

## 钢铁行业深度研究报告

## 重修铁矿石供需平衡表，重视下半年补库需求

推荐（维持）

- **生铁产量的修正：**统计局口径的生铁、焦炭数据获取方式均为规模以上企业实际获取，规模以下企业进行预估，通过重点钢企、焦企数据对全样本数据进行预估。在集中度提高的过程中，重点企业的占比理论上应该有提高，而统计局披露的数据中，重点钢企的铁水产量占比实际上却在下降，因此统计局数据存在高估的风险。Mysteel 口径的铁水产量则来自全样本数据，因此较为准确。根据 Mysteel 铁水口径进行修正，认为前 7 个月铁水累计同比增速 4.5%。
- **需求端推衍：从铁水产量到铁矿消耗。**根据前七个月的铁水产量和各种铁矿石的消耗占比进行推算，计算出 2018 年 1-7 月和 2019 年同期各品种的铁矿消耗中，内矿烧结消耗同比增速 22.9%，外矿烧结消耗同比增速 1.3%，球团消耗同比增速 12.3%，块矿消耗同比增速 2.6%。
- **供给端推衍：从外矿进口和库存到消费。**2019 年 1-7 月，海关总署统计铁矿石进口量合计 59011 万吨，同比下降 4.9%。1-7 月港口库存下降了 2646 万吨，钢厂样本库存外矿烧结下降了 280 万吨，推测总样本下降了 1398 万吨，则 2018 年 1-7 月和 2019 年同期外矿的实际消耗量为 61458 万吨和 63055 万吨，同比增速 2.6%。钢厂的外矿库存大量消耗，当前的外矿厂库位置较低。
- **供给端推衍：从内矿生产到消费。**Mysteel 统计的样本钢厂内矿烧结日耗前七个月从 5.5 万吨每年上升至 6.4 万吨每年，上升了 16%，根据铁水产量倒推的内矿消耗上升了 14.3%，钢厂的內矿烧结消耗数据与铁水倒退的内矿消耗数据比较接近，消耗增长均在 15% 左右。同期产量数据仅增长了 3%，认为供给和消耗之间的缺口由内矿的隐形社会库存进行补充，即前七个月内矿库存消化了 753 万吨。
- **结论：钢厂库存和隐形库存明显消耗，重视下半年补库需求。**首先，我们从铁矿石供给端和消费端两个方向对铁矿石消耗数据进行了推导，供给端的增速相较于消费端明显偏低，因此解释为流通环节的隐形库存被大幅消耗。其中，外矿库存消耗集中在钢厂库存，定量分析钢厂库存从年初到现在消耗了 1398 万吨左右。而内矿的生产数据仅提升了 3%-6%，消费数据提升则高达 14%-16%，可观测的矿山样本和钢厂样本库存也有明显增加，因此流通环节的隐形库存消耗更多，定量测算认为内矿流通环节的隐形库存消耗了 753 万吨。在今年 1-7 月的铁矿石缺口大行情中，除了市场普遍关注到的港口库存去化 2646 万吨，钢厂的外矿库存也去化了 1398 万吨，流通环节的内矿隐形库存去化了 753 万吨，合计的库存去化在 4797 万吨左右。在大量库存去化后，铁矿石各环节都有补库需求，价格的下跌会触发补库需求，因此下半年的铁矿石实际需求为补库需求和实际消费需求之和，铁矿石需求增速会高于铁水的增速。
- **投资建议：铁矿石的价格中枢在本年内有所上涨，A 股铁矿石弹性标的为河北宣工。**假设铁矿石价格中枢在 85-110 美元之间，我们预估河北宣工的全年业绩会在 7.03 亿到 11.74 亿之间波动。取 90 美元的矿价做进一步分析，维持 2019-2020 年营业收入 64.86/66.32 亿元的预估，维持预计归母净利润为 8.03/8.09 亿元，EPS 为 1.23/1.24 元，对应的 PE 为 12.34X 和 12.24X。预计 2019 年的归母净利润为 8 亿元，结合行业估值水平给予 19 倍估值，维持目标价 24.5 元，维持“强推”评级。
- **风险提示：数据存在偏差；非主流矿大幅增加**

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)		PE(倍)		PB	评级
		2019E	2020E	2019E	2020E		
河北宣工	15.18	1.23	1.24	12.34	12.24	1.56	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 08 月 29 日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师：任志强

电话：021-20572571  
邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518010002

## 证券分析师：严鹏

电话：021-20572535  
邮箱：yanpeng@hcyjs.com  
执业编号：S0360518070001

## 联系人：罗兴

电话：010-63214656  
邮箱：luoxing@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	32	0.87
总市值(亿元)	5,820.94	0.97
流通市值(亿元)	5,294.97	1.2

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.1	-20.88	-19.01
相对表现	-3.44	-23.92	-30.93



## 相关研究报告

《钢铁行业重大事项点评：库存和成交快评（20190718）》

2019-07-18

《钢铁行业重大事项点评：库存和成交快评（20190816）：减产开启库存下降，现货支撑增强》

2019-08-16

《钢铁行业重大事项点评：库存和成交快评（20190826）：减产继续库存下降，表观需求略有回调》

2019-08-26

# 目录

一、生铁产量数据的修正.....	4
(一) 各统计口径对比.....	4
1、统计局口径.....	4
2、Mysteel 口径.....	4
3、焦炭倒推.....	4
(二) 铁水数据修正结果.....	4
二、需求端推衍：从铁水产量到铁矿消耗.....	5
三、供给端推衍：从外矿进口和库存到外矿消费.....	6
四、供给端推衍：从内矿生产到消费.....	8
五、结论：钢厂库存和隐形库存明显消耗，重视下半年补库需求.....	9
六、风险提示：数据存在偏误；非主流矿大幅增加.....	10

# 图表目录

图表 1 焦炭消耗测算.....	4
图表 2 铁水口径修正结果.....	5
图表 3 各品种配比.....	5
图表 4 进口烧结矿配比.....	5
图表 5 铁矿石消耗.....	5
图表 6 铁矿石消耗量计算.....	6
图表 7 修正的外矿消耗平衡表.....	7
图表 8 外矿分品种消耗平衡表.....	7
图表 9 采矿业固定资产投资完成额累计同比.....	8
图表 10 国产矿的样本钢厂库存和日耗.....	8
图表 11 铁精粉日均产量：国内 126 家矿山企业（266 座矿山）.....	8
图表 12 铁精粉日均产量：国内 332 家矿山企业.....	9
图表 13 内矿供需倒退.....	9

## 一、生铁产量数据的修正

### (一) 各统计口径对比

#### 1、统计局口径

从统计局最新的生铁产量数据来看，今年 1-7 月份全国生铁累计产量 47344 万吨，同比增长 6.7%，该数据与去年 1-7 月的生铁累计产量数据存在差异，应该存在统计局对去年数据进行修正的问题，因此以最新数据作为基数，计算出去年 1-7 月和今年 1-7 月全国生铁产量分别为 44372 万吨和 47344 万吨，绝对值增长 2972 万吨，同比增长 6.7%。

#### 2、Mysteel 口径

Mysteel 全国 247 家钢厂日均铁水产量从去年 3 月初开始公布，2018 年 3-7 月的 5 个月间，Mysteel 全国 247 家钢厂日均铁水产量为 220.58 万吨，2019 年同期为 228.44 万吨，同比增速为 3.56%，与统计局数据存在明显的差异。

#### 3、焦炭倒推

根据统计局的焦炭产量、焦炭出口、独立焦化厂、港口、钢厂三地库存进行推算，2018 年 1-7 月焦炭合计消耗 25142 万吨、2019 年同期合计消耗 26817 万吨，同比增速 6.7%，按照焦炭和生铁比例不变假设，生铁的同比增速在 6.7%。

图表 1 焦炭消耗测算

	2018 年 1-7 月	2019 年 1-7 月
产量 (万吨)	25,679.57	27,400.10
出口 (万吨)	561.00	433.10
国内消耗 (万吨)	25,118.57	26,967.00
7 月末三地库存 (万吨)	752.09	966.92
1 月初三地库存 (万吨)	775.07	816.62
消耗库存 (万吨)	22.98	(150.30)
实际消耗 (万吨)	25142	26817

资料来源: wind, 华创证券

### (二) 铁水数据修正结果

统计局口径的生铁、焦炭数据获取方式均为规模以上企业实际获取，规模以下企业进行预估，通过重点钢企、焦企数据对全样本数据进行预估。在集中度提高的过程中，重点企业的产量占比理论上应该有提高，而统计局披露的数据中，重点钢企的铁水产量占比实际上却在下降，因此认为统计局数据存在高估的风险。

Mysteel 口径的铁水产量则来自全样本数据，理论上更为准确。但 Mysteel 样本数据从 2018 年 3 月开始，1-2 月份的数据存在缺失，而 2018 年 1-2 月份的限产较为严格，2019 年同期限产明显放松，这一段时间也存在比较明显的变化，综合多方数据认为 1-2 月的铁水同比增速为 7%，最终对铁水的修正结果如下表所示，前 7 个月铁水累计同比增速 4.5%，绝对值增速为 2039 万吨。

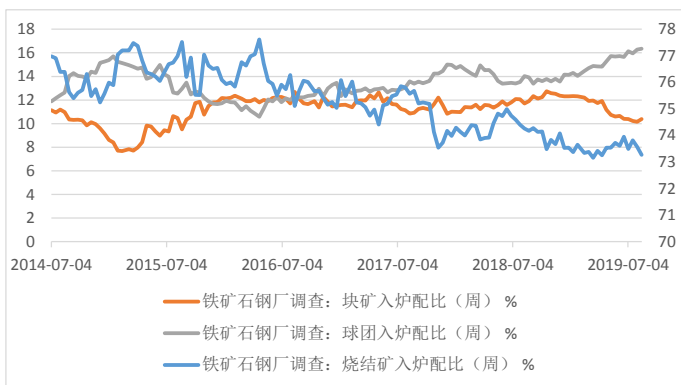
**图表 2 铁水口径修正结果**

	2018	2019	同比
1-2月日均铁水	202	217	7.0%
天数	59	59	
3-7月日均铁水	221	228	3.6%
天数	153	153	
1-7月铁水合计	45691	47730	4.5%

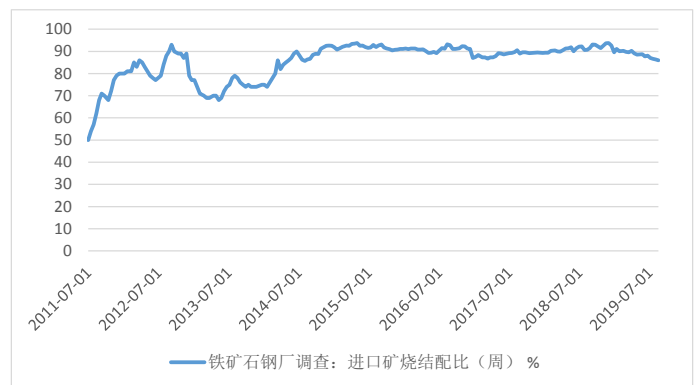
资料来源: wind, Mysteel, 华创证券

## 二、需求端推衍：从铁水产量到铁矿消耗

在对铁水产量进行修正后，我们用修正后的铁水产量对铁矿石消耗进行修正。从 Mysteel 的铁矿石钢厂钢厂调查数据出发，在 Vale 事故发生后，钢厂的块矿、球团、烧结矿配比，烧结矿中的国产烧结矿和进口烧结矿配比都发生了非常明显的变化。

**图表 3 各品种配比**


资料来源: Mysteel, 华创证券

**图表 4 进口烧结矿配比**


资料来源: Mysteel, 华创证券

我们根据前七个月的铁水产量和各种铁矿石的消耗占比进行推算，计算出 2018 年 1-7 月和 2019 年同期各品种的铁矿石消耗量如下：

**图表 5 铁矿石消耗**

	2018	2019	同比
烧结矿入炉配比 (%)	74.37	73.52	
块矿入炉配比 (%)	11.54	11.33	
球团入炉配比 (%)	14.10	15.16	
烧结矿入炉品位 (%)	55.98	56.04	
进口矿烧结配比 (%)	90.73	88.96	
外矿烧结占比	67.47%	65.40%	
内矿烧结占比	6.90%	8.12%	
球团矿占比	14.10%	15.16%	
块矿占比	11.54%	11.33%	

	2018	2019	同比
需求端推演：根据生铁倒退	2018	2019	
生铁（万吨）	45691	47730	4.5%
内矿烧结	5042	6199	22.9%
外矿烧结	49328	49945	1.3%
球团	10306	11575	12.3%
块矿	8434	8650	2.6%
外矿烧结+块矿	57761	58594	1.4%

资料来源：Mysteel，华创证券

从修正后的生铁数据出发，根据 Mysteel 的铁矿石钢厂调查中各品种铁矿石的占比变化，我们推算出了 2018 年 1-7 月和 2019 年 1-7 月的各品种铁矿石消耗。

**外矿：**外矿以粉矿和块矿为主，粉矿作为外矿烧结的主要原料，今年消耗同比增速 1.3%，块矿消耗同比增速 2.6%，合计同比增速 1.4%，均低于铁水的增速，主要受外矿到港减少的影响。

**内矿：**内矿主要用于制造内矿烧结和球团，今年内矿烧结消耗增速 22.9%，高于铁水的增速，在外矿到港减少价格上涨的情况下，内矿进行了有效补充。

**球团：**球团矿的制造原料既有内矿也有外矿，今年消耗增加了 12.9%，预估增产部分主要体现在内矿。

### 三、供给端推行：从外矿进口和库存到外矿消费

根据铁矿石的进口和库存数据直接计算消耗量，2019 年 1-7 月，海关总署统计铁矿石进口量合计 59011 万吨，同比下降 4.9%。1-7 月港口库存下降了 2646 万吨，钢厂库存下降了 382 万吨，考虑到去年同期的库存下降，计算出 2018 年 1-7 月和 2019 年同期外矿的实际消耗量为 61588 万吨和 61937 万吨，同比仅上升了 0.6%。与需求端推测的同比增速 2% 存在差异。

图表 6 铁矿石消耗量计算

进口（万吨）	1 月	10045	9126
	2 月	8420	8305
	3 月	8574	8507
	4 月	8289	8077
	5 月	9408	8375
	6 月	8310	7518
	7 月	8998	9102
	进口铁矿石合计	62043	59011
港口库存（万	1 月初库存	14923	14288

吨)	7月末库存	15345	11642	
	库存消耗	(422)	2646	
钢厂外矿烧结 库存(万吨)	1月初厂库	1853	1824	
	7月末厂库	1886	1544	
	库存消耗	(33)	280	
	外矿消耗	61588	61937	0.6%

资料来源: wind, Mysteel, 华创证券

出现这种差异的主要原因在钢厂库存样本覆盖的范围较少, 钢厂去库明显低估。作为库存样本的钢企烧结矿日耗 65 万吨左右, 按 220 万吨的日均铁水产量预估, 烧结日耗应该在 310 万吨左右, 即样本钢企只占到了全部钢企的 20% 左右, 则去库量理论上也只占到了 20%, 则实际钢厂 1-7 月去库可达到  $280/20\%=1398$  万吨。将钢厂去库值替换为样本去库量的 5 倍之后, 外矿消耗分别为 61458 万吨和 63055 万吨, 同比增长 2.6%。我们认为钢厂的库存消耗存在着明显的低估。

图表 7 修正的外矿消耗平衡表

进口铁矿石合计	前 7 月	62043	59011	-4.9%
港口库存	1月初库存	14923	14288	
	7月末库存	15345	11642	
	库存消耗	(422)	2646	
钢厂库存	1月初厂库	1853	1824	
	7月末厂库	1886	1544	
	库存消耗	(164)	1398	
	外矿消耗	61458	63055	2.6%

资料来源: Mysteel, 华创证券

修正后的外矿消耗在今年前 7 个月累计增长了 1598 万吨, 结合第二部分计算的外矿烧结消耗增长了 617 万吨, 外矿块矿消耗增长了 216 万吨, 则外矿球团消耗增加了 764 万吨。

图表 8 外矿分品种消耗平衡表

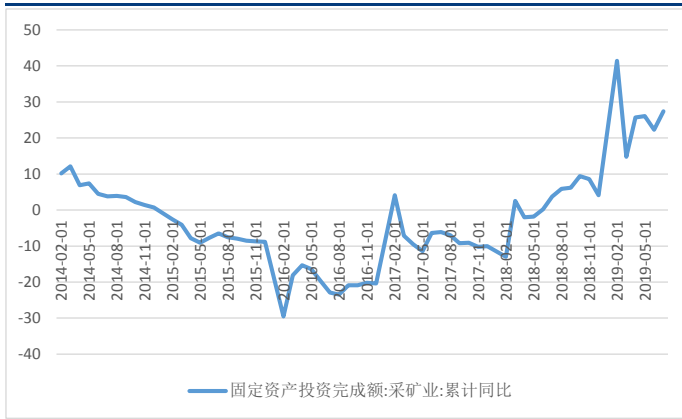
	2018	2019	绝对值增加	同比增速
外矿合计消耗	61458	63055	1598	2.5%
其中: 外矿烧结	49328	49945	617	1.2%
其中: 外矿块矿	8434	8650	216	2.5%
其中: 外矿球团	3696	4461	764	17.1%

资料来源: Mysteel, 华创证券

#### 四、供给端推衍：从内矿生产到消费

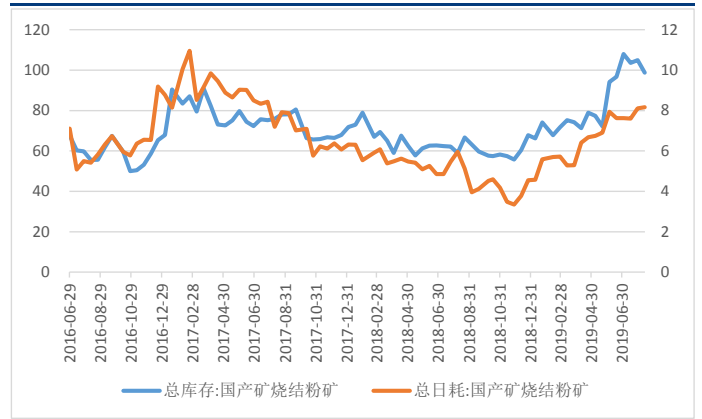
由于我国矿山集中度较低，内矿的统计相较于外矿的海关数据存在着明显的缺陷，内矿产销数据准确度偏低。但是无论从总量的采矿业固定资产投资完成额累计同比数据，还是样本钢厂的内矿消耗和内矿库存增速，今年的国产矿都有非常明显的增长。此外，矿山的铁精粉库存也在事故后开始飙升，2018年一直在100万吨以下，vale事故之前的最新统计数据2月1日库存35万吨，2月15日就飙升至184万吨。可统计环节的库存高速增长也从侧面反映了国产矿在事故后有了明显增量。

图表 9 采矿业固定资产投资完成额累计同比



资料来源：wind，华创证券

图表 10 国产矿的样本钢厂库存和日耗



资料来源：wind，华创证券

我国矿山较多，集中度相对较低，内矿的生产数据有三个口径，分别为 Mysteel 统计的 126 家矿山企业和 186 家矿山企业数据，以及中国冶金矿山企业协会 332 家矿山企业的全样本数据。

根据 Mysteel 调研统计，126 家矿山企业 1-7 月铁精粉总产量 8544 万吨，同比增长 3%。186 家矿山企业的数据从今年初开始统计，其中 1-7 月铁精粉产量为 10548 万吨。

图表 11 铁精粉日均产量：国内 126 家矿山企业（266 座矿山）

	2018	2019	同比
1 月	38	38	0%
2 月	37	38	3%
3 月	37	40	7%
4 月	40	41	3%
5 月	41	41	-1%
6 月	40	42	4%
7 月	41	42	2%
前七个月平均	39	40	3%
天数	212	212	-
总量	8333	8544	3%

资料来源：Mysteel，华创证券

332 家矿山企业 1-7 月份铁精粉产量 15321 万吨，同比增长 6.3%。



**图表 12 铁精粉日均产量：国内 332 家矿山企业**

	2018	2019	同比
1-7 月合计	14410	15321	6%
全年合计	23300	-	-

资料来源：中国冶金矿山企业协会网，华创证券

而 Mysteel 统计的样本钢厂内矿烧结日耗前七个月从 5.5 万吨每年上升至 6.4 万吨每年，上升了 16%，根据铁水产量倒推的内矿消耗上升了 14.3%，钢厂的内矿烧结消耗数据与铁水倒退的内矿消耗数据比较接近，增长均在 15% 左右。

**图表 13 内矿供需倒退**

	2018 年 1-7 月	2019 年 1-7 月	同比增速	增长
生铁	45691	47730	4.5%	2039
铁矿石消耗合计	73106	76368	4.5%	3262
外矿消耗合计	61458	63055	2.6%	1598
其中：铁矿石进口	62043	59011	-4.9%	(3032)
其中：港口库存消耗	(422)	2646	-726.7%	3069
其中：钢厂库存消耗	(164)	1398	-954.7%	1561
内矿消耗合计	11648	13312	14.3%	1664
其中：生产	14410	15321	6.3%	911
其中：库存消耗	/	/	/	753

资料来源：wind，华创证券

通过以上对比，内矿消费端的增速要明显大于生产端的增速，所以我们认为内矿各流通环节中的库存得到了极大的消耗。相较于外矿的海关报关，港口集中堆积方式，内矿的库存更为分散难以全面统计，可观测的矿山样本和钢厂样本库存增加实际反映的是内矿生产和消费的增多，而非总库存量的提升，流通环节更多的隐形库存被消耗才是解释消费端和生产端增速不同的核心原因。

根据产销数据推断，2019 年 1-7 月内矿的生产增加了 911 万吨，但消耗增加了 1664 万吨，则中间环节的库存在这段时间内消耗了 753 万吨。

## 五、结论：钢厂库存和隐形库存明显消耗，重视下半年补库需求

首先，我们从铁矿石供给端和消费端两个方向对铁矿石消耗数据进行了推导，供给端的增速相较于消费端明显偏低，因此解释为流通环节的隐形库存被大幅消耗。其中，外矿库存消耗集中在钢厂库存，定量分析钢厂库存从年初到现在消耗了 1398 万吨左右。而内矿的生产数据仅提升了 3%-6%，消费数据提升则高达 14%-16%，可观测的矿山样本和钢厂样本库存也有明显增加，因此流通环节的隐形库存消耗更多，定量测算认为内矿流通环节的隐形库存消耗了 753 万吨。

在今年 1-7 月的铁矿石缺口大行情中，除了市场普遍关注到的港口库存去化 2646 万吨，钢厂的外矿库存也去化了 1398 万吨，流通环节的内矿隐形库存去化了 753 万吨，合计的库存去化在 4797 万吨左右。在大量库存去化后，铁矿石各环节都有补库需求，价格的下跌会触发补库需求，因此下半年的铁矿石实际需求为补库需求和实际消费需求之和，铁矿石需求增速会高于铁水的增速。

## 六、投资建议：

铁矿石的价格中枢在本年有所上涨，A 股铁矿石弹性标的为河北宣工。假设铁矿石价格中枢在 85-110 美元之

间,我们预估河北宣工的全年业绩会在 7.03 亿到 11.74 亿之间波动。取 90 美元的矿价做进一步分析,维持 2019-2020 年营业收入 64.86/66.32 亿元的预估,维持预计归母净利润为 8.03/8.09 亿元, EPS 为 1.23/1.24 元,对应的 PE 为 12.34X 和 12.24X。预计 2019 年的归母净利润为 8 亿元,结合行业估值水平给予 19 倍估值,维持目标价 24.5 元,维持“强推”评级。

**七、风险提示: 数据存在偏误; 非主流矿大幅增加。**

## 钢铁煤炭组团队介绍

### 副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

### 高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：罗兴

香港科技大学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
上海机构销售部	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500