

华菱钢铁（000932）深度研究报告

守得云开见月明，高 ROE 低估值只待风起

强推（维持）

目标价：9.4 元

当前价：6.72 元

- ❖ **资本开支周期错置蛰伏数年，乘供给侧改革东风龙头再起。**公司组建以来投资规模超过 650 亿元，密集投资时间长达十余年，巨额投资使公司资产实现质的飞跃。但公司投资峰值恰逢 2009-2010 行业寒冬，错置资本开支周期导致公司后期资金周转困难，新建产能投产磨合期延长，直接致使公司此后数年经营效益惨淡。但技术改造为公司腾飞奠定基础，供给侧改革后公司产能利用率迅速上升，技改后的优质资产充分发挥作用，盈利上升，龙头再起。
- ❖ **钢铁资产整体上市，开启发展新篇章。**公司的资本运作方案涵盖了债转股，增发购买核心子公司少数股东权益，现金购买集团资产防止 EPS 过度摊薄。这一系列方案完成后，公司资产负债率下降、盈利规模提升，望将开启发展新篇章。
- ❖ **短期推荐逻辑：品种格局优良，二季度量利双增业绩可期。**公司四大核心子公司中，湘钢主要产品为中厚板，涟钢为薄板，衡钢为无缝管。普钢中，二季度板材的利润改善更为明显，业绩环比增幅可期。同时，衡钢管铁生产的无缝管是年内业绩改善最明显的品种，尤其衡阳钢管的产能中有 35 万吨为油气管道，油气管道相较于普通的无缝管的利润抬升更为明显。优良品种结构和不断爬坡的产量有望使公司二季度业绩脱颖而出。
- ❖ **长期推荐逻辑：公司量利齐升，兑现可持续的高 ROE。**从周转率、净利率和杠杆率三个角度分析公司的高 ROE 来源，我们认为在公司产量上升，产能利用率上行的情况下，周转率高位可以长期维持；在行业成本曲线改变，公司吨钢成本摊薄的情况下，净利率也会有所保证；此外，公司通过水路运输替代铁路运输、精简人员、加强高炉煤气回收等方式不断降低炼铁成本，2018 年上半年，湘钢和涟钢炼钢生铁成本在 57 家企业中分别排名 19 和 24 名，湘钢已经低于行业平均水平 60 元，涟钢低于行业平均水平 37 元，一改供给侧改革前的高于行业平均水平。后期在产能持续释放的情况下，排名有望继续优化。公司杠杆率仍有一定下降空间。假设公司杠杆率降到 58%，在极度悲观的行业假设下，ROE 仍能保持 13% 以上。在中性的假设下，ROE 能保持 18% 以上，高 ROE 持续性强，具备长期投资价值。
- ❖ **估值逻辑：PB、PE 均处于洼地。**从 PB-ROE 模型角度看，中性假设和悲观假设下公司 ROE 均高于其他板材公司，且公司的高 ROE 具有可持续性，对应当前 PB 只有 1.07，公司价值被显著低估。从 PE 估值来看，中性假设和悲观假设下，公司盈利分别为 57 亿和 45 亿（可比口径，按债转股之前华菱钢铁对各子公司的股权占比），对应的 PE 分别为 3.5 倍和 4.4 倍，同样处于行业较低水平。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**由于公司技术改造效益逐渐显现，我们维持预计公司 2019-2021 年实现营收 951.41/969.37/989.22 亿元；归母净利润为 56.82/58.12/62.86 亿元；对应 EPS 为 1.88/1.93/2.08 元；对应 PE 为 4/3/3 倍；考虑到公司产量有进一步上升空间，能源油气、工程机械等下游行业需求偏强，结合行业情况给予 5 倍 PE，公司目标价为 9.4 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**中美贸易战持续升温，需求大幅下滑。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	91,179	95,141	96,937	98,922
同比增速(%)	19.2%	4.3%	1.9%	2.0%
归母净利润(百万)	6,780	5,682	5,812	6,286
同比增速(%)	64.5%	-16.2%	2.3%	8.2%
每股盈利(元)	2.25	1.88	1.93	2.08
市盈率(倍)	3	4	3	3
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 19 年 05 月 21 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号：S0360518010002

证券分析师：严鹏

电话：021-20572535

邮箱：yanpeng@hcyjs.com

执业编号：S0360518070001

联系人：罗兴

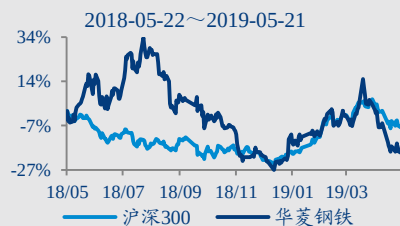
电话：010-63214656

邮箱：luoxing@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	301,565
已上市流通股(万股)	301,533
总市值(亿元)	202.65
流通市值(亿元)	202.63
资产负债率(%)	62.5
每股净资产(元)	6.2
12 个月内最高/最低价	10.74/0.0

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《华菱钢铁（000932）2018 年三季报点评：产量价格双双上升，成本下降管理费用大增》

2018-11-01

《华菱钢铁（000932）2018 年报点评：资产负债表显著修复，攻守兼备新定位》

2019-04-15

《华菱钢铁（000932）2019 年一季报预告点评：产能利用率持续上升，业绩超预期》

2019-04-15

目录

一、华菱钢铁：大型优质板材公司	4
（一）公司简介	4
（二）股权结构	4
（三）主要产品及子公司	4
二、公司历史：资本开支周期错置蛰伏数年，乘供给侧改革东风龙头再起	6
（一）巨额资本开支恰逢行业寒冬，产能释放不及预期经历阵痛	6
（二）走过行业寒冬，守得云开见月明	9
（三）钢铁资产整体上市，开启发展新篇章	9
三、拨云见日：公司量利齐升，兑现高 ROE	10
（一）产能利用率：产量大幅释放，提高产能利用率	11
（二）盈利能力：吨钢费用下降，盈利能力增强	12
（三）负债水平：资产负债率下降，负债结构优化	15
（四）公司高 ROE 具有可持续性	17
四、推荐理由	18
（一）短期来看：品种格局优良，二季度量利双增业绩可期	18
（二）长期来看：行业格局扭转，高 ROE 可以维持	18
（三）估值来看：PB&PE 均处于低位	18
五、盈利预测和投资建议	19
六、风险提示	19

图表目录

图表 1	公司股权结构.....	4
图表 2	公司主要子公司产能及产品.....	5
图表 3	子公司主要产品应用领域与产品优势.....	5
图表 4	公司 2016-2018 年产品营业收入占比.....	6
图表 5	公司 2016-2018 年产品毛利率.....	6
图表 6	华菱钢铁生产线建设重大项目.....	7
图表 7	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金占营业收入的比例.....	7
图表 8	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金占营业收入的比例.....	8
图表 9	部分项目投产回报缓慢.....	8
图表 10	四大核心子公司净利润变化（万元）.....	9
图表 11	公司历年归母净利率变化（亿元）.....	9
图表 12	公司系列资本运作方案分析.....	10
图表 13	主要上市公司 2018 年 ROE.....	11
图表 14	2012-2018 年上市公司周转率对比.....	11
图表 15	板材公司粗钢产量增长率.....	12
图表 16	公司粗钢月产量.....	12
图表 17	公司吨钢三费（元/吨）.....	13
图表 18	板材公司吨钢折旧（元/吨）.....	13
图表 19	2017 年炼钢生铁单位制造成本明细表.....	13
图表 20	历年炼钢生铁单位制造成本对比.....	14
图表 21	2012-2018 年上市公司利润率对比.....	14
图表 22	公司资本支出与资产负债率.....	15
图表 23	公司资产负债率与财务费用.....	15
图表 24	公司净负债在 2016-2018 年期间大幅减少.....	16
图表 25	2012-2018 年上市公司资产负债率对比.....	16
图表 26	中性假设下优质钢铁股的 ROE 模拟.....	17
图表 27	悲观假设下优质钢铁股的 ROE 模拟.....	18
图表 28	ROE、PB 对比.....	18
图表 29	优质标的 PE 比较.....	19

一、华菱钢铁：大型优质板材公司

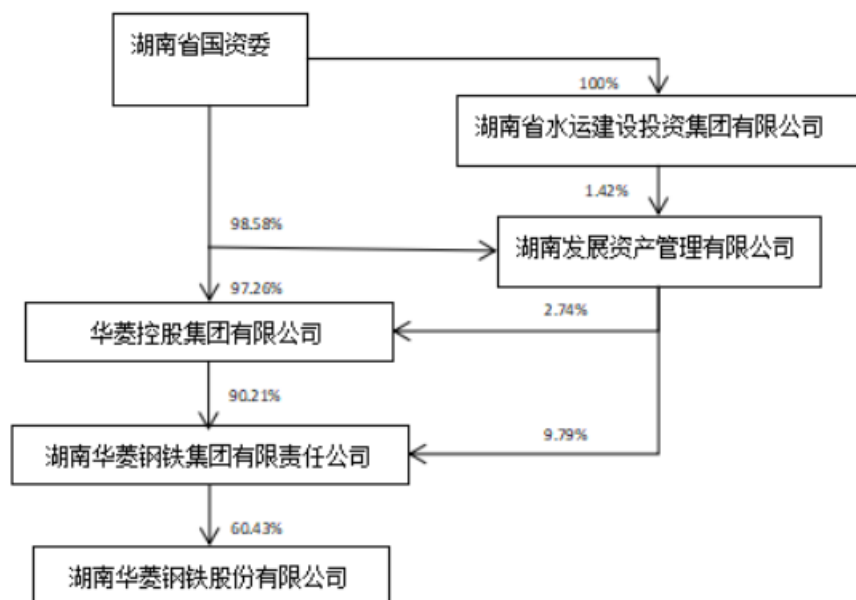
（一）公司简介

公司以钢铁制造为主业，是全国十大钢铁企业和全球二十大钢铁企业之一。公司兼具高炉-转炉的长流程炼钢工艺和电炉的短流程炼钢工艺，具备国内外先进装备水平的板、管、线系列产品生产线，主要推出冷热轧薄板、宽厚板、口径齐全的无缝钢管和精品线材等产品，在能源与油气、造船和海工、机械和桥梁、汽车等细分领域建立了领先优势。

（二）股权结构

公司的控股股东为华菱集团，实际控制人为湖南省国资委。

图表 1 公司股权结构

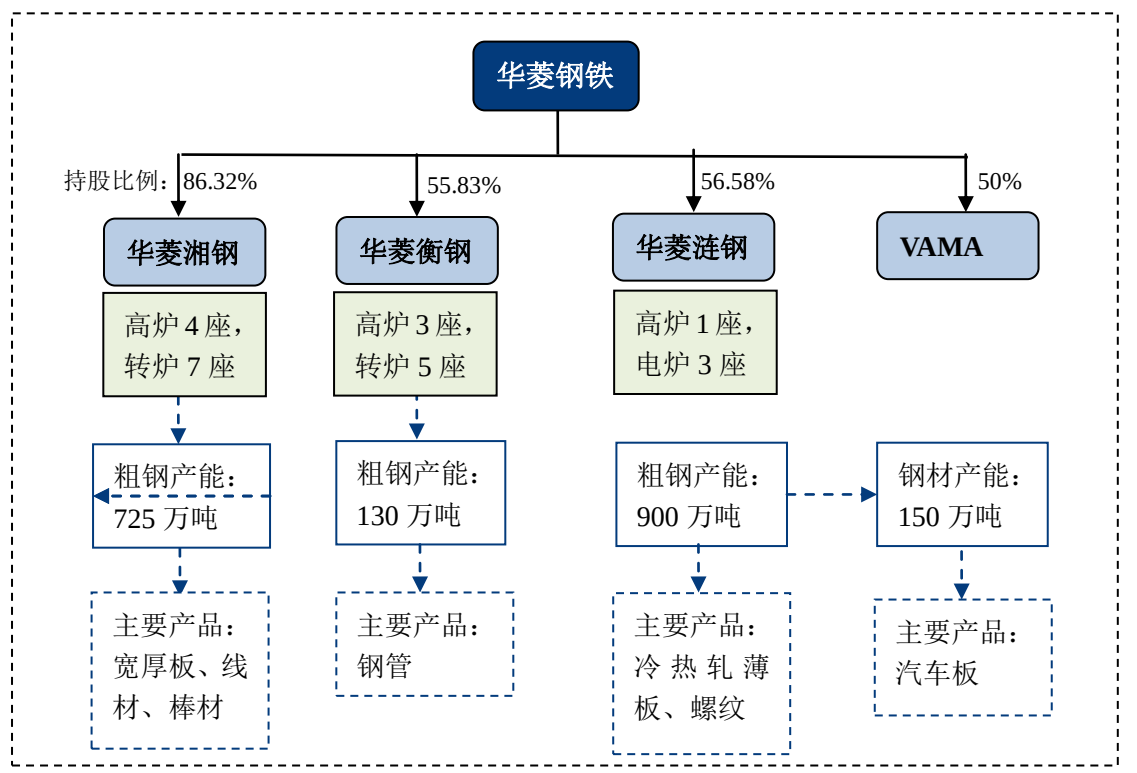


资料来源：公司公告，华创证券

（三）主要产品及子公司

公司钢铁业务主要分布于 4 个核心子公司：华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢和华菱安赛乐米塔尔汽车板公司（简称 VAMA）。各子公司分工明确，产品各有侧重，共同推动公司成为专业化、高水准的钢铁企业。华菱湘钢宽厚板产能 440 万吨，为全球最大的宽厚板生产基地；华菱涟钢薄板产能 641 万吨，是国家重要的薄板生产基地；华菱衡钢钢管产能 183 万吨，是全国第二专业化钢管生产企业，中南地区最大的钢管生产基地；VAMA 是中国少数能提供全系列汽车用钢产品的企业，以 USIBOR®1500 等高端产品为主打产品。

图表 2 公司主要子公司产能及产品



资料来源：公司公告，华创证券

公司产品在建筑、桥梁、造船、海工、高压容器、油气、家电、汽车等高端细分行业用钢领域具有技术优势和较高的市场占有率。其中，华菱湘钢的造船与海洋工程用钢、桥梁用钢、工程机械用钢市场份额全国第一。华菱涟钢开发的工程机械用超高强钢 600-1300MPa 低应力吊臂板，国内市场占有率超 40%，薄规格耐磨用钢市场占有率超过 50%，17 项重点产品替代进口。华菱衡钢开发的超临界电站锅炉用耐热钢管 P91 在国内市场占据主导地位并大量出口，P92 钢管成功替代进口。

图表 3 子公司主要产品应用领域与产品优势

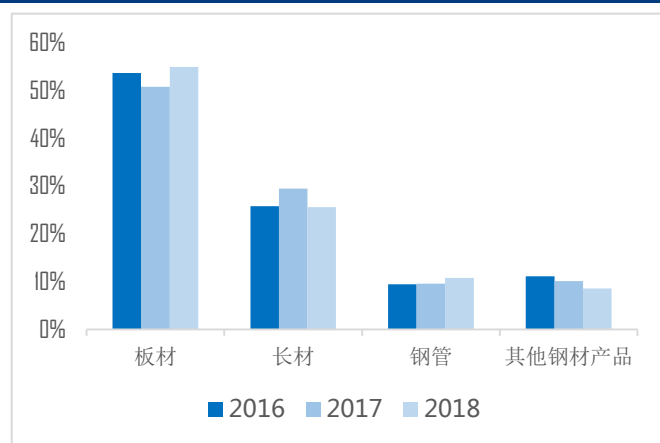
	主要产品	产能占比	应用领域	公司产品优势/市场占有率
华菱湘钢	宽厚板	56.41%	造船与海洋工程	市场份额全国第一，船板已通过九国船级社认证，在造船海工用钢的国内市场占有率高达 25%
			工程机械	市场份额全国第一。背靠长沙工程机械产业集群带，2018 年进入世界工程机械 50 强的中国企业有 1/3 在湖南
			桥梁	市场份额全国第一。跻身国内钢厂桥梁钢领域的第一梯队，拥有包括顶尖级别 Q500qE 的全系列桥梁钢板的制造能力
华菱涟钢	薄板	84.23%	汽车板	长沙汽车产业拥有规模以上的汽车整车及零部件企业约 200 家，薄规格高强耐磨钢占行业总用量的 50%以上
			工程机械	公司为国内薄规格高强工程机械用钢的主要供应商，其薄规格吊臂板的市场份额高达 40%以上
VAMA	薄板	100%	汽车板	汽车板领域龙头企业安赛乐米塔尔可为 VAMA 提供技术支持，VAMA 产品具有“高强度、轻量化”的优点
华菱衡钢	无缝钢管	100%	海洋与油气工程	公司为世界最大油服公司斯伦贝谢-卡麦龙中国区首家深海底管管线合格供应商，产品具备抗硫、抗腐蚀、高抗挤毁等

	主要产品	产能占比	应用领域	公司产品优势/市场占有率
				性能，可应用于中国西南地区油田
			工程机械	在工程机械的某些细分领域占据领先的地位，高端旋挖钻杆管市占率达 70%；高强度起重机臂架管 HSM 系列产品的市占率达 80%以上
			电站锅炉	超临界电站锅炉用耐热钢管 P91 在国内市场占据主导地位并大量出口，P92 钢管成功替代进口

资料来源：公司公告，华创证券

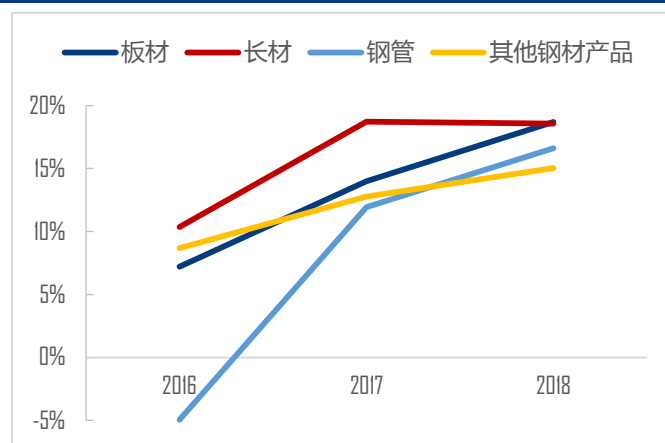
公司主要产品为板材，其次为长材和钢管。2016-2018 年板材营业收入占比均在 50%以上，长材和钢管近 3 年占比分别约为 27%和 10%。受益于供给侧改革和公司自身效益提高，近 3 年公司产品毛利率逐步提高，2018 年各品种钢材产品毛利率在 15%以上，板材毛利率最高，达到 18.7%。

图表 4 公司 2016-2018 年产品营业收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 公司 2016-2018 年产品毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

二、公司历史：资本开支周期错置蛰伏数年，乘供给侧改革东风龙头再起

（一）巨额资本开支恰逢行业寒冬，产能释放不及预期经历阵痛

公司前身为湖南华菱管线股份有限公司，是由华菱集团作为主发起人，联合长沙矿冶研究院等公司，于 1999 年设立，并于同年在深交所上市。设立初始，公司主要的钢材产品为棒材、线材和型材和钢管，占比分别为 28.84%，18.39%，12.63%以及 10.74%。

2001 年年底通过股东大会决定设立湖南华菱涟钢薄板有限公司，为丰富产品种类，调整产品结构，提高产品附加值，在 2002-2012 年间公司新建众多生产线，成为大型板材、长材和钢管企业。在 2002-2008 年期间，逐步建设冷轧薄板、镀锌薄板、宽厚板及板材升级处理生产线；在 2004-2008 年期间新建棒材及高速线材生产线；2003-2012 期间有 6 项大型钢管新建项目，逐步实现公司钢管全口径布局目标，并向石油管领域进军。

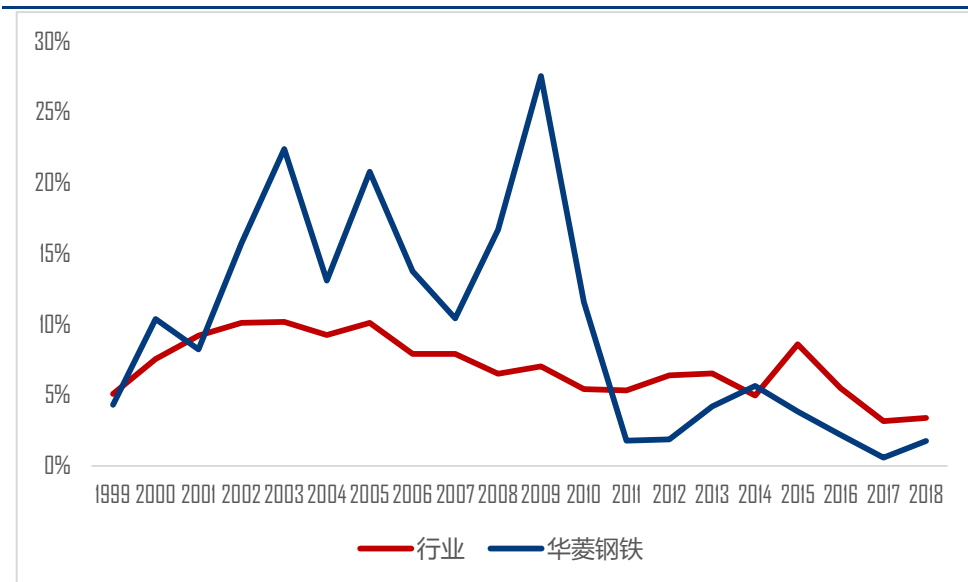
产品结构转型和产品升级是一项系统工程，与建设生产线同步，公司还进行大规模设施优化，技术改进，以匹配新建产能。产能建设期间，公司稳步推进烧结机技术改造工程、焦化干熄焦工程、高炉改造工程、铁前系统改造工程、烟气脱硫工程、回收系统改造工程和系统结能改造工程。

图表 6 华菱钢铁生产线建设重大项目

	项目	投资金额(亿元)	建设时间	简介
板材	薄板项目	57.77	2002-2007	建年产 120 万吨热轧超薄板带钢卷生产线、80 万吨冷轧板带生产线和 30 万吨热镀锌板生产线
	华菱湘钢宽厚板二期工程	12.51	2006-2008	--
	产品升级三号热处理生产线	5.73	2009-2010	设计年生产 42 万高附加值的最终产品，其中正火钢板 27 万吨，正火+回火钢板 15 万吨
棒线	大盘卷工程	9.90	2007-2008	建设棒材生产线及高速线材生产线
钢管	φ273 无缝钢管连轧生产线	13.87	2003-2005	建设 φ133-273 无缝钢管生产线，产能 50 万吨
	建设连轧 3#精整生产线	0.50	2004	一条钢管精整生产线
	华菱连轧管石油管加工线	3.61	2006	建设年加工处理 20 万吨石油专用管生产线
	720 大无缝工程	7.82	2007-2009	生产多品种、小批量、大口径无缝钢管
	管加工二期工程	4.70	2007-2008	建设钢管产品精加工生产线及配套设施
	石油管生产线（φ180）	16.76	2009-2012	建设 φ180 中口径无缝钢管连轧管机组

资料来源：公司公告，华创证券

技术改造工程需要巨额的资金投入，公司从上市开始筹备大规模技术改造项目，组建以来投资规模超过 650 亿元。1999-2010 年公司购建长期资产的现金占营业收入的比例基本在行业水平之上，2002-2010 年投资高峰时期，比例均值达到 16.88%，同期行业均值为 8.27%，公司资本开支为行业力度两倍，前期的资本开支也为公司此后的盈利爆发提供了基础。

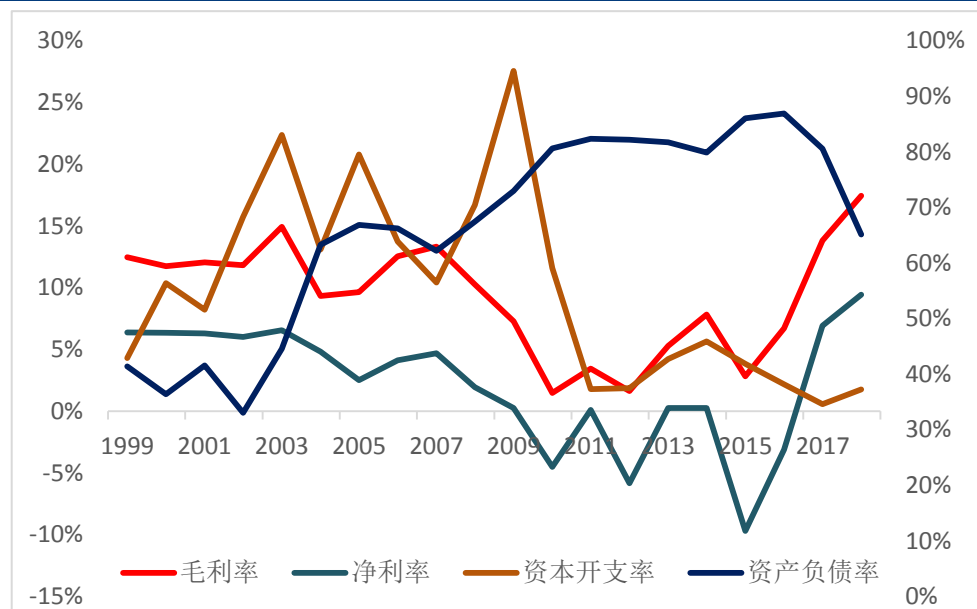
图表 7 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金占营业收入的比例


资料来源：wind，华创证券

2009、2010 两年，恰逢 2007-2008 年大举新建的产能陆续投产，而金融危机后需求迅速下行。供需双向失衡造成了行业的大幅下滑。但这两年也是公司资本开支的最高峰值，公司 2009、2010 两年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金占营业收入的比例分别达到了 27.55%、11.58%。远超公司经营性现金流量流入，只能通过大

具借债来维持公司日常运营。公司资产负债率在这两年大幅提升并且居高不下。毛利率净利率水平也从行业较高水准下滑到行业较低水准。2009-2010 年的错置资本开支周期是公司此后一段时间长期低迷的主要原因。但公司在艰难时期进行的技术改造虽然暂时未能充分发挥作用，但也为之后的再度腾飞奠定了基础。

图表 8 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金占营业收入的比例



资料来源: wind, 华创证券

在 2010 年之后, 公司的大规模资本支出告一段落, 但产品转型过程中的项目建成投产本身就不都能立即产生效益, 恰逢行业寒冬则进一步拖垮了公司的业绩。部分项目投产初期效益低下的原因主要有 4 点:

- 1) 生产工艺复杂程度加大, 生产效率降低;
- 2) 设备调试时间增多;
- 3) 产品认证周期较长;
- 4) 生产系统未建设完成, 影响中间生产线产能利用率。

在投产运作的低效影响叠加的 2012 年, 公司的 3 家核心控股子公司净利润均为负值, 公司归母净利润低至-32.54 亿元。

图表 9 部分项目投产回报缓慢

项目	投产运作低效时间	效益不及预期的原因
湘钢宽厚板二期工程项目	2009-2012	高炉运行不顺; 金融危机导致价格下跌; 产品档次提高、生产工艺复杂、轧制品种规格较多导致轧制效率下降
无缝钢管二次加工生产线项目	2011-2012	大口径无缝钢管产品认证周期长, 生产工艺复杂, 设备调整时间较多, 导致机组不能满负荷运转
薄板项目	2012	实施铁前系统改造工程项目导致铁水不足, 汽车板冷轧线尚未建成投产, 导致热轧生产线不能充分发挥产能

资料来源: 公司公告, 华创证券

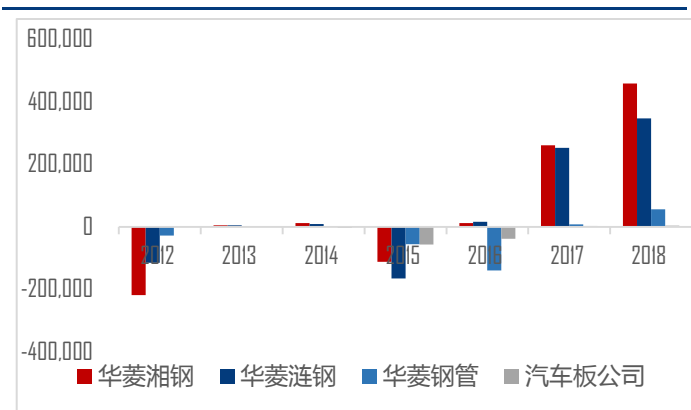
（二）走过行业寒冬，守得云开见月明

2013-2014 年，除 2014 年投产调试的 VAMA 净利润为负，其他三大核心控股子公司经营状况逐渐改善，扭亏为盈，且净利润呈上升态势。

但在随后 2015-2016 年的行业寒冬中，转型初见成效的四大核心子公司利润大幅下滑，公司的营业亏损分别达到 43.3 亿元和 17.6 亿元，由此产生退市风险。

2017 年供给侧改革成效逐步显现，钢铁行业回暖，优质钢企利润得到保障，公司业绩也得到大幅改善，2017 年公司扭亏为盈，实现净利润 41.2 亿，成功摘帽，2018 年净利润达到 67.8 亿，公司产品转型和技术改造的效益得到充分体现。

图表 10 四大核心子公司净利润变化（万元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 公司历年归母净利率变化（亿元）

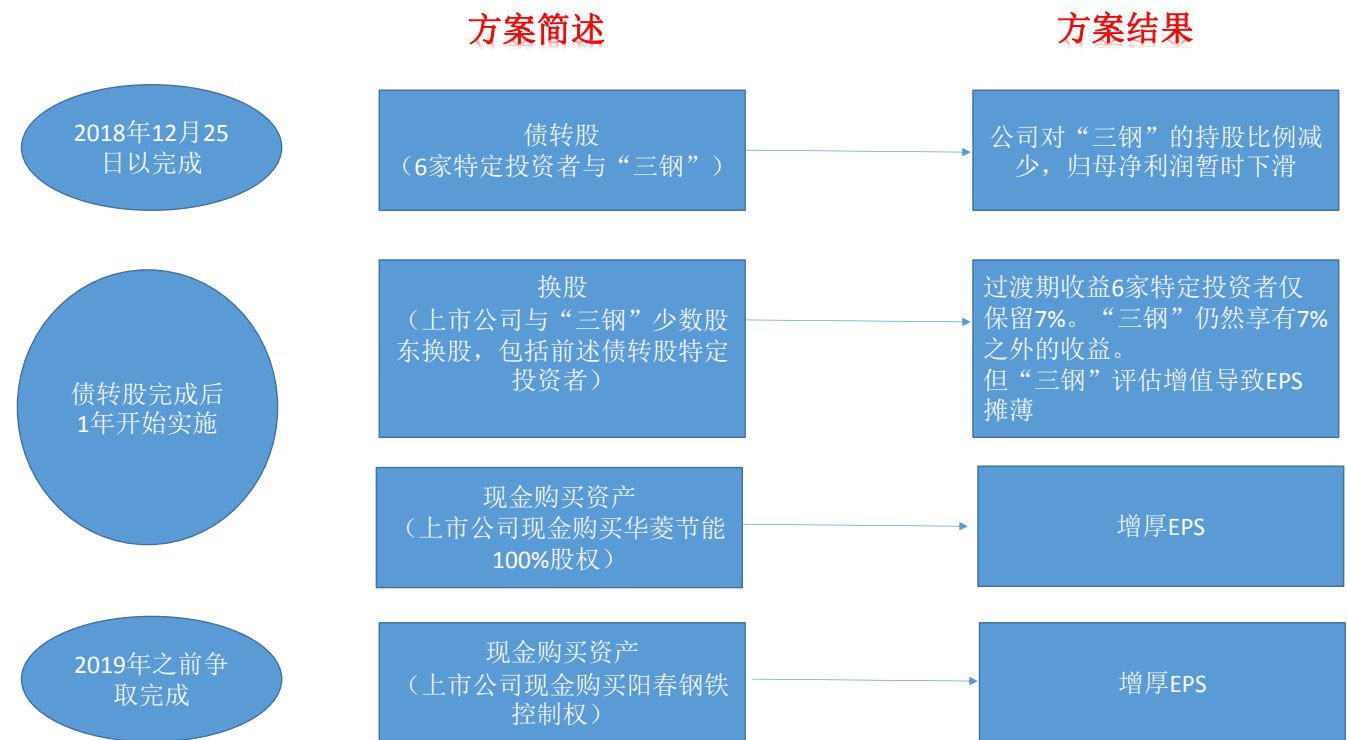


资料来源：公司公告，华创证券

（三）钢铁资产整体上市，开启发展新篇章

在产能逐步释放，盈利开始稳定后，公司也通过各种资本运作的方式开启了集团钢铁资产计提上市和债转股等资本运作方式。在公司披露的资本运作方案中，拟引入 6 家投资机构对湘钢、涟钢、钢管 3 个子公司增资 32.8 亿，全部用于置换存量债务。在 1 年期之后，采取发行股份收购六家机构和华菱集团持有的“三钢”少数股权，并以现金购买华菱节能 100% 股权和阳春新钢的控制权。全套方案的最终成果相当于上市公司通过增发股票的方式购买下属“三钢”的少数股权，同时增发给 6 家机构置换 32.8 亿存量资金，为防止过分摊薄上市公司 EPS，该方案还会现金购买部分集团优质资产。

图表 12 公司系列资本运作方案分析



资料来源: wind, 华创证券

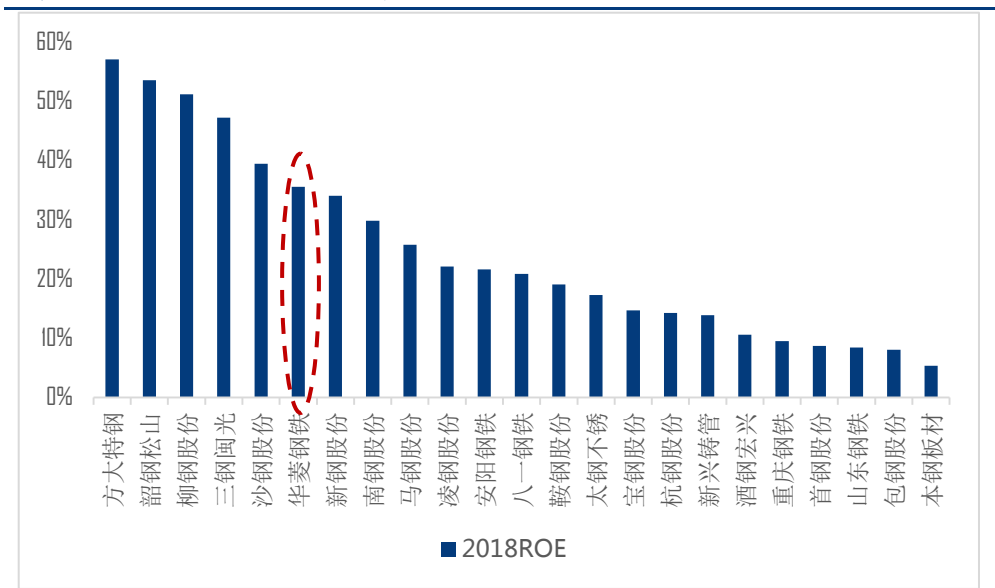
目前方案的第一步已经完成，虽然短期内公司在“三钢”的股权会减少，但6家特定投资者仅享有金额相当于其出资总金额年利率7%（单利）的过渡期收益，超出部分任由华菱钢铁享有，所以该方案并不会对上市公司过渡期内的归母净利润造成太大的影响。

而后续的两个方案，一方面实现了华菱集团层面钢铁资产的整体上市，降低了华菱集团与上市公司的关联交易规模，加强了华菱集团与上市公司的内部资源整合，提高了上市公司的整体盈利规模。另一方面，方案拟现金收购的标的盈利能力都非常强，其中阳春新钢地处广东省，年产能320万吨，2018年盈利预计超过12亿元，阳钢地理位置优越，后期盈利抬升能力极强，在增发的同时保证了EPS下降较小。在上述方案完成后，公司将步入发展的新阶段。

三、拨云见日：公司量利齐升，兑现高ROE

经历了转型的阵痛，走过了行业寒冬，公司2017-2018年经营效益逐渐改善，大规模技术改造后的优势得到发挥，公司2018年兑现高ROE。由于公司在2018年进行了市场化债转股，为剔除股权变动带来的归母净利润的影响，我们使用公司净利润计算的ROE达到36%，在SW钢铁行业23个主要上市公司中排名第6，在板材企业中排名第一。

图表 13 主要上市公司 2018 年 ROE



资料来源: wind, 华创证券

我们选取 2012 年为基期，通过对比 2012 和 2018 年 ROE 的变化，分析公司高 ROE 的原因。我们选择 2012 和 2018 年 ROE 为对比，主要考虑两个因素：1）从公司自身角度来看，除 VAMA 外，其他三大核心子技术改造基本在 2012 年完成，而公司 2014 年投产的 VAMA 薄板原料来源于华菱涟钢，公司粗钢产能在 2012 年后没有太大的变化；2）从行业的角度来看，2012 与 2018 年钢价水平相似，从而分析时可以剔除价格因素的干扰。

拆分公司 ROE，在剔除价格因素后，杜邦分析中周转率、利润率和权益乘数在钢铁行业可以分别代表着产能利用率、盈利能力和负债水平的概念。

（一）产能利用率：产量大幅释放，提高产能利用率

对钢铁企业， $\text{周转率} = \text{营业收入} / \text{总资产} = \text{吨钢价格} * \text{钢产量} / \text{总资产}$ 。由于 2012 年和 2018 年钢价接近，则周转率的变化主要反映了钢产量/总资产的提升，即产能利用率的提升。

2012 年到 2018 年公司周转率实现大幅提升，从相对数来看，公司 2018 年周转率较 2012 年提升 31%，增量在上市钢铁公司中排名第五。公司排名虽在鞍钢股份和安阳钢铁两家板材公司之后，但从绝对数的角度，公司 2018 年周转率为 121%，周转率在板材公司中排名第一。

图表 14 2012-2018 年上市公司周转率对比

	2012 年	2018 年	变化
韶钢松山	94%	165%	71%
方大特钢	127%	180%	53%
鞍钢股份	77%	117%	40%
安阳钢铁	65%	97%	32%
华菱钢铁	90%	121%	31%
凌钢股份	100%	130%	30%
重庆钢铁	59%	84%	25%
柳钢股份	165%	190%	24%

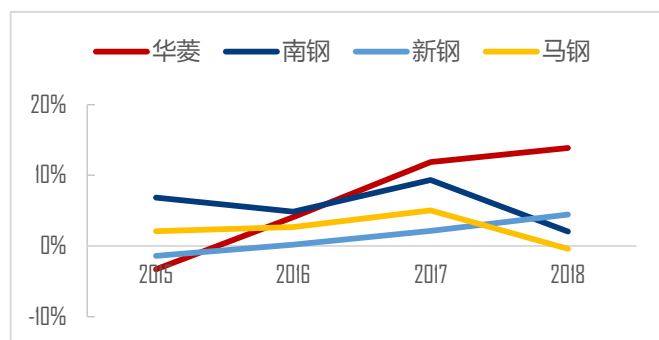
	2012 年	2018 年	变化
新钢股份	118%	137%	19%
南钢股份	94%	106%	12%
马钢股份	98%	107%	9%
宝钢股份	89%	91%	2%
包钢股份	58%	45%	-13%
首钢股份	63%	49%	-14%
八一钢铁	125%	104%	-21%
沙钢股份	149%	128%	-21%
酒钢宏兴	138%	114%	-24%
本钢板材	116%	84%	-32%
太钢不锈	149%	102%	-47%
山东钢铁	138%	78%	-60%
新兴铸管	146%	78%	-68%
三钢闽光	209%	128%	-80%
杭钢股份	204%	102%	-102%

资料来源：wind，华创证券

公司的产量增长在无大规模产能扩建的板材公司中势头迅猛。公司 2017-2018 年产量达到两位数增长，2018 年产量增长率达到 13.9%，领先板材行业增速约 3 倍。

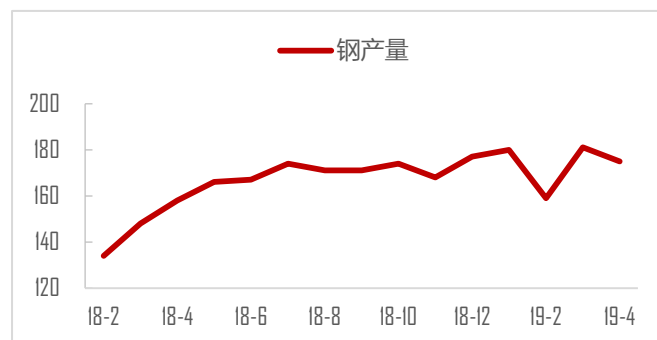
2019 年公司粗钢产量较 2018 年进一步上升。除 2 月受春节影响产量有所下滑，其他 3 个月产量均值达到 178.7 万吨，较 2018 年产量较高的 4 季度月增产 5.67 万吨。本年内周转率仍处在上升通道。

图表 15 板材公司粗钢产量增长率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 16 公司粗钢月产量

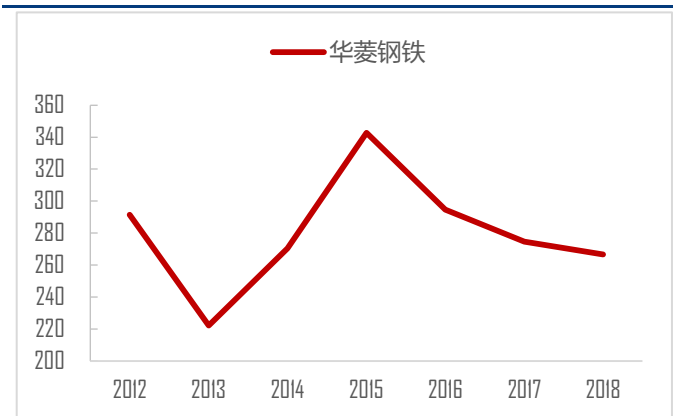


资料来源：公司公告，华创证券

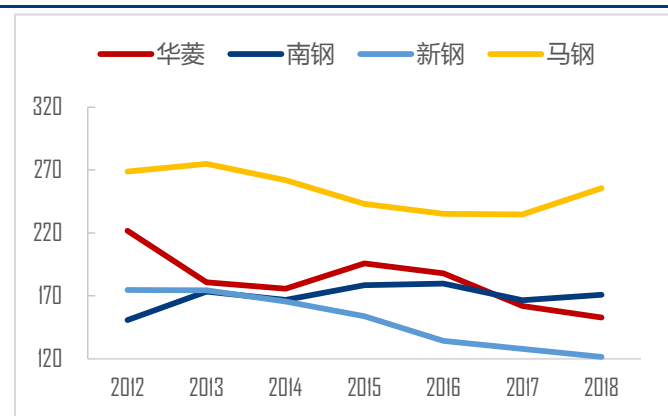
（二）盈利能力：吨钢费用下降，盈利能力增强

行业成本曲线改变，盈利底线提升。供给侧改革之前，供给由高弹性的中频炉和低弹性的高炉组成。价格下跌过程中，首先触及的是高炉成本线，高炉供给很难短期减少，所以会产生类似于 2015 年的全行业长期亏损状态。供给侧改革和清除地条钢之后，高成本电炉替代中频炉。当价格下跌触及高成本的电炉盈亏平衡线，供给会迅速减少适应市场需求。所以价格很难长期跌破电炉成本线，高炉电炉成本差就是高炉的盈利底部。因此公司的盈利底线有了大幅度的提升。

吨钢三费和吨钢折旧下降，增强公司自身盈利能力。销售费用、管理费用和财务费用合计的公司三费，以及折旧费用为公司的相对固定费用，公司产能利用率上升，产量提升的过程中吨钢固定费用也有效摊薄，提高了吨钢毛利，增强公司自身盈利能力。公司吨钢三费在 2016-2018 年间逐步下降，2018 年为 267 元，较 2012 年下降 25 元。公司吨钢折旧在 2016-2018 年期间也在逐步下降，2018 年为 153 元，较 2012 年大幅下降 69 元/，公司吨钢折旧在板材企业中处于中等偏下水平。

图表 17 公司吨钢三费（元/吨）


资料来源：公司公告，华创证券

图表 18 板材公司吨钢折旧（元/吨）


资料来源：公司公告，华创证券

除了产量提升带来的吨钢成本摊薄，公司的其他成本也在向行业靠拢。从 2017 年炼钢生铁的成本拆分中可以看出，公司高于行业平均水平的主要为原料和燃料。

其中原料高于行业平均水平主要由于公司铁矿石的运输成本较高。但 2017 年以后，公司已经调整了铁矿石运输的方式，之前依靠铁路运输，运费 145-150/吨，到现在利用内湖通过水路物流使成本下降 50 块/吨，按照铁矿石年进口 2000w 吨，一年节约 10 亿元。

直接人工较高与公司的人员较多有关，也与公司 2017 年的产能尚未完全释放有关。公司在精简员工和提高效率方面都有提升，14-17 年在岗职工精简 1020 人，占比 1/3，劳动生产率提高到 1050 吨/人/年，同时产量持续提升，摊薄吨钢直接人工。直接人工未来仍有下降空间。

成本扣除项目主要统计了钢厂在各个环节回收的资源，包括高炉煤气回收、水渣回收和瓦斯灰回收等部分。公司在高炉煤气回收上的优势非常明显，行业平均的高炉煤气回收为 116 元，而湘钢和涟钢分别达到了 198 元和 213 元。

图表 19 2017 年炼钢生铁单位制造成本明细表

	行业平均	湘钢	涟钢
主要原材料	1118.43	1125.01	1179.65
辅助材料	9.48	21.40	10.54
燃料及动力	949.39	1026.23	1073.82
直接人工	10.79	19.48	15.03
制造费用	62.87	43.90	36.26
成本扣除	-143.08	-234.81	-268.91
合计	2007.88	2001.21	2046.38

资料来源：mysteel，华创证券

公司发挥优势，改善劣势，生铁单位制造成本在行业中的排名持续优化。2016 年湘钢和涟钢在 50 家大高炉企业中分别排名 21 和 43 名，涟钢成本远高于行业平均水平。2017 年湘钢和涟钢在 50 家大高炉企业中分别排名 22 和 36 名，涟钢已经向行业平均水平靠拢。2018 年上半年，湘钢和涟钢炼钢生铁成本在 57 家企业中分别排名 19 和 24 名，湘钢已经低于行业平均水平 60 元，涟钢低于行业平均水平 37 元。后期在产能持续释放的情况下，排名有望继续优化。

图表 20 历年炼钢生铁单位制造成本对比

	行业平均	湘钢	涟钢
2016	1435	1431	1574
2017	2008	2001	2046
2018H1	2064	2004	2027

资料来源：mysteel，华创证券

公司 2018 年利润率较 2012 年上升 16%，盈利能力显著增强。2018 年上市公司有较多的所得税调节等因素，会造成利润率偏高，为了更精准的分析公司大规模技术改造后盈利能力的变化，我们选择了税前的利润率作为观测指标，公司利润率上升 16%，增幅在上市公司中排第 8，公司盈利能力显著增强。

图表 21 2012-2018 年上市公司利润率对比

	2012 年	2018 年	变化
三钢闽光	-1%	24%	25%
安阳钢铁	-17%	6%	22%
韶钢松山	-9%	12%	22%
沙钢股份	0%	20%	20%
鞍钢股份	-7%	10%	17%
方大特钢	6%	22%	16%
南钢股份	-3%	14%	16%
华菱钢铁	-6%	10%	16%
新钢股份	-4%	12%	15%
马钢股份	-5%	10%	15%
杭钢股份	-2%	10%	12%
柳钢股份	0%	11%	11%
首钢股份	-5%	5%	10%
山东钢铁	-5%	4%	10%
凌钢股份	0%	8%	8%
重庆钢铁	1%	8%	7%
太钢不锈	1%	7%	6%
包钢股份	1%	6%	5%
新兴铸管	3%	7%	4%
八一钢铁	1%	4%	3%
宝钢股份	7%	9%	2%

	2012 年	2018 年	变化
酒钢宏兴	1%	2%	2%
本钢板材	1%	2%	2%

资料来源：wind，华创证券

（三）负债水平：资产负债率下降，负债结构优化

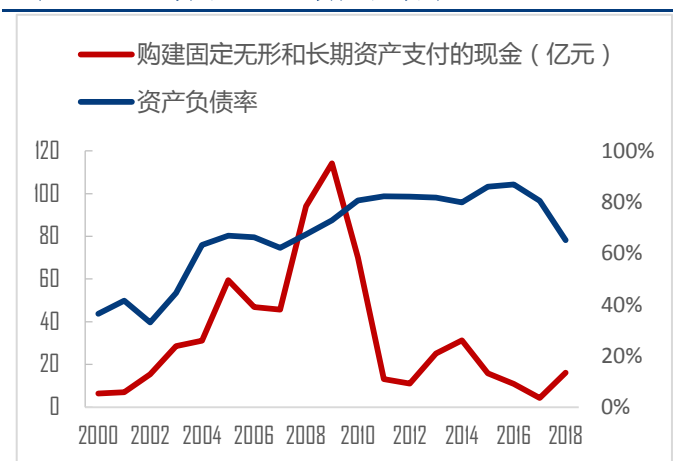
2017-2018 年公司资产负债率和财务费用均实现下降。负债结构中长期借款也大幅提升，负债结构有所优化。

1) 2012 年以前，公司进行了大规模的产品转型和技术改造，而公司第二大股东安塞乐米塔尔不愿摊薄其股权，公司主要依靠债务融资，导致公司资产负债率逐年攀升；

2) 2012-2016 由于公司转型调整叠加行业寒冬，公司资产负债率居高不下；

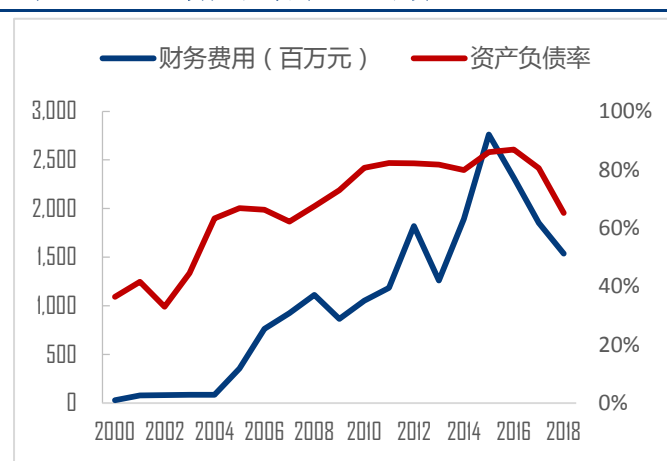
3) 随着 2015 年开始的供给侧改革带来的行业回暖，公司 2016-2018 年期间大幅偿还负债，并在 2018 年实施市场化债转股方案，资产负债率和财务费用在 2017-2018 年均实现下降。

图表 22 公司资本支出与资产负债率



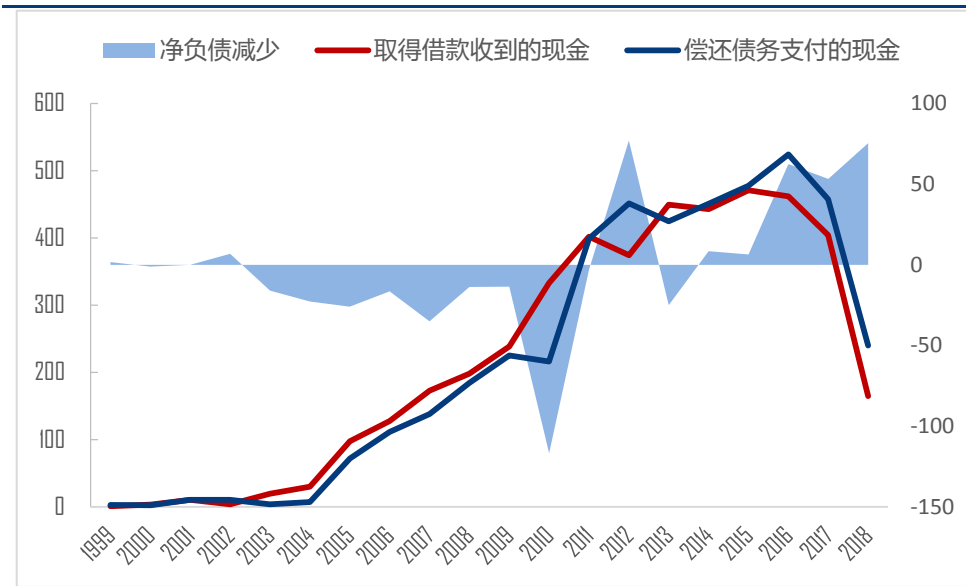
资料来源：wind，华创证券

图表 23 公司资产负债率与财务费用



资料来源：wind，华创证券

图表 24 公司净负债在 2016-2018 年期间大幅减少



资料来源: wind, 华创证券

公司 2018 年资产负债率较 2012 年下降 17%，降幅在行业中处于中等偏上的水平。但资产负债率的绝对值距离行业平均水平仍然略高，因此公司高于行业平均水平的 ROE 有一部分是高杠杆贡献的。但公司当前杠杆水平已经据合理区间不远，后期继续下降对 ROE 的影响不会太大。

图表 25 2012-2018 年上市公司资产负债率对比

	2012 年	2018 年	变化
重庆钢铁	87%	31%	55%
三钢闽光	69%	35%	34%
方大特钢	64%	30%	34%
杭钢股份	57%	28%	30%
韶钢松山	87%	62%	24%
南钢股份	74%	52%	22%
新钢股份	74%	53%	20%
柳钢股份	76%	58%	18%
凌钢股份	71%	53%	17%
华菱钢铁	82%	65%	17%
山东钢铁	76%	59%	16%
包钢股份	79%	65%	15%
沙钢股份	49%	35%	14%
鞍钢股份	52%	42%	11%
马钢股份	66%	58%	8%
新兴铸管	65%	58%	7%
太钢不锈	63%	57%	6%
安阳钢铁	77%	74%	3%

	2012 年	2018 年	变化
八一钢铁	81%	79%	2%
宝钢股份	45%	44%	2%
酒钢宏兴	74%	73%	0%
本钢板材	60%	67%	-7%
首钢股份	52%	73%	-21%

资料来源: wind, 华创证券

（四）公司高 ROE 具有可持续性

公司前期资产负债率较高（即权益乘数较高），且净利润中包括了部分税盾影响，因此 ROE 中存在较多的干扰因素。但剔除这些因素后，我们仍然认为公司的高 ROE 是可以长期维持的。

本年内，我们认为铁矿石的均衡价格在 85 美元，焦炭的均衡价格在 1950 元，废钢的均衡价格在 2200 元。以此价格计算，高炉的含税成本为 3121 元，电炉的含税成本为 3476 元，含税成本差 355 元（历史含税成本差在 500 元左右，考虑到利润下降价差会压缩），不含税成本差 314 元，给电炉 50 元的非成本损耗，364 元就是高成本电炉能为高炉利润提供的防火墙。此外，全年的盈利会呈现出比较强的季节性，在需求旺季，需要给出更高的利润保证供给；在需求淡季，高炉利润会压缩到成本差附近，从而减少供给。在以上行业判断下，我们建立了两个情景假设分析公司长期可维持的 ROE 水平。

中性假设：螺纹钢全年均价 3900 元（含税），周转率为去年的 $3450/3550=0.97$ 倍，其中华菱由于产量上升周转不变。螺纹钢均衡毛利 650 元，螺纹钢毛利率下降 9%，行业平均毛利下降 5%，则优质的上市公司利润率下降 4%，上市公司中独立定价能力更强的宝钢股份下降 2.5%，华菱钢铁由于产量上升摊薄吨钢成本下降 3%。假设 58% 的资产负债率是行业资产负债率上限，所有资产负债率高于 58% 的企业杠杆率都降至 58%，即最高权益乘数 240%。在中性假设下，各优质钢铁股的 ROE 如下：

图表 26 中性假设下优质钢铁股的 ROE 模拟

	周转率		利润率（含税）		利润率（扣税）		权益乘数		ROE		
	2018	中性假设	2018	中性假设	2018	中性假设	2018	中性假设	2018	中性假设	变化
韶钢松山	165%	160%	12%	8%	10%	7%	266%	240%	43%	25%	18%
柳钢股份	190%	171%	11%	7%	10%	6%	237%	237%	43%	25%	18%
华菱钢铁	121%	121%	10%	7%	9%	6%	287%	240%	30%	18%	12%
新钢股份	137%	123%	12%	8%	10%	7%	213%	213%	29%	17%	12%
方大特钢	180%	162%	22%	18%	17%	14%	143%	143%	43%	32%	11%
马钢股份	107%	96%	10%	6%	9%	5%	240%	240%	22%	12%	10%
三钢闽光	128%	116%	24%	20%	18%	15%	153%	153%	35%	27%	9%
南钢股份	106%	95%	14%	10%	11%	8%	208%	208%	24%	15%	9%
宝钢股份	91%	82%	9%	7%	8%	6%	177%	177%	13%	8%	5%

资料来源: wind, 华创证券测算

悲观假设：螺纹钢全年均价 3700 元（含税），周转率为去年的 $3274/3550=0.92$ 倍，其中华菱由于产量上升周转不变。螺纹钢均衡毛利 400 元，螺纹钢毛利率 12%，下降 14%。行业平均毛利率下降 7%，则优质的上市公司利润率下降 6%，华菱钢铁产量上升摊薄吨钢成本利润率下滑 5%，独立定价能力更强的宝钢股份下跌 4%。假设 58% 的资产负债率是行业资产负债率上限，所有资产负债率高于 58% 的企业杠杆率都降至 58%，即最高权益乘数 240%。在中性假设下，各优质钢铁股的 ROE 如下：

图表 27 悲观假设下优质钢铁股的 ROE 模拟

	周转率		利润率（含税）		利润率（扣税）		权益乘数		ROE		
	2018	悲观假设	2018	悲观假设	2018	悲观假设	2018	悲观假设	2018	悲观假设	变化
韶钢松山	165%	152%	12%	6%	10%	5%	266%	240%	43%	18%	25%
柳钢股份	190%	175%	11%	5%	10%	5%	237%	237%	43%	19%	25%
华菱钢铁	121%	121%	10%	5%	9%	4%	287%	240%	30%	13%	17%
新钢股份	137%	126%	12%	6%	10%	5%	213%	213%	29%	13%	16%
方大特钢	180%	166%	22%	16%	17%	12%	143%	143%	43%	29%	14%
马钢股份	107%	98%	10%	4%	9%	3%	240%	240%	22%	8%	14%
三钢闽光	128%	118%	24%	18%	18%	13%	153%	153%	35%	25%	11%
南钢股份	106%	98%	14%	8%	11%	6%	208%	208%	24%	12%	12%
宝钢股份	91%	84%	9%	6%	7%	5%	177%	177%	12%	7%	4%

资料来源：wind，华创证券测算

在中性假设和悲观假设下，运用扣除税盾影响的利润率和行业权益乘数计算的公司 ROE 分别为 18%和 13%，较 2018 年没有出现大幅下滑，ROE 依然较高且行业排名靠前，说明公司的高 ROE 具有可持续性。

四、推荐理由

（一）短期来看：品种格局优良，二季度量利双增业绩可期

公司四大核心子公司中，湘钢主要产品为中厚板，涟钢为薄板，衡钢为无缝管。普钢中，二季度板材的利润改善更为明显，业绩环比增幅可期。同时，衡钢管铁生产的无缝管是年内业绩改善最明显的品种，尤其衡阳钢管的产能中有 35 万吨为油气管道，油气管道相较于普通的无缝管的利润抬升更为明显。优良品种结构和不断爬坡的产量保证了公司二季度业绩脱颖而出。

（二）长期来看：行业格局扭转，高 ROE 可以维持

在第三部分中，我们从周转率、净利率和杠杆率三个角度分析公司的高 ROE 来源，认为在公司产能利用率持续上升的情况下，周转率高位可以维持；在行业成本曲线改变，公司吨钢成本摊薄的情况下，净利率也会有所保证；公司杠杆率仍有一定下降空间。假设公司杠杆率降到 58%，在极度悲观假设下，ROE 仍能保持 13%以上。在中性假设下，ROE 能保持 18%以上。

（三）估值来看：PB&PE 均处于低位

从 PB-ROE 模型角度看，中性假设和悲观假设下公司 ROE 均高于其他板材公司，且公司的高 ROE 具有可持续性，对应当前 PB 只有 1.07，公司价值被显著低估。

图表 28 ROE、PB 对比

	2018	2019Q1	中性假设	悲观假设	PB (2019Q1)
韶钢松山	43%	25%	25%	18%	1.7
柳钢股份	43%	14%	25%	19%	1.5
华菱钢铁	30%	23%	18%	13%	1.07
新钢股份	29%	15%	17%	13%	1.0

	2018	2019Q1	中性假设	悲观假设	PB（2019Q1）
方大特钢	43%	38%	32%	29%	6.4
马钢股份	22%	2%	12%	8%	0.9
三钢闽光	35%	20%	27%	25%	1.5
南钢股份	24%	19%	15%	12%	1.0
宝钢股份	13%	6%	8%	7%	0.85

资料来源：wind，华创证券测算

同样采用上文假设，对本年各公司的归母净利润进行测算。中性假设和悲观假设下，公司 PE 均低于行业平均水平。

图表 29 优质标的 PE 比较

	2018 年归母净利润	2019E 归母净利润（中性假设）	2019E 归母净利润（悲观假设）	市值（亿元）	2018 年 PE	2019PE（中性假设）	2019PE（悲观假设）
韶钢松山	33.06	23.15	16.53	114	3.78	4.92	6.9
柳钢股份	46.1	32.27	23.05	169	3.8	5.24	7.33
华菱钢铁	67.8	57	45	200	2.9	3.5	4.4
新钢股份	59.05	39	29.53	167	3.21	4.28	5.66
方大特钢	29.27	22	17	147	7.13	6.68	8.65
马钢股份	59.43	41.6	29.72	258	4.51	6.2	8.68
三钢闽光	65.07	51.47	47.46	293	4.6	5.69	6.17
南钢股份	40.08	28	21	153	4.28	5.46	7.29
宝钢股份	215.65	170	140	1515	7.41	8.91	10.82

资料来源：wind，华创证券测算

五、盈利预测和投资建议

由于公司技术改造效益逐渐显现，我们维持预计公司 2019-2021 年实现营收 951.41/969.37/989.22 亿元；归母净利润为 56.82/58.12/62.86 亿元；对应 EPS 为 1.88/1.93/2.08 元；对应 PE 为 4/3/3 倍；考虑到公司产量有进一步上升空间，能源油气、工程机械等下游行业需求偏强，结合行业情况给予 5 倍 PE，公司目标价为 9.4 元，维持“强推”评级。

六、风险提示

中美贸易战持续升温，需求大幅下滑。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,717	15,865	23,831	32,999
应收票据	6,806	7,102	7,236	7,384
应收账款	3,213	3,334	3,397	3,467
预付账款	1,256	1,332	1,354	1,373
存货	7,435	7,885	8,015	8,129
其他流动资产	3,236	3,574	3,656	3,747
流动资产合计	30,663	39,092	47,489	57,099
其他长期投资	111	112	113	114
长期股权投资	261	263	263	263
固定资产	38,670	37,013	35,279	33,473
在建工程	1,144	1,427	2,539	3,095
无形资产	4,004	3,806	3,628	3,468
其他非流动资产	382	373	372	372
非流动资产合计	44,572	42,994	42,194	40,785
资产合计	75,235	82,086	89,683	97,884
短期借款	12,653	12,653	12,653	12,653
应付票据	5,325	7,984	8,115	8,231
应付账款	4,913	5,210	5,296	5,371
预收款项	4,001	4,439	4,523	4,616
其他应付款	3,129	3,129	3,129	3,129
一年内到期的非流动负债	1,436	1,436	1,436	1,436
其他流动负债	6,672	2,382	1,727	1,046
流动负债合计	38,129	37,233	36,879	36,482
长期借款	6,327.00	6,327.00	6,327.00	6,327.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4,538	4,538	4,538	4,538
非流动负债合计	10,865	10,865	10,865	10,865
负债合计	48,994	48,098	47,744	47,347
归属母公司所有者权益	17,533	23,189	29,001	35,287
少数股东权益	8,709	10,799	12,938	15,250
所有者权益合计	26,241	33,988	41,939	50,537
负债和股东权益	75,235	82,086	89,683	97,884

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	12,643	14,461	11,992	12,432
现金收益	13,064	12,148	12,148	12,610
存货影响	325	-450	-130	-114
经营性应收影响	-1,846	-705	-430	-448
经营性应付影响	-2,751	3,394	301	283
其他影响	3,850	73	103	101
投资活动现金流	1,370	-1,898	-2,315	-1,558
资本支出	-2,422	-1,686	-2,315	-1,558
股权投资	94	1	0	0
其他长期资产变化	3,698	-213	0	0
融资活动现金流	-11,086	-5,415	-1,711	-1,706
借款增加	-7,028	0	0	0
股利及利息支付	-1,748	0	0	0
股东融资	3,040	0	0	0
其他影响	-5,350	-5,415	-1,711	-1,706

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	91,179	95,141	96,937	98,922
营业成本	75,285	79,840	81,154	82,307
税金及附加	806	841	857	874
销售费用	1,450	1,513	1,542	1,574
管理费用	2,747	2,866	2,920	2,980
财务费用	1,447	1,119	1,083	1,043
资产减值损失	211	211	211	211
公允价值变动收益	-4	-4	-4	-4
投资收益	87	87	87	87
其他收益	123	123	123	123
营业利润	9,441	8,959	9,378	10,141
营业外收入	12	2	2	2
营业外支出	118	27	27	27
利润总额	9,335	8,934	9,353	10,116
所得税	731	1,161	1,403	1,518
净利润	8,604	7,773	7,950	8,598
少数股东损益	1,824	2,091	2,138	2,312
归属母公司净利润	6,780	5,682	5,812	6,286
NOPLAT	9,937	8,746	8,871	9,485
EPS(摊薄) (元)	2.25	1.88	1.93	2.08

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	19.2%	4.3%	1.9%	2.0%
EBIT 增长率	51.8%	-6.8%	3.8%	6.9%
归母净利润增长率	64.5%	-16.2%	2.3%	8.2%
获利能力				
毛利率	17.4%	16.1%	16.3%	16.8%
净利率	9.4%	8.2%	8.2%	8.7%
ROE	25.8%	16.7%	13.9%	12.4%
ROIC	18.7%	16.4%	15.2%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	65.1%	58.6%	53.2%	48.4%
债务权益比	95.1%	73.4%	59.5%	49.4%
流动比率	80.4%	105.0%	128.8%	156.5%
速动比率	60.9%	83.8%	107.0%	134.2%
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.0
应收帐款周转天数	12	12	12	12
应付帐款周转天数	23	23	23	23
存货周转天数	36	35	35	35
每股指标(元)				
每股收益	2.25	1.88	1.93	2.08
每股经营现金流	4.19	4.80	3.98	4.12
每股净资产	5.81	7.69	9.62	11.70
估值比率				
P/E	3	4	3	3
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	3	3	2	2

钢铁煤炭组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

高级研究员：罗兴

香港科技大学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500