

脱虚向实，回归钢铁本源

——首次覆盖报告

核心观点

❖ 供给侧改革未完成，采暖季限产锦上添花

供给侧改革持续推进，今年计划外压减地条钢产能 1.2 亿吨，未来河北还将通过备案淘汰中小型高炉。今年采暖季限产锦上添花，2017-2018 年冬季采暖季期间“2+26”城市高炉限产 50%，限产或导致今年 11 月至明年 3 月减产 17%。此外，从华北环境治理角度看，限产或常态化，将导致有效产能下降。

❖ 盈利周期将拉长，下游需求现曙光

除供给端改善外，钢铁下游需求也出现曙光。包括汽车在未来轻量化路线选择上已逐渐从全铝回归至钢铝混合，VAMA 高强钢有望受益。今年三桶油资本支出增长，中石油领导称未来 10 年我国油气长输管道将迎来新的建设高峰期，无缝钢管需求有望获益，公司是国内第二大无缝钢管企业。此外，BDI 指数反弹 300% 以上，全球新船订单复苏，前 7 月订单超去年总和，目前看订单复苏传导至国内尚需时日。据我们前期调研，目前钢厂、钢贸商及终端未有大量钢材库存，未来需求未被透支，有利于盈利持续。我们判断经济预期正在修复，行业三季度业绩逐步披露有望坚定市场对周期的信心。

❖ 公司系钢铁板块估值最低，给予“增持”评级

经济论调倾向脱虚向实，公司重大资产重组终止，回归钢铁主业，符合调控方向。公司 Q2 单季业绩为 09 年来最优，同时根据我们的吨钢利润模型，Q3 吨钢毛利好于 Q1、Q2，部分上市公司 Q3 业绩预告亦证实；加上公司高炉中修完成后，下半年产销量还将进一步提升；在未来供需改善的假设下，我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.18、1.42、1.60 元，对应 PE 分别为 6.82、5.66、5.03 倍，参考行业水平及公司戴帽情况，公司合理股价在 8-10 倍 PE 区间，给予“增持”评级。

❖ 风险提示：原材料价格波动，下游需求变化，限产不及预期

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	49950	75879	76558	77071
+/-%	20%	52%	1%	1%
净利润(百万)	-1055	3544	4275	4811
+/-%	-136%	236%	21%	13%
EPS(元)	-0.35	1.18	1.42	1.60
PE	-21.84	6.82	5.66	5.03

资料来源：公司公告、川财证券研究所

2017 年 9 月 2 日

川财研究	股票研究部
深度报告	公司深度
所属行业	钢铁
行业评级	超配
公司评级	增持

执业分析师

邱瀚萱

证书编号：S11000517070001
010-66495651
qiuhanxuan@cczq.com

川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

公司是湖南省最大国企、钢企，2017年7月，公司终止重大资产重组，重回钢铁主业、脱虚向实。公司第一大、第二大股东分别为华菱集团及湖南国企创新私募投资基金，从华菱集团增持和二者背景考虑，认为两大股东减持可能性较小，公司实际流通市值约70亿元。

对于未来成长：

长期看，公司将受益供需好转，除供给侧改革外，钢铁下游需求也出现曙光。汽车偏消费品、周期属性较弱，在低能耗、轻量化的技术路线上，全铝一度成技术线方向，随着铝价上涨及安全问题暴露，全铝车身潮流回归钢铝混合，VAMA 高强钢有望受益。今年，三桶油资本支出增长，中石油集团副总经理覃伟中称未来10年我国油气长输管道将迎来新的建设高峰期，若此预期兑现，将利好无缝钢管需求，公司是国内第二大无缝钢管企业。此外，BDI 指数反弹300%以上，全球新船订单复苏，前7月订单超去年总和，目前看订单复苏尚未传导至国内，若BDI持续向上及国内船舶业产业地位提升，国内新接船舶订单及造船板需求有望复苏。

短期来看，外部的采暖季限产及华北可能出现的限产常态化，将改善公司外部竞争环境；内部的降本增效将进一步提升公司效率并降低三费。

对于与市场观点主要差异：

在行业板块上，我们较市场更乐观。1、供给侧改革未结束，需求局部现曙光，供需好转确定，盈利周期将拉长；2、目前，钢厂、钢贸商及终端库存均处于低位，未透支未来需求；3、采暖季限产锦上添花，严格执行概率较大，且华北环保问题突出，未来限产或常态化，产能将进一步下降；4、监管层频频发声意在打压投资需求及价格泡沫，更有利于板块慢拉升、健康上涨；5、7月宏观数据打压的经济预期在逐渐修复，三钢闽光等公布三季度业绩预告，三季度业绩超上半年，坚定市场信心，此外环保限产将逐步落地，推高板块热点，钢铁板块买点再次出现。

在公司业绩上，我们较市场更乐观。一是模型显示三季度吨钢毛利超一、二季度之和，二是上半年公司两个大高炉中修，影响产量，下半年公司产量还有提升空间。

首次覆盖给予“增持”评级。公司目前是钢铁板块估值最便宜公司，考虑到行业及公司戴帽情况，公司合理价格在8-10倍区间。预计2017-2019年公司EPS分别为1.63、1.96、2.13元，对应PE分别为6.82、5.66、5.03倍。

正文目录

投资摘要	2
一、 投资主线	5
1.1. 关键催化剂	5
1.2. 盈利假设与盈利预测	5
1.3. 估值水平与投资结论	5
二、 公司概况	6
2.1. 公司简介：湖南省最大的国企、钢企	6
2.2. 产能产品：板材、长材各占 6 成、3 成	7
2.3. 财务表现：VAMA 盈利，华菱钢管减亏	9
三、 投资看点	11
3.1. 钢铁去产能持续推进，供需环境好转	11
3.2. 短看内部削减成本费用，或贡献 13 亿税前利润	12
3.3. 长看下游需求或复苏，利好钢管及宽厚板	14
四、 估值评级：低估值钢铁股，给予“增持”评级	19
风险提示	20
盈利预测	21

图表目录

图 1:	公司股权结构图.....	7
图 2:	华菱子公司	8
图 3:	分产品收入占比.....	9
图 4:	分产品毛利占比.....	9
图 5:	公司整体毛利率.....	10
图 6:	分产品毛利率.....	10
图 7:	MODEL3 车身	15
图 8:	WTI 原油月均价及同比增速	16
图 9:	油气开采固定资产投资及累计增速.....	16
图 10:	中石油油气管道长度及半年环比增速.....	16
图 11:	WTI 年均价增速及油气固定资产投资	16
图 12:	无缝钢管价格 (元/吨)	18
图 13:	BDI 指数.....	18
图 14:	新接船舶订单量及增速	19
图 15:	手持船舶订单量及增速	19
表格 1.	公司盈利预测与估值.....	6
表格 2.	公司盈利预测比较.....	6
表格 3.	公司产能产品 (万吨)	8
表格 5.	公司与重要子公司营业收入及净利润.....	10
表格 6.	钢铁产业链新开工规模年度数据.....	12
表格 7.	中石油、中石化、中海油资本支出 (亿元)	17

一、投资主线

1.1. 关键催化剂

1) 公司 2017 年业绩估算为 35 亿元，目前公司 PE 6.82 倍，上市钢企中估值较低；2) 公司内部降本增效空间较大，2018 年下属子公司华菱湘钢、华菱涟钢人均产钢量目标为 1000 吨/年；杠杆率高达 85%，负债及利息支出向下空间较大；3) 供给侧改革持续推进，今年计划外压减地条钢产能 1.2 亿吨，钢贸商及终端维持低库存或正常库存，在需求平稳或平稳下滑的条件下，我们判断钢铁盈利周期将拉长；4) 采暖季限产锦上添花，2017-2018 年冬季采暖季期间“2+26”城市高炉限产 50%，限产区域产能在全国占比为 35%，限产或导致今年 11 月至明年 3 月减产 17%；此外，从华北环境治理的角度看，限产或常态化，将导致有效产能下降；5) 因 7 月地产等宏观数据下滑，钢铁板块调整，伴随市场对开发商拿地数量的关注，经济预期将重新向上；6) 近期，沙钢股份、三钢闽光发布三季度业绩预告，其三季度业绩接近或超过上半年之和，业绩预期有望进一步点燃板块；7) 经济论调倾向脱虚向实，公司重大资产重组终止，重新回归钢铁主业，符合调控方向。

1.2. 盈利假设与盈利预测

盈利假设：1) 根据吨钢模拟利润跟踪，判断 Q3 吨钢毛利大于 Q1、Q2 之和，在其他费用不变的情况下，公司三季度单季盈利水平好于上半年；2) 若没有采暖季限产，我们判断 Q4 吨钢毛利与 Q3 持平，目前限产概率较大，我们预计 Q4 吨钢毛利较 Q3 还将增长 180-250 元；3) 在供给侧改革持续推进、需求端平稳或平稳下滑的情况下，我们预测钢铁未来盈利水平介于今年二、三季度间；4) 公司上半年有两个大高炉中修，产能未满足负荷生产，随着中修结束且年内暂无检修计划，预计下半年产量将提升；4) 未来，在吨钢高盈利背景下，我们判断公司开工热情较高，考虑到检修等情况，我们假设公司产能利用率保持在 95%的水平上。

盈利预测：在需求端增速保守条件下，预计 2017-2019 年公司营收分别为 759、766、771 亿元，归属于母公司净利润分别为 35、43、48 亿元，EPS 分别为 1.18、1.42、1.60 元，对应 PE 分别为 6.82、5.66、5.03 倍。

1.3. 估值水平与投资结论

公司 2017 年业绩对应 PE 为 6.82 倍，考虑行业估值水平及公司戴帽情况，8-10 倍 PE 较为合适，给予公司“增持”评级。

表格1. 公司盈利预测与估值

钢铁公司	最新评级	现价(元)	流通市值(亿元)	EPS (元/股)				PE(倍)				PB(倍)
				16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	
*ST 华菱	增持	7.64	230	-0.35	1.18	1.42	1.60	-22.92	6.82	5.66	5.03	2.47

资料来源: WIND, 川财证券研究所; 注: 现价为 2017 年 9 月 1 日收盘价

表格2. 公司盈利预测比较

证券代码	钢铁公司	EPS 川财预测 (元/股)				Wind 一致预期			
		16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
000932	*ST 华菱	-0.35	1.18	1.42	1.60	-0.35	0.67	0.72	0.79

资料来源: WIND, 川财证券研究所; 注: 现价为 2017 年 9 月 1 日收盘价

二、 公司概况

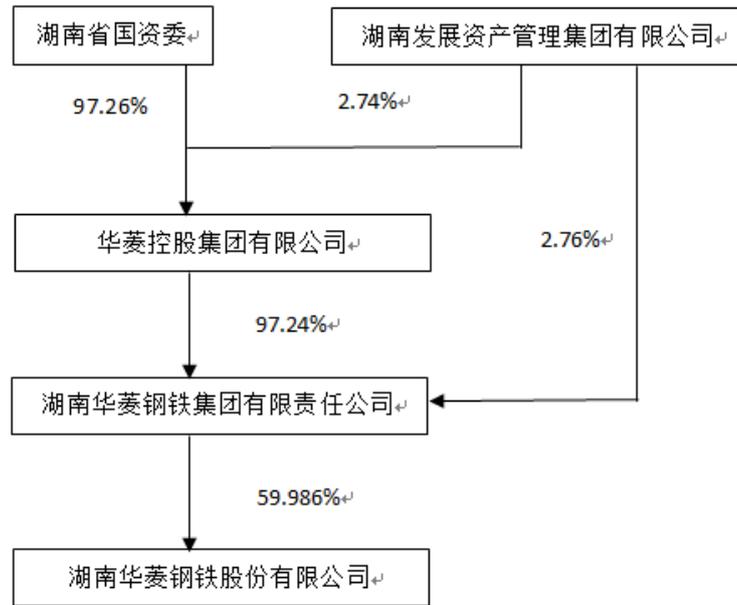
2.1. 公司简介: 湖南省最大的国企、钢企

华菱钢铁集团有限责任公司(以下简称“华菱集团”)始于 1997 年,是湖南省最大的钢铁联合企业。1999 年 4 月,华菱集团发起设立华菱钢铁股份有限公司(以下简称“公司”),1999 年 8 月,公司在深交所挂牌上市。

公司现有股本 30.16 亿股,控股股东为华菱集团,持股比例达 59.986%,公司实际控制人是湖南省国资委。公司第二大股东为深圳市前海久银投资基金管理有限公司-湖南国企创新私募投资基金,持股比例为 10.08%。湖南国企创新私募投资基金的投资者是湖南国企改革基金企业(有限合伙)、湖南基础建设投资集团有限公司,其管理人是深圳市前海久银投资基金管理有限公司。

公司全部股份为流通股,从前二大股东背景考虑,我们认为其减持可能性较低,特别是公司在 2017 年 7 月 8 日发布公告称华菱集团还将增持不少于 1 亿元,截止 8 月 11 日,华菱集团增持 255 万股,占公司总股份 0.08%。将第一、二大股东股份扣除后,剩余流通股占全部流通股的比例是 30.01%,以 2017 年 8 月 28 日收盘价计,该部分流通股的市值仅 62.4 亿元。

图 1： 公司股权结构图



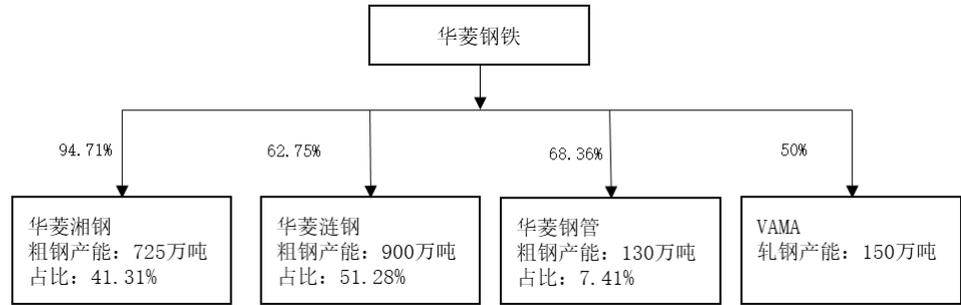
资料来源：公司中报，川财证券研究所；注：截止 8 月 11 日，大股东增持后比例为 59.986%

2.2. 产能产品：板材、长材各占 6 成、3 成

华菱集团持有 FMG13.97%股权，原燃料保障供应能力强。公司拥有完整的焦化-烧结-炼铁-炼钢-轧钢系统，是湖南省最大的长流程钢厂。公司主要购买山西、河南及内蒙古的煤炭，公司焦炭自供比例达到 65%-70%；进口矿采购比例是有波动性的，大约占 85%-90%，会根据价格和运输状况进行调整。同时，华菱集团持有 FMG 13.97%的股票，公司每年与 FMG 签订关于采购铁矿石的协议，以市场定价为原则，约定公司当年向 FMG 采购铁矿石的数量，保障公司采购渠道和数量的稳定。

2016 年公司与 FMG 的关联交易金额为 20.88 亿元，以当年澳洲 61.5%PB 粉矿到岸均价 444 元/吨计算，则公司向 FMG 购买铁矿石 470 万吨。公司 2016 年生铁产量 1490 万吨，需消耗 61.5%铁矿石 2423 万吨，假设公司使用进口矿比例达到 80%，则当年 FMG 供应铁矿石占比达到 77%。

公司拥有三大钢铁生产基地，钢材产能合计超 1800 万吨。公司拥有湘潭、娄底、衡阳三大钢铁生产基地，即华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管，合计拥有炼铁高炉 8 座（3200 m³*1，2800m³ *1，2580m³ *2，2200 m³ *1，1800 m³ *1，1080 m³ *2），生铁产能合计 1553 万吨，粗钢产能合计 1755 万吨，轧钢产能 1884 万吨，其中板材占比近 60%，管材占比 8%，长材占比 30%多一点，产品下游对应建筑、机械及汽车等领域。

图 2： 华菱子公司


资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格3.公司产能产品（万吨）

	华菱湘钢	华菱涟钢	华菱钢管（华菱衡钢）	合计	公司权益产能
生铁	740	730	83	1553	1216
粗钢	725	900	130	1755	1340
钢材：	780	921	183	1884	1442
棒材	80			80	76
螺纹	50	100		150	110
线材	210			210	199
宽厚板	440			440	417
热卷		641		641	402
冷轧		150		150	94
镀锌		30		30	19
无缝钢管			183	183	125

资料来源：公司公告，川财证券研究所；注：VAMA 有轧钢产能 150 万吨

公司目前是全球最大的宽厚板生产企业，也是国内第二大无缝钢管供应商，在造船、海工、桥梁、汽车、工程机械等细分市场均具有较强的竞争优势。此外，公司与安赛乐米塔尔合资建立的汽车板公司 VAMA，生产高强、超高强汽车板，进军高端板材领域。

2016-2017 年，高炉检修短暂影响产量，后期产量仍可提升。2016 年，公司高炉生产不顺导致欠产；2017 年上半年，高炉检修影响产量 30 万吨，同期生铁、粗钢、钢材产量分别为 700、790、760 万吨。公司今年下半年暂无新增高炉大修的计划，检修完成有利于后续进一步提高高炉利用系数、降低高炉消耗、控制铁水成本，7、8 月公司产能利用率维持在 100% 左右。

表格4. 公司高炉检修及生铁产量

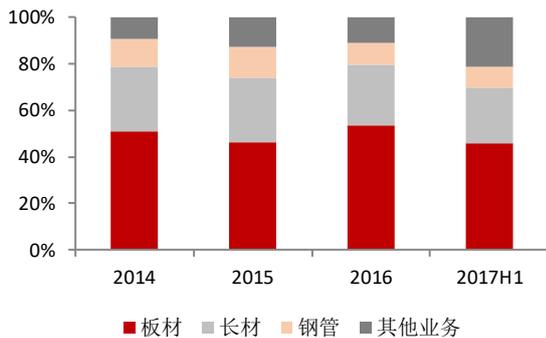
	2016	2017H1	2017H2 (E)	2018 (E)
生铁产能 (万吨)	1553	776.5	776.5	1553
生铁产量 (万吨)	1490	700	737.7	1380
高炉产能利用率	96%	90%	95%	90%
6号高炉中修进度	30%	95%	100%	-

资料来源：公司公告，川财证券研究所；注：7号高炉仅备料，暂无大修计划

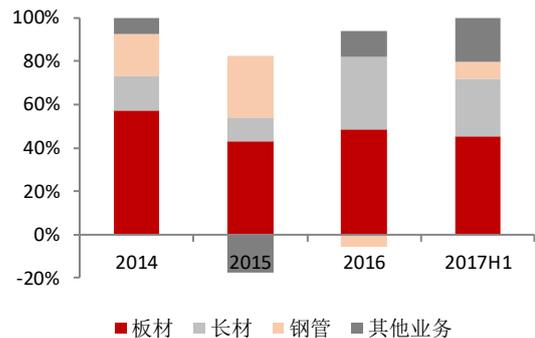
2.3. 财务表现：VAMA 盈利，华菱钢管减亏

二季度单季盈利 6.49 亿，为 09 年来最佳单季业绩。公司 2017 年上半年实现营业收入约 350.26 亿元，同比上升 59.70%；归属于母公司净利润 9.56 亿元，同比扭亏并增长 19.02 亿元；基本每股收益 0.32 元，同比增长 0.63 元；加权平均净资产收益率 14.24%，比上年上升 28.13 个百分点。其中，公司第二季度实现营业收入约 170.51 亿元，环比下降 5.14%、同比上升 40.50%；归属于母公司净利润 6.49 亿元，环比上升 110.92%、同比增长 7.79 亿元，对应基本每股收益 0.22 元，环比上升 0.11 元、同比上升 0.26 元。

分产品看：2017H1 板材贡献毛利润 45%，钢管成功扭亏。公司主营业务收入、毛利中分别有 79%、80% 来自钢铁业务，板材在钢铁业务中的营收、毛利占比分别达到 58%、57%。上半年钢管毛利扭亏，毛利率达到 8%，同比上升 19 个百分点。

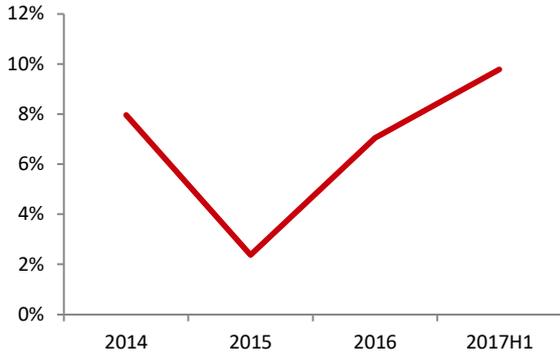
图 3：分产品收入占比


资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：分产品毛利占比


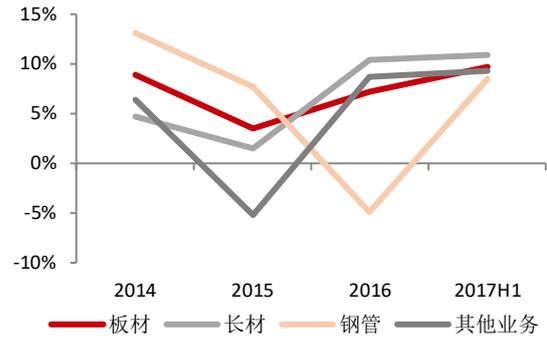
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5: 公司整体毛利率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 6: 分产品毛利率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

分公司看: 2017H1VAMA 放量扭亏, 华菱钢管减亏。VAMA 随着产品认证、客户开发、产品结构调整等工作的深入推进, 自 2016 年 12 月开始实现持续盈利, 经审计的 2017 年上半年归母净利润为 1848 万元。

2016 年, 华菱钢管是公司的亏损大户, 全年归母净利润亏损 13.93 亿元, 而公司 2016 年亏损 10.55 亿元, 华菱钢管贡献亏损额 9.52 亿元。主要原因是 2016 年油气行业低迷、钢管产能过剩, 钢管市场持续低迷, 且出口贸易摩擦加剧, 再加上对部分应收账款、存货和固定资产计提了约 4 亿元的减值准备。

面对油气行业低迷, 华菱钢管通过调整产品结构, 降低钢管对油气行业的依赖程度, 从以前的占比 60-70%左右降至目前的三分之一左右, 提升了在机械加工行业和其他行业的占比。目前公司钢管在油气行业、机械加工行业和其他行业约各占比三分之一, 同时华菱钢管内部大力降本增效。2017 年, 华菱钢管一季度大幅减亏, 二季度实现单季扭亏盈利, 17 年上半年亏损 0.85 亿元, 同比减亏 8.98 亿元。

表格5. 公司与重要子公司营业收入及净利润

		华菱钢铁	华菱湘钢 (94.71%)	华菱涟钢 (62.75%)	华菱钢管 (68.36%)	VAMA (51%)
2014	营业收入	556.00	240.36	240.72	65.19	13.36
	归母净利	0.75	1.14	0.92	0.04	-0.39
2015	营业收入	414.06	179.68	170.97	50.57	170.97
	归母净利	-29.59	-11.14	-16.50	-5.58	-16.50
2016	营业收入	498.11	220.45	211.65	45.25	15.37
	归母净利	-10.55	1.18	1.61	-13.93	-3.84
2017H1	营业收入	350.26	162.08	138.35	33.18	15.99
	归母净利	9.56	7.31	4.52	-0.82	0.25

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所, 单位: 亿元

三、 投资看点

3.1. 钢铁去产能持续推进，供需环境好转

公司地处湖南，是湖南最大的钢企。湖南省一共两家钢企，合计产能 2000 多万吨，不能满足省内对钢材的需求，湖南是钢材净流入省份。2016 年以来，全国去产能持续推进，湖南省钢铁去产能任务已提前全部完成，公司竞争环境改善较大。2017 年，湖南省响应国家压减地条钢产能政策，湖南省关停 11 家地条钢企业，压减产能 315 万吨，进一步优化省内竞争环境。

从生产设备上看，公司最小的高炉是 1080 立方米，最大的高炉是 3200 立方米，生产设备符合大型化的要求，属于先进优势产能，不在去产能之列。

3.1.1. 表内外压减粗钢产能 2.6 亿吨，已兑现 2.3 亿吨

截止 2017 年 5 月，已压减表内粗钢产能 1.07 亿吨。国家计划用 3-5 年时间压减粗钢产能 1.4 亿吨，2016 年，共压减粗钢产能 6500 万吨；2017 年，计划压减粗钢产能 5000 万吨，截止 5 月底全国已压减粗钢产能 4239 万吨。预计 2017 年 6 月到 12 月压减粗钢产能在 761 万吨以上，2018 年还将压减粗钢产能 2500 万吨。

2017 年上半年压减表外地条钢产能 1.2 亿吨。2017 年 2 月 15 日，国家发改委、工信部等联合印发《关于进一步落实有保有压政策促进钢材市场平衡运行的通知》，其中提到：严厉打击违法生产和销售“地条钢”行为，2017 年 6 月底前依法全面取缔生产建筑用钢的工频炉、中频炉产能。

2017 年 7 月 5 日，《每日经济新闻》报道上半年我国共取缔、关停“地条钢”生产企业 600 多家，涉及产能约 1.2 亿吨。从湖南省情况来看，截止 6 月 30 日，湖南地区已关停 11 家地条钢企业，产能达 315 万吨，设备都已被拆除。

3.1.2. 供需面偏紧持续，关注河北省淘汰中小型设备

看未来 10 年，河北仍将有 5000-6000 万吨产能退出。2017 年 7 月 28 日，河北省发改委发布《关于办理钢铁行业违规项目补充备案有关事项的通知》，其中比较重要的是备案原则中的第 2 条和第 3 条，预计第 2 条、第 3 条备案原则将推动河北 5000-6000 万吨产能退出市场。

- 第 2 条备案原则：对已建成的有效容积 450（不含）-1000（不含）立方米的高炉、公称容量 40（不含）-100（不含）吨的转炉以及 30（不含）-70（不含）吨电弧炉，给予限期备案，装备一代服役期满后备案文件自动失效。高炉一代服役期指点火开炉到大修或两次大修之间的时间段，一代炉龄正常时间为 8-12 年。我们理解文件里说的一代服役期是从上次点火开炉或大修起算起，如高炉大修为今年文件发布之前，则按正常炉龄算，450-1000 立方米高炉最晚将于 2025-2029 年淘汰。
- 第 3 条备案原则：对已建成的有效容积 400(不含)-450(含)立方米的高

炉、公称容量 30(不含)-40(含)吨的转炉，给予限时备案，2020 年底前备案文件自动失效。我们理解为 400-450 立方米高炉将于 2020 年淘汰。

3.1.3. 政策门槛高、减量置换严，严格限制新增产能

2013 年 10 月，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号）（以下简称“指导意见”），要求各地区、各部门不得以任何名义、任何方式备案新增产能的钢铁项目，各相关部门和机构不得办理土地供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务。从行业新开工规模及固定资产投资看，2013 年后呈现负增长态势，2013 后新开工或投产项目主要为前期审批项目。

表格6. 钢铁产业链新开工规模年度数据

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
原煤开采	39402	43304	33978	48249	57410	60740	65209	44238	34766	25306
同比		10%	-22%	42%	19%	6%	7%	-32%	-21%	-27%
焦炭	5790	7453	10249	9077	11182	9318	7126	7300	4816	2192
同比		29%	38%	-11%	23%	-17%	-24%	2%	-34%	-54%
铁矿开采	10408	11182	11069	9772	17152	17516	21159	25736	14833	14602
同比		7%	-1%	-12%	76%	2%	21%	22%	-42%	-2%
生铁	4047	7976	6014	2244	2277	4514	3661	1120	748	898
同比		97%	-25%	-63%	1%	98%	-19%	-69%	-33%	20%
粗钢	2078	3937	2967	1890	1595	3204	2491	2507	1847	2491
同比		89%	-25%	-36%	-16%	101%	-22%	1%	-26%	35%

资料来源：国家统计局，川财证券研究所；单位：万吨/年

此外，指导意见规定，产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换。河北省在产能置换中，严守 1: 1.25 的比例，河北五大钢铁集团钢铁产能置换项目严守不低于 1: 1.25 的比例减量置换，置换中合计淘汰炼钢产能 933 万吨、炼钢产能 721 万吨。

电弧炉增量有限，难补地条钢缺口。按前期钢联披露数据，2017 年底到 2018 年初，将仍有 2000-3000 万吨复产产能。市场担心电弧炉产能大规模投放，我们从政策、经济角度考虑认为可能性较小。近期受废钢、石墨电极等价格抬升影响，电弧炉炼钢成本优势并不明显，利润空间将制约电弧炉产能的投放。

3.2. 短看内部削减成本费用，或贡献 13 亿税前利润

公司内部降本增效较为明显的部分是提高人均产钢量和降低资产负债率。若公司提高人均产钢量至 1000 吨，则需要裁员 6800 余人，按人均成本 10 万元计算，则可节约人力成本费用 6.8 亿元/年。若公司负债率下降至 60%，则带息负债需下降 180 亿元，可减少利息支出 6.7 亿元/年。

3.2.1. 物流、自发电，削减制造成本

优化运输及高炉指标，降低铁水成本。公司地处内陆，尽管有物流方面的劣势，但也有区域市场优势。公司近年来不断加大水运比例、降低铁路运输成本，来降低物流成本。近年来吨钢物流成本下降 50 元/吨，收效明显。而且公司也一直通过优化高炉运行指标，消化进口矿物流成本略高的不利因素，以使铁水成本达到或低于行业平均水平。

在 2016 年的基础上，2017 年上半年工序成本持续降低。上半年公司铁矿石采购成本、铁水成本逐月下降，同时通过加大废钢采购和使用量，降低炼钢工序铁水单耗。

自发电比例 80%，降低能源成本。公司不断加大对余热余压余气的二次能源高效回收利用技术方面的投入。目前公司自发电比例达到 80%，其中湘钢、涟钢自发电比例达到 85%以上，位居钢铁行业领先水平，大幅降低了能源成本。

3.2.2. 加强市场激励，提高人均产钢量

将推市场化机制加强激励、约束，改善管理效率。目前控股股东华菱集团正在探讨推行市场化机制，试点职业经理人制度；推进绩效薪酬制度改革，借鉴行业优秀企业的做法，实行利润提成奖励机制、完不成基本任务免职的“强激励、强约束”机制。

目前，公司在提高在岗人员收入的情况下，人工成本呈现下降趋势。下一步还将进一步推进智能化、自动化技术改造工作，减少岗位用工。

提高人均产钢量至 1000 吨，有望减少人力成本 6.86 亿元。2016 年年末公司在岗职工共计 24,414 人，比 2014 年末减少劳动用工 1 万人以上，2016 年末湘钢、涟钢人均实物劳动生产率已接近行业平均水平。公司计划 2018 年底湘钢、涟钢人均实物劳动生产率超过 1,000 吨/人.年，达到行业先进水平。

按人均成本 10 万元计算，则 2016 年较 2014 年节约人力成本 10 亿元。2016 年，公司人均年钢产量为 634 吨；若提高至 1000 吨/人.年，按最大年产量 1755 万吨计算，则还需裁员 6864 人，将节约人力成本 6.86 亿元。今年，公司预计年末人数控制在 2.1 万人左右，压减人数约为 3400 人，则明年可节约人力成本 3.4 亿元。

3.2.3. 降低杠杆率，控制财务费用

华菱集团积极推进债转股，已获浦发银行 45 亿元降杠杆资金。为贯彻国家“金融支持实体经济”“大力振兴实体经济”的战略部署，浦发银行与华菱集团共同发起降杠杆项目，通过成立基金募集资金 125 亿元，专项用于对华菱集团进行权益性投资。目前浦发银行已落地 45 亿元的降杠杆资金，主要用于偿还华菱集团的债务。控股股东还在与其他金融机构讨论降杠杆措施。

若公司杠杆负债率下降至 60%，则年节约利息支出 6.73 亿元。公司也正在研究降低资产负债率、调整债务结构的一揽子解决措施，力争尽快使公司资产负债率降至行业平均水平，以降低财务成本，改善公司流动性。目前公司资产负债率在 85%左右，由于对债券、银行议价能力提升，上半年财务费用同比降低 3.7 亿元。

截止 2017 年 6 月底，公司有息负债 462 亿，利息支出达到 8.64 亿元，则实际利率为 3.74%，若资产负债率降至行业正常水平 60%，则公司有息负债需下降 180 亿，公司年利息支出直接下降 6.73 亿元。

3.3. 长看下游需求或复苏，利好钢管及宽厚板

3.3.1. 积极调整产品结构，改善单品盈利

公司从 2013 年以来持续推进以“深耕行业、区域主导、领先半步”为目标、以集成产品开发（IPD）为支撑的产品结构调整工作，以抓住市场需求轮动为切入点，以单品市场占有率、快速占领市场、市场容量、盈利能力为核心关注点，以项目制为抓手，公司产品结构调整取得了显著成效。

公司板材以前主要供应给造船厂，最高峰占 60%以上，现已调整到 1/3 左右，增加了在地产、基建等相关的工程机械、高层建筑、桥梁等高强钢品种上的产出。公司无缝钢管以前主要供给油气企业，近年来受油气价格下降、油气开采萎靡影响，公司无缝钢管亏损较为严重。2016 年以来公司通过调整产品结构、开拓新的营销渠道，大大降低钢管对油气行业的依赖程度，从以前的占比 60-70%左右降至目前的三分之一左右，目前公司钢管在油气行业、机械加工行业和其他行业约各占比三分之一。

3.3.2. VAMA 高强钢将受益钢铝混合车身

VAMA 于 2016 年 12 月起开始盈利，达产达效基本实现。VAMA 于 2014 年 6 月投产，产能 150 万吨。汽车板由于其下游行业特殊性的原因，其产品认证需要比较长的一段时间，因此 2014-2016 年汽车板公司出现亏损。但自 2016 年 12 月开始汽车板公司实现持续盈利，相关产品认证已经完成，产品已开始稳定批量供应长安福特、一汽大众、菲亚特等汽车主机厂与冲压件厂，基本实现达产达效，盈利能力稳步复苏。

同时，为提升 VAMA 向客户供应汽车板的服务能力，实现综合服务商战略，VAMA 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。

AHSS、UHSS 符合车身钢铝混合方向，可能是蓝海。VAMA 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，以满足汽车行业内更高的安全、轻量、抗腐蚀和减排要求。

Usibor1500 目前是国内汽车板最高强度的钢板，而安赛乐米塔尔已研究出

2500MPa 的汽车用钢板，2000MPa 的产品已商业化生产投放市场。安赛乐米塔尔作为在汽车板领域的龙头，拥有顶尖的技术水平，将为 VAMA 提供强有力的技术支持。VAMA 同步享有安赛乐米塔尔最先进的汽车板生产技术，汽车板工艺生产技术已达到世界钢铁行业顶级水平，领先于国内同行业一代到一代半水平。从公司目前订单来看，下游对高强度钢板和超高强度钢板的需求较大，存在一定空间。

随着排放要求逐渐严格，传统汽车将愿意为轻量化材料支付更高的成本，UHSS、AHSS 需求将增加。此外，新能源汽车出于成本控制的和续航能力的平衡考虑，白车身从全铝逐渐转变为钢铝混合，也为高强钢带来增量需求。如特斯拉的 Model S 和 Model X 都采用了全铝车身结构，但新推出的 Model 3 则采取钢铝混合。维修指南显示，Model 3 白车身主要由四种材料组成：铝材（灰）、低碳钢（蓝）、高强度钢（黄）、超高强度钢（红）。

图 7： Model3 车身



资料来源：爱范儿网络，川财证券研究所

铝价上涨制约全铝车身发展，拼接技术进步推动钢铝混合。WIND 数据显示，铝锭价格已从 2015 年年底的底部价格 10000 元涨至 16000 元，涨幅达到 60%，未来随着国内电解铝供给侧改革的推进，预计铝价还将进一步上升，铝价增长削弱了车企的成本控制能力。

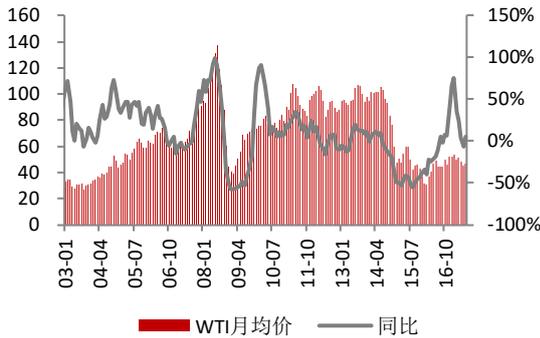
此外，从各大豪华车型的情况看，全铝车身潮流开始理性回归，如奥迪 A8 在第三代的时候从全铝变成了含钢 8%，在第四代的时候，钢含量占比达到 40% 左右。奥迪 A8 增加钢含量主要出自安全考虑，与超高强度钢相比，受限于铝合金强度问题，全铝车身在刚性和保障乘员舱完整性方面不占优势。而现在的全球安全体系的要求一年比一年严格，全铝车身的安全强度问题逐渐暴露。铝相对钢有更好的延展性，但随着钢材抗拉强度的改善，其性能逐渐与铝接近。随着焊接、拼接材料技术进步，钢铝混合车身制造工艺难度下

降，车身轻量化、安全法规共同促进铝混合车身回归，未来有利于拉动对UHSS、AHSS的需求。

3.3.3. 三桶油增加资本支出，利好无缝管

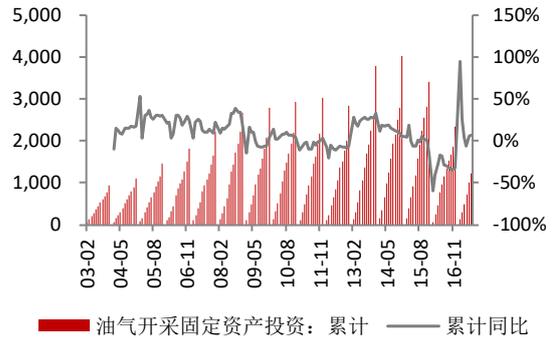
2014年6月后，原油价格腰斩一半，油气行业资本支出下降。WTI原油月均价从2014年6月后急剧下滑，2014年年底的时候，价格腰斩一半至50美元/桶附近，此后再度从60美元/桶价格腰斩一半至30美元/桶。油价在2014年年底腰斩后，2015年油气固定资产投资增速即下降，为-15%，中石油油气管道在2015年的增速仅为1%。

图 8： WTI 原油月均价及同比增速



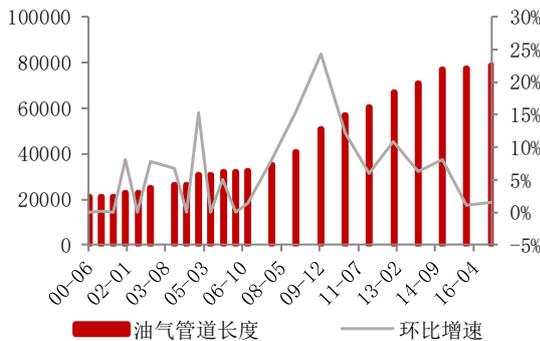
资料来源：WIND，川财证券研究所；单位：美元/桶

图 9： 油气开采固定资产投资及累计增速



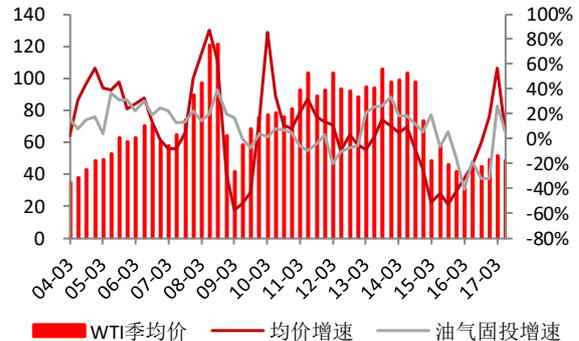
资料来源：WIND，川财证券研究所；单位：亿元

图 10： 中石油油气管道长度及半年环比增速



资料来源：WIND，川财证券研究所；单位：公里

图 11： WTI 年均价增速及油气固定资产投资



资料来源：WIND，川财证券研究所；单位：美元/桶

WTI 月均价反弹 67%，三桶油 2017 年将增加资本支出。从2016年1月开始，原油价格开始反弹，价格在50美元/桶上下震荡，较2016年最低点增长67%。三桶油资本支出2015-2016年连续下降，2017年资本支出增长，中石化2017年资本支出增速达到44%，其中勘探与生产项目增速达到57%。

表格7.中石油、中石化、中海油资本支出（亿元）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
中国石油	勘探与生产	1622	2272	2264	2215	1578	1302	1436
	增速		40%	0%	-2%	-29%	-17%	10%
	天然气与管道	626	729	574	329	204	203	222
	增速		16%	-21%	-43%	-38%	0%	9%
							
	合计	2844	3525	3187	2917	2022	1724	1913
	增速		24%	-10%	-8%	-31%	-15%	11%
中国石化	勘探与生产	587	783	1053	802	547	322	505
	增速		33%	35%	-24%	-32%	-41%	57%
							
	合计	1302	1587	1851	1546	1124	765	1102
	增速		22%	17%	-16%	-27%	-32%	44%
中海油	开发与勘探（中国）	311	419	549	628	347	213	
	增速		35%	31%	15%	-45%	-39%	
	开发与勘探（海外）	94	181	345	429	312	275	
	增速		92%	91%	24%	-27%	-12%	
	合计	405	600	894	1057	659	487	600-700
	增速		48%	49%	18%	-38%	-26%	23%-44%

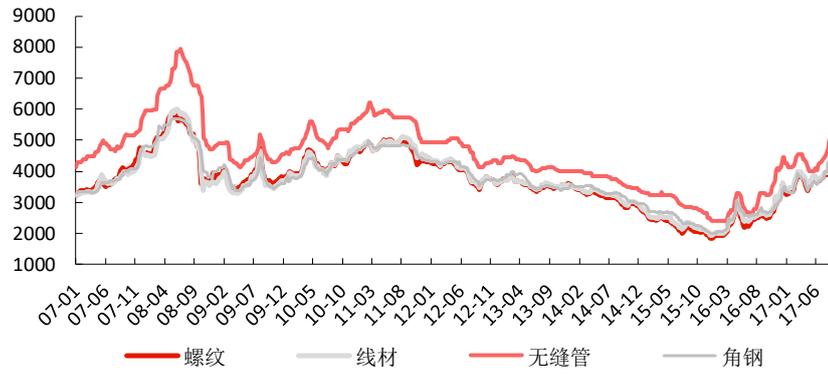
资料来源：公司公告，川财证券研究所

油气资本支出增加，利好无缝钢管需求。2017年8月初，中石油集团副总经理覃伟中在中石油管道有限责任公司的2017年中工作会议上表示，未来10年我国油气长输管道将迎来新的建设高峰期，要推动管道业务稳健发展，助推集团油气业务链价值最大化和上下游业务整体协调发展。

2016年中石油集团油气管道板块资本支出203亿元，主要用于西气东输三线及锦州-郑州成品油管道建设，预计2017年油气管道支出将达到222亿元，同比增长9%，主要用于陕京四线、中俄东线、中俄二线等骨干油气输送等项目。

前期行业亏损淘汰产能，公司无缝钢管产能排名第二。由于无缝钢管行业产能过剩严重，下游油气行业不景气，油气开采活动持续萎缩，近年来全球前三大钢管巨头都出现了不同程度的亏损，国内多家无缝钢管企业关停倒闭，公司无缝钢管也亏损严重，无缝钢管行业进行了大洗牌。从产能规模上来看，目前国内天津无缝钢管排名第一，华菱钢管排名第二。

图 12：无缝钢管价格（元/吨）



资料来源：WIND 川财证券研究所

3.3.4. BDI 指数上升，全球船舶订单现曙光

BDI 指数持续上涨，较 2016 年 11 月最低点上涨 360%。2016 年 2 月 11 日，BDI 指数跌至最低点 290 点，今年以来 BDI 最高反弹至 1338 点，是最低点的 4.6 倍。BDI 指数反应航运企业盈利水平，对新增船舶订单有较强的传导作用。据国际船舶网 8 月 16 日报道，全球最大船舶经纪商克拉克森日前表示，自从全球金融危机爆发后，全球航运业历经约 10 年运力过剩与贸易量动锐减的打击，如今该行业终于开始出现“根本性的转变”。

图 13：BDI 指数



资料来源：Wind, 川财证券研究所

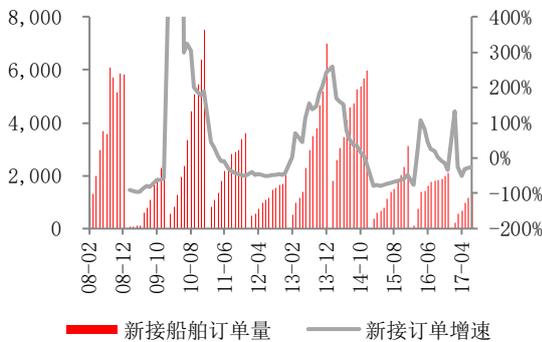
海外新接船舶订单增长，向国内传导尚需时日。进入 2017 年，全球新造船市场出现了初步复苏迹象。截止 7 月新船订单投资价值已经超过 330 亿美元，同比大增 58%，其中，新船订单量中的邮轮、油船和液化气船同比增幅分别达到 36%、133%和 176%，。前 7 月，全球累计新接船舶订单达到 3143 万载重吨，已超 2016 年全年新接船舶订单 3068 万吨。

目前，从国内看，前 7 月订单仅为 1324 万载重吨，累计同比下降 25%，国内船舶企业及原材料受益程度较为有限。从投资价值看，前 7 月的 20 艘邮

轮新船订单价值 126 亿美元，占比 37%，96% 的邮轮订单被欧洲船厂截取。以载重吨计算，今年前 5 月新船订单的 52% 来自 VLCC（超大型邮轮），大部分被韩国船厂截取，中国持有 VLCC 19% 的订单，均来自本国船东。

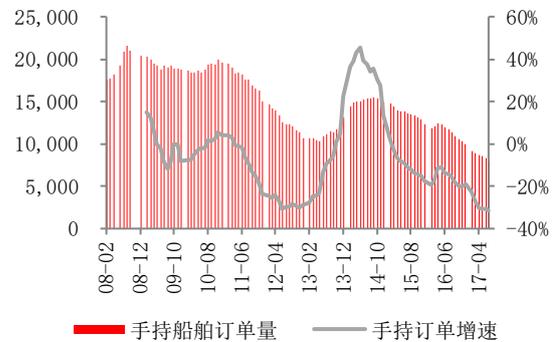
在全球造船行业中，中国造船产业竞争能力较弱，全球船舶订单复苏传导至国内尚需时日。据世界造船海运媒体“Trade Winds”8 月 20 日报道，法国海运公司（CMA-CGM）最近与中国两家造船公司签署了建造意向书，订单包括 9 艘 2.2 万 TEU 级（1TEU 等于 1 个 20 英尺长的集装箱）的超大型集装箱船，每艘造价最高可达 1.6 亿美元（人民币约 10 亿元），9 艘船只的总订单额达到了约 96 亿元人民币。在争夺该订单中，中国造船业击败韩国造船业，或意味着中国造船产业竞争力在上升。

图 14：新接船舶订单量及增速



资料来源：WIND，川财证券研究所；单位：万载重吨

图 15：手持船舶订单量及增速



资料来源：WIND，川财证券研究所；单位：万载重吨

四、 估值评级：低估值钢铁股，给予“增持”评级

盈利假设：1) 根据吨钢模拟利润跟踪，判断 Q3 吨钢毛利大于 Q1、Q2 之和，在其他费用不变的情况下，公司三季度单季盈利水平好于上半年；2) 若没有采暖季限产，我们判断 Q4 吨钢毛利与 Q3 持平，目前限产概率较大，我们预计 Q4 吨钢毛利较 Q3 还将增长 180-250 元；3) 在供给侧改革持续推进、需求端平稳或平稳下滑的情况下，我们预测钢铁未来盈利水平介于今年二、三季度间；4) 公司上半年有高炉中修，产能未达满负荷生产，随着中修结束且年内暂无检修计划，预计下半年产量将提升；4) 未来，在吨钢高盈利背景下，我们判断公司开工热情较高，考虑到检修等情况，我们假设公司产能利用率保持在 90% 的水平上。

表格8. 公司盈利模型预测（部分）

			2017H1	2017Q3	2017Q4	2017E	2018	2019
合并产量								
板材	万吨		440	257	257	953	973	973
长材	万吨		260	105	105	469	396	396
钢管	万吨		60	43	43	147	165	165
吨钢毛利								
板材	元/吨		351	801	881	615	638	676
长材	元/吨		353	876	1039	622	738	825
钢管	元/吨		452	1042	1299	877	1327	1369
毛利润	合计	亿元	27	34	39	101	113	121

资料来源：川财证券研究所

盈利预测：在需求端增速保守条件下，预计 2017-2019 年公司营收分别为 759、766、771 亿元，归属于母公司净利润分别为 35、43、48 亿元，EPS 分别为 1.18、1.42、1.60 元，对应 PE 分别为 6.82、5.66、5.03 倍。公司 2017 年业绩对应 PE 为 6.82 倍，考虑板块估值水平及公司戴帽情况，8-10 倍 PE 较为合适，给予公司“增持”评级。

风险提示

国内外宏观经济形势及政策调整

国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到行业的整体表现，若下游需求进一步恶化，钢铁行业仍然可能出现业绩大幅下滑。

环保等政策风险

若环保执行低于预期，有可能导致钢价下行、公司盈利下行。

下游需求持续低迷对钢铁行业的影响

若下游汽车行业产销量低于预期，房地产行业新开工面积继续下滑，钢铁需求将会继续下降，对钢铁行业影响将十分明显。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	23733	25654	30585	37665	营业收入	49950	75879	76558	77071
现金	6684	4083	5966	11377	营业成本	46468	64294	63671	63333
应收账款	2452	2569	3133	3568	营业税金及附加	292	488	492	496
其他应收款	143	235	252	268	营业费用	884	1220	1275	1312
预付账款	1018	1289	1382	1474	管理费用	1360	1457	1461	1425
存货	8516	10091	11905	13171	财务费用	2316	1733	1594	1427
其他流动资产	4919	7387	7947	7809	资产减值损失	430	0	0	0
非流动资产	47213	46008	44512	42935	公允价值变动收益	25	0	0	0
长期投资	200	252	235	241	投资净收益	57	0	0	0
固定资产	41915	40566	38957	37278	营业利润	-1762	6687	8066	9078
无形资产	3914	3945	3985	4028	营业外收入	144	0	0	0
其他非流动资产	1184	1246	1335	1388	营业外支出	50	0	0	0
资产总计	70946	71662	75097	80600	利润总额	-1668	6687	8066	9078
流动负债	56886	52956	49214	46806	所得税	-115	1003	1210	1362
短期借款	27376	25114	23089	18892	净利润	-1553	5684	6856	7716
应付账款	4768	5346	5150	4627	少数股东损益	-498	2140	2581	2905
其他流动负债	24742	22497	20976	23286	归属母公司净利润	-1055	3544	4275	4811
非流动负债	4763	3725	4047	4242	EBITDA	3460	11364	12692	13627
长期借款	3449	2472	2772	2972	EPS (元)	-0.35	1.18	1.42	1.60
其他非流动负债	1314	1254	1275	1270					
负债合计	61649	56682	53261	51047	主要财务比率				
少数股东权益	3058	5197	7778	10683	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	3016	3016	3016	3016	成长能力				
资本公积	7027	7027	7027	7027	营业收入	20.4%	51.9%	0.9%	0.7%
留存收益	-3834	-260	4015	8826	营业利润	-140.7%	279.4%	20.6%	12.6%
归属母公司股东权益	6239	9783	14058	18869	归属于母公司净利润	-135.7%	235.9%	20.6%	12.6%
负债和股东权益	70946	71662	75097	80600	获利能力				
					毛利率(%)	7.0%	15.3%	16.8%	17.8%
					净利率(%)	4.6%	-2.1%	-2.1%	4.7%
					ROE(%)	-16.9%	36.2%	30.4%	25.5%
					ROIC(%)	1.5%	18.6%	19.6%	22.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	86.9%	79.1%	70.9%	63.3%
					净负债比率(%)	53.11%	50.78%	51.26%	45.49%
					流动比率	0.42	0.48	0.62	0.80
					速动比率	0.26	0.29	0.37	0.52
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	1.06	1.04	0.99
					应收账款周转率	20	28	25	21
					应付账款周转率	8.87	12.71	12.13	12.96
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.35	1.18	1.42	1.60
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.19	1.44	2.20	4.13
					每股净资产(最新摊薄)	2.07	3.24	4.66	6.26
					估值比率				
					P/E	-22.92	6.82	5.66	5.03
					P/B	3.88	2.47	1.72	1.28
					EV/EBITDA	15	5	4	4

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：	以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。	买入：20%以上； 增持：5%-20%； 中性：-5%-5%； 减持：-5%以下。
行业投资评级：	以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。	超配：高于5%； 标配：介于-5%到5%； 低配：低于-5%。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险

险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000