

# 南钢股份 (600282.SH)

## 积极布局 IDC，推进“钢铁+新产业”发展战略

### 核心观点：

- **20H1 业绩：**贸易业务营收增加、钢材量减价跌致总营收、归母净利润同比分别增 1.1%、降 39.4%。20H1 南钢股份实现营业总收入 243.6 亿元、同比增 1.1%，归母净利润 11.2 亿元、同比减 39.4%，每股收益 0.25 元/股，ROE（摊薄）为 6.7%。（1）业务结构：贸易业务扩张助营收小幅增长，钢铁营收及占比均明显下降。（2）盈利能力：钢材下跌致毛利率明显下降，研发费用增加致期间费用率小升。（3）经营质量：获现能力、营运能力和偿债能力均提升。（4）资产收购：定增收购南钢发展和金江炉料股权，全资持有、增厚归母净利。（5）转型升级：设立江苏德鑫云计算数据中心有限公司，战略布局 IDC 产业。
- **2020 年计划：**2020 年公司计划粗钢、钢材产量分别 1160、1015 万吨，同比分别增 5.7%和 2.3%，营收 481.0 亿元、同比增长 0.3%，固定资产投资 19.5 亿元、同比下降 7.0%，环保设施同步运行率达 100%。
- **公司看点：**公司实施“钢铁+新产业”双主业战略，通过持续的科技创新驱动，做强钢铁产业，重点发展先进钢铁材料；加快推进能源环保、新材料、智能制造、IDC 等新兴产业的发展，力争将公司打造成具有全球竞争力、以“钢铁领域先进材料智造平台”和“能源环保、智能制造等新产业”为有机整体的综合服务提供商。
- **盈利预测与投资建议：**按照最新股本，预计公司 20-22 年 EPS 为 0.39/0.46/0.50 元，对应 20 年 9 月 10 日收盘价，20-22 年 PE 为 8.31/7.06/6.43 倍。参考可比公司估值，我们给予公司 2020 年 PE 估值 10 倍，对应合理价值为 3.88 元/股，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济大幅波动，新冠肺炎疫情疫情影响需求；主流矿产量不达预期，铁矿石价格大幅上涨；计划产量完成度低于预期；新设 IDC 业务发展进度低于预期。

### 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	43,647	47,970	48,341	49,237	49,882
增长率（%）	16.1	9.9	0.8	1.9	1.3
EBITDA（百万元）	8,104	5,748	4,735	5,343	5,688
归母净利润（百万元）	4,008	2,606	2,386	2,809	3,086
增长率（%）	25.2	-35.0	-8.4	17.7	9.9
EPS（元/股）	0.91	0.59	0.39	0.46	0.50
市盈率（P/E）	3.77	5.86	8.31	7.06	6.43
ROE（%）	26.1	15.5	11.6	12.2	12.0
EV/EBITDA	2.21	2.86	4.31	3.86	3.51

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

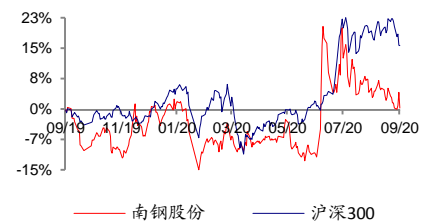
### 买入

当前价格	3.11 元
合理价值	3.88 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-11

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	6143/4445
总市值/流通市值（百万元）	19104/13823
一年内最高/最低（元）	3.73/2.71
30 日日均成交量/成交额（百万）	48/154
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	13.50/7.71

### 相对市场表现



分析师：李莎



SAC 执证号：S0260513080002



SFC CE No. BNV167



020-66335140

lisha@gf.com.cn

### 相关研究：

南钢股份（600282.SH）：重 2020-03-29  
点发展先进钢铁材料，分红  
比例高提升投资价值

## 目录索引

一、20H1 业绩：贸易业务营收增加、钢材量减价跌致总营收、归母净利润同比分别增 1.1%、降 39.4%.....	4
（一）业务拆分：20H1 贸易业务扩张助营收小幅增长，钢铁营收及占比均明显下降.....	5
（二）盈利能力：20H1 钢价下跌致毛利率明显下降，研发费用率提高致期间费用率小升.....	6
（三）经营质量：20H1 获现能力、营运能力和偿债能力均提升.....	8
（四）环保治理：坚持环保、节能改造，持续投资能源环保产业.....	10
（五）资产收购：定增收购南钢发展和金江炉料股权，全资持有、增厚归母净利..	10
（六）转型升级：设立江苏德鑫云计算数据中心有限公司，战略布局 IDC 产业.....	11
二、2020 年计划：粗钢产量增 5.7%、营收增 0.3%，固定资产投资 19.5 亿元.....	12
三、公司看点：重点发展先进钢铁材料、优特钢占比 80%，积极布局 IDC 产业挖掘新增长点.....	13
四、盈利预测与投资建议：积极布局 IDC，推进“钢铁+新产业”发展战略，维持“买入”评级.....	16
五、风险提示.....	19

## 图表索引

图 1: 2010 年以来南钢股份营业总收入及同比增速 .....	4
图 2: 2010 年以来南钢股份归母净利润及同比增速 .....	4
图 3: 2010 年以来南钢股份销售现金比率情况 .....	8
图 4: 2010 年以来南钢股份负债及资产负债率变化 .....	9
图 5: 2010 年以来南钢股份有息负债及占比变化 .....	9
图 6: 2007 年以来中国 IDC 市场规模 .....	14
图 7: 2010-2019 年南钢股份研发支出与占营收比例 .....	14
图 8: 2019 年申万钢企研发支出占营收比例排名前十 .....	14
图 9: 2010-2019 年南钢股份现金分红情况 .....	15
图 10: 截至 2020 年 6 月末, 新钢股份股权结构图 .....	15
图 11: 2011 年至今南钢股份 PB_LF 估值 .....	18
图 12: 2018 年至今南钢股份 PB_LF 估值 .....	18
表 1: 南钢股份分季度、半年度利润表拆分 (单位: 亿元) .....	5
表 2: 20H1 南钢股份业务分行业和分产品拆分 .....	6
表 3: 南钢股份钢材产品均价与盈利情况 .....	7
表 4: 南钢股份吨钢期间费用分半年度、分季度情况 (单位: 元/吨) .....	7
表 5: 南钢股份期间费用率分半年度、分季度情况 .....	8
表 6: 2015 年以来南钢股份营运能力分析 .....	9
表 7: 2015 年以来南钢股份偿债能力分析 .....	9
表 8: 20H1 年南钢股份在建工程中部分重大项目列示 (单位: 万元) .....	10
表 9: 公司简称、全称对照表 .....	11
表 10: 2015-2019 年南钢股份年度计划与实际表现一览 .....	12
表 11: 2019 年以来南钢股份先进钢铁材料情况 .....	13
表 12: 南钢股份的主营业务预测 (单位: 百万元) .....	17
表 13: 南钢股份的可比公司估值表 .....	18

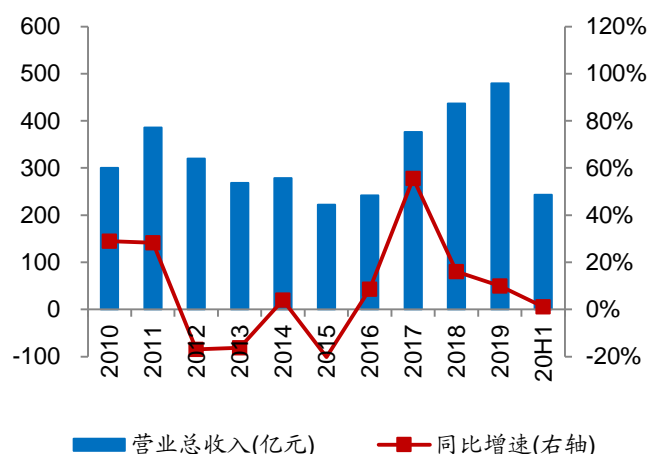
## 一、20H1 业绩：贸易业务营收增加、钢材量减价跌致总营收、归母净利润同比分别增 1.1%、降 39.4%

2020年上半年，南钢股份生产铁509.6万吨、钢553.5万吨、材485.7万吨，同比分别增加5.9%、增加2.6%和减少3.4%；实现钢材销量480.5万吨、同比减少3.9%，其中先进钢铁材料销量61.7万吨，占比为12.8%。

2020年上半年，南钢股份实现营业总收入243.6亿元、同比增长1.1%，归母净利润11.2亿元、同比减少39.4%，归母扣非净利润10.2亿元、同比减少39.4%，每股收益0.25元/股、同比减少39.5%，销售毛利率12.6%、同比下降2.9PCT，销售净利率6.0%、同比下降2.9PCT，ROE（摊薄）为6.7%、同比下降4.8PCT。

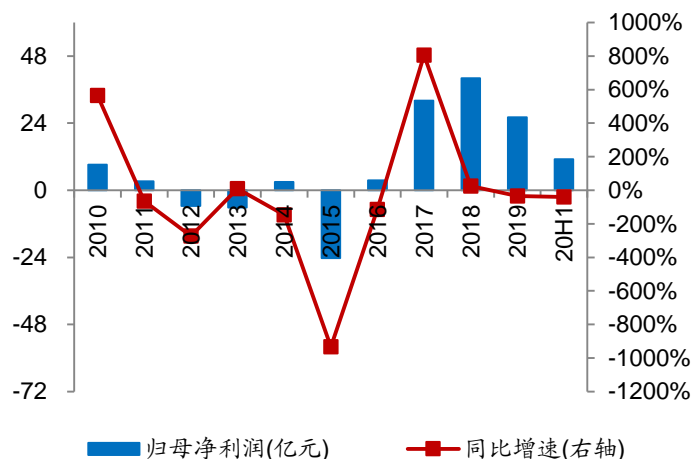
**南钢股份20H1利润分配预案：**根据2020年中报，公司不进行半年度利润分配或公积金转增股本。

图 1：2010年以来南钢股份营业总收入及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：2010年以来南钢股份归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**贸易业务增加助力20H1公司营收同比小幅增长，钢材量减价跌导致归母净利润同比减少39.4%。**根据2020年中报，20H1南钢股份营收同比增1.1%，营业成本同比增4.6%，主要原因是公司贸易业务收入、成本增加，但钢铁主业供需格局走弱、钢材量减价跌，20H1公司营业毛利同比减少17.8%，净利润、归母净利润分别同比减少31.8%、39.4%。

**全面复工复产助力20Q2公司归母净利润环比增长41.8%。**根据2020年中报，20Q2公司的营业收入环比增长11.2%，毛利环比增长29.0%，净利润环比增长48.8%，归母净利润环比增长41.8%。20Q2公司盈利环比改善的主要原因是疫情期间部分产线检修，20Q2加速复工复产提升营收、盈利水平。

表 1：南钢股份分季度、半年度利润表拆分（单位：亿元）

	20Q1	同比	环比	20Q2	同比	环比	20H1	同比	环比
营业总收入	115.3	-2.4%	2.6%	128.3	4.5%	11.2%	243.6	1.1%	2.0%
营业收入	115.3	-2.4%	2.6%	128.3	4.5%	11.2%	243.6	1.1%	2.0%
营业成本	101.9	0.7%	2.4%	111.0	8.4%	8.9%	212.9	4.6%	0.2%
毛利	13.4	-20.8%	3.9%	17.3	-15.3%	29.0%	30.7	-17.8%	16.5%
销售费用	1.2	-23.9%	-18.4%	2.4	42.5%	93.1%	3.6	9.8%	10.2%
管理费用	2.6	12.0%	21.3%	2.3	1.5%	-12.3%	4.9	6.8%	6.0%
研发费用	1.6	25.2%	0.6%	2.2	66.5%	35.4%	3.8	46.0%	15.6%
财务费用	0.2	-76.4%	-40.6%	1.6	20.1%	567.9%	1.8	-21.6%	290.3%
资产减值损失	-1.0	-243.8%	33.6%	-0.7	68.9%	34.2%	-1.7	-16.9%	10.7%
信用减值损失	0.1	457.3%	162.1%	0.0	-117.8%	-129.7%	0.1	-49.3%	118.8%
公允价值变动净收益	-0.7	-241.4%	-183.0%	0.1	-87.9%	109.3%	-0.7	-161.8%	-186.1%
资产处置收益	0.0	72.7%	30.9%	0.0	-105.3%	65.5%	0.0	-146.8%	6.7%
投资净收益	0.9	58.1%	-6.4%	1.1	-43.3%	22.0%	2.0	-20.3%	17.6%
其他收益	0.7	-50.8%	178.7%	1.1	486.4%	67.4%	1.8	15.3%	222.3%
营业利润	7.2	-38.4%	6.9%	9.8	-35.2%	36.4%	17.1	-36.6%	24.8%
营业外收入	0.0	54.1%	-87.1%	0.4	8144.7%	2823.3%	0.4	2912.6%	165.6%
营业外支出	0.0	-91.8%	-99.5%	0.0	-91.2%	285.8%	0.0	-91.4%	-97.8%
利润总额	7.2	-38.0%	30.0%	10.2	-31.6%	41.2%	17.4	-34.4%	39.8%
所得税	1.3	-30.5%	348.6%	1.4	-54.6%	7.4%	2.7	-45.5%	627.4%
净利润	5.9	-39.4%	12.3%	8.8	-25.6%	48.8%	14.7	-31.8%	21.6%
归母净利润	4.6	-44.9%	99.7%	6.5	-34.8%	41.8%	11.2	-39.4%	45.8%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### （一）业务拆分：20H1 贸易业务扩张助营收小幅增长，钢铁营收及占比均明显下降

通过拆分20H1南钢股份主营业务分行业和分产品结构可知：钢铁业务是创收的主要来源，但营收及占比均明显下降；板材、长材销量各占一半，两者营收及占比均明显下降。其他业务（主要为贸易业务）营收及占比均明显增加。

#### 1. 销量：20H1南钢股份钢材销量480.5万吨、同比减少3.9%，长材、板材销量各占一半、结构较稳定

20H1南钢股份钢材销量为480.5万吨、同比减少3.9%，一是疫情期间部分产线检修，20H1产量同比减少3.4%，二是疫情致钢材需求减少、运输受阻。分产品看，20H1南钢股份的板材、长材销量分别为239.8、240.7万吨，同比分别减少3.2%、4.7%，占钢材销量比例分别为49.9%、50.1%，同比分别增加0.4、减少0.4PCT。

## 2. 营收：其他业务营收大增有效对冲钢材营收减少，助力公司营收小幅增长

20H1南钢股份实现营收243.6亿元、同比增长1.1%，主要原因是以贸易为代表的其他业务营收大幅增长对冲钢材营收下滑。（1）分行业看，20H1南钢股份钢材营收达182.8亿元、同比下降9.3%，营收占比75.0%、同比下降8.6PCT；其他业务营收达60.8亿元、同比增加54.6%，营收占比25.0%、同比上升8.6PCT。根据2020年中报、历史财报数据，公司其他业务中主要为贸易业务。（2）钢材分产品看，20H1南钢股份板材营收96.9亿元、同比减少7.3%，营收占比39.8%、同比减少3.6PCT；长材营收85.9亿元、同比减少11.5%，营收占比35.3%、同比减少5.0PCT。

表 2：20H1南钢股份业务分行业和分产品拆分

	销量(万吨)	占比	同比(PCT)	营收(亿元)	占比	同比(PCT)
板材	239.8	49.9%	0.4	96.9	39.8%	-3.6
棒材	168.5	35.1%	-0.6	58.7	24.1%	-3.7
线材	27.3	5.7%	0.1	10.5	4.3%	-0.4
带钢	29.7	6.2%	0.4	10.2	4.2%	-0.3
型钢	15.2	3.2%	-0.3	6.4	2.6%	-0.7
长材合计	240.7	50.1%	-0.4	85.9	35.3%	-5.0
钢铁业务	480.5	100.0%	0.0	182.8	75.0%	-8.6
其他业务	-	-	-	60.8	25.0%	8.6
合计	-	-	-	243.6	100.0%	0.0

数据来源：公司财报、经营数据公告、广发证券发展研究中心

## （二）盈利能力：20H1 钢价下跌致毛利率明显下降，研发费用率提高致期间费用率小升

### 1. 盈利能力：20H1板材和长材均价均明显下跌、但好于行业均值，毛利率同比明显下降

钢材均价：（1）半年度同比，20H1南钢股份板材和长材均价同比均明显下跌、但跌幅均小于行业均值。20H1南钢股份的板材、长材均价分别为4041、3568元/吨，同比分别下跌4.3%、7.1%，跌幅均小于行业均值。（2）季度环比，20Q2南钢股份板材均价环比明显上涨、涨幅大于行业均值，长材均价明显下跌、表现弱于行业平均。20Q2南钢股份板材、长材均价分别为4098、3489元/吨，环比分别上涨2.8%、下跌4.9%，行业均值均环比上涨0.4%。

销售毛利率：20H1南钢股份毛利率同比明显下降，20Q2毛利率环比明显上升。（1）半年度同比，由于疫情影响，钢铁供需格局变差，20H1南钢股份毛利率同比下降2.9PCT至12.6%。（2）季度环比，20Q2公司毛利率随疫情复工复产加快，钢铁供需格局环比改善而环比上升1.9PCT至13.5%。



表 3：南钢股份钢材产品均价与盈利情况

		20H1	同比	环比	20Q2	环比
板材均价(元/吨)	南钢股份	4041	-4.3%	1.8%	4098	2.8%
	行业均值	3710	-7.5%	-2.5%	3787	0.4%
长材均价(元/吨)	南钢股份	3568	-7.1%	-2.4%	3489	-4.9%
	行业均值	3780	-8.2%	-5.8%	3787	0.4%
毛利率	南钢股份	12.6%	-2.9PCT	1.6PCT	13.5%	1.9PCT

数据来源：公司财报、公司经营数据公告、Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：长材、板材的吨钢营收行业均值分别取长材、中厚板 Myspic 普钢绝对价格指数。

## 2. 费用控制能力：20H1研发费用率小幅上升带动期间费用率同比小幅上升

销售、管理和研发费用大幅增加导致20H1南钢股份期间费用同比大幅增长。

20H1南钢股份期间费用达14.0亿元、同比增长10.4%，其中销售、管理、研发、财务费用分别为3.6、4.9、3.8、1.8亿元，同比分别增加9.8%、增加6.8%、增加46.0%、减少21.6%。其中：销售费用明显上升的主要原因是一票制销售客户更多选择一票制结算方式；管理费用明显上升的主要原因是化解钢铁产能指标摊销；研发费用大幅增长的主要原因是公司加大数字化研发、基础工艺技术研究及重大新产品研发；财务费用大幅减少的主要原因是融资规模及融资成本同比下降，存量资金收益增加。

**吨钢期间费用：**（1）半年度同比，20H1南钢股份吨钢销售、管理和研发费用大增带动吨钢期间费用同比大增。20H1公司期间费用279.9元/吨、同比增加6.0%，其中：吨钢销售、管理、研发、财务费用分别为71.9、97.0、75.1、35.9元/吨，同比分别增加5.5%、增加2.6%、增加40.3%、减少24.7%。（2）季度环比，20Q2南钢股份吨钢销售、财务费用环比大幅增加带动吨钢期间费用环比大幅增加。20Q2公司吨钢期间费用328.7元/吨、环比增加31.7%。其中：吨钢销售、管理、研发、财务费用分别为93.2、89.1、84.9、61.5元/吨，环比分别增加71.6%、减少22.1%、增加20.4%、增加493.9%。

表 4：南钢股份吨钢期间费用分半年度、分季度情况（单位：元/吨）

	吨钢销售费用	吨钢管理费用	吨钢研发费用	吨钢财务费用	吨钢期间费用
20H1	71.9	97.0	75.1	35.9	279.9
同比	5.5%	2.6%	40.3%	-24.7%	6.0%
20Q2	93.2	89.1	84.9	61.5	328.7
环比	71.6%	-22.1%	20.4%	493.9%	31.7%

数据来源：公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

**期间费用率：**（1）半年度同比，20H1南钢股份研发费用率小幅上升导致期间费用率同比小幅上升。20H1公司期间费用率5.7%、同比上升0.5PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为1.5%、2.0%、1.5%、0.7%，同比变化0.1、0.1、0.5、-0.2PCT。（2）季度环比，20Q2南钢股份销售、财务费用率上升带动期间费用率环比上升。20Q2公司期间费用率6.5%、环比上升1.6PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为1.8%、1.8%、1.7%、1.2%，环比变化0.8、-0.5、0.3、1.0PCT。

表 5: 南钢股份期间费用率分半年度、分季度情况

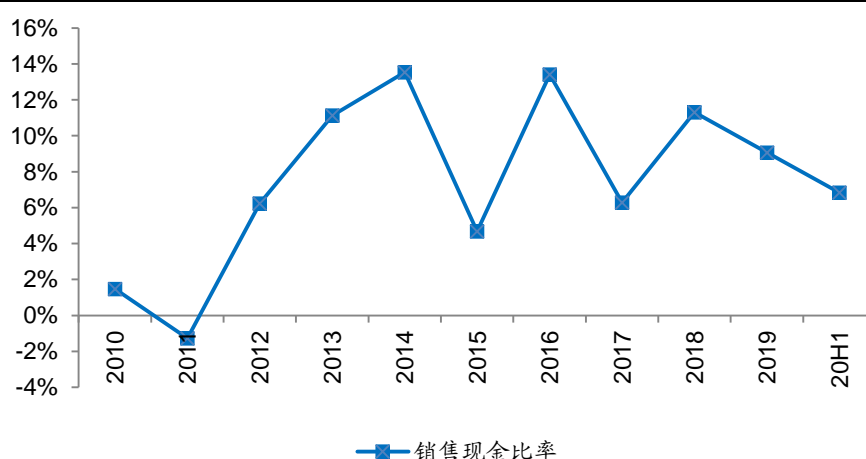
	20Q1	同比(PCT)	20Q2	同比(PCT)	环比(PCT)	20H1	同比(PCT)
销售费用率	1.1%	-0.3	1.8%	0.5	0.8	1.5%	0.1
管理费用率	2.2%	0.3	1.8%	-0.1	-0.5	2.0%	0.1
研发费用率	1.4%	0.3	1.7%	0.6	0.3	1.5%	0.5
财务费用率	0.2%	-0.6	1.2%	0.2	1.0	0.7%	-0.2
期间费用率	4.9%	-0.3	6.5%	1.2	1.6	5.7%	0.5

数据来源: 公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

### (三) 经营质量: 20H1 获现能力、营运能力和偿债能力均提升

20H1南钢股份销售现金比率同比小幅上升, 获现能力有所提升。20H1南钢股份的销售现金比率(经营活动产生的现金流量净额/营业收入)为6.8%、同比上升1.4PCT, 较2019年全年下降2.3PCT。

图 3: 2010年以来南钢股份销售现金比率情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

20H1南钢股份存货、应收账款、流动资产、固定资产、总资产周转率均同比提升, 营运能力有所提升。20H1南钢股份存货、应收账款、流动资产、固定资产、总资产周转率分别7.5、35.3、2.5、2.5、1.1次, 同比上升3.7、12.7、1.2、1.3、0.5次。



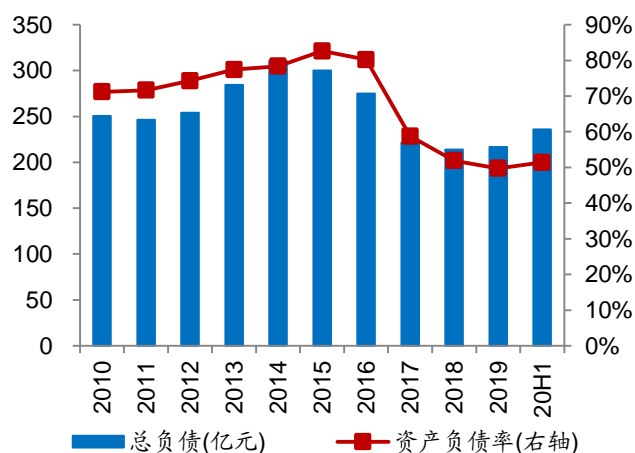
表 6：2015年以来南钢股份营运能力分析

	存货周转率(次)	应收账款周转率(次)	流动资产周转率(次)	固定资产周转率(次)	总资产周转率(次)
2015A	6.6	35.9	1.9	1.0	0.6
2016A	6.8	49.1	2.5	1.1	0.7
2017A	8.0	69.8	3.2	1.8	1.0
2018A	7.8	63.7	2.9	2.2	1.1
2019A	7.8	56.3	2.8	2.5	1.1
20H1	7.5	35.3	2.5	2.5	1.1
20H1 同比	3.7	12.7	1.2	1.3	0.5

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

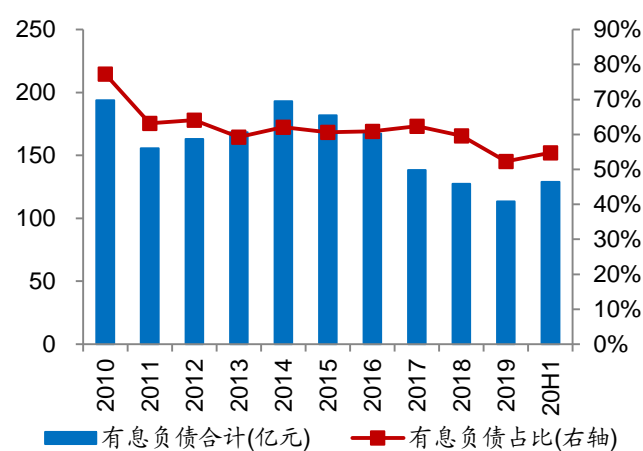
20H1南钢股份资产负债率和有息负债占比均下降，为2010年以来的较低值，偿债能力明显提升。截至2020年6月末，南钢股份总负债规模235.8亿元、同比2019年6月末增长6.6%，资产负债率51.4%，同比下降0.2PCT，为2010年以来的较低值。从债务内部结构看，有息负债合计129.0亿元、占总负债的比重为54.7%，同比下降2.1PCT，为2010年以来的较低值。其他偿债指标如流动比率和速动比率均明显改善。在本报告中，有息负债是指短期借款、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、长期借款、应付债券、长期应付款、应付票据和其他流动负债。

图 4：2010年以来南钢股份负债及资产负债率变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 5：2010年以来南钢股份有息负债及占比变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 7：2015年以来南钢股份偿债能力分析

	资产负债率	流动负债占比	有息负债占比	流动比率	速动比率
2015A	82.6%	83.9%	60.6%	40.7%	30.1%
2016A	80.2%	88.7%	60.9%	38.6%	23.4%
2017A	58.8%	95.5%	62.4%	66.1%	46.5%
2018A	51.9%	98.3%	59.6%	77.4%	54.5%
2019A	49.7%	89.1%	52.3%	93.5%	63.1%
20H1	51.4%	86.3%	54.7%	97.3%	69.4%
20H1 同比	-0.2PCT	-8.6PCT	-2.1PCT	13.2PCT	9.8PCT

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

#### （四）环保治理：坚持环保、节能改造，持续投资能源环保产业

根据公司2020年中报，南钢股份在建工程预算363,2336万元，20H1转入固定资产88,422万元，期末余额259,494万元，较2019年底增长10.1%，主要原因是公司根据年度计划实施环保、节能等重点项目建设数额较大。

**南钢股份重点围绕能源环保进行产业投资。**根据公司2020年中报，南钢股份持有柏中环境42.00%的股份，柏中环境主业为污水厂、污水处理项目及设施的开发、设计。2020年上半年，按权益法核算投资收益，柏中环境相应增加公司2020年上半年归属于上市公司股东的净利润4,450万元。

表 8：20H1年南钢股份在建工程中部分重大项目列示（单位：万元）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加	转入固定资产	期末数
环保	168,908	71,271	18,958	0	90,229
技改	101,908	48,742	12,045	0	60,787
其他	92,417	115,686	81,213	88,422	108,478
合计	363,233	235,699	112,216	88,422	259,494

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

#### （五）资产收购：定增收购南钢发展和金江炉料股权，全资持有、增厚归母净利

根据公司2020年中报，公司向南京钢联发行股份购买控股子公司南钢发展38.72%股权、金江炉料38.72%股权。截至2020年8月25日，标的资产已完成交割过户；本次新增股份已在中证登上海分公司办理完毕证券变更登记手续。根据2019年12月18日南钢股份发布的《发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)》，本次交易对价458,504.22万元，南钢股份本次按3.00元/股向交易对方南京钢联发行股票数量为152,834.7395万股，对南钢股份的影响：（1）南钢发展、金江炉料将成为南钢股份全资子公司，归母净利提升。（2）南钢股份总股本将增至595781.5852万股，预计每股收益将被摊薄。（3）南京钢联持股南钢股份比例将上升15.26PCT至55.79%，南钢联合持股比例下降0.70PCT至2.03%，两者合计上升14.55PCT至57.82%，其他公众股东持股比例将下降14.55PCT至42.18%。

**南钢发展：**根据2020年中报，截至2020年6月末，南钢股份持有南钢发展61.28%的股权，南钢发展总资产305.0亿元，净资产120.8亿元。20H1南钢发展实现营业收入24.4亿元，净利润8.5亿元。

**金江炉料：**根据2020年中报，截至2020年6月末，南钢股份持有金江炉料61.28%的股权，金江炉料总资产46.7亿元，净资产16.2亿元。20H1金江炉料实现净利润0.2亿元。

表 9：公司简称、全称对照表

公司简称	公司全称	关系
南钢股份	南京钢铁股份有限公司	-
南京钢联	南京南钢钢铁联合有限公司	南钢股份的股东
南钢联合	南京钢铁联合有限公司	南钢股份的股东
南钢发展	南京南钢产业发展有限公司	南钢股份的子公司
金江炉料	南京金江冶金炉料有限公司	南钢股份的子公司

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## （六）转型升级：设立江苏德鑫云计算数据中心有限公司，战略布局 IDC 产业

根据《南钢股份:第七届董事会第三十四次会议决议公告》，南钢股份审议通过《关于设立江苏德鑫云计算数据中心有限公司的议案》，为布局数字化相关产业，同意公司与南京南钢产业发展有限公司、江苏金恒信息科技股份有限公司共同出资1亿元设立江苏德鑫云计算数据中心有限公司。其中，南钢股份出资9,000万元，持股比例90%；南京南钢产业发展有限公司出资500万元，持股比例5%；江苏金恒信息科技股份有限公司出资500万元，持股比例5%。经营范围为：非居住房地产租赁及IT和通讯设备租赁服务；增值电信业务（须取得许可或批准后方可经营）；数据处理技术服务；信息系统集成服务；软件开发及信息技术服务；以自有资金从事投资活动；企业管理咨询；从事国家批准设置的特定职业和职业标准范围以外的培训（不含国家统一认可的职业资格证书类培训）。

## 二、2020 年计划：粗钢产量增 5.7%、营收增 0.3%， 固定资产投资 19.5 亿元

根据公司2019年年报，2020年计划生铁产量1050.0万吨，粗钢产量1160.0万吨，钢材产量1015.0万吨，分别较2019年实际产量增加6.1%、5.7%和2.3%。从2015-2019年历史数据来看，公司钢材产量计划完成率、产销率较高，均达到99.0%。

根据公司2019年年报，2020年其他计划：（1）营业收入：公司计划实现营业收入481.0亿元、较2019年实际营业收入增0.3%。（2）固定资产投资：公司计划固定资产投资19.5亿元、同比降7.0%，其中新增固定资产投资9.0亿元。固定资产投资资金来源于自筹及募集资金。其中，新增固定资产投资项目主要包括质量提升及产品品种研发、安全、环保、节能、维持再生产、两化融合智能制造等项目及前期准备9.0亿元，需支付已完工及2019年结转项目用款10.5亿元。（3）环保：公司计划环保设施同步运行率达到100%。（4）安全：实现安全文明生产。

从2015-2019年历史数据观测来看，南钢股份营收计划完成率较高，除2015年仅达76.7%外，均超过100.0%；固定资产投资计划完成率较低且波动较大，但在2017年以后呈逐步上升态势，2019年达到最高108.3%。20H1南钢股份的钢材产量、营收计划完成率分别为47.9%、50.6%，考虑钢厂检修提前影响上半年产量，整体计划完成情况较好。

表 10：2015-2019年南钢股份年度计划与实际表现一览

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
上年年报计划钢材产量（万吨）	800.0	773.0	830.0	900.0	950.0
当年实际实现钢材产量（万吨）	792.1	832.8	878.2	917.2	992.1
钢材产量计划完成率	99.0%	107.7%	105.8%	101.9%	104.4%
当年钢材产量（万吨）	792.1	832.8	878.2	917.2	992.1
当年钢材销量（万吨）	793.8	839.9	873.5	918.9	993.0
销量/产量	100.2%	100.9%	99.5%	100.2%	100.1%
上年年报计划营收（亿元）	290.0	206.0	230.0	413.0	469.0
当年实际营收（亿元）	222.52	241.74	376.01	436	479.7
营收计划完成率	76.7%	117.3%	163.5%	105.7%	102.3%
上年年报计划固定资产投资（亿元）	10.1	6.1	11.4	16.6	19.4
当年实际固定资产投资（亿元）	9.4	6.1	8.6	15.2	21.0
固定资产投资计划完成率	92.6%	98.7%	74.8%	91.3%	108.3%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2015 年-2016 年计划固定资产投入数据使用新增固定资产投资数据代替。

### 三、公司看点：重点发展先进钢铁材料、优特钢占比 80%，积极布局 IDC 产业挖掘新增长点

南钢股份拥有南京和宿迁两个钢铁产品生产基地，具备完备的从铁矿石采选、炼焦、烧结、球团、炼铁、炼钢（含精炼）到轧钢（含热处理）的生产工艺流程，主要装备已实现大型化、现代化和信息化。截至2019年年底，南钢股份具备年产900万吨生铁、1000万吨粗钢和940万吨钢材的综合生产能力。根据南钢股份《关于参与申特系企业重整投资的公告》，公司拟参与江苏申特钢铁有限公司及其关联企业破产重整事项，申特系企业具备炼钢产能270万吨、热轧产能466万吨。

公司实施“钢铁+新产业”双主业发展战略，通过持续的科技创新驱动，做强钢铁产业，高质量绿色发展，提升钢铁产业竞争力；同时加快推进能源环保、新材料、智能制造、IDC等新兴产业的发展，将公司打造成为具有全球竞争力、以“钢铁领域先进材料智造平台”和“能源环保、智能制造等新产业”为有机整体的综合服务提供商。

产品结构持续优化升级，重点发展特钢新材料。南钢股份普钢产量占比约20%，优特钢占比约为80%。预计未来两三年内先进钢铁材料销量将增长至200万吨以上，年增长率不低于10%。公司未来将关注优特钢中的新材料发展，注重研发，提升高档次高附加值的产品占比，进一步优化产品结构，提高抵御经济周期风险的能力。

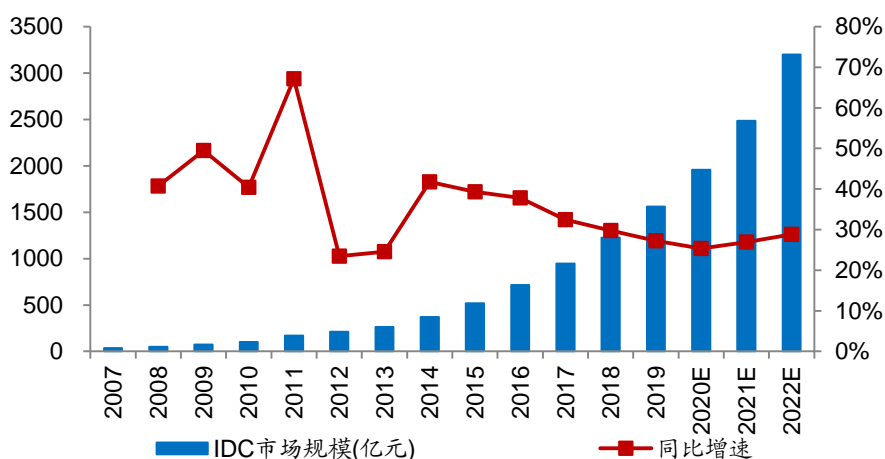
表 11：2019年以来南钢股份先进钢铁材料情况

	销量 (万吨)	同比	销量 占比	同比	营收 (亿元)	同比	营收 占比	同比	均价(元/吨)	同比	毛利率	同比
2019A	137.3	4.2%	13.8%	-0.5PCT	68.3	5.7%	14.2%	-0.6PCT	4977.6	1.5%	13.7%	0.8PCT
20H1	61.7	-	12.8%	-	30.2	-	12.4%	-	4897.1	-	-	-

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

战略布局景气度较高的IDC行业，挖掘新利润增长点。根据中国IDC圈数据，预计2020~2022年IDC市场规模将分别增长25%、27%、29%，增长空间较大。南钢股份地处长三角的南京，数字经济发达，具有一定的地理优势。

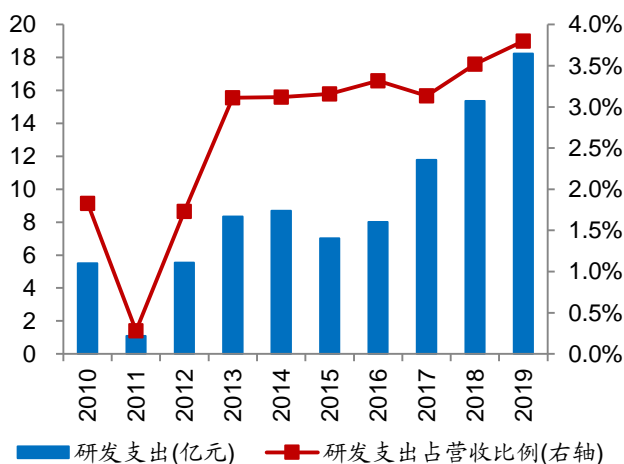
图 6：2007年以来中国IDC市场规模



数据来源：Wind、中国 IDC 圈、广发证券发展研究中心

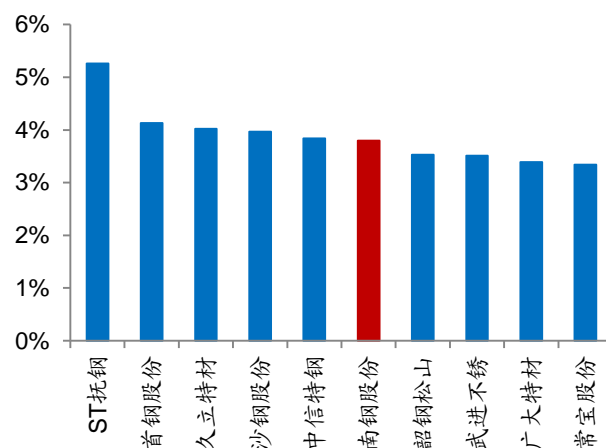
从研发支出来看，南钢股份注重产品研发，高研发支出占比为产品结构优化升级打下良好基础。从纵向对比看，2010-2019年南钢股份研发支出震荡上升，2019年研发支出18.23亿元，占营收比例达3.80%，均创新高。从横向对比看，2019年南钢股份研发支出占营收比例在34家申万钢企中排名第六，22家申万普钢钢企中排名第二，在行业中处于领先地位。

图 7：2010-2019年南钢股份研发支出与占营收比例



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 8：2019年申万钢企研发支出占营收比例排名前十

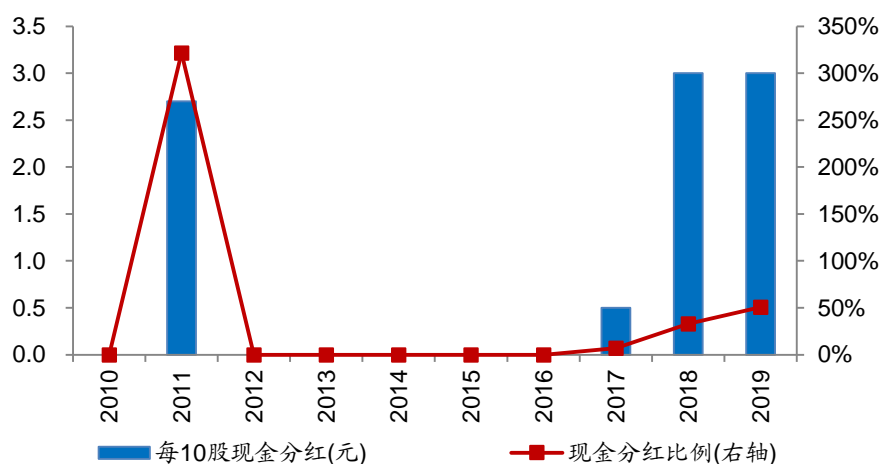


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**近三年现金分红比例高。**根据《未来三年（2018-2020年度）股东回报规划》，南钢股份未来三年每一年度拟分配的现金红利总额（包括中期已分配的现金红利）应不低于该年度归属于上市公司股东的净利润的30%。2017-2019年，公司现金分红占归母净利润比例稳步提升，分别为6.89%、33.10%和50.73%。考虑到南钢股份控本能力较强，2020年6月末资本负债率仅51.4%，未来产品结构升级、资本开支明显减少、运营效率提升，公司整体盈利能力有望提升，有望维持较高现金分红比例。



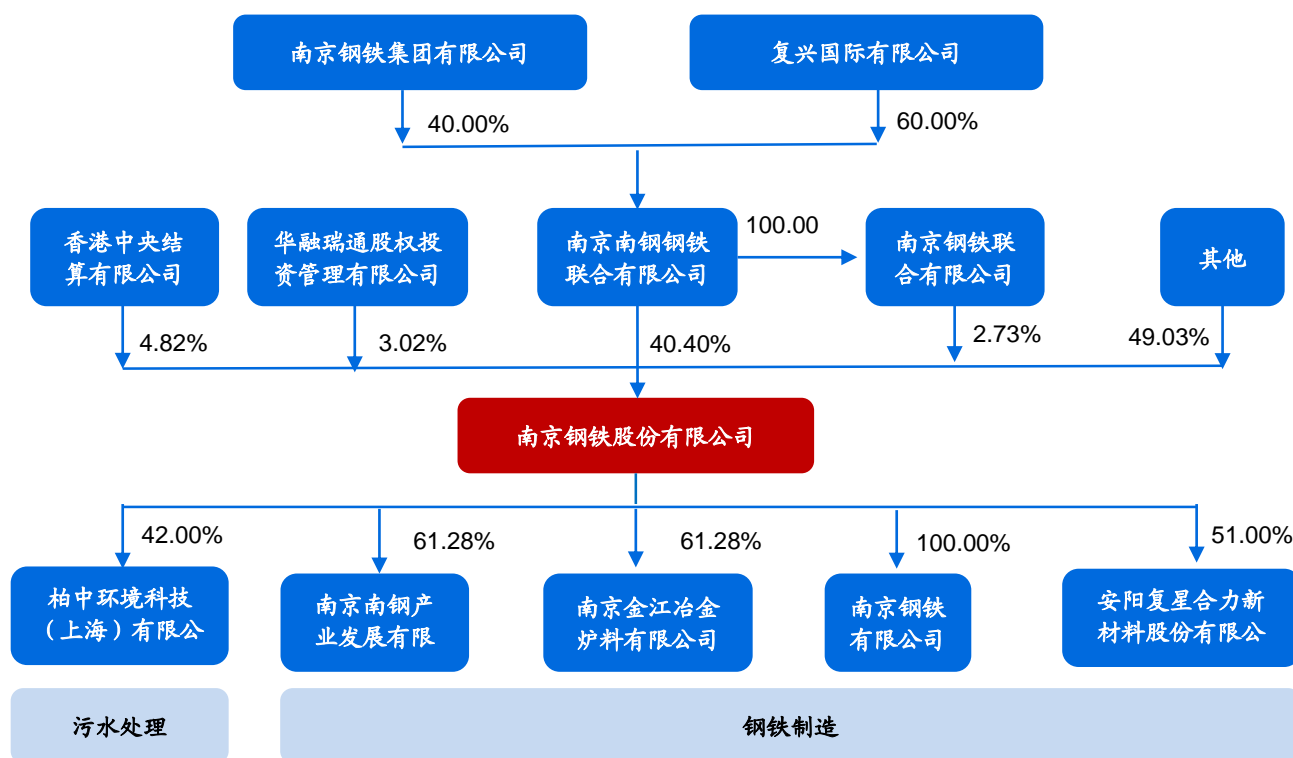
图 9：2010-2019 年南钢股份现金分红情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2011 年中期分红每 10 股派 2.00 元，2011 年年度每 10 股派 0.70 元，合计 2011 年每 10 股派 2.70 元。

图 10：截至 2020 年 6 月末，新钢股份股权结构图



数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测与投资建议：积极布局 IDC，推进“钢铁+新产业”发展战略，维持“买入”评级

本报告的盈利预测假设如下：

（1）量：根据2019年年报，2020年公司计划生铁、粗钢、钢材分别1050、1160、1015万吨，较2019年实际产量增加6%、6%和2%。从2015-2019年历史数据来看，南钢股份钢材产量计划完成率达到99%。我们预计2020年公司钢材产量同比增2%。综合分析钢材产能和市场定位，预计2021-2022年钢材产量小幅增长。

（2）价：受累于新冠疫情影响，预计2020年钢材供需弱平衡，预计2020年公司主要钢材品种价格下跌3%~5%，2021-2022年钢铁行业受疫情影响逐渐减小，需求复苏，公司主要钢材价格明显回升。

（3）毛利：2020-2022年全球铁矿石产能处于扩张期，2020年四大矿山铁矿石计划产量增长0.9%，全球粗生铁产量增速将明显回落，预计铁矿石价格有所下跌，但相对偏强。预计2020年钢铁行业供需弱平衡，钢材价格将明显下跌、跌幅大于铁矿石，公司钢材吨钢毛利明显下降。预计2021-2020年钢材供需边际改善，吨钢毛利将稳中有升。

表 12：南钢股份的主营业务预测（单位：百万元）

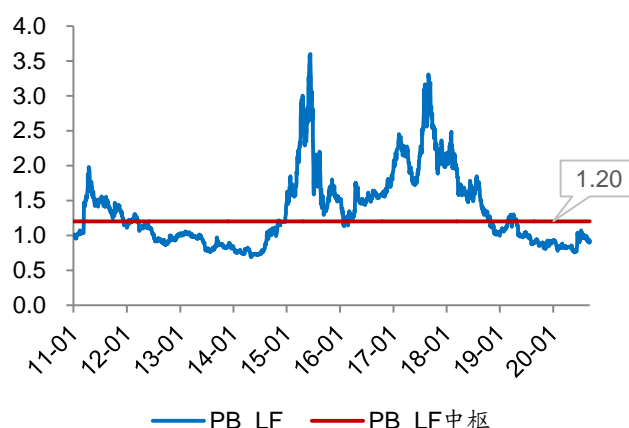
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	37,601	43,647	47,970	48,341	49,237	49,882
其中：板材	15,951	19,466	20,415	20,049	20,574	20,910
长材	15,275	18,084	18,542	18,332	18,943	19,492
其他钢材	1,948	1,779	2,059	2,040	2,025	2,010
贸易	2,802	2,521	4,672	5,660	5,450	5,240
其他主营业务	1,539	1,676	2,137	2,120	2,110	2,100
其他业务	86	121	144	140	135	130
营业成本合计	31,456	34,869	41,601	42,317	42,792	43,201
其中：板材	13,187	14,520	16,939	16,766	16,967	17,136
长材	12,429	14,791	16,089	16,211	16,615	17,055
其他钢材	1,701	1,580	1,955	1,940	1,925	1,910
贸易	2,631	2,364	4,512	5,310	5,210	5,080
其他主营业务	1,450	1,530	2,022	2,010	2,000	1,950
其他业务	59	83	85	80	75	70
营业毛利合计	6,145	8,778	6,370	6,024	6,445	6,681
其中：板材	2,764	4,946	3,477	3,283	3,607	3,774
长材	2,846	3,292	2,454	2,121	2,329	2,437
其他钢材	247	199	104	100	100	100
贸易	171	157	161	350	240	160
其他主营业务	90	146	116	110	110	150
其他业务	27	38	59	60	60	60

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

南钢股份实施“钢铁+新产业”双主业发展战略，通过持续的科技创新驱动，做强钢铁主业，优特钢产品达80%、未来将重点发展先进钢铁材料。同时加快推进能源环保、新材料、智能制造、IDC等新兴产业的发展，力争成为具有全球竞争力、以“钢铁领域先进材料智造平台”和“能源环保、智能制造等新产业”为有机整体的综合服务提供商。按照最新股本计算，预计公司2020-2022年EPS为0.39/0.46/0.50元，对应2020年9月10日收盘价，2020-2022年PE为8.31/7.06/6.43倍，2020年PB为0.97倍

从历史估值看，公司2011年至今PB\_LF估值中枢为1.20倍、2018年至今PB\_LF估值中枢为1.03倍。参考可比公司宝钢股份、河钢股份、鞍钢股份、杭钢股份2020年Wind一致预期PE估值分别为11.98、14.87、15.88、24.63倍，公司盈利能力与宝钢股份更为接近，我们给予公司2020年PE估值10倍，对应合理价值为3.88元/股，以2020年预测每股净资产3.35元/股计算、对应2020年PB为1.2倍，维持公司“买入”评级。

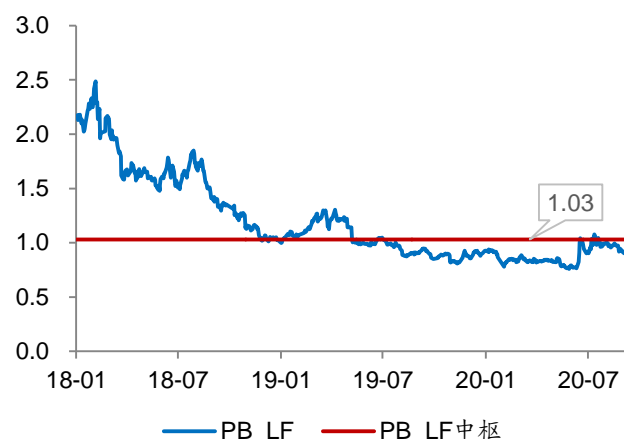
图 11: 2011年至今南钢股份PB\_LF估值



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

备注: PB\_LF 估值为即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)

图 12: 2018年至今南钢股份PB\_LF估值



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

备注: PB\_LF 估值为即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)

表 13: 南钢股份的可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600019.SH	宝钢股份	5.03	0.42	0.49	0.52	11.98	10.27	9.67
000709.SZ	河钢股份	2.23	0.15	0.17	0.19	14.87	13.12	11.74
000898.SZ	鞍钢股份	2.70	0.17	0.24	0.26	15.88	11.25	10.38
600126.SH	杭钢股份	6.65	0.27	0.29	0.32	24.63	22.93	20.78

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注: 可比公司 2020-2022 年盈利预测取自 Wind 一致预期, 最新收盘价为 2020 年 9 月 10 日收盘价。

## 五、风险提示

**宏观经济大幅波动，新冠肺炎疫情影响需求。**若宏观经济大幅波动，或新冠肺炎疫情变严重，则钢铁供需格局将边际走弱，钢材价格有下行风险。

**铁矿石主流矿产量不达预期，铁矿石价格大幅上涨。**若主流矿山产量不及预期，则铁矿石供给将低于预期，从而会导致铁矿石价格上涨风险，进而使得钢材成本上涨压缩钢材利润空间。

**钢材计划产量完成度低于预期。**若公司钢材计划产量完成低于预期，则会导致钢材营收有下行风险。

**新设IDC业务发展进度低于预期。**若公司IDC项目建设进程低于预期，则IDC项目的盈利不确定性将提高，项目投资回收期可能有延长风险，公司现金流管理压力加大。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	16,257	18,085	21,767	22,694	24,226	
货币资金	3,067	4,265	5,812	5,891	6,807	
应收及预付	6,681	1,255	3,324	2,685	2,954	
存货	4,796	5,882	5,929	6,014	6,065	
其他流动资产	1,713	6,684	6,703	8,104	8,399	
非流动资产	24,938	25,535	27,953	30,477	32,851	
长期股权投资	2,019	2,057	2,660	3,074	3,552	
固定资产	19,875	19,017	19,609	20,448	21,079	
在建工程	1,205	2,357	3,237	4,191	5,131	
无形资产	846	872	885	902	918	
其他长期资产	994	1,232	1,562	1,861	2,171	
资产总计	41,195	43,621	49,720	53,171	57,076	
流动负债	21,014	19,333	20,813	20,625	20,617	
短期借款	4,897	3,436	3,848	3,799	3,570	
应付及预收	12,504	13,582	14,163	14,218	14,409	
其他流动负债	3,613	2,315	2,801	2,608	2,638	
非流动负债	371	2,357	2,592	3,068	3,507	
长期借款	76	845	1,144	1,599	2,045	
应付债券	0	1,027	1,027	1,027	1,027	
其他非流动负债	295	485	422	443	436	
负债合计	21,385	21,689	23,404	23,694	24,124	
股本	4,422	4,429	6,143	6,143	6,143	
资本公积	1,849	1,875	1,908	1,908	1,908	
留存收益	9,083	10,439	12,488	14,899	17,570	
归属母公司股东权益	15,379	16,777	20,558	22,974	25,643	
少数股东权益	4,431	5,154	5,758	6,503	7,309	
负债和股东权益	41,195	43,621	49,720	53,171	57,076	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	43,647	47,970	48,341	49,237	49,882
营业成本	34,869	41,601	42,317	42,792	43,201
营业税金及附加	403	304	353	343	353
销售费用	561	654	711	666	621
管理费用	980	912	914	871	828
研发费用	446	582	711	666	621
财务费用	391	276	256	201	177
资产减值损失	311	-328	-72	-65	-57
公允价值变动收益	-82	184	25	36	42
投资净收益	350	419	411	422	427
营业利润	6,038	4,056	3,664	4,315	4,720
营业外收支	-128	-154	-114	-127	-123
利润总额	5,910	3,902	3,549	4,187	4,597
所得税	1,169	537	560	632	704
净利润	4,741	3,365	2,990	3,555	3,892
少数股东损益	733	759	603	745	806
归属母公司净利润	4,008	2,606	2,386	2,809	3,086
EBITDA	8,104	5,748	4,735	5,343	5,688
EPS（元）	0.91	0.59	0.39	0.46	0.50

现金流量表			单位：百万元		
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,938	4,348	3,514	4,523	5,324
净利润	4,741	3,365	2,990	3,555	3,892
折旧摊销	1,717	1,830	1,398	1,445	1,430
营运资金变动	-2,581	-930	-871	-478	30
其它	1,062	83	-3	1	-27
投资活动现金流	-2,613	-921	-3,027	-2,849	-2,411
资本支出	-603	-1,251	-2,082	-2,174	-1,643
投资变动	-1,582	-20	-1,322	-1,152	-1,229
其他	-429	350	377	477	461
筹资活动现金流	-2,018	-2,607	1,060	-1,595	-1,997
银行借款	13,613	18,058	711	406	216
股权融资	85	37	1,713	0	0
其他	-15,716	-20,702	-1,364	-2,001	-2,213
现金净增加额	328	815	1,547	79	916
期初现金余额	1,028	1,355	4,265	5,812	5,891
期末现金余额	1,355	2,170	5,812	5,891	6,807

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	16.1%	9.9%	0.8%	1.9%	1.3%
营业利润增长	61.5%	-32.8%	-9.7%	17.8%	9.4%
归母净利润增长	25.2%	-35.0%	-8.4%	17.7%	9.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.1%	13.3%	12.5%	13.1%	13.4%
净利率	10.9%	7.0%	6.2%	7.2%	7.8%
ROE	26.1%	15.5%	11.6%	12.2%	12.0%
ROIC	20.0%	12.4%	8.6%	9.1%	9.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.9%	49.7%	47.1%	44.6%	42.3%
净负债比率	107.9%	98.9%	88.9%	80.4%	73.2%
流动比率	0.77	0.94	1.05	1.10	1.18
速动比率	0.53	0.62	0.74	0.79	0.86
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.06	1.10	0.97	0.93	0.87
应收账款周转率	59.58	49.45	52.42	51.39	51.73
存货周转率	9.10	8.16	8.15	8.19	8.22
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.91	0.59	0.39	0.46	0.50
每股经营现金流	1.12	0.98	0.57	0.74	0.87
每股净资产	3.48	3.79	3.35	3.74	4.17
<b>估值比率</b>					
P/E	3.77	5.86	8.31	7.06	6.43
P/B	0.98	0.91	0.97	0.86	0.77
EV/EBITDA	2.21	2.86	4.31	3.86	3.51



## 广发钢铁行业研究小组

李莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反

当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。