

受益于行业和公司治理双重改善，估值优势显著

公司动态

◆**顺势回归钢铁主业，湖南高钢价对业绩有支撑。**2017年6月*ST华菱公告称公司将终止重大资产重组，停止转型金融等其他行业，重新回归钢铁主业。主要原因是2016年以来钢价逐步上涨，目前公司钢铁主业盈利可观，而拟置入的金融等资产则亏损。*ST华菱所在的湖南省的钢价水平高于全国，对公司业绩也有支撑。

◆**板材产品占比近半，汽车板后劲十足。**2016年公司板材产品营收占比为48%，毛利占比为49%；长材产品营收占比为23%，毛利占比为34%。板材是公司最主要的钢铁产品。其中汽车板产品前景可期，汽车板子公司在2016年12月已经实现了单月盈利，未来有望贡献可观利润。

◆**上半年盈利有望高达10亿元，Q2盈利历史第二高。**公司预估2017年上半年归母净利润高达9亿元-10亿元。公司Q2单季度实现归母净利润5.92亿元-6.92亿元，环比上涨92%-125%，Q2单季度ROE为6.13%-7.17%，假设全年能保持Q2盈利水平则公司PE仅为5.6倍-6.5倍，估值显著偏低。Q2盈利是公司上市以来单季盈利第二高，这在板材价格走势较疲弱的二季度尤为可贵。

◆**治理结构逐步改善，专注生产经营盈利。**目前母公司华菱集团已经对旗下多家钢铁子公司拥有统一管理权，避免了此前因管理关系不明确而导致的管理混乱、同业竞争等问题。2016年8月安赛乐米塔尔告别*ST华菱第二大股东身份，规避了之前中、外双方股东在公司协同管理方面存在的一些分歧和额外管理成本。公司专注于钢铁行业生产经营，扩大盈利。

◆**回归钢铁估值偏低，首次覆盖给予增持评级。**在目前已经发布半年业绩预增公告的上市钢企中，以Q2盈利水平估算*ST华菱是PE估值最低的钢铁股，此外公司也是吨钢市值较低的钢铁股之一。重回钢铁主业的*ST华菱目前估值水平在钢铁股中处于偏低水平。我们预计公司2017年-2019年EPS分别是0.67元、0.66元、0.73元，给予9倍PE估值，六个月目标价6.03元，我们首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险提示：**钢价波动风险；公司治理不及预期风险；公司终止重组进程不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	41,406	49,811	72,609	79,869	87,856
营业收入增长率	-25.53%	20.30%	45.77%	10.00%	10.00%
净利润(百万元)	-2,959	-1,055	2,017	1,999	2,191
净利润增长率	-4064.60%	-	-	-0.86%	9.57%
EPS(元)	-0.98	-0.35	0.67	0.66	0.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	-40.67%	-16.91%	24.43%	19.50%	17.60%
P/E	-	-	8	8	7

增持(首次)

当前价/目标价: 5.30/6.03元

目标期限: 6个月

分析师

王招华 (执业证书编号: S0930515050001)

021-22167202

wangzh@ebscn.com

市场数据

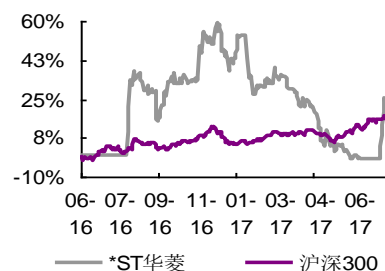
总股本(亿股): 30.16

总市值(亿元): 154.40

一年最低/最高(元): 3.83/6.49

近3月换手率: 40.33%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	28.34	8.37	13.53
绝对	31.67	16.35	29.60

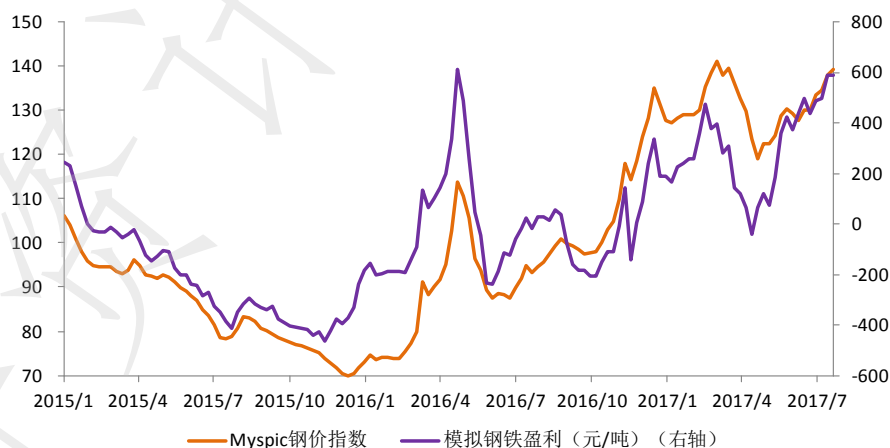
1、顺势回归钢铁主业，湖南高钢价对业绩有支撑

2017年6月30日，*ST华菱发布公告，称公司将终止重大资产重组，预计8月份召开股东大会表决。我们估计公司表决通过的可能性非常大。

此前，*ST华菱从2016年4月起，原本拟将钢铁主业置出到母公司华菱集团，并置入华菱集团的旗下能源、金融等资产，从而实现剥离钢铁主业，向金融等其他行业转型。本次重组终止，意味着公司停止了转型策略，重新回归钢铁主业。

*ST华菱之所以回归钢铁主业，主要原因是近期钢铁行业经历了供给侧改革等利好，整体呈现了欣欣向荣的趋势。2016年以来，钢价呈现逐步上涨的态势，Myspic国内钢价综合指数目前处于近三年来的最高点。我们模拟的钢铁产品盈利（仅反映涨跌趋势，绝对值无参考意义）也相应好转，目前也处于高位水平。

图 1：2016 年以来钢价和钢铁盈利逐步向好



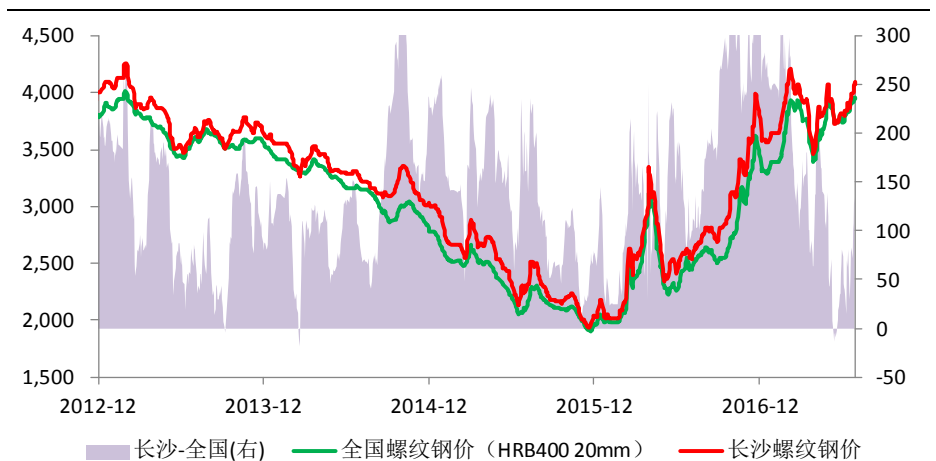
资料来源：Mysteel、Wind、光大证券研究所

与此同时，*ST华菱公告显示，原本拟置入的金融资产今年已出现亏损，继续置入不利于保护公司和投资者利益。鉴于拟置出的钢铁资产业绩已大幅改善，提质增效和结构调整取得积极进展，终止重组更有利于保护公司和投资者利益；终止重组后，拟置出的钢铁资产继续保留在公司。

*ST华菱位于湖南省，主要市场也是以湖南省及周边地区为主。我们统计对比湖南地区螺纹钢价，可以看到长沙螺纹钢价在绝大多数时候都是高于全国螺纹钢价的，最高差值高达300元/吨以上。近期由于全国螺纹钢整体上涨，差值有所缩减，截止目前长沙螺纹钢价仍高于全国价128元/吨。

因此，湖南省及周边市场较高的钢价，可以进一步支撑*ST华菱的销售价格和产品盈利。*ST华菱在今年选择回归钢铁主业是顺应市场趋势的选择，我们看好公司业绩前景。

图 2：长沙螺纹钢价大多数时候高于全国（元/吨）



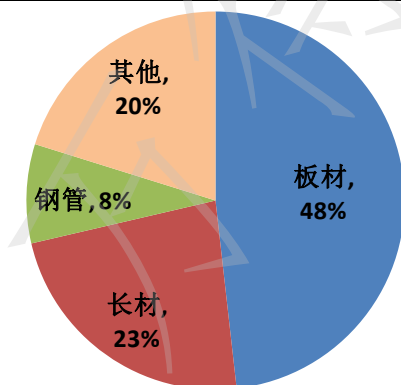
资料来源：Wind、光大证券研究所

2、板材产品占比近半，汽车板后劲十足

*ST 华菱的钢铁产品以板材为主。2016 年，公司实现营收 500 亿元，毛利 33.44 亿元。其中，板材产品实现营收为 241 亿元，占比为 48%；板材产品实现毛利为 17.37 亿元，占比为 49%。

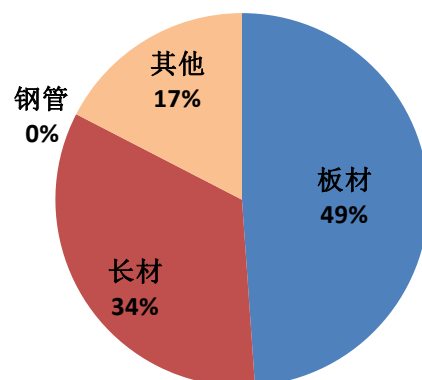
除板材外，*ST 华菱的主要钢铁产品还有长材和钢管，其中 2016 年长材产品营收占比为 23%，毛利占比为 34%，同样为公司贡献了可观的业绩。而钢管产品营收占比仅为 8%，毛利为负，目前的经营和盈利状况不佳，并未占据公司主力产品地位。

图 3：*ST 华菱 2016 年营业收入分布



资料来源：公司财报

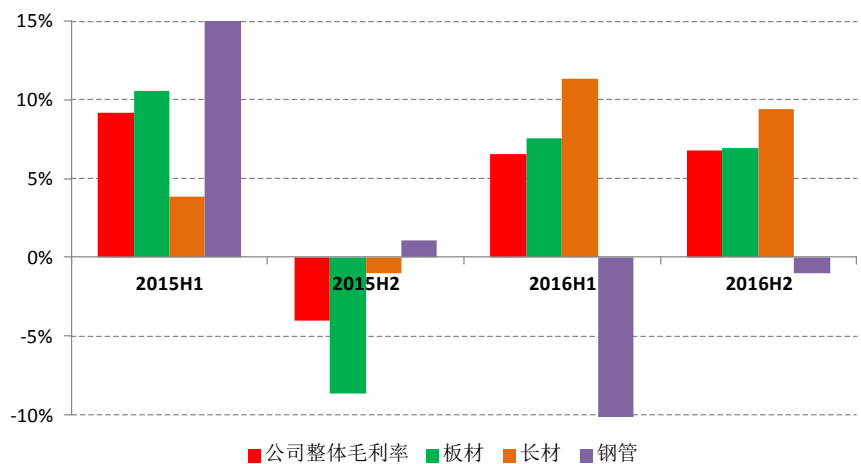
图 4：*ST 华菱 2016 年毛利分布



资料来源：公司财报

从毛利率水平上来看，2016 年 *ST 华菱的长材、板材产品的毛利率较 2015 年均有了显著改善，其中长材产品毛利率更佳。2016 年下半年，公司整体毛利率为 6.8%，其中板材产品毛利率为 6.9%，长材产品毛利率为 9.4%。而钢管产品近期则呈现亏损，2016 下半年的毛利率为 -1%。

图 5：近期*ST 华菱各产品毛利率水平



资料来源：公司财报、光大证券研究所

值得一提的是*ST 华菱的汽车板产品。*ST 华菱与安赛乐米塔尔合资的华菱安赛乐米塔尔 (VAMA) 汽车板有限公司于 2014 年 6 月正式投产，*ST 华菱持股 51%，安赛乐米塔尔公司持股 49%。该汽车板公司聚焦于生产中高端汽车板，产品覆盖了整个先进汽车板系列。

VAMA 汽车板公司尚处于投产初期，2015 年净利润为-5.64 亿元，2016 年净利润为-3.84 亿元，但 2016 年 12 月已经实现了单月盈利，未来有望贡献可观利润。

在未来，汽车产业升级是趋势，对高强度、轻量化、节能减排汽车用钢的需求还将大幅增加。华菱钢铁的汽车板公司产品主要定位于中高端汽车板，可以满足汽车行业内更高的安全、轻量、抗腐蚀和减排要求，有良好的市场前景。我们看好公司汽车板将在未来表现出强劲的后段发力，提升公司整体竞争力。

3、上半年盈利有望高达 10 亿元，Q2 盈利历史第二高

在钢铁行业整体向好的背景下，*ST 华菱的钢铁主业近期盈利非常可观，这也是公司最终回归钢铁主业的原因。

公司已经发布 2017 年上半年业绩预增公告，预估 2017 年上半年归母净利润高达 9 亿元-10 亿元，而去年同期为亏损 9.5 亿元。

据此推算，公司 2017 年 Q2 单季度实现归母净利润 5.92 亿元-6.92 亿元，环比一季度上涨 92%-125%，Q2 单季度 ROE 为 6.13%-7.17%，Q2 单季度 EPS 为 0.196 元-0.229 元。假设公司全年能保持 Q2 盈利水平，则以当前股价计算，公司 PE 仅为 5.6 倍-6.5 倍，公司估值显著低估。

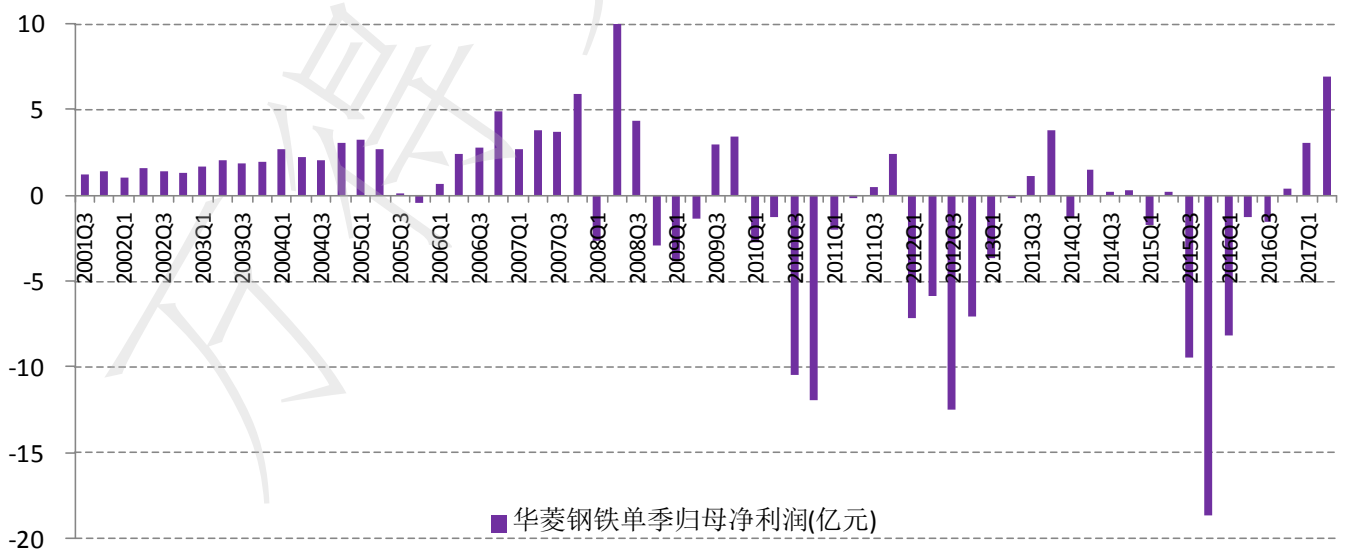
表 1: *ST 华菱近年来单季度财务数据

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2 (最低)	2017Q2 (最高)
主营业务收入 (亿元)	97.97	121.36	125.24	153.55	179.75		
同比增长率	-8.39%	12.62%	19.26%	62.76%	83.48%		
毛利 (亿元)	-0.79	15.19	8.24	10.80	14.29		
毛利率	-0.81%	12.52%	6.58%	7.04%	7.95%		
税前利润 (亿元)	-11.59	-2.16	-2.44	-0.49	3.58		
归属母公司净利润 (亿元)	-8.15	-1.30	-1.51	0.41	3.08	5.92	6.92
净利率	-8.32%	-1.07%	-1.20%	0.27%	1.71%		
同比增长率	379.56%	-929.00%	-84.01%	-102.21%	-137.72%		
扣非净利润 (亿元)	-8.14	-0.99	-1.61	-0.38	3.40		
期末净资产 (亿元)	96.97	94.59	92.19	92.97	96.52		
年化 ROE	-33.63%	-5.51%	-6.54%	1.77%	12.75%	24.53%	28.68%
存货/销售收入	80.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
资产负债率	86.94%	86.81%	87.06%	86.90%	86.50%		
最新总股本 (亿股)	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16	30.16
全面摊薄 EPS (元/股)	-0.270	-0.043	-0.050	0.014	0.102	0.196	0.229

资料来源: 公司财报、光大证券研究所

从历史角度来看, 公司 2017 年 Q2 预计实现 5.92 亿元-6.92 亿元的归母净利润, 是公司上市以来单季度归母净利润的第二高水平, 仅次于 2008 年 Q2 的 10.66 亿元。

图 6: *ST 华菱 2017Q2 单季归母净利润有望创历史第二高水平



资料来源: 公司财报

而在 2017 年上半年, 尤其是 2017 年二季度, 板材价格和盈利走势是显著弱于长材的。对于以板材产品为主导的*ST 华菱而言, 能实现如此高的盈利, 实属不易, 也表现了公司钢铁主业目前经营状况好、盈利能力强。

展望 2017 年下半年，板材价格走势有望强于长材，*ST 华菱有望进一步扩大盈利，全年业绩可期，估值则显著偏低。

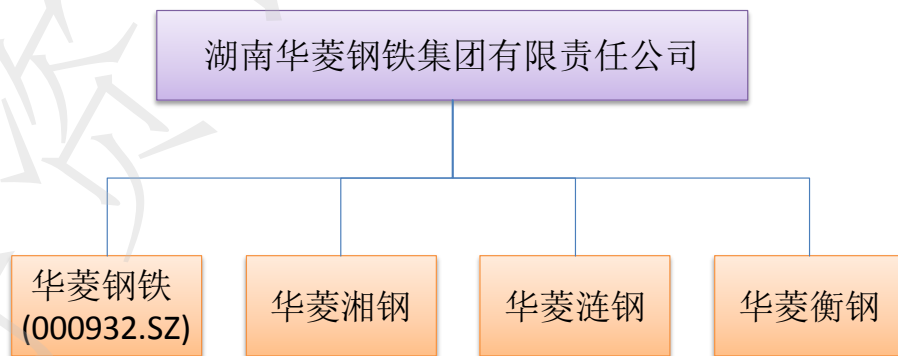
4、治理结构逐步改善，专注生产经营盈利

目前，湖南华菱钢铁集团有限责任公司（简称华菱集团）为*ST 华菱第一大股东和实际控制人，华菱集团及*ST 华菱的董事长和法人代表均为曹慧泉。华菱集团为湖南省国资委下属的国有企业。

华菱集团的钢铁主业板块，除了*ST 华菱以外，还有华菱湘钢、华菱涟钢、华菱衡钢三个主要子公司。2012 年以来，华菱集团对旗下多家钢铁子公司在经营决策、人事任免等事项上均拥有统一管理权，华菱集团董事长曹慧泉（同时也是华菱钢铁董事长）可以集中管理集团下属的所有钢铁主业。

集中化管理有利于钢铁主业整体发展，多家子公司可以合理分工、协同合作、互助互补，实现高效率、低成本，避免了此前因管理关系不明确而导致的管理混乱、同业竞争等问题。

图 7：华菱集团钢铁主业管理架构



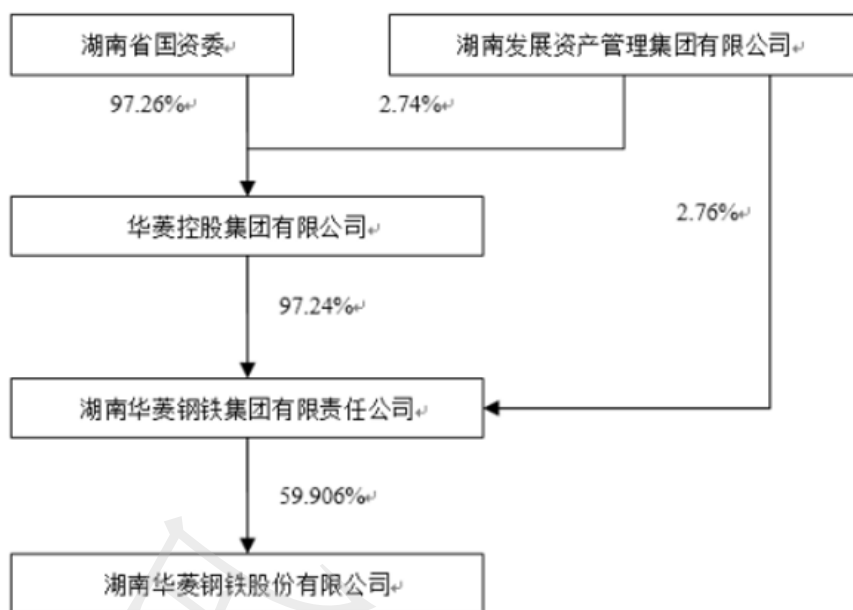
资料来源：华菱集团官网

此外，*ST 华菱 2016 年 8 月公告，安赛乐米塔尔以 11 亿元出售*ST 华菱 10.08% 股份，受让人为湖南国企创新私募投资基金，安赛乐米塔尔由此告别*ST 华菱第二大股东身份，不再参与上市公司层面的管理经营决策，仅参与*ST 华菱的子公司 VAMA 汽车板公司的管理经营。

安赛乐米塔尔退出后，公司的股东结构和管理层进一步单一化，各方职责更为明确、决策更为高效，规避了之前中、外双方股东在公司协同管理方面存在的一些分歧和额外管理成本。

长远来看，公司治理结构的逐步改善，更优的股权架构和管理，有利于公司专注于钢铁行业生产经营，抓住市场机遇，扩大盈利，改善公司结构，使公司在未来更具投资价值。

图 8：*ST 华菱当前股权架构



资料来源：公司 2016 年年报

5、回归钢铁估值偏低，首次覆盖给予增持评级

*ST 华菱顺应目前钢铁行业整体繁荣的市场机遇，强势回归钢铁行业，可谓拥有“天时”；湖南省的钢铁价格相对全国更高，更能支撑公司业绩，可谓拥有“地利”；公司股权架构和管理层更单一化、高效化，有利于公司专注于钢铁行业生产经营，可谓是拥有“人和”。拥“天时地利人和”回归钢铁行业，我们对公司未来经营和盈利保持乐观。

公司 2017 年上半年实现归母净利润 9 亿元-10 亿元，其中 Q2 实现归母净利润 5.92 亿元-6.92 亿元。在目前已经发布半年业绩预增公告的上市钢企中，以 Q2 盈利水平估算，*ST 华菱是 PE 估值最低的钢铁股。此外，公司也是吨钢市值较低的钢铁股之一。由此可见，重回钢铁主业的*ST 华菱，目前估值水平在钢铁股中处于偏低水平。

关键假设：（1）假设公司钢材产品产量保持稳定。（2）2017 年钢铁市场显著回暖，假设公司板材、长材产品销售均价均有 50% 的显著增长，而钢管产品因市场低迷保持价格稳定。（3）2018 年-2019 年随着公司优势产品竞争力逐步增强，假设公司钢材产品销售均价整体保持 10% 的年增幅。（4）2017 年因钢铁行业短期显著回暖，假设公司长板材的毛利率 2017 年出现显著提升，之后呈现缓慢回调稳定；假设钢管产品毛利率由亏转盈，缓慢修复。（4）假设公司营业税费率、销售费用率、管理费用率保持稳定，财务费用因公司盈利改善而逐步降低。

盈利预测：我们预计*ST 华菱 2017 年下半年归母净利润持平上半年，2018-2019 年盈利稳中有进。预计 2017 年-2019 年的营业收入分别为 728 亿元、801 亿元、881 亿元，归母净利润分别为 20.17 亿元、19.99 亿元、21.91 亿元，EPS 分别是 0.67 元、0.66 元、0.73 元。

表 2: *ST 华菱盈利预测

	2016	2017E	2018E	2019E
钢材产品产量(万吨)	1488	1488	1488	1488
其中: 板材	893	893	893	893
长材	476	476	476	476
钢管	119	119	119	119
钢材产品销售均价(元/吨)	2680	3877	4265	4691
其中: 板材	2698	4046	4451	4896
长材	2427	3641	4005	4406
钢管	3553	3553	3908	4299
钢材产品销售收入(亿元)	398.71	576.92	634.61	698.07
其中: 板材	240.84	361.26	397.39	437.12
长材	115.58	173.37	190.71	209.78
钢管	42.29	42.29	46.52	51.17
其他业务收入	100.79	151.19	166.30	182.93
营业总收入	499.50	728.11	800.92	881.01
钢材产品毛利率	6.8%	11.2%	10.8%	10.4%
其中: 板材	7.2%	12.0%	11.5%	11.0%
长材	10.4%	12.0%	11.5%	11.0%
钢管	-4.9%	1.0%	2.0%	3.0%
其他业务毛利率	6.1%	5.0%	3.0%	3.0%
公司整体毛利率	6.7%	9.91%	9.18%	8.87%
钢材产品毛利(亿元)	27.25	64.58	68.56	72.69
其中: 板材	17.37	43.35	45.70	48.08
长材	11.97	20.80	21.93	23.08
钢管	-2.09	0.42	0.93	1.54
其他业务毛利	6.19	7.56	4.99	5.49
公司整体毛利(亿元)	33.44	72.14	73.55	78.18
营业税费(亿元)	2.92	4.26	4.68	5.15
销售费用(亿元)	8.84	12.89	14.18	15.59
管理费用(亿元)	13.60	19.82	21.81	23.99
财务费用(亿元)	23.16	10.89	9.61	7.85
营业利润(亿元)	-17.62	23.41	23.20	25.47
利润总额(亿元)	-16.68	24.35	24.14	26.41
归母净利润(亿元)	-10.55	20.17	19.99	21.91

资料来源: 公司财报、光大证券研究所

估值与投资评级：

我们采取相对估值法，参照国内板材龙头宝钢股份，以及与*ST 华菱地理位置、规模、产品都比较接近的新钢股份、马钢股份的最新 PE (2017E) 估值，可比公司估值水平均在 8-10 倍。

我们按公司 2017 年预期 EPS，给予*ST 华菱以 9 倍 PE 估值，给予六个月目标价 6.03 元。

表 3：*ST 华菱可比公司当前 PE (2017E) 估值水平 (2017.7.26)

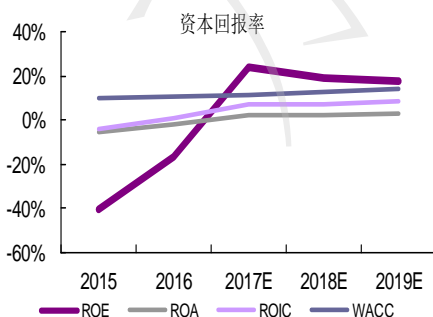
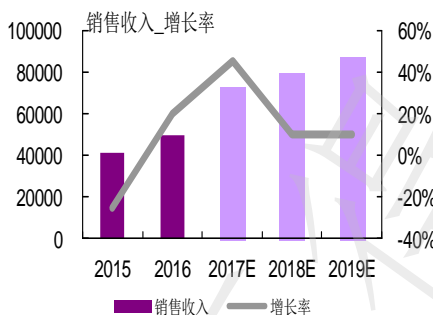
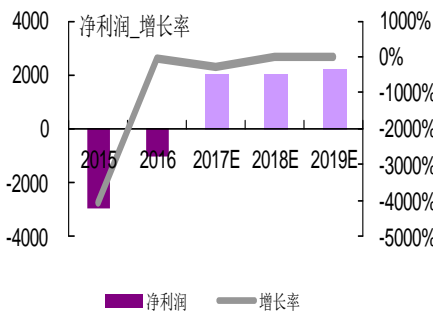
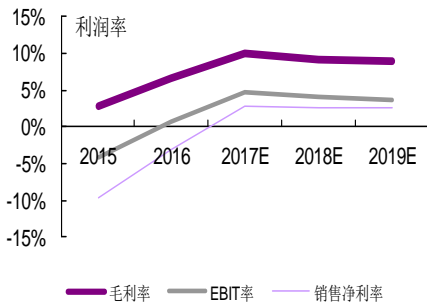
可比公司	PE(2017E)
宝钢股份	9
新钢股份	10
马钢股份	8

资料来源：wind

鉴于公司盈利能力佳，汽车板产品去年底已实现盈利，未来前景可期，我们首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示：

- (1) **钢价波动风险。**2017 年下半年及 2018 年，如果钢铁行业供给侧改革不及预期，或下游需求不振，钢价及钢企盈利水平有下行风险。
- (2) **公司治理风险。**母公司华菱集团对旗下钢铁主业子公司的管理、公司与安塞乐米塔尔的协同合作等问题，有可能改善进度较慢。
- (3) **公司终止重组进程不及预期风险。**公司有可能在 8 月份召开股东大会表决终止重组事项，届时有可能进度不及预期。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	41,406	49,811	72,609	79,869	87,856
营业成本	40,241	46,468	65,415	72,535	80,060
折旧和摊销	2,912	2,906	3,856	3,906	3,956
营业税费	191	292	426	468	515
销售费用	856	884	1,289	1,418	1,559
管理费用	1,478	1,360	1,982	2,181	2,399
财务费用	2,761	2,316	1,089	961	785
公允价值变动损益	8	25	0	0	0
投资收益	60	57	50	50	50
营业利润	-4,327	-1,762	2,341	2,320	2,547
利润总额	-4,179	-1,668	2,435	2,414	2,641
少数股东损益	-1,060	-498	30	30	30
归属母公司净利润	-2,958.95	-1,055.17	2,016.83	1,999.40	2,190.81

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	76,499	70,946	77,511	77,832	78,363
流动资产	27,338	23,733	33,156	36,384	39,870
货币资金	10,078	6,684	9,743	10,717	11,789
交易型金融资产	497	613	613	613	613
应收帐款	2,251	2,452	3,574	3,931	4,325
应收票据	3,219	1,734	2,528	2,781	3,059
其他应收款	162	143	209	229	252
存货	8,022	8,516	12,051	13,379	14,782
可供出售投资	65	67	67	67	67
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	56	200	200	200	200
固定资产	43,509	41,915	39,251	36,516	33,713
无形资产	3,846	3,914	3,718	3,532	3,356
总负债	65,825	61,649	66,167	64,459	62,769
无息负债	27,268	28,907	37,723	40,955	44,390
有息负债	38,557	32,742	28,444	23,504	18,380
股东权益	10,674	9,297	11,344	13,373	15,594
股本	3,016	3,016	3,016	3,016	3,016
公积金	7,866	7,866	8,067	8,267	8,486
未分配利润	-3,617	-4,672	-2,857	-1,057	914
少数股东权益	3,398	3,058	3,088	3,118	3,148

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	4,211	6,600	9,375	7,819	7,925
净利润	-2,959	-1,055	2,017	1,999	2,191
折旧摊销	2,912	2,906	3,856	3,906	3,956
净营运资金增加	-8,520	-685	626	2	58
其他	12,778	5,434	2,877	1,911	1,721
投资活动产生现金流	-2,023	-1,144	-947	-950	-950
净资本支出	-1,580	-1,084	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	56	200	0	0	0
其他资产变化	-500	-260	53	50	50
融资活动现金流	-1,379	-8,570	-5,369	-5,894	-5,903
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-156	-5,815	-4,298	-4,939	-5,125
无息负债变化	7,589	1,639	8,816	3,231	3,435
净现金流	878	-3,047	3,059	974	1,072

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-25.53%	20.30%	45.77%	10.00%	10.00%
净利润增长率	-4064.60%	-64.34%	-291.14%	-0.86%	9.57%
EBITDA/EBITDA 增长率	-73.09%	169.26%	120.34%	-1.37%	1.42%
EBIT/EBIT 增长率	-192.43%	-122.33%	794.09%	-4.40%	1.60%
估值指标					
PE	-	-	8	8	7
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	43	15	6	6	5
EV/EBIT	-31	133	14	13	11
EV/NOPLAT	-32	143	16	15	13
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	2.81%	6.71%	9.91%	9.18%	8.87%
EBITDA 率	2.95%	6.59%	9.97%	8.94%	8.24%
EBIT 率	-4.09%	0.76%	4.65%	4.04%	3.74%
税前净利润率	-10.09%	-3.35%	3.35%	3.02%	3.01%
税后净利润率 (归属母公司)	-7.15%	-2.12%	2.78%	2.50%	2.49%
ROA	-5.25%	-2.19%	2.64%	2.61%	2.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-40.67%	-16.91%	24.43%	19.50%	17.60%
经营性 ROIC	-3.69%	0.85%	7.30%	7.55%	8.34%
偿债能力					
流动比率	0.45	0.42	0.54	0.61	0.69
速动比率	0.32	0.27	0.34	0.39	0.43
归属母公司权益/有息债务	0.19	0.19	0.29	0.44	0.68
有形资产/有息债务	1.88	2.04	2.58	3.15	4.06
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.98	-0.35	0.67	0.66	0.73
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.40	2.19	3.11	2.59	2.63
每股自由现金流(FCFF)	2.84	1.09	1.72	1.88	1.89
每股净资产	2.41	2.07	2.74	3.40	4.13
每股销售收入	13.73	16.52	24.08	26.48	29.13

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

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。

分析师介绍

王招华，光大证券钢铁+首席分析师，中国农业大学学士、北京大学 CCER 双学士，8 年钢铁证券研究经验，曾供职于天相投顾、国金证券、广发证券等机构，2015 年新财富钢铁行业第五名、水晶球钢铁行业第四名，2014 年新财富钢铁行业第二名（团队），2010 年新财富钢铁行业第一名（团队），对大宗商品电商及互联网物流领域研究有特长，熟悉公司：上海钢联、欧浦智网、宝钢股份、常宝股份、华菱钢铁、五矿发展、传化股份等。

行业及公司评级体系

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。

市场基准指数为沪深 300 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。

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。公司经营业务许可证编号：z22831000。

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。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作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

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

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@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	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@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	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳	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	
	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	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
国际业务	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	