

钢铁 II

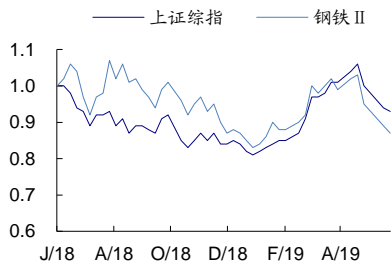
行业估值系列专题

超配

(维持评级)

2019年05月30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(5月20日-5月26日):供需两旺,成本支撑螺纹价格上行》——2019-05-27  
 《钢铁行业估值系列专题:供改后的钢铁板块估值》——2019-05-22  
 《钢铁行业周报(5月13日-5月19日):矿价突破百元大关,钢厂盈利仍有韧性》——2019-05-20  
 《钢铁行业周报(5月6日-5月12日):高产量下钢厂利润双向承压》——2019-05-13  
 《钢铁行业2019年5月投资策略暨2018年年报及2019年一季度总结:盈利压力与韧性并存》——2019-05-10

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号: S0980510120027

行业专题

自上而下看钢铁行业估值

● 钢铁板块估值的四阶段

回溯历史,我们可以看到钢铁板块走势相对于上证综指表现出更大的弹性,在业绩波动外,市场对于行业未来走势的心理预期的过度乐观或过度悲观可以部分解释这一现象。按照行业实际业绩情况和对于预期判断的不同,行业估值走势大致可分为四个阶段。预期改善/变差,估值主动上升/下降;业绩下行/提升,估值被动上升/下降。

● 宽信用是估值企稳的领先指标

钢铁行业作为典型的周期行业,行业盈利与宏观经济紧密联系,板块估值的主动抬升来源于市场对于钢铁行业盈利预期的改善。回溯2007年来钢铁板块估值情况,历次估值走出底部的过程具有相似性,在降准降息政策后,商品房销售回暖前,或者说在看到货币政策刺激,市场信用环境扩张以及需求预期改善后,往往钢铁股估值会触底反弹。逻辑链条可以简单归纳为:货币宽松/政策刺激→信用扩张/地产放松→预期改善→估值提升。在土地经济特征下,M1-M2剪刀差的变动与钢铁板块市盈率变动表现出了很高的一致性。

● 先行信号待考验,估值拐点或临近

当前,宏观经济企稳态势明显,宽货币正在向宽信用传导,但宽信用的格局尚待进一步验证。房地产方面,政策仍在不断调整,房企拿地意愿的下降或抑制后期新开工面积增速;地产政策的严格制约,也使资金向房地产行业流向受阻,整体尚未看到对于钢材需求改善的明确利好。行业预期悲观的背景下,钢铁行业估值或继续在低位徘徊,但向上的机会已在酝酿。

● “宽信用”环境下板块易取得超额收益

基于对2008-2018年数据的统计,我们可以清晰地看到以“信用”为分界,钢铁板块在“宽信用”环境下有显著的相对正收益,特别是在“宽货币+宽信用”环境下,超额收益明显。每一轮货币政策宽松,逐步带动信用扩张,以及房地产行业平稳健康发展预期,往往伴随着市场对于钢铁板块的盈利预期改善,心理面变化带动估值提升,进而使钢铁板块在“宽货币+宽信用”组合下表现出更大的向上弹性,跑赢大盘。

● 个股估值存上升空间。

当前,宽货币政策已逐步带动信用扩张,下一阶段,随着宽信用环境的确定,市场对于钢铁板块的预期或迎来改善,估值有望得到抬升。在估值提升阶段,估值弹性高的标的更易于取得超额收益,可关注方大特钢、柳钢股份、新钢股份。

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	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600507	方大特钢	增持	9.79	14,194	1.35	1.60	7.3	6.1
601003	柳钢股份	增持	6.98	17,888	1.05	1.18	6.6	5.9
600782	新钢股份	增持	5.11	16,294	0.93	1.00	5.5	5.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

钢铁板块估值变化受到业绩与预期的双重影响。按照行业实际业绩情况和对于预期判断的不同，行业估值走势大致可分为四个阶段。预期改善/变差，估值主动上升/下降；业绩下行/提升，估值被动上升/下降。

钢铁行业作为典型的周期性行业，盈利情况与宏观经济以及房地产行业紧密联系。估值走出底部区间，离不开行业预期的改善，逻辑链条可以简单归纳为：货币宽松/政策刺激→信用扩张/地产放松→预期改善→估值提升。当前，宏观经济企稳态势明显，宽货币正在向宽信用传导，但宽信用的格局尚待进一步验证。房地产方面，政策仍在不断调整，但整体尚未看到对于钢材需求改善的明确利好。钢铁行业估值或继续在低位徘徊，但向上的机会已在酝酿。

基于对 2008-2018 年数据的统计，我们可以清晰地看到以“信用”为分界，钢铁板块在“宽信用”环境下有显著的相对正收益，特别是在“宽货币+宽信用”环境下，超额收益明显。下一阶段，随着宽信用环境的确定，市场对于钢铁板块的预期或迎来改善，估值有望得到抬升。在估值提升阶段，估值弹性高的标的更易于取得超额收益，可关注方大特钢、柳钢股份、新钢股份。

### 核心假设或逻辑

第一，我们认为市场对于行业未来盈利走势心理预期的过度乐观或过度悲观会影响行业估值变动。在预期未来经济转好，地产开工上升时，市场会普遍预期钢价上涨，钢铁行业盈利能力将提升，愿意给钢铁行业更高的估值。

第二，我们认为我国土地经济特征仍然较为突出。房地产行业与货币政策紧密联系，市场资金宽松往往会带动房地产销售增速以及新开工面积增速的上升。

第三，房地产是钢材最主要的下游消费领域。钢价变化与房地产开发投资变动情况在较长的时间里保持一致。

### 与市场预期不同之处

我们认为经过供给侧结构性改革，行业盈利能力得到了确定性的提高，即使需求下滑，钢厂盈利仍能保持合理水平。

我们不仅考虑行业基本面情况，也注重从宏观视角出发，分析经济政策、房地产行业对于钢铁行业估值变动的影响。

### 股价变化的催化因素。

第一，行业盈利能力的变化。

第二，行业估值水平的变化。

### 核心假设或逻辑的主要风险

行业需求端出现超预期下滑。

## 内容目录

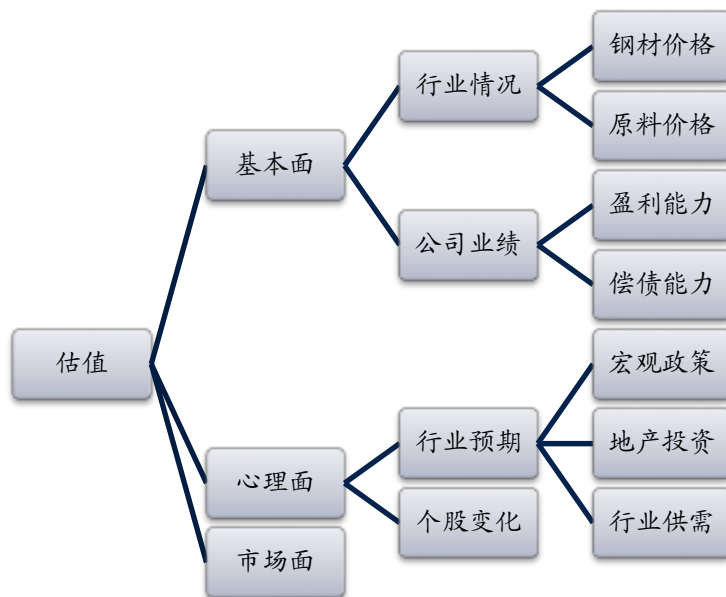
钢铁板块估值的四阶段.....	5
宽信用是估值企稳的领先指标.....	9
2008.6-2009.4.....	9
2011.11-2014.11.....	11
M1-M2 对钢铁估值影响的传导路径.....	13
先行信号待考验，估值拐点或临近.....	16
宽货币逐步向宽信用传导.....	16
地产政策严格.....	16
行业供需两旺，钢价尚处高位.....	17
“宽信用”环境下板块易取得超额收益.....	19
把握估值修复机会.....	21
风险提示.....	23
国信证券投资评级.....	25
分析师承诺.....	25
风险提示.....	25
证券投资咨询业务的说明.....	25

## 图表目录

图 1: 钢铁板块估值分析逻辑 .....	5
图 2: 行业估值及业绩情况 (元/吨) .....	6
图 3: 申万钢铁估值及螺纹钢价格 (元/吨) .....	6
图 4: 申万钢铁单季归母净利润情况 (亿元, %) .....	7
图 5: 房屋新开工面积、竣工面积及商品房销售面积累积同比 (%) .....	7
图 6: 申万钢铁 PE 分析 .....	8
图 7: 申万钢铁 PB 分析 .....	8
图 8: 2008 到 2009 年间各项指标时间关系 .....	10
图 9: 2008-2009 年 M1 与 M2 剪刀差 (%) .....	10
图 10: 2008-2009 年基建投资增速 (%) .....	10
图 11: 2008-2009 年商品房销售面积增速 (%) .....	11
图 12: 2008-2009 年上海螺纹钢现货价格 (元/吨) .....	11
图 13: 2008-2009 年钢铁 (申万) 估值 .....	11
图 14: 2008-2009 年钢铁 (申万) 及上证综指走势 .....	11
图 15: 2011 到 2015 年间各项指标时间关系 .....	11
图 16: 2011-2014 年 M1 与 M2 剪刀差 (%) .....	12
图 17: 2011-2014 年基建投资增速 (%) .....	12
图 18: 2011-2014 年商品房销售面积增速 (%) .....	12
图 19: 2011-2014 年上海螺纹钢现货价格 (元/吨) .....	12
图 20: 2011-2014 年钢铁 (申万) 估值 .....	13
图 21: 2011-2014 年钢铁 (申万) 及上证综指走势 .....	13
图 22: M1 与 M2 剪刀差及申万钢铁 PE (%) .....	13
图 23: M1-M2 对估值影响的传导路径 .....	14
图 24: M1 与 M2 剪刀差及上证综指 (%) .....	14
图 25: M1 与 M2 剪刀差及商品房销售面积增速 (%) .....	15
图 26: 2018-2019 年 M1 与 M2 剪刀差 (%) .....	16
图 27: 2018-2019 年社融增速 (%) .....	16
图 28: 2018-2019 年商品房销售面积增速 (%) .....	17
图 29: 2018-2019 年房屋新开工面积增速 (%) .....	17
图 30: 2018-2019 年房屋施工面积增速 (%) .....	17
图 31: 2018-2019 年本年购置土地面积增速 (%) .....	17
图 32: 五大钢材社会库存 (万吨) .....	18
图 33: 五大钢材厂内库存 (万吨) .....	18
图 34: 2018-2019 年基建投资 (不含电力) 增速 (%) .....	18
图 35: 2018-2019 年上海螺纹钢现货价格 (元/吨) .....	18
图 36: 2018-2019 年钢铁 (申万) 估值 .....	18
图 37: 2018-2019 年钢铁 (申万) 及上证综指走势 .....	18
图 38: 申万钢铁板块估值及相对收益情况 .....	19
表 1: 钢铁板块估值的四个阶段 .....	5
表 2: 钢铁板块估值底部区间情况 .....	9
表 3: 货币信用环境与钢铁行业情况 .....	20
表 4: “货币+信用”组合下钢铁板块收益情况 .....	20
表 5: 钢铁上市公司 PE TTM (剔除负值) 情况 .....	22
表 6: 钢铁上市公司 PB 情况 .....	22

市盈率和市净率是钢铁行业估值的常用方法。我们认为钢铁行业作为典型的周期性行业，其估值变化受到基本面、心理面以及市场面的综合影响，各个方面因素如何影响钢铁板块估值是本系列报告试图探讨的问题。

图 1：钢铁板块估值分析逻辑



资料来源：国信证券经济研究所整理

回溯历史，我们可以看到钢铁板块走势相对于上证综指表现出更大的弹性，2007-2018 年间的 48 个季度中，在大盘上涨的 22 个季度中，申万钢铁板块跑赢 18 次，在大盘下跌的 26 个季度中，钢铁板块跑输 21 次。

在一定程度上，市场对于行业未来走势的心理预期的过度乐观或过度悲观可以解释这一现象。事件利好，市场的心理和预期会向好，市场估值会脱离基本面跟随预期上涨；事件利空，则市场的心理和预期会转差，市场估值会提前向下反映出一致预期。本篇报告将从心理面出发，分析经济政策、房地产行业对于钢铁行业估值变动的的影响。

## 钢铁板块估值的四阶段

回顾历史，我们可以看到申万钢铁板块走势变化及相对上证综指的超额收益变化与钢铁行业自身盈利变化并不同步，在基本面之外，心理预期起到了很大影响。钢铁板块估值的变化受到业绩与预期的双重影响。按照行业实际业绩情况和对于预期判断的不同，行业估值走势大致可分为四个阶段。

表 1：钢铁板块估值的四个阶段

	主动	被动
上升	预期改善	业绩下行
下降	预期变差	业绩提升

资料来源：国信证券经济研究所整理

我们很难用数据去验证钢铁板块估值的上升是因为预期的改善还是业绩的下行，两个维度往往是同时存在的。比如预期改善往往发生在业绩仍在下行的阶段，两方面原因均会使估值上升。但回溯历史，我们可以看到心理层面因素的影响会使行业估值出现超过基本面因素影响的幅度变动。

图 2: 行业估值及业绩情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业预期反应的是市场对于宏观经济以及行业盈利的预判。在政策导向下，如宽松的货币政策，刺激固定资产投资会带来钢材消费增加，钢价提升，盈利预期改善，而紧缩性货币政策或是房地产严控等将使行业预期转差。

**估值主动上升的原因是预期改善，市场预期未来经济转好，钢价或上涨，钢铁行业盈利能力将提升，愿意给钢铁行业更高的估值。**

2009 年，在宽松的货币政策下，大量资金流入股市，在四万亿的刺激计划下，市场对钢价走势一致看好，估值做出直接反应，大幅抬升。

2014 年，货币政策有所放松，地产政策由调控转向刺激，930 提出加大对保障性安居工程建设的金融支持；积极支持居民家庭合理的住房贷款需求；增强金融机构个人住房贷款投放能力；继续支持房地产开发企业的合理融资需求。钢铁行业需求预期全面转好，叠加铁矿石价格下跌带来了钢铁行业盈利上升，钢铁行业被市场给予了较大希望，行业估值出现了阶段性的抬升。

2016 年，随着供给侧结构性改革的推进，钢铁行业供给侧持续去产能，行业供需格局得到大幅改善，钢价开始回暖，业绩预期改善，盈利水平有望持续提升，板块估值也出现上升。

图 3: 申万钢铁估值及螺纹钢价格 (元/吨)

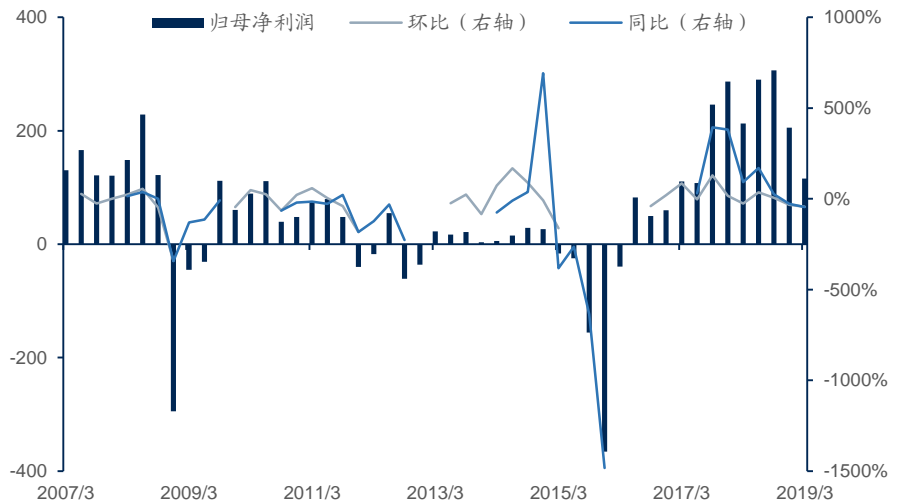


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**估值被动下降阶段是业绩提升的结果。**在估值已经上升到极高的水平上，对于业绩增速的预期不支持估值进一步上升，业绩改善的基本面也逐步得到兑现后，估值随着行业实际情况的改善而逐步向合理水平回归。

2010年，钢价上行，行业盈利高位保持，行业估值持续回落。同样的情况也发生在2016-2018年，行业盈利高位，估值水平回落。

图 4: 申万钢铁单季归母净利润情况 (亿元, %)



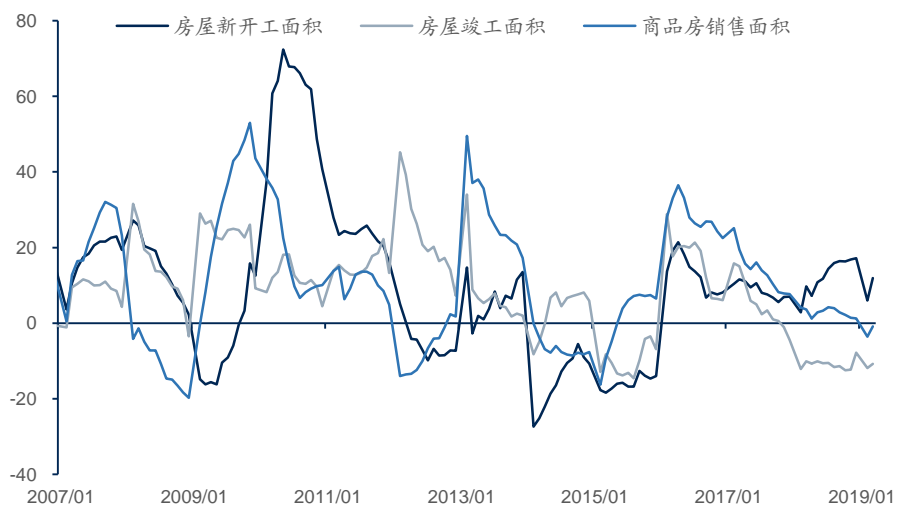
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**估值主动下降的原因是预期变差。**此阶段，行业业绩或许尚未掉头向下，但在对宏观经济或行业的担忧下，市场预期业绩有下行风险，此时，估值进一步下探。

2010年，市场流动性逐步收紧，房地产行业密集出台调控政策，新国十条发布，各地逐步落实中央确定的房地产市场调控政策，采取坚决的措施，遏制房价的过快上涨下，市场对钢铁行业开始悲观转向，估值向下。

2018年，地产调控，提出坚决遏制房价上涨，房地产企业资金紧张，土地流拍增加，地产行业悲观预期愈发浓厚，市场对钢铁需求下行的担忧下，钢铁板块呈现出高盈利但估值持续向下的特点。

图 5: 房屋新开工面积、竣工面积及商品房销售面积累积同比 (%)



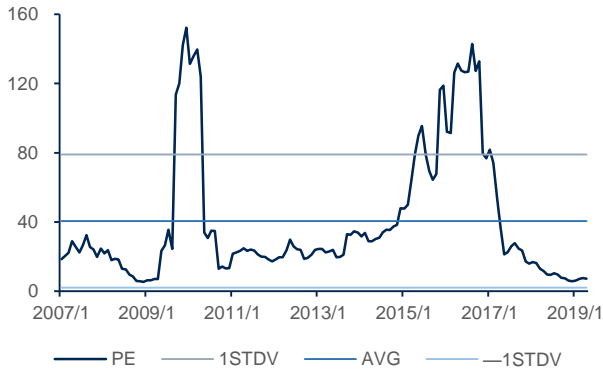
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

估值被动上升阶段是业绩下行的结果。在估值已落到底部区间后，随着前期悲观预期逐步转为现实，钢价走低，行业盈利转差，导致行业估值被动抬升。

2011年，螺纹钢价格触顶，开始了长达五年的下滑过程，行业盈利底部震荡，在2015年出现全行业亏损的局面。期间，钢铁板块估值被动上行。

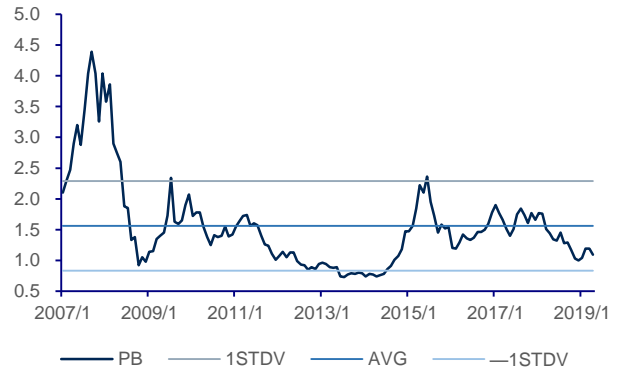
钢铁板块估值与行业业绩和市场预期紧密联系，心理面对于板块估值的影响不容忽视。当前，在对于房地产未来走势对钢铁行业需求影响的预期中，市场对于钢铁行业盈利的悲观预期使钢铁板块估值下跌至历史低位，截至5月27日，申万钢铁板块PE、PB分别为7.4、1.0。

图 6: 申万钢铁 PE 分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 申万钢铁 PB 分析



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



## 宽信用是估值企稳的领先指标

我们以 PE 小于 15x 或 PB 小于 1.2x 作为估值底部区间的标志，则从 2007 年至今，钢铁板块经历了 4 次低估值的过程。其中相对时间较长，估值较低的三次分别是 2008 年 6 月到 2009 年 4 月，2011 年 11 月到 2014 年 11 月，以及 2018 年 3 月到目前。

钢铁行业作为典型的周期行业，行业盈利与宏观经济紧密联系，估值的底部往往处于宏观经济疲软阶段。板块估值的主动抬升来源于市场对于钢铁行业盈利预期的改善，而盈利改善的前导因素是行业供需改善的预期，这与房地产行业的回暖相关，进而又与经济的复苏紧密联系。因此我们讨论钢铁板块估值企稳的领先指标就需要从经济政策出发，探讨货币目标以及信用实效的变化对板块影响。

回溯历史，历次估值走出底部的过程具有相似性，在降准降息政策后，商品房销售回暖前，或者说在看到货币政策刺激，市场信用环境扩张以及需求预期改善后，往往钢铁股估值会触底反弹。逻辑链条可以简单归纳为：

**货币宽松/政策刺激→信用扩张/地产放松→预期改善→估值提升**

**表 2：钢铁板块估值底部区间情况**

	2008.6—2009.4	2010.9—2010.12	2011.11—2014.11	2018.3—2019.3
PE_TTM 最小值	5.34	12.72	16.6	5.69
PB 最小值	0.89	1.38	0.72	0.98
M1-M2, %	剪刀差转负不断扩大至 09 年 1 月的 -12.1 后逐步收缩	剪刀差为正, 但随后开启了长达 57 个月的负剪刀差	剪刀差为负, 最低点出现在 2014 年 1 月, 为 -12.0	剪刀差为负且不断扩大, 至 19 年 1 月触底回升
房地产开发投资累积同比, %	增速从 33.5 回落至 09 年 2 月的 1.0, 随后逐步提升	增速在 30 以上	增速从 29.9 震荡下行至 11.9	18 年增速在 9-10 间震荡, 19 年升至 11 以上
房地产新开工面积累积同比, %	增速从 19.1 下滑至 -15.6, 到 09 年 10 月转正	增速从 63.1 下滑到 40.7	12、14 年为负增长, 13 年为正增长	增速从 9.7 上升至 17.2 后回落至 11.9
商品房销售面积累积同比, %	增速从 -7.2 降至 08 年 12 月 -19.7 后上升转正	增速从 8.2 上升到 10.1	从 12 年 2 月 -14.0 增至 13 年 2 月 49.5 后回落至 14 年 11 月 -8.2	18 年保持低速度增长, 累积同比在 1.3 至 4.2 间震荡, 19 年转负
基础设施建设投资累积同比, %	增速从 08 年 2 月的 3.6 持续上涨至 09 年 6 月的 50.8	增速在 18-20 间	从 12 年 2 月低点 -2.4 上升到 20 左右增速并保持	增速从 13.0 下滑至 18 年 9 月的 3.3 后企稳
钢价, 元/吨	下降, 从 5700 下降至 3300	小幅上升	下降, 从 4400 下降到 2800	冲高回落
盈利	下降	小幅上升	下降	高位回落

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 2008.6-2009.4

从宏观政策层面看，2008 年年初政府工作报告提出“实行稳健的财政政策和从紧的货币政策”，但在世界金融危机影响日益严峻后，中央经济政策方针转变为同年 11 月国务院常务会议上的“当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，并提出“四万亿”的政策刺激计划。央行在 2008 年 9 月宣布下调一年期贷款基准利率 0.27%，由此开始至 2018 年 12 月，共开展了 5 次降息和 3 次降准。M1 与 M2 剪刀差在 2008 年 5 月转负后不断下挫至 2009 年 1 月跌至 -12.1% 后逐步提升的过程。

图 8: 2008 到 2009 年间各项指标时间关系



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

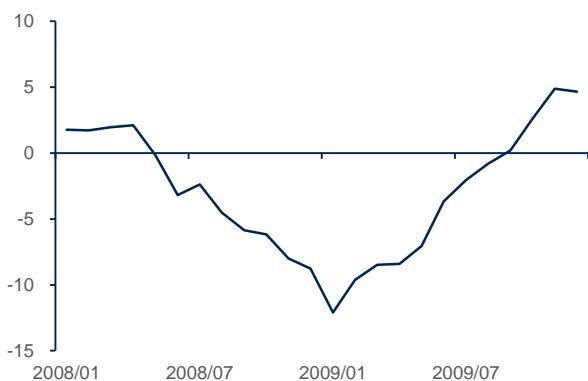
从房地产行业看, 房地产建设的一般顺序是购买土地、开工建设、销售, 从实际数据的变化情况来看, 则呈现了相反的顺序, 即商品房销售在前, 土地购置面积等在后。这与房地产市场的融资方式及市场情况有关, 地产企业销售回笼资金的速度会影响土地购置、开工情况, 数据表现出商品房销售面积增速触底早于新开工面积增速触底的现象。

2008 年初, 商品房销售面积增速转负, 房地产开发投资增速和房屋新开工面积增速也表现出不同程度的下滑。2008 年 3 季度开始地方房地产调控政策开始出现松动迹象, 开始鼓励买房, 12 月国常会研究部署促进房地产市场健康发展的政策措施。2008 年 12 月商品房销售面积增速跌至 -19.7%; 2009 年 2 月, 房地产开发投资增速降至 1.0%; 2009 年 3 月, 房屋新开工面积增速降至 -16.2%。

从钢铁行业看, 受供需关系恶化, 上海螺纹钢价格从 2008 年 6 月历史高点的 5710 元/吨掉头向下, 2009 年 4 月, 最低跌至 3150 元/吨, 不到一年的时间, 钢价近乎腰斩。钢价下跌下, 行业盈利也快速收缩。

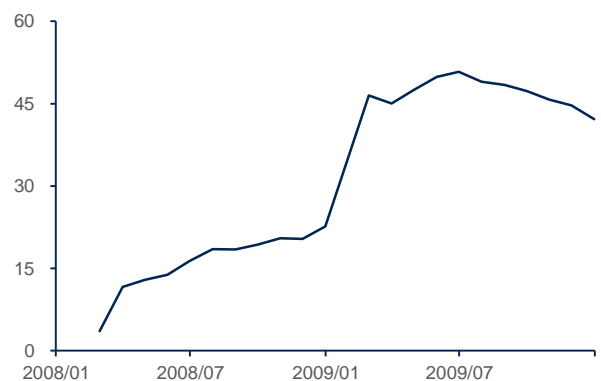
从板块估值看, 随着政策刺激, 预期改善, 估值在 2008 年 11 月见底; 随着市场流动性改善, 基建投资托底钢材需求, 房地产消费改善, 钢铁板块估值逐步走出阴霾, 行业基本面也出现了阶段性的改善。

图 9: 2008-2009 年 M1 与 M2 剪刀差 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2008-2009 年基建投资增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2008-2009 年商品房销售面积增速 (%)



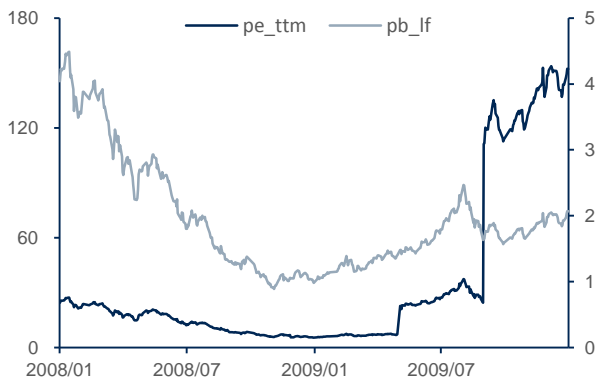
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2008-2009 年上海螺纹钢现货价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 2008-2009 年钢铁 (申万) 估值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2008-2009 年钢铁 (申万) 及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2011.11-2014.11

从宏观政策层面看, 2011 年, 欧债危机加剧, 我国经济下行趋势显现, GDP 季度增速破 10。到 2014 年, 我国经济增速不断下滑, 进入了经济增长速度的换挡期。期间财政政策则维持在比较积极的水平, 2011 年 12 月央行开展了自 2009 年后的首次降准, 在 2012 年 6 月完成了三年来的首次降息, 一定程度上释放了货币政策转变信号, 到 2014 年底, 共开展了三次降息, 三次降准。期间, M1 与 M2 剪刀差持续为负, 最低点为 2014 年 1 月的-12.0%。

图 15: 2011 到 2015 年间各项指标时间关系



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从房地产行业看，2011年下半年起，房地产开发投资增速、房屋新开工面积增速、商品房销售面积增速均开始下滑。2011年8月，地方限购政策微调。到2012年2月商品房销售面积增速转负，同年4月，房屋新开工面积增速转负。相关刺激下，房地产市场回暖，2013年，商品房销售面积增速大幅上行，房屋新开工面积增速转正，地产政策再度收紧。2014年，销售及新开工增速再度转负，同年2季度，地方房地产政策率先松动，5月央五条提出优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，后续各城市限购政策陆续放开，再到9月《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》出台。2015年2月商品房销售面积增速跌至-16.3%；2015年3月，房屋新开工面积增速降至-18.4%；2015年12月，房地产开发投资增速降至1.0%。

从钢价上看，前期产能扩张导致钢铁行业供给过剩问题突出，在需求下行下，钢价经历了漫长的下行过程。2011年，上海螺纹钢价格最高为4970元/吨，到2014年11月跌至2830元/吨。其后，钢价继续下行，至2015年底跌至1690元/吨，直到供给侧结构性改革发力，行业格局扭转。

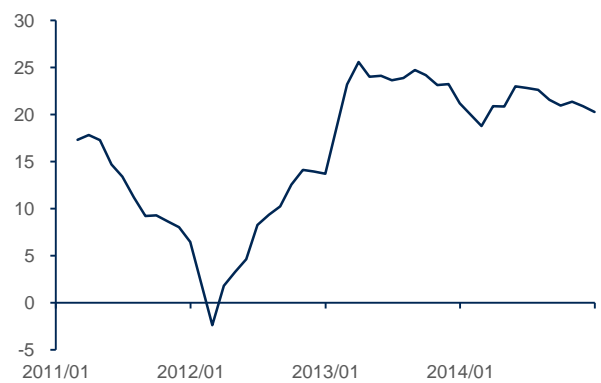
板块估值方面，钢铁板块估值先于行业一年多的时间回暖，一是因为市场流动性改善，二是因为地产政策有所松动，三是因为铁矿石价格下跌带来了钢铁行业盈利上升，钢铁行业被市场给予了较大希望。

图 16: 2011-2014 年 M1 与 M2 剪刀差 (%)



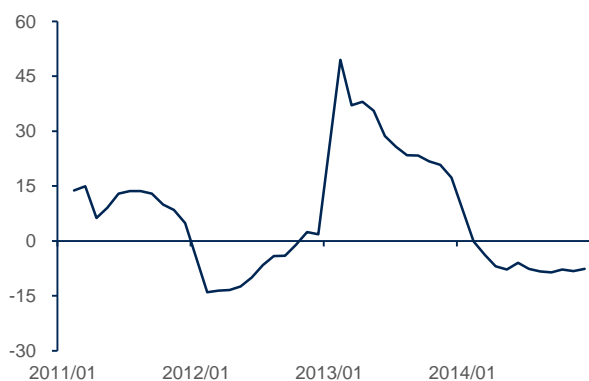
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2011-2014 年基建投资增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2011-2014 年商品房销售面积增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 2011-2014 年上海螺纹钢现货价格 (元/吨)



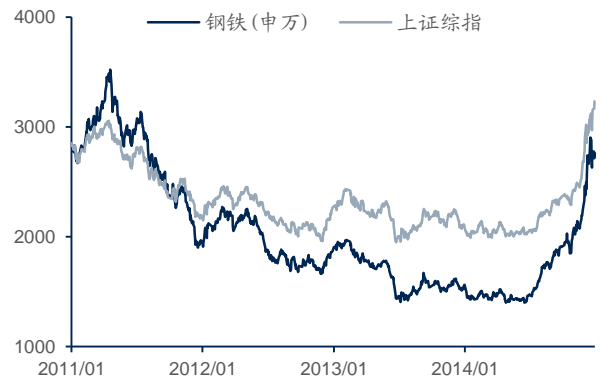
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 2011-2014 年钢铁（申万）估值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2011-2014 年钢铁（申万）及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

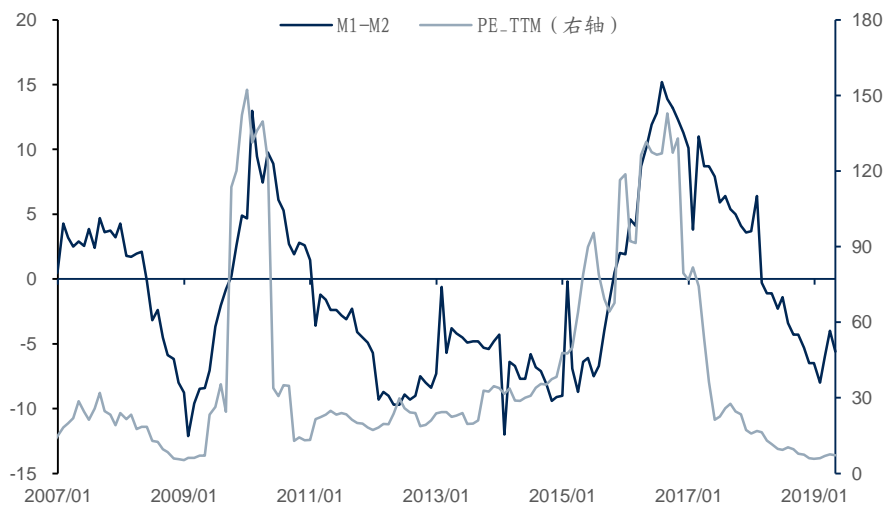
通过梳理可以看到，前两轮钢铁板块破净过程具有很高的相似性，均表现出市场流动性差；房地产市场表现不佳，出现商品房销售负增长；钢铁行业出现供大于求，钢价大幅下挫，盈利急剧收缩。

估值企稳抬升的过程同样相似，在政策刺激下，伴随着降息降准的实施，市场流动性逐步好转，宽货币向宽信用传导，房地产政策的松动，需求预期好转使行业估值领先钢价走出低谷。

### M1-M2 对钢铁估值影响的传导路径

回顾 2007 年来，M1 与 M2 剪刀差以及申万钢铁板块市盈率情况，可以看到两者的走势表现出很高的一致性。M1 与 M2 剪刀差的触底回升也往往伴随着板块市盈率的提升。

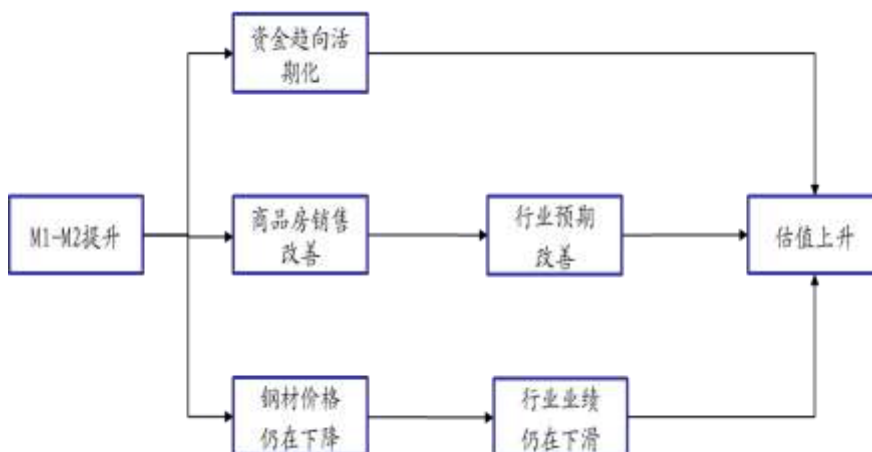
图 22: M1 与 M2 剪刀差及申万钢铁 PE (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们认为这种同向波动的特征主要由两方面的原因造成。一是 M1 与 M2 剪刀差反映了货币流动性偏好的变化，资金流动性的变化影响股市估值；二是我国土地经济特征使 M1 与 M2 剪刀差与房地产行业高度相关，房地产对于钢铁行业盈利变化又有着重要的影响，剪刀差的变化可引起市场对于钢铁行业预期变化，进而作用于钢铁板块估值。

图 23: M1-M2 对估值影响的传导路径



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

第一方面，货币流动性常用于解释 A 股估值的周期波动，而 M1 与 M2 剪刀差常用于解释市场的流动性偏好。M1 是狭义货币供应量，包括流通中的现金、企业活期存款、机关、团体、部队存款、农村存款和个人持有的信用卡存款；M2 是广义货币存款，包括 M1 和城乡居民储蓄存款、企业存款中具有定期性质的存款、信托类存款、其他存款。

相应 M1 反映出的是居民和企业资金松紧变化，是经济周期波动的先行指标，而 M2 反映的是社会总需求的变化和未来通货膨胀的压力状况。因此，M1 增速快时，往往处于宽松的货币政策下，资金充沛，市场消费强劲，流动性强。M2 增速快时，在 M1 对 M2 的拉升之外，市场投资需求旺盛。

M1、M2 剪刀差与钢铁行业估值显现出明显的正相关关系。一方面是因为其与股市资金的关系，当 M1 与 M2 剪刀差变大时，资金趋向活期化，货币流动性较强，对股市利好，估值抬升；当 M1 与 M2 剪刀差变小时，资金回流银行，货币流动性较弱，股市相对疲弱，估值下降。

图 24: M1 与 M2 剪刀差及上证综指 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另一方面原因是我国土地经济特征，使 M1 与 M2 剪刀差影响实体经济，与房地产行业高度相关，而钢铁行业又与房地产行业的紧密联系，进而使钢铁行业

估值表现出和 M1 与 M2 剪刀差间较高的相关性。M1 与 M2 剪刀差变大时，市场资金宽松，房地产销售增速上升，房地产新开工面积增速提升，带动钢材需求，利好钢铁行业，业绩预期改善，估值提升；M1 与 M2 剪刀差变小时，房地产销售增速下降，地产企业资金回笼速度变慢，新开工逐步萎缩，钢材需求下滑，利空钢铁行业，行业预期转差，估值下降。

图 25: M1 与 M2 剪刀差及商品房销售面积增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

此外，因为 M1-M2 剪刀差提升初期，往往处于经济下行周期，这时企业盈利通常仍在下滑，业绩的下降会带来行业估值的被动提升。

因此，通过以上几个方面的作用，随着 M1 与 M2 剪刀差周期波动，钢铁行业估值呈现同向周期波动。在 M1 与 M2 剪刀差变大时，钢铁行业估值抬升；M1 与 M2 剪刀差变小时，行业估值下降。

## 先行信号待考验，估值拐点或临近

从长期来看，市场给予钢铁板块的合理估值在 10 倍左右。供给侧结构性改革以来，钢铁行业盈利稳步提升，企业经营大幅改善，业绩被动影响下，钢铁板块估值快速下行，到 2018 年 5 月，板块市盈率已小于 10 倍。其后，估值继续下探，申万钢铁板块市盈率最低触及 5.69、市净率最低为 0.98。目前钢铁行业无论是板块估值还是个股估值均处于十年来底部区间，低估值是对于行业悲观预期的体现。

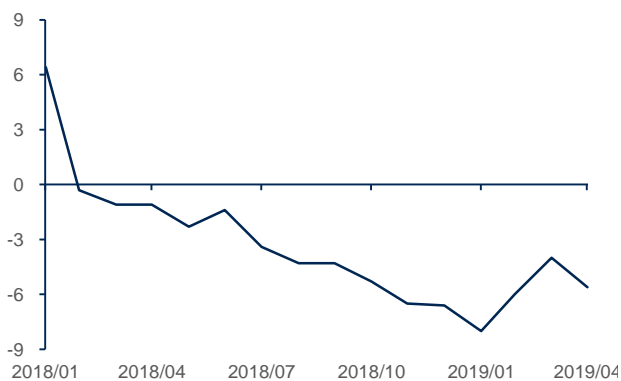
### 宽货币逐步向宽信用传导

从宏观政策层面看，2018 年，我国的货币政策已向宽松转变。2018 年 7 月和 10 月的政治局会议提出了实施积极的财政政策和稳健的货币政策。2019 年 1 月 4 日，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。相较于 2018 年历次定向降准，此次降准在一定程度上向市场释放了货币政策放松信号。

2019 年，宽货币政策逐步向信用传导，3 月信贷、社融数据全面超预期，3 月社融增量为约 28400 亿，同比多增约 12600 亿，社融存量同比增速由 2 月份的 10.1% 跳升至 3 月的 10.7%。4 月，金融数据有所反复，特别是 M1 表现低迷，宽信用格局仍待考验。

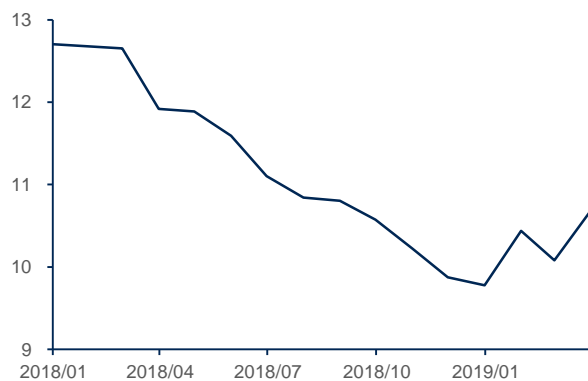
从 M1 与 M2 剪刀差来看，2018 年，M1 与 M2 剪刀差持续下降，M2 基本稳定在 8% 的水平，而 M1 下降的速度较快，导致剪刀差由正转负，至 2019 年 1 月已下跌至 -8.0%。而到 2019 年 2 月，M1 同比增速 2%，较 1 月上升 1.6 个百分点，M2 同比增速 8.0%，M1-M2 小幅收缩至 -6.0%，首次出现触底回升的迹象，3 月进一步缩减至 -4.0%，4 月则再度下降至 -5.6%。

图 26: 2018-2019 年 M1 与 M2 剪刀差 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 27: 2018-2019 年社融增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 地产政策严格

从地产政策导向出发，在 2018 年 7 月的政治局会议表示下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨；在 10 月和 12 月的会议上则均未提及房地产。2019 年，地产销售出现转暖迹象，4 月，中央会议重提“房住不炒”。

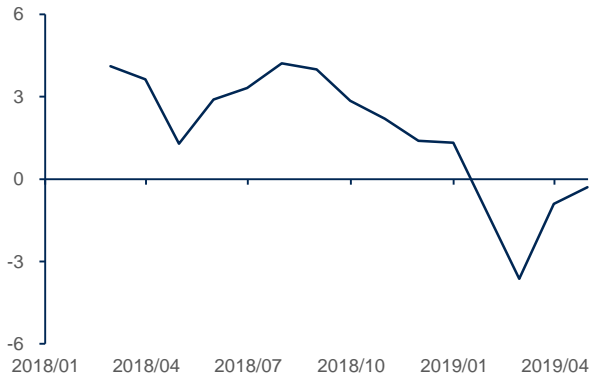
从房地产相关数据来看，2017 年起商品房销售面积增速持续向下，2019 年起增速转负，2 月商品房销售面积同比增长 -3.6%，但仍明显高于过往周期底部水平。在地产企业资金紧张，资金回笼需求大的背景下，地产企业赶工需求持续拉动新开工增速，2018 年，房屋新开工面积增速持续向上，带动钢材消费持续



超预期。

2019 年来，土地购置面积与新开工面积出现了大幅背离，4 月，购置土地面积同比增长-33.8%，新开工面积则同比增长 13.1%。经过去年的积极拿地，2018 年底待开发土地面积已累积至 45618 万平方米，2019 年开发商购地意愿已明显走弱，未来或拖累房地产新开工数据，对于钢材需求会形成压制，钢材消费增速存在下滑风险。

图 28: 2018-2019 年商品房销售面积增速 (%)



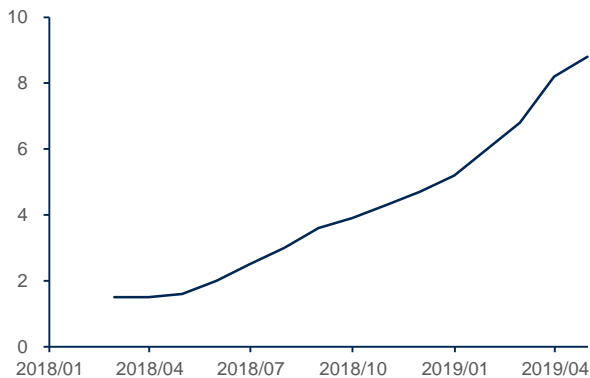
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 2018-2019 年房屋新开工面积增速 (%)



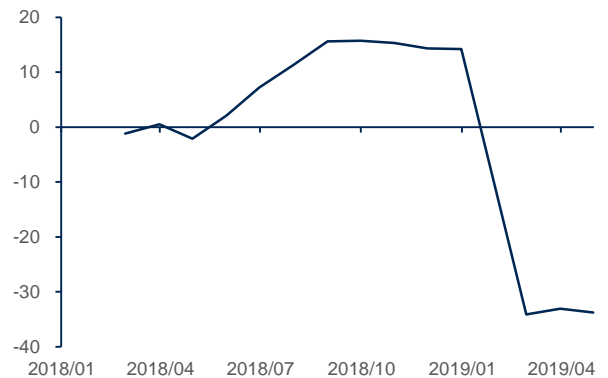
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 30: 2018-2019 年房屋施工面积增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 31: 2018-2019 年本年购置土地面积增速 (%)



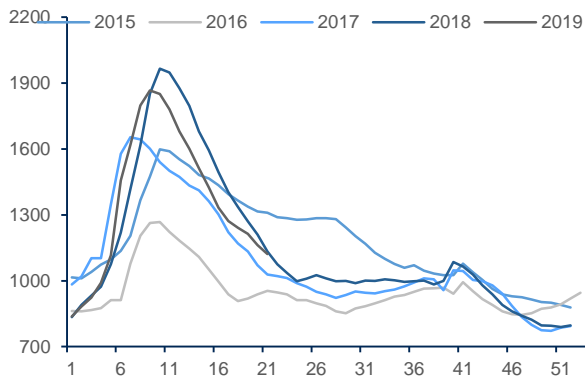
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 行业供需两旺，钢价尚处高位

供给侧结构性改革红利是当前行业基本面区别于过往周期的核心差异。当前，钢铁行业供给受到严格控制，行业供需关系大幅改善，市场对于行业盈利转差预期虽已持续发酵一年的时间，但基本面并未兑现。在地产及基建需求带动下，钢材需求表现持续超预期。

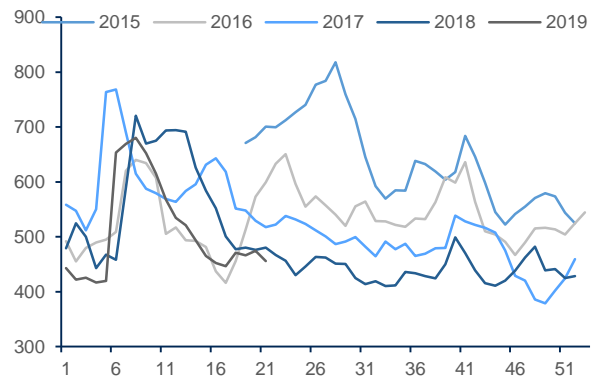
春节后，高产量下，行业库存下降保持顺畅。截至 5 月 24 日，五大钢材社库库存和厂内库存已分别降至 1121.6 和 455.8 万吨，较去年同期分别低 11.68 和 24.71 万吨。春节后，螺纹钢库存已连续下降 12 周，平均单周表观消费量达 401 万吨，大幅高于近年同期水平。当前行业供需两旺，但淡旺季转换期，高产量带来的隐忧也在不断积聚，钢价在成本支撑下保持较高水平。钢厂盈利受到成本上涨的挤压，但韧性尚存。

图 32: 五大钢材社会库存 (万吨)



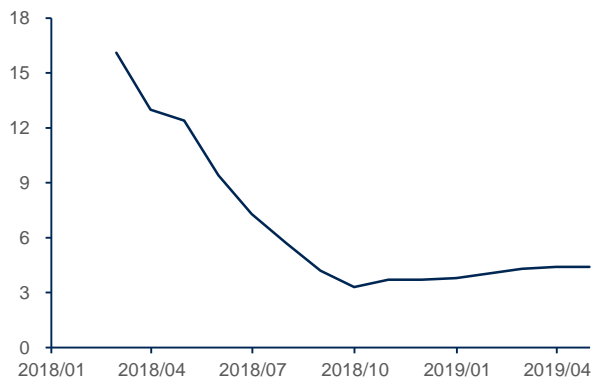
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 33: 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 34: 2018-2019 年基建投资 (不含电力) 增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 2018-2019 年上海螺纹钢现货价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 2018-2019 年钢铁 (申万) 估值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 2018-2019 年钢铁 (申万) 及上证综指走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

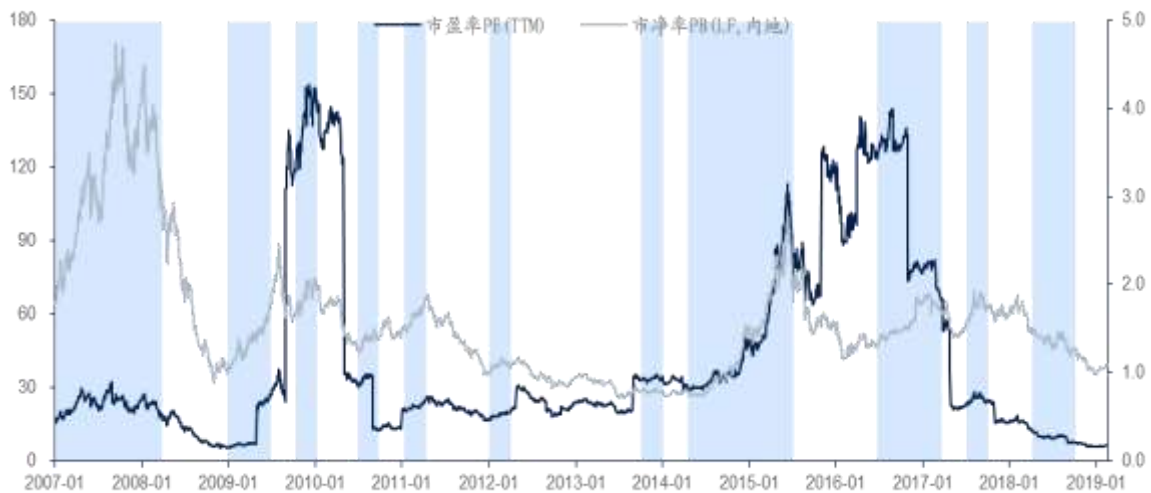
随着年报和一季报的披露, 钢铁板块估值小幅向上, 但仍处于低位。从金融数据角度看, 宽货币正在向宽信用传导, 有利行业预期改善, 但宽信用的格局尚待进一步验证。房地产方面, 政策仍在不断调整, 房企拿地意愿的下降或抑制后期新开工面积增速; 地产政策的严格制约, 也使资金向房地产行业流向受阻, 整体尚未看到对于钢材需求改善的明确利好。行业预期悲观的背景下, 钢铁行业估值或继续在低位徘徊, 但向上的机会已在酝酿。

## “宽信用”环境下板块易取得超额收益

钢铁板块估值弹性大，参与钢铁板块交易除了关注获得基本面改善带来的收益外，也要关注估值提升带来的超额收益。钢铁作为典型的周期性行业，需求变化受房地产行业显著影响，其估值变化又离不开宏观经济的影响。在不同的货币、信用环境下，何时适合赚取钢铁板块估值提升带来的收益是本节要探讨的问题。

回顾 2007-2018 年来，申万钢铁板块的季度表现，48 个季度中，有 23 个季度，钢铁板块跑赢大盘。同时，板块表现出相对于上证综指更大的弹性，在大盘上涨的 22 个季度中，钢铁板块跑赢 18 次，在大盘下跌的 26 个季度中，钢铁板块跑输 21 次。回溯历史，每一轮货币政策宽松，逐步带动信用扩张，以及房地产行业平稳健康发展预期，往往伴随着市场对于钢铁板块的预期逐步改善，心理面变化带动估值提升，进而使钢铁板块在“宽货币+宽信用”组合下表现出更大的向上弹性，跑赢大盘。

图 38: 申万钢铁板块估值及相对收益情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
备注: 标蓝区间为申万钢铁板块涨幅大于上证综指季度

基于国信证券宏观固收团队研究成果，由于中央银行货币当局主要目标是以调控货币，而信用宽紧的实际效果是依赖于市场自发形成，因此就有了货币上的目标松紧和信用上的实际松紧的不同搭配模式，即“货币目标上的松紧+信用实效上的松紧”组合。在“货币目标”方面，利用货币政策工具信号来划分货币政策目标的松紧变迁，关注政策目标“由松到紧”和“由紧到松”的切换点。在“信用实效”方面，结合广义货币供应量 M2 同比增速和社会融资总量余额同比增速，将时期划分为“紧信用”和“宽信用”时期。基于此，2008-2018 年期间，可以按照“货币+信用”的组合划分为 16 个时期。

回溯历史，“货币+信用”组合状态的变迁路径多数情况下都是按照逆时针路径变动。即从“宽货币+宽信用”→“紧货币+宽信用”→“紧货币+紧信用”→“宽货币+紧信用”→“宽货币+宽信用”。

基于对 2008-2018 年数据的统计，我们可以清晰地看到以“信用”为分界，钢铁板块在“宽信用”环境下有显著的相对正收益，特别是在“宽货币+宽信用”环境下，超额收益明显。在“宽货币+宽信用”阶段，信用的扩张带来行业预期的改善，行业估值主动提升，板块取得估值收益。在“紧货币+宽信用”阶段，经济往往已经出现过热，此时行业处于盈利丰厚的状态，板块赚取基本面收益。在“紧信用”环境下，钢铁板块往往处于负增长。这时往往处于信用环境很差，

钢材价格大多处于下行通道，行业盈利下滑或预期较差状态，板块表现不佳。

**表 3：货币信用环境与钢铁行业情况**

		时长, 月	钢材价格指数变动	行业毛利率变动	钢铁(中万)涨跌幅	上证综指涨跌幅
宽货币+宽信用	2008.12-2009.07	8	6.63%	5.21%	79.59%	63.57%
	2014.04-2014.07	4	-4.26%	0.34%	11.07%	8.22%
	2016.06-2017.01	8	47.24%	1.12%	21.41%	8.38%
紧货币+宽信用	2009.07-2009.12	6	-3.40%	-0.81%	30.85%	14.67%
	2010.07-2010.12	6	13.04%	1.14%	17.68%	17.07%
	2012.07-2013.05	11	-5.78%	0.98%	-5.48%	5.07%
	2017.01-2017.10	10	16.11%	3.27%	18.94%	9.11%
紧货币+紧信用	2008.02-2008.09	8	6.49%	0.59%	-67.44%	-58.43%
	2009.12-2010.07	8	6.66%	-1.23%	-24.71%	-17.13%
	2010.12-2011.11	12	-4.65%	0.44%	-20.14%	-17.92%
	2013.05-2014.04	12	-5.75%	0.11%	-16.89%	-5.50%
	2017.10-2018.03	6	-6.29%	-1.61%	-6.79%	-5.11%
宽货币+紧信用	2008.09-2008.12	4	-28.23%	-6.47%	-20.04%	-23.41%
	2011.11-2012.07	9	-11.65%	-2.89%	-28.04%	-14.63%
	2014.07-2016.06	24	-26.18%	0.60%	55.83%	47.86%
	2018.03-2018.12	10	-1.43%	-2.02%	-40.30%	-25.76%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 4：“货币+信用”组合下钢铁板块收益情况**

	组合总次数	组合总时长, 月	平均收益率	平均超额收益率
宽货币+宽信用	3	20	37.36%	10.63%
紧货币+宽信用	4	33	15.50%	4.02%
紧货币+紧信用	5	46	-27.19%	-6.38%
宽货币+紧信用	4	47	-8.14%	-4.15%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 把握估值修复机会

当前，宏观经济企稳态势明显，但宽信用格局尚有待考验。房地产行业“房住不炒”仍是主旋律，开发商购地意愿走弱，未来或拖累房地产新开工数据，对于钢材需求会形成压制。钢铁行业供需两旺，但淡季转换间，高产量压力也在不断积聚。原料价格的大涨也压缩了部分钢厂利润。当前，市场对于钢铁行业盈利的悲观预期使钢铁板块估值下跌至历史低位，向上修复空间充足。

基于对过往历史的回溯以及当前行业格局的分析，我们认为下阶段钢铁行业估值修复可细分为三个阶段：

**一是行业业绩的下滑，使估值自然被动提升。**随着环保限产等政策手段干预的淡化，钢铁行业供给侧受到的约束减弱，产量增长较快；需求端，房地产投资增速下滑，基建端虽有扩张，但钢材需求增速整体趋弱，行业前期供需平衡的状态打破，在铁矿石价格的强势表现下，行业高利润难以为继，盈利向正常水平回归。

**二是盈利低位确定，市场悲观预期修复带来的估值修复。**在供给侧结构性改革前，钢铁行业盈利大幅波动，2015年更是出现了全行业亏损。但供给侧结构性改革使此轮利润扩张周期间，行业产能并未扩张，因此后期若需求温和回落，产能严重过剩的局面并不会出现，再叠加近年来钢厂提质增效的工作成果，则钢铁企业盈利将从高利润回归到合理利润区间。前期市场对于行业盈利下滑幅度预期过度悲观，随着需求下行，行业盈利低位的确定有望使板块估值回归到正常水平。

**三是经济企稳，行业预期改善带来的估值主动提升。**当前，宽货币政策已逐步带动信用扩张，下一阶段，随着宽信用环境的确定，市场对于钢铁板块的预期或逐步改善，估值有望得到抬升，钢铁板块在这一阶段有望取得超额收益。

从个股层面，钢铁行业特点决定钢铁股涨跌方向与行业高度一致，但波动幅度有明显差异。当前钢铁板块个股的市盈率远低于历史中值水平，接近历史最低点，市净率普遍低于历史中值，多只处于破净状态，估值向上修复空间充足。

**表 5: 钢铁上市公司 PE\_TTM (剔除负值) 情况**

公司名称	2019 年 3 月 29 日	历史均值	历史中值	历史低点	标准差
大冶特钢	10.98	16.29	14.78	4.48	8.06
新兴铸管	9.75	21.70	16.08	7.29	14.16
宝钢股份	6.93	19.32	13.06	5.16	19.17
八一钢铁	10.77	23.82	16.38	3.98	25.57
南钢股份	4.56	28.20	16.44	3.22	27.13
凌钢股份	8.10	24.83	14.31	4.92	30.04
韶钢松山	4.18	24.95	17.64	3.07	30.24
太钢不锈	4.47	23.47	15.75	3.61	31.96
鞍钢股份	5.19	30.78	19.04	3.92	35.68
三钢闽光	4.14	34.09	19.29	3.04	37.61
河钢股份	12.13	37.26	22.68	4.96	38.41
方大特钢	7.13	31.84	16.63	4.23	41.51
杭钢股份	7.85	25.03	15.78	5.66	50.24
本钢板材	15.03	45.30	24.16	6.15	51.46
安阳钢铁	4.71	38.68	18.59	3.06	53.49
新钢股份	3.41	49.71	24.03	2.70	79.92
首钢股份	8.97	54.05	37.01	7.54	84.59
华菱钢铁	3.37	49.09	17.96	2.50	89.41
酒钢宏兴	17.81	55.63	25.94	4.43	109.56
柳钢股份	4.37	43.88	22.22	3.52	113.18
重庆钢铁	10.92	79.70	39.46	5.90	117.34
马钢股份	5.04	61.50	19.60	3.69	120.02
山东钢铁	9.98	80.16	18.55	3.16	162.45
包钢股份	28.20	143.33	91.36	5.92	184.79

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**表 6: 钢铁上市公司 PB 情况**

公司名称	2019 年 3 月 29 日	历史均值	历史中值	历史低点	破净时长占比
方大特钢	3.24	3.15	3.22	0.79	0.74%
柳钢股份	1.91	2.62	2.43	0.87	4.60%
包钢股份	1.61	2.35	2.11	0.91	0.30%
三钢闽光	1.47	2.01	1.98	0.79	14.18%
八一钢铁	1.87	0.38	1.95	-62.45	22.34%
酒钢宏兴	1.38	1.78	1.69	0.65	12.93%
韶钢松山	2.24	7.89	1.64	0.55	17.40%
大冶特钢	1.27	1.92	1.57	0.75	13.97%
南钢股份	1.19	1.74	1.51	0.69	16.43%
山东钢铁	1.04	1.83	1.49	0.77	21.80%
凌钢股份	1.30	1.59	1.44	0.58	21.97%
重庆钢铁	1.05	0.65	1.41	-55.76	14.41%
首钢股份	0.89	1.46	1.30	0.57	26.03%
新兴铸管	1.01	1.53	1.29	0.71	22.17%
杭钢股份	0.96	1.33	1.22	0.70	31.14%
太钢不锈	0.99	1.63	1.18	0.54	35.77%
本钢板材	0.87	1.25	1.18	0.52	34.20%
华菱钢铁	1.30	1.36	1.16	0.49	42.39%
马钢股份	1.06	1.25	1.13	0.52	35.04%
新钢股份	1.14	1.49	1.07	0.48	40.98%
安阳钢铁	1.05	1.23	1.06	0.51	46.69%
宝钢股份	0.94	1.21	1.00	0.53	49.75%
河钢股份	0.75	1.30	0.90	0.43	60.90%
鞍钢股份	0.79	1.25	0.89	0.39	61.74%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

横向看，2007 年来，在盈利能力持续较强的钢厂中，方大特钢、柳钢股份、新钢股份等表现出更大的估值的波动性。2007-2018 年间的 144 个月中，上述三家企业分别有 12、9、9 次超过申万钢铁板块同期月涨幅 20 个百分点。

在预期改善估值提升阶段，估值弹性高的标的更易于取得超额收益，可关注方大特钢、柳钢股份、新钢股份。

## 风险提示

行业需求端出现超预期下滑。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
002110	三钢闽光	增持	9.33	3.98	1.91	2.03	2.3	4.9	4.6	2.09
000932	华菱钢铁	增持	6.58	2.25	1.42	1.47	2.9	4.6	4.5	1.99
600019	宝钢股份	增持	6.94	0.97	0.63	0.70	7.2	11.0	9.9	1.13
000708	大冶特钢	买入	12.88	1.14	1.15	1.28	11.3	11.2	10.1	1.11
600507	方大特钢	增持	9.79	2.02	1.35	1.60	4.8	7.3	6.1	4.45
600282	南钢股份	增持	3.39	0.91	0.56	0.59	3.7	6.1	5.7	1.53
600782	新钢股份	增持	5.11	1.85	0.93	1.00	2.8	5.5	5.1	1.27
601003	柳钢股份	增持	6.98	1.80	1.05	1.18	3.9	6.6	5.9	2.40

数据来源：wind，国信证券经济研究所整理



## 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