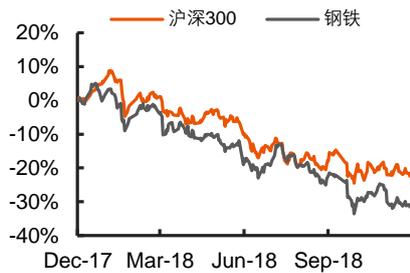


2019年钢铁行业十大猜想

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*钢铁*钢价震荡，悲观预期继续压制行情》 2018-12-16
 《行业周报*钢铁*钢价小幅回升，限产扰动行情》 2018-12-09
 《行业年度策略报告*钢铁*似寒还暖，否极泰来》 2018-12-09
 《行业周报*钢铁*部分钢材品种现亏损，市场短期或将维持弱势局面》 2018-12-02
 《行业周报*钢铁*社库降、厂库升，钢价继续大幅下挫》 2018-11-25

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
 S1060511020001
 0755-22625476
 CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

李军 一般从业资格编号
 S1060117050091
 010-56800119
 LIJUN243@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

展望2019年，行业供给侧改革继续推进，但政策着重点已经从去产能转移至转型升级；同时，2019年经济下行压力较大，政策对冲力度也将进一步加强，中美贸易摩擦前景依然不明，宏观经济环境仍然错综复杂。在此背景下，我们提出2019年钢铁行业十大猜想。

- **猜想一：2019年Q1钢材需求为全年低点。**经济下行势头在2018年四季度越发明显，因政策效果时滞性，2019年一季度或将面临经济下行压力；叠加1季度为钢铁行业传统需求淡季，我们预计2019年Q1钢材需求为全年低点。
- **猜想二：基建用钢需求保持同比增长。**随着经济下行压力加大，政府刺激基建对冲经济下行的意愿更为强烈。7月23日和7月31日的国常会、政治局会议定下了基建稳增长的基调；10月31日，国办发布《关于保持基建补短板力度的指导意见》，再次明确了基建作为稳增长主力的作用。2019年基建投资增速有望反弹，基建用钢需求有望同比保持增长。
- **猜想三：地产边际放松托底钢材需求。**从2019年经济运行与政策趋势来看，为进一步对冲经济下行压力，维护经济增速稳定增长，地产调控政策存在边际放松的可能性，钢材需求难以大幅下降，会受到地产需求托底。
- **猜想四：全年粗钢表观消费量同比小幅增长。**我国粗钢表观消费量与固定资产投资增速存在明显正相关性。我们按照情景预测模型测算2019年粗钢表观消费量变化，得到结果是2019年粗钢表观消费量均保持小幅增长。
- **猜想五：粗钢产能利用率小幅回落。**2018年前11月份，我国粗钢产量累计达85737万吨，同比增长6.4%。如果按照11月粗钢估算12月份产量，全年粗钢产量有望达到9.35亿吨，创历史新高，产能利用率则达到93.5%历史高位。从2019年全年需求增速下降的判断来看，2019年粗钢产能利用率将小幅回落。
- **猜想六：进口铁矿石价格中枢在80美元/吨左右。**我们测算了2019年四大矿山发货量同比增加2700万吨左右，少于2018年同期水平。但是，由于钢铁产能难以增长、短流程炼钢逐步替代部分高炉炼钢以及港口铁矿石库存持续高企等压制因素，铁矿石需求也难有增长机会。预计2019年进口铁矿石全年价格中枢在80美元/吨左右。
- **猜想七：焦炭价格中枢高于2018年。**由于政府环保限产和推进“以钢定焦”政策，可能导致短期焦炭供需偏紧，焦炭价格或将保持相对坚挺，预计2019年焦炭价格中枢在2000—2200元/吨区间波动，高于2018年平均水平。

- **猜想八：长材价格整体强于板材。**展望 2019 年，受中美贸易战以及汇率走势不明朗等因素影响，制造业投资不确定性增加，板材需求格局仍然难比长材需求格局，全年价格走势仍将弱于长材。
- **猜想九：钢企成本费用水平继续下降。**一方面，近几年钢铁企业均加大了对标挖潜力度，企业期间费用率呈下降趋势；另一方面，近年来我国持续推进减税降费，政策减负措施不断出台。近期中央一系列重要会议又发出了明确的减税降费政策信号，企业费用有望进一步下降。
- **猜想十：钢材出口同比反弹。**2019 年国内钢材需求增速下滑，钢材价格中枢下降，国内市场竞争或更加激烈；同时，世界经济仍然保持增长，国内外价差逐步修复。同时，“一带一路”将进一步推进，有望促进国内钢材出口，2019 年钢材出口可能会触底反弹。
- **投资建议：**我们认为，2019 年钢铁行业供给侧改革继续推进，行业兼并重组或将加速，基建投资主题热点不少，基本面仍然维持较好水平；同时经过四季度至一季度的大幅调整，板块估值和价值大幅背离，相对收益凸显，或将提升板块的整体吸引力和投资驱动力。建议从成本优势、产能优势、产品优势、估值优势、高分红优势等五个维度来精选个股，推荐三钢闽光、太钢不锈、宝钢股份、华菱钢铁，建议关注方大特钢、新钢股份。
- **风险提示：**1) 经济大幅下行及贸易摩擦加剧的风险；2) 行业供给侧改革及环保政策出现松动；3) 原材料价格上涨过快风险；4) 利率持续上行。

正文目录

一、对 2018 年行业十大猜想的回顾与检讨.....	5
二、2019 年行业十大猜想	5
2.1 猜想一：2019 年 Q1 钢材需求为全年低点	5
2.2 猜想二：基建用钢需求同比保持增长	6
2.3 猜想三：地产边际放松托底钢材需求	6
2.4 猜想四：全年粗钢表观消费量同比小幅增长	7
2.5 猜想五：粗钢产能利用率小幅回落	7
2.6 猜想六：进口铁矿石价格中枢在 80 美元/吨左右	8
2.7 猜想七：焦炭价格中枢高于 2018 年	9
2.8 猜想八：长材价格整体强于板材	10
2.9 猜想九：钢企成本费用水平继续下降	12
2.10 猜想十：钢材出口同比反弹	12
三、投资建议	13
四、风险提示	13

图表目录

图表 1	PMI 指数向下趋势明显.....	5
图表 2	新增人民币贷款显著下滑.....	5
图表 3	建筑业（含地产和土木工程）钢材消费是最大的“钢需”行业（2016）.....	6
图表 4	2018 年 1-10 月房地产投资增速呈下滑态势.....	6
图表 5	2018 年 1-10 月地产施工面积增速加速上行.....	6
图表 6	粗钢消费量与固定资产投资完成额具有十分显著的相关性（stata 测算）.....	7
图表 7	2019 年我国粗钢表观消费量增速情景预测.....	7
图表 8	2018 年粗钢日产水平位居历史高位.....	8
图表 9	2018 年粗钢产能利用率达到历史高位.....	8
图表 10	四大矿山 2019 年发货量测算（亿吨）.....	8
图表 11	大中型钢铁企业进口铁矿石库存天数维持高位.....	9
图表 12	进口铁矿石港口库存持续高企.....	9
图表 13	焦炭去产能相关政府文件一览.....	9
图表 14	2017—2018 焦炭价格维持高位波动运行（元/吨）.....	10
图表 15	2018 长材价格继续强于板材价格.....	10
图表 16	主要板材品种价格呈前高后低状态.....	11
图表 17	汽车产量增速 2018 年下半年明显下滑.....	11
图表 18	金属切削机床产量增速 2018 年下半年逐月下滑.....	11
图表 19	工业锅炉产量增速 2018 年下半年下滑明显.....	11
图表 20	大中型拖拉机产量 2018 年下半年下滑明显.....	11
图表 21	SW 钢铁上市公司 2014—2018 年前三季度期间费用率呈下降趋势.....	12
图表 22	2018 年前 11 个月出口钢材 6377.80 万吨，同比下降 8.6%.....	12

一、对 2018 年行业十大猜想的回顾与检讨

去年 12 月份我们发布了对行业 2018 年的十大猜想，截止目前刚好一年时间。在做出 2019 年的十大猜想之前，我们觉得有必要对 18 年的十大猜想进行回顾与检讨。

整体来看，18 年的十大猜想，有 6 个猜想被实际情况证实，有 4 个猜想被证伪。其中：去产能边际效应递减、行业环保整治常态化、铁矿石价格弱勢格局难改、行业兼并重组加速、行业去杠杆步伐加快、钢结构用钢需求增长等 6 个猜想得到证实；钢材需求难以增长、钢材价格趋于平稳、长材与板材价差缩小、钢材出口有望回升等 4 个猜想被证伪。

分析被证伪猜想的原因，主要是 18 年钢铁行业需求超出预期。受地产企业加快周转、新开工面积增速大幅增长和政策刺激基建加大托底力度等因素影响，18 年粗钢表观消费量同比继续保持较快增长，钢材价格整体继续上扬，长板材价差继续扩大；另外受中美贸易摩擦升级影响，我国外贸出口环境继续恶化，钢材出口环境依然恶劣同时叠加国内钢材价格高位，钢厂出口意愿不足，钢材出口继续下降。

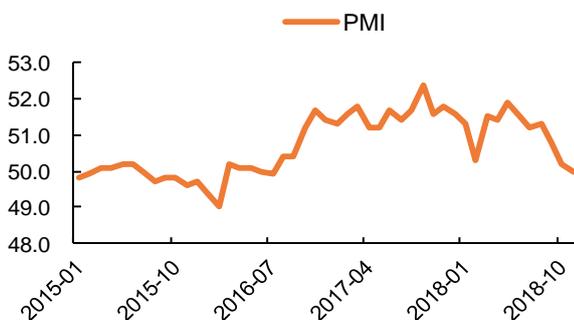
二、2019 年行业十大猜想

截止到 2018 年底，行业供给侧改革已经推进了近三年，去产能的上限目标已经基本达成，行业景气度显著提升，行业形态得到了重塑，钢铁行业转型升级的基础更加坚固。展望 2019 年，供给侧改革继续推进，但政策着重点已经从去产能转移至转型升级；同时，2019 年经济下行压力较大，政策对冲力度也将进一步加强，中美贸易摩擦前景依然不明，宏观经济环境进一步错综复杂。在此背景下，我们提出 2019 年钢铁行业十大猜想。

2.1 猜想一：2019 年 Q1 钢材需求为全年低点

11 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.0，环比下降 0.20%并连续 3 个月下降，同比下降 3.47%；与此同时，10 月份社会融资规模增量为 7288.27 亿元，环比下降 66.38%，同比下降 39.28%；金融机构新增人民币贷款 6970 亿元，环比下降 49.49%，其中新增非金融性公司中长期贷款 1429 亿元，环比下降 62.39%，同比下降 39.60%。这些经济先行指标已经显示出四季度经济下行势头，因政策效果时滞性，明年一季度或将继续面临经济下行压力。随着经济下行，叠加 1 季度为钢铁传统需求淡季，我们预计 2019 年一季度钢材需求为全年低点。

图表1 PMI 指数向下趋势明显



资料来源：wind、平安证券研究所

图表2 新增人民币贷款显著下滑

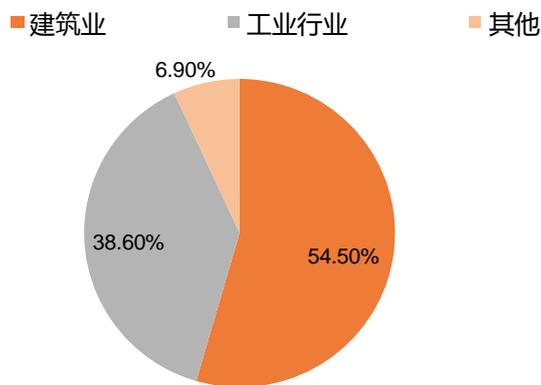


资料来源：wind、平安证券研究所

2.2 猜想二：基建用钢需求同比保持增长

随着经济下行压力加大，政府刺激基建对冲经济下行的意愿更为强烈。7月23日和7月31日的国常会、政治局会议定下了基建稳增长的基调；10月31日，国办发布《关于保持基建补短板力度的指导意见》（下称《指导意见》），再次明确了基建作为稳增长主力的作用。本次《指导意见》指明了投放方向的问题（脱贫、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业、环保、民生）；指明了融资来源（专项债、银行信贷、政策性金融债、公司债、民间资本）；指明了运行主体（融资平台和市场化国企）和运作模式（PPP）。《指导意见》同时要求“加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台的正常融资需求”，2019年基建投资增速有望反弹，基建用钢需求有望同比保持增长。

图表3 建筑业（含地产和土木工程）钢材消费是最大的“钢需”行业（2016）

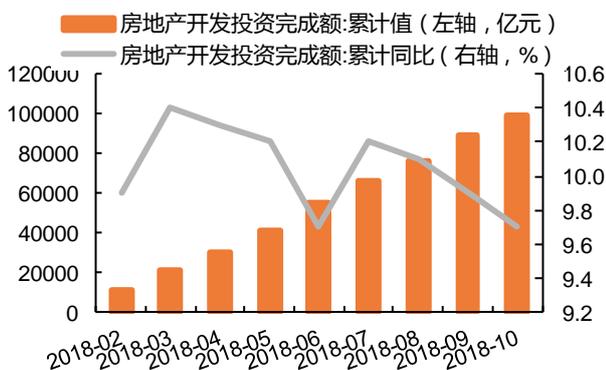


资料来源：中国钢铁工业年鉴2017，平安证券研究所

2.3 猜想三：地产边际放松托底钢材需求

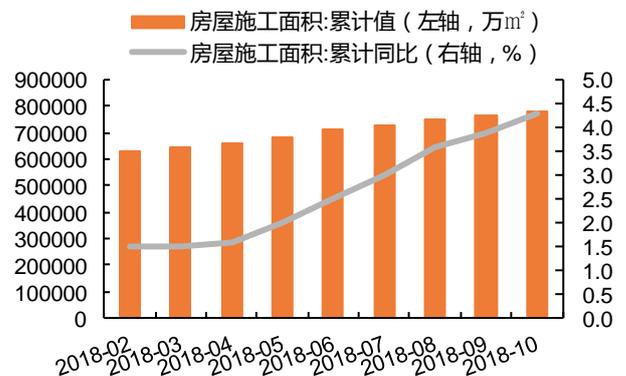
2018年受地产调控政策影响，地产投资出现下滑；同时受地产开发商加快周转、积极回收现金流影响，房屋施工面积（包括新开工面积）增速却出现了增长，这也是2018年钢材需求整体不弱、钢价同比增长的一个重要原因。从2019年经济运行和政策趋势来看，为进一步对冲经济下行压力，维护经济增速稳定增长，地产调控政策存在边际放松的可能性，因此钢材需求难以大幅下降。

图表4 2018年1-10月房地产投资增速呈下滑态势



资料来源：wind、平安证券研究所

图表5 2018年1-10月地产施工面积增速加速上行



资料来源：wind、平安证券研究所

2.4 猜想四：全年粗钢表观消费量同比小幅增长

通过测算 2000—2017 年粗钢表观消费量和固定资产投资完成额的相关性，发现我国钢铁消费量与固定资产投资增速存在明显的正相关性。

图表6 粗钢消费量与固定资产投资完成额具有十分显著的相关性 (stata 测算)

Linear regression		Number of obs	=	18
		F(1, 16)	=	200.29
		Prob > F	=	0.0000
		R-squared	=	0.9479
		Root MSE	=	.12874

var2	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
var3	.483969	.0341973	14.15	0.000	.4114739 .5564641
_cons	4.89522	.4185659	11.70	0.000	4.0079 5.78254

资料来源：wind，平安证券研究所

根据 stata 测算结果，我们建立了钢铁表观消费量与固定资产投资完成额相关性模型：

$$\ln D_t = 4.89522 + 0.483969 \cdot \ln F_t$$

其中：D—粗钢表观消费量，FI—固定资产投资完成额，t—年份

根据平安宏观团队对 2018 年固定资产投资完成额增速为 5.2% 的判断，我们得出 2018 年我国粗钢表观消费量同比增速为 14.7%。在此基础上，我们按照悲观、中性、乐观三种情景预测 2019 年的粗钢表观消费量增速，结果是 2019 年我国粗钢表观消费量同比增长 1.0%—3.8%，增速下降 10.9—13.7 个百分点。无论是那种情境，全年粗钢表观消费量均保持小幅增长。

图表7 2019 年我国粗钢表观消费量增速情景预测

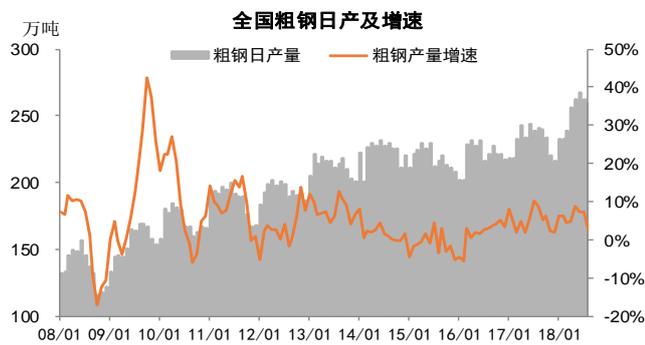
指标	悲观	中性	乐观
固定资产投资完成额增速	2.0%	5.0%	8.0%
粗钢表观消费量增速	1.0%	2.4%	3.8%
同比变化	下降 13.7 个百分点	下降 12.3 个百分点	下降 10.9 个百分点

资料来源：平安证券研究所

2.5 猜想五：粗钢产能利用率小幅回落

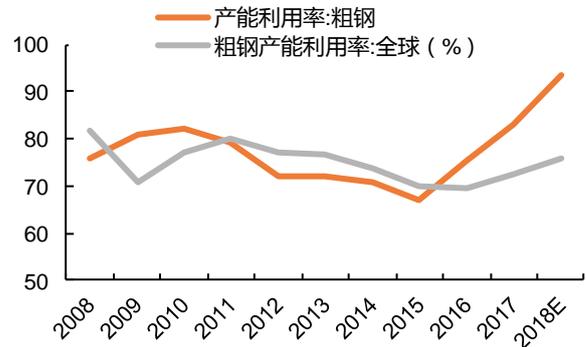
2018 年前 11 月份，我国粗钢产量累计达 85737 万吨，同比增长 6.4 %。如果按照 11 月粗钢估算 12 月份产量，全年粗钢产量有望达到 9.35 亿吨，创历史新高，产能利用率则达到罕见的 93.5% 高位水平（产能按照去产能任务完成后全年 10 亿吨水平计）。这样高的产能利用率不仅历史罕见，国内外也是罕见的。从 2019 年全年的需求情况判断来看，2019 年粗钢产能利用率将小幅回落。

图表8 2018年粗钢日产水平位居历史高位



资料来源: wind、平安证券研究所

图表9 2018年粗钢产能利用率达到历史高位



资料来源: wind、平安证券研究所

2.6 猜想六：进口铁矿石价格中枢在 80 美元/吨左右

随着近几年国外矿山新增产能陆续投放，淡水河谷（Vale）、力拓(Rio)、必和必拓(BHP)、FMG 等四大矿山产量维持增长态势。根据公司财报，2017 年合计产量 10.71 亿吨，同比增长 2.29%，2018 年前三季度合计产量 8.42 亿吨（<http://news.hexun.com/2018-10-31/195059401.html>），预计全年产量在 11.92 亿吨，同比增加 12100 万吨左右，发货量同比增加 1 亿吨左右。根据四大矿企公布的下一年计划以及 2018 年产销量预估，我们测算 2019 年四大矿山发货量同比增加 2700 万吨左右，少于 2018 年发货量增量 1 亿吨的水平。

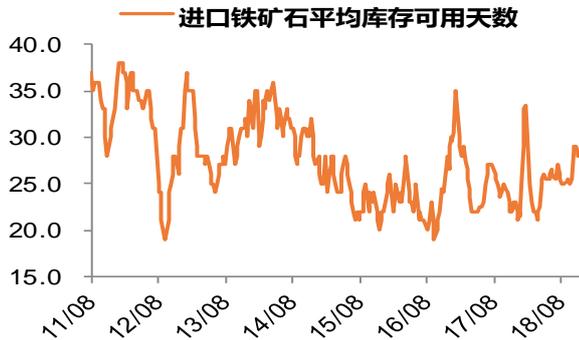
图表10 四大矿山 2019 年发货量测算（亿吨）

四大矿山企业	2018 年前三季度	2018 年 Q4 预估	2018 年全年预估产量	2018 年实际发货量预估	2019 财年发货量计划	2019 年发货量预估	2019 年预估发货增量
淡水河谷（产量）	2.84	1.06	3.90	3.91	3.9—4.0	4.00	0.10
力拓（产量）	2.62	0.86	3.47	3.35	3.3—3.4	3.40	0.05
必和必拓（产量）	2.09	0.70	2.78	2.75	2.73—2.83	2.83	0.08
FMG（产量）	1.34	0.42	1.77	1.69	1.65—1.73	1.73	0.04
合计	8.88	3.04	11.92	11.70		11.96	0.27

资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

但是，由于产能难以增长（“严禁新增产能”的政策红线没有放松）、短流程炼钢逐步替代部分高炉炼钢以及港口铁矿石库存持续高企等压制因素，铁矿石需求也难有增长机会。预计 2019 年进口铁矿石全年价格中枢在 80 美元/吨左右。

图表11 大中型钢铁企业进口铁矿石库存天数维持高位



资料来源: wind、平安证券研究所

图表12 进口铁矿石港口库存持续高企



资料来源: wind、平安证券研究所

2.7 猜想七：焦炭价格中枢高于 2018 年

2018 年 7 月 3 日，国务院发布《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，提出重点区域加大独立焦企淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，力争 2020 年炼焦产能与钢铁产能比达到 0.4 左右。据钢之家测算，京津冀及周边地区生铁产能约 3 亿吨，焦炭产能约 1.53 亿吨，若达到 0.4 钢焦比例，则焦炭产能需削减至 1.2 亿吨，即淘汰 3300 万吨产能。如果 2019 年开始逐步推进这项政策，则可能导致短期焦炭供需偏紧，焦炭价格或将保持相对坚挺，预计 2019 年焦炭价格中枢在 2000—2200 元/吨区间波动，高于 2018 年平均水平。

图表13 焦炭去产能相关政府文件一览

日期	部门	文件名	主要内容
2010.04	国务院	《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》	2010 年底前淘汰炭化室高度 4.3 米以下的小机焦（3.2 米及以上捣固焦炉除外）
2016.04	中焦协	《焦化行业“十三五”发展规划纲要》	淘汰全部落后产能，焦化准入产能达 70% 以上；优质炼焦煤配比降低 4%；钢企干熄焦装置配置率达到 90% 以上；炉煤气利用率达到 98% 以上，水循环率达到 98% 以上，吨焦耗新水降至 1.5 吨以下；化解过剩产能 5000 万吨；焦化准入企业污染物排放基本达到《炼焦化学工业污染物排放标准》
2018.07	国务院	《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	重点区域加大独立焦企淘汰力度，京津冀及周边地实施以钢定焦，力争 2020 年焦钢比达到 0.4
2018.09	生态环境部	《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	山西、河北：全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超 10 年的焦炉淘汰工作山东、河南、河北：按 2020 年底前焦钢比不高于 0.4 的目标，加大独立焦企淘汰力度

资料来源: 相关政府网站, 平安证券研究所

图表14 2017—2018 焦炭价格维持高位波动运行（元/吨）

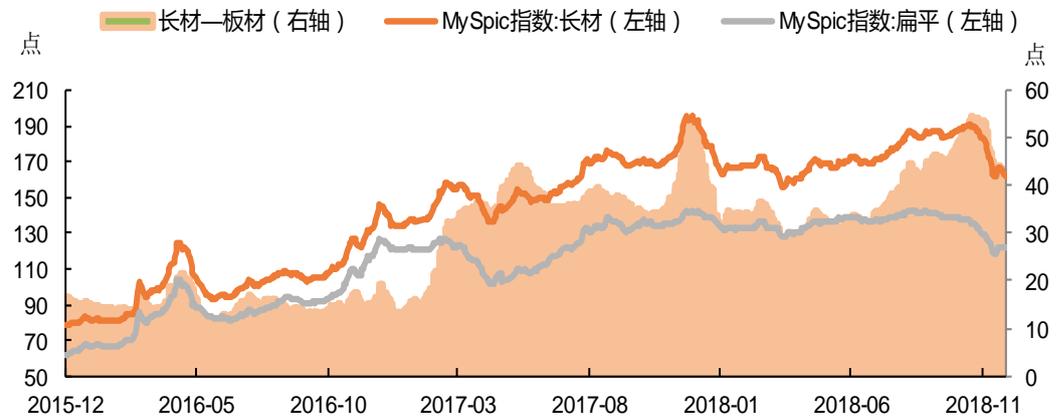


资料来源: wind, 平安证券研究所

2.8 猜想八：长材价格整体强于板材

自 2017 年，受“地条钢”出清和地产基建需求保持增长等因素影响，长材价格走势整体上强于板材。截止到 12 月 11 日，2018 年 MySpic 长材指数为 173.25 点，比 MySpic 板材指数高出 37.98 点，增长额比 2017 年全年增长额高出 7.90%，长材价格继续强于板材价格。

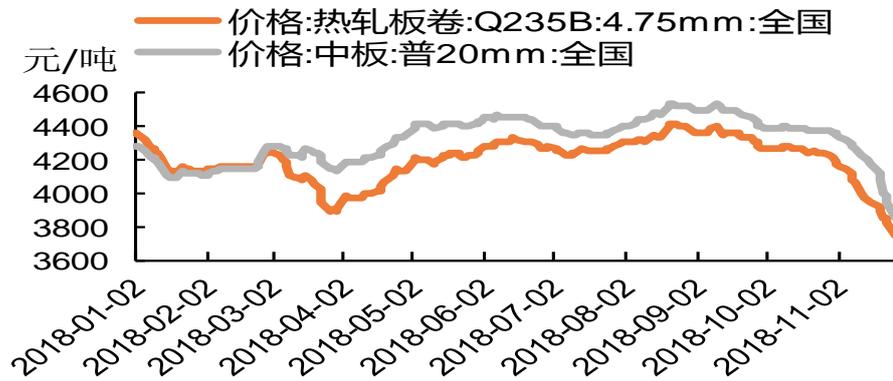
图表15 2018 长材价格继续强于板材价格



资料来源: wind, 平安证券研究所

从现货价格来看，2018 年板材价格呈现前高后低的局面，下半年价格走势明显偏弱。

图表16 主要板材品种价格呈前高后低状态



资料来源: wind, 平安证券研究所

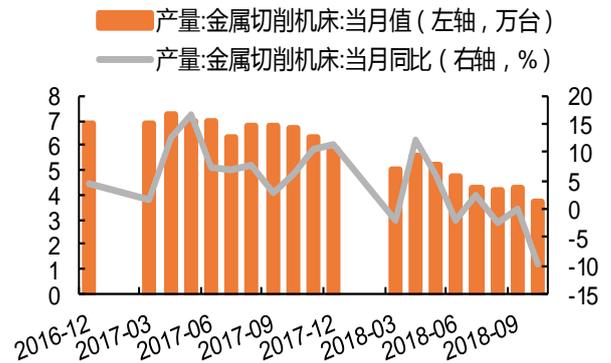
从板材需求来看, 主要制造业形势不容乐观, 2018 下半年汽车、金属切削机床、工业锅炉、大中型拖拉机等主要工业品产量增速同比显著下降。展望 2019 年, 受中美贸易战以及汇率走势不明朗等因素影响, 制造业投资不确定性增加, 板材需求格局仍然难比长材需求格局, 全年价格走势仍将弱于长材。

图表17 汽车产量增速 2018 年下半年明显下滑



资料来源: wind、平安证券研究所

图表18 金属切削机床产量增速 2018 年下半年逐月下滑



资料来源: wind、平安证券研究所

图表19 工业锅炉产量增速 2018 年下半年下滑明显



资料来源: wind、平安证券研究所

图表20 大中型拖拉机产量 2018 年下半年下滑明显

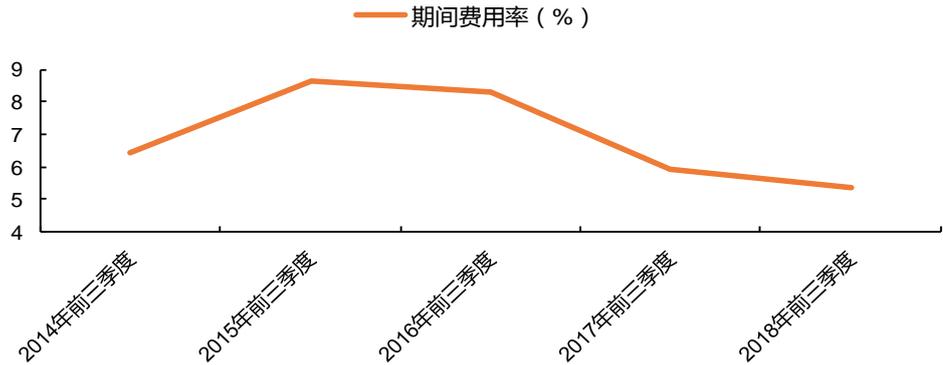


资料来源: wind、平安证券研究所

2.9 猜想九：钢企成本费用水平继续下降

一方面，近几年钢铁企业均加大了对标挖潜力度，企业期间费用率呈下降趋势；另一方面，近年来我国持续推进减税降费，政策减负措施不断出台。2018年初，在确定全年减税降费 1.1 万亿的政策措施目标后，政府随后又出台了促进实体经济发展、支持科技创新等一系列措施，预计全年减税降费规模将超过 1.3 万亿。近期中央一系列重要会议又发出了明确的减税降费政策信号，企业费用有望进一步下降。

图表21 SW 钢铁上市公司 2014—2018 年前三季度期间费用率呈下降趋势



资料来源：wind，平安证券研究所

2.10 猜想十：钢材出口同比反弹

2017 年以来，由于国内外钢材价格价差缩小，加上国内去产能和环保限产导致供应下降，我国钢材出口显著减少。截止到 11 月，2018 年我国累计出口钢材 6377.80 万吨，同比下降 8.6%，2018 年钢材出口或为近三年来最低水平。

图表22 2018 年前 11 个月出口钢材 6377.80 万吨，同比下降 8.6%



资料来源：wind，平安证券研究所

2019 年国内钢材需求增速下滑，钢材价格中枢下降，国内市场竞争或更加激烈；同时，世界经济仍然保持增长，国内外价差逐步修复。同时，“一带一路”将进一步推进，有望促进国内钢材出口。因此，我们认为 2019 年钢材出口可能会触底反弹。

三、投资建议

我们认为,2019年钢铁行业供给侧改革继续推进,行业兼并重组或将加速,基建投资主题热点不少,基本面仍然维持较好水平;同时经过四季度至一季度的大幅调整,板块估值和价值大幅背离,相对收益凸显,或将提升板块的整体吸引力和投资驱动力。**建议从成本优势、产能优势、产品优势、估值优势、高分红优势等五个维度来精选个股,推荐三钢闽光、太钢不锈、宝钢股份、华菱钢铁,建议关注方大特钢、新钢股份。**

四、风险提示

- 1、经济大幅下行及贸易摩擦加剧的风险。**如果宏观经济大幅下降将导致行业需求持续承压,导致行业供需格局恶化,进而影响行业业绩增长和投资预期恶化;而贸易摩擦加剧可能导致我国外贸形势进一步恶化,进而影响宏观经济发展和市场预期,钢铁板块将受到严重波及。
- 2、行业供给侧改革及环保政策出现松动。**如果产能严控政策出现松动,产能有可能出现反弹;同时,环保限产政策松动也可能到产能释放超预期,影响钢材价格稳定。
- 3、原材料价格上涨过快风险。**如果铁矿石、焦煤等原材价格过快上涨,将造成钢厂生产成本上升,导致钢厂企业利润被侵蚀,影响企业经营和健康发展。
- 4、利率持续上行。**若市场利率持续上行,企业融资成本上升,盈利下降,导致资本市场下挫,也会影响大宗商品需求,对钢铁板块产生不利影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033