

2019年钢铁行业中期策略

景气度回升、静待估值修复，积极布局钢铁板块

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

分析师：华立

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

CONTENTS

- 1、行业基本面运行及未来趋势
- 2、钢铁行业整体估值
- 3、基金持仓情况
- 4、投资逻辑
- 5、个股推荐

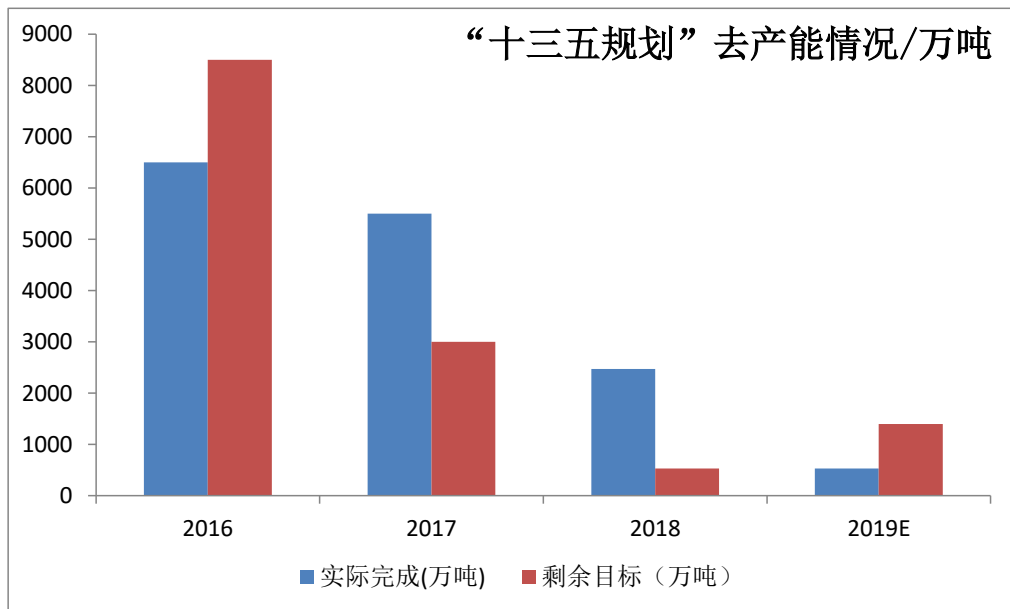
供给端：去产能持续进行，环保趋严

行业基本面运行及未来趋势

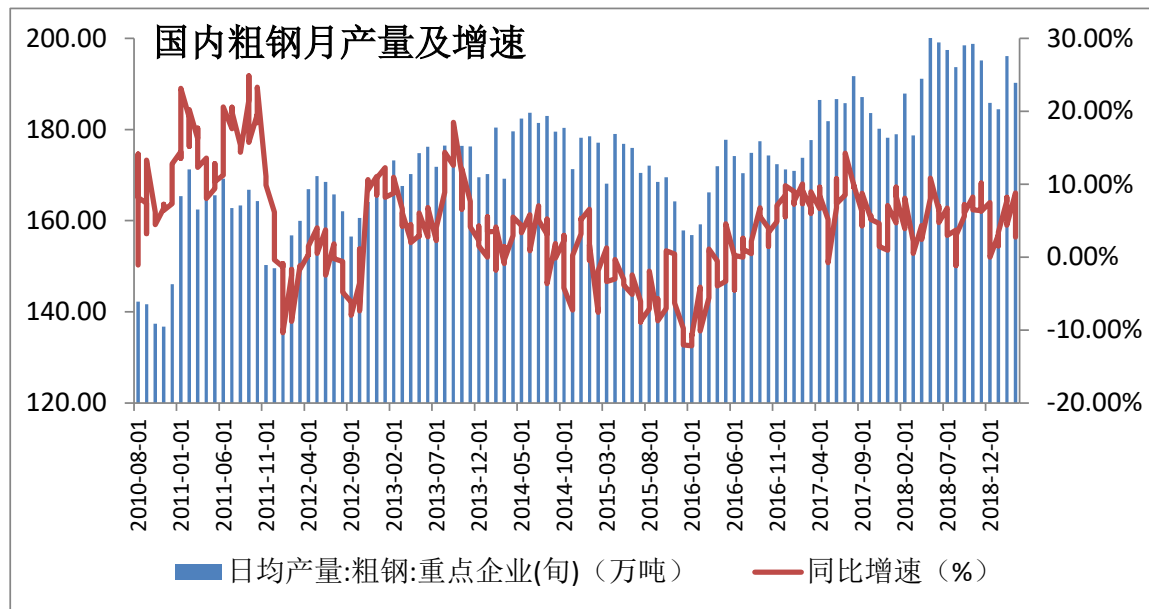
China galaxy securities

I 2 3 4 5

- 未来去产能边际影响减弱：据“十三五”计划去产能1-1.5亿吨，2018-2019年已经完成计划上限；
- 产量环比收缩：据国家统计局，1-3月粗钢产量2.3亿吨，同比增长9.9%；4月中旬全国重点钢铁企业粗钢日均产量200.57万吨，同比增加4.94%；
- 环保限产从“一刀切”转向差异化管理：2017年影响京津冀产能约40%，2018年限产区域扩大至长三角及汾渭平原，实际受影响产能比例约25%；
- 环保趋严方向明确：据环保部、工信部和中钢协，2019年部署实施超低排放标准，短期增加环保成本，长期利于低端产能出清、产业升级
- 地条钢清理：电炉高弹性供给，构筑高炉-电炉利润护城河。
- 短期趋势温和扩张：生产PMI指数（44.7%，-5.90pct）、原材料PMI指数（42.10%，-6.20pct）、高炉开工率（70.58%，+2.90pct）、高炉检修量（46.95万吨，-12.13%）维修复产等



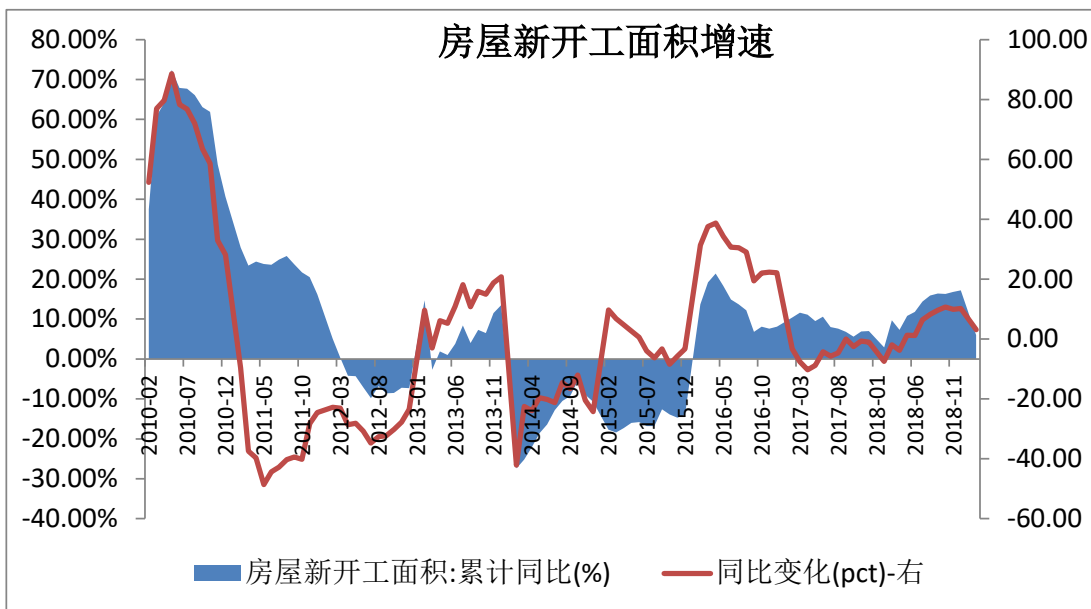
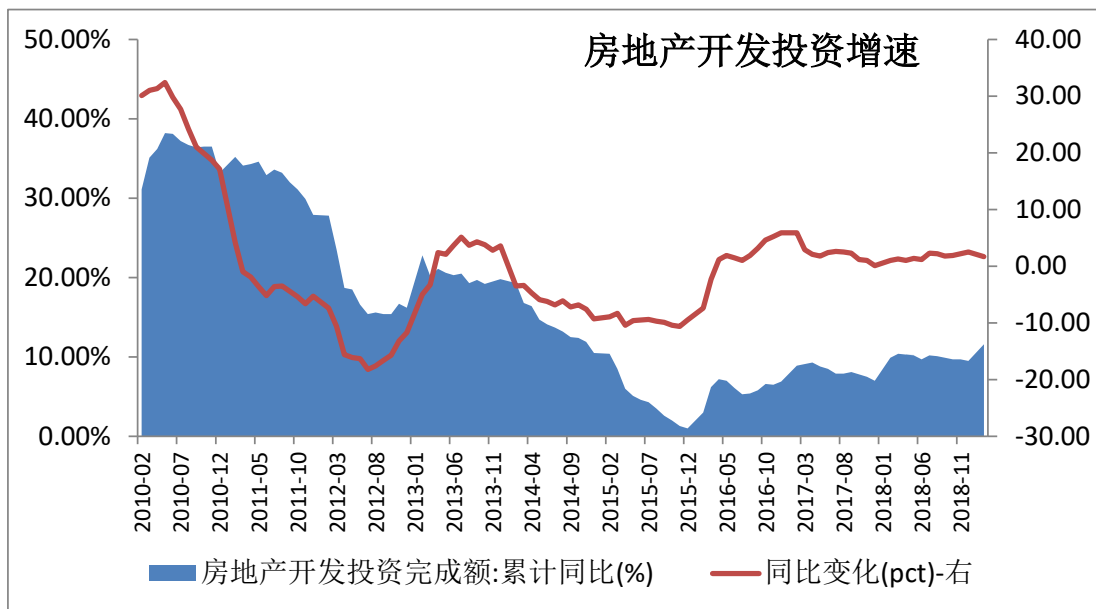
资料来源：中国钢铁工业协会，工信部，中国银河证券研究院



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

需求端：需求韧性大，低库存

- **地产需求回暖，钢材需求韧性大**：2019年一季度房地产开发投资同比增长11.8%，同比提高1.4个百分点；房屋新开工面积增长11.9%，提高5.9个百分点。
- **基建补短板支撑钢材需求**：2019年一季度，基建投资增速4.4%，比去年高出0.6个百分点高于去年的3.8%；
- **政策扶持大消费助力钢材需求**：发改委下发的刺激汽车、家电消费的文件含有相关利好，将提振钢材需求；
- **需求旺盛，去库存明显**：截至3月下旬末，重点钢铁企业钢材库存量1162.80万吨，较上一旬末减少222.45万吨，环比降幅为16.06%，同比下降6%左右，库存量同时为年后首次降至1200万吨以下。

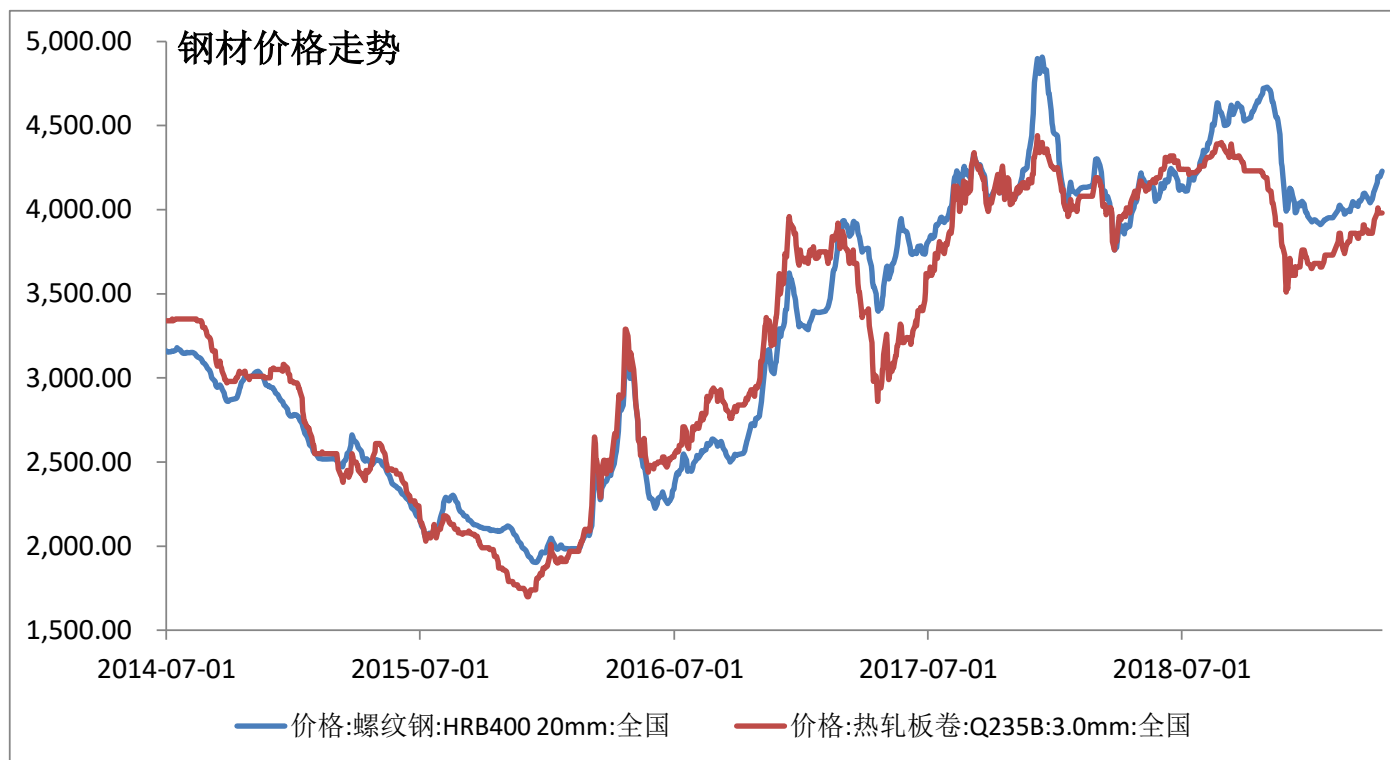


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

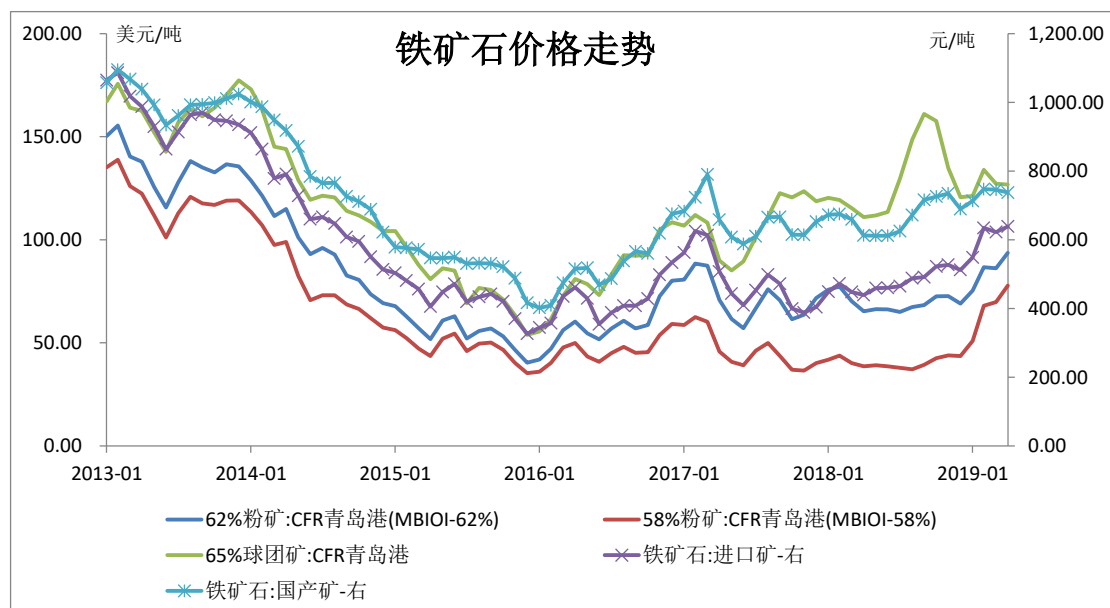
供需关系持续改善，钢材价格高位稳定

- 2018年三季度，宏观经济下行压力渐大、环保政策执行不到位、中美贸易战升级等综合因素导致钢价短期大幅回调，综合钢价指数下降11.7%；
- 供需关系持续改善，钢材价格获得较强的支撑：目前经济金融数据企稳向好，需求韧性大；
- 据中钢协判断，短期呈上升走势，后期国内钢材价格呈小幅波动；我们预测：2019年钢材价格为4000-4500元/吨。

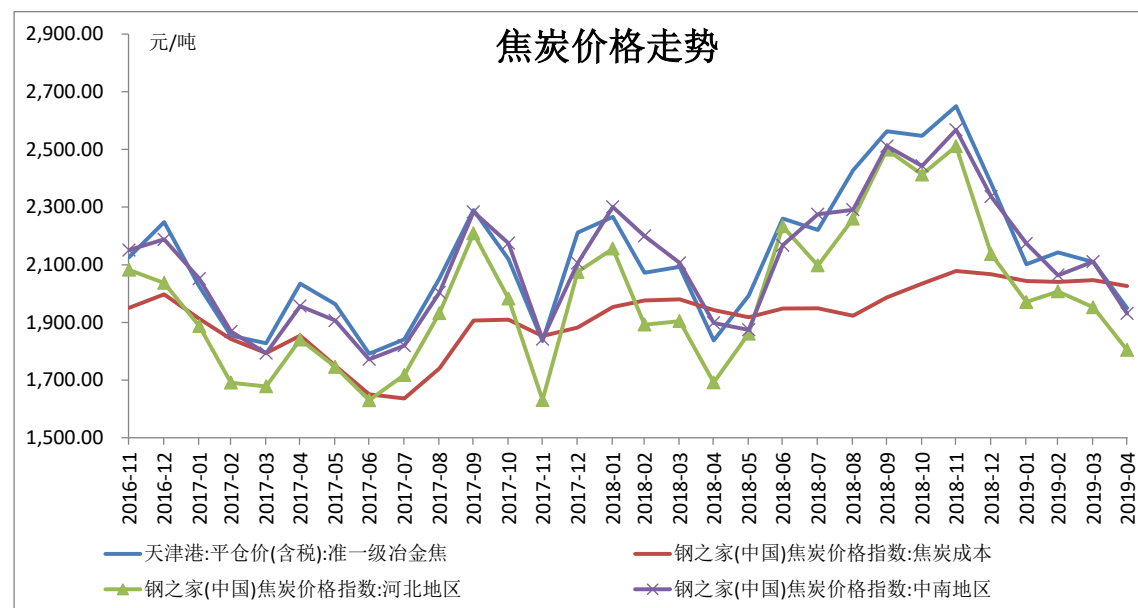


原材料价格总体偏强，供需合理

- 巴西矿难和澳洲飓风的持续发酵，将影响进口铁矿石的供给约4000万吨；
- 力拓的一季度数据，皮尔巴拉地区铁矿石当季产量为7600万吨，同比下降9%；发运量为6910万吨，同比下降14%；
- 淡水河谷重申2019年公司铁矿石与球团矿的指导销量如此前所宣布在3.07亿吨至3.32亿吨的范围内；力拓将今年皮尔巴拉铁矿石发运量指导目标降至3.33亿吨至3.43亿吨，降幅为1.5%-2%；必和必拓初步估计对其铁矿石产量的冲击约为600万吨至800万吨。
- 据Mysteel，4月上旬全国高炉净复产产能日均达9.64万吨，年化为3520万吨；
- 在供应收紧叠加高炉大规模复产的背景下，预计短期铁矿石价格将以震荡偏强走势为主。



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院



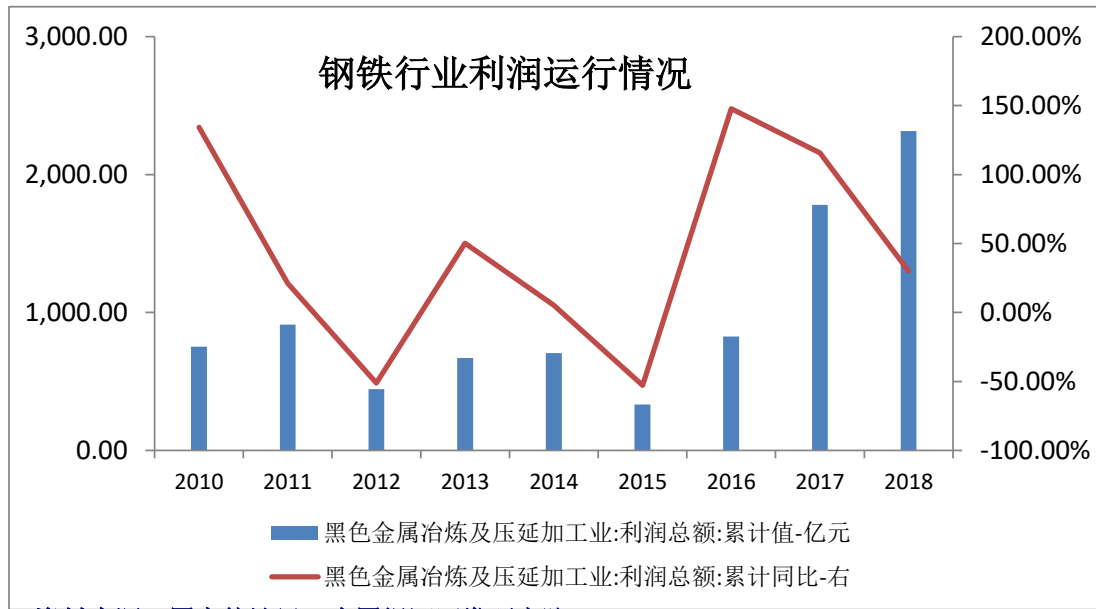
资料来源: WIND, 钢之家, 中国银河证券研究院

行业利润处于高位稳定

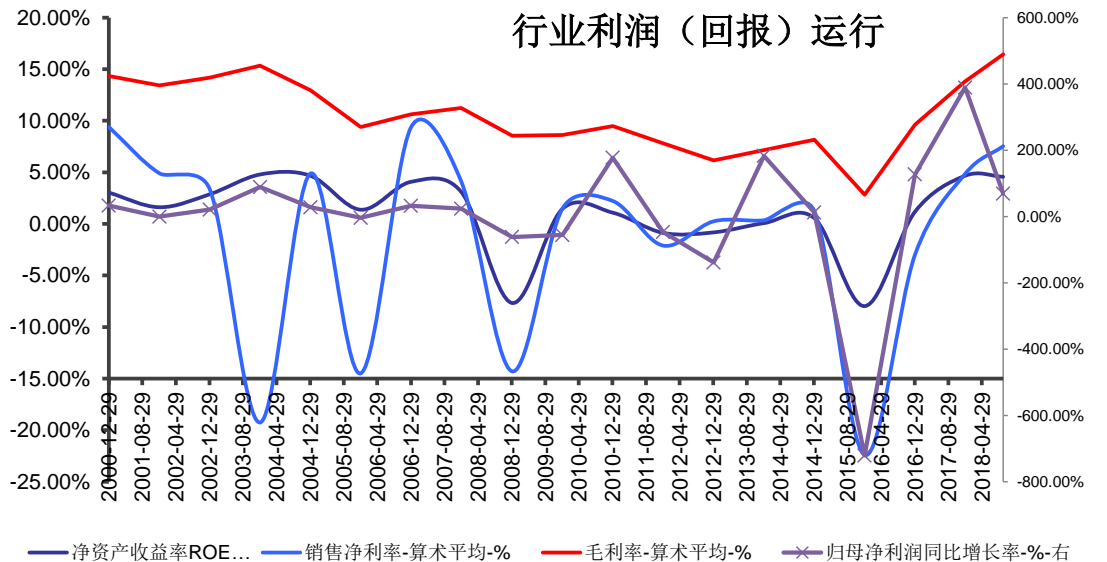
行业基本面运行及未来趋势
China galaxy securities

I 2 3 4 5

- 供给侧改革改善了钢铁行业基本面：亏损→扭亏为盈→盈利放大；
- 2018年行业盈利达2314亿元的高位后，增速收窄；2019年一季度行业利润同比下降；
- 2019年4月16日，工信部一季度钢铁行业运行分析座谈会：总体来看，2019年一季度钢铁行业产销增长、价格回稳、利润回调。预计上半年钢铁行业呈现运行平稳、稳中有变态势。
- 吨钢毛利处于高位：截至5月28日，螺纹吨钢毛利为551元/吨，热卷为181元/吨，冷轧为-145元/吨，中厚板为218元/吨与2017年第三季度的水平相当。
- ROE长期处于较高水平：净利润率*资产周转率*权益乘数，供给侧改革重塑了行业成本，提高了产能利用率，同时已经经历了降杠杆，后期权益乘数的下降空间有限。



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院



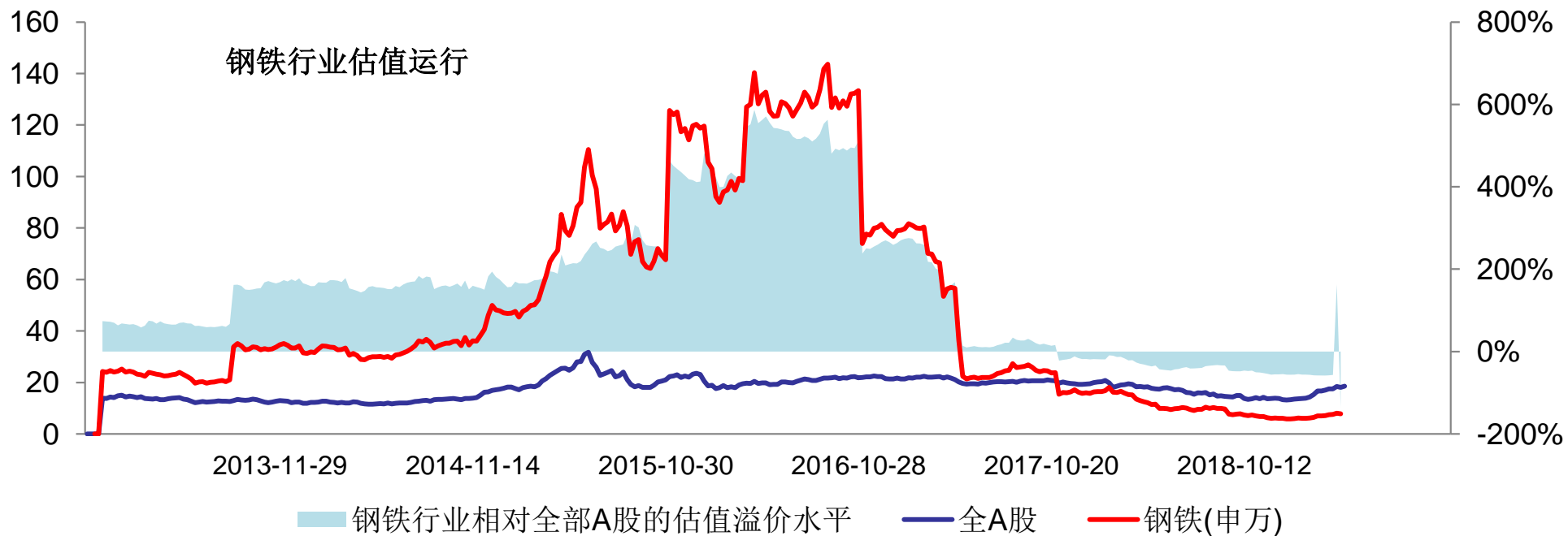
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

CHINA GALAXY SECURITIES

行业估值偏低，或将迎来修复



- 钢铁行业估值较低：钢铁行业的市盈率（整体法）从 140x（15-16年）降至 5.90x；
- 行业未来盈利增长不乐观&回归合理区域；目前估值已处历史底部，投资机会逐渐显现；
- 我们预测：2019年宏观经济触底，行业盈利仍有韧性，行业估值或将迎来修复；以全A股为基准，行业估值仍有50%的修复空间。



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

行业基金持仓比例将逐渐提升

1

2

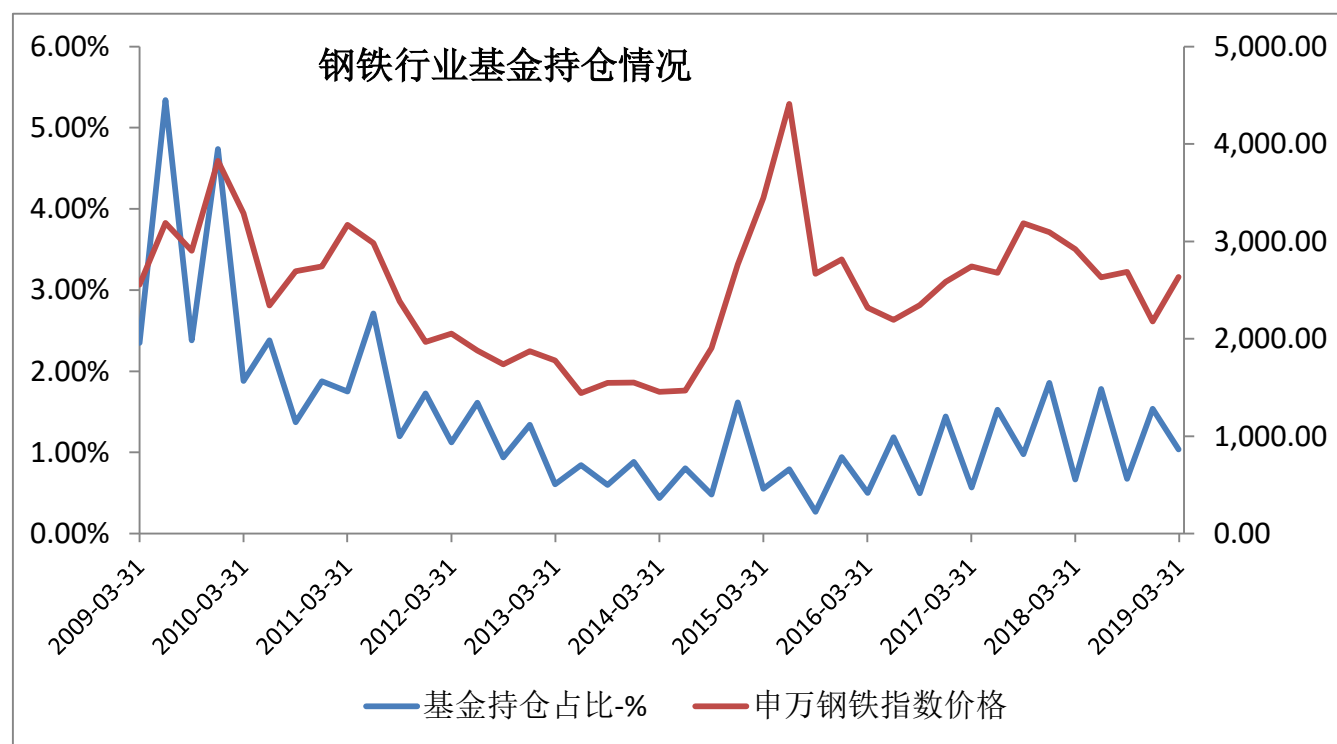
基金持仓情况
China galaxy securities

3

4

5

- 钢铁行业的基金持仓变化具有较强的周期性，2015年Q3达到了历史低谷0.27%；
- 目前已经进入了1%左右的持仓区间，但是距供改之前2.5%的平均持仓占比仍然有一定差距；
- 未来行业供需关系持续改善，盈利能力稳定，行业景气度好于供改之前，基金持仓占比将逐渐提升！



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

投资逻辑：环保

投资逻辑
China galaxy securities

1

2

3

4

5



产能改造计划：
力争2020/2022/2025年底
前完成钢铁产能改造
4.8/5.8/9亿吨

环境改善：
工程院院士贺克斌：京津冀
及周边PM2.5浓度下降5.6微
克/立方米（9%），二氧化
硫和氮氧化物14%-18%

行业环保政策变化

政策/文件	时间	内容	影响
大气污染防治行动计划-大气十条	2013	到2017年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，优良天数逐年提高；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降25%、20%、15%左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在60微克/立方米左右	提高了行业对环保问题的重视
京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案-国家环保部	2017.02	为了全面完成《大气十条》考核指标，拉开大气治理攻坚战的序幕	方案中要求在2017-2018年采暖季对2+26个城市钢铁产能限产50%；之前主要是在大型活动或极端天气以通知文件的形式限制河北地区的焦化和烧结等工艺；
京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案	2017.08	《新方案》对3月发布《方案》进行了补充及强调，并要求各相关省（市）于2017年9月底前向环境保护部报送工业企业错峰停限产方案项目清单。	本次环保限产的执行力度空前，8月底，环保部连发四份文件配套文件，加大巡查及督查力度，杜绝执行不到位，监督跟不上以及问题不上报等可能出现的问题。限产标准也有提高。
钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）-环保部	2018.05	重点推进粗钢产能200万吨及以上的钢铁企业实施超低排放改造，力争2020/2022/2025年底前完成钢铁产能改造4.8/5.8/9亿吨。不具备条件的钢铁企业要实施全面达标排放治理，2020年1月1日前完成无组织排放治理。加快淘汰落后产能和不符合相关强制性标准要求的生产设施；全面加强企业污染排放检测监控。	环保标准进一步趋严：颗粒物、二氧化硫、氮氧化物小时均值排放浓度分别不高于10、35、50毫克/立方米；其他污染源颗粒物、二氧化硫、氮氧化物小时均值排放浓度分别不高于10、50、150毫克/立方米。
京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案	2018.09	不搞一刀切，差异化错峰生产：钢铁产能限产50%的重点城市增加了天津、邢台，涉及生铁产能约2500万吨，与去年相比，限产比例提高20%，日均生铁产量净减少1.37万吨；有些城市钢厂限产30%。从2+26扩展到汾渭平原和长三角地区；双降5%到3%；	按照颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放限值分别不高于30、200、300毫克/立方米执行，自2019年1月1日起达不到相关要求的，实施停产整治。鼓励各地制定更为严格的地方排放标准。限产计量标准更严格，除维持以高炉生产能力计，增加配套烧结、焦炉等设备同步停限产要求，限产注水的难度更高；
1月21日召开的生态环境部新闻发布会上	2019.01	2019年我国大气污染防治工作的重点措施中首要一点就是推进钢铁行业超低排放改造	主要包括三点：一是推进钢铁行业超低排放改造；二是有效推进清洁取暖；三是推进VOCs治理。
2019年的《政府工作报告》	2019.03	报告再次提出，要“加快”火电、钢铁行业超低排放改造。	环保部《钢铁企业超低排放改造工作方案》将近期发布
《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》	2019.05	对完成超低排放改造的企业，加大税收、资金、价格、金融、环保等政策支持力度，强化企业主体责任，严格评价管理，强化监督执法	到2020年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争60%左右产能完成改造；2025年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争80%以上产能完成改造。

投资逻辑：兼并重组

投资逻辑
China galaxy securities

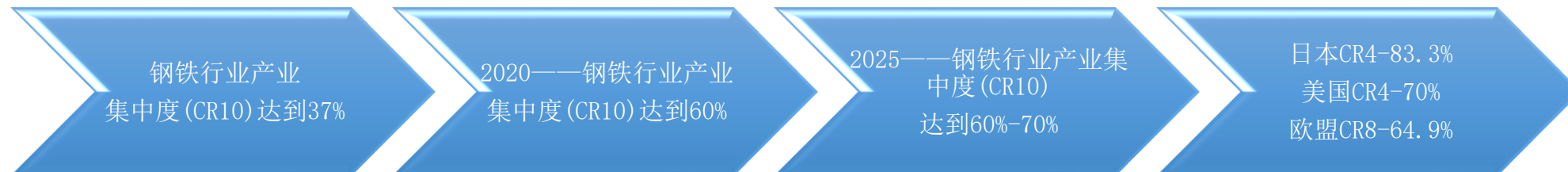
1

2

3

4

5



指导意见

8000万吨级的钢铁集团三至四家+4000万吨级的钢铁集团六至八家+部分专业化的钢铁集团。

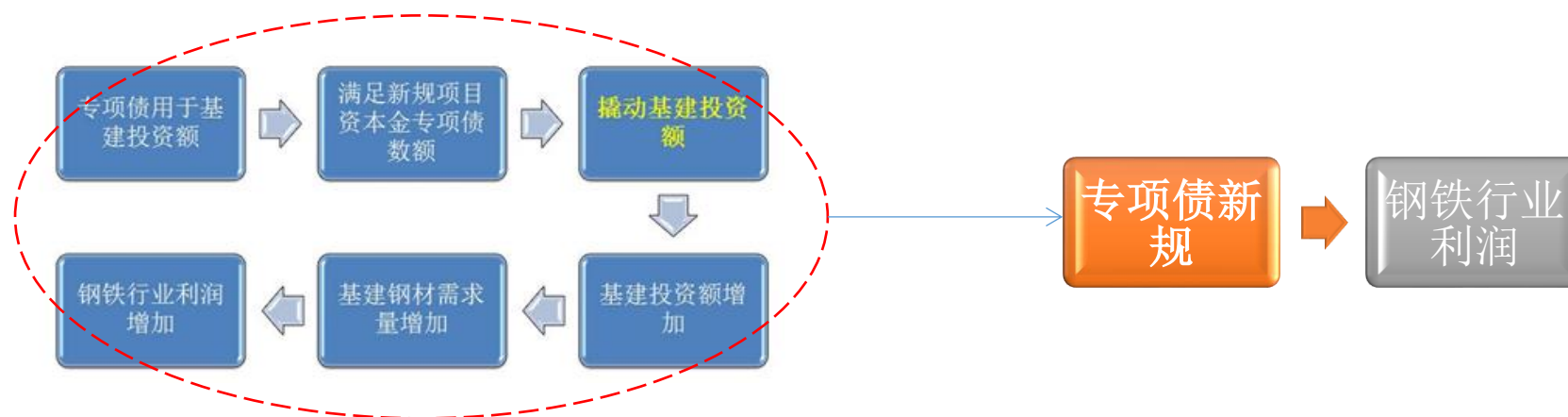
中国十大钢铁集团情况

钢铁集团	区位	产能规模-万吨	并购过程	备注	产能扩张计划
宝武集团	上海	7,000.00	宝钢集团、武钢集团合并	传闻与鞍钢、河钢合并重组，收购马钢	1亿吨-2021年
河钢集团	河北	5,000.00	唐钢集团、邯钢集团合并	传闻与首钢合并	ND
鞍钢集团	辽宁	3,900.00	2010年5月鞍山钢铁集团公司和攀钢集团合并而来	传闻与本钢、北钢重组，如重组完成，产能6500万吨	ND
沙钢集团	江苏	3,500.00	收购江苏淮钢、永兴钢铁等	传闻收购凌源钢铁	3-5年增加1000万吨
北京建龙重工	北京	3,500.00	钢铁并购大王，先后收购了抚顺新钢、山西海鑫、北满特钢北兴特钢和西林钢铁	2009年，建龙在并购吉林省最大钢企通化钢铁时受挫撤出。	2022年力争实现5000万吨
首钢集团	北京	3,000.00	首钢秘铁1000万吨精矿扩建项目，收购秘鲁铁矿公司98.4%的股份	传闻与河钢合并	ND
山东钢铁集团	山东	3,100.00	2008年3月17日，是由济钢、莱钢和山东冶金工业总公司	莱钢新疆的产能转让给三钢	ND
马钢集团	安徽	2,000.00	马钢股份、长江钢铁、合肥公司、瓦顿公司四大钢铁生产基地	已被宝武集团收购	ND
华菱钢铁集团	湖南	2,000.00	1997年湘钢、涟钢、衡钢联合组建	与世界第一大钢铁集团安赛乐米塔尔合资建设的华菱安赛乐米塔尔汽车板公司顺利投产；投资澳大利亚第三大矿业公司FMG，成为其第二大股东，拥有稳定的铁矿石资源保障渠道，境外铁矿石权益矿产量超过2400万吨/年。	ND
包钢集团	内蒙	1,850.00	-	有白云鄂博稀土矿	ND
方大集团	江西	1,600.00	-	方大钢铁集团-方大特钢、九江钢铁、萍安钢铁	ND

资料来源：各公司官网，公开新闻，中国银河证券研究院

投资逻辑：专项债新规

- 6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《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》
- 允许专项债券用作项目资本金等
- 专项债影响钢铁行业分析模型+二元敏感性分析：行业利润将增加1.21%-2.35%，行业利润最高将提升98.7亿元

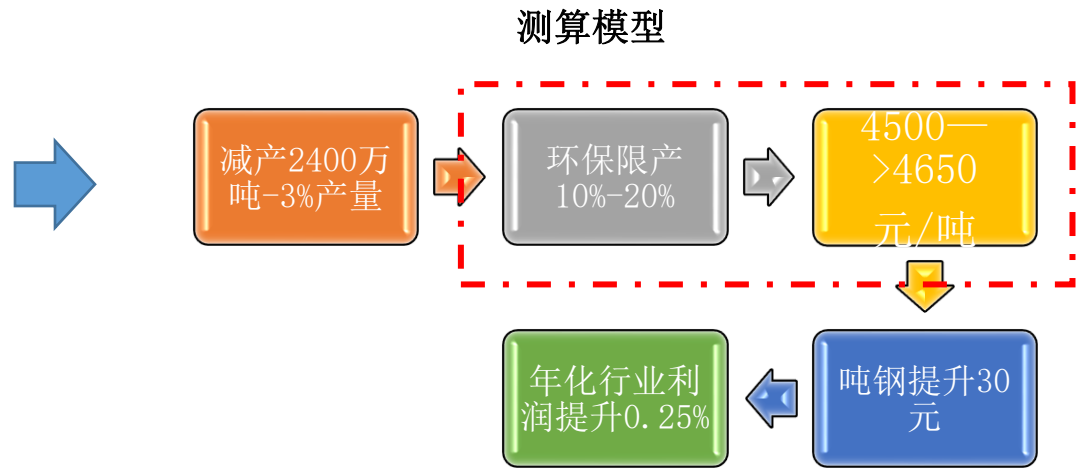


关键结论	新规专项债撬动基建投资额	基建投资额增加比例	拉动钢材需求量	行业利润增长额	行业利润增长比例
数值	7983.75亿	7.04%	2023万吨	66.55亿	1.65%

		Percent-满足新规项目资本金条件占比 (%)							
	1.652%	1.00%	16.60%	33.30%	50.00%	66.70%	83.40%	100.00%	
	5.00%	0.772%	1.949%	3.081%	4.100%	5.022%	5.860%	6.621%	
	10.00%	0.732%	1.338%	1.953%	2.534%	3.084%	3.607%	4.100%	
	15.00%	0.719%	1.127%	1.548%	1.954%	2.345%	2.722%	3.083%	
Ratio-项目资本金比例 (%)	20.00%	0.712%	1.020%	1.340%	1.652%	1.954%	2.249%	2.534%	
	25.00%	0.708%	0.955%	1.213%	1.466%	1.713%	1.955%	2.189%	
	30.00%	0.705%	0.911%	1.128%	1.341%	1.549%	1.754%	1.954%	
	35.00%	0.703%	0.880%	1.067%	1.250%	1.431%	1.608%	1.782%	

投资逻辑：唐山限停产

- ▶ **非采暖季限停产通知：**6月23日，唐山市政府出台《关于做好全市钢铁企业限停产工作的通知》
- ▶ **一刀切限产：**6家限产20%，其余一刀切限产50%
- ▶ **预计此次限产执行严格，对钢铁企业生产的影响较大：**措辞严厉，要求明确。
- ▶ **通知政策将会推动钢材供给收缩与涨价预期**
- ▶ **短期供给扰动，长期看政策变化**



领导负责制	具体时间表安排	部署细致
各县(市)区政府要履行属地管理责任，主要领导为第一责任人，分管领导靠前指挥，切实组织好辖区内钢铁企业限停产到位	8月1日以前，按照要求高炉扒炉停产；8月1日之后，视全市空气质量和气象条件情况再决定上述限停产措施是否延续执行。 焦化企业7月10日以前关停到位。 各地的限停产清单要在规定时间表内在本地政府网站以及主要新闻媒体公开。	绩效评价为：A类的首钢迁钢，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%；全省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%，高炉扒炉停产。 置换产能按时停产。为首钢京唐钢铁二期一步、丰南纵横钢铁项目产能置换的钢铁、焦化装备，必须按承诺时限关停。丰南区要组织粤丰钢铁停产到位。通宝、蓝海、榕丰、东方(部分装备)4家焦化企业要于7月10日前关停到位。

投资逻辑：一带一路

I 2 3 4 5

- 冶金规划院院长李新创：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；中宣部号召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。

中宣部4月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；

- 钢铁行业海外发展：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。
- 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。
- 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
- 上游以铁矿石为例，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；下游产业链方面，建筑业和制造业，基础设施建设以及能源、高铁、核电等装备制造业的发展

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

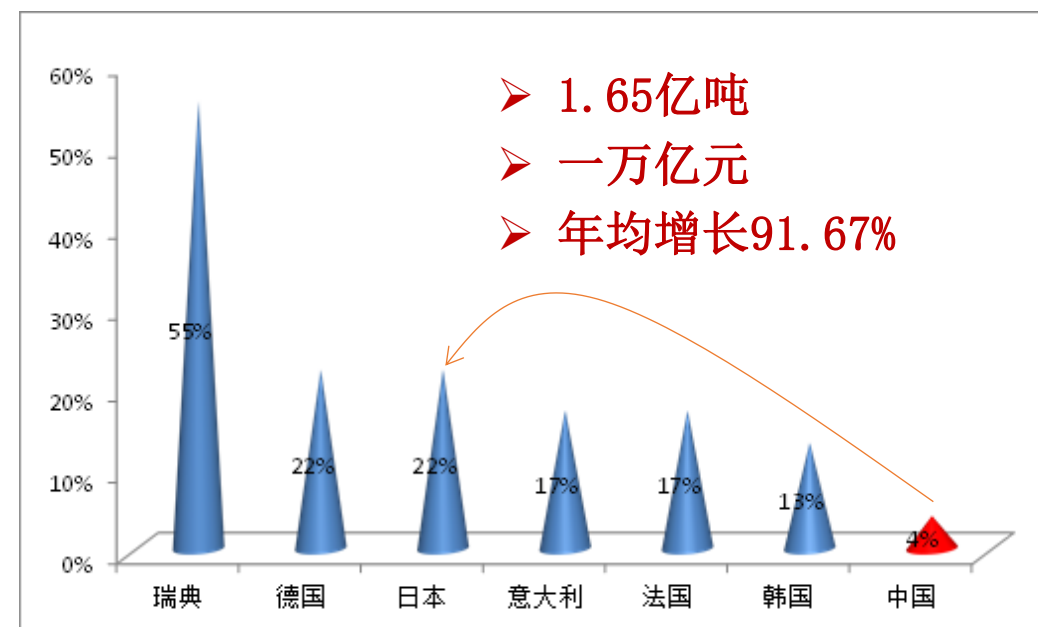
海外钢铁项目总结



资料来源：中国联合钢铁网，公司公告，中国银河证券研究院

- 特钢行业发展迅速：
 - 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；特殊质量合金钢材产量为2207万吨，同比增长14.9%。
 - 国家战略引导，进口替代空间大：
 - 《中国制造2025》、《新材料产业发展规划》、《钢铁工业调整升级“十三五”规划(2016-2020年)》作为特钢行业实施制造强国战略的行动规划，抓住“一带一路”为我国特钢参与国际市场发展建设带来战略机遇；高端特钢、合金钢利润大，依赖进口。
 - 高端特钢占比小，未来发展空间大：

下游行业	规模	增长速度
海上风电	2030年-120GW, 2018年23.30GW	12年增长5倍, 年平均增长率41.67%
高铁、地铁	高铁, 2025年-3.8万公里, 2017年-2.5万公里; 地铁, 2017年-运营里程5033公里, 在建6246公里	高铁, 增长52%, 地铁, 增长124.1%
机械装备	2016年-2145亿美元, 2021年-2622亿美元	增长22%
模具	2017年-1890亿元, 2020年-2188亿元	增长15.77%
航空航天	未来20年中国民用飞机7690架, 11.9万亿美元; 未来10年军用飞机4100架次, 1500亿美元。2017年3036架	35%的增长率



- 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对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%。
- 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。

对美出口利润占比较小

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

投资逻辑：环保、重组、成本、海外、特钢

投资逻辑
China galaxy securities

1

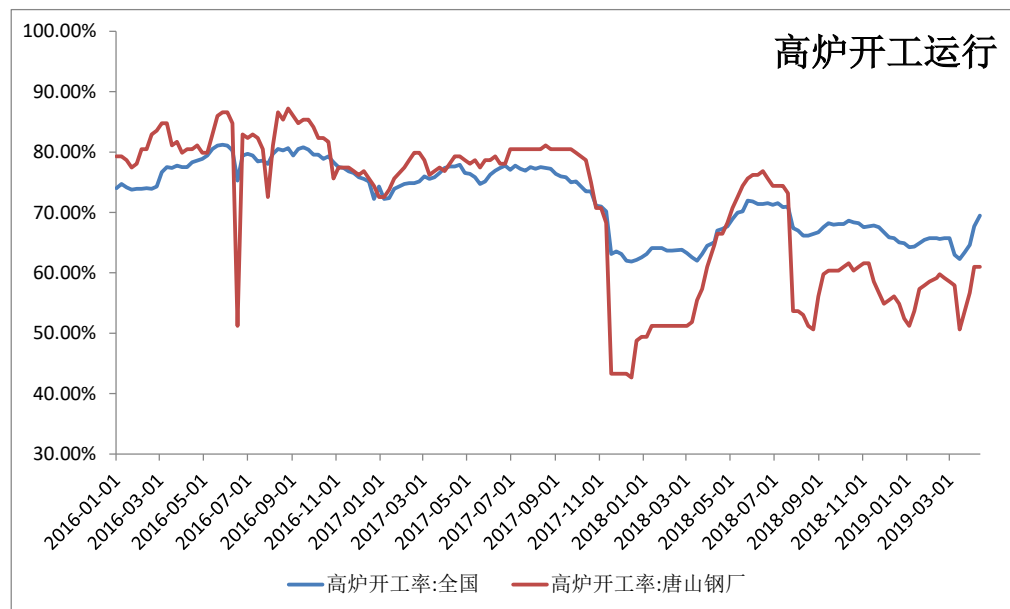
2

3

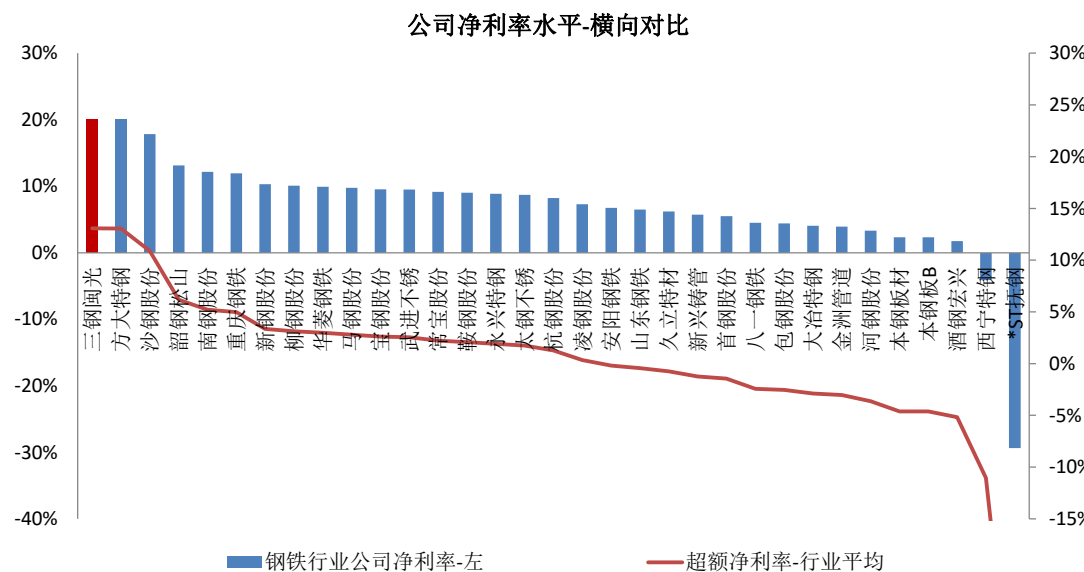
4

5

- 环保压力较小、周转率较高成本控制能力优势的南方钢企，推荐**三钢闽光（002110.SZ）**等；
- 受益于行业集中度的逐步提升，具有规模优势、兼并重组优势的钢企，推荐**宝钢股份（600019.SH）**等；
工信部发布的《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》中所要求的“2020年,钢铁行业产业集中度(CR10)达到60%”这一目标
- 受益于集团资产注入、产业升级，下游需求增长较快的特钢企业，推荐**大冶特钢（000708.SZ）、常宝股份（002478.SZ）**等；
上交所受理科创板申请的广大特材（A19083.SH）-特钢生产企业，产品涉及轴承钢、齿轮钢、风电主轴等
- 海外投资布局、降低环保成本的**河钢股份（000709.SZ）**等；



资料来源：WIND，中国银河证券研究院



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

CHINA GALAXY SECURITIES

三钢-高售价、低成本，盈利投资回报高

1

2

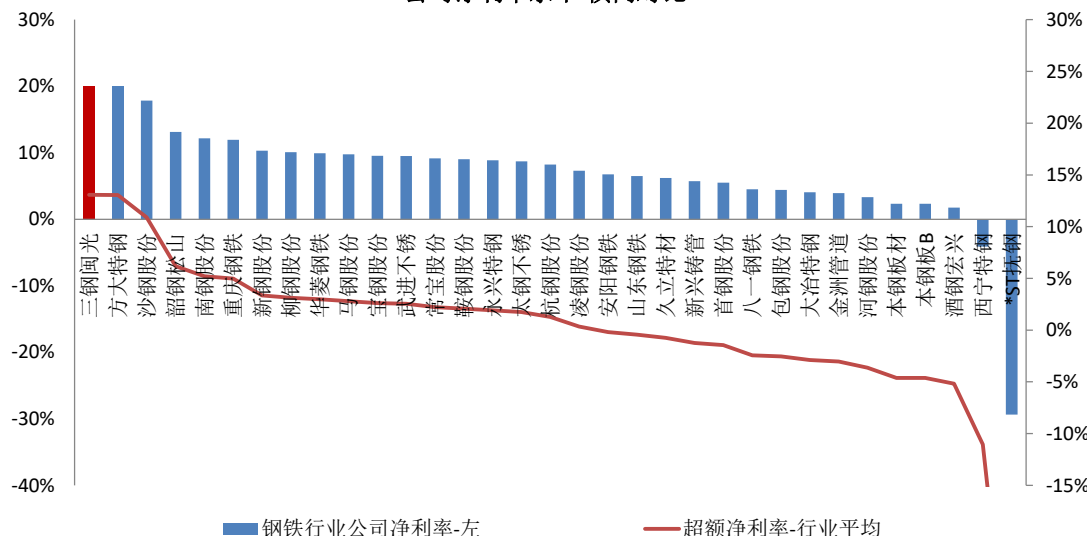
3

4

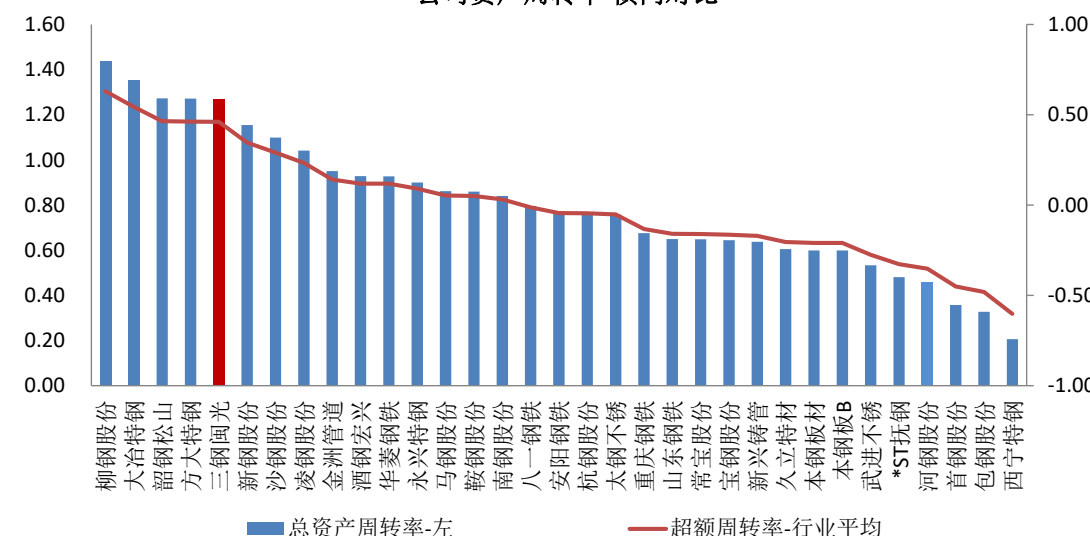
5

- 公司的盈利能力强，行业第一：公司的净利率高出行业平均水平13.07个百分点；结合公司产品价格、生产成本和费用等方面的解构分析可以发现，公司的净利率质量较高，未来仍然有继续维持在高位的能力；
- 资产利用效率较高，经营比较稳定：公司的资产周转率1.27次较高，在钢铁行业中排第五；
- ROE股东权益投资回报较高：行业第一高的净利润率和行业第五的资产周转率支撑了公司较高的净资产收益率44.72%，是行业平均ROE的1.70倍，股东权益投资回报的能力处于行业较高水平。
- ROE的杜邦分析 (ROE=销售净利率*资产周转率*权益乘数)

公司净利率水平-横向对比



公司资产周转率-横向对比



公司估值较低，具备长期投资价值

1

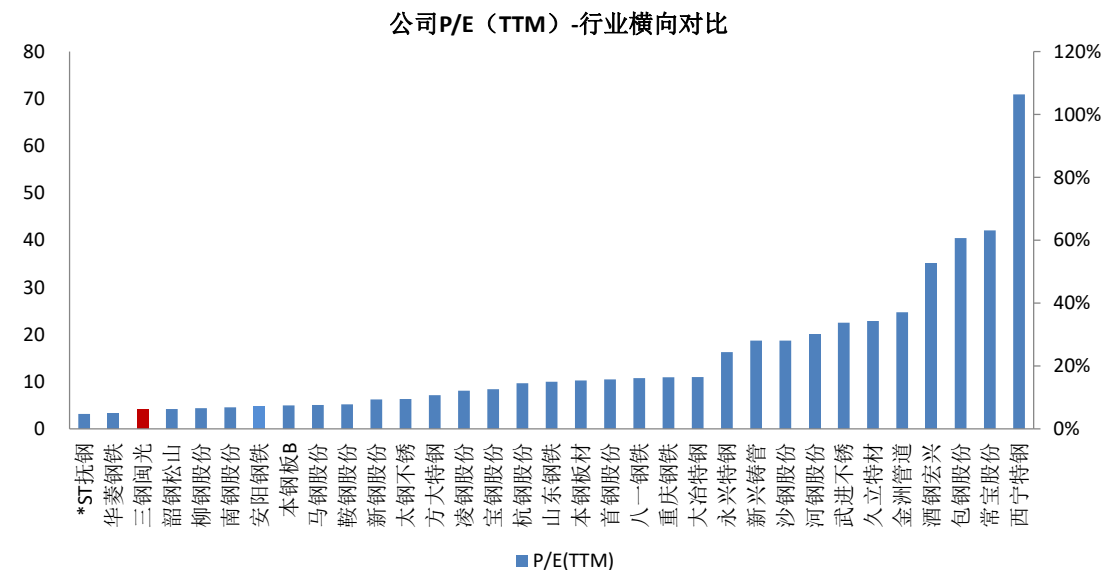
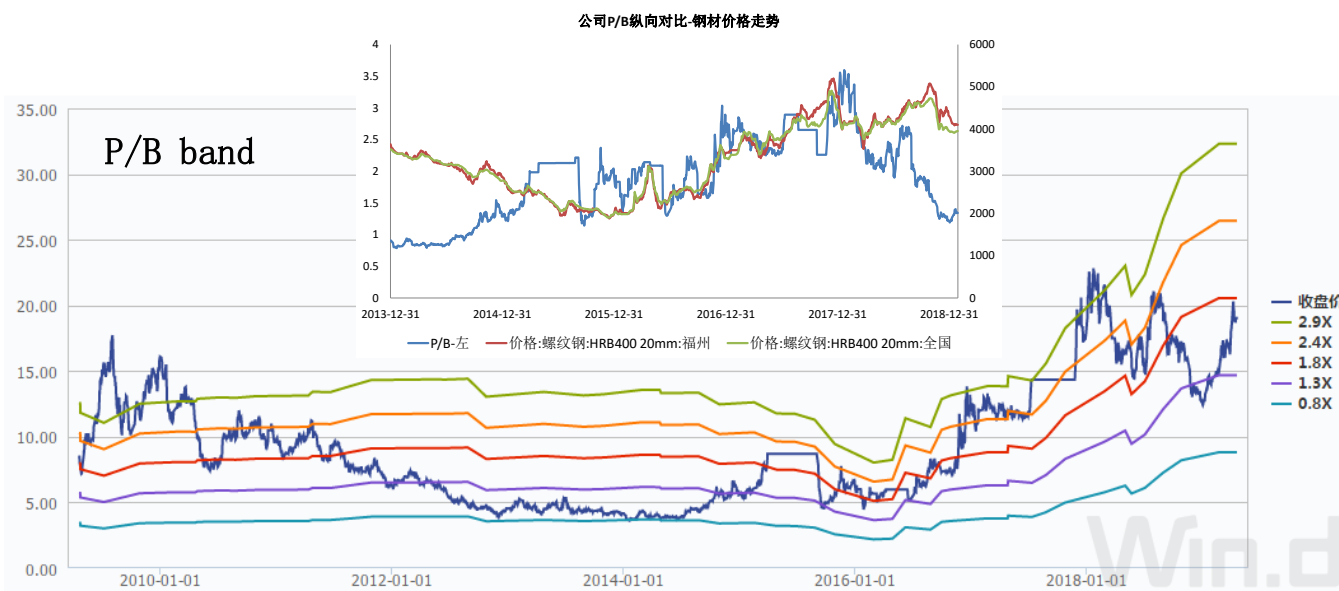
2

3

4

5

- 公司估值经过两年的调整，PE (TTM) 目前仅为3.2x，已经具备一定的长期投资价值；经过行业供给侧改革之后，随着宏观经济下行和钢价出现了阶段性的调整之后，公司估值逐渐下行，低于行业平均水平和美钢铁股的PE水平；
- 从钢铁行业的高景气周期和公司的高成长性来看，目前公司P/B存在低估，未来估值具有修复的潜力；
- 公司历史P/B主要在1.5-3之间波动，供给侧改革之前P/B触底，是处于供给严重过剩、钢价持续下行和行业全面亏损的状态，行业景气度处于历史低点；而供给侧改革之后行业基本面改善，P/B基本在1.5-2以上，而目前公司的P/B处于历史低位附近；
- 基于公司较强的盈利能力、股东权益回报能力和股利分红能力，公司的长期投资价值凸显。



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。

分析师：华立

☎ 021-20252650 | ✉ huali@chinastock.com.cn | 执业证书编号：S0130516080004

