

公募基金持仓分析三

2019Q2 公募基金钢铁配置比例 0.10%、环比基本持平，行业排名倒数第一

分析师：李莎

分析师：陈潇



SAC 执业证号：S0260513080002



SAC 执业证号：S0260518120001



SFC CE.no: BNV167



020-66335140

020-66335140



lisha@gf.com.cn



gzchenxiao@gf.com.cn

请注意，陈潇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

一、公募基金钢铁行业持仓：钢铁板块配置比例 0.10%、环比基本持平，全行业持仓市值占比最低

公募基金钢铁行业绝对持仓：根据基金 2019 年二季报数据，2019 年二季度，公募基金钢铁板块配置比例仅 0.10%，处 2011 年至今 18.10%分位，环比持平，在 28 个行业中处倒数第一。（1）普钢、特钢：公募基金普钢的配置比例为 0.08%、环比持平，公募基金特钢的配置比例为 0.02%、环比持平；（2）普钢长材、板材：2019 年二季度，公募基金普钢长材的配置比例 0.04%、环比降 0.01 个 PCT，普钢板材配置比例为 0.04%、环比升 0.01 个 PCT。

公募基金钢铁行业相对持仓：根据基金 2019 年二季报数据，（1）与申万钢铁流通市值占比比较：行业低配 1.06 个 PCT、低配幅度达 91.13%，长材、板材和特钢低配幅度分别达 86.13%、93.92%、86.62%。（2）与主要钢材品种毛利的分位数比较：公募基金钢铁板块配置比例处 2011 年至今季度数据的 18.10%分位，主要钢材品种吨钢毛利处 2011 年至今季度数据的 72.70%分位。

公募基金钢铁行业绝对持仓与相对持仓均低配、低配格局边际缓和。根据基金 2019 年二季报数据，（1）钢铁板块低配 1.06 个 PCT、处 2011 年至今 66.60%分位，低配幅度为 91.13%，低配比例和低配幅度环比分别降 0.08PCT、0.81PCT。（2）钢铁板块公募基金持仓市值占比分位数与主要钢材品种吨毛利分位数的比值为 24.90%、环比增 4.95 个 PCT（数据指标定义：行业低配比例：行业持仓市值占比与其自由流通市值占比之间的差值；行业低配幅度：100% 减去持仓市值占比与自由流通市值占比之商）。

二、公募基金钢铁公司持仓：公募基金增持 10 家上市钢企，减持 10 家上市钢企

根据基金 2019 年二季报数据，2019 年二季度，公募基金持有申万钢铁板块市值前十大的公司为三钢闽光、华菱钢铁、新钢股份、大冶特钢、宝钢股份、沙钢股份、方大特钢、金洲管道、马钢股份和南钢股份。相较 2018 年四季度，金洲管道、马钢股份、南钢股份为新增列入前十大，河钢股份、新兴铸管、久立特材则列出前十大。另外，包钢股份、山东钢铁、鞍钢股份、韶钢松山、西宁特钢、杭钢股份、太钢不锈、首钢股份、凌钢股份、酒钢宏兴、ST 抚钢、安阳钢铁、八一钢铁、柳钢股份、永兴特钢公募基金持仓市值为零。

从公募基金持有申万钢铁个股的市值来观测。根据基金 2019 年二季报数据，2019 年二季度，10 家上市钢企持仓市值增加。其中金洲管道、马钢股份、南钢股份、武进不锈、本钢板材 2019 年二季度由无持仓变为持仓 1896 万元、855 万元、693 万元、260 万元和 172 万元，华菱钢铁、新钢股份、宝钢股份、方大特钢、三钢闽光的持仓市值分别增加至 12284 万元、10109 万元、6815 万元、2430 万元、22099 万元，环比分别增加 337%、266%、133%、31%、0.26%。另有 10 家企业持仓市值减少。其中山东钢铁、鞍钢股份和包钢股份持仓市值减至 0；河钢股份、新兴铸管、重庆钢铁、久立特材、大冶特钢、常宝股份、沙钢股份持仓市值分别减至 598 万元、458 万元、24 万元、239 万元、9677 万元、241 万元、4014 万元，环比分别减少 95%、93%、91%、69%、37%、33%和 21%。

三、风险提示：宏观经济增速大幅下滑；采暖季错峰生产、超低排放改造进程低于市场预期；钢材、原材料价格出现大幅波动。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
三钢闽光	002110.SZ	CNY	8.45	2019/4/2	买入	15.39	2.37	2.53	3.56	3.34	1.08	0.92	27.8	25.0
方大特钢	600507.SH	CNY	9.02	2019/2/23	买入	16.60	1.73	1.89	5.21	4.77	2.53	1.80	28.0	23.4
久立特材	002318.SZ	CNY	7.65	2019/3/20	买入	9.80	0.49	0.50	15.61	15.30	8.67	7.89	11.5	10.6
鞍钢股份	000898.SZ	CNY	3.51	2019/3/22	买入	8.13	0.92	0.95	3.82	3.69	2.95	2.56	11.3	10.4
马钢股份	600808.SH	CNY	2.93	2019/3/25	买入	5.47	0.72	0.78	4.07	3.76	1.85	1.31	16.5	15.7
南钢股份	600282.SH	CNY	3.26	2019/3/25	买入	5.53	0.82	0.85	3.98	3.84	2.20	1.98	20.3	18.6
韶钢松山	000717.SZ	CNY	4.12	2019/3/31	买入	7.10	1.00	1.05	4.12	3.92	2.21	1.56	28.1	23.8
重庆钢铁	601005.SH	CNY	1.90	2019/4/1	增持	2.67	0.14	0.15	13.57	12.67	6.13	4.95	6.3	6.2
华菱钢铁	000932.SZ	CNY	4.51	2019/4/1	买入	6.49	1.23	1.34	3.67	3.38	1.48	1.21	24.6	22.3
山东钢铁	600022.SH	CNY	1.59	2019/4/4	买入	2.48	0.22	0.25	7.23	6.36	3.98	3.24	10.9	10.6
新兴铸管	000778.SZ	CNY	4.31	2019/4/7	买入	7.00	0.42	0.45	10.26	9.58	4.74	4.25	7.5	7.5
新钢股份	600782.SH	CNY	4.75	2019/4/26	买入	8.46	1.30	1.34	3.66	3.53	2.34	1.78	18.4	16.5
河钢股份	000709.SZ	CNY	2.76	2019/4/27	买入	4.13	0.26	0.27	10.62	10.22	5.15	4.85	4.9	4.9
宝钢股份	600019.SH	CNY	6.19	2019/4/28	买入	9.10	0.75	0.77	8.26	8.04	4.15	3.83	9.1	9.1
首钢股份	000959.SZ	CNY	3.38	2019/4/28	买入	5.44	0.27	0.51	12.52	6.63	6.86	4.77	5.7	9.6
常宝股份	002478.SZ	CNY	6.22	2019/6/19	买入	8.32	0.65	0.77	9.57	8.08	4.46	3.52	14.1	14.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

前言：从公募基金持仓跟踪钢铁市场动态	5
一、公募基金钢铁行业持仓：钢铁板块配置比例 0.10%、环比基本持平，全行业持仓市 值占比最低.....	7
（一）绝对持仓：公募基金钢铁板块配置比例 0.10%、环比基本持平，普钢长材、 板材分别 0.04%、0.04%.....	7
（二）相对持仓：低配 1.06 个 PCT、低配幅度达 91.13%，但行业盈利中高位	9
二、公募基金钢铁公司持仓：公募基金增持 10 家上市钢企，减持 10 家上市钢企	12
三、风险提示	14

图表索引

图 1: 主动偏股+灵活配置型公募基金口径	5
图 2: 2011 年以来公募基金持有申万钢铁板块的市值占比	7
图 3: 公募基金普钢、特钢板块的配置比例	8
图 4: 公募基金普钢长材、普钢板材的配置比例	8
图 5: 申万钢铁板块流通市值占比与公募基金申万钢铁板块的配置比例	9
图 6: 公募基金普钢、特钢的相对配置比例	10
图 7: 公募基金普钢长材、普钢板材的相对配置比例	10
图 8: 公募基金申万钢铁股配置比例分位数与主要钢材品位吨毛利分位数走势 ..	11
图 9: 公募基金 2019Q2 持有申万钢铁板块个股的市值情况	12
表 1: 依据申万钢铁和主营业务结构将 32 家上市钢企进行分类	6
表 2: 公募基金 2019Q2 分行业配置情况	7
表 3: 公募基金 2019Q2 申万钢铁细分板块绝对配置比例及相对配置比例情况 ..	10
表 4: 公募基金 2019Q2 持有申万钢铁板块个股的市值情况	13

前言：从公募基金持仓跟踪钢铁市场动态

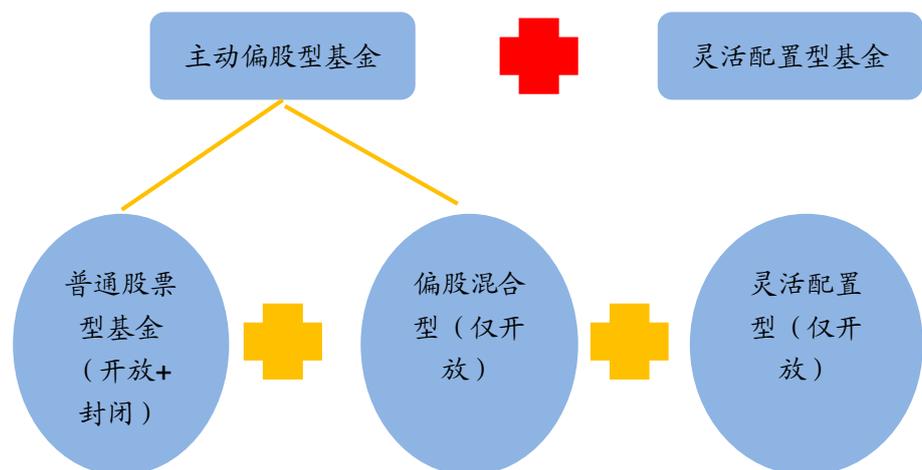
公募基金为二级市场中专业的机构投资者之一，我们可通过研究其持仓行业配置比例和个股风格切换历史特征以启发我们的研究与投资决策。本篇我们将分析2019年二季度公募基金钢铁行业持仓及其变化。

开宗明义，我们先对我们研究主体和样本进行界定：

研究主体：我们着重以公募基金中的“主动偏股+灵活配置型基金”作为主要考察对象。以主动投资（偏股配置）+灵活配置为口径筛选，2019年二季度该类公募基金的资产总值占全部公募基金的12.6%，但是股票市值占全部公募基金的比例高达60%，具有较好的代表性。下文不做特殊说明，我们所示的“基金”配置统计均为上述口径。

就钢铁行业而言，我们选取申万钢铁32家上市公司作为钢铁行业股票样本。

图 1：主动偏股+灵活配置型公募基金口径



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

研究样本：申万钢铁板块上市公司。依据申万钢铁及公司的主营业务结构，我们可进一步将申万钢铁32家钢铁企业进一步划分为普钢企业、特钢企业，其中普钢企业又可以进一步拆分为普钢长材和普钢板材（提请注意：分类由客观分类结合主观判断进行）。后文我们将由32家钢铁公司分类板块简称为普钢板块（包括普钢长材板块、普钢板材板块）、特钢板块。

表 1: 依据申万钢铁和主营业务结构将32家上市钢企进行分类

按照成分性能	按照产品结构分类	个股列示
普钢 (22 家)	长材 (9 家)	韶钢松山、新兴铸管、三钢闽光、凌钢股份、方大特钢、山东钢铁、酒钢宏兴、八一钢铁、柳钢股份
	板材 (13 家)	河钢股份、本钢板材、鞍钢股份、华菱钢铁、首钢股份、宝钢股份、南钢股份、安阳钢铁、新钢股份、重庆钢铁、包钢股份、杭钢股份、马钢股份
特钢 (10 家)		大冶特钢、太钢不锈、沙钢股份、久立特材、金洲管道、常宝股份、永兴特钢、西宁特钢、ST 抚钢、武进不锈

数据来源: 申万行业分类、公司公告、广发证券发展研究中心

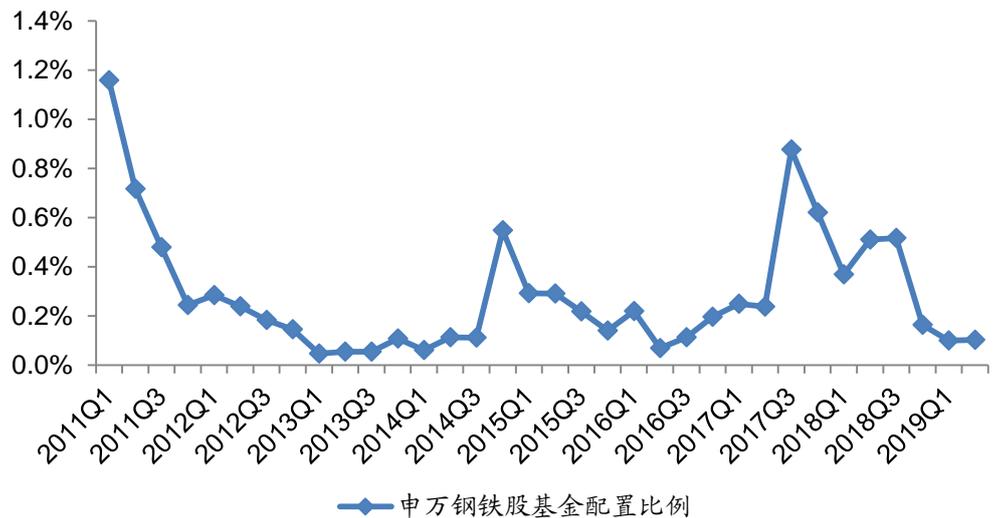
数据指标定义: (1) **行业低配比例:** 行业持仓市值占比与其自由流通市值占比之间的差值; (2) **行业低配幅度:** 100%减去持仓市值占比与自由流通市值占比之商。

一、公募基金钢铁行业持仓：钢铁板块配置比例 0.10%、环比基本持平，全行业持仓市值占比最低

(一) 绝对持仓：公募基金钢铁板块配置比例 0.10%、环比基本持平，普钢长材、板材分别 0.04%、0.04%

根据基金2019年二季报数据，2019Q2公募基金钢铁板块配置比例为0.10%、环比基本持平，全行业持仓市值占比倒数第一。2019年二季度，公募基金钢铁板块配置比例为0.10%，处2011年至今18.10%分位、为2011年以来第六低；环比基本持平。从申万一级行业分类来观测，公募基金钢铁板块的持仓市值占比在28个行业中处倒数第一。

图 2：2011年以来公募基金持有申万钢铁板块的市值占比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 2：公募基金2019Q2分行业配置情况

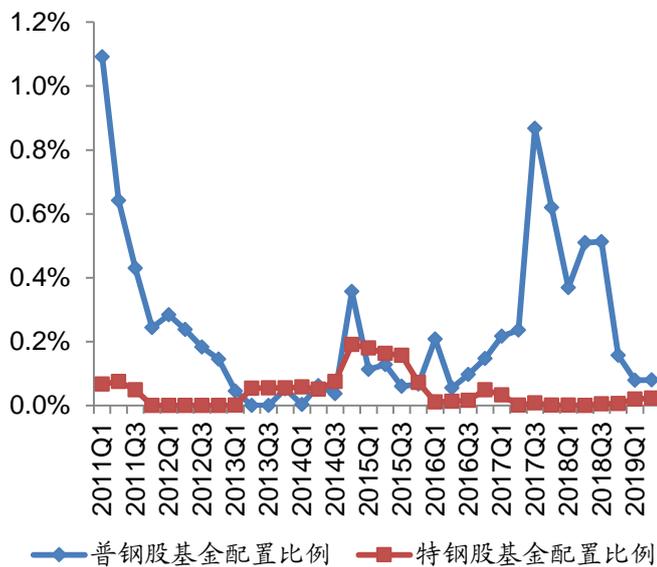
行业	2019Q2 配比	2019Q1 配比	环比变化	行业	2019Q2 配比	2018Q1 配比	环比变化
食品饮料	18.23%	14.29%	3.94%	化工	2.40%	2.78%	-0.38%
医药生物	13.08%	13.54%	-0.46%	汽车	2.02%	2.40%	-0.38%
非银金融	7.49%	7.09%	0.40%	通信	1.48%	2.21%	-0.73%
电子	6.82%	8.29%	-1.47%	休闲服务	1.45%	1.13%	0.32%
家用电器	6.58%	4.65%	1.93%	有色金属	1.37%	0.94%	0.43%

银行	6.19%	4.64%	1.54%	建筑材料	1.34%	1.18%	0.16%
计算机	5.17%	6.54%	-1.37%	轻工制造	1.11%	1.47%	-0.36%
房地产	4.55%	6.10%	-1.55%	国防军工	0.96%	1.31%	-0.35%
电气设备	3.83%	4.01%	-0.18%	公用事业	0.58%	0.73%	-0.16%
农林牧渔	3.32%	3.92%	-0.60%	综合	0.54%	0.34%	0.20%
机械设备	2.70%	3.34%	-0.64%	采掘	0.36%	0.39%	-0.03%
传媒	2.68%	3.54%	-0.86%	纺织服装	0.36%	0.51%	-0.16%
商业贸易	2.49%	2.19%	0.30%	建筑装饰	0.35%	0.55%	-0.19%
交通运输	2.45%	1.81%	0.63%	钢铁	0.10%	0.11%	0.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

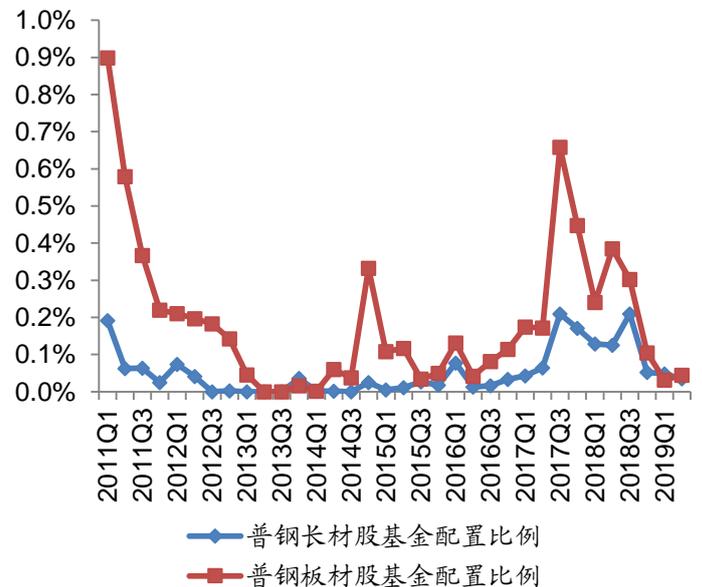
2019Q2公募基金钢铁细分板块配置情况。(1) 普钢、特钢: 2019年二季度, 公募基金申万普钢的配置比例为0.08%、环比持平, 申万特钢的配置比例为0.02%、环比持平。(2) 普钢长材、板材: 2019年二季度, 公募基金申万普钢长材的配置比例为0.04%、环比下降0.01个百分点, 申万普钢板材基金配置比例为0.04%、环比上升0.01个百分点。

图 3: 公募基金普钢、特钢板块的配置比例



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 4: 公募基金普钢长材、普钢板材的配置比例



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

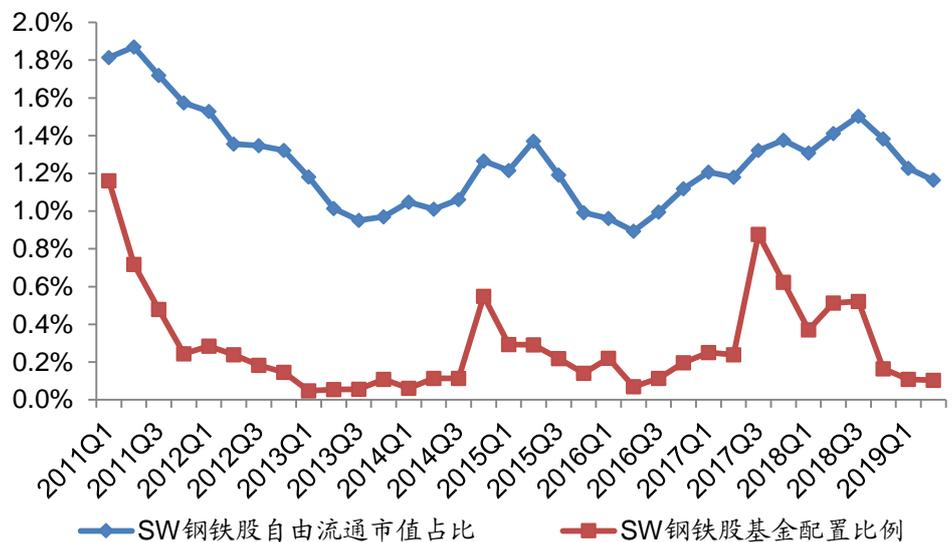
(二) 相对持仓：低配 1.06 个 PCT、低配幅度达 91.13%，但行业盈利中高位

我们从两个角度来衡量钢铁板块的相对持仓：（1）将公募基金持有钢铁市值占比与申万钢铁板块钢铁股流通市值占比进行比较；（2）将公募基金持有钢铁市值占比的分位数与钢铁行业主要钢材品种吨毛利的分位数进行比较。

1、与申万钢铁板块流通市值占比进行比较：2019Q2钢铁板块低配1.06个PCT、低配幅度达91.13%，长材、板材和特钢低配幅度分别达86.13%、93.92%、86.62%

2019年二季度，钢铁板块流通市值占比为1.17%，公募基金持仓钢铁板块市值占比仅为0.10%，低配1.06个PCT、处2011年至今66.60%分位，低配幅度为91.13%、处2011年至今81.80%分位，低配比例、低配幅度微幅下降。

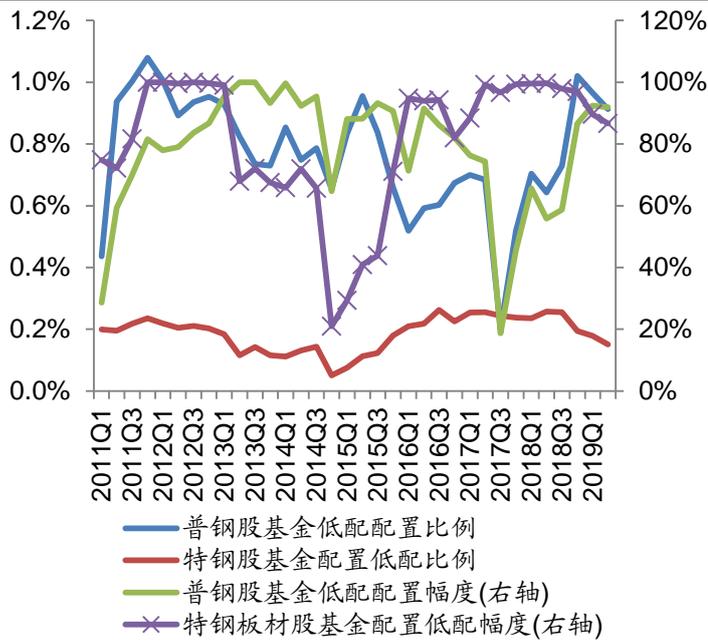
图 5：申万钢铁板块流通市值占比与公募基金申万钢铁板块的配置比例



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

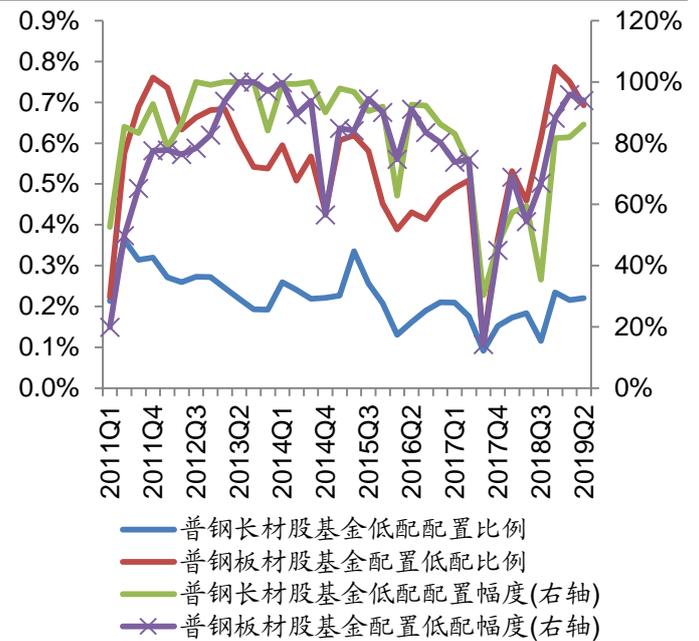
从细分行业来看：（1）普钢、特钢：2019年二季度，公募基金申万普钢的低配0.91个PCT、环比下降0.05个PCT，低配幅度为91.91%、环比下降0.47个百分点。公募基金申万特钢的低配0.15个PCT、环比下降0.03个PCT，低配幅度为86.62%、环比下降3.00个百分点。**（2）普钢长材、普钢板材：**公募基金申万普钢长材的低配0.22个PCT、环比增加0.01个PCT，低配幅度为86.13%、环比增加4.23个百分点。公募基金申万普钢板材的低配0.69个PCT、环比下降0.06个PCT，低配幅度为93.92%、环比下降1.99个PCT。

图 6: 公募基金普钢、特钢的相对配置比例



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 7: 公募基金普钢长材、普钢板材的相对配置比例



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 3: 公募基金2019Q2申万钢铁细分板块绝对配置比例及相对配置比例情况

		配置比例	自由流通市值占比	低配比例	低配幅度
2019Q2	钢铁板块	0.10%	1.17%	1.06%	91.13%
	特钢板块	0.02%	0.17%	0.15%	86.62%
	普钢板块	0.08%	0.99%	0.91%	91.91%
	普钢长材	0.04%	0.26%	0.22%	86.13%
	普钢板材	0.04%	0.74%	0.69%	93.92%
2019Q1	钢铁板块	0.10%	1.25%	1.14%	91.94%
	特钢板块	0.02%	0.20%	0.18%	89.62%
	普钢板块	0.08%	1.04%	0.97%	92.38%
	普钢长材	0.05%	0.26%	0.22%	81.90%
	普钢板材	0.03%	0.78%	0.75%	95.91%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2、与主要钢材品种毛利的分位数比较: 钢铁板块持仓市值占比分位数与主要钢材品种吨毛利分位数的比值为24.90%、环比增4.95个PCT, 低配格局有所缓解

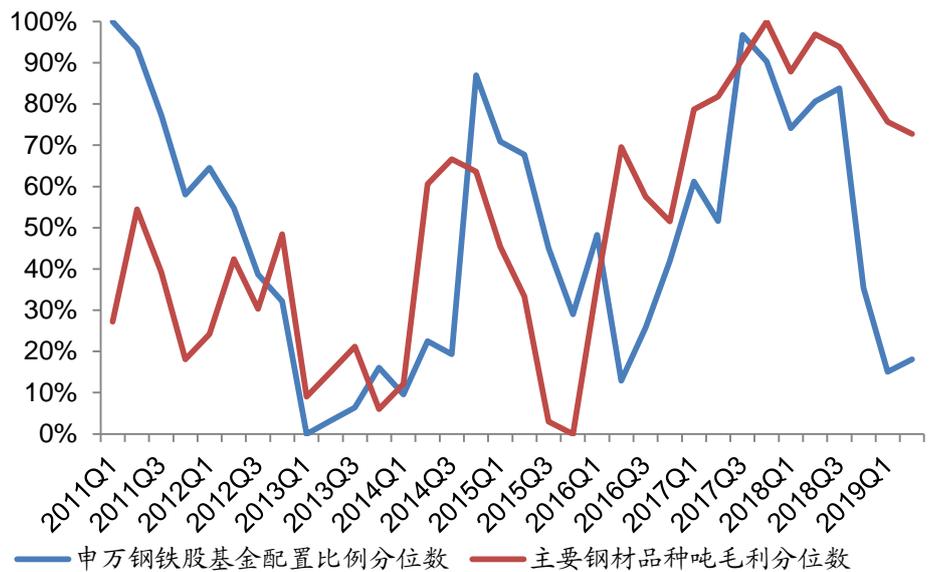
根据Mysteel数据, 我们可计算螺纹钢与热卷卷板的分季度吨毛利数据, 并将两者进行平均得到主要钢材品种吨毛利数据, 最终计算得到各季度主要钢材品种吨毛

利分位数水平。

2019Q2主要钢材品种盈利仍处中高位，公募基金钢铁板块配置比例处低位。 2019年二季度，公募基金持有钢铁板块的市值占比仅为0.10%、处2011年至今季度数据的18.10%分位；同期主要钢材品种吨钢毛利为693.77元/吨，处2011年至今季度数据的72.70%分位。

2019Q2公募基金低配钢铁板块的格局有所缓解。 从环比变化的角度来观测，2019年二季度钢铁板块公募基金持仓市值占比分位数与主要钢材品位吨毛利分位数的比值为24.90%，2019年一季度该数值为19.95%。

图 8：公募基金申万钢铁股配置比例分位数与主要钢材品位吨毛利分位数走势

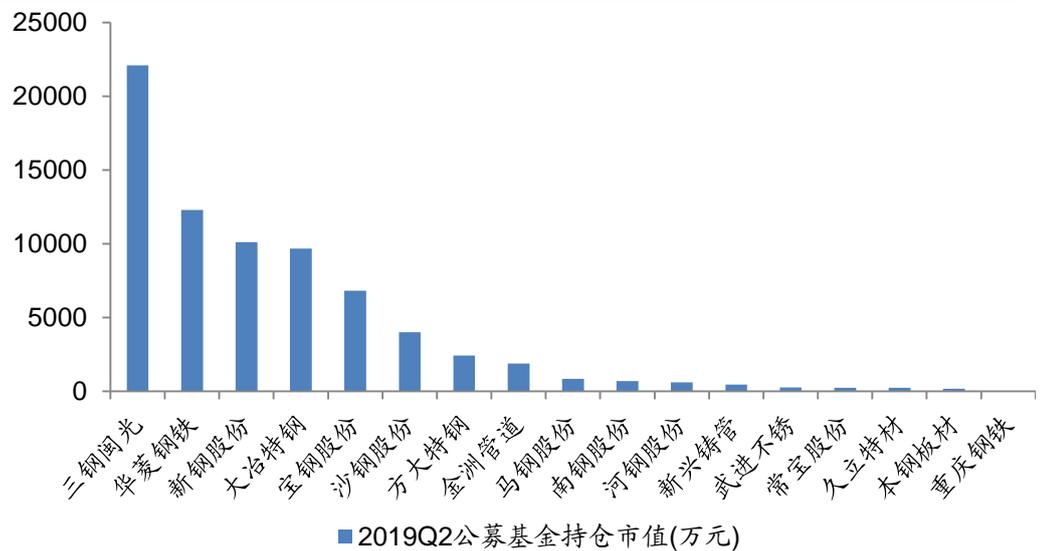


数据来源：Wind、Mysteel、广发证券发展研究中心

二、公募基金钢铁公司持仓：公募基金增持 10 家上市钢企，减持 10 家上市钢企

2019年二季度，公募基金持有申万钢铁板块市值前十大的公司为三钢闽光、华菱钢铁、新钢股份、大冶特钢、宝钢股份、沙钢股份、方大特钢、金洲管道、马钢股份和南钢股份。与2019年一季度持仓市值相比较，金洲管道、马钢股份、南钢股份为新增列入前十大，河钢股份、新兴铸管、久立特材则列出前十大。另外，包钢股份、山东钢铁、鞍钢股份、韶钢松山、西宁特钢、杭钢股份、太钢不锈、首钢股份、凌钢股份、酒钢宏兴、ST抚钢、安阳钢铁、八一钢铁、柳钢股份、永兴特钢公募基金持仓市值为零。

图 9：公募基金2019Q2持有申万钢铁板块个股的市值情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从公募基金持有申万钢铁个股的市值来观测。2019年二季度，10家上市钢企持仓市值增加。其中金洲管道、马钢股份、南钢股份、武进不锈、本钢板材2019年二季度由无持仓变为持仓1896万元、855万元、693万元、260万元和172万元，华菱钢铁、新钢股份、宝钢股份、方大特钢、三钢闽光的持仓市值分别增加至12284万元、10109万元、6815万元、2430万元、2209万元，环比分别增加337%、266%、133%、31%、0.26%。

另有10家企业持仓市值减少。其中山东钢铁、鞍钢股份和包钢股份持仓市值减至0；河钢股份、新兴铸管、重庆钢铁、久立特材、大冶特钢、常宝股份、沙钢股份持仓市值分别减至598万元、458万元、24万元、239万元、9677万元、241万元、4014万元，环比分别减少95%、93%、91%、69%、37%、33%和21%。

表 4: 公募基金2019Q2持有申万钢铁板块个股的市值情况

上市钢企	2019Q2 持股市值 (万元)	2019Q1 持股市值 (万元)	持股市值 环比变化
武进不锈	260	0	
马钢股份	855	0	
南钢股份	693	0	
金洲管道	1896	0	
本钢板材	172	0	
华菱钢铁	12284	2809	337%
新钢股份	10109	2761	266%
宝钢股份	6815	2924	133%
方大特钢	2430	1854	31%
三钢闽光	22099	22042	0.26%
沙钢股份	4014	5106	-21%
常宝股份	241	359	-33%
大冶特钢	9677	15277	-37%
久立特材	239	770	-69%
重庆钢铁	24	261	-91%
新兴铸管	458	6872	-93%
河钢股份	598	11251	-95%
山东钢铁	0	26	-100%
鞍钢股份	0	13	-100%
包钢股份	0	215	-100%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

三、风险提示

1. 宏观经济增速大幅下滑；
2. 采暖季错峰生产、超低排放改造进程低于市场预期；
3. 钢材、原材料价格出现大幅波动。

广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名，2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名（团队），2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队），2016年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队）。
- 刘 洋：分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名（团队），2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。
- 李 衍 亮：研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。