

公司研究

高弹性、高股息、高业绩保障，中期投资价值显现

——马钢股份（600808.SH，0323.HK）首次覆盖报告

要点

公司是安徽省最大工业企业，2021年钢材产量创历史新高。马钢股份是安徽省最大的工业企业，是我国特大型钢铁联合企业之一。2021年公司钢材产量达到2045万吨，创历史新高水平，其中长材板材产品占比均衡，预计板材产量占比47%，长材产量占比52%。

特钢产品聚焦轨道、汽车、能源、高端制造四大领域需求，产品结构将持续优化。马钢轨道交通用特殊钢稳居国内第一品牌，能源用特殊钢进入国内第一梯队，汽车用特殊钢已实现全品种系列覆盖。公司重型H型钢产品逐步实现进口替代，轮轴钢产品（我们预计2021年产量占比为1%，毛利占比5%）中的车轮产品在国内市场（2020年）占有率约28.6%；硅钢产品已具备低中高牌号全覆盖的能力，2020年国内产量市占率约为4.3%，生产中高牌号产品比例接近50%。2021年11月公司320万吨/年新特钢项目正式开工建设，产品结构进一步优化，公司预计2025年优特钢产品在国内市占率将达到12%以上。

钢铁业减产预期增强，建议关注高弹性标的。从中短期来看，国内改善铁矿石供求关系的举措还有赖于压降钢铁产量，铁矿石价格在2021年7月达到224美元/吨的历史高位，随着2021年下半年开始我国粗钢压减，价格跌落至85.8美元/吨，压减预期减弱后价格在2022年2月重回152美元/吨的历史高位。2月11日以来发改委相继约谈了铁矿石贸易商、部分港口企业，目前行业产量压减预期再度增强，市值弹性较高的标的有望受益。

高弹性、高股息、高业绩保障下，公司中期投资价值显现。2015年以来公司除原料外吨钢成本、三项费用（销售、管理及财务）呈现下降态势，2021年12月公司出台股权激励计划草案，业绩行权条件对应2022-2024年公司扣非归母净利润至少为41.0/46.3/52.8亿元，我们认为公司业绩将高于这一保守估计；且公司业绩对钢价上涨的弹性居上市钢企前列，盈利受钢价上涨影响大；此外公司2018-2020年平均分红比例（50.6%）在普钢企业中仅次于方大特钢、宝钢股份，假设公司延续该分红率，当前股价对应2021年A股股息率为9.52%，中期投资价值凸显。

盈利预测、估值与评级：目前钢铁行业限产预期增强，公司具有高弹性、高股息、高业绩保障的特点，且产品结构持续优化，盈利能力及业绩有望进一步提升，预计公司2021-2023年归母净利润分别为53.32、50.56、52.02亿元，对应当前A股PE分别为5.8、6.1、5.9倍，对应当前港股PE分别为3.5、3.7、3.6倍。结合公司相对估值水平，首次覆盖给予公司A/H股“增持”评级。

风险提示：粗钢限产不及预期；终端需求下滑；钢价上涨引发政府调控的风险。

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）	78,263	81,614	113,851	109,912	113,607
营业收入增长率	-4.50%	4.28%	39.50%	-3.46%	3.36%
净利润（百万元）	1,128	1,983	5,332	5,056	5,202
净利润增长率	-81.02%	75.74%	168.93%	-5.18%	2.90%
EPS（元）	0.15	0.26	0.69	0.66	0.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.19%	6.98%	16.32%	14.35%	13.72%
P/E	27.2	15.5	5.8	6.1	5.9
P/E（H股）	16.4	9.3	3.5	3.7	3.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-03-18；汇率：按1HKD=0.81134CNY换算

A股：增持（首次）

当前价：3.99元

H股：增持（首次）

当前价：2.98港元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

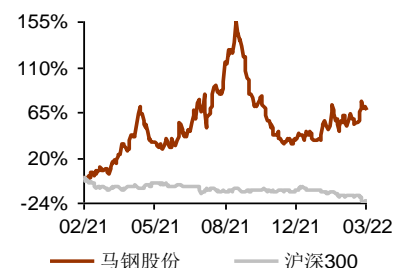
联系人：戴默

modai@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	77.01
总市值(亿元):	307.26
一年最低/最高(元):	2.79/6.94
近3月换手率:	103.60%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.44	16.23	50.48
绝对	-9.73	3.64	37.33

资料来源：Wind

目 录

1、四大产品结构，板材长材占比均衡	4
2、特色产品发力，结构持续优化	6
2.1、国内首条重型 H 型钢投产，逐步实现进口替代	6
2.2、轮轴钢历史悠久，技术处于领先地位.....	7
2.3、无取向硅钢实现低中高牌号全覆盖	8
2.4、新特钢项目正式开工，结构持续优化.....	9
3、限产预期再起，马钢系最受益标的之一	10
3.1、钢铁行业限产预期再度增强，有助于降低铁矿价格.....	10
3.2、高弹性标的，盈利受钢价上涨影响大.....	11
3.3、2018-2020 年分红比例高于 50%，A 股股息率高达 10%.....	11
3.4、股权激励行权条件对应 A 股 2022 年 PE 仅为 7 倍	12
3.5、除原燃料外其他成本及三项费用率呈下降态势	13
4、盈利预测与估值方法	13
4.1、盈利预测	13
4.2、估值方法	15
4.3、估值结论与投资评级	16
5、风险分析	16

图目录

图 1: 公司股权结构图 (截至 2021 年 6 月 30 日)	4
图 2: 2018-2021 年公司粗钢产能、产量 (万吨) 及利用率 (%)	4
图 3: 2018-2021 年公司产品结构 (万吨, %)	4
图 4: 2016-2021 年公司营业收入及同比 (亿元, %)	5
图 5: 2016-2021 年公司归母净利润及同比 (亿元, %)	5
图 6: 2019-2021 年我国 H 型钢产能产量 (万吨) 及利用率 (%)	6
图 7: 2021 年 H 型钢下游消费量分布 (%)	6
图 8: 2020 年 6 月重型 H 型钢产线正式运营投产	7
图 9: 2021 年公司营业收入结构 (%)	7
图 10: 2021 年公司毛利结构 (%)	7
图 11: 2016-2020 年我国无取向硅钢产能产量 (万吨) 及利用率 (%)	8
图 12: 2020 年我国无取向硅钢产品产量分布 (%)	8
图 13: 2020 年我国无取向硅钢企业产量市占率 (%)	9
图 14: 铁矿石价格 2022 年 2 月 10 日再次回升至 152 美元/吨	10
图 15: 全球生铁产量 (铁矿石唯一需求方) 的 2019 年分布	10
图 16: 上市钢企业绩弹性测算表 (%)	11
图 17: 2018-2020 年钢铁企业平均分红比例 (%)	11
图 18: 除原燃料外其他成本及三项费用 (元/吨)	13
图 19: 公司期间费用率 (%)	13
图 20: 2020 年至今我国螺纹、热卷价格走势 (元/吨)	14
图 21: 2017 年至今马鞍山钢铁股份、鞍钢股份 PE TTM Band	16

表目录

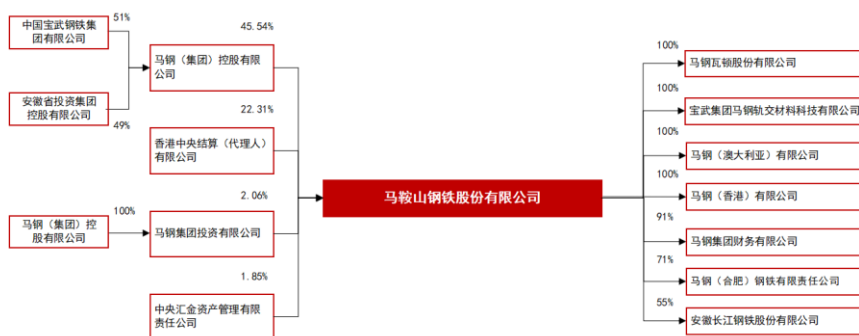
表 1: 2015-2021H1 本部及主要子公司净利润 (亿元)	5
表 2: 马钢轨道交通用钢发展历程	8
表 3: 发改委 2022 年 2 月中旬以来密集约谈铁矿石相关主体	10
表 4: 2 月中下旬以来中钢协系统领导关于钢铁压产量的表态	11
表 5: 董监高获得授予的限制性股票数量及对应市值	12
表 6: 股权激励业绩解锁条件	12
表 7: 钢铁上市公司满足股权激励的业绩行权条件对应的利润和估值一览	13
表 8: 2020-2023 年公司产品价格及预测 (元/吨)	14
表 9: 2020-2023 年公司产品销量及预测 (万吨)	14
表 10: 2018-2023 年公司产品毛利率及预测 (%)	15
表 11: 2018-2023 年公司营业收入、归母净利润及 EPS 预测 (亿元, 元/股)	15
表 12: 可比 A 股公司盈利预测 (元/股, 倍)	15
表 13: 可比 H 股公司盈利预测 (港元/股, 倍)	16

1、四大产品结构，板材长材占比均衡

马钢股份是我国特大型钢铁联合企业之一，拥有矿山采掘、炼焦、烧结、冶炼、轧钢等整套工艺设备，同时也是安徽省最大的工业企业。公司分别于 1993 年、1994 年在香港交易所和上海交易所上市。

2019 年 6 月 2 日，安徽省国资委向中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武钢铁”）无偿划转其持有的马钢集团 51% 股权。划转完成后，马钢股份直接控股股东仍是马钢集团，中国宝武钢铁成为马钢股份间接控股股东，国务院国资委成为实际控制人。

图 1：公司股权结构图（截至 2021 年 6 月 30 日）



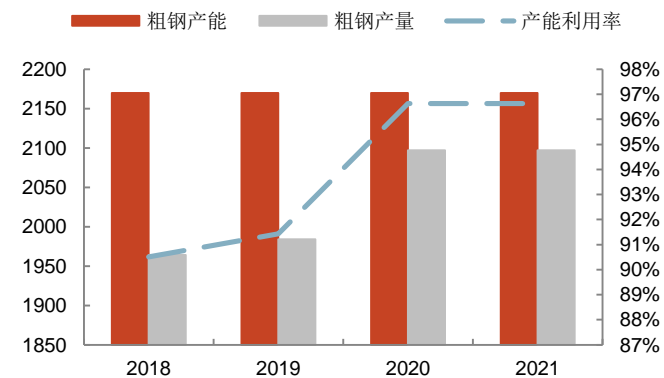
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2021 年马钢股份粗钢产能达到 2170 万吨，钢材产能达到 2050 万吨。公司目前拥有冷热轧薄板、彩涂板、镀锌板、H 型钢、高速线材、高速棒材和车轮轮箍等先进生产线，2020 年公司粗钢产量首次突破 2000 万吨创历史新高，2021 年粗钢产量 2097 万吨，同比持平，钢材产量达到 2045 万吨，创历史新高水平。

公司目前已形成独具特色的“板、型、线、轮”产品结构。2020 年，公司板材产能 881 万吨，其中每年优质家电板材产品产量超过 300 万吨，家电板产品在国内市占率保持在 25% 以上；型材产能 327 万吨，线棒材产能 810 万吨，火车轮及环件产能 32 万吨，是全球著名的辗钢车轮及轮轴研发生产基地之一。

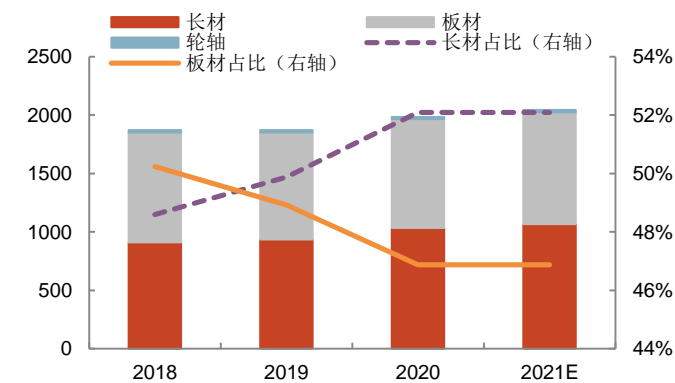
从产量结构来看，近年来公司板材产量占比逐步下降，长材（型材和棒线材）产量占比逐步提升，我们预计 2021 年公司板材产量占比为 47%，长材产量占比为 52%，轮轴产量较为稳定，2018-2021 年产量占比均在 1% 左右。

图 2：2018-2021 年公司粗钢产能、产量（万吨）及利用率（%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：2018-2021 年公司产品结构（万吨，%）



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

公司拥有马钢股份公司本部、长江钢铁、合肥公司、瓦顿公司四大钢铁生产基地，其中本部及长江钢铁两个基地盈利能力较强，2017-2020 年归母净利润平均占比达到 80%。子公司中，近年来合肥公司及马钢交材盈利能力逐步提升。

长江钢铁主要产品为螺纹钢、高速线材等。2011 年 4 月，马钢股份与安徽长江钢铁股份公司联合重组，2020 年安徽长江钢铁股份公司具备 450 万吨建材产能。

合肥公司专注于高档汽车板、家电板生产，2021 年板带成品材产量达 124 万吨。2006 年 5 月，根据公司战略布局需要，经过董事会批准，公司通过投资控股方式重组了原合肥钢铁集团有限公司的钢铁主业，2021 年 10 月合肥公司进一步吸收合并其全资子公司马钢（合肥）板材有限责任公司，将进一步提高资产利用效率。

马钢交材于 2020 年 3 月成立，现有车轮、轨道装备和法国瓦顿三个制造基地，2020 年具有年产车轮 70 万件、车轴 5 万根、箍环 25 万件、轮对压装 4.35 万套的能力和轮对维修及转向架组装的能力，车轮产品销售至 60 多个国家和地区，全球市场占有率约 7-8%，中国市场占有率约 28.6%；车轴、轮对产品销往 20 多个国家和地区，实现向德国 DB、VTG、BHP 公司批量供货。

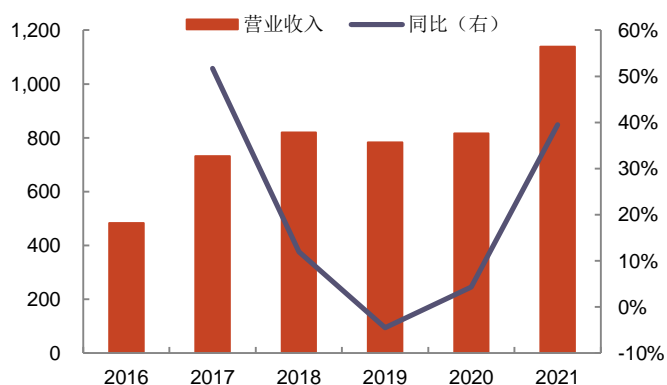
表 1: 2015-2021H1 本部及主要子公司净利润 (亿元)

公司名称	持股比例	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
本部	100%	-43.55	14.39	30.25	44.54	2.45	5.36	40.73
安徽长江钢铁股份有限公司	55%	-2.18	2.96	19.98	21.2	11.57	7.99	7.83
马钢集团财务有限公司	91%	1.07	1.09	2	2.69	2.81	2.77	1.45
马钢（合肥）钢铁有限责任公司	71%	-6.44	-5.44	-1.18	1.94	1.13	6.81	0.23
马钢瓦顿股份有限公司	100%		-1.27	-1.36	-0.86	-1.91	-1.39	-0.40
宝武集团马钢轨交材料科技有限公司	100%						2.49	
马钢（澳大利亚）有限公司	100%	0.23	0.23	0.27	-0.29	0.52	0.59	
马钢（香港）有限公司	100%	0.08	0.18	0.16	0.55	0.5	1.03	0.32

资料来源：公司公告，光大证券研究所

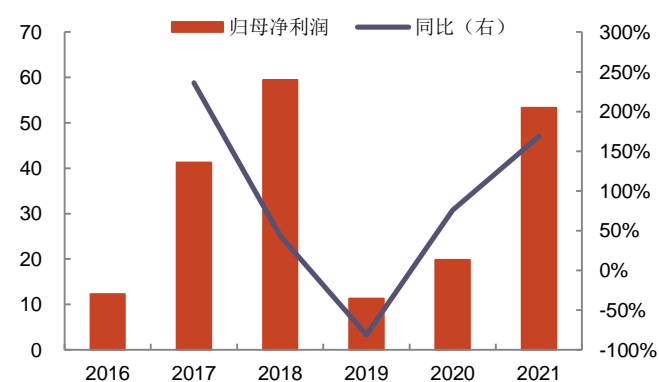
在 2021 年钢材价格大幅上涨的情况下，根据公司业绩快报，公司 2021 年营业收入为 1138.51 亿元，同比上涨 39%，创历史新高水平；2021 年归母净利润同比大幅上涨 169%至 53.32 亿元，为历史次高水平。

图 4: 2016-2021 年公司营业收入及同比 (亿元, %)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5: 2016-2021 年公司归母净利润及同比 (亿元, %)



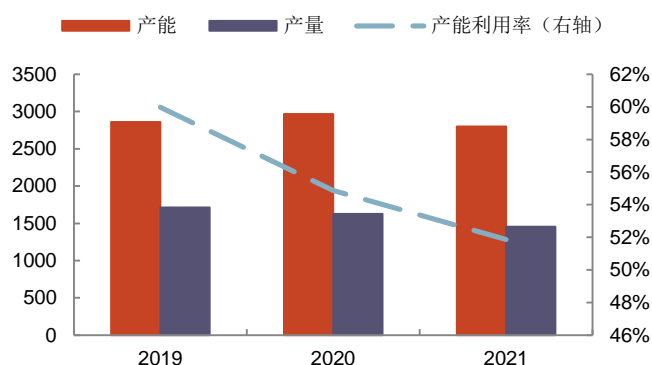
资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、特色产品发力，结构持续优化

2.1、国内首条重型 H 型钢投产，逐步实现进口替代

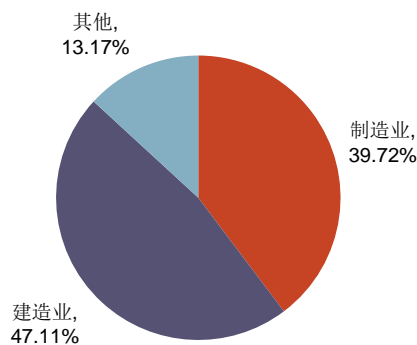
根据 Mysteel 数据显示，2021 年我国 H 型钢产能约为 2801 万吨，产量为 1453 万吨，对应产能利用率约为 51.87%。H 型钢目前下游主要为建筑业和制造业，2021 年，制造业（钢结构加工、工业与民用机械、船舶制造等）消费量占 H 型钢总量比例约为 39.72%，建筑业（工业与民用建筑、大型桥梁、高速公路、工程支护等）消费量占比约为 47.11%。

图 6：2019-2021 年我国 H 型钢产能产量（万吨）及利用率（%）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

图 7：2021 年 H 型钢下游消费量分布（%）



资料来源：Mysteel，光大证券研究所

马钢股份拥有全国第一条 H 型钢产线，马钢在 H 型钢产品和技术领域拥有自主知识产权和核心技术，产品应用于建筑、钢结构、机械制造及石油钻井平台、铁路建设。

2020 年，公司新建年产 80 万吨重型 H 型钢产线，其产品主要定位于目前国内不能生产的重型系列、厚壁系列、宽翼缘系列等高附加值 H 型钢及钢板桩系列产品，具备开发目前国际上最大规格角钢、乙字钢等产品的能力，至此公司 H 型钢产品形成大、中、小型及重型 H 型钢全系列。建成投产后，将增强马钢 H 型钢高端化产品配套能力，提升马钢全系列 H 型钢产品竞争实力，使马钢成为国内首家具备重型、厚壁、宽翼缘 H 型钢生产能力的钢铁企业。马钢计划，2025 年公司 H 型钢市场占有率达到 30%。

公司重型 H 型钢自投产以来，不断突破行业难题，连续实现产品国内首发。2021 年 1 月，由马钢研发的超低温韧性 Q420 级热轧 H 型钢在重型 H 型钢生产线试制成功，实现全球首发，使我国热轧 H 型钢生产与技术跻身世界第一阵营，可满足高寒地区大型结构用钢和全天候铁路运输等战略需求，有效提升我国大型工程项目的国际竞争力。

2021 年 4 月 15 日，重型 H 型钢极限规格 H1109×461×21×40.5mm 在马钢批量试制成功，实现亚洲首发，打破了国外钢厂对该产品规格的垄断，填补了国内市场空白，该产品因其使用寿命长、抗压能力强等优点，与 Z 型钢板桩组合应用，广泛使用在船坞、码头和深基坑建设中。

图 8：2020 年 6 月重型 H 型钢产线正式运营投产



资料来源：西马克官网，光大证券研究所

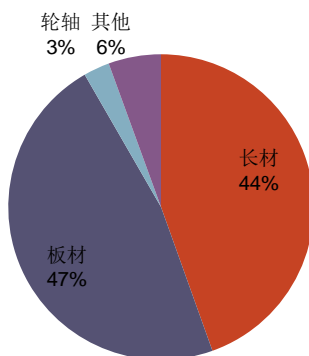
2.2、轮轴钢历史悠久，技术处于领先地位

1963 年马钢车轮轮箍厂成功轧制成第一个国产轮箍，2014 年 5 月，马钢全资收购世界最著名的高铁轮轴企业——法国瓦顿公司，并于 2015 年建立了马钢轮轴事业部。

公司轮轴钢产品形成了以铁路运输、轨道交通用钢和客、货全系列列车车轮轮箍为主，以工程机械、石化、军工为辅的产品体系，广泛应用于铁路运输、港口机械、石油化工、航空航天等诸多领域。公司火车轮及环件技术水平处于行业领先地位，主要供给中国中车集团有限公司，2017 年在内地地铁市场占有率达到 60%，2019 年公司产品在铁路客车轮市场占有率达到 60%，在铁路货车轮市场占有率达到 25%。

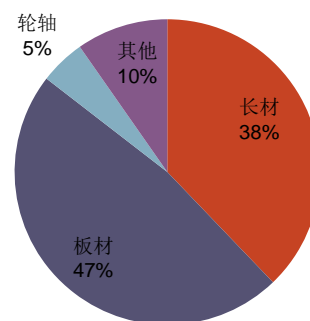
2019-2020 年，公司轮轴钢产品产量稳定在 20 万吨左右，占公司全部产品产量仅为 1%，但由于其产品单价及吨材毛利高于公司长材、板材产品，我们预计 2021 年轮轴钢产品营收占比达到 3%，毛利占比达到 5%。

图 9：2021 年公司营业收入结构 (%)



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 10：2021 年公司毛利结构 (%)



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

2022 年 2 月，公司获得来自中车主机厂的高铁车轮订单，交货后将在时速 350 公里复兴号动车组上实现整车装用。届时，马钢将成为国内首家正式进入高铁轮轴扩大装车运用阶段的轮轴生产企业，这标志着马钢推进高铁车轮国产化进程取得关键性进展。

表 2: 马钢轨道交通用钢发展历程

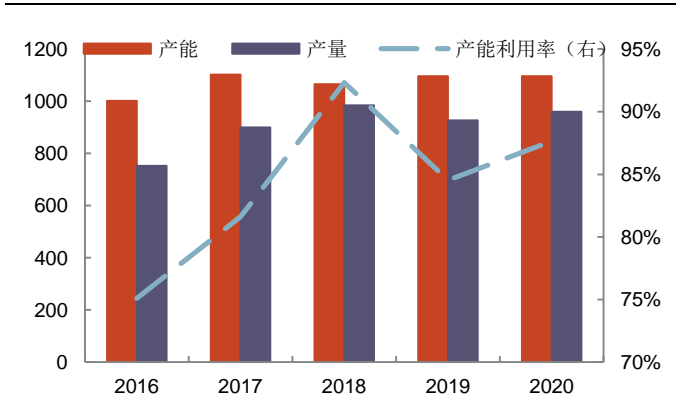
时间	事件
1963 年 11 月	马钢车轮轮箍厂成功轧制第一个国产轮箍
2011 年	马钢建成了世界上最先进的专业化车轮用钢生产线
2014 年 5 月	马钢全资收购世界最著名的高铁轮轴企业——法国瓦顿公司
2015 年	建立马钢轮轴事业部, 成功研发 350KM/h 动车车轮
2016 年 4 月	马钢首条高速车轴生产线正式开工
2017 年 1 月	马钢获得 CRCC 颁发的标动产品正式证书, 成为国内首批具备中国标准化动车组车轮批量供货资质的企业。
2017 年 5 月	马钢相继顺利通过德国铁路快速车轮和高速车轮论证, 成为国内乃至亚洲首家获得德铁所有等级车轮供应资质的制造企业。
2018 年 7 月 19 日	马钢首批交付的 160 件高速车轮已经在马钢瓦顿重新包装后顺利运抵德国铁路公司威滕伯格基地, 并在不久后装车上线运行, 这是中国制造的高速车轮首次驶出国门。
2022 年 2 月	公司获得来自中车主机厂的高铁车轮订单, 交货后将在时速 350 公里复兴号动车组上实现整车装车。届时, 马钢将成为国内首家正式进入高铁轮轴扩大装车运用阶段的轮轴生产企业, 这标志着马钢推进高铁车轮国产化进程取得关键性进展。

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

2.3、无取向硅钢实现低中高牌号全覆盖

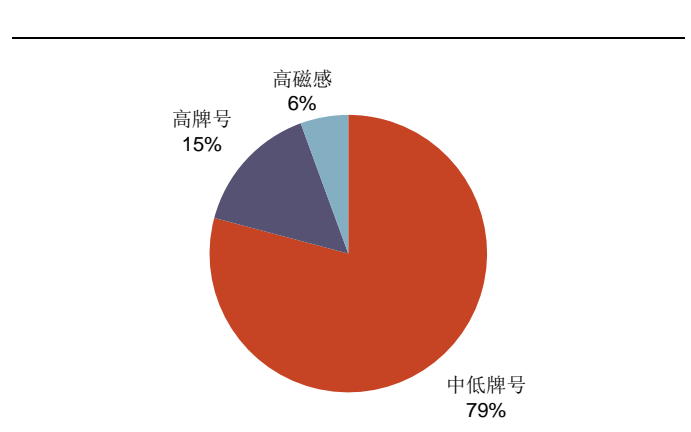
无取向硅钢是含碳很低的硅铁合金, 产品通常是冷轧板材、冷轧带材, 主要用于制造发电机、电动机等产品。根据中国金属学会数据, 2020 年我国无取向硅钢产能 1096 万吨, 产量为 960.49 万吨, 产能利用率达到 87.64%。其中中低牌号无取向电工钢占比约为 79.15%, 高牌号无取向硅钢占比 15.27%, 高效 (高磁感) 无取向电工钢占比 5.58%。

图 11: 2016-2020 年我国无取向硅钢产能产量 (万吨) 及利用率 (%)



资料来源: 中国金属学会, 光大证券研究所

图 12: 2020 年我国无取向硅钢产品产量分布 (%)

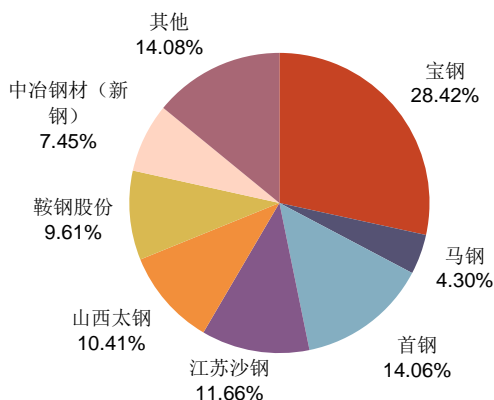


资料来源: 中国金属学会, 光大证券研究所

无取向硅钢是马钢板带中的战略性产品, 公司已具备低中高牌号无取向硅钢产品全覆盖的生产能力和制造水平, 生产中高牌号产品比例接近 50%。下游包括家用电器、大型电机、新能源汽车等领域, 当前新能源汽车领域保持高景气, 需求增长较快, 是未来主要需求增量来源。目前我国无取向硅钢中高端牌号占比还比较低, 很大程度仍依赖进口。因此, 马钢这样技术相对成熟、现金流充裕的国有企业在硅钢领域竞争优势明显, 能够充分享受未来新能源汽车放量带来的政策红利。

2021 年以来, 马钢积极践行中国宝武精品制造经营战略, 坚持效益为导向, 聚焦高附加值产品, 积极开拓高端市场, 优化产品线品种结构, 让营销和生产互为支撑, 着力增强无取向硅钢、特别是高附加值的中高牌号无取向硅钢的制造能力, 为新能源硅钢的技术储备和渠道拓展筑牢基础, 2020 年马钢股份硅钢产量在国内市场占有率为 4.3%, 对应产量约为 41.3 万吨。

图 13：2020 年我国无取向硅钢企业产量市占率 (%)



资料来源：中国金属学会，光大证券研究所

2021 年 11 月 27 日，在三菱电机（广州）压缩机有限公司 2021 年年度供应商会议颁奖仪式上，马钢继 2019 年和 2020 年连续两次获得 VE 提案奖后，2021 年度再进一步，成为唯一一家获得金牌供应商荣誉的钢铁企业。与三菱电机五年的合作铸就马钢硅钢的良好口碑，也见证了马钢高牌号硅钢的成长历程。

2021 年 Q1-Q3，马钢累计生产无取向硅钢 48.76 万吨，同比增长 46%，市场占有率在 5% 左右，高牌号硅钢的市场占有率达到了 10% 以上。其中 8 月份，产量达 6 万吨，刷新月产记录；高附加值的连退中高牌号产量超过 3 万吨，比例达到 55%，同创历史新高。

2.4、新特钢项目正式开工，结构持续优化

马钢特钢公司是马钢继续深化产品结构调整，提升产品档次和附加值，打造高速、重载等客货车轮、车轴用钢生产基地而实施的重大技改项目，总投资 25 亿元，于 2011 年 10 月建成投产。

目前，马钢特钢公司已从普通车轮用钢生产迈向高端特钢生产。公司特钢产品主要涵盖连铸圆坯、连铸方坯、热轧圆钢、热轧方坯等，已逐渐形成以轨道交通用钢、汽车用钢、能源用钢以及高端制造用钢的产品结构。公司在轨道交通用特殊钢稳居国内第一品牌，能源用钢进入国内第一梯队，汽车用特殊钢已实现全品种系列覆盖。

2021 年 11 月，公司新特钢工程项目正式开工。该项目是公司“十四五”规划的重点项目之一，秉承“中国宝武优特钢专业化平台公司”新的战略定位，马钢未来将成为中国宝武优特钢精品基地。

新特钢工程项目通过淘汰公司现有 4 座 60 吨转炉和宝钢特钢有限公司的 2 座 40 吨电炉钢（粗钢产能共为 400 万吨/年），按照 1.25:1 减量置换建设 2 座 150 吨转炉（粗钢产能共为 320 万吨/年），项目计划总投资 92.69 亿元，产品重点瞄准轴承钢、齿轮钢、弹簧钢、非调质钢、合金冷镦钢等中高端产品市场，其中中棒产能 100 万吨，线材及大盘卷产能 115 万吨。

同时，公司也在推进整体信息化实施方案，设计配套了智能装备、集中控制、远程运维，努力提升系统“四个一律”和智慧制造水平。马钢计划，在 2025 年实现优特钢产品国内市场占有率达到 12% 以上。

3、限产预期再起，马钢系最受益标的之一

3.1、钢铁行业限产预期再度增强，有助于降低铁矿价格

钢铁压减产量有助于降低铁矿石价格。铁矿石几乎都用于钢铁行业，全球约60%-70%的铁矿石需求来自中国，因此中国钢铁产量直接影响铁矿石的供需关系。铁矿石价格在2021年7月7日达到224美元/吨的历史高位。

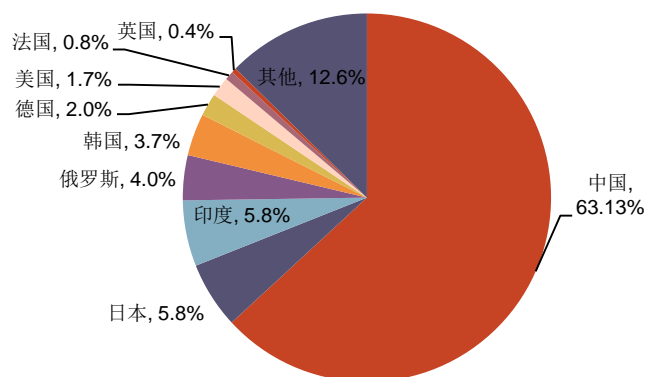
随着钢铁行业粗钢产量压减政策见效，铁矿石价格一路下滑至2021年11月18日的86美元/吨，而后随着钢铁业的复产，铁矿石价格在2022年2月10日重回152美元/吨的历史高位；这意味着2021年11月18日-2022年2月10日不到三个月的时间内，铁矿石价格大涨78%。

图 14：铁矿石价格 2022 年 2 月 10 日再次回升至 152 美元/吨



资料来源：WIND、光大证券研究所，更新至 2022 年 3 月 18 日

图 15：全球生铁产量（铁矿石唯一需求方）的 2019 年分布



资料来源：世界钢铁协会、光大证券研究所

在 2022 年 2 月 11 日，国家发改委公众号明确表示：“发改委价格司、市场监管总局价监竞争局拟于近日派出联合调研组，赴部分商品交易所、重点港口开展铁矿石市场监管调研。调研组将重点了解近期铁矿石库存变化及有关企业参与铁矿石期现货交易情况，听取有关方面对加强期现货市场联动监管，严厉打击捏造散布涨价信息、囤积居奇、哄抬价格、恶意炒作的意见建议”。铁矿石价格在 2 月 11 日开始持续回落，并在 2 月 17 日跌至 130 美元/吨的水平。

表 3：发改委 2022 年 2 月中旬以来密集约谈铁矿石相关主体

时间	政府部门	调研对象	主要内容
2月28日	发改委价格司、财金司，市场监管总局价监竞争局	大连商品交易所	加强铁矿石现货和期货市场联动监管，共同排查现货和期货市场异常交易行为
2月23日	国家发展改革委价格司、市场监管总局价监竞争局	港口协会、部分港口企业	研究大幅缩短贸易企业铁矿石免费堆存期、提高港口囤积成本
2月17日	发展改革委价格司、市场监管总局价监竞争局	铁矿石贸易商	提醒告诫部分铁矿石贸易企业，要求释放过高库存
2月15日	发展改革委价格司、市场监管总局价监竞争局、证监会期货部	铁矿石贸易企业	详细了解铁矿石贸易企业港口库存变化及参与铁矿石现货和期货交易情况
2月11日	发改委价格司、市场监管总局价监竞争局		预告将展开联合调研，并表明高度关注铁矿石等大宗商品价格变化
2月9日	发改委价格司、市场监管总局价监竞争局	铁矿石资讯企业	不得编造发布虚假价格信息，不得捏造散布涨价信息，不得哄抬价格

资料来源：国家发改委官方微信公众号、光大证券研究所

从中短期来看，国内改善铁矿石供求关系的举措还有赖于压降钢铁产量，钢铁行业压产量的预期显著增强，价格弹性较大的标的有望受益。

表 4：2 月中下旬以来中钢协系统领导关于钢铁压产量的表态

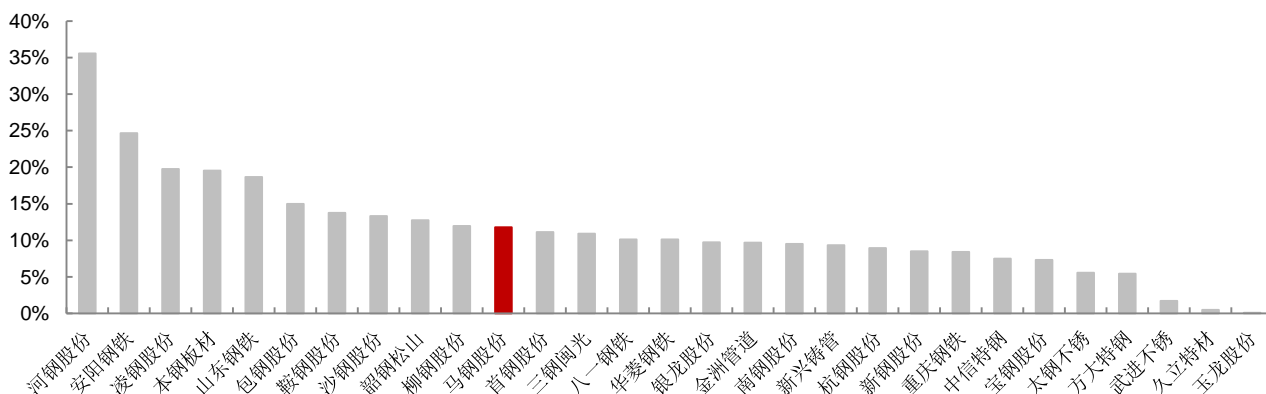
时间	姓名	职务	核心观点	报道媒体
2 月 18 日	张龙强	冶金工业信息标准研究院院长	2022 年国内钢铁行业大概率将继续开展粗钢产量调控，也已成为业内的共同预期	上海证券报
2 月 22 日	李新创	中钢协副会长、冶金规划院党委书记	2022 年粗钢产量调控政策仍将延续，但具体原则、区域、数量及进度，仍在深入研究	上海证券报

资料来源：上海证券报、证券时报、光大证券研究所

3.2、高弹性标的，盈利受钢价上涨影响大

业绩弹性角度来看，我们假设商品价格涨价 1%，原材料价格不变，弹性即为增加的净利润/公司净利润，据我们测算马钢股份为 12%，居上市钢企前列。

图 16：上市钢企业绩弹性测算表 (%)

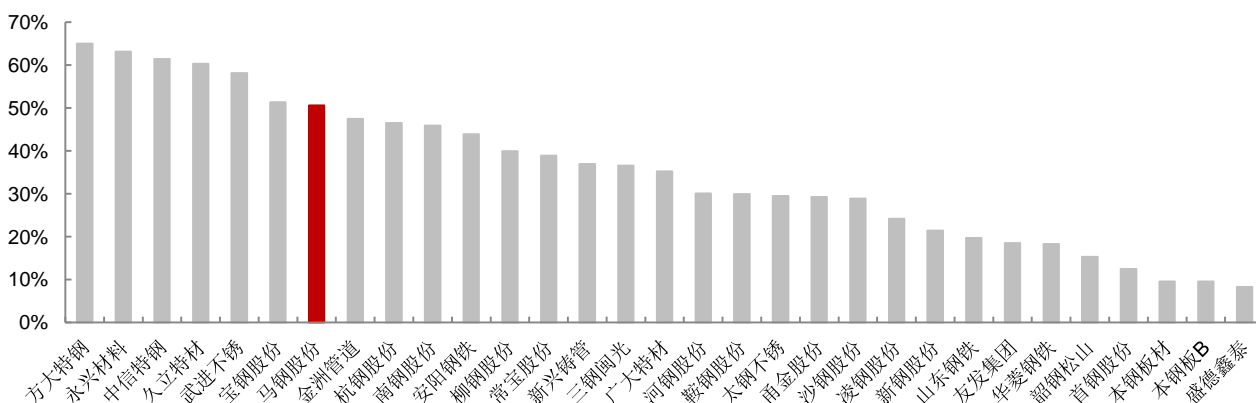


资料来源：Wind，光大证券研究所（备注弹性测算：(钢材产量*钢材价格上涨幅度 1%) * (1-税率) / 公司 2020 年业绩)

3.3、2018-2020 年分红比例高于 50%，A 股股息率高达 10%

公司 2018-2020 年平均分红比例不低于 50%，对应 A 股股息率预计为 9.52%。根据《公司章程》，公司每年以现金方式分配的利润不少于该年实现的可分配利润的 30%。2018-2020 年，马钢股份平均分红比例达到 50.6%，在普钢企业中仅次于方大特钢、宝钢股份。假设公司 2021 年延续 50%的分红率，3 月 18 日股价对应 A 股 2021 年股息率为 9.52%，进一步提升公司中长期投资价值。

图 17：2018-2020 年钢铁企业平均分红比例 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

3.4、股权激励行权条件对应 A 股 2022 年 PE 仅为 7 倍

2021 年 12 月 25 日，公司公告 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟通过定向发行的方式向 262 名激励对象授予不超过 7700 万股限制性股票，约占激励计划公告时公司股本总额的 1%，授予价格为 2.29 元/股。其中，董事长获得授予限制性股票份额 85 万股，以 2022 年 3 月 18 日股价计算，持股市值约 339 万元；其他核心管理、技术、技能人员人均持股市值 113 万元。

表 5：董监高获得授予的限制性股票数量及对应市值

高管姓名	职务	获得授予的限制性股票份额 (万股)	持股比例 (%)	人均持股市值 (万元)
丁毅	董事长	85	0.01%	339
毛展宏	副总经理	60	0.01%	239
任天宝	副总经理	60	0.01%	239
伏明	副总经理	60	0.01%	239
章茂晗	副总经理	60	0.01%	239
何红云	董事会秘书	33	0.004%	132
其他核心管理、技术、技能人员 (256 人)		7257	0.94%	113

资料来源：公司公告，光大证券研究所（市值以 2022 年 3 月 18 日 A 股股价进行计算）

公司股权激励结算条件为：（1）以业绩解锁条件“以 2020 年为基础，净资产现金回报率不低于 22%/24%/28%”；（2）以业绩解锁条件“2022-2024 年利润总额（扣除非经常性损益）复合增长率（较 2020 年）不低于 7%/7%/10%”。

根据 2022 年 3 月 4 日外发报告《钢铁压产量概率加大，行业贝塔型机会再现》计算数据，马钢股份 2022/2023/2024 年公司扣非归母净利润至少为 41.0/46.3/52.8 亿元，对应 2022 年 3 月 18 日 A 股股价的 PE 为 7.5/6.6/5.8 倍，系 2021 年以来公布股权激励的上市钢企中业绩行权条件对应估值最低的企业，公司中长期投资价值凸显。

表 6：股权激励业绩解锁条件

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022 年净资产现金回报率不低于 22%，且不低于对标企业 75 分位值；2022 年利润总额（扣除非经常性损益）复合增长率（定比基准年度）不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值；2022 年完成公司董事会制定的年度 EVA 考核目标，同时，EVA 改善值（较 2020 年）不低于 2.5 亿。
第二个解除限售期	2023 年净资产现金回报率不低于 24%，且不低于对标企业 75 分位值；2023 年利润总额（扣除非经常性损益）复合增长率（定比基准年度）不低于 7%，且不低于对标企业 75 分位值；2023 年完成公司董事会制定的年度 EVA 考核目标，同时，EVA 改善值（较 2020 年）不低于 3.5 亿。
第三个解除限售期	2024 年净资产现金回报率不低于 28%，且不低于对标企业 75 分位值；2024 年利润总额（扣除非经常性损益）复合增长率（定比基准年度）不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值；2024 年完成公司董事会制定的年度 EVA 考核目标，同时，EVA 改善值（较 2020 年）不低于 6 亿。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 7: 钢铁上市公司满足股权激励的业绩行权条件对应的利润和估值一览

上市公司	2021 年 归母扣非净利润 (亿元)	2021 年 扣非净利润对应 PE	满足业绩行权条件			预估的归母扣非净利润对应 PE		
			预估的归母扣非净利润 (亿元)					
			2022	2023	2024	2022	2023	2024
方大特钢	27.3	6.8	18.3	19.2	20.2	10.1	9.6	9.2
宝钢股份	227.3	6.5	150.8	165.9	181.9	9.9	9.0	8.2
八一钢铁	11.8	7.4	9.0	10.2	11.6	9.7	8.5	7.5
太钢不锈	61.8	6.3	38.8	46.2	52.5	9.9	8.4	7.4
马钢股份	53.1	5.3	41.0	46.3	52.8	7.5	6.6	5.8
首钢股份	71.0	4.9	45.2	50.2	55.2	7.6	6.9	6.2

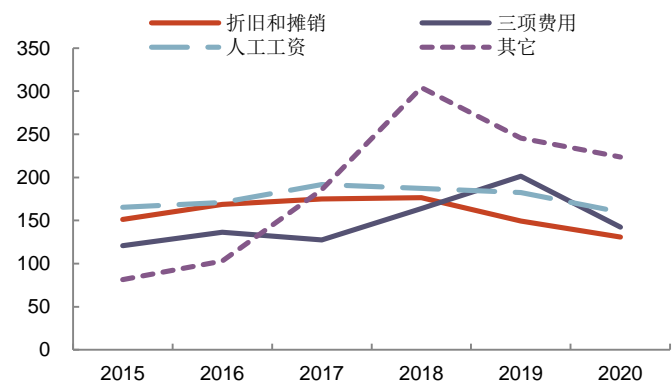
资料来源: Wind、公司公告、光大证券研究所预测 (股价截至时间为 2022 年 3 月 18 日, 方大特钢、宝钢股份、八一钢铁、太钢不锈、马钢股份、首钢股份扣非净利润引自 2022 年 3 月 4 日外发报告《钢铁压产量概率加大, 行业贝塔型机会再现》)

3.5、除原燃料外其他成本及三项费用率呈下降态势

根据公司年报披露的钢材成本拆分, 其中吨钢人工工资、折旧摊销及其他成本方面在 2017-2018 年达到最高点, 2019-2020 年逐年下降, 显示公司在除原燃料外其他成本管控能力方面逐步提升。

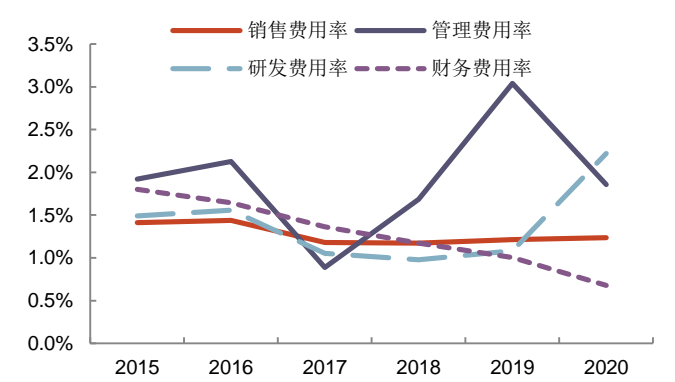
2015-2020 年期间公司三费率 (销售+管理+财务) 从 5.1% 降至 3.8%, 研发费用率则从 2015 年的 1.5% 逐步提升至 2.2%, 显示公司费用总体呈下降态势。

图 18: 除原燃料外其他成本及三项费用 (元/吨)



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 19: 公司期间费用率 (%)



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

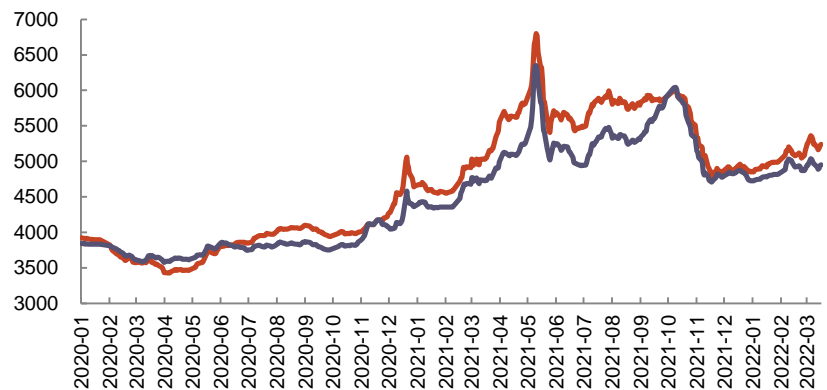
4、盈利预测与估值方法

4.1、盈利预测

(1) 价格预测

2021 年, 粗钢产量平控的背景下, 钢材价格大幅攀升, 螺纹钢均价为 5089 元/吨, 同比上涨 33%, 热卷价格为 5413 元/吨, 同比上涨 39%。

图 20: 2020 年至今我国螺纹、热卷价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2022/03/18)

预计 2022-2023 年长材、板材价格在 2021 年的高位基础上小幅回落而后回升, 轮轴产品结构持续优化带动价格走高。预测 2021-2023 年公司长材价格同比上涨 44%、-5%、3%至 4760、4522、4635 元/吨, 板材价格同比上涨 45%、-5%、3%至 5600、5320、5453 元/吨, 轮轴价格同比上涨 50%、2%、4%至 14899、15197、15774 元/吨。

表 8: 2020-2023 年公司产品价格及预测 (元/吨)

	2020	2021E	2022E	2023E
长材	3294	4760	4522	4635
板材	3862	5600	5320	5453
轮轴	9932	14899	15197	15774

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

(2) 销量预测

在“碳中和”的大背景下, 预计公司粗钢产量与 2020 年持平, 但钢材产量仍有小幅上涨空间, 我们预测公司 2021-2023 年长材销量 (与产量相同) 分别为 1065、1076、1087 万吨; 板材销量 (与产量相同) 分别为 959、968、978 万吨; 轮轴钢销量 (与产量相同) 为 21.1、21.3、21.5 万吨。

表 9: 2020-2023 年公司产品销量及预测 (万吨)

	2020	2021E	2022E	2023E
长材	1034	1065	1076	1087
板材	931	959	968	978
轮轴	20.7	21.1	21.3	21.5

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

(3) 毛利率假设

公司轮轴产品毛利率由于产品结构提升预计将持续走高, 而长材、板材产品盈利能力预计在 2021 年达到最高, 2022-2023 年维持高位略有小幅回落, 预计 2021-2023 年, 公司长材产品毛利率为 10.3%、9.9%、10.2%; 板材产品毛利率为 12.2%、11.9%、12.2%; 由于高端产品逐步投产, 预计轮轴产品毛利率分别为 21.1%、26.2%、27.4%。

表 10: 2018-2023 年公司产品毛利率及预测 (%)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
长材	17.3%	11.7%	8.6%	10.3%	9.9%	10.2%
板材	11.5%	5.8%	10.3%	12.2%	11.9%	12.2%
轮轴	-0.4%	10.0%	16.5%	21.1%	26.2%	27.4%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

(4) 主要业务营收及归母净利润如下:

根据公司产品销量及毛利率预测, 我们预计 2021-2023 年, 公司营业收入为 1138.51、1099.12、1136.07 亿元; 归母净利润分别为 53.32、50.56、52.02 亿元, EPS 分别为 0.69、0.66、0.68 元。

表 11: 2018-2023 公司营业收入、归母净利润及 EPS 预测 (亿元, 元/股)

指标	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	819.52	782.63	816.14	1138.51	1099.12	1136.07
长材	336.44	327.12	340.65	506.97	486.44	503.59
板材	379.19	335.90	359.39	536.74	515.00	533.16
轮轴	20.33	28.67	20.56	31.46	32.41	33.97
其他	83.56	90.94	95.54	63.34	65.27	65.36
净利润	59.43	11.28	19.83	53.32	50.56	52.02
EPS(元/股)	0.77	0.15	0.26	0.69	0.66	0.68

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测 (其中 2021 年营业收入及净利润为业绩快报披露)

4.2、估值方法

公司作为华东地区龙头钢铁企业, 产品兼具板材和长材, 同时具备轮轴钢及特钢产品, 产品盈利能力较强, 且公司发布股权激励计划, 2018-2020 年分红率均值高于 50%, 提升公司中长期投资价值, 且公司作为高弹性标的, 我国钢铁行业粗钢减产预期增强, 公司有望大幅受益。

A 股可比公司选择钢铁行业龙头企业宝钢股份、中南地区龙头钢企华菱钢铁以及江西地区板材企业新钢股份, 三个公司 EPS 分别取 Wind 一致预期 (较实际情况来看更为乐观), 故当前股价对应 2021-2023 年可比公司平均 PE 分别为 4.3、4.1、4.0, 马钢股份平均 PE 为 5.8、6.1、5.9 倍, 考虑到公司分红率和股息率较高、发布股权激励计划草案, 业绩确定性较强, 目前公司估值具有性价比。

表 12: 可比 A 股公司盈利预测 (元/股, 倍)

证券代码	公司名称	收盘价 (元)			EPS (元)			PE (X)		
		2022/3/18	21E	22E	23E	21E	22E	23E		
000932.SZ	华菱钢铁	5.34	1.45	1.55	1.60	3.7	3.4	3.3		
600782.SH	新钢股份	5.49	1.52	1.63	1.74	3.6	3.4	3.2		
600019.SH	宝钢股份	6.68	1.21	1.19	1.24	5.5	5.6	5.4		
	平均值					4.3	4.1	4.0		
600808.SH	马钢股份	3.99	0.69	0.66	0.68	5.8	6.1	5.9		

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (其中华菱钢铁、新钢股份、宝钢股份 EPS 为 Wind 一致预期)

H 股可比公司选择鞍钢股份, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 3.8、3.7、3.4 倍, 马钢股份平均 PE 为 3.5、3.7、3.6 倍, 2021-2022 年低于可比公司, 且考虑到公司分红率、股息率较高, 发布股权激励计划草案业绩确定性较强, 目前公司估值具有一定性价比。

表 13: 可比 H 股公司盈利预测 (港元/股, 倍)

证券代码	公司名称	收盘价 (港元)			EPS (港元)			PE (X)		
		2022/3/18	21E	22E	23E	21E	22E	23E		
0347.HK	鞍钢股份	3.45	0.92	0.93	1.02	3.8	3.7	3.4		
0323.HK	马鞍山钢铁股份	2.98	0.86	0.81	0.84	3.5	3.7	3.6		

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (其中鞍钢股份 EPS 为 Wind 一致预期) 汇率: 按 1HKD=0.80702CNY 换算

参考公司 H 股历史 PE 走势, 3 月 18 日股价对应当前 PE (TTM) 只有 2.7 倍, 处于 2020 年 3 月以来低位水平, 当前估值具有一定性价比。

图 21: 2017 年至今马鞍山钢铁股份、鞍钢股份 PE TTM Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截至 2022/03/18)

4.3、估值结论与投资评级

作为华东地区龙头钢铁企业, 公司长板材产品占比均衡, 且逐步形成轨道交通用钢、汽车用钢、能源用钢以及高端制造用钢的特钢产品结构, 随着公司特钢产能逐步投产, 未来产品盈利能力有望进一步增强。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 53.32、50.56、52.02 亿元, A 股对应当前股价 PE 分别为 5.8、6.1、5.9 倍, H 股对应当前股价 PE 为 3.5、3.7、3.6 倍。

目前钢铁行业限产预期增强, 公司具有高弹性、高股息、高业绩保障的特点, 结合其自身相对估值水平, 首次覆盖给予公司 A/H 股“增持”评级。

5、风险分析

(1) 2022 年粗钢产量限产政策不及预期。如若 2022 年粗钢产量压减力度不及预期, 在钢铁行业需求见顶的情况下, 供需格局不会得到进一步改善, 公司盈利能力将下降。

(2) 终端需求大幅下滑。如若钢铁行业需求端表现进一步疲软, 不利于公司盈利提升。

(3) 钢价上涨过快引发政府调控的风险。如若后续钢价大幅上涨引发政府对大宗商品调控, 不利于公司盈利能力提升。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	78,263	81,614	113,851	109,912	113,607
营业成本	71,315	73,635	100,112	96,581	99,494
折旧和摊销	3,294	3,140	5,532	5,853	6,224
税金及附加	581	537	911	879	909
销售费用	950	1,010	1,409	1,360	1,406
管理费用	2,379	1,517	2,116	2,198	2,272
研发费用	846	1,813	2,529	2,858	2,840
财务费用	785	554	498	408	244
投资收益	815	534	813	721	689
营业利润	1,832	2,867	7,867	7,263	8,106
利润总额	2,298	3,081	8,671	7,593	8,411
所得税	584	503	1,452	1,272	1,409
净利润	1,714	2,578	7,218	6,321	7,002
少数股东损益	586	595	1,886	1,265	1,800
归属母公司净利润	1,128	1,983	5,332	5,056	5,202
EPS(元)	0.15	0.26	0.69	0.66	0.68

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	7,866	2,771	11,471	14,157	10,757
净利润	1,128	1,983	5,332	5,056	5,202
折旧摊销	3,294	3,140	5,532	5,853	6,224
净营运资金增加	-298	3,258	4,819	-2,725	2,508
其他	3,742	-5,611	-4,212	5,974	-3,177
投资活动产生现金流	-4,793	-6,082	-7,218	-6,771	-9,097
净资本支出	-4,779	-6,519	-8,100	-8,000	-10,000
长期投资变化	3,546	3,694	0	0	0
其他资产变化	-3,561	-3,257	882	1,229	903
融资活动现金流	-2,823	-709	4,064	-7,859	-1,216
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,041	668	6,244	-5,029	1,634
无息负债变化	8,561	-8,049	-5,083	966	84
净现金流	305	-4,116	8,316	-473	443

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	8.9%	9.8%	12.1%	12.1%	12.4%
EBITDA 率	7.7%	8.7%	11.5%	11.5%	12.1%
EBIT 率	3.5%	4.9%	6.7%	6.2%	6.6%
税前净利润率	2.9%	3.8%	7.6%	6.9%	7.4%
归母净利润率	1.4%	2.4%	4.7%	4.6%	4.6%
ROA	2.0%	3.2%	8.2%	7.2%	7.4%
ROE (摊薄)	4.2%	7.0%	16.3%	14.3%	13.7%
经营性 ROIC	4.8%	6.7%	11.0%	10.0%	9.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	64%	60%	56%	51%	50%
流动比率	0.93	0.87	0.94	0.98	1.00
速动比率	0.71	0.62	0.66	0.68	0.68
归母权益/有息债务	1.49	1.52	1.31	1.77	1.76
有形资产/有息债务	4.67	4.21	3.44	4.25	4.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	86,322	80,711	88,053	87,810	93,998
货币资金	9,517	5,346	13,662	13,189	13,633
交易性金融资产	2,126	2,029	2,080	1,500	1,200
应收账款	1,093	1,044	2,049	1,978	2,045
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	156	426	433	421	436
存货	10,948	10,900	12,715	12,255	13,629
其他流动资产	21,700	17,036	10,589	9,801	10,540
流动资产合计	46,522	37,537	42,529	40,111	42,478
其他权益工具	279	391	311	327	343
长期股权投资	3,546	3,694	3,694	3,694	3,694
固定资产	29,884	29,554	28,807	27,991	27,904
在建工程	3,260	6,980	9,435	10,751	12,789
无形资产	1,973	1,881	1,938	2,889	3,821
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	419	398	76	76	76
非流动资产合计	39,800	43,174	45,524	47,698	51,520
总负债	55,481	48,100	49,262	45,199	46,917
短期借款	12,880	12,585	19,495	14,320	15,830
应付账款	6,130	7,612	9,010	8,692	8,955
应付票据	7,314	3,297	5,006	4,829	4,975
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	12,774	7,415	967	1,361	992
流动负债合计	50,077	43,197	45,021	40,879	42,671
长期借款	3,468	3,536	3,536	3,536	3,536
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,915	1,347	703	781	708
非流动负债合计	5,405	4,903	4,241	4,320	4,246
股东权益	30,841	32,611	38,791	42,611	47,080
股本	7,701	7,701	7,701	7,701	7,701
公积金	13,005	13,049	13,049	13,049	13,049
未分配利润	5,966	7,375	11,705	14,235	16,909
归属母公司权益	26,933	28,386	32,680	35,234	37,904
少数股东权益	3,908	4,225	6,112	7,377	9,177

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.21%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%
管理费用率	3.04%	1.86%	1.86%	2.00%	2.00%
财务费用率	1.00%	0.68%	0.44%	0.37%	0.21%
研发费用率	1.08%	2.22%	2.22%	2.60%	2.50%
所得税率	25%	16%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.08	0.13	0.33	0.33	0.36
每股经营现金流	1.02	0.36	1.49	1.84	1.40
每股净资产	3.50	3.69	4.24	4.58	4.92
每股销售收入	10.16	10.60	14.78	14.27	14.75

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A股)	27	15	6	6	6
PB (A股)	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.4	8.0	4.7	4.8	4.8
股息率 (A股)	2.0%	3.3%	8.2%	8.2%	9.1%

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、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。

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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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