

## 新钢股份(600782)/钢铁

## 区域性板材龙头, 显著受益于行业高景气度

**评级: 增持(维持)**

市场价格: 3.87

分析师: 笃慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人: 赖福洋

电话: 021-20315128

Email: laify@r.qlzq.com.cn

联系人: 邓軒

电话: 021-20315223

Email: dengke@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2,787
流通股本(百万股)	2,787
市价(元)	3.87
市值(百万元)	10,785
流通市值(百万元)	10,785

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 基本面向好业绩大增
- 2 半年报业绩大幅改善, 中报拟高送转
- 3 二季度业绩拐点向上
- 4 地方板材龙头业绩改善明显

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	25,371.01	30,461.50	38,755.21	40,368.97	41,003.40
增长率 yoy%	-21.62%	20.06%	27.23%	4.16%	1.57%
净利润	60.56	502.92	980.90	1,088.88	1,142.73
增长率 yoy%	-85.10%	730.46%	95.04%	11.01%	4.94%
每股收益(元)	0.04	0.18	0.35	0.39	0.41
每股现金流量	1.47	0.42	0.94	0.80	0.75
净资产收益率	0.75%	5.87%	10.33%	10.28%	9.74%
P/E	130.00	18.51	8.69	7.83	7.46
PEG	—	0.03	0.09	0.71	1.51
P/B	5.82	3.08	3.41	3.80	4.21

备注:

**投资要点**

- **以板为主的区域龙头钢铁企业:** 公司作为江西省龙头钢铁企业, 钢材产能达到1000万吨, 其中板材产能达到700万吨, 其他多为螺纹钢、线材等建筑类钢材, 产品以普钢为主。中厚板作为公司的拳头产品, 国内市场份额达到3.1%, 位居全国前6名, 随着钢铁行业景气上行, 公司中厚板盈利也触底反弹;
- **板材产能处于趋势收敛阶段:** 2016年产能利用率上升至80%左右, 处于行业高位, 2017年板材产能周期继续向好。由于政府批文收紧和前期行业盈利下行, 今年板材新增产能极少, 预计仅在700万吨级别。再考虑到产能自然淘汰和供给侧所带来的产能压缩约1500万吨, 未来板材产能整体将处于趋势收敛态势, 预计2017年板材产能净减少近800万吨;
- **下游需求继续上行推高行业产能利用率:** 2017年钢铁行业需求表现整体较为稳健。虽然今年3月17日房地产调控开始政策加严, 但由于贷款利率上升速度偏慢, 导致房地产的销售端超出市场预期, 房地产动态库销比数据位于2010年以来的低点, 后期地产投资下滑幅度有限, 钢铁需求整体仍呈现稳步上行之势。而在建筑业需求拉动之下, 后周期的机械、家电等行业需求也将获得支撑, 对板材形成直接利好。我们预计今年将新增板材需求增速将维持3%-5%, 低位小幅回升。通过对供需对接, 2017年板材领域产能利用率有望进一步上行至83%高位, 行业继续维持较高盈利水平;
- **成本控制与弹性兼备:** 虽然公司产品并非定位于高端, 但其2016年吨钢净利仍在可类比的12家板材上市钢企中位居第五, 显示公司整体盈利在行业处于较强水平, 这主要得益于公司持续降本增效。未来, 公司人力成本的压缩有望随着国企改革的推进进一步下降, 公司挖潜增效仍具备较大潜力。此外, 公司吨钢市值处于同行业较低水平, 作为板块内典型的弹性类标的, 在行业盈利持续改善背景下公司股价表现值得期待;
- **定增煤电项目+偿债, 未来业绩可期:** 公司通过定增煤电项目12.6亿元大幅提高自身发电比例, 将较大程度降低营业成本, 项目投产公司将年均减少外购用电成本约3.76亿元, 相当于减少吨钢成本45元。另外, 公司采用定增方式偿债5亿元, 定增完成后, 公司资产负债率将降低至63%, 远低于行业平均水平, 有利于公司资产负债表的进一步修复, 降低财务风险;
- **投资建议:** 公司作为江西省内唯一的国有上市钢企, 钢产量居于省内前二, 具有一定区域溢价优势。当前行业供需格局向好是公司业绩持续改善的最大助力, 其板材盈利能力有望获得继续上修空间。未来随着定增煤电以及偿债项目的推进, 将进一步改善公司财务状况及资本结构, 提升公司抵御风险能力。预计2017-2019年EPS分别为0.35元、0.39元以及0.41元, 维持“增持”评级;
- **风险提示:** 利率上行速度过快对钢铁需求形成压制; 公司定增项目进度不及预期。

## 内容目录

板材区域龙头.....	- 4 -
区域钢铁企业龙头.....	- 4 -
产品以板材为主.....	- 5 -
供需两侧发力，板材产能利用率继续上行.....	- 7 -
去年产能利用率处于高位.....	- 7 -
今年板材产能趋于减少.....	- 10 -
下游需求继续回暖.....	- 11 -
费用控制能力与股价弹性兼备.....	- 14 -
紧邻钢材消费市场.....	- 14 -
期间费用低.....	- 15 -
吨钢市值小.....	- 17 -
定增煤电项目+偿债，未来业绩可期.....	- 18 -
定增煤电项目，降本节能.....	- 18 -
定增偿债，优化资本结构及偿债能力.....	- 19 -
盈利预测与投资建议.....	- 20 -
盈利预测.....	- 20 -
投资建议.....	- 21 -
风险提示.....	- 21 -

## 图表目录

图表 1：江西省钢铁企业龙头.....	- 4 -
图表 2：公司股权结构清晰.....	- 4 -
图表 3：以钢材加工制造为主业.....	- 5 -
图表 4：2016 年各钢材产品产量（万吨）.....	- 5 -
图表 5：产品列表.....	- 6 -
图表 6：中厚板产量稳居前列.....	- 6 -
图表 7：各地区营业收入占比.....	- 7 -
图表 8：公司铁矿石来源.....	- 7 -
图表 9：2016 年基建大幅增长.....	- 8 -
图表 10：2016 年房地产投资端回暖.....	- 8 -
图表 11：2016 年汽车产量大幅增长.....	- 8 -
图表 12：2016 年乘用车销量大幅增长.....	- 8 -
图表 13：2016 年挖掘机销量大幅增长.....	- 8 -
图表 14：2016 年重型卡车销量大幅增长.....	- 8 -
图表 15：家电行业回暖.....	- 9 -
图表 16：2016 年板材盈利明显好于长材.....	- 9 -

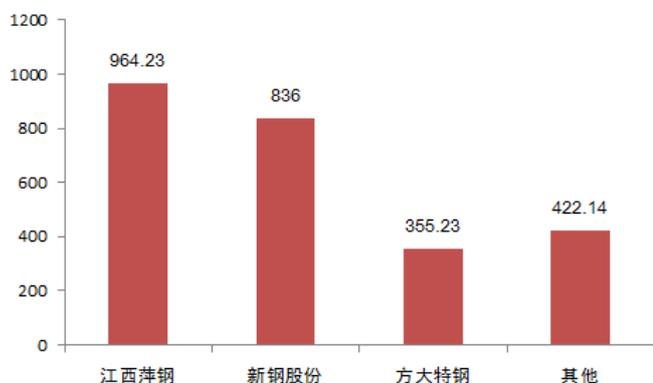
图表 17: 自下而上板材新增产能测算.....	- 10 -
图表 18: 最先扩张的产能开始进入报废期.....	- 10 -
图表 19: 2016 年后设备周期来临中国废钢积蓄量加快.....	- 10 -
图表 20: 财政支出超过财政收入.....	- 11 -
图表 21: 海外基建投资机会巨大.....	- 11 -
图表 22: 一二三线城市潜在库销比.....	- 12 -
图表 23: 地产销售和投資关系.....	- 12 -
图表 24: 汽车销量增速与 GDP 增速正相关.....	- 12 -
图表 25: 工程机械进入设备淘汰期.....	- 13 -
图表 26: 钢材下游需求测算.....	- 13 -
图表 27: 公司地理位置优越.....	- 14 -
图表 28: 吨钢净利.....	- 15 -
图表 29: 吨钢毛利.....	- 15 -
图表 30: 各产品吨钢成本在板材企业中偏高.....	- 15 -
图表 31: 吨钢原燃料成本在板材企业中偏高.....	- 16 -
图表 32: 吨钢人工成本处于行业中游.....	- 16 -
图表 33: 人均钢产量处于行业中游.....	- 16 -
图表 34: 期间控制费用能力强大.....	- 17 -
图表 35: 期间费用仍在不断降低.....	- 17 -
图表 36: 总资产周转率领先.....	- 17 -
图表 37: 存货周转率领先.....	- 17 -
图表 38: 公司吨钢市值小.....	- 18 -
图表 39: 煤气发电费用.....	- 19 -
图表 40: 资产负债率 (%).....	- 19 -
图表 41: 流动比率高于行业平均水平.....	- 19 -
图表 42: 速动比率高于行业平均水平.....	- 19 -
图表 43: 主要产品销量、单价、吨钢毛利预测.....	- 20 -
图表 44: 财务预测.....	- 21 -

## 板材区域龙头

### 区域钢铁企业龙头

- 江西省钢铁企业龙头。**从江西省内钢企竞争格局来看，2016年江西省钢材总产量达到2577.6万吨。钢材产量前两名企业分别为江西萍钢和新钢股份，两者产量相当，分别为964.23万吨和836万吨。第三名方大特钢年产量仅为前两者三分之一左右。前三名钢材产量占整个江西省83.62%，行业集中度较高。新钢作为江西省境内钢铁龙头企业，享有一定溢价优势。公司实际控制人为江西省人民政府国有资产管理委员会。第一大股东为新余钢铁集团，持有公司63.59%的股份；

图表 1：江西省钢铁企业龙头



来源：wind、中泰证券研究所

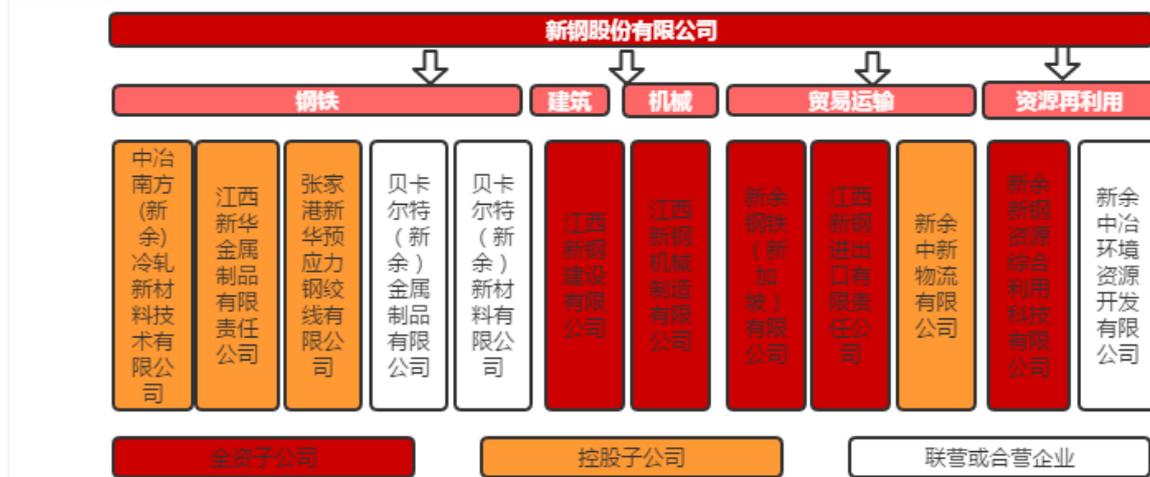
图表 2：公司股权结构清晰



来源：wind、中泰证券研究所

- 以钢铁加工制造为主业，辐射建筑、贸易运输、机械、资源再利用相关领域。**公司主要从事矿石采选、钢铁产品生产冶炼、压延加工及钢材深加工等业务，生产基地位于江西省新余市。公司是世界最大造船企业韩国现代重工的长期供应商。在钢铁主业方面，公司拥有3家控股子公司和2家重要参股公司，其主要生产经营产品包括，冷轧板卷、电工钢、各类线材、金属材料和产品等。机械方面，公司拥有两家子公司。2016年上半年，工商业营业收入占公司营业收入99.63%。公司在建筑领域拥有一家子公司，主要经营各类工业与民用建筑，建筑业营业收入占公司营业收入0.28%。在贸易运输方面，公司主要有两家贸易公司，负责公司铁矿石及其制成品进出口贸易等，运输业营业收入占公司营业收入0.09%。资源再利用方面，两家下属公司负责经营钢渣加工，资源综合利用及生产加工等业务。

图表 3：以钢材加工制造为主业

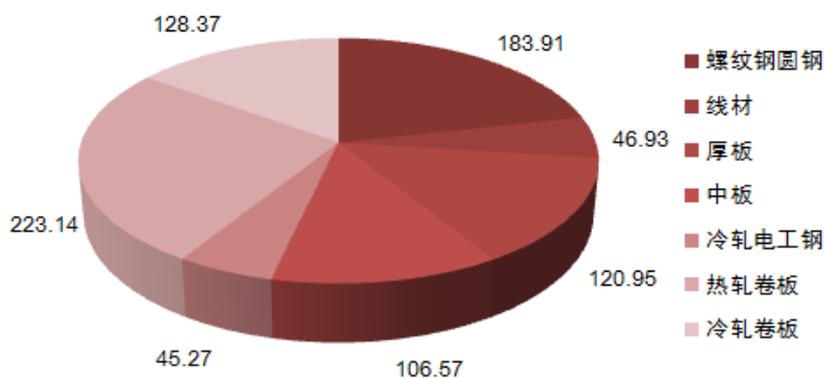


来源：中泰证券研究所

### 产品以板材为主

- **板材占比高。**公司产品主要产品包括板材，长材两大类。公司钢材产能超过生产规模达到年产钢 1000 万吨，其中板材产能超过 700 万吨/年。2016 年，公司生产钢材共计 855.14 万吨，其中，板材产量约占钢材总产量的 68%。板材主要包括：中厚板（26.6%）、热轧冷卷（26.06%）、冷轧卷板（15.01%）；钢带。长材类产品主要包括螺纹钢（21.51%）、线材（5.49%）。公司板材产品生产技术先进。“袁河”牌船体结构用钢板和优质碳素结构钢热轧盘条获“中国名牌”产品称号。2015 年，公司获得国家专利 35 项，获得国家版权保护登记 8 项；

图表 4：2016 年各钢材产品产量（万吨）



来源：公司年报

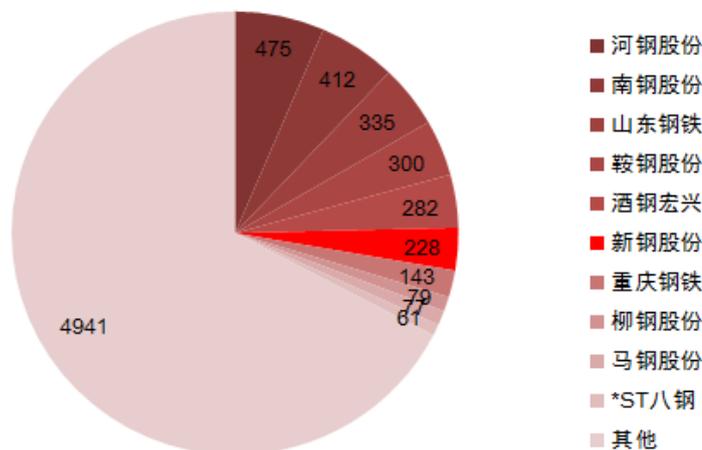
图表 5：产品列表

产品类别		具体种类
板材	中厚板	碳素钢板；低合金钢板；船板；船用锅容板；桥梁板；锅炉容器板；高层建筑板；管线用钢板；耐候用钢板；耐磨用钢板；模具板、优钢
	热轧冷卷	碳结热卷板 / 船体用卷板；低碳钢卷板；电工钢卷板；低合金卷板；优质碳结、弹簧、合金卷板；管线用卷板；焊管、焊接、气瓶用卷板；汽车车轮、大梁、结构用卷板；桥梁、耐候、机械用卷板；
	冷轧薄板	冷轧薄钢板；冷轧优质薄钢板；无取向电工钢薄钢板；深冲板；合金结构钢薄钢板；汽车用薄钢板
	钢带	热带；冷带
长材	线材	建筑、拉丝用盘条；优线、高碳钢盘条；合金钢盘条
	螺纹钢	螺纹钢
	球扁钢	球扁钢
	钢管	无缝钢管、管坯；焊接钢管
	钢丝	钢丝
	钢绞线	预应力钢绞线、铝包钢绞线

来源：公司年报

- 国内中厚板领域骨干企业。**2009年-2011年，公司在中厚板产销两旺，其中产品主要供应造船、石油、海洋工程项目。目前，受宏观经济影响，国际航运和造船业低迷，公司中厚板产线效益有所下滑，公司将资源倾向效益相对较好的卷板、建材，但公司仍然是国内主要的中厚板生产企业。2015年，公司生产中厚板 228 万吨，市场占有率 3.1%，市场份额位居全国前 6 名；

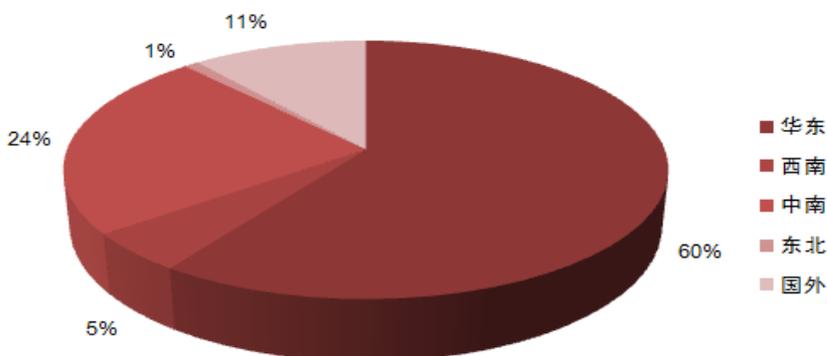
图表 6：中厚板产量稳居前列



来源：中泰证券研究所

- 立足本地，辐射周边区域。**公司深耕本地及周边区域市场，产品主要销往华东、中南、西南地区，以上三个区域营业收入占比分别为 59.68%、4.91%、23.63%。公司在长江中下游及华南地区销售区域内市场较稳固，产品产销率和货款回笼率均达 98%。国内产品销售收入占 2016 年公司营业收入 89.12%。同时，2017 年江西省压减钢铁产能 433 万吨，而去产能任务并没有涉及到公司，有助于公司进一步巩固区域龙头优势，坐享供给侧改革红利；

图表 7: 各地区营业收入占比



来源: 公司年报

- **铁矿石以进口矿为主:** 公司铁矿石来源有三种, 自国外进口为主要方式。2015 年, 公司国外进口占 63.25%, 国内采购占 31.36%, 自供占 5.39%。与 2014 年相比, 国外进口铁矿石所占比例有所提高。目前公司铁矿石厂内+港口库存保持在 40 天, 仅厂内矿石库存约 20 天, 其中进口矿占比 70%-80%, 长协和现货矿均有。进口矿大多从宁波港发货至钢厂, 其他港口也有部分, 如厦门港等, 运输方式为水运+陆地。

图表 8: 公司铁矿石来源

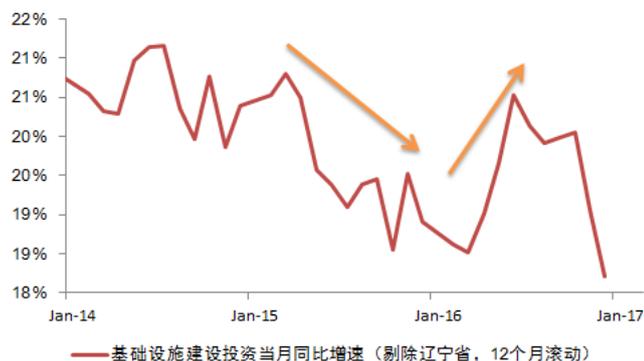
	2015年(万吨)	百分比	2014年(万吨)	百分比
自供	85.38	5.39%	84.16	5.49%
国内采购	496.68	31.36%	552.44	36.01%
国外进口	1,001.59	63.25%	897.39	58.50%
合计	1,583.65	100.00%	1,533.99	100.00%

来源: 公司年报

## 供需两侧发力, 板材产能利用率继续上行

### 去年产能利用率处于高位

- **2016 年板材产能利用率大幅上行。**从供给侧来讲, 近几年行业新增固定资产投资持续下滑, 2016 年国有钢企板材产能投放极少, 仅有宝钢湛江钢铁 420 万吨板材产能确认投产, 投产数量和总量处于近几年最低位。2016 年板材需求侧主要受益于下游建筑、汽车、家电行情的启动。
  - **建筑:** 主要从基建和房地产两方面分析。2015 年国家实施紧缩性财政政策导致基建出现大幅度下滑。为了维持经济增长, 2016 年政府转为实施更加积极的财政政策, 前三季度基建投资增速迅速提高, 9 月份同比增速达到 19.98%。房地产方面, 商品房销售面积大幅增长, 截止 2016 年底, 商品房销售面积累计同比大幅增长 23.40%。尽管销售端的大幅增长并未充分传到至投资端, 但投资端依然增长 6.9%, 增速远超去年同期增速。建筑增速的大幅提高可以带动机械、家电等相关产业的生长, 进而对板材需求形成支撑;

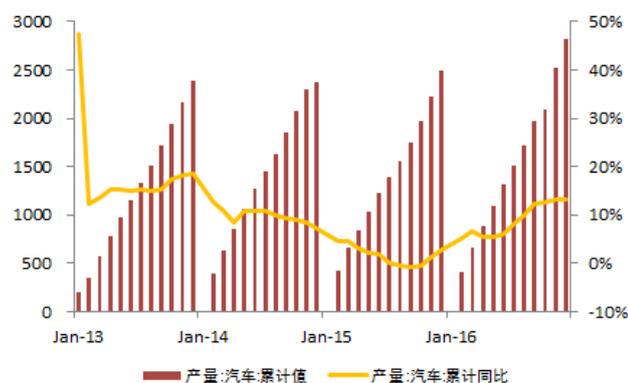
**图表9：2016年基建大幅增长**


来源：wind

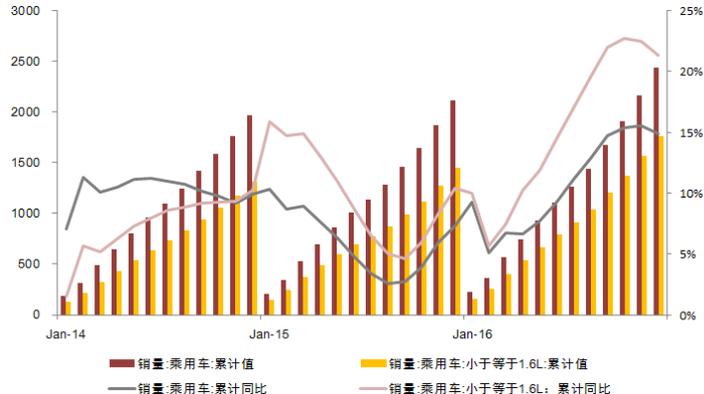
**图表10：2016年房地产投资端回暖**


来源：中泰证券研究所

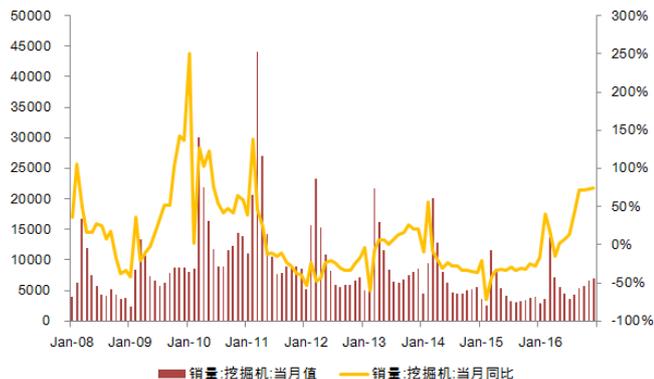
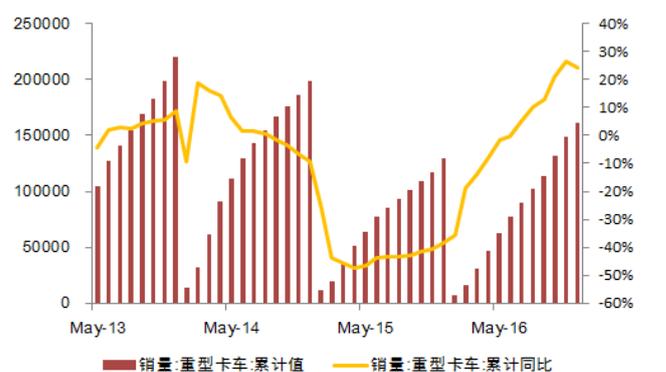
- **汽车：**截止2016年底，汽车产量2819万辆，累计同比增加13.10%。从乘用车和商用车两部分进行分析。2016年乘用车受购置税减半优惠刺激，产销两旺。16年1-12月广义乘用车累计销售2437.7万辆，同比增长14.93%。其中1.6L及以下排量乘用车累计同比增长21.36%。商用车主要受基建和地产的企稳恢复影响，行业不断回暖。以重型卡车为例，2016年12月底，我国累计销售重卡16.1万辆，累计同比增加24.19%，远超上一年同期增速水平。在2016年下半年，挖掘机更是以超过50%的销量同比增速加速回暖；

**图表11：2016年汽车产量大幅增长**


来源：wind

**图表12：2016年乘用车销量大幅增长**


来源：wind

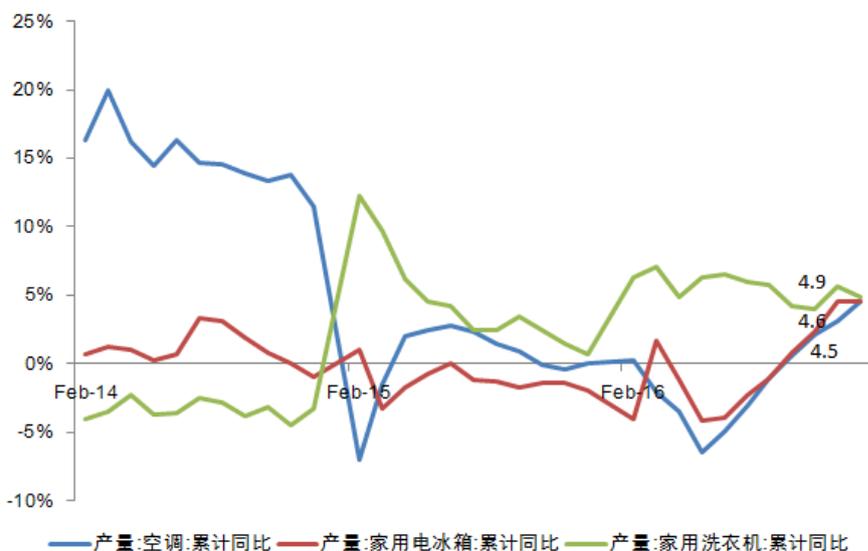
**图表13：2016年挖掘机销量大幅增长**

**图表14：2016年重型卡车销量大幅增长**


来源: wind

来源: wind

- **家电:** 受益于2016年房地产销售端大幅回暖, 家电行业产量出现大幅回升。冰箱、洗衣机和空调这三大白电耗钢量约占整个家电行业耗钢量的80%, 其中板材约占95%。家电市场几乎与房地产市场同步开始回暖。截止到2016年12月份, 空调、电冰箱、洗衣机产量分别同比增长4.5%、4.6%和4.9%;

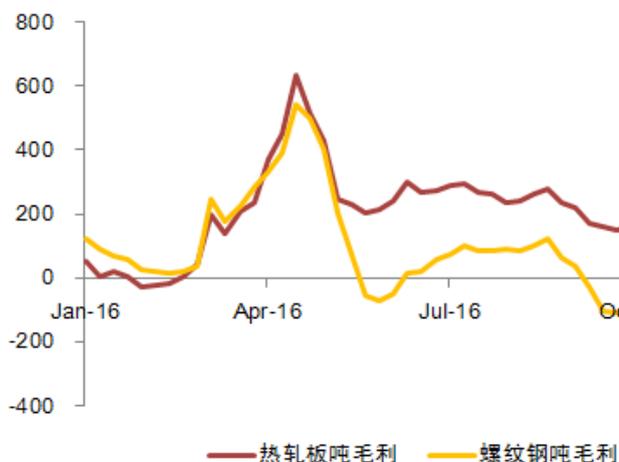
**图表 15: 家电行业回暖**



来源: wind

- **2016 年板材产能利用率测算:** 2016 年板材的吨钢盈利水平明显高于长材, 意味着板材产能利用率高于长材。根据中泰团队测算, 2016 年全行业产能利用率为 75.72%。显然板材的产能利用率应该高于这个数字, 经测算, 2016 年板材需求量为 38412 万吨, 板材产能利用率大致为 80%;

**图表 16: 2016 年板材盈利明显好于长材**



来源: 中泰证券研究所

今年板材产能趋于减少

- **自下而上测算方法进行新增板材产能测算：**枚举法自下而上统计最大的缺陷在于无法做到穷举，对于国内钢铁企业林立现状，只能尽量让统计样本占据较大比重。我们将可统计到的 2017 年新上的用于生产板材的高炉进行详列如下表，综合考虑宝钢湛江项目 2017-2021 年的设计规划及枚举法的固有缺陷（穷举盲区），这部分需要给出一定余量，我们判断 2017 年新增板材产能约 700 万吨左右；

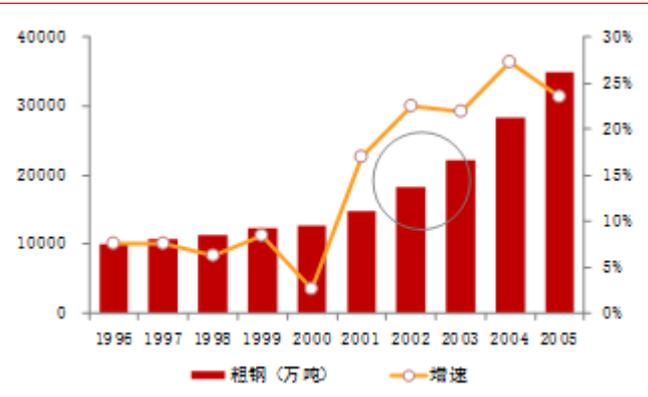
图表 17：自下而上板材新增产能测算

钢厂名称	高炉大小（容积） $m^3$	炼钢产能（万吨）	点火（投产）时间	是否有置换（具体）	备注
山钢日照精品钢项目	5100（1#）	400	2017年5月	和山钢济南公司置换	2016年11月24日封顶
宝钢（湛江）	5050（3#）	410	2017年-2021年	无	2000万吨产能规划
宝钢（湛江）	5050（4#）	410			
宝钢（湛江）	5050（5#）	410			
合计	58960	696			

来源：中泰证券研究所

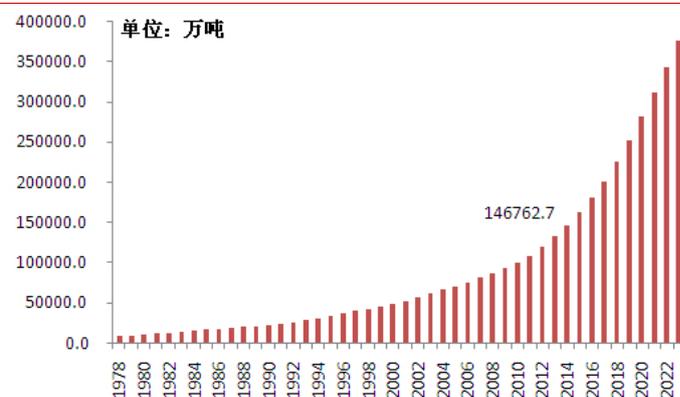
- **设备折旧到期渐行渐近：**根据钢铁冶炼上市公司披露的机械设备折旧年限，我们推断整个行业冶炼设备的折旧期为 14 年，即理论上 2003 年新增的 4000 万吨产能应该在 2017 年进入报废阶段。我们判断 2017 年因折旧期满淘汰产能对应接近于 2003 年新增产量即 2000 万吨。按保守估计有 50% 的设备继续超期使用，2017 年自然报废产能依然在 1000 万吨的水平，其中板材报废产能大致为 450 万吨。且这部分报废产能将出现逐年增加的态势；

图表 18：最先扩张的产能开始进入报废期



来源：中泰证券研究所

图表 19：2016 年后设备周期来临中国废钢积蓄量加快



来源：中泰证券研究所

- **2017 年去产能将进入实质性阶段。**2016 年是供给侧改革元年，实际压减了 6500 万吨钢铁产能，远超市场预期。2017 年 1 月份政府将既定的 3 年提前完成“十三五”1-1.5 亿吨的化解过剩产能目标精确修正至 1.4 亿吨，并提出 2017 年将再压减钢铁产能 5000 万吨左右。中联钢数据显示，截至 2016 年 10 月所去的 4500 万吨产能中，超过 70% 均为无效产能，这些无效产能去化对行业盈利改善作用不大。随着这部分无效产能的彻底退出，今年压减产能所涉及在产产能比例预计将进一步提高。但通过 2016 年挤水分之后，可充数产能有限，我们假设其中在产产能至

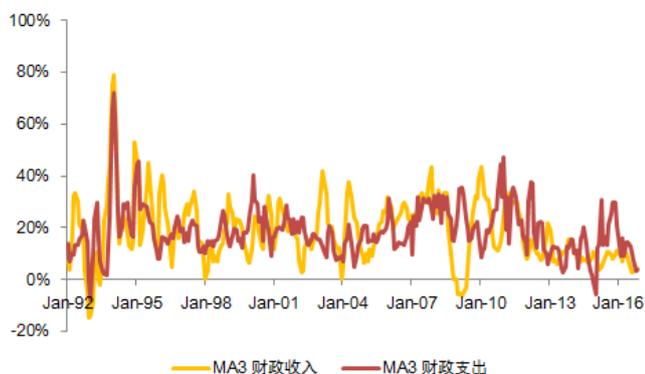
少占 50%，即 2500 万吨，按照板材产能占全部产能 45% 计算，2017 年板材在产产能预计将去掉 1125 万吨；

- **小结：**按照自下而上测算方法，2017 年新增板材产能大致在 700 万吨；随着设备自然折旧期的到来，预计今年报废板材产能大致在 450 万吨；供给侧改革持续推进，估计今年去产能任务任务中将包含 1125 万吨板材在产产能。因此，只要下游板材需求不减少 875 万吨以上，行业产能利用率将会进一步提升，板材企业的盈利水平将进一步改善。

### 下游需求继续回暖

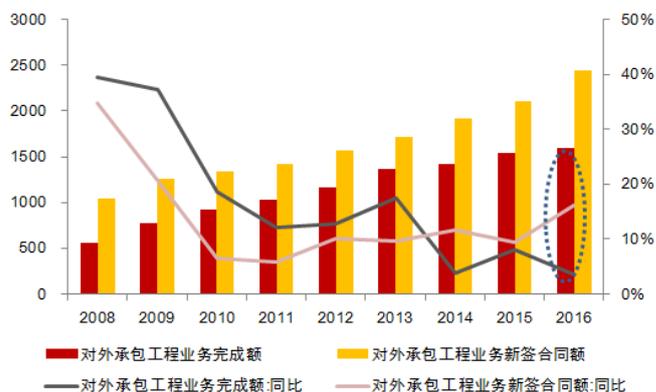
- 相比于长材，板材涉及下游产业更加复杂，主要包括建筑、机械、家电、汽车、造船等行业。具体来看，热轧板材的下游行业包括机械、船舶、建筑、汽车等产业。冷轧板材的下游行业主要包括汽车、家电。中厚板的下游主要包括造船、容器、建筑、机械；
- **建筑行业继续回暖：**建筑业在分析板材下游行业时占据核心地位。建筑业板材需求在板材需求中占有较大比例，同时建筑业的回暖将会拉动机械和家电行业的需求，进而增加对板材的需求。分析建筑业主要从基建和房地产两方面入手；
  - **基建投资继续维持高位：**基建投资的强度取决于积极财政政策的力度，考虑到我国经济政策的延续性，实施仅一年有多的积极财政政策短期转向概率较低。2016 年实施积极的财政政策使经济企稳复苏，失业率下降。但目前经济恢复的高度远未到政府可以对基建投资听之任之的境地。2017 年两会政府工作报告中提出“今年要继续实施积极的财政政策”，因此我们可以判断今年仍是基建大年，积极财政政策之下基建投资望继续保持高位；从海外市场来看，2016 年中国一带一路推进明显加速，中国企业对外承包工程新签合同额 2440.1 亿美元，同比增长 16.2%，增速达到 2010 年以来的新高。新增订单的增速提高意味着未来几年海外市场基建市场的持续向好。从国内国外两方面分析，我们认为可以基建行业保持乐观心态；

图表20：财政支出超过财政收入



来源：中泰证券研究所

图表21：海外基建投资机会巨大

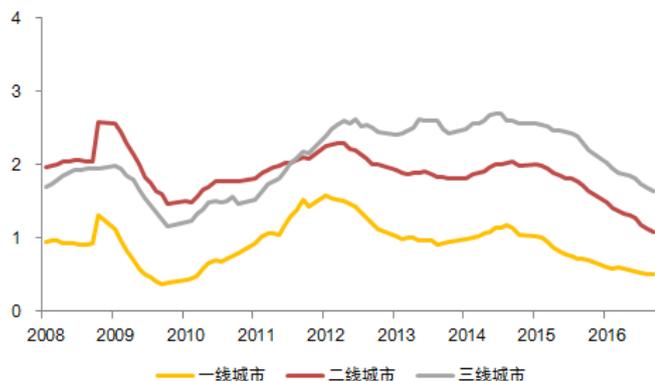


来源：wind、中泰证券研究所

- **地产投资短期无忧：**2015 年底以来房地产的销售和投资出现严重背离，意味着库存环境的持续改善。以 2009-10 和 2013-14 两轮地产调控周期为例：2009 年当时的潜在库销比为 1.4，虽然销售面积累

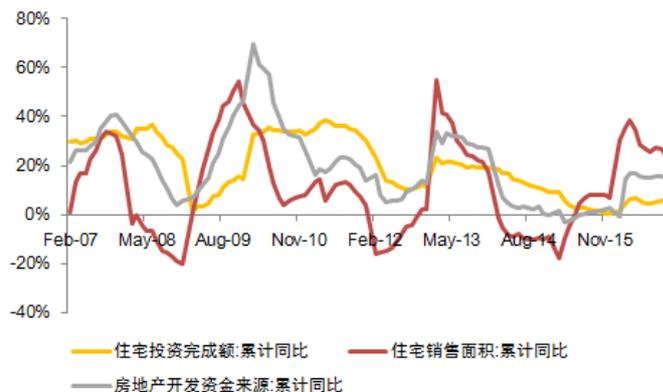
计增速由 09 年底 54.4% 下降至 12 年初的 -16%，然而期间投资完成额增速却由 14.2% 攀升至 35.7%，其后近两年时间维持 30% 以上增速；2013-14 年调控周期，当时 2012 年底潜在库销比为 2，2013 年初住宅销售开始大幅下滑，几乎与此同时投资开始拐头向下，下滑趋势一直延续到 2015 年底。反观 2016 年，调控政策由年初的一线城市开始向二三线城市蔓延，销售增速由 16 年 4 月的 38.8% 下降至 24.5%，16 年潜在库销比为 1.5，最新动态库销比仅有 1.3，低于 2009 年水平，因此我们判断虽然 2017 年地产销售受基数效应整体会呈下滑趋势，但是对投资端的扰动并不会太大，预计 2017 年房地产投资完成额增速为 8% 左右；

图表 22：一二三线城市潜在库销比



来源：中泰证券研究所

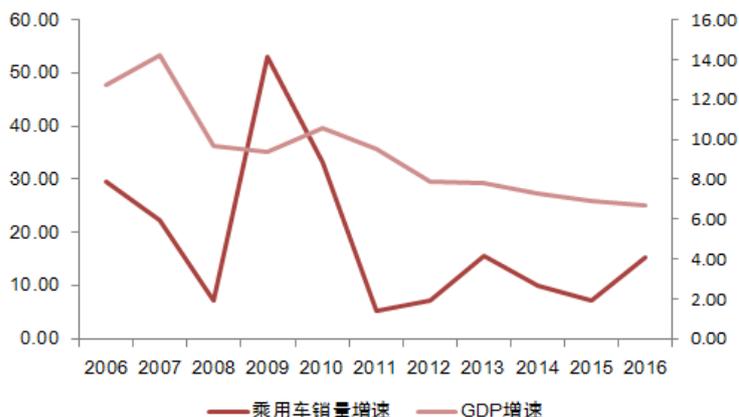
图表 23：地产销售和投资关系



来源：中泰证券研究所

- **汽车行业：乘用车销量企稳，工程机械强势复苏。**从乘用车角度来讲，今年销量增速预计难以维持去年的水平，销量预计和去年大致持平。工程机械受基建持续回暖影响，预计产销量将会出现大幅度提升。
  - 乘用车：从近几年的乘用车销量来看，影响乘用车发展的主要影响因素是经济的增长。在 2014、2015 年经济持续下行的背景下，汽车销量增速持续下降。2016 年在购置税减半的刺激下，全年乘用车累计销量同比大幅增长 15.28%。目前财政部已经出台“将减征 1.6 升及以下小排量乘用车购置税的政策延长至 2017 年底，减按 7.5% 征收”的政策，从政策面上依旧支持乘用车产业特别是小排量汽车的发展。但考虑到优惠幅度不及 2016 年，估计今年乘用车销量增速很难达到去年同期水平，预测今年乘用车销量大致与去年持平；

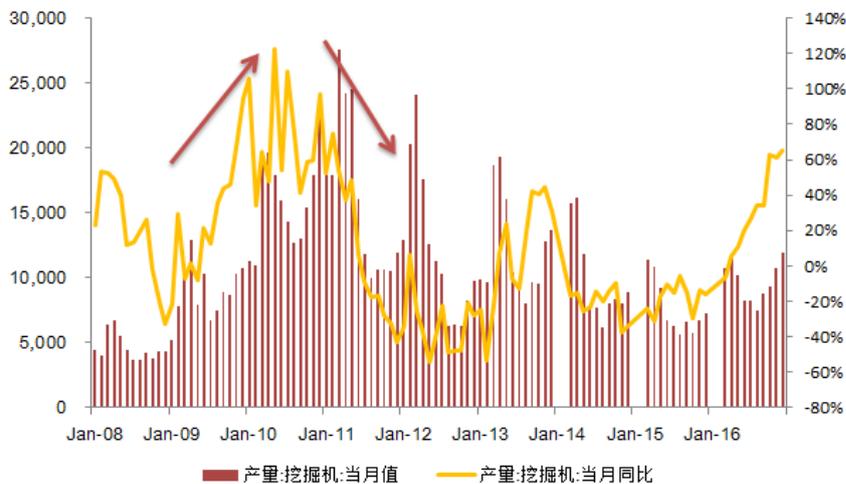
图表 24：汽车销量增速与 GDP 增速正相关



来源：中泰证券研究所

- **工程机械：**从前文分析看，今年依旧是基建大年，去年海外新签对外承包工程订单大幅增长，以上两点决定了今年商用车强势复苏概率较大。另外，旧设备的淘汰也不容忽视。08年四万亿投资计划的实施导致工程机械设备产量的剧增，工程机械的淘汰周期大致在8-10年，2017年大量工程机械设备开始进入报废和更新换代时期。目前工程机械行业市场保有量在700多万台，而老旧设备占比超过1/3，约有240万台左右面临淘汰。环保部于2016年4月对工程机械国三实施的强制排放标准，无疑也将会加速老化机械设备的淘汰；

**图表 25：工程机械进入设备淘汰期**



来源：中泰证券研究所

- **下游实际板材需求测算：**我们根据中泰证券钢铁下游各行业研究团队对2017年的预判，中性假设汇总测算出2017年钢铁国内需求量7.31亿吨，同比增长3.3%，其中建筑业需求4.21亿吨，机械1.45亿吨，汽车0.61亿吨。2017年预计钢铁需求总量较上年增加2344万吨，其中，板材需求量增量为935万吨；

**图表 26：钢材下游需求测算**

(单位:万吨)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E-悲观	2017E-中性	2017E-乐观
建筑	32533	35767	38801	41299	41881	40043	40844	41661	42069	43294
机械	11916	12601	13242	13858	14503	14058	14117	14329	14470	14541
汽车	4870	5039	5181	5534	5638	5551	5829	6062	6120	6149
造船	2533	2791	2767	2450	2420	1950	1599	1519	1583	1615
能源	1835	1880	1921	2012	2091	2027	2028	2048	2069	2089
家电	1973	2092	2302	2553	2603	2551	2597	2623	2649	2675
交通	1883	1966	2092	2283	2300	2215	2248	2360	2383	2405
其他	2432	2743	3138	3575	2961	2072	1537	1552	1800	1908
<b>需求合计</b>	<b>59975</b>	<b>64878</b>	<b>69443</b>	<b>73564</b>	<b>74397</b>	<b>70467</b>	<b>70798</b>	<b>72154</b>	<b>73142</b>	<b>74676</b>
YOY	11.7%	8.2%	7.0%	5.9%	1.1%	-5.3%	0.5%	1.9%	3.3%	5.5%
建筑		9.9%	8.5%	6.4%	1.4%	-4.4%	2.0%	2.0%	3.0%	6.0%
机械		5.7%	5.1%	4.6%	4.7%	-3.1%	0.4%	1.5%	2.5%	3.0%
汽车		3.5%	2.8%	6.8%	1.9%	-1.5%	5.0%	4.0%	5.0%	5.5%
造船		10.2%	-0.9%	-11.5%	-1.2%	-19.4%	-18.0%	-5.0%	-1.0%	1.0%
能源		2.4%	2.2%	4.7%	3.9%	-3.1%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
家电		6.0%	10.0%	10.9%	2.0%	-2.0%	1.8%	1.0%	2.0%	3.0%
交通		4.4%	6.4%	9.1%	0.7%	-3.7%	1.5%	5.0%	6.0%	7.0%
其他		12.8%	14.4%	13.9%	-17.2%	-30.0%	-25.8%	1.0%	17.1%	24.2%

来源: 中泰证券研究所

- 小结:** 经过以上计算, 即使不考虑行业产能自然淘汰部分, 2017 年预计板材新增产能 696 万吨仍然小于新增需求 935 万吨, 板材行业产能利用率继续好转。如果再考虑到板材设备报废产能和今年供给侧改革去掉在产产能 1575 万吨, 板材行业产能利用率还将进一步提高, 经测算今年板材产能利用率将上升至 83%。

## 费用控制能力与股价弹性兼备

### 紧邻钢材消费市场

- 消费市场广阔, 交通便利。** 公司坐落于江西新余, 位于华中腹地, 毗邻经济发达的长三角和珠三角地区, 钢铁消费市场巨大。同时, 新余交通运输极为便利。浙赣铁路横贯东西, 京九铁路傍市而过, 赣粤、沪瑞、武吉三条高速公路和四条省道在新余交汇, 构建了新余与“长珠闽”对接的 5 小时经济圈。发达的交通路网为钢材的运输提供了便利;

图表 27: 公司地理位置优越



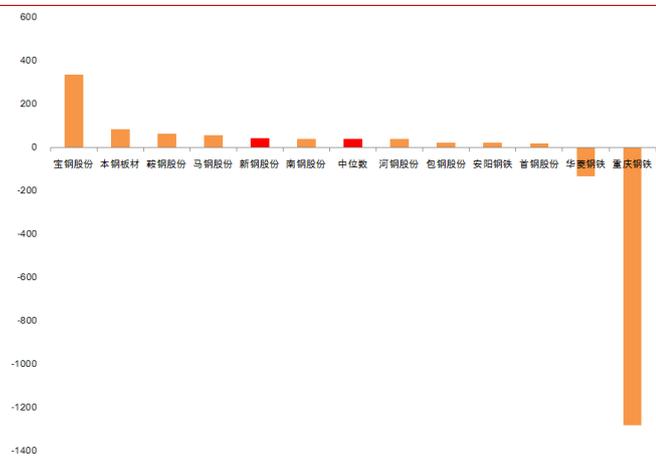
来源: 中泰证券研究所

- **靠近东部沿海港口，水运便捷。**国内钢厂所需原材料铁矿石主要依靠进口解决，距离港口的距离成为影响原材料成本的重要因素。公司位置靠近东部沿海，与上海、宁波等大型港口相距不远，矿石运输成本较部分内陆钢企优势明显。

**期间费用低**

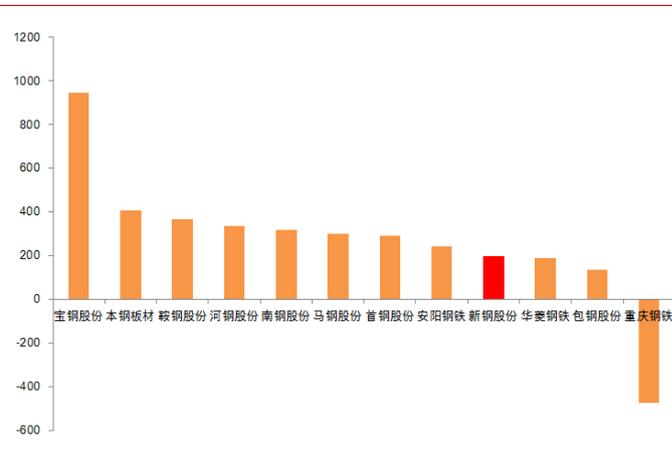
- **吨钢净利位居前列：**公司吨钢净利润在 12 家板材上市钢企中位居前列。2016 年度，公司吨钢盈利为 59 元/吨，位列板材企业第 5 名，较板材企业盈利中位数高 12.8%。但从吨钢毛利方面，公司在板材行业竞争中处于较为不利的地位。公司吨钢毛利 197.72 元/吨，比吨钢毛利行业中位置低 95.57 元。造成公司吨钢毛利较低而吨钢净利较高的原因是公司吨钢成本相对较高，而期间费用控制的较好；

**图表 28：吨钢净利**



来源：wind、中泰证券研究所

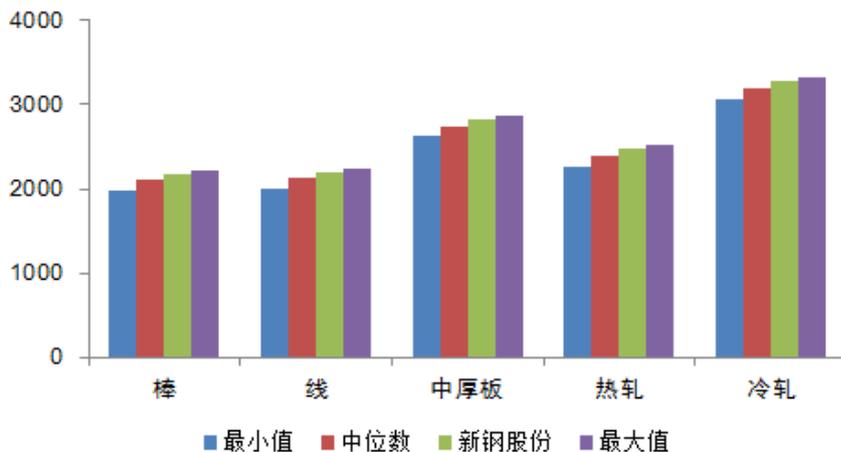
**图表 29：吨钢毛利**



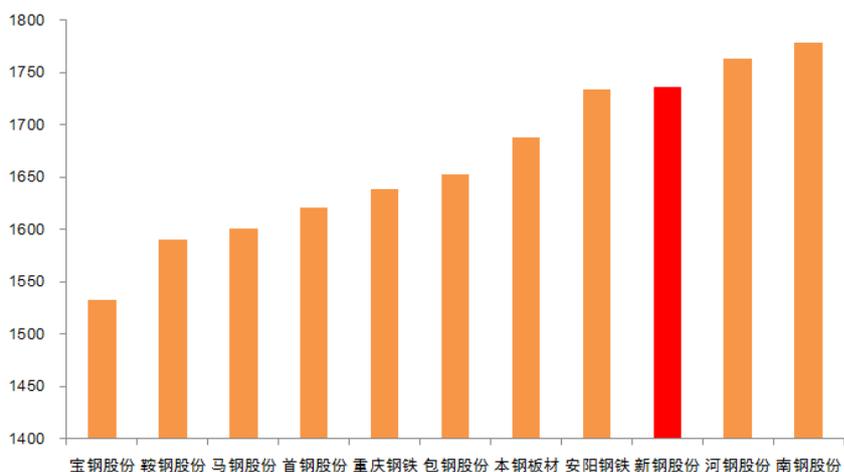
来源：wind、中泰证券研究所

- **吨钢成本有进一步下降空间。**公司在棒、线、中厚板、热轧、冷轧各个产品方面均高于板材行业平均水平 2%-4% 之间，但公司仍有降低成本的空间。(1) **吨钢原燃料成本：**2015 年新钢股份吨钢原燃料成本在板材行业中处于较高水平，吨钢原燃料成本 1736.46 元/吨，比行业中位数高 1685.54 高 3%。造成公司原燃料成本高的主要原因是：公司相对地处内陆，而铁路运输成本比水路运输成本高很多。更主要的原因是，2016 年之前公司自行发电比例偏低，每年需外购电量 23.75 亿度，自发电比例仅占总用电 38%，受电网结构局限，只能采用多台小规模、技术较落后的中温中压煤气发电机组进行发电，大大落后于行业自发电量 80% 的先进水平。然而，随着 2016 年公司定增投资高效发电项目，公司燃料成本有望较大幅度降低。(2) **吨钢人工成本：**2015 年公司人工成本为 136.51 元/吨，在全行业中处于中游水平。进一步分析公司人工效率(人均产钢量)，依旧处于行业中游水平。由以上两指标看出公司人工控制能力还有很大提升空间。作为江西省钢铁行业龙头国企，有望在江西省国企改革进程中，进一步淘汰落后产能，压缩人工成本；

**图表 30：各产品吨钢成本在板材企业中偏高**



来源：中泰证券研究所

**图表 31：吨钢原燃料成本在板材企业中偏高**


来源：中泰证券研究所

**图表 32：吨钢人工成本处于行业中游**

公司名称	吨钢人工成本	公司名称	吨钢人工成本
宝钢股份	1353.33	首钢股份	136.22
抚顺特钢	803.53	凌钢股份	115.19
重庆钢铁	799.28	柳钢股份	114.20
包钢股份	336.64	南钢股份	113.62
太钢不锈	325.03	*ST八钢	98.52
杭钢股份	307.10	三钢闽光	91.92
马钢股份	252.59	华菱钢铁	90.28
大冶特钢	240.03	*ST韶钢	77.32
西宁特钢	205.35	山东钢铁	61.23
本钢板材	193.87	酒钢宏兴	28.24
新钢股份	136.51	安阳钢铁	28.14

来源：中泰证券研究所

**图表 33：人均钢产量处于行业中游**

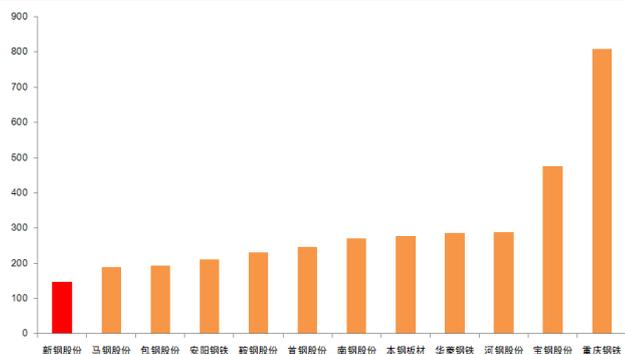
公司名称	人均钢产量	公司名称	人均钢产量
南钢股份	666.10	新钢股份	389.87
*ST八钢	628.79	马钢股份	334.31
首钢股份	623.57	山东钢铁	330.91
宝钢股份	585.35	杭钢股份	318.78
*ST韶钢	566.87	太钢不锈	316.54
柳钢股份	565.98	酒钢宏兴	292.16
三钢闽光	495.71	重庆钢铁	279.64
凌钢股份	459.19	大冶特钢	276.23
华菱钢铁	456.59	包钢股份	242.73
安阳钢铁	425.53	西宁特钢	100.34
本钢板材	412.47	抚顺特钢	42.85

来源：中泰证券研究所

- **期间费用控制能力强大：**公司期间费用（财务费用、管理费用、销售费用）控制能力在板材企业中位居首位。公司仍进一步完善仓库前移、工

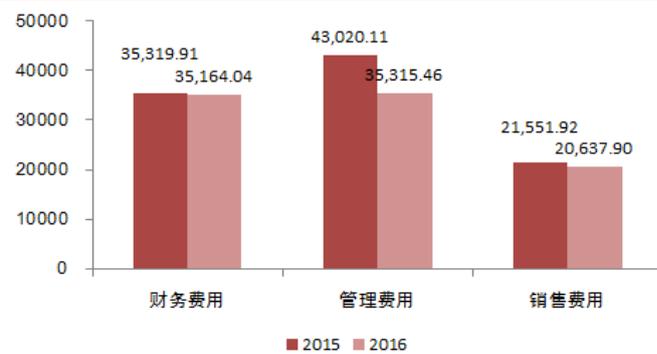
程配送、授权代理等营销模式。加大物流降本力度，严格各项期间费用管理，管理费用、销售费用同比均下降明显。2016 年前三季度与 2015 年同期相比，分别下降 17.9%，4.2%。财务费用降低幅度不明显，随着 2016 年公司定增偿债，公司有望进一步降低财务费用。公司较为出色的期间费用控制能力使得公司在吨钢毛利水平一般的情况下依然获得较高的吨钢净利；

图表 34：期间控制费用能力强大



来源：wind、中泰证券研究所

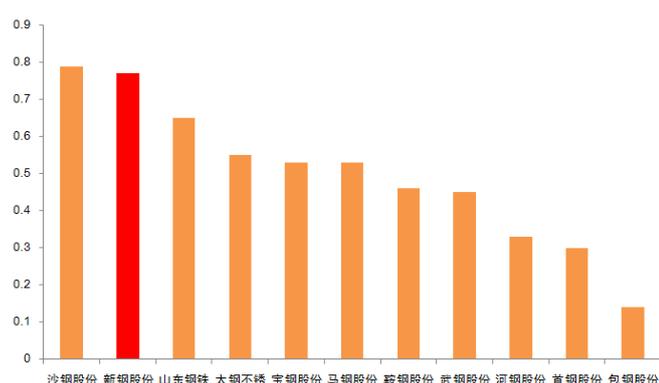
图表 35：期间费用仍在不断降低



来源：wind

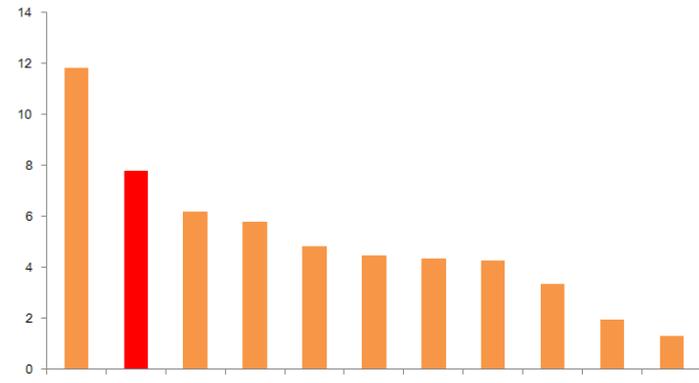
- **重视订单管理, 存货周转率高。**经营能力代表了企业的资产管理效率，这里我们选取存货周转率和总资产周转率来衡量企业的经营能力。公司在产品销售上，一是重视订单组织，二是积极开拓市场，汽车用钢成功打入整车制造及配套企业；三是产品出口力度进一步加大。大力压缩和控制存货资金和降低在外贷款占用，加快资金周转，提高资金使用效率。2016 年前三季度公司存货周转率和总资产周转率分别达到 7.79 次和 0.77 次，与市值最大的十家钢铁企业相比处于领先地位。较高的周转率表明公司具备较高的资产管理效率；

图表 36：总资产周转率领先



来源：wind

图表 37：存货周转率领先



来源：wind

### 吨钢市值小

- **吨钢市值小, 股价弹性大。**公司股票价格弹性大，是基本面改善条件下较好的投资标的。在钢铁行业判断一个钢铁公司股票价值常用的一个指标是：吨钢市值。吨钢市值反应的实质意义在于：做一个同类钢铁企业，

生产一吨钢的投资重置成本。吨钢市值越小，证明公司价值被低估概率越大，公司股价弹性越大。目前吨钢市值仅 1323.44 元/吨，在全行业位列第 3，一旦板块行情出现起色，公司股价表现值得期待；

**图表 38：公司吨钢市值小**

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	钢材产量(万吨)	吨钢市值(万元)
600569.SH	安阳钢铁	71	846	0.08
601003.SH	柳钢股份	124	1140	0.11
600782.SH	新钢股份	108	840	0.13
600808.SH	马钢股份	282	1917	0.15
600231.SH	凌钢股份	86	523	0.16
000709.SZ	河钢股份	460	2787	0.16
600581.SH	八一钢铁	85	600	0.17
600282.SH	南钢股份	153	900	0.17
000761.SZ	本钢板材	156	918	0.17
000898.SZ	鞍钢股份	417	2150	0.19
000717.SZ	韶钢松山	123	530	0.23
000959.SZ	首钢股份	393	1611	0.24
000825.SZ	太钢不锈	256	1050	0.24
600022.SH	山东钢铁	233	811	0.29
002110.SZ	三钢闽光	182	625	0.29
600307.SH	酒钢宏兴	185	560	0.33
600507.SH	方大特钢	119	357	0.33
600019.SH	宝钢股份	1545	4619	0.33
600117.SH	西宁特钢	54	132	0.41
600126.SH	杭钢股份	184	437	0.42
000708.SZ	大冶特钢	53	114	0.46
000778.SZ	新兴铸管	273	500	0.55
600010.SH	包钢股份	1021	1280	0.80
002075.SZ	沙钢股份	356	297	1.20
600399.SH	抚顺特钢	84	62	1.37

来源：中泰证券研究所

## 定增煤电项目+偿债，未来业绩可期

### 定增煤电项目，降本节能

- 定增概况：**非公开发行股票数量为不超过 5.66 亿股，发行价格不低于 3.11 元/股，募集资金总额不超过 17.6 亿元。在扣除发行费用后将全部用于如下项目：（1）煤气综合利用高效发电项目（简称“煤电项目”）；（2）偿还银行贷款。其中煤电项目募集资金 12.6 亿元，偿还贷款项目募集资金 5 亿元。目前，该方案已经通过董事会审议通过，尚需股东大会以及证监会核准；
- 自身发电比例低。**新钢股份除自发电外，每年需外购电量 23.75 亿度，自发电比例仅占总用电 38%，受电网结构局限，目前只能采用多台小规模、技术较落后的中温中压煤气发电机组，自发电比例大大落后于行业自发电量 80% 的先进水平。若采用新型煤气发电技术即高温超高压发电机组，其能耗约为 3Nm<sup>3</sup>/kwh（折合高炉煤气），有效的提高了能源利用率，为高效利用二次能源提供了非常有利的条件。公司拟使用本次非公开发行部分募集资金投资建设 3×93MW 高温超高压煤气发电机组

及外配套项目。项目建设期 2 年；

**图表 39：煤气发电费用**

序号	工程名称或费用	计划投资额	占总投资比例
1	建筑费	18342.76	14.52
2	设备购置费	59766.71	47.32
3	安装费	34348.20	27.2
4	其他费用	13845.33	10.96
合计		126303.00	100

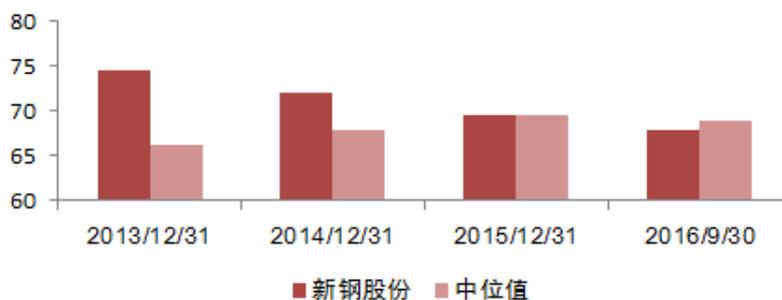
来源：公司公告

- 经济与环境效益双赢。**（1）经济效益：本募投项目建成达产后，公司年均减少外购用电成本约 3.76 亿元，相当于减少吨钢成本 45 元，经济效益指标较好，全部投资财务内部收益率（税后）为 19.98%，投资回收期为 6.17 年（税后含建设期）。各指标远高于行业基准内部收益率，表明该项目具有较好的资金盈利能力和投资回收能力。（2）环境效益：根据国家关于“环境保护”和“职业卫生”必须与主体项目实现“三同时”，“三废”排放必须达到国家标准规定指标的强制性规定，利用原本直接燃烧排放的低热值高炉煤气发电，相应减少了温室气体、SO<sub>2</sub>、粉尘等大气污染物的排放量，可取得明显的环保效益及社会效益。

#### 定增偿债，优化资本结构及偿债能力

- 加速资产负债表修复，优化公司的资本结构。**近年来，公司根据战略发展规划，持续进行了技术改造与装备升级，固定资产投入金额较大。为满足公司流动资金及项目建设资金需要，以股权融资的方式替代部分债务融资的方式，公司的债务规模和资产负债率将有所下降。截止至 2016 年三季度，公司资产负债率水平已经降低至行业平均水平，若公司顺利实现本次定增，公司的资产负债率将由目前的 68% 降低至 63%，远低于行业平均水平，资产负债表得到进一步修复。从短期负债角度来看，公司的流动比率和速动比率均远高于行业平均水平，2016 前三季度公司流动比率、速动比率分别为 0.86, 0.64，远高于行业均值 0.78, 0.36。较高的流动比率和速动比率意味着公司较小的短期偿债压力，有利于公司的平稳经营；

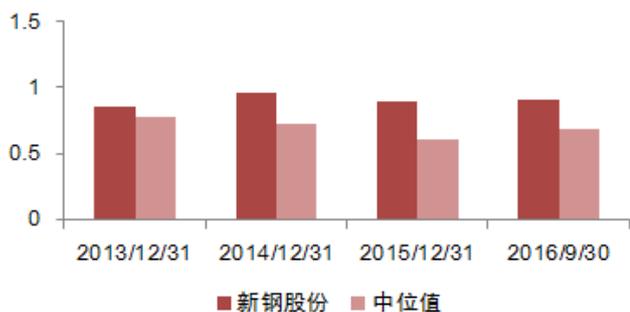
**图表 40：资产负债率 (%)**



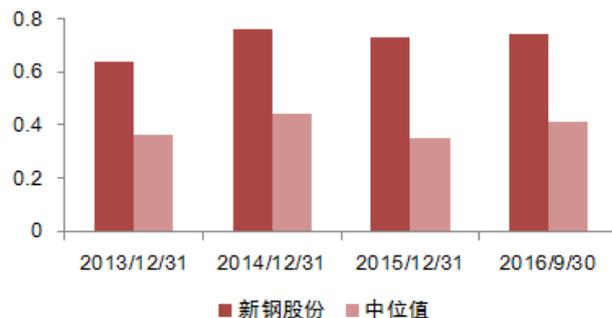
来源：wind

**图表 41：流动比率高于行业平均水平**

**图表 42：速动比率高于行业平均水平**



来源: wind



来源: wind

- 减少财务费用，提升公司的盈利能力。**2013 年度、2014 年度、2015 年度、2016 年前三季度公司财务费用分别为 44,621.40 万元、44,848.67 万元、46,163.50 万元和 35164.04 万元。公司使用 50,000 万元本次募集资金偿还部分银行借款，并以一年期银行贷款基准利率 4.35% 进行测算，公司每年可减少利息费用约 2,175 万元，从而可以在一定程度上提升公司的利润水平。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

- 我们对公司主要产品销量、单价、销售收入、销售成本的假设及预测如下表，并预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 9.81 亿元、10.89 亿元、11.43 亿元，增速分别为 95%、11%、5%。对应 EPS 分别为 0.35、0.39、0.41 元。

**图表 43：主要产品销量、单价、吨钢毛利预测**

产品分类		2014	2015	2016	2017E	2018E
销量(万吨)	螺纹钢及圆钢	146	182	165	170	170
	线材	61	47	55	55	55
	厚板	121	119	124	120	120
	中板	126	108	125	120	120
	热轧卷板	225	226	245	250	255
	冷轧卷板	128	128	132	135	140
	金属制品	30	27	30	28	28
单价(元/吨)	螺纹钢及圆钢	2677	1845	2800	3300	3300
	线材	2784	2014	2800	3100	3100
	厚板	3088	2302	2700	3500	3500
	中板	3954	2284	2700	3500	3500
	热轧卷板	2975	2028	3150	3600	3600
	冷轧卷板	2977	2230	3600	4100	4100
	金属制品	4046	3260	3400	3350	3400
吨钢毛利(元/吨)	螺纹钢及圆钢	170	128	170	290	290
	线材	223	57	170	290	290
	厚板	200	30	100	100	100
	中板	280	81	100	100	100
	热轧卷板	250	25	280	360	360
	冷轧卷板	310	126	300	380	380
	金属制品	244	245	300	300	300

来源: 中泰证券研究所

**投资建议**

- 公司作为江西省内唯一的国有上市钢企，钢产量居于省内前二，具有一定区域溢价优势。当前行业供需格局向好是公司业绩持续改善的最大助力，其板材盈利能力有望获得继续上修空间。未来随着定增煤电以及偿债项目的推进，将进一步改善公司财务状况及资本结构，提升公司抵御风险能力。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.35 元、0.39 元以及 0.41 元，维持“增持”评级；

**图表 44：财务预测**
**损益表（人民币百万元）**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	32,370	25,371	30,461	38,755	40,369	41,003
增长率	-3.98%	-21.6%	20.1%	27.2%	4.2%	1.6%
销货成本	-28,628	-23,218	-27,392	-35,317	-36,906	-37,509
%收入	88.4%	91.5%	89.9%	91.1%	91.4%	91.5%
毛利	3,743	2,153	3,069	3,438	3,463	3,494
%收入	11.6%	8.5%	10.1%	8.9%	8.6%	8.5%
销售及行政费用	-1,471	-880	-898	-1,313	-1,314	-1,332
%收入	4.5%	3.5%	2.9%	3.4%	3.3%	3.2%
EBITDA	2,271	1,272	2,171	2,125	2,149	2,162
%收入	7.0%	5.0%	7.1%	5.5%	5.3%	5.3%
折旧与摊销	-1,403	-1,285	-1,124	-1,091	-1,064	-1,009
%收入	4.3%	5.1%	3.7%	2.8%	2.6%	2.5%
EBIT	868	-13	1,047	1,033	1,085	1,153
%收入	2.7%	-0.1%	3.4%	2.7%	2.7%	2.8%
利息费用	-448	-462	-476	-398	-352	-306
投资收益	-3	444	21	158	160	136
税前经营收益	417	-30	591	793	893	983
%收入	1.3%	-0.1%	1.9%	2.0%	2.2%	2.4%
其他非经营收益	49	61	23	39	34	41
税前利润	466	31	614	832	927	1,024
%收入	1.4%	0.1%	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%
所得税	-38	24	-102	133	141	104
所得税率	8.1%	-76.6%	16.5%	-15.9%	-15.2%	-10.2%
少数股东损益	22	-6	10	-16	-21	-15
归属于普通股股东净利润	406	61	503	981	1,089	1,143
净利率	1.3%	0.2%	1.7%	2.5%	2.7%	2.8%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	428	54	513	965	1,068	1,128
少数股东损益	0	0	0	-16	-21	-15
非现金支出	1,434	1,298	1,141	1,142	1,126	1,064
非经营收益	1,020	326	716	182	93	117
营运资金变动	218	370	-1,211	323	-61	-214
经营活动现金净额	3,100	2,048	1,159	2,596	2,205	2,080
资本开支	252	215	73	1,705	-486	1,076
投资	-12	-379	334	-3	-1	0
其他	18	62	104	159	160	136
投资活动现金净额	-246	-532	365	-1,549	645	-939
股权募资	5	0	0	0	0	0
债权募资	-208	-2,102	-2,458	-44	-1,723	39
其他	-918	-841	-730	-415	-421	-323
筹资活动现金净额	-1,121	-2,944	-3,188	-458	-2,144	-284
现金净流量	1,734	-1,428	-1,664	589	706	857

**资产负债表（人民币百万元）**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	8,550	5,085	3,026	3,632	4,358	5,230
应收款项	3,954	2,860	5,093	5,134	5,444	5,587
存货	3,526	2,617	3,524	4,274	4,385	4,423
其他流动资产	452	4,355	4,948	4,969	4,998	5,008
流动资产合计	16,481	14,917	16,591	18,009	19,185	20,246
%总资产	54.0%	52.8%	56.8%	57.6%	62.1%	63.1%
长期投资	263	231	201	245	235	254
固定资产	12,166	11,774	11,166	11,778	10,332	10,452
无形资产	1,174	871	879	877	817	786
非流动资产合计	14,014	13,309	12,595	13,248	11,733	11,840
%总资产	46.0%	47.2%	43.2%	42.4%	37.9%	36.9%
资产总计	30,495	28,226	29,186	31,258	30,918	32,087
短期借款	7,970	7,854	6,769	7,435	5,508	7,180
应付款项	6,549	6,732	9,260	10,248	10,574	10,514
其他流动负债	2,602	2,270	2,101	2,300	2,307	2,343
流动负债	17,122	16,855	18,130	19,983	18,388	20,037
长期贷款	1,953	859	0	0	500	500
其他长期负债	2,873	1,946	1,980	1,291	977	-630
负债	21,947	19,661	20,110	21,273	19,866	19,906
普通股股东权益	8,039	8,104	8,574	9,499	10,588	11,730
少数股东权益	510	462	502	486	465	450
负债股东权益合计	30,495	28,226	29,186	31,258	30,918	32,087

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.292	0.043	0.180	0.352	0.391	0.410
每股净资产(元)	5.769	5.815	3.076	3.408	3.799	4.209
每股经营现金净额(元)	2.225	1.470	0.416	0.937	0.799	0.752
每股股利(元)	0.000	0.000	0.020	0.020	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.06%	0.75%	5.87%	10.33%	10.28%	9.74%
总资产收益率	1.33%	0.21%	1.72%	3.14%	3.52%	3.56%
投入资本收益率	6.57%	-0.17%	6.14%	8.45%	9.56%	9.47%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.98%	-21.62%	20.06%	27.23%	4.16%	1.57%
EBIT增长率	28.25%	-101.48%	8270.47%	-1.29%	4.99%	6.30%
净利润增长率	270.83%	-85.10%	730.46%	95.04%	11.01%	4.94%
总资产增长率	-3.92%	-7.44%	3.40%	7.10%	-1.09%	3.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.1	23.2	25.5	23.5	24.1	24.2
存货周转天数	47.7	45.8	39.3	42.8	42.2	41.9
应付账款周转天数	54.9	59.3	51.4	54.6	54.3	54.0
固定资产周转天数	139.6	167.8	134.0	96.3	79.4	65.5
偿债能力						
净负债/股东权益	45.16%	60.98%	58.81%	44.04%	20.31%	11.89%
EBIT利息保障倍数	5.1	2.8	4.6	5.2	5.9	6.7

来源：中泰证券研究所

**风险提示**

- 利率上行过快对钢铁需求形成压制；公司定增项目进度不及预期。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。