

钢铁行业景气度回落，基建加码关注钢材需求

——三月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

- 1) 宏观经济下行压力较大，钢铁行业景气度回落。
- 2) GDP 增速放缓，钢材需求减弱，钢材价格和行业利润下滑趋势显现，行业景气度下滑。
- 3) 行业政策主要围绕持续改善行业供需关系的供给侧改革，包括去产能、地条钢清理和环保限产等。
- 4) 行业目前处于成熟期，供需关系尚需持续改善。
- 5) 供改边际影响减弱，逐渐由控制总产能转向优化产业结构。
- 6) 中长期钢材需求或将随房地产等行业景气度下滑逐渐进入下行周期。
- 7) 行业面临的问题：优质矿源受制海外、产能扩张压力、产业结构不合理、无效低端产能有待出清、中高端特点技术产能不足、出口面临双反等问题。
- 8) 行业发展的建议：收购海外优质矿山、持续优化产业供需关系、因地制宜优化产业结构、加强创新能力发展高端钢材。
- 9) 钢铁行业估值处于历史较低位置，且低于市场平均水平，投资安全边际较高。
- 10) 产业结构优化和兼并重组将成为未来行业的重要发展方向和投资机会。

● 投资建议

伴随宏观经济下行压力加大，钢铁行业的需求疲软，盈利拐点显现，行业景气度回落。目前行业供需关系较好，景气度优于供改之前，但是估值水平与供改之前相当并且处于历史较低水平，投资的安全边际较好。未来经济预期的恢复、下游地产基建的需求回暖和行业供需关系的持续改善或将成为行业估值修复的催化剂。投资机会或将出现在兼并重组、产业链延伸和“互联网+人工智能”的智能制造等结构性机会。

● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
002110.SZ	三钢闽光	4.66	4.29	279
600019.SH	宝钢股份	3.73	7.45	1733
600507.SH	方大特钢	1.33	7.17	210

● 风险提示

原燃料成本上涨，钢材价格下跌，房地产和基建需求增速放缓。

钢铁行业

谨慎推荐 维持评级

分析师

华立

☎: 021-20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

行业数据

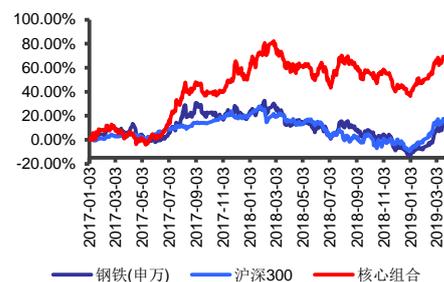
2019.03.01



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.03.01



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、宏观经济下行压力较大，钢铁行业景气度下滑	3
(一) 钢铁行业在国民经济中的地位、占比及行业概述	3
(二) GDP 增速放缓，钢材需求减弱，行业景气度下滑	4
(三) 行业政策围绕持续改善供需关系	5
(四) 行业利润拐点将至，行业景气度回落	6
1. 行业利润增速下滑，运行拐点逐渐显现.....	6
2. 杜邦分析：供改以来 ROE 逐渐提升，下行压力较大	6
3. 财务数据分析：行业毛利率供改之后首次大幅度下滑，景气度大幅度回落	7
二、钢铁行业处于成熟期，供需关系尚需持续改善	8
(一) 中长期钢材需求韧性仍存	8
(二) 行业成熟，产业结构优化、技术研发和管理升级或成突破口	10
1. 钢铁行业同质化强，且具备强周期大宗属性，受宏观经济影响相对较大	10
2. 公司根据自身特点形成产业特色.....	10
(三) 去产能边际影响减弱，总产能控制转向优化产能结构	10
(四) 未来方向：产业升级、兼并重组、融合新技术和国际合作	12
1. 继续产能控制、巩固环保成果.....	12
2. 改善产业“北重南轻”局面.....	12
3. 促进优质企业联合及重组，达成资源优化配置.....	12
4. 产业升级融合新技术、新模式和新业态.....	12
4. 国际产业形势：产能转向中印东南亚，传统钢铁强国优势仍存.....	12
三、行业面临的问题及建议	13
(一) 现存问题.....	13
1. 优质品位矿产资源被国外垄断.....	13
2. 下游需求下降加剧产能过剩矛盾.....	13
3. 低端产能过剩，中高端特钢技术、产能不足.....	13
4. “双反”政策对出口产生不利影响.....	14
(二) 建议及对策.....	14
1. 收购国外优质矿山，与国际巨头建立合作关系.....	14
2. 持续优化供需关系，巩固供给侧改革成果.....	14
3. 优化产业结构.....	14
4. 科技创新发展高端特钢及高端板材.....	14
四、钢铁行业在资本市场中的发展情况	14
(一) 钢铁行业市值占比下降：上市家数 33 家，A 股市值占比降低.....	14
(二) 2017 年至今板块表现弱于沪深 300，估值处于历史较低位置	15
(三) 板块表现同质化较大，行业估值介于美股和港股行业估值	16
五、投资建议及股票池	16

（一）投资建议.....	16
（二）股票池：	17
六、风险提示.....	17
七、附录.....	17

一、宏观经济下行压力较大，钢铁行业景气度下滑

(一) 钢铁行业在国民经济中的地位、占比及行业概述

钢铁行业主要是指生产销售钢铁产品的行业。钢铁是铁与 C (碳)、Si (硅)、Mn (锰)、P (磷)、S (硫) 以及少量的其他元素所组成的合金。其中除 Fe (铁) 外，C 的含量对钢铁的机械性能起着主要作用，故统称为铁碳合金。它是工程技术中最重要、也是最有最主要的，用量最大的金属材料。按照钢材的成材形态分为：长材和板材；五大品种钢材分为：螺纹钢、线材、热轧板卷、冷轧板卷和中厚板。钢铁需求同 GDP 增速、固定资产投资及房地产投资等宏观指标联系紧密。近几年，随着以上宏观指标的下行，市场对钢铁行业的需求也呈下降态势，钢铁行业虽存在韧性，但其市场压力仍不断显现。

此外，钢铁行业在供给侧改革之后，产能去化明显，占比逐步降低；钢铁行业盈利情况自 2004 年至今波动剧烈，毛利率与净利率经明显下滑后于 2015 年明显回升。为应对利润剧烈波动的局面，部分钢铁企业采取降本增效的措施努力经营，如宝钢股份、方大特钢等等，并取得较好效果。但是随着行业利润稳步回升，钢厂的生产积极性不断增加，产能利用率维持在合理偏高的水平，导致粗钢的产量不断攀高，产量增速也达到了 10% 左右，超过了钢材需求和宏观经济的增速。因此，短期内钢材价格承压，供需关系的持续改善成为行业内最大的问题之一。

图 1：钢铁行业在国民经济中的占比情况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

2015 年供给侧改革政策实施以来，去产能、地条钢清理和环保限停产等一系列政策对供给侧产能进行了优化和压缩。在宏观经济转型、增速稳中趋降的背景下，钢材需求基本与宏观经济增速吻合，因此供给端政策的落地和持续性对于钢铁行业的供需关系的持续改善具有重要的意义。经过数年的改革，供需关系有了明显的改善，钢材价格也稳步提升，平均钢材价格由供改之前的吨钢不到 3000 元上涨到最高 5000 元，钢材价格上涨了近一倍，同时成本端原燃料的价格相对稳定，钢厂的盈利环境明显改善；目前已经进入了深化供给侧改革的阶段，“十三五”计划去产能任务已经基本完成，供改进入了优化产业结构、提升技术产品的附加值和科技

创新融合新技术等新的阶段。

图 2：我国粗钢产量

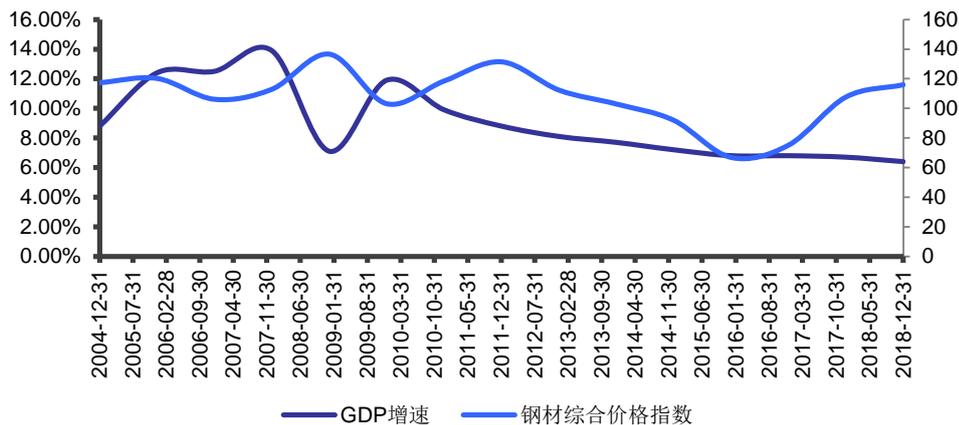


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）GDP 增速放缓，钢材需求减弱，行业景气度下滑

我国 GDP 增速明显放缓。国家统计局数据显示，2018 年我国经济总量首次突破 90 万亿元，全年 GDP 增速为 6.6%，与预期几乎一致，然而较 2017 年实际 GDP 增速回落 0.3%；且根据中国社会科学院经济研究所发布的蓝皮书，2019 年国内 GDP 增速预计将低于 6.5%。供给侧改革之前，钢材供给过剩，随着 GDP 增速的放缓，钢材需求走弱，钢材价格逐渐走低；经过供给侧改革之后，供需关系改善，钢材价格一路走高，在 2017-2018 年价格指数稳定在 120 左右。未来随着经济增速进一步走弱，钢材价格有见顶回落的可能，行业景气度随之下滑。

图 3：GDP 增速和钢材价格指数的演变



资料来源：国家统计局，中国钢铁工业协会，中国银河证券研究院

钢铁行业的下游行业主要是房地产、基建、机械、家电、汽车、船舶制造等。房地产行业的持续低迷拖累了行业需求的规模和增速，房地产销售面积和土地购置面积等先行指标长期维持在低速增长的水平，按照 6-9 个月的滞后来看，未来新开工地产用钢的需求并不乐观。

图 4：商品房销售面积增速及同比变化



图 5：房地产购置土地面积增速及变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

基建投资增速虽然从 2018 年 9 月份触底回升，但是一直维持在 4% 左右的中速发展规模。未来伴随国家对房地产行业进行行政政策约束和建立长效管理机制，高速发展的可能性并不大；同时在逆周期基建补短板的中央经济工作指引下，基建待加码拉动钢材需求值得行业关注。

图 6：基建类固定资产投资增速及同比变化

基建类固定资产投资增速及同比变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（三）行业政策围绕持续改善供需关系

产能过剩、高能耗、高污染是钢铁行业的主要问题，因此行业政策主要是围绕解决这些产业问题和优化产业结构提出的，包括供给侧改革去产能、环保限产和地条钢清理等。自 2007 年，月度粗钢产量几乎稳步上升。2018 年月度粗钢产量最高可达 8084 万吨。钢铁行业属于重资产行业，吨钢折旧大，无法轻易减产，故去产能将缓慢推进。相关政策如供给侧改革及钢厂迁移等，通过消耗剩余产能、出清落后产能（地条钢）使我国钢铁在册钢铁企业数从 11034 家（2013）降至 5138 家（2018），同时 2016-2018 年三年钢铁产能淘汰约 1.45 亿吨（基本接近 2016 年初提出的钢铁产能淘汰目标），取得了较好进展。与去产能相配合的还有环保相关政策，如采暖季限产，加强对钢铁企业环保投入及措施实行的监督力度等，这对于可持续发展有重大意义。

（四）行业利润拐点将至，行业景气度回落

1. 行业利润增速下滑，运行拐点逐渐显现

供给侧改革以来，行业的供需关系得到了明显改善，钢厂逐渐从扭亏为盈进入到盈利高速增长的车道。高速增长的利润加大了钢厂生产的积极性，但同时宏观经济进入下行通道叠加出口受限也影响了需求端的表现，导致行业供需关系逐渐从紧平衡步入供给偏宽松的格局。2017年行业净利润增速达到了400%-500%，属于供改以来的最高水平；而进入2018年行业利润增速伴随钢价回落逐渐收窄，根据中钢协公布，2018年行业利润增速仅为39%。

图 7：钢铁行业利润及变化



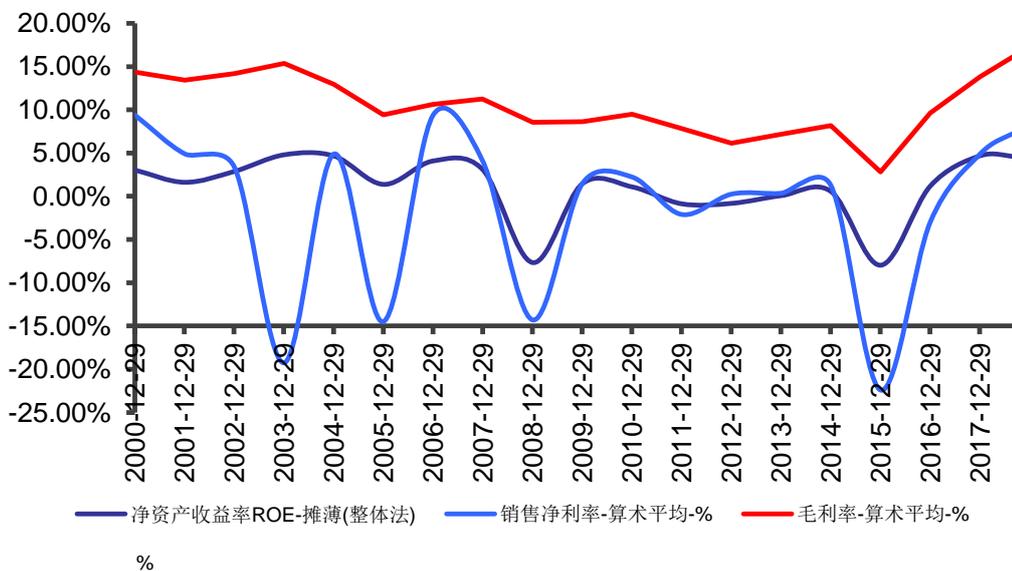
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2018年的钢材平均价格仍然是高于2017年的水平，而反观2019年，钢材价格已经低于2018年的平均价格，吨钢价格不足4000元/吨，吨钢毛利仅300-500元左右。同时，伴随淡水河谷的矿难和火灾事件，巴西政府对南方矿区持续施压，导致高品位铁矿石的价格持续走高，2019年的普氏62%品位矿价格已经上涨了20%左右，目前在87美元/吨左右；焦炭行业由于进入深化供给侧改革，2019年每吨焦炭的价格已经提涨了100元；2019年超低排放也摆上了发改委、工信部和行业协会的重要改革日程，环保趋严的形势势必加大环保的投入和吨钢生产成本，行业利润下行压力较大。

2. 杜邦分析：供改以来ROE逐渐提升，下行压力较大

钢铁行业的平均ROE较高15.99%，通过杜邦分析发现，ROE较高来源于高净利润率7.38%、高资产周转率0.81和合理的权益倍数2.87。详细的行业杜邦分析见附表。从杜邦指标的历史演变来看，供给侧改革之后，行业受益于供需关系的改善，股东权益回报和盈利能力持续上升，而随着2018年四季度钢材价格大幅度跳水，业绩拐点临近，行业景气度回落。

图 8：钢铁行业的杜邦分析指标的历史演变

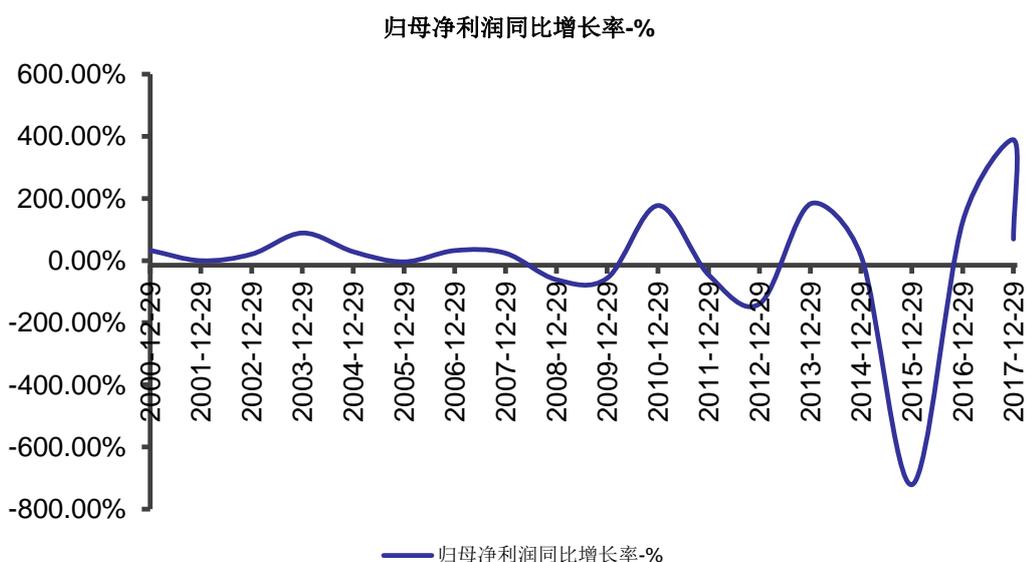


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

3. 财务数据分析：行业毛利率供改之后首次大幅度下滑，景气度大幅度回落

通过财务分析，行业毛利率 16.29%，相比历史处于高位，但是从长期来看行业的盈利能力较弱；期间费用率 6.71%，经营获取现金利润的质量较高，现金流/净利润比例为 186.48%；负债率合理适中，资产负债率 55.36%；营收成长和净利润同比增长率分别为 22.95%和 56.45%，目前行业成长性空间不大。详细的财务数据分析见附表。行业的景气度回落从净利润增速的大幅度收窄可以得到印证，2017 年底的增幅为 388.91%，而 2018 年第三季度的同比增长率仅为 69.30%，利润率增速是自供给侧改革之后首次大幅度下滑，行业景气度大幅度回落。

图 9：钢铁行业的财务分析指标的历史演变



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

二、钢铁行业处于成熟期，供需关系尚需持续改善

(一) 中长期钢材需求韧性仍存

(1) 投资：固定资产投资增速低位运行

① 房地产：投资增速及钢材消耗均将下降

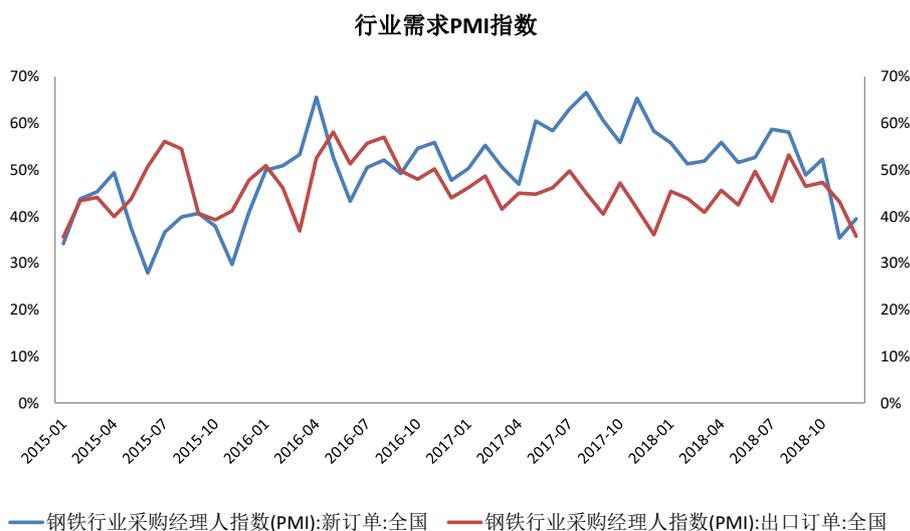
房地产是钢材最主要的下游需求方向，大约占到了钢材需求的一半左右。根据国家统计局公布的数据显示，2018年1-12月由于开发商资金周转的压力，房地产开发投资完成额和房屋新开工面积增速环比变化不大，分别为9.5%和17.20%，但是前置指标商品房销售面积和新购置土地面积增速为1.3%和14.20%，分别环比下降了0.1个百分点，同比更是下降了6.4和1.6个百分点。伴随房地产市场调控的长效机制建立，稳中有降的趋势逐渐显现。

② 基建：投资增加有限，难补地产钢材需求

基建是钢材另外一个比较重要的下游需求方向，大约占到了钢材总需求量的25%左右。相比房地产，基建补短板的政策落地或可以成为稳定下游需求的重要力量。根据两会的政府工作报告，将会加大对基建的投资，加强新型基础设施建设，同时伴随大力推进人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施的建设，加快5G商用步伐和牌照的发放，未来的基建需求具有一定的潜力。2018年1-12月基础设施建设投资累计同比提高3.80%，增速环比提高了0.1个百分点，自9月份以来已经实现了稳中向好的趋势；但是基建增速的稳中向好难以弥补地产疲弱的需求缺口，未来的基建发力的时间和程度很大程度上决定了钢价的走势。

行业需求PMI指数同样处于荣枯分水线以下，但是目前的供需格局优于供改之前，后供改时代的需求PMI指数在40%-70%区间运行，目前已经接近区间底部，未来在需求韧性较大的情况下，需求的持续改善值得期待。

图 10：行业需求 PMI 指数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

③制造业：利润增速回落，投资回升空间有限

中国 2018 年 12 月规模以上工业企业利润同比增长-1.9%，前值-1.8%。2018 年全年，全国规模以上工业企业实现利润总额 66351.4 亿元，比上年增长 10.3%，其中制造业实现利润总额 56964.5 亿元，增长 8.7%，利润增速不断收窄，同比降低了 9.5 个百分点。随着宏观经济下行压力显现，制造业的固定资产投资增速回升空间有限，对于钢材的需求较弱，伴随基建发力，工程机械的增速或可值得期待。

(2) 制造业：贸易摩擦影响渐显，钢材需求仍显疲态

贸易摩擦从 2018 年 4 月份以来对制造业的影响逐渐显现，美国作为中国重要的贸易伙伴和进口国，中国 2 月财新制造业 PMI 为 49.9，仍然低于荣枯分水线，预期 48.5，前值 48.3。

(3) 出口：2019 年钢价中枢或下移，出口或将增加

伴随贸易摩擦和双反等不利影响，中国的钢材出口量自 2017 年开始不断下降，2018 年 1 月同比下降了 36.60%；由于 2018 年钢材供给旺盛且价格有一定下行的压力，导致钢材出口增加，2018 年钢材出口数量的降幅不断收窄，到 2018 年 12 月累计同比仅降低 8.10%；根据海关总署的最新数据，2019 年 1 月中国钢材的出口数量同比增长了 33.30%，未来钢材的出口或将进一步增加以缓解国内趋紧的供需格局。

(4) 库存：社会库存可能高于去年

据中钢协的最新数据显示，截至 2019 年 2 月中旬末，重点钢铁企业钢材库存量 1470.2 万吨，环比增加 50.17 万吨，环比增加 3.53%，继 2 月上旬大增 30.81%后继续小幅攀升，达到 2016 年新高。低需求下库存的快速累积可能导致库存的进一步升高，对钢价形成了一定的抑制，预计短期钢价弱势震荡。

图 11：钢材库存变化情况



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

(二) 行业成熟，产业结构优化、技术研发和管理升级或成突破口

1. 钢铁行业同质化强，且具备强周期大宗属性，受宏观经济影响相对较大

钢铁行业同质化较强，从申万一级行业分类来看，钢铁行业主要包括普钢和特钢。但是从产品细分来看，可以分为长材、板材或者细分为五大品种钢材：螺纹钢、线材、热轧卷板、冷轧卷板和中厚板等，特钢则种类繁多：如不锈钢、汽车板簧钢、工具钢、轴承钢、合金钢和其他特殊用途钢等。钢材作为大宗商品，同质化较强，属于工业化标准产品，供需容易受到宏观经济基本面的影响，存在套期保值的衍生品工具对冲现货价格的风险。

2. 公司根据自身特点形成产业特色

虽然行业的产品同质化强，但是上市公司会根据自身发展的特点和技术优势，制定具有特色的管理模式和产品。如三钢闽光（002110.SZ）地处东南沿海、大湾区辐射带，闽浙粤等地的经济发展较快，对于基础设施的投资增速居于全国前列，建筑钢材的需求旺盛带动公司发展以螺纹钢、光面圆钢和线材等建筑钢材为主营业务；同时由于“长强板弱”的市场格局，长材的高利润支撑公司不断进行资产收购和技术发展。行业的兼并重组、产业结构优化是大势所趋，人工智能、大数据、工业互联网等新技术、新业态也有待于传统钢铁制造业进行深度融合。

(三) 去产能边际影响减弱，总产能控制转向优化产能结构

(1) 供改：国家层面产能淘汰结束，河北省钢铁总量限为 2 亿吨

十三五规划制定的去产能 1-1.5 亿吨的去产能计划已经在 2018 年基本完成，未来改革的方向由总量控制转向产业结构优化、提升产品附加值上。河北和江苏等产钢大省由于去产能的执行到位和环保限产的力度大，产能得到了很好的控制，行业供需格局得到了持续的优化。

图 12：十三五规划去产能的完成情况



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

(2) 环保：政策拐点出现，采暖季限产未及预期

2017年环保限产是环保政策趋严以来最为严格的，而2018年由于宏观经济复杂的形势和下行压力不断加大，采暖季限产实际执行的力度比较宽松，高炉开工率和钢材日均产量等指标在采暖季居高不下，对限产实际影响的时间不仅较2017年晚了半个月左右，限产幅度也有所降低；2月上旬全国重点钢铁企业粗钢日均产量192.19万吨，环比增长5.76%，与去年年底的产量低位172.06万吨相比，日均产量增长了11.70%。

图 13：国内高炉开工率

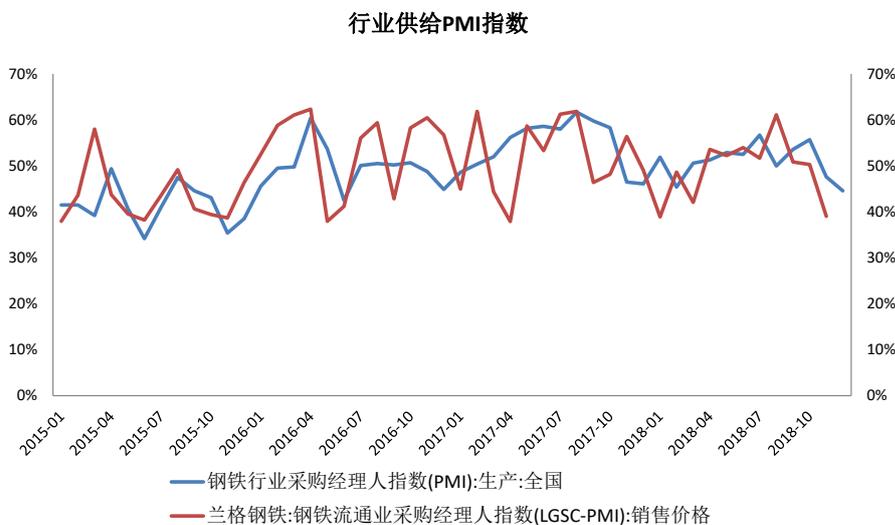


资料来源：工信部，中国银河证券研究院

(3) 产能：技术升级提高设备潜能，高炉大修产能提升或达 15%

从行业供给的角度看，PMI 生产指数的持续走低，低于荣枯分界线，未来产业发展快速发展的可能性较小。

图 14：行业供给 PMI 指数



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

经过产能置换和设备升级改造,实际产能可能有所上升;但是如果没有拿到工信部经信委批复的产能指标,产能置换和升级一般会做等产或者减产设计。设备升级改造更多的是为了提升设备利用率,从而达到降低成本和提升生产效率的目的。

(四) 未来方向:产业升级、兼并重组、融合新技术和国际合作

1. 继续产能控制、巩固环保成果

据工信部和中钢协对行业 2019 年的工作部署,行业未来会继续加紧产能控制,严防以产能置换等方式变相增加实际产能,违规新建产能等,对于地条钢,将会加大监管力度严防死灰复燃。持续改善行业供需格局,巩固环保政策的成果。

2. 改善产业“北重南轻”局面

据工信部和中钢协对行业 2019 年的工作部署,行业未来会继续加紧产能控制,严防以产能置换等方式变相增加实际产能,违规新建产能等,对于地条钢,将会加大监管力度严防死灰复燃。持续改善行业供需格局,巩固环保政策的成果。

3. 促进优质企业联合及重组,达成资源优化配置

通过并购重组,一方面出清僵尸企业,提高资源、设备的利用率,另一方面整合优化资源,降低低端产能,提高行业集中度和议价能力,从而实现优化产能和企业利润的目的。目前前 10 大钢铁企业的产能仅占 30%左右,根据工信部 2020 年-2025 年实现集中度在 65%的目标,企业并购重组或将是顺势所趋。

4. 产业升级融合新技术、新模式和新业态

通过和人工智能、大数据、云计算、5G 和工业互联网等新技术进行融合形成智能制造、智能物流等新技术和新业态,不断强化降本、提质、增效,大力促进传统钢铁产业升级,增强行业盈利能力。

4. 国际产业形势:产能转向中印东南亚,传统钢铁强国优势仍存

欧美日韩等先进钢铁工业国家已经在 20-50 年前走过了钢铁工业大发展时期,传统钢铁工业在国民经济中的地位逐渐降低,产能规模逐渐萎缩,同时人均钢产量也逐渐降低到合理水平。钢铁强国占有行业优势的方面主要是精密设备的制造、先进工艺技术和高端特种钢的生产。

目前新晋的钢铁工业大国主要是印度、中国和东南亚等发展中国家。世界钢铁协会(WSA)发布的《世界钢铁统计数据 2017》根据 2016 年粗钢产量情况对全球钢铁企业进行排名,并发布了全球前 50 大钢铁企业名单,2016 年粗钢产量排名前 10 的企业分别是安赛乐米塔尔集团、宝武集团、河钢集团、新日铁住金、浦项集团、沙钢集团、鞍钢集团、日本钢铁工程控股公司、首钢集团和塔塔钢铁集团。其中安赛乐米塔尔集团粗钢产量接近 1 亿吨;有 5 家中国企业进入前 10,分别是宝武集团、河钢集团、沙钢集团、鞍钢集团、首钢集团;日本有 2 家企业进入前 10,分别是新日铁住金和日本钢铁工程控股。

通过和人工智能、大数据、云计算、5G 和工业互联网等新技术进行融合形成智能制造、智能物流等新技术和新业态，不断强化降本、提质、增效，大力促进传统钢铁产业升级，增强行业盈利能力。

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 优质品位矿产资源被国外垄断

中国的生铁、粗钢、钢材产量超过了全球半数，但是优质高品位的铁矿石，尤其是高品位的球团矿资源却集中在巴西、澳洲等国，国内钢厂议价能力反而较低。优质铁矿石不仅采选成本低、价格高，而且生产效率高、钢材品质好、污染能耗较小，在钢铁行业产业链中具有非常重要的地位。国际铁矿石巨头如淡水河谷、必和必拓、力拓和 FMG 等公司以其矿产资源丰富和开采成本较低垄断了国际铁矿石市场，中国 80% 以上的铁矿石均来自于进口，因此稳定、廉价的矿石资源就成为了行业良性发展最为重要的问题。

2. 下游需求下降加剧产能过剩矛盾

供给侧改革之后，钢铁行业的供需关系得到较大改善，钢厂利润处于历史较高水平，据中钢协统计，2018 年钢铁行业利润同比增长 39%，吨钢利润在 300-1500 元左右，因此钢厂的生产积极性较大，2018 年生铁、粗钢和钢材的产量同比增长了 5%-11%。平均产能利用率能保持在 80% 左右的高位，重点钢企的日均钢产量在 180-200 万吨左右；而与供给旺盛相矛盾的是需求面的疲软：下游房地产行业长期的固定资产投资增速在 5% 以下，房地产土地购置面积增速也不容乐观，国家对于房地产市场的监管采用短期行政监管和长效机制建立并重的方式，未来房地产需求比较平稳；基建投资完成额累计同比增长率收窄，2018 年同比下降了 15 个百分点左右，截至 2018 年年底，累计增速触底回升到 4.3% 左右，需求增速赶不上钢材供给的增速。同时供给侧改革来到了后去产能时代，从行业去产能过渡到优化产业结构，供需关系的改善形势比较严峻。对于传统工业重镇、钢厂成为纳税大户和经济支柱的地区，由政府部门牵头和银行系统支持的投资冲动较强，重资产、投资回报稳定是该行业比较突出的特点，供给侧改革红利释放之后，行业供需格局持续改善，钢材价格强势，导致钢铁行业的利润较高，也进一步加大了地方投资的冲动。

3. 低端产能过剩，中高端特钢技术、产能不足

由于历史原因，钢铁行业产业布局比较集中，主要集中在原北方工业重镇，尤其是交通比较便利、铁矿石资源丰富的内陆地区。能源资源消耗大、环境污染严重是行业现存的较大问题。环保、监管体系的不完善导致“上有政策，下有对策”，地条钢的死灰复燃和环保的阴奉阳违始终是行业存在的比较大的问题。一方面，需要建立持续督导的长效机制；另一方面需要继续完善相关的监管体系，从根本上改善行业的生态环境。目前钢铁行业大约 9 成产能集中在普钢长板材上，而特钢中大部分是高碳、低合金和不锈钢、工具钢、轴承钢等中低端特钢，产品的技术附加值不大，仍属于能源、资源消耗严重的传统产业，亟待通过产业升级来提高产品的市场竞争力和附加值。

4. “双反”政策对出口产生不利影响

由于行业供给侧改革主要集中于普钢，而对于特钢来说，行业处于严重产能过剩，因此以不锈钢、工具钢等为代表的特钢出口成为行业短期需要面临的现实，而由于供给过剩、竞争加剧，行业自然面临降低出口价格、大打价格战，违反了相关进口国家如欧盟、东南亚等国家产业的相关利益，对于钢材出口商实行“反倾销、反补贴”的双反政策。如欧盟将汽车用钢板在内的十几个钢材品种列为反倾销对象，提高进口关税，并延长执行期限到 2020 年以后。

(二) 建议及对策

1. 收购国外优质矿山，与国际巨头建立合作关系

国内以宝武集团、河钢集团和鞍钢集团等为代表的超大型钢铁生产企业不断地寻找与国际铁矿石巨头合作的机会，与必和必拓、力拓等公司签订了战略合作协议，锁定了优质铁矿石的来源与成本，为今后稳定经营和发展壮大奠定了良好的基础。

2. 持续优化供需关系，巩固供给侧改革成果

合理利用现有政策制度，共同维护行业规则和秩序，去低端产能，通过降本、提质、增效来打造城市钢厂和绿色钢厂，不断优化产能结构，提高产品的附加值。行业监管常态化，通过完善监管体系和建立长效监管机制，持续改善行业供需格局，巩固行业利润的较高水平。

3. 优化产业结构

优化产业布局，一方面是空间的优化，从内地向港口转移、从北方向南方转移；另一方面是产能结构的优化，降低低端产能的比例，不断提高高端产能的占比，通过技术创新和工艺改进实现降本、提质、增效，提高技术和产品的附加值；再者是通过兼并重组实现僵尸企业和无效产能的出清，提高产能利用率，通过规模效应实现集约化生产，提高行业的劳动生产率。根据不同地区的特点和优势，进行互补性资源整合，寻找新的行业内生动能和增长点。建立一批沿海的绿色、高端钢铁生产基地，对分散的产能进行集中管理，提高整体统筹的能力，降低生产运行的成本。因城施策、因地施策，根据不同地区的资源禀赋、经济发展特点和环保形势等特点，设计具体的规划和路线图，对于相关的行业政策设计可实施、可监测的指标，有利于企业根据自身情况，制定具体的对标方案，实施高效的整改措施。

4. 科技创新发展高端特钢及高端板材

通过技术、人才引进新技术、新工艺、新模式和新业态，通过科研投入和股权激励等方式提高生产效率和技术含量，将人工智能、大数据、云计算等新技术与钢铁行业进行深度融合，发展新材料、新装备、新技术、新工艺。培育行业的新动能，发掘利润的新增长点。

四、钢铁行业在资本市场中的发展情况

(一) 钢铁行业市值占比下降：上市家数 33 家，A 股市值占比降低

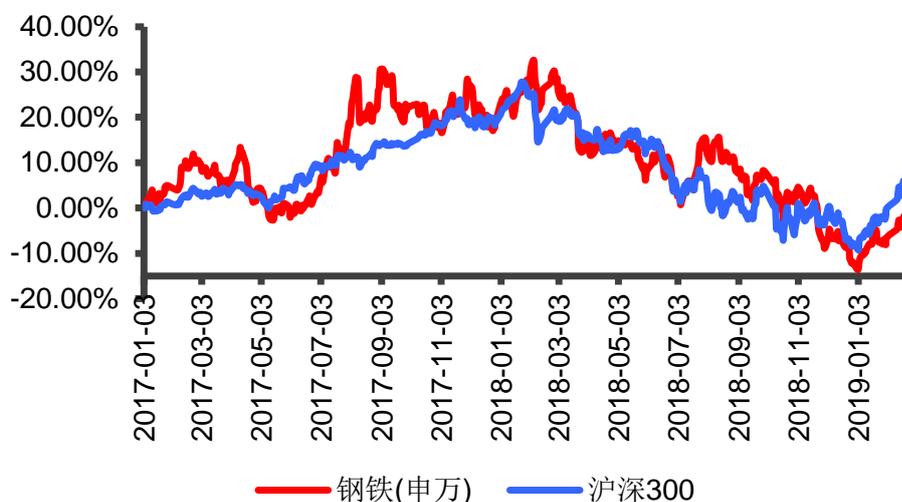
截至 2019 年 03 月，钢铁行业上市公司家数为 33 家，占全部 A 股上市公司 3590 家的 0.92%；总市值为 7730 亿元，占全部 A 股上市公司 59.8 万亿元的 1.23%。随着国家有关部门和行业协

会对于提升行业集中度的要求，2025年前后CR10力争达到60%以上；钢铁集团公司对上市公司进行优质钢铁资产注入，同时部分具有一定实力的公司通过产能指标竞购和兼并收购等方式进行外延生长。

2018年1-12月，中钢协会会员企业实现工业总产值3.46万亿元，同比增长14.67%；实现销售收入4.11万亿元，同比增长13.04%；盈利2862.72亿元，同比大幅增长41.12%。上市钢铁企业最新一期营业收入1.26万亿元，盈利1134.38亿元，分别占行业总营收和总盈利的30.66%和39.63%。

(二) 2017年至今板块表现弱于沪深300，估值处于历史较低位置

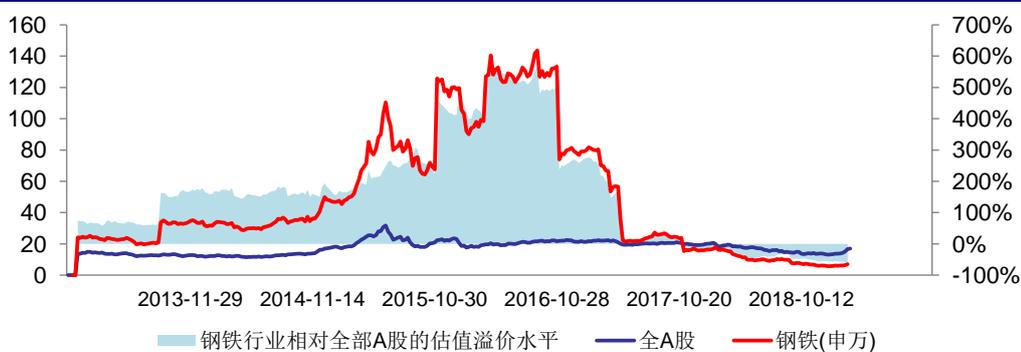
图 15: 钢铁行业市场表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

截至2019年3月，钢铁行业一年滚动市盈率为7.03倍（TTM整体法，剔除负值），全部A股为16.73倍，分别较2013年以来的历史均值低4.63%和低85.67%。行业估值溢价率方面，目前钢铁行业的估值溢价率较历史平均水平低135.46个百分点。当前值为-57.98%，历史均值为163.52%。

图 16: 钢铁行业估值及溢价分析

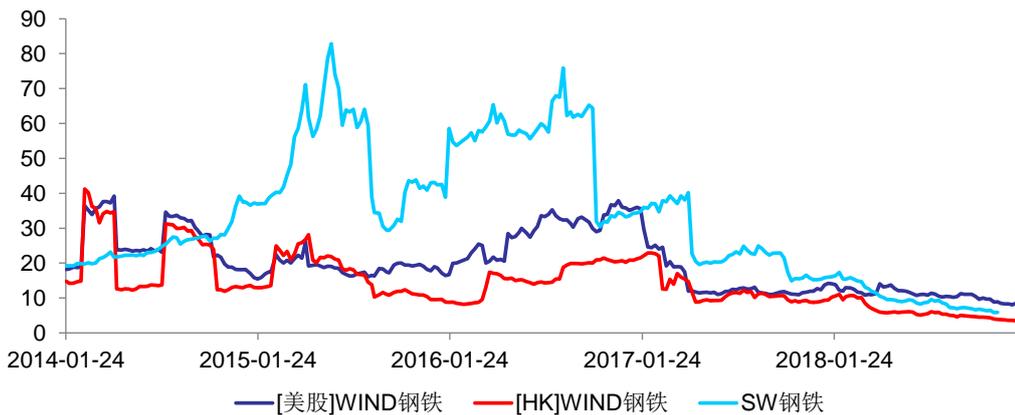


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（三）板块表现同质化较大，行业估值介于美股和港股行业估值

国内钢铁行业市盈率介于美国与香港钢铁行业的市盈率。以 2019 年 03 月份的收盘价计算，国内钢铁行业的动态市盈率为 7.03 倍。同期美股钢铁行业的市盈率为 8.92 倍，港股钢铁行业的市盈率为 3.90 倍。

图 17：国内外钢铁行业估值分析



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议及股票池

（一）投资建议

伴随宏观经济下行压力加大，钢铁行业的需求疲软，盈利拐点显现，行业景气度回落。目前行业供需关系较好，景气度优于供改之前，但是估值水平与供改之前相当并且处于历史较低水平，投资的安全边际较好。未来经济预期的恢复、下游地产基建的需求回暖和行业供需关系的持续改善或将成为行业估值修复的催化剂。投资机会或将出现在兼并重组、产业链延伸和“互联网+人工智能”的智能制造等结构性机会。作为周期性行业，投资风险点主要体现在逆周期调节政策不力和行业供需关系恶化等宏观风险。

2019 年社融数据的改善、增值税降低、中美贸易摩擦负面情绪的缓释和投资情绪的恢复助推了市场和行业的表现。伴随房地产市场调控的长效机制建立，稳中有降的趋势逐渐显现。相比之下，基建补短板的政策落地或可以成为稳定下游需求的重要力量。根据两会的政府工作报告，将会加大对基建的投资，加强新型基础设施建设，同时伴随大力推进人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施的建设，加快 5G 商用步伐和牌照的发放，2018 年 1-12 月基础设施建设投资累计同比提高 3.80%，增速环比提高了 0.1 个百分点，自 9 月份以来已经实现了稳中向好的趋势。“基建补短板”和“稳需求”等已经成为 2019 年中央经济工作定调的方向，在政府工作报告中也得到了印证和进一步将强，基建投资或进一步加码。

短期来看，根据兰格钢铁对下游建筑企业的走访来看，建设开工要到三月上旬，需求回暖还需要时间，成本方面也不容乐观，淡水河谷的矿难+火灾推高铁矿石价格 87.35 美元，焦炭提涨 100 元/每吨，钢厂吨钢成本增加 200 元左右，进一步侵蚀钢厂利润，对于行业投资保持谨慎的态度。据中钢协的最新数据显示，截至 2019 年 2 月中旬末，重点钢铁企业钢材库存

量 1470.2 万吨，环比增加 50.17 万吨，环比增加 3.53%，继 2 月上旬大增 30.81% 后继续小幅攀升，达到 2016 年新高。低需求下库存的快速累积，对钢价形成了一定的抑制，预计短期钢价弱势震荡。

(二) 股票池：

在供给放松和需求疲弱的大背景下，钢价弱势震荡，行业 Q4 利润下行，2019 年的行业利润拐点下行较大，我们维持谨慎推荐的投资策略，建议关注并购重组和基建补短板的结构性机会。作为区域性龙头和环保限产影响小的南方钢厂三钢闽光 (002110.SZ) 值得关注，收购罗源闽光的进程或可增厚公司业绩；行业龙头、内生成长性强的宝钢股份 (600019.SH) 和具有特钢特色且布局全面的方大特钢 (600507.SH) 也可以适当关注。

表 1：股票池

证券代码	证券简称	推荐理由
002110.SZ	三钢闽光	区域性行业龙头，环保压力小，产能扩张积极
600019.SH	宝钢股份	行业龙头，技术、环保优势明显
600507.SH	方大特钢	经营稳健、现金流充足

资料来源：wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

- 1、上游原燃料成本价格上涨
- 2、钢材价格下跌
- 3、下游钢材需求大幅降低

七、附录

表 2：行业的杜邦分析

		ROE	归母净利润/净利润	净利润/利润总额	利润总额/息税前利润
000708.SZ	大冶特钢	9.17%	100.00%	84.15%	105.99%
000709.SZ	河钢股份	6.61%	85.57%	80.64%	59.29%
000717.SZ	韶钢松山	63.72%	100.00%	99.10%	93.99%
000761.SZ	本钢板材	4.96%	99.95%	98.00%	32.77%
000778.SZ	新兴铸管	9.06%	96.61%	76.38%	86.06%
000825.SZ	太钢不锈	14.38%	101.20%	87.62%	84.62%
000898.SZ	鞍钢股份	13.60%	100.03%	79.42%	89.28%
000932.SZ	华菱钢铁	42.24%	79.85%	93.46%	86.58%
000959.SZ	首钢股份	8.16%	73.54%	88.67%	65.41%

002075.SZ	沙钢股份	25.87%	51.59%	75.80%	100.24%
002110.SZ	三钢闽光	36.91%	99.87%	75.33%	99.32%
002318.SZ	久立特材	7.33%	100.86%	83.60%	90.46%
002443.SZ	金洲管道	5.08%	90.30%	80.92%	86.65%
002478.SZ	常宝股份	9.71%	90.50%	86.63%	107.18%
002756.SZ	永兴特钢	9.83%	100.31%	84.71%	96.74%
200761.SZ	本钢板B	4.96%	99.95%	98.00%	32.77%
600010.SH	包钢股份	4.55%	99.72%	76.44%	61.97%
600019.SH	宝钢股份	9.39%	91.65%	79.66%	85.37%
600022.SH	山东钢铁	12.53%	93.01%	88.71%	88.78%
600117.SH	西宁特钢	-20.23%	99.62%	98.89%	3062.83%
600126.SH	杭钢股份	9.25%	99.12%	74.30%	104.43%
600231.SH	凌钢股份	18.36%	100.00%	74.31%	93.42%
600282.SH	南钢股份	26.06%	84.53%	80.57%	93.60%
600307.SH	酒钢宏兴	10.57%	99.31%	98.03%	59.64%
600399.SH	*ST 抚钢	0.00%	100.00%	100.01%	-77.03%
600507.SH	方大特钢	45.43%	99.74%	74.56%	101.53%
600569.SH	安阳钢铁	21.70%	99.52%	98.78%	70.86%
600581.SH	八一钢铁	15.92%	100.00%	82.91%	68.22%
600782.SH	新钢股份	26.00%	99.85%	75.93%	98.55%
600808.SH	马钢股份	21.43%	87.38%	90.84%	89.71%
601003.SH	柳钢股份	39.75%	100.00%	85.00%	91.21%
601005.SH	重庆钢铁	8.47%	100.00%	99.94%	89.04%
603878.SH	武进不锈	6.97%	100.00%	86.74%	103.26%
行业	平均	15.99%	94.65%	86.00%	169.78%

表 3：行业的杜邦分析

		息税前利润/营业 总收入	净利润率	总资产周转率	权益乘数
000708.SZ	大冶特钢	4.53%	4.04%	1.35%	1.67
000709.SZ	河钢股份	9.09%	4.35%	0.46%	3.89
000717.SZ	韶钢松山	15.28%	14.23%	1.27%	3.51
000761.SZ	本钢板材	6.99%	2.25%	0.60%	3.69
000778.SZ	新兴铸管	8.99%	5.91%	0.64%	2.49
000825.SZ	太钢不锈	9.83%	7.29%	0.76%	2.57
000898.SZ	鞍钢股份	12.42%	8.81%	0.86%	1.80
000932.SZ	华菱钢铁	12.32%	9.97%	0.93%	5.72
000959.SZ	首钢股份	10.36%	6.01%	0.36%	5.16
002075.SZ	沙钢股份	23.00%	17.48%	1.10%	2.61

002110. SZ	三钢闽光	25.84%	19.33%	1.27%	1.51
002318. SZ	久立特材	9.47%	7.16%	0.61%	1.68
002443. SZ	金洲管道	5.15%	3.61%	0.95%	1.64
002478. SZ	常宝股份	10.94%	10.16%	0.65%	1.63
002756. SZ	永兴特钢	11.05%	9.05%	0.90%	1.20
200761. SZ	本钢板 B	6.99%	2.25%	0.60%	3.69
600010. SH	宝钢股份	10.10%	4.79%	0.33%	2.91
600019. SH	宝钢股份	11.20%	7.62%	0.64%	2.09
600022. SH	山东钢铁	8.14%	6.41%	0.65%	3.23
600117. SH	西宁特钢	-0.38%	-11.39%	0.21%	8.62
600126. SH	杭钢股份	10.57%	8.20%	0.76%	1.49
600231. SH	凌钢股份	11.64%	8.08%	1.04%	2.18
600282. SH	南钢股份	16.03%	12.09%	0.84%	3.03
600307. SH	酒钢宏兴	5.11%	2.99%	0.93%	3.84
600399. SH	*ST 抚钢	3.76%	-2.90%	0.48%	0.00
600507. SH	方大特钢	23.98%	18.16%	1.27%	1.97
600569. SH	安阳钢铁	8.79%	6.15%	0.76%	4.64
600581. SH	八一钢铁	6.64%	3.76%	0.80%	5.32
600782. SH	新钢股份	12.95%	9.69%	1.15%	2.33
600808. SH	马钢股份	12.42%	10.12%	0.86%	2.81
601003. SH	柳钢股份	12.18%	9.45%	1.44%	2.92
601005. SH	重庆钢铁	9.54%	8.49%	0.68%	1.47
603878. SH	武进不锈	11.12%	9.96%	0.53%	1.31
行业	平均	10.79%	7.38%	0.81	2.87

表 4：行业的财务分析

		EPS	BPS	毛利率	期间费用率
000708. SZ	大冶特钢	0.85	9.51	12.63%	6.39%
000709. SZ	河钢股份	0.32	4.54	13.89%	7.99%
000717. SZ	韶钢松山	1.14	2.35	19.60%	4.67%
000761. SZ	本钢板材	0.21	4.89	11.27%	8.65%
000778. SZ	新兴铸管	0.45	5.09	17.31%	5.76%
000825. SZ	太钢不锈	0.71	5.19	16.52%	7.40%
000898. SZ	鞍钢股份	0.94	7.03	17.84%	5.69%
000932. SZ	华菱钢铁	1.82	5.17	17.78%	6.29%
000959. SZ	首钢股份	0.40	4.93	14.14%	6.82%
002075. SZ	沙钢股份	0.45	1.95	24.34%	1.92%
002110. SZ	三钢闽光	3.17	10.43	27.76%	1.60%
002318. SZ	久立特材	0.26	3.31	22.93%	13.32%
002443. SZ	金洲管道	0.21	4.20	13.52%	8.25%

002478.SZ	常宝股份	0.38	3.91	21.47%	8.81%
002756.SZ	永兴特钢	0.92	9.30	14.90%	5.83%
200761.SZ	本钢板B	0.21	4.89	11.27%	8.65%
600010.SH	包钢股份	0.05	1.14	16.13%	9.25%
600019.SH	宝钢股份	0.71	7.68	15.55%	6.97%
600022.SH	山东钢铁	0.22	1.87	11.97%	3.85%
600117.SH	西宁特钢	-0.55	2.45	7.22%	17.94%
600126.SH	杭钢股份	0.48	5.38	13.52%	2.44%
600231.SH	凌钢股份	0.46	2.72	15.28%	3.57%
600282.SH	南钢股份	0.78	3.35	21.14%	5.13%
600307.SH	酒钢宏兴	0.17	1.71	10.39%	7.10%
600399.SH	*ST 抚钢	-0.10	-0.73	8.96%	10.47%
600507.SH	方大特钢	1.66	3.67	33.01%	8.17%
600569.SH	安阳钢铁	0.66	3.36	12.64%	5.63%
600581.SH	八一钢铁	0.38	2.55	13.11%	8.04%
600782.SH	新钢股份	1.24	5.34	14.97%	1.70%
600808.SH	马钢股份	0.73	3.66	15.30%	4.73%
601003.SH	柳钢股份	1.27	3.58	14.04%	2.57%
601005.SH	重庆钢铁	0.17	2.04	17.10%	8.00%
603878.SH	武进不锈	0.71	10.38	19.93%	7.94%
行业	平均	0.65	4.45	16.29%	6.71%

表 5: 行业的财务分析

		经营现金流/营 业利润	资产负债率	流动比率	速动比率
000708.SZ	大冶特钢	161.39%	41.61%	1.62	1.36
000709.SZ	河钢股份	231.17%	71.61%	0.56	0.35
000717.SZ	韶钢松山	143.03%	64.50%	0.48	0.24
000761.SZ	本钢板材	1166.90%	67.41%	0.99	0.62
000778.SZ	新兴铸管	186.36%	57.66%	1.00	0.84
000825.SZ	太钢不锈	130.08%	57.70%	0.74	0.45
000898.SZ	鞍钢股份	99.03%	44.12%	0.82	0.44
000932.SZ	华菱钢铁	97.35%	71.08%	0.75	0.58
000959.SZ	首钢股份	386.56%	72.94%	0.37	0.28
002075.SZ	沙钢股份	72.30%	30.50%	1.98	1.47
002110.SZ	三钢闽光	59.07%	35.35%	1.68	1.39
002318.SZ	久立特材	119.27%	36.97%	3.74	2.43
002443.SZ	金洲管道	-101.69%	38.91%	2.02	1.24
002478.SZ	常宝股份	146.56%	35.22%	1.70	1.33
002756.SZ	永兴特钢	61.84%	18.63%	3.58	2.99

200761.SZ	本钢板B	1166.90%	67.41%	0.99	0.62
600010.SH	包钢股份	202.68%	64.82%	0.54	0.29
600019.SH	宝钢股份	179.30%	47.60%	0.87	0.59
600022.SH	山东钢铁	52.57%	56.57%	0.85	0.71
600117.SH	西宁特钢	-14.40%	87.40%	0.45	0.24
600126.SH	杭钢股份	95.98%	32.69%	1.57	1.36
600231.SH	凌钢股份	60.90%	51.62%	0.90	0.61
600282.SH	南钢股份	71.49%	54.48%	0.87	0.67
600307.SH	酒钢宏兴	313.94%	71.81%	0.43	0.22
600399.SH	*ST抚钢	-53.07%	111.20%	0.49	0.32
600507.SH	方大特钢	89.54%	51.08%	1.23	1.06
600569.SH	安阳钢铁	191.74%	75.13%	0.70	0.45
600581.SH	八一钢铁	420.13%	80.42%	0.34	0.19
600782.SH	新钢股份	129.35%	53.06%	1.39	1.17
600808.SH	马钢股份	112.56%	57.02%	0.97	0.65
601003.SH	柳钢股份	116.23%	63.00%	1.06	0.73
601005.SH	重庆钢铁	-23.39%	31.33%	1.40	0.90
603878.SH	武进不锈	81.99%	26.15%	3.11	1.87
行业	平均	186.48%	55.36%	1.22	0.87

表 6: 行业的财务分析

		存货周转率	应收账款周转率	营业收入成长率	归母净利润同比增长率
000708.SZ	大冶特钢	9.28	19.44	27.36%	36.62%
000709.SZ	河钢股份	3.22	37.10	4.26%	53.58%
000717.SZ	韶钢松山	7.11	64.79	8.33%	54.02%
000761.SZ	本钢板材	2.76	48.75	20.99%	-38.16%
000778.SZ	新兴铸管	8.24	18.05	-10.24%	124.04%
000825.SZ	太钢不锈	5.77	31.87	9.67%	88.20%
000898.SZ	鞍钢股份	5.09	0.00	18.35%	80.73%
000932.SZ	华菱钢铁	7.92	0.00	22.49%	112.98%
000959.SZ	首钢股份	7.76	40.53	9.78%	21.47%
002075.SZ	沙钢股份	5.22	228.56	23.89%	168.59%
002110.SZ	三钢闽光	9.58	1978.03	20.25%	59.62%
002318.SZ	久立特材	2.15	5.21	49.55%	99.58%
002443.SZ	金洲管道	3.33	6.05	25.89%	2.61%
002478.SZ	常宝股份	4.08	5.62	61.92%	285.94%
002756.SZ	永兴特钢	8.49	37.54	24.40%	26.81%
200761.SZ	本钢板B	2.76	48.75	20.99%	-38.16%
600010.SH	包钢股份	2.04	13.08	38.37%	63.80%

600019.SH	宝钢股份	4.60	17.08	1.03%	34.96%
600022.SH	山东钢铁	9.02	192.30	14.97%	125.42%
600117.SH	西宁特钢	1.49	9.59	20.97%	-257.42%
600126.SH	杭钢股份	9.39	148.81	-3.46%	35.01%
600231.SH	凌钢股份	8.03	0.00	17.89%	28.21%
600282.SH	南钢股份	6.20	38.80	24.27%	67.95%
600307.SH	酒钢宏兴	5.64	142.35	18.88%	61.52%
600399.SH	*ST 抚钢	2.96	6.01	5.60%	-287.01%
600507.SH	方大特钢	8.13	35.11	26.22%	50.35%
600569.SH	安阳钢铁	3.86	30.51	28.07%	61.03%
600581.SH	八一钢铁	5.83	184.13	22.32%	-33.26%
600782.SH	新钢股份	7.64	21.15	14.86%	187.10%
600808.SH	马钢股份	4.59	61.64	19.39%	103.79%
601003.SH	柳钢股份	6.31	108.09	15.15%	159.27%
601005.SH	重庆钢铁	7.59	524.19	113.08%	267.79%
603878.SH	武进不锈	1.43	3.56	41.86%	55.72%
行业	平均	5.68	124.44	22.95%	56.45%

图 18: 螺纹钢价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 进口铁矿石价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 钢铁行业在国民经济中的占比情况	3
图 2: 我国粗钢产量	4
图 3: GDP 增速和钢材价格指数的演变	4
图 4: 商品房销售面积增速及同比变化	5
图 5: 房地产购置土地面积增速及变化	5
图 6: 基建类固定资产投资增速及同比变化	5
图 7: 钢铁行业利润及变化	6
图 8: 钢铁行业的杜邦分析指标的历史演变	7
图 9: 钢铁行业的财务分析指标的历史演变	7
图 10: 行业需求 PMI 指数	8
图 11: 钢材库存变化情况	9
图 12: 十三五规划去产能的完成情况	10
图 13: 国内高炉开工率	11
图 14: 行业供给 PMI 指数	11
图 15: 钢铁行业市场表现	15
图 16: 钢铁行业估值及溢价分析	15
图 17: 国内外钢铁行业估值分析	16
图 18: 螺纹钢价格	22
图 19: 进口铁矿石价格指数	22

表格目录

表 1: 股票池	17
表 2: 行业的杜邦分析	17
表 3: 行业的杜邦分析	18
表 4: 行业的财务分析	19
表 5: 行业的财务分析	20
表 6: 行业的财务分析	21

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

华立，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn