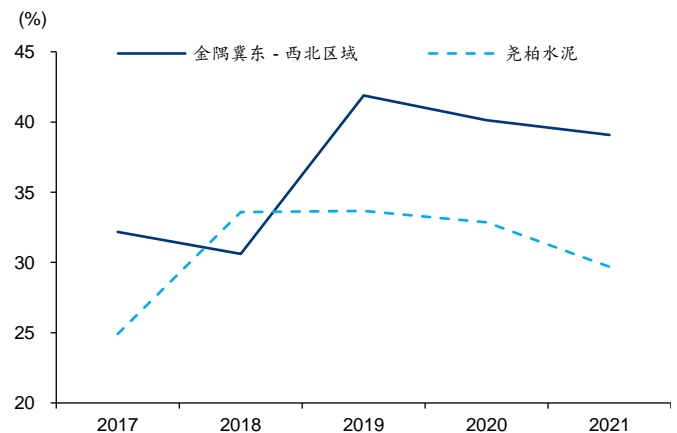
通过精益管理、生产线的优化升级, 公司在东北和陕西市场同样具备了极强的竞争力。相比之下, 在这两个区域市场份额更高的企业, 竞争力和盈利水平仍落后于公司。考虑到当前公司在这两个区域市场的份额与其竞争力并不相符, 我们认为未来的整合可能会有所延迟, 但一定不会缺席。公司有望成为其中的推动者, 使公司在水泥逐步进入存量时代下仍然能够实现稳健的成长。

图表17: 东北市场主要水泥企业毛利率



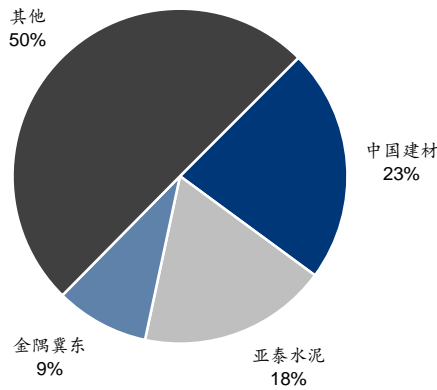
资料来源: 公司公告; 华泰研究

图表18: 陕西市场主要水泥企业毛利率



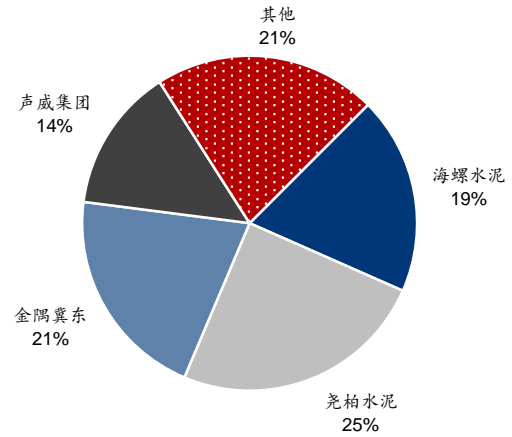
资料来源: 公司公告; 华泰研究

图表19: 东北市场竞争格局(2021)



资料来源: 公司公告; 华泰研究

图表20: 陕西市场竞争格局(2021)



资料来源: 公司公告; 华泰研究

环保和社会效益领先, 差异化错峰生产下显优势

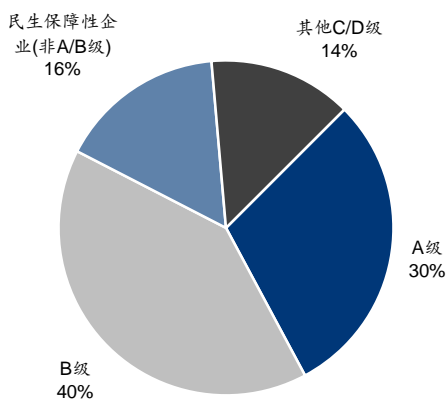
为了削减大气污染物排放, 生态环境部在 2017 年起对京津冀及周边区域的高排放企业提出了错峰生产要求。按照现有政策, 水泥企业在秋冬季的错峰生产按照差异化的原则进行, 环保绩效评价等级更高的企业在重污染天气下, 对于是否需要减产/停产具有更高的自主权。根据北京、天津、河北和山西的环保主管部门的绩效评级结果进行统计, 我们看到公司在这些区域 86% 的生产线属于民生保障性企业或在绩效评价中获得了 A 级/B 级的评价, 而区域内其他企业获得以上评级的产能占比约 47%。在执行差异化错峰生产的背景下, 我们认为公司的环保和社会效益正通过错峰生产的差异化, 在利润和经营效益上的得到进一步体现, 这对于公司在华北区域巩固竞争力有深远的意义。

图表21: 差异化生产规则下, 绩效等级高的企业具备更强自主权

	民生保障性企业	A 级	B 级	C 级	D 级
黄色预警	自主减排	自主减排	自主减排	减产 50%	停产
橙色预警	自主减排	自主减排	减产 20%	停产	停产
红色预警	自主减排	自主减排	停产	停产	停产

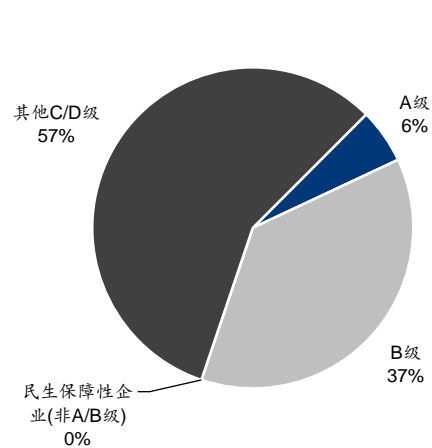
资料来源: 生态环境部; 华泰研究

图表22: 金隅冀东生产线绩效评价(京津冀晋地区 2020-2021)



资料来源: 各省生态环境厅; 华泰研究

图表23: 其他水泥企业生产线绩效评价(京津冀晋地区 2020-2021)



资料来源: 各省生态环境厅; 华泰研究

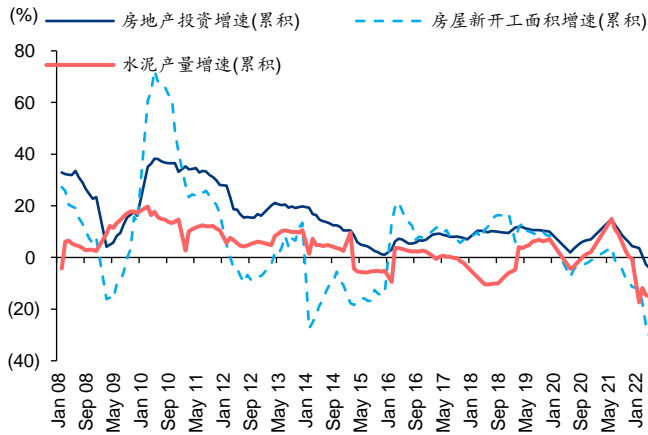
能源成本非影响盈利的核心要素，供需关系变化更为关键

2H21 以来，煤价出现大幅上涨，目前依然在高位运行。虽然能源成本是水泥生产成本中的主要构成(2021 年能源及动力成本占公司熟料生产成本 62%，占水泥生产成本 45%)，但我们认为这并非影响未来行业和公司盈利的主要因素。由于：1. 水泥并无替代品，用户的使用需求很少因为水泥价格的上涨而消退；以及 2. 所有水泥企业基本都已煤炭为主要生产原料，几乎没有企业能够避免煤价上升的影响，行业的供需关系往往是决定水泥业务盈利的最主要因素。在行业供需关系好转阶段，公司能更多能充分将能源成本的上涨向下游传导，而供需关系恶化阶段，公司往往需要承担更多能源成本上涨带来的不利影响。行业供需关系的变化对水泥业务的利润率有着更为决定性的影响。

2023 年行业供需：基建投资延续高增长，静待需求企稳后的再平衡

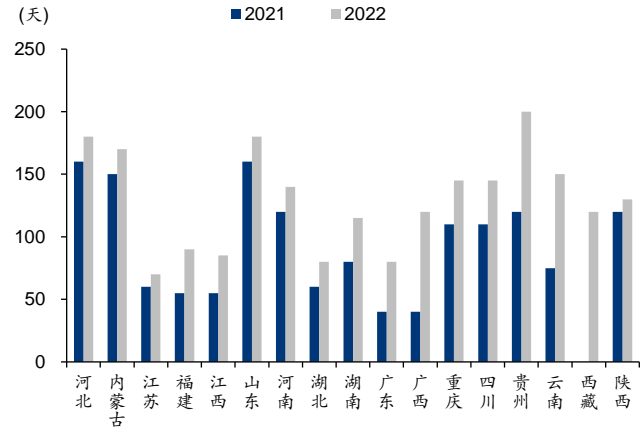
水泥价格在 2022 年出现了显著的回落。我们认为水泥行业避免恶性价格竞争、践行错峰生产提升社会效益、维护良好的全行业竞合生态的共识依然牢固，2022 年 5-7 月水泥价格的快速回落更多反映了需求端超预期的快速恶化。

图表 24：地产需求的破坏造成水泥需求出现强于往年的显著回落



资料来源：国家统计局；华泰研究

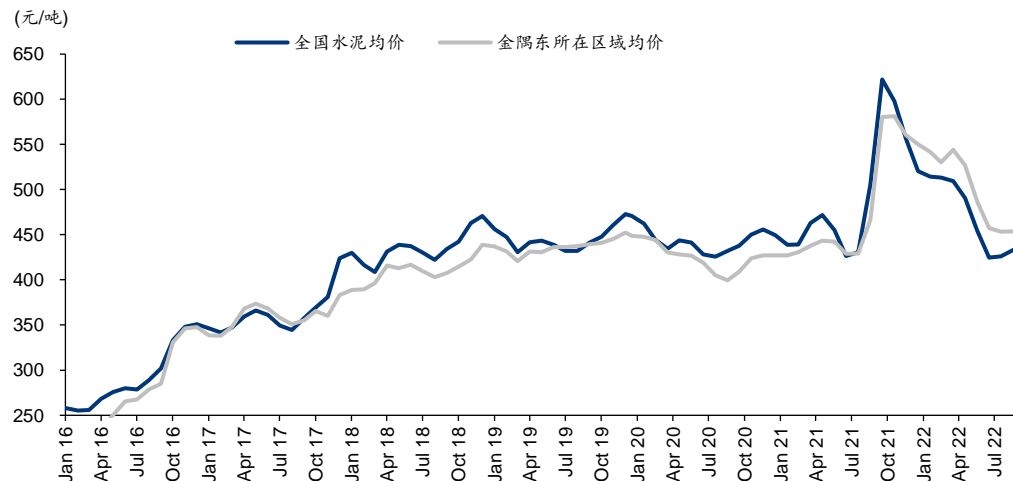
图表 25：2022 年大部分省份都明确计划了更多错峰生产



资料来源：卓创资讯；华泰研究

相比于其他区域，金隅集团所在的区域市场水泥价格更有韧性，回落幅度更小。当前金隅所在市场的水泥价格已经高于全国均价，这在以往是较为少见的局面。我们认为这一方面反映了南方市场今年需求回落的幅度更大，对市场的扰动更多，另一方面似乎也印证了，金隅集团所在市场的水泥企业更适应于需求回落的局面，应对上更加的从容。

图表 26：2022 年金隅集团所在区域水泥价格相对更优韧性

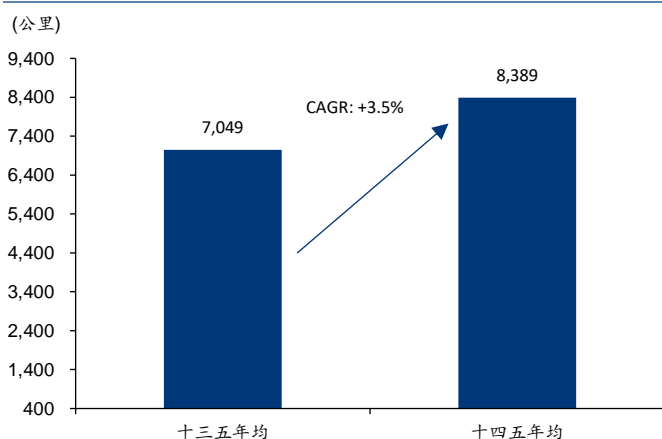


资料来源：数字水泥网；华泰研究

我们认为 2023 年水泥需求有望实现弱复苏。基建投资在 2023 年仍会扮演稳增长的重要角色。各省十四五规划中，交通基础设施建设较十三五仍有显著增长，项目储备并非瓶颈。政府也已经逐步动用了更多政策工具，为各类投资主体提供更充裕的资金支持，对冲政府收入下降的不利影响。在房地产销售延续低迷的基本假设下，地产投资 2023 年将延续回落，但是得益于较低的基数和房地产企业融资能力的边际改善，我们预计降幅有望较 2022 年放缓。水泥需求有望呈现弱复苏。

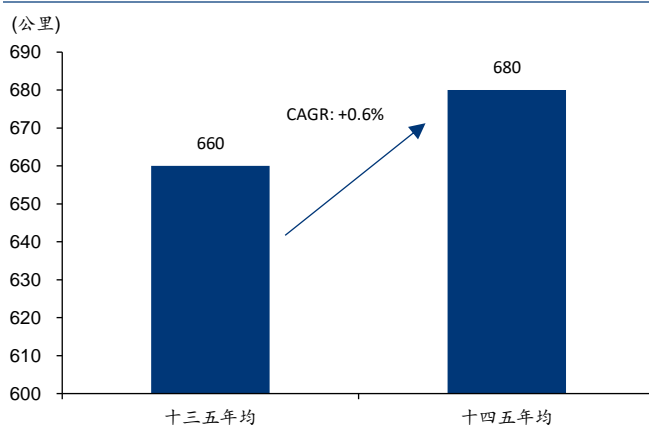
我们预计 2023 年行业通过错峰生产、节能降耗等方式对有效供给的削减会加强。在水泥需求弱复苏的背景下，我们预计阶段性的再平衡有望实现。同时，得益于更为平稳的需求，行业竞争效果亦将回归，推动供需弱平衡背景下实现更强的价格和盈利修复。

图表27: 高速公路年均建设里程 (十三五实际 vs. 十四五规划)



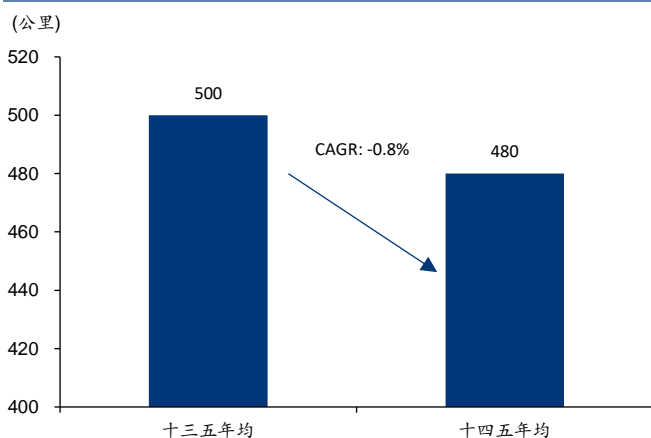
资料来源: 各省交通规划; 华泰研究

图表28: 城市轨道交通年均建设里程 (十三五实际 vs. 十四五规划)



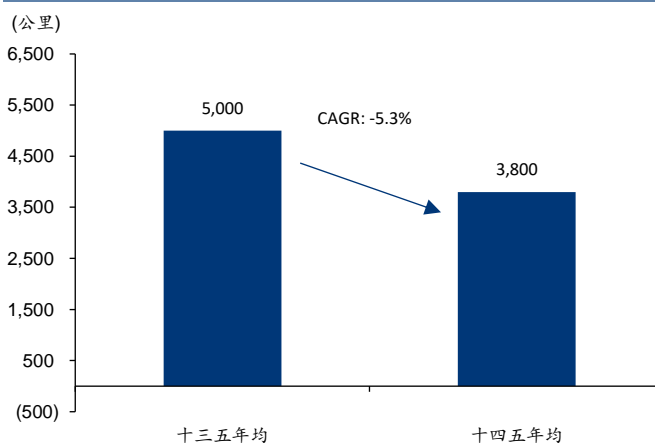
资料来源: 国务院网站; 华泰研究

图表29: 内河航道年均建设里程 (十三五实际 vs. 十四五规划)



资料来源: 国务院网站; 华泰研究

图表30: 铁路年均建设里程 (十三五实际 vs. 十四五规划)



资料来源: 国务院网站; 华泰研究

图表31: 水泥需求预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E
交通交通运输投资 (十亿元)	3,148	3,383	3,499	3,703	3,971
同比(%)	0.3	7.5	3.4	5.9	7.2
铁路投资 (十亿元)	803	782	749	734	705
同比(%)	0.0	(2.6)	(4.2)	(2.0)	(4.0)
公路运输投资 (十亿元)	2,345	2,601	2,750	2,970	3,267
同比(%)	0.4	10.9	5.7	8.0	10.0
市政基础设施建设投资 (十亿元)	7,018	6,920	6,830	7,649	8,032
同比(%)	0.3	(1.4)	(1.3)	12.0	5.0
房地产投资 (十亿元)	13,219	14,144	14,767	12,552	11,924
同比(%)	9.9	7.0	4.4	(15.0)	(5.0)
农村房屋建设面积 (百万平米)	645	525	420	336	319
同比(%)	(10.0)	(18.6)	(20.0)	(20.0)	(5.0)
工业厂房建设面积(百万平米)	712	704	814	773	812
同比(%)	(2.3)	(1.1)	15.6	(5.0)	5.0
水泥需求同比(%)	7.3	2.1	(0.5)	(6.2)	0.4

资料来源: 国家统计局; 华泰研究预测

图表32: 水泥行业供需平衡表

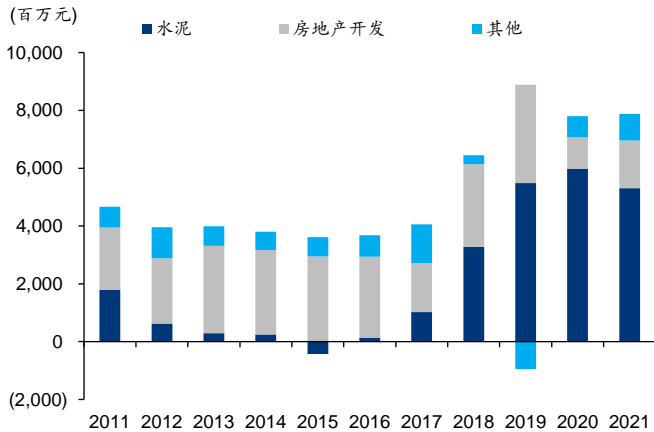
	2019	2020	2021	2022E	2023E
供给 (百万吨/年)	2,874	2,885	2,899	2,920	2,919
同比(%)	0.3	0.4	0.5	0.7	(0.0)-
总供给净增加(减少) (百万吨/年)	9	12	13	21	(0)
关停 (百万吨/年)	(18)	(42)	(31)	(27)	(20)
新投产(百万吨/年)	27	54	44	48	19
水泥产量 (百万吨)	2,330	2,375	2,363	2,217	2,227
同比(%)	7.1	1.9	(0.5)	(6.2)	0.5
总产量净增加(减少) (百万吨)	154	45	(12)	(146)	10
国内需求 (百万吨)	2,327	2,375	2,364	2,218	2,228
同比(%)	7.3	2.1	(0.5)	(6.2)	0.4
净出口(百万吨)	4	(0)	(2)	(1)	(1)
产能利用率 (%)	81.1	82.3	81.5	75.9	76.3

资料来源: 数字水泥网; 国家统计局; 海关总署; 华泰研究预测

地产业务：高能级城市丰厚土储和工业用地资源构筑优势

作为公司除水泥以外的另一支柱性主业，我们认为公司地产业务具备了独特的竞争优势。尽管当前房地产行业正受到销售市场疲软、融资渠道收紧、重点城市限价、土地价格上涨等诸多不利因素的挑战，利润率和收入增长正承受压力，凭借当前在高能级市场丰厚的土地储备、工业用地资源带来的潜在廉价土地获取机会，我们认为公司这些独特的竞争优势将有助于其从容应对市场的挑战。

图表33：各业务板块利润总额



资料来源：公司公告；华泰研究

图表34：房地产业务收入和毛利率

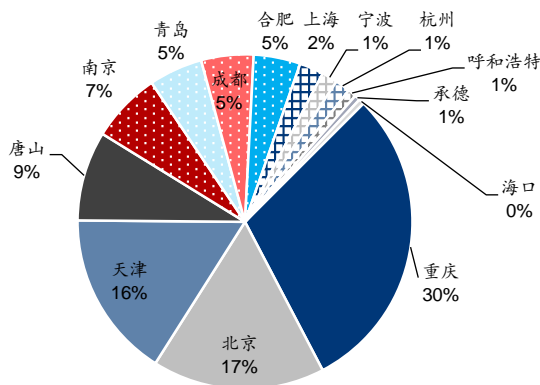


资料来源：公司公告；华泰研究

高能级城市土地储备丰厚

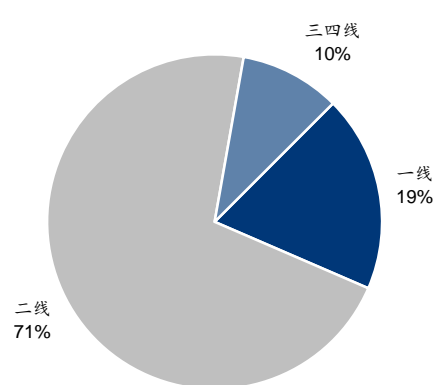
公司房地产业务地产业务方面，公司土地储备质优量大。截至1H22在手土储达到692万平方米，相当于2021年销售规模的4.6倍。其中90%位于一线和二线城市。平均楼面价11,770元/平米，相比于销售价格(2021年预售均价：25,228元/平米)，利润空间可观。

图表35：金隅集团分城市土地储备(1H22)



资料来源：公司公告；华泰研究

图表36：金隅集团按城市能级划分的土地储备占比(1H22)

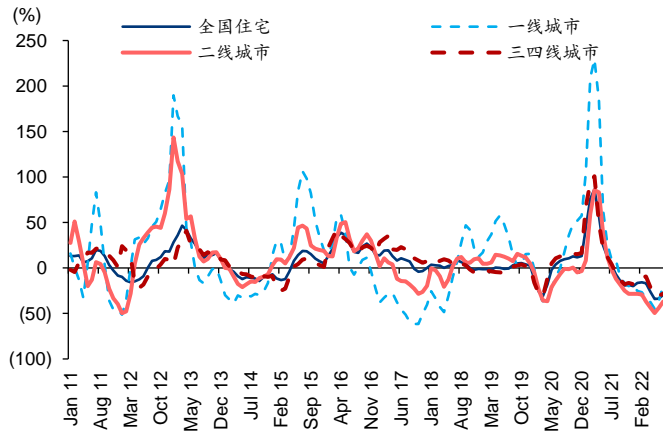


资料来源：公司公告；华泰研究

得益于一、二线城市普遍有更好的基础设施和产业基础，高能级城市对人口有更强的聚集效应。根据各地方统计局数据汇总，2010-2020年，一、二线城市的常住人口年均增长率分别在2.4%/1.8%，显著高于同期全国人口的年均累积增长率(0.5%)。尽管2022年以来，二线城市和部分一线城市的房地产销售同样出现了快速的回落，长远来看，高能级城市人口更为显著的聚集效应有望使这些市场的长期需求更显稳健。

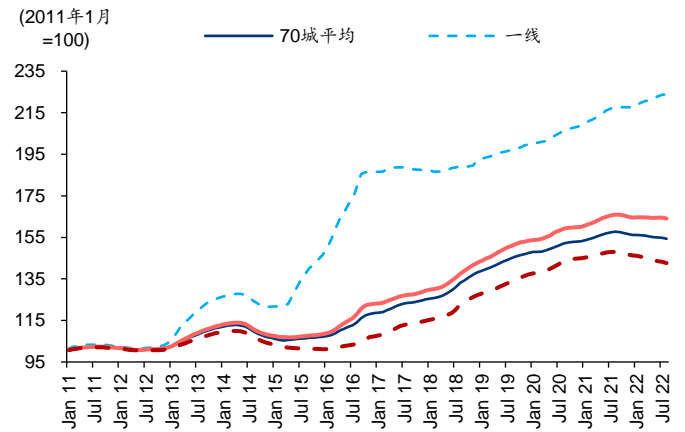
此外，一、二线房价总体更平稳，伴随各地政府对房地产市场的平稳健康发展重视度的提升、过往普遍趋紧的房地产限制政策正在逐步调整，平稳的房价表现有助于减少潜在购房者因为房价预期恶化产生更多的观望情绪，加速市场的修复。

图表37: 不同能级城市住宅销售面积增速



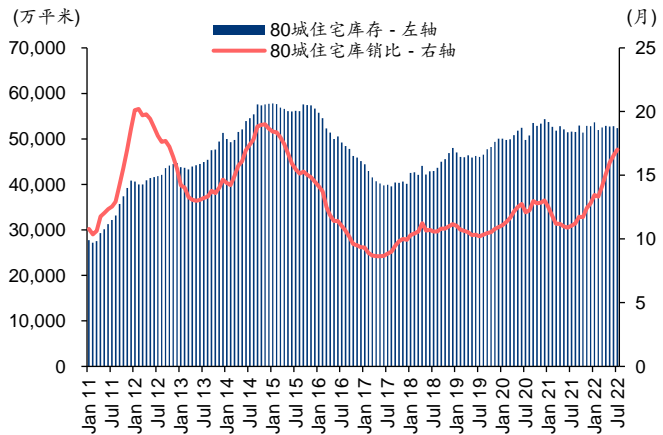
资料来源: CRIC; 国家统计局; 华泰研究

图表38: 70城新建商品住宅房价指数



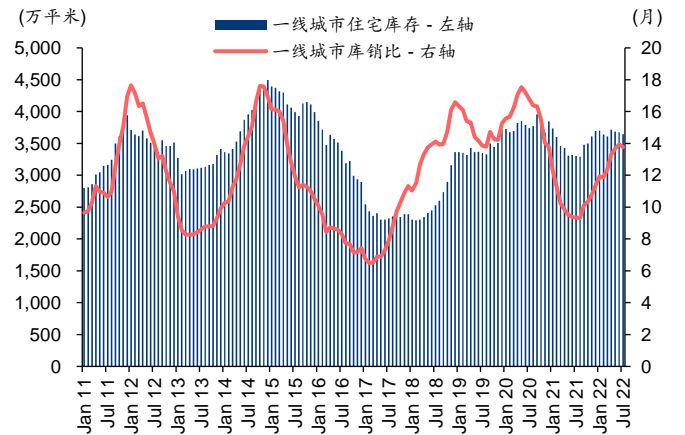
资料来源: CRIC; 国家统计局; 华泰研究

图表39: 全国 80 城住宅库存和去化周期(库销比)



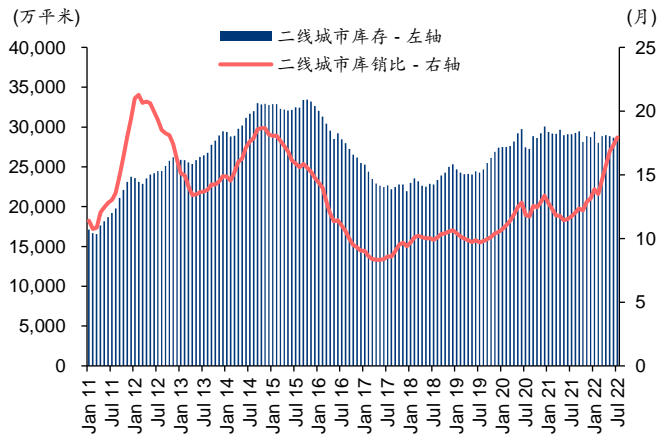
资料来源: CRIC; 华泰研究

图表40: 一线城市住宅库存和去化周期(库销比)



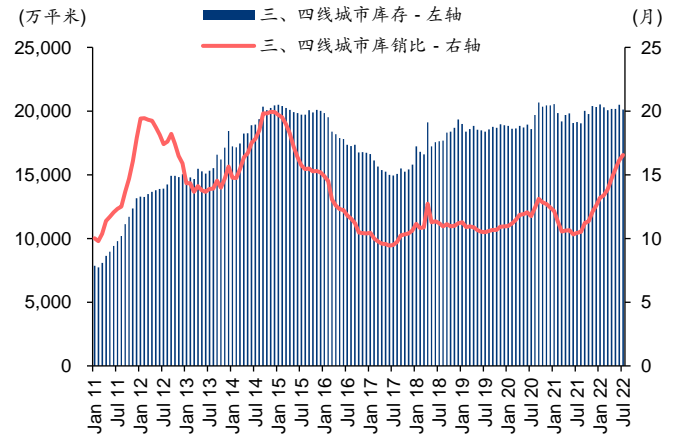
资料来源: CRIC; 华泰研究

图表41: 二线城市住宅库存和去化周期(库销比)



资料来源: CRIC; 华泰研究

图表42: 三、四线城市住宅库存和去化周期(库销比)



资料来源: CRIC; 华泰研究

图表43: 金隅集团土地储备明细(1H22)

序号	项目名称	权益土地储备面积(万平米)
普通商品房项目		
1	重庆-新都会	173
2	天津-金钟	39
3	青岛-即墨	34
4	唐山-冶金矿山	32
5	天津-北辰项目	29
6	北京-昌平平坊	9
7	天津-空港地块	23
8	重庆-南山郡	20
9	天津-北辰	17
10	合肥-蜀山区	8
11	南京-常州钟楼	14
12	重庆-时代都汇	14
13	南京-G88 地块	7
14	北京-北七家	7
15	北京-上城郡	11
16	北京-十八里店 685、594 地块	6
17	成都-高新区	9
18	南京-奶牛场 G07	9
19	北京-十八里店 693 地块	6
20	唐山-启新 C02 地块	9
21	上海-杨浦 R-09 地块项目	8
22	唐山-启新 C-01	8
23	杭州-彭埠	8
24	成都-新都	7
25	宁波-东部新城项目	7
26	合肥-S1802	7
27	唐山-曹妃甸新城	7
28	南京-栖霞区 G79 地块	2
29	上海-大成名庭	6
30	成都-上熙府	6
31	合肥-大成郡	6
32	成都-珑熙汇	5
33	内蒙-环球金融中心	5
34	成都-大成郡	4
35	天津-金隅悦城	4
36	北京-永丰	1
37	北京-亦庄	4
38	承德-金隅府	4
39	海口-阳光郡	4
40	其他	28
政策性住房		
1	北京-金林嘉苑	16
2	北京-安宁庄(东陶)	8
3	北京-金港家园	4
4	北京-鸡场	0.3

资料来源:公司公告;华泰研究

工业用地资源更添发展后劲

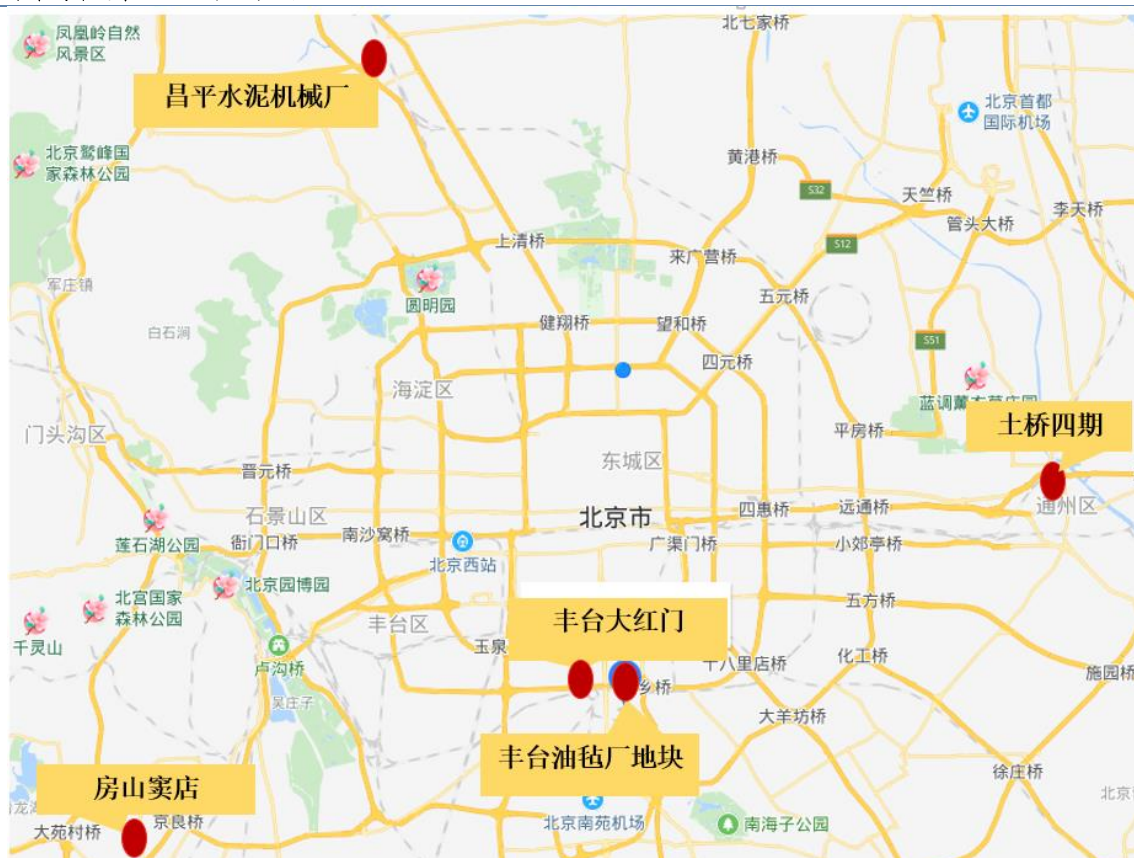
公司还在北京拥有 192 万平方米待开发工业用地，在疏散非首都功能的进程中，公司的工业产业正在逐步搬离首都核心区域，创造了大量的土地资源。同时，公司兼备各类房地产项目开发和运营的丰富经验，从而帮助公司在工业用地的一级和二级开发中都能获得更多的收益，为这些腾退中的土地资源创造更大的价值。2018 年，公司完成了对天津建材集团的收购，获得了天津区域丰富的工业用地资源，使公司得以将在北京积累的工业用地清理+转换+开发(开发+运营)的经验进一步复制到其他核心城市。截至 1H22，公司在天津市拥有 567 万平方米的工业用地。我们认为这种将优质土地资源和项目开发运营经验进行结合的独特优势将为公司房地产业务的发展提供更强的后劲。

图表44：金隅集团有待转换的工业用地储备资源

工业用地项目	城市	土地面积(万平米)
丰台区大红门区域	北京市	19
丰台区油毡厂安置房	北京市	16
房山区青龙湖区域	北京市	19
顺义区域	北京市	49
怀柔雁栖湖区域	北京市	59
通州区域	北京市	17
其他	北京市	13
北辰区	天津市	148
东丽区	天津市	91
蓟县	天津市	301
河西区域	天津市	27

资料来源：公司公告；华泰研究；

图表45：北京市内推进中的工业用地转换项目

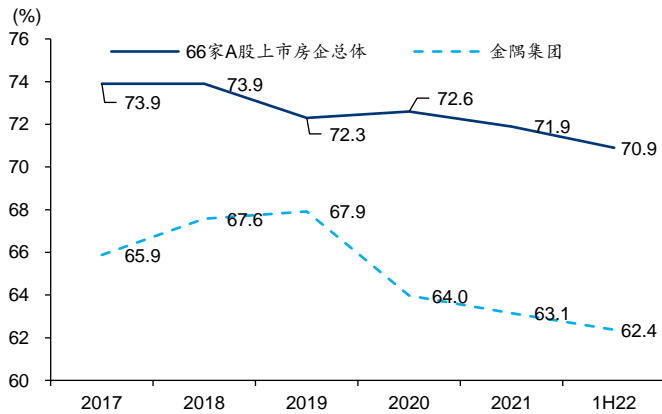


资料来源：公司公告；华泰研究

资产负债表稳健

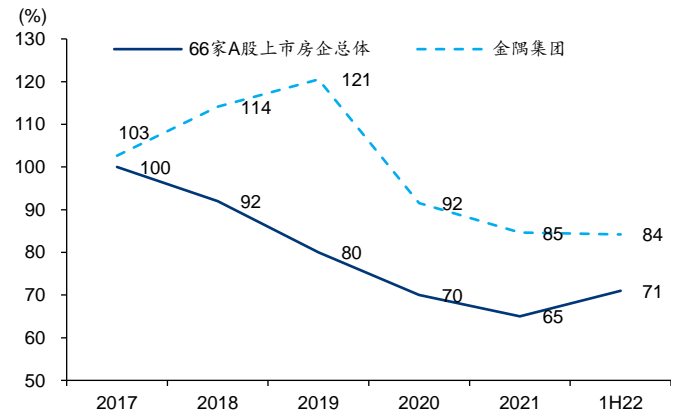
虽然当前部分房地产企业由于前期高杠杆运营、融资能力受限、房地产市场冷却等因素影响，面临偿债风险，我们认为公司的资产负债表仍较为健康，短期并不需要对公司的流动性有担心。截至 1H22，公司合并口径剔除预收款后资产负债率为 62% (低于三条红线中划定的 70%)，净负债率为 84% (低于三条红线中划定的 100%)，现金短债比 48% (低于三条红线中划定的 100%)。截至 2022 年 3 月末，公司共取得银行授信 1881 亿元，其中尚未使用的授信余额为 1151 亿元，具备充裕的备用流动性。长远来看，我们认为在水泥和地产业务均已经构筑了较为牢固的竞争优势，将有助于公司更从容应对市场的挑战，平稳地穿越周期。

图表46: 剔除预收款后的资产参负债率



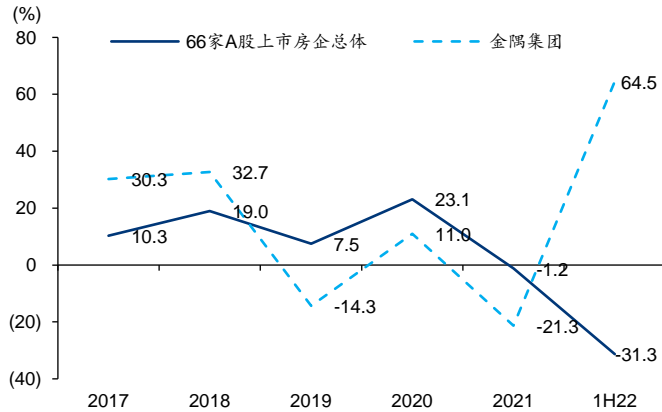
资料来源: Wind; 公司公告; 华泰研究

图表47: 净债务比率



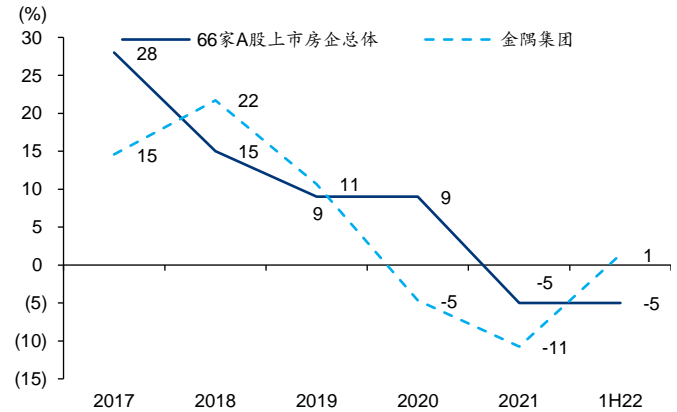
资料来源: Wind; 公司公告; 华泰研究

图表48: 筹资活动现金流入同比增速



资料来源: Wind; 公司公告; 华泰研究

图表49: 有息负债规模同比增速



资料来源: Wind; 公司公告; 华泰研究

盈利预测

我们预计公司水泥业务的在 2022-2023 年将走出 V 型。在经历了 2022 年需求快速下行带来的销量和吨毛利回落后，在 2023 年行业需求弱复苏、供需关系更为平稳的背景下，行业竞合有望发挥更大作用。虽然我们预计 2023 年的销量难以恢复到 2021 年的水平，但得益于吨毛利的改善，水泥业务的利润贡献有望超越 2021 年。

今年以来水泥需求出现显著回落，我们预计公司 2022 年的销量也将同步减少。我们预计 2022 年水泥熟料销量 9224 万吨，同比-7.5%；相比于 1H22 的销量降幅(-10.7%)，全年的销量降幅将有所收窄，主要因为：1)我们预计下半年水泥需求有望迎来边际复苏(虽然复苏的力度可能依然较为疲软)，以及 2) 去年 9-10 月份由于能耗双控影响，基数较低。我们预计 2023 年起水泥需求有望迎来弱复苏，公司的销量亦将迎来恢复，我们预计 2023/2024 年销量分别为 9685 万吨/9976 万吨，同比+5.0%/+3.0%。

虽然水泥价格在 5 月以来快速回落，但得益于去年下半年价格的大幅上涨，我们预计 2022 年均价仍有望较 2021 年平均高 39 元/吨。但是由于煤价的上涨，我们预计 2022 年单位销售成本同比上涨 46 元/吨。在成本较销售价格上涨更快的背景下，我们预计 2022 年公司的吨毛利将呈现显著回落。但伴随供需关系的平稳和行业竞合效果的回归，我们预计 2023 年公司的吨毛利有望实现反弹。我们预计公司 2022-2024 吨毛利分别为 79/90/90 元/吨。

公司 1H22 实现房地产业务结转收入 149 亿元，结合已预售但未结算房款 210 亿元，我们预计全年有望实现房地产收入结算 318 亿元。由于房地产收入结算的滞后效应，2022-2023 年的房地产销售市场对 2023-2024 年公司的结转收入最为关键。考虑到目前房地产销售市场仍显疲弱，且房地产政策仍然没有看到大幅度的松动，我们预计公司房地产开发业务的收入在 2023-2024 年可能依然维持低位。但伴随着 2H21 以来更低溢价率的土地逐步进入结算周期，我们预计公司房地产业务的毛利率有望从 2024 年开始实现较为明显的修复。

我们预计公司的销售费用和管理费用维持总体平稳，得益于房地产业务的降杠杆以及市场利率下行带来的贷款成本下降，我们预计财务费用有望延续下行趋势。我们预计 2022-2024 公司的三项费用合计分别为 124/123/122 亿元，占营业收入比逐年下降，分别为 10.7%/10.3%/10.1%。

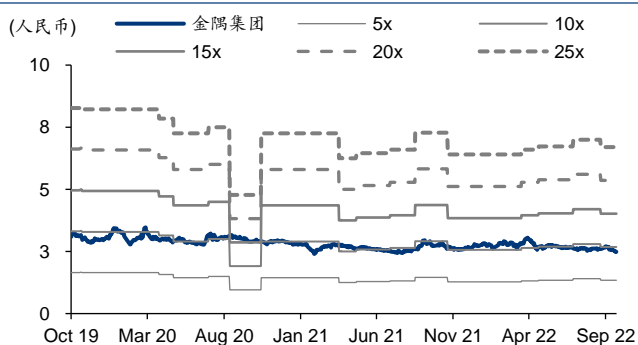
我们预计 2022 年公司归属于母公司净利润同比下降 9.9%，部分工业用地拆迁补偿的收入(1H22 获得拆迁补偿收入 11 亿元)有望缓和水泥和房地产业务盈利的同步下降。我们预计 2023 年公司归属于母公司净利润同比下降 7.3%。虽然我们预计水泥业务的盈利将出现复苏，但由于一次性拆迁补偿收入的减少，归属于母公司净利润仍将继续筑底。我们预计公司 2024 年的盈利将开始重回增长。

图表50: 金隅集团核心假设和预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
水泥业务							
水泥合熟料销量 (千吨)	96,640	96,400	107,330	99,720	92,241	96,853	99,759
同比(%)	(5.8)	(0.2)	11.3	(7.1)	(7.5)	5.0	3.0
销售均价 (元/吨)	292	315	287	320	359	370	370
单位销售成本 (元/吨)	(187)	(199)	(189)	(234)	(280)	(280)	(280)
吨毛利 (元/吨)	105	116	98	86	79	90	90
水泥业务收入 (百万元)	28,187	30,366	30,804	31,941	33,091	35,788	36,861
水泥业务销售成本 (百万元)	(18,039)	(19,184)	(20,285)	(23,365)	(25,813)	(27,103)	(27,917)
水泥业务毛利润 (百万元)	10,147	11,182	10,518	8,576	7,278	8,684	8,945
房地产开发业务							
收入 (百万元)	22,146	22,208	31,314	39,730	31,784	31,784	31,784
成本 (百万元)	(15,108)	(14,668)	(26,820)	(34,600)	(27,652)	(27,652)	(27,016)
房地产开发业务毛利润 (百万元)	7,039	7,539	4,494	5,130	4,132	4,132	4,768
毛利率(%)	31.8	33.9	14.4	12.9	13.0	13.0	15.0
其他业务							
收入 (百万元)	32,784	39,256	45,887	51,964	51,051	51,844	51,844
成本 (百万元)	(27,573)	(33,551)	(39,411)	(45,599)	(44,845)	(45,835)	(45,955)
毛利润 (百万元)	5,210	5,705	6,476	6,364	6,206	6,009	5,889
毛利率 (%)	15.9	14.5	14.1	12.2	12.2	11.6	11.4
利润表 (单位: 百万元)							
主营业务收入	83,117	91,829	108,005	123,634	115,926	119,416	120,489
同比(%)	30.5	10.5	17.6	14.5	(6.2)	3.0	0.9
主营业务成本	(60,721)	(67,402)	(86,516)	(103,565)	(98,310)	(100,590)	(100,888)
营业税金及附加	(3,151)	(3,405)	(2,027)	(1,765)	(1,655)	(1,705)	(1,720)
毛利润	19,245	21,022	19,462	18,304	15,960	17,120	17,881
毛利率 (%)	23.2	22.9	18.0	14.8	13.8	14.3	14.8
销售和渠道费用	(2,916)	(3,076)	(3,277)	(2,659)	(2,493)	(2,568)	(2,591)
一般和行政费用	(7,310)	(7,289)	(6,610)	(7,189)	(6,956)	(6,926)	(6,988)
营业利润	9,019	10,656	9,575	8,456	6,512	7,626	8,301
营业利润率(%)	10.9	11.6	8.9	6.8	5.6	6.4	6.9
财务费用, 净额	(3,047)	(3,397)	(3,161)	(2,372)	(2,964)	(2,759)	(2,623)
投资收益, 净额	629	260	687	793	400	400	400
其他非主营业务收入, 净额	(156)	415	693	1,003	2,318	1,400	1,400
利润总额	6,445	7,934	7,794	7,881	6,266	6,667	7,478
所得税	(2,163)	(2,756)	(2,638)	(2,668)	(1,880)	(2,000)	(2,243)
少数股东权益	(1,021)	(1,485)	(2,312)	(2,280)	(1,743)	(2,216)	(2,376)
归属于母公司净利润	3,260	3,694	2,844	2,933	2,643	2,451	2,859
同比(%)	14.9	13.3	(23.0)	3.1	(9.9)	(7.3)	16.7
净利润率	3.9	4.0	2.6	2.4	2.3	2.1	2.4

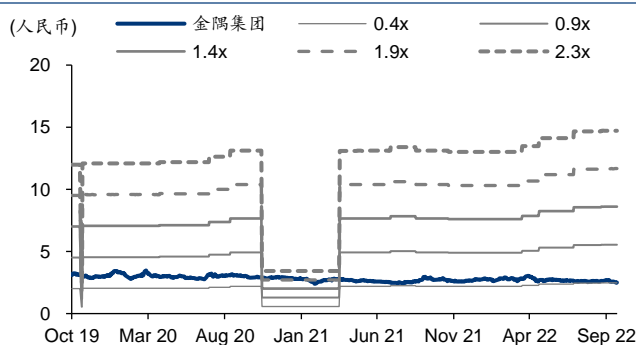
资料来源: Wind; 公司公告; 华泰研究预测

图表51: 金隅集团 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表52: 金隅集团 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

我们的盈利预测和目标价的下行风险主要包括：

1. 房地产政策严于预期：在目前一城一策的调控框架下，如果部分地方政府对房地产行业的调控政策收紧，将会进一步延缓房地产销售市场整体的企稳，从而使地产投资的回落幅度较我们预期的更大。我们的核心假设(水泥价格、房地产业务收入和毛利率)可能会低于我们预期，从而使公司盈利和目标价低于我们预期。
2. 水泥行业的竞合弱于我们预期：如果大型水泥企业维护行业健康生态的共识产生了偏差，可能会使水泥价格在淡季出现更大幅度的下降，在旺季出现更小幅度的上涨，从而使未来的平均水泥价格低于我们的预期，影响我们的盈利预测和目标价。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	182,670	169,959	171,456	176,879	182,634
现金	28,644	21,922	30,186	43,900	49,249
应收账款	14,156	10,744	11,674	12,025	12,133
其他应收账款	7,485	9,433	9,433	9,433	9,433
预付账款	2,645	1,746	1,746	1,746	1,746
存货	120,593	116,929	109,233	100,590	100,888
其他流动资产	9,146	9,185	9,185	9,185	9,185
非流动资产	108,683	116,398	115,512	114,543	113,460
长期投资	3,968	6,484	6,484	6,484	6,484
固定投资	43,714	44,371	41,869	40,074	38,571
无形资产	16,194	16,281	16,348	16,398	16,432
其他非流动资产	44,806	49,262	50,811	51,586	51,973
资产总计	291,352	286,357	286,969	291,422	296,094
流动负债	118,810	119,734	117,070	117,542	117,604
短期借款	45,791	40,266	40,266	40,266	40,266
应付账款	19,862	23,014	20,350	20,822	20,884
其他流动负债	53,157	56,453	56,454	56,453	56,453
非流动负债	78,086	71,089	71,089	71,089	71,089
长期借款	71,277	62,501	62,501	62,501	62,501
其他非流动负债	6,809	8,588	8,588	8,588	8,588
负债合计	196,896	190,823	188,159	188,631	188,693
少数股东权益	31,080	31,816	33,559	35,776	38,152
股本	10,678	10,678	10,678	10,678	10,678
资本公积	8,432	7,700	7,700	7,700	7,700
留存公积	44,266	45,339	46,872	48,637	50,872
归属母公司股东权益	63,376	63,717	65,250	67,015	69,250
负债和股东权益	291,352	286,357	286,969	291,422	296,094

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	15,456	15,456	15,056	19,878	11,314
净利润	2,844	2,933	2,643	2,451	2,859
折旧摊销	4,428	4,428	4,004	4,088	4,201
财务费用	(3,161)	(2,372)	(2,964)	(2,759)	(2,623)
投资损失	687.00	687.00	400.00	400.00	400.00
营运资金变动	2,873	2,873	4,102	8,764	(344.00)
其他经营现金	7,785	6,907	6,871	6,934	6,821
投资活动现金	(2,565)	(2,565)	(2,718)	(2,718)	(2,718)
资本支出	(2,274)	(2,274)	(3,118)	(3,118)	(3,118)
长期投资	263.00	263.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(554.00)	(554.00)	400.00	400.00	400.00
筹资活动现金	(6,072)	(6,072)	(4,074)	(3,445)	(3,247)
短期借款	(11,746)	(5,525)	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,918	(8,776)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-	-	-	-	-
其他筹资现金	1,756	8,228	(4,074)	(3,445)	(3,247)
现金净增加额	6,819	6,819	8,264	13,715	5,349

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	108,005	123,634	115,926	119,416	120,489
营业成本	(86,516)	(103,565)	(98,310)	(100,590)	(100,888)
营业税金及附加	(2,027)	(1,765)	(1,655)	(1,705)	(1,720)
营业费用	(3,277)	(2,659)	(2,493)	(2,568)	(2,591)
管理费用	(6,610)	(7,189)	(6,956)	(6,926)	(6,988)
财务费用	(3,161)	(2,372)	(2,964)	(2,759)	(2,623)
资产减值损失	(1,076)	(1,364)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
公允价值变动收益	520.00	692.00	500.00	500.00	500.00
投资净收益	687.00	793.00	400.00	400.00	400.00
营业利润	6,545	6,205	4,248	5,568	6,379
营业外收入	1,556	2,057	2,400	1,300	1,300
营业外支出	(308.00)	(382.00)	(382.00)	(200.00)	(200.00)
利润总额	7,793	7,880	6,266	6,668	7,479
所得税	(2,638)	(2,668)	(1,880)	(2,000)	(2,243)
净利润	5,156	5,213	4,386	4,667	5,235
少数股东损益	2,312	2,280	1,743	2,216	2,376
归属母公司净利润	2,844	2,933	2,643	2,451	2,859
EBITDA	15,383	14,749	13,234	13,514	14,302
EPS (人民币, 基本)	0.27	0.27	0.25	0.23	0.27

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	17.61	14.47	(6.24)	3.01	0.90
营业利润	(10.00)	(12.00)	(23.00)	17.00	9.00
归属母公司净利润	(23.01)	3.14	(9.89)	(7.28)	16.65
获利能力 (%)					
毛利率	18.02	14.81	13.77	14.34	14.84
净利率	2.63	2.37	2.28	2.05	2.37
ROE	4.57	4.62	4.10	3.71	4.20
ROIC	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.58	66.64	65.57	64.73	63.73
净负债比率 (%)	139.52	126.88	111.24	87.84	77.28
流动比率	1.54	1.42	1.46	1.50	1.55
速动比率	0.52	0.44	0.53	0.65	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.43	0.40	0.41	0.41
应收账款周转率	6.74	8.44	8.95	8.78	8.72
应付账款周转率	3.16	3.48	3.19	3.38	3.36
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.27	0.25	0.23	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.45	1.41	1.86	1.06
每股净资产(最新摊薄)	5.94	5.97	6.11	6.28	6.49
估值比率					
PE (倍)	9.35	9.07	10.06	10.85	9.30
PB (倍)	0.42	0.42	0.41	0.40	0.38
EV EBITDA (倍)	11.74	12.00	12.88	11.76	10.91

免责声明

分析师声明

本人，龚劼、王帅，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚劼、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司