

## Q2 净利创单季历史新高，关注京唐二期盈利弹性

### ——首钢股份 (000959.SZ) 2018 年半年报点评

公司动态

◆**2018Q2 单季净利环比增 82%创历史最佳，PB 仅 0.8 倍。**2018 上半年年实现营业收入 315 亿元，同比增长 11.6%；归母净利润 14.24 亿元，同比增长 50%。尽管受环保限产影响，公司钢产量同比有所下降，但在钢价走高的带动下，盈利仍颇丰。限产结束后，2018Q2 公司单季度归母净利润高达 9.2 亿元，环比 Q1 增长 82.33%，创单季历史最高。公司当前 PB 仅 0.8 倍。

◆**汽车板和电工钢是优势产品，高端产品占比显著增长。**产品结构上，首钢股份几乎全部以板材产品为主，其中汽车板和电工钢是公司的优势产品。2018 年上半年，公司冷轧产品营业收入占总营收的 61%，热轧占 33%，合计占到了 95%；冷轧产品毛利占总毛利的 44%，热轧占 48%，合计占到了 92%。2018 年上半年，公司高端领先产品的产量显著增长，其中迁顺基地同比增长 14.5%，京唐基地同比增长 5.9%

◆**京唐钢铁盈利稳健，二期有望年底建成提供长期盈利弹性。**京唐钢铁 2017 年已实现净利润 18.3 亿元，同比大幅增长 320%；2018 年上半年再度实现净利润 9.01 亿元，延续了良好的盈利态势。京唐二期一步项目计划钢产能 510 万吨，占公司当前钢产量 32%，通过压减唐山市其他落后产能来减量置换，有望 2018 年底建成，2019-2020 年逐步投产，提供未来的长期盈利弹性。

◆**经营稳健盈利弹性大，维持“增持”评级。**基于公司钢材产品价格和盈利水平上涨，且京唐二期提供未来盈利弹性，我们调高公司 2018 年-2020 年预期归母净利润为 27.22 亿元、30.58 亿元、33.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.58 元、0.64 元。公司当前的 PE (2018E) 为 7.9 倍。参照可比公司估值水平，我们给予首钢股份 2018 年 8.8 倍 PE 估值，目标价 4.50 元，维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**环保限产影响公司产量；市场钢价波动；京唐二期建设进度不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	41,850	60,250	63,458	70,398	77,718
营业收入增长率	134.54%	43.97%	5.32%	10.94%	10.40%
净利润 (百万元)	401	2,211	2,722	3,058	3,379
净利润增长率	-135.28%	451.33%	23.11%	12.36%	10.50%
EPS (元)	0.08	0.42	0.51	0.58	0.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.64%	8.37%	9.34%	9.50%	9.50%
P/E	53	10	8	7	6
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 17 日

#### 增持 (维持)

当前价/目标价：4.05/4.50 元

目标期限：6 个月

#### 分析师

王凯 (执业证书编号：S0930518010004)  
021-22169126  
[wangk@ebsecn.com](mailto:wangk@ebsecn.com)

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)  
021-22167202  
[wangzh@ebsecn.com](mailto:wangzh@ebsecn.com)

#### 市场数据

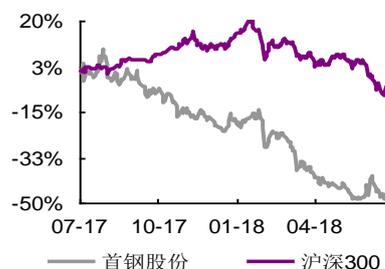
总股本(亿股)：52.89

总市值(亿元)：214.22

一年最低/最高(元)：3.78/7.95

近 3 月换手率：24.80%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	9.20	14.05	-31.29
绝对	2.83	-2.37	-44.50

资料来源：Wind

#### 相关研报

盈利创历史新高，京唐二期提供长期弹性  
.....2018-04-02

## 1、2018H1 净利同比增长 50%，PB 仅 0.8 倍

首钢股份 2018 上半年年实现营业收入 315 亿元，同比增长 11.6%；归母净利润 14.24 亿元，同比增长 50%，创历史同期最佳盈利水平。

表 1：首钢股份年度财务数据

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 上半年
钢材产量(万吨)	250	742	734	1583	1549	711
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>93</b>	<b>240</b>	<b>178</b>	<b>419</b>	<b>603</b>	<b>315</b>
吨钢营收 (元/吨)	3700	3233	2431	2644	3890	4436
吨钢营收变化		-13%	-25%	9%	47%	18%
营业成本 (亿元)	92	223	176	370	523	271
<b>毛利 (亿元)</b>	<b>0.90</b>	<b>17.31</b>	<b>2.36</b>	<b>48.44</b>	<b>79.34</b>	<b>44.66</b>
毛利率	0.97%	7.22%	1.32%	11.58%	13.17%	14.16%
销售费用 (亿元)	2.92	6.72	6.12	9.62	12.62	5.73
财务费用 (亿元)	1.92	4.85	4.67	18.44	20.17	11.78
管理费用 (亿元)	1.38	7.02	7.03	10.06	9.60	4.70
期间费用率	6.72%	7.75%	9.99%	9.11%	7.04%	7.04%
吨钢期间费用(元/吨)	249	251	243	241	274	312
利润总额 (亿元)	-3.39	-0.96	-16.09	6.00	33.45	20.62
<b>归母净利润 (亿元)</b>	<b>-2.29</b>	<b>0.63</b>	<b>-11.37</b>	<b>4.01</b>	<b>22.11</b>	<b>14.24</b>
同比增长		-127%	-1914%	-135%	451%	50%
净利率	-2.48%	0.26%	-6.37%	0.96%	3.67%	4.52%
吨钢净利 (元/吨)	-92	8	-155	25	143	200
<b>经营净现金流 (亿元)</b>	<b>3.90</b>	<b>31.06</b>	<b>7.52</b>	<b>78.61</b>	<b>93.34</b>	<b>58.98</b>
ROE	-3.17%	0.41%	-4.85%	1.68%	8.70%	5.37%
折旧 (亿元)	3.48	20.52	21.93	48.16	50.47	28.42
吨钢折旧 (元/吨)	139	276	299	304	326	400
存货 (亿元)	10.32	41.84	36.03	59.34	50.08	55.68
存货/销售收入	11.15%	17.44%	20.19%	14.18%	8.31%	17.66%
员工总数 (人)	3588	10937	9685	16979	15970	15970
人均钢产量(吨)	697	678	758	932	970	445
资产负债率	52.72%	61.16%	65.45%	73.60%	72.78%	72.98%
流动比率	0.99	0.23	0.17	0.27	0.34	0.38
流动资产周转率	2.02	3.98	3.37	4.47	3.48	1.40
存货周转次数	8.16	8.53	4.52	7.76	9.56	5.12

资料来源：公司财报、光大证券研究所

公司 2018 年上半年钢材总产量 711 万吨，同比下降 5.73%。公司钢材产量同比减少主要是受 2018Q1 环保限产影响

即便钢材产量整体有所下降，公司营收和利润依然实现显著增长，主要得益于钢材价格和利润水平的提升。公司 2018 年上半年吨钢销售收入 4436 元/吨，同比增长 18.4%；毛利率 14.16%，同比提升 1.26 个百分点。

公司 2018 年上半年 ROE 为 5.37%，同比增长 1.62 个百分点；资产负债率为 72.98%，较 2017 年末增长 0.2 个百分点，仍处于行业偏高水平。公司 2018 年上半年期末归母净资产为 266.07 亿元，当前 PB 仅 0.8 倍。

公司 2018 年上半年经营净现金流 58.98 亿元，同比增长 344%，现金流充足，盈利扎实。

## 2、2018Q2 单季净利润环比增 82%创历史最佳

分季度来看，公司 2018Q2 实现营业收入 169.24 亿元，同比增长 29%，环比 Q1 增长 15.8%。

公司 2018Q2 实现归母净利润环 9.2 亿元，环比 Q1 增长 82.33%，创单季历史最高。

公司主要厂区位于河北省唐山市迁安市及唐山市曹妃甸，均在环保限产区域内，2018 年一季度公司高炉在采暖季期间部分限产，影响了公司利润水平；二季度以来，随着环保限产结束，以及下游需求的逐渐复苏，公司盈利显著复苏，实现历史最佳盈利水平。

表 2：首钢股份季度财务数据

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入 (亿元)	151.43	131.13	158.83	161.11	146.12	169.24
同比增长	340.99%	-11.80%	43.18%	29.35%	-3.51%	29.06%
毛利 (亿元)	20.59	15.86	25.17	17.72	19.54	25.12
毛利率	13.60%	12.09%	15.85%	11.00%	13.37%	14.84%
销售费用 (亿元)	3.20	2.98	3.07	3.36	2.84	2.88
管理费用 (亿元)	2.69	2.60	2.30	2.01	2.48	2.22
财务费用 (亿元)	5.06	4.91	5.13	5.06	5.78	6.00
期间费用率	7.24%	8.01%	6.61%	6.48%	7.60%	6.56%
利润总额 (亿元)	7.84	6.49	13.28	5.84	6.74	13.88
归母净利润 (亿元)	4.97	4.52	8.14	4.48	5.05	9.20
净利率	3.28%	3.45%	5.12%	2.78%	3.45%	5.44%
环比增长	88.00%	-8.92%	79.86%	-44.90%	12.56%	82.33%
经营净现金流 (亿元)	7.02	6.26	21.59	58.47	15.22	43.76
存货 (亿元)	60.36	59.42	61.50	50.08	57.63	55.68
期末净资产 (亿元)	361.78	357.29	354.65	365.17	373.76	371.47
单季度 ROE	1.37%	1.27%	2.29%	1.23%	1.35%	2.48%
资产负债率	72.59%	73.27%	73.15%	72.78%	72.52%	72.98%

资料来源：公司财报、光大证券研究所

## 3、冷轧板材占比高，汽车板电工钢是优势产品

产品结构上，首钢股份几乎全部以板材产品为主。2018 年上半年，公司冷轧产品营业收入占总营收的 61%，热轧占 33%，合计占到了 95%；冷轧产品毛利占总毛利的 44%，热轧占 48%，合计占到了 92%。

公司冷轧占比较高，表明公司产品线整体较高端，产品附加值高。其中，汽车板和电工钢是公司的优势产品。

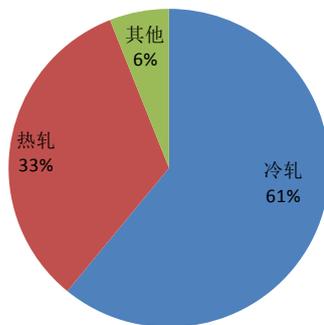
公司汽车板用钢已经实现了对宝马、奔驰、一汽、长城、吉利等 30 余家汽车企业稳定供货，成为宝马、吉利、长城、北汽、长丰猎豹五家国内知名车企第一大材料供应商。

2018 年上半年，公司高端领先产品的产量显著增长，其中迁顺基地同比增长 14.5%，京唐基地同比增长 5.9%。

迁顺基地汽车板获得零件认证机会超过 1200 个；酸洗产品完成认证项目 7 项；取向电工钢薄规格比例超过 80%，同比提高 20 个百分点。

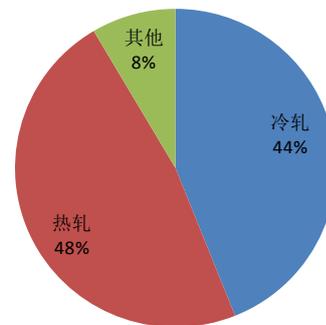
京唐基地汽车板完成 19 家车企 400 个以上零件认证，超高强钢供货量同比增长 80%，并实现上汽大众、华晨宝马等合资品牌批量供货。

图 1：公司 2018 年 H1 营业收入分布



资料来源：公司财报

图 2：公司 2018 年 H1 毛利分布



资料来源：公司财报

#### 4、京唐钢铁盈利稳健，顺义冷轧扭亏为盈

首钢股份目前主要有三个工厂，即公司本部迁安钢铁，北京顺义冷轧子公司（持股 70.28%），京唐钢铁子公司（持股 51%）。

2018 年上半年各工厂的产量如下：

(1) 迁钢公司：铁 335 万吨，同比下降 9.5%；钢 359 万吨，同比下降 3.0%；钢材 249 万吨(剔除供冷轧公司产量)，同比下降 2.7%。

(2) 京唐公司：铁 369 万吨，同比下降 15.7%；钢 392 万吨，同比下降 9.7%；钢材 373 万吨，同比下降 9.1%。

(3) 顺义冷轧公司：冷轧板材 89 万吨，同比增长 1.1%。

顺义冷轧公司没有炼铁、炼钢流程，仅有轧材流程，即从迁钢基地购买热轧，然后负责轧制成冷轧产品。鉴于顺义冷轧公司在生产工艺上偏后期，且物流等成本较高，长期以来盈利水平相对较低。2018 年上半年，顺义冷轧公司提高了高端产品占比，盈利能力有了一定的提升，实现净利润 66.44 万元，同比扭亏为盈。

京唐公司 2018 年上半年实现净利润 9.01 亿元，同比增长 15.6%，延续了良好的盈利水平。此外，京唐钢铁二期正在建设中，共分两步，完全建成后粗钢年产能将达到 1910 万吨。

表 3：首钢股份主要子公司盈利情况（亿元）

子公司	持股比例	2016 年净利润	2017 年净利润	2018 年上半年净利润
京唐钢铁	51%	4.35	18.30	9.01
顺义冷轧	70.28%	-4.78	0.011	0.066

资料来源：公司财报、光大证券研究所

## 5、京唐二期一步项目 2018 年底有望建成，将提供可观盈利弹性

首钢京唐二期工程项目总投资 435.5 亿元，年产铁水 891 万吨，钢坯 940 万吨，钢材 900 万吨。京唐二期项目全部定位高端品质板材，尤其是汽车板材，有利于提升公司整体产品结构。京唐二期工程项目分两步建设，通过减量压减唐山市区域内现有钢铁产能来置换。

其中，京唐二期一步工程共计新建炼铁产能 439 万吨、炼钢产能 510 万吨。秦皇岛首秦、唐山燕山钢铁等 9 家钢企拟淘汰一批炼铁、炼钢产能，其中部分产能将用于减量置换首钢京唐二期一步工程新建产能。

根据公司此前规划，京唐二期一步项目计划有望在 2018 年底建成，2019 年有望进行试生产阶段。京唐二期一步项目年产钢 510 万吨，约占公司当前钢产量的 32%。

我们预计从 2019 年起，该项目逐步投产后，公司钢产量、产品结构将双双升级，为公司提供可观的盈利弹性。

表 4：首钢京唐钢铁二期一步钢铁项目产能减量置换方案

	企业名称	核定产能
新建项目产能情况	首钢京唐钢铁联合有限责任公司	炼铁产能 439 万吨、炼钢产能 510 万吨
	秦皇岛首秦金属材料有限公司	炼铁产能 265 万吨、炼钢产能 390 万吨
	唐山燕山钢铁有限公司	炼铁产能 55 万吨
	天津荣程集团唐山特种钢有限公司	炼钢产能 130 万吨
	唐山瑞丰钢铁（集团）有限公司	其中的 35 万吨炼钢产能
压减淘汰产能情况	唐山国丰钢铁有限公司	其中的 49 万吨炼铁产能
	迁安市九江线材有限责任公司	其中的 58 万吨炼铁产能、13 万吨炼钢产能
	唐山市玉田建邦实业有限公司	炼铁产能 61 万吨、炼钢产能 70 万吨
	唐山建龙特殊钢有限公司	炼铁产能 55 万吨
	霸州市新利钢铁有限公司	其中的 6 万吨炼铁产能
	合计	炼铁产能 549 万吨、炼钢产能 638 万吨

资料来源：河北省政府官网

表 5：首钢股份京唐钢铁建设规划

项目	建设日程	粗钢产能 (万吨)
京唐一期	2010 年已投产	1000
京唐二期一步	已获得置换产能指标, 2018 年底有望建成	500
京唐二期二步	规划中, 最快 2020 年底建成	500
<b>合计</b>		<b>2000</b>

资料来源：公司《非公开发行股票预案》(2015.9.8)

## 6、经营稳健盈利弹性大，维持“增持”评级

公司目前经营扎实稳健，2018 年上半年公司归母净利润同比大幅增长 50%，已创历史最佳水平；公司高端产品占比逐步提升，顺义冷轧公司已扭亏为盈，京唐钢铁延续了良好的经营态势，有望支撑公司整体盈利能力。

京唐钢铁二期一步项目有望在 2018 年底建成，2019-2020 年逐步投产，为公司提供长期盈利弹性。

基于以上分析，我们调高公司 2018 年-2020 年预期归母净利润为 27.22 亿元、30.58 亿元、33.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.58 元、0.64 元。公司当前的 PE (2018E) 为 7.9 倍。

我们选取同样以板材为主、同属于国企的宝钢股份、山东钢铁、本钢板材、河钢股份作为估值可比公司，以上四家公司 PE(2018E)分别是 7.6 倍、7.4 倍、9.2 倍、11.2 倍，我们取平均值，给予首钢股份 2018 年 8.8 倍 PE 估值，目标价 4.50 元。我们维持公司“增持”评级。

表 6：首钢股份可比公司估值水平

公司名称	收盘价	EPS			PE		
	2018.8.17	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
宝钢股份	8.1	0.86	1.06	1.14	9.4	7.6	7.1
山东钢铁	1.86	0.18	0.25	0.28	10.3	7.4	6.6
本钢板材	4.14	0.51	0.45	0.49	8.1	9.2	8.4
河钢股份	2.77	0.17	0.25	0.26	16.3	11.1	10.7
<b>平均</b>					<b>11.0</b>	<b>8.8</b>	<b>8.2</b>
<b>首钢股份</b>	<b>4.05</b>	<b>0.42</b>	<b>0.51</b>	<b>0.58</b>	<b>9.6</b>	<b>7.9</b>	<b>7.0</b>

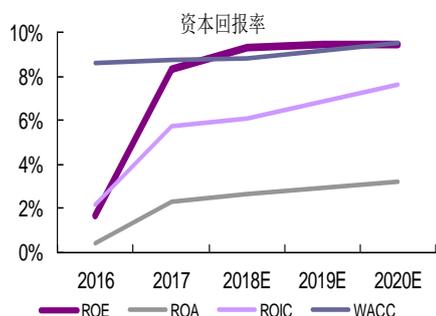
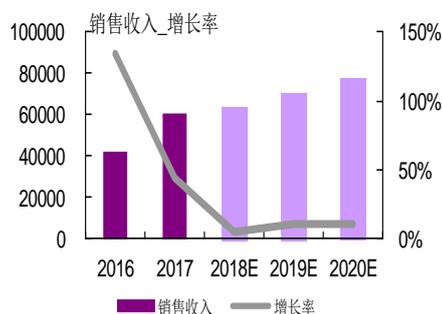
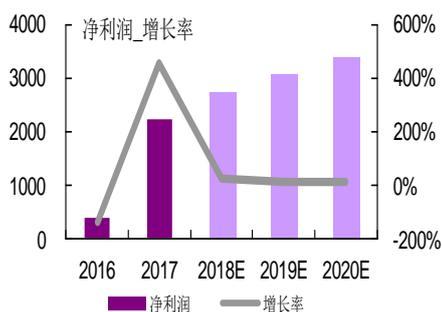
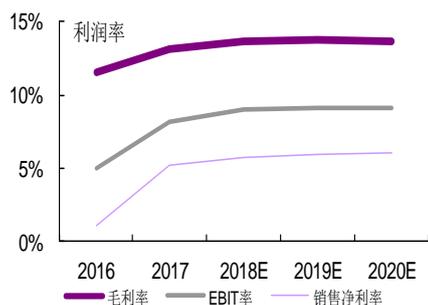
资料来源：首钢股份数据为光大证券研究所预测，其他公司数据为 Wind 一致预期

## 7、风险提示

(1) 环保限产影响公司产量：2018 年下半年唐山地区仍将实施严厉的环保限产，可能会盈利公司的钢材产量，进而影响公司盈利；

(2) 钢价波动：钢铁行业供给端增量可能大于预期，下游需求受宏观经济和国际贸易影响可能不及预期，造成钢价波动。

(3) 京唐二期建设进度不及预期：公司京唐二期一步项目的建设进度可能会慢于预期，投产可能会延迟。



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>41,850</b>	<b>60,250</b>	<b>63,458</b>	<b>70,398</b>	<b>77,718</b>
营业成本	37,006	52,316	54,789	60,723	67,063
折旧和摊销	4,895	5,123	4,289	4,770	5,103
营业税费	318	550	579	643	709
销售费用	962	1,262	1,329	1,475	1,628
管理费用	1,006	960	1,011	1,122	1,239
财务费用	1,844	2,017	2,130	2,202	2,129
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	281	427	500	500	500
<b>营业利润</b>	<b>547</b>	<b>3,349</b>	<b>4,115</b>	<b>4,725</b>	<b>5,441</b>
<b>利润总额</b>	<b>600</b>	<b>3,345</b>	<b>4,115</b>	<b>4,725</b>	<b>5,441</b>
少数股东损益	71	897	900	1,100	1,300
<b>归属母公司净利润</b>	<b>401</b>	<b>2,211</b>	<b>2,722</b>	<b>3,058</b>	<b>3,379</b>

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>127,206</b>	<b>134,159</b>	<b>138,937</b>	<b>141,571</b>	<b>146,956</b>
流动资产	13,997	20,593	21,661	24,065	31,552
货币资金	1,923	3,801	4,003	4,441	9,842
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	976	1,321	1,391	1,543	1,704
应收票据	3,088	6,944	7,314	8,114	8,957
其他应收款	69	41	44	48	53
存货	5,934	5,008	5,247	5,822	6,437
可供出售投资	8,983	8,740	8,740	8,740	8,740
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2,249	2,671	2,671	2,671	2,671
固定资产	78,427	86,218	91,516	93,455	92,990
无形资产	2,715	2,658	2,569	2,484	2,401
<b>总负债</b>	<b>93,626</b>	<b>97,642</b>	<b>98,799</b>	<b>97,275</b>	<b>97,980</b>
无息负债	38,528	42,887	44,310	47,677	51,269
有息负债	55,098	54,754	54,489	49,597	46,711
<b>股东权益</b>	<b>33,580</b>	<b>36,517</b>	<b>40,138</b>	<b>44,297</b>	<b>48,976</b>
股本	5,289	5,289	5,289	5,289	5,289
公积金	21,512	21,640	21,912	22,218	22,556
未分配利润	-7,606	-5,524	-3,075	-323	2,719
少数股东权益	9,198	10,097	10,997	12,097	13,397

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,861</b>	<b>9,334</b>	<b>10,073</b>	<b>11,977</b>	<b>12,858</b>
净利润	401	2,211	2,722	3,058	3,379
折旧摊销	4,895	5,123	4,289	4,770	5,103
净营运资金增加	-1,596	1,572	-329	-908	-985
其他	4,161	428	3,391	5,056	5,361
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-7,479</b>	<b>-5,107</b>	<b>-7,500</b>	<b>-4,500</b>	<b>-2,500</b>
净资本支出	-3,516	-5,039	-8,000	-5,000	-3,000
长期投资变化	2,249	2,671	0	0	0
其他资产变化	-6,212	-2,738	500	500	500
<b>融资活动现金流</b>	<b>-672</b>	<b>-2,525</b>	<b>-2,370</b>	<b>-7,039</b>	<b>-4,957</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	38,449	-344	-266	-4,891	-2,886
无息负债变化	11,627	4,360	1,423	3,367	3,592
<b>净现金流</b>	<b>-290</b>	<b>1,701</b>	<b>202</b>	<b>438</b>	<b>5,401</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	134.54%	43.97%	5.32%	10.94%	10.40%
净利润增长率	-135.28%	451.33%	23.11%	12.36%	10.50%
EBITDA 增长率	714.48%	43.61%	-0.24%	11.59%	8.71%
EBIT 增长率	-252.88%	133.96%	16.41%	11.87%	10.00%
<b>估值指标</b>					
PE	53	10	8	7	6
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	7	8	6	5
EV/EBIT	36	15	13	11	9
EV/NOPLAT	45	16	15	13	11
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	11.58%	13.17%	13.66%	13.74%	13.71%
EBITDA 率	16.74%	16.70%	15.81%	15.91%	15.66%
EBIT 率	5.04%	8.19%	9.05%	9.13%	9.10%
税前净利润率	1.43%	5.55%	6.49%	6.71%	7.00%
税后净利润率 (归属母公司)	0.96%	3.67%	4.29%	4.34%	4.35%
ROA	0.37%	2.32%	2.61%	2.94%	3.18%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.64%	8.37%	9.34%	9.50%	9.50%
经营性 ROIC	2.12%	5.74%	6.08%	6.86%	7.66%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.27	0.34	0.40	0.51	0.70
速动比率	0.15	0.26	0.31	0.39	0.56
归属母公司权益/有息债务	0.44	0.48	0.53	0.65	0.76
有形资产/有息债务	2.25	2.40	2.50	2.80	3.09
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.08	0.42	0.51	0.58	0.64
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.49	1.76	1.90	2.26	2.43
每股自由现金流(FCFF)	0.96	0.63	0.32	1.20	1.74
每股净资产	4.61	4.99	5.51	6.09	6.73
每股销售收入	7.91	11.39	12.00	13.31	14.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大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。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		