

贸易战对钢铁行业影响较小，需求回暖突显投资机会

——五月行业动态报告

钢铁行业

推荐 维持评级

核心观点

分析师

华立

☎: 021-20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080004

联系人

叶肖鑫

✉: yexiaoxin_yj@chinastock.com.cn

吴建璋

✉: wujianzhang_yj@chinastock.com.cn

最新观点

1) 宏观经济金融数据企稳，钢材需求回暖，行业景气度向好。

1-4 月经济数据平稳向好,尤其是房地产投资、新开工面积增速、房屋销售面积和基建投资增速等企稳向好,钢材需求出现回暖迹象。

2) “中美贸易战”对行业影响较小，带来行业投资机会：

本次贸易战对于行业利润的影响较小，根据我们的中美钢材进出口贸易测算模型，由于关税调整减少的出口利润额仅占行业利润的 0.011%；出口钢材利润占行业总利润比例仅为 0.036%-0.071%，未来中美贸易战的发展对钢铁行业的影响也十分有限。

3) “一带一路”提振钢铁行业：海外投资+钢材配套加工+上下游带动。

第二届一带一路高峰论坛，五年来中国在与沿线国家经贸合作和基建、投资等领域快速发展，未来的发展前景广阔，将提振钢材需求。

4) 行业面临的问题和建议：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。建议通过收购海外优质矿山、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等来改善行业基本面。

5) 投资机会：环保、兼并重组和产业升级将成为未来行业的重要发展方向和投资机会。目前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。

投资建议

1-4 月经济金融数据企稳向好，地产基建需求逐步回暖，叠加钢材低库存，钢价有一定支撑。钢铁行业供需关系持续改善的同时，由于市场对中美贸易战的过度解读,带来行业长期投资机会。建议关注受到环保影响小、成本控制能力优秀的南方钢厂三钢闽光 (002110.SZ)；受益于行业集中度不断提高的行业龙头宝钢股份 (600019.SH)；下游需求快速增长、兼并重组的特钢企业大冶特钢 (000708.SZ)。

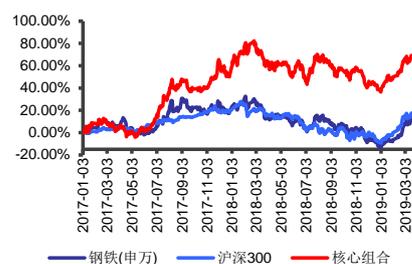
核心组合

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

风险提示

原燃料成本上涨的风险，钢材价格下跌的风险，房地产和基建需求增速放缓的风险。

行业数据及组合表现 2019.05.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、宏观经济改善，钢铁行业景气度向好	3
(一) 钢铁行业在国民经济中的地位、占比及行业概述	3
(二) 中美贸易战对行业影响较小，行业运行平稳存投资机会	4
(三) 经济企稳向好，“一带一路”助力提振钢材需求.....	7
(四) 特钢需求快速增长，相关企业申请科创板上市	10
(五) 行业政策围绕持续改善供需关系	11
(六) 行业景气度向好.....	11
1. 行业利润达到新高，景气度向好.....	11
2. 杜邦分析：供改以来 ROE 逐渐提升.....	12
3. 财务数据分析：行业毛利率供改之后逐渐提高，行业景气度上升.....	13
二、钢铁行业处于成熟期，供需关系持续改善	13
(一) 中长期钢材需求韧性仍存，库存去化效果显著	13
(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	15
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.....	15
2. 公司根据自身特点形成产业特色.....	15
(三) 去产能边际影响减弱，总产能控制转向优化产能结构	15
(四) 未来方向：产业升级、兼并重组、融合新技术和国际合作	17
1. 继续产能控制、巩固环保成果.....	17
2. 改善产业“北重南轻”局面.....	17
3. 促进优质企业联合及重组，达成资源优化配置.....	17
4. 产业升级融合新技术、新模式和新业态.....	17
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.....	17
三、行业面临的问题及建议	18
(一) 现存问题.....	18
1. 优质品位矿产资源被国外垄断.....	18
2. 下游需求下降加剧产能过剩矛盾.....	18
3. 低端产能过剩，中高端特钢技术、产能不足.....	18
4. “双反”政策对出口产生不利影响.....	18
(二) 建议及对策.....	19
1. 收购国外优质矿山，与国际巨头建立合作关系.....	19
2. 持续优化供需关系，巩固供给侧改革成果.....	19
3. 优化产业结构	19
4. 科技创新发展高端特钢及高端板材.....	19
四、钢铁行业在资本市场中的发展情况	19
(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.....	19
(二) 2017 年至今板块表现弱于沪深 300，估值处于历史较低位置	20

(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	20
五、投资建议及股票池	21
(一) 投资建议.....	21
(二) 股票池:	21
六、风险提示.....	22

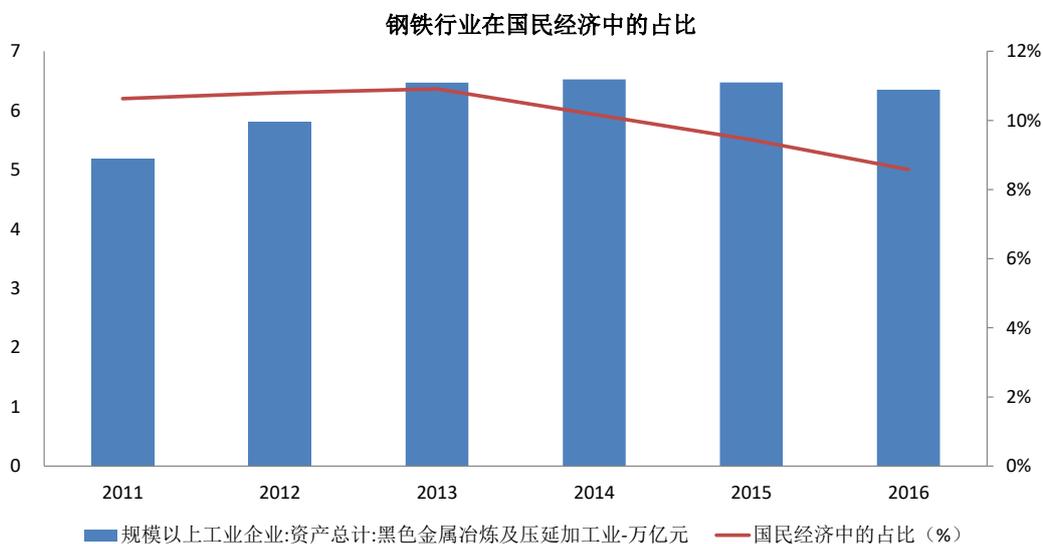
一、宏观经济改善，钢铁行业景气度向好

(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

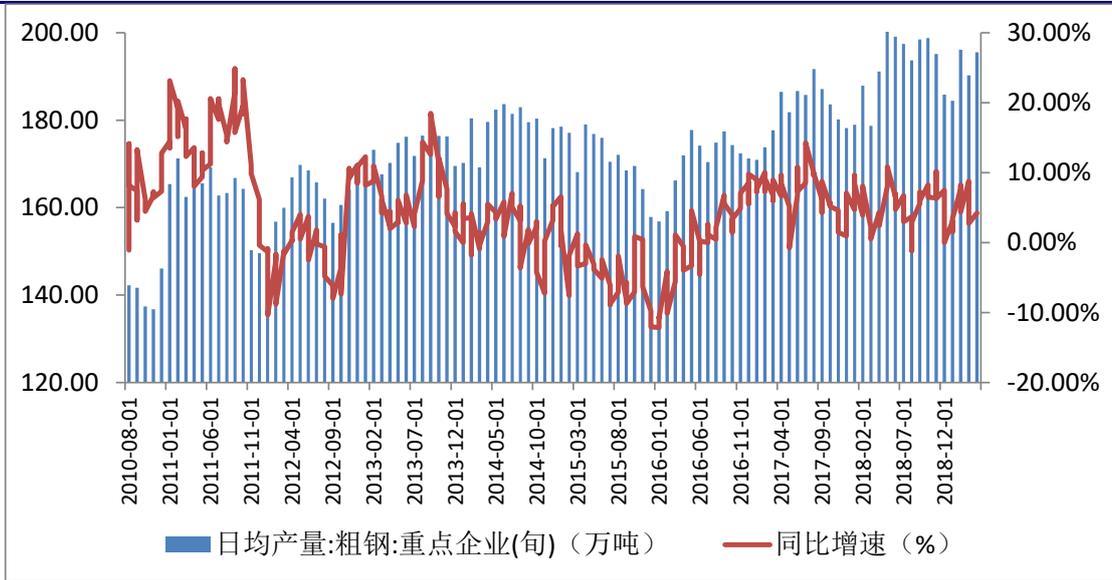


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

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: 粗钢产量情况

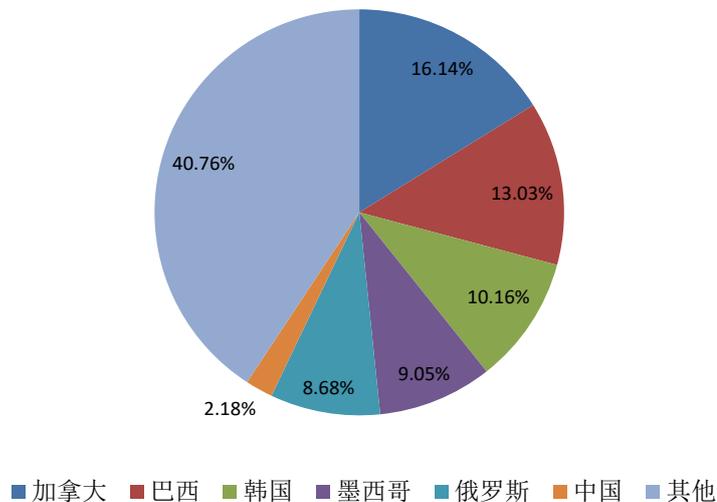


资料来源: 中钢协, 中国银河证券研究院

(二) 中美贸易战对行业影响较小, 行业运行平稳存投资机会

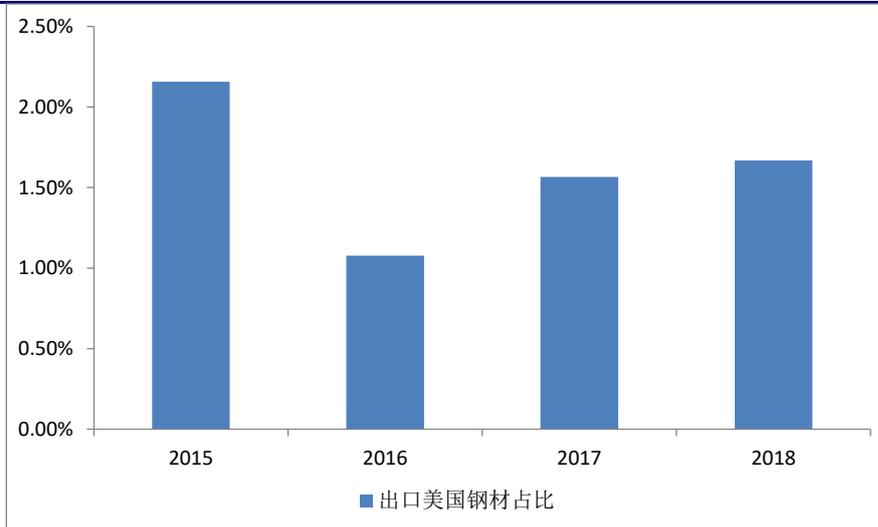
中国出口对美国影响不大。据美国商务部 2018 年 2 月公布的《The Effect of Imports of Steel on the National Security》(“影响报告”)报告中数据显示, 2017 年美国共进口钢材 3593 万吨, 进口中国钢材产品 78.4 万吨, 位居第 11 位, 仅占美国进口总量的 2.2%。美国是世界上最大的钢铁进口国。美国钢铁协会数据显示, 2017 年美国进口钢铁产品 3812.1 万吨, 同比增长 15.4%。其中成品钢材 2955.8 万吨, 同比增长 12.2%。在成品钢材进口排名中, 中国位列第 7 位, 进口 81.3 万吨, 较 2016 年下降 5.7%, 占美国成品钢材进口总量的 2.75%。

图 3: 美国钢材进口结构



资料来源: 美国商务部, 中国银河证券研究院

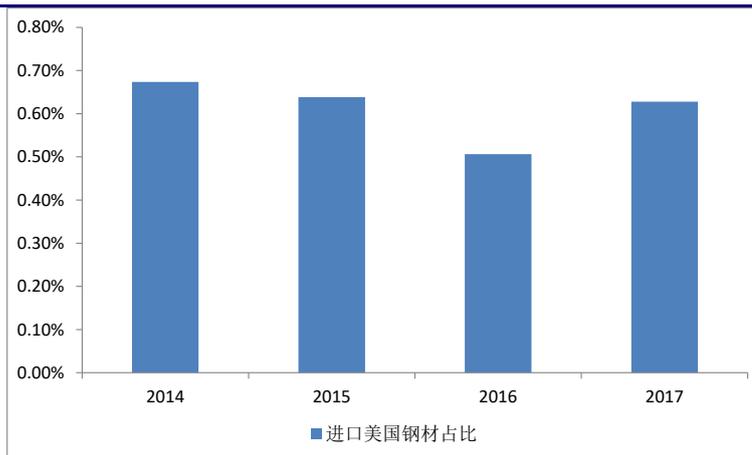
图 4：对美出口占比情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

对美出口对中国影响较小，且中国出口规模逐渐降低。中国海关数据显示，2017 年我国出口钢材 7524 万吨，数量与 10 年前相比大幅下降了 78.15%。其中出口至美国 118 万吨，仅占我国钢材出口总量的 1.57%。2015 年为 2.16%，2016 年为 1.08%，而这一比例在 2006 年时为 12.22%。中国钢铁产量占世界总产量的一半左右，出口量也稳居世界首位。2011 年以来，中国钢材出口连年保持两位数增长，至 2015 年出口量到达顶峰 1.12 亿吨。2015 年后，受国际贸易保护主义及国内供给侧改革影响，钢材出口进入下降通道，2016 年出口 1.08 亿吨，同比下降 3.5%，2017 年出口 7541 万吨，同比大降三成。

图 5：进口美国钢材占比



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

贸易战加征 25%关税的边际影响较弱。2017 年 4 月，美国商务部分别对进口钢铁产品启动“232 调查”（指美国商务部根据 1962 年《贸易扩展法》第 232 条款，对特定产品进口是否威胁美国国家安全立案调查）。2018 年 2 月 16 日，美国商务部公布调查报告，认为进口钢铁产品严重损害国内产业，威胁国家安全，特朗普授意将税率提升至 25%。关税保护政策已经引发了美国钢材的价格上涨，平均出厂价格上涨了 16.7%。2017 年就对华不锈钢板材（圆形焊接不锈钢管等）反倾销和反补贴“双反”调查，美国商务部作出终裁。最终裁定的税率实在是高得离谱：反倾销税率 63.86%—76.64%，外加反补贴税率 75.6%—190.71%。1980—2001 年底，美国对进口钢铁发动了 538 起反倾销和反补贴调查，年均立案约 25 件，占其反倾销和反补贴立案总数的 42%。2019 年 3 月 20 日，美国贸易委员会对进口自中国的预制钢、钢制轮毂、铸铁污水管等作出双反终裁，涉案十几亿美元。双反税率在 50%-200%。双反主要针对管材、板材、棒线材；232 调查主要针对其他钢材（如钢丝、钢管接头等）。

同时中国政府的对美反制加征清单包括 147 项钢铁制品，关税税率由 4%-7%提高到 25%；中国进口美国钢材的影响很小，2018 年中国自美国进口 8 万吨，进口占比很小，反制的影响也较小。

图 6：对美出口利润占比的二元敏感性分析

Tax rate-加征税率-%	Output-对美出口量-百万吨							
	0.050%	1.74	1.54	1.34	1.14	0.94	0.74	0.00
0.0	0.102%	0.090%	0.079%	0.067%	0.055%	0.044%	0.000%	0.000%
5.0%	0.097%	0.086%	0.075%	0.064%	0.052%	0.041%	0.000%	0.000%
10.00%	0.092%	0.081%	0.071%	0.060%	0.050%	0.039%	0.000%	0.000%
25.00%	0.076%	0.068%	0.059%	0.050%	0.041%	0.033%	0.000%	0.000%
35.00%	0.066%	0.059%	0.051%	0.044%	0.036%	0.028%	0.000%	0.000%
45.00%	0.056%	0.050%	0.043%	0.037%	0.031%	0.024%	0.000%	0.000%
55.00%	0.046%	0.041%	0.036%	0.030%	0.025%	0.020%	0.000%	0.000%

资料来源：中国银河证券研究院

市场对于中美贸易战存在过度解读，同时考虑到目前行业较低的估值，存在长期行业配置机会。

本次贸易战对于行业利润影响较小：根据我们的中美钢材进出口贸易测算模型，考虑中美进出口关税、双反政策及进口替代等行业收入和利润的影响，本次由于关税调整减少的出口利润额仅占行业利润的 0.011%；本次关税调整将减少中国钢铁出口利润 5970 万元，降幅约为 17.40%。同时未来的潜在影响也较小：未来中国对美钢材出口量和加征关税对出口利润影响的二元敏感性分析结果显示，中国对美出口钢材利润占行业总利润比例仅为 0.036%-0.071%，未来的影响也将十分有限。

最悲观情况，中美贸易战对于行业的利润影响也很有限。针对中美双方加征关税的覆盖率、加征关税税率和进出口量，做出美方立场、中方立场和中间立场的情景假设分析，即便完全站在美方立场，停止所有中国钢材对美出口同时保持进口美国钢材低关税的情形，中国的钢铁行业利润也仅降低 0.055%。中立情况下，出口利润降低额仅占 0.007%；乐观情况下，中美贸易战对于行业的利润提升有一定帮助。

图 7：中国钢材出口基本面的情景分析

	出口收入占比	出口利润降低- 百万元	出口利润降低 额占比幅度	当年出口利 润降幅	出口利润占 比
美国立场	0.006%	313.012	0.055%	93.713%	0.004%
中立立场	0.090%	38.353	0.007%	11.174%	0.054%
中国立场	0.329%	-754.363	-0.134%	-206.837%	0.198%

资料来源：中国银河证券研究院

（三）经济企稳向好，“一带一路”助力提振钢材需求

2018年我国宏观经济下行压力加大，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%。而进入2019年，一季度多项经济和金融数据企稳向好。房地产开发投资同比增长11.8%，比1-2月份提高0.2个百分点；房屋新开工面积增长11.9%，提高5.9个百分点；基建投资增速4.4%，较去年高出0.6个百分点高于去年的3.8%。社融数据也同样好于预期。3月社会融资规模增量为2.86万亿元，同比大幅增加1.28万亿元；一季度社会融资规模增量累计为8.18万亿元，比上年同期多2.34万亿元；3月末社会融资规模存量为208.41万亿元，同比增长10.7%，好于市场预期。对于周期性的钢铁行业来说，经济的回暖势必会提振钢材的需求。

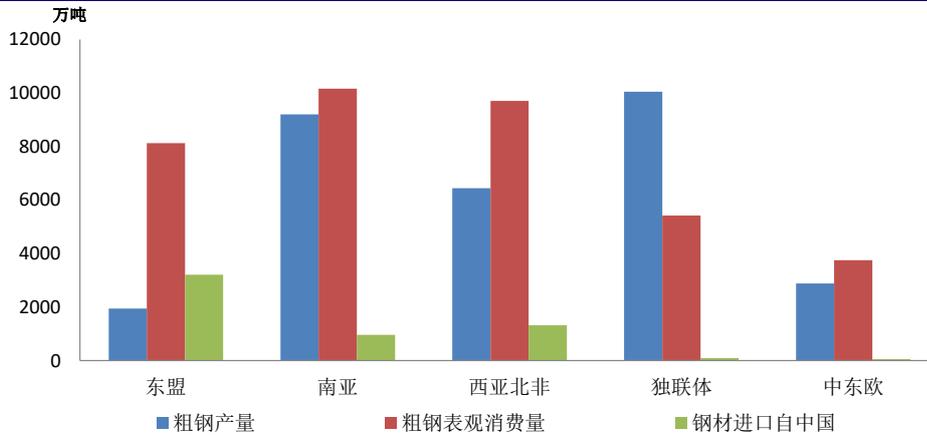
表 1：一带一路项目总结

项目	具体内容	备注
铁路建设	中老铁路、中泰铁路、雅万高铁、匈塞铁路等扎实推进	中国交建-沿线国家 10320 公里的公路, 95 个深水码头, 10 座机场, 152 座大桥, 以及 2080 公里的铁路; 中老铁路 2021 年通车、414 公里, 2022 年通车、中泰铁路 873 公里; 雅万高铁 150 公里; 匈塞铁路 350 公里, 2023 年完工; 一年 100 公里, 一公里一亿左右, 1000 亿左右。
港口建设	瓜达尔港、汉班托塔港、比雷埃夫斯港、哈里法港等项目稳步推进	瓜港-460 亿美元投资, 汉港-11 亿美元, 比港-3.5 亿欧元, 哈港-64 亿元
贸易进出口总额	中国与沿线国家超过 6 万亿美元	海关总署, 2018 年中国贸易进出口额超 30 万亿元; 年均增长 4%, 高于同期中国外贸的整体增速
直接投资额	900 亿美元, 年均增长 5.2%	2017 年基建投资完成额 17.3 万亿元, 同比增长 14.9%。
完成对外承包工程营业额	超过 4000 亿美元	中国不断强化服务保障, 鼓励企业到“一带一路”相关国家投资兴业。
沿线国家对华投资	超过 400 亿美元	不断放宽外资准入领域, 营造高标准的营商环境, 设立面向全球开放的 12 个自由贸易试验区, 并探索建设自由贸易港, 吸引沿线国家来华投资
亚洲基础设施投资银行	累计批准贷款 75 亿美元, 撬动其他投资近 400 亿美元	中国加快与沿线国家建设自由贸易区
丝路基金协议投资金额	110 亿美元, 实际出资金额 77 亿美元	按照基建投资粗略保守测算, 提振 1.76% 钢材需求

资料来源：一带一路工作领导小组，中国银河证券研究院

2013年9月，习近平主席提出共建“一带一路”的合作倡议，旨在通过加强国际合作，对接彼此发展战略，实现优势互补，促进共同发展，“一带一路”的国家发展战略就此开篇。2017年5月14日至15日，第一届“一带一路”国际合作高峰论坛在北京举行，高峰论坛成果清单主要涵盖政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通5大类，共76大项、270多项具体成果。其中中国与沿线国家的项目合作、基础设施建设和产业投资等方面将对钢铁行业的发展起到积极的作用，“一带一路”沿线国家建设对钢材产品的需求也将提振行业的发展。

图 8：一带一路沿线国家的钢铁行业进展



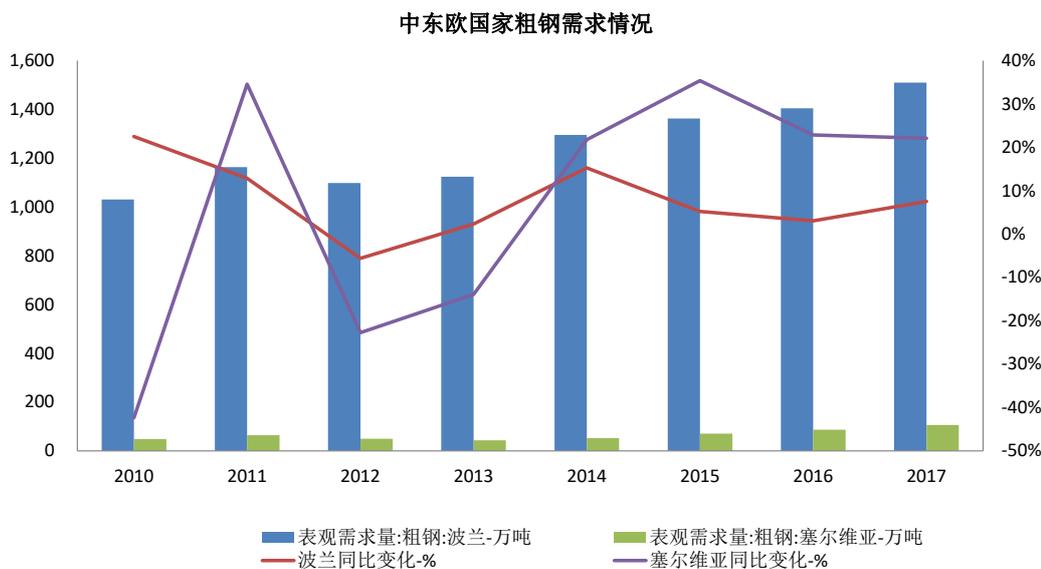
资料来源：中国联合钢铁网，中国银河证券研究院

注：东盟包括越南、泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡；南亚包括印度、巴基斯坦、孟加拉和斯里兰卡；西亚北非包括伊朗、土耳其、叙利亚、约旦、以色列、沙特阿拉伯、阿联酋、卡塔尔和埃及；独联体包括俄罗斯、乌克兰、白俄罗斯、阿塞拜疆和哈萨克斯坦；中东欧包括波兰、捷克、斯洛伐克、匈牙利、斯洛文尼亚、克罗地亚、罗马尼亚、保加利亚、阿尔巴尼亚、波黑、黑山、塞尔维亚、马其顿、希腊和塞浦路斯

据冶金工业规划研究院院长李新创在两会期间表示，钢铁行业作为中国制造的优势产业，是扩大国际产能合作的重点领域。特别是在“一带一路”建设的发展中，从资源开发到钢铁产能合作以及加工配套服务，钢铁行业都具有广阔的市场、巨大的发展空间。未来的钢铁行业可以在一带一路的发展战略中的海外投资、钢材配套服务和上下游产业带动等方面寻找发展契机。

海外投资方面，中国各类企业累计参与投资海外铁矿项目近 40 个，累计投资超过 300 亿美元。以中钢集团、首钢集团、中信集团、河钢集团等为代表的企业，相继在澳大利亚、秘鲁、南非、加拿大等国家投资开发了矿石项目，以及以河钢集团为代表的企业海外收购钢厂项目塞尔维亚斯梅代雷沃钢铁厂等逐步开展。

图 9：一带一路沿线代表国家的钢铁行业需求情况



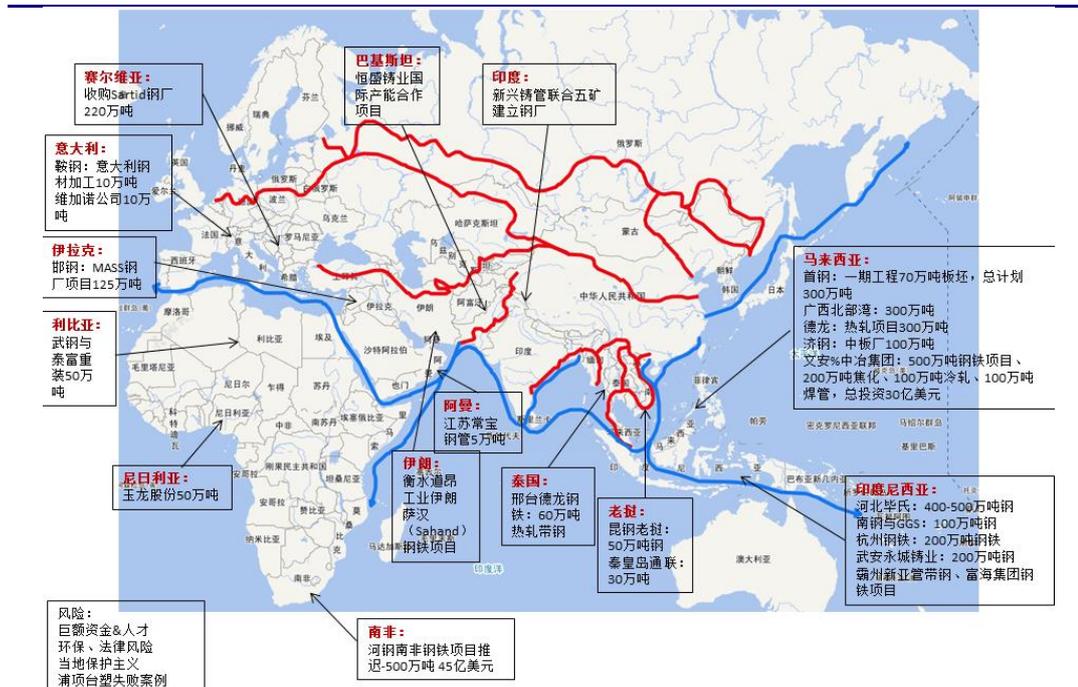
资料来源：国际钢铁协会，中国银河证券研究院

新华社北京4月25日电,中央宣传部25日向全社会发布河钢集团塞尔维亚公司管理团队的先进事迹,授予他们“时代楷模”称号;中宣部号召以他们为榜样,坚持与国家战略同向同行,加快中国企业“走出去”、拓展国际合作新空间。钢材加工配送方面,我国目前已经拥有450家钢材加工配送中心,年钢材加工配送能力超过5000万吨,随着“一带一路”建设的推进,我国西部地区和“一带一路”沿线国家钢材加工配送产业将面临巨大市场空间。行业上游原燃料方面,以铁矿石为例,中国2017年进口量达10.75亿吨,占到全球铁矿石贸易量的60%左右,行业的发展也将带动矿业市场和海运市场的发展繁荣。下游产业链方面,建筑业和制造业等下游产业的发展离不开钢铁工业,“一带一路”基础设施建设以及能源、高铁、核电等装备制造制造业的发展将会提振钢铁行业的需求。

表 2: 海外钢铁项目总结

钢企	项目
鞍钢	鞍钢继中标大沃风电工程供货任务后,独家中标巴基斯坦城市轨道交通项目8000吨钢轨需求合同
首钢	首钢捷克汽车零部件新工厂正式投产运营,总体设计的埃塞俄比亚首个大型工业园区顺利竣工。
宝武	宝武鄂钢获得中马友谊大桥的桥梁钢供货权,成为该桥梁项目的国内唯一供货企业。
河钢舞钢	河钢舞钢以高出竞争对手的价格,夺得哈萨克斯坦巴图达尔炼油厂二期设备制造1000吨抗硫化氢腐蚀钢订单。
包钢	包钢稀土高强钢加工制成的首批3000吨螺旋焊管用于埃及塞得港港口建设
南钢	南钢获得向土耳其卡赞碱矿加工项目提供所需8440吨钢板的全部订单
中冶赛迪	中冶赛迪与澳方签订新建联合钢厂设计和咨询合同
中钢设备	中钢设备与伊朗有关钢铁公司签署了100万吨钢厂项目的总承包合同

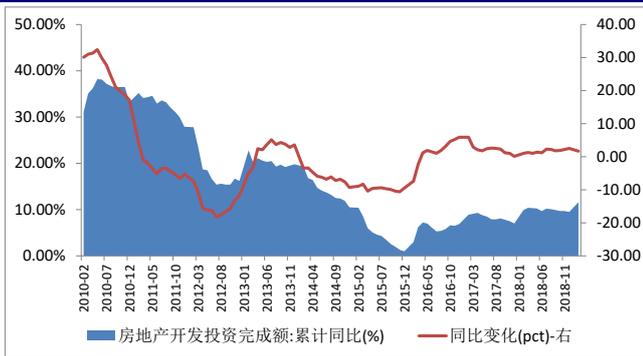
图 10: 一带一路沿线国家的钢铁行业产能合作、海外投资情况



资料来源: 国际钢铁协会, 中国银河证券研究院

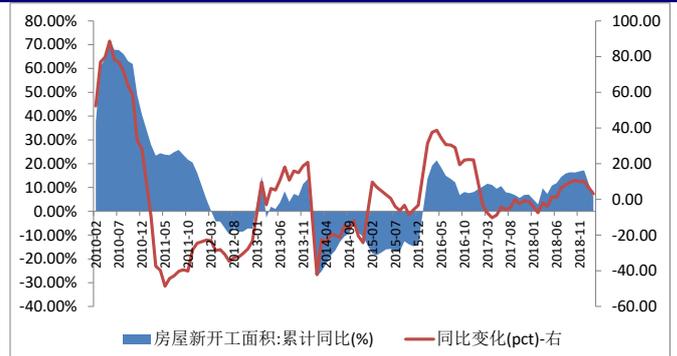
钢铁行业的下游行业主要是房地产、基建、机械、家电、汽车、船舶制造等。2018 年我国宏观经济下行压力加大，经济总量首次突破 90 万亿元，全年 GDP 增速为 6.6%，与预期几乎一致，然而较 2017 年实际 GDP 增速回落 0.3%。而进入 2019 年，1-4 月份经济数据稳中向好，房地产开发投资同比增长 11.9%，比 1-2 月份提高 0.1 个百分点；房屋新开工面积增长 13.1%，提高 1.2 个百分点；基建投资增速 4.4%，环比持平。对于周期性的钢铁行业来说，经济的回暖势必会提振钢材的需求。

图 11：房地产开发投资完成额增速及同比变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

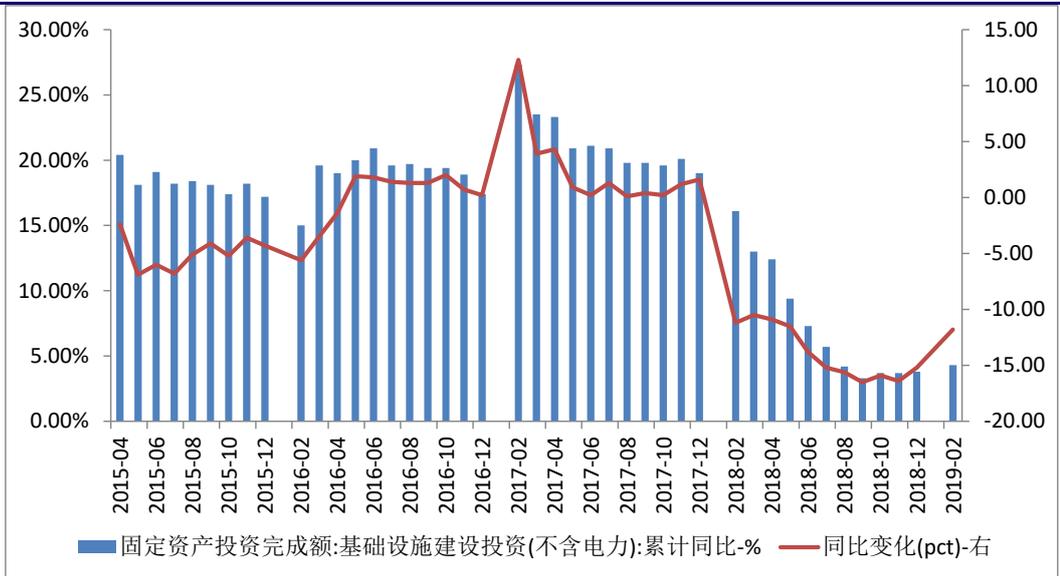
图 12：房屋新开工面积增速及同比变化



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 13：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

(四) 特钢需求快速增长，相关企业申请科创板上市

钢铁行业在去产能、出清无效产能的同时，也在积极提高产业结构和盈利水平。据国家统计局，2018 年中国生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，同比

分别增长 3%、6.6%和 8.5%；而同期特钢粗钢产量为 1.33 亿吨，与 1978 年相比，产量增长了近 40 倍，年均增长率为 10%左右；但是特钢在粗钢中占比仅 14.33%，其中高端特钢的占比仅 10%，对比发达国家 30%-50%的特钢高占比来说，随着我国工业化进程的深入推进，未来国内钢铁行业产品结构将逐步优化，特种合金材料在钢铁总产量中的比例也将提升，行业面临较大发展空间国内中高端特钢的未来发展较大。

高品质特种钢材归属于国家重点扶持的战略新兴产业项下的“先进钢铁材料”产业。合金材料包括高品质齿轮钢、高品质模具钢、特种不锈钢、高温合金和超高强度钢等国家重点鼓励发展的新材料产品主要应用于新能源风电、轨道交通及各类精密机械部件，需求增长较快。一方面，国内产品结构低端化，高端产品进口化的窘境，目前国内诸多关键合金材料仍为空白或依赖进口，未来进口替代的需求空间较大；另外，下游需求行业景气度较高，需求增长较快，带动特钢产业的发展，如风力发电行业，根据球风能理事会（GWEC）数据，2018 年全球海上风电累计装机容量为 23.30GW，较 2011 年复合增长率高达 41.4%，另根据交通运输部数据，2012 年我国高铁营业里程仅为 0.9 万公里，2017 年增长到 2.5 万公里，年均复合增长率高达 23%。

近期科创板受理公司广大特材就是特钢行业的代表，未来有望提升特钢板块估值。公司主要经营齿轮钢、模具钢和风电主轴等，公司不断强化自主创新能力，截至目前，累计获得专利 45 项，其中发明专利 19 项。公司的经营业绩高速增长，2017 年和 2018 年的营收为 11.27 亿元和 15.07 亿元，分别同比增长 29.40%和 33.80%；归母净利润 0.86 亿元和 1.34 亿元，分别同比增长 81.03%和 54.55%。对照日本大同和美国卡朋特等特钢公司 20-30 倍的估值，而目前 A 股特钢行业的平均估值仅为 11 倍，未来以广大特材为代表的特钢公司有望提升特钢行业的整体估值水平。

（五）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家数从 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。

（六）行业景气度向好

1. 行业利润达到新高，景气度向好

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%。据发改委，2018 年我国钢铁行业主营业务收入 7.65 万亿元，同比增长 13.8%；实现利润 4704 亿元，同比增

长 39.3%。2019 年一季度，中钢协会会员钢铁企业（以大中型钢企为主）实现销售收入 9685 亿元，同比增长 12.81%；销售成本 8774 亿元，同比增长 18.18%，成本增幅大于收入增幅；实现利润总额 375 亿元，同比下降 30.2%；但是 3 月份利润总额 169 亿元，比 1、2 月份有所改善。

图 14：钢铁行业利润及变化

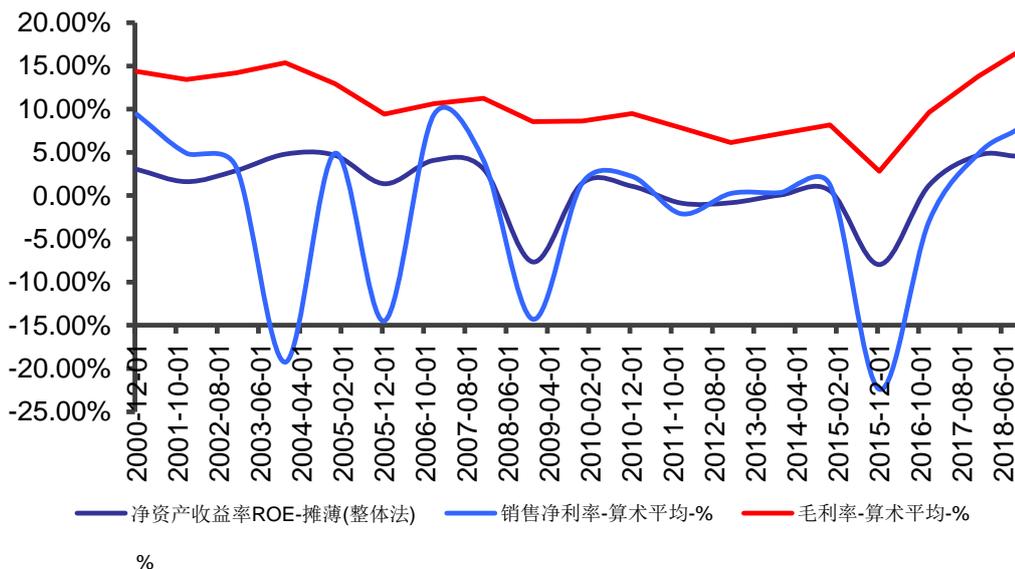


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

2. 杜邦分析：供改以来 ROE 逐渐提升

目前行业的平均动态 ROE 为 10.55%。通过杜邦分析发现,ROE 较高来源于高净利润率 4.86%、高资产周转率 0.23 和资产负债率 49.80%。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。

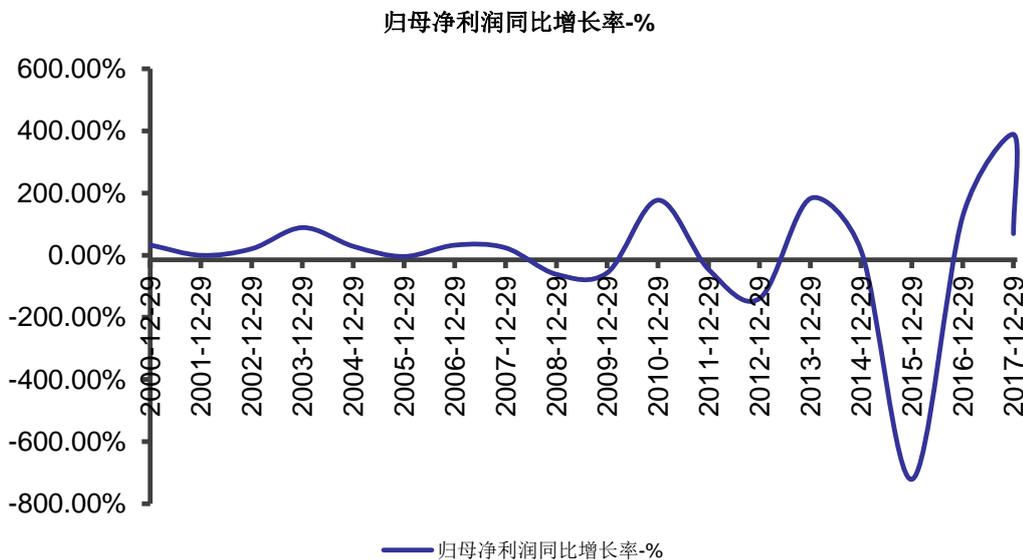
图 15：钢铁行业的杜邦分析指标的历史演变



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逐渐提高，行业景气度上升

图 16：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

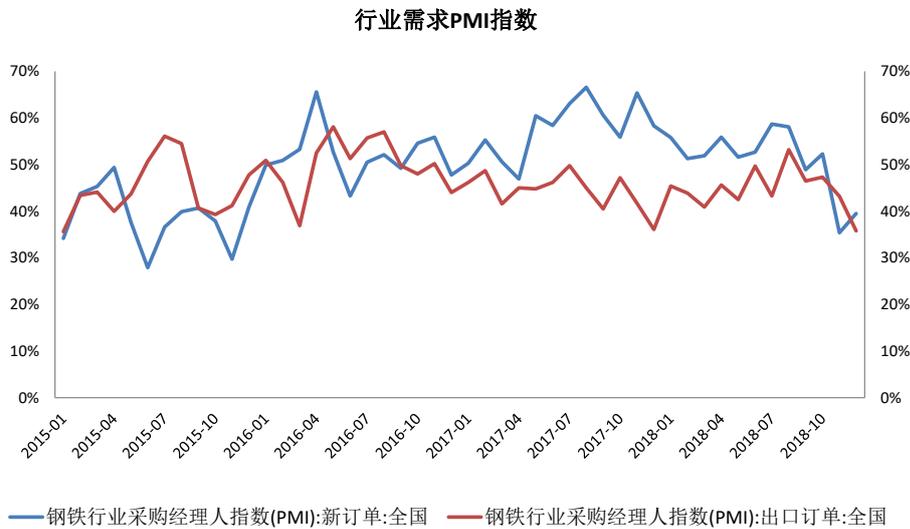
通过财务分析，行业毛利率 16.29%，相比历史处于高位，但是从长期来看行业的盈利能力较弱；期间费用率 6.71%，经营获取现金利润的质量较高，现金流/净利润比例为 186.48%；负债率合理适中，资产负债率 55.36%；营收成长和净利润同比增长率分别为 22.95%和 56.45%，目前行业盈利水平和景气度仍然较高。据中钢协，一季度会员钢铁企业销售利润率 3.87%，同比下降 2.39 个百分点，但是相比供改之前行业盈利能力仍然处于高位。

二、钢铁行业处于成熟期，供需关系持续改善

(一) 中长期钢材需求韧性仍存，库存去化效果显著

行业需求 PMI 指数仍然荣枯分水线以下，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。2019 年四月份的新订单 PMI 指数高于荣枯分水线为 56.55，高于 2018 年的水平。

图 17: 行业需求 PMI 指数



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

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 18: 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特色的主营业务；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：国家层面去产能任务完成，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，2019 年两会期间河北省又提出 2019 年继续去产能 1400 万吨。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 19：十三五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；4 月中旬全国重点钢铁企业粗钢日均产量 200.57 万吨，环比增长 2.59%。

图 20：国内高炉开工率

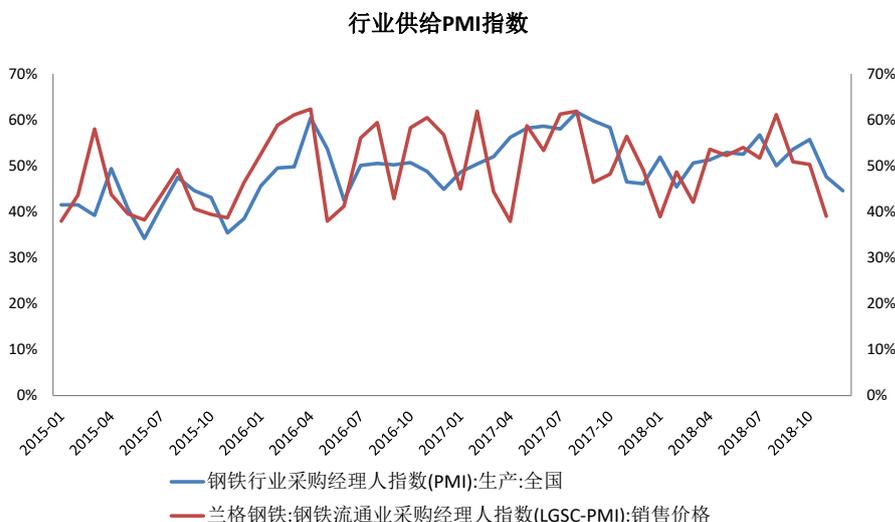


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

(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，低于荣枯分水线，未来产业发展快速发展的可能性较小。截止 2019 年 4 月 26 日，全国高炉开工率为 70.58%，在需求旺盛的四月传统旺季，开工率达到前期高点。

图 21：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。

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%以上的铁矿石均来源于进口，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年同比降低了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

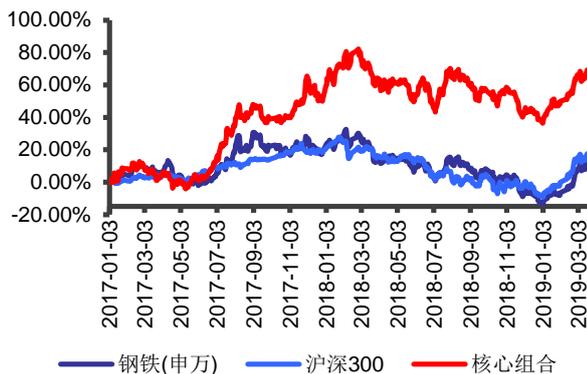
（一）钢铁行业市值占比下降：上市家数 33 家，A 股市值占比降低

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

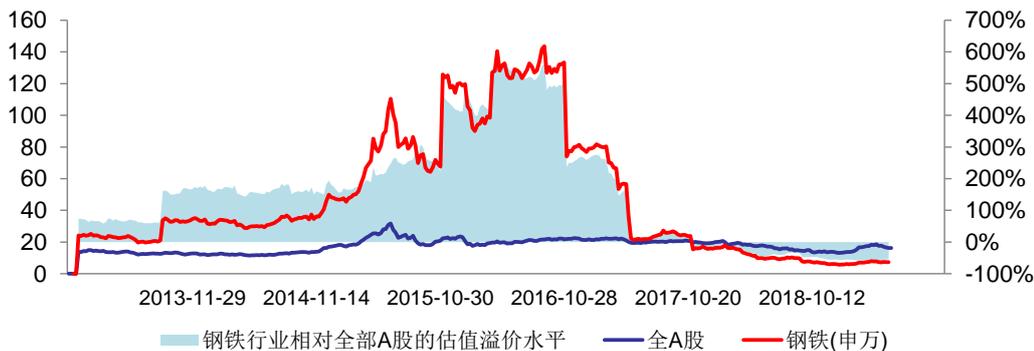
图 22：钢铁行业市场表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

截至2019年05月24日，钢铁行业一年滚动市盈率为7.36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%。目前钢铁行业的估值水平较低，具有长期的投资价值。

图 23：钢铁行业估值及溢价分析

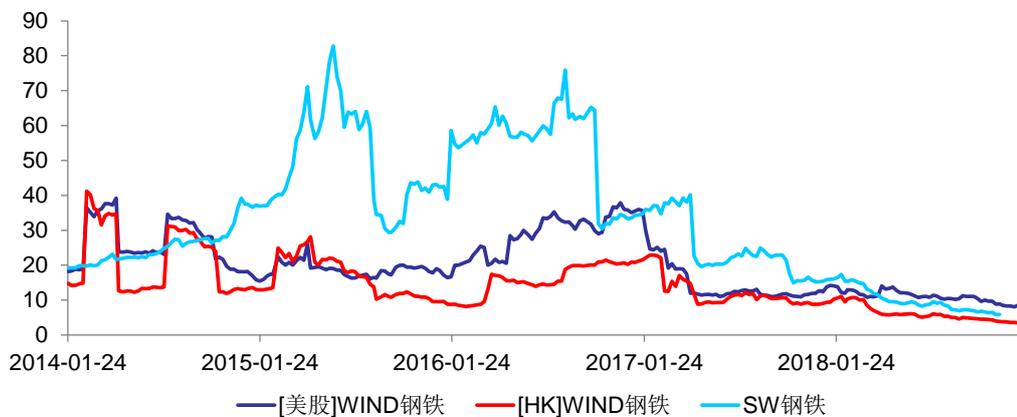


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（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。国内钢铁行业的估值尚具有一定的优势，同时行业盈利情况优于美股钢铁企业，未来仍有一定修复的空间。

图 24：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

宏观经济金融数据企稳向好，行业盈利水平仍处高位，行业景气度向好。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。未来经济预期的进一步改善、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、环保影响小、产业链延伸等结构性机会。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。

（二）股票池：

一季度经济金融数据企稳向好，地产基建需求逐步回暖，叠加钢材低库存，钢价有一定支撑。钢铁行业供需关系持续改善的同时，一带一路国家战略稳步推进，看好未来钢铁行业的发展。建议关注受到环保影响小、成本控制能力优秀的南方钢厂三钢闽光（002110.SZ）；受益于行业集中度不断提高的行业龙头宝钢股份（600019.SH）；下游需求快速增长、兼并重组的特钢企业大冶特钢（000708.SZ）；国家“一带一路”战略的先行者、具有规模优势的河钢股份（000709.SZ）等。近期铁矿石价格上涨主要由巴西矿难和澳洲飓风影响的持续发酵引发，产量的影响经过了四个月的积累传导到价格终端。

表 3：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

插图目录

图 1: 钢铁行业在国民经济中的占比情况	3
图 2: 粗钢产量情况	4
图 3: 美国钢材进口结构	4
图 4: 对美出口占比情况	5
图 5: 进口美国钢材占比	5
图 6: 对美出口利润占比的二元敏感性分析	6
图 7: 中国钢材出口基本面的情景分析	6
图 8: 一带一路沿线国家的钢铁行业进展	8
图 9: 一带一路沿线代表国家的钢铁行业需求情况	8
图 10: 一带一路沿线国家的钢铁行业产能合作、海外投资情况	9
图 11: 房地产开发投资完成额增速及同比变化	10
图 12: 房屋新开工面积增速及同比变化	10
图 13: 基建类固定资产投资增速及同比变化	10
图 14: 钢铁行业利润及变化	12
图 15: 钢铁行业的杜邦分析指标的历史演变	12
图 16: 钢铁行业的财务分析指标的历史演变	13
图 17: 行业需求 PMI 指数	14
图 18: 钢材库存变化情况	14
图 19: 十三五规划去产能的完成情况	15
图 20: 国内高炉开工率	16
图 21: 行业供给 PMI 指数	16
图 22: 钢铁行业市场表现	20
图 23: 钢铁行业估值及溢价分析	20
图 24: 国内外钢铁行业估值分析	21

表格目录

表 1: 一带一路项目总结	7
表 2: 海外钢铁项目总结	9
表 3: 股票池	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