

钢铁 II

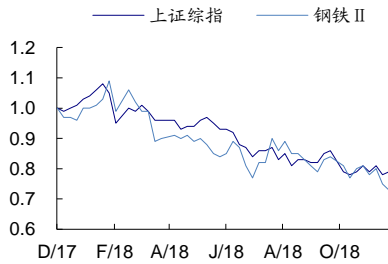
2018 年 12 月投资策略

中性

(维持评级)

2018 年 12 月 10 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《钢铁行业周报 (11 月 26 日-12 月 2 日): 库存继续下降, 钢价止跌反弹》——2018-12-03
《钢铁行业周报 (11 月 19 日-11 月 25 日): 厂库累积, 钢价下挫》——2018-11-26
《钢铁行业周报 (11 月 12 日-11 月 17 日): 限产不及预期, 钢厂利润收缩》——2018-11-19
《钢铁行业周报 (11 月 5 日-11 月 11 日): 长材消费下行, 现货价格松动》——2018-11-12
《钢铁行业 11 月投资策略: 螺纹需求向好, 钢价有较强支撑》——2018-11-05

联系人: 王海涛

电话: 010-88005311
E-MAIL: wanghaitao@guosen.com.cn

联系人: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

限产影响弱化, 钢厂利润收缩

● 供给端受限产影响弱化

前期持续的环保限产消息推动钢材价格上升, 市场对限产给予较大的期望。而时至采暖季, 全国高炉开工率仅小幅下降, 钢材产量未见明显下行。11 月, 前期供给端影响预期基本落空, 在宏观和资金的影响下, 期货市场大幅下跌, 带动钢材现货价格暴跌。但采暖季, 京津冀地区的环保压力不容小觑, 环保限产对于钢材产量的影响依然存在。此外, 随着钢厂利润大幅收缩, 已有钢厂出现亏损, 钢厂检修意愿上升, 盈利若进一步收缩, 或陆续出现更多主动检修或减产的情形。

● 需求持续超预期, 关注冬储进程

地产数据持续超预期, 赶工需求带动阶段性钢材消费。11 月, 钢材需求依旧保持强劲, 钢材库存处于较低水平。12 月第一周, 螺纹钢社会库存 289.9 万吨, 厂内库存 182.1 万吨, 实现了库存的双降, 对钢价形成支撑。随着强冷空气来袭, 钢材消费势必逐步减弱, 钢贸商是否主动冬储将成为支撑钢价走势的核心因素。目前市场对明年钢材消费普遍持悲观态度, 去年冬储亏损更使钢贸商对于冬储较为谨慎, 钢贸商主动冬储的意愿较弱。现阶段, 现货价格下跌, 期现贴水仍较高, 冬储尚未开启。随着钢价调整, 钢贸商或开启主动冬储, 将支撑钢价止跌反弹。

● 钢厂利润大幅收缩

限产不及预期下, 钢价大幅下挫, 截至 12 月 5 日, 上海地区螺纹钢、热卷价格已分别降至 3980 元/吨、3740 元/吨, 较 11 月初分别下降 720 元/吨、280 元/吨。在钢材产量未有明显减少的背景下, 铁矿石、焦炭原料需求相对坚挺。但钢厂利润快速下跌, 钢厂通过控制原料采购进度, 着力打压原料价格, 原料价格下行, 但降幅相对钢材较小。在钢铁行业供需关系从紧平衡向预期供大于求转变的过程中, 行业利润收缩, 低盈利或阶段性持续。

● 投资策略

11 月, 钢价下跌, 市场对行业悲观预期发酵, 钢铁股大幅下挫, 行业市盈率已跌至低点。截至 12 月 7 日, 申万钢铁板块市盈率为 6.15, 为申万一级行业指数中最低, 后期若钢价能企稳回升, 低估值、高分红、盈利稳定的钢铁股或有超跌反弹的机会。但目前来看, 市场对行业盈利预期极为悲观, 且确实存在盈利下降的趋势, 因此, 当前时点我们相对推荐抗周期性强的钢铁企业, 如宝钢股份和大冶特钢。此外, 受螺纹钢新国标正式实施影响, 钒产品需求提升, 产品供不应求, 钒价高位持续, 推荐钒标的攀钢钒钛。

● 风险提示

宏观经济下行导致行业需求端出现超预期下滑; 中美贸易战带来的不确定风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2017E	2018E	2017E	2018E
600019	宝钢股份	增持	6.92	154,094	0.99	1.07	6.99	6.47
000708	大冶特钢	增持	9.13	4,103	1.40	1.72	6.52	5.31
000629	攀钢钒钛	增持	3.36	28,862	0.46	0.66	7.30	5.09

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

供给端受限产影响弱化	4
采暖季限产影响不及预期.....	4
钢厂利润渐薄，钢厂或小幅减产.....	5
需求持续超预期，关注冬储进程	6
地产持续超预期，基建投资放量，支撑钢材需求.....	6
库存低位，预计拐点很快出现.....	7
关注冬储进程.....	8
钢厂利润大幅收缩	9
钢价下挫.....	9
原料价格相对坚挺.....	9
投资策略	11
风险提示	13
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

图 1: 高炉开工率 (%)	4
图 2: 唐山地区空气质量指数	4
图 3: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)	5
图 4: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)	5
图 5: PB 和卡粉价差 (元/湿吨)	5
图 6: 唐山废钢价格 (元/吨)	5
图 7: 全国钢厂盈利面及检修数量 (% , 家)	6
图 8: 房屋新开工面积、竣工面积及商品房销售面积累积同比 (%)	6
图 9: 基础设施建设投资 (不含电力) 累计同比 (%)	7
图 10: 螺纹钢周度消费量 (万吨)	7
图 11: 热卷周度消费量 (万吨)	7
图 12: 螺纹钢社会库存 (万吨)	8
图 13: 螺纹钢厂内库存 (万吨)	8
图 14: 螺纹钢 05 合约期现货价格基差 (元/吨)	8
图 15: 螺纹钢南北价差情况 (元/吨)	9
图 16: 青岛港 PB 粉价格 (元/湿吨)	10
图 17: 山西临汾一级冶金焦价格 (元/吨)	10
图 18: 铁矿石港口库存 (万吨)	10
图 19: 铁矿石日均疏港量 (万吨)	10
图 20: 港口焦炭库存 (万吨)	11
图 21: 独立焦化厂焦炭库存 (万吨)	11
图 22: 申万一级行业市盈率情况	11
图 23: 申万一级行业 PB-ROE 情况	12
图 24: 宝钢股份和大冶特钢单季归母净利润 (亿元)	13
表 1: 上海地区钢材单月均价 (元/吨)	9
表 2: 钢铁股估值及盈利情况 (%)	12

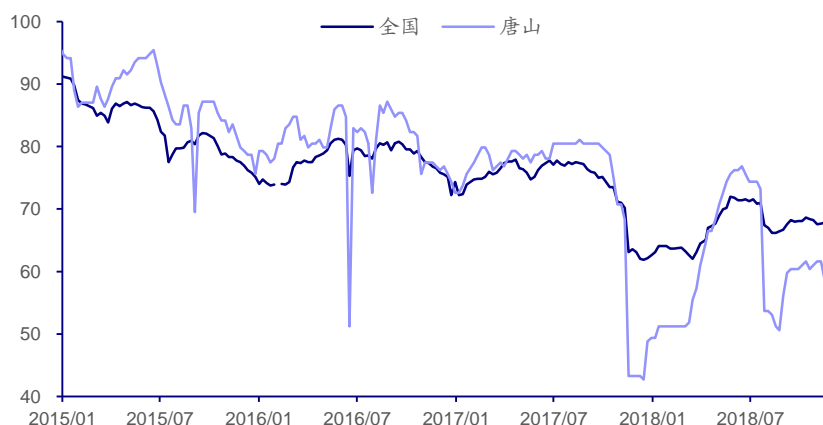
供给端受限产影响弱化

前期持续的环保限产消息推动钢材价格持续上升，市场对限产给予较大的期望。而时至采暖季，全国高炉开工率仅小幅下降，钢材产量未见明显下行。11月，前期供给端影响预期基本落空，在宏观和资金的影响下，期货市场大幅下跌，带动钢材现货价格暴跌，钢铁股大幅下跌。后期，供给端对钢材价格的影响或逐步弱化。

采暖季限产影响不及预期

虽已进入采暖季，但各地限产力度明显弱于去年同期。截至11月末，全国高炉开工率为66.71%，唐山地区高炉开工率为54.88%，均保持较高水平，钢材产量未见大幅下行。在严禁“一刀切”的政策指引下，以及钢厂环保水平大幅提升的背景下，钢厂限产策略与去年已有明显差异，对供给端的影响有所淡化。

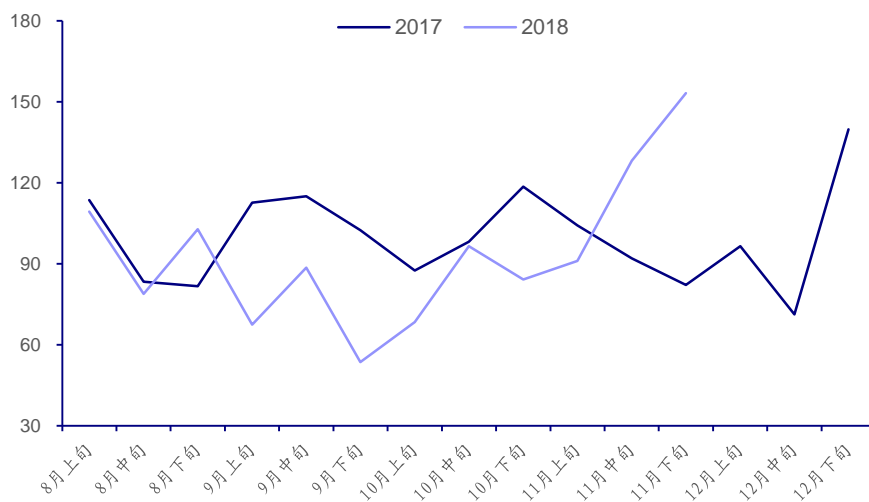
图1：高炉开工率（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

但是采暖季，京津冀地区的环保压力不容小觑。以唐山为例，采暖季以来，空气质量指数已明显劣于去年同期，11月下旬AQI指数均值已达到153.1，而去年在严格限产背景下该数值为82.2。因此，现阶段也难以排除环保限产政策出现阶段性调整的可能。环保限产对于钢材产量的影响虽然低于预期但依然存在。

图2：唐山地区空气质量指数



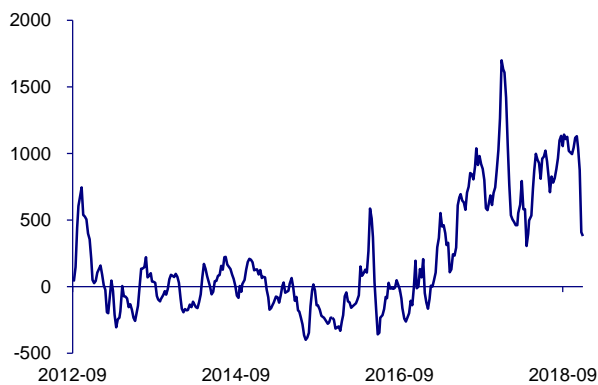
资料来源: 生态环境部, 国信证券经济研究所整理

12月初，唐山发布《关于严格落实钢铁行业高炉装备错峰生产要求的函》，文件提出“采取高炉完全停产方式（按照钢铁企业最终限产产能的80%进行扒炉限产）实施管控和限产，并不得将其减产量计入错峰生产限产量”。文件后续的执行情况尚有待观察。

钢厂利润渐薄，钢厂或小幅减产

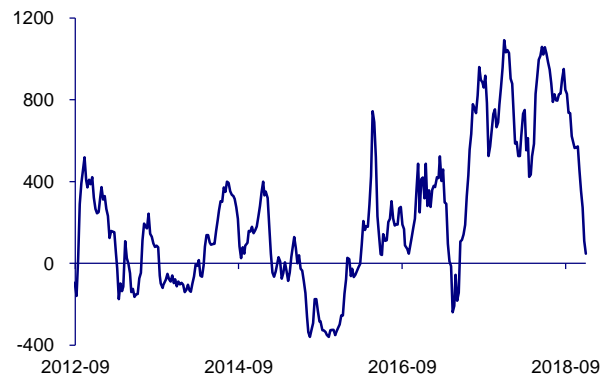
随着近期钢价的大幅回调，钢厂利润大幅收缩。截至11月30日，原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷毛利润分别降至378.0元/吨、47.9元/吨。已有部分钢厂重回盈亏平衡线或开始出现亏损。

图3：原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

图4：原料滞后一个月模拟热卷毛利润（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算

前期钢厂利润高，普遍主动采用添加废钢和多用高品矿的方式追求产量最大化。而随着利润的下降，钢厂对废钢及高品矿的添加需求有明显下降，高低品矿价差和废钢价格回落。

图5：PB和卡粉价差（元/湿吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

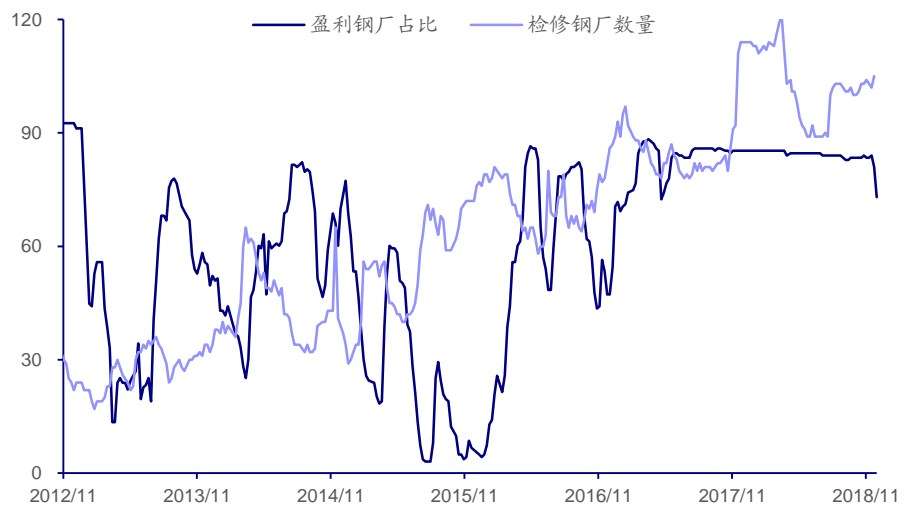
图6：唐山废钢价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

面对采暖季环保要求以及盈利的收缩，钢厂检修意愿上升，11月末检修钢厂数量明显上升。后期，钢厂盈利若进一步收缩，或陆续出现更多主动检修或减产的情形。

图 7: 全国钢厂盈利面及检修数量 (% , 家)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

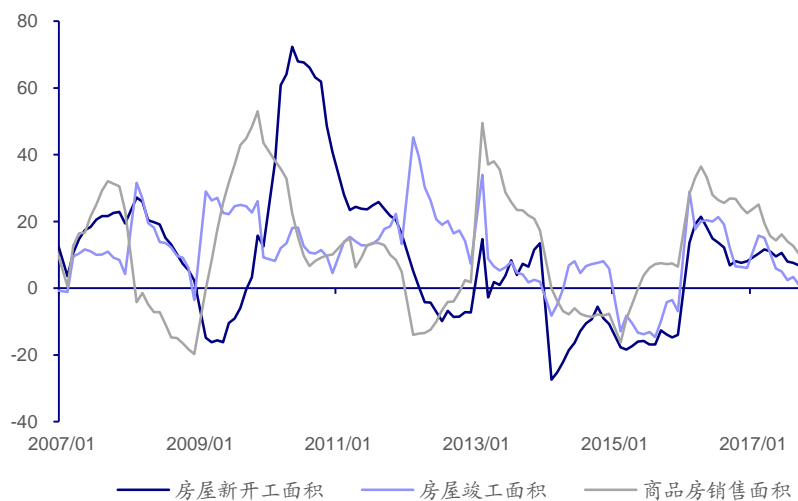
需求持续超预期，关注冬储进程

11 月，钢材需求依旧保持强劲，钢材库存处于较低水平。12 月，随着天气转冷，钢材消费势必逐步减弱，钢贸商是否主动冬储将成为支撑钢价走势的核心因素。

地产持续超预期，基建投资放量，支撑钢材需求

地产数据持续超预期。10 月当月，房地产开发投资完成额 10659.9 亿元，同比增长 7.7%；房屋新开工面积 16171.3 万平方米，同比增长 14.7%。房屋新开工面积与竣工面积增速差不断扩大，地产企业赶工促资金回笼成为新常态，房地产企业赶工也带动阶段性钢材需求。

图 8: 房屋新开工面积、竣工面积及商品房销售面积累积同比 (%)

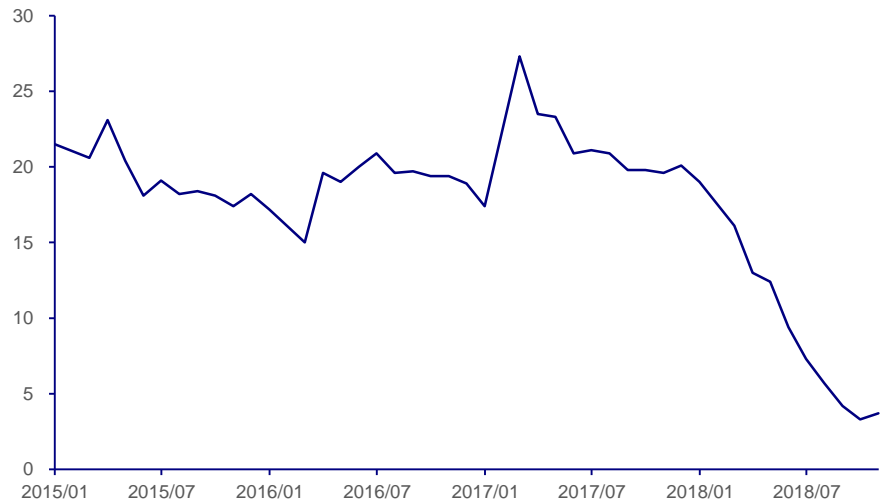


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基建领域补短板工作效果也逐渐显现，基础设施建设投资增速企稳回升。1-10 月基础设施建设投资(不含电力)累计同比增长 3.7%，环比 1-9 月增加 0.4 个百分点。

基建投资增加将托底钢材消费

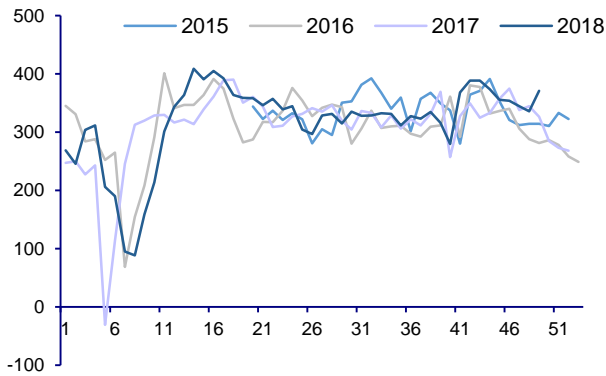
图 9: 基础设施建设投资 (不含电力) 累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

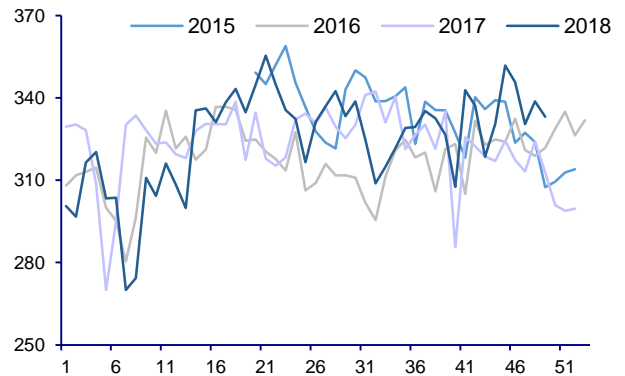
因此, 虽然市场对钢材需求普遍持有悲观预期, 但在房地产新开工面积增速高位保持以及大量基建项目集中开工下, 钢材实际需求保持较高水平。12 月第一周, 螺纹钢消费量 370.6 万吨, 大幅高于去年同期, 热卷消费量 333.1 万吨, 高于往年。但随着天气转冷, 北方工地施工势必受到影响, 使螺纹钢消费逐渐下降。

图 10: 螺纹钢周度消费量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 11: 热卷周度消费量 (万吨)



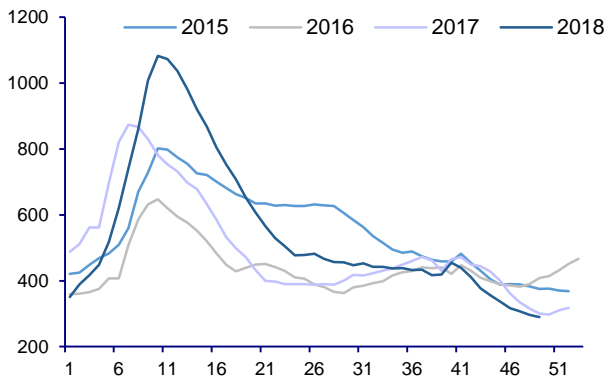
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

库存低位, 预计拐点很快出现

虽然钢材产量保持较高水平, 但因钢材消费同样延续较高水平, 钢材库存保持低位。12 月第一周, 五大钢材社会库存 797.6 万吨, 较上周下降 25.0 万吨, 厂内库存 438.8 万吨, 较上周下降 43.4 万吨; 其中, 螺纹钢社会库存 289.9 万吨, 较上周下降 6.2 万吨, 厂内库存 182.1 万吨, 较上周下降 26.3 万吨, 实现了库存的双降。

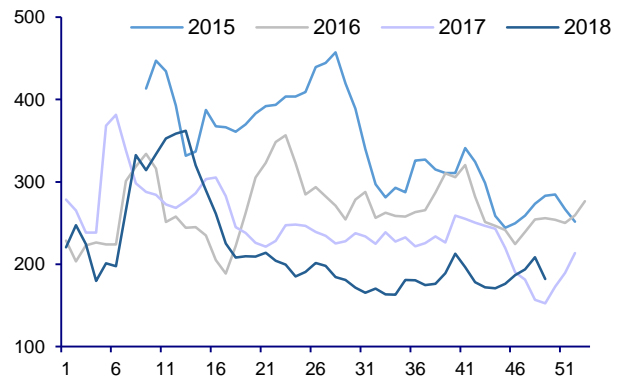
11 月, 螺纹钢社会库存保持下降趋势, 库存水平低于去年同期; 而厂内库存逐步累积, 已高于去年同期。钢价下跌, 市场悲观心态蔓延, 钢厂成交不畅, 市场压力向钢厂传导。12 月初, 随着钢价出现短期反弹, 钢厂库存压力有所缓解。整体来看, 钢材库存保持较低水平, 且尚未出现季节性累库, 对钢价形成有效支撑。随着强冷空气来袭, 下游施工势必受到影响, 库存走势或随之出现变化。

图 12: 螺纹钢社会库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 13: 螺纹钢厂内库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

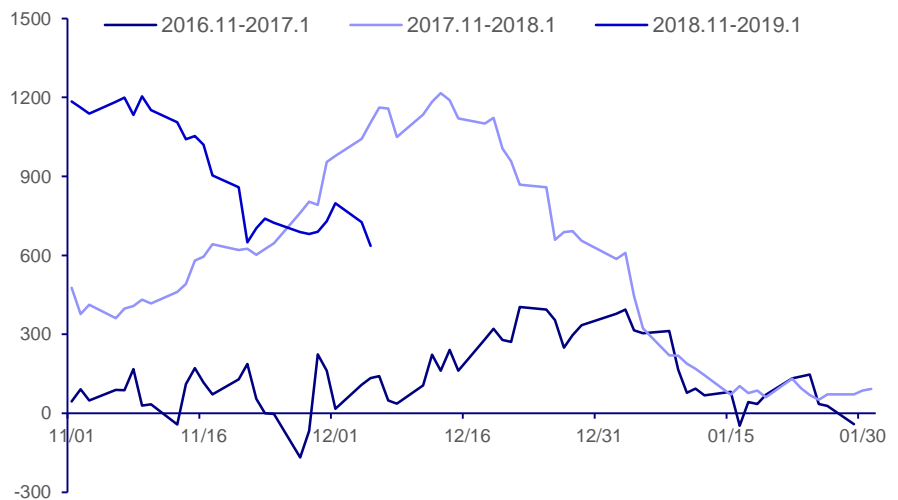
关注冬储进程

随着天气转冷, 钢材消费将逐渐减弱, 冬储将成为支撑钢材需求端的主要因素。但目前市场对明年钢材消费普遍持悲观态度, 去年冬储亏损更使钢贸商对于冬储较为谨慎, 目前来看, 钢贸商主动冬储的意愿较弱。

但主动冬储与否的核心仍然是钢价。2018 年春节后因为社库累库过高, 而下游开工晚于预期, 造成钢价短期内大幅下跌, 上海螺纹钢价格从 3 月 1 日的 4100 元/吨快速下跌到 3 月 26 日的 3510 元/吨, 也成为了 1-11 月内的最低值。截至 12 月 5 日, 上海螺纹钢价格为 3980 元/吨, 较 11 月初的 4700 元/吨高点已下降 720 元/吨。随着钢价的大幅下跌, 部分贸易商已开始冬储, 但量仍然较小。

钢贸商冬储除了现货冬储, 也采用低位买盘面的方式进行冬储。如 18 年 1 月, 螺纹钢现货价格大幅下跌, 而 1805 合约价格仅小幅调整, 贴水现货从 1 日的 586 降至 15 日的 71 元/吨, 期货盘面冬储刺激贴水修复, 随后现货价格止跌。

图 14: 螺纹钢 05 合约期现货价格基差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现阶段, 现货价格下跌, 期现贴水仍较高, 冬储尚未开启。随着钢价调整, 钢贸商开启主动冬储, 将支撑钢价止跌反弹。

钢厂利润大幅收缩

由于钢价下跌，但原料价格降幅相对较小，钢厂利润大幅收窄，已有钢厂重回亏损状态。在供需从紧平衡向预期供大于求转变的过程中，行业利润收缩，低盈利或阶段性持续。

钢价下挫

限产不及预期，以及市场对行业悲观预期发酵下，钢价大幅下挫。截至 12 月 5 日，上海地区螺纹钢、热卷、冷轧、中板的价格已分别降至 3980 元/吨、3740 元/吨、4220 元/吨、3820 元/吨，较 11 月初分别下降 720 元/吨、280 元/吨、440 元/吨、510 元/吨。

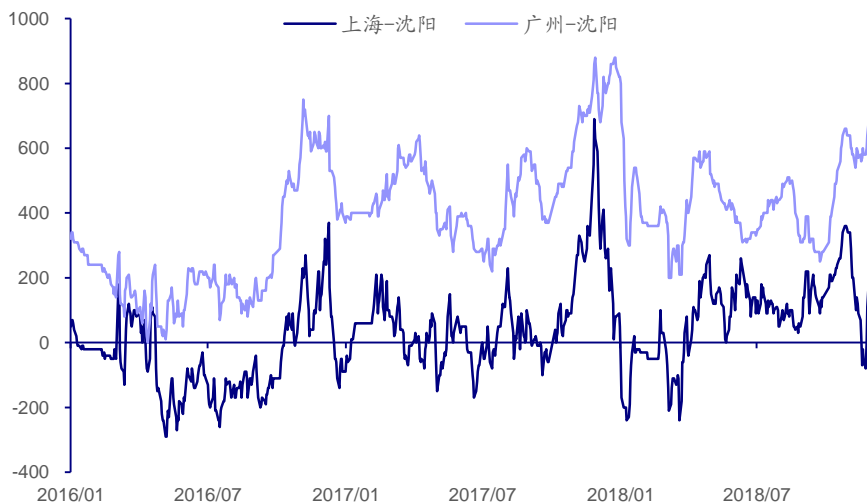
表 1: 上海地区钢材单月均价 (元/吨)

	2018 年 11 月	2018 年 10 月	2017 年 11 月	环比	同比
螺纹钢	4299	4636	4211	-7.3%	2.1%
热卷	3799	4182	4082	-9.2%	-6.9%
冷轧	4376	4751	4757	-7.9%	-8.0%
中板	4061	4363	4116	-6.9%	-1.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从南北方情况来看，钢价暴跌下，11 月南北螺纹钢价差先降后增。截至 12 月 5 日，上海、广州与沈阳地区的价差已分别回升至 250 元/吨、750 元/吨，为北材南下提供了较为充足的价差。据 Mysteel 统计，2018 年 12 月螺纹钢计划南下量 94.2 万吨，环比 11 月份实发增加 8.2 万吨，同比去年 12 月份实发增加 15.1 万吨。

图 15: 螺纹钢南北价差情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

目前，钢材供给端尚未见实质性减产，需求端远期悲观预期不断放大，造成钢价下跌。现阶段，钢材消费仍保持较高水平，库存低位，对钢价形成支撑。但冬季季节性消费下降在即，库存累积或将引发钢价进一步下跌，钢贸商若进行主动补库，钢价将有望止跌。

原料价格相对坚挺

在钢材产量未有明显减少的背景下，铁矿石、焦炭原料需求坚挺。但随着 11 月钢价暴跌，原料价格遭到打压。截至 12 月 5 日，青岛港 PB 粉 533 元/湿吨，较 11

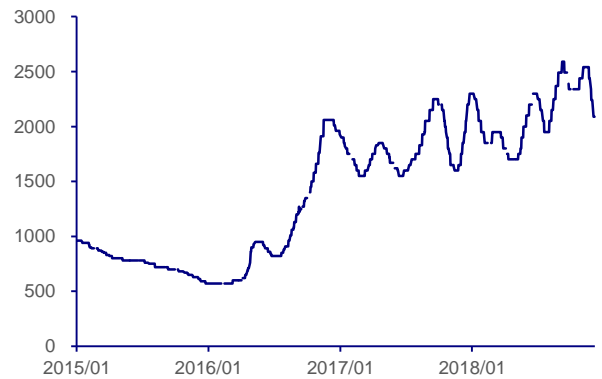
月 1 日下跌 56 元/湿吨；山西临汾一级冶金焦 2090 元/吨，较 11 月 1 日下跌 350 元/吨。原料降价幅度相对小于钢材降价幅度。

图 16: 青岛港 PB 粉价格 (元/湿吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 山西临汾一级冶金焦价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

铁矿石库存持续下降，截至 12 月 7 日，全国 45 个港口铁矿石库存降至 13860.0 万吨，较 11 月初已下降 497.4 万吨。铁矿石库存降至今年以来最低位，且区别与往年冬季港口库存累积趋势的原因主要有两点。一是钢厂产量尚未下降，需求保持较高水平。二是因天气原因，目前多个港口卸货船舶较少，导致虽然日均疏港量下降，但港口库存下降。

图 18: 铁矿石港口库存 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 铁矿石日均疏港量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

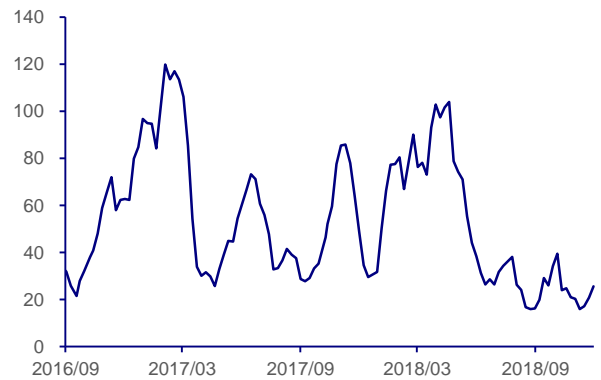
焦炭库存略有增加，截至 12 月 7 日，全国 100 家独立焦企焦炭库存 30.8 万吨，较上周增加 5.2 万吨；全国 110 家样本钢厂焦炭库存 446.1 万吨，较上周增加 13.2 万吨；港口焦炭库存 239.6 万吨，较上周下降 3.4 万吨。

图 20: 港口焦炭库存 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 独立焦化厂焦炭库存 (万吨)



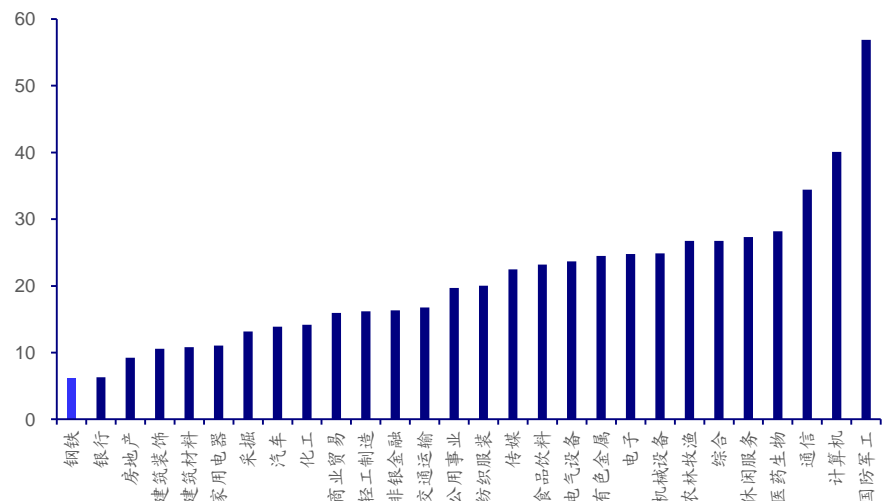
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

虽然原料基本面好于钢材, 但钢厂利润快速下跌, 钢厂通过控制原料采购进度, 着力打压原料价格, 原料价格持续下行。国内大中型钢厂铁矿石和焦炭平均库存可用天数从 11 月初的 29 天和 8.6 天分别降至 11 月末的 26.5 天和 8.0 天。若后期钢价止跌企稳, 原料下跌空间有限。

投资策略

11 月, 钢价下跌, 钢铁股大幅下挫, 申万钢铁指数下跌 11.79%, 跑输大盘。个股方面, 月涨幅居前的是久立特材(5.51)、武进不锈(3.28)、杭钢股份(2.90), 跌幅较大的是沙钢股份(-48.42)、三钢闽光(-22.39)、华菱钢铁(-19.95)。随着股价的下跌, 行业市盈率已跌至低点。截至 12 月 6 日, 申万钢铁板块市盈率为 6.15, 为 28 个申万一级行业指数中市盈率最低的。在全部 A 股中, 滚动市盈率为正最低的 10 支股票中有 5 支属于钢铁行业。

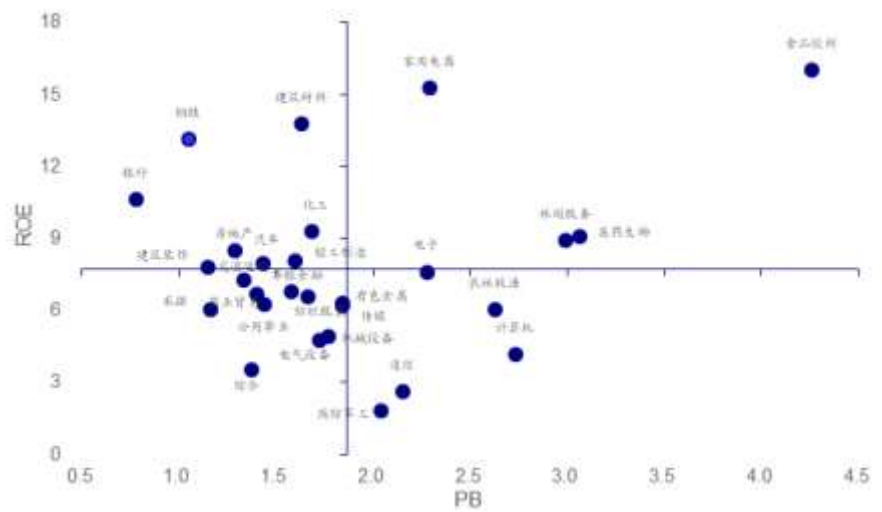
图 22: 申万一级行业市盈率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (12 月 6 日)

市净率方面, 申万钢铁板块也已跌至十年来均值以下位置, 截至 12 月 6 日, PB 为 1.05, 仅高于银行板块。相较于持续一年的高盈利状态, 目前行业估值充分体现了市场对钢铁未来需求的悲观预期。

图 23: 申万一级行业 PB-ROE 情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (12月6日, ROE 为 2018Q3 平均 ROE)

从个股看, 截至 12 月 6 日, 华菱钢铁、新钢股份的滚动市盈率已不足 3 倍。后期若钢价能企稳回升, 钢铁股或有超跌反弹的机会。

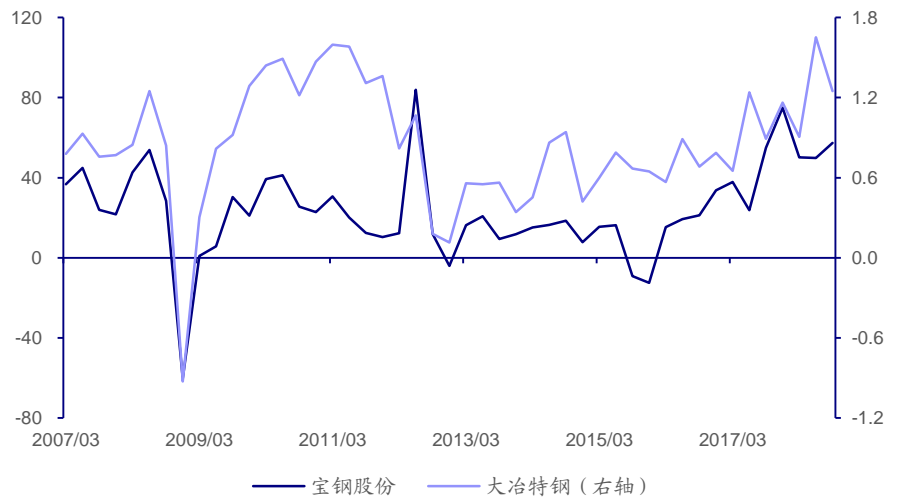
表 2: 钢铁股估值及盈利情况 (%)

证券简称	PE(TTM)	PB (LF)	2018 三季度资产负债率	2018 三季度 ROE (平均)
华菱钢铁	2.70	1.22	71.08	42.24
新钢股份	2.82	0.94	53.06	26.00
三钢闽光	3.28	1.29	35.35	36.91
南钢股份	3.34	1.04	54.48	26.06
韶钢松山	3.52	2.18	64.50	63.72
安阳钢铁	3.60	0.98	75.13	21.70
柳钢股份	3.81	1.93	63.00	39.75
马钢股份	3.99	0.99	57.02	21.43
太钢不锈	4.00	0.88	57.70	14.38
鞍钢股份	4.34	0.78	44.12	13.60
方大特钢	4.42	2.76	51.08	45.43
山东钢铁	5.56	0.89	56.57	12.53
凌钢股份	5.57	1.10	51.62	18.36
重庆钢铁	6.38	0.94	31.33	8.47
宝钢股份	6.59	0.90	47.60	9.39
八一钢铁	6.88	1.55	80.42	15.92
杭钢股份	7.01	0.85	32.69	9.25
首钢股份	7.72	0.77	72.94	8.16
大冶特钢	8.28	0.96	41.61	9.17
新兴铸管	8.49	0.88	57.66	9.06
河钢股份	10.47	0.56	71.61	6.61
永兴特钢	11.09	1.40	18.63	9.83
本钢板材	13.04	0.75	67.41	4.96
酒钢宏兴	15.17	1.18	71.81	10.57
沙钢股份	16.11	4.99	30.50	25.87
久立特材	22.17	1.79	36.97	7.33
包钢股份	23.73	1.35	64.82	4.55

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (12月6日)

但目前来看, 市场对行业盈利预期极为悲观, 且确实存在盈利下降的趋势, 因此, 当前时点我们相对推荐抗周期性强的钢铁企业, 如宝钢股份和大冶特钢。宝钢股份是行业龙头企业, 业绩较为稳定, 经过降本增效工作后, 公司护城河进一步增强。大冶特钢作为特钢企业, 产品具备特殊性, 价格刚性较强, 盈利稳定, 2009 年来单季均保持盈利。

图 24: 宝钢股份和大冶特钢单季归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

此外, 受螺纹钢新国标正式实施影响, 钒产品需求提升, 产品供不应求, 钒价高位持续, 推荐钒标的攀钢钒钛。

风险提示

宏观经济下行导致行业需求端出现超预期下滑;
中美贸易战带来的不确定风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032