

钢铁 II

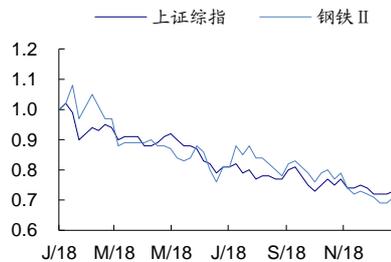
2019 年 1 月投资策略

中性

(维持评级)

2019 年 01 月 17 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 (1 月 7 日-1 月 13 日): 钢价震荡, 冬储逐步启动》——2019-01-14
 《钢铁行业周报 (12 月 31 日-1 月 6 日): 库存慢速累积, 关注冬储进程》——2019-01-07
 《钢铁行业周报 (12 月 24 日-12 月 30 日): 库存累积, 逐步迈入需求淡季》——2019-01-02
 《钢铁行业周报 (12 月 17 日-12 月 23 日): 库存继续下降, 钢价窄幅波动》——2018-12-24
 《钢铁行业周报 (12 月 10 日-12 月 16 日): 钢材产量下降, 库存小幅上升》——2018-12-17

联系人: 王海涛

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

联系人: 冯思宇

电话:
 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

行业投资策略

库存慢速累积, 钢价小幅震荡

● 消费渐弱, 冬储启动

在地产企业赶工下, 钢材实际需求渐弱, 但持续好于往年冬季以及市场此前预期, 使得产量虽高于往年但库存未出现大幅累积。从目前来看, 相较于往年, 钢材库存绝对值较低, 累库速度较慢, 累库开始时间较晚, 贸易商对于冬储也相对谨慎, 因此, 春节前累库高度或低于去年。距离春节时间已不足一月, 随着钢厂冬储政策的出台、钢价的调整以及降准背景下市场对后期需求判断的小幅改观, 陆续有贸易商开始冬储, 钢材库存从钢厂向贸易商转移, 钢厂端库存压力小, 挺价意愿强, 支撑钢价走势。

● 利润水平影响钢材供给

在采暖季限产等政策性因素退场后, 行业供给重回市场逻辑。在盈利高时, 钢厂开工率提高; 在亏损时, 安排检修或停产。相较于去年同期, 目前钢铁行业处于微利的阶段, 但钢材产量较高。12 月重点钢企钢材产量合计 5331.49 万吨, 较去年同期高 152.21 万吨。后期, 若钢厂盈利则产量保持, 亏损则可能减产。

● 钢价难涨亦难跌, 低盈利或阶段性持续

在行业供需从紧平衡向供大于求转变的过程中, 钢材价格下行, 利润收缩。目前, 钢价已进入小幅震荡区间, 上海螺纹钢价格持续在 3800 元/吨水平徘徊。消费淡季钢材产量保持较高水平抑制钢价上涨; 而消费持续, 库存低位, 且冬储逐步开启对钢价形成支撑。双方博弈下, 钢价持续震荡走势。原料价格的小幅下跌给了钢企利润回升空间, 截至 1 月 11 日, 行业盈利面小幅上升至 71.2%, 结束了连续 7 周的下降趋势, 行业低盈利状态或阶段性持续。

● 投资策略

目前来看, 市场对行业未来盈利预期悲观, 且相较于一年来的高盈利状态, 行业确实存在盈利下降至合理区间的趋势, 因此估值超前反映市场预期, 回落至历史低位。从个股看, 截至 1 月 14 日, 已有 9 家钢铁上市公司的滚动市盈率不足 4 倍, 14 家市净率小于 1。从吨钢市值看, 三钢闽光在 11 月参加钢铁产能指标竞买中对吨钢价格为 1343.7 元/吨, 目前已有多家上市公司吨钢市值低于于此。在宏观政策调整至积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下, 以及房地产和基建对钢材需求的支撑下, 随着钢价企稳, 板块存在估值修复的机会。建议关注低负债、低估值、潜在高股息率的上市公司, 比如方大特钢、三钢闽光、柳钢股份等。

● 风险提示

宏观经济下行导致行业需求端出现超预期下滑。

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

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	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600507	方大特钢	增持	11.04	16,007	2.30	2.40	4.8	4.6
002110	三钢闽光	增持	13.76	22,489	4.37	4.63	3.1	3.0
601003	柳钢股份	增持	6.84	17,530	1.77	1.77	3.9	3.9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

消费渐弱，冬储启动.....	4
基建托底，远端需求整体有保障.....	4
库存慢速累积，冬储逐步启动.....	5
利润水平影响钢材供给.....	6
限产退场，钢材产量高于去年同期.....	7
废钢紧俏，从高炉流向电炉.....	7
钢价难涨亦难跌，低盈利或阶段性持续.....	8
钢价小幅震荡.....	8
铁矿石价格上涨，焦炭价格下跌.....	9
长材盈利持续高于板材.....	10
投资策略.....	10
风险提示.....	12
国信证券投资评级.....	13
分析师承诺.....	13
风险提示.....	13
证券投资咨询业务的说明.....	13

图表目录

图 1: 房屋新开工面积及商品房销售面积累积同比 (%)	4
图 2: 房屋新开工面积当月值 (万平方米)	5
图 3: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比 (%)	5
图 4: 五大钢材社会库存 (万吨)	5
图 5: 五大钢材社会库存变动 (万吨)	5
图 6: 五大钢材厂内库存 (万吨)	5
图 7: 五大钢材厂内库存变动 (万吨)	5
图 8: 五大钢材总库存 (万吨)	6
图 9: 五大钢材总库存变动 (万吨)	6
图 10: 全国高炉开工率 (%)	7
图 11: 重点钢企粗钢、钢材日均产量 (万吨)	7
图 12: 唐山废钢价格 (元/吨)	8
图 13: 电炉开工率和利用率 (%)	8
图 14: 螺纹钢南北价差情况 (元/吨)	9
图 15: 青岛港 PB 粉价格 (元/湿吨)	9
图 16: 铁矿石港口库存 (万吨)	9
图 17: 山西临汾一级冶金焦价格 (元/吨)	10
图 18: 国内样本钢厂焦炭库存 (万吨)	10
图 19: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)	10
图 20: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)	10
图 21: 申万一级行业市盈率情况	11
表 1: 上海地区钢材单月均价 (元/吨)	8
表 2: 钢铁股估值及分红情况	12

消费渐弱，冬储启动

距离春节仅有不到 1 个月的时间，受季节因素影响，钢材消费势必逐步走弱，库存开始累积。冬储的节奏将成为现阶段影响钢价走势的核心因素。目前来看，钢贸商冬储意愿偏弱，在钢材产量基本稳定的情况下，钢价或继续震荡调整。

基建托底，远端需求整体有保障

从宏观经济层面，12 月中央经济工作会议召开，会议指出，宏观政策要强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求。1 月初央行宣布全面降准 1 个百分点，相较于 2018 年历次定向降准，一定程度上向市场释放了货币政策放松信号，市场远端预期或有所改善。

地产数据延续较高水平。11 月当月，房地产开发投资完成额 10758.1 亿元，同比增长 9.3%；房屋新开工面积 20140.5 万平方米，同比增长 21.7%；商品房销售面积 15487.1 万平方米，同比增长 1.4%。新开工数据高位持续，且大幅高于往年同期，房地产企业赶工带动钢材需求，致使钢材实际需求持续好于往年冬季以及市场此前预期。地产消费高位延续，在钢产量高于往年同期下，冬季传统消费淡季，钢材库存仍保持较低累库速度。

图 1：房屋新开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

基建方面，自 2018 年 7 月政治局会议提出加大基础设施领域补短板的力度来，基础设施建设投资增速开始企稳回升，基建逆周期作用逐步发挥。1-11 月基础设施建设投资(不含电力)累计同比增长 3.7%，与 1-10 月增速持平。12 月中央经济工作会议也提出较大幅度增加地方政府专项债券规模。发改委也批复了全国各地多个基建项目。预期基建投资增加将托底钢材消费。在地产、基建需求共同作用下，预期钢材远端需求有望保持稳定。

图 2: 房屋新开工面积当月值 (万平方米)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比 (%)

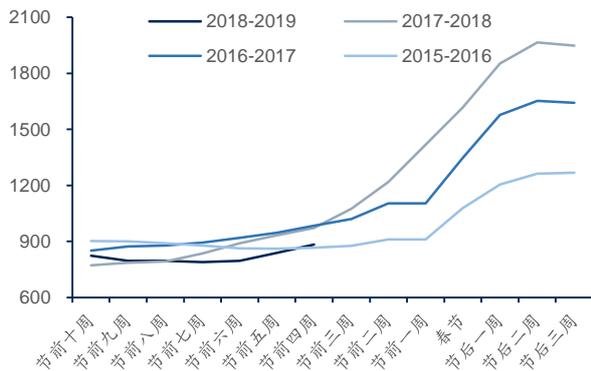


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

库存慢速累积, 冬储逐步启动

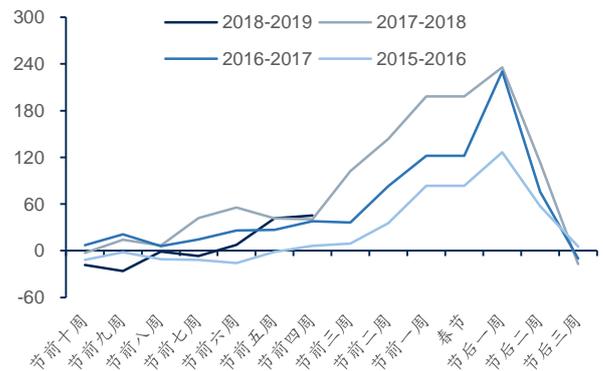
12 月, 钢材消费保持较高水平, 使得产量虽高于往年但库存未出现大幅累积。随着天气转冷, 钢材消费逐渐下降, 2018 年最后一周, 钢材库存开始上涨。截至 2019 年 1 月 11 日, 五大钢材社会库存 883.42 万吨, 较上周上涨 45.32 万吨, 厂内库存 421.85 万吨, 较上周下降 21.45 万吨。

图 4: 五大钢材社会库存 (万吨)



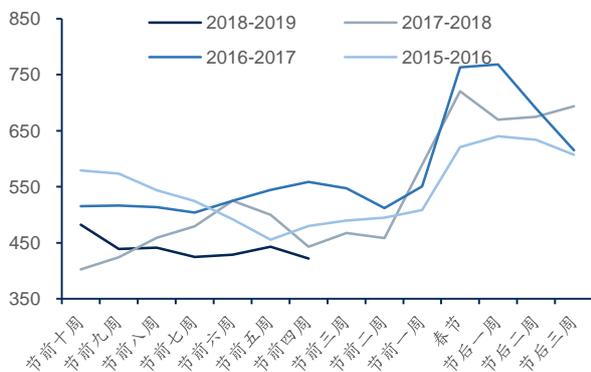
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 5: 五大钢材社会库存变动 (万吨)



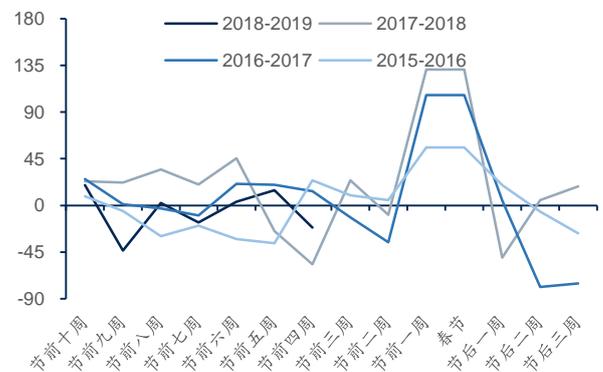
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 6: 五大钢材厂内库存 (万吨)



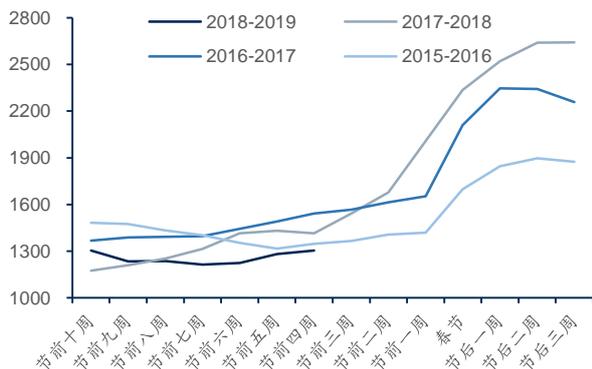
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 7: 五大钢材厂内库存变动 (万吨)



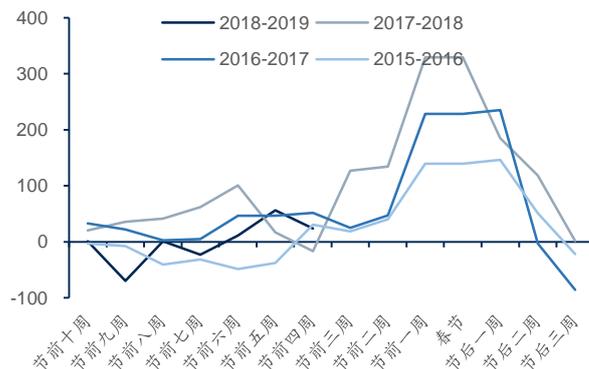
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 8：五大钢材总库存（万吨）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

图 9：五大钢材总库存变动（万吨）



资料来源：Mysteel，国信证券经济研究所整理

回顾近年来春节前后库存情况，通常钢材社会库存的累积存在加速现象，随着春节临近，增幅逐渐增大，在春节前四周开始大幅累积，至春节后库存增速开始快速回落。近两年，累库时长分别为 13、12 周。钢材厂内库存在春节前期维持震荡，直至春节前一周，开始大幅累库。若库存累积较低，春节后消费启动钢价通常上涨，而若库存累积过高，钢价则可能在节后承压下挫。

2015-2016 年春节前后，因行业处于大面积亏损状态，市场对于行业来年走势极为悲观，供需两弱下，鲜有钢贸商进行冬储，钢材库存直到春节前第四周才开始累积，至春节后，五大钢材总库存最高仅至 1896.63 万吨，社会库存仅有 1267.90 万吨。较低的库存水平使得节后钢价大涨，上海螺纹钢价格从 1860 元/吨快速上涨至 2950 元/吨。

2016-2017 年，供给侧结构性改革已逐步发力，虽然仍存在大量亏损钢厂，但行业处在整体回暖的格局，钢材价格上行。对于后续行情的不确定使贸易商对于冬储做出较为中性的态度，春节前十周钢材库存开始积累，但保持较慢的累库速度，临近春节钢材社会库存才出现较大增长，节后五大钢材总库存最高至 2345.73 万吨。钢厂库存压力相对较高，厂内库存最高升至 768.41 万吨，冬储价格在钢厂成本线附近。节后，随着消费启动，钢价再度迎来一波上涨。

2017-2018 年，钢贸商冬储则并不顺利。采暖季限产政策对行业供给造成较大影响，2017 年 12 月钢价仍处于高位，远高于钢贸商冬储心理价位。随着钢价大幅下跌以及在对于节后消费旺盛而供给可能不足的判断下，春节前三周，钢材社会库存加速累积，冬储在价格高位进行，给钢厂留下了较大的利润空间。导致钢产无减产意愿，通过添加废钢等方式使钢材产量增加，节后，五大钢材总库存最高至 2641.48 万吨，远高于往年。叠加消费启动延迟，钢材价格大幅受挫，钢贸商损失惨重。

从目前来看，相较于往年，钢材库存绝对值较低，累库速度较慢，累库开始时间较晚，钢贸商对于冬储也相对谨慎，春节前累库高度或低于去年。距离春节时间已不足一月，随着钢厂冬储政策的出台、钢价的调整以及降准背景下市场对后期需求判断的小幅改观，陆续有钢贸商开始冬储，钢材库存从钢厂向贸易商转移。同时，目前钢材消费仍保持较高水平，以农历日期看钢材库存的绝对值以及累库速度都明显低于去年同期，钢厂端库存压力小，挺价意愿强，支撑钢价走势。

利润水平影响钢材供给

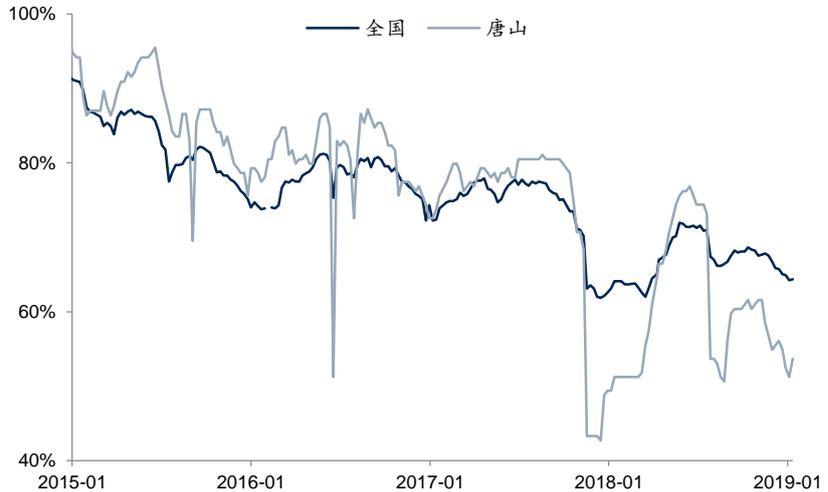
在采暖季限产等政策性因素退场后，行业供给重回市场逻辑。在盈利高时，开工率提高；在亏损时，安排检修或停产。相较于去年同期，目前钢铁行业处于微利的阶

段，但钢材产量较高。后期，若钢厂盈利则产量保持，亏损则可能减产。

限产退场，钢材产量高于去年同期

采暖季，行业限产政策执行力度低于预期，全国高炉开工率保持较高水平。截至 1 月 11 日，全国高炉开工率 64.4%，较去年同期高 0.3%；唐山地区高炉开工率 53.7%，较去年同期高 2.4%。

图 10: 全国高炉开工率 (%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

随着 11、12 月钢价的下跌，有钢厂开始亏损，开始采取检修、停产措施或是通过减少废钢用量或减少高品矿用量的方式节约成本，使得钢材产量下降。但相较于去年同期，钢材产量仍较高。12 月下旬，重点钢企日均钢材产量为 176.84 万吨，而去年则为 174.41 万吨，12 月重点钢企钢材产量合计 5331.49 万吨，较去年同期高 152.21 万吨。

图 11: 重点钢企粗钢、钢材日均产量 (万吨)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

废钢紧俏，从高炉流向电炉

废钢来自于回收，是一个被动产生的过程，其来源主要包括厂内废钢、加工废钢和

老旧废钢。去年持续的高利润刺激钢厂在转炉环节大量添加废钢以增加产量，市场废钢资源紧缺，价格持续提升，电炉用废钢量降低。随着钢材价格下跌，钢厂盈利回落，废钢添加减少，废钢价格大幅回落。唐山废钢价格从11月初的2500元/吨降至11月末的1950元/吨，废钢价格下跌增加了电炉的利润空间，电炉利用率逐步提升。目前，废钢市场资源紧缺，价格重回高位。废钢用量随着价格在转炉与电炉间流转，对于钢材总产量的影响较小。

图 12: 唐山废钢价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 电炉开工率和利用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢价难涨亦难跌，低盈利或阶段性持续

在行业供需从紧平衡向供大于求转变的过程中，钢材价格下行，利润收缩。目前，钢价已进入小幅震荡区间，钢材产量保持较高水平抑制钢价上涨；而消费持续，库存低位，且冬储逐步开启对钢价形成支撑。双方博弈下，钢价持续震荡走势，而低盈利状态或阶段性持续。

钢价小幅震荡

钢价经历了11月的大幅下跌后，在12月随着部分贸易商参与冬储而进入小幅震荡区间，上海螺纹钢价格持续在3800元/吨水平徘徊。截至1月11日，上海地区20mm螺纹钢价格为3780元/吨，4.75mm热卷价格为3620元/吨，1.0mm冷轧板价格为4130元/吨，20mm中厚板价格为3800元/吨。

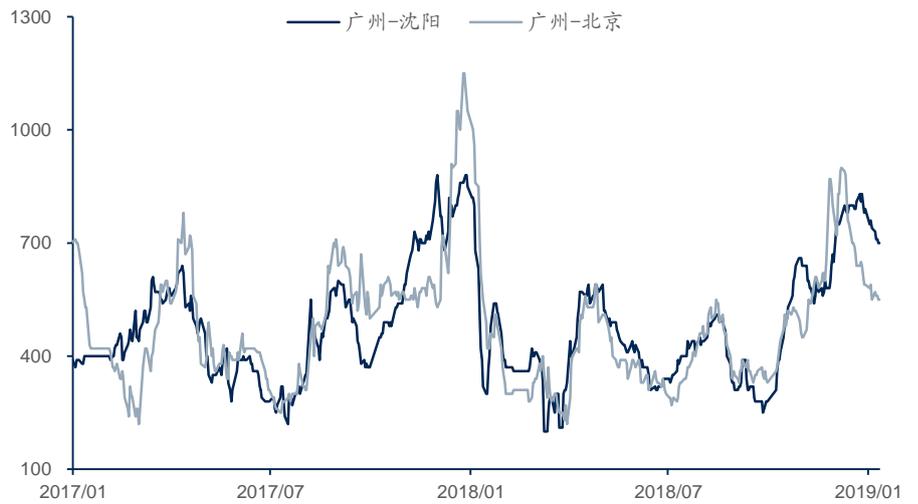
表 1: 上海地区钢材单月均价 (元/吨)

	2018年12月	2018年11月	2017年12月	环比	同比
螺纹钢	3869	4299	4720	-10.0%	-18.0%
热卷	3725	3799	4267	-1.9%	-12.7%
冷轧	4202	4376	4895	-4.0%	-14.2%
中板	3815	4061	4283	-6.1%	-10.9%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从南北方情况来看，12月中下旬以来，南北螺纹钢价差持续收缩。截至1月11日，广州与沈阳、北京地区的价差已分别降至700元/吨、550元/吨。南北价差缩小主要因东北地区钢厂陆续出台冬储政策，钢厂将增加东北区域内资源投放，冬储开展使当地钢价相对有支撑。

图 14: 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

铁矿石价格上涨，焦炭价格下跌

采暖季对于高炉限产的弱化使铁矿石需求保持较高水平，铁矿石库存经过持续的消化也在 12 月初回到年内低位，对价格形成支撑。截至 1 月 11 日，青岛港 PB 粉 558 元/湿吨，较 12 月 3 日上涨 38 元/湿吨；青岛港卡拉加斯粉 663 元/湿吨，较 12 月 3 日上涨 5 元/湿吨。钢厂利润收缩下，高品矿用量减少，高低品位价差持续收窄。

图 15: 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

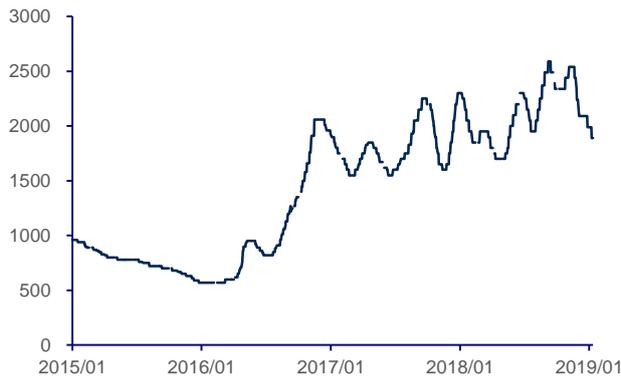
图 16: 铁矿石港口库存 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

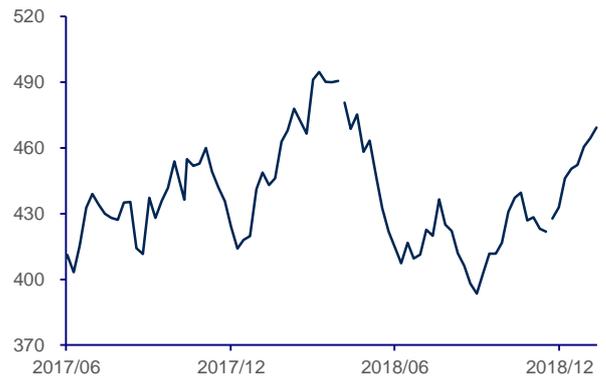
焦炭方面，钢厂焦炭库存持续累积，周内库存增至 469.34 万吨，较 11 月末上涨 36.47 万吨。截至 1 月 11 日，山西临汾一级冶金焦 1890 元/吨，较 12 月 3 日下跌 200 元/吨，因钢厂利润已大幅收缩，钢厂持续打压焦炭价格。

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

图 18: 国内样本钢厂焦炭库存 (万吨)



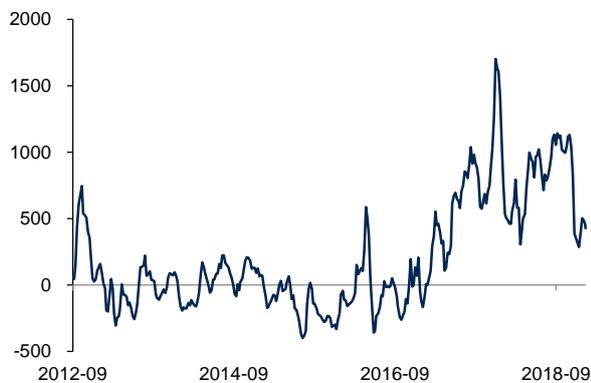
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

长材盈利持续高于板材

近期随着冬储开启, 钢价止跌, 原料价格的小幅下跌给了钢企利润回升空间, 截至 1 月 11 日, 行业盈利面小幅上升至 71.2%, 较上周上涨 1.8%, 结束了连续 7 周的下降趋势。

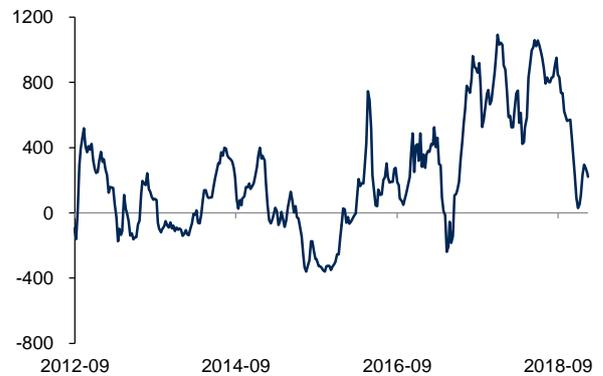
长材盈利水平持续好于板材。截至 1 月 11 日, 原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷毛利润分别为 458.1 元/吨、242.4 元/吨, 较 11 月末分别上涨 101.0 元/吨、212.4 元/吨。

图 19: 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 20: 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

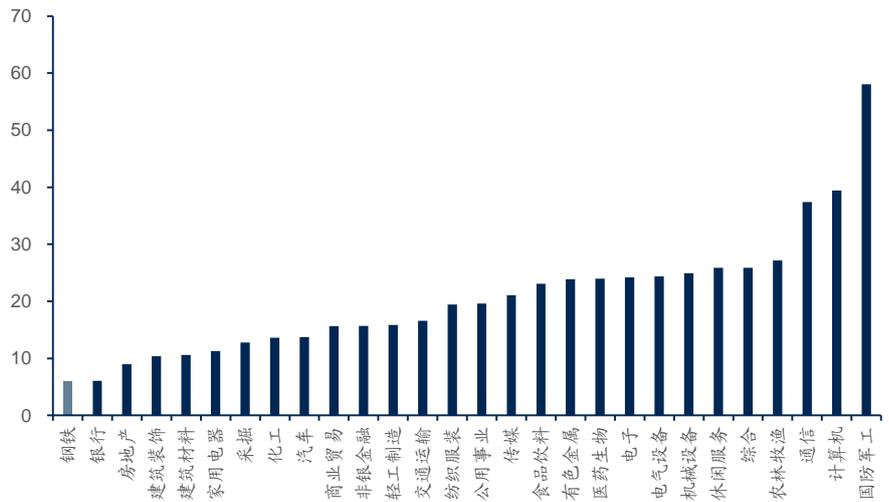
投资策略

12 月, 环保限产不及预期影响陆续消化, 钢材消费保持较高水平, 钢材库存累积较慢, 钢价震荡下调, 钢厂盈利触底企稳。钢铁板块随大盘继续向下调整, 12 月申万钢铁指数下跌 3.37%, 跌幅略小于上证综指。个股方面, 南方钢厂表现优于北方钢厂, 月涨幅居前的是重庆钢铁 (6.01)、新钢股份 (4.30)、柳钢股份 (2.33), 跌幅较大的是凌钢股份 (-11.00)、太钢不锈 (-9.80)、八一钢铁 (-9.41)。

目前, 行业估值已跌至历史低位。截至 1 月 14 日, 申万钢铁板块市盈率为 6.02, 为 28 个申万一级行业指数中市盈率最低的; 市净率为 1.00, 仅高于银行板块。

在全部 A 股中，滚动市盈率为正最低的 20 支股票中有 10 支属于钢铁行业，表现出市场对于明年行业业绩下滑的极度悲观预期。

图 21: 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 (1月14日)

目前来看，市场对行业未来盈利预期悲观，且相较于一年来的高盈利状态，行业确实存在盈利下降至合理区间的趋势，因此估值超前反映市场预期，回落至历史低位。从个股看，截至 1 月 14 日，华菱钢铁、新钢股份等 9 家钢铁上市公司的滚动市盈率已不足 4 倍，14 家市净率小于 1。从吨钢市值看，三钢闽光在 11 月参加钢铁产能指标竞买成功的公告中提到，以总额人民币 18.14 亿元的价格（不含交易费用）竞买成功钢铁产能指标（铁 122 万吨、钢 135 万吨），则对应吨钢价格为 1343.7 元/吨，目前已有多家上市公司吨钢市值低于此。在宏观政策调整至积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，以及房地产和基建对钢材需求的支撑下，随着钢价企稳，板块存在估值修复的机会。建议关注低负债、低估值、潜在高股息率的上市公司，比如方大特钢、三钢闽光、柳钢股份等。

表 2: 钢铁股估值及分红情况

证券简称	PE(TTM)	PB (LF)	吨钢市值	2017 每股股利 (税前)	2016 每股股利 (税前)	业绩预批日期
华菱钢铁	2.68	1.21	1131			2019-03-29
新钢股份	2.90	0.97	1928	0.09	0.02	2019-04-23
韶钢松山	3.30	2.04	2001			2019-03-29
三钢闽光	3.34	1.31	2420	1.50	0.20	2019-04-25
安阳钢铁	3.49	0.95	1012			2019-03-21
南钢股份	3.50	1.08	1828	0.05		2019-03-02
太钢不锈	3.78	0.83	2348	0.24	0.02	2019-04-26
柳钢股份	3.81	1.93	1431	0.50	0.03	2019-03-29
马钢股份	3.93	0.99	1917	0.17		2019-03-22
鞍钢股份	4.05	0.73	1795	0.23	0.07	2019-03-30
方大特钢	4.87	3.03	4375	1.60	0.25	2019-03-23
凌钢股份	5.36	1.06	1590	0.05	0.02	2019-03-02
山东钢铁	5.52	0.88	2519			2019-03-29
宝钢股份	6.47	0.88	3256	0.45	0.21	2019-04-24
八一钢铁	6.51	1.46	1163			2019-03-26
重庆钢铁	6.75	0.99	4624			2019-03-29
杭钢股份	7.08	0.86	3595			2019-04-12
首钢股份	8.03	0.80	1313			2019-04-26
新兴铸管	8.25	0.85	2481	0.15	0.03	2019-04-02
大冶特钢	8.34	0.97	2024	0.30	0.20	2019-02-27
河钢股份	10.79	0.67	1224	0.10	0.08	2019-04-26
本钢板材	12.33	0.71	1186	0.05		2019-04-19
沙钢股份	12.54	3.88	5428			2019-03-05
酒钢宏兴	15.24	1.18	2100			2019-04-26
包钢股份	23.57	1.35	5349	0.01		2019-04-19

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (1月14日)

风险提示

宏观经济下行导致行业需求端出现超预期下滑。

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