

钢铁

 盈利回归常态
-钢铁行业 2019 年半年报总结

评级：中性（维持）

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师：郭皓

执业证书编号：S1010518050001

电话：021-20315128

Email: guohao@r.qizq.com.cn

分析师：曹云

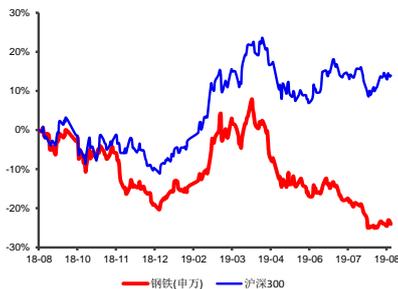
执业证书编号：S0740519070006

电话：021-20315766

Email: caoyun@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	575575.33
行业流通市值(百万元)	537118.70

行业-市场走势对比

相关报告

- <<悲观情绪有望修复>>2019.08.31
- <<钢价有望超跌反弹>>2019.08.24
- <<库存回落、预期修复>>2019.08.17
- <<淡季需求回落>>2019.08.14
- <<利润对产量调节机制受阻>>2019.08.10
- <<钢价弱势调整>>2019.08.03
- <<社会库存持续累积>>2019.07.27
- <<静观限产执行力度>>2019.07.20
- <<内需依然强劲>>2019.07.15
- <<限产与淡季的拉锯战>>2019.07.13
- <<盈利回归常态>>2019.07.07
- <<矿价冲高回落>>2019.07.06

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
方大特钢	8.29	2.02	1.25	1.32	1.20	4.10	6.63	6.28	6.91	-0.20	增持
华菱钢铁	4.01	1.61	0.94	0.98	1.05	2.49	4.27	4.09	3.82	-0.11	增持
三钢闽光	7.89	2.65	1.70	1.81	1.93	2.98	4.64	4.36	4.09	-0.14	增持
宝钢股份	5.81	0.97	0.53	0.65	0.73	5.99	10.96	8.94	7.96	-0.26	增持
河北宣工	14.7	0.21	0.98	1.07	1.00	70.1	15.04	13.78	14.74	0.04	增持

备注

投资要点

- **原料价格上涨，毛利率同比下降：**2019 年上半年钢铁上市公司合计实现营业收入 7423 亿元，同比增 2.8%，增速主要来自钢材产量的同比增长；钢材产量（剔除部分特钢及钢管公司）合计 1.45 亿吨，同比增 6%，而钢材均价同比降 3.82%，其中长材降 1.23%，板材降 6.28%，主要是下游分化所致；营业成本合计 6553 亿元，同比增 7.4%，主要源于铁矿石价格大幅上涨，根据我们测算，钢坯上半年平均吨钢成本 2780 元，同比增 307 元，增幅 12.43%。综合营收和成本来看，2019 年上半年钢铁上市公司平均毛利率 11.7%，同比降 3.8%；
- **期间费用同比微降，净利率降幅低于毛利率：**上半年钢铁上市公司期间费用率 6.05%，同比微降 0.1%；实现净利润 34.4 亿元，同比降 36.7%，普钢公司净利润同比增速均为负，仅特钢及钢管类公司净利润同比增速亮眼。板块净利率 4.6%，同比降 2.9%，降幅好于毛利率同比下滑幅度 0.9 个百分点；
- **偿债能力、营运能力同比改善趋缓：**（1）偿债能力：年中钢铁上市公司平均资产负债率 52.1%，同比降 4.1 个百分点，较一季度末微增 0.4 个百分点。从偿债指标来看，年中钢铁板块流动比率和速动比率分别为 0.78 和 0.53，延续改善趋势，仅边际放缓；（2）营运能力同比基本持平，应收账款方面，年中钢铁上市公司平均应收账款周转天数为 15 天，同比基本微降，降幅 1.3%；平均存货周转天数为 64 天，同比微增 0.4%；平均应付账款周转天数 52 天，同比减少 4 天，降幅 6.6%；
- **板块细分盈利情况：**（1）特钢普钢净利率趋同：2019H1 普钢营收增速同比提升 3.2%，而特钢营收增速同比下降 1.2%，毛利率和净利率增速趋同。具体来看，特钢板块中太钢不锈钢和沙钢股份净利润同比大幅下降 59.1% 和 54.2%，若剔除这两个极值，特钢板块盈利表现将好于普钢；（2）长强板弱继续：年初以来，钢铁下游需求延续分化，板材对应的汽车、机械、家电等下游行业数据有所回落，而长材对应的建筑下游表现超预期，地产则成为年初以来需求韧性的主要支撑。我们选取上市公司里具有代表性的长材/板材公司（长材或板材比例超 70%），长材企业吨钢净利 344 元，高于板材企业 152 元；
- **关注旺季需求复苏力度：**钢市在淡季末尾出现持续去库现象，与产业链极度悲观主动压缩库存有关。我们认为当前市场预期过度悲观，钢价超跌反弹有望出现。一方面旺季来临在即，需求大概率环比改善，另一方面我们对地产投资依然持乐观态度，投资结构上逐步向偏后端施工转移，需求同比未见明显弱化。而供给是今年钢铁行业最大的不利因素，就如我们在年度策略《进退之间》所描述情况：需求爬坡，供给退坡，行业盈利从高估状态向正常水平回归。唐山 9 月限产力度与 8 月基本持平，具体执行情况有待观察。就钢铁股来看，随着盈利的阶段性筑底，股价有望出现修复，当然因为利润弹性尚未出现，钢铁股仍较难获得相对收益。此外，十年期国债利率自 2018 年后持续下跌，目前已跌至历史低位水平，利好权益类资产估值，建议关注钢铁新材料类个股钢研高纳（受益于航发国产化的高温合金龙头）和久立特材（受益于油气投资的高股息率公司）；
- **风险提示：**宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给释放力度超预期。

内容目录

2019H1 业绩同比下滑	- 3 -
上半年需求进、供给退.....	- 3 -
原料价格上涨，毛利率同比下降.....	- 3 -
期间费用同比微降，净利率降幅低于毛利率.....	- 6 -
偿债能力改善趋缓，资产负债率环比持平.....	- 8 -
营运能力同比持平，应收账款、存货周转天数企稳.....	- 9 -
特钢普钢净利率趋同，长强板弱继续.....	- 10 -
下半年展望	- 11 -
风险提示	- 12 -

图表目录

图表 1: 2019H1 钢材产量同比增长	- 3 -
图表 2: 2019H1 钢材综合价格同比降 3.82%	- 4 -
图表 3: 国内粗钢日产量及环比变化	- 4 -
图表 4: 2019 上半年普氏走势	- 4 -
图表 5: 2019H1 营业收入、营业成本、毛利率同比变动	- 5 -
图表 6: 2019Q2 营业收入、营业成本、毛利率同比变动	- 5 -
图表 7: 2019H1 期间费用率同比微降 0.1%，净利率同比降 2.9%	- 6 -
图表 8: 2019Q2 期间费用率环比增 0.5%，净利率同比增 1.8%	- 7 -
图表 9: 吨钢毛利、吨钢期间费用、吨钢净利变动一览	- 7 -
图表 10: 2019 年 6 月 30 日资产负债率同比下滑 4.1%	- 8 -
图表 11: 偿债指标连续提升	- 8 -
图表 12: 钢铁上市公司应收账款和存货周转天数同比基本持平（单位：天） ..	- 9 -
图表 13: 2011H1-2019H1 原材料存货运行状况	- 10 -
图表 14: 2011H1-2019H1 产成品存货运行状况	- 10 -
图表 15: 板块内特钢、普钢企业业绩表现状况	- 10 -
图表 16: 板材与长材吨钢净利对比	- 11 -

2019H1 业绩同比下滑

上半年需求进、供给退

- 上半年钢铁基本面演绎符合我们年度策略《进退之间》的判断，需求向前，地产投资强势，基建弱复苏；供给后退，环保边际放松后，低成本产能得以释放，进退之间行业盈利逐步回归合理水平。钢产量的双位数增长结合不俗的库存去化幅度是需求强劲的最直接证据，背后主要受双位数增速的地产投资推动。产量高增长直接利好铁矿石，矿价在一季度巴西矿难催化暴涨后，进一步在二季度连创新高，需求端起到关键作用。钢铁冶炼环节受高炉限产放松影响，利润弹性不如原料端，二季度环比改善，但不如去年同期水平。

原料价格上涨，毛利率同比下降

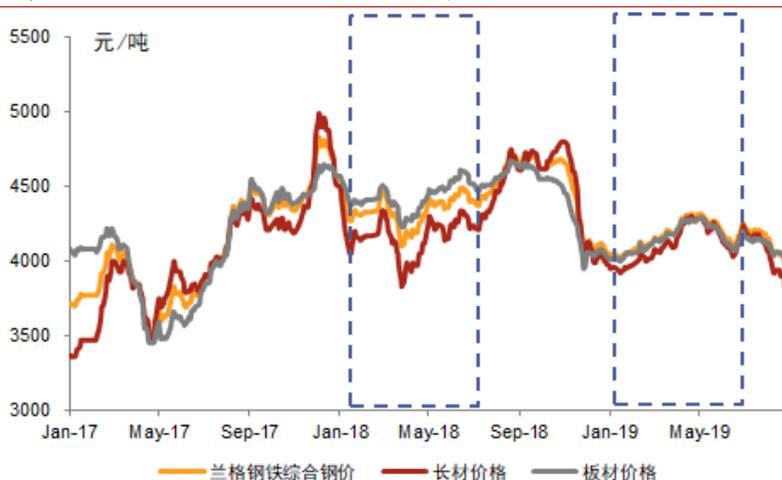
- **量增提升营收同比增速:** 2019 年上半年钢铁上市公司合计实现营业收入 7423 亿元，同比增 2.8%，增速主要来自钢材产量的同比增长。2019 年上半年钢铁上市公司钢材产量（剔除部分特钢及钢管公司）合计 1.45 亿吨，同比增 6%，一是源于环保限产边际放松，主要体现在北方限产区域内的钢厂；二是源于自身挖潜增效，大多数上市钢厂均有体现；三则源于去年同期因故产量基数偏低，如韶钢松山。此外，2019 年上半年钢材产量同比下滑的钢厂多是因为高炉检修。从价的角度来看，以兰格钢铁综合钢材价格口径测算，2019 年上半年钢材均价同比降 3.82%，其中长材降 1.23%，板材降 6.28%，主要是下游分化所致；

图表 1: 2019H1 钢材产量同比增长

证券代码	证券简称	2018H1 钢材产量 (万吨)	2019H1 钢材产量 (万吨)	同比变动
000959.SZ	首钢股份	711	876	23.2%
000717.SZ	韶钢松山	278	340	22.3%
600117.SH	西宁特钢	72	87	20.6%
600022.SH	山东钢铁	478	572	19.7%
000709.SZ	河钢股份	1169	1326	13.4%
000932.SZ	华菱钢铁	880	990	12.5%
600581.SH	八一钢铁	234	263	12.3%
000761.SZ	本钢板材	548	610	11.3%
600231.SH	凌钢股份	267	291	8.9%
000708.SZ	大冶特钢	112	121	8.7%
000898.SZ	鞍钢股份	1187	1274	7.3%
600307.SH	酒钢宏兴	346	370	6.7%
600282.SH	南钢股份	473	503	6.4%
601003.SH	柳钢股份	373	391	4.8%
601005.SH	重庆钢铁	297	310	4.4%
002110.SZ	三钢闽光	490	508	3.7%
600019.SH	宝钢股份	2316	2338	0.9%
000825.SZ	太钢不锈	536	539	0.6%
600782.SH	新钢股份	416	413	-0.7%
600010.SH	包钢股份	715	708	-1.0%
600126.SH	杭钢股份	226	218	-3.3%
600507.SH	方大特钢	211	198	-6.2%
600808.SH	马钢股份	952	891	-6.4%
600569.SH	安阳钢铁	396	368	-7.1%
合计		13683	14504	6.0%

来源：公司公告，中泰证券研究所

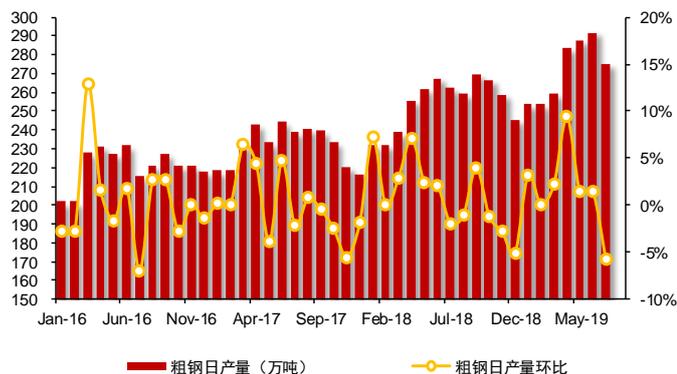
图表 2: 2019H1 钢材综合价格同比降 3.82%



来源: Wind, 中泰证券研究所

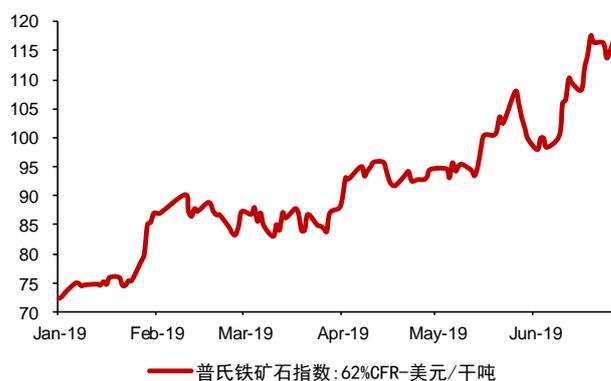
- **原料价格上涨压缩毛利率:** 2019 年上半年钢铁上市公司营业成本合计 6553 亿元, 同比增 7.4%, 主要源于铁矿石价格大幅上涨。具体来看, 2019H1 普氏均价 91.41 美元/干吨, 同比增 21.81 美元/干吨, 增幅 31.34%, 同时汇率同比提升 6.43%; 唐山二级冶金焦均价 1998 元/吨, 环比基本持平; 废钢均价 2386 元/吨, 同比增 256 元/吨, 增幅 12%; 根据我们测算, 钢坯上半年平均吨钢成本 2780 元, 同比增 307 元, 增幅 12.43%。综合营收和成本来看, 2019 年上半年钢铁上市公司平均毛利率 11.7%, 同比降 3.8%;
- **基本面支撑 Q2 业绩环比改善:** 从季度间数据看, 2019Q2 营业收入环比增 13.3%, 营业成本环比增 10.1%, 对应毛利率环比增 2.5%, 主要得益于二季度行业基本面处于供需双旺中, 在产量增速位于高位情况下, 产业链库存依然呈现下滑之势, 实际需求韧性较强, 且矿价上涨带动成本端抬升对钢价形成一定支撑。

图表 3: 国内粗钢日产量及环比变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2019 上半年普氏走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 2019H1 营业收入、营业成本、毛利率同比变动

证券代码	证券简称	2019H1营业收入 (百万元)	同比变动	2019H1营业成本 (百万元)	同比变动	2019H1毛利率	同比变动
000708.SZ	大冶特钢	6,386	3.8%	5,636	5.8%	11.7%	-1.7%
000709.SZ	河钢股份	62,394	11.1%	55,409	15.2%	11.2%	-3.2%
000717.SZ	韶钢松山	13,788	13.8%	12,288	25.4%	10.9%	-8.3%
000761.SZ	本钢板材	24,103	2.8%	22,068	6.1%	8.4%	-2.8%
000778.SZ	新兴铸管	21,258	5.6%	18,524	9.8%	12.9%	-3.3%
000825.SZ	太钢不锈	34,706	-5.6%	30,520	0.1%	12.1%	-5.0%
000898.SZ	鞍钢股份	51,074	8.9%	45,962	17.7%	10.0%	-6.7%
000932.SZ	华菱钢铁	48,337	11.2%	41,739	15.4%	13.6%	-3.2%
000959.SZ	首钢股份	32,784	4.0%	28,971	7.0%	11.6%	-2.5%
002075.SZ	沙钢股份	6,235	-13.8%	5,381	-2.5%	13.7%	-10.0%
002110.SZ	三钢闽光	18,920	7.5%	15,279	18.2%	19.2%	-7.3%
002318.SZ	久立特材	2,099	7.7%	1,547	2.3%	26.3%	3.9%
002443.SZ	金洲管道	2,414	21.9%	2,064	19.2%	14.5%	1.9%
002478.SZ	常宝股份	2,757	10.6%	2,045	2.7%	25.8%	5.8%
002756.SZ	永兴材料	2,482	2.2%	2,150	4.9%	13.4%	-2.2%
600010.SH	包钢股份	30,309	-4.3%	25,603	-4.6%	15.5%	0.2%
600019.SH	宝钢股份	140,876	-5.2%	125,305	-0.8%	11.1%	-3.9%
600022.SH	山东钢铁	32,355	30.1%	29,812	34.6%	7.9%	-3.1%
600117.SH	西宁特钢	4,388	29.6%	3,799	31.7%	13.4%	-1.4%
600126.SH	杭钢股份	12,482	-5.3%	11,325	0.2%	9.3%	-4.9%
600231.SH	凌钢股份	10,634	5.4%	9,698	12.4%	8.8%	-5.7%
600282.SH	南钢股份	24,095	11.4%	20,361	20.2%	15.5%	-6.2%
600307.SH	酒钢宏兴	22,767	-1.2%	20,013	-3.9%	12.1%	2.5%
600399.SH	ST抚钢	3,082	3.9%	2,745	2.2%	10.9%	1.5%
600507.SH	方大特钢	8,253	0.2%	6,082	7.6%	26.3%	-5.1%
600569.SH	安阳钢铁	14,888	-5.6%	13,272	-3.0%	10.9%	-2.4%
600581.SH	八一钢铁	9,542	16.2%	8,668	18.7%	9.2%	-1.9%
600782.SH	新钢股份	26,376	4.7%	23,588	8.4%	10.6%	-3.1%
600808.SH	马钢股份	37,027	-7.6%	33,672	-1.0%	9.1%	-6.1%
601003.SH	柳钢股份	22,878	1.3%	20,530	4.7%	10.3%	-2.9%
601005.SH	重庆钢铁	11,484	3.5%	10,342	10.7%	9.9%	-5.8%
603878.SH	武进不锈	1,149	20.6%	887	15.9%	22.8%	3.1%
合计		742,321	2.8%	655,286	7.4%	11.7%	-3.8%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2019Q2 营业收入、营业成本、毛利率同比变动

证券代码	证券简称	2019Q1营业收入 (百万元)	2019Q2营业收入 (百万元)	同比变动	2019Q1营业成本 (百万元)	2019Q2营业成本 (百万元)	同比变动	2019Q1毛利率	2019Q2毛利率	同比变动
000708.SZ	大冶特钢	3,030	3,357	10.8%	2,753	2,883	4.7%	9.1%	14.1%	5.0%
000709.SZ	河钢股份	29,336	33,058	12.7%	25,836	29,573	14.5%	11.9%	10.5%	-1.4%
000717.SZ	韶钢松山	6,650	7,138	7.3%	5,964	6,324	6.0%	10.3%	11.4%	1.1%
000761.SZ	本钢板材	11,761	12,341	4.9%	11,082	10,985	-0.9%	5.8%	11.0%	5.2%
000778.SZ	新兴铸管	10,571	10,687	1.1%	9,327	9,197	-1.4%	11.8%	13.9%	2.2%
000825.SZ	太钢不锈	17,077	17,630	3.2%	15,547	14,973	-3.7%	9.0%	15.1%	6.1%
000898.SZ	鞍钢股份	24,463	26,611	8.8%	22,458	23,504	4.7%	8.2%	11.7%	3.5%
000932.SZ	华菱钢铁	23,698	24,638	4.0%	20,659	21,080	2.0%	12.8%	14.4%	1.6%
000959.SZ	首钢股份	15,388	17,396	13.1%	13,703	15,268	11.4%	10.9%	12.2%	1.3%
002075.SZ	沙钢股份	2,905	3,330	14.6%	2,589	2,791	7.8%	10.9%	16.2%	5.3%
002110.SZ	三钢闽光	8,347	10,573	26.7%	6,667	8,612	29.2%	20.1%	18.5%	-1.6%
002318.SZ	久立特材	1,011	1,088	7.6%	777	770	-0.9%	23.2%	29.2%	6.1%
002443.SZ	金洲管道	1,049	1,365	30.1%	913	1,152	26.2%	13.0%	15.6%	2.7%
002478.SZ	常宝股份	1,315	1,442	9.7%	1,001	1,044	4.3%	23.9%	27.6%	3.7%
002756.SZ	永兴材料	1,185	1,297	9.5%	1,023	1,127	10.2%	13.7%	13.1%	-0.6%
600010.SH	包钢股份	13,442	16,866	25.5%	11,218	14,385	28.2%	16.5%	14.7%	-1.8%
600019.SH	宝钢股份	65,378	75,498	15.5%	58,730	66,574	13.4%	10.2%	11.8%	1.7%
600022.SH	山东钢铁	13,843	18,512	33.7%	13,080	16,732	27.9%	5.5%	9.6%	4.1%
600117.SH	西宁特钢	1,886	2,501	32.6%	1,658	2,141	29.1%	12.1%	14.4%	2.3%
600126.SH	杭钢股份	6,521	5,962	-8.6%	5,882	5,443	-7.5%	9.8%	8.7%	-1.1%
600231.SH	凌钢股份	5,155	5,480	6.3%	4,834	4,864	0.6%	6.2%	11.2%	5.0%
600282.SH	南钢股份	11,816	12,279	3.9%	10,124	10,237	1.1%	14.3%	16.6%	2.3%
600307.SH	酒钢宏兴	9,658	13,110	35.7%	8,724	11,290	29.4%	9.7%	13.9%	4.2%
600399.SH	ST抚钢	1,581	1,502	-5.0%	1,442	1,304	-9.6%	8.8%	13.2%	4.4%
600507.SH	方大特钢	3,936	4,317	9.7%	2,910	3,172	9.0%	26.1%	26.5%	0.5%
600569.SH	安阳钢铁	5,642	9,247	63.9%	5,102	8,170	60.1%	9.6%	11.6%	2.1%
600581.SH	八一钢铁	3,923	5,619	43.2%	3,783	4,885	29.1%	3.6%	13.1%	9.5%
600782.SH	新钢股份	13,505	12,872	-4.7%	12,299	11,288	-8.2%	8.9%	12.3%	3.4%
600808.SH	马钢股份	17,717	19,309	9.0%	16,742	16,930	1.1%	5.5%	12.3%	6.8%
601003.SH	柳钢股份	10,261	12,617	23.0%	9,561	10,968	14.7%	6.8%	13.1%	6.3%
601005.SH	重庆钢铁	5,308	6,176	16.3%	4,983	5,359	7.5%	6.1%	13.2%	7.1%
603878.SH	武进不锈	606	543	-10.4%	476	411	-13.7%	21.5%	24.4%	2.9%
合计		347,962	394,359	13.3%	311,847	343,438	10.1%	10.4%	12.9%	2.5%

来源: Wind, 中泰证券研究所

期间费用同比微降，净利率降幅低于毛利率

- 2019 上半年钢铁上市公司期间费用率 6.05%，同比微降 0.1%，其中重庆钢铁、ST 抚钢降幅较为靠前，合计有 21 家上市公司期间费用率同比波动在 $\pm 1\%$ 之内。在期间费用同比微降的基础上，2019 上半年钢铁上市公司合计实现净利润 34.4 亿元，同比降 36.7%，普钢公司净利润同比增速均为负，仅特钢及钢管类公司净利润同比增速亮眼。板块净利率 4.6%，同比降 2.9%，降幅好于毛利率同比下滑幅度 0.9 个百分点；

图表 7: 2019H1 期间费用率同比微降 0.1%，净利率同比降 2.9%

证券代码	证券简称	2019H1 期间费用率	同比变动	2019H1 净利润 (百万)	同比变动	2019H1 净利率	同比变动
000708.SZ	大冶特钢	5.7%	-1.3%	294	15.0%	4.6%	0.4%
000709.SZ	河钢股份	7.9%	-1.1%	1393	-36.1%	2.2%	-1.6%
000717.SZ	韶钢松山	3.2%	-1.1%	1007	-42.7%	7.3%	-7.2%
000761.SZ	本钢板材	6.0%	-1.6%	453	-40.2%	1.9%	-1.4%
000778.SZ	新兴铸管	5.9%	-0.1%	954	-17.1%	4.5%	-1.2%
000825.SZ	太钢不锈	7.3%	0.2%	1145	-59.1%	3.3%	-4.3%
000898.SZ	鞍钢股份	5.9%	0.0%	1424	-59.2%	2.8%	-4.7%
000932.SZ	华菱钢铁	5.4%	-0.5%	3306	-22.4%	6.8%	-3.0%
000959.SZ	首钢股份	6.7%	-0.3%	1313	-29.6%	4.0%	-1.9%
002075.SZ	沙钢股份	2.6%	0.8%	572	-54.2%	9.2%	-8.1%
002110.SZ	三钢闽光	3.8%	2.2%	2177	-32.8%	11.5%	-6.9%
002318.SZ	久立特材	13.5%	0.1%	214	59.7%	10.2%	3.3%
002443.SZ	金洲管道	9.1%	0.8%	107	50.3%	4.4%	0.8%
002478.SZ	常宝股份	9.3%	0.5%	363	60.1%	13.2%	4.1%
002756.SZ	永兴材料	5.9%	0.0%	264	18.8%	10.7%	1.5%
600010.SH	包钢股份	10.1%	0.9%	1043	-26.5%	3.4%	-1.0%
600019.SH	宝钢股份	6.3%	-0.1%	6697	-38.6%	4.8%	-2.6%
600022.SH	山东钢铁	4.5%	1.6%	738	-57.3%	2.3%	-4.7%
600117.SH	西宁特钢	13.0%	-0.6%	41	390.9%	0.9%	0.7%
600126.SH	杭钢股份	2.5%	0.2%	727	-37.5%	5.8%	-3.0%
600231.SH	凌钢股份	3.1%	-0.5%	380	-49.2%	3.6%	-3.9%
600282.SH	南钢股份	5.0%	-0.2%	2156	-22.0%	8.9%	-3.8%
600307.SH	酒钢宏兴	8.0%	1.1%	770	30.1%	3.4%	0.8%
600399.SH	ST 抚钢	5.9%	-4.2%	126	280.5%	4.1%	6.4%
600507.SH	方大特钢	9.2%	-0.3%	1071	-18.4%	13.0%	-3.0%
600569.SH	安阳钢铁	8.2%	2.3%	243	-76.2%	1.6%	-4.8%
600581.SH	八一钢铁	7.6%	-0.5%	124	-42.6%	1.3%	-1.3%
600782.SH	新钢股份	2.2%	0.4%	1848	-14.7%	7.0%	-1.6%
600808.SH	马钢股份	5.1%	-0.2%	1418	-63.2%	3.8%	-5.8%
601003.SH	柳钢股份	3.7%	1.5%	1265	-38.0%	5.5%	-3.5%
601005.SH	重庆钢铁	3.9%	-4.4%	616	-19.2%	5.4%	-1.5%
603878.SH	武进不锈	8.0%	0.0%	150	63.6%	13.1%	3.4%
合计		6.0%	-0.1%	34400	-36.7%	4.6%	-2.9%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 净利率表现环比改善弱于毛利率: 2019Q2 钢铁上市公司期间费用率 6.3%，环比增 0.5%；合计实现净利润 215 亿元，环比增 67.1%，净利率 5.5%，环比增 1.8%，增幅弱于毛利率增速 0.7 个百分点；

图表 8: 2019Q2 期间费用率环比增 0.5%，净利率同比增 1.8%

证券代码	证券简称	2019Q1期间费用率	2019Q2期间费用率	环比变动	2019Q1净利润(百万)	2019Q2净利润(百万)	环比变动	2019Q1净利率	2019Q2净利率	环比变动
000708.SZ	大冶特钢	5.5%	5.9%	0.4%	86	208	141.9%	2.8%	6.2%	3.4%
000709.SZ	河钢股份	9.2%	6.7%	-2.6%	440	953	116.8%	1.5%	2.9%	1.4%
000717.SZ	韶钢松山	3.7%	2.8%	-0.9%	405	602	48.4%	6.1%	8.4%	2.3%
000761.SZ	本钢板材	3.0%	8.8%	5.8%	271	182	-33.0%	2.3%	1.5%	-0.8%
000778.SZ	新兴铸管	5.7%	6.1%	0.4%	408	547	34.1%	3.9%	5.1%	1.3%
000825.SZ	太钢不锈	6.7%	8.0%	1.4%	333	812	144.3%	1.9%	4.6%	2.7%
000898.SZ	鞍钢股份	5.8%	5.9%	0.2%	415	1009	143.1%	1.7%	3.8%	2.1%
000932.SZ	华菱钢铁	4.9%	6.0%	1.1%	1567	1739	11.0%	6.6%	7.1%	0.4%
000959.SZ	首钢股份	7.0%	6.5%	-0.6%	382	931	143.4%	2.5%	5.4%	2.9%
002075.SZ	沙钢股份	2.3%	2.8%	0.5%	197	375	90.5%	6.8%	11.3%	4.5%
002110.SZ	三钢闽光	4.1%	3.6%	-0.5%	964	1213	25.8%	11.6%	11.5%	-0.1%
002318.SZ	久立特材	13.7%	13.3%	-0.3%	71	144	103.9%	7.0%	13.2%	6.2%
002443.SZ	金洲管道	8.7%	9.4%	0.7%	48	59	24.4%	4.5%	4.3%	-0.2%
002478.SZ	常宝股份	9.1%	9.5%	0.4%	148	214	44.7%	11.3%	14.9%	3.6%
002756.SZ	永兴材料	7.0%	4.8%	-2.2%	101	163	61.5%	8.5%	12.6%	4.1%
600010.SH	包钢股份	11.0%	9.4%	-1.5%	487	556	14.3%	3.6%	3.3%	-0.3%
600019.SH	宝钢股份	5.5%	6.9%	1.4%	2947	3750	27.3%	4.5%	5.0%	0.5%
600022.SH	山东钢铁	4.0%	4.9%	1.0%	161	577	259.0%	1.2%	3.1%	2.0%
600117.SH	西宁特钢	14.0%	12.2%	-1.8%	11	30	168.2%	0.6%	1.2%	0.6%
600126.SH	杭钢股份	2.3%	2.7%	0.4%	444	284	-36.0%	6.8%	4.8%	-2.0%
600231.SH	凌钢股份	3.2%	3.0%	-0.2%	69	311	353.9%	1.3%	5.7%	4.4%
600282.SH	南钢股份	5.2%	4.7%	-0.5%	975	1181	21.1%	8.3%	9.6%	1.4%
600307.SH	酒钢宏兴	8.5%	7.6%	-0.9%	31	740	2304.9%	0.3%	5.6%	5.3%
600399.SH	ST抚钢	5.2%	6.6%	1.4%	50	75	49.0%	3.2%	5.0%	1.8%
600507.SH	方大特钢	10.2%	8.3%	-1.9%	480	592	23.4%	12.2%	13.7%	1.5%
600569.SH	安阳钢铁	8.2%	8.2%	-0.1%	50	193	281.3%	0.9%	2.1%	1.2%
600581.SH	八一钢铁	8.2%	7.2%	-1.0%	-194	318	263.7%	-4.9%	5.7%	10.6%
600782.SH	新钢股份	2.1%	2.3%	0.3%	751	1097	46.0%	5.6%	8.5%	3.0%
600808.SH	马钢股份	4.9%	5.3%	0.4%	168	1249	641.4%	1.0%	6.5%	5.5%
601003.SH	柳钢股份	2.2%	4.8%	2.6%	384	881	129.7%	3.7%	7.0%	3.2%
601005.SH	重庆钢铁	2.8%	4.9%	2.1%	150	465	209.3%	2.8%	7.5%	4.7%
603878.SH	武进不锈	6.8%	9.3%	2.6%	81	70	-13.3%	13.3%	12.9%	-0.4%
合计		5.8%	6.3%	0.5%	12879	21521	67.1%	3.7%	5.5%	1.8%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **吨钢数据:** 为统一口径, 我们以钢材产量等同于钢材销量, 剔除部分特钢及钢管公司, 最终以 24 家上市公司为基准, 测算行业平均吨钢售价 4832 元, 同比降 150 元; 吨钢成本 4274 元, 同比增 58 元; 吨钢毛利 558 元, 同比降 208 元; 吨钢期间费用 292 元, 同比降 12 元; 吨钢净利 218 元, 同比降 157 元。整体从盈利角度而言, 2019 年上半年营收微增, 成本端受铁矿石飙涨拖累, 盈利同比下滑符合行业整体变动趋势。

图表 9: 吨钢毛利、吨钢期间费用、吨钢净利变动一览

证券代码	证券简称	2019H1 钢材产量(万吨)	2019H1 吨钢毛利(元)	同比变动(元)	2019H1 吨钢期间费用(元)	同比变动(元)	2019H1 吨钢净利(元)	同比变动(元)
000708.SZ	大冶特钢	121	619	-123	301	-84	243	13
000709.SZ	河钢股份	1326	527	-165	371	-59	105	-81
000717.SZ	韶钢松山	340	441	-395	131	-58	296	-336
000761.SZ	本钢板材	610	334	-148	236	-89	74	-64
000825.SZ	太钢不锈	539	776	-393	472	-20	212	-310
000898.SZ	鞍钢股份	1274	401	-257	235	5	112	-182
000932.SZ	华菱钢铁	990	666	-166	265	-26	334	-150
000959.SZ	首钢股份	876	435	-193	252	-60	150	-113
002110.SZ	三钢闽光	508	716	-236	141	83	428	-232
600010.SH	包钢股份	708	665	-13	433	25	147	-51
600019.SH	宝钢股份	2338	666	-295	378	-32	286	-184
600022.SH	山东钢铁	572	445	-125	256	104	129	-233
600117.SH	西宁特钢	87	679	-17	659	18	47	36
600126.SH	杭钢股份	218	530	-297	142	12	333	-182
600231.SH	凌钢股份	291	322	-225	114	-23	131	-150
600282.SH	南钢股份	503	742	-249	238	0	429	-156
600307.SH	酒钢宏兴	370	745	105	493	33	208	38
600507.SH	方大特钢	198	1098	-127	385	15	542	-81
600569.SH	安阳钢铁	368	440	-88	331	97	66	-192
600581.SH	八一钢铁	263	332	-57	276	-9	47	-45
600782.SH	新钢股份	413	675	-150	140	34	447	-73
600808.SH	马钢股份	891	376	-260	212	-11	159	-246
601003.SH	柳钢股份	391	601	-195	214	81	324	-224
601005.SH	重庆钢铁	310	369	-221	146	-165	199	-58
合计		14504	558	-208	292	-12	218	-157

来源: Wind, 中泰证券研究所

偿债能力改善趋缓，资产负债率环比持平

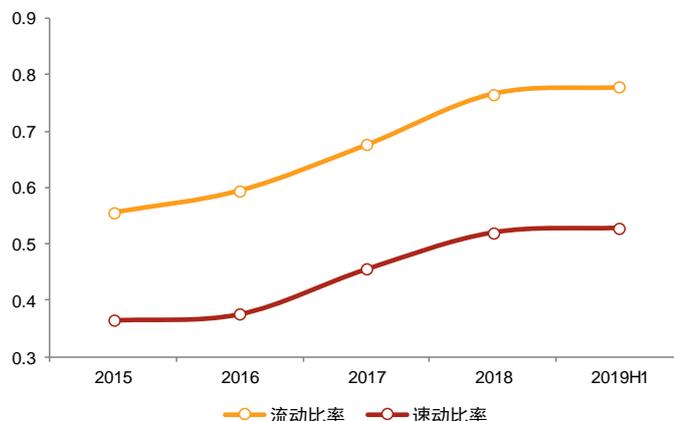
- 虽然年初以来，行业景气度有所下行，但截止 2019 年 6 月 30 日钢铁上市公司平均资产负债率 52.1%，同比降 4.1 个百分点，较 2019 年一季度末微增 0.4 个百分点。从偿债指标来看，2019 年上半年末钢铁板块流动比率和速动比率分别为 0.78 和 0.53，延续改善趋势，仅边际放缓。

图表 10: 2019 年 6 月 30 日资产负债率同比下滑 4.1%

证券代码	证券简称	2018年12月31日资产负债率	2019年3月31日资产负债率	2019年6月30日资产负债率	环比变动
600399.SH	ST抚钢	47.5%	48.3%	48.4%	0.1%
000932.SZ	华菱钢铁	65.1%	62.5%	60.4%	-2.1%
000717.SZ	韶钢松山	62.4%	59.0%	55.0%	-4.0%
601003.SH	柳钢股份	57.8%	55.8%	58.4%	2.6%
000825.SZ	太钢不锈	57.1%	54.7%	54.5%	-0.2%
600569.SH	安阳钢铁	74.5%	75.3%	72.3%	-3.0%
600282.SH	南钢股份	51.9%	52.2%	51.6%	-0.6%
600019.SH	宝钢股份	43.5%	43.7%	45.8%	2.1%
600307.SH	酒钢宏兴	73.4%	73.1%	69.8%	-3.3%
600581.SH	八一钢铁	79.1%	79.4%	78.1%	-1.3%
000778.SZ	新兴铸管	58.1%	56.7%	54.4%	-2.3%
002478.SZ	常宝股份	30.8%	29.4%	30.0%	0.6%
600010.SH	包钢股份	64.6%	63.0%	62.9%	-0.2%
000898.SZ	鞍钢股份	41.7%	41.5%	41.5%	0.0%
000761.SZ	本钢板材	67.0%	66.8%	67.5%	0.7%
600782.SH	新钢股份	53.1%	51.9%	50.8%	-1.1%
600126.SH	杭钢股份	27.5%	28.3%	28.5%	0.3%
002756.SZ	永兴材料	21.4%	19.9%	21.2%	1.4%
000709.SZ	河钢股份	71.8%	71.5%	72.4%	0.9%
000959.SZ	首钢股份	73.1%	72.1%	72.1%	0.0%
002110.SZ	三钢闽光	34.8%	31.3%	35.0%	3.8%
002443.SZ	金洲管道	35.8%	31.3%	31.5%	0.2%
601005.SH	重庆钢铁	31.2%	29.3%	27.9%	-1.3%
600507.SH	方大特钢	30.0%	61.5%	59.7%	-1.8%
002318.SZ	久立特材	36.5%	34.6%	39.5%	4.9%
000708.SZ	大冶特钢	42.6%	38.8%	44.1%	5.3%
600231.SH	凌钢股份	53.4%	51.8%	54.0%	2.3%
002075.SZ	沙钢股份	34.6%	33.4%	37.6%	4.2%
600808.SH	马钢股份	58.4%	57.9%	62.8%	4.9%
600022.SH	山东钢铁	59.5%	58.3%	59.3%	1.0%
603878.SH	武进不锈	24.9%	28.1%	26.7%	-1.5%
600117.SH	西宁特钢	92.9%	92.6%	92.4%	-0.2%
平均值		51.8%	51.7%	52.1%	0.4%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 偿债指标连续提升



来源: Wind, 中泰证券研究所

营运能力同比持平，应收账款、存货周转天数企稳

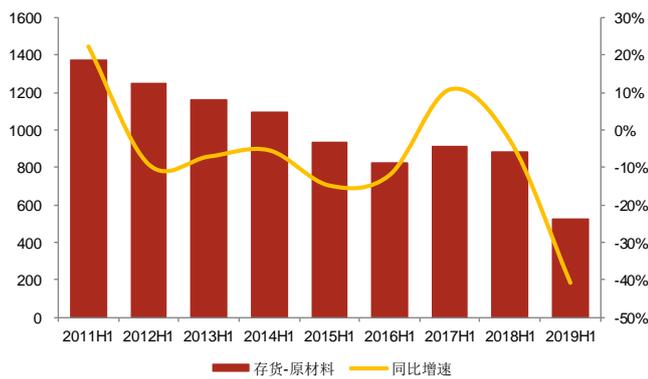
- 营运能力同比基本持平，回款能力依然较强，钢厂在产业链中持续处于主动位置。应收账款方面，2019年上半年钢铁上市公司平均应收账款周转天数为15天，同比基本微降，降幅1.3%；平均存货周转天数为64天，同比微增0.4%；平均应付账款周转天数52天，同比减少4天，降幅6.6%；
- 存货继续维持低位：我们选取2011年至2019年半年报原材料库存及产成品库存指标来考察钢厂库存变动情况。2019年上半年末原材料存货同比降40.77%，产成品存货同比下滑45.82%，符合目前行业状况，一方面原材料价格波动较大，钢厂谨慎补库；另一方面环保限产放松后，供给增加使得钢厂出货更为主动，以便在钢价下行之前转换为利润。

图表 12：钢铁上市公司应收账款和存货周转天数同比基本持平（单位：天）

证券代码	证券简称	2019H1 应付账款周转天数□	同比变动	2019H1 应收账款周转天数□	同比变动	2019H1 存货周转天数□	同比变动
000708.SZ	大冶特钢	66	24.0%	15	31.3%	30	0.0%
000709.SZ	河钢股份	75	27.1%	10	22.6%	73	-16.8%
000717.SZ	韶钢松山	38	-12.2%	0	-91.7%	31	-13.9%
000761.SZ	本钢板材	45	29.0%	5	-15.1%	92	-11.4%
000778.SZ	新兴铸管	52	-6.0%	15	1.2%	52	43.3%
000825.SZ	太钢不锈	31	-19.4%	7	-12.8%	47	1.8%
000898.SZ	鞍钢股份	28	-17.3%	9	-1.5%	53	-4.2%
000932.SZ	华菱钢铁	21	-4.1%	13	-0.2%	30	-15.8%
000959.SZ	首钢股份	150	-3.0%	5	-33.1%	35	-0.4%
002075.SZ	沙钢股份	47	15.0%	1	-29.9%	59	15.6%
002110.SZ	三钢闽光	28	-18.4%	1.4	135.9%	33	7.2%
002318.SZ	久立特材	33	-7.1%	52	-3.4%	133	2.6%
002443.SZ	金洲管道	15	15.1%	43	-0.5%	78	-10.7%
002478.SZ	常宝股份	30	9.3%	50	12.0%	76	13.1%
002756.SZ	永兴材料	31	4.9%	14	117.1%	30	-7.2%
600010.SH	包钢股份	190	5.6%	20	11.5%	150	15.1%
600019.SH	宝钢股份	42	-2.0%	17	11.4%	62	9.7%
600022.SH	山东钢铁	78	-4.2%	1	-61.5%	32	1.7%
600117.SH	西宁特钢	128	-34.4%	23	-26.0%	142	-25.5%
600126.SH	杭钢股份	36	-5.0%	3	89.1%	33	29.4%
600231.SH	凌钢股份	24	-11.5%	1	-26.4%	34	13.2%
600282.SH	南钢股份	38	-2.9%	6	-7.2%	44	-2.2%
600307.SH	酒钢宏兴	43	1.9%	2	22.2%	45	-11.8%
600399.SH	ST抚钢	39	-41.1%	41	-6.3%	99	13.9%
600507.SH	方大特钢	27	-16.8%	9	12.1%	35	5.2%
600569.SH	安阳钢铁	93	0.9%	8	-16.9%	85	8.5%
600581.SH	八一钢铁	44	-35.7%	3.1	75.1%	63	-6.2%
600782.SH	新钢股份	38	-16.6%	11	-7.5%	35	9.2%
600808.SH	马钢股份	40	14.7%	6	22.9%	60	0.1%
601003.SH	柳钢股份	39	2.1%	2	-3.7%	44	0.9%
601005.SH	重庆钢铁	32	3.1%	0	-67.2%	57	67.8%
603878.SH	武进不锈	39	-16.9%	70	-7.7%	181	-2.1%
平均值		52	-6.6%	15	-1.3%	64	0.4%

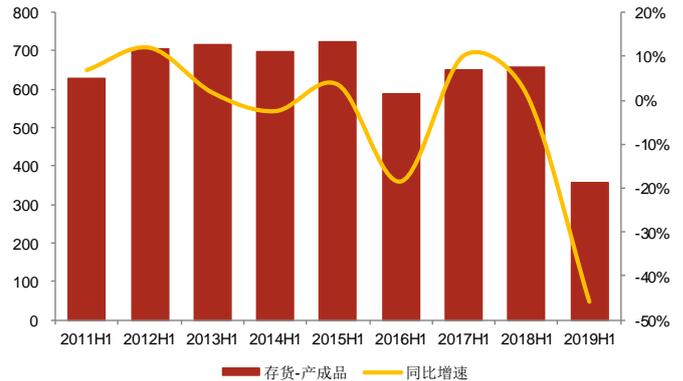
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 13: 2011H1-2019H1 原材料存货运行状况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2011H1-2019H1 产成品存货运行状况



来源: Wind, 中泰证券研究所

特钢普钢净利率趋同, 长强板弱继续

- 我们在 SW 钢铁行业三级分类中将方大特钢调至普钢板块, 由此汇总特钢及普钢细分板块盈利情况。由下表可看出, 2019H1 普钢营收增速同比提升 3.2%, 而特钢营收增速同比下降 1.2%, 毛利率和净利率增速趋同。具体来看, 特钢板块中太钢不锈钢和沙钢股份净利润同比大幅下降 59.1%和 54.2%, 若剔除这两个极值, 特钢板块盈利表现将好于普钢;

图表 15: 板块内特钢、普钢企业业绩表现状况

证券代码	证券简称	细分行业	2019H1营业收入 (百万元)	同比变动	2019H1净利润 (百万元)	同比变动	2019H1销售毛利率	同比变动	2019H1销售净利率	同比变动
000708.SZ	大冶特钢	特钢	6386	3.8%	294	15.0%	11.75%	-1.7%	4.60%	0.4%
000825.SZ	太钢不锈	特钢	34706	-5.6%	1145	-59.1%	12.06%	-5.0%	3.30%	-4.3%
002075.SZ	沙钢股份	特钢	6235	-13.8%	572	-54.2%	13.70%	-10.0%	9.17%	-8.1%
002318.SZ	久立特材	特钢	2099	7.7%	214	59.7%	26.31%	3.9%	10.21%	3.3%
002443.SZ	金洲管道	特钢	2414	21.9%	107	50.3%	14.48%	1.9%	4.43%	0.8%
002478.SZ	常宝股份	特钢	2757	10.6%	363	60.1%	25.81%	5.8%	13.15%	4.1%
002756.SZ	永兴材料	特钢	2482	2.2%	264	18.8%	13.38%	-2.2%	10.66%	1.5%
600117.SH	西宁特钢	特钢	4388	29.6%	41	390.9%	13.41%	-1.4%	0.93%	0.7%
600399.SH	ST抚钢	特钢	3082	3.9%	126	280.5%	10.94%	1.5%	4.07%	6.4%
特钢合计			64548	-1.2%	3125	-36.2%	13.4%	-3.7%	4.8%	-2.7%
600507.SH	方大特钢	特钢	8253	0.2%	1071	-18.4%	26.31%	-5.1%	12.98%	-3.0%
000709.SZ	河钢股份	普钢	62394	11.1%	1393	-36.1%	11.19%	-3.2%	2.23%	-1.6%
000717.SZ	韶钢松山	普钢	13788	13.8%	1007	-42.7%	10.88%	-8.3%	7.30%	-7.2%
000761.SZ	本钢板材	普钢	24103	2.8%	453	-40.2%	8.44%	-2.8%	1.88%	-1.4%
000778.SZ	新兴铸管	普钢	21258	5.6%	954	-17.1%	12.86%	-3.3%	4.49%	-1.2%
000898.SZ	鞍钢股份	普钢	51074	8.9%	1424	-59.2%	10.01%	-6.7%	2.79%	-4.7%
000932.SZ	华菱钢铁	普钢	48337	11.2%	3306	-22.4%	13.65%	-3.2%	6.84%	-3.0%
000959.SZ	首钢股份	普钢	32784	4.0%	1313	-29.6%	11.63%	-2.5%	4.01%	-1.9%
002110.SZ	三钢闽光	普钢	18920	7.5%	2177	-32.8%	19.24%	-7.3%	11.51%	-6.9%
600010.SH	包钢股份	普钢	30309	-4.3%	1043	-26.5%	15.53%	0.2%	3.44%	-1.0%
600019.SH	宝钢股份	普钢	140876	-5.2%	6697	-38.6%	11.05%	-3.9%	4.75%	-2.6%
600022.SH	山东钢铁	普钢	32355	30.1%	738	-57.3%	7.86%	-3.1%	2.28%	-4.7%
600126.SH	杭钢股份	普钢	12482	-5.3%	727	-37.5%	9.27%	-4.9%	5.83%	-3.0%
600231.SH	凌钢股份	普钢	10634	5.4%	380	-49.2%	8.80%	-5.7%	3.57%	-3.9%
600282.SH	南钢股份	普钢	24095	11.4%	2156	-22.0%	15.50%	-6.2%	8.95%	-3.8%
600307.SH	酒钢宏兴	普钢	22767	-1.2%	770	30.1%	12.10%	2.5%	3.38%	0.8%
600569.SH	安阳钢铁	普钢	14888	-5.6%	243	-76.2%	10.86%	-2.4%	1.63%	-4.8%
600581.SH	八一钢铁	普钢	9542	16.2%	124	-42.6%	9.16%	-1.9%	1.30%	-1.3%
600782.SH	新钢股份	普钢	26376	4.7%	1848	-14.7%	10.57%	-3.1%	7.00%	-1.6%
600808.SH	马钢股份	普钢	37027	-7.6%	1418	-63.2%	9.06%	-6.1%	3.83%	-5.8%
601003.SH	柳钢股份	普钢	22878	1.3%	1265	-38.0%	10.26%	-2.9%	5.53%	-3.5%
601005.SH	重庆钢铁	普钢	11484	3.5%	616	-19.2%	9.94%	-5.8%	5.36%	-1.5%
603878.SH	武进不锈	普钢	1149	20.6%	150	63.6%	22.85%	3.1%	13.09%	3.4%
普钢合计			677773	3.2%	31275	-36.8%	11.6%	-3.8%	4.6%	-2.9%

来源: 中泰证券研究所

- 下游分化，长强板弱：**年初以来，钢铁下游需求延续分化，板材对应的汽车、机械、家电等下游行业数据有所回落，尤其汽车产销加速萎靡对冷轧盈利造成严重拖累，工程机械相关需求增速虽高位回落但整体表现尚可，因此板材价格中又呈现热强冷弱格局。相反，长材对应的建筑下游表现超预期，其中基建复苏一般，核心在于资金来源约束，地产则成为年初以来需求韧性的主要支撑，投资结构呈现前端维持强势而后端逐步崛起之势。我们选取上市公司里具有代表性的长材/板材公司（长材或板材比例超 70%），长材企业吨钢净利 344 元，高于板材企业 152 元。

图表 16: 板材与长材吨钢净利对比

分类	公司	2019H1 钢材产量 (万吨)	2019H1 净利润 (百万)	吨钢净利 (元)	平均吨钢净利 (元)
板材	安阳钢铁	368	243	66	192
	鞍钢股份	1274	1424	112	
	新钢股份	413	1848	447	
	河钢股份	1326	1393	105	
	首钢股份	876	1313	150	
	宝钢股份	2338	6697	286	
	本钢板材	610	453	74	
	重庆钢铁	310	616	199	
	包钢股份	708	1043	147	
	杭钢股份	218	727	333	
长材	柳钢股份	391	1265	324	344
	凌钢股份	291	380	131	
	三钢闽光	508	2177	428	
	韶钢松山	340	1007	296	
	方大特钢	198	1071	542	

来源：中泰证券研究所

下半年展望

- 利润对产量调节机制受阻：**今年 7、8 月淡季冶炼利润明显回落，与利润对产量调节机制受阻有关。往年淡季来临时，钢铁需求回落，通过利润收缩调节钢产量，处于边际成本段的电炉会率先减产，如此供需再平衡，社会库存在淡季也不会出现过度累积。今年的问题是，上半年铁矿石大幅上涨后，部分高成本高炉取代电炉成为行业边际成本，利润收缩时先出现亏损的是这部分高炉，而高炉停复产成本高，对亏损忍耐度相对较高，导致利润对产量调节机制短暂受阻，于是冶炼利润进一步收缩以促使行业供需达到再平衡，同时淡季期间社会库存出现过度累积。未来行业基本面如果能出现以下变化，可以缓解目前困局：一是吨钢利润幅度亏损扩大至高炉承受能力以上导致其减产；二是铁矿价格相对于废钢明显走弱，使电炉重回行业边际成本；三是需求环比改善；四是环保限产力度加大；
- 关注旺季需求复苏力度：**钢市在淡季末尾出现持续去库现象，与产业链极度悲观主动压缩库存有关。我们认为当前市场预期过度悲观，钢价超跌反弹有望出现。一方面旺季来临在即，需求大概率环比改善，另一方面我们对地产投资依然持乐观态度，投资结构上逐步向偏后端施工转移，需求同比未见明显弱化。而供给是今年钢铁行业最大的不利因素，就如我们在年度策略《进退之间》所描述情况：需求爬坡，供给退坡，行业盈利从高估状态向正常水平回归。唐山 9 月限产力度与 8 月基本持平，具体执行情况有待观察。就钢铁股来看，随着盈利的阶段性筑底，股价有望出现修复，当然因为利润弹性尚未出现，钢铁股仍较难获得相对收益。此外，十年期国债利率自 2018 年后持续下跌，目前已跌至历史低

位水平，利好权益类资产估值，建议关注钢铁新材料类个股钢研高纳（受益于航发国产化的高温合金龙头）和久立特材（受益于油气投资的高股息率公司）。

风险提示

- 宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给释放力度超预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。