

钢铁行业盈利创历史新高后回归理性

——钢铁板块 2018 年报及 2019 年一季报综述

行业动态

◆**2018 年板块盈利再创历史最佳，分红金额同比增长 26%。**2018 年 26 家上市钢企合计归母净利润同比增长 34%，再创历史最佳，加权平均 ROE 为 15.4%，加权平均 ROIC 为 11.8%。共有 16 家钢企合计分红金额 277.3 亿元，同比增长 25.6%；加权平均分红率为 36%、股息率为 5.3%。

◆**2019Q1 扣非净利环比下降 37%，盈利回归理性。**受行业低迷影响，钢铁板块 2019Q1 扣非净利环比下降 37%，是近七个季度新低，渐回归理性。2019Q1 板块期间费用率为 5.8%，表明钢企重视降本增效；平均所得税率为 18%，相比 2018 年增长 3 个百分点，后期仍有增长空间。

◆**2018 年板块钢产量同比增 9.7%，2019 年目标增长 3%。**2018 年上市钢企粗钢产量 29655 万吨，同比增长 9.7%；2019 年目标粗钢产量为 30509 万吨，同比增长 2.9%。2018 年板块吨钢吨钢扣非净利 308 元。

◆**2018 年减员 3.4%，人均薪酬 16.5 万元/年。**2018 年末上市钢企员工 42.47 万人，同比下降 3.4%，继续减员增效；人均粗钢产量 698 吨/人，同比增长 13.6%，劳动效率持续提升。2018 年钢铁行业上市公司平均薪酬 16.5 万元/年，员工薪酬占扣非净利润的比重加权平均值为 79%。

◆**资产负债率已降至 57%，PB 为 1.03 倍。**2018 年末钢铁板块资产负债率为 57.9%，同比下降 4.6 个百分点；2019Q1 再下降 0.7 个百分点至 57.2%。2019Q1 期末钢铁板块净资产 6447 亿元，同比增长 730 亿元。目前钢铁板块 PB (2019Q1) 为 1.03 倍，估值水平较低。

◆**经营净现金流和自由现金流 FCF 显著改善，折旧增加。**2018 年板块由于业绩改善，经营净现金流 1745 亿元，同比增长 28.5%；2019Q1 同比增长 137%，因为需求启动提前。2018 年板块自由现金流 FCF 为 1132.6 亿元，同比增加 303 亿元；板块 2018 年折旧同比增加 45 亿元。

◆**钢企“内功”愈扎实，打铁还需“自身硬”。**钢企盈利逐步回归理性，但“内功”愈加扎实，主要体现在：(1) 板块资产负债率已经下降至 57%；(2) 钢企员工劳动效率、薪酬持续提升；(3) 期间费用率持续下降，所得税率逐渐上升至较合理水平；(4) 钢企折旧稳步增加；(5) 多家上市钢企具备高分红率。所谓“打铁还需自身硬”，虽然行业盈利难以长期维持高位，但钢企自身素质改善，利于行业长期稳健发展。

◆**短期期待估值修复行情，维持“增持”评级。**短期来看，2019Q2 供给受抑制、需求稳健成长，钢铁板块盈利或环比回升。钢铁板块目前 PE (TTM) 为 7.6 倍，PB (2019Q1) 为 1.03 倍，资产负债率已降至 57.2%，分红率较高，短期内有望具备估值修复行情。维持钢铁行业“增持”评级。建议重点关注低估值、治理好、高分红、高附加值的个股：大冶特钢、华菱钢铁、方大特钢、宝钢股份。

◆**风险提示：**钢价波动风险；公司经营不善风险；大盘波动风险等。

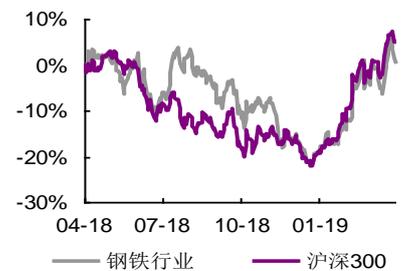
增持 (维持)

分析师

王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523812
wangk@ebsecn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzh@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 钢铁板块 2018 年盈利再创历史最佳，2019Q1 扣非净利环比降 37%.....	3
1.1、 2018 年盈利再创历史最佳，净利同比增长 34%	3
1.2、 共有 16 家钢企拟分红，方大特钢股息率 12%居首	4
1.3、 2019Q1 扣非净利环比降 37%，PE(TTM)为 7.6 倍.....	5
1.4、 期间费用率持续下降，2019Q1 所得税率 18%.....	7
2、 2019 年钢产量或再创新高，供给弹性不容忽视	8
2.1、 上市钢企 2019 年目标粗钢产量同比增长 3%	8
2.1、 2018 年钢铁板块吨钢扣非净利润 308 元/吨.....	10
2.2、 2018 年板块减员 3.4%，人均薪酬 16.5 万元.....	11
3、 板块资产负债率已降至 57%，PB 为 1.03 倍	12
3.1、 2019Q1 期末板块资产负债率降至 57.2%.....	12
3.2、 当前板块 PB 仅为 1.03 倍，估值水平较低	13
4、 2018 年经营净现金流和 FCF 显著改善，资本开支有所增长.....	14
4.1、 2018 年经营净现金流同比增长 28.5%，2019Q1 同比增长 137%	14
4.2、 钢铁板块 FCF 同比显著改善，资本开支有所增加.....	15
5、 供给弹性使钢铁盈利逐渐回归理性，短期期待估值修复行情	17
6、 风险提示.....	18

1、钢铁板块 2018 年盈利再创历史最佳，2019Q1 扣非净利环比降 37%

1.1、2018 年盈利再创历史最佳，净利同比增长 34%

2018 年钢铁行业继续呈现供给端紧缩格局，需求端则有所回暖，带动钢价上涨，钢材利润水平继续显著改善，再创历史最佳水平。

2018 年，A 股 26 家上市钢企合计营业收入同比增长 14.4%，毛利增长 25.1%，归母净利润同比增长 33.9%。分公司来看，宝钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁的归母净利润位列前三，宝钢股份占全板块的 24%。

2018 年上市钢企扣非净利润为 937 亿元，其中排名前五：宝钢股份（206 亿元）、华菱钢铁（67.6 亿元）、鞍钢股份（66 亿元）、新钢股份（58 亿元）、三钢闽光（57 亿元）。

表 1：上市钢企 2018 年营收与盈利情况（亿元）

名称	市值	营业收入	毛利润	归母净利润	毛利率	净利率	PE	ROE	ROIC
宝钢股份	1597	3052	456.9	215.7	15.0%	7.1%	7.4	12.2%	9.8%
鞍钢股份	379	1052	170.3	79.5	16.2%	7.6%	4.8	15.3%	12.2%
华菱钢铁	227	914	158.9	67.8	17.4%	7.4%	3.4	38.7%	20.8%
三钢闽光	299	362	103.9	65.1	28.7%	18.0%	4.6	35.5%	35.8%
马钢股份	262	820	121.6	59.4	14.8%	7.3%	4.4	21.1%	14.6%
新钢股份	189	570	82.0	59.1	14.4%	10.4%	3.2	31.1%	26.8%
太钢不锈	259	729	117.1	49.8	16.1%	6.8%	5.2	16.3%	10.5%
柳钢股份	175	474	68.2	46.1	14.4%	9.7%	3.8	43.8%	28.7%
南钢股份	172	436	87.8	40.1	20.1%	9.2%	4.3	26.1%	20.9%
河钢股份	340	1210	172.9	36.3	14.3%	3.0%	9.4	6.4%	5.5%
包钢股份	775	672	105.6	33.2	15.7%	4.9%	23.3	6.3%	6.4%
韶钢松山	125	271	47.9	33.1	17.7%	12.2%	3.8	53.5%	38.7%
方大特钢	209	173	56.8	29.3	32.9%	16.9%	7.1	45.4%	47.6%
抚顺特钢	79	58	8.5	26.1	14.5%	44.6%	3.0	62.5%	54.9%
首钢股份	209	658	85.3	24.0	13.0%	3.7%	8.7	9.5%	5.9%
山东钢铁	195	559	58.7	21.1	10.5%	3.8%	9.2	10.4%	6.7%
杭钢股份	176	264	33.5	19.4	12.7%	7.3%	9.1	10.5%	9.9%
安阳钢铁	80	332	41.9	18.6	12.6%	5.6%	4.3	22.3%	17.0%
重庆钢铁	178	226	29.6	17.9	13.1%	7.9%	9.9	9.6%	10.2%
凌钢股份	88	208	26.4	12.0	12.7%	5.8%	7.3	16.1%	12.4%
沙钢股份	193	147	33.0	11.8	22.4%	8.0%	16.4	26.4%	32.3%
酒钢宏兴	136	454	50.2	10.9	11.0%	2.4%	12.4	10.4%	6.3%
本钢板材	145	502	49.4	10.4	9.8%	2.1%	14.0	5.4%	5.1%
八一钢铁	62	201	25.7	7.0	12.8%	3.5%	8.9	17.3%	9.4%
大冶特钢	59	126	15.8	5.1	12.6%	4.1%	11.5	11.6%	10.5%
西宁特钢	39	68	0.1	-20.5	0.2%	-30.2%	-1.9	-188%	-7%
合计	6646	14537	2208.1	978.0	15.2%	6.7%	6.8	15.4%	11.8%

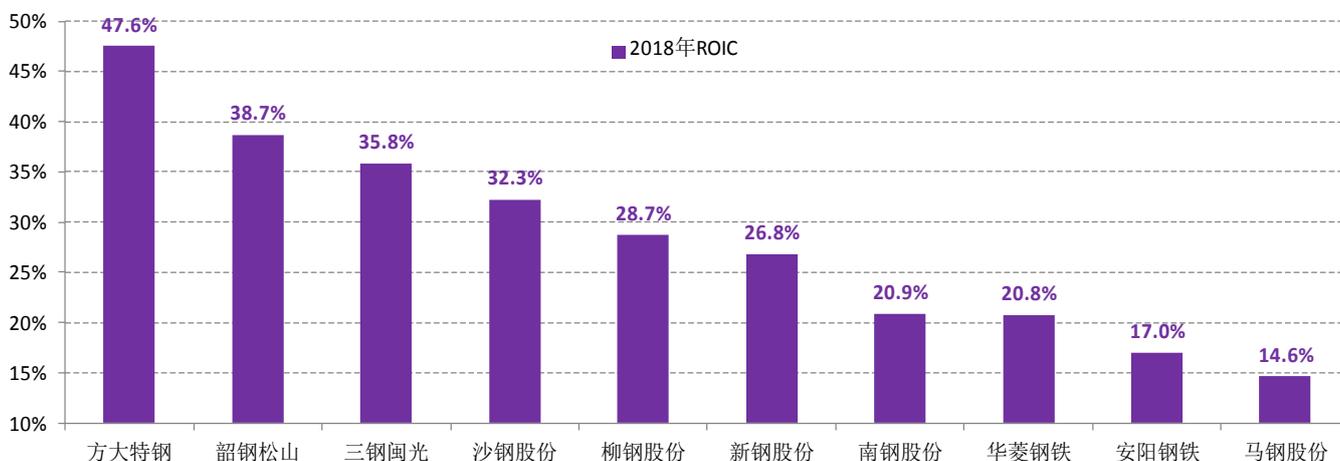
资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所（参照 2019 年 4 月 30 日收盘价）

26家上市钢企平均毛利率为15.2%，同比增长了1.43个百分点；平均净利率为6.7%，同比增长1.03个百分点。其中，方大特钢、三钢闽光的毛利率和净利率均名列前茅。（注：抚顺特钢2018年非经常收益较高，实际扣非净利为负，因此本文在做盈利相关排名时剔除抚顺特钢）。

以2019年4月30日收盘价计算，26家上市钢企总市值为6646亿元，板块PE(2018)为6.8倍，其中PE(2018)最低的是新钢股份(3.2倍)、华菱钢铁(3.4倍)、韶钢松山(3.8倍)、柳钢股份(3.8倍)。

26家上市钢企2018年加权平均ROE为15.4%，其中韶钢松山为53.5%，方大特钢为45.4%；2018年加权平均ROIC为11.8%，其中方大特钢为47.6%。

图1：2018年上市钢企ROIC前十名



资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

1.2、共有16家钢企拟分红，方大特钢股息率12%居首

从2018年报来看，26家上市钢企中，共有16家上市钢企拟分配现金股利，共拟分红277.3亿元，分红金额同比增长25.6%，合计分红金额占16家公司合计归母净利润的36%；参照2019年4月30日收盘价，这16家公司平均股息率为5.3%。

从全钢铁板块角度来看，合计分红金额占板块全部26家上市钢企归母净利润的28.4%；按照2019年4月30日收盘价，全部26家公司加权平均股息率为4.2%。

其中，分红占归母净利润比例最高的钢企为方大特钢(84.2%)、大冶特钢(70.6%)、宝钢股份(51.6%)、三钢闽光(50.2%)、马钢股份(46.6%)。

按照2019年4月30日收盘价，股息率最高的上市钢企为方大特钢(11.8%)、三钢闽光(10.9%)、马钢股份(10.6%)、柳钢股份(8.8%)、南钢股份(7.7%)。

表 2: 上市钢企 2018 年报拟分红 (按股息率排名)

公司名称	2018 年分红金额 (亿元)	分红/归母净利润	股息率
方大特钢	24.7	84.2%	11.8%
三钢闽光	32.7	50.2%	10.9%
马钢股份	27.7	46.6%	10.6%
柳钢股份	15.4	33.4%	8.8%
南钢股份	13.3	33.1%	7.7%
宝钢股份	111.3	51.6%	7.0%
大冶特钢	3.6	70.6%	6.1%
鞍钢股份	15.9	20.0%	4.2%
新钢股份	6.4	10.8%	3.4%
河钢股份	10.6	29.3%	3.1%
安阳钢铁	2.4	12.9%	3.0%
太钢不锈	5.7	11.5%	2.2%
凌钢股份	1.2	10.2%	1.4%
本钢板材	1.9	18.7%	1.3%
沙钢股份	1.3	11.2%	0.7%
包钢股份	3.2	9.6%	0.4%
分红的 16 家上市钢企合计	277.3	36.0%	5.3%
全部 26 家上市钢企合计	277.3	28.4%	4.2%

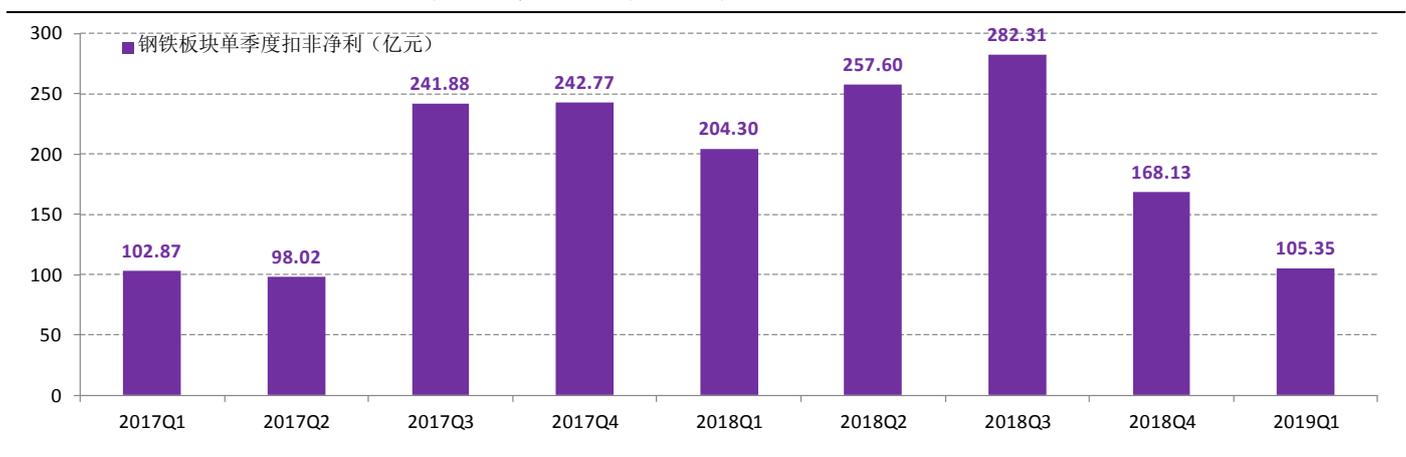
资料来源: 公司财报、光大证券研究所 (参照 2019 年 4 月 30 日收盘价)

1.3、2019Q1 扣非净利环比降 37%，PE(TTM)为 7.6 倍

2019Q1，受环保限产执行力度偏弱叠加需求淡季的影响，钢铁行业景气度较 2018Q4 继续有所下行，钢价和钢铁利润均有所回调。

26 家上市钢企 2019Q1 合计归母净利润同比下降 48%，环比下降 46%；扣非归母净利润环比下降 37%，降至近七个季度以来的新低。

图 2: 2019Q1 钢铁板块合计扣非净利润降至近七个季度新低



资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所

分公司来看，2019Q1 仅有河钢、南钢、杭钢、首钢的扣非净利环比增长；26 家上市公司的加权平均 ROE 为 1.7%，其中方大特钢最高，为 9.8%。

表 3：上市钢企 2019Q1 单季度营收与利润数据（亿元）

名称	营业收入	归母净利润	环比	同比	扣非净利	环比	单季 ROE
宝钢股份	655	27.26	-53%	-46%	27.83	-51%	1.5%
鞍钢股份	245	4.17	-62%	-74%	3.92	-44%	0.8%
太钢不锈	171	3.45	-62%	-76%	3.28	-63%	1.1%
马钢股份	177	0.84	-77%	-94%	0.56	-166%	0.3%
华菱钢铁	237	10.92	-16%	-29%	11.02	-13%	5.9%
三钢闽光	83	9.62	-28%	0%	9.50	-33%	5.0%
南钢股份	118	8.37	47%	-17%	7.74	32%	5.1%
新钢股份	135	7.49	-62%	-14%	7.29	-62%	3.8%
柳钢股份	103	3.84	-72%	-63%	3.77	-72%	3.5%
方大特钢	39	4.70	-23%	-16%	4.47	-26%	9.8%
韶钢松山	66	4.05	-26%	-53%	4.16	-32%	6.2%
首钢股份	154	2.74	4%	-46%	2.75	13%	1.1%
包钢股份	134	4.87	-52%	-24%	4.75	-50%	0.9%
山东钢铁	138	1.51	-148%	-76%	1.39	-55%	0.7%
河钢股份	293	3.70	45%	-1%	3.65	57%	0.7%
杭钢股份	65	4.38	32%	-13%	4.27	29%	2.3%
安阳钢铁	56	0.57	-80%	-56%	0.45	-88%	0.7%
本钢板材	118	2.72	29%	-23%	2.59	-18%	1.4%
凌钢股份	52	0.69	-186%	-73%	0.75	-196%	0.9%
八一钢铁	39	-1.94	-258%	-235%	-1.96	-256%	-5.0%
沙钢股份	29	1.00	-45%	-61%	0.82	-51%	2.2%
酒钢宏兴	97	0.31	63%	-75%	0.25	-141%	0.3%
大冶特钢	30	0.86	-34%	-5%	0.85	-31%	1.9%
重庆钢铁	53	1.50	-51%	-57%	1.28	-47%	0.8%
西宁特钢	19	0.16	-101%	43%	-0.46	-96%	1.5%
抚顺特钢	16	0.50	-98%	-330%	0.44	-145%	1.2%
合计	3324	108.28	-46%	-48%	105.35	-37%	1.7%

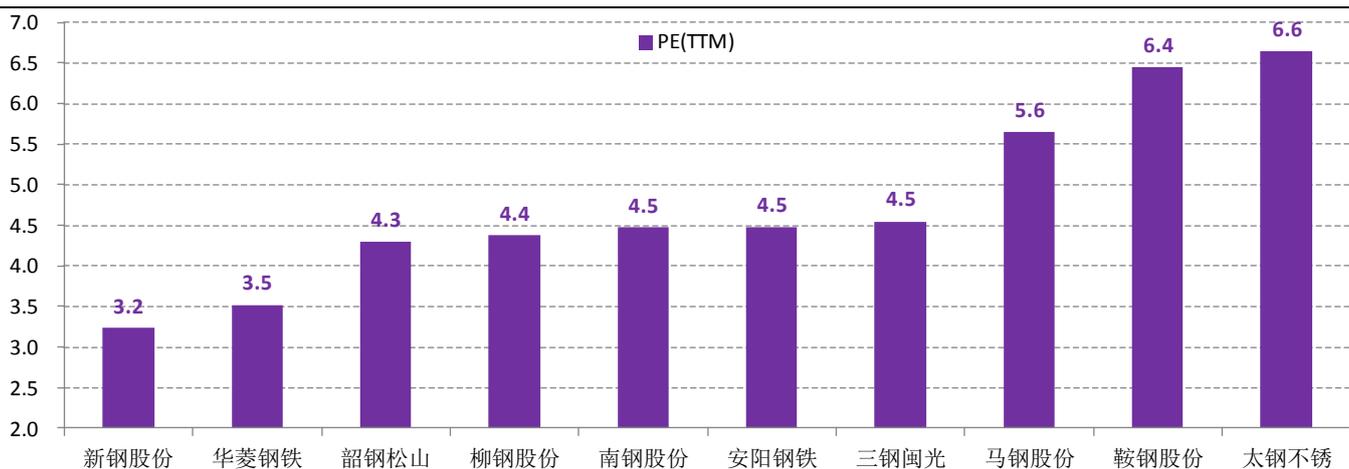
资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

结合上市钢企 2018Q2 至 2019Q1 的盈利水平，以 2019 年 4 月 30 日收盘价计算，26 家上市钢企 PE (TTM) 为 7.6 倍，较 PE (2018) 有所增高。

其中 PE (TTM) 最低的上市钢企：

新钢股份 (3.2 倍)、华菱钢铁 (3.5 倍)、韶钢松山 (4.3 倍)、柳钢股份 (4.4 倍)、南钢股份 (4.5 倍)、安阳钢铁 (4.5 倍)、三钢闽光 (4.5 倍)、马钢股份 (5.6 倍)、鞍钢股份 (6.4 倍)、太钢不锈 (6.6 倍)。

图 3: PE (TTM) 最低的 10 家上市钢企 (截止 2019Q1)



资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所 (按 2019 年 4 月 30 日收盘价计算)

1.4、期间费用率持续下降, 2019Q1 所得税率 18%

2018 年 26 家上市钢企的加权平均期间费用率为 6.4%, 同比 2017 年小幅增长了 0.4 个百分点, 其中 2018 年期间费用率最低的上市钢企是新钢股份 (2.3%)、沙钢股份 (2.4%)、杭钢股份 (2.5%)。

2019Q1, 26 家上市钢企的平均期间费用率为 5.8%, 相比 2018 年全年水平下降 0.6 个百分点, 表明钢铁企业重视降本增效, 其中 2019Q1 期间费用率最低的上市钢企是新钢股份 (2.1%)、柳钢股份 (2.2%)、杭钢股份 (2.3%)。

从企业所得税率来看, 2018 年上市钢企的加权平均所得税率为 15%, 同比增长 1.5 个百分点, 多数钢企由于此前亏损具备税盾、享受税率优惠、具备投资收益等原因, 最终实际所得税率低于 25% 的正常水平; 达到或接近 25% 的上市钢企仅有 5 家, 分别是凌钢股份 (27.1%)、杭钢股份 (26.5%)、三钢闽光 (25.1%)、方大特钢 (23.7%)、沙钢股份 (23.6%)。

2019Q1, 26 家上市钢企的加权平均所得税率相比 2018 年有所提升, 上升 3 个百分点至 18%, 但仍低于 25% 的正常水平。我们预计, 随着钢铁企业盈利的恢复, 板块的整体企业所得税率也将逐渐提高, 对板块的净利率将有所影响。

其中, 2019Q1 企业所得税率最高的上市钢企分别凌钢股份 (32.1%)、河钢股份 (31.4%)、马钢股份 (31.0%)、沙钢股份 (26.3%)、鞍钢股份 (25.9%)、三钢闽光 (25.2%)、包钢股份 (24.2%)、杭钢股份 (22.9%)、方大特钢 (22.4%), 这些公司的所得税率已达到或接近 25%, 后期税负增长压力较小。

从固定资产折旧来看, 2018 年上市钢企总折旧费用为 638.91 亿元, 同比 2017 年增加 45 亿元。在折旧有所增加的背景下, 钢铁板块 2018 年盈利水平仍显著上升, 说明钢铁行业的盈利较为扎实。

表 4：上市钢企期间费用率、所得税率、折旧

名称	期间费用率			所得税率			2018 年折旧 (亿元)	折旧同比变化 (亿元)
	2019Q1	2018	2017	2019Q1	2018	2017		
宝钢股份	5.5%	6.8%	5.7%	18.3%	16.3%	15.1%	185.49	8.27
鞍钢股份	5.8%	6.0%	6.3%	25.9%	20.5%	-2.4%	35.16	1.85
太钢不锈	6.7%	7.5%	7.9%	1.7%	8.0%	0.4%	34.85	0.11
马钢股份	4.9%	5.0%	4.5%	31.0%	14.3%	12.7%	37.72	2.12
华菱钢铁	4.9%	6.3%	6.2%	12.4%	7.8%	0.6%	28.99	1.98
三钢闽光	4.1%	3.8%	4.1%	25.2%	25.1%	24.8%	6.49	6.49
南钢股份	5.2%	5.4%	5.6%	16.2%	19.8%	5.9%	16.92	0.77
新钢股份	2.1%	2.3%	2.5%	12.8%	10.9%	22.7%	10.60	-0.10
柳钢股份	2.2%	2.6%	1.4%	15.0%	14.4%	12.8%	8.69	-0.19
方大特钢	10.2%	10.2%	7.3%	22.4%	23.7%	25.5%	3.74	0.20
韶钢松山	3.7%	4.5%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.63	2.33
首钢股份	7.0%	7.4%	7.0%	14.3%	-5.5%	7.1%	57.36	6.89
包钢股份	11.0%	9.4%	9.1%	24.2%	21.5%	27.4%	29.81	-3.17
山东钢铁	4.0%	3.9%	3.1%	8.3%	4.8%	1.5%	11.23	2.83
河钢股份	9.2%	9.3%	8.3%	31.4%	19.3%	30.4%	65.36	8.59
杭钢股份	2.3%	2.5%	2.2%	22.9%	26.5%	18.0%	12.42	2.47
安阳钢铁	8.2%	6.0%	7.3%	0.1%	1.6%	0.6%	15.08	1.31
本钢板材	3.0%	6.8%	6.4%	6.3%	1.7%	16.0%	23.46	3.25
凌钢股份	3.2%	3.6%	3.9%	32.1%	27.1%	30.2%	5.83	0.00
八一钢铁	8.2%	7.9%	6.1%	-2.9%	16.9%	-7.5%	8.12	4.54
沙钢股份	2.3%	2.4%	2.4%	26.3%	23.6%	25.3%	3.51	-0.75
酒钢宏兴	8.5%	8.2%	9.4%	5.3%	1.7%	-0.1%	12.29	0.62
大冶特钢	5.5%	6.2%	5.4%	15.0%	15.1%	13.8%	2.11	-0.19
重庆钢铁	2.8%	4.7%	14.1%	1.0%	-1.7%	0.0%	6.94	-5.22
西宁特钢	14.0%	21.1%	16.7%	-129.0%	-1.9%	20.2%	4.74	0.09
抚顺特钢	5.2%	15.0%	17.0%	0.1%	0.0%	-2.5%	1.35	-0.04
合计	5.8%	6.4%	6.0%	18.0%	15.0%	13.5%	638.91	+45.06

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

2、2019 年钢产量或再创新高，供给弹性不容忽视

2.1、上市钢企 2019 年目标粗钢产量同比增长 3%

从粗钢产量数据来看,2018 年 26 家上市钢企合计粗钢产量 29655 万吨,同比增长 9.7%。其中,粗钢产量同比增幅最大的上市钢企是重庆钢铁(增长 55.1%,司法重整后重新投入正常生产)、山东钢铁(日照精品钢基地一期一步项目投产);仅有首钢、河钢、杭钢粗钢产量小幅下降。

此外,26 家上市钢企 2018 年实际粗钢产量,相比这些公司在 2017 年年报中披露的 2018 年目标产量,超出了 4.2%。

在供给侧改革政策和环保限产政策较为严厉的 2018 年,上市钢企粗钢产量同比显著增长 9.7%,且显著高于此前定的目标产量,表明钢铁行业仍存在供给弹性。

2018年，26家上市钢企合计粗钢产量占全国粗钢产量的32%。宝钢股份、河钢股份、鞍钢股份位列上市公司粗钢产量前三甲，合计产量10143万吨，占26家上市粗钢公司产量的34%，占全国粗钢产量的11%，我国钢铁行业集中度仍然偏低。

表5：上市钢企粗钢产量及相关指标（万吨）

名称	2018年粗钢产量	18/17 同比	2018年实际产量/目标产量	2019年目标粗钢产量	19/18 同比
宝钢股份	4848	3.0%	102.3%	4818	-0.6%
河钢股份	2680	-0.4%	98.2%	2626	-2.0%
鞍钢股份	2616	15.7%	115.7%	2616	0.0%
华菱钢铁	1972	13.9%	106.0%	2080	5.5%
马钢股份	1964	27.7%	125.5%	1921	-2.2%
首钢股份	1555	-1.8%	98.4%	1684	8.3%
包钢股份	1525	7.4%	104.9%	1500	-1.6%
柳钢股份	1308	6.3%	104.6%	1280	-2.1%
太钢不锈	1070	1.9%	101.9%	1080	0.9%
山东钢铁	1031	43.2%	98.7%	1325	28.5%
南钢股份	1005	2.0%	100.5%	1060	5.5%
本钢板材	896	0.9%	97.6%	1014	13.2%
新钢股份	893	4.4%	102.4%	930	4.1%
安阳钢铁	828	11.5%	91.7%	800	-3.4%
三钢闽光	828	27.0%	126.5%	1001	20.9%
酒钢宏兴	702	35.6%	108.0%	690	-1.7%
韶钢松山	661	10.4%	108.4%	700	5.9%
重庆钢铁	638	55.1%	106.4%	640	0.3%
八一钢铁	561	8.7%	89.0%	600	7.0%
凌钢股份	553	9.5%	100.0%	560	1.3%
杭钢股份	455	-0.5%	103.5%	440	-3.4%
方大特钢	420	15.3%	102.0%	428	1.8%
沙钢股份	328	2.0%	93.6%	350	6.8%
西宁特钢	138	15.5%	83.7%	175	26.7%
大冶特钢	117	2.5%	103.0%	127	8.2%
抚顺特钢	63	21.3%	99.7%	64	1.8%
合计	29655	9.7%	104.2%	30509	2.9%

资料来源：公司年报、光大证券研究所

展望2019年，26家上市钢企合计目标粗钢产量为30509万吨，同比2018年继续增长2.9%，这表明供给弹性仍在持续显现。

大多数上市钢企在年报中对于2019年宏观经济与钢铁行业的展望是：2019年中国宏观经济增速放缓，国内钢材需求整体稳定；同时国内产能置换带来的钢铁产能或将陆续投产，钢铁行业仍存在供给弹性，预计2019年国内钢价的平均水平大概率同比下降。

2.1、2018 年钢铁板块吨钢扣非净利润 308 元/吨

2018 年 26 家上市钢企的平均吨钢营收为 4902 元/吨，同比增长了 4%，表明 2018 年钢价整体上涨。其中吨钢营收居前的上市钢企分别是大冶特钢（10712 元/吨）、抚顺特钢（9306 元/吨）、太钢不锈（6815 元/吨），表明特钢或不锈钢企业的产品平均售价较高。

2018 年，26 家上市钢企的加权平均吨钢毛利为 745 元/吨；吨钢净利润为 330 元/吨，同比增长 22%，表明钢铁盈利显著改善；吨钢扣非净利润为 308 元/吨，其中吨钢扣非净利最高的上市钢企是三钢闽光、方大特钢、新钢股份、韶钢松山、太钢不锈。

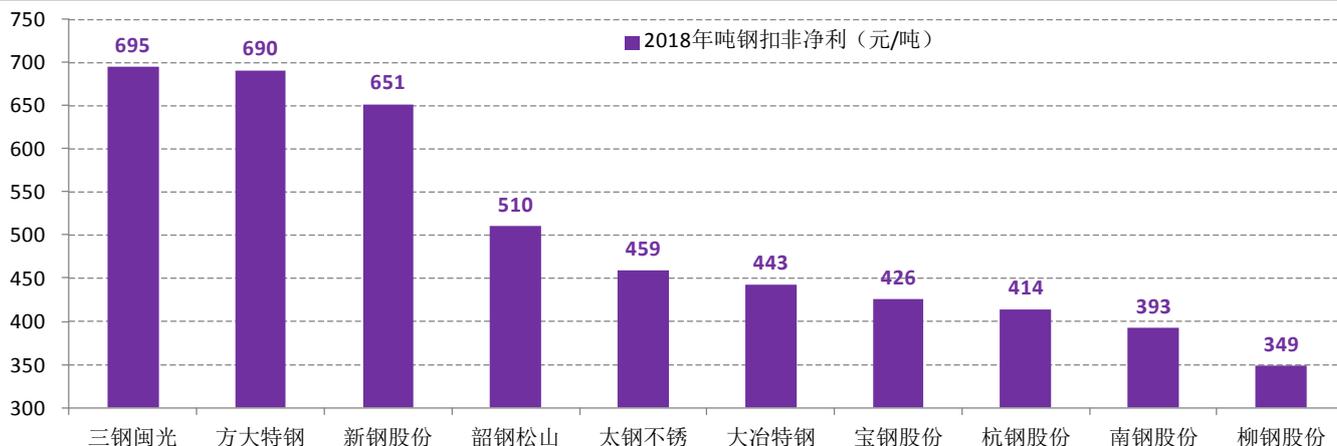
表 6：上市钢企吨钢财务数据（元/吨）

	吨钢营收	吨钢毛利	吨钢净利	吨钢扣非净利	吨钢市值
三钢闽光	4380	1256	786	695	3616
方大特钢	4113	1352	696	690	4964
新钢股份	6378	918	661	651	2121
韶钢松山	4102	725	500	510	1892
太钢不锈	6815	1094	465	459	2421
大冶特钢	10712	1350	435	443	4989
宝钢股份	6296	943	445	426	3295
杭钢股份	5810	736	426	414	3857
南钢股份	4343	873	399	393	1708
柳钢股份	3620	521	352	349	1340
华菱钢铁	4633	806	344	343	1153
沙钢股份	4491	1007	359	317	5888
山东钢铁	5423	570	204	267	1890
重庆钢铁	3548	463	280	263	2784
马钢股份	4173	619	303	259	1331
鞍钢股份	4021	651	304	254	1448
安阳钢铁	4005	506	224	233	962
凌钢股份	3757	477	217	218	1584
包钢股份	4407	693	218	213	5083
首钢股份	4230	549	155	152	1344
酒钢宏兴	6474	715	156	137	1937
河钢股份	4513	645	135	133	1268
八一钢铁	3584	458	125	124	1107
本钢板材	5600	551	116	122	1622
抚顺特钢	9306	1352	4149	-358	12553
西宁特钢	4915	10	-1482	-1363	2801
合计	4902	745	330	308	2241

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所（吨钢市值参照 2019 年 4 月 30 日收盘价）

以 2018 年钢产量计算，参考 2019 年 4 月 30 日收盘价，当前 26 家上市钢企平均吨钢市值为 2241 元/吨，其中吨钢市值最低的上市钢企分别为安阳钢铁、八一钢铁、华菱钢铁、河钢股份、柳钢股份。

图 4：2018 年吨钢净利润最高的 10 家上市钢企（元/吨）



资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

2.2、2018 年板块减员 3.4%，人均薪酬 16.5 万元

2018 年上市钢企员工总数为 42.47 万人，同比下降 3.4%，钢铁行业仍持续进行减员增效，其中减员幅度最大的上市钢企是西宁特钢（-37.1%），增员幅度最大的是三钢闽光（+38.3%）。

截止 2018 年底，员工总数超过 2 万的上市钢企有：宝钢股份（5.62 万）、河钢股份（3.57 万）、鞍钢股份（3.55 万）、包钢股份（2.91 万）、马钢股份（2.85 万）、华菱钢铁（2.28 万）、酒钢宏兴（2.20 万）。

2018 年上市钢企人均粗钢产量达到 698 吨/人，同比增长了 13.6%，劳动效率有所提升，生产技术有所进步，信息化程度逐步提高。

其中，2018 年人均粗钢产量最高的上市钢企是柳钢股份（1341 吨/人）、杭钢股份（1218 吨/人）、重庆钢铁（990 吨/人）。

2018 年钢铁行业上市公司平均年薪为 16.5 万元。其中，上市钢企平均年薪前 5 名：宝钢股份（28 万元）、南钢股份（25.3 万元）、杭钢股份（24.2 万元）、柳钢股份（22 万元）、重庆钢铁（20 万元）、方大特钢（19.8 万元）、华菱钢铁（19.6 万元）、首钢股份（19.1 万元）。

上市钢企平均年薪后 5 名：抚顺特钢（9.3 万元）、西宁特钢（10.3 万元）、沙钢股份（10.7 万元）、本钢板材（10.8 万元）、安阳钢铁（11.5 万元）、酒钢宏兴（11.9 万元）。

2018 年上市钢企的员工薪酬占扣非净利润的比重加权平均值为 79%。其中低于行业均值的有 13 家：

韶钢松山（29.7%）、三钢闽光（32.6%）、新钢股份（41.7%）、沙钢股份（44.5%）、柳钢股份（47.1%）、杭钢股份（48%）、方大特钢（50.3%）、太钢不锈（65%）、华菱钢铁（66%）、南钢股份（68%）、鞍钢股份（70%）、宝钢股份（76%）、重钢股份（77.8%）。

表 7：2018 年上市钢企员工人数情况

	员工人数	18/17 同比	人均钢产量 (吨/人)	18/17 同比	人均薪酬 (万元)	员工薪酬/净利润
宝钢股份	56158	-1.7%	863	4.9%	28.0	76.3%
河钢股份	35723	-4.3%	750	4.1%	13.1	131.1%
鞍钢股份	35517	-1.6%	736	17.7%	13.1	70.1%
华菱钢铁	22801	0.6%	865	13.2%	19.6	66.1%
首钢股份	17862	11.8%	871	-12.2%	19.2	144.6%
马钢股份	28454	-5.9%	690	35.7%	16.6	92.7%
包钢股份	29097	-0.5%	524	7.9%	13.5	121.1%
柳钢股份	9753	0.1%	1341	6.2%	22.0	47.1%
南钢股份	10572	-1.4%	951	3.4%	25.3	67.7%
太钢不锈	19468	-2.2%	550	4.2%	16.4	65.0%
本钢板材	18436	-7.1%	486	8.6%	10.8	181.8%
新钢股份	18412	-1.4%	485	5.9%	13.2	41.7%
安阳钢铁	17088	-3.7%	485	15.7%	11.5	101.9%
山东钢铁	18881	3.5%	546	38.4%	14.5	99.4%
三钢闽光	11607	38.3%	713	-8.2%	16.2	32.6%
韶钢松山	6691	19.2%	988	-7.5%	15.0	29.7%
酒钢宏兴	22025	-3.0%	319	39.8%	11.9	273.5%
八一钢铁	5941	-4.5%	944	13.8%	13.1	112.2%
凌钢股份	7931	-2.1%	697	11.8%	12.3	80.9%
杭钢股份	3738	7.4%	1218	-7.4%	24.2	48.0%
重庆钢铁	6443	-2.1%	990	58.5%	20.3	77.9%
方大特钢	7362	-1.0%	571	16.5%	19.8	50.3%
沙钢股份	4347	0.2%	754	1.8%	10.7	44.9%
西宁特钢	6668	-37.1%	207	83.8%	10.3	-
大冶特钢	3736	-0.8%	314	3.3%	14.4	103.8%
抚顺特钢	8242	-8.5%	76	32.5%	9.3	-
合计	424711	-3.4%	698	13.6%	16.5	79.2%

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

3、板块资产负债率已降至 57%，PB 为 1.03 倍

3.1、2019Q1 期末板块资产负债率降至 57.2%

2018 年期末，26 家上市钢企的资产负债率为 57.9%，同比 2017 年末下降了 4.6 个百分点；2019Q1 期末资产负债率为 57.2%，相比年初再下降了 0.7 个百分点。

2019Q1 期末，26 家上市钢企合计归母净资产 6447 亿元，相比年初增长 89 亿元，同比 2018Q1 期末增长了 730 亿元。

由此可见，由于上市钢企经营改善、利润增加，净资产有了较大的提升，资产负债率有所降低。此前，中钢协提出到 2020 年争取把我国钢铁行业资产负债率降至 60%，目前上市钢企已经整体达到目标。

2019Q1 期末，资产负债率最低的上市钢企分别是杭钢股份（28.3%）、重庆钢铁（29.3%）、三钢闽光（31.3%）、沙钢股份（33.4%）、大冶特钢（38.8%）；资产负债率最高的上市钢企分别是西宁特钢（92.6%）、八一钢铁（79.4%）、安阳钢铁（75.3%）、酒钢宏兴（73.1%）、首钢股份（72.1%）

表 8：上市钢企资产负债率及 PB

公司名称	归母净资产(亿元)	资产负债率			PB
	2019Q1	2019Q1	2018 年	2017 年	2019Q1
河钢股份	568	71.5%	71.8%	74.9%	0.60
鞍钢股份	524	41.5%	41.7%	43.5%	0.72
本钢板材	194	66.8%	67.0%	76.4%	0.75
首钢股份	260	72.1%	73.1%	72.8%	0.80
太钢不锈	308	54.7%	57.1%	63.3%	0.84
宝钢股份	1791	43.7%	43.5%	50.2%	0.89
杭钢股份	190	28.3%	27.5%	31.6%	0.92
马钢股份	282	57.9%	58.4%	62.3%	0.93
安阳钢铁	84	75.3%	74.5%	79.6%	0.95
重庆钢铁	187	29.3%	31.2%	32.8%	0.95
山东钢铁	203	58.3%	59.5%	54.7%	0.96
新钢股份	197	51.9%	53.1%	58.2%	0.96
南钢股份	164	52.2%	51.9%	58.8%	1.05
凌钢股份	75	51.8%	53.4%	56.8%	1.17
华菱钢铁	186	62.5%	65.1%	80.5%	1.22
酒钢宏兴	106	73.1%	73.4%	76.0%	1.28
大冶特钢	45	38.8%	42.6%	38.8%	1.30
包钢股份	530	63.0%	64.6%	66.2%	1.46
三钢闽光	193	31.3%	34.8%	36.6%	1.55
柳钢股份	109	55.8%	57.8%	68.8%	1.61
八一钢铁	38	79.4%	79.1%	82.0%	1.61
抚顺特钢	42	48.3%	47.5%	111.8%	1.87
韶钢松山	66	59.0%	62.4%	79.4%	1.90
西宁特钢	11	92.6%	92.9%	84.7%	3.48
沙钢股份	46	33.4%	34.6%	36.3%	4.21
方大特钢	48	61.5%	30.0%	40.0%	4.37
合计	6447	57.2%	57.9%	62.5%	1.03

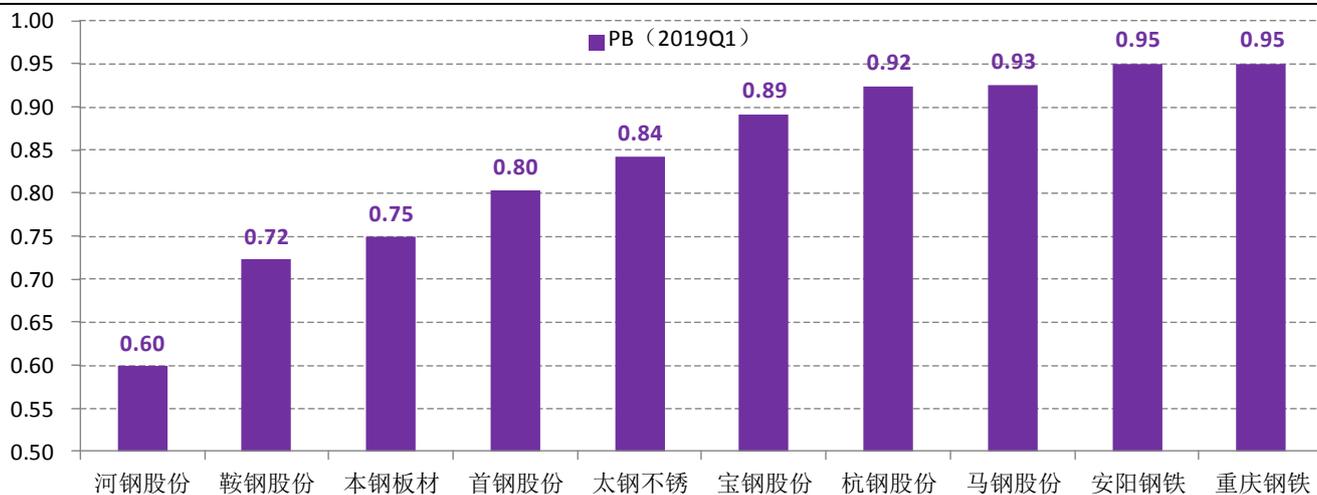
资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所（按 2019 年 4 月 30 日收盘价计算）

3.2、当前板块 PB 仅为 1.03 倍，估值水平较低

板块利润水平的改善，使上市钢企的净资产持续提升，以 2019Q1 期末归母净资产计算，参照 2019 年 4 月 30 日收盘价，目前钢铁板块的市净率 PB 为 1.03 倍，钢铁板块估值水平较低。

其中，参照 2019 年 4 月 30 日收盘价，PB (2019Q1) 最低的上市钢企分别是河钢股份 (0.60 倍)、鞍钢股份 (0.72 倍)、本钢板材 (0.75 倍)、首钢股份 (0.80 倍)、太钢不锈 (0.84 倍)。

图 5: 当前 PB (2019Q1) 最低的 10 家上市钢企



资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所 (按 2019 年 4 月 30 日收盘价计算)

4、2018 年经营净现金流和 FCF 显著改善，资本开支有所增长

4.1、2018 年经营净现金流同比增长 28.5%，2019Q1 同比增长 137%

2018 年，26 家上市钢企合计经营净现金流为 1745 亿元，同比增长 28.5%，盈利水平改善是钢企现金流增多的主要原因。

其中，2018 年经营净现金流最高的上市钢企分别是宝钢股份 (456.1 亿元)、华菱钢铁 (144 亿元)、马钢股份 (138.7 亿元)、首钢股份 (124.6 亿元)、河钢股份 (99.8 亿元)。

2019Q1 单季度，26 家上市钢企合计经营净现金流为 162.6 亿元，同比增长 137%，环比下降 55%。

2019Q1 经营净现金流环比 2018Q4 下降，一方面因为业绩下滑，另一方面是因为钢企普通在年初需要储备较多原材料，且 Q1 铁矿石价格暴涨，占用较多现金流。

2019Q1 经营净现金流同比 2018Q1 显著增长 (盈利同比显著下降)，主要是因为 2018Q1 受环保限产和两会影响，下游需求启动延迟，去库存周期显著延后，钢材销售受到影响；而 2019Q1 需求启动同比有所提前，销售回款情况同比更好。

表 9：上市钢企业经营净现金流（亿元）

名称	2018 年	同比	2019Q1	环比	同比
宝钢股份	456.1	37.9%	13.6	-84.7%	-62.3%
鞍钢股份	82.9	32.3%	20.1	262.6%	-405.3%
太钢不锈	92.1	-15.4%	14.5	-47.0%	26.3%
马钢股份	138.7	208.9%	-22.9	-139.1%	-461.4%
华菱钢铁	144.0	241.8%	-3.5	-106.4%	-123.3%
三钢闽光	70.2	80.7%	5.4	-81.7%	287.2%
南钢股份	49.4	109.1%	16.2	174.9%	376.3%
新钢股份	29.7	-62.7%	3.6	-117.6%	-67.6%
柳钢股份	56.5	22.5%	14.0	44.5%	8.5%
方大特钢	35.7	39.9%	-10.8	-260.2%	-554.0%
韶钢松山	41.6	18.6%	4.8	-54.3%	-586.5%
首钢股份	124.6	33.5%	11.3	-67.1%	-25.7%
包钢股份	71.5	-2.5%	1.7	-92.3%	-87.2%
山东钢铁	39.7	328.5%	-9.6	-165.3%	665.2%
河钢股份	99.8	-39.1%	51.5	61.1%	21.8%
杭钢股份	24.4	36.7%	9.4	-199.0%	-351.2%
安阳钢铁	46.5	22.1%	7.6	-23.7%	3.3%
本钢板材	36.2	31.9%	27.5	-183.1%	-131.0%
凌钢股份	17.3	32.9%	0.5	32.2%	-111.7%
八一钢铁	9.7	-62.4%	-2.1	-76.1%	-39.2%
沙钢股份	25.6	42.2%	2.1	-68.2%	-22.1%
酒钢宏兴	35.7	75.8%	10.1	74.0%	170.6%
大冶特钢	7.3	106.3%	-0.7	-125.1%	-39.5%
重庆钢铁	13.4	164.6%	-1.4	-115.4%	-54.4%
西宁特钢	-2.4	-156.7%	-0.1	-111.4%	-95.3%
抚顺特钢	-1.2	-118.5%	-0.4	-82.6%	-66.7%
合计	1745.1	28.5%	162.6	-55.3%	137.0%

资料来源：Wind、公司财报、光大证券研究所

4.2、钢铁板块 FCF 同比显著改善，资本开支有所增加

2018 年，26 家上市钢企合计资本开支 612.6 亿元，同比增长 16%，我们分析主要因为购置环保设备等因素；自由现金流（FCF）为 1132.6 亿元，同比增加了 303 亿元，表明钢铁企业的现金状况显著改善，其中宝钢股份、华菱钢铁、马钢股份的自由现金流最多。

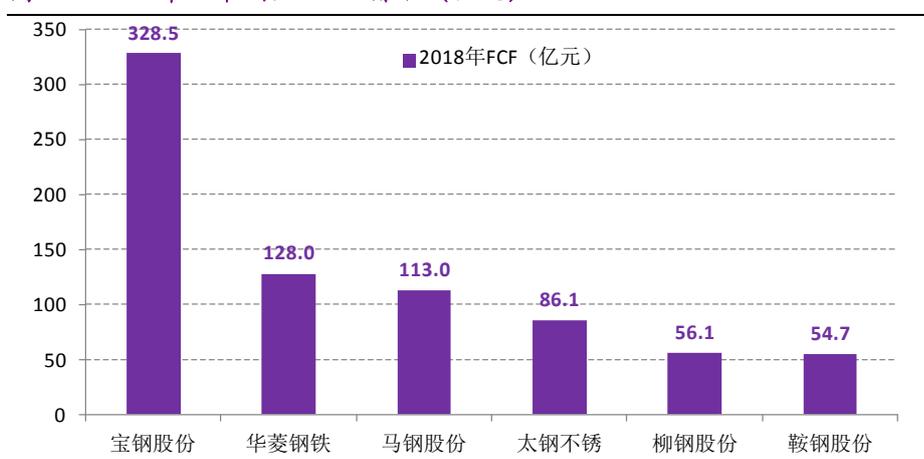
2019Q1，26 家上市钢企合计资本开支 136.6 亿元，同比增长 52.1%；自由现金流（FCF）为 26 亿元，同比增加了 48.6 亿元，转负为正，主要是因为经营净现金流的增加。

表 10: 上市钢企资本开支与 FCF (亿元)

公司名称	2018 年				2019Q1			
	资本开支	同比增幅	FCF	同比增加值	资本开支	同比增幅	FCF	同比增加值
宝钢股份	127.6	-3.9%	328.5	130.5	34.3	19.3%	-20.70	-27.9
鞍钢股份	28.3	51.2%	54.7	10.7	8.3	89.5%	11.81	22.8
太钢不锈	6.0	6.3%	86.1	-17.1	1.9	37.8%	12.60	2.5
马钢股份	25.7	73.3%	113.0	82.9	6.5	161.5%	-29.41	-33.3
华菱钢铁	16.1	269.6%	128.0	90.2	4.0	-8.3%	-7.46	-17.9
三钢闽光	29.4	181.9%	40.8	12.4	11.1	1471.2%	-5.64	-6.3
南钢股份	6.3	55.1%	43.1	23.5	1.3	41.5%	14.97	12.5
新钢股份	14.9	633.7%	14.7	-62.7	0.7	-1.3%	2.86	-7.5
柳钢股份	0.4	-75.6%	56.1	11.8	0.1	12.3%	13.92	1.1
方大特钢	2.5	91.7%	33.2	9.0	0.4	93.5%	-11.19	-13.3
韶钢松山	8.7	59.6%	32.9	3.3	1.9	-19.3%	2.92	6.3
首钢股份	97.5	93.3%	27.1	-15.8	3.5	-36.4%	7.81	-1.9
包钢股份	24.6	237.6%	46.9	-19.1	8.7	79.8%	-6.95	-15.5
山东钢铁	85.4	-13.1%	-45.6	43.4	23.0	239.5%	-32.61	-24.6
河钢股份	111.0	-18.3%	-11.2	-39.3	22.1	35.8%	29.41	3.4
杭钢股份	4.5	-0.6%	19.8	6.6	1.2	4.1%	8.26	13.1
安阳钢铁	5.9	-36.6%	40.6	11.8	1.1	100.4%	6.50	-0.3
本钢板材	5.9	1.9%	30.3	8.6	2.1	-42.0%	25.39	117.8
凌钢股份	0.8	-67.4%	16.5	5.9	0.1	-70.2%	0.44	5.1
八一钢铁	3.1	892.7%	6.6	-18.9	0.1	-90.7%	-2.13	2.0
沙钢股份	1.2	-25.1%	24.4	8.0	1.5	-3.2%	0.59	-0.5
酒钢宏兴	5.2	-14.5%	30.5	16.3	2.4	65.1%	7.66	5.4
大冶特钢	0.5	-4.4%	6.8	3.8	0.0	-79.8%	-0.73	0.6
重庆钢铁	0.1	-	13.2	8.2	0.0	-	-1.39	1.7
西宁特钢	0.3	-86.5%	-2.7	-4.6	0.1	143.8%	-0.23	2.3
抚顺特钢	0.6	-73.0%	-1.8	-6.4	0.2	-57.1%	-0.69	1.2
合计	612.6	16.0%	1132.6	302.8	136.6	52.1%	25.99	48.6

资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所

图 6: 2018 年上市钢企 FCF 排名 (亿元)



资料来源: Wind、公司财报、光大证券研究所

5、供给弹性使钢铁盈利逐渐回归理性，短期期待估值修复行情

从上市钢企对 2019 年的展望来看，26 家上市钢企 2019 年目标粗钢产量同比 2018 年再增长 3%，这表明 2019 年钢铁行业仍存在供给弹性。

图 7：模拟测算长流程螺纹钢毛利（元/吨）

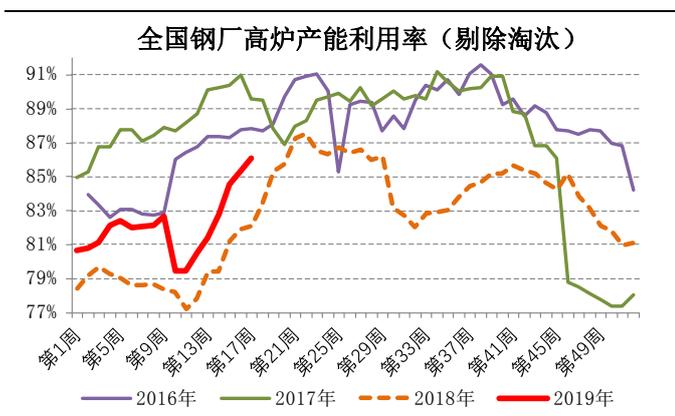


资料来源：Wind、光大证券研究所

长期来看，我国已逐渐步入后工业化时代，钢铁需求难以出现持续增长；钢铁供给则仍存在潜在的增长空间，主要来自产能置换、生产技术改进、短流程钢产量增加等。

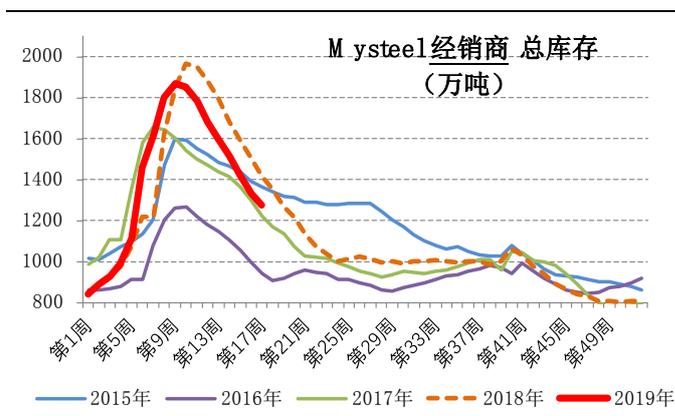
因此，我们预计中长期钢铁行业景气度将震荡下行，钢铁利润也将由 2018 年的历史高位，逐步回归合理水平。

图 8：当前高炉产能利用率处于相对低位，正在复苏



资料来源：Mysteel、光大证券研究所

图 9：经销商钢材库存去化速度符合预期



资料来源：Mysteel、光大证券研究所

短期来看，2019 年二季度钢铁行业供给面尚未有显著复苏，唐山等地区仍出台了环保限产政策，执行力度有待进一步观察，目前高炉产能利用率

仍处于历史同期较低水平，但近期快速增长；钢铁需求方面表现较为稳健，经销商钢材去化速度符合预期。

因此，我们预计短期内钢价或者将震荡上涨，上市钢企 2019Q2 业绩有望环比改善。

钢铁板块目前 PE (TTM) 为 7.6 倍，PB (2019Q1) 仅为 1.03 倍，整体估值水平在 A 股仍然属于较低水平。此外，钢铁板块目前资产负债率已下降至 57.2%，财务压力有所缓解，后期分红比率或将进一步提升。随着 2019Q2 上市钢企业绩整体改善，钢铁板块短期内有望具备估值修复行情。

我们维持钢铁行业“增持”评级。

在钢铁行业长期呈现景气趋势向下的背景下，我们建议关注具备以下优势的个股：（1）具备优秀的公司治理以及长期发展战略；（2）产品具备高附加值，可以抵御行业下行周期；（3）具备低成本、高盈利、高分红、低估值等优势。

综上，我们建议重点关注大冶特钢、华菱钢铁、方大特钢、宝钢股份。

6、风险提示

（1）钢价波动风险。钢铁行业下游需求不振，或供给端增量超预期，均有可能使钢价波动下行，影响钢企盈利。

（2）公司经营不善风险。

（3）大盘波动风险等。

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 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。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 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, 本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且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议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, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼