

三季度业绩创上市以来新高，四季度有望受益于华北限产

公司动态

◆**Q3 单季净利高达 5.91 亿元，是上半年的 1.5 倍。**公司 2017 年 1-9 月份实现营业收入 134.06 亿元，同比增长 32.28%，归母净利润 9.96 亿元，同比增长 7121%。2017 年 Q3 单季度归母净利润高达 5.91 亿元，是上半年的 1.46 倍，对应 EPS 为 0.24 元/股，创上市以来单季度盈利的新高。公司 2017 年 Q3 的吨钢净利高达 419 元/吨，环比 Q2 增长了 147.35%。另外，Q3 末负债率较 Q2 末继续下降 2.25 个百分点至 61.74%。

◆**产品结构以长材为主，叠加区域优势提升业绩。**公司拥有生铁产能 535 万吨，粗钢产能 616 万吨，钢材产能 741 万吨，2017 年 1-9 月，共生产型材 307.42 万吨，包括螺纹钢、优特钢棒线材，生产板带材 85.9 万吨，管材 4.67 万吨，产品结构以长材为主。公司地处辽宁、河北、内蒙古三省交汇处，销售网络覆盖板材产能区域性过剩的华北和东北地区，在“2+26”区域限产比较明显的背景下，公司的地理位置显示出一定的优势。

◆**两大钢铁重镇宣布提前限产，钢铁行业供求关系有望继续改善。**唐山市政府办公厅紧急发文要求，钢铁企业错峰生产启动时间由 2017 年 11 月 15 日提前至 2017 年 10 月 12 日 0 时（结束时间是 2018 年 3 月 15 日）。武安市召开紧急扩大会议，要求全市 14 家钢铁企业和 8 家焦化自 10 月 7 日 15 时开始实施错峰生产（截止时间为 2018 年 3 月 31 日）。据测算，唐山和邯郸的钢铁产量占全国的 17.9%，若只考虑唐山和武安，则占 14.8%，而唐山和邯郸的固定资产投资额仅占全国的 1.26%。若取暖季减产认真执行，钢铁行业将面临数个月的利好。

◆**首次覆盖给予“增持”评级。**我们看好今年四季度凌钢股份高盈利水平得以持续，另外公司地处辽宁、河北、内蒙古三省交界处，能够充分享受到采暖季限产带来钢材价格上涨的外溢效应，而且公司产品结构中优特钢棒线材占比较高，预计 2017-2019 年的归母净利润分别为 15.82 亿元、13.91 亿元、12.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.63 元/股、0.55 元/股、0.50 元/股，给予 2017 年 12 倍 PE 估值，6 个月目标价 7.56 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险提示：**1) 全国限产不及预期；2) 公司距离京津冀近而被迫限产；3) 公司经营不善；4) 大盘波动。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,453	14,463	21,808	22,670	23,577
营业收入增长率	-13.36%	16.14%	50.79%	3.95%	4.00%
净利润(百万元)	48	134	1,582	1,391	1,269
净利润增长率	--	181.25%	1081.17%	-12.05%	-8.80%
EPS(元)	0.02	0.05	0.63	0.55	0.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.93%	2.56%	23.40%	18.12%	14.88%
P/E	364	129	11	12	14

增持(首次)

当前价/目标价：6.88/7.56 元

目标期限：6 个月

分析师

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

杨华 (执业证书编号：S0930517090001)

021-22169319

yangh@ebsecn.com

联系人

沈继富

021-22169174

shenjif@ebsecn.com

王凯

021-22169126

wangk@ebsecn.com

市场数据

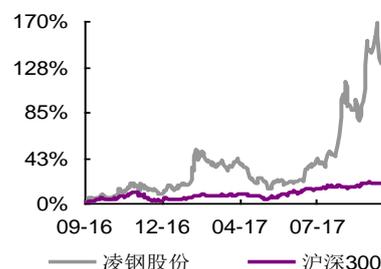
总股本(亿股)：25.19

总市值(亿元)：170.04

一年最低/最高(元)：2.57/7.08

近 3 月换手率：226.59%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.42	92.08	142.79
绝对	5.79	97.96	161.40

相关研报

1、Q3 单季净利高达 5.9 亿元，是上半年的 1.5 倍

公司发布三季报，2017 年 1-9 月份实现营业收入 134.06 亿元，同比增长 32.28%，实现归母净利润 9.96 亿元，同比增长 7121%。

公司 2016 年全年归母净利润仅为 1.34 亿元，2017 年 Q1 归母净利润为 1.67 亿元，2017 年 Q2 归母净利润为 2.38 亿元，则公司 2017 年 Q3 归母净利润高达 5.91 亿元，创公司上市以来单季度盈利的新高，单季 EPS 为 0.24 元/股。2017 年 Q3 公司吨钢净利高达 419.09 元/吨，环比 Q2 增长了 147.32%。

同时，公司也公布了 2017 年三季度经营数据，累计生产钢材（型材、板带材、管材）398 万吨，其中 Q1 生产钢材 116.24 万吨，Q2 生产 140.75 万吨，Q3 生产 141 万吨，吨钢净利分别为 143.32 元/吨，169.45 元/吨，419.09 元/吨。

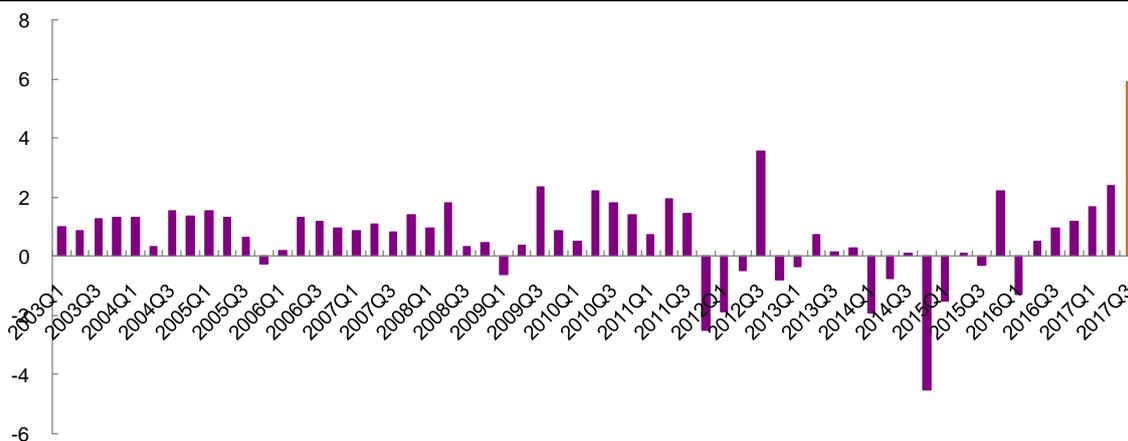
另外值得注意的是，公司负债率进一步下降，Q3 较 Q2 降低 2.25 个百分点至 61.74%。

表 1：凌钢股份单季度财务数据表

季度表	2016 年 Q1	2016 年 Q2	2016 年 Q3	2016 年 Q4	2017 年 Q1	2017 年 Q2	2017 年 Q3
主营业务收入 (亿元)	24.00	37.03	40.31	43.28	38.89	44.73	50.44
同比增长率	3.09%	-3.97%	13.17%	59.92%	62.03%	20.80%	25.12%
钢材产量 (万吨)	63.80	94.80	100.02	94.10	116.24	140.75	141.00
毛利 (亿元)	0.37	2.87	3.50	4.04	3.94	5.37	9.92
吨钢毛利 (元/吨)	57.62	302.27	350.34	429.18	339.30	381.21	703.47
毛利率	1.53%	7.74%	8.69%	9.33%	10.14%	11.99%	19.67%
归属母公司净利润 (亿元)	-1.31	0.51	0.94	1.20	1.67	2.38	5.91
吨钢净利 (元/吨)	-205.07	53.91	93.51	127.68	143.32	169.45	419.09
净利率	-5.45%	1.38%	2.32%	2.78%	4.28%	5.33%	11.72%
同比增长率	亏损	444.35%	扭亏	扭亏	扭亏	366.68%	531.82%
扣非净利润 (亿元)	-1.33	0.51	0.93	1.11	1.47	2.42	5.91
期末净资产 (亿元)	49.72	50.02	50.96	52.22	53.92	55.86	61.71
年化 ROE	-10.52%	4.09%	7.34%	9.20%	12.36%	17.08%	38.30%
资产负债率	67.48%	66.35%	68.43%	66.09%	65.66%	63.99%	61.74%
最新总股本 (亿股)	25.19	25.19	25.19	25.19	25.19	25.19	25.19
全面摊薄 EPS (元/股)	-0.052	0.020	0.037	0.048	0.066	0.095	0.235

资料来源：wind，光大证券研究所

图 1：凌钢股份 2017Q3 单季归母净利润创历史最高水平（亿元）



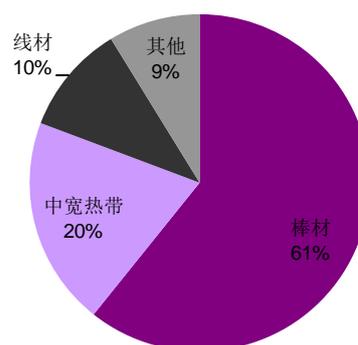
资料来源：wind，光大证券研究所

2、产品结构以长材为主，叠加区域优势提升业绩

为实现战略转型升级、完善优特钢生产工艺、丰富产品结构、提高产品市场竞争能力，公司于 2016 年 12 月末，成功收购了凌钢集团两座 120 吨转炉和 2300m³高炉。公司现有高炉 5 座，其中 450m³高炉 2 座，1000m³高炉 2 座，2300m³高炉 1 座，合计生铁产能 535 万吨；转炉 6 座，其中 35 吨转炉 3 座，120 吨转炉 3 座，合计粗钢产能 616 万吨；钢材产能 741 万吨，其中带钢 140 万吨，线材 60 万吨，棒材 490 万吨，钢管 51 万吨。

从公司公布的前三季度经营数据来看，共生产型材 307.42 万吨，包括螺纹钢、优特钢棒线材，生产板带材 85.9 万吨，管材 4.67 万吨。公司的产品结构以长材为主。

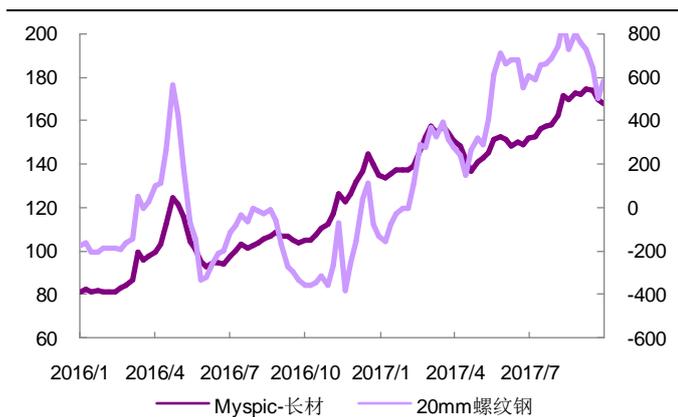
图 2：公司产品以长材为主（2017 年 H1 各产品营收占比）



资料来源：公司财报，光大证券研究所

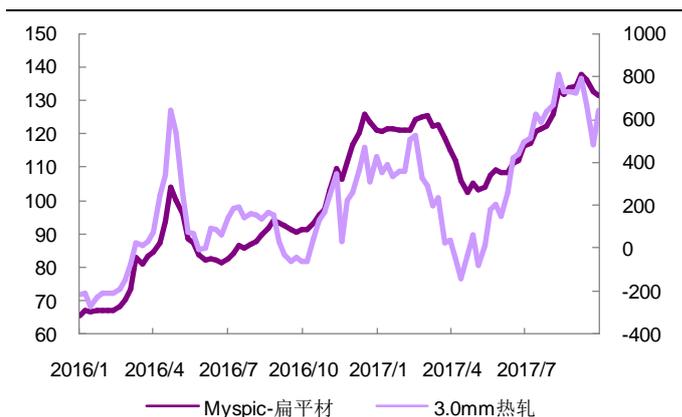
2017 年 Q3，钢价和钢企盈利水平再创新高，我们模拟计算的螺纹钢利润（不考虑库存影响）显示，2017 年 Q3 的平均利润水平较 2017 年 Q2 高出 212 元/吨。模拟计算的热轧板材利润（不考虑库存影响）显示，2017 年 Q3 的平均利润水平较 2017 年 Q2 高出 514 元/吨。

图 3：国内长材价格指数和模拟螺纹钢利润（元/吨）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图 4：国内扁平材价格指数和模拟热轧利润（元/吨）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

公司地处辽宁、河北、内蒙古三省交汇的凌源市，北距辽宁沈阳 360 公里左右，南达北京约 370 公里，距锦州港 200 公里，距秦皇岛港 280 公里，距内蒙古的赤峰市不足 200 公里，是连接东北与华北、沟通内蒙古东部乃至蒙古国与沿海港口的交通要道。独特的地理位置使得公司的资源保障、钢材销售等方面均占有一定优势。

从区域竞争格局看，中国东北、华北地区大型钢铁企业的钢材产品结构以板材为主，公司所在的辽宁省，年产钢能力 5500 万吨，其中有 4000 万吨以上为板材，占全部产能的 73%，导致板材的产能区域性过剩，效益下滑，竞争激烈。而公司产品以棒线材为主，是东北地区最大的棒线材生产基地，弥补了辽宁省乃至东北地区棒线材产能小的缺口，形成了产品差异化的优势，这为公司综合竞争力的发挥提供了良好的市场环境。

图 5：公司销售网络覆盖华北、东北地区



资料来源：公司官网

3、两大钢铁重镇提前限产，供求关系有望显著改善

据西本新干线 10 月 12 日报道，唐山市政府办公厅紧急发文要求，钢铁企业错峰生产启动时间由 2017 年 11 月 15 日提前至 2017 年 10 月 12 日 0 时（结束时间是 2018 年 3 月 15 日）。全市钢铁企业秋冬季错峰生产方案下发前，钢铁企业执行烧结（球团）装备停产 50% 的停限产措施；待全市钢铁行业秋冬季错峰生产方案下发后，严格遵照其执行。

据邯郸环保局的官微“邯郸环保”10 月 9 日报道，10 月 7 日上午，武安市召开紧急扩大会议，要求全市 14 家钢铁企业和 8 家焦化自 10 月 7 日 15 时开始实施错峰生产（截止时间为 2018 年 3 月 31 日），根据统计，武安市 46 座高炉年产能 3335 万吨，其中被要求错峰停产的 30 座高炉年产能合计 2185 万吨，停产截止时间为 2018 年 3 月 31 日。

而在 10 月 9 日晚间，武安市副市长带领公安局副局长突击夜查 4 家钢厂，并明确要求要果断采取调查问询、人员控制、高限处罚等强有力措施，以此倒逼企业真停真限真到位。

2016 年中国粗钢产量 8.08 亿吨，其中河北粗钢产量 1.93 亿吨，而河北粗钢产量 75% 在唐山和邯郸（其中唐山 50%、邯郸 25%），如此来看，两大重镇（唐山、邯郸）的钢铁产量占全国的 17.9%。若只考虑唐山和武安，则占 14.8%。

2016 年全国固定资产投资 56.20 亿元，其中唐山 0.40 亿元、邯郸 0.31 亿元，二者合计占全国的比重为 1.26%。若假设各地单位固定资产投资的耗钢量相同，那么唐山、邯郸占全国钢铁需求的比重仅为 1.26%。

而根据环保部对取暖季的要求，唐山、邯郸的钢铁产量在取暖季期间要求限产 50%，这么来看，全国的供给在未来 5 个月可能减产 7.4%，而需求受到影响在 1% 左右，因此行业的供求关系将会显著改善。

面向未来 3-6 个月，我们相信供给下降的速度会超过需求下降的幅度，钢铁行业的景气高点预计出现在取暖季之后，钢铁行业的盈利仍然面临良好的政策和市场环境，我们继续倾向认为钢铁板块在震荡后仍然会上。

4、首次覆盖给予“增持评级”

公司 Q3 盈利大幅改善，展望后期，钢铁行业供给有望超预期受到限制，采暖季环保限产可能在全国范围内提前开展，有望支撑钢铁价格和钢企盈利水平再次上行。我们看好凌钢股份今年四季度高盈利水平得以持续，另外公司地处辽宁、河北、内蒙古三省交界处，能够充分享受到采暖季限产带来钢材价格上涨的外溢效应。

关键假设：我们预计受采暖季环保限产影响，Q4 钢铁行业供给继续面临高压，供需基本面向好，钢价和钢铁盈利水平维持高位，根据 2017 年 Q3 公司产品售价，预计 Q4 型材售价在 3100 元/吨左右，板带材售价在 3000

元/吨左右，管材售价在 3400 元/吨左右，公司 Q4 业绩有望持平 Q3，全年毛利率为 13.32%（2017 上半年毛利率为 11.13%，而三季度业绩明显好于上半年），业绩可观。2018-2019 年，钢铁行业供给侧改革有望持续推进，钢价和钢铁盈利有望维持在高位震荡，假设钢价在 2018-2019 年有小幅下滑，公司整体盈利水平较 2017 年或有小幅下降，预计 2018 年毛利率为 12.01%，2019 年毛利率为 11.36%。

表 2：凌钢股份 2015-2019E 盈利预测表

单位：百万元	2015 年	2016 年	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,452.84	14,462.73	21,808.88	22,671.03	23,577.11
棒材	5,190.39	6,246.66	10,931.66	11,478.24	12,052.15
中宽热带	1,972.15	2,284.91	3,884.35	4,078.56	4,282.49
线材	440.55	1,038.14	2,076.28	2,180.09	2,289.10
焊接钢管	126.05	150.32	165.35	181.89	200.08
方钢	896.80	409.79	409.79	409.79	409.79
连铸钢坯	61.56	11.40	19.95	20.95	21.99
其他业务	3,765.35	4,321.51	4,321.51	4,321.51	4,321.51
营业成本	12,059.67	13,385.14	18,903.51	19,949.05	20,899.89
棒材	5,168.56	5,933.87	9,291.91	9,986.07	10,605.89
中宽热带	1,940.67	2,025.85	3,185.16	3,425.99	3,640.12
线材	469.44	1,024.89	1,868.65	1,962.08	2,060.19
焊接钢管	133.76	152.07	162.04	178.25	196.07
方钢	856.92	393.81	401.59	401.59	401.59
连铸钢坯	61.91	12.10	18.35	19.27	20.24
其他业务	3,428.41	3,842.55	3,975.79	3,975.79	3,975.79
毛利	393.18	1,077.59	2,905.38	2,721.98	2,677.22
棒材	21.83	312.80	1639.75	1492.17	1446.26
中宽热带	31.48	259.05	699.18	652.57	642.37
线材	-28.88	13.25	207.63	218.01	228.91
焊接钢管	-7.71	-1.75	3.31	3.64	4.00
方钢	39.88	15.99	8.20	8.20	8.20
连铸钢坯	-0.35	-0.70	1.60	1.68	1.76
其他业务	336.94	478.97	345.72	345.72	345.72

资料来源：wind，光大证券研究所

盈利预测：我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 15.82 亿元、13.91 亿元、12.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.63 元/股、0.55 元/股、0.50 元/股。

估值与投资评级：我们采用相对估值法给公司估值。凌钢股份的产品结构主要是型材（螺纹钢、优特钢棒线材），约占 75%，板带材约占 23%，钢管占 2%，而且位置靠近京津冀地区。可比公司我们选择南钢股份、鞍钢股份和首钢股份，2017 年 wind 一致预期 PE 分别是 9.1 倍、10.8 倍、16.4 倍。

综上所述，考虑到凌钢股份产品结构中优特钢棒线材占比较高，且具备地理位置优势，可比公司 2017 年平均 PE 为 12.1 倍，公司目前股价对应 PE

仅为 10.9 倍，因此我们给予 2017 年 12 倍 PE 估值，6 个月目标价 7.56 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司 PE 估值 (2017E)

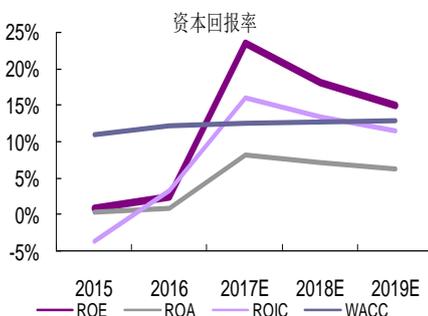
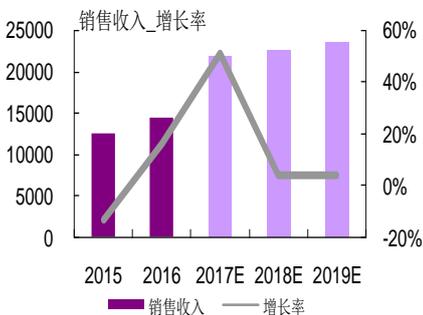
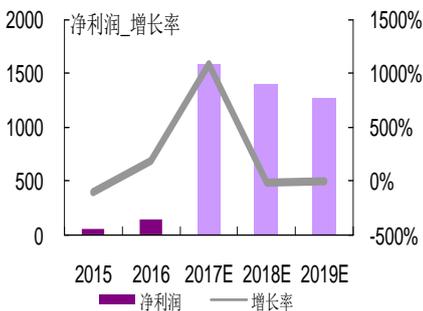
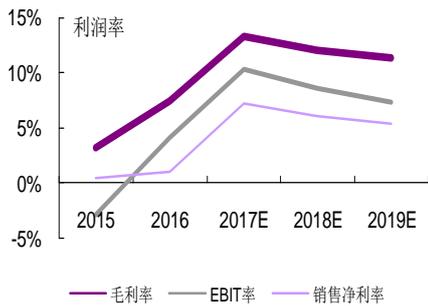
公司	当前股价 (元/股)	2017 年 EPS (E) (元/股)	2017 年 PE
南钢股份	5.34	0.59	9.1
鞍钢股份	6.66	0.61	10.8
首钢股份	6.98	0.43	16.4
平均	--	--	12.1
凌钢股份	6.88	0.63	10.9

备注：可比公司的 EPS 和 PE 来自 wind 一致预期，凌钢股份的 EPS 和 PE 来自光大证券研究所预测

资料来源：wind，光大证券研究所

5、风险提示

- (1) 取暖季全国其他地区限产不及预期风险。受国家政策面以及地方政府钢企执行力度等因素影响，取暖季环保限产有可能不及预期。
- (2) 距离京津冀近而被迫限产。因为公司离京津冀偏近，如果空气不好，或许会扩大减产范围，公司也存在这种可能性，虽然比较低。
- (3) 公司经营不善风险。包括生产安全风险、财务风险、管理风险等。
- (4) 大盘波动风险等。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,453	14,463	21,808	22,670	23,577
营业成本	12,060	13,385	18,903	19,947	20,898
折旧和摊销	478	493	671	721	772
营业税费	24	55	76	91	94
销售费用	263	240	316	363	424
管理费用	435	187	262	317	424
财务费用	395	386	197	167	133
公允价值变动损益	0	5	0	0	0
投资收益	12	1	0	0	0
营业利润	-744	212	2,054	1,785	1,602
利润总额	60	227	2,109	1,855	1,692
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	47.62	133.94	1,582.04	1,391.33	1,268.87

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	15,299	15,399	19,317	19,698	20,422
流动资产	6,160	4,794	8,566	8,668	9,165
货币资金	4,407	2,436	4,362	4,534	4,715
交易型金融资产	0	0	1	1	1
应收帐款	133	142	375	285	311
应收票据	304	377	408	523	533
其他应收款	47	44	126	95	102
存货	1,022	1,234	2,124	1,954	2,110
可供出售投资	28	24	166	166	166
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	7,536	9,070	9,270	9,445	9,589
无形资产	633	608	577	548	521
总负债	10,196	10,177	12,555	12,020	11,892
无息负债	5,337	5,441	8,612	8,582	8,966
有息负债	4,859	4,736	3,943	3,438	2,926
股东权益	5,103	5,222	6,762	7,678	8,530
股本	1,260	2,519	2,519	2,519	2,519
公积金	2,161	1,040	1,198	1,337	1,464
未分配利润	1,669	1,639	3,020	3,797	4,522
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,153	692	4,102	2,319	2,244
净利润	48	134	1,582	1,391	1,269
折旧摊销	478	493	671	721	772
净营运资金增加	-1,021	741	143	132	112
其他	1,647	-676	1,705	74	91
投资活动产生现金流	-81	-2,008	-1,143	-1,000	-1,000
净资本支出	-115	-2,040	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	1	1	0	0	0
其他资产变化	33	31	-143	0	0
融资活动现金流	-255	-939	-1,033	-1,147	-1,063
股本变化	456	1,260	0	0	0
债务净变化	-874	-123	-793	-505	-512
无息负债变化	-166	104	3,171	-30	384
净现金流	843	-2,260	1,926	172	181

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	-13.36%	16.14%	50.79%	3.95%	4.00%
净利润增长率	-106.68%	181.25%	1081.17%	-12.05%	-8.80%
EBITDA 增长率	-190.63%	820.21%	169.14%	-8.54%	-6.19%
EBIT 增长率	-39.97%	-264.46%	279.75%	-13.30%	-11.10%
估值指标					
PE	364	129	11	12	14
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	98	21	7	8	8
EV/EBIT	-32	38	9	11	12
EV/NOPLAT	-41	64	13	14	15
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	1	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	3.16%	7.45%	13.32%	12.01%	11.36%
EBITDA 率	0.95%	7.51%	13.40%	11.79%	10.64%
EBIT 率	-2.89%	4.10%	10.32%	8.61%	7.36%
税前净利润率	0.48%	1.57%	9.67%	8.18%	7.18%
税后净利润率 (归属母公司)	0.38%	0.93%	7.25%	6.14%	5.38%
ROA	0.31%	0.87%	8.19%	7.06%	6.21%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.93%	2.56%	23.40%	18.12%	14.88%
经营性 ROIC	-3.57%	3.37%	16.03%	13.37%	11.53%
偿债能力					
流动比率	0.74	0.56	0.79	0.84	0.90
速动比率	0.62	0.42	0.59	0.65	0.69
归属母公司权益/有息债务	1.05	1.10	1.71	2.23	2.92
有形资产/有息债务	2.91	3.03	4.72	5.53	6.76
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.02	0.05	0.63	0.55	0.50
每股红利	0.01	0.02	0.19	0.17	0.15
每股经营现金流	0.46	0.27	1.63	0.92	0.89
每股自由现金流(FCFF)	0.36	-0.79	0.48	0.42	0.38
每股净资产	2.03	2.07	2.68	3.05	3.39
每股销售收入	4.94	5.74	8.66	9.00	9.36

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

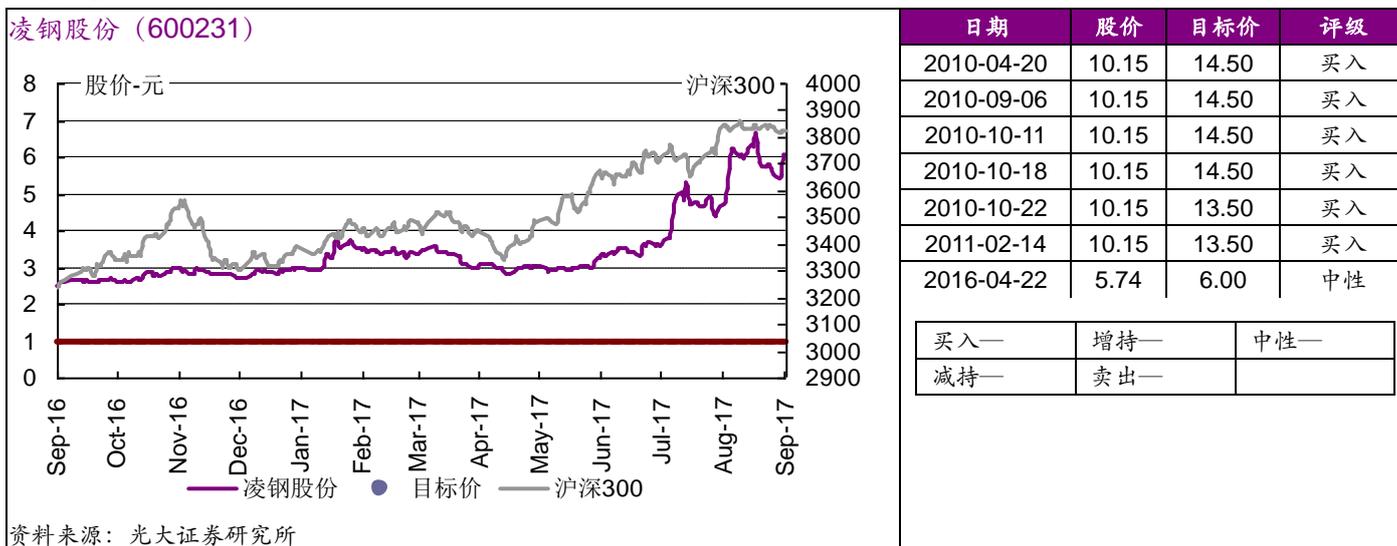
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

杨华，复旦大学经济学硕士，2015 年加入光大证券，负责钢铁行业研究。5 年以上钢铁行业研究经验，曾就任上海钢联（300226，SZ）研究中心主任助理、咨询部副主任等职，对钢铁产业链有深入研究；期间负责工信部、商务部等政府部门专项课题，在钢铁领域有较为丰富的人脉。

投资建议历史表现图



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

上海市新闸路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
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
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
	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
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	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