

# 北方龙头钢铁央企否极泰来



——鞍钢股份 (000898)

## 核心观点

### ❖ 东北钢铁央企，受益于供给侧改革及采暖季限产

钢铁行业供给侧改革成绩斐然，截止 2017 年 5 月，表内产能去化 1.07 亿吨，截止 2017 年 6 月底，地条钢产能去化 1.2 亿吨。公司目前最小的高炉是 2580 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，公司受益于供给侧改革。2017-2018 年采暖季，环保部及地方政府要求部分城市执行环保限产，将导致热卷、带钢等钢材减产，带材在采暖季期间供给将持续偏紧，公司产能产品覆盖热卷、冷卷，且热卷可替代带钢，公司有望受益。

### ❖ 母公司持有非上市钢铁资产或受市场青睐，集团或成兼并主体

上市公司层面，在供给侧改革背景下产能扩张受阻，收购母公司钢铁资产成为可行途径，母公司拥有钢铁资产的上市公司或受市场青睐。公司母公司鞍山钢铁仍有朝阳基地 200 万吨炼钢产能在上市公司体外，与公司存在同业竞争关系。集团层面，按照 46 号文规划，未来将形成 3-4 家 8000 万吨级钢企，鞍钢集团公司 2016 年产量排名第 4，有望成为 3-4 家 8000 万吨级钢企之一。目前，鞍钢集团公司产能约 4700 万吨，离 8000 万吨级尚有差距，不排除集团公司通过兼并重组获得产能扩张机会。2017 年 10 月 13 日，公司公告称鞍钢集团公司拟将其通过鞍山钢铁持有的 6.5 亿公司股票（约占总股本 8.98%）无偿划转给中石油集团。我们认为鞍钢集团等对外兼并重组，有利于改善钢铁行业竞争格局。

### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

根据钢材供需平衡表，判断 2017Q4 吨钢毛利季环比小幅增长，公司 2017Q4 业绩季环比持平；判断明年地产、基建投资需求保持平稳，钢铁行业继续去产能及提高 CR10，行业基本面稳中向好。在需求端增速保守假设下，预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 724.65、745.27、752.76 亿元，归属于母公司净利润分别为 49.58、50.48、50.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、0.70、0.69 元，对应 PE 分别为 9.54、9.37、9.41 倍。考虑行业 PE (TTM) 为 15 倍，公司为 12 倍，公司合理 PE (TTM) 在 15 倍左右，故给予“增持”评级。

### ❖ 风险提示：固定资产投资增速；产业政策变化；行业重组低于预期等。

#### 盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	57,882	72,465	74,527	75,276
+/-%	10%	25%	3%	1%
净利润(百万)	1616	4958	5048	5027
+/-%	-65%	207%	2%	0%
EPS(元)	0.22	0.69	0.70	0.69
PE	29.28	9.54	9.37	9.41

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## ② 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	钢铁
报告时间	2017/11/27
前收盘价	6.54 元
公司评级	增持评级

## ② 分析师

邱瀚萱

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

## ② 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

## 正文目录

一、投资主线 .....	4
1.1.    关键催化剂 .....	4
1.2.    盈利假设与盈利预测 .....	4
1.3.    估值水平与投资结论 .....	4
二、公司概况 .....	5
2.1.    公司简介：东北钢铁央企 .....	5
2.2.    产能产品：板材为主，覆盖长材 .....	6
2.3.    财务表现：17Q3 单季盈利 6 亿元 .....	8
三、投资看点 .....	10
3.1.    产能去化成效斐然，国家严禁新增产能 .....	10
3.2.    集团或成兼并主体，竞争格局有望改善 .....	12
3.3.    公司毗邻华北，将受益华北采暖季限产 .....	13
3.4.    下游需求出现复苏，关注船舶、油气等 .....	15
3.4.1.    千人乘用车保有量与欧美国家仍有差距 .....	15
3.4.2.    全球船舶制造现复苏，国内受益尚需时日 .....	18
3.4.3.    三桶油增加资本支出，利好无缝管 .....	19
四、估值评级：给予“增持”评级 .....	22
风险提示 .....	22
盈利预测 .....	24

## 图表目录

图 1:	公司股权结构图.....	5
图 2:	公司鞍山基地及鲅鱼圈基地分布.....	7
图 3:	主营业务收入占比.....	8
图 4:	主营业务毛利占比.....	8
图 5:	主营业务毛利率.....	9
图 6:	钢铁产品毛利率.....	9
图 7:	平均带息负债及利息支出.....	10
图 8:	公司资本支出情况.....	10
图 9:	国产矿吨钢毛利.....	12
图 10:	进口矿吨钢毛利 .....	12
图 11:	千人汽车保有量对比.....	15
图 12:	汽车用钢中各钢材占比（按成型分） .....	16
图 13:	国内主要汽车板材用钢供应占比情况.....	16
图 14:	波罗的海干散货指数（BDI） .....	18
图 15:	CLARKSONS 新接订单量 .....	19
图 16:	CLARKSONS 手持订单量 .....	19
图 17:	WTI 原油月均价及同比增速 .....	19
图 18:	油气开采固定资产投资及累计增速 .....	19
图 19:	油气管道长度及同比增速.....	20
图 20:	WTI 年均价增速及油气固定资产投资 .....	20
图 21:	无缝钢管价格 .....	21

表格 1.	公司盈利预测与估值.....	5
表格 2.	公司盈利预测比较 .....	5
表格 3.	公司产能产品 .....	6
表格 4.	公司产量及销量 .....	7
表格 5.	钢铁产业链新开工规模年度数据.....	11
表格 6.	前十大钢企粗钢产量及产量占比.....	13
表格 7.	采暖季限产区域产能数据.....	14
表格 8.	2014-2016 年国内投产的主要冷轧汽车板生产线 .....	17
表格 9.	中石油、中石化、中海油资本支出 .....	20
表格 10.	公司盈利预测（部分） .....	22

## 一、投资主线

### 1.1. 关键催化剂

- 1) 采暖季限产将导致热卷、带钢、冷轧等板带材减产，而板带材下游如汽车、家电等季节性较弱，冬季需求有望维持平稳，预计板带材在采暖季期间供给将持续偏紧，公司产能产品覆盖热卷、冷卷，且热卷可替代带钢，公司有望受益。
- 2) 供给侧改革背景下，钢企产能扩张途径有限，收购钢铁资产成为可选途径。多个上市钢企拟收购母公司钢铁资产，如八一钢铁拟收购母公司铁水资产。公司母公司鞍山钢铁旗下仍有朝阳基地 200 万吨产能未注入公司，存在同业竞争。
- 3) 按照 46 号文规划，未来将形成 3-4 家 8000 万吨级钢企，鞍钢集团公司 2016 年产量排名第 4，有望成为 3-4 家 8000 万吨级钢企之一。目前鞍钢集团公司产能约 4700 万吨，离 8000 万吨级尚有差距，不排除集团公司通过兼并重组获得产能扩张机会。2017 年 10 月 13 日，公司公告称鞍钢集团公司拟将其通过鞍山钢铁持有的 6.5 亿公司股票（约占公司总股本的 8.98%）无偿划转给中石油集团。鞍钢集团对外兼并重组，有利于推动行业竞争格局改善。

### 1.2. 盈利假设与盈利预测

盈利假设：1) 根据钢材供需平衡表测算，判断 2017Q4 吨钢毛利较 2017Q3 有小幅增长，公司 2017Q4 业绩季环比持平；2) 判断明年地产、基建投资需求保持平稳，钢铁行业继续去产能及提高行业集中度，行业基本面稳中向好，盈利可维持；3) 需要注意的是公司明年将开始缴纳企业所得税。

盈利预测：在需求端增速保守条件下，预计 2017-2019 年公司营收为 724.65、745.27、752.76 亿元，归属于母公司净利润分别为 49.58、50.48、50.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、0.70、0.69 元，对应 PE 分别为 9.54、9.37、9.41 倍。

### 1.3. 估值水平与投资结论

公司 2017 年业绩对应 PE 为 9.54 倍，考虑行业 PE (TTM) 为 15 倍，公司为 12 倍，公司合理 PE (TTM) 在 15 倍左右，故给予“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)				PE			PB	
				16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E		
鞍钢股份	增持	6.54	406	0.22	0.69	0.70	0.69	29	10	9	9	0.99

资料来源：WIND，川财证券研究所；注：现价为2017年11月23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)				WIND 一致预期			
		16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
000898	鞍钢股份	0.22	0.69	0.70	0.69	0.22	0.63	0.70	0.79

资料来源：WIND，川财证券研究所

## 二、公司概况

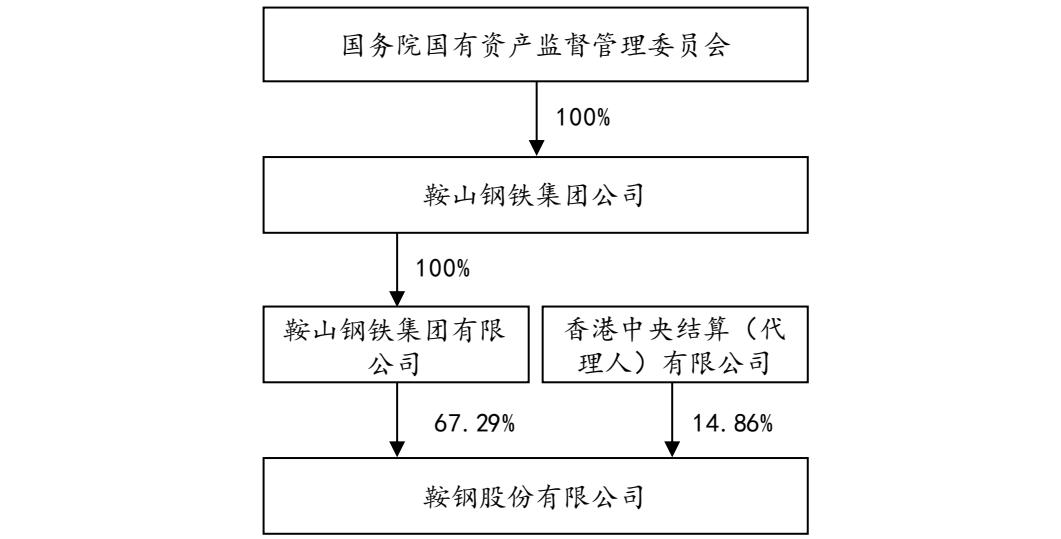
### 2.1. 公司简介：东北钢铁央企

鞍钢股份有限公司（以下简称“公司”）于1997年5月8日由鞍山钢铁集团有限公司（以下简称“鞍山钢铁”）独家发起设立，并于1997年分别在香港联交所（股票代码：00347）和深圳证券交易所（股票代码：000898）挂牌上市。

公司现有股本72.35亿股，其中流通A股61.49亿股、流通H股10.86亿股，控股股东为鞍山钢铁集团有限公司（以下简称“鞍钢集团”），持股比例达到67.29%，公司实际控制人是国务院国资委。公司股本全部为流通股，以2017年11月23日收盘价计，公司流通市值469亿元。

**图 1：公司股权结构图**

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



资料来源：公司公告，Wind，川财证券研究所

## 2.2. 产能产品：板材为主，覆盖长材

**两大基地布局，2500万吨产钢能力。**公司拥有炼焦、烧结、冶炼、轧钢等完整的钢铁生产工艺设备，以及完善的铁、钢、钢材相互配套的生产体系。公司炼铁、炼钢及轧钢产能分别为2400万吨、2520万吨、2437万吨，产品结构合理，高附加值产品比例较高，集装箱板、汽车板、管线板、冷轧硅钢、造船板、涂镀板、高速钢轨、高级石油管等产品在国内居于重要地位。

表格3. 公司产能产品

	产能（万吨）	备注
生铁	2400	高炉设备：3200m <sup>3</sup> *3, 2580m <sup>3</sup> *5, 4038m <sup>3</sup> *2
粗钢	2520	转炉设备：100t*6, 180t*3, 260t*2
钢材：	2437	
热轧板	826	
冷轧板	420	
宽厚板	360	
中板	80	
冷轧硅钢	90	
镀锌与彩涂板	190	
无缝钢管	46	
大型材	270	
线材	155	

资料来源：超短融募集说明书，川财证券研究所

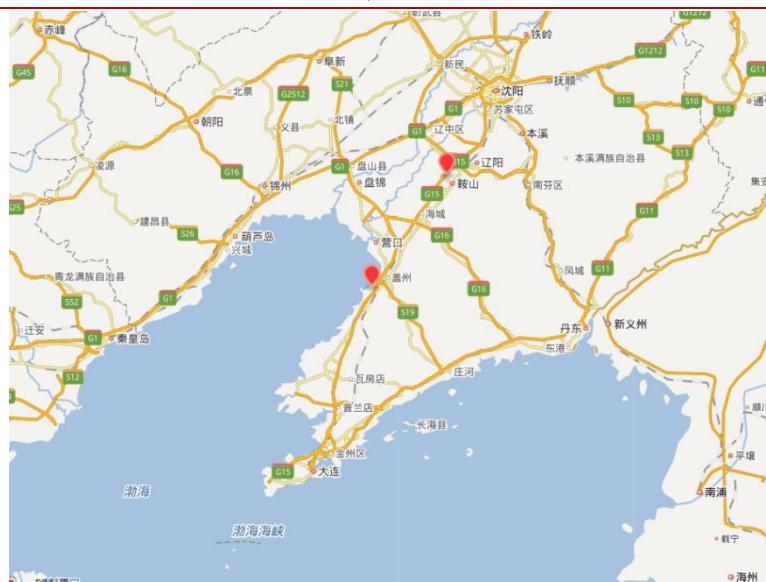
表格 4. 公司产量及销量

产能	2014		2015		2016	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
生铁	2400	2178	2079		2183	
粗钢	2520	2145	2051		2182	
钢材:	2437	2005	1999	1893	1910	1986
热轧板	826	857	854	772	773	761
冷轧板	420	424	424	391	407	435
宽厚板	360	236	232	227	236	240
中板	80	76	75	74	78	85
冷轧硅钢	90	73	72	66	66	90
镀锌与彩涂板	190	118	123	124	122	129
无缝钢管	46	33	34	25	26	27
大型材	270	75	71	95	90	110
线材	155	114	114	120	114	117

资料来源：跟踪评级报告，公司公告，川财证券研究所；单位：万吨

公司已完成钢铁主业在省内鞍山基地、鲅鱼圈基地的布局工作。鞍山基地 1870 万吨精品基地全面建成，包括东部老区和西部新区；鲅鱼圈基地以生产高附加值的宽厚板、热轧板、冷轧板为主，可年产生铁 650 万吨、粗钢 650 万吨、钢材 620 万吨。

图 2：公司鞍山基地及鲅鱼圈基地分布



资料来源：百度地图，川财证券研究所

**铁矿石获取稳定性强，焦炭可完全自供。**公司钢材生产的原材料主要为铁精矿(粉)、喷吹煤、焦炭及废钢等，通过集中采购降低成本。铁矿石方面，鞍山周边地区铁矿资源储量丰富，截至2016年末，公司股东掌握铁矿石资源量88亿吨，拥有2.3亿吨/年采剥生产能力、6500万吨/年选矿处理能力，居国内首位。公司生产所需铁矿石约60%从股东及关联方采购，资源获取稳定。

公司所需煤炭从市场采购，焦炭可完全自供。在煤炭采购上，公司与山西焦煤集团、抚顺煤业集团、阳煤集团、神华集团等签署了中长期战略合作协议，保障公司煤炭供应。

**鲅鱼圈紧邻营口港，具备原料、成材运输优势。**公司鲅鱼圈基地位于营口，粗钢产能650万吨，原料主要依托海外铁矿，主要产品为宽厚板、热轧卷板等。鲅鱼圈基地紧邻营口港20万吨级铁矿石码头，该成品矿码头项目进展顺利，公司与营口港口完成正式签约，合资码头公司已经开始运营。鲅鱼圈港新航线不断拓展，已与40个国家100多个港口建立运输业务，具有进口原料和成品输出的优势，有利于解决宽厚板的运输难题。此外，鲅鱼圈基地还有发达的陆上运输条件，与长大铁路、哈大公路、沈大铁路相连接。

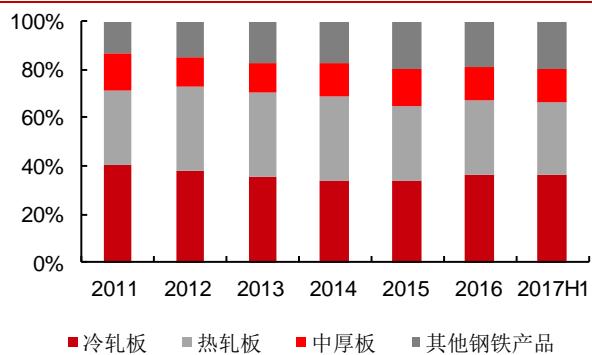
### 2.3. 财务表现：17Q3单季盈利6亿元

**公司前三季度加权ROE7.08%，为2008年来最高。**公司前三季度实现营业收入约605.06亿元，同比上升47.44%；归属于母公司净利润32.85亿元，同比上升236.23%；基本每股收益0.45元，同比上升236.30%；加权平均净资产收益率7.08%，比上年上升4.85个百分点。其中，第3季度实现营业收入约214.49亿元，环比上升8.96%、同比上升37.41%；归属于母公司净利润14.62亿元，环比上升93.90%、同比上升115.95%，对应基本每股收益0.20元，环比上升0.10元、同比上升0.11元。

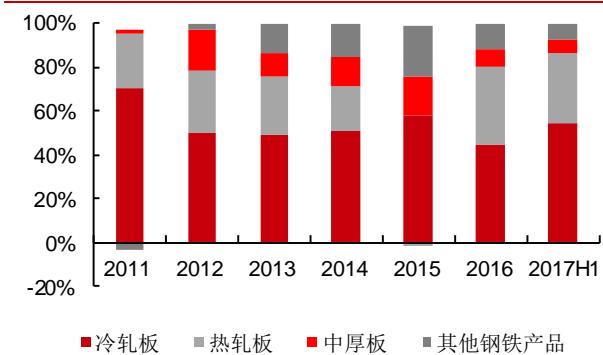
**公司收入、毛利主要依赖热卷及冷卷。**从历史数据看，热卷、冷卷产品贡献了公司主营业务收入的7成，冷卷对公司主营业务毛利的贡献较为稳定，约占5成。今年上半年，受益于钢铁行业供给侧改革及工程机械、汽车等行业向好，公司板卷产品盈利良好。

图 3：主营业务收入占比

图 4：主营业务毛利占比

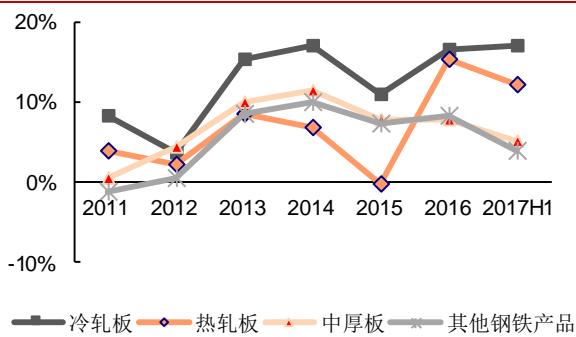


资料来源：Wind, 川财证券研究所



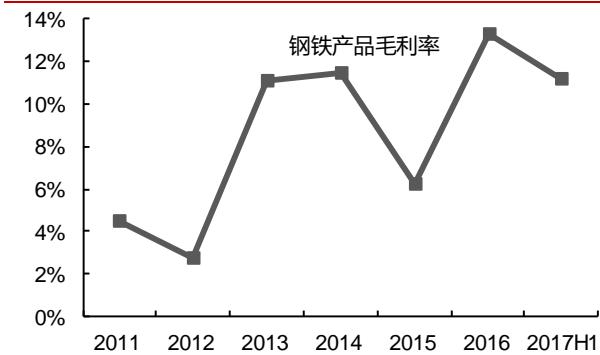
资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 5：主营业务毛利率



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 6：钢铁产品毛利率

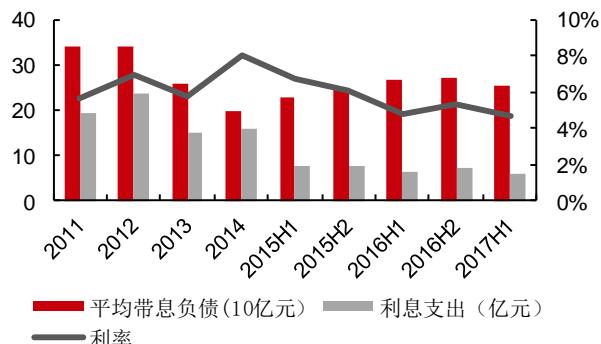


资料来源：Wind, 川财证券研究所

**资本支出压减，推动杠杆下降。**在钢铁行业供给侧改革的背景下，公司资本支出较少，目前公司的短期投资主要集中在技改、节能减排等方面，主要在建工程包括炼钢总厂三工区转炉车间环保改造工程、4300 厚板线新增预矫直机和冷矫直机工程、能源管控中心 6 万 m<sup>3</sup>/h 制氧机组工程和冷轧高强连退线公辅（含主厂房）改造工程等，投资总额 20.08 亿元，截至 2017 年 3 月 31 日，已累计投入 15.85 亿元。根据规划，2017 年公司对主要建设项目及对外投资拟投入资金 14.95 亿元。资金来源主要为经营活动现金流入和银行借款，资本支出压力较小。

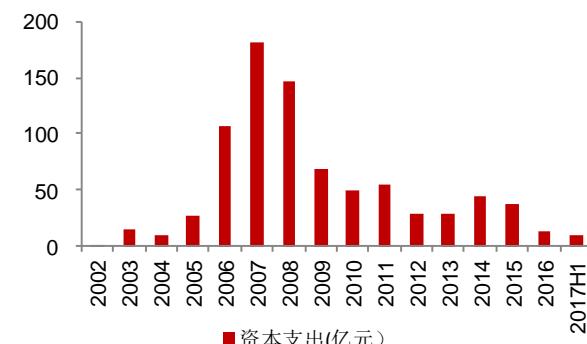
随着资本支出的下降及行业、公司盈利能力的恢复，未来公司的带息负债、融资利率及利息支出有望下降，进一步优化公司的利润表及资产负债表。

图 7：平均带息负债及利息支出



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 8：公司资本支出情况



资料来源：Wind, 川财证券研究所

### 三、投资看点

#### 3.1. 产能去化成效斐然，国家严禁新增产能

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 2017 年 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。

从生产设备上看，公司目前最小的高炉是 2580 立方米，最大的高炉达到 4038 立方米，公司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。

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。

国家严禁新增产能，2018 年钢铁去产能继续推进。2017 年 11 月 17 日，工信部、发改委赴中国钢铁工业协会进行三方会商，明确 2018 年将重点做好以下几方面工作：一是认真落实《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，有效推进钢铁去产能各项工作；二是建立健全市场化、法治化取

缔“地条钢”长效机制，严防“地条钢”死灰复燃；三是督促各地做好产能置换工作，严禁新增钢铁产能。

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 5. 钢铁产业链新开工规模年度数据**

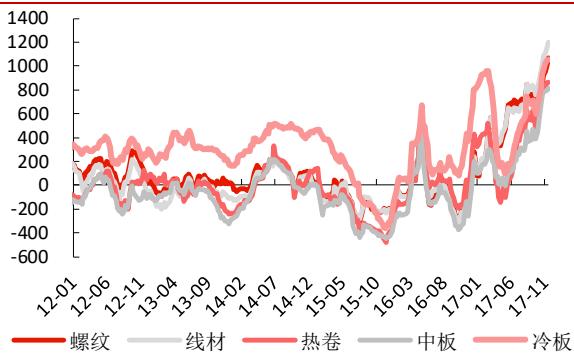
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
原煤开采	39402	43304	33978	48249	57410	60740	65209	44238	34766	25306
同比		10%	-22%	42%	19%	6%	7%	-32%	-21%	-27%
焦炭	5790	7453	10249	9077	11182	9318	7126	7300	4816	2192
同比		29%	38%	-11%	23%	-17%	-24%	2%	-34%	-54%
铁矿开采	10408	11182	11069	9772	17152	17516	21159	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。

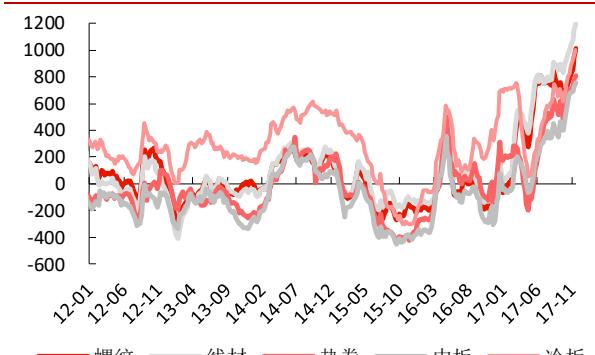
**钢铁行业盈利复苏，2017年三季度创新高。**2016年国家启动供给侧改革以来，伴随产能去化及需求复苏，行业盈利大幅好转，钢铁行业普遍扭亏。2017年上半年，各省取缔地条钢产能，行业盈利进一步好转，2017Q3吨钢盈利创近年新高。

图 9：国产矿吨钢毛利



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：元

图 10：进口矿吨钢毛利



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 3.2. 集团或成兼并主体，竞争格局有望改善

国家严控新增产能，上市公司多通过对内收购母公司资产或对外收购钢企实现产能扩张。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），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。

在国家严控新增产能、实施供给侧改革的过程中，上市公司难以通过新建扩张产能，收购炼铁、炼钢资产是可行的途径。2016年，宝钢集团合并武钢集团，宝钢股份合并武钢股份即是案例；2017年以来，多个上市公司收购或拟收购母公司炼铁炼钢资产，如八一钢铁拟收购母公司铁水相关资产。

鞍山钢铁拥有三个钢铁冶炼基地，分别为鞍山基地、鲅鱼圈基地及朝阳基地，其中鞍山基地及鲅鱼圈基地均归属于上市公司，朝阳基地未在上市公司体内。2005年，国家发改委批准鞍本钢铁集团建设朝阳200万吨钢铁项目（即鞍钢集团朝阳钢铁有限公司，简称“鞍钢朝阳钢铁”）。

2007年3月，公司收到鞍山钢铁的《关于投资朝阳钢铁项目的征询意见函》，征询公司是否出资该钢铁项目。由于当时公司正在投资建设鲅鱼圈钢铁项目，因此经过董事会讨论决定同意由鞍钢集团出资建设朝阳钢铁项目，公司暂不出资建设。据公司2016年年报披露，鞍山钢铁承诺在公司提出收购要求时，将以合理的价格将所持有的股权优先转让给本公司，目前公司暂无计划。

**鞍钢集团公司或定位为3-4家8000万吨级钢企之一。2016年，国资委联同**

发改委、工信部向国务院提交针对钢铁业过剩产能、结构优化调整的顶层设计方案——“46号文”。这个方案为钢铁行业未来十年指明了路径和目标，其中提及到2025年，中国钢铁产业60%-70%的产量将集中在10家左右的大集团内，其中包括8000万吨级的钢铁集团3-4家、4000万吨级的钢铁集团6-8家，以及一些专业化的钢铁集团。

**表格 6. 前十一大钢企粗钢产量及产量占比**

排名	钢企名称	2016年粗钢产量(万吨)	粗钢产量占比
1	中国宝武钢铁集团	6381	8%
2	河钢集团有限公司	4492	6%
3	江苏沙钢集团	3325	4%
4	鞍山钢铁集团公司	3319	4%
5	首钢集团	2680	3%
6	山东钢铁集团有限公司	2302	3%
7	马钢(集团)控股有限公司	1863	2%
8	北京建龙重工集团有限公司	1645	2%
9	湖南华菱钢铁集团有限责任公司	1548	2%
10	本钢集团有限公司	1440	2%
11	日照钢铁控股集团有限公司	1386	2%

资料来源：根据新闻资料整理；川财证券研究所

2016年，按照宝武合并后的前10大钢企集团口径计算，前10粗钢产量占比为36%，距离国家规划的60%-70%目标较远。从2016年国内钢企粗钢产量及粗钢产量排名看，鞍钢集团公司粗钢产量达到3319万吨，名列第4，有望成为3-4家8000万吨级钢铁集团之一。2016年，唐山钢厂平均产能利用率为89.23%，考虑到唐山钢厂产能利用率高于其他地级市，而央企、国企的产能利用率亦普遍高于其他企业，可假设鞍钢集团公司2016年产能利用率为89.23%，倒推鞍钢集团公司粗钢产能约3700万吨。鞍钢集团公司离8000万吨级钢企尚有距离，在国内严禁新增产能的背景下，鞍钢集团公司大概率通过兼并重组获得产能扩张机会。大型钢企对外兼并重组，有利于推动行业竞争格局改善，也有利于鞍钢集团增强在铁矿石等原料端的议价能力。

### 3.3. 公司毗邻华北，将受益华北采暖季限产

限产区域板卷产能占比较大，限产影响不容小觑。2017年3月，环保部、发改委等印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》(以下简称《工作方案》)，称为确保完成大气十条确定的2017年各项目标任务，制定

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2017年工作方案。该工作方案实施范围为京津冀大气污染传输通道包括北京市，天津市，河北省石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸市，山西省太原、阳泉、长治、晋城市，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市，河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市（以下简称“‘2+26’城市”）。

《工作方案》要求实施工业企业采暖季错峰生产，并提及“重点城市加大钢铁企业限产力度”，要求“各地实施钢铁企业分类管理，按照污染排放绩效水平，制定错峰限停产方案。石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产50%，以高炉生产能力计，采用企业实际用电量核实。”除“2+26”城市外，临汾、徐州、许昌、信阳、平顶山等城市主动提出采暖季限产，限产力度从30%-50%不等。

根据我们的测算，“2+26”城市及其他限产城市粗钢产能合计在3.5亿吨以上，粗钢产能在全国占比大于30%，采暖季限产预计影响粗钢产量4000-5000万吨。以上限产区域的主要的轧钢产能包括螺纹、线材、型材、中厚板、热卷、冷卷、带钢等，在全国占比分别为28%、53%、46%、35%、32%、29%、82%。在四季度固定资产同比增速6%的假设下，测算得从11月到12月，供给缺口月环比增加243万吨，若考虑到冬储，供给缺口或扩大更多。

**表格7. 采暖季限产区域产能数据**

		粗钢	螺纹	线材	型材	中厚板	热卷	冷轧	镀锌	带钢
2+26 限产区域	产能	32947	5683	8800	1450	2540	6365	2220	1225	8148
	产能占比	29%	23%	44%	46%	29%	29%	28%	32%	82%
非 2+26 限产区域	产能	6087	1270	1660	0	520	650	150	0	0
	产能占比	5%	5%	8%	0%	6%	3%	2%	0%	0%
限产区域	产能	39034	6953	10460	1450	3060	7015	2370	1225	8147.5
合计	产能占比	34%	28%	53%	46%	35%	32%	29%	32%	82%

资料来源：川财证券研究所；单位：万吨

公司地处东北，受益于华北限产区域板卷、带钢产量收缩。唐山等城市依据钢厂环保水平区别对待钢企，环保较好的钢企限产较少。生产热卷、冷卷的钢企多为环保较好、限产较少的大钢企，但限产区域热卷产能在全国占比较大，对热卷产量影响仍不容小觑。此外，限产区域带钢产能在全国占比达到82%，且生产带钢的多为环保较差、限产较多的中小钢企，放大了带钢产量受影响程度。若带钢缺货，下游企业或考虑使用热卷替代，进一步利好热卷。从区域上看，公司毗邻限产区域，公司热卷、冷卷等产品或将受益。

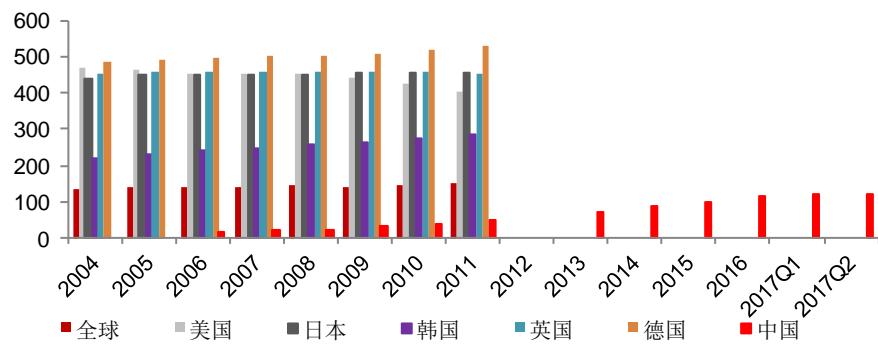
### 3.4. 下游需求出现复苏，关注船舶、油气等

#### 3.4.1. 千人乘用车保有量与欧美国家仍有差距

千人乘用车保有量远落后美英日韩，提升空间较大。在 2016-2017 年购置税优惠的刺激下，2016 年、2017 年前 10 月乘用车销量分别同比增长 15.85%、2.34%。2018 年，乘用车购置税优惠取消，且 2017 年购置税优惠还将透支一部分 2018 年销量，2018 年乘用车产销增长动力将主要来自存量替代及居民收入增长。特别是地产限购情况下，居民有更多可支配收入用于消费及购买乘用车。

从长期看，国内千人乘用车保有量仍落后于全球平均水平、更远落后于欧美日等发达国家，上升空间巨大。2017 年上半年，国内千人乘用车保有量达到 122 辆，而在 2011 年，全球、美国、英国、德国、日本、韩国的千人乘用车保有量分别已达到 153、403、454、531、455、284 辆。

图 11：千人汽车保有量对比



资料来源：Wind, 川财证券研究所；单位：辆

汽车用钢需求稳中有增，产能投放渐进尾声。汽车是钢铁行业重要的下游行业，各种钢材在汽车总重量中所占比例为 70% 左右，汽车耗钢量约占国内粗钢需

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

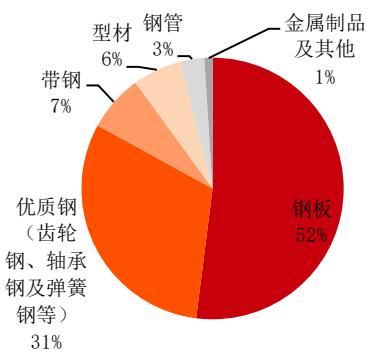
求的 8%。生产一辆轿车需要耗费的钢材总量为 1.16t, SUV 和 MPV 乘用车的钢材单耗为 1.55t, 交叉型乘用车的平均单车耗钢量为 0.88t, 货车的平均单车耗钢量为 3.42t, 客车钢材（含底盘）单耗为 4.49t。

汽车用钢中，钢板占 52%，优质钢（齿轮钢、轴承钢及弹簧钢等）占 31%，其余钢材如带钢、钢管、型材、金属制品共占 17%。以制造 1 辆轿车为例，需使用钢板 600-800kg、优质钢 300-500kg、带钢 80-100kg、型材 70-90kg、钢管 30-50kg、金属制品及其它 10kg 左右。

汽车用板材主要包括热轧中板、冷轧薄板及镀锌板。热轧中板主要用于载重汽车车架纵梁、横梁、车厢横梁、车轮轮幅、轿车的滚形车轮轮辋、轮幅等。冷轧薄板主要用于车身，要求钢板成形性能良好，表面质量好，厚度公差小。电镀锌板、热镀锌板主要用作轿车车身。

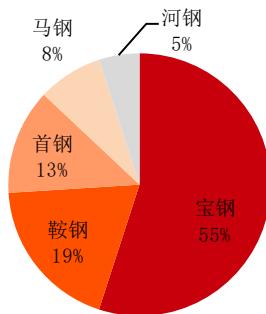
2016 年以来，严查公路超载及货车更新周期到来，载货车产销增速较高，拉动热轧板需求。中长期看，具备较大增长点的仍是乘用车，乘用车对热轧板的性能要求更高、对冷板的消耗更大。此外，随着新能源汽车的发展，汽车对于材料轻量化、高强度要求逐步增高。预计冷轧产品在汽车中的应用会越来越广，未来汽车用钢将向着冷轧产品转移。

图 12：汽车用钢中各钢材占比（按成型分）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 13：国内主要汽车板材用钢供应占比情况



资料来源：中联钢数据库（数据包含普通板材的汽车板材产品），  
川财证券研究所

冷轧薄板、镀锌板除用于汽车外，还可以用于家电等领域。2010 年前后，冷轧板吨钢毛利一度较其他钢材品种高 600-800 元，因其利润丰厚，逐渐成为钢厂投资的主要方向。2014-2016 年是冷轧、镀锌汽车板投产的高峰期，据我  
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

们不完全统计，期间投产的冷轧、镀锌产能大于 1600 万吨。

**表格 8. 2014-2016 年国内投产的主要冷轧汽车板生产线**

序号	企业名称	项目名称	投产时间	涉及品种	轧机	产能/万吨	应用领域
1	本钢	三冷轧	2015 年	冷轧、镀锌	2150mm	220	家电板、汽车板
2	华菱	安米合资项目	2014 年	冷轧、镀锌	2200mm	150	家电板、汽车板
3	唐钢	开平工业园	2015 年	冷轧、镀锌	1750mm	150	家电板、汽车板
4	鞍钢	神户合作	2016 年	冷轧		40	汽车板
5	鞍钢	广州	2016 年	镀锌	GI 和 GA	45	高强度镀锌汽车用板
6	鞍钢	重庆	2015 年	镀锌	1650mm 镀锌	45	高强度汽车用板、热成型镀锌
7	攀钢	西昌	2014 年	冷轧、热镀锌	2030mm	170	汽车板、家电板
8	武钢	防城港	2015 年	冷轧、热镀锌	2030mm	220	超高强度汽车板、家电板
9	包钢	新体系汽车板项目	2016 年	冷轧	2030mm	150	汽车板、家电板
10	宝钢	湛江	2016 年	冷轧、热镀锌	2030mm	220	高端汽车板
11	宝钢	宝日 4 号镀锌	2015 年	镀锌	1880 冷轧 4 号镀锌	42	高档热镀锌板和高强钢汽车板
12	浦项	广东热镀锌二期	2015 年	镀锌	高级镀锌、镀锌合金	23	汽车板
13	马钢	合肥热镀锌	2017 年	镀锌	热镀锌-镀锌硅	32	高档家电、汽车用钢板
14	合计					1507	

资料来源：根据新闻资料及上市公司公告整理，川财证券研究所

2017 年，新投产的冷轧、镀锌板项目主要是宝钢股份湛江 1550mm 冷轧线，设计产能 255 万吨。2018 年，将投产的冷轧、镀锌项目主要为山东钢铁日照精品板材基地的 2030mm 冷轧生产线，设计年产商品卷 280 万吨，其中冷轧、镀锌产品合计 200 万吨，此外，河北敬业的冷轧产线也将于当年投产。2019 年将投产的冷轧、镀锌项目为首钢的京唐二期。总体来看，2016 年后，冷轧、镀锌板产能新投产减少，行业供需平衡将逐渐得到改善。

**公司是国内重要汽车用钢供应商。**公司是国内最早生产汽车用钢的企业，可生产汽车大梁用钢、高强车轮用钢等热轧系列产品和深冲钢、高强钢、第三代汽车用钢等冷轧和镀锌系列产品。公司汽车用钢产品开发将向高强和热镀锌方向发展，开发形成以新一代先进高强汽车用钢为代表的产品系列。目前，公司拥有镀锌板产能 160 万吨、彩涂板产能 3 万吨，此外，公司的联营公司鞍钢蒂

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

森克虏伯汽车钢有限公司(公司持股 50%，不计入合并报表，以下简称“TAGAL”)拥有 80 万吨镀锌板产能。 TAGAL 持股 15% 的广州公司拥有 45 万吨镀锌板产能， TAGAL 持股 37.5% 的重庆公司拥有 45 万吨镀锌板产能，并于 2017 年 9 月进入正式运营阶段。

### 3.4.2. 全球船舶制造现复苏，国内受益尚需时日

**BDI** 指数上升，全球船舶订单现曙光。2016 年 2 月 11 日， BDI 指数跌至 15 年来最低点 290 点，今年以来 BDI 最高反弹至 1588 点，是最低点的 5.5 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 14：波罗的海干散货指数 (BDI)

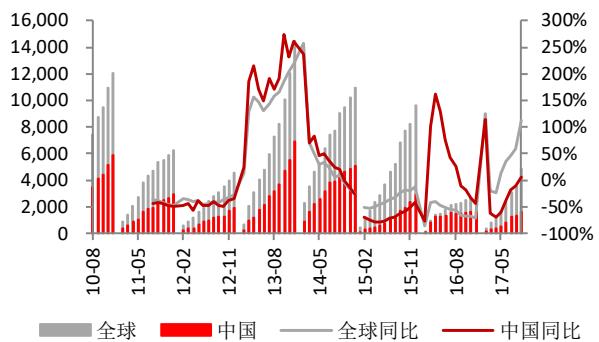


资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

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。前 9 月，全球累计新接船舶订单达到 4843 万载重吨，

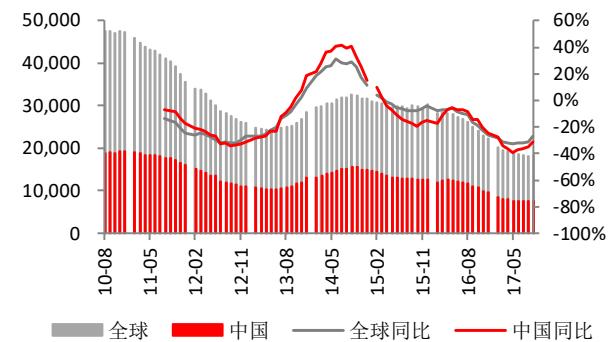
同比增加 112%；较 2016 年全年累计新接船舶订单多 2101 万载重吨。

图 15：Clarksons 新接订单量



资料来源：Wind, 川财证券研究所；单位：万载重吨

图 16：Clarksons 手持订单量



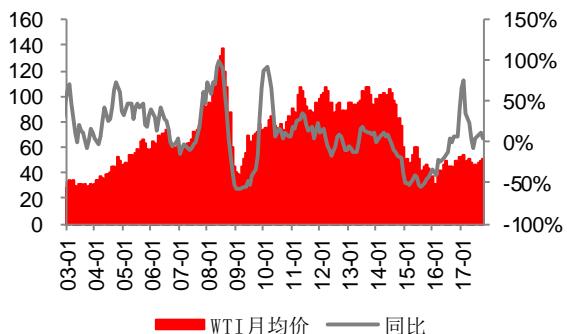
资料来源：Wind, 川财证券研究所；单位：万载重吨

从国内看，前 9 月新增订单量仅为 1600 万载重吨，累计同比增加 6%、同比增速转正，但同比增速低于全球。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有限，国内船舶企业及原材料受益船舶复苏尚需时日。

### 3.4.3. 三桶油增加资本支出，利好无缝管

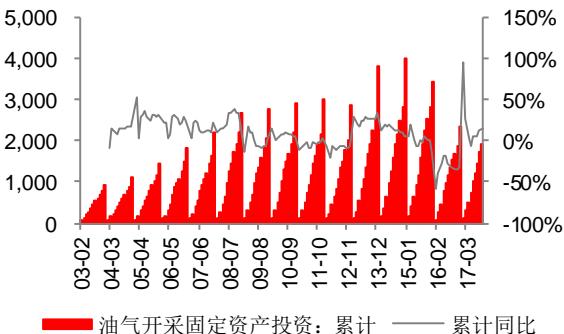
2014 年 6 月后，原油价格腰斩一半，油气行业资本支出下降。WTI 原油月均价从 2014 年 6 月后急剧下滑，2014 年年底的时候，价格腰斩一半至 50 美元/桶附近，此后再度从 60 美元/桶价格腰斩一半至 30 美元/桶。油价在 2014 年年底腰斩后，2015 年油气固定资产投资增速即下降，为 -15%，中石油油气管道在 2015 年的增速仅为 1%。

图 17：WTI 原油月均价及同比增速



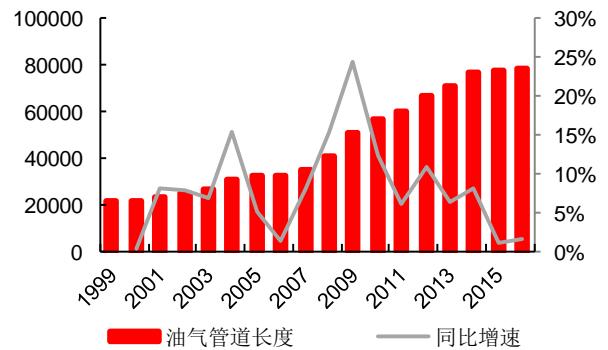
资料来源：Wind, 川财证券研究所；单位：美元/桶

图 18：油气开采固定资产投资及累计增速



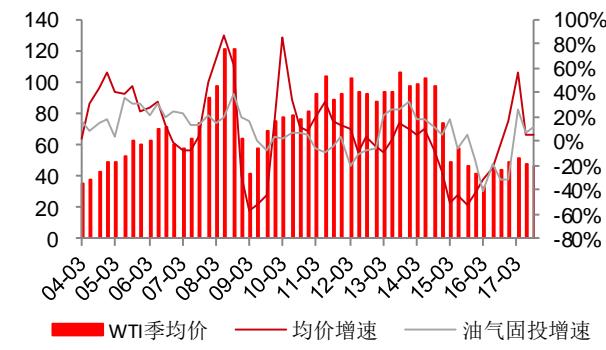
资料来源：Wind, 川财证券研究所；单位：亿元

图 19：油气管道长度及同比增速



资料来源：Wind, 川财证券研究所；单位：公里

图 20：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 9. 中石油、中石化、中海油资本支出

		2011	2012	2013	2009	2010	2011
中国石油	勘探与生产	1622	2272	2264	2215	1578	1302
	增速		40%	0%	-2%	-29%	-17%
	天然气与管道	626	729	574	329	204	203
	增速		16%	-21%	-43%	-38%	0%
	.....						9%
	合计	2844	3525	3187	2917	2022	1724
	增速		24%	-10%	-8%	-31%	-15%
中国石化	勘探与生产	587	783	1053	802	547	322
	增速		33%	35%	-24%	-32%	-41%
	.....						57%
	合计	1302	1587	1851	1546	1124	765
	增速		22%	17%	-16%	-27%	-32%
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

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

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%

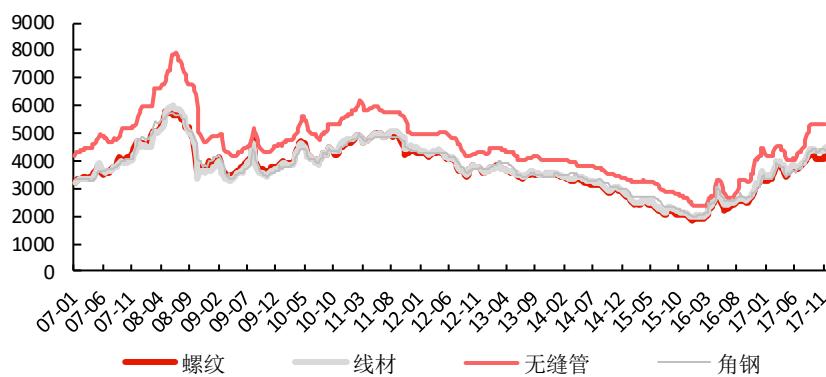
资料来源：公司公告，川财证券研究所；单位：亿元

**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，公司拥有46万吨无缝管产能。**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，客观上有利于公司。公司产品包括管线管无缝钢管（热轧）、石油套管和油管管体（热轧）等产品。

图 21：无缝钢管价格



资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所；单位：元/吨

## 四、估值评级：给予“增持”评级

盈利假设：1) 根据钢材供需平衡表测算，判断 2017Q4 吨钢毛利较 2017Q3 有小幅增长，公司 2017Q4 业绩季环比持平；2) 判断明年地产、基建投资需求保持平稳，钢铁行业继续去产能及提高行业集中度，行业基本面稳中向好，盈利可维持；3) 需要注意的是公司明年将开始缴纳企业所得税。

**表格 10. 公司盈利预测（部分）**

	钢材品种	单位	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销量	冷轧板	万吨	854	773	761	776	784	784
	热轧板	万吨	619	595	654	667	674	674
	中厚板	万吨	307	314	325	332	335	335
	其他钢铁产品	万吨	219	230	254	259	262	262
	<b>合计</b>	<b>万吨</b>	<b>1,999</b>	<b>1,912</b>	<b>1,994</b>	<b>2,034</b>	<b>2,054</b>	<b>2,054</b>
吨钢毛利	冷轧板	元	498	254	450	578	601	652
	热轧板	元	282	-7	421	549	571	623
	中厚板	元	379	190	186	313	336	384
	其他钢铁产品	元	580	335	357	485	508	576
	<b>平均</b>	<b>元</b>	<b>435</b>	<b>193</b>	<b>353</b>	<b>481</b>	<b>504</b>	<b>559</b>
毛利润	<b>合计</b>	<b>亿元</b>	<b>86</b>	<b>33</b>	<b>77</b>	<b>104</b>	<b>110</b>	<b>121</b>

资料来源：川财证券研究所

盈利预测及评级：在需求端增速保守条件下，预计 2017-2019 年公司营收为 724.65、745.27、752.76 亿元，归属于母公司净利润分别为 49.58、50.48、50.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.69、0.70、0.69 元，对应 PE 分别为 9.54、9.37、9.41 倍。公司 2017 年业绩对应 PE 为 9.54 倍，考虑行业 PE (TTM) 为 15 倍，公司为 12 倍，公司合理 PE (TTM) 在 15 倍左右，故给予“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
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	57882	72465	74527	75276
现金	1968	5144	15407	23450	<b>营业成本</b>	50186	62016	63504	63161
应收账款	1942	3221	3042	3164	<b>营业税金及附加</b>	271	780	803	811
其他应收款	362	375	413	408	<b>营业费用</b>	1928	2175	2176	2157
预付账款	2586	3792	3680	3727	<b>管理费用</b>	1626	1349	1485	1483
存货	10466	13252	12929	13117	<b>财务费用</b>	1286	1174	1173	1069
其他流动资产	8352	14786	13145	13569	<b>资产减值损失</b>	1421	200	200	200
<b>非流动资产</b>	<b>62393</b>	<b>59197</b>	<b>55758</b>	<b>52289</b>	<b>公允价值变动收益</b>	0	1	1	1
长期投资	2968	2670	2769	2736	<b>投资净收益</b>	427	208	281	256
固定资产	49065	46051	42894	39658	<b>营业利润</b>	1591	4979	5469	6653
无形资产	5755	5329	4883	4443	<b>营业外收入</b>	61	101	88	92
其他非流动资产	4605	5147	5212	5452	<b>营业外支出</b>	32	45	41	42
<b>资产总计</b>	<b>88069</b>	<b>99768</b>	<b>104374</b>	<b>109723</b>	<b>利润总额</b>	1620	5035	5516	6703
<b>流动负债</b>	<b>36789</b>	<b>42377</b>	<b>41891</b>	<b>42222</b>	<b>所得税</b>	5	76	469	1676
短期借款	18995	21103	20400	20635	<b>净利润</b>	1615	4959	5047	5027
应付账款	10055	13808	13667	13750	<b>少数股东损益</b>	-1	1	-0	0
其他流动负债	7739	7467	7824	7838	<b>归属母公司净利润</b>	1616	4958	5048	5027
<b>非流动负债</b>	<b>5992</b>	<b>7627</b>	<b>8662</b>	<b>9830</b>	<b>EBITDA</b>	6328	10382	10956	12118
长期借款	1296	2732	3801	4993	<b>EPS (元)</b>	0.22	0.69	0.70	0.69
其他非流动负债	4696	4895	4861	4837					
<b>负债合计</b>	<b>42781</b>	<b>50004</b>	<b>50553</b>	<b>52052</b>					
少数股东权益	406	407	407	407					
股本	7235	7235	7235	7235					
资本公积	31519	31519	31519	31519					
留存收益	6064	10602	14658	18507					
归属母公司股东权益	44882	49357	53414	57265					
<b>负债和股东权益</b>	<b>88069</b>	<b>99768</b>	<b>104374</b>	<b>109723</b>					
现金流量表					主要财务比率				
	单位:百万元				会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	<b>成长能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>4349</b>	<b>4303</b>	<b>11908</b>	<b>9784</b>	<b>营业收入</b>	9.7%	25.2%	2.8%	1.0%
净利润	1615	4959	5047	5027	<b>营业利润</b>	-58.9%	212.9%	9.9%	21.6%
折旧摊销	3451	4230	4314	4397	<b>归属于母公司净利润</b>	-64.8%	206.8%	1.8%	-0.4%
财务费用	1286	1174	1173	1069	<b>盈利能力</b>				
投资损失	-427	-208	-281	-256	<b>毛利率(%)</b>	13.3%	14.4%	14.8%	16.1%
营运资金变动	-1590	-6235	1732	-450	<b>净利率(%)</b>	2.8%	6.8%	6.8%	6.7%
其他经营现金流	14	383	-78	-2	<b>ROE (%)</b>	3.6%	10.0%	9.5%	8.8%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-550</b>	<b>-829</b>	<b>-594</b>	<b>-672</b>	<b>ROIC (%)</b>	4.5%	9.1%	10.0%	10.0%
资本支出	1393	1600	1067	1244	<b>偿债能力</b>				
长期投资	0	-295	98	-33	<b>资产负债率(%)</b>	48.6%	50.1%	48.4%	47.4%
其他投资现金流	843	476	571	540	<b>净负债比率(%)</b>	47.81%	43.76%	45.40%	46.38%
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5413</b>	<b>-298</b>	<b>-1051</b>	<b>-1070</b>	<b>流动比率</b>	0.70	0.96	1.16	1.36
短期借款	2676	2108	-703	234	<b>速动比率</b>	0.40	0.62	0.83	1.03
长期借款	334	1436	1069	1191	<b>营运能力</b>				
普通股增加	0	0	0	0	<b>总资产周转率</b>	0.66	0.77	0.73	0.70
资本公积增加	0	0	0	0	<b>应收账款周转率</b>	38	28	24	24
其他筹资现金流	-8423	-3842	-1418	-2495	<b>应付账款周转率</b>	6.33	5.20	4.62	4.61
<b>现金净增加额</b>	<b>-1633</b>	<b>3176</b>	<b>10263</b>	<b>8042</b>	<b>每股指标(元)</b>				
					<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.22	0.69	0.70	0.69
					<b>每股经营现金流(最新摊薄)</b>				
					<b>每股净资产(最新摊薄)</b>	0.60	0.59	1.65	1.35
					<b>估值比率</b>				
					<b>P/E</b>	29.28	9.54	9.37	9.41
					<b>P/B</b>	1.05	0.96	0.89	0.83
					<b>EV/EBITDA</b>	10	6	6	5

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

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。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。

## 行业公司评级

**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。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

**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。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 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，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，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关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

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001