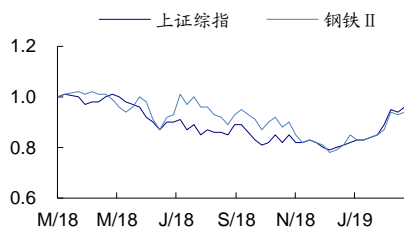


钢铁 II
钢铁行业周报 (3月11日-3月17日)
超配

2019年03月18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 2019 年 3 月投资策略: 以行业供需改善为基, 关注高分红钢企》——2019-03-11

《钢铁行业周报 (3月4日-3月10日): 产量降, 需求增, 库存拐点出现》——2019-03-11
 《钢铁行业周报 (2月25日-3月3日): 春季需求旺盛, 支撑钢价上涨》——2019-03-04
 《钢铁行业周报 (2月18日-2月24日): 成交逐步放量, 尚待需求启动》——2019-02-26
 《钢铁行业周报 (2月11日-2月17日): 库存快速累积, 钢价震荡回调》——2019-02-18

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码: 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。

行业周报

需求强劲, 库存大幅下降

● 铁矿石价格上涨, 焦炭价格下跌

截止 3 月 15 日, 普氏 62% 品位铁矿石价格为 86.2 美元/吨, 较上周上涨 1.4 美元/吨, 较上月下跌 1.1 美元/吨。山西临汾产一级冶金焦价格为 1890.0 元/吨, 较上周下跌 100.0 元/吨, 与上月持平。

● 钢材价格涨跌互现

截至 3 月 15 日, 上海地区 20mm 螺纹钢价格为 3890 元/吨, 较上周上涨 20 元/吨; 上海 4.75mm 热卷价格为 3810 元/吨, 较上周下跌 20 元/吨; 上海 1.0mm 冷轧板价格为 4330 元/吨, 与上周持平; 上海 20mm 中厚板价格为 3980 元/吨, 较上周上涨 10 元/吨。

● 钢材模拟利润保持合理水平

截至 3 月 15 日, 原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为 447.7 元/吨、298.2 元/吨、277.0 元/吨、331.2 元/吨, 较上周分别上涨 1.9 元/吨、下跌 33.1 元/吨、下跌 16.5 元/吨、下跌 7.9 元/吨。

● 1-2 月地产新开工增速下滑, 基建投资继续回升

1-2 月, 全国房地产开发投资同比增长 11.6%, 房屋新开工面积同比增长 6.0%, 商品房销售面积同比下降 3.6%。可以看到, 同前期市场预判方向一致, 商品房销售增速的下滑逐步拖累新开工面积的增长, 地产投资发力点由开工向项目施工转移, 远期房地产钢材消费承压。1-2 月, 基础设施投资同比增长 4.3%, 增速比去年全年提高 0.5 个百分点, 延续了自去年四季度以来企稳回升的运行态势。基建逆周期作用逐步发挥, 对钢材消费的支撑作用不断发挥。

● 需求强劲, 库存大幅下降

元宵节后, 钢材需求稳步启动, 消费表现异常亮眼。截至 3 月 14 日, 库存大幅下降, 五大钢材社会库存 1780.38 万吨, 较上周下降 69.86 万吨, 厂库 568.04 万吨, 较上周下降 47.15 万吨。螺纹钢周表观消费量达 403.22 万吨, 接近去年 4 月高点水平, 需求具有一定的连贯性, 短期对钢材需求持乐观态度。再加上环保因素对产量的阶段性抑制, 钢材价格短期有支撑。

● 淡水河谷事故再发酵, 铁矿价格上涨

3 月 15 日, 淡水河谷公司官网表示收到收到法院关于暂停 Timbopeba 矿区一切作业活动及对应 Doutor 尾矿坝使用的命令。Timbopeba 矿区每年生产 1280 万吨铁矿石。事故持续发酵, 对铁矿石供给造成较大影响, 铁矿石库存有望大幅消化, 行业供需平衡边际发生变化, 且影响不断加强。随着后续发货量下降预期加强, 铁矿石价格大幅上涨。建议关注自备矿占比较高的标的。

● 高分红引市场关注, 板块存估值修复机会

年报季, 在高分红预期下, 板块有望迎来估值修复机会。建议关注低负债、低估值、潜在高股息率的上市公司, 比如三钢闽光、柳钢股份等。

● 风险提示:

钢材消费大幅下滑。

内容目录

核心数据一览.....	4
原料价格走势.....	4
铁矿石价格上涨.....	4
焦炭价格下跌.....	5
钢材价格涨跌互现.....	5
钢材模拟利润保持合理水平.....	6
全国高炉开工率下降.....	8
螺纹钢、热卷产量上升.....	8
建材成交量持续上升.....	8
铁矿石港口库存上升，钢材社会库存下降.....	9
钢铁板块上涨.....	10
下周行业观点.....	11
1-2月地产新开工增速下滑，基建投资继续回升.....	11
需求强劲，库存大幅下降.....	11
淡水河谷事故再发酵，铁矿价格上涨.....	12
高分红引市场关注，板块存估值修复机会.....	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: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)	5
图 2: 国内港口进口矿价格 (元/湿吨)	5
图 3: 一级冶金焦价格走势 (元/吨)	5
图 4: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	6
图 5: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨)	6
图 6: 冷轧板价格走势 (元/吨)	6
图 7: 中厚板价格走势 (元/吨)	6
图 8: 钢铁企业盈利面 (%)	7
图 9: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)	7
图 10: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)	7
图 11: 原料滞后一个月模拟冷轧毛利润 (元/吨)	7
图 12: 原料滞后一个月模拟中厚板毛利润 (元/吨)	7
图 13: 全国高炉开工率 (%)	8
图 14: 螺纹钢每周产量 (万吨)	8
图 15: 热卷每周产量 (万吨)	8
图 16: 全国 237 家流通商建材周均成交量 (万吨)	9
图 17: 港口铁矿石库存 (万吨)	9
图 18: 钢材社会库存 (万吨)	9
图 19: 螺纹钢社会库存 (万吨)	10
图 20: 热轧卷社会库存 (万吨)	10
图 21: 最近一年内钢铁板块指数变化趋势.....	10
图 22: 淡水河谷矿山情况.....	12
表 1: 3 月 11 日-3 月 15 日核心数据一览	4
表 2: 本周钢铁板块主要股票涨跌情况 (按周涨幅由高到低排名)	11

核心数据一览

截至3月15日，唐山方坯价格较上周上涨20元/吨；上海地区20mm螺纹钢价格较上周上涨20元/吨，4.75mm热卷价格较上周下跌20元/吨。原料方面，普氏62%铁矿石价格较上周上涨1.4美元/吨，青岛港PB粉价格与上周持平。山西一级冶金焦价格较上周下跌100.0元/吨。钢材产品模拟利润涨跌互现，原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为447.7元/吨、298.2元/吨、277.0元/吨、331.2元/吨，较上周分别上涨1.9元/吨、下跌33.1元/吨、下跌16.5元/吨、下跌7.9元/吨。库存方面，本周港口铁矿石库存较上周上升24.4万吨，为14770.0万吨；钢材社会库存较上周下降69.9万吨，至1780.4万吨。全国高炉开工率62.3%，较上周下降0.7%。

表1：3月11日-3月15日核心数据一览

	单位	本周	周变化	月变化
美元/人民币汇率	元/美元	6.72	-0.01	-0.05
钢材现货价格				
方坯（唐山 Q235）	元/吨	3,500.0	20.0	110.0
螺纹钢（HRB400 上海）	元/吨	3,890.0	20.0	80.0
热卷（4.75mm 上海）	元/吨	3,810.0	-20.0	120.0
冷轧板（1.0mm 上海）	元/吨	4,330.0	0.0	110.0
中厚板（20mm 上海）	元/吨	3,980.0	10.0	70.0
Mysteel 钢材价格指数		144.8	0.6	2.1
Mysteel 长材价格指数		164.7	1.0	2.2
Mysteel 板材价格指数		125.7	0.2	1.9
原料价格				
普氏 62%铁矿石价格	美元/吨	86.2	1.4	-1.1
迁安 66%精粉价格	元/吨	790.0	0.0	-20.0
青岛港 PB 粉价格	元/湿吨	630.0	0.0	-18.0
青岛港卡拉斯粉价格	元/湿吨	712.0	-8.0	-39.0
一级冶金焦价格(山西临汾产)	元/吨	1,890.0	-100.0	0.0
废钢价格(唐山不含税)	元/吨	2,480.0	0.0	-10.0
盈利情况				
钢铁企业盈利面	%	74.9	0.0	1.2
螺纹钢毛利(成本滞后一月)	元/吨	447.7	1.9	-42.1
热轧板卷毛利(成本滞后一月)	元/吨	298.2	-33.1	-11.4
冷轧板毛利(成本滞后一月)	元/吨	277.0	-16.5	-21.8
中厚板毛利(成本滞后一月)	元/吨	331.2	-7.9	-58.5
库存状况				
铁矿石港口库存	万吨	14,770.0	24.4	355.8
钢材社会库存	万吨	1,780.4	-69.9	162.2
开工率				
全国高炉开工率	%	62.3	-0.7	-3.3
唐山地区高炉开工率	%	50.6	-7.3	-9.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

原料价格走势

铁矿石价格上涨

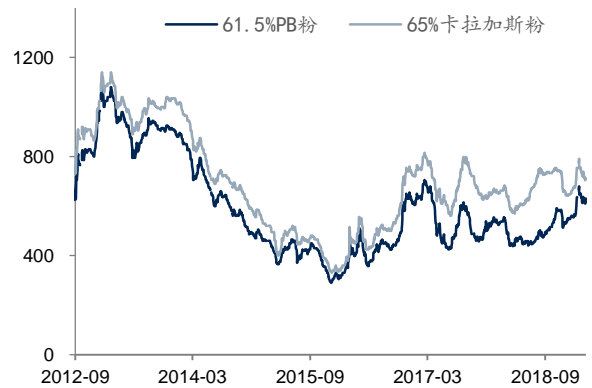
截至3月15日，普氏62%品位铁矿石价格为86.2美元/吨，较上周上涨1.4美元/吨，较上月下跌1.1美元/吨。青岛港PB粉价格630.0元/湿吨，与上周持平，较上月下跌18.0元/湿吨。目前大中型钢铁企业厂内进口铁矿库存可用天数为31.0天，较上周上升1.0天。

图 1: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 国内港口进口矿价格 (元/湿吨)

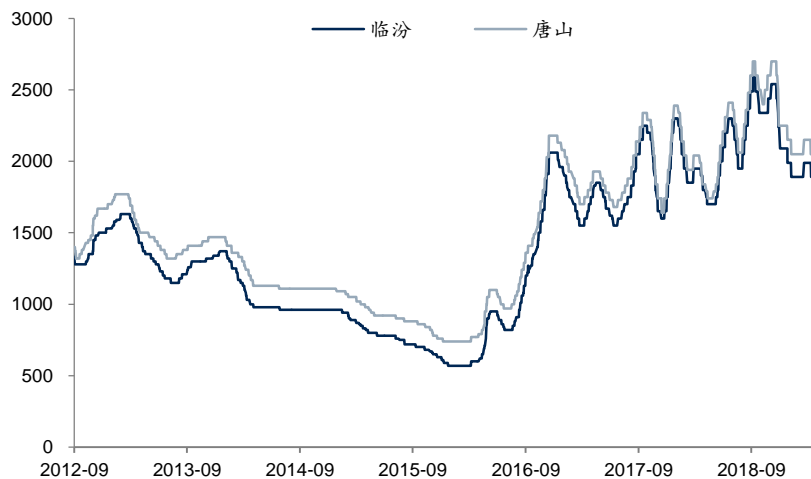


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

焦炭价格下跌

截至 3 月 15 日, 山西临汾产一级冶金焦价格为 1890.0 元/吨, 较上周下跌 100.0 元/吨, 与上月持平。河北地区二级冶金焦价格为 1990.0 元/吨, 较上周下跌 100.0 元/吨, 与上月持平。

图 3: 一级冶金焦价格走势 (元/吨)

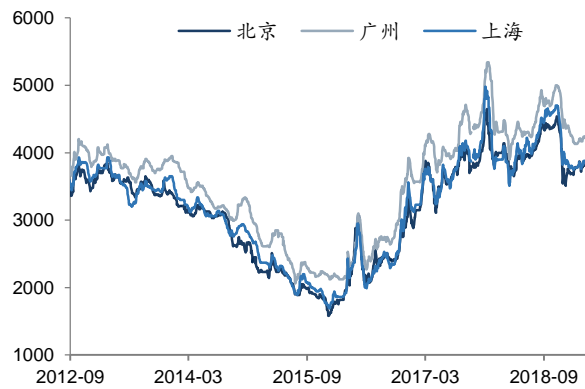


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢材价格涨跌互现

截至 3 月 15 日, 上海地区 20mm 螺纹钢价格为 3890 元/吨, 较上周上涨 20 元/吨; 上海 4.75mm 热卷价格为 3810 元/吨, 较上周下跌 20 元/吨; 上海 1.0mm 冷轧板价格为 4330 元/吨, 与上周持平; 上海 20mm 中厚板价格为 3980 元/吨, 较上周上涨 10 元/吨。

图 4: 螺纹钢价格走势 (元/吨)



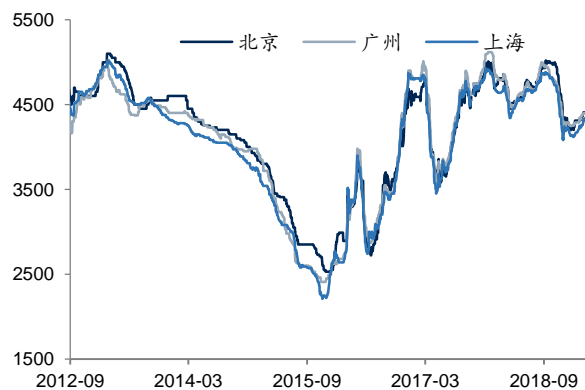
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨)



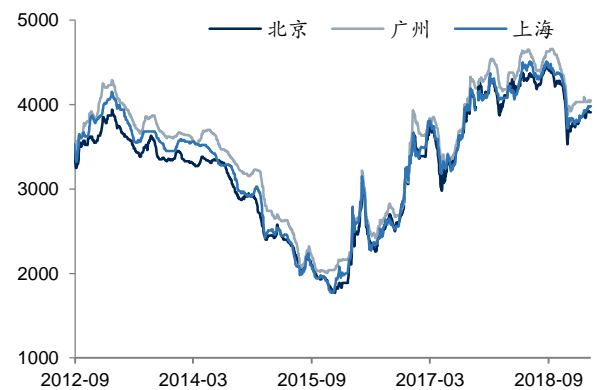
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 冷轧板价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 中厚板价格走势 (元/吨)

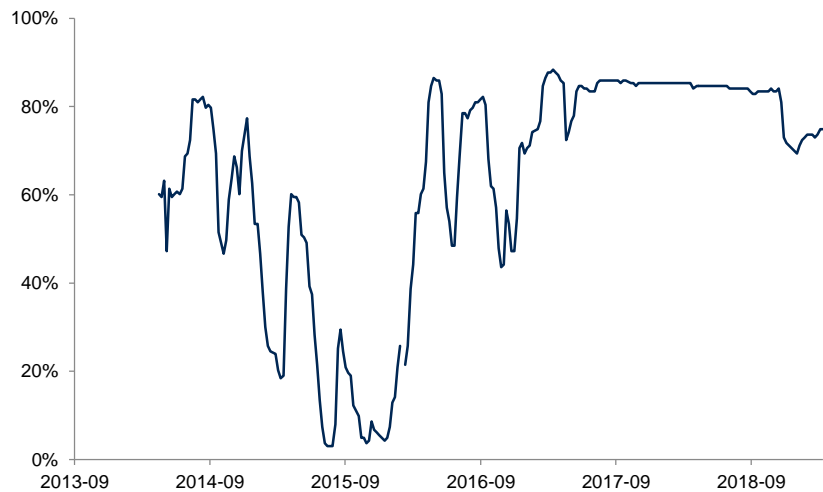


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

钢材模拟利润保持合理水平

截至 3 月 15 日, 钢铁企业盈利面为 74.9%, 与上周持平, 较上月上涨 1.2%。

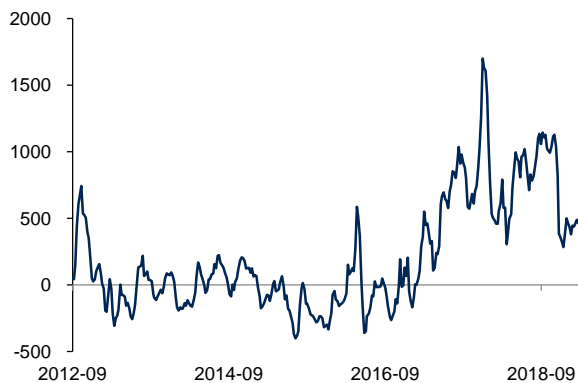
图 8: 钢铁企业盈利面 (%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

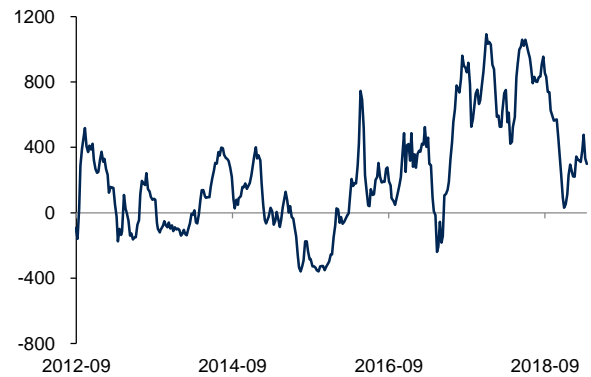
截至 3 月 15 日, 原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为 447.7 元/吨、298.2 元/吨、277.0 元/吨、331.2 元/吨, 较上周分别上涨 1.9 元/吨、下跌 33.1 元/吨、下跌 16.5 元/吨、下跌 7.9 元/吨。

图 9: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)



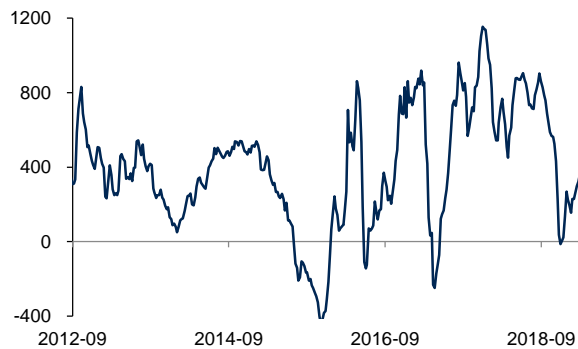
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 10: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)



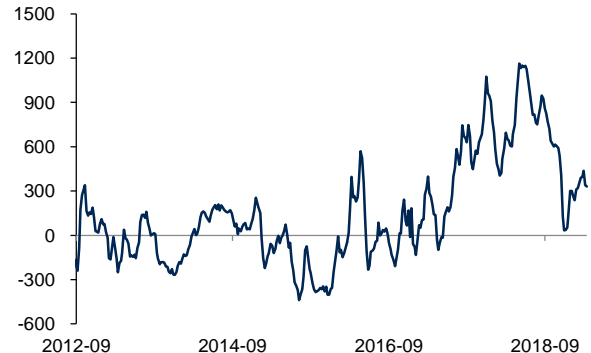
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 11: 原料滞后一个月模拟冷轧毛利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 12: 原料滞后一个月模拟中厚板毛利润 (元/吨)

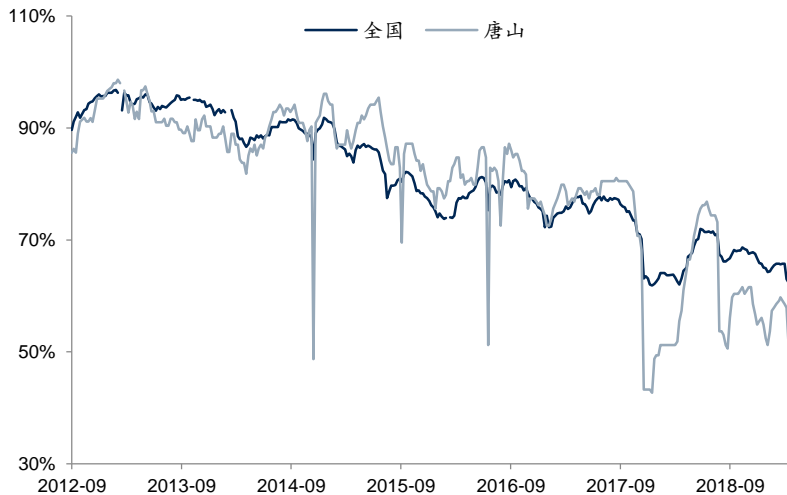


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

全国高炉开工率下降

受强化错峰生产影响，全国高炉开工率持续下降，截至 3 月 15 日，全国高炉开工率 62.3%，较上周下降 0.7%。唐山因采暖季存在政策执行不到位，重污染天气应急减排工作不实等问题，在遭到通报后，限产力度有多加大，钢企检修持续增多。截至 3 月 15 日，唐山地区高炉开工率 50.6%，较上周下降 7.3%。

图 13: 全国高炉开工率 (%)

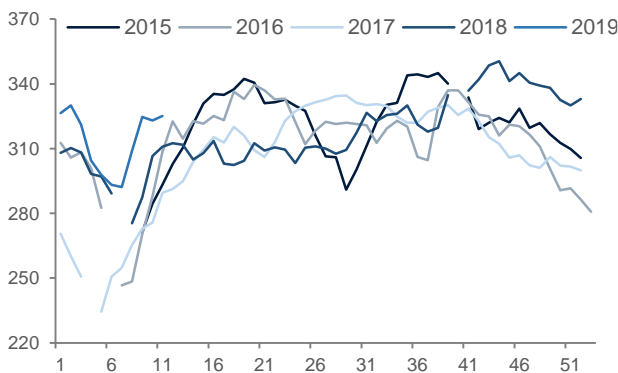


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

螺纹钢、热卷产量上升

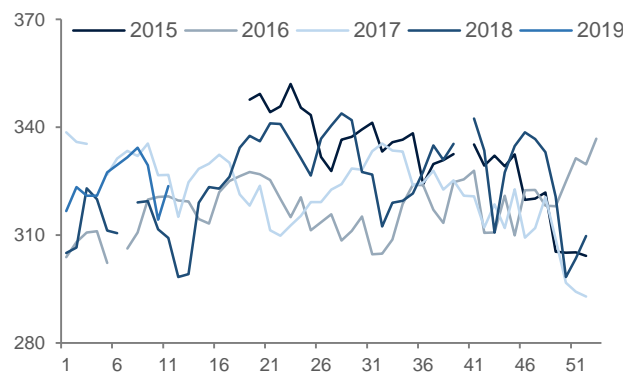
截至 3 月 15 日，Mysteel 统计螺纹钢周产量为 325.12 万吨，较上周上升 2.07 万吨。热卷周产量为 323.63 万吨，较上周上升 9.38 万吨。

图 14: 螺纹钢每周产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 15: 热卷每周产量 (万吨)



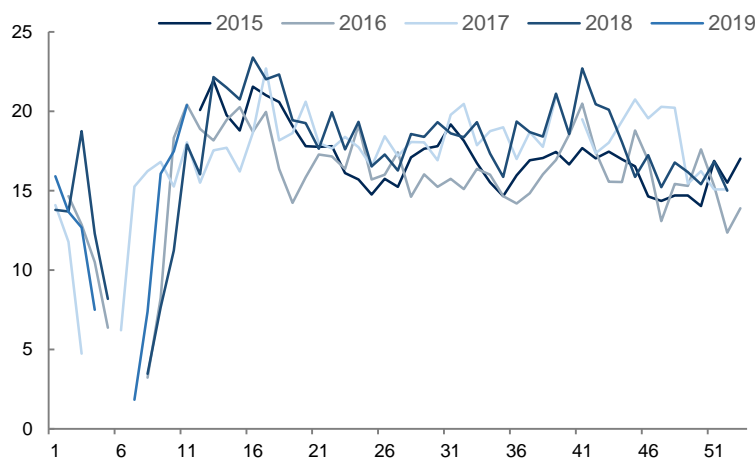
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

建材成交量持续上升

建材成交量延续上升态势，据 Mysteel，本周全国 237 家流通商建材成交量 (5

日均值)为 20.38 万吨,较上周上升 2.91 万吨。特别是 3 月 12 日,单日成交达 26.75 万吨,

图 16: 全国 237 家流通商建材周均成交量(万吨)

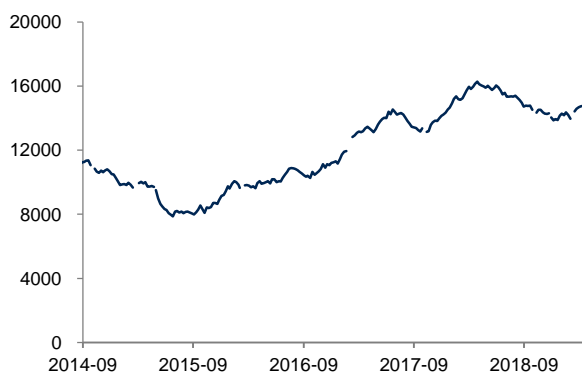


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

铁矿石港口库存上升, 钢材社会库存下降

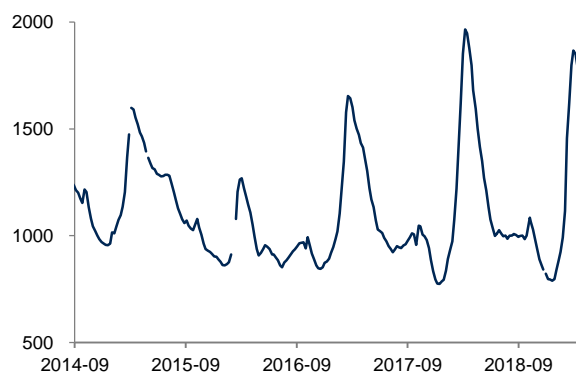
截至 3 月 15 日, 港口铁矿石库存为 14770.0 万吨, 较上周上升 24.4 万吨, 较上月上升 355.8 万吨。钢材社会库存为 1780.4 万吨, 较上周下降 69.9 万吨。

图 17: 港口铁矿石库存(万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

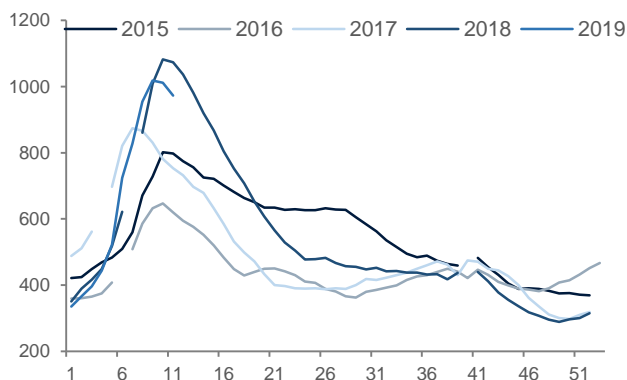
图 18: 钢材社会库存(万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

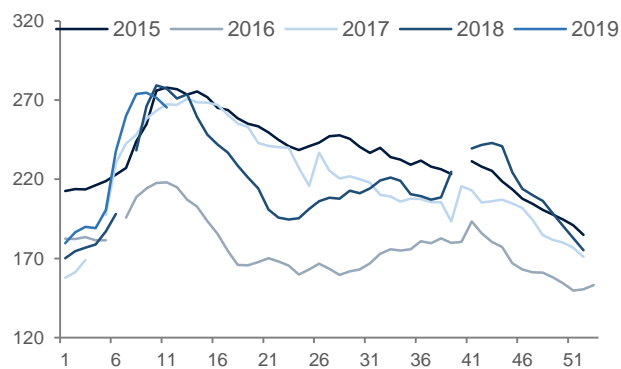
Mysteel 统计 3 月 15 日, 35 个主要城市, 螺纹钢社会库存 973.14 万吨, 较上周下降 38.07 万吨; 厂内库存 275.40 万吨, 较上周下降 40.03 万吨。26 个主要城市, 热卷社会库存为 265.35 万吨, 较上周下降 6.07 万吨; 厂内库存 99.74 万吨, 较上周上升 4.41 万吨。

图 19: 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 20: 热轧卷社会库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

钢铁板块上涨

截至 3 月 15 日, 中信钢铁板块指数收于 1564.66 点, 5 日上涨 1.60%; 同期上证综指收于 3021.75 点, 5 日上涨 1.75%。本周钢铁行业上市公司涨跌幅较大的是金洲管道 (11.26)、本钢板材 (8.18), 跌幅最大的是包钢股份 (-2.09)。

图 21: 最近一年内钢铁板块指数变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 本周钢铁板块主要股票涨跌情况 (按周涨幅由高到低排名)

证券代码	证券简称	周收盘价,元	周开盘价,元	周涨跌幅,%	月开盘价,元	月涨跌幅,%
002443.SZ	金洲管道	7.5100	6.9100	11.2593	6.3000	21.7180
000761.SZ	本钢板材	4.1000	3.8100	8.1794	3.7900	7.8947
002756.SZ	永兴特钢	16.3800	15.4000	7.0588	15.6600	4.6645
002318.SZ	久立特材	7.9600	7.4600	6.8456	7.6900	4.5992
600117.SH	西宁特钢	4.0600	3.8300	6.8421	3.9100	3.5714
600507.SH	方大特钢	14.5000	13.8600	6.0717	14.3500	1.5406
600608.SH	ST沪科	4.9400	4.6200	6.0086	4.6700	6.6955
600126.SH	杭钢股份	5.2100	4.8800	5.8943	5.0400	3.7849
002478.SZ	常宝股份	5.6000	5.3300	5.8601	5.6000	-0.1783
002110.SZ	三钢闽光	16.8800	15.9500	5.5000	16.4500	3.4948
600569.SH	安阳钢铁	3.7100	3.5100	5.0992	3.6100	3.0556
601003.SH	柳钢股份	7.9400	7.5600	4.3364	8.0700	-0.8739
600782.SH	新钢股份	6.1200	5.8600	4.0816	6.0500	1.6611
000898.SZ	鞍钢股份	5.8800	5.6300	4.0708	5.6800	3.7037
600282.SH	南钢股份	4.1400	4.0000	3.5000	4.0200	3.2419
000709.SZ	河钢股份	3.4500	3.3300	3.2934	3.4100	1.7699
000708.SZ	大冶特钢	11.4200	11.1400	3.2550	11.2300	1.6919
000717.SZ	韶钢松山	5.8300	5.6300	3.1858	5.8700	-0.1712
600581.SH	八一钢铁	4.5600	4.4200	2.9345	4.4700	2.2422
000778.SZ	新兴铸管	4.9900	4.8500	2.6749	4.9300	1.4228
600231.SH	凌钢股份	3.3700	3.2900	2.4316	3.3200	2.1212
000959.SZ	首钢股份	4.3300	4.2100	1.8824	4.3100	0.9324
600808.SH	马钢股份	3.9700	3.8800	1.7949	3.9500	1.0178
600307.SH	酒钢宏兴	2.3900	2.3800	1.7021	2.3500	2.1368
200761.SZ	本钢板 B	2.3900	2.3300	1.7021	2.3500	1.7021
000932.SZ	华菱钢铁	7.5500	7.3900	1.4785	7.8000	-2.3286
000825.SZ	太钢不锈	5.1600	5.0900	1.3752	5.1500	0.5848
601005.SH	重庆钢铁	2.2600	2.2200	1.3453	2.2000	2.7273
603878.SH	武进不锈	13.7300	13.5500	1.3284	13.5500	1.4032
600022.SH	山东钢铁	1.9500	1.9600	-0.5102	1.8900	2.6316
600399.SH	*ST抚钢	3.6800	3.6800	-0.8086	3.6200	1.6575
600019.SH	宝钢股份	7.3200	7.3600	-0.8130	7.5600	-2.4000
002075.SZ	沙钢股份	10.4000	10.3800	-2.0716	9.7500	8.1081
600010.SH	包钢股份	1.8700	1.9000	-2.0942	1.7700	5.6497

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

下周行业观点

1-2月地产新开工增速下滑, 基建投资继续回升

2019年1-2月, 全国房地产开发投资12090亿元, 同比增长11.6%, 增速比去年全年提高2.1个百分点。1-2月, 房屋新开工面积18814万平方米, 同比增长6.0%, 增速大幅下滑。1-2月, 商品房销售面积14102万平方米, 同比下降3.6%。可以看到, 同前期市场预判方向一致, 商品房销售增速的下滑逐步拖累新开工面积的增长, 地产投资发力点由开工向项目施工转移, 远期房地产钢材消费承压。1-2月, 基础设施投资同比增长4.3%, 增速比去年全年提高0.5个百分点, 延续了自去年四季度以来企稳回升的运行态势。基建逆周期作用逐步发挥, 对钢材消费的支撑作用不断发挥。

需求强劲, 库存大幅下降

元宵节后，钢材需求稳步启动，消费表现异常亮眼。截至 3 月 14 日，库存大幅下降，五大钢材社会库存 1780.38 万吨，较上周下降 69.86 万吨，厂库 568.04 万吨，较上周下降 47.15 万吨。螺纹钢周表观消费量达 403.22 万吨，接近去年 4 月高点水平，需求具有一定的连贯性，短期对钢材需求持乐观态度。再加上环保因素对产量的阶段性抑制，钢材价格短期有支撑。

淡水河谷事故再发酵，铁矿价格上涨

3 月 15 日，淡水河谷公司官网表示收到收到法院关于暂停 Timbopeba 矿区一切作业活动及对应 Douror 尾矿坝使用的命令。Timbopeba 矿区位于 Minas Gerais 州，该矿区每年生产 1280 万吨铁矿石。

图 22: 淡水河谷矿山情况

生产系统	地区/州	综合矿区 (项目)	矿山		
Southeastern System (东南部系统)	Minas Gerais	Itabira complex	Cauê Mine		
			Minas Do Meio Mine		
			Conceição Mine		
			Brutucu Mine		
			Água Limpa Mine		
			Gongo Soco Mine		
	Minas Gerais	Minas Centrais complex	Apolo Mine		
			Timbopeba Mine		
			Fazenda Mine		
			Alegria Mine		
			Fabrica Nova Mine		
			Jangadá Mine		
Southern System (南部系统)	Minas Gerais	Paraopeba	Mina Feijão Mine		
			Mar Azul Mine		
			Capao Xavier Mine		
			Alto bandeira Mine		
			Abóberas Mine		
			Capitão do Mato Mine		
	Minas Gerais	Vargem Grande	Tamandua Mine		
			Vargem Grande mine		
			Pico/Sapeçado/Galinheiro Mines		
			Minas Gerais	Minas Itabirito	Segredo Mines
					João Pereira Mines

资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

回顾事故发生后已关停情况，1 月 29 日，淡水河谷宣布关闭 10 座上游尾矿坝，整个关停过程可能持续 1-3 年时间，或将影响铁矿石年产量 4000 万吨。2 月 4 日，巴西法院要求淡水河谷 Brucutu 矿区暂停生产，该矿区年产能约 3000 万吨。

事故持续发酵，对铁矿石供给造成较大影响，铁矿石库存有望大幅消化，行业供需平衡边际发生变化，且影响不断加强。目前，巴西地区铁矿石发货量尚未出现明显下行趋势，随着后续发货量下降预期加强，铁矿石价格大幅上涨。建议关注自备矿占比较高的标的。

高分红引市场关注，板块存估值修复机会

随着方大特钢、大冶特钢年报披露，公司高分红比例预案吸引了市场关注。由于目前行业政策对新建/扩建产能管控非常严格，钢厂即便有大量的资金也不可能违规新建产能，因此利润高、负债率低的企业分红比例有望较高。目前大盘走势趋势向上，行业基本面也有所改观。在高分红预期下，板块有望迎来估值修复机会。建议关注低负债、低估值、潜在高股息率的上市公司，比如三钢闽光、柳钢股份等。

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