



Research and
Development Center

基建投资加大，钢铁需求升级

钢铁行业 2019 年中期投资策略

2019 年 06 月 12 日

范海波 行业分析师

吴漪 行业分析师

丁士涛 行业分析师

王伟 行业分析师

证券研究报告

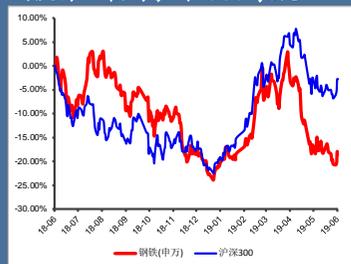
行业研究——投资策略

钢铁行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级: 看好, 2018.12.03

钢铁行业相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

相关研究

《经济稳增长下的行业格局》
2018.12.03

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

范海波 行业分析师

执业编号: S1500510120021
 联系电话: +86 10 83326800
 邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师

执业编号: S1500512110003
 联系电话: +86 10 83326720
 邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师

执业编号: S1500514080001
 联系电话: +86 10 83326718
 邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师

执业编号: S1500515070001
 联系电话: +86 10 83326719
 邮箱: wangwei2@cindasc.com

基建投资加大, 钢铁需求升级

2019年06月12日

本期内容提要:

- ◆ **宏观经济整体性改善难以拉动钢铁需求, 制造业用钢采购比例持续下降。** 截至2019年一季度, 国内GDP增速继续维持低位运行, 短期内宏观经济整体性改善拉动钢铁需求的可能性较低。国内5月制造业PMI回落至枯荣线以下, 由于中美贸易摩擦所带来的不确定性, 预计未来制造业用钢需求或将下滑。
- ◆ **城投公司发债、IPO全面放开, 未来地方基础设施投资拉动钢铁需求能力增强。** 沪深交易所2019年3月起, 在城投公司以借新还旧为目的发行公司债时, 放开政府收入占比50%的限制。2019年5月29日, 国务院印发《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》。其中, 提出支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请IPO。各地城投公司直接、间接融资渠道的放开, 将有效刺激地方基础设施投资, 从而一定程度上拉动钢铁需求。
- ◆ **2019年6月11日中办、国办发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。** 其中, 首次允许将专项债作为符合条件的铁路、高速公路等重大项目的资本金, 此举进一步加大了地方重点项目投资建设力度。地方政府对于重大项目投资力度的提升, 预计将有效拉动钢材需求。
- ◆ **2019年下半年对于钢铁行业整体看好。** 2019年下半年, 钢铁行业超低排放标准的实施与“常态化”环保限产政策的执行, 将使得钢材市场长期处于“弱供给”的供需结构。同时, 城投公司发债、IPO的全面放开以及地方政府专项债发行政策的落实将有效刺激地方基础设施建设投资, 从而增大对于钢铁的需求。供需端的不平衡, 预计将使得2019年钢材价格维持相对高位。产品价格的稳定, 在一定程度上保证了企业的利润。因此, 维持“看好”评级。
- ◆ **风险因素:** 中美贸易摩擦带来国内宏观经济走势、钢材产品出口、能源价格及汇率的不确定性; 全社会固定资产投资增速继续下降; 地条钢等落后产能复产; 钢铁行业超低排放标准推进不达预期

目录

投资聚焦.....	2
宏观经济对钢铁行业的影响.....	3
“史上最严”钢铁行业环保政策出台.....	4
钢铁行业整体情况分析.....	5
铁矿石价格、供给结构分析.....	5
中国钢铁生产环节现状分析.....	7
行业内企业生存情况分析.....	8
A股上市钢铁企业生存情况分析.....	9
投资评级.....	10
建议关注公司.....	10
风险因素.....	12

图目录

图 1: 2009-2019.3 GDP 增速对比.....	4
图 2: 2018-2019.5 国内制造业 PMI 指数.....	4
图 3: 2014-2019.4 房地产开发投资完成额.....	4
图 4: 2014-2019.6 主要铁矿石产品价格及港口铁矿石总库存量变化情况.....	6
图 5: 2019 全球铁矿石供给端成本、结构预测图.....	6
图 6: 2012-2019.6 粗钢、生铁、钢材产量累计同比.....	7
图 7: 2012-2019.6 主要钢材产品价格走势.....	8
图 8: 2012-2019.6 全社会钢厂库存量.....	8
图 9: 2012-2019.6 钢铁行业工业增加值累计增长率.....	8
图 10: 2012-2019.6 钢铁全行业亏损企业家数.....	8
图 11: 2012-2019.3 A 股钢铁行业上市公司平均资产负债率.....	9
图 12: 2012-2018 A 股钢铁行业上市公司平均 ROE.....	9
图 13: 2012-2019.3 A 股钢铁行业上市公司平均销售毛利率、净利率.....	10

表目录

表 1: 《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》内容摘要.....	5
-----------------------------------	---

投资聚焦

关键假设点

城投公司发债、IPO 的全面放开以及地方政府专项债发行政策落实到位；钢材市场供需结构呈现“弱供给”态势；《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》按照时间节点推进。

有别于大众的认识

2019 年下半年钢材产品价格仍将在环保限产与基础设施投资拉动的共同作用下，呈现“高位波动”的趋势。但是，由于上游铁矿石价格上涨过快，以及环保超低排放政策所带来的企业环保成本增加，2019 年 A 股钢铁行业上市公司平均利润率水平将较 2018 年有所收窄。

推荐逻辑

钢铁行业超低排放标准以及常态化环保限产措施的双重作用，使得钢材供给端呈现“弱供给”态势。同时，城投公司发债、IPO 的全面放开以及地方政府专项债发行政策的落实将有效刺激地方基础设施建设投资，从而增大对于钢铁的需求。供需端的不平衡，预计将使得 2019 年钢材价格维持相对高位。

行业催化剂

城投公司发债、IPO 的全面放开以及地方政府专项债发行政策落实到位；钢材市场长期呈现“弱供给”的供需结构；全国主要钢材生产地区环保限产政策严格执行。

行业评级

2019 年下半年，钢铁行业超低排放标准的实施与“常态化”环保限产政策的执行，或将使得钢材市场长期处于“弱供给”的供需结构。同时，城投公司发债、IPO 的全面放开以及地方政府专项债发行政策的落实将有效刺激地方基础设施建设投资，从而增大对于钢铁的需求。供需端的不平衡，预计将使得 2019 年钢材价格维持相对高位。产品价格的稳定，在一定程度上保证了企业的利润。因此，维持“看好”评级。

建议关注个股

南钢股份（600282.SH）钢研高纳（300034.SZ）

风险因素

中美贸易摩擦带来国内宏观经济走势、钢材产品出口、能源价格及汇率的不确定性；全社会固定资产投资增速继续下降；地条钢等落后产能复产；钢铁行业超低排放标准推进不达预期。

宏观经济对钢铁行业的影响

2019 年一季度国内 GDP 增速继续维持低位，宏观经济的整体性改善对于钢铁行业拉动能力有限。通过比较过去 10 年间中国 GDP 增长速度可以明显看出，目前中国在“稳增长，调结构”的经济软着陆情况下，经济增速出现明显下降。根据国家统计局数据，截至 2019 年一季度，中国 GDP 增速仍维持在 6.4% 的历史相对低位。我们认为 2019 年国家宏观经济的整体性改善对于钢铁行业拉动能力有限。

截至 2019 年 5 月国内制造业采购经理指数低于 50%，制造业未来拉动钢铁需求能力或将不足。2019 年 5 月，国内制造业采购经理指数下降至 49.4%，环比下降 0.7 个百分点，处于枯荣线下方。由于中美贸易摩擦所带来的不确定性，国内目前制造业 PMI 指数相对较低。我们认为，未来制造业增速的放缓，将导致制造业对于钢铁需求的下滑。

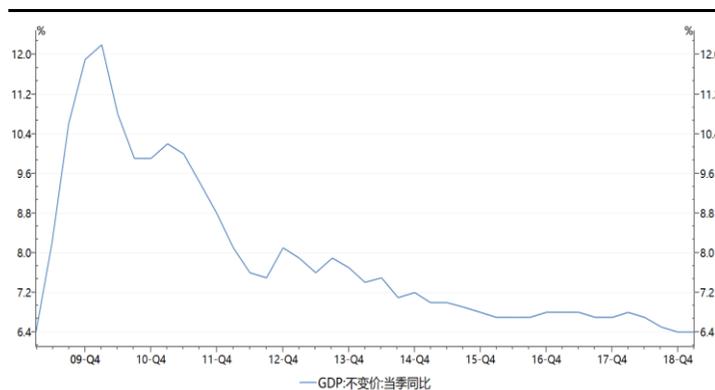
沪深交易所放松城投债申报条件，未来地方政府基础设施投资有望拉动钢铁需求。沪深交易所 2019 年 3 月起开始放宽城投公司发债申报条件。主要调整内容为：对于面临债券对付到期 6 个月内的债务，城投公司以借新还旧为目的发行公司债时，放开政府收入占比 50%（单 50%）的上限限制。我们认为，交易所对于城投债申报条件的放松，将有效降低地方政府城投公司债券集中到期压力，同时创造更多地方政府基础设施投资机遇，从而有效拉动钢铁需求。

国务院开放城投公司 IPO，直接融资渠道加速地方基础设施建设投资。2019 年 5 月 29 日，国务院印发《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》。其中，明确提出积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体（城投公司）申请首次公开发行股票并上市。我们认为，地方政府投资平台直接融资渠道的开放，将有效降低地方政府的财务杠杆。同时，开放股权融资将加速地方基础设施建设投资的速度，从而有效拉动钢铁需求。

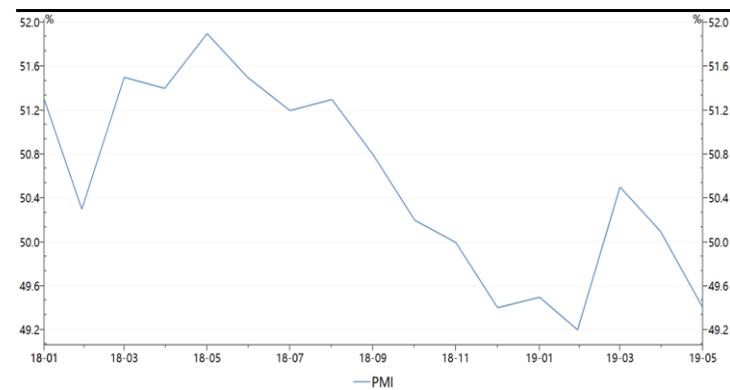
中办、国办发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，加大地方重大项目建设投资力度。2019 年 6 月 11 日中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。其中，首次允许将专项债作为符合条件的铁路、高速公路等重大项目资本金，此举进一步加大了地方重大项目投资建设力度。

重点城市汽车限购政策有望放松，汽车制造行业未来对于钢材需求或将增大。国家发改委 2019 年 4 月 17 日发布《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案（2019-2020 年）（征求意见稿）》。其中，提出对于北、上、广等汽车限购城市增加燃油车、电动车牌号配额等一系列解禁措施。我们认为，汽车限购政策的松动短期内将拉动汽车消费，从而刺激汽车制造企业提高产能利用率。未来汽车制造行业或将成为拉动钢材需求的又一动力。

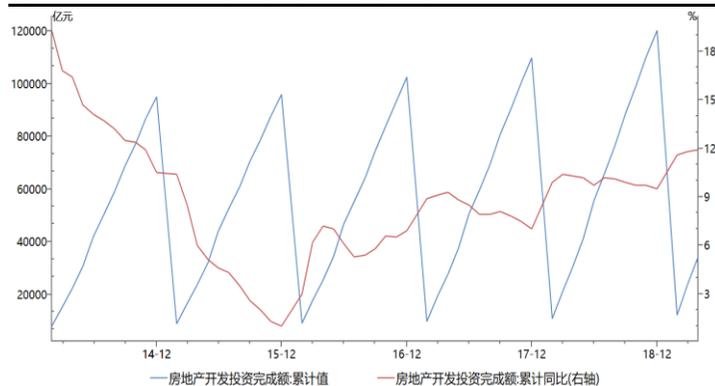
房地产投资增速回暖，有望带来钢材需求的进一步提升。2019 年 1-4 月，我国房地产开发投资完成额达到 34,217 亿元，同比增长 11.85%，超出 2018 年全年增速 2.32 个百分点。房地产投资增速的回暖预计将进一步拉动以螺纹钢、高线等产品为代表的建筑用钢材需求。

图 1：2009-2019.3 GDP 增速对比


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 2：2018-2019.5 国内制造业 PMI 指数


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

图 3：2014-2019.4 房地产开发投资完成额


资料来源：Wind，信达证券研发中心整理

“史上最严”钢铁行业环保政策出台

钢铁行业超低排放标准正式落地，预计 2025 年完成全国 80% 产能改造。2019 年 4 月 29 日，生态环境部等五部委联合发布了《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》。其中，对于京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等大气污染防治重点区域未来 5 年钢铁产能超低排放的改造进度提出了具体目标。预计 2020 年底前，对上述重点区域完成 60% 产能改造。2025 年底前，对上述重点区域钢铁企业超低排放改造全部完成，全国范围内完成 80% 的产能改造。

表 1: 《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》内容摘要

政策名称	《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》
发布机构	生态环境部、国家发改委、工信部、财政部、交通运输部
基本目标	<ol style="list-style-type: none"> 1. 预计 2020 年底前, 重点区域完成 60% 产能改造; 2. 预计 2025 年底前, 重点区域钢铁企业超低排放改造全部完成, 全国范围内完成 80% 的产能改造。
具体排放指标要求	<ol style="list-style-type: none"> 1. 烧结机机头、球团焙烧烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值分别不高于 10、35、50 毫克/立方米; 2. 其他主要污染源颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度小时均值原则上分别不高于 10、50、200 毫克/立方米; 3. 达到超低排放的钢铁企业每月至少 95% 以上时段小时均值排放浓度满足上述要求。
奖惩机制	<ol style="list-style-type: none"> 1. 应税大气污染物排放浓度低于污染物排放标准百分之三十的, 按百分之七十五征收环境保护税; 2. 应税大气污染物排放浓度低于百分之五十的, 按百分之五十征收环境保护税; 3. 地方可根据实际情况, 对完成超低排放改造的钢铁企业给予奖励; 4. 企业通过超低排放改造形成的富余排污权, 可用于市场交易; 5. 有条件的地区应研究建立基于钢铁企业污染物排放绩效的差别化电价政策; 6. 在重污染天气预警期间, 对钢铁企业实施差别化应急减排措施。

资料来源: 生态环境部, 信达证券研发中心整理

钢铁行业整体情况分析

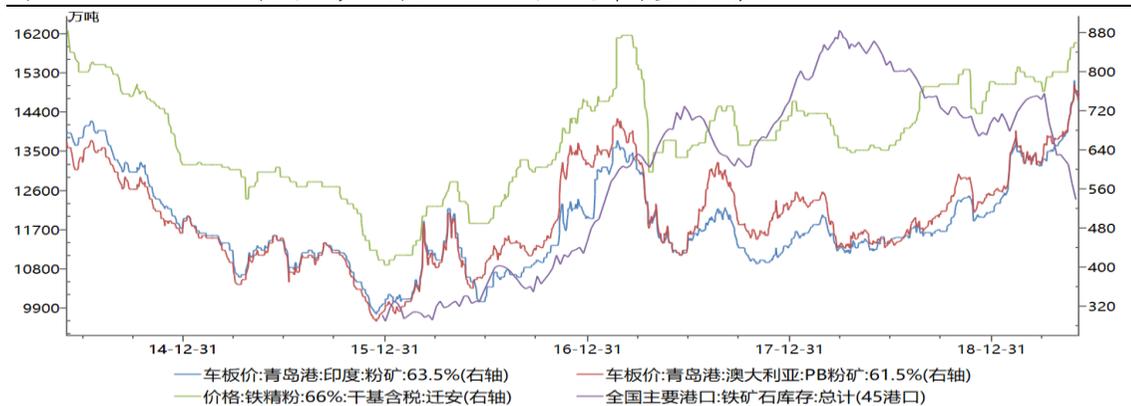
铁矿石价格、供给结构分析

淡水河谷减产带来全球铁矿石价格上涨, 国内港口铁矿石库存量创三年内新低。2019 年 1 月 25 日, 全球最大的铁矿石生产商淡水河谷 (Vale) 位于巴西米纳斯吉拉斯州布鲁马迪纽市的一处尾矿坝发生溃坝事故, 导致百人死亡。此事件引发了巴西当地政府及环保机构对于淡水河谷旗下多处主力矿山的安全及环保核查。淡水河谷新任首席执行官 Eduardo Bartolomeo 2019 年 4 月 29 日表示, 矿难事件对于淡水河谷 2019 年全年铁矿石产量的影响约 5000-8000 万吨。由于全球整体供给端的紧张, 2019 年 3-6 月主要进口矿品种价格涨幅已接近 25%。同时, 国内港口整体铁矿石库存量出现明显下降, 仅维持在 1.2 亿吨水平, 创三年内新低。

全球铁矿石供给出现结构性缺口, 产品价格上涨或将利好国内高成本矿企复产。由于淡水河谷主力矿山的全面停产, 2019 年

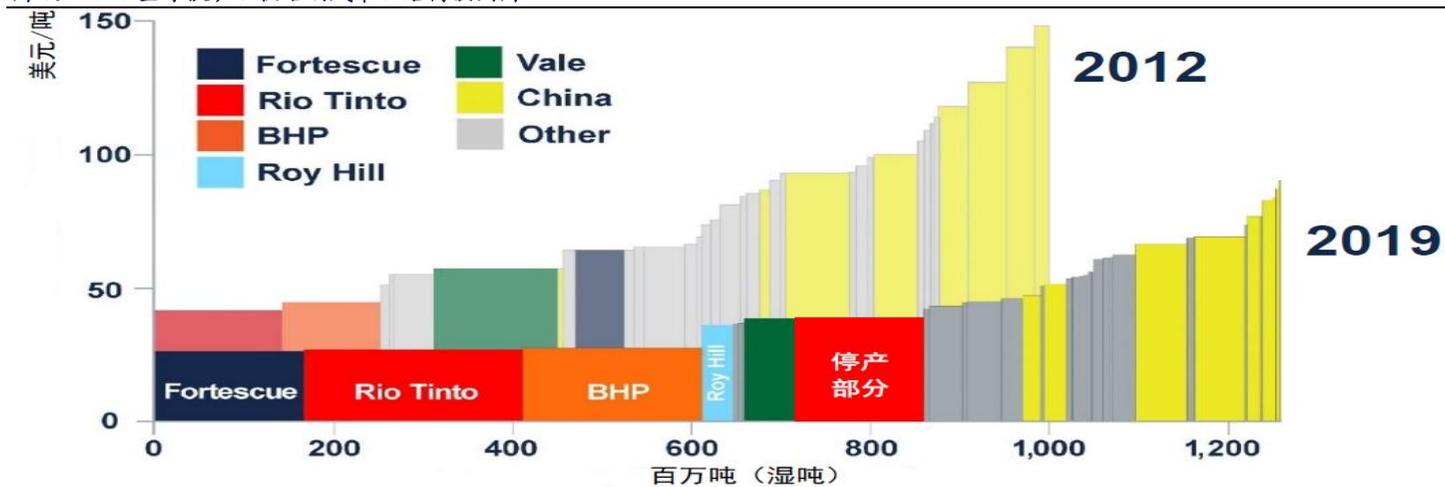
全球铁矿石供给总量或将由此前预计的 12 亿吨下降至 11 亿吨。由于供给端结构性缺口的出现，我们预计 2019 年进口铁矿石平均价格将维持在 100 美元/吨左右。目前，国内高成本铁矿石企业综合生产成本在 90-100 美元/吨。若综合考虑运费、环保等成本因素，部分国内矿企将迎来复产。

图 4: 2014-2019.6 主要铁矿石产品价格及港口铁矿石总库存量变化情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 5: 2019 全球铁矿石供给端成本、结构预测图



资料来源: BHP, 信达证券研发中心整理

中国钢铁生产环节现状分析

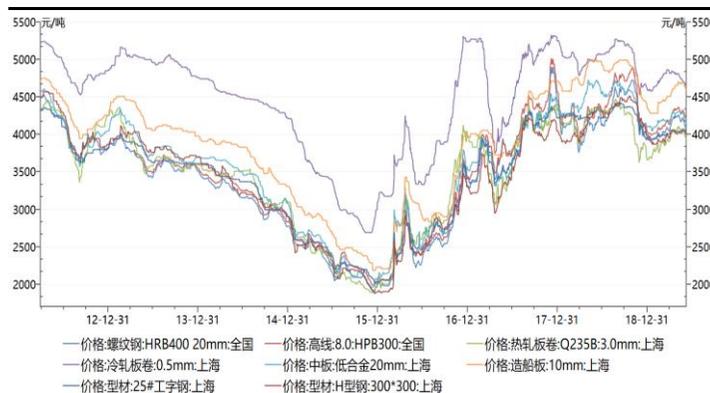
截至 2019 年 6 月，国内生铁、粗钢、钢材产量继续维持低速增长，行业整体产能得到抑制。2018 年以来，随着钢铁行业供给侧改革中产能削减目标的完成以及“常态化”环保限产政策的不断严格，钢铁行业整体产量维持在较低增长水平。行业整体产量增速的降低，使得钢材市场供需呈现“弱供给”结构。

2019 上半年钢材市场继续呈现“弱供给”态势，全社会库存量继续走低。2019 年随着钢铁行业产能削减目标的逐步完成以及环保常态化限产措施的执行到位，钢材市场整体呈现“弱供给”态势。从普钢标准品价格方面看，虽然 2018-2019 年供暖季环保限产的“一刀切”政策有所放宽，使得普钢标准品价格在 2019 年以来出现下滑，但以螺纹钢、高线、冷、热轧卷板为代表的产品价格仍维持在 2012 年左右的相对高位。我们预计，2019 年钢材市场仍将受到环保超低排放政策、限产政策以及行业产能削减的多重作用，呈现“弱供给”的供需结构，从而继续支撑产品价格相对高位波动。

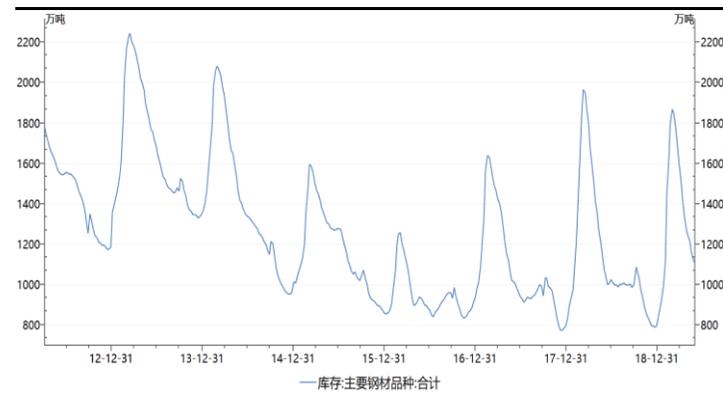
图 6: 2012-2019.6 粗钢、生铁、钢材产量累计同比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 7：2012-2019.6 主要钢材产品价格走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

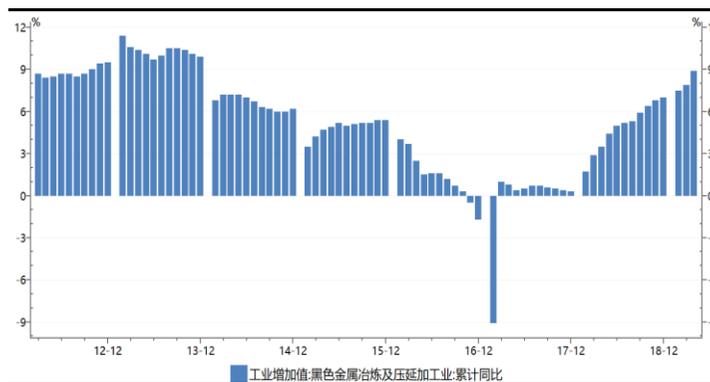
图 8：2012-2019.6 全社会钢厂库存量


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

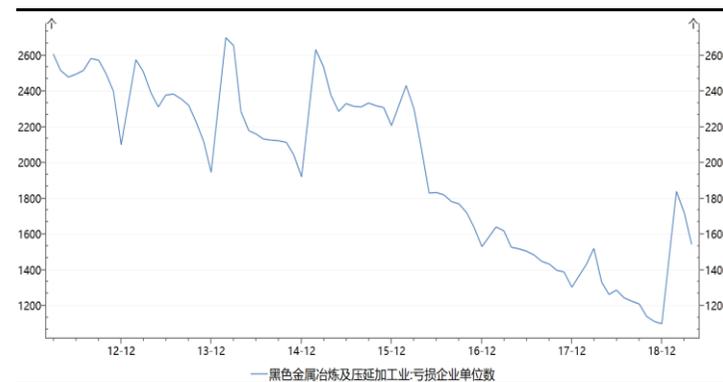
行业内企业生存情况分析

受益产能削减与钢材价格上涨，2019 年上半年钢铁企业工业增加值增速回升明显。截至 2019 年 6 月，以高线钢、热轧卷板为代表的普钢标准品平均价格相较年初上涨接近 5%，为了弥补市场供给缺口，大部分规模以上钢铁企业提高了产能利用率，这使得 2019 年上半年钢铁行业工业增加值增速回升至 9% 左右。

2019 年上半年全行业亏损企业家数出现小幅反弹。2019 年 1-6 月，由于上游铁矿石原材料价格上涨过快，原材料成本向产品价格传导不及时，使得部分企业出现阶段性亏损，全行业亏损企业家数出现小幅回升。企业在经过一段时间的原材料采购策略及产品市场价格调整后，亏损企业家数有所减少，目前全行业亏损企业维持在 1600 家左右。

图 9：2012-2019.6 钢铁行业工业增加值累计增长率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 10：2012-2019.6 钢铁全行业亏损企业家数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

A 股上市钢铁企业生存情况分析

钢铁行业上市公司平均资产负债率继续下降。截至 2019 年一季度，A 股上市钢铁企业平均资产负债率已由前期接近 71% 的高点下降至 55% 左右。企业资产负债率下降的主要原因是 2018 年以来钢材产品价格上涨所带来的企业利润及现金流层面的改善。

钢铁行业上市公司 2019 平均销售利润率预计相较 2018 年有所收窄。截至 2019 年一季度，A 股钢铁行业平均销售毛利率 10.08%、销售净利率 3.77%，相比 2018 年分别下降 4.93、3.66 个百分点。我们认为，行业平均销售毛利率、净利率下降的主要原因是上游铁矿石原材料价格的上涨以及 2018-2019 年供暖季期间环保限产对于企业一季度整体开工率的影响。

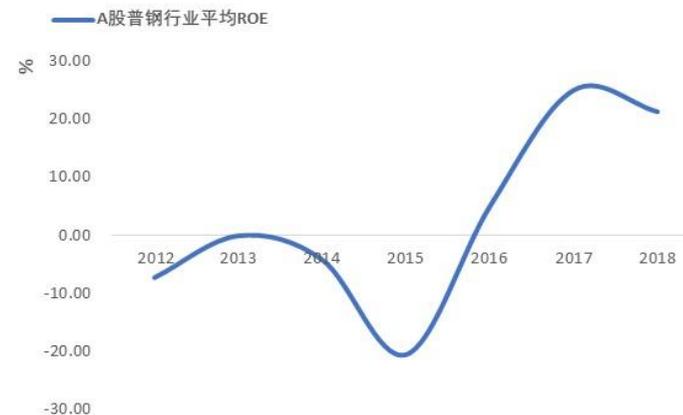
2019 年下半年钢材产品价格仍将在环保限产与基础设施投资拉动的共同作用下，呈现“高位波动”的趋势。但是，由于上游铁矿石价格上涨过快，以及环保超低排放政策所带来的企业环保成本增加，2019 年 A 股钢铁行业上市公司平均利润率水平将较 2018 年有所收窄。

图 11: 2012-2019.3 A 股钢铁行业上市公司平均资产负债率

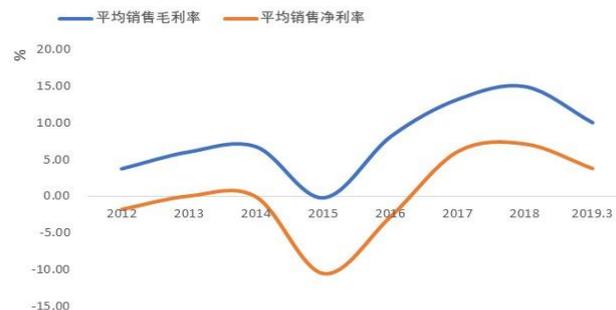


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 12: 2012-2018 A 股钢铁行业上市公司平均 ROE



资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 13: 2012-2019.3 A 股钢铁行业上市公司平均销售毛利率、净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

投资评级

2019 年下半年, 钢铁行业超低排放标准的实施与“常态化”环保限产政策的执行, 或将使得钢材市场长期处于“弱供给”的供需结构。同时, 城投公司发债、IPO 的全面放开以及地方政府专项债发行政策的落实将有效刺激地方基础设施建设投资, 从而增大对于钢铁的需求。供需端的不平衡, 预计将使得 2019 年钢材价格维持相对高位。产品价格的稳定, 在一定程度上保证了企业的利润。因此, 维持“看好”评级。

建议关注公司

南钢股份

- 2019 年一季度公司营收增长稳定。**2019 年一季度, 公司生铁、粗钢、钢材产量分别为 244.86 万吨、273.77 万吨、252.93 万吨。完成钢材销售 251.61 万吨, 同比增加 16.66 万吨。2019 年以来, 公司通过原材料成本向产品价格传导的有效机制, 克服铁矿石价格单边上涨的不利因素。钢材产品平均售价为 3,966.44 元/吨 (不含税), 同比上涨 1.65%。公司主导产品中厚板平均售价 (不含税) 为 4,107.89 元, 同比上涨 4.33%; 实现营业收入 118.16 亿元, 同比增长 13.95%。

- 2. 公司产品主要集中于普钢线材、板材，业绩受益全年产品价格上涨。**2019 年随着钢铁行业超低排放标准的逐步落实以及环保常态化限产措施的执行到位，钢材市场整体预计呈现供需“弱平衡”态势。从普钢标准品价格方面看，以螺纹钢、高线、冷、热轧卷板为代表的产品价格或将继续维持高位震荡。南钢股份产品主要集中于普钢线材及冷热轧板，因此 2019 年产品价格走高有望带来公司业绩进一步增长。
- 3. 钢铁行业超低排放标准落地，公司节能环保平台优势或将显现。**公司自 2015 年起，在提升钢铁业务竞争力的同时，以发展节能环保、智能制造、互联网+等新兴产业为重点，有序推进公司战略转型升级。2015 年公司投资成立了金凯节能环保投资控股有限公司，并将公司内部现有的节能环保业务整合、纳入到金凯节能环保平台，为公司节能环保产业发展提供了基础。随着 2019 年上半年钢铁行业超低排放标准的出台，未来公司节能环保平台在公司现有产能环保升级改造及成本控制中的优势或将显现。
- 4. 评级：维持“买入”评级。**
- 5. 风险因素：**国内钢铁行业下游需求下滑；钢材产品价格下降；江苏地区环保限产政策对于企业的影响。

钢研高纳

- 1. 公司围绕“重点新材料国家重大专项”，主要定位航空、航天、舰船发动机研制与生产市场。**钢研高纳目前拥有年生产千吨航空、航天用高温合金以及航天发动机用精铸件的能力。同时，公司具有制造航空发动机材料的粉末高温合金和 ODS 合金的生产技术和能力。高温合金领域，公司生产的 GH4169 系列合金产品国内市场占有率排名第一。
- 2. 公司下游军品、民品市场有望同时放量。**军品市场方面，航空发动机、燃气轮机等是高温合金的主要应用方向，高温合金用量占比达到 40%-60%。随着国产航空发动机的成熟以及发动机零部件国产化的不断推进，军品市场规模或将不断扩大。民品市场方面，公司通过并购青岛新力通，进入石化、冶金、玻璃和热处理等行业，未来民品市场空间逐步打开。
- 3. “双百行动”试点单位带来企业改革新活力。**2018 年公司入选国资委第一批国企改革“双百行动”企业名单。公司内部管理方面，一是进行了职能部门改革，职能部门进一步精简，对公司发展起到了良好的支撑作用；二是为吸引优秀人才，

公司市场化招聘了2名副总经理，职能部门主任与相关人员全部实行竞聘上岗；三是薪酬体系改革，实行了“强激励、硬约束”的薪酬与绩效挂钩的考核体系。

4. **评级：维持“增持”评级。**

5. **风险因素：**上游原材料价格波动；下游军品及民品合金材料订单量下降。

风险因素

中美贸易摩擦带来国内宏观经济走势、钢材产品出口、能源价格及汇率的不确定性；全社会固定资产投资增速继续下降；地条钢等落后产能复产；钢铁行业超低排放标准推进不达预期。

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

冯孟乾，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。