

## 公司研究

## 四大因素有望推动公司盈利未来不断攀高峰

## ——宝钢股份（600019.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评

## 要点

**事件:**2020 年公司营收同比下降 2.72% 至 2837 亿元,归母净利润同比增长 2.0% 至 126.77 亿元;公司拟派发现金股利 0.30 元/股(含税),预计分红金额占合并报表归属于母公司股东净利润的 52.70%。2021 年一季度营业收入同比增长 39.41% 至 836.07 亿元,归母净利润同比增长 248.79% 至 53.39 亿元。

**点评:**2021 年一季度净利润接近 2017 年以来单季净利的次高值。2017 年以来,宝钢股份的单季归母净利润最高值出现在 2017 年 Q4(75.02 亿元),次高值出现在 2018 年 Q4(58 亿元),而 2021 年 Q1 净利润为 53.59 亿元,也是近年来的高位,这与行业景气度提升以及公司降本效果显著均有直接关联。

**公司未来内生增长动力之一:公司近年来持续大力降本,销管费用降幅明显。**2019-2020 年,公司销售、管理、财务费用之和累计下降 50.46 亿元,相当于 2020 年税前利润的 31.49%;据一季报披露,2021 年 Q1 公司实现降本 12.9 亿元,我们预计 2021 年可实现降本 25 亿元左右。

**公司未来内生增长动力之二:短板基地盈利能力提升。**公司针对青山基地、梅山基地执行 2021-2023 三年提升计划,2020 年青山、梅山基地的平均吨钢净利为 60 元,较宝山和东山基地均值低出 200 元以上。我们预计青山和梅山基地的吨钢净利未来 2-3 年至少有 200 元的提升空间,按此测算,这将带来的净利润增量达到 44 亿元,相当于 2020 年净利润的 31.42%。

**公司未来内生增长动力之三:湛江三高炉 6 月底投产、存量产能挖潜。**湛江三高炉(铁水年产能 402 万吨)计划 2021 年 6 月底开始试生产。若按照东山基地 2020 年吨钢净利润水平测算,预计将为公司贡献利润达到 12.1 亿元;同时,预计公司存量产能在 2021-2023 年均能有一定的增量,若按照累计增产按 400 吨,吨钢净利润为 300 元计算,可以为公司最多贡献 12 亿元的净利润。

**公司外生增长动力:碳中和背景下,龙头钢企盈利能力有望显著增强。**“碳中和”政策背景下,2021 年 1-4 月份,板材综合毛利较 2020 年全年均值上升 248 元/吨。假设 2021 年商品坯材产量为 4944 万吨,其中 80% 为板材产品,板材吨钢毛利增长 200 元,将增厚利润 79 亿元。

**维持“增持”评级,坚定看好公司中长期发展前景。**作为龙头企业,公司将受益于钢铁行业景气度及集中度的提升,我们上调盈利预测,预计 2021-2022 年 EPS 分别为 0.95 元(上调 97.92%)、1.13 元(上调 151.11%),新增 2023 年 EPS 预测为 1.19 元,对应 2021-2023 年 P/E 为 9/8/7 倍,维持公司“增持”评级。

**风险提示:制造业复苏受阻;大盘波动风险。**

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	291,594	283,674	338,668	347,995	348,253
营业收入增长率	-4.33%	-2.72%	19.39%	2.75%	0.07%
净利润(百万元)	12,423	12,677	21,202	25,063	26,494
净利润增长率	-42.39%	2.04%	67.25%	18.21%	5.71%
EPS(元)	0.56	0.57	0.95	1.13	1.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.98%	6.88%	10.66%	11.59%	11.41%
P/E	15	15	9	8	7
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2021-04-30

## 增持(维持)

当前价: 8.63 元

## 作者

分析师: 王招华

执业证书编号: S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师: 刘慨昂

执业证书编号: S0930518050001

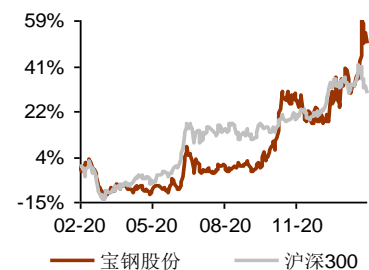
021-52523821

liuka@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	222.69
总市值(亿元):	1921.78
一年最低/最高(元):	4.45/9.54
近 3 月换手率:	49.05%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.96	28.48	85.84
绝对	4.87	29.39	86.75

资料来源: Wind

## 1、降本增效成果显著，销管费用持续下降

2020年,公司实现营业收入 2836.74 亿元,同比下降 2.72%;实现归母净利润 126.77 亿元,同比增长 2.0%。

公司 2021 年一季度实现营业收入 836.07 亿元,环比下降 0.05%,同比增长 39.41%;实现归母净利润 53.59 亿元,环比增长 11.23%,同比增长 248.79%,创 2019 年以来新高水平。

2019-2020 年,公司销售、管理、财务费用合计环比分别下降 23.62 亿元、26.84 亿元,累计下降 50.46 亿元,相当于 2020 年税前利润的 31.49%;据一季报披露,2021 年 Q1 公司再降本 12.9 亿元,我们预计 2021 年可实现降本 25 亿元左右。

表 1: 宝钢股份年度核心财务指标

单位: 亿元	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	1,638	1,855	2,891	3,048	2,916	2,837
同比增长	-12.6%	13.2%	55.9%	5.4%	-4.3%	-2.7%
营业成本	1,493	1,619	2,484	2,591	2,599	2,529
毛利	145	236	407	457	317	307
毛利率	8.9%	12.7%	14.1%	15.0%	10.9%	10.8%
销售费用	21.5	22.7	33.7	34.9	33.8	29.3
管理费用	72.9	75.9	96.3	59.3	55.8	43.4
财务费用	23.9	21.9	33.7	43.7	24.6	14.6
研发费用				70.3	88.6	87.3
期间费用率	7.2%	6.5%	5.7%	6.8%	7.0%	6.2%
税前利润	19	115	240	278	150	160
税前利润率	1.1%	6.2%	8.3%	9.1%	5.1%	5.6%
净利润	7	92	204	233	135	140
所得税率	61.5%	20.1%	15.1%	16.3%	10.2%	12.7%
归母净利	10	90	192	216	124	127
同比增长率	-83%	785%	114%	12.5%	-42%	2.0%
扣非净利润	10.9	89.9	179.9	206.3	110.6	124.3
总资产	2,341	2,680	3,502	3,351	3,396	3,562
期末净资产	1,221	1,314	1,745	1,892	1,912	1,997
年化 ROE	0.6%	7.0%	11.7%	12.3%	7.0%	14.0%
资产负债率	47.8%	51.0%	50.2%	43.5%	43.7%	43.9%
归母净资产	1,128	1,213	1,644	1,768	1,781	1,844
存货金额	235	358	395	415	403	394
经营活动产生的现金流量	211.77	163.73	330.77	456.06	295.04	280.84

资料来源: Wind

表 2: 宝钢股份季度核心财务指标

单位: 亿元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
主营业务收入	653.78	754.98	760.00	747.18	599.73	697.99	702.51	836.52	836.07
同比增长率	-3.08%	-6.89%	-1%	-6%	-8%	-8%	-8%	12%	39%
毛利	66.48	89.23	76.74	84.78	62.66	63.05	90.51	91.13	121.42
毛利率	10.17%	11.82%	10.10%	11.35%	10.45%	9.03%	12.88%	10.89%	14.52%
销售费用	6.92	8.80	8.30	9.78	6.70	7.18	6.66	8.79	6.42
财务费用	5.45	6.79	6.94	5.42	4.46	3.43	3.18	3.55	3.94

管理费用	10.14	16.39	9.77	19.52	11.10	9.52	9.85	12.98	13.76
研发费用	13.75	20.11	22.58	32.20	16.69	18.02	19.28	33.28	24.15
期间费用率	5.55%	6.90%	6.26%	8.96%	6.49%	5.46%	5.55%	7.01%	5.77%
税前利润	36.09	47.06	36.57	30.22	23.07	35.08	53.05	49.02	75.03
归属母公司净利润	27.26	34.61	26.87	35.49	15.36	24.66	38.57	48.18	53.59
净利率	4.17%	4.58%	3.54%	4.75%	2.56%	3.53%	5.49%	5.76%	6.41%
同比增长率	-46%	-31%	-53%	-39%	-44%	-29%	44%	36%	249%
扣非净利润	27.83	34.65	24.67	23.45	16.60	23.80	37.99	45.95	52.04
期末净资产	1917	1841	1876	1912	1924	1905	1948	1997	2063
年化 ROE	5.69%	7.52%	5.73%	7.42%	3.19%	5.18%	7.92%	9.65%	10.39%
资产负债率	43.75%	45.81%	45.56%	43.70%	44.39%	46.02%	45.34%	43.93%	44.56%
存货金额	458.1	449.2	454.0	403.0	490.1	435.1	445.5	393.6	490.8
经营活动产生的现金流量	13.55	94.37	195.95	295.04	36.43	109.22	170.69	280.84	140.30

资料来源: Wind

## 2、四大基地仍具有较强内生增长动力

宝钢股份 2020 年披露了四个生产基地的盈利情况（其中四大基地产量为我们的预估值）：

### (1) 上海宝山本部

受宝山基地二号高炉大修的影响，2020 年宝山基地实现净利润 100.05 亿元，同比下降 7.69%；全年吨钢利润为 676 元，在钢铁行业中属于领先水平。

### (2) 武汉青山基地（原武钢股份）

2020 年净利润为 6.5 亿元，同比增长 282.35%，增幅最为明显；全年吨钢净利仅有 44 元，处于行业较低水平，较宝山及东山基地的盈利水平仍有较大差距，未来还有显著的增长空间。

### (3) 湛江东山基地

2020 年净利润为 27.7 亿元，同比增长 31.9%；全年吨钢净利为 301 元，已经处于行业较高水平。

### (4) 南京梅山基地

2020 年净利润为 5.6 亿元，同比增长 55.56%；吨钢净利为 77 元，较宝山及东山基地仍有较大差距。

综上所述，公司四大生产基地中，宝山、东山基地盈利抗周期波动较强，而梅山、青山基地产品相对更同质化，盈利受市场波动影响较大。

公司针对青山基地、梅山基地执行 2021-2023 三年提升计划，2020 年青山、梅山基地的平均吨钢净利为 60 元，较宝山和东山基地均值低出 200 元以上。我们预计青山和梅山基地的吨钢净利未来 2-3 年至少有 200 元的提升空间，在青山、梅山基地现有产量的基础上进行测算，将带来的净利润增量达到 44 亿元，相当于 2020 年净利润的 31.42%。

此外，湛江基地 3 号高炉系统主体项目 4 号转炉与 3 号连铸机开始热负荷试车，三高炉系统全线贯通进入最后节点，计划 2021 年 6 月底开始试生产。公司预计建成后年新增铁水 402 万吨、钢水 360 万吨、热轧产品 450 万吨、冷轧产品 166 万吨。若按照我们估计的东山基地 2020 年吨钢净利润 301 元进行推算，则东山基地新增铁水产量预计将为公司贡献利润 12.1 亿元。

梅山、青山基地产能利用率仍有可挖潜空间，预计 2021 年-2023 年，若按照累计增产按 400 吨，吨钢净利润为 300 元计算，可以为公司最多贡献 12 亿元的净利润。

表 3: 宝钢股份四个生产基地盈利情况

子公司	持股比例 (%)	2017 年净利润 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)	2020 年净利润 (亿元)	净利润同比 (%)	2020 年钢材产量(E) (万吨)	2020 年吨钢净利 (E) (元/吨)
上海宝山等	100	151.83	146.08	108.39	100.05	-7.69%	1480	676
武汉青山	100	5.9	18.3	1.7	6.5	282.35%	1465	44
湛江东山	90	23.1	42.1	21	27.7	31.90%	920	301
南京梅山	77.04	23.2	26.3	3.6	5.6	55.56%	732	77

资料来源: Wind、2020 年钢材产量及吨钢净利为光大证券研究所预测

### 3、坚定看好行业龙头的投资价值

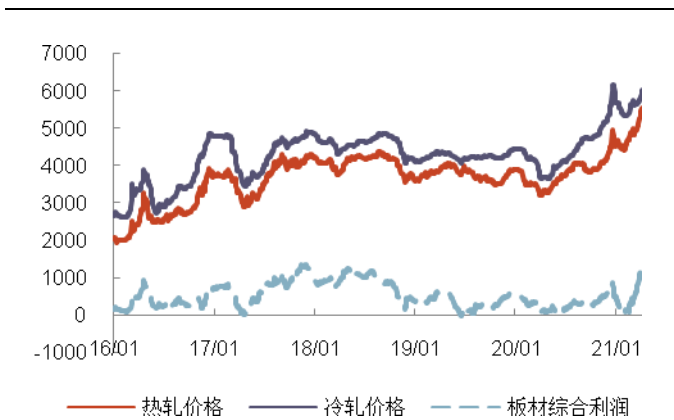
2021 年，在“碳达峰、碳中和”大背景下，钢铁行业作为碳排放量最大的制造业行业，减碳势在必行，压减粗钢产量是在现有工艺水平上实现钢铁行业减碳的最重要途径之一。

工信部、发改委今年多次提出“确保全年钢产量下降”，但 1-3 月全国粗钢累计产量为 2.71 亿吨，同比增长 15.6%，同比增长量为 3659.2 万吨，市场对二到四季度粗钢供应收紧的预期增强，带动钢价延续上涨趋势，其中热轧价格涨幅最大，1-4 月热轧均价较 2020 年全年均价上涨 30.41%，冷轧均价较 2020 年全年上涨 27.64%；板材综合盈利也攀至历史高位水平，2021 年 1-4 月份模拟不考虑库存的板材综合毛利均值较 2020 年全年均值提升 248 元/吨。

展望 2021Q2，公司产品出厂价持续提升，假设 6 月出厂价持稳情况下，二季度，公司热卷出厂价环比上涨 683 元/吨，涨幅 13.03%；普冷出厂价环比上涨 333 元/吨，涨幅为 5.44%，在其他产品营业收入保持不变的情况下，公司二季度营业收入预计同比上涨 7.5%，有望带动公司业绩环比持续改善。

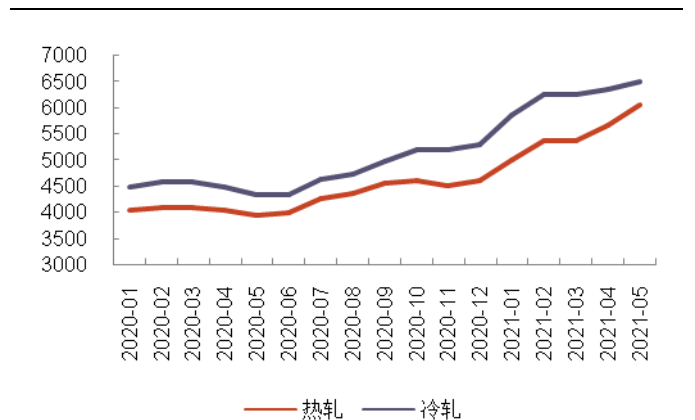
我们认为 2021 年的高盈利在碳中和大背景下是能够持续的。假设 2021 年商品坯材产量为 4944 万吨，其中 80%为板材产品，板材吨钢毛利增长 200 元，将增厚利润 79 亿元。

图 1: 2016 年至今板材价格及综合利润水平 (元/吨)



资料来源: Wind, 统计时间截至 2021-04-30

图 2: 2020 年至今公司热卷、冷卷出厂价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 统计时间截至 2021 年 5 月

随着我国粗钢产量高点已现，为优化行业供给结构，提升竞争力，钢铁行业内兼并重组速度加快。宝钢先后兼并重组武钢、马钢、重钢、太钢，宝武产能超过 1 亿吨，跃居全球钢铁集团首位。

目前兼并重组的钢企多以板材企业为主,未来板材企业的集中度提升将大幅提高龙头企业的议价权,其盈利能力有望进一步提升。

作为龙头企业,公司将受益于钢铁行业景气度及集中度的提升,我们上调盈利预测,预计 2021-2022 年 EPS 分别为 0.95 元(上调 97.92%)、1.13 元(上调 151.11%),新增 2023 年 EPS 预测为 1.19 元,对应 2021-2023 年 P/E 为 9/8/7 倍,维持公司“增持”评级。

## 4、风险提示

- (1) 制造业复苏受阻,汽车、家电等行业用钢需求不及预期,可能会使得公司产品价格下跌,影响产品盈利,拖累公司业绩。
- (2) 大盘波动风险等。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	291,594	283,674	338,668	347,995	348,253
营业成本	259,871	252,938	293,538	298,534	296,817
折旧和摊销	18,910	18,286	20,475	20,856	21,245
税金及附加	1,266	1,281	2,709	2,854	2,891
销售费用	3,381	2,933	3,502	3,654	3,691
管理费用	5,582	4,345	5,187	5,394	5,572
研发费用	8,864	8,726	10,418	10,788	10,970
财务费用	2,460	1,462	939	480	239
投资收益	3,700	3,140	3,000	3,000	3,000
营业利润	15,515	16,955	25,220	29,876	31,836
利润总额	14,994	16,022	26,670	31,326	33,086
所得税	1,525	2,036	4,467	5,263	5,591
净利润	13,469	13,985	22,202	26,063	27,494
少数股东损益	1,046	1,309	1,000	1,000	1,000
归属母公司净利润	12,423	12,677	21,202	25,063	26,494
EPS(按最新股本计)	0.56	0.57	0.95	1.13	1.19

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	29,504	28,084	43,218	36,875	42,169
净利润	12,423	12,677	21,202	25,063	26,494
折旧摊销	18,910	18,286	20,475	20,856	21,245
净营运资金增加	-11,703	9,676	726	8,183	3,823
其他	9,874	-12,554	814	-17,227	-9,392
投资活动产生现金流	-22,229	-13,388	-6,900	-7,000	-7,000
净资本支出	-16,898	-18,411	-10,000	-10,000	-10,000
长期投资变化	19,393	20,768	0	0	0
其他资产变化	-24,724	-15,745	3,100	3,000	3,000
融资活动现金流	-11,485	-13,702	-20,070	-8,251	-10,664
股本变化	7	-5	0	0	0
债务净变化	-24,378	8,466	-12,450	0	0
无息负债变化	26,899	-401	-114	-3,778	-5,240
净现金流	-4,252	1,204	16,247	21,624	24,505

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	10.9%	10.8%	13.3%	14.2%	14.8%
EBITDA 率	11.0%	11.3%	13.1%	13.9%	14.5%
EBIT 率	4.4%	4.8%	7.1%	7.9%	8.3%
税前净利润率	5.1%	5.6%	7.9%	9.0%	9.5%
归母净利润率	4.3%	4.5%	6.3%	7.2%	7.6%
ROA	4.0%	3.9%	6.2%	7.0%	7.1%
ROE (摊薄)	7.0%	6.9%	10.7%	11.6%	11.4%
经营性 ROIC	6.1%	6.0%	10.5%	12.2%	13.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	44%	44%	40%	38%	35%
流动比率	0.98	1.13	1.37	1.64	1.94
速动比率	0.68	0.83	1.08	1.31	1.61
归母权益/有息债务	6.42	5.10	8.38	9.11	9.79
有形资产/有息债务	11.63	9.36	14.41	15.04	15.55

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	339,633	356,225	359,183	373,698	385,527
货币资金	13,439	16,889	33,136	54,761	79,266
交易性金融资产	832	2,828	2,900	2,900	2,900
应收帐款	10,878	9,631	11,498	11,815	11,824
应收票据	627	1,055	1,016	696	1,114
其他应收款 (合计)	1,682	2,451	2,968	3,087	3,069
存货	40,300	39,357	33,750	37,335	35,628
其他流动资产	57,757	65,555	65,555	65,555	65,555
流动资产合计	130,564	146,412	159,749	185,074	208,147
其他权益工具	679	802	802	802	802
长期股权投资	19,393	20,768	20,768	20,768	20,768
固定资产	147,436	140,204	128,311	116,230	103,900
在建工程	8,437	17,731	18,548	19,161	19,621
无形资产	11,887	12,019	11,618	11,231	10,857
商誉	522	561	561	561	561
其他非流动资产	2,619	2,048	2,048	2,048	2,048
非流动资产合计	209,069	209,813	199,434	188,623	177,380
总负债	148,417	156,482	143,919	140,141	134,901
短期借款	13,068	12,450	0	0	0
应付账款	29,423	34,291	39,795	40,472	40,239
应付票据	14,163	10,355	12,017	12,222	12,151
预收账款	22,372	0	0	0	0
其他流动负债	43,606	36,683	36,683	36,683	36,683
流动负债合计	132,587	129,089	116,366	112,538	107,398
长期借款	2,008	10,363	10,363	10,363	10,363
应付债券	9,000	12,000	12,000	12,000	12,000
其他非流动负债	2,977	3,989	3,989	3,989	3,989
非流动负债合计	15,830	27,394	27,553	27,603	27,503
股东权益	191,216	199,743	215,264	233,557	250,625
股本	22,274	22,269	22,269	22,269	22,269
公积金	84,186	86,801	86,801	86,801	86,801
未分配利润	73,136	76,703	91,225	108,517	124,586
归属母公司权益	178,053	184,371	198,893	216,185	232,254
少数股东权益	13,163	15,371	16,371	17,371	18,371

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.16%	1.03%	1.03%	1.05%	1.06%
管理费用率	1.91%	1.53%	1.53%	1.55%	1.60%
财务费用率	0.84%	0.52%	0.28%	0.14%	0.07%
研发费用率	3.04%	3.08%	3.08%	3.10%	3.15%
所得税率	10%	13%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.28	0.30	0.35	0.47	0.49
每股经营现金流	1.32	1.26	1.94	1.66	1.89
每股净资产	7.99	8.28	8.93	9.71	10.43
每股销售收入	13.09	12.74	15.21	15.63	15.64

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	15	15	9	8	7
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.2	7.3	4.8	4.0	3.4
股息率	3.2%	3.5%	4.0%	5.4%	5.7%



## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE