

矿山、钢厂、钢贸商动态跟踪

高炉检修率升幅明显，钢厂亏损比例持平

一、矿山：内矿产能利用率小幅上升，外矿发货量大幅上升

根据Mysteel统计数据，2019年5月10日，全国70家样本矿山企业铁精粉日总产量8万吨，较上次统计上升2.05%；产能利用率46.72%，环比上升0.92个百分点；总库存40万吨，环比上升4.68%。2019年4月29日-5月3日，海外铁矿石发货总量2361万吨，环比增加374万吨，其中澳洲1701万吨，增加189万吨；巴西660万吨，增加185万吨；印度0万吨，与上次统计持平。2019年5月10日，全国主要港口铁矿石库存总量13331万吨，环比减少107万吨，其中澳矿6346万吨，减少70万吨，巴矿4237万吨，减少22万吨。

二、钢厂：高炉检修率升幅明显，亏损比例持平，铁矿石库存降幅明显，炼焦煤库存小幅下降

根据Mysteel统计数据，2019年5月10日，全国163家样本钢厂395座高炉，检修钢厂数97家，较上次统计增加4家；检修高炉123座，较上次统计增加7座；检修总容积165649m³，较上次统计增加9940m³；检修容积占比39.02%，环比上升2.34个百分点。检修高炉影响日均铁水产量48.32万吨，较上次统计增加3.24万吨。样本钢厂亏损比例17.79%，与上次统计持平。

根据Mysteel统计数据，2019年5月10日，全国64家样本钢厂平均使用进口矿配比88.08%，较上次下降0.42个百分点。样本钢厂进口矿平均库存为25万吨，较上次统计减少1万吨。国产矿平均库存1.21万吨，较上次统计减少0.02万吨。2019年5月10日，110家样本钢厂及100家独立焦化企业炼焦煤总库存量为1586万吨，较上次统计减少23万吨，环比下降1.44%。

三、钢贸商：库存总量降幅明显，上海市场终端线螺采购大幅上升

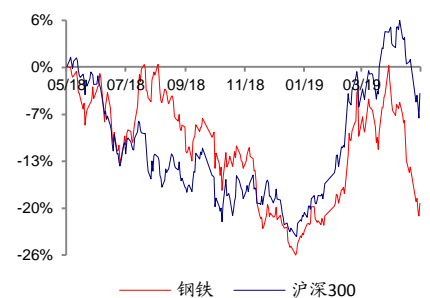
根据Mysteel统计数据，从总量看，2019年5月10日，社会库存总量达1216万吨，周环比下降2.19%。其中华东和华北地区社会库存微幅下降，华中地区社会库存小幅下降，西南、华南、东北和西北地区社会库存降幅明显；分品种看，截止2019年5月10日，热卷社会库存小幅上升，中厚板社会库存微幅上升，冷轧板社会库存微幅下降，螺纹钢和线材社会库存降幅明显。

四、重要说明：如无特殊说明，本报告数据均来源于Mysteel。本报告中有部分数据为两周或更长时间更新一次，所以如遇数据没有更新的情况，则延用最近一期报告中的统计数据 and 点评。

五、风险提示：宏观经济增速下滑；钢材出口情况不及预期；限产执行力度低于市场预期；矿石巨头联合减产保价。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-05-11

相对市场表现



分析师：

李莎



SAC 执证号：S0260513080002



SFC CE No. BNV167



020-66335140



lisha@gf.com.cn

相关研究：

财务分析系列之十四： 2019-05-05

2019Q1:盈利下滑但经营活动现金流及盈利质量改善，业绩表现分化

钢铁行业财务分析系列之十三： 2019-05-05

三：2018 年年报:总净利创新高，资产负债率降至 57%、9 家钢企分红率超 50%

2019 年 5 月投资策略:密切关注环保政策弹性及供需平衡韧性的预期差

联系人： 李衍亮

liyanliang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
三钢闽光	002110.SZ	CNY	16.75	2019/4/2	买入	23.09	3.56	3.80	4.71	4.41	2.59	2.33	27.8	25.0
方大特钢	600507.SH	CNY	10.24	2019/2/23	买入	16.60	1.73	1.89	5.92	5.42	3.04	2.27	28.0	23.4
久立特材	002318.SZ	CNY	7.27	2019/3/20	买入	9.80	0.49	0.50	14.84	14.54	8.21	7.44	11.5	10.6
鞍钢股份	000898.SZ	CNY	5.13	2019/3/22	买入	8.13	0.92	0.95	5.58	5.40	3.82	3.41	11.3	10.4
马钢股份	600808.SH	CNY	3.38	2019/3/25	买入	5.47	0.72	0.78	4.69	4.33	2.15	1.59	16.5	15.7
南钢股份	600282.SH	CNY	3.47	2019/3/25	买入	5.53	0.82	0.85	4.23	4.08	2.33	2.10	20.3	18.6
韶钢松山	000717.SZ	CNY	4.78	2019/3/31	买入	7.10	1.00	1.05	4.78	4.55	2.55	1.87	28.1	23.8
重庆钢铁	601005.SH	CNY	1.99	2019/4/1	增持	2.67	0.14	0.15	14.21	13.27	6.50	5.30	6.3	6.2
华菱钢铁	000932.SZ	CNY	6.69	2019/4/1	买入	9.09	1.72	1.87	3.89	3.58	2.05	1.76	24.6	22.3
山东钢铁	600022.SH	CNY	1.69	2019/4/4	买入	2.48	0.22	0.25	7.68	6.76	4.17	3.41	10.9	10.6
新兴铸管	000778.SZ	CNY	4.48	2019/4/7	买入	7.00	0.42	0.45	10.67	9.96	4.89	4.39	7.5	7.5
新钢股份	600782.SH	CNY	5.35	2019/4/26	买入	8.46	1.30	1.34	4.12	3.98	2.66	2.06	18.4	16.5
河钢股份	000709.SZ	CNY	3.03	2019/4/27	买入	4.13	0.26	0.27	11.65	11.22	5.34	5.03	4.9	4.9
宝钢股份	600019.SH	CNY	6.87	2019/4/28	买入	9.10	0.75	0.77	9.16	8.92	4.52	4.20	9.1	9.1
首钢股份	000959.SZ	CNY	3.72	2019/4/28	买入	5.44	0.27	0.51	13.78	7.29	7.03	4.91	5.7	9.6

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、矿山：内矿产能利用率小幅上升，外矿发货量大幅上升.....	5
（一）国内矿山：全国产能利用率环比上升 0.92PCT、库存升幅 4.68%，产能利用率以升为主，库存以降为主.....	5
（二）外矿：发货量大幅上升 18.81%，到港量明显上升，港口库存小幅下降.....	6
二、钢厂：高炉检修率升幅明显，亏损比例持平，铁矿石库存降幅明显，炼焦煤库存小幅下降.....	7
（一）高炉检修：检修高炉容积占比 39.02%、上升 2.34PCT，影响日均铁水产量 48 万吨.....	7
（二）亏损面：亏损钢厂 29 家、与上次统计持平，亏损比例 17.79%、与上次统计持平.....	7
（三）铁矿石配比及库存：进口矿配比 88.08%、下降 0.42PCT，钢厂进口矿库存下降、国产矿库存下降.....	8
（四）炼焦煤库存：总库存环比下降 1.44%，样本钢厂环比下降 2.25%、样本焦企环比下降 0.55%.....	9
三、钢贸商：库存总量降幅明显，上海市场终端线螺采购大幅上升.....	10
（一）钢材库存：总量周环比降幅 2.19%，各地区全面下降.....	10
（二）上海市场样本终端采购量：周采购量 41500 吨，增幅达 181.36%.....	12
四、风险提示.....	13

图表索引

图 1: 全国 70 家矿山企业铁精粉产量和产能利用率	5
图 2: 全国 70 家矿山企业铁精粉库存	5
图 3: 海外铁矿石发货量和中国北方 6 大港口铁矿石到港量	6
图 4: 全国主要港口铁矿石库存总量 13331 万吨, 小幅下降 0.79%	6
图 5: 样本钢厂检修高炉容积占比和影响日均铁水产量	7
图 6: 全国样本钢厂亏损比例	8
图 7: 样本钢厂铁矿石库存和进口矿配比	8
图 8: 七大区域钢材总库存变动 (单位: 万吨)	10
图 9: 七大区域螺纹钢总库存变动 (单位: 万吨)	10
图 10: 七大区域线材总库存变动 (单位: 万吨)	10
图 11: 七大区域热卷总库存变动 (单位: 万吨)	10
图 12: 七大区域冷轧板总库存变动 (单位: 万吨)	11
图 13: 七大区域中厚板总库存变动 (单位: 万吨)	11
图 14: 上海市场样本终端线螺每周采购量变动情况	12
表 1: 全国和各区域矿山铁精粉产量、产能利用率、库存变动情况	6
表 2: 110 家样本钢厂分区域炼焦煤库存变动情况	9
表 3: 100 家样本独立焦化厂分区域炼焦煤库存变动情况	9
表 4: 七大区域不同品种钢材库存变动情况 (单位: 万吨)	11

一、矿山：内矿产能利用率小幅上升，外矿发货量大幅上升

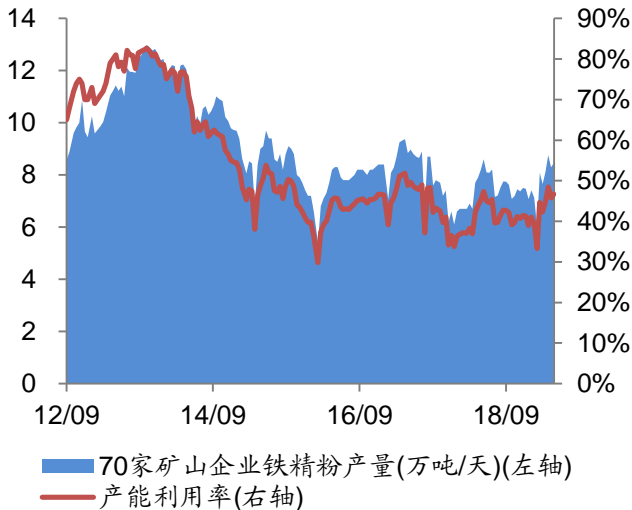
(一) 国内矿山：全国产能利用率环比上升 0.92Pct、库存升幅 4.68%，产能利用率以升为主，库存以降为主

全国样本矿山：根据Mysteel统计数据，2019年5月10日，全国70家样本矿山企业铁精粉日总产量8万吨，较上次统计上升2.05%；产能利用率46.72%，较上次统计上升0.92个百分点；总库存40万吨，较上次统计上升4.68%。

样本矿山分区域：根据Mysteel统计数据，2019年5月10日，东北、河北、华北、华东、华南地区样本矿山企业铁精粉日产量分别为0.6、4.7、0.9、1.8、0.5万吨，其中，东北、河北、华北、华东、华南地区较上次统计分别增长-3.13%、3.74%、0.00%、-1.11%和4.26%；产能利用率分别为35.50%、54.41%、31.09%、78.85%和18.26%，较上次统计分别上升-1.09、1.99、0.00、-0.57和1.04Pct；铁精粉库存分别为0、10、20、11、0万吨，较上次统计分别上升-77.78%、-4.95%、34.48%、-8.33%和-100.00%。

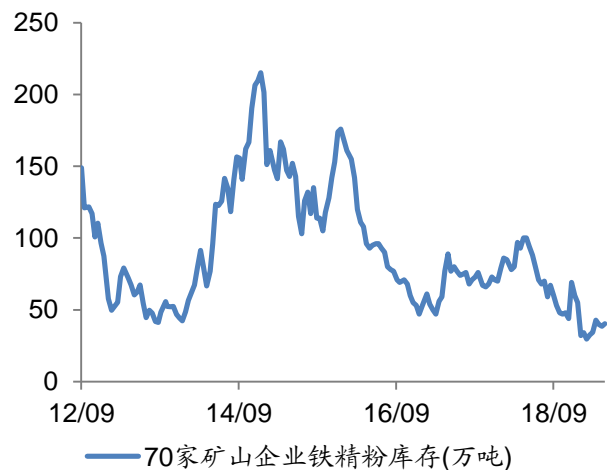
备注：东北-辽宁、吉林、黑龙江，包含14家样本企业；华北-内蒙古、山西，包含15家样本企业；河北包含25家样本企业；华东-安徽、山东、江苏，包含6家样本企业；华南-四川、湖北、广东、广西，10家样本企业。

图 1：全国 70 家矿山企业铁精粉产量和产能利用率



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图 2：全国 70 家矿山企业铁精粉库存



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

表1: 全国和各区域矿山铁精粉产量、产能利用率、库存变动情况

区域	铁精粉产量 (万吨)	环比变动	产能利用率	环比变动 (PCT)	铁精粉库存 (万吨)	环比变动
全国	8	2.05%	46.72%	0.92%	40	4.68%
东北	0.6	-3.13%	35.50%	-1.09%	0	-77.78%
河北	5	3.74%	54.41%	1.99%	10	-4.95%
华北	0.9	0.00%	31.09%	0.00%	20	34.48%
华东	1.8	-1.11%	78.85%	-0.57%	11	-8.33%
华南	0.5	4.26%	18.26%	1.04%	0	-100.00%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

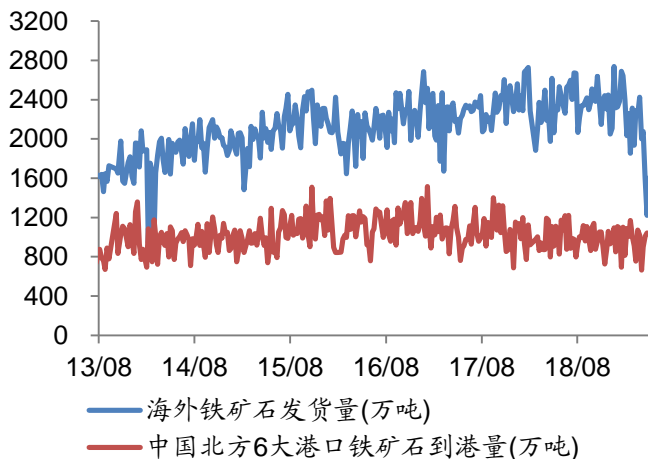
(二) 外矿: 发货量大幅上升 18.81%, 到港量明显上升, 港口库存小幅下降

外矿发货量和到港量: 根据Mysteel统计数据, 2019年4月29日-5月3日, 海外铁矿石发货总量2361万吨, 较上次统计增加374万吨, 环比大幅上升18.81%。其中澳洲1701万吨, 增加189万吨; 巴西660万吨, 增加185万吨; 印度0万吨, 与上次统计持平。2019年4月29日-5月3日, 中国北方六大港口到港总量为1044万吨, 较上次统计增加36万吨。

主要港口铁矿石库存: 根据Mysteel统计数据, 2019年5月10日, 全国主要港口铁矿石库存总量13331万吨, 较上次统计(5月3日)减少107万吨, 小幅下降0.79%。其中澳矿6346万吨, 减少70万吨, 巴矿4237万吨, 减少22万吨。

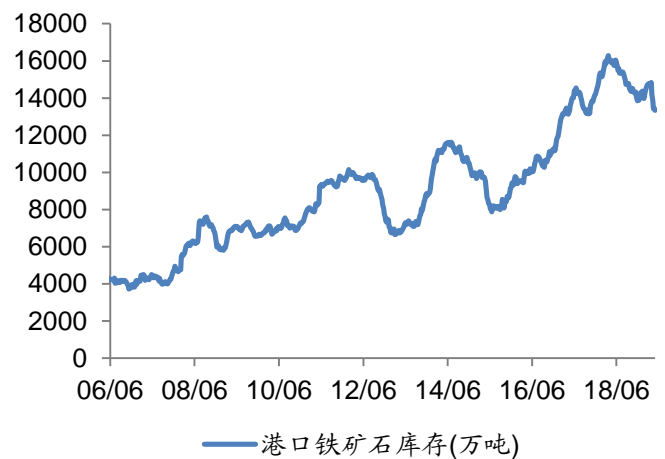
备注: 除非特别说明, 本文所有数据和引用资料来自Mysteel。

图 3: 海外铁矿石发货量和中国北方 6 大港口铁矿石到港量



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图 4: 全国主要港口铁矿石库存总量 13331 万吨, 小幅下降 0.79%



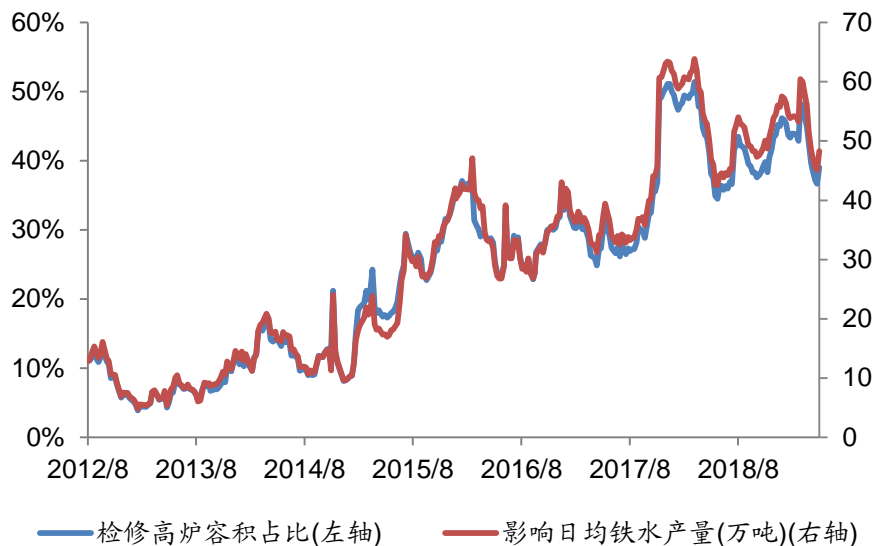
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

二、钢厂：高炉检修率升幅明显，亏损比例持平，铁矿石库存降幅明显，炼焦煤库存小幅下降

（一）高炉检修：检修高炉容积占比 39.02%、上升 2.34Pct，影响日均铁水产量 48 万吨

高炉检修和影响日均铁水量：根据Mysteel统计数据，2019年5月10日，全国163家样本钢厂395座高炉，检修钢厂数97家，较上次统计增加4家；检修高炉123座，较上次统计增加7座；检修总容积165649m³，较上次统计增加9940m³；检修容积占比39.02%，较上次统计上升2.34个百分点。检修高炉影响日均铁水产量48.32万吨，较上次统计增加3.24万吨。

图 5：样本钢厂检修高炉容积占比和影响日均铁水产量

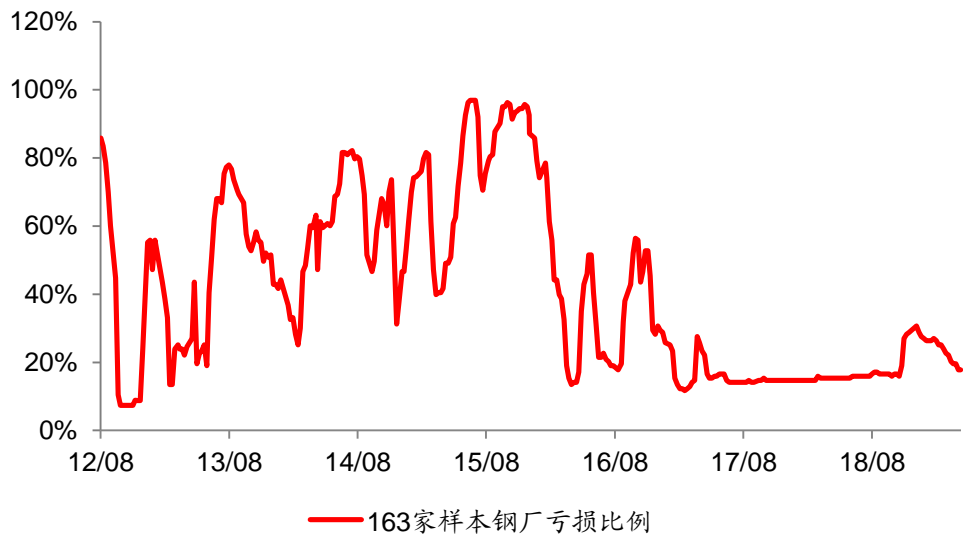


数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

（二）亏损面：亏损钢厂 29 家、与上次统计持平，亏损比例 17.79%、与上次统计持平

样本钢厂亏损家数及亏损面：根据Mysteel统计数据，2019年5月10日，全国163家样本钢厂亏损29家，与上次统计持平；亏损比例17.79%，与上次统计持平。

图 6: 全国样本钢厂亏损比例



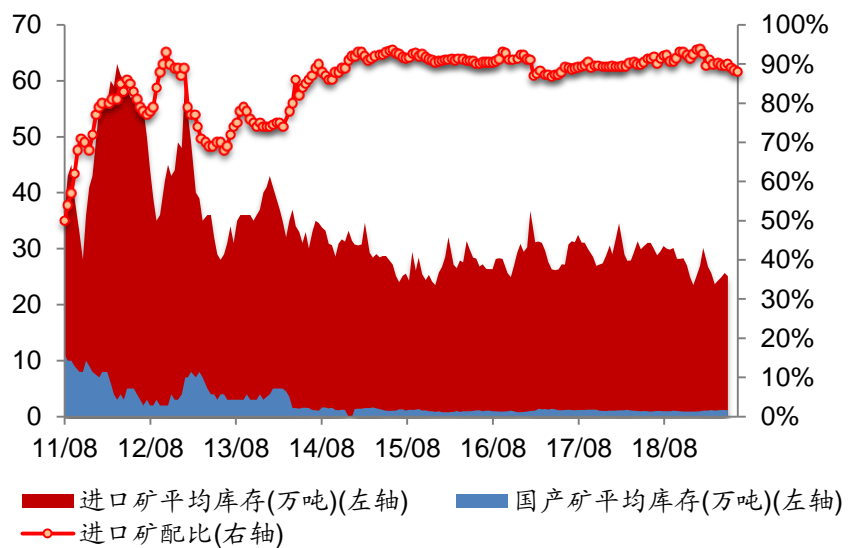
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

(三) 铁矿石配比及库存: 进口矿配比 88.08%、下降 0.42Pct, 钢厂进口矿库存下降、国产矿库存下降

进口矿配比: 根据Mysteel统计数据, 2019年5月10日, 全国64家样本钢厂平均使用进口矿配比88.08%, 较上次下降0.42个百分点。

样本钢厂进口矿和国产矿库存: 根据Mysteel统计数据, 2019年5月10日, 样本钢厂进口矿平均库存为25万吨, 较上次统计减少0.61万吨。国产矿平均库存1.21万吨, 较上次统计减少0.02万吨。

图 7: 样本钢厂铁矿石库存和进口矿配比



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

(四) 炼焦煤库存: 总库存环比下降 1.44%, 样本钢厂环比下降 2.25%、样本焦企环比下降 0.55%

根据Mysteel统计数据, 2019年5月10日, 110家样本钢厂及100家独立焦化企业炼焦煤总库存量为1586万吨, 较上次统计减少23万吨, 环比下降1.44%。

样本钢厂和分区域: 从总量看, 2019年5月10日, 110家样本钢厂炼焦煤总库存为820吨, 平均库存为7.46万吨, 环比下降2.25%, 炼焦煤平均可用天数为16.3天, 环比减少0.37天。分区域看, 2019年5月10日, 华中地区样本钢厂库存周环比上升, 升幅为0.58%, 西北地区周环比与上次统计持平, 华南、西南、华北、华东和东北地区周环比下降, 降幅分别为0.81%、0.84%、1.83%、3.47%和4.10%

样本焦企和分区域: 从总量看, 2019年5月10日, 100家样本独立焦化企业炼焦煤总库存为765万吨, 平均库存为7.65万吨, 较上次统计减少0.04万吨, 环比下降0.55%; 炼焦煤平均可用天数为14.6天, 较上次统计减少0.17天。分区域看, 东北和华东地区独立焦化企业库存环比上升, 华北、华中、西北和西南地区环比下降。

表2: 110家样本钢厂分区域炼焦煤库存变动情况

钢厂焦煤	本周库存(万吨)	上周库存(万吨)	周环比变动
东北	177	184	-4.10%
华北	254	259	-1.83%
华东	164	170	-3.47%
华南	49	50	-0.81%
华中	69	69	0.58%
西北	24	24	0.00%
西南	83	84	-0.84%
110家样本钢厂	820	839	-2.25%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

表3: 100家样本独立焦化厂分区域炼焦煤库存变动情况

独立焦化厂焦煤	本周库存(万吨)	周环比变动	本周平均可用天数(天)	周环比变动
东北	20	1.55%	21	0.10%
华北	269	-0.11%	12	-0.50%
华东	242	0.75%	17	0.76%
华中	47	-2.11%	13	-2.16%
西北	122	-0.73%	15	-3.38%
西南	67	-5.81%	21	-5.80%
100家样本独立焦化企业	765	-0.55%	15	-1.15%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

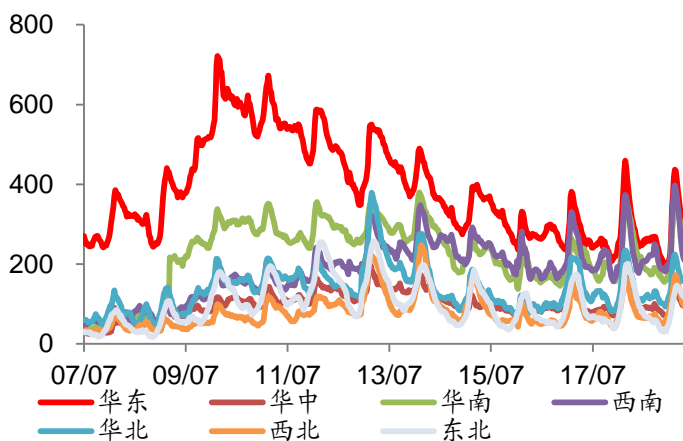
三、钢贸商：库存总量降幅明显，上海市场终端线螺采购大幅上升

（一）钢材库存：总量周环比降幅 2.19%，各地区全面下降

从总量看：根据Mysteel统计数据，截至2019年5月10日，钢材社会库存总量达1216万吨，周环比下降2.19%。其中，华东和华北地区社会库存微幅下降，降幅为0.03%和0.30%，华中地区社会库存小幅下降，降幅为0.68%，西南、华南、东北和西北地区社会库存降幅明显，降幅分别达1.73%、4.03%、4.44%和6.30%。

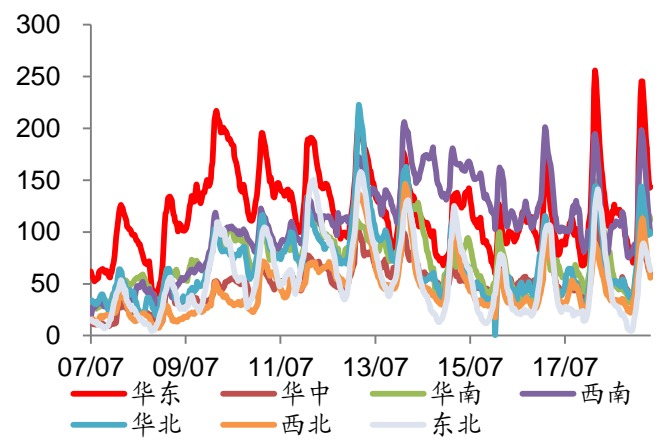
分品种看：根据Mysteel统计数据，截至2019年5月10日，热卷社会库存小幅上升，周环比增速达0.86%，中厚板社会库存微幅上升，周环比增速达0.09%，冷轧板社会库存微幅下降，周环比增速达-0.03%，螺纹钢和线材社会库存降幅明显，周环比增速分别达-2.72%和-7.07%。

图 8：七大区域钢材总库存变动（单位：万吨）



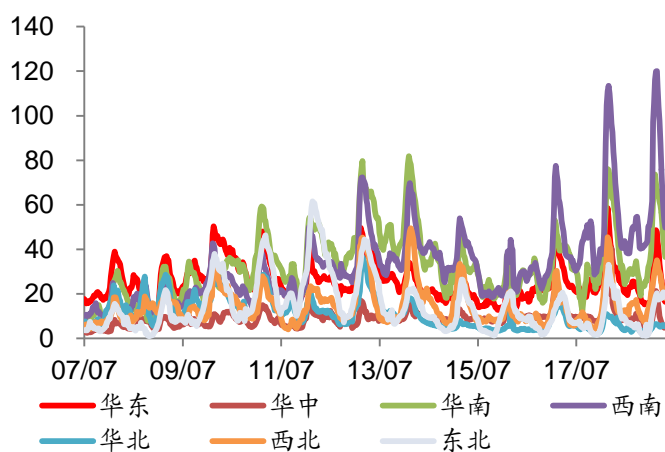
数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图 9：七大区域螺纹钢总库存变动（单位：万吨）



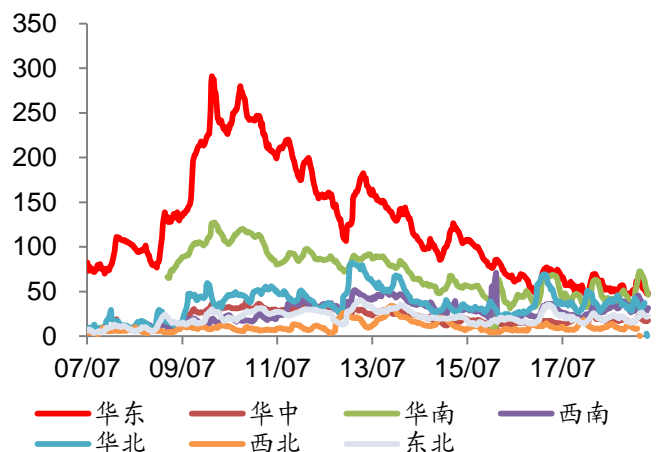
数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图 10：七大区域线材总库存变动（单位：万吨）



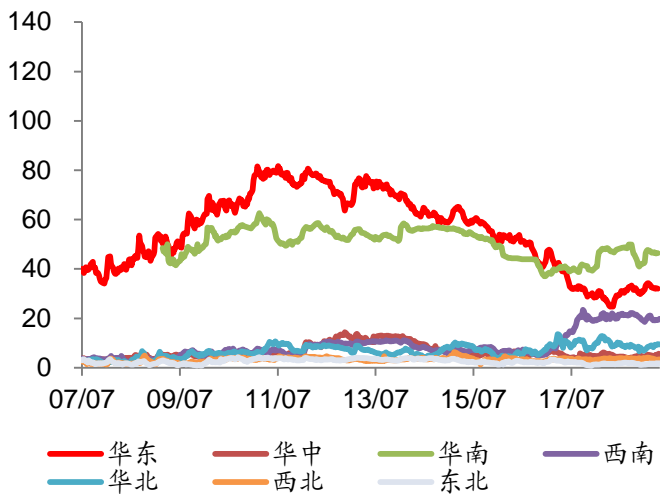
数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图 11：七大区域热卷总库存变动（单位：万吨）



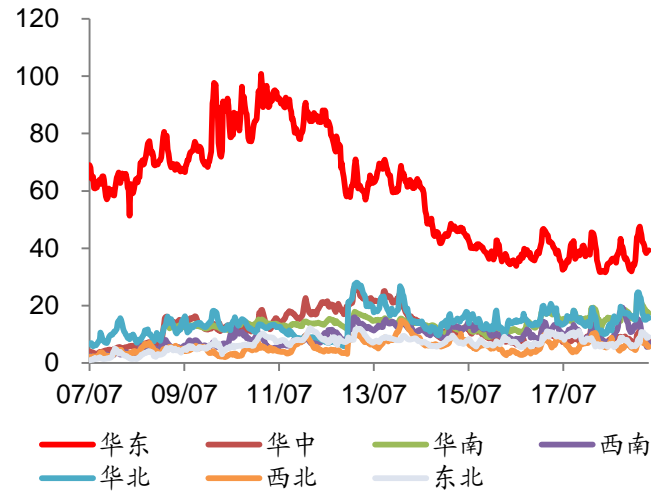
数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图 12: 七大区域冷轧板总库存变动 (单位: 万吨)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图 13: 七大区域中厚板总库存变动 (单位: 万吨)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

表 4: 七大区域不同品种钢材库存变动情况 (单位: 万吨)

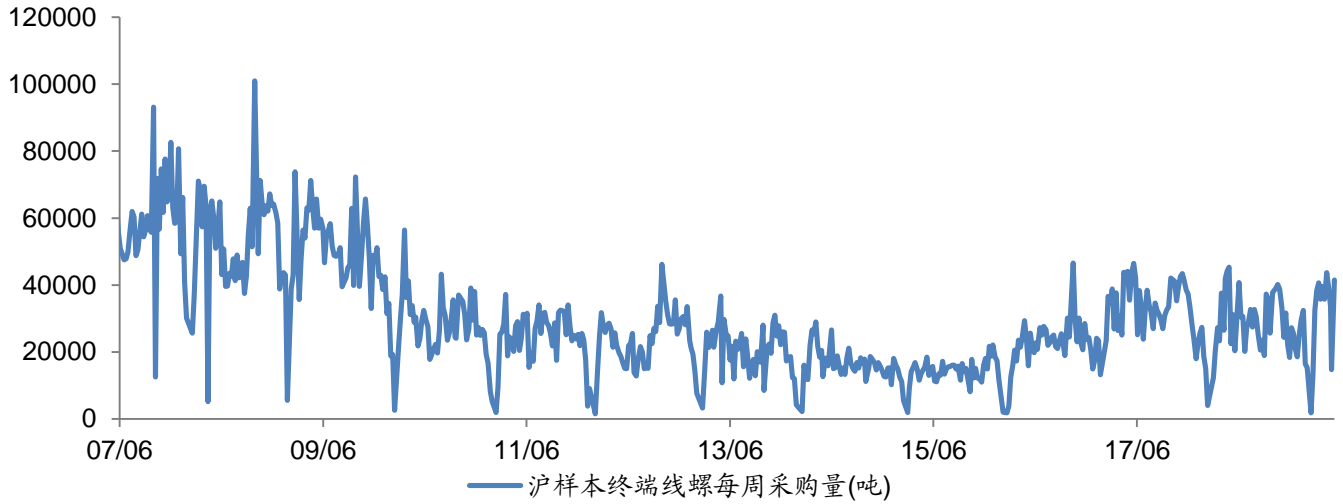
	华东	华中	华南	西南	华北	西北	东北	总计
总库存	279	97	258	209	166	91	115	1216
环比变动	-0.03%	-0.68%	-4.03%	-1.73%	-0.30%	-6.30%	-4.44%	-2.19%
同比变动	-3.63%	-16.82%	-2.13%	-4.29%	15.36%	-2.11%	-21.27%	-4.40%
螺纹钢库存	143	60	111	101	98	56	63	633
环比变动	0.65%	-3.72%	-3.13%	-2.65%	-2.38%	-7.36%	-4.75%	-2.72%
同比变动	0.76%	-17.35%	7.43%	3.98%	19.72%	-1.37%	-35.74%	-3.02%
线材库存	16	5	37	50	5	18	19	150
环比变动	-4.71%	14.14%	-10.20%	-5.88%	-8.64%	-10.25%	-7.26%	-7.07%
同比变动	-45.73%	-51.00%	-28.10%	-23.62%	-19.19%	14.26%	-7.86%	-24.90%
热卷库存	48	18	47	32	37	9	22	213
环比变动	-0.74%	4.04%	-5.10%	4.39%	8.42%	9.09%	-4.31%	0.86%
同比变动	-20.10%	-9.48%	-4.91%	16.04%	7.83%	-17.47%	15.03%	-3.76%
冷轧板库存	32	5	46	20	9	3	2	118
环比变动	-0.19%	-3.37%	-0.22%	1.22%	0.42%	-0.90%	4.05%	-0.03%
同比变动	27.51%	3.22%	-2.83%	-4.11%	3.44%	-12.00%	15.38%	4.40%
中厚板库存	39	8	17	7	16	6	9	102
环比变动	0.56%	6.78%	-2.81%	9.36%	-3.40%	-6.46%	2.26%	0.09%
同比变动	23.45%	5.35%	37.30%	-16.02%	36.59%	-16.42%	39.66%	19.81%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

(二) 上海市场样本终端采购量: 周采购量 41500 吨, 增幅达 181.36%

根据西本新干线统计数据, 2019年5月10日上海市场样本终端线螺周采购量为 41500吨, 环比增加26750吨, 增幅达181.36%。

图14: 上海市场样本终端线螺每周采购量变动情况



数据来源: 西本新干线、广发证券发展研究中心

四、风险提示

- 1、宏观经济增速下滑；
- 2、钢材出口情况不及预期；
- 3、限产执行力度低于市场预期；
- 4、矿石巨头联合减产保价。

广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇：研究助理，中山大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队），2016年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队）。
- 刘 洋：研究助理，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。
- 李 衍 亮：研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。