

# 钢铁行业周报（2019年第32周）

社库或现拐点、部分钢企减产保价，钢价跌幅或趋缓

核心观点：社库或现拐点、部分钢企减产保价，钢价跌幅或趋缓

(1)需求端，房地产和基建需求韧性仍强，2019年1-7月，房屋新开工面积累计同比增速为9.50%，增速环比回落0.6个百分点。基础设施建设投资（不含电力）累计同比增速为3.8%，增速环比下降0.3个百分点。中长期看，房地产对建筑钢材需求拉动或趋弱，但稳定制造业投资和基础设施补短板等稳增长措施或一定程度上将拉动钢材需求增长。短期看，8月是高温多雨的传统淡季，建筑钢材需求疲弱。(2)供给端，根据中钢协统计数据，2019年7月上旬全国预估粗钢日均产量284万吨。根据Mysteel于2019年8月15日发布的《Mysteel：山东钢铁企业正逐步落实减产计划》一文，在8月13日山东部分钢企信息交流会上，山东主导建筑钢材生产企业达成减产40万吨的共识。各主要钢企已确定初步减产计划，本月中旬部分企业开始减产。前期钢价跌幅较大倒逼部分钢企减产保价，短期钢价跌幅或趋缓。综上所述，中长期看，政策基调上将偏向于稳增长，稳定制造业投资和基础设施补短板等稳增长措施或在一定程度上拉动钢材需求增长。短期看，8月传统淡季需求疲弱，但前期钢价跌幅较大倒逼部分钢企减产保价，短期钢价跌幅或趋缓。建议关注可能的供需平衡预期差以及钢材价利的边际改善。

## 一、供需：全国建筑钢材成交量大幅下降，高炉开工率小幅下降

需求方面，本周上海市场终端线螺周采购量为2.68万吨，环比下降10.07%；供给方面，全国高炉开工率为68.09%，环比下降1.39%；唐山钢厂高炉产能利用率为76.98%，环比上升3.81%。

## 二、钢材库存：社库环比小幅下降，热轧降幅最大

根据Mysteel统计数据，截至2019年8月16日，当周钢材社会库存为1288万吨，环比下降0.89%，同比上升27.75%。钢厂库存本周总量环比下降0.24%，同比上升31.11%。

## 三、成本：进口矿价格跌幅明显、焦炭价格涨幅明显、废钢价格小幅下跌，各钢种长、短流程成本微幅下降

铁矿石方面：进口矿到港量大降，港口库存降幅明显，进口矿价格跌幅明显；焦炭及废钢方面：本周焦炭价格涨幅明显、废钢价格小幅下跌；成本方面：各品种钢材长、短流程成本微幅下降，各地区长流程螺纹钢、热卷成本全面下降。

## 四、钢价：综合钢价指数微跌，各地区钢价全面下跌，各品种钢价以跌为主

当周普钢综合价格指数为3969元/吨，环比下跌0.43%；各地区钢价全面下跌，各品种钢价以跌为主。

## 五、盈利：长、短流程毛利以升为主，热卷升幅最大、螺纹降幅最大，钢厂盈利面环比下降

我们测算的当周长、短流程毛利以升为主，热卷升幅最大、螺纹降幅最大，大、中、小型钢厂盈利面环比全面下降。

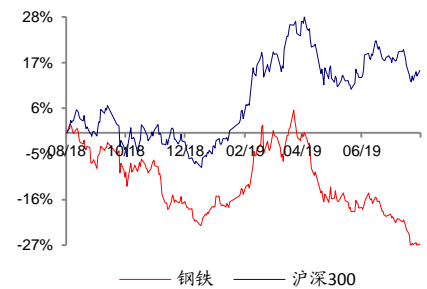
## 六、二级市场表现：钢铁板块下跌0.09%，跑输上证综指1.86个百分点

本周钢铁板块下跌0.09%，跑输上证综指1.86个百分点，位居申万全行业第二十六名。截至2019年8月16日，申万钢铁板块PE\_TTM为6.24倍，环比持平，PB\_LF为0.91倍，环比下降0.01倍。

## 七、风险提示：宏观经济增速下滑；环保政策力度不及预期；钢材、原材料价格出现大幅波动。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-08-17

## 相对市场表现



分析师：李莎  
SAC 执证号：S0260513080002  
SFC CE No. BNV167  
020-66335140  
lisha@gf.com.cn

分析师：刘洋  
SAC 执证号：S0260519060002  
021-87570852  
gzly@gf.com.cn

请注意，刘洋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。

## 相关研究：

钢铁行业周报（2019年第31周）：需求偏弱，库存高企，钢价承压	2019-08-10
钢铁行业全景观察（第29期）：产量、库存、价格、盈利与估值	2019-08-10
钢铁行业周报（2019年第30周）：政策基调偏于稳增长，钢材价、利或存改善边际	2019-08-04

## 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	7.97	2019/4/2	买入	15.39	2.37	2.53	3.36	3.15	1.00	0.84	27.8	25.0
方大特钢	600507.SH	CNY	8.28	2019/8/16	买入	12.18	1.63	1.82	5.08	4.55	2.39	1.65	26.8	23.0
久立特材	002318.SZ	CNY	6.76	2019/3/20	买入	9.80	0.49	0.50	13.80	13.52	7.60	6.85	11.5	10.6
鞍钢股份	000898.SZ	CNY	3.14	2019/3/22	买入	7.78	0.88	0.91	3.57	3.45	2.75	2.37	11.3	10.4
马钢股份	600808.SH	CNY	2.67	2019/3/25	买入	5.47	0.72	0.78	3.71	3.42	1.68	1.15	16.5	15.7
南钢股份	600282.SH	CNY	3.00	2019/3/25	买入	5.53	0.82	0.85	3.66	3.53	2.05	1.84	20.3	18.6
韶钢松山	000717.SZ	CNY	3.75	2019/3/31	买入	7.10	1.00	1.05	3.75	3.57	2.01	1.38	28.1	23.8
重庆钢铁	601005.SH	CNY	1.86	2019/4/1	增持	2.67	0.14	0.15	13.29	12.40	5.97	4.79	6.3	6.2
华菱钢铁	000932.SZ	CNY	4.15	2019/4/1	买入	6.49	1.23	1.34	3.38	3.11	1.39	1.12	24.6	22.3
山东钢铁	600022.SH	CNY	1.49	2019/4/4	买入	2.48	0.22	0.25	6.77	5.96	3.79	3.06	10.9	10.6
新兴铸管	000778.SZ	CNY	3.86	2019/4/7	买入	7.00	0.42	0.45	9.19	8.58	4.35	3.88	7.5	7.5
新钢股份	600782.SH	CNY	4.40	2019/4/26	买入	8.46	1.30	1.34	3.39	3.27	2.15	1.62	18.4	16.5
河钢股份	000709.SZ	CNY	2.56	2019/4/27	买入	4.13	0.26	0.27	9.85	9.48	5.01	4.72	4.9	4.9
宝钢股份	600019.SH	CNY	5.84	2019/4/28	买入	9.10	0.75	0.77	7.79	7.59	3.95	3.64	9.1	9.1
首钢股份	000959.SZ	CNY	3.33	2019/4/28	买入	5.44	0.27	0.51	12.33	6.53	6.83	4.75	5.7	9.6
常宝股份	002478.SZ	CNY	5.63	2019/6/19	买入	8.32	0.65	0.77	8.66	7.31	3.91	3.04	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

一、核心观点：社库或现拐点、部分钢企减产保价，钢价跌幅或趋缓 .....	6
二、供需：全国建筑钢材成交量大幅下降，高炉开工率小幅下降 .....	7
(一) 需求：本周上海市场终端线螺周采购量环比大幅下降 .....	7
(二) 供给：全国高炉开工率小幅下降，唐山高炉产能利用率上升明显 .....	7
三、钢材库存：社库环比小幅下降，热轧降幅最大 .....	9
四、成本：进口矿价格跌幅明显、焦炭价格涨幅明显、废钢价格小幅下跌，各钢种长、短流程成本微幅下降 .....	12
(一) 铁矿石：进口矿到港量大降，港口库存降幅明显，进口矿价格跌幅明显 .....	12
(二) 焦炭及废钢：本周焦炭价格涨幅明显、废钢价格小幅下跌 .....	14
(三) 分流程、分区域成本测算：各品种钢材长、短流程成本微幅下降，各地区长流程螺纹钢、热卷成本全面下降 .....	14
五、钢价：综合钢价指数微幅下跌，各地区钢价全面下跌，各品种钢价以跌为主 .....	18
六、盈利：长、短流程毛利以升为主，热卷升幅最大、螺纹降幅最大，钢厂盈利面环比下降 .....	20
(一) 分流程毛利测算：长、短流程毛利以升为主，热卷升幅最大、螺纹降幅最大 .....	20
(二) 分区域毛利测算：各地区螺纹钢毛利以降为主，热卷毛利全面上升 .....	22
(三) 盈利面分析：本周钢厂盈利面环比降幅明显 .....	22
七、二级市场表现：钢铁板块下跌 0.09%，跑输上证综指 1.86 个百分点 .....	24
(一) 板块表现：钢铁板块下跌 0.09%，跑输上证综指 1.86 个百分点 .....	24
(二) 估值：申万钢铁 PE_TTM 为 6.24 倍、环比持平，PB_LF 为 0.91 倍、环比下降 0.01 倍 .....	25
八、风险提示 .....	26

## 图表索引

图 1: 上海地区终端线螺采购量 .....	7
图 2: 全国与河北省的高炉开工率 .....	8
图 3: 唐山地区钢厂开工情况 .....	8
图 4: 样本钢厂检修高炉容积占比和影响日均铁水产量 .....	8
图 5: 钢材分品种社会库存变化 .....	10
图 6: 钢材社会库存季节性变化 (单位: 万吨) .....	10
图 7: 钢材分品种钢厂库存变化 .....	10
图 8: 钢材钢厂库存季节性变化 (单位: 万吨) .....	10
图 9: 钢材分品种社会和钢厂库存变化 .....	11
图 10: 钢材社会和钢厂库存季节性变化 (单位: 万吨) .....	11
图 11: 海外铁矿石发货量和中国北方 6 大港口铁矿石到港量 .....	12
图 12: 全国主要港口铁矿石库存总量 11601 万吨, 环比下降 2.11% .....	12
图 13: 全国 70 家矿山企业铁精粉产量和产能利用率 .....	13
图 14: 全国 70 家矿山企业铁精粉库存 .....	13
图 15: 铁矿石价格走势 .....	13
图 16: 铁矿石海运费走势 .....	13
图 17: 主焦煤和二级冶金焦价格走势 .....	14
图 18: 方坯与废钢价格走势 .....	14
图 19: 长流程、短流程炼钢钢坯成本对比 .....	16
图 20: 分品种钢材长流程成本变化 .....	16
图 21: 分品种钢材短流程成本变化 .....	16
图 22: 综合价格指数与钢坯价格指数走势 .....	19
图 23: 钢材分区域价格指数变化 .....	19
图 24: 钢材分品种价格指数变化 .....	19
图 25: 我们测算的长流程、短流程炼钢钢坯毛利对比 .....	21
图 26: 我们测算的分品种钢材长流程毛利变化 .....	21
图 27: 我们测算的分品种钢材短流程毛利变化 .....	21
图 28: 钢厂分规模盈利面情况 .....	23
图 29: 钢铁行业指数与上证指数、钢价指数比较 .....	24
图 30: 本周申万各行业涨跌幅排行榜 .....	24
图 31: 申万钢铁 PE_TTM 与 A 股 PE_TTM 估值走势 .....	25
图 32: 申万钢铁 PB_LF 估值与 A 股 PB_LF 估值走势 .....	25
表 1: 钢材主要供给端指标表现 (单位: 万吨) .....	7
表 2: 本周钢材库存指标表现 (单位: 万吨) .....	9
表 3: 本周国内矿和进口矿价格 (单位: 元/吨) .....	13
表 4: 本周焦炭及废钢价格 (单位: 元/吨) .....	14
表 5: 主要钢材品种分流程成本测算 (单位: 元/吨) .....	15
表 6: 分区域螺纹钢和热卷的成本测算 (单位: 元/吨) .....	17
表 7: 综合价格指数、分区域价格指数与分品种价格指数 (单位: 元/吨) .....	18

表 8: 我们测算的分流程钢材吨钢毛利 (单位: 元/吨) .....	20
表 9: 我们测算的分区域毛利 (单位: 元/吨) .....	22
表 10: 钢厂分规模盈利面 .....	23
表 11: 申万钢铁板块、上证指数和钢价指数表现 .....	24
表 12: 申万钢铁板块 PB_LF、PE_TTM 估值 .....	25



## 一、核心观点：社库或现拐点、部分钢企减产保价，钢价跌幅或趋缓

需求端，根据国家统计局数据，2019年1-7月固定资产投资与工业增加值分别累计同比增长5.70%与5.80%，增速分别较1-6月下降0.10和0.20个百分点；房地产和基建需求韧性仍强，2019年1-7月，房屋新开工面积累计同比增速为9.50%，增速环比回落0.6个百分点。基础设施建设投资（不含电力）累计同比增速为3.8%，增速环比下降0.3个百分点。2019年7月30日中央政治局召开会议，指出“我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大”，强调“有效应对经贸摩擦，全面做好‘六稳’工作”以及“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。中长期看，房地产对建筑钢材需求拉动或趋弱，但稳定制造业投资和基础设施补短板等稳增长措施或一定程度上将拉动钢材需求增长。短期看，8月是高温多雨的传统淡季，建筑钢材需求疲弱。根据中机中心数据，2019年7月份我国广义乘用车合格证产量为144.7万辆，同比下降11.6%，1-7月份累计值为1073.2万辆，同比下降16.6%，7月合格证产量降幅明显收窄。随着7月部分地区排放标准正式切换，汽车消费动能或将有所改善，支撑汽车用钢需求触底回升。

供给端，根据中钢协统计数据，2019年7月上旬全国预估粗钢日均产量284万吨。根据Mysteel于2019年8月15日发布的《Mysteel：山东钢铁企业正逐步落实减产计划》一文，在8月13日山东部分钢企信息交流会上，山东主导建筑钢材生产企业达成减产40万吨的共识。各主要钢企已确定初步减产计划，本月中旬部分企业开始减产。而根据Mysteel于2019年8月15日发布的《Mysteel快讯：唐山丰润区调坯型钢企业8月16日起或按文件执行停限产》一文，根据唐山丰润区8月份大气污染防治强化管控方案，独立轧钢企业允许自8月1日0时至15日24时在达标排放前提下连续生产15天，其余时段停产，据跟踪调研，丰润区调坯型钢厂绝大多数将按照政策在8月16日凌晨执行停产。根据Mysteel于2019年8月14日发布的《Mysteel调研：中南地区钢厂最新限产情况》一文，为维持市场价格相对稳定，近期湖南、湖北及河南三省钢铁企业纷纷传出检修或减产消息，根据调研情况，部分短流程钢厂因亏损全停或减产，部分长流程钢厂检修或通过降低废钢比方式减产。前期钢价跌幅较大倒逼部分钢企减产保价，短期钢价跌幅或趋缓。同时，钢材社会库存或出现拐点。根据Mysteel统计数据，截至2019年8月16日，当周钢材社会库存为1288万吨，环比下降0.89%。

综上所述我们认为，中长期看，政策基调上将偏向于稳增长，稳定制造业投资和基础设施补短板等稳增长措施或在一定程度上拉动钢材需求增长。短期看，8月传统淡季需求疲弱，但前期钢价跌幅较大倒逼部分钢企减产保价，短期钢价跌幅或趋缓。建议关注可能的供需平衡预期差以及钢材价利的边际改善。建议重点关注区位优势、成本管控强的长材龙头：三钢闽光、方大特钢，需求具备韧性的板材龙头：华菱钢铁、新钢股份、宝钢股份，及受益于油气高景气及核电重启的钢管龙头：常宝股份、久立特材。

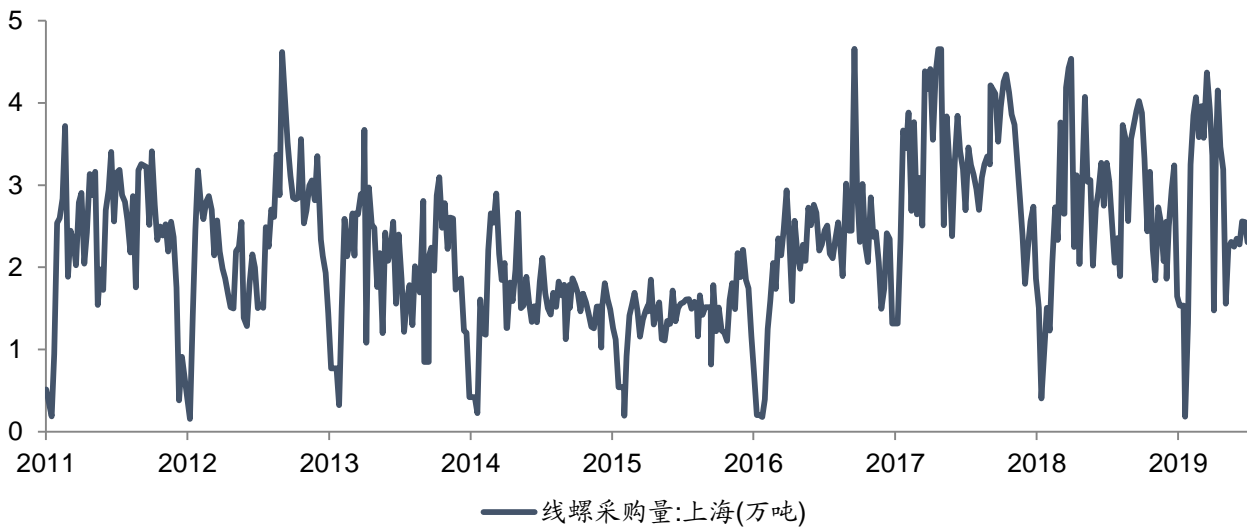
**风险提示：**宏观经济增速下滑；环保政策力度不及预期；钢材、原材料价格出现大幅波动。

## 二、供需：全国建筑钢材成交量大幅下降，高炉开工率小幅下降

### （一）需求：本周上海市场终端线螺周采购量环比大幅下降

需求方面，本周上海市场终端线螺周采购量为2.68万吨，环比下降10.07%。

图1：上海地区终端线螺采购量



数据来源：西本新干线、广发证券发展研究中心

### （二）供给：全国高炉开工率小幅下降，唐山高炉产能利用率上升明显

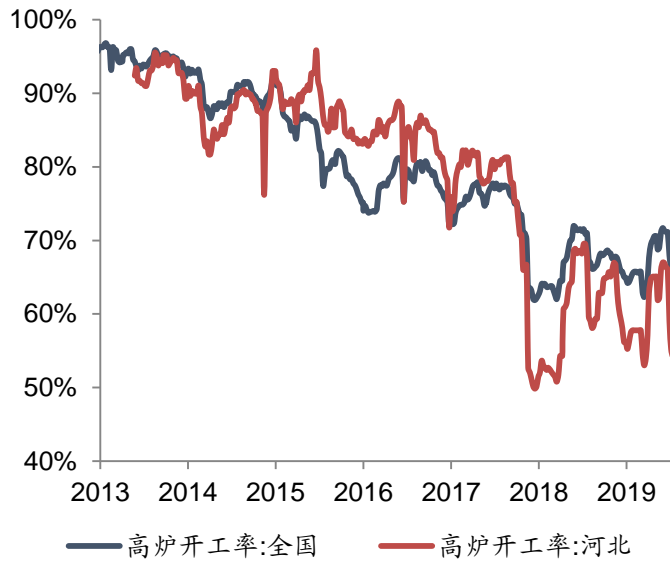
供给方面，全国高炉开工率为68.09%，环比下降1.39%；唐山钢厂高炉产能利用率为76.98%，环比上升3.81%；2019年8月16日，全国163家样本钢厂395座高炉，检修钢厂数102家，较上次统计增加5家；检修高炉126座，较上次统计增加5座；检修总容积168272m<sup>3</sup>，较上次统计增加5158m<sup>3</sup>；检修容积占比39.64%，较上次统计增加1.21个百分点。检修高炉影响日均铁水产量49.46万吨，较上次统计增加1.87万吨。

表1：钢材主要供给端指标表现（单位：万吨）

	本周	较上周变动	本月以来变动	较去年同期变动
高炉开工率:全国	68.09%	-1.39%	1.38%	1.93%
唐山钢厂:高炉在产产能	207.97	5.20%	16.45%	12.14%
唐山钢厂:高炉产能利用率	76.98%	3.81%	10.88%	15.50%

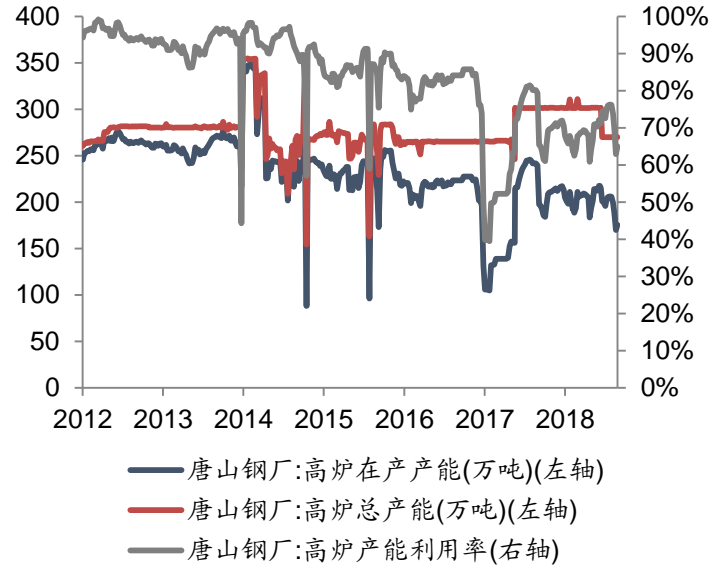
数据来源：西本新干线、Mysteel、广发证券发展研究中心

图2: 全国与河北省的高炉开工率



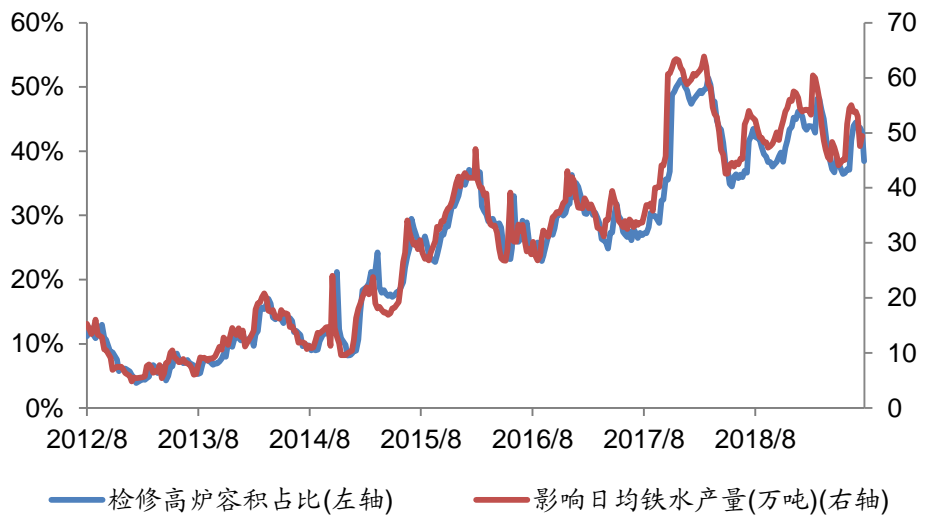
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图3: 唐山地区钢厂开工情况



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图 4: 样本钢厂检修高炉容积占比和影响日均铁水产量



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心



### 三、钢材库存：社库环比小幅下降，热轧降幅最大

**钢材社会库存：本周总量环比下降0.89%、同比上升27.75%。**根据Mysteel统计数据，截至2019年8月16日，当周钢材社会库存为1288万吨，环比下降0.89%，同比上升27.75%。其中：螺纹钢社会库存为637万吨，环比下降0.89%，同比上升44.14%；热轧卷板社会库存为254万吨，环比下降2.84%，同比上升14.80%。

**钢材钢厂库存：本周总量环比下降0.24%、同比上升31.11%。**根据Mysteel统计数据，截至2019年8月16日，当周Mysteel调研的各品种钢材钢厂库存总和为538万吨，环比下降0.24%，同比上升31.11%。其中：Mysteel全国螺纹钢库存为262万吨，环比下降1.91%，同比上升60.48%；Mysteel全国热轧板卷钢厂库存为99万吨，环比上升2.81%，同比下降3.32%。

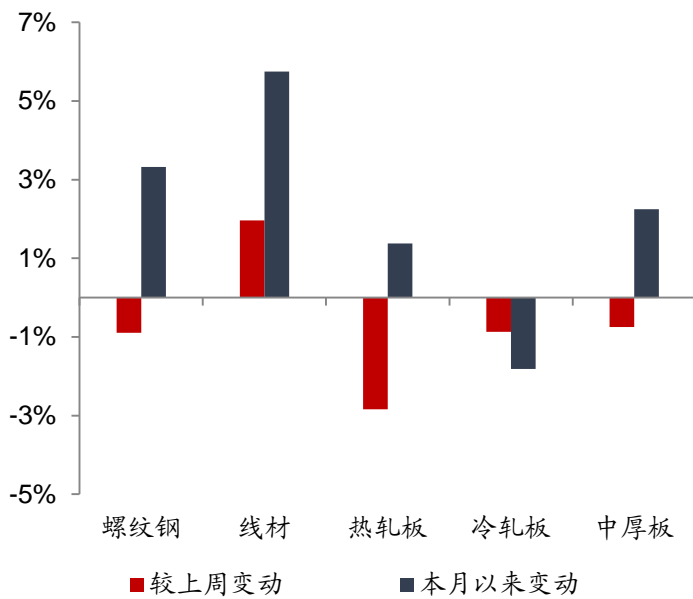
**钢材社会和钢厂库存：本周总量环比下降0.70%、同比上升28.73%。**根据Mysteel统计数据，截至2019年8月16日，当周钢材社会库存和钢厂库存总和为1827万吨，环比下降0.70%，同比上升28.73%。其中：螺纹钢社会库存和钢厂库存合计为900万吨，环比下降1.19%，同比上升48.55%；热轧板卷社会库存和钢厂库存合计为353万吨，环比下降1.32%，同比上升11.32%。

表2：本周钢材库存指标表现（单位：万吨）

	社会库存				钢厂库存				社会和钢厂库存	
	本周	周环比	本月变动	周同比	本周	周环比	本月变动	周同比	周环比	周同比
合计	1288	-0.89%	2.70%	27.75%	538	-0.24%	6.39%	31.11%	-0.70%	28.73%
螺纹钢	637	-0.89%	3.32%	44.14%	262	-1.91%	8.56%	60.48%	-1.19%	48.55%
线材	177	1.96%	5.75%	39.40%	70	1.09%	7.44%	53.06%	1.72%	43.02%
热轧板	254	-2.84%	1.37%	14.80%	99	2.81%	4.25%	3.32%	-1.32%	11.32%
冷轧板	111	-0.87%	-1.82%	-6.86%	29	-3.71%	0.34%	-17.65%	-1.48%	-9.33%
中厚板	108	-0.75%	2.25%	10.22%	77	1.97%	3.55%	10.92%	0.36%	10.51%

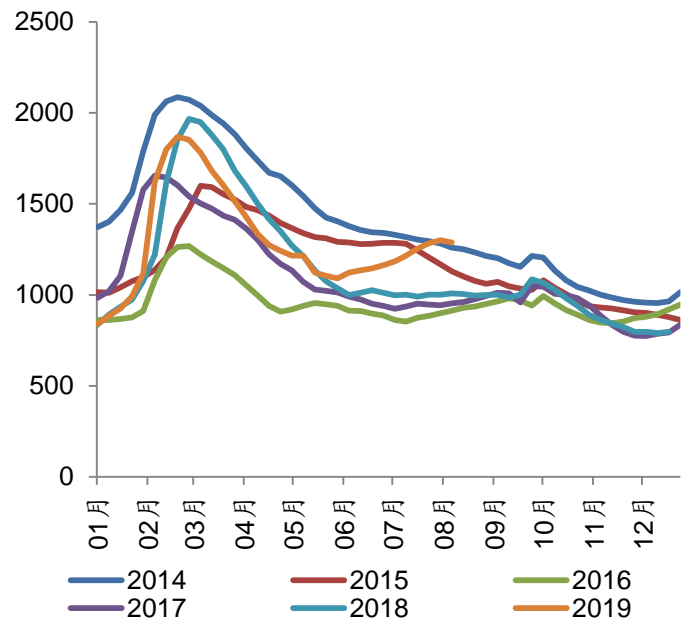
数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图5: 钢材分品种社会库存变化



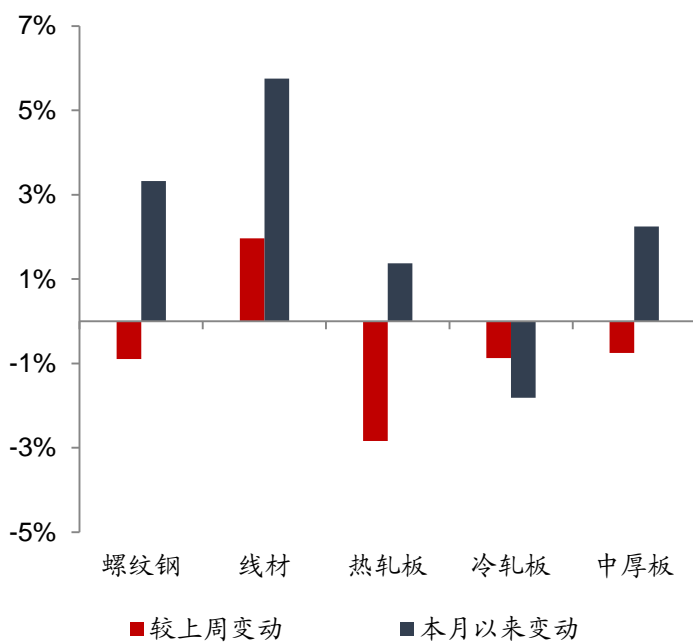
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图6: 钢材社会库存季节性变化 (单位: 万吨)



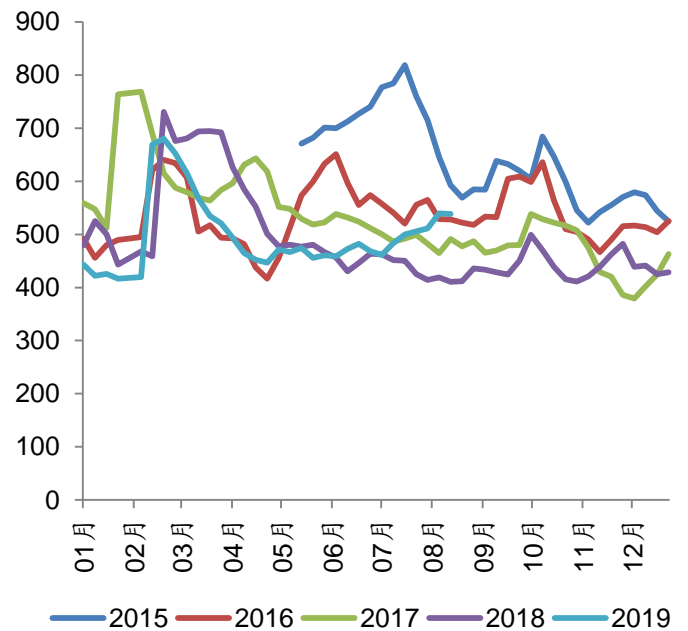
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图7: 钢材分品种钢厂库存变化



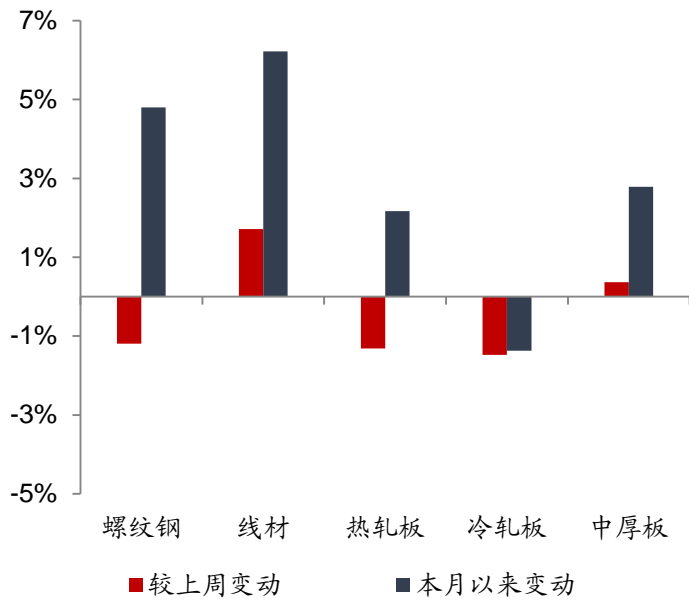
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图8: 钢材钢厂库存季节性变化 (单位: 万吨)



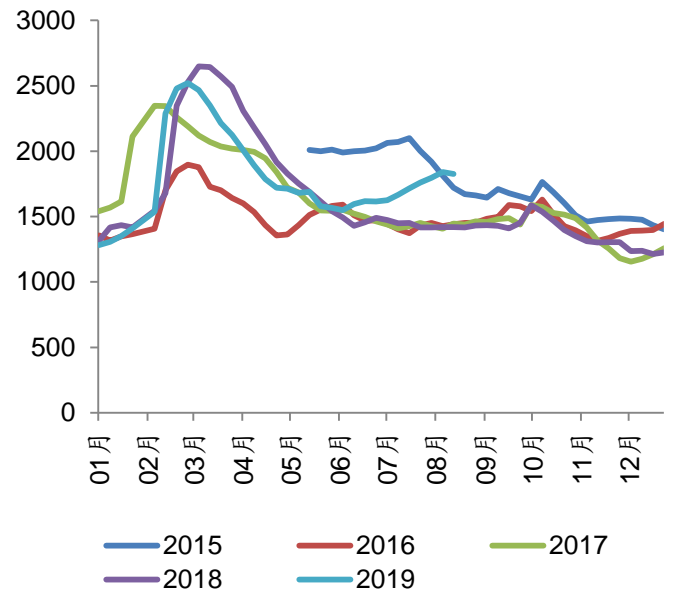
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图9: 钢材分品种社会和钢厂库存变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图10: 钢材社会和钢厂库存季节性变化 (单位: 万吨)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

## 四、成本：进口矿价格跌幅明显、焦炭价格涨幅明显、废钢价格小幅下跌，各钢种长、短流程成本微幅下降

(一) 铁矿石：进口矿到港量大降，港口库存降幅明显，进口矿价格跌幅明显

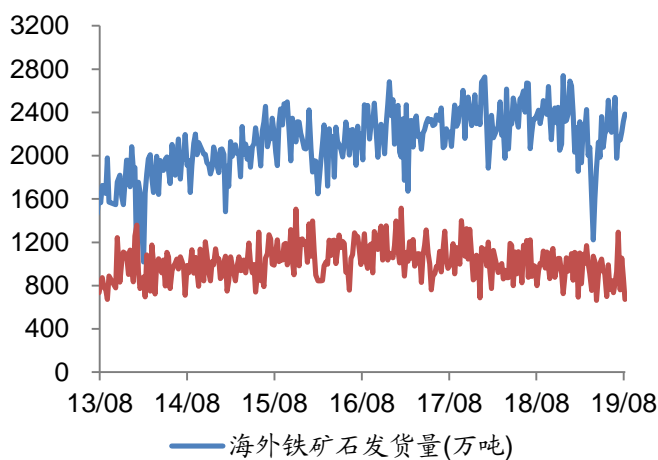
### 1、海外矿山：发货量上升2.88%，到港量大幅下降，港口库存降幅明显

**外矿发货量和到港量：**根据Mysteel统计数据，2019年8月2日-8月9日，海外铁矿石发货总量2384万吨，较上次统计增加67万吨，环比上升2.88%。其中澳洲1662万吨，增加65万吨；巴西722万吨，增加1万吨。2019年8月9日-8月9日，中国北方六大港口到港总量为673万吨，较上次统计减少202万吨。

**主要港口铁矿石库存：**根据Mysteel统计数据，2019年8月16日，全国主要港口铁矿石库存总量11601万吨，较上次统计（8月9日）减少250万吨，下降2.11%。其中澳矿5863万吨，减少67万吨，巴矿3464万吨，减少105万吨。

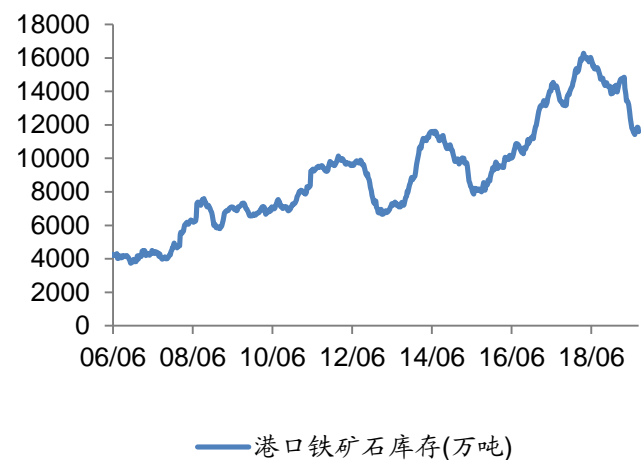
备注：除非特别说明，本文所有数据和引用资料来自Mysteel。

图 11：海外铁矿石发货量和中国北方 6 大港口铁矿石到港量



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图 12：全国主要港口铁矿石库存总量 11601 万吨，环比下降 2.11%



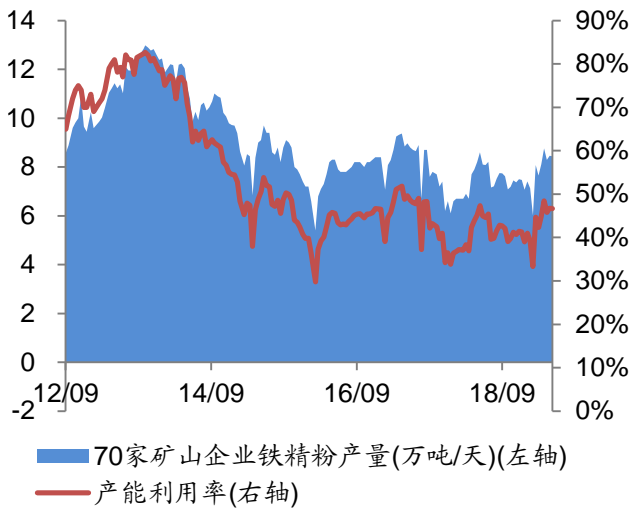
数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

### 2、国内矿山：全国产能利用率环比下降0.08Pct、库存降幅6.20%

**全国样本矿山：**根据Mysteel统计数据，2019年5月24日，全国70家样本矿山企业铁精粉日总产量8万吨，较上次统计下降0.24%；产能利用率46.64%，较上次统计下降0.08个百分点；总库存38万吨，较上次统计下降6.20%。

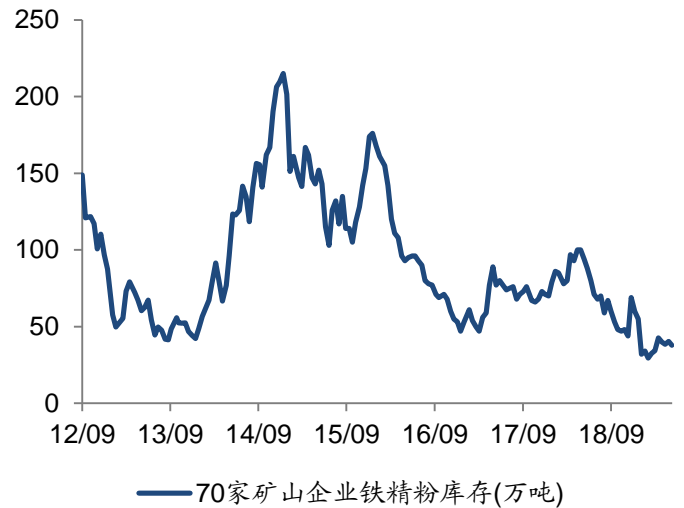
备注：东北-辽宁、吉林、黑龙江，包含14家样本企业；华北-内蒙古、山西，包含15家样本企业；河北包含25家样本企业；华东-安徽、山东、江苏，包含6家样本企业；华南-四川、湖北、广东、广西，10家样本企业。

图 13: 全国 70 家矿山企业铁精粉产量和产能利用率



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图 14: 全国 70 家矿山企业铁精粉库存



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

### 3、矿价: 本周进口矿价格跌幅明显, 国内铁精粉价格跌幅明显

本周进口矿价格跌幅明显, 国内铁精粉价格跌幅明显。其中, 迁安 66% 铁精粉干基含税均价为 810 元/吨, 环比下跌 3.49%; 日照港 65% 巴西卡粉车板价为 805 元/吨, 环比下跌 4.73%。

表 3: 本周国内矿和进口矿价格 (单位: 元/吨)

	本周价格	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
价格:铁精粉:66%:干基含税:迁安	810	-3.49%	-3.39%	34.37%
车板价:日照港:巴西:卡粉:65%	805	-4.73%	-14.81%	22.90%

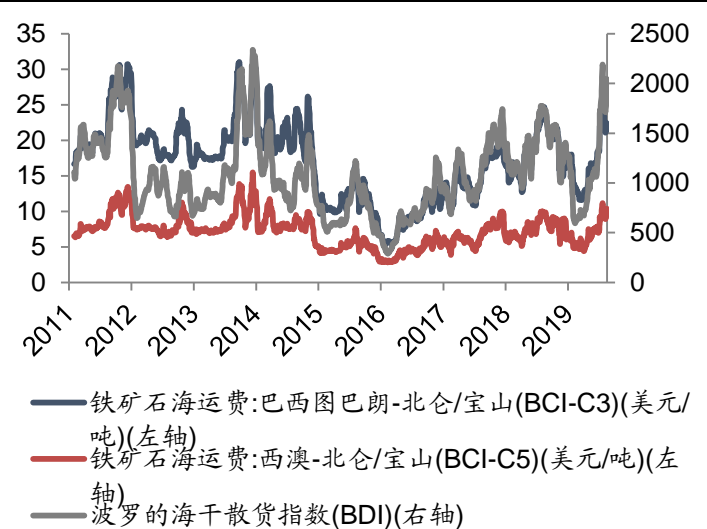
数据来源: Mysteel、波罗的海航交所、广发证券发展研究中心

图 15: 铁矿石价格走势



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图 16: 铁矿石海运费走势



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

(二) 焦炭及废钢：本周焦炭价格涨幅明显、废钢价格小幅下跌

本周焦炭价格涨幅明显、废钢价格小幅下跌。其中，邢台主焦煤含税价为1420元/吨，环比持平；唐山二级冶金焦含税价2050元/吨，环比上涨5.13%；15城市废钢市场均价为2350元/吨，环比下跌1.27%。

表4：本周焦炭及废钢价格（单位：元/吨）

	本周价格	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
主焦煤:邢台:含税价	1420	0.00%	0.00%	1.43%
出厂价(含税):二级冶金焦:唐山	2050	5.13%	5.13%	-3.07%
15城市废钢均价	2350	-1.27%	-1.74%	4.43%

数据来源：Mysteel、波罗的海航交所、广发证券发展研究中心

备注：15城市指的是河北邯郸、唐山、承德，辽宁凌源、本溪、鞍山、抚顺，吉林长春，山东莱芜，安徽马鞍山，福建三明、湖南娄底，河南济源，广西柳州，云南安宁

图17：主焦煤和二级冶金焦价格走势

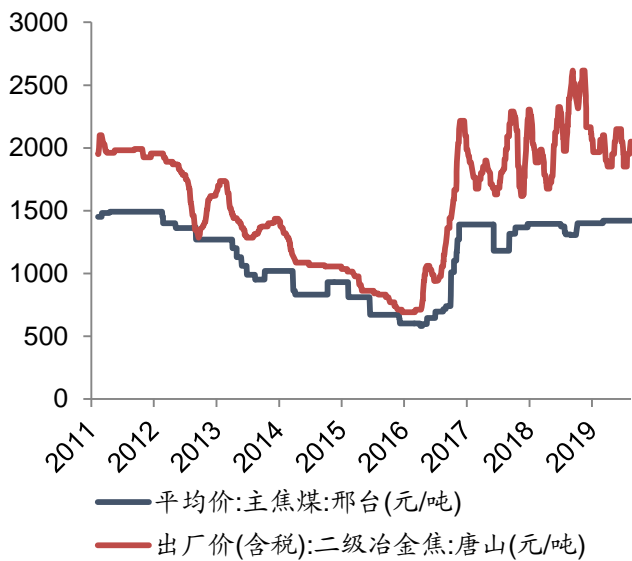
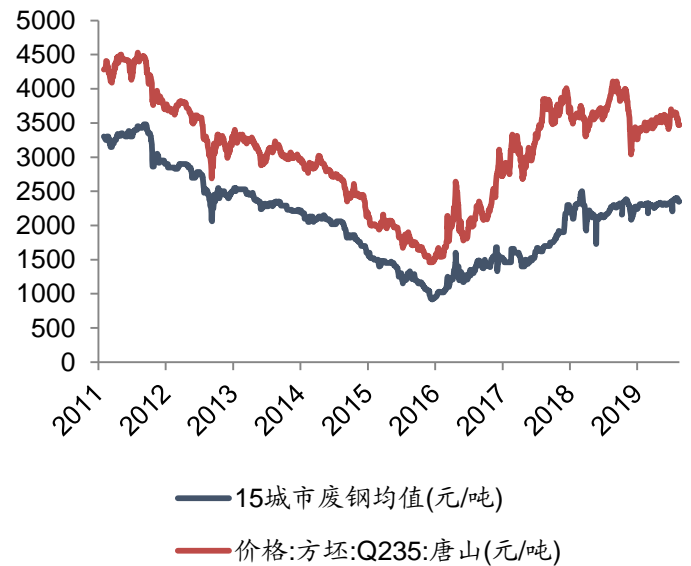


图18：方坯与废钢价格走势



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

数据来源：波罗的海航交所、广发证券发展研究中心

(三) 分流程、分区域成本测算：各品种钢材长、短流程成本微幅下降，各地区长流程螺纹钢、热卷成本全面下降

1、分流程成本测算：各品种钢材长、短流程成本均微幅下降

**长流程炼钢成本：各品种钢材长流程成本微幅下降。**具体而言，螺纹钢长流程成本为3219元/吨，环比下降0.64%，热卷长流程成本为3279元/吨，环比下降0.61%。

**短流程炼钢成本：各品种钢材短流程成本微幅下降。**具体而言，螺纹钢短流程



成本为3455元/吨,环比下降1.02%;热卷短流程成本为3605元/吨,环比下降0.98%。

备注:我们计算了华东、华南、华北、西南、中南、东北等六大区域13个典型城市的废钢、二级冶金焦平均价格,并按照以下方法计算分流程、分品种成本:

(1)长流程炼钢方坯成本 = 1.36 × 日照港65%巴西卡粉车板价 + 0.21 × 废钢价格 + 0.46 × 二级冶金焦含税均价 + 300 (加工费);

(2)短流程炼钢方坯成本 = 1.13 × 废钢价格 + 410 × 电价 + 0.002 × 高功率石墨电极(500mm):国内出厂价 + 300 (加工费);

(3)长、短流程分品种钢材成本计算方法为对应的方坯成本与加工费之和,其中螺纹钢、高线、热卷、中板、冷轧和镀锌吨钢加工费分别为500、520、650、670、850、600元/吨。

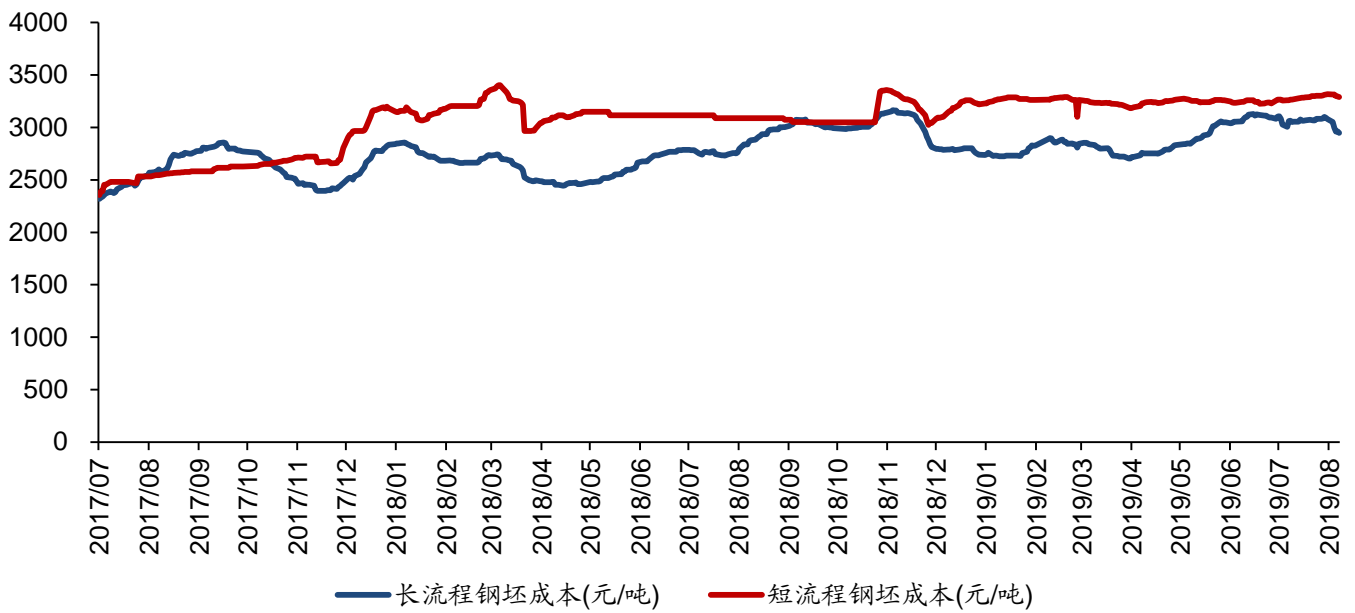
由于实际终端折扣、加工费用等因素均可能与假设值有所出入,因此本文测算的吨钢成本可能与Mysteel等调研结果有差异。

表5:主要钢材品种分流程成本测算(单位:元/吨)

	长流程				短流程			
	本周成本	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动	本周成本	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
方坯	2929	-0.69%	-5.48%	7.03%	3255	-1.08%	-1.72%	0.85%
螺纹钢	3129	-0.64%	-5.15%	6.55%	3455	-1.02%	-1.62%	0.80%
高线	3149	-0.64%	-5.12%	6.51%	3475	-1.02%	-1.61%	0.79%
热卷	3279	-0.61%	-4.93%	6.23%	3605	-0.98%	-1.55%	0.77%
中板	3299	-0.61%	-4.90%	6.19%	3625	-0.97%	-1.54%	0.76%
冷轧	3479	-0.58%	-4.66%	5.85%	3805	-0.93%	-1.47%	0.73%
镀锌	3229	-0.62%	-5.00%	6.33%	3555	-0.99%	-1.57%	0.78%

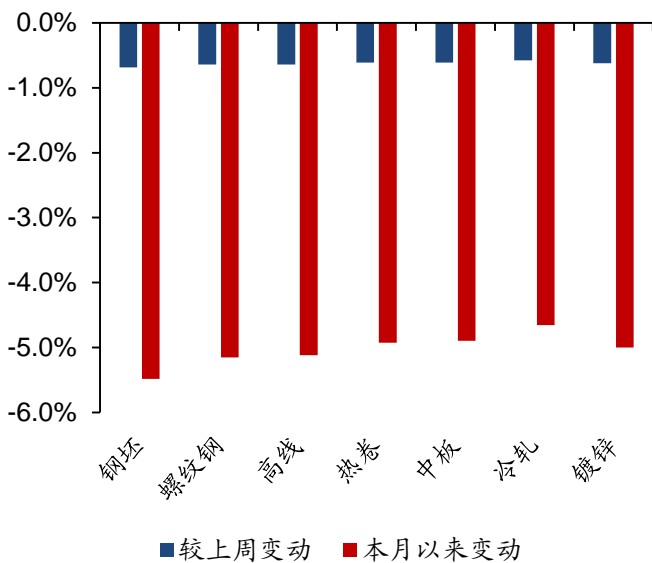
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图19: 长流程、短流程炼钢钢坯成本对比



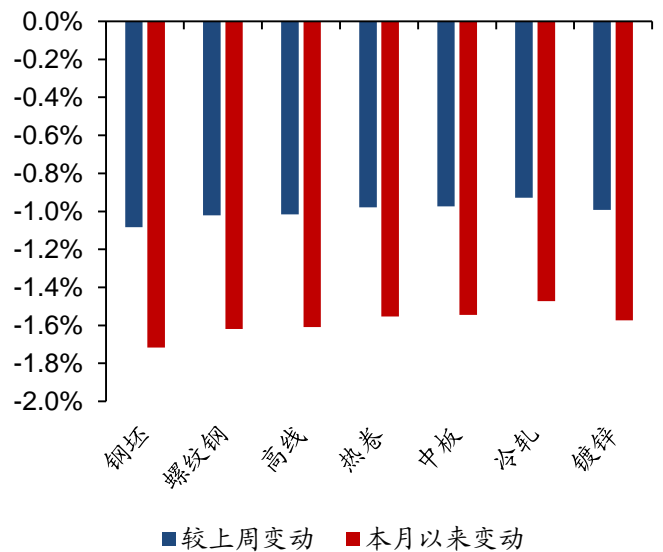
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图20: 分品种钢材长流程成本变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图21: 分品种钢材短流程成本变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

**2、分区域成本测算: 全国各地区长流程螺纹钢、热卷成本全面下降**

**分区域螺纹钢成本:** 本周全国各地区长流程螺纹钢成本全面下降。

**分区域热卷成本:** 本周全国各地区长流程热卷成本全面下降。

备注: 分区域成本均基于长流程计算。计算方法如前文所述。

表6: 分区域螺纹钢和热卷的成本测算 (单位: 元/吨)

		螺纹钢				热卷			
		本周成本	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动	本周成本	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
华东	安徽马鞍山	3146	-0.60%	-4.31%	5.72%	3296	-0.16%	-4.13%	5.45%
	福建三明	3130	-1.41%	-4.89%	6.53%	3280	-0.75%	-4.68%	6.22%
	山东莱芜	3146	-0.60%	-4.31%	5.72%	3296	-0.16%	-4.13%	5.45%
华南	广西柳州	3052	-1.17%	-5.01%	7.78%	3202	-0.63%	-4.79%	7.39%
华北	河北唐山	3142	-0.63%	-4.53%	6.53%	3292	-0.32%	-4.33%	6.21%
	河北承德	3142	-0.63%	-4.53%	6.53%	3292	-0.32%	-4.33%	6.21%
西南	云南安宁	3091	-2.49%	-5.05%	6.15%	3241	-1.91%	-4.83%	5.85%
中南	湖南娄底	3128	-1.90%	-5.60%	3.07%	3278	-1.41%	-5.36%	2.93%
	河南济源	3181	-2.29%	-5.84%	2.69%	3331	-1.80%	-5.60%	2.56%
东北	辽宁凌源	3146	-0.60%	-4.31%	5.72%	3296	-0.16%	-4.13%	5.45%
	辽宁本溪	3146	-0.60%	-4.31%	5.72%	3296	-0.16%	-4.13%	5.45%
	辽宁抚顺	3146	-0.60%	-4.31%	5.72%	3296	-0.16%	-4.13%	5.45%
	吉林长春	3155	-0.93%	-4.67%	6.13%	3305	-0.48%	-4.47%	5.84%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

## 五、钢价：综合钢价指数微幅下跌，各地区钢价全面下跌，各品种钢价以跌为主

**钢材价格：**本周普钢综合价格指数微幅下跌，唐山钢坯价格指数小幅下跌。具体而言，普钢综合价格指数为3969元/吨，环比下跌0.43%；唐山钢坯价格指数为3464元/吨，环比下跌1.48%。

**分区域：**各地区钢价全面下跌。具体而言，华东地区价格指数为3982元/吨，环比下跌0.28%；华南地区价格指数为4077元/吨，环比下跌0.17%；中南价格指数为3992元/吨，环比下跌0.52%；华北价格指数为3904元/吨，环比下跌1.04%；东北价格指数为3894元/吨，环比下跌0.83%；西南价格指数为4517元/吨，环比下跌1.04%。

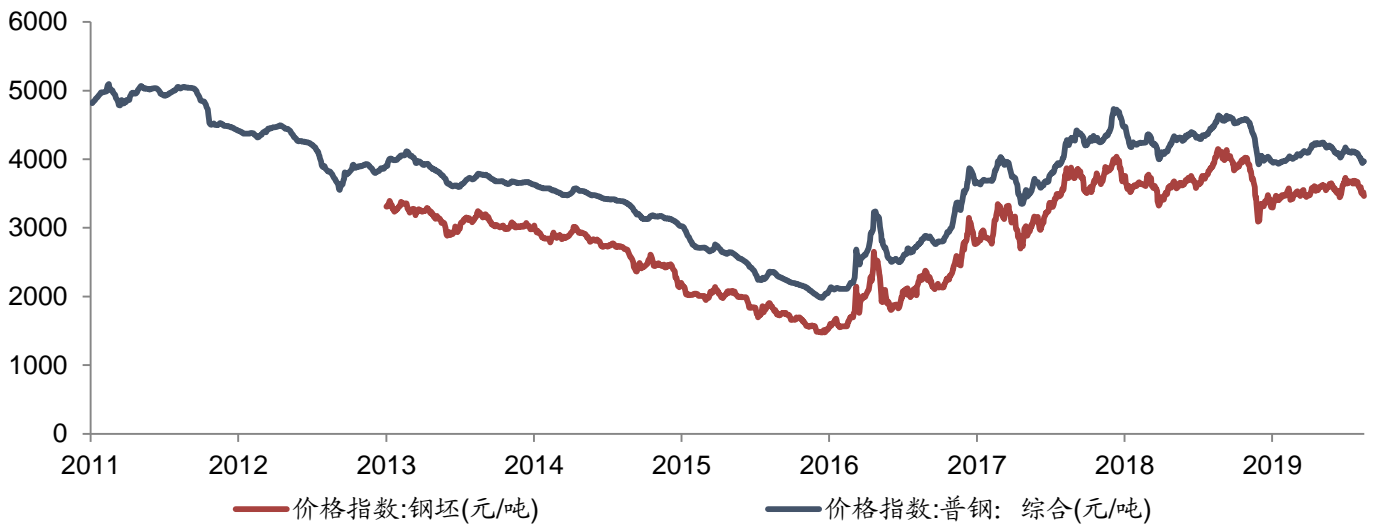
**分品种：**各品种钢价以跌为主。具体而言，螺纹钢价格指数为3794元/吨，环比下跌1.02%；线材价格指数为4136元/吨，环比下跌0.93%；热卷价格指数为3774元/吨，环比上涨0.52%，镀锌价格指数为4658元/吨，环比下跌0.21%；冷板价格指数为4289元/吨，环比上涨0.12%。

表7：综合价格指数、分区域价格指数与分品种价格指数（单位：元/吨）

		本周价格	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
综合价格指数	价格指数:普钢:综合	3969	-0.43%	-3.21%	-0.36%
	价格指数:钢坯:唐山	3464	-1.48%	-5.92%	3.96%
分区域价格指数	华东	3982	-0.28%	-3.40%	-0.33%
	华南	4077	-0.17%	-2.44%	-1.51%
	华北	3904	-1.04%	-3.85%	1.60%
	中南	3992	-0.52%	-3.31%	-0.88%
	东北	3894	-0.83%	-3.86%	3.04%
	西南	4157	-1.04%	-2.87%	-1.71%
	西北	4006	-1.17%	-2.95%	0.00%
分品种价格指数	螺纹	3794	-1.02%	-5.29%	-4.16%
	线材	4136	-0.93%	-4.40%	0.73%
	热卷	3774	0.52%	-3.02%	0.12%
	中厚	3837	-0.47%	-2.53%	-0.44%
	冷板	4288	0.12%	0.22%	-0.49%
	镀锌	4658	-0.21%	-0.91%	3.30%

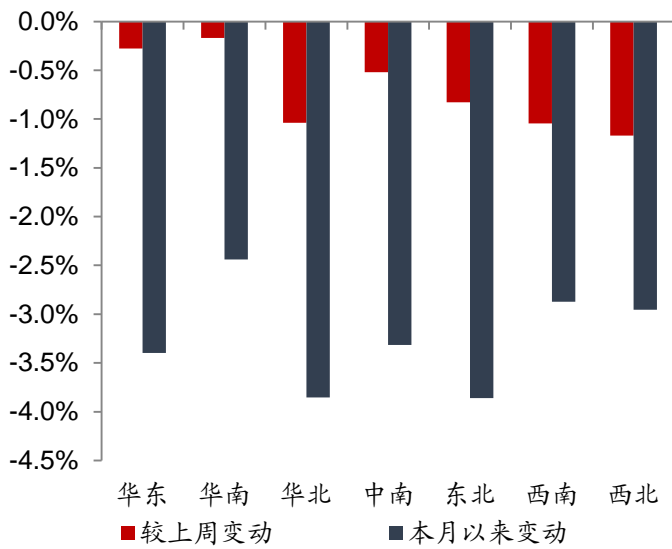
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图22: 综合价格指数与钢坯价格指数走势



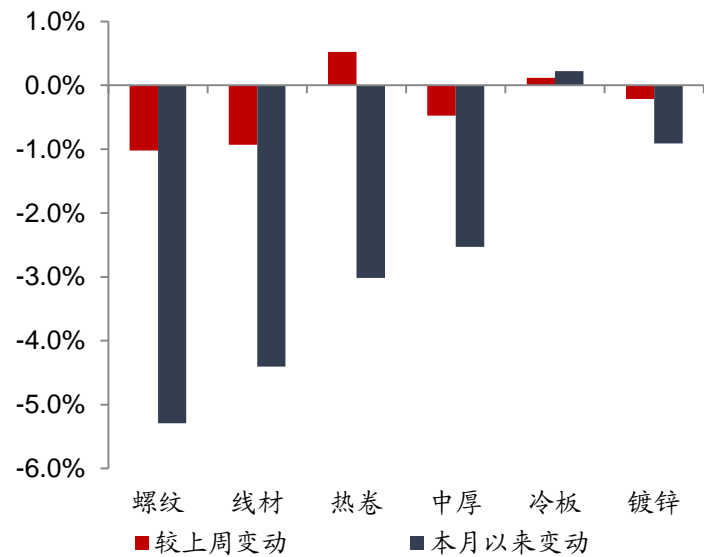
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图23: 钢材分区域价格指数变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图24: 钢材分品种价格指数变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

## 六、盈利：长、短流程毛利以升为主，热卷升幅最大、螺纹降幅最大，钢厂盈利面环比下降

(一) 分流程毛利测算：长、短流程毛利以升为主，热卷升幅最大、螺纹降幅最大

**我们测算的长流程炼钢吨钢毛利：各钢种毛利以升为主，热卷升幅最大、螺纹降幅最大。**具体而言，我们测算的本周螺纹钢长流程毛利为671元/吨，环比下降5.18%；热卷长流程毛利为525元/吨，环比上升5.31%；冷轧长流程毛利为838元/吨，环比上升2.24%。

**我们测算的短流程炼钢吨钢毛利：各钢种毛利以升为主，热卷升幅最大、螺纹降幅最大。**具体而言，我们测算的本周螺纹钢短流程毛利345元/吨，环比下降5.80%；热卷短流程毛利为199元/吨，环比上升26.66%；冷轧短流程毛利为512元/吨，环比上升7.06%。

备注：吨钢毛利计算方法为分品种钢材价格-分品种吨钢成本，其中钢材价格数据为华东、华南、华北、西南、中南、东北等六大区域13个典型城市各钢材品种平均价格，各品种吨钢成本计算方法如前文所述。

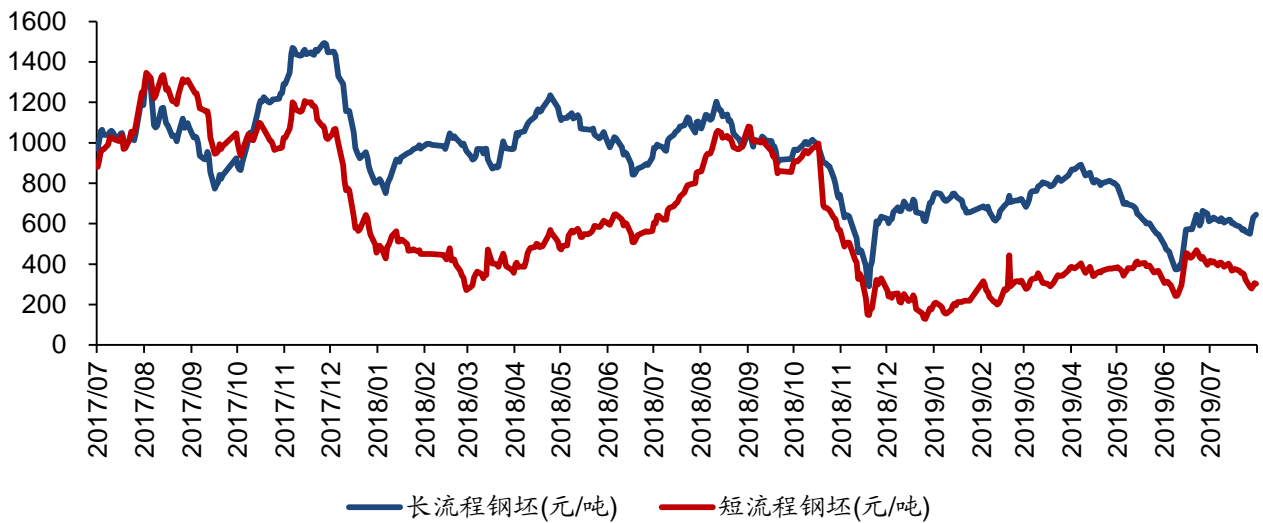
表8：我们测算的分流程钢材吨钢毛利（单位：元/吨）

	长流程				短流程			
	本周毛利	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动	本周毛利	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
螺纹钢	671	-5.18%	-6.05%	-24.15%	345	-5.80%	-31.19%	-12.36%
高线	1014	-0.83%	3.90%	-5.41%	688	1.02%	-9.83%	18.42%
热卷	525	5.31%	15.20%	-17.86%	199	26.66%	-18.02%	34.19%
中板	620	4.24%	35.19%	-15.44%	294	16.03%	19.68%	21.30%
冷轧	838	2.24%	26.25%	-20.64%	512	7.06%	13.58%	-9.38%
镀锌	1467	1.75%	12.59%	0.29%	1141	3.69%	4.67%	17.41%

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

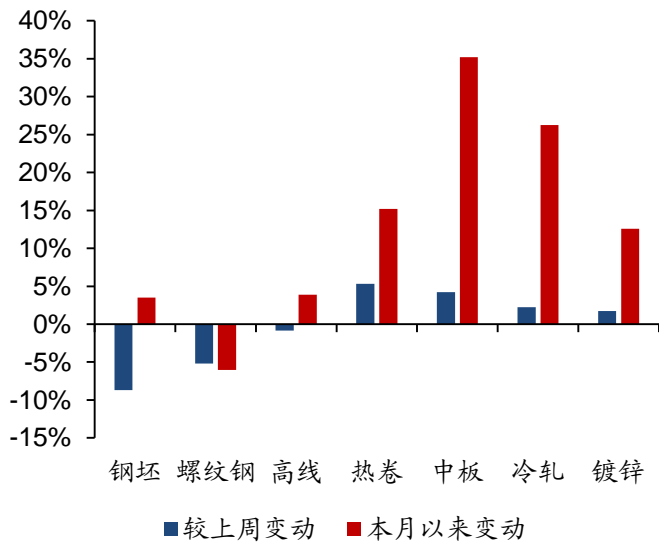


图25: 我们测算的长流程、短流程炼钢钢坯毛利对比



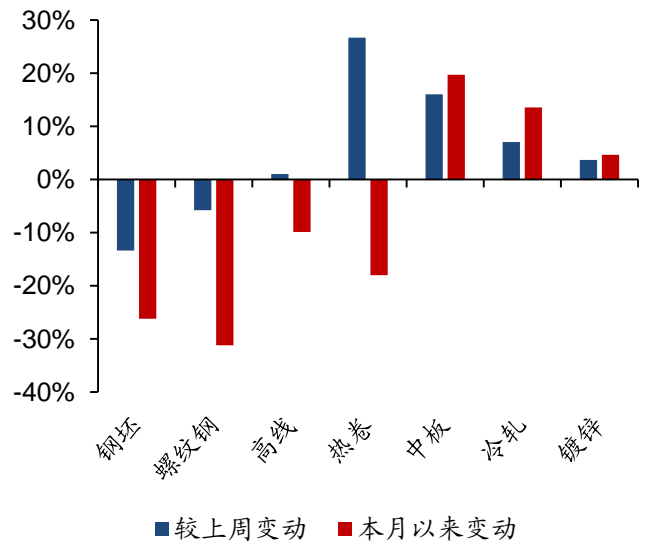
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图26: 我们测算的分品种钢材长流程毛利变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图27: 我们测算的分品种钢材短流程毛利变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

## (二) 分区域毛利测算：各地区螺纹钢毛利以降为主，热卷毛利全面上升

我们测算的分区域螺纹钢吨钢毛利：本周华东、华北、东北全面下降，华南、西南、中南全面上升。

我们测算的分区域热卷吨钢毛利：本周华北、华南、西南、中南、东北、华东地区全面上升。

注：分区域毛利均基于长流程计算。

表9：我们测算的分区域毛利（单位：元/吨）

		螺纹钢				热卷			
		本周毛利	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动	本周毛利	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
华东	安徽马鞍山	544	-7.01%	-19.07%	-51.27%	394	11.02%	8.82%	-52.89%
	福建三明	640	-0.80%	-14.56%	-51.59%	550	11.08%	8.05%	-29.67%
	山东莱芜	544	-7.01%	-19.07%	-42.90%	394	11.02%	8.82%	-52.70%
华南	广西柳州	888	0.68%	-3.17%	-26.43%	648	9.47%	10.39%	-17.66%
华北	河北唐山	478	-12.79%	-17.43%	-31.78%	468	2.17%	17.33%	-25.79%
	河北承德	478	-12.79%	-17.43%	-31.78%	468	2.17%	17.33%	-25.79%
西南	云南安宁	709	5.80%	-4.78%	-60.97%	629	14.34%	15.52%	-30.58%
中南	湖南娄底	862	2.45%	-2.76%	-32.31%	732	14.12%	24.82%	-23.23%
	河南济源	689	10.35%	9.10%	-33.22%	579	14.80%	13.19%	-21.93%
东北	辽宁凌源	544	-7.01%	-19.07%	-5.28%	394	11.02%	8.82%	-20.31%
	辽宁本溪	544	-7.01%	-19.07%	-5.28%	394	11.02%	8.82%	-20.31%
	辽宁抚顺	544	-7.01%	-19.07%	-5.28%	394	11.02%	8.82%	-20.31%
	吉林长春	535	-5.37%	-17.73%	-7.33%	385	14.79%	13.09%	-22.57%

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

## (三) 盈利面分析：本周钢厂盈利面环比降幅明显

**钢厂盈利面**：本周小型钢厂盈利面**52.94%**、环比下降**3.92%**，中型钢厂盈利面**79.45%**、环比下降**6.85%**，大型钢厂盈利面**76.92%**、环比下降**7.70%**。根据Mysteel调研，截至2019年8月16日，当周全国小型钢厂（年粗钢产量小于等于200万吨）盈利面为52.94%，环比下降3.92%；全国中型钢厂（年粗钢产量介于200-600万吨之间）

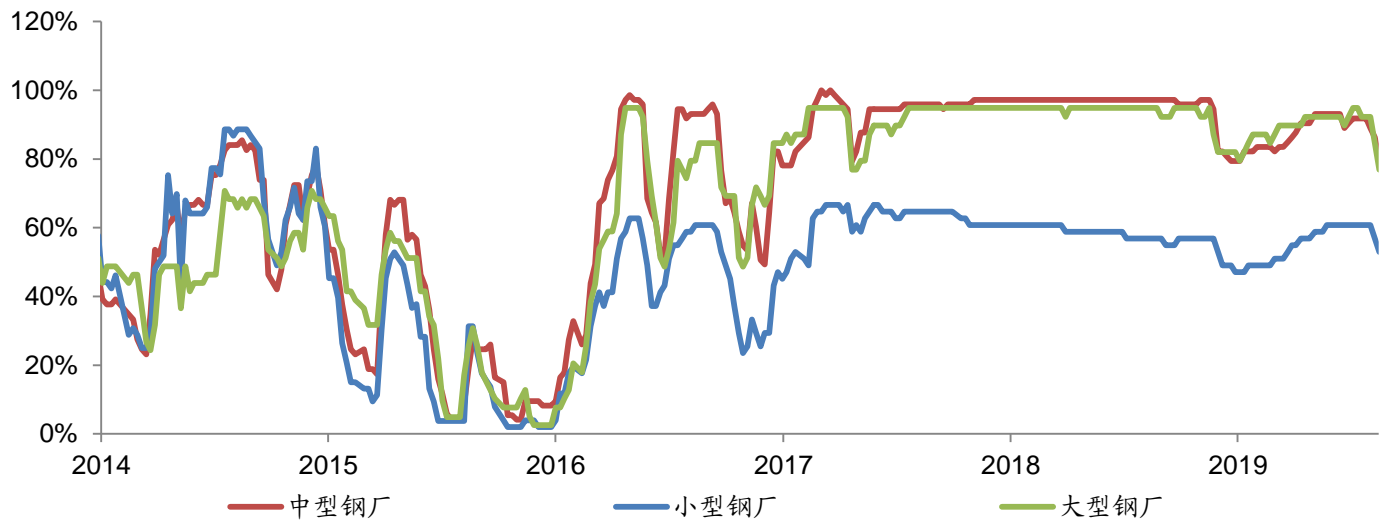
盈利面为79.45%，环比下降6.85%；全国大型钢厂（年粗钢产量大于等于600万吨）盈利面为76.92%、环比下降7.70%。

表10: 钢厂分规模盈利面

	本周盈利比例	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
小型钢厂	52.94%	-3.92%	-7.84%	5.88%
中型钢厂	79.45%	-6.85%	-12.33%	0.00%
大型钢厂	76.92%	-7.70%	-15.39%	-5.13%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图28: 钢厂分规模盈利面情况



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

## 七、二级市场表现：钢铁板块下跌 0.09%，跑输上证综指 1.86 个百分点

### (一) 板块表现：钢铁板块下跌 0.09%，跑输上证综指 1.86 个百分点

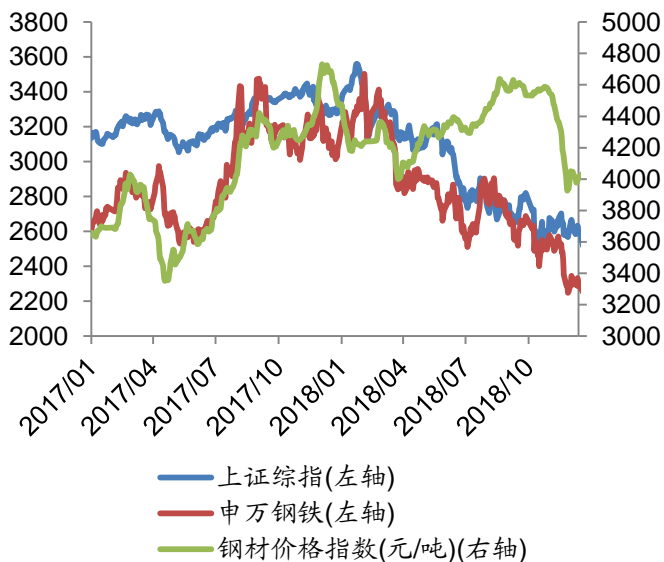
**板块表现方面**，本周钢铁板块下跌0.09%，跑输上证综指1.86个百分点，位居申万全行业第二十六名。**个股方面**，本周涨幅前五的股票是：沙钢股份、ST沪科、三钢闽光、本钢板材、大冶特钢；本周跌幅前五的股票是：柳钢股份、方大特钢、凌钢股份、大冶特钢、安阳钢铁。

表11: 申万钢铁板块、上证指数和钢价指数表现

	本周指数	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
上证综指	2823.82	1.77%	-4.10%	13.23%
申万钢铁	2017.75	-0.09%	-7.46%	-7.37%
钢材价格指数(元/吨)	3968.93	-0.43%	-3.21%	-0.36%

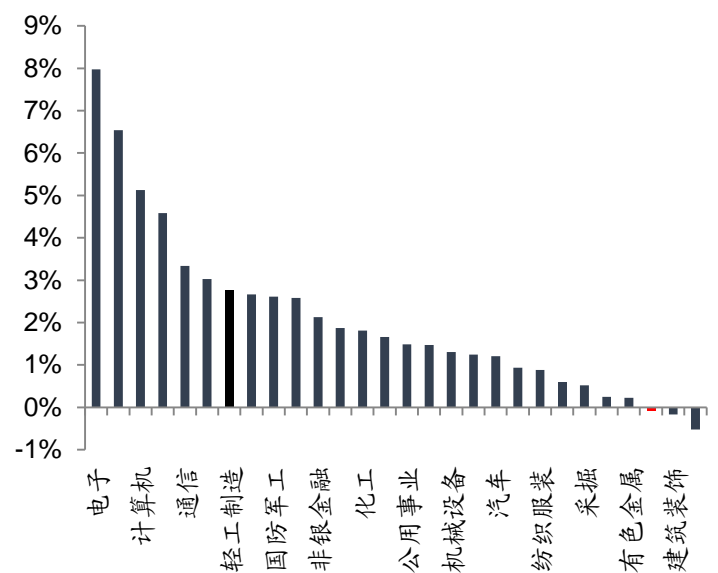
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图29: 钢铁行业指数与上证指数、钢价指数比较



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图30: 本周申万各行业涨跌幅排行榜



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

(二) 估值: 申万钢铁 PE\_TTM 为 6.24 倍、环比持平, PB\_LF 为 0.91 倍、环比下降 0.01 倍

PE\_TTM 估值: 截至2019年8月16日, 申万钢铁板块PE\_TTM为6.24倍, 环比持平, 申万钢铁板块PE\_TTM与A股PE\_TTM的比值为37.08%。

PB\_LF 估值: 截至2019年8月16日, 申万钢铁板块PB\_LF为0.91倍, 环比下降 0.01倍, 申万钢铁板块PB\_LF与A股PB\_LF的比值为50.56%。

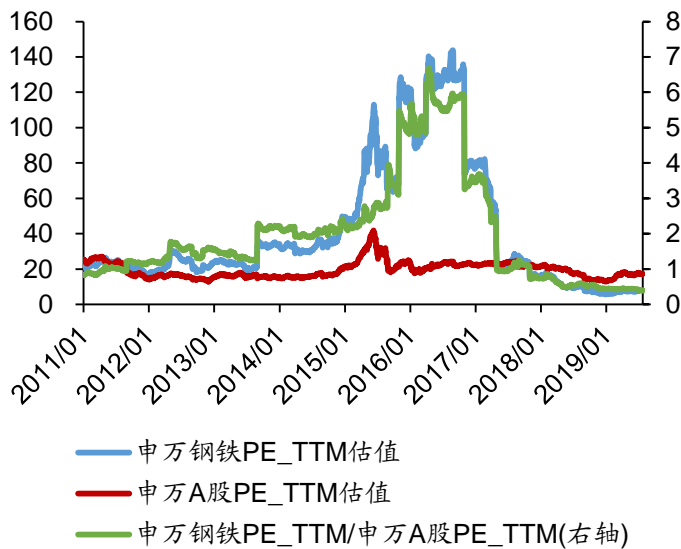
表12: 申万钢铁板块PB\_LF、PE\_TTM估值

	PE_TTM 估值				PB_LF 估值			
	本周估值	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动	本周估值	较上周变动	本月以来变动	今年以来变动
申万钢铁	6.24	0.00	-0.59	0.46	0.91	-0.01	-0.09	-0.09
申万 A 股	16.83	0.41	-0.66	3.75	1.80	0.03	-0.09	0.30
申万钢铁/ 申万 A 股	37.08%	-0.93%	-1.97%	-7.11%	50.56%	-1.42%	-2.35%	-16.11%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: PE 估值规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和; PB 估值规则为 LF, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)

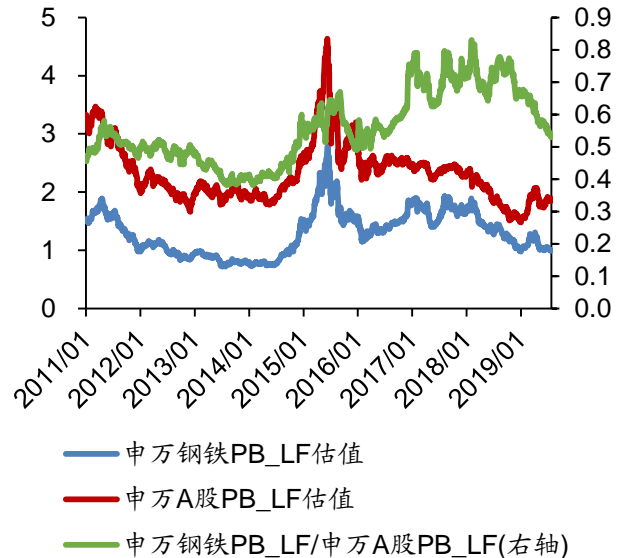
图31: 申万钢铁PE\_TTM与A股PE\_TTM估值走势



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: PE 估值规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东净利润之和

图32: 申万钢铁PB\_LF估值与A股PB\_LF估值走势



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: PB 估值规则为 LF, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)

## 八、风险提示

1. 宏观经济增速下滑；
2. 环保政策力度不及预期；
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**：高级分析师，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）。

## 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 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。