

拥有区域优势和持续提升的竞争力，盈利能力日渐增强

华菱钢铁（000932）深度分析报告

分析师：王合绪

执业证书编号：S0890510120008

电话：021-20321303

邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

研究助理：张锦

电话：021-20321304

邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

□ 投资要点：

◆ **公司拥有突出的区域优势**：2019年公司产量占湖南比重进一步提升，达到87.9%；占相关区域七省比重达到15.3%；公司对省内市场有较大控制力，对周边区域有较大影响力。相对江浙沪地区，公司可以享受到大部分产品在当地的价格溢价；区位优势突出，也能够部分抵消原燃料物流成本劣势。从未来几年的区域新增产能变动来看，公司在省内优势难以撼动。

◆ **多元化产品组合+专业化制造基地模式确保公司经营对冲下游波动，同时实现收益和效率最大化**。经过近十年的发展，公司形成了“长+板+管”的产品组合。在我国进入工业化后期，宏观的精准施策带来了不同年份拉动经济的增长极不同，受此影响在不同年份钢铁产品盈利会有一些的分化，而公司多元化的产品体系能够对冲下游行业波动，同时通过灵活调整的供给，能够实现整体收益最大化。公司对四基地产品采取差异化定位，保障了各基地生产制造更加专业化，也带来运营制造的高效化。

◆ **公司持续提升的综合竞争力是增强盈利能力的基础**。近年公司通过提升产品竞争力、多渠道降本、优化人事和管理体系、修复资产负债表实现了综合竞争力的持续提升；其中前两项提升了公司毛利率；后两项降低了公司的费用率。综合竞争力的持续提升最终保障了公司销售净利率和净资产收益率，增强了公司的盈利能力。在我们的年度策略报告中，认为未来钢铁行业整体进入了供需动态自平衡的状态：在这种状态下，边际成本较高的那部分产能将决定了供给调整空间，竞争力强企业的盈利将始终超越行业平均水平。

◆ **尽管新冠疫情对公司2020年业绩会有一些影响，但公司部分下游行业的中长期需求趋稳，我们预计2020-2022年公司基本每股收益0.98元、1.21元、1.29元。给予华菱钢铁6倍PE估值，6-12个月目标价5.88元。首次覆盖给予“增持”评级。**

单位：亿元	2018年	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
营业收入	913.69	1009	1055	1105	1150
增长率(%)	19.11%	10.43%	4.50%	4.76%	4.11%
归属母公司股东净利润	67.8	45.62	60.06	73.98	79
增长率(%)	64.53%	-31.65%	31.65%	23.18%	6.79%
每股收益(EPS)	2.25	1.04	0.98	1.21	1.29
净资产收益率(ROE)	38.67%	21.54%	23.11%	23.19%	20.67%
市盈率(P/E)	3.85	5.63	4.28	3.47	3.25
股息率(分红/股价)	0.000	0.036	0.047	0.058	0.06

◆ **风险提示**：新冠疫情影响时间较长，下游需求持续低迷；物流影响导致公司被动停产；未来公司所在区域周边省份产能增加，供需矛盾凸显。

内容目录

1. 内规模稳居前十，布局中南地区四基地	4
1.1. 公司是湖南省最大的钢铁联合企业，国内规模稳居前十.....	4
1.2. 公司在中南地区布局四个生产基地，拥有一家汽车板合资公司.....	5
1.3. 公司构建集中+分散相结合的管理体系.....	9
2. 公司拥有突出的区域优势	10
2.1. 在省内拥有较大的控制力，在周边相关区域有较大的影响力.....	10
2.2. 在区位内享受产品溢价，部分抵消物流成本劣势.....	11
2.3. 未来国内产能置换推进难以撼动公司的区域优势.....	11
3. 多元化的产品+专业化的制造，确保公司对冲下游行业波动、实现效率最高	12
3.1. “长+板+管”的产品组合对冲下游行业波动，保障整体盈利最大化.....	12
3.2. 专业化基地的制造体系确保运营效率最高.....	13
4. 公司综合竞争力的持续提升是增强持续盈利能力的基础	14
4.1. 通过加大技术创新投入、优化产品结构，提升产品竞争力.....	14
4.2. 通过多渠道降低制造成本，夯实内陆钢厂成本竞争力.....	15
4.3. 通过改革，优化人事和管理体系推动营运效率的提升.....	15
4.4. 通过债转股的成功实施，进一步消除公司的财务压力.....	16
4.5. 在综合竞争力持续提升的基础上，公司增强了持续盈利能力.....	18
5. 中长期公司主要产品下游需求日趋稳定	19
5.1. 造船行业见底，复苏可期，宽厚板需求趋稳.....	19
5.2. 稳增长背景下，房地产和基建投资加大对长材需求有保障.....	19
5.3. 三桶油持续加大油气投资，无缝钢管需求整体趋稳.....	20
5.4. 汽车板供给和营销服务能力增强，提升了下游接单机会.....	21
6. 盈利预测	21
7. 风险提示	23

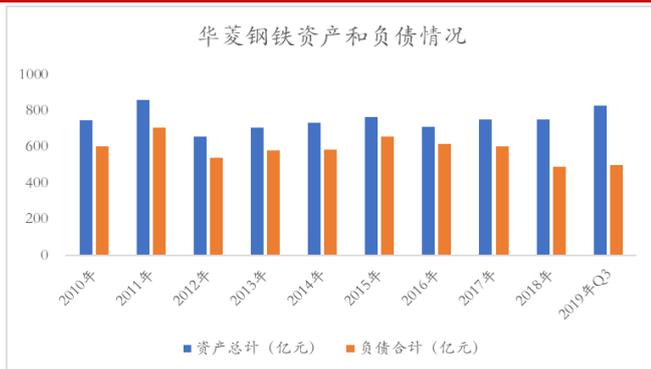
图表目录

图 1: 华菱钢铁股权结构.....	4
图 2: 华菱钢铁产量情况.....	4
图 3: 2019 年 1-11 月国内前十粗钢产量.....	4
图 4: 华菱钢铁资产和负债情况.....	5
图 5: 华菱钢铁营业收入情况.....	5
图 6: 华菱钢铁归母净利润情况.....	5
图 7: 华菱湘钢营收、资产、净利润.....	7
图 8: 华菱涟钢营收、资产、净利润.....	7
图 9: 华菱钢管营收、资产、净利润.....	8
图 10: 阳春新钢营收、资产、净利润.....	8
图 11: VAMA 组织架构体系.....	9
图 12: VAMA 营收、资产、净利润.....	9
图 13: 华菱钢铁规模及在湖南省占比.....	10
图 14: 湖南及周边区域省份粗钢产量.....	10
图 15: 湖南及周边区域内钢企粗钢产量.....	10
图 16: 华菱钢铁产量及占湖南+周边省份合计产量比重.....	10
图 17: 长沙与江浙沪地区热轧板价差.....	11

图 18: 长沙与江浙沪地区螺纹钢价差	11
图 19: 长沙与江浙沪地区中板价差	11
图 20: 2020 年及以后国内区域炼钢产能变化	12
图 21: 钢铁下游产业重要宏观指标	13
图 22: 螺纹钢、热轧板、冷轧板价格同比	13
图 23: 华菱钢铁单项产品毛利率情况	13
图 24: 华菱钢铁产品结构占比	13
图 25: 华菱钢铁各基地产品产量	14
图 26: 华菱钢铁与行业存货周转率对比	14
图 27: 华菱钢铁与行业研发投入对比	14
图 28: 华菱钢铁吨钢边际贡献测算	14
图 29: 华菱钢铁吨钢制造费用和吨钢折旧	15
图 30: 华菱钢铁人工成本情况	15
图 31: 华菱钢铁员工总人数	16
图 32: 华菱钢铁管理人员及占比	16
图 33: 华菱钢铁人均产钢量	16
图 34: 华菱钢铁固定资产周转率和营业周期	16
图 35: 华菱钢铁债转股股权变化	17
图 36: 华菱钢铁有息负债和资产负债率	17
图 37: 华菱钢铁吨钢财务费用和财务费用占比	17
图 38: 华菱钢铁和行业毛利率对比	18
图 39: 华菱钢铁销售净利率、毛利率、期间费用率	18
图 40: 华菱钢铁净资产收益率	18
图 41: 全球和国内造船完工量	19
图 42: 全球和国内手持船舶订单量	19
图 43: 重要经济体进出口贸易同比	19
图 44: 国内房地产投资和基建投资情况	20
图 45: 湖南和广东省固定资产投资情况	20
图 46: 石油天然气行业投资情况	20
图 47: 国内原油和天然气对外依存度	20
表 1: 公司生产工艺装备及产能情况	6
表 2: 华菱湘钢产品类型	6
表 3: 华菱涟钢产品类型	7
表 4: 华菱钢铁引入债转股投资者情况	17
表 5: 华菱钢铁盈利预测	21
表 6: 可比上市公司估值情况 (截止 2 月 14 日)	22
表 7: 公司财务预测表	24
表 8: 关键财务指标预测	25

近年来公司坚持“做精做强，区域领先”的经营理念 and “深耕行业、区域主导、领先半步”的研发与营销战略，持续构建精益生产、销研产一体化和营销服务三大战略支撑体系，品种结构调整和降本提质增效进一步取得了积极进展，截止 2019 年三季度，公司资产总计 829 亿元，负债 497 亿元，实现营业收入 819.8 亿元，同比增长 6.09%；归母净利润 33.94 亿元。2020 年 1 月 16 日公司发布业绩预告：2019 年，公司预计实现利润总额 74 亿元~82 亿元，同比下降 12.16%~20.73%；预计实现归属于上市公司股东的净利润 42 亿元~46 亿元，同比下降 32.15%~38.05%。

图 4：华菱钢铁资产和负债情况



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

图 5：华菱钢铁营业收入情况



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

图 6：华菱钢铁归母净利润情况



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

1.2. 公司在中南地区布局四个生产基地，拥有一家汽车板合资公司

2019 年公司在完成对阳春新钢收购后，在包括湖南、广东内的中南地区拥有湘潭、娄底、衡阳、广东阳江四大生产基地，公司现拥有炼铁高炉 10 座，设计产能 1,773 万吨；转炉 14 座，电炉 3 座，合计粗钢产能约 2000 万吨。公司在娄底地区拥有一家以生产汽车板为主的合资公司。

表 1: 公司生产工艺装备及产能情况

公司	烧结机	高炉	转炉	炼铁 产能	炼钢 产能	钢材 产能
湘钢	共 4 座: 360 平方米 2 座, 180 平方米 1 座, 105 平方米 1 座	共 4 座: 2580m ³ 高炉 2 座, 1080m ³ 高炉 1 座, 1800m ³ 高炉 1 座	共 7 座, 80 吨转炉 3 座, 120 吨 4 座	740	725	780
涟钢	共 4 座: 360 平方米 1 座, 280 平方米 1 座, 185 平方米 1 座, 143 平方米 1 座	共 3 座: 3200m ³ 高炉 1 座, 2200m ³ 高炉 1 座, 2800m ³ 高炉 1 座	共 5 座, 100 吨 3 座, 210 吨 2 座	730	900	821
衡钢	180 平方米 1 座	1080m ³ 高炉 1 座	共 3 座电炉, 45 吨 2 座, 90 吨 1 座	83	130	183
阳钢	180 平方米 1 座 105 平方米 1 座	1250m ³ 高炉 2 座	120 吨 2 座	220	240	280

资料来源: 华菱钢铁集团可交换债募集说明书, 华宝证券研究创新部

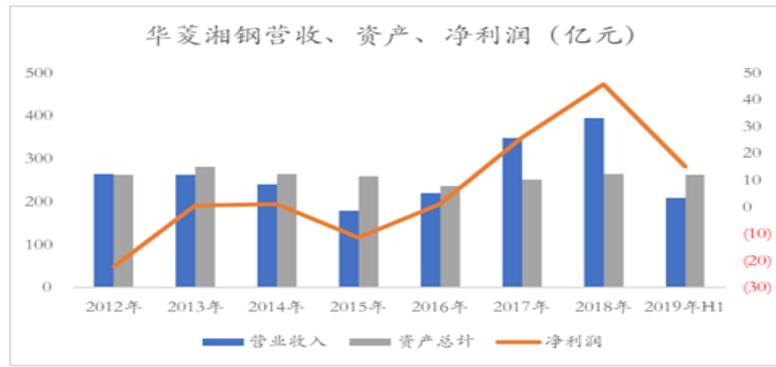
湘潭生产基地以华菱湘钢为主, 拥有炼铁、炼钢、轧钢等全流程的技术装备, 主体装备、生产工艺行业领先。具备 440 万吨板材产能、340 万吨长材产能, 产品主要聚焦于宽厚板, 是全球产能规模最大的宽厚板生产基地, 板材综合品种制造水平稳居行业前三。2019 年上半年华菱湘钢实现营业收入 208.7 亿元, 净利润 15.3 亿元, 资产总计 263.8 亿元。

表 2: 华菱湘钢产品类型

	产品类型	应用领域
板材	船体结构用钢、海洋平台用钢、油气输送管道用钢、工程机械用高强度钢、桥梁用结构钢、建筑结构用钢、压力容器用钢等	船舶制造、能源化工装备制造、工程(机械)制造、桥梁(建筑)建造等
线材	高碳钢、焊接用钢、冷镦钢、弹簧钢、轮胎用钢、低碳钢、易切削钢、建筑用钢(如螺纹钢)等	金属制品、轮胎制造、汽车制造、机械制造、桥梁(建筑)建造等
棒材	碳结钢、合结钢、齿轮钢、轴承钢、非调质钢、建筑用钢(如螺纹钢)等	汽车、船舶等各类机械零部件及桥梁、建筑、设备等

资料来源: 华菱钢铁集团可交换债募集说明书, 华宝证券研究创新部

图 7：华菱湘钢营收、资产、净利润



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

娄底生产基地以华菱涟钢为主，拥有炼铁、炼钢、轧钢等全流程的技术装备，主体装备、生产工艺行业领先。具备 641 万吨热轧卷板产能、150 万吨冷轧板和 30 万吨镀锌板产能，产品涵盖棒材、热轧和冷轧三大类，主要产品有热轧/冷轧汽车用钢、家电板、镀层产品、管线钢、工程机械用钢、船板、电工钢、带肋钢筋、中高碳钢等。2019 年上半年华菱涟钢实现营业收入 204.9 亿元，净利润 14.3 亿元，资产总计 235.2 亿元。

表 3：华菱涟钢产品类型

产品类型	应用领域
棒材 螺纹钢	于房屋、桥梁、道路等土建工程建设。
热轧 工程机械用钢、热轧汽车结构钢、船用钢、管线钢、热轧高强钢、中高碳钢、耐蚀钢、低合金钢、电工钢等	金属制品、轮胎制造、汽车制造、机械制造、桥梁（建筑）建造等
冷轧 冷轧高强钢、电工钢、冷轧无取向硅钢等	用在汽车内外覆盖件、前门内外板、顶盖等部位件上；用在电机、变压器的部件上

资料来源：华菱钢铁集团可交换债募集说明书，华宝证券研究创新部

图 8：华菱涟钢营收、资产、净利润

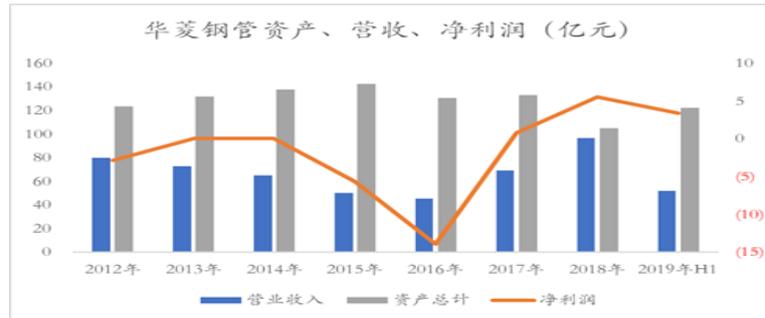


资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

衡阳生产基地以华菱钢管为主，拥有炼铁、电炉炼钢、轧钢等全流程的技术装备，是专业生产无缝钢管的全流程企业，产品广泛应用于油气、工程机械、油服机械加工、火力发电、

核电等行业。具备 183 万吨的无缝钢管产能。华菱钢管是全球机组组距最全的企业之一，能够覆盖 51mm-800mm 规格的无缝管，能满足客户“多品种、多规格、小批量”采购需要。华菱钢管共有 5 条轧管线，其中 89 机组适应油管和小口径压力容器用管生产；180 机组适应中小口径高强度套管的生产；219 机组适应多品种规格、小批量的中厚壁机加工用管和核电管的生产；720 机组能适应大口径厚壁、组织致密的压力容器用管生产。2019 年上半年华菱钢管实现营业收入 52.3 亿元，净利润 3.5 亿元，资产总计 122.5 亿元。

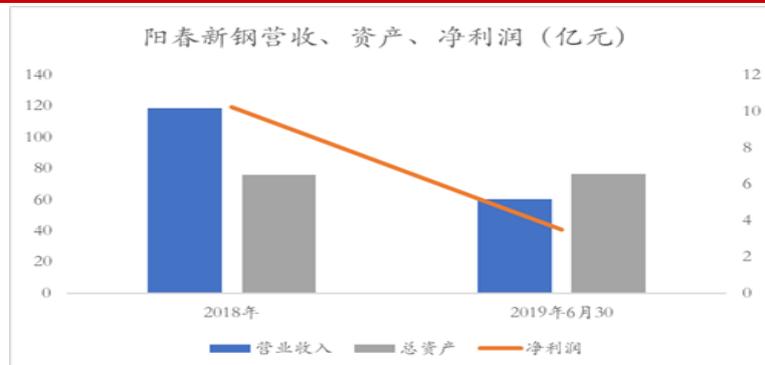
图 9：华菱钢管营收、资产、净利润



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

阳江生产基地以阳春新钢为主，现拥有烧结、炼铁、炼钢、轧材全流程工艺装备，产品涵盖线材和棒材两大类，主要品种有螺纹钢、建筑线材、盘螺、拉丝材、圆钢，具备年产钢 280 万吨的生产能力，为华南地区精品线、棒材重要生产基地。阳春新钢具备四大竞争优势：一、南临阳江深水海港宝丰码头，东接云阳高速，交通便利，矿石从沿海运入，产品在广东地区销售，物流成本优势明显。二、辐射珠三角、广西、海南等钢铁净流入区域，建筑用钢需求旺盛，区域市场优势明显。三、建筑材和拉丝材在广东省内销售价格均稳居前列，在广东区域市场有较强的竞争能力和品牌影响力，现已成为广东区域市场主导品牌之一。四、属于工信部发布的第三批“白名单”，多次荣获“广东省清洁生产企业”、“全国大气污染减排突出贡献企业”、“生态广东宣传文明奖”等称号；2017 年 8 月，被评为国家工信部发布的首批 17 家先进典型“绿色工厂”，环保达标。2019 年上半年阳春新钢实现营业收入 60 亿元，净利润 3.5 亿元，资产总计 76.5 亿元。

图 10：阳春新钢营收、资产、净利润

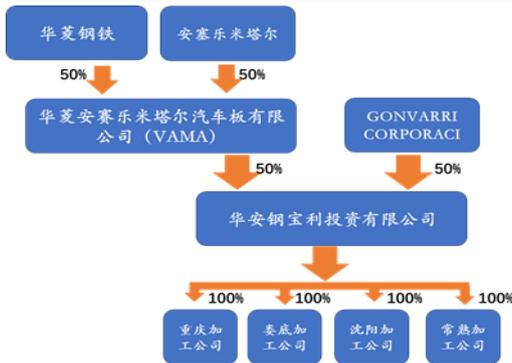


资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

VAMA 汽车板公司：2014 年 6 月公司与安赛乐米塔尔合资的汽车板公司正式投产，产能为 150 万吨。汽车板公司标志性产品包括强度高达 1200MPa 的先进高强度钢板 (AHSS)、超高强度钢板 (UHSS) 和 Usibor1500。自 2016 年 12 月开始汽车板公司实现持续盈利，目前已

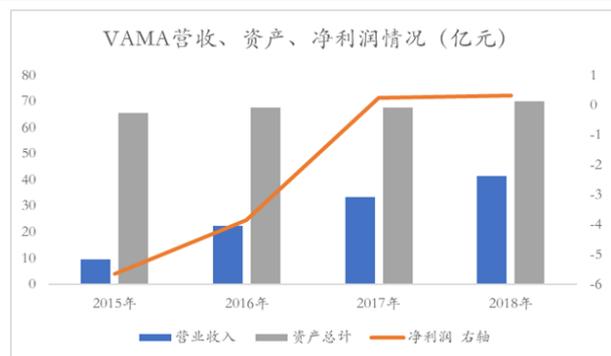
经基本完成了国内合资品牌及部分国际品牌汽车厂商认证。产品已开始稳定批量供货。同时，为提升汽车板公司向客户供应汽车板的服务能力，延伸下游产业链，实现综合服务商战略，汽车板公司与西班牙公司 GONVARRI 合资设立汽车板加工公司，在沈阳、常熟、重庆、娄底四地设立高强、超高强钢加工服务中心，为客户提供高强汽车板冲裁及激光焊接加工业务。VAMA 是全球技术装备最先进汽车板企业之一，具有国际一流的装备水平及生产线，综合实力处于行业领先地位。截止 2018 年，VAMA 实现营业收入 41.6 亿元，净利润 0.34 亿元，资产总计 70 亿元。

图 11: VAMA 组织架构体系



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 12: VAMA 营收、资产、净利润



资料来源: 上市公司公告, 华宝证券研究创新部

1.3. 公司构建集中+分散相结合的管理体系

公司对四大基地采取集中+分散相结合的管理模式，发挥规模和效率优势。在采购端，公司实施集中采购，发挥规模议价优势。在销售和研发端，公司采取以各基地为主的模式，更好地对接客户、市场需求，提升效率。

公司通过专门的采购中心进行采购，在整合资源集中采购的基础上，优化操作流程与制度，发挥规模效益。公司统筹利用国际国内两个市场资源，优化配矿结构。其中进口铁矿石约占采购总量 90% 左右，采购来源主要是力拓、必和必拓、KUMBA、VALE、FMG 等大型铁矿石供应商。公司生产所需焦煤为采购中心统一采购，主要为向国内大型的国有企业采购，如山西焦煤、冀中能源等。

公司的销售由各个基地自行组织实施，更好地发挥产销联动、以销定产、以及以客户和市场为导向的原则。各基地的销售服务流程坚持以顾客和市场为导向，面向市场，对消费者的需求和期望，对行业竞争者的现状，对市场容量、营销环境、产品发展趋势进行认真的调查研究，根据调查研究的结果，确定市场细分的标准，对市场进行细分，然后针对各个细分市场的情况选定目标市场，进行市场定位，制定目标市场的营销组合。与客户签订合同后，严格按订单组织生产、交货。

公司研发以各基地为主，每个钢厂有自己的研发团队；各基地产品有差异，以基地研发能够更好地根据客户、市场需求，来进行产品设计。

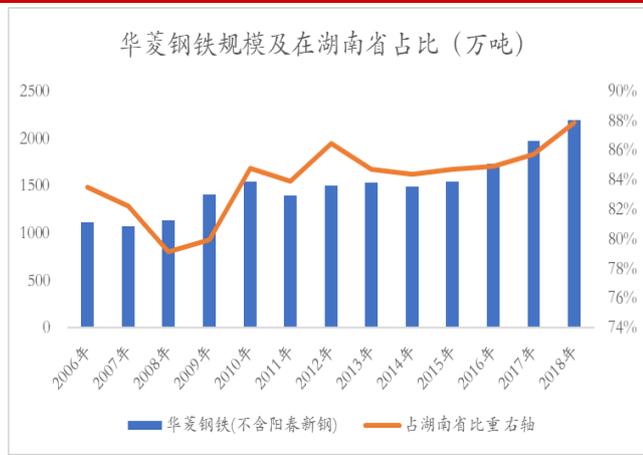
2. 公司拥有突出的区域优势

2.1. 在省内拥有较大的控制力，在周边相关区域有较大的影响力

公司所在的湖南地区，长流程钢厂以公司和冷水江钢厂为主；2019年公司在湖南地区粗钢产量占当地比重达到87.9%，相比2018年85.8%的占比，进一步提升，对省内市场处于领导的地位，有较大的控制力。

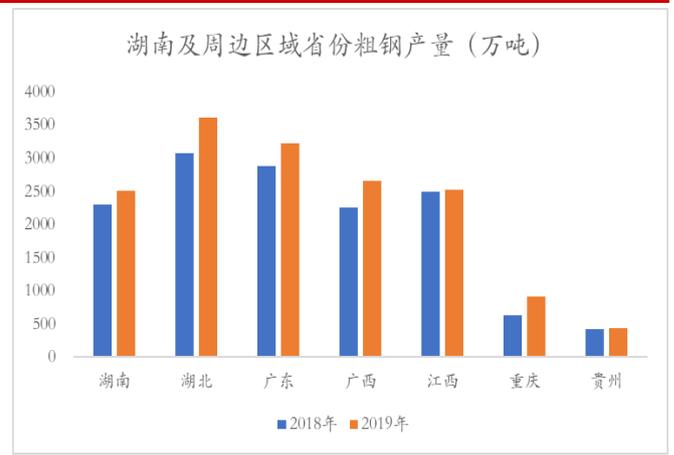
从公司所处的湖南及周边省份来看，2019年湖南、湖北、江西、重庆、广西、广东、贵州七省合计粗钢产量1.59亿吨，公司产量占七省比重达到15.3%，是该地区产量最多的企业，公司在周边省份地区有较大的影响力。尽管从产量占比来看，公司相比2018年16.3%有所回调，但整体相比几年前，仍然提升了2-3个百分点，公司对周边区域的影响力逐步提升。

图 13：华菱钢铁规模及在湖南省占比



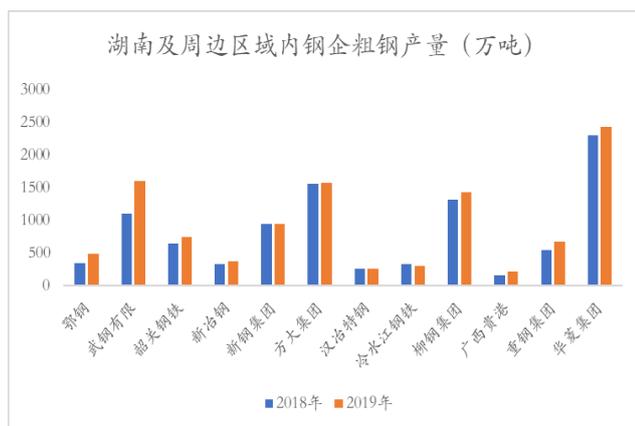
资料来源：钢联数据终端，华宝证券研究创新部

图 14：湖南及周边区域省份粗钢产量



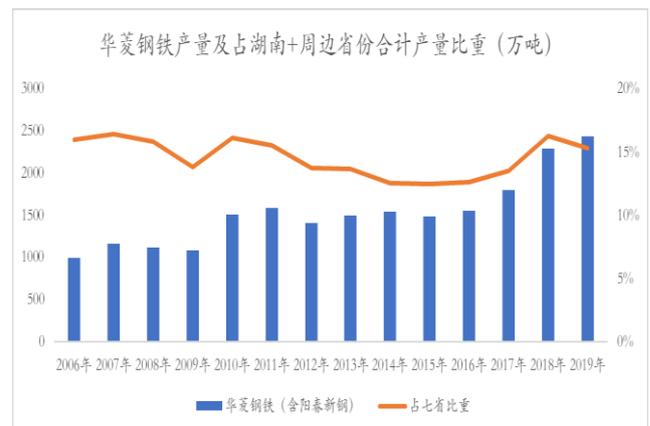
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 15：湖南及周边区域内钢企粗钢产量



资料来源：钢联数据终端，华宝证券研究创新部

图 16：华菱钢铁产量及占湖南+周边省份合计产量比重

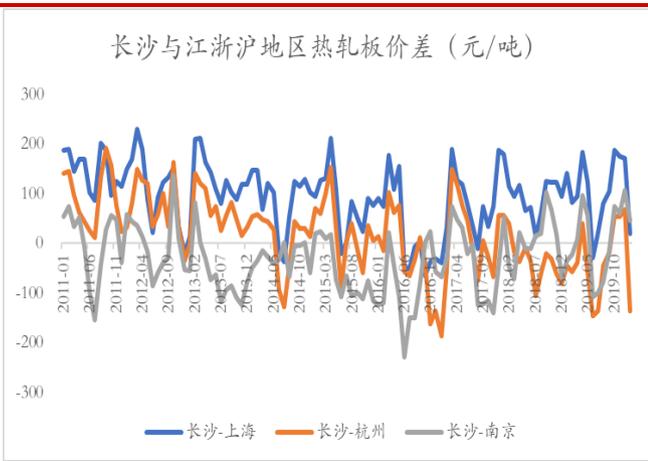


资料来源：Wind，钢联数据终端，华宝证券研究创新部

2.2. 在区位内享受产品溢价，部分抵消物流成本劣势

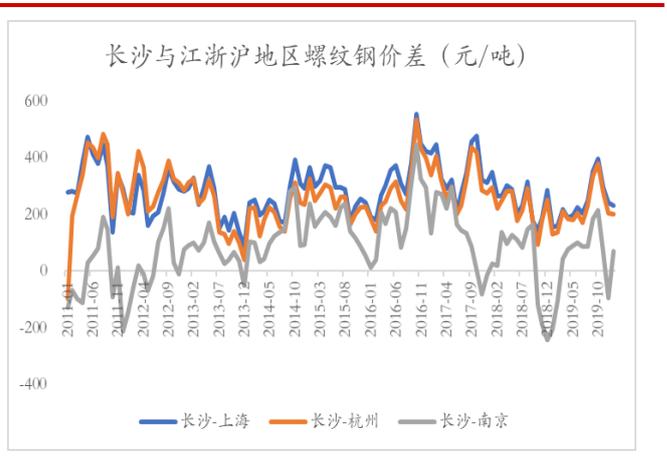
尽管公司的大部分基地都位于内陆，相比沿海钢厂，存在进口原燃料的物流成本较高的劣势。但相比长三角的江浙沪地区，湖南地区的部分产品价格存在一定溢价。从 2016 年以来，长沙市场热轧产品售价比上海、杭州、南京当地售价高 80 元/吨、-20 元/吨、20 元/吨；螺纹产品售价比上海、杭州、南京当地售价高 290 元/吨、260 元/吨、170 元/吨；中板产品售价比上海、杭州、南京当地售价高 105 元/吨、100 元/吨、100 元/吨；整体来看，湖南地区的螺纹钢相较于长三角的溢价优势明显，中板相较于长三角有一定优势，热轧板相较于长三角有较小的溢价优势。整体来看公司可以享受到大部分产品在当地的价格溢价，区位优势明显，能够部分抵消原燃料物流成本劣势。

图 17：长沙与江浙沪地区热轧板价差



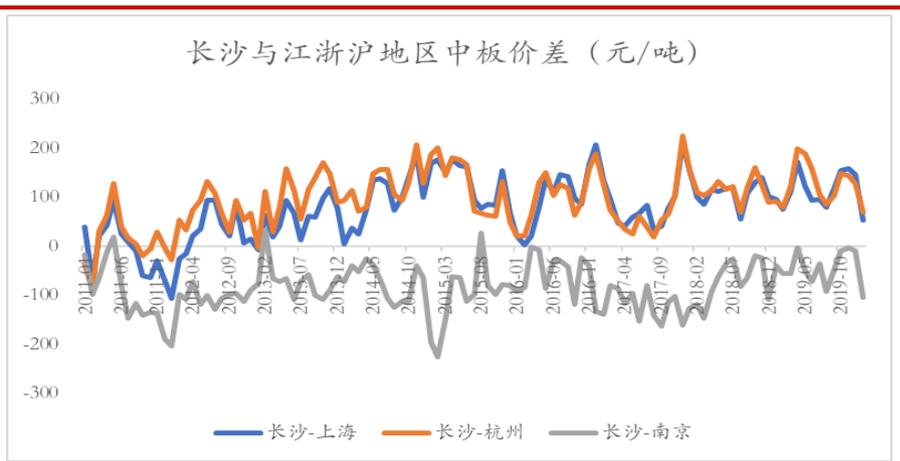
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 18：长沙与江浙沪地区螺纹钢价差



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 19：长沙与江浙沪地区中板价差



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

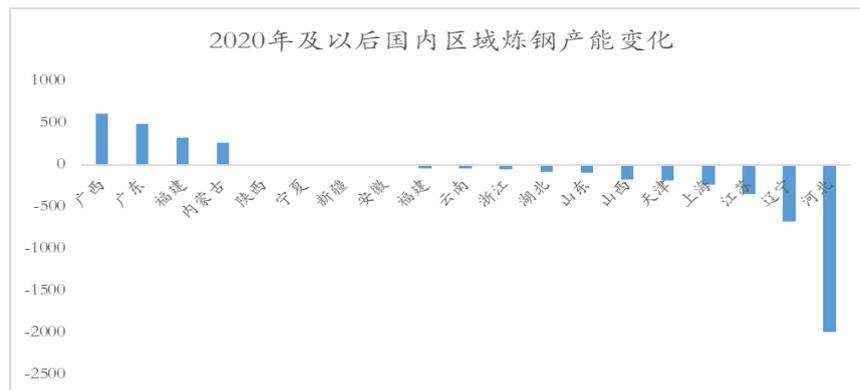
2.3. 未来国内产能置换推进难以撼动公司的区域优势

从 2018 年年初国家颁布产能置换管理办法到 2020 年 1 月，国内公布的置换产能合计达到 2 亿吨左右。从各区域的 2020 年以后的产能变化来看，其中公司主要产能所在的湖南地区，没有新增产能；广西、广东、福建、内蒙是产能净流入区域，其中广西地区新增 610 万吨，广

东地区新增 483 万吨。广东是公司阳江基地的所在区域，未来面临一定的竞争压力。但在公司所在的湖南地区，公司省内优势仍然难以撼动。

同时从 2020 年 1 月 23 日起，发改委和工信部联合下发了《关于完善钢铁产能置换和项目备案工作的通知》，要求各地区开展现有钢铁产能置换项目自查，同时暂停新的产能置换项目备案。随着产能置换走向规范，公司所在的周边地区的产能布局会越来越合理、科学。未来公司在周边区域依然会有较大影响力，公司的区域优势依然较明显。

图 20：2020 年及以后国内区域炼钢产能变化



资料来源：根据各省工信厅公布的数据整理，华宝证券研究创新部

3. 多元化的产品+专业化的制造，确保公司对冲下游行业波动、实现效率最高

3.1. “长+板+管”的产品组合对冲下游行业波动，保障整体盈利最大化

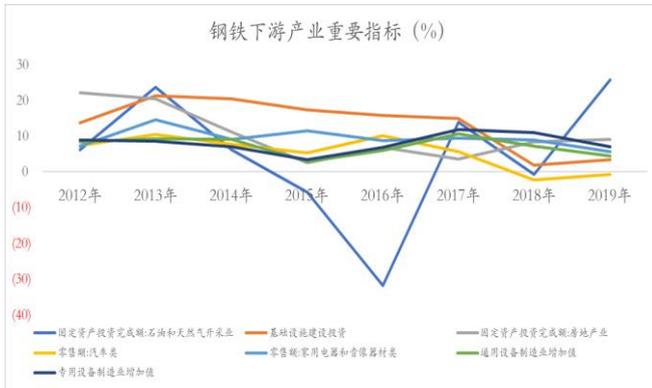
经过近十年的发展，公司形成了“长+板+管”的产品组合，涵盖棒材、钢筋、线材、钢管、宽厚板、热轧板、冷轧板、镀锌 8 大类。从产品收入占比来看，长材贡献了 30%，管材贡献了 10%，宽厚板和热轧 50%，冷轧 10%。

从公司产品面向的下游客户结构来看，长材主要面向房地产和基建投资，管材主要面向能源行业，厚板和热轧主要面向大机械和制造业投资领域，冷轧主要面向耐用消费品制造领域。在我国从 2013 年进入工业化后期，经济增速放缓和产业结构调整，宏观政策的精准施策带来了不同年份拉动经济的增长极不同。从钢铁行业下游的重要宏观指标来看，14 年以来，房地产、基建、制造业投资、家电、汽车、专用设备和通用设备制造工业增加值发展出现分化，由此也对钢铁细分产品的需求也出现分化了，再加上供给侧去产能对不同细分产品的影响程度不一样，造成传统三类产品螺纹钢、热轧板、冷轧板价格变动也出现分化。

受此影响在不同年份钢铁产品盈利会有一些的分化，而公司多元化的产品体系在充分对冲了下游行业波动的同时，通过灵活调整不同产品的供给，实现整体盈利最大化。从 2015 年到 2017 年，棒材产品毛利率恢复好于宽厚板、热轧板等产品，公司也动态调整产品结构组合，加大了棒材产品供给，棒材收入占比由 16.32% 上升到 24.38%；降低了宽厚板产品的供给，收入占比由 26.78% 下降到 24.28%。从 2017 年到 2019 年 H1，棒材产品的毛利率出现大幅回调，

热轧和宽厚板产品的盈利能力则稳步提升，公司再次优化了产品结构组合，加大了宽厚板和热轧产品供给，收入占比分别由 24.28% 上升到 27.96%，19.1% 上升到 21.23%；棒材产品的收入占比由 24.38% 减少到 21.57%。

图 21：钢铁下游产业重要宏观指标



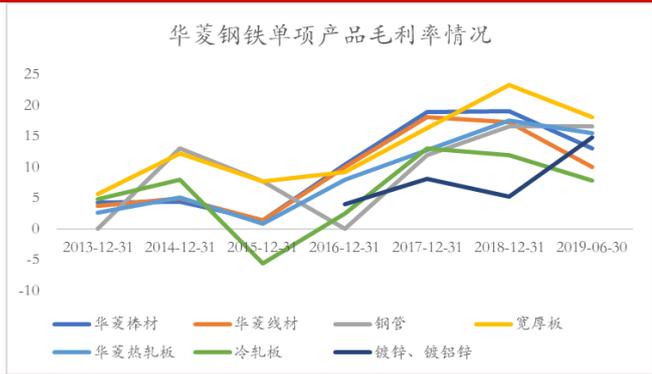
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 22：螺纹钢、热轧板、冷轧板价格同比



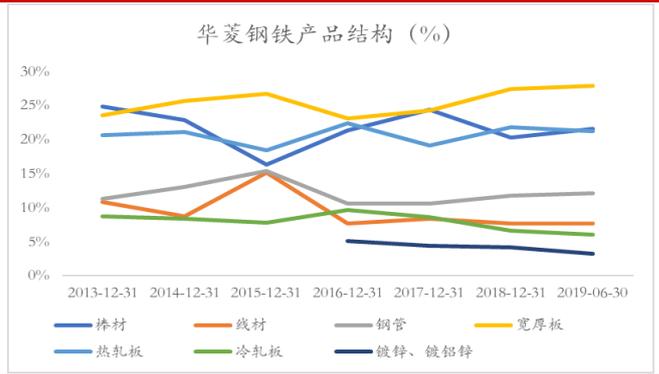
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 23：华菱钢铁单项产品毛利率情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 24：华菱钢铁产品结构占比

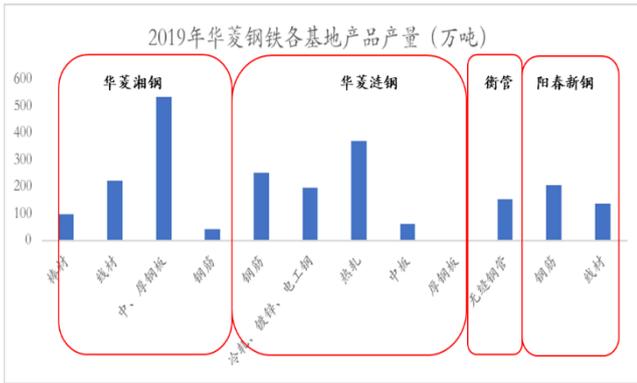


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3.2. 专业化基地的制造体系确保运营效率最高

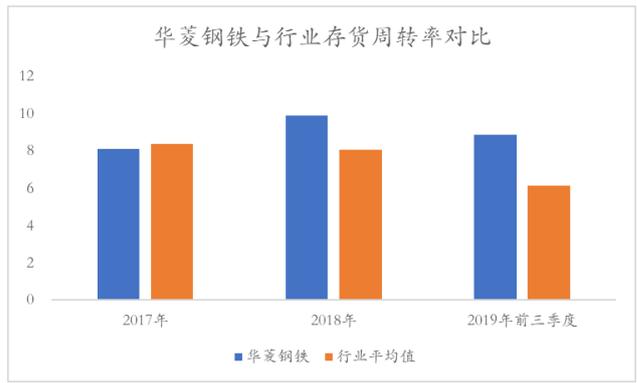
公司对四基地产品采取差异化定位，确保各基地生产制造更加专业化。在华菱钢铁的四个制造基地中，华菱湘钢主要以中厚板为主、线材为辅，华菱涟钢以热轧+冷轧为主、螺纹钢为辅，华菱衡管以无缝钢管为主。从 2019 年的产品产量来看，湖南省内的三个基地，除了华菱湘钢与华菱涟钢均有部分螺纹钢，其余各类产品均由各基地单独提供；湖南省的三个基地完全形成了产品错位。阳春新钢以钢筋和线材为主，主要面向广东建材市场，与华菱湘钢、华菱涟钢同类产品以面向湖南为主不同，形成了区域市场错位。在差异化分工的格局下，各基地主要聚焦几种产品生产，充分发挥专业化优势。专业化的制造体系带来运营的高效化，一方面无需配置过多的专业人员，将进一步提升劳动效率；同时专业化也将提升原料和产成品的周转，降低对备品备件、原辅料的消耗，进一步提升效率。

图 25：华菱钢铁各基地产品产量



资料来源：钢联数据终端，华宝证券研究创新部

图 26：华菱钢铁与行业存货周转率对比



资料来源：上市公司公告，Wind，华宝证券研究创新部

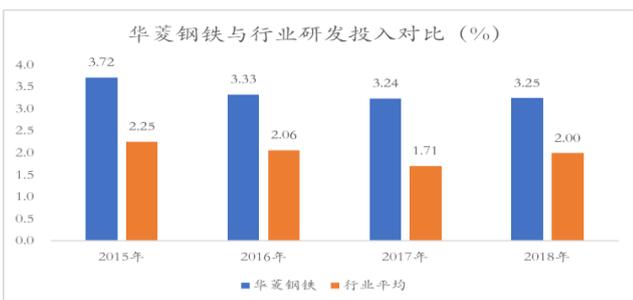
4. 公司综合竞争力的持续提升是增强持续盈利能力的基石

4.1. 通过加大技术创新投入、优化产品结构，提升产品竞争力

近年公司持续加大研发投入推进产品结构优化，2017年、2018年公司研发投入分别达到24.8亿元、29.7亿元，占公司销售收入的比重达到3.24%和3.25%，整体研发投入强度远高于同类的普钢上市公司；2019年上半年研发费用达到3.02亿元，相比2018年同期增加47%。

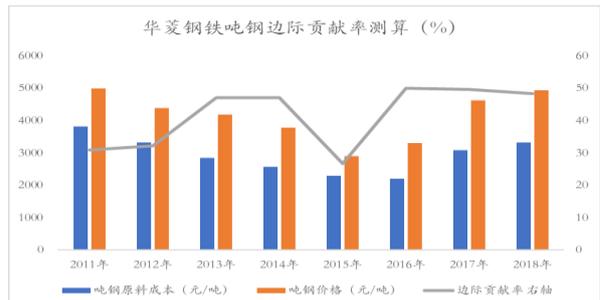
在研发上公司通过大力推进以集成产品开发(IPD)为核心的销研产一体化体系，响应客户需求，推行定制化研制生产，在高级别管线钢、耐磨钢、高强薄规格结构钢、止裂钢、移动储罐容器用钢、核电用钢等“双高”产品研发生产上走在了行业前列。同时在汽车用钢领域，通过与全球最大钢铁企业安赛乐米塔尔的战略合作，在汽车板合资公司实现与安赛乐米塔尔全球新技术同步共享、新产品同步上市，以强度高达1500MPa、2000MPa的Usibor高强超轻汽车钢板为主打产品，目前已经基本完成了国内合资品牌及部分国际品牌汽车厂商认证，汽车板工艺生产技术已达到世界钢铁行业顶级水平。公司通过坚持“深耕行业、区域主导、领先半步”的研发与营销策略，立足细分市场，瞄准标志性工程和标杆客户，以优异的产品、稳定的质量、超预期的服务，在能源和油气、造船和海工、机械和桥梁、汽车和家电等细分领域建立了领先优势，全面实现了产品竞争力的提升。产品竞争力的提升最直接表现在吨钢边际贡献的大幅提升，截止2018年末，公司的吨钢边际贡献率上升到48.36%。边际贡献的上升，意味着原材料价格的上涨，公司完全可以通过提升产品售价来转移成本，最终打开产品毛利空间。

图 27：华菱钢铁与行业研发投入对比



资料来源：上市公司公告，Wind，华宝证券研究创新部

图 28：华菱钢铁吨钢边际贡献测算



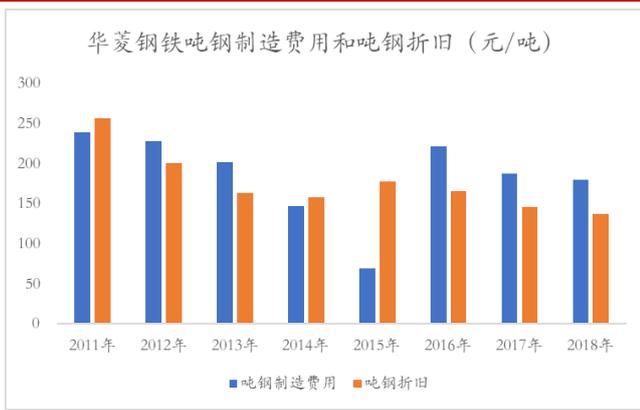
资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

4.2. 通过多渠道降低制造成本，夯实内陆钢厂成本竞争力

公司地处内陆，采购铁矿石的运输方式主要为铁路运输和水路运输，相比沿海钢厂物流成本较高，近年来公司依托大股东华菱集团拥有的岳阳港、大通港、顺达港，不断加大水运比例，主要是以联运方式进行，如湘钢基本上采用水运，涟钢和衡钢采取水运和铁运汽运相结合的方式，主要运输路线是沿海港口到岳阳港；阳春新钢南临阳江深水海港宝丰码头，东接云阳高速，交通便利，矿石从沿海运入，相较于湖南三基地物流成本优势明显。受益与集团物流板块的协同效应，公司吨钢物流成本下降约 50 元/吨，原材料及产成品综合物流运输成本显著下降。

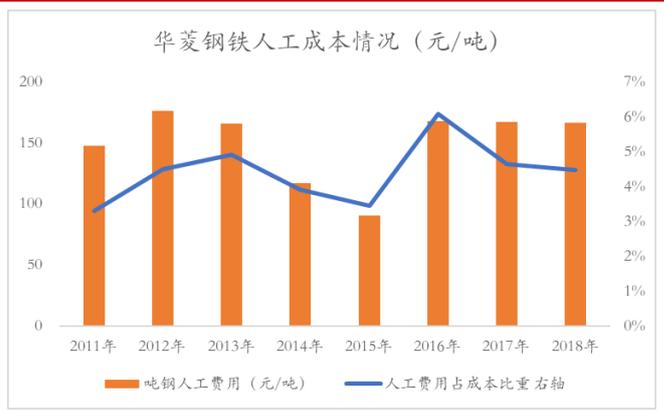
同时公司近年在生产端也实现了持续的降本，吨钢制造费用和吨钢折旧都呈现下行的趋势；截止 2018 年公司吨钢制造费用 179 元/吨，连续两年下降。吨钢折旧 137 元/吨，连续三年下行，相比 2015 年的高点 178 元/吨，下降了 41 元。借助用人制度改革和市场化激励等举措，公司吨钢人工费用在近三年保持稳定，但从人工费用占成本结构的比重则出现了稳步下行，截止 2018 年占比为 4.46%，连续两年下行。

图 29：华菱钢铁吨钢制造费用和吨钢折旧



资料来源：上市公司公告、华宝证券研究创新部

图 30：华菱钢铁人工成本情况



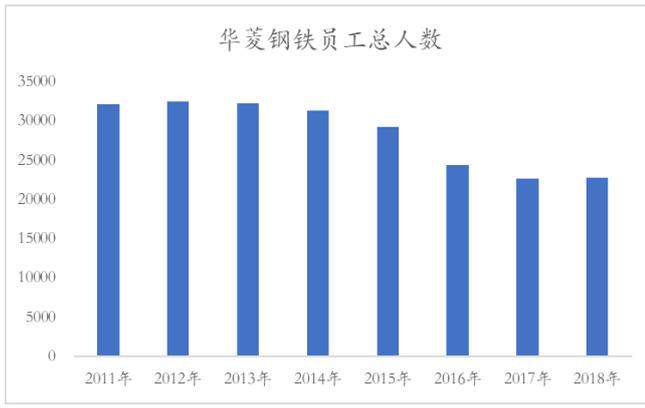
资料来源：上市公司公告、华宝证券研究创新部

4.3. 通过改革，优化人事和管理体系推动营运效率的提升

公司近年来通过持续深化改革，在营运管理和人事效率方面都获得了较大提升。从 2015 年实施国企改革以来，公司通过内退、分流等方式持续进行减员增效、压缩管理人员规模，上市公司在职人员由 2015 年的 29211 人减至 2018 年底的 22801 人。管理人员规模总数由 2718 人减至 917 人，管理人员占比由高峰的 10.4% 下降到 4.02%；截至 2019 年 6 月末华菱湘钢、华菱涟钢劳动生产率分别为 1160 吨/人·年、1158 吨/人·年，进入行业先进水平。未来公司仍将继续推进减员增效工作，2020 年的目标是华菱湘钢、华菱涟钢的劳动生产率提升至 1300 吨/人·年。

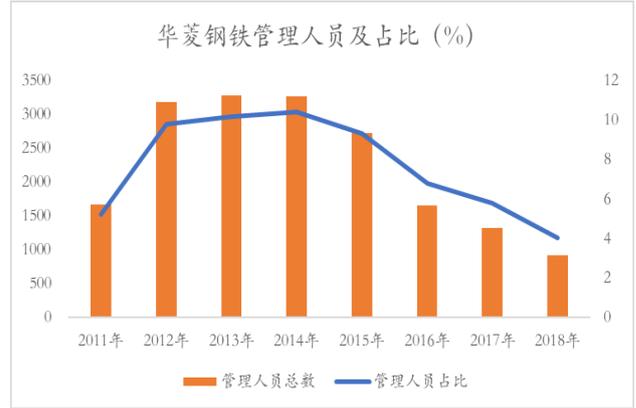
同时随着内部管理制度的优化，持续推进精益生产、销研产一体化、营销服务“三大体系”建设，公司营运能力获得改善。截止 2019 年 Q3，公司净营业周期由 2016 年高点的 40.45 天下降到 22.21 天，公司固定资产周转率由 2015 年的低点的 0.99 上升到 2018 年的 2.33。

图 31：华菱钢铁员工总人数



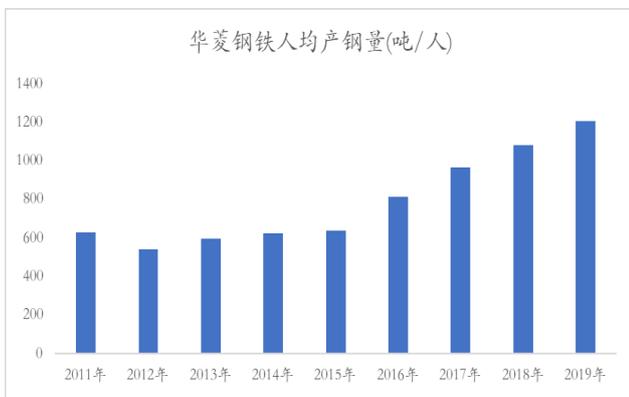
资料来源：上市公司公告、华宝证券研究创新部

图 32：华菱钢铁管理人员及占比



资料来源：上市公司公告、华宝证券研究创新部

图 33：华菱钢铁人均产钢量



资料来源：上市公司公告、华宝证券研究创新部

图 34：华菱钢铁固定资产周转率和营业周期



资料来源：上市公司公告、Wind，华宝证券研究创新部

4.4. 通过债转股的成功实施，进一步消除公司的财务压力

2018年11月公司通过引入建信金融、中银金融、中国华融、农银金融、招平惠达、湖南华泓六家投资者对公司下属控股子公司华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管合计增资人民币29.8亿元，用于偿还银行贷款；另外湖南华泓通过收购浙商银行3亿元债权方式参与转股。2019年12月公司完成对债转股参与机构的少数股权收购；2020年2月11日新增股份上市。

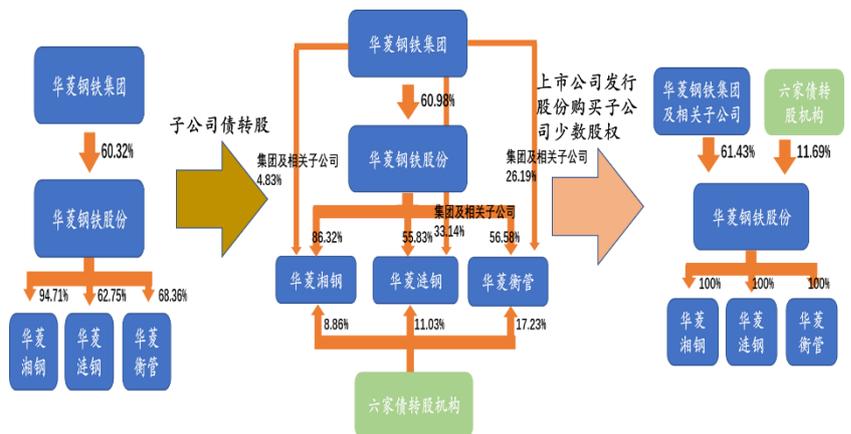
通过债转股，华菱钢铁三家子公司的资产负债率实现了下降，截止2019年Q3华菱钢铁合并有息负债由2017年末的298亿元下降至229亿元，资产负债率由80.5%下降到60%，回到正常水平，吨钢财务费用由2015年高点的193元/吨下降到44.3元/吨。通过债转股，公司资产负债表得到了有效的修复，消除了财务压力。

表 4：华菱钢铁引入债转股投资者情况

	华菱湘钢	华菱涟钢	华菱钢管	华菱钢铁
现金出资（万元）				合计出资（万元）
建信金融	33,600	29,600	16,800	80,000
中银金融	25,200	22,200	12,600	60,000
中国华融	21,000	18,500	10,500	50,000
农银金融	16,800	14,800	8,400	40,000
招平穗达	15,960	14,060	7,980	38,000
湖南华弘	12,600	11,100	6,300	30,000
合计	125,160	110,260	62,580	298,000
债权出资：				
湖南华弘	12,600	11,100	6,300	30,000
总计	137,760	121,360	68,880	328,000

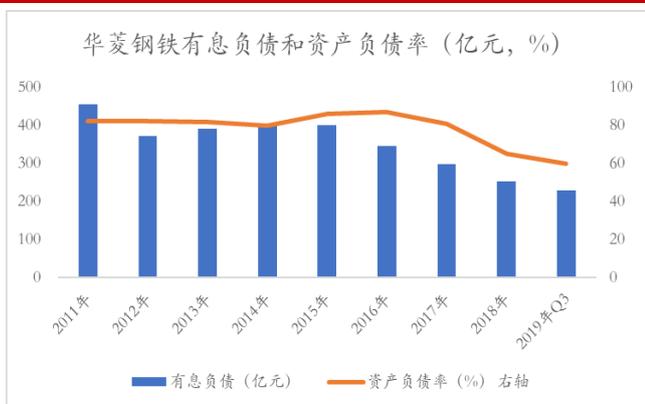
资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

图 35：华菱钢铁债转股股权变化



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

图 36：华菱钢铁有息负债和资产负债率



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

图 37：华菱钢铁吨钢财务费用和财务费用占比



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

4.5. 在综合竞争力持续提升的基础上，公司增强了持续盈利能力

通过强化产品竞争力、多渠道降低成本、优化人事和管理效率、实施债转股，公司的综合竞争力获得全面提升。受益于产品竞争力提升和多渠道降本，从2018年Q2开始，公司的毛利率开始与行业平均水平逐步拉大差距，到2019年Q3公司的毛利率基本高于行业5-6个百分点。受人事和管理效率的优化、以及债转股对资产负债表的修复，近年公司期间费用水平持续下降，从2017年末的6.22%下降到2019年Q3的5.53%。截止2019年Q3公司销售净利率为6.51%，加权净资产收益率为17.35%。尽管相比2017年、2018年，公司销售净利率出现回落。但从历史数据来看，华菱钢铁销售净利率仍然处在上市以来的高位。在经历17年、18年供给侧改革带来的红利期，公司的销售毛利率和净利率趋于稳定。这种日趋稳定的盈利能力，一方面来自公司所在的区位优势和产品组合策略，另一方面也是来自公司持续不断的提升自身竞争力的基础。

在年度策略报告《小康之年钢企盈利是小康》，我们认为未来钢铁行业整体进入了供需动态自平衡的状态：经过四年的改革，国内粗钢理论产能已稳步下行、应对市场变化调整能力更强的电炉钢产能在供给体系占比上升；理论产能决定企业盈亏平衡、生存底线，控制住理论产能就降低了全行业处于盈亏平衡线的供给能力；不同于14-15年钢企的以边际贡献为导向制定产品价格，现阶段已转向由盈亏平衡实施产品定价，竞争行为更理性；同时企业间依托产业生态圈、类OPEC的组织追求合作共赢，竞合正逐步成为主流。钢铁行业在供给侧总量控制、结构、企业竞争行为上的突破成就了供需动态自平衡能力。在这种状态下，边际成本较高的那部分产能将决定了供给调整空间，竞争力强企业的盈利将始终超越行业平均水平。

图 38：华菱钢铁和行业毛利率对比



资料来源：上市公司公告，Wind，华宝证券研究创新部

图 39：华菱钢铁销售净利率、毛利率、期间费用率



资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

图 40：华菱钢铁净资产收益率



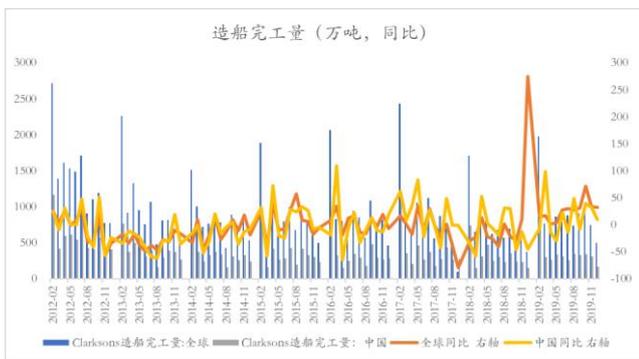
资料来源：上市公司公告，华宝证券研究创新部

5. 中长期公司主要产品下游需求日趋稳定

5.1. 造船行业见底，复苏可期，宽厚板需求趋稳

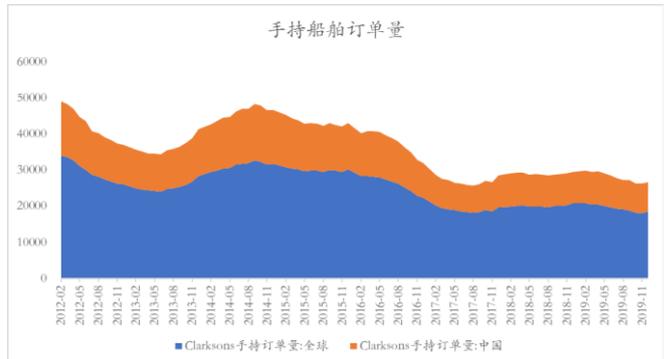
造船行业已见底，逐步复苏可预期。从卡拉克森发布的数据来看，2019 年全球造船完工量 9899 万吨，同比 23.6%；国内造船完工量 3690 万吨，同比 6.3%。截止 2019 年 12 月底，全球手持船舶订单量 18637 万吨，国内船厂手持船舶订单量 8039 万吨，从近半年的手持订单量来看，底部趋势显性。随着贸易争端的缓和，我们认为 2020 年全球商品贸易小幅增长，将拉动全球海运需求，造船行业复苏可预期。受此影响，宽厚板中长期需求将稳步增长。

图 41：全球和国内造船完工量



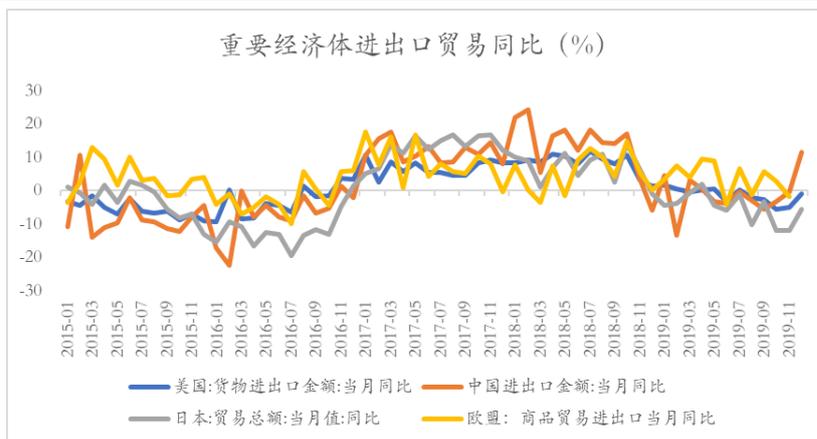
资料来源：卡拉克森，华宝证券研究创新部

图 42：全球和国内手持船舶订单量



资料来源：卡拉克森，华宝证券研究创新部

图 43：重要经济体进出口贸易同比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5.2. 稳增长背景下，房地产和基建投资加大对长材需求有保障

2020 年是实现全面建成小康社会奋斗目标的最后一年，也是十三五规划的收官之年，要实现国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番。短期受到新冠疫情的影响，一季度经济受到较大冲击。从目前的趋势来看，国内部分地区已经开始着手逐步放松房地产，同时中央也加大了地方债和专项债的发行、加大基建投资。在稳增长的大背景下，预计全年固定资产投资基本稳定，房地产投资和新开工将呈现全年前低后高的趋势，对建筑用钢需求拉动出现一定

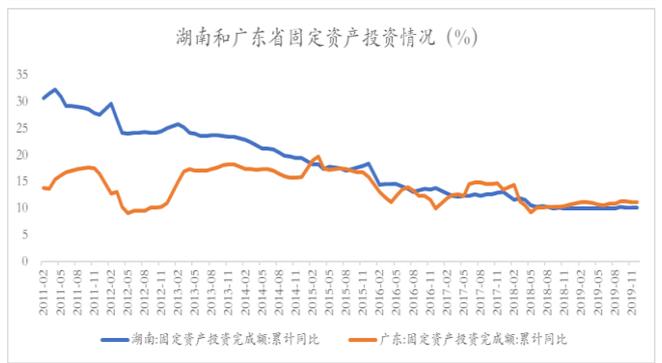
减弱；但基建投资实现稳步增长，部分对冲建筑用钢需求下降的影响。从公司所在的湖南和临近的广东来看，2019年固定资产投资增速达到10.1%和11.1%，整体高于全国水平；在稳增长背景下，房地产和基建投资加大对长材需求有保障。

图 44：国内房地产投资和基建投资情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 45：湖南和广东省固定资产投资情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5.3. 三桶油持续加大油气投资，无缝钢管需求整体趋稳

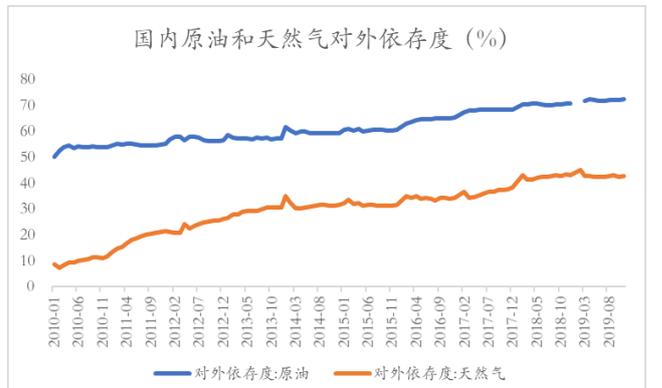
公司无缝钢管产品以前主要是面向油气行业，最高峰的时候占比达到60%以上。近年来，公司通过调整产品结构，目前无缝钢管主要供应于油气、锅炉和机加工等行业。从2018年下半年开始，国家领导批示要求保障国家能源安全，三桶油大幅增加油气勘探领域的投资，国内油气投资进入了一轮政策驱动期。2019年石油和天然气固定资产投资同比增长25.7%，为历年新高。但从原油和天然气的对外依存度来看截止2019年11月，原油对外依存度72.4%和42.8%，相比18年年中上个2个和0.5个百分点。由此来看，在保障国家能源安全的政策推动，未来油气勘探领域仍将保持较高投资额，无缝钢管的需求整体趋稳。

图 46：石油天然气行业投资情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 47：国内原油和天然气对外依存度



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

5.4. 汽车板供给和营销服务能力增强，提升了下游接单机会

随着公司汽车板的营销服务体系的完善、以及通过越来越多的主机厂认证，公司的汽车用钢供给能力逐步提升，未来公司汽车板销售将会增长。据公司披露汽车板公司 2019 年经营业绩大幅改善，产量、销售及产品认证进展同比均大幅改善，汽车板公司的月度产量达到 10 万吨的水平，产能释放较快。但受疫情、下游汽车行业开工受阻等影响，短期需求面临压力。但 2020 年汽车板公司的生产计划有所提升，计划实现 120 万吨左右的产量。公司现在国内沈阳、常熟、重庆、娄底设立的加工服务体系，公司的加工服务能力也逐步提升，对于汽车主机厂来说，JIT 和剪切加工配送是汽车板销售的关键点，随着公司汽车板营销服务体系的完善，公司获得下游订单的机会也提升。

6. 盈利预测

2020 年 1 月 16 日公司发布业绩预告：2019 年预计实现利润总额 74 亿元~82 亿元；预计实现归属于上市公司股东的净利润 42 亿元~46 亿元；2019 年公司钢材销量 2318 万吨。

盈利假设：1、2020 年受新冠疫情的影响，公司同口径产品销量增速基本持平、高于行业整体水平，之后每年保持小幅增长。2、2020 年由于受疫情影响板材、长材产品价格和毛利率小幅下行。从 2020 年之后价格和毛利率逐步回归到 2019 年水平。4、受油气投资趋稳的影响，无缝钢管价格和毛利率 2021 年小幅下行，之后趋稳。5、公司营业税金、销售费用、管理费用、研发费用占营业收入比重稳定。6、随着盈利趋稳，公司有息负债持续降低，财务费用占比稳步下行。6、受新冠疫情的影响。2020 年全年收入前低后高，但受全年阳春新钢并表的影响，收入小幅增加；毛利率整体小幅下滑。

估值与投资评级：尽管受新冠疫情对 2020 年业绩会有一些影响，但中长期随着公司竞争力持续高于行业平均水平、以及拥有的区域优势，我们预计 2020-2022 年公司的规模和盈利能力都将稳步上升，公司营业收入分别为 1055 亿元、1105 亿元、1150 亿元；归母净利润 59.63 亿元、79.54 亿元、84.94 亿元；基本每股收益 0.98 元、1.21 元、1.29 元；每股净资产 4.24 元、5.21 元、6.24 元。对应当前股价 PE 分别为 4.28/3.47/3.25；PB 为 0.99/0.8/0.67。

选取申万钢铁中以普钢为主的上市公司。对比来看，公司的 PE 处于较低水平，无论是与板材龙头宝钢股份相比，还是与区域临近、以长材为主的方大特钢相比，公司的 PE 都有回归空间；按公司 2019 年预期 EPS1.04 元，2020 年预期 EPS0.98 元，给予华菱钢铁 6 倍 PE 估值，给予六个月目标价 5.88 元。鉴于公司盈利能力佳且稳定，未来前景可期，我们首次覆盖给予“增持”评级。

表 5：华菱钢铁盈利预测

(亿元)	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
营业收入	766.56	913.69	1009	1055	1105	1150
板材	355.94	475.16	492	482	511	550
: 毛利率 (%)	13.98	18.7	15.71	14.7	15.7	15.7
长材	206.6	221.33	271	328	348	351
: 毛利率 (%)	18.72	18.58	12.18	10.18	12	12
钢管	67.19	93.4	105	104	99	97

：毛利率 (%)	11.94	16.61	16.63	16.6	15	14
其他	137.0	124	141	141	146	151
：毛利率 (%)	7.8	12.4	9	9	10	10
合计毛利	107.1	160.6	140.4	134.0	151.6	158
营业税金	5.68	8.06	6.66	7.38	7.73	8.05
销售费用	10.10	14.50	15.14	15.82	16.57	17.25
管理+研发费用	18.97	22.68	30.28	31.64	33.14	34.50
财务费用	18.51	15.38	7.19	3.22	0.55	-1.71
营业利润	53.54	94.41	80.10	75.97	93.58	99.94
利润总额	53.29	93.35	79.1	75.97	93.58	99.94
净利润	52.96	86.04	68.09	64.57	79.54	84.94
归母净利润	41.21	67.8	46.72	59.63	79.54	84.94

资料来源：华宝证券研究创新部

表 6：可比上市公司估值情况（截止 2 月 14 日）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市盈率 PE(TTM) 倍	市净率 PB(MRQ)
600019.SH	宝钢股份	5.29	8.02	0.67
000898.SZ	鞍钢股份	2.87	9.58	0.52
000959.SZ	首钢股份	3.23	11.40	0.63
000709.SZ	河钢股份	2.28	11.88	0.51
000761.SZ	本钢板材	3.49	19.36	0.70
000825.SZ	太钢不锈	3.51	7.24	0.63
600010.SH	包钢股份	1.20	24.77	1.02
600569.SH	安阳钢铁	2.30	9.98	0.66
600126.SH	杭钢股份	4.55	13.32	0.79
600022.SH	山东钢铁	1.27	78.07	0.67
600307.SH	酒钢宏兴	1.79	8.81	0.95
600808.SH	马钢股份	2.75	11.61	0.78
601005.SH	重庆钢铁	1.62	14.06	0.75
600282.SH	南钢股份	3.15	4.74	0.84
600581.SH	八一钢铁	3.18	13.42	1.14
600231.SH	凌钢股份	2.41	19.51	0.86
002110.SZ	三钢闽光	8.23	4.86	1.13
600507.SH	方大特钢	9.12	6.99	2.15
000778.SZ	新兴铸管	3.56	8.90	0.67
平均值			15.08	0.85
000932.SZ	华菱钢铁	4.19	5.47	1.24

资料来源：华宝证券研究创新部

7. 风险提示

- 1、新冠疫情持续时间较长，全年整体经济活动受到较大的影响，房地产、基建投资完成情况较差，工业企业开工率低，全社会消费同比负增长，由此导致钢企下游持续处于低开工的状态，钢材需求持续低迷。
- 2、受疫情防控持续时间较长，公司部分原燃料和辅料采购受到一定的影响，部分基地的生产开工被压制，公司面临被动减产。
- 3、产能置换按照过去方式继续推进，公司周边部分地区钢铁产能出现较大增长，同时部分地区在产能置换推进中存在实际产能大于上报产能的问题，导致未来 1-2 年供给释放较大，公司区域优势逐步削弱。

附录：

表 7：公司财务预测表

利润表：(亿元)	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
营业收入	766.56	913.69	1009.13	1054.58	1104.78
减：营业成本	659.41	752.85	868.76	920.54	953.21
营业税金及附加	5.68	8.06	6.66	7.38	7.73
营业费用	10.10	14.50	15.14	15.82	16.57
管理+研发费用	18.97	22.68	30.27	31.64	33.14
财务费用	18.51	15.38	7.20	3.23	0.55
营业利润	53.54	94.41	80.10	75.97	93.58
利润总额	53.29	93.35	80.10	75.97	93.58
净利润	52.96	86.04	68.09	64.58	79.54
归属母公司股东净利润	41.21	67.8	45.62	60.06	73.98

资产负债表：(亿元)	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
货币资金	57.89	87.17	70.64	116.90	217.77
存货	77.61	74.35	112.48	92.09	119.74
其他流动资产	64.81	30.78	26.36	26.36	26.36
固定资产和在建工程	404.94	398.14	367.66	338.18	308.58
资产总计	749.3	752.35	717.16	732.00	812.55
有息负债	298.2	253.4	97.72	63.27	63.27
负债合计	603.49	489.94	393.40	355.68	371.48
股本	30.16	30.16	42.22	61.29	61.29
归属母公司股东权益	103.48	175.33	211.82	259.86	319.04
少数股东权益	42.33	87.09	109.55	114.07	119.64
股东权益合计	145.81	262.41	321.37	373.94	438.69

现金流量表 (亿元)	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
经营性现金净流量	43.40	144.61	104.99	95.54	115.74
投资性现金净流量	-39.58	13.70	4.12	-0.32	-0.20
筹资性现金净流量	3.36	-110.86	-107.59	-48.95	-14.68
现金流量净额	6.90	47.53	1.52	46.27	100.86

资料来源：华宝证券研究创新部

表 8：关键财务指标预测

单位：亿元	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
盈利能力				
毛利率	17.43%	13.91%	12.71%	13.72%
销售净利率	9.44%	6.75%	6.12%	7.20%
ROE	38.67%	21.54%	23.11%	23.19%
ROIC	20.77%	16.90%	16.29%	20.66%
成长能力				
销售收入增长率	19.11%	10.43%	4.50%	4.76%
净利润增长率	62.46%	-19.88%	-5.15%	23.18%
总资产增长率	-0.20%	-1.77%	2.07%	11.00%
股东权益增长率	69.43%	20.81%	22.68%	22.77%
偿债能力				
资产负债率	65.12%	54.85%	48.59%	45.72%
流动比率	0.80	1.06	1.42	1.76
速动比率	0.61	0.62	0.99	1.25
营运能力				
总资产周转率	1.22	1.41	1.44	1.36
固定资产周转率	2.33	2.74	3.12	3.58
应收账款周转率	11.63	12.12	9.72	11.95
存货周转率	9.91	7.72	10.00	7.96
业绩和估值指标				
EPS	2.25	0.744	0.980	1.207
每股净资产	5.81	3.456	4.240	5.205
PE	3.85	5.63	4.28	3.47
PB	1.46	1.21	0.99	0.80
EV/EBITDA	2.82	3.09	3.37	2.26

资料来源：华宝证券研究创新部

公司和行业评级标准

1、公司评级

报告发布日后的 6-12 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为准：

买入：相对超出市场表现 15%以上；

增持：相对超出市场表现 5%至 15%；

中性：相对市场表现在-5%至 5%之间；

卖出：相对弱于市场表现 5%以上。

2、行业评级

报告发布日后的 6-12 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

风险提示及免责声明

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。