

# 钢铁业延续供需两弱格局，仍待中期逻辑

## ——钢铁行业动态跟踪报告（2019年8月）

行业动态

### ◆行情：2019年7月钢铁板块下跌5.35%，跑输大盘3.8个百分点

2019年7月上证综指下跌1.56%；申万钢铁指数下跌5.35%，跑输上证综指3.8个百分点，仅有大冶特钢上涨（2.83%）。展望8月，2000年以来历年8月份申万钢铁指数共有9年取得正的相对收益。

### ◆价格与盈利：钢价小幅回升，模拟毛利仍处于较低水平

2019年7月大多数钢材品种价格有所回升；铁矿价格继续上涨，焦炭价格有所回落。2019年7月螺纹钢、热轧、冷轧平均吨钢毛利分别为209.8元、-0.20元、-202.7元，维持在较低水平。

### ◆供给：7月底高炉产能利用率受唐山限产影响显著下跌

2019年7月，高炉产能利用率均值80.79%，月环比下跌3.82pct，同比下跌0.36pct，与唐山环保限产政策有关；电炉产能利用率均值为68.39%，月环比上涨0.55pct，继续保持高位。截至7月底，高低品矿相对溢价为11%，仍处于低位。

### ◆需求：波澜不惊，房地产行业增速放缓

2019年7月钢铁行业PMI新订单指数为45.8%，仍在荣枯线以下；水泥价格累计下跌1.86%，建筑业、制造业先行指标均表现不佳。具体来看，6月房地产行业增速有所放缓，基建处于底部反弹周期，汽车产量仍较低迷，家电产量稳健增长。此外，钢材社会库存攀至5年新高，亦表明钢铁需求偏弱。总体来看，钢铁需求波澜不惊，略显低迷。

### ◆关注8月供给面潜在的政策影响，行业仍待中期逻辑

7月唐山环保限产使高炉产能利用率显著下跌，支撑短期基本面。展望8月需关注环保限产情况的延续情况，以及潜在的部委查处违规落后产能回头看等政策的影响，短期可能抑制钢铁供给，但难以本质上扭转钢铁行业供需格局，仍待中期逻辑。需求方面，“房住不炒”政策以及贸易摩擦的不确定性持续影响建筑业和制造业，预计需求难超预期。

### ◆投资建议：板块短期具备低估值优势，维持“增持”评级

从中报业绩预告披露情况来看，钢铁板块2019Q2业绩环比显著提升，钢铁板块短期内具备一定低估值优势。我们维持钢铁行业“增持”评级。建议关注治理水平出众、具备低成本优势、具备高附加值优势的个股：本钢板材、大冶特钢、新钢股份。

### ◆风险分析

环保限产执行效果低于预期；钢铁供给量过多；钢铁下游需求不及预期；钢企生产安全等风险。

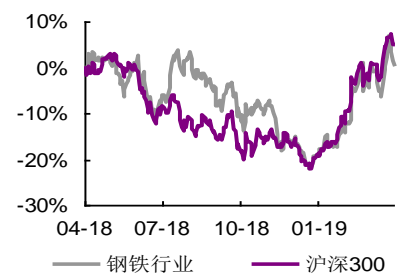
## 增持（维持）

### 分析师

王凯（执业证书编号：S0930518010004）  
021-52523812  
[wangk@ebcn.com](mailto:wangk@ebcn.com)

王招华（执业证书编号：S0930515050001）  
021-52523811  
[wangzh@ebcn.com](mailto:wangzh@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 目 录

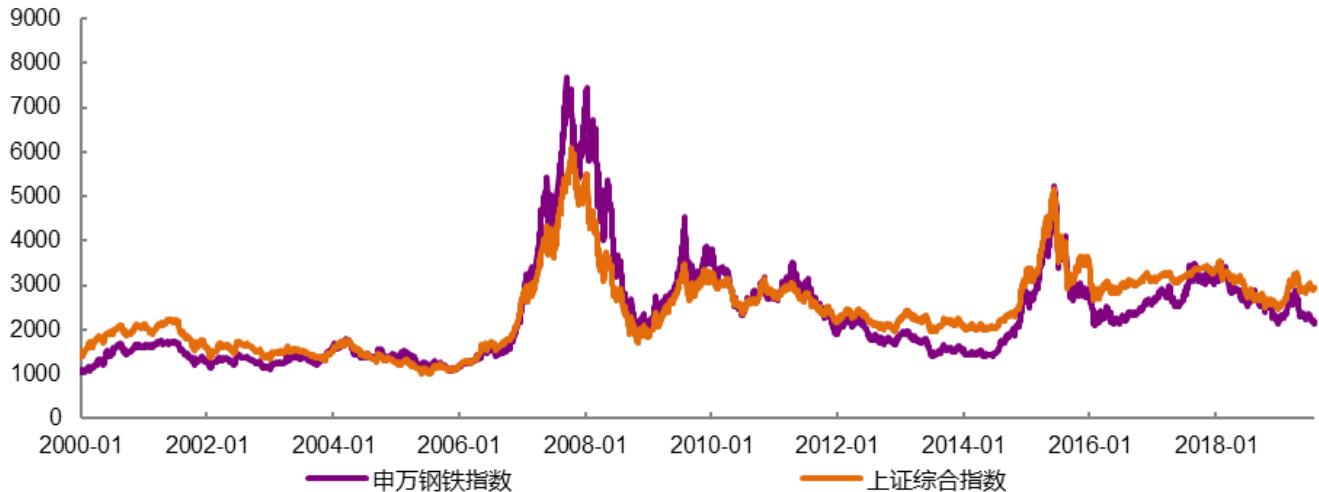
1、 行情回顾：7月板块跑输大盘 3.8 个百分点 .....	3
1.1、 钢铁板块下跌 5.35%，跑输大盘 3.8 个百分点 .....	3
1.2、 历史表现：8月取得正相对收益的概率为 47% .....	3
1.3、 个股表现：大冶特钢和首钢股份涨幅靠前 .....	4
2、 价格和盈利：钢材价格上涨，盈利环比回升 .....	4
2.1、 2019年7月钢铁产业链整体价格和盈利 .....	4
2.2、 2019年7月钢材五大品种价格分析 .....	5
2.3、 2019年7月原材料价格分析 .....	6
3、 供给面：产能利用率有所回落，钢产量攀高 .....	7
3.1、 钢铁产量分析：6月粗钢日均产量环比增长 1.52% .....	7
3.2、 7月高炉产能利用率同比下跌 0.36pct、电炉产能利用率同比增长 2.78pct .....	8
3.3、 目前地条钢可能有小幅复产迹象 .....	9
3.4、 唐山空气质量较差，高低品矿相对溢价继续创新低 .....	9
4、 需求面：波澜不惊，地产景气度回落 .....	11
4.1、 钢铁 PMI 新订单指数与水泥价格表现不佳 .....	11
4.2、 房地产行业增速有所放缓，“房住不炒”政策延续 .....	12
4.3、 基建行业景气度底部反弹，仍显著弱于去年同期 .....	13
4.4、 汽车行业持续低迷，家电行业稳定增长 .....	14
5、 库存：7月社库厂库持续增长 .....	14
6、 投资建议：钢铁板块短期具备低估值优势，维持“增持”评级 .....	16
7、 风险提示 .....	16

## 1、行情回顾：7月板块跑输大盘3.8个百分点

### 1.1、钢铁板块下跌5.35%，跑输大盘3.8个百分点

截至2019年7月31日，申万钢铁指数为2166点，上证综指为2933点。2019年7月期间，上证综指下跌1.56%；申万钢铁指数下跌5.35%，跑输上证综指3.8个百分点。

图1：申万钢铁指数与上证综指走势（截至2019/7/31）



资料来源：Wind、光大证券研究所

表1：钢铁板块月度超额收益（2019年）

2019年	申万钢铁指数	上证综指	超额收益
1月	3.80%	3.64%	0.17个百分点
2月	15.02%	13.79%	1.23个百分点
3月	1.31%	5.09%	-3.78个百分点
4月	-5.4%	-0.4%	-5个百分点
5月	-7.54%	-5.84%	-1.7个百分点
6月	-1.88%	2.51%	-4.39个百分点
7月	-5.35%	-1.56%	-3.79个百分点
1-7月	-0.04%	18.51%	-18.55个百分点

资料来源：Wind、光大证券研究所

### 1.2、历史表现：8月取得正相对收益的概率为47%

2000年以来的20年中，7月份申万钢铁指数共有10年取得正的绝对收益；共有11年取得正的超额收益。

历年8月份，申万钢铁指数共有9年取得正的绝对收益，占比47%；共有9年取得正的相对收益。

表 2: 历史上钢铁板块和大盘在 7 月和 8 月的表现

年份	7 月			8 月		
	申万钢铁指数	上证指数	超额收益	申万钢铁指数	上证指数	超额收益
2010 年	14.53%	9.97%	4.56%	-0.81%	0.05%	-0.86%
2011 年	-1.90%	-2.18%	0.28%	-9.42%	-4.97%	-4.45%
2012 年	-6.36%	-5.47%	-0.89%	-1.21%	-2.67%	1.46%
2013 年	-0.24%	0.74%	-0.98%	6.23%	5.25%	0.99%
2014 年	10.23%	7.48%	2.75%	5.92%	0.71%	5.21%
2015 年	-17.45%	-14.34%	-3.11%	-12.10%	-12.49%	0.39%
2016 年	0.80%	1.70%	-0.89%	7.82%	3.56%	4.25%
2017 年	16.23%	2.52%	13.70%	7.09%	2.68%	4.40%
2018 年	9.65%	1.02%	8.64%	-6.87%	-5.25%	-1.61%
2019 年	-5.35%	-1.56%	-3.79%			

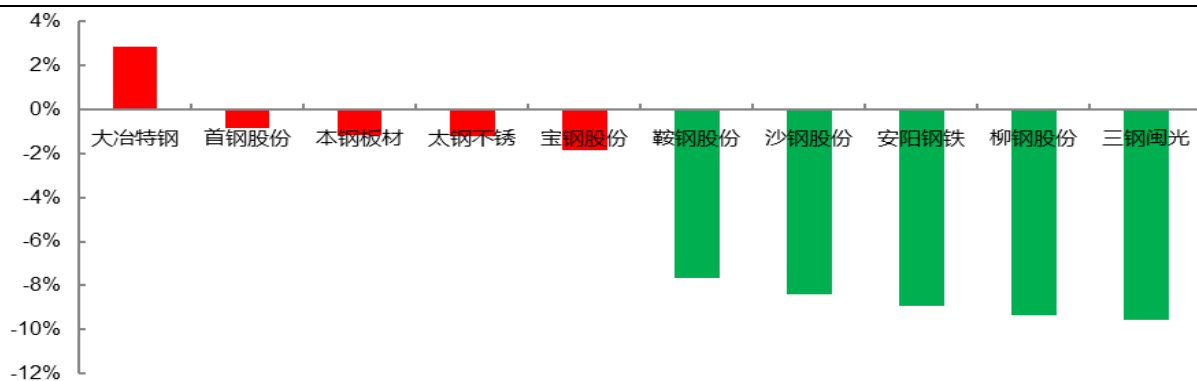
资料来源: Wind、光大证券研究所

### 1.3、个股表现: 大冶特钢和首钢股份涨幅靠前

2019 年 7 月, 25 家上市钢企中仅有 1 家实现上涨, 为大冶特钢(2.83%);

跌幅前五的分别是三钢闽光(-9.57%)、柳钢股份(-9.33%)、安阳钢铁(-8.90%)、沙钢股份(-8.42%)、鞍钢股份(-7.65%)。

图 2: 钢铁板块涨跌幅排名 (2019 年 7 月)



资料来源: Wind、光大证券研究所

## 2、价格和盈利: 钢材价格上涨, 盈利环比回升

### 2.1、2019 年 7 月钢铁产业链整体价格和盈利

2019 年 7 月, 钢材五大品种月度均价环比 6 月小幅上涨, 主要是因为限产政策导致钢铁供给减少。

原材料方面, 2019 年 7 月铁矿石价格环比继续大幅上涨 7.3%, 焦炭价格显著下跌 7.4%; 螺纹钢吨钢毛利小幅回升, 热轧、冷轧呈亏损状态。

钢材利润方面，2019年7月螺纹钢、热轧、冷轧平均吨钢毛利分别为209.8元、-0.2元、-202.7元，环比分别上涨3.9%、下跌101%、上涨12.1%；同比则分别下滑80.4%、100.0%、120.6%。

表3：2019年7月钢铁产业链主要产品价格、盈利情况（元/吨）

	2019年7月均价	环比增幅	同比增幅	2019年6月均价	2019年5月均价	2018年7月均价
上海螺纹钢	3980	1.0%	-2.9%	3942.5	3990	4100
上海线材	4155	2.8%	1.3%	4040	4060	4103
上海热轧	3920	0.3%	-9.0%	3910	4303	4308
上海冷轧	4218	1.4%	-9.6%	4160	4560	4668
上海中厚板	3938	-0.2%	-9.0%	3945	4463	4325
澳粉矿（61.5%）	879	7.3%	92.8%	819	465	456
上海冶金焦炭	2030	-7.4%	-3.6%	2192.5	1930	2105
上海废钢	2395	4.1%	16.4%	2300	2038	2058
螺纹钢吨钢毛利	209.8	3.9%	-80.4%	202	1097	1068
热轧吨钢毛利	-0.20	-101.0%	-100.0%	19.6	1259	1126
冷轧吨钢毛利	-202.7	12.1%	-120.6%	-230.5	1017	986

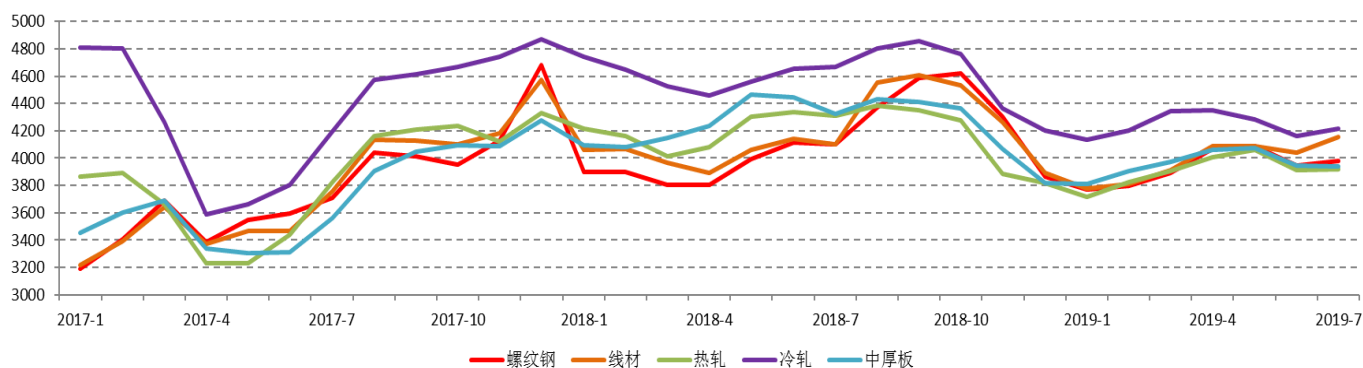
资料来源：Wind、光大证券研究所

## 2.2、2019年7月钢材五大品种价格分析

分钢材品种来看价格走势：长材方面，2019年7月，螺纹钢月度均价环比上涨1.0%，线材月度均价环比上涨2.8%，这主要是因为受唐山环保限产影响，长材供给减少，房地产、基建领域的用钢需求较为稳定。

板材方面，2019年7月，热轧、冷轧、中厚板月度均价环比分别上涨0.3%、上涨1.4%、下跌0.2%，涨跌不一，同样是因为唐山环保限产因素，热轧、冷轧供给有所减少，中厚板则供给相对平稳。

图3：钢材五大品种价格走势（元/吨）



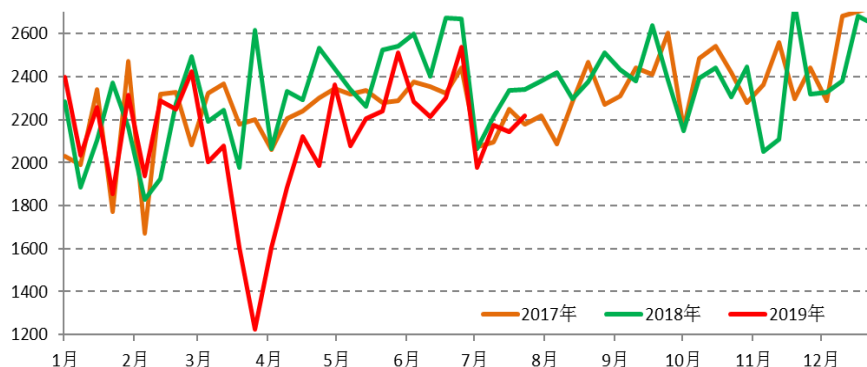
资料来源：Wind、光大证券研究所

## 2.3、2019年7月原材料价格分析

2019年7月，铁矿石价格继续上涨，主要是因为海外铁矿石供给仍然整体偏紧。7月澳洲巴西铁矿石平均每周发货量为2128.9万吨，同比下降4.95%。

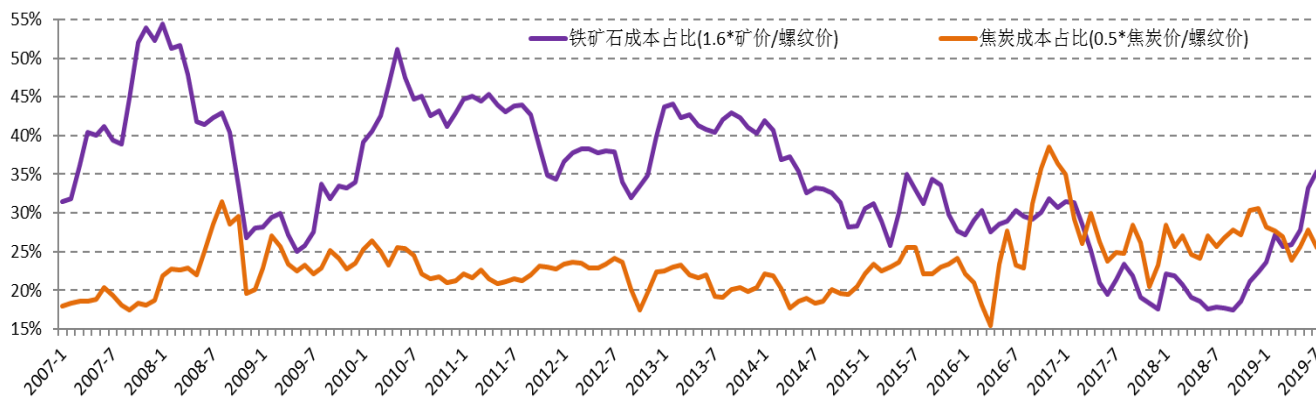
目前铁矿石成本/螺纹钢价比例为35.3%，环比增长2.1个百分点，略高于历史区间的中位水平。

图4：澳洲、巴西铁矿石每周发货量（万吨）



资料来源：Mysteel

图5：螺纹钢的铁矿成本占比、焦炭成本占比变化趋势（按月度均价统计）



资料来源：Wind

2019年7月，焦炭价格累计下跌7.4%，主要因为供给面因素影响，近期山西等地区新焦炉陆续投入生产，使焦炭供给呈现扩张态势，导致价格下跌。

目前焦炭成本/螺纹钢价为25.5%，环比下跌2.3个百分点，略高于历史3/4分位数水平。



表 4：铁矿石成本/螺纹钢价、焦炭成本/螺纹钢价

单位%	2019 年 7 月均价	1/4 位数	平均数	3/4 位数	中位数	最大值	最小值
铁矿成本/螺纹钢价	35.3	28.3	34.4	41.5	33.7	54.5 (2018.01)	17.5 (2018.09)
焦炭成本/螺纹钢价	25.5	21.0	23.3	25.2	22.9	38.6 (2016.11)	15.5 (2016.4)

资料来源：Wind

### 3、供给面：产能利用率有所回落，钢产量攀高

#### 3.1、钢铁产量分析：6 月粗钢日均产量环比增长 1.52%

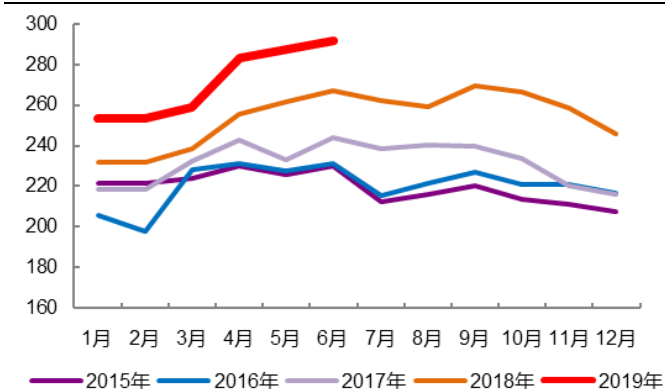
2019 年 6 月，全国生铁产量 7014 万吨，同比增长 5.8%；粗钢产量 8753 万吨，同比增长 10.0%；钢材产量 10710 万吨，同比增长 12.6%。

2019 年 1-6 月，我国生铁累计产量 40,421 万吨，同比增长 7.9%；粗钢累计产量 49,217 万吨，同比增长 9.9%；钢材累计产量 58,690 万吨，同比增长 11.4%。

2019 年 6 月，全国生铁日均产量 233.8 万吨，环比增加 0.93 万吨，增幅 0.4%；粗钢日均产量 291.8 万吨，环比增加 4.38 万吨，增幅 1.52%；钢材日均产量 357 万吨，环比增长 10.54 万吨，增幅 3.04%。

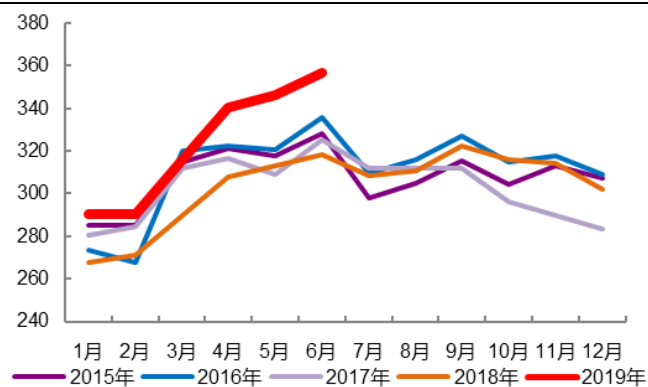
6 月钢铁行业供给量同比、环比均显著增加。

图 6：全国粗钢月度日均产量（万吨，2019 年 6 月）



资料来源：国家统计局

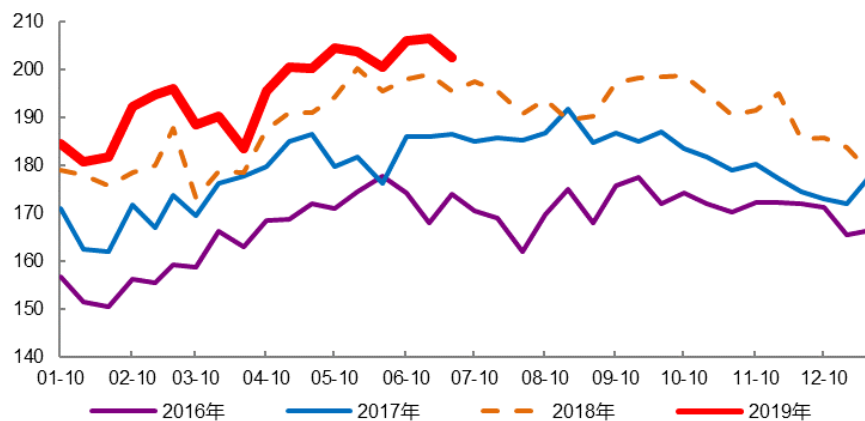
图 7：全国钢材月度日均产量（万吨，2019 年 6 月）



资料来源：国家统计局

根据中钢协每个旬度发布的重点钢企（101 家会员单位，集团口径，产量占比全国约 70-80%）粗钢产量数据显示：2019 年 6 月下旬，重点钢企粗钢日均产量为 202.67 万吨。

图 8：全国重点钢厂粗钢日均产量（旬度，万吨）



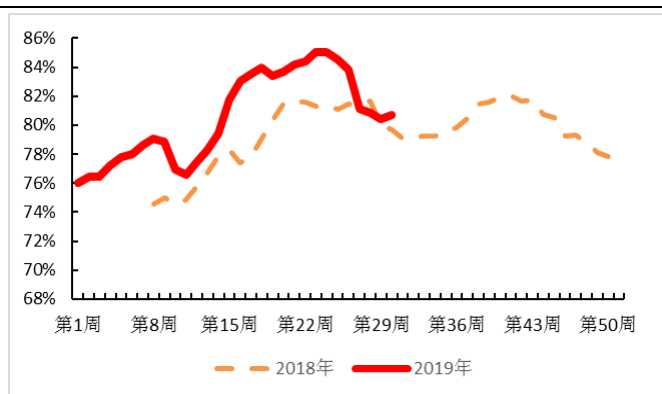
资料来源：中钢协，光大证券研究所

### 3.2、7 月高炉产能利用率同比下跌 0.36pct、电炉产能利用率同比增长 2.78pct

根据 Mysteel 每周调研的全国 247 座高炉产能利用率（剔除淘汰）显示，2019 年 7 月末，高炉产能利用率为 80.73%，7 月以来一直维持在 80% 左右震荡态势，主要受唐山环保限产因素影响。

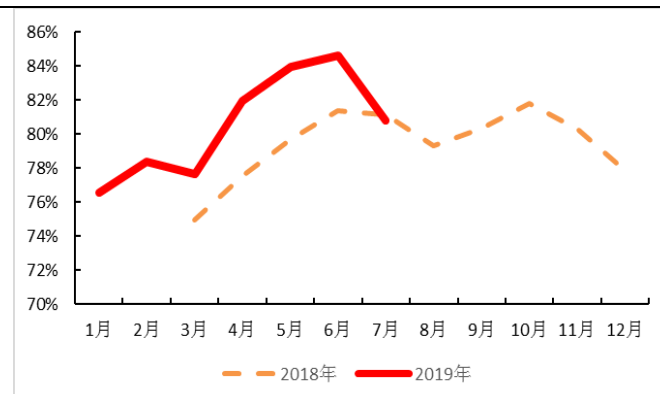
从月度平均水平来看，2019 年 7 月高炉产能利用率平均值为 80.79%，环比下跌 3.82 个百分点，同比下跌 0.36 个百分点，呈下行态势。

图 9：全国 247 座高炉产能利用率（周度）



资料来源：Mysteel

图 10：全国 247 座高炉产能利用率（月度）



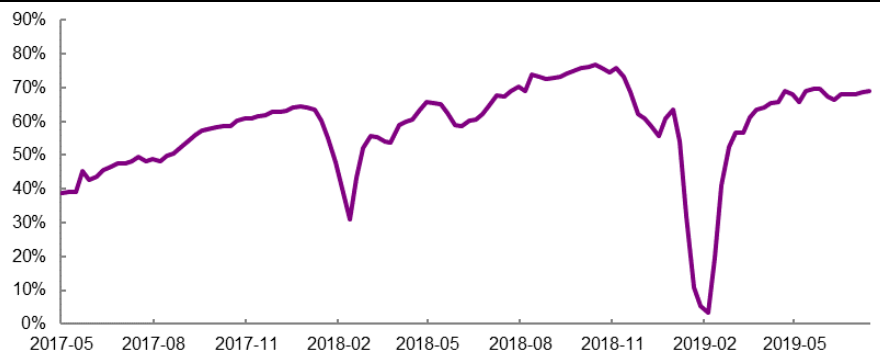
资料来源：Mysteel

根据 Mysteel 每周调研的全国 53 座独立电弧炉企业（总计 4300 万吨产能）的数据显示，截至 2019 年 7 月底，电炉产能利用率为 68.91%，周环比增加 0.14 个百分点，低于历史最高点 9 个百分点。

分月度来看，2019 年 7 月电炉产能利用率为 68.39%，月环比上涨 0.55 个百分点，同比增长 2.78 个百分点。近期电炉产能利用率较为平稳。



图 11：全国 53 座电弧炉产能利用率（周度）



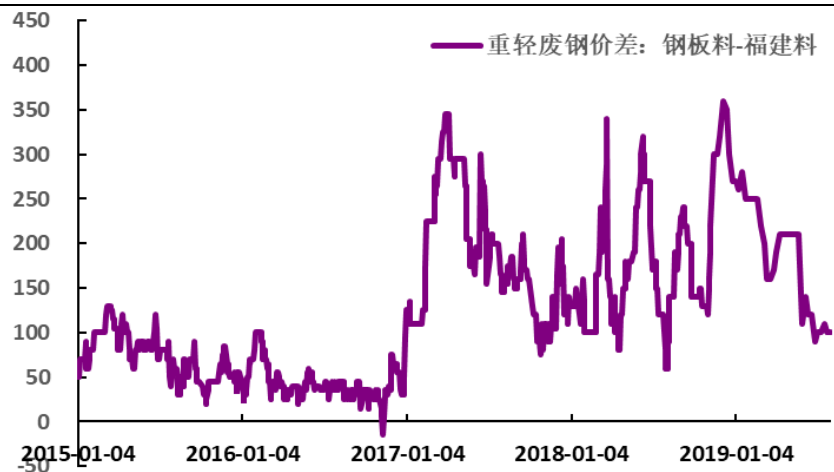
资料来源：Mysteel

### 3.3、目前地条钢可能有小幅复产迹象

钢板料和福建料是废钢的两个品种，福建料主要用于地条钢冶炼，钢板料可用于电炉钢冶炼和添加到高炉、转炉中冶炼。通过观察两者的价差，可以判断地条钢是否在复产，自 2016 年 10 月打击地条钢以来，钢板料与福建料价差急剧拉大。

截至 2019 年 7 月底，钢板料-福建料的价差为 100 元/吨，月环比上涨 10 元/吨，相比去年 12 月高位水平已下降 260 元/吨，据此推测，目前地条钢可能有小幅复产迹象。

图 12：钢板料-福建料废钢价差（元/吨）

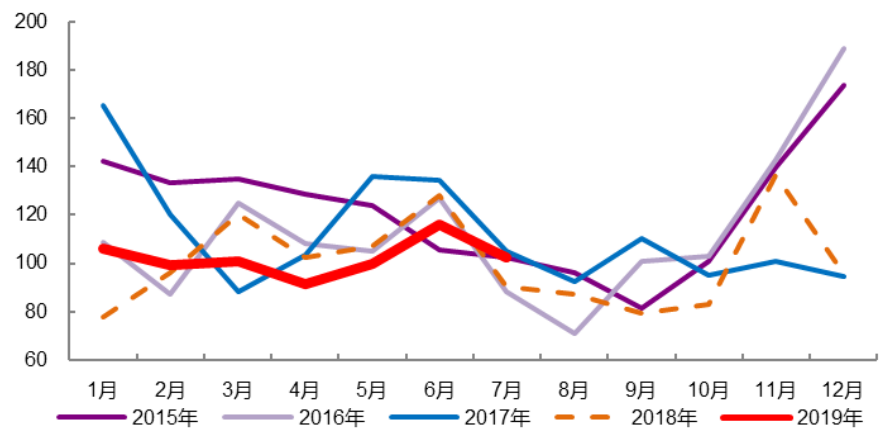


资料来源：Mysteel

### 3.4、唐山空气质量较差，高低品矿相对溢价继续创新低

根据生态环境部每天发布的唐山市空气质量指数，数值越高，代表空气质量越差。2019 年 7 月，唐山平均空气质量指数为 102，低于 2018 年同期水平。这也是唐山在 7 月实施环保限产的重要原因。

图 13: 唐山空气质量指数 (截至 2019 年 7 月)

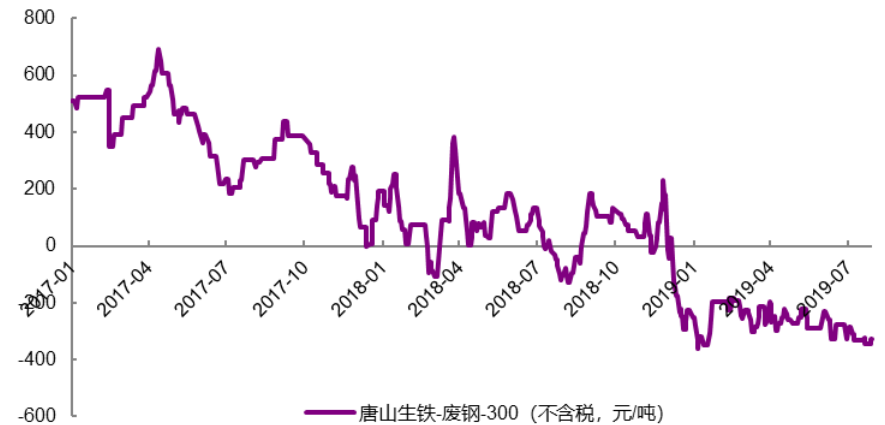


资料来源: 生态环境部, 光大证券研究所

“不含税唐山生铁-废钢-300 元”可以作为高炉中添加废钢经济效益的参考, 也能用来判断电炉钢相对高炉-转炉钢的经济效益。该值越高, 代表高炉中添加废钢和电炉炼钢的经济效益越好。

截至 2019 年 7 月 31 日, 该值为-325.9 元/吨, 2019 年 7 月, 该值平均为-303.59 元/吨, 说明目前高炉中添加废钢和电炉炼钢的经济效益不佳。

图 14: 唐山生铁-废钢-300 的走势 (不含税, 元/吨, 截至 2019/7/31)

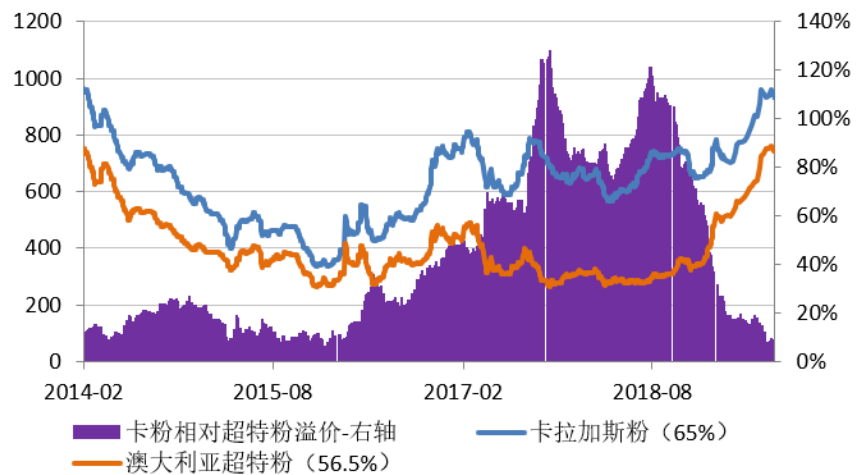


资料来源: wind, 光大证券研究所

一般而言, 钢厂利润丰厚时, 会倾向于使用高品矿, 同时添加废钢以使得产量极大化, 这会导致高低品矿的价差显著拉大。

截至 2019 年 7 月 31 日, 卡粉 944 元/湿吨, 超特粉 739 元/湿吨, 两者相对溢价为 11%, 继续处于近年来较低水平, 表明目前钢厂利润并不丰厚。

图 15: 高低品位铁矿价差 (元/湿吨, 截至 2019/7/31)



资料来源: Mysteel, 光大证券研究所

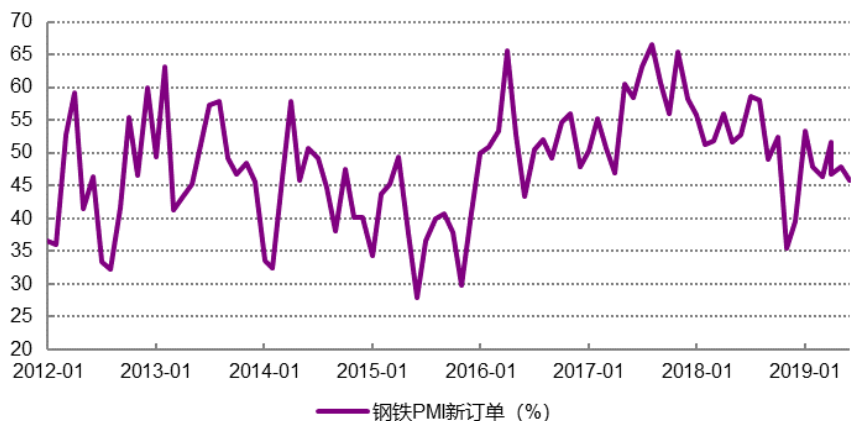
## 4、需求面：波澜不惊，地产景气度回落

### 4.1、钢铁 PMI 新订单指数与水泥价格表现不佳

我们需要特别强调钢铁行业 PMI 新订单指数的作用, 作为钢铁下游需求的先行指标, 可检验可跟踪。

2019 年 7 月, 钢铁行业 PMI 新订单指数 45.8%, 环比下跌 2.1 个百分点, 同比下降 12.9 个百分点, 仍位于荣枯线以下, 表明制造业的用钢需求短期相对低迷, 整体景气度仍然较差。

图 16: 钢铁行业 PMI 新订单指数跟踪 (截至 2019 年 7 月)

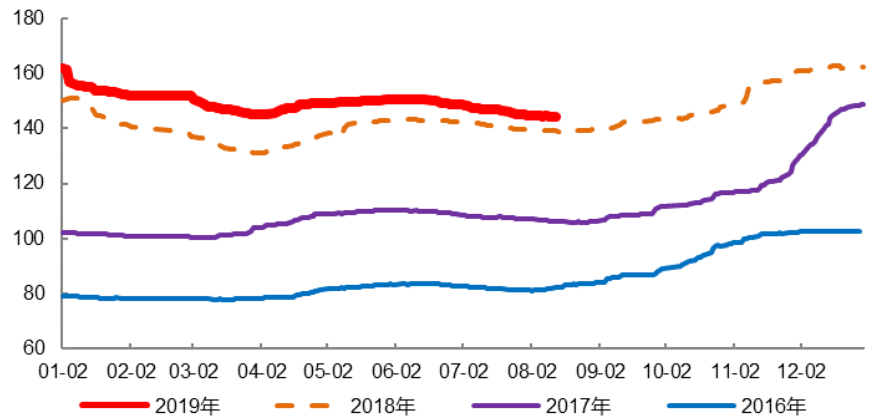


资料来源: Wind

水泥和建筑用钢大部分都用于基建、房地产等建筑领域, 而水泥由于没有库存, 价格波动能较为及时地反映建筑需求变化。

截至 2019 年 7 月底，全国水泥价格指数为 144.25，7 月累计下跌 1.86%，整个 7 月份呈稳中有降的趋势，表明建筑行业景气度整体较为低迷，对水泥、螺纹钢等建材的需求偏弱。

图 17：全国水泥价格指数



资料来源：Wind

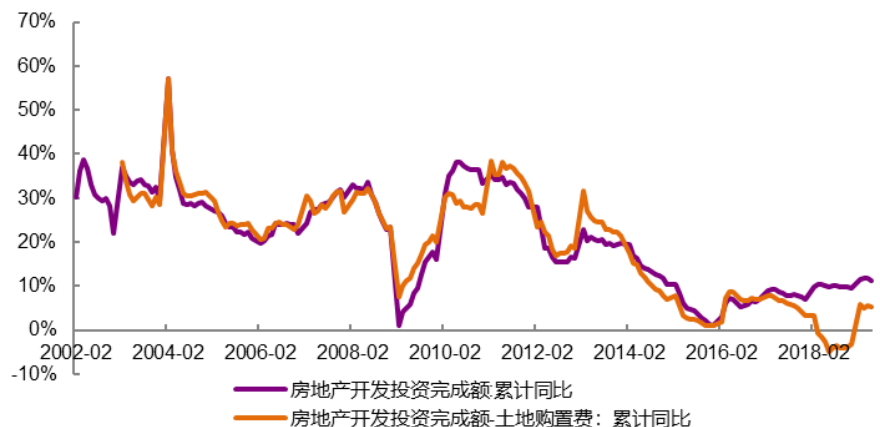
## 4.2、房地产行业增速有所放缓，“房住不炒”政策延续

房地产行业是钢铁的主要下游行业之一，用钢需求量较大，主要以螺纹钢等长材为主。

2019 年 6 月，全国房地产开发投资完成额累计同比增长 10.9%，增速环比下降 0.3pct，同比增长 1.2pct；

6 月全国房地产开发投资完成额扣除土地购置费后，累计同比增长 5.47%，增速环比上涨 0.31pct，同比增长 10.33pct。

图 18：房地产开发投资完成额增速及扣除土地购置费后的增速



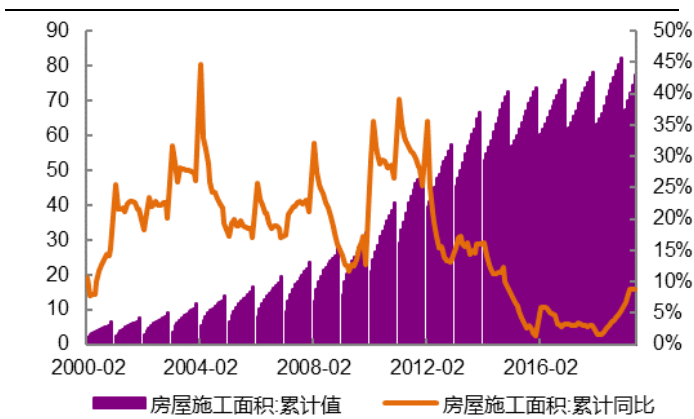
资料来源：国家统计局

2019年6月,全国房屋施工面积累计同比增速为8.8%,增速环比持平,同比增加8.8pct;房屋新开工面积累计同比增速10.1%,增速环比减少0.4pct,同比增加10.1pct。

整体来看,房地产行业投资额、开工面积、施工面积同比均有所增长,但增速整体呈现下降趋势,房地产行业景气度有放缓迹象。

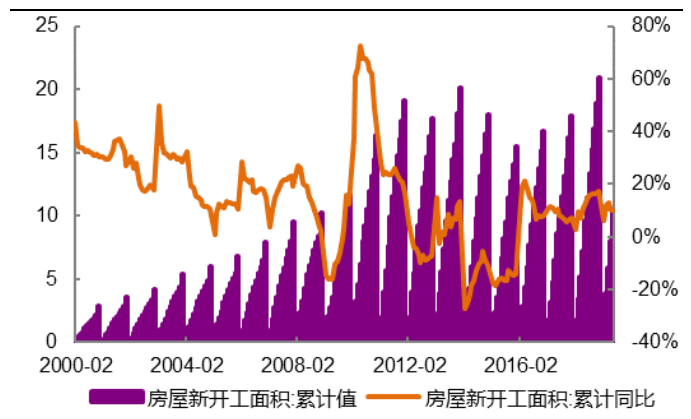
我国将继续严格实施“房住不炒”的宏观政策,短期内预计难以对房地产行业出台刺激政策,我们预计房地产行业的用钢需求量将整体平稳。

图 19: 房屋施工面积 (亿平方米) 及增速



资料来源: 国家统计局

图 20: 房屋新开工面积 (亿平方米) 及增速



资料来源: 国家统计局

#### 4.3、基建行业景气度底部反弹, 仍显著弱于去年同期

基建行业也是钢铁行业的另一重要下游行业,用钢品种主要是螺纹钢等长材。

2019年6月,我国基建(不含电力)固定资产投资完成额同比增速为4.1%,增速环比上涨0.1pct,同比下降3.2pct。

2019年6月,我国挖掘机开工小时利用数为123.80个小时,同比下降5.28%,环比下跌13.18%。

我们预计基建行业是2019年中国经济增长的重要动力之一,近期有出台了相关配套政策,对基建给予鼓励。

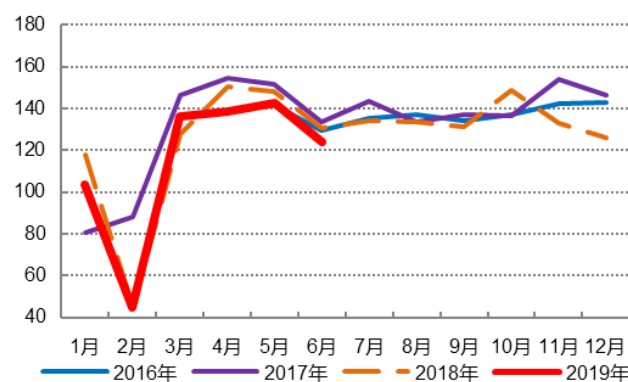
基建行业景气度仍处于底部反弹过程中,仍然显著弱于去年同期,短期内对钢铁需求难有较大支撑作用。

图 21: 基建(不含电力)固定资产投资完成额累计同比



资料来源: 国家统计局

图 22: 挖掘机开工小时数(月度)



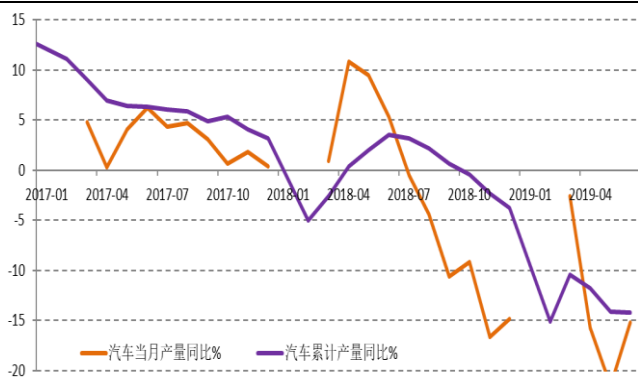
资料来源: Wind

#### 4.4、汽车行业持续低迷，家电行业稳定增长

2019年1-6月，我国汽车累计产量同比下降14.2%；其中6月汽车当月产量同比下降15.2%。

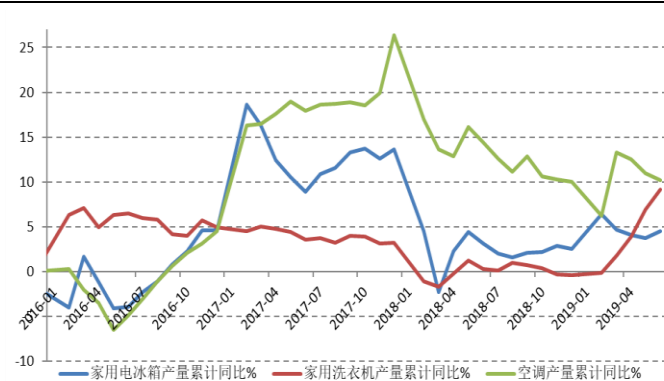
整体看来，汽车行业仍处于低迷阶段，产量连续下降，尚未见明显改善；这也导致汽车板需求偏弱。

图 23: 汽车当月产量、累计产量同比增速



资料来源: Wind

图 24: 家电产量累计同比增速



资料来源: Wind

2019年1-6月，我国家用电冰箱、家用洗衣机、空调累计产量同比增速分别为4.5%、9.2%、10.20%，均维持较好的增长势头。预计2019年家电产销量稳健增长，对家电板需求提供小幅支撑。

#### 5、库存：7月社库厂库持续增长，库存压力偏大

根据Mysteel调研的全国钢材经销商库存情况，截至2019年7月底，全国钢材社会库存为1255万吨，环比6月底增长109吨，与2018年同期的钢材社会库存相比高出253万吨，创近五年以来同期最高水平。

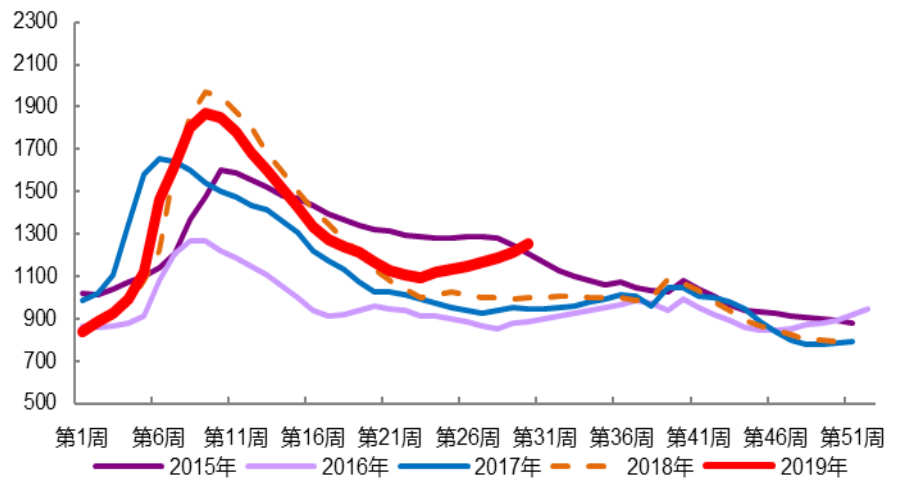


2019年7月经销商钢材库存的增加速度强于2018年同期，表明7月钢铁行业供大于需的情况更为严重。

根据Mysteel调研的全国钢材钢厂库存情况，截至2019年7月底，全国钢材钢厂库存为506万吨，环比6月底增加38万吨，与2018年同期的钢材社会库存相比多了81万吨。

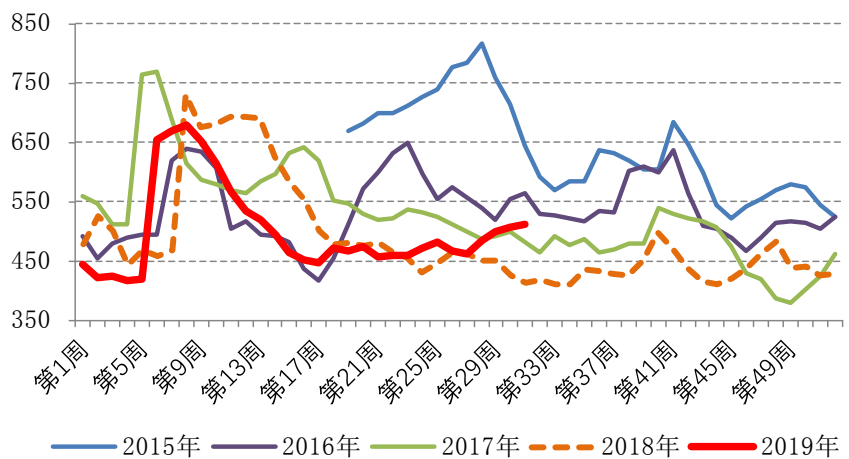
2019年7月钢材钢厂库存环比同比均大幅上涨，表明2019年7月钢铁行业供大于需的情况更为严重。

图 25: 全国钢材经销商库存 (万吨)



资料来源: Mysteel

图 26: 全国钢材钢厂库存 (万吨)



资料来源: Mysteel

## 6、投资建议：钢铁板块短期具备低估值优势，维持“增持”评级

2019年7月，受环保限产影响，供给偏紧，钢价小幅回升，同时铁矿石价格继续显著增长，钢铁行业模拟毛利维持较低水平。

长期来看，我们预计钢铁行业盈利将逐步回归理性；短期来看，目前已有部分上市钢企披露了中报或业绩预告，2019Q2整体盈利水平环比显著改善，钢铁板块具备一定低估值优势，我们维持钢铁板块“增持”评级。

建议重点关注具有国企混改机会的个股，以及具备清晰战略、强执行力以及潜在高股息率的相关股票：本钢板材、大冶特钢、新钢股份。

展望2019年8月钢铁行业行情，我们认为需关注环保限产的延续效应，以及潜在的部委查处违规产能“回头看”行动的影响，可能会对短期钢铁供给构成一定抑制，但预计难以对钢铁行业供需格局带来根本性的影响。

需求方面，8月是传统淡季，近期政策方面再次强调“房住不炒”的方针，房地产行业预计短期难见显著起色；制造业可能会贸易摩擦的不确定性影响。整体我们预计钢铁需求难超预期。

## 7、风险提示

(1) 钢铁供给量过多。如果2019年环保限产等政策宽松，可能使钢铁行业供给量偏多，对钢价和钢企盈利形成压力。

(2) 钢铁下游需求不及预期。如果房地产和基建行业景气度复苏不及预期，或汽车造船等行业持续严重低迷，可能使钢材需求量不及预期，对钢价和钢企盈利形成压力。

(3) 公司生产安全风险。钢铁企业在焦化、炼铁、炼钢等环节可能会出现生产安全风险。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼