

## 钢铁行业深度研究报告

# 钢市推演：需求季节性下滑 or 趋势性下滑？ 减产三种路径推演下的价格走向

推荐（维持）

- **需求：**从短期的螺纹钢消费来看，无论成交还是表观消费指标都较为正常，环比下滑符合季节性特征。没有出现趋势性下滑的特征。因此，短期来看，我们维持需求季节性走弱在所难免，趋势性走弱尚未出现的结论。中期来看，从期房销售和购置土地面积两个领先指标来看，地产新开工的单月同比增速下行较为确定。但去年后半新开工基数一直较高，即使单月同比增速放慢或者降为0，对需求也不会起到毁灭性打击。以5月作为基数，后期新开工面积环比回落5%-10%对螺纹钢需求的影响在1.75%-3.5%之间，按400万吨的表观消费则单月影响7-14万吨需求。考虑到地产施工增长确定性较强，基建是后期政策刺激的核心方向，同时建筑新规如果严格实行也会带来新的增量，我们认为下半年9-10月份的旺季需求仍然是值得期待的。
- **供给：**今年以来，螺纹钢增产迅速，突破了380万吨。分工艺来看，进入5月，247家铁水日均产量一直在创新高，铁矿石日均疏港量基本在290万吨以上徘徊，长流程是增产的主力。电炉产能利用率距离去年10、11月的上一个供给高峰仍然有4%的距离。而且从4月末开始，全国电炉钢的总产量和华东电炉的产能利用率就没有进一步抬升，制约电炉增产的是今年三类螺纹与一类螺纹价差进一步拉大，严重挤压电炉厂利润。上周螺纹产量减产6万吨达到376万吨，首次减产且下到了380万吨以下。从日均疏港量和247家钢厂的铁水产量来看，铁水是有明显下降的。但是从mysteel统计的长流程螺纹钢周产量来看，减产的主要是短流程螺纹钢。从数据和各品种利润推断，长流程钢厂中，板材当前的利润更薄，铁水减产的情况下，钢厂会优先保证螺纹轧线的需求，即铁水减产主要对应热轧。而从螺纹长短品种的利润来看，在低价格和高成本挤压中的短流程面对的压力比长流程更大，所以螺纹6万吨的减产中，有4万吨是通过短流程减产实现的。
- **短期市场走向判断：**需求季节性下滑开启，在6、7、8的相对淡季380万吨的周产下累库速度极快，因此减产势在必行，周均减产10-20万吨即可较大程度上缓解高库存压力。在环保限产、主动减产和负利润倒逼减产三种路径下，价格会有不同的演绎方式。如果环保限产落地，价格会迅速反弹；如果主动减产，价格和利润会温和扩张；如果通过负利润到逼减产的方式实现减产，价格仍有200-300元的向下空间。
- **中期市场走向判断：**需求环比走弱概率较低，旺季仍有反弹空间。从第一部分的需求推演来看，下半年需求环比走弱的可能性较小，9-10月份的旺季需求还会有所保证。在我们的上述三种情景推演下，淡季的钢厂都必须面临减产，那么淡季结束的库存都在合理范围内，等9-10月份强需求再次出现，有望给钢厂足够利润以再度扩产，那么旺季价格仍有进一步反弹空间。
- **投资建议：**在限产政策落实的情况下，普钢板块整体具备投资机会，强烈推荐三钢闽光、方大特钢、华菱钢铁等二季度业绩预期较强的企业。
- **风险提示：**限产执行不及预期，基建复苏不及预期。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
三钢闽光	9.55	3.2	3.32	3.43	2.98	2.88	2.78	1.28	强推
华菱钢铁	4.83	1.88	1.93	2.08	2.57	2.5	2.32	1.16	强推
方大特钢	10.08	2.34	2.9		4.31	3.48		2.27	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年06月24日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师：任志强

电话：021-20572571  
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518010002

## 证券分析师：严鹏

电话：021-20572535  
邮箱：yanpeng@hcyjs.com  
执业编号：S0360518070001

## 联系人：罗兴

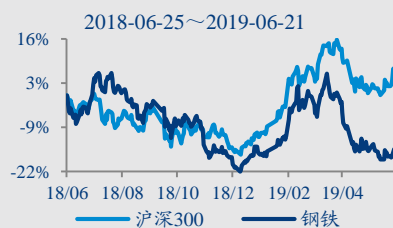
电话：010-63214656  
邮箱：luoxing@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	17	1.16
总市值(亿元)	4,210.58	1.08
流通市值(亿元)	3,835.11	1.34

## 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	0.47	2.87	-10.16	-10.16
相对表现	-6.71	-23.93	-16.6	-16.6



## 相关研究报告

《废钢深度研究报告：长期供需趋势性扩张，短期价格韧性依旧》

2019-05-22

《马钢集团股权转让点评：行业集中度再提升，马钢股份经营管理水平有望提升》

2019-06-03

《钢铁行业重大事项点评：库存和成交快评（20190623）》

2019-06-23

# 目录

一、需求：短期季节性下滑，中期环比超季节性下滑可能性较小.....	4
（一）短期：表观需求未出现趋势性下滑，环比变化符合季节性特征.....	4
（二）中期：多空交织，地产新开工同比增速下行，总量需求较难判断.....	5
1、中期需求向上因素.....	5
2、中期需求向下因素.....	6
二、供给：减产尚不到位，库存压力下减产势在必行.....	9
（一）供给的特征.....	9
（二）后期的供给走向判断.....	11
三、后市判断：减产途径和价格走势.....	11
（一）短期价格：三种减产途径下对应的价格走势.....	11
1、主动检修.....	11
2、环保限产.....	12
3、亏损减产.....	12
（二）中期价格：需求环比走弱概率较低，旺季仍有反弹空间.....	12
四、投资建议.....	13
五、风险提示.....	13

# 图表目录

图表 1	建筑钢材成交量五日移动平均	4
图表 2	螺纹钢表观消费量	4
图表 3	地产新开工、施工、竣工面积累积同比	6
图表 4	房屋新开工和土地购置面积变化	7
图表 5	房屋新开工和期房销售	7
图表 6	单月新开工面积	8
图表 7	不同单月新开工同比增速假设下的新开工面积	9
图表 8	铁矿石日均疏港量	10
图表 9	钢厂日均铁水产量	10
图表 10	电炉产能利用率	10
图表 11	长短流程螺纹钢产量	10
图表 12	不同假设下的累库情况	11
图表 13	长流程利润	12
图表 14	短流程利润	12

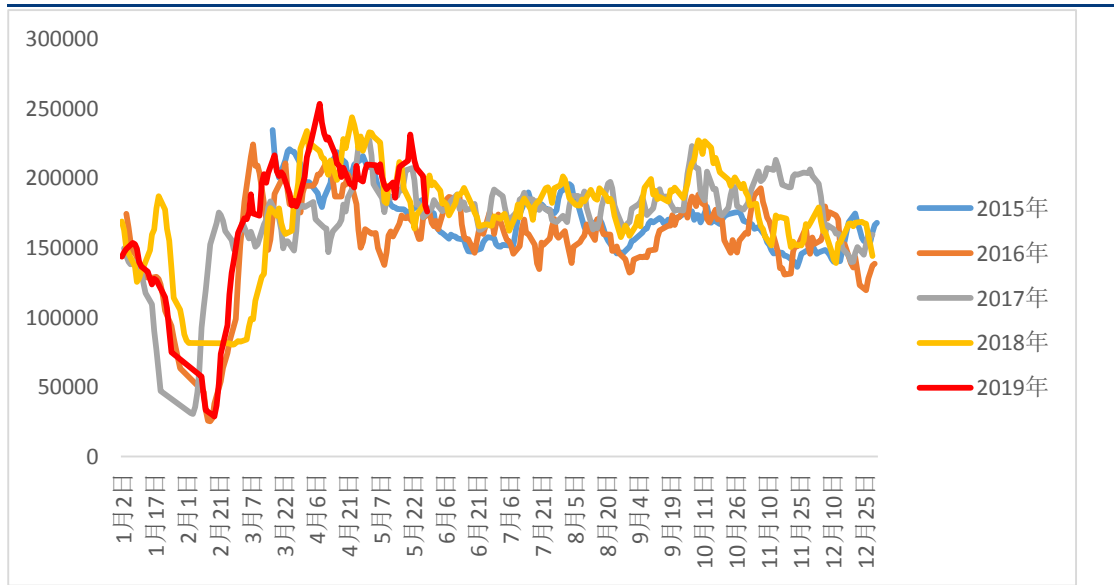
## 一、需求：短期季节性下滑，中期环比超季节性下滑可能性较小

### （一）短期：表观需求未出现趋势性下滑，环比变化符合季节性特征

从短期的螺纹钢消费来看，无论成交还是表观消费指标都较为正常，环比下滑符合季节性特征。没有出现趋势性下滑的特征。因此，短期来看，我们维持需求季节性走弱在所难免，趋势性走弱尚未出现的结论。

从建筑钢材的成交量来看，近日成交虽然有所下滑，但基本符合季节性波动。

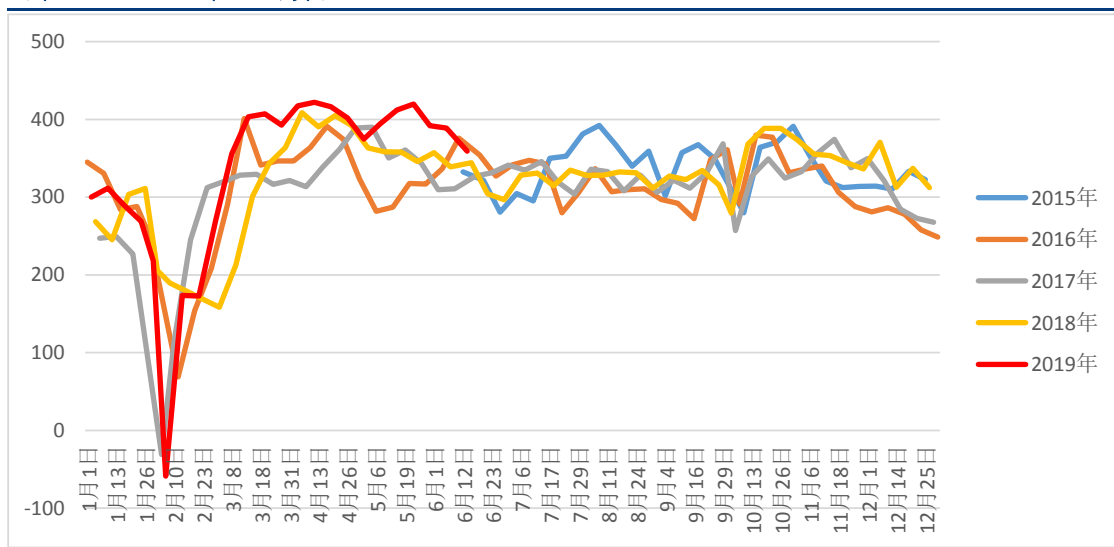
图表 1 建筑钢材成交量五日移动平均



资料来源: mysteel, 华创证券

根据螺纹钢的周度生产和去库情况，我们可以推算出周度的螺纹钢表观消费量。螺纹表观消费的下滑也基本符合季节性特征。

图表 2 螺纹钢表观消费量



资料来源: mysteel, 华创证券

从高频的螺纹钢成交和表观消费数据看，短期的下滑基本符合6月-7月步入消费淡季的季节性特征。下滑的幅度在正常的范围内，因此认为短期的螺纹需求并未出现大的矛盾。

## （二）中期：多空交织，地产新开工同比增速下行，总量需求较难判断

中期来看，需求的变化因素影响较多。从螺纹钢来看，下游主要有基建和地产。在这两个下游中，利多和利空的因素交错，需求方向尚不明确，但大幅向上和向下的可能性较小。

### 1、中期需求向上因素

#### 单位施工面积用钢量的增加

4月1日开始，《建筑结构可靠性设计统一标准》正式开始实施，根据《建筑结构可靠性设计统一标准》GB50068-2018，恒荷载分项系数由1.2调整到1.3；活荷载分项系数由1.4调整到1.5。预估地下部分增加用钢量10%左右，地上部分增加用钢量5%左右。这部分对建筑钢材的需求拉动非常明显，按照当前房地产钢铁需求1/2在地下部分，1/2在地上部分，房地产需求将会额外增加7.5%左右。

从目前了解到的情况，设计院的图纸设计已经开始按照新标准执行，原来已经进入施工阶段的房屋将不再进行图纸更换。如果严格执行，三季度起这部分增量将会有比较明显的体现。

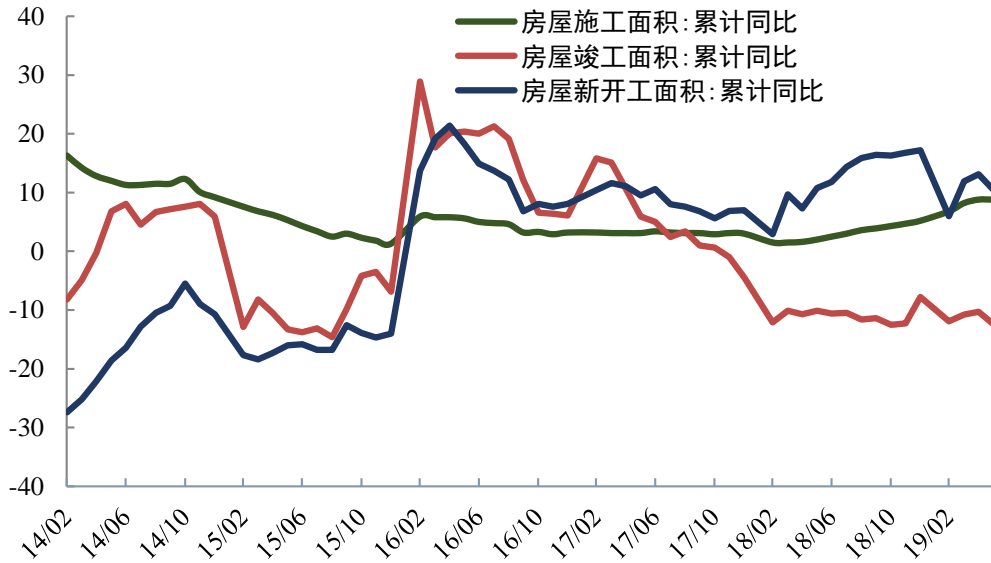
#### 专项债可作为资本金对基建的撬动作用

引用华创宏观的测算，新增专项债目前还剩余1.3万亿额度，考虑到指定基建方向专项债占比约有15-30%左右（按照年初以来发行节奏，土储和棚改用途占比高达7成左右），专项债中可用于基建部分资金约2000亿至4000亿左右，假设专项债中用于基建资金有一半归属重大项目，那么可增加资本金约1000-2000亿，按4-7倍杠杆计算，最终或可撬动新增基建投资0.4万亿-1.4万亿，可额外拉动基建投资2.2个百分点，假设钢铁需求同比例增加，基建需求会额外增加2.2%。

#### 施工韧性强，新开工走弱，施工能进行有效补充

从2018年开始，地产新开工同比增速加快上行，施工面积同比增速也稳步上升。施工面积滞后于新开工，因此，在连续一年半的高位新开工下，后期的施工面积具有较强的韧性。若新开工走弱，施工将对需求进行有效补充。

图表 3 地产新开工、施工、竣工面积累积同比



资料来源: wind, 华创证券

其他逆周期调节政策

2、中期需求向下因素

地产新开工同比增速下行确定性较强，但环比变化较难判断

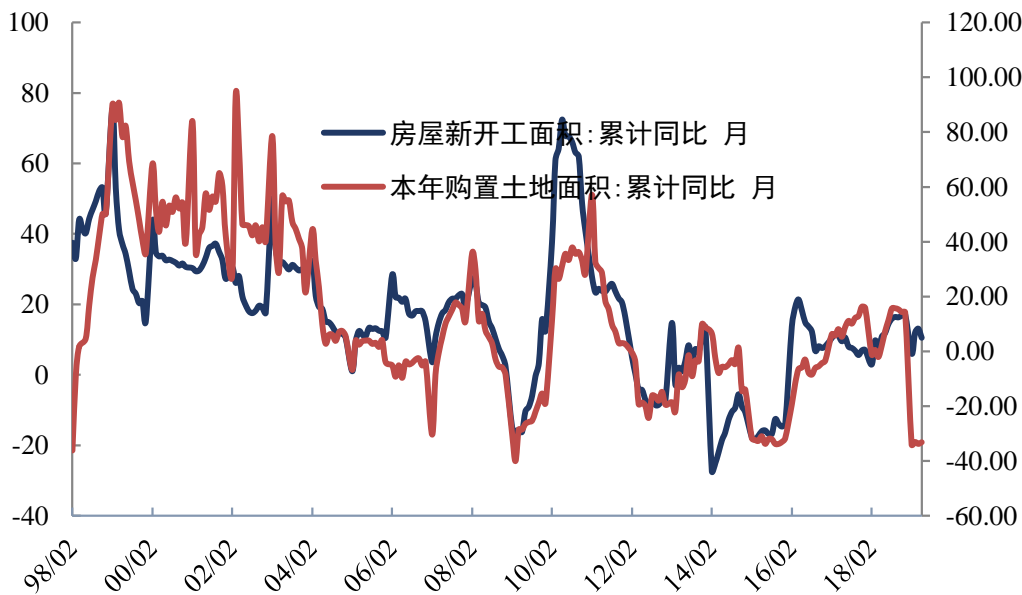
完整的地产链条包括销售-拿地-新开工-施工-竣工。销售和拿地作为新开工前置指标，对新开工有一定的指引作用。

论点 1: 拿地: 19 年前五个月土地购置均处于低位

历史来看，土地购置和房屋新开工的面积基本同步，但是从今年年初开始，土地购置面积大幅下跌。在当前房地产商普遍的“高周转”运作模式下，短期拿地对新开工的指引作用是非常强的，连续的拿地下降后，5月新开工同比增速预估不是阶段调整，预计后期新开工的下行是必然趋势。



图表 4 房屋新开工和土地购置面积变化



资料来源: wind, 华创证券

**论点 2: 销售: 期房销售走弱幅度较大**

地产销售分为期房销售和现房销售, 现房销售受供给影响更大, 主要反应的是政策情绪。期房销售则主要反应了市场情绪, 对新开工的指引作用更强。

去年 8 月开始, 期房销售掉头向下, 但受高周转模式的影响, 新开工仍然保持了一段时间的高位, 非季节性的下行在今年 5 月首次出现。目前销售仍然偏弱, 难以支撑新开工继续反弹, 预估后期新开工趋势性走弱。

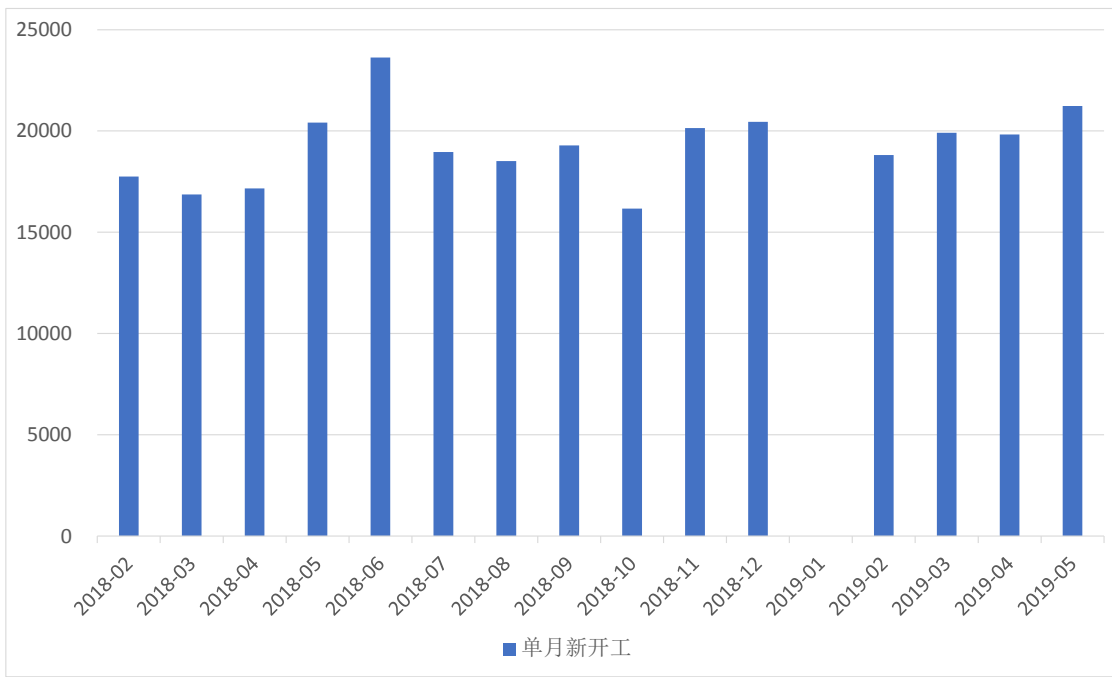
图表 5 房屋新开工和期房销售



资料来源: wind, 华创证券

从销售和拿地两个指标来看，新开工同比增速走弱是后期比较确定性的事件。但从单月数据来看，地产新开工去年5月开始基数一直较高，即使后期同比增速明显走弱，但下半年环比上半年来看，绝对数面积不一定会出现明显回落。

**图表 6 单月新开工面积**

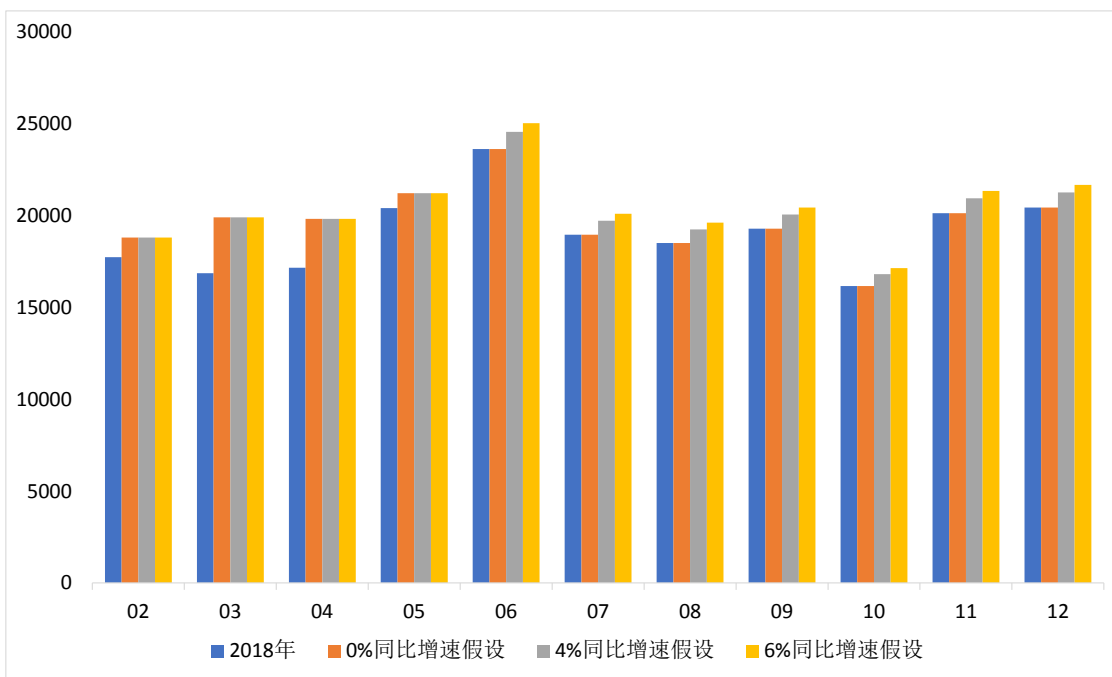


资料来源: wind, 华创证券

去年6月是全年新开工基数最大的月份，按照当前的拿地和销售趋势，以及今年6月份的雨季等因素，今年6月新开工同比增速预估较低。如果假设从6月份开始，后期单月的地产新开工同比增速为0，则全年新开工面积同比增速3.6%。如果后期单月新开工维持5月4%的同比增幅，则全年新开工面积同比增速6.2%。如果后期单月新开工维持6%的同比增幅，则全年新开工面积同比增速7.6%。从三种假设的单月新开工来看，下半年新开工都存在一定回落的风险。



图表 7 不同单月新开工同比增速假设下的新开工面积



资料来源: wind, 华创证券

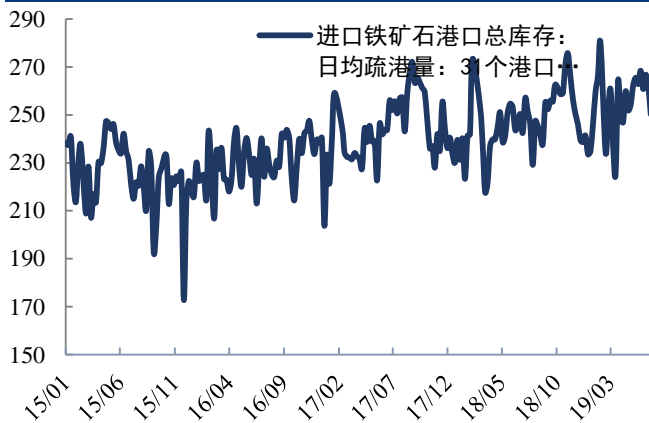
综合来看, 假设螺纹 30%下游是基建, 70%下游是地产, 地产中 50%是新开工拉动的需求, 50%是施工带动的需求。即螺纹钢需求分布中, 基建: 新开工: 施工=30: 35: 35。以 5 月作为基数, 后期新开工面积环比回落 5%-10% 对螺纹钢需求的影响在 1.75%-3.5%之间, 按 400 万吨的表观消费则单月影响 7-14 万吨需求。基建仍然是当前的主要政策导向, 后期大概率上行。前期新开工的高位会传导至施工, 本年内施工面积的环比预计也在上行通道。综合考虑新开工、基建和施工三方面因素, 本年内需求失速下跌的可能性并不大。如果建筑新规可以充分实施, 后半年的需求环比仍有增量。

## 二、供给: 减产尚不到位, 库存压力下减产势在必行

### (一) 供给的特征

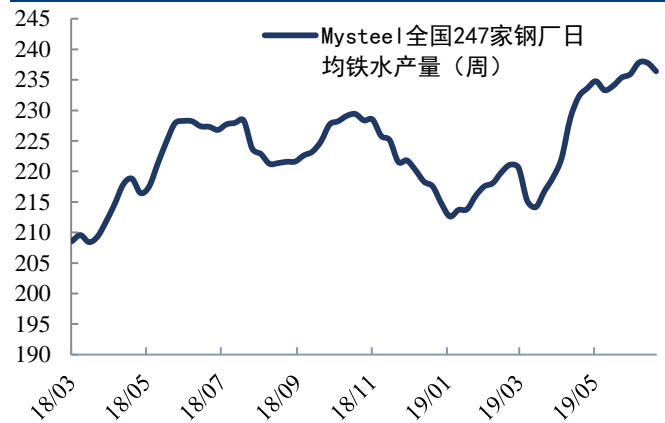
今年以来, 螺纹钢增产迅速, 突破了 380 万吨。分工艺来看, 进入 5 月, 247 家铁水日均产量一直在创新高, 铁矿石日均疏港量基本在 290 万吨以上徘徊, 长流程是增产的主力。

图表 8 铁矿石日均疏港量



资料来源: mysteel, 华创证券

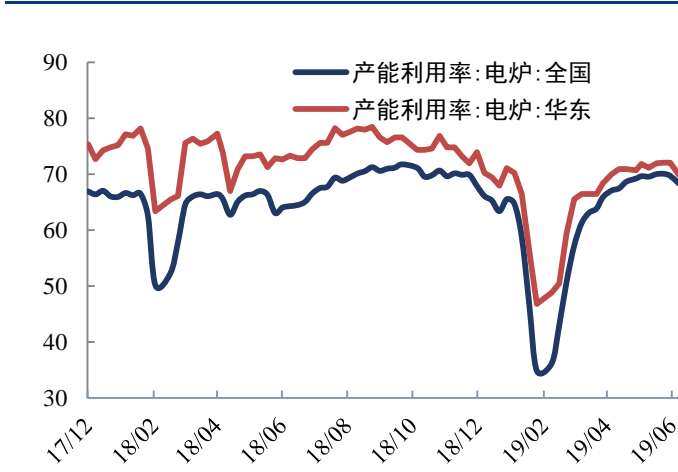
图表 9 钢厂日均铁水产量



资料来源: mysteel, 华创证券

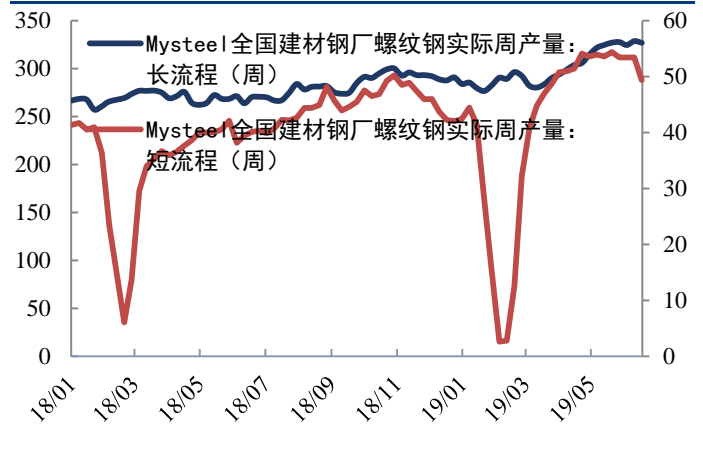
电炉产能利用率距离去年 10、11 月的上一个供给高峰仍然有 4% 的距离。而且从 4 月末开始，全国电炉钢的总产量和华东电炉的产能利用率就没有进一步抬升。短流程产能没有进一步释放的原因主要有两点，1) 今年一类和三类螺纹的价差拉大，电炉厂生产的三类螺纹价格比市价更低，因此利润更薄。2) 今年制造业的状况较差，废钢的到货情况偏低，价格较高。在价格和成本的双重挤压下，电炉厂的利润一直较薄，因此产能利用率没有进一步升高。

图表 10 电炉产能利用率



资料来源: mysteel, 华创证券

图表 11 长短流程螺纹钢产量



资料来源: mysteel, 华创证券

上周螺纹产量减产 6 万吨达到 376 万吨，首次减产且下到了 380 万吨以下。从日均疏港量和 247 家钢厂的铁水产量来看，铁水是有明显下降的。但是从 mysteel 统计的长短流程螺纹钢周产量来看，减产的主要是短流程螺纹钢。从数据和各品种利润推断，长流程中，板材当前的利润更薄，铁水减产的情况下，钢厂会优先保证螺纹轧线的需求，即铁水减产主要对应热轧。而从螺纹长短品种的利润来看，在低价格和高成本挤压中的短流程面对的压力比长流程更大，所以螺纹 6 万吨的减产中，有 4 万吨是通过短流程减产实现的。

## （二）后期的供给走向判断

根据粗略计算的螺纹钢表观消费量，一般 5 月到 6 月会有比较明显的季节性下滑，6 月与 7 月基本持平。从 2017-2018 年两年的规律来看，季节性下滑分别为 28 万吨和 37 万吨。考虑到今年 5 月表观需求的基数高达 400 万吨，我们给螺纹钢消费下滑 35 万吨和 45 万吨两个假设。

A) 如果 6 月表观需求降幅为 35 万吨，则表观消费 365 万吨，在产量不降的假设下，周度累库 15 万吨。6 月末累库 64 万吨达到 828 万吨，比去年高 145 万吨；7 月末 892 万吨，比去年高 273 万吨。

B) 如果 6 月表观需求降幅为 45 万吨，则表观消费 355 万吨，在产量不降的假设下，周度累库 25 万吨。6 月末累库 60 万吨达到 868 万吨，比去年高 185 万吨；7 月末 972 万吨，比去年高 353 万吨。

从上述假设来看，如果钢厂不进行淡季减产，后期的库存压力累计将极为严重。所以 7-8 月份的淡季减产势在必行。

图表 12 不同假设下的累库情况

	5月	6月	7月
<b>假设 1: 周均表观消费下滑 35 万吨</b>			
周均表观消费量:	399	364	364
周均产量;		380	380
周均累库:		16	16
单月累库		64	64
月底库存	764	828	892
<b>假设 2: 表观消费下滑 40 万吨</b>			
周均表观消费量:	399	354	354
周均产量;		380	380
周均累库:		26	26
单月累库		104	104
月底库存	764	868	972

资料来源: mysteel, 华创证券

## 三、后市判断：减产途径和价格走势

### （一）短期价格：三种减产途径下对应的价格走势

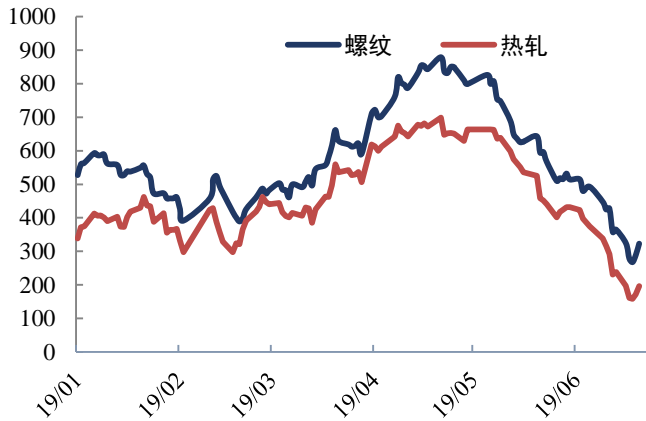
从两个假设去推演库存变化，在正常的季节性下滑规律下，后期库存的压力会非常大。因此淡季减产势在必行。那么从减产的途径来分析，主动检修、环保限产、亏损减产三种情境下，会面临不同的价格和成本状态。

#### 1、主动检修

目前钢厂的利润已经相动力对较薄，华南地区的长流程螺纹在 300 元左右，热轧在 150 元左右，冷轧已经亏损。

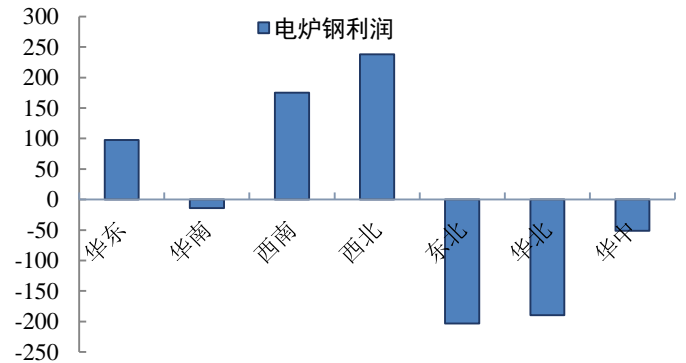
钢厂有主动检修的动力。如果钢厂主动检修的量在周均 10 万吨-20 万吨左右，库存的压力就可以极大缓释。原料相对强势的状态也可以缓解。主动减产下，价格下滑的空间较小，且焦炭需求趋弱后有压价空间，钢材利润受影响较小。

图表 13 长流程利润



资料来源: mysteel, 华创证券

图表 14 短流程利润



资料来源: mysteel, 华创证券

## 2、环保限产

如果成材端有环保等因素造成的限产，当前偏低的利润和价格相对位置下，钢厂上可涨价，下可打压原料，利润会有明显改善。

6月23日唐山市相关部门发布了《关于做好全市钢铁企业停限产工作的通知》，要求“绩效评价为A类的首钢迁唐、沿海区域的首钢京唐、文丰钢铁、唐钢中厚板、德龙钢铁、纵横钢铁烧结机（球团）、高炉、转炉、石灰窑限产20%，除此之外，全市其他钢铁企业烧结机（球团）、高炉、转炉、石灰窑限产比例不低于50%，高炉扒灰停产”。

根据mysteel测算：如果政策执行严格，合计月度影响铁水量约516万吨，减少品种产能约468万吨，其中影响带钢量146万吨；型钢30万吨；螺纹52万吨；盘螺线材59万吨；热卷173万吨；中厚板7.4万吨；钢坯外卖量约62万吨。

考虑到螺纹上周已经减产6万吨，唐山政策严格执行会进一步造成周均13万吨的产量减少，合计周均减产19万吨，基本降到了我们推演的与淡季表观消费较为匹配的产量区间。螺纹钢的价格会迅速反弹，铁矿石成本有所下降，利润空间迅速释放。

## 3、亏损减产

如果持续保持高产量，月底成材的库存就会有比较明显的累积，届时可能引发成材-原料的螺旋下跌，造成成材价格、利润的双双下滑，再次演绎去年11月份的低利润-减产-打压成本-新的动态平衡这一路径。不同的是，今年的利润本身已经很低，且今年原材料偏紧可打压空间更弱，200-300元的下跌即可完成上述过程。

### (二) 中期价格：需求环比走弱概率较低，旺季仍有反弹空间

从第一部分的需求推演来看，下半年需求环比走弱的可能性较小，9-10月份的旺季需求还会有所保证。在我们的上述三种情景推演下，淡季的钢厂都必须面临减产，那么淡季结束的库存都在合理范围内，等9-10月份强需求再次出现，有望给钢厂足够利润以再度扩产，那么旺季价格仍有进一步反弹空间。

#### 四、投资建议

在限产政策落实的情况下，普钢板块整体具备投资机会，强烈推荐三钢闽光、方大特钢、华菱钢铁等二季度业绩预期较强的企业。

#### 五、风险提示

限产执行不及预期，基建复苏不及预期

## 钢铁煤炭组团队介绍

### 副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

### 高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：罗兴

香港科技大学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500