

2019年10月投资策略

旺季延续、供需格局有望向好，关注环保超预期的可能性

核心观点：

一、投资策略：旺季延续、供需格局有望向好，关注环保超预期的可能性

2019年9月回顾：9月为钢材需求传统旺季，社会库存逐步去化，供需格局趋强，钢价波动上行；同时受益成本端涨幅弱于成材端，盈利逐步修复。2019年9月，钢铁行业指数跌幅为0.34%、同期沪深300涨幅为0.39%，钢铁行业指数走势弱于沪深300指数，在申万28个行业中涨幅排第十八名。钢铁板块PE估值、PB估值小幅下降，9月30日，钢铁行业PE_TTM为7.1倍，8月底为7.2倍；PB_LF为0.89倍，8月底为0.90倍。当前PE、PB分别为2013年至今的7.5%分位和18.2%分位。

2019年10月展望：旺季延续终端工地开工率、施工强度渐增，制造业生产节奏逐步加快，预计10月需求有望继续向好；供给端，近期多地出台限产政策，环保压力或边际趋严，预计供给边际收缩，钢价或震荡走强。受益环保政策边际趋严，成材基本面或强于成本端，预计盈利边际改善。建议关注需求企稳向好、环保基础较好的龙头钢企：宝钢股份、华菱钢铁、三钢闽光、方大特钢等和景气偏好的油气管板块久立特材、常宝股份等。

二、基本面分析：9月传统旺季、钢价上涨，10月基本面或边际向好，预计价、利震荡上行

供给：唐山等地环保政策趋严，叠加近期多地出台限产政策，不排除环保政策进一步趋严的可能性，预计10月供给边际或收缩。

需求：9月需求边际趋强，预计10月旺季持续、需求继续改善。我们判断：10月终端工地开工率、施工强度渐增，制造业生产节奏逐步加快，预计需求环比有望继续改善，但需警惕环保政策边际趋严影响重点区域工地施工。

供需与库存：9月传统旺季长、板材库存环比明显下降，10月预计库存加速去化。

成本：预计钢厂铁矿石库存大幅增加或促10月矿价稳中有降，焦炭供需格局偏弱、预计10月价格高位震荡。

价格：品种方面，根据Mysteel，9月长材、扁平材指数累计分别上涨2.7%、0.3%。10月钢铁行业基本面向好修复，价格或存改善边际。

盈利：根据Mysteel测算的钢材品种吨毛利数据，9月螺纹钢、热卷和冷卷的月度均毛利分别达486元/吨、492元/吨和263元/吨，环比分别增46.4%、增19.7%和增99.4%。国庆结束后终端工地开工率、施工强度渐增，制造业生产节奏逐步加快，预计10月需求环比显著改善；供给端，近期多地出台限产政策，环保压力或边际趋严，预计供给边际收缩，10月钢价或震荡走强；受益环保政策边际趋严，成材基本面或强于成本端，预计盈利边际改善。

三、风险提示：宏观经济增速下滑；原材料价格超预期上涨侵蚀利润；环保政策的不确定性；超净排放改造进程不及预期。

行业评级

买入

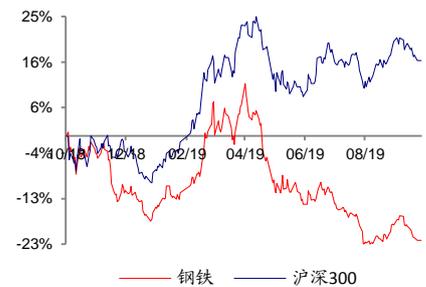
前次评级

买入

报告日期

2019-10-08

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 2019-09-29

38周）：多地钢企限停产，短期钢价方向仍将由需求主导

钢铁行业周报（2019年第 2019-09-22

37周）：旺季钢需待验证、供给仍有弹性，短期钢价或震荡运行

钢铁行业周报（2019年第 2019-09-15

36周）：钢需旺季来临、社库加速去化，钢价或稳中有升

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	8.04	2019/8/29	买入	11.93	2.01	2.06	4.00	3.90	1.18	1.13	23.6	21.1
方大特钢	600507.SH	CNY	8.30	2019/8/16	买入	12.18	1.63	1.82	5.09	4.56	2.40	1.66	26.8	23.0
久立特材	002318.SZ	CNY	7.65	2019/8/29	买入	9.76	0.51	0.53	15.00	14.43	8.39	7.54	11.9	11.1
鞍钢股份	000898.SZ	CNY	3.09	2019/9/2	买入	4.66	0.39	0.41	7.92	7.54	3.92	3.67	6.3	6.2
马钢股份	600808.SH	CNY	2.69	2019/9/2	买入	4.06	0.38	0.45	7.08	5.98	2.81	2.23	9.4	10.6
南钢股份	600282.SH	CNY	3.07	2019/8/27	买入	5.10	0.70	0.74	4.38	4.16	2.47	2.26	17.9	17.0
韶钢松山	000717.SZ	CNY	3.70	2019/8/20	买入	5.58	0.93	0.97	3.98	3.81	2.25	1.69	26.7	21.8
华菱钢铁	000932.SZ	CNY	4.08	2019/8/18	买入	5.94	1.18	1.11	3.45	3.66	1.86	1.84	23.9	19.4
新兴铸管	000778.SZ	CNY	3.90	2019/4/7	买入	7.00	0.42	0.45	9.29	8.67	4.39	3.91	7.5	7.5
新钢股份	600782.SH	CNY	4.45	2019/8/21	买入	7.05	1.30	1.34	3.43	3.31	2.18	1.64	18.4	16.5
河钢股份	000709.SZ	CNY	2.52	2019/4/27	买入	4.13	0.26	0.27	9.69	9.33	4.99	4.70	4.9	4.9
宝钢股份	600019.SH	CNY	5.91	2019/8/23	买入	8.05	0.61	0.64	9.69	9.23	4.62	4.31	7.6	7.9
首钢股份	000959.SZ	CNY	3.34	2019/4/28	买入	5.44	0.27	0.51	12.37	6.55	6.83	4.75	5.7	9.6
常宝股份	002478.SZ	CNY	5.82	2019/8/29	买入	8.30	0.68	0.81	8.56	7.19	3.93	3.06	14.7	15.3
河北宣工	000923.SZ	CNY	14.77	2019/7/2	买入	22.88	1.14	1.35	12.91	10.97	2.34	1.78	9.8	10.3

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、投资策略：旺季延续、供需格局有望向好，关注环保超预期的可能性.....	5
（一）2019年9月回顾：供需格局改善、钢价上涨，成本价格涨幅弱于成材、盈利拓宽，钢铁指数跑输沪深300.....	5
（二）2019年10月展望：节后旺季延续、供需格局有望向好，关注环保超预期的可能性.....	8
二、基本面分析：9月传统旺季、钢价上涨，10月基本面或边际向好，预计价、利震荡上行.....	9
（一）供给：预计9月粗钢日均产量维持高位，10月密切关注错峰生产相关政策变动.....	9
（二）需求：9月需求边际趋强，预计10月旺季持续、需求继续改善.....	10
（三）供需与库存：9月传统旺季长、板材库存显著下降，10月预计库存持续去化.....	11
（四）成本：钢厂铁矿石库存大幅增加或促矿价稳中有降，焦炭供需格局偏弱、价格高位震荡.....	12
（五）价格：供需格局改善、长板材价格均上涨，预计10月钢价震荡走强.....	14
（六）盈利：9月主要钢材品种盈利显著修复，10月盈利边际或继续拓宽.....	15
三、9月资讯梳理.....	17
四、风险提示.....	23

图表索引

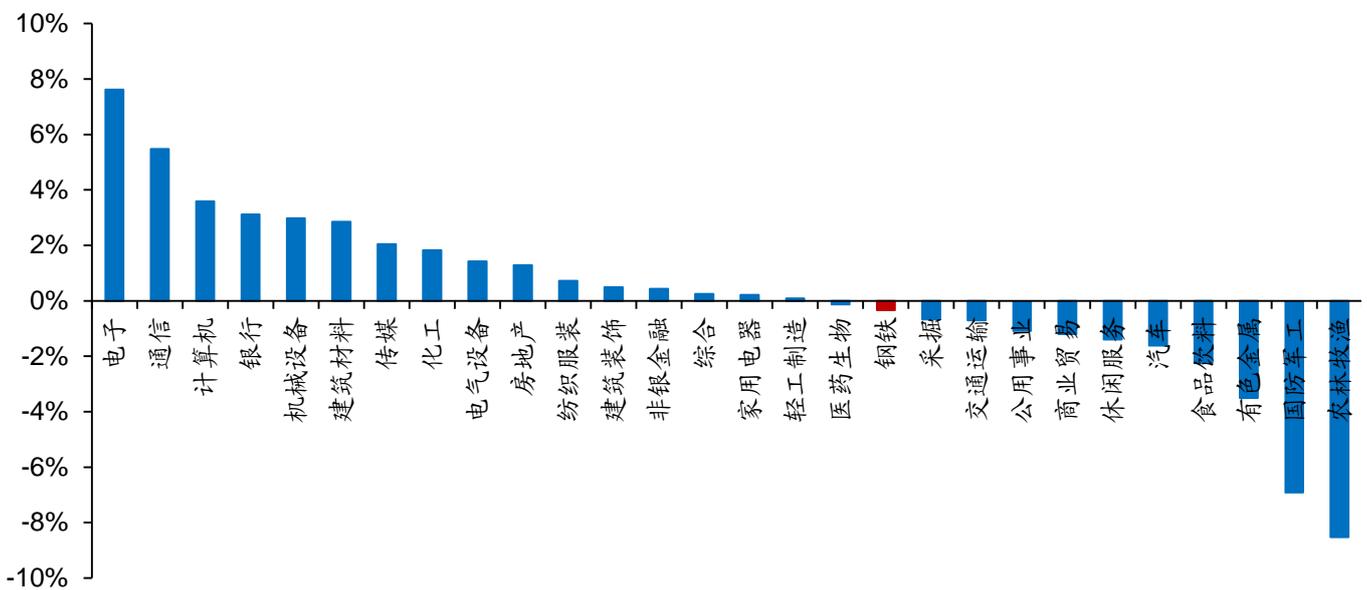
图 1: 2019 年 9 月钢铁板块累计下跌 0.34%，在申万 28 个行业中涨幅排第十八名	5
图 2: 2013 年至今 PE_TTM 及中位数 (单位: 倍)	6
图 3: 2013 年至今 PB_LF 及中位数 (单位: 倍)	6
图 4: 2019 年 9 月申万钢铁个股累计涨幅: 9 月特钢及油气管板块表现较好	6
图 5: 2014-2019 年粗钢月度日均产量 (单位: 万吨/天)	9
图 6: 2017-2019 年中钢协预估全国钢旬日均产量 (单位: 万吨/天)	9
图 7: 2016 年至今月度铁矿石日均疏港量与生铁日均产量之间相关性高	10
图 8: 2017 年至今周度铁矿石日均疏港量与全国高炉开工率之间相关性高	10
图 9: 2017-2019 年主要钢材品种分月度消耗量测算 (单位: 万吨/天)	11
图 10: 2019 年 9 月主流贸易商建筑钢材日均成交量达 21.9 万吨/天、环比大增 21.2%	11
图 11: 2014 年至今周度社会库存变化 (单位: 万吨)	12
图 12: 2016 年至今周度钢厂库存变化 (单位: 万吨)	12
图 13: 2017 年至今长材、板材周度社会库存与钢厂库存之和变化	12
图 14: 2019 年 9 月 27 日库存平均天数为 39 天、环比增 12 天 (单位: 天)	13
图 15: 2017 年至今国产矿和进口矿价格指数走势	13
图 16: 2017 年 9 月至今焦炭价格与焦炉开工率	13
图 17: 2015 年至今港口焦炭库存 (单位: 万吨)	13
图 18: 2019 年 9 月 MySpic 指数:长材和 MySpic 指数:扁平走势上扬	14
图 19: 2019 年 9 月分区域钢价指数环比涨幅	15
图 20: 2017 年至今螺纹钢毛利及分季度毛利变化	15
图 21: 2017 年至今热卷毛利及分季度毛利变化	15
表 1: 申万钢铁企业估值、最新报告期业绩及相对变化 (截止 2019 年 9 月 30 日)	7
表 2: 主要钢材品种绝对及相对价格表现 (单位: 元/吨)	14
表 3: 主要钢材品种吨毛利绝对值及同比、环比增速列示	16
表 4: 大冶特殊钢股份有限公司拟变更公司名称、证券简称情况	21

一、投资策略：旺季延续、供需格局有望向好，关注环保超预期的可能性

（一）2019年9月回顾：供需格局改善、钢价上涨，成本涨幅弱于成材、盈利拓宽，钢铁指数跑输沪深300

9月为钢材需求传统旺季，社会库存逐步去化，供需格局趋强，钢价波动上行；同时受益成本端涨幅弱于成材端，盈利逐步修复。2019年9月，钢铁行业指数跌幅为0.34%、同期沪深300涨幅为0.39%，钢铁行业指数走势弱于沪深300指数。

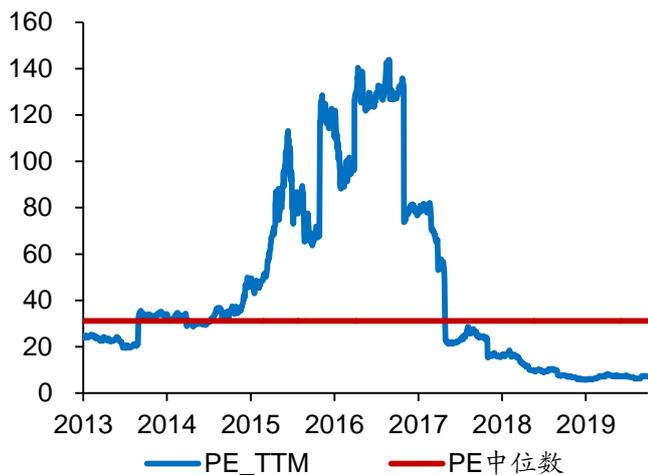
图 1：2019年9月钢铁板块累计下跌0.34%，在申万28个行业中涨幅排第十八名



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2019年9月份钢铁板块跑输大盘，累计跌幅为0.34%，同期沪深300累计涨0.39%；钢铁板块PE估值、PB估值小幅下降（2019年9月30日，钢铁行业PE_TTM为7.1倍，8月底为7.2倍；PB_LF为0.89倍，8月底为0.90倍），但行业整体估值水平仍处于近5年的估值低位，当前PE、PB分别为2013年至今的7.5%分位和18.2%分位。

图2: 2013年至今PE_TTM及中位数 (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: PE_TTM为申万钢铁板块的TTM市盈率, 算法为 $\sum(\text{成分股, 总市值}) / \sum(\text{成分股, 净利润(TTM)})$, 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3: 2013年至今PB_LF及中位数 (单位: 倍)

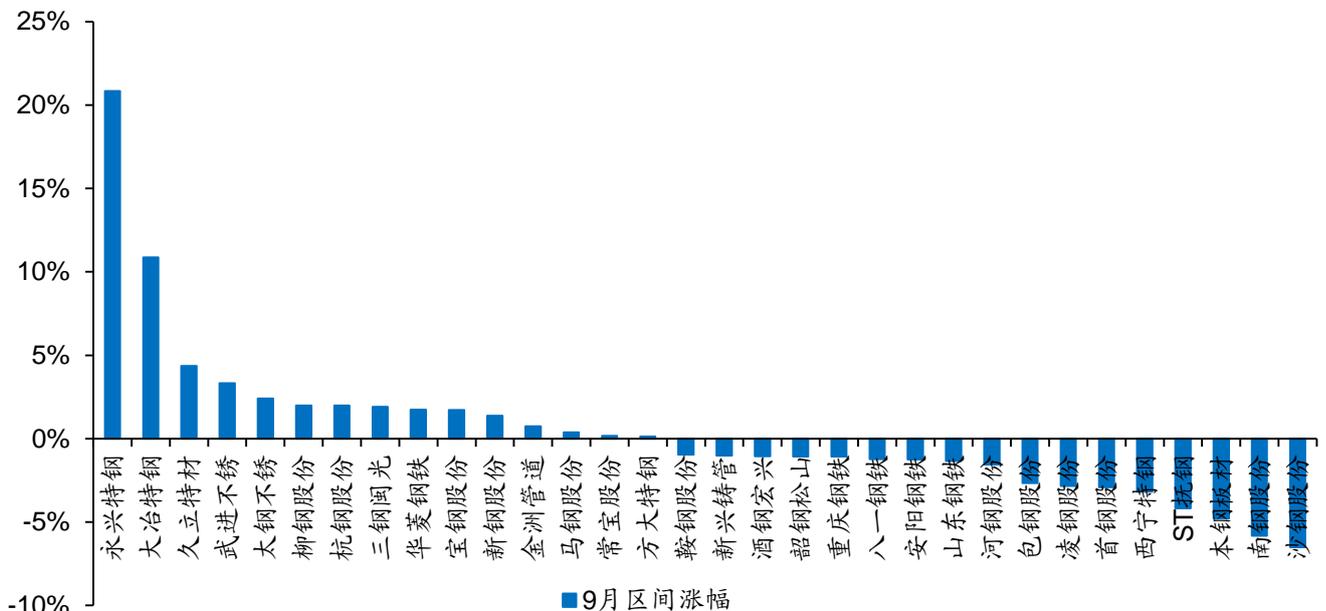


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: PB_LF为申万钢铁板块的市净率, 算法为 $\sum(\text{成分股, 总市值}) / \sum(\text{成分股, 净资产(最新)})$, 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)

个股层面, 9月特钢及油气管板块表现较好。涨幅前五的公司为: 永兴特钢、大冶特钢、久立特材、武进不锈; 涨幅后五的公司为: 西宁特钢、ST抚钢、本钢板材、南钢股份、沙钢股份。

图4: 2019年9月申万钢铁个股累计涨幅: 9月特钢及油气管板块表现较好



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 申万钢铁企业估值、最新报告期业绩及相对变化 (截止2019年9月30日)

证券简称	总市值 (亿元)	PE_TTM (倍)	2019H1 年 化 PE (倍)	PB_LF (倍)	2019H1 业 绩 (亿元)	2019H1 同比	2018 年业 绩 (亿元)	2018 年 同比
华菱钢铁	172	3.09	3.85	0.87	22.37	-35%	67.80	65%
三钢闽光	197	3.62	4.54	1.14	21.73	-33%	65.07	20%
韶钢松山	90	3.50	4.44	1.25	10.07	-43%	33.06	28%
南钢股份	136	3.82	3.69	0.85	18.41	-20%	40.08	25%
安阳钢铁	68	6.27	13.62	0.69	2.51	-75%	18.57	16%
柳钢股份	131	3.42	5.19	1.28	12.65	-38%	46.10	74%
马钢股份	207	5.66	9.03	0.77	11.45	-67%	59.43	44%
鞍钢股份	283	4.94	9.94	0.56	14.25	-68%	79.52	20%
方大特钢	120	4.49	5.69	2.06	10.55	-19%	29.27	15%
凌钢股份	76	9.16	9.99	0.99	3.80	-49%	11.97	-1%
山东钢铁	161	15.99	13.93	0.78	5.77	-66%	21.07	9%
八一钢铁	49	8.09	19.90	1.18	1.24	-43%	7.01	-40%
重庆钢铁	159	10.00	12.90	0.86	6.16	-19%	17.88	459%
大冶特钢	476	86.70	80.88	1.73	2.94	15%	5.10	29%
新兴铸管	156	8.71	9.50	0.75	8.19	-28%	21.01	93%
沙钢股份	162	19.82	28.35	3.41	2.85	-56%	11.77	67%
久立特材	64	16.84	15.26	2.20	2.11	59%	3.04	127%
ST 抚钢	54	1.94	21.68	1.27	1.26	280%	26.07	295%
新钢股份	142	2.54	3.86	0.70	18.39	-15%	59.05	90%
太钢不锈	219	6.61	9.38	0.71	11.66	-59%	49.77	8%
宝钢股份	1,316	7.42	10.64	0.77	61.87	-38%	215.65	12%
杭钢股份	138	9.26	9.71	0.72	7.13	-38%	19.38	8%
首钢股份	177	8.92	8.82	0.66	10.02	-30%	24.04	9%
河钢股份	268	9.00	11.45	0.58	11.68	-36%	36.26	100%
永兴特钢	58	13.55	10.96	1.75	2.65	18%	3.87	10%
常宝股份	56	9.19	8.36	1.33	3.34	62%	4.80	234%
本钢板材	138	19.94	15.26	0.75	4.53	-40%	10.36	-35%
武进不锈	28	10.68	9.15	1.25	1.50	64%	1.99	56%
酒钢宏兴	116	9.12	7.57	1.03	7.69	32%	10.93	159%
金洲管道	35	15.95	18.45	1.56	0.95	45%	1.91	17%
包钢股份	666	22.57	31.95	1.25	10.41	-26%	33.24	61%
西宁特钢	35	-1.75	29.94	3.01	0.58	365%	-20.46	-3521%

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注: 业绩为当期实现的归母净利润

(二) 2019年10月展望：节后旺季延续、供需格局有望向好，关注环保超预期的可能性

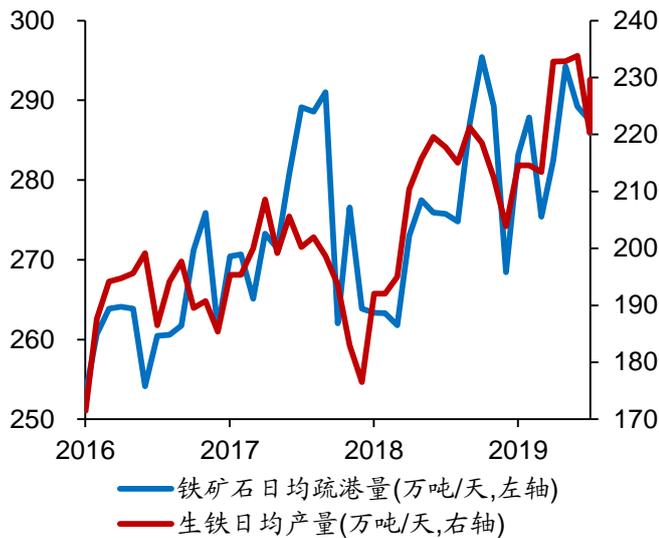
需求端，地产产业链景气偏弱，下半年关注施工、竣工等中后周期数据修复。2019年1-8月份全口径基建投资增速为3.19%，较1-7月上升0.28个百分点，基建增速复苏不达预期。2019年较快的财政支出节奏及专项债新政等积极政策的效应可能将在Q4得以体现，我们仍然对2019Q4基建带来的需求支撑持乐观态度。汽车或正在进入周期性复苏通道。2019年1-8月汽车产量增速为-12.50%，较1-7月缩窄0.30个百分点。随着优惠收窄的事实逐渐被接受，持币待购者将在“买涨不买跌”的心理下逐渐转为实际购买，我们认为4季度乘用车终端销量依然有望实现正增长，汽车有望迈入周期性复苏通道并支撑产业链上游钢材需求增长。10月延续传统钢铁需求旺季、需求季节性改善，终端工地开工率、施工强度渐增，制造业生产节奏逐步加快，预计10月需求继续向好，但需警惕环保政策边际趋严影响重点区域工地施工。

供给端，根据国家统计局数据，2019年1-8月份生铁、粗钢、钢材产量累计同比增速分别为6.9%、9.1%、11.0%，环比分别升0.2PCT、升0.1PCT、降0.2PCT。2019年9月前四周高炉开工率均值为65.5%、较8月降2.8PCT，显著低于2019年4-7月高炉开工率水平。唐山等地环保政策趋严，叠加近期多地出台限产政策，不排除环保政策进一步趋严的可能性，预计10月供给边际或收缩。

成本端，10月钢厂环保压力或进一步加大、叠加钢厂铁矿石库存明显增加，预计10月铁矿石价格或稳中有降；钢厂焦炭库存高位、采购热情不足，预计焦炭价格震荡为主，建议密切关注焦化行业环保限产政策及去产能政策的推出及落地情况。

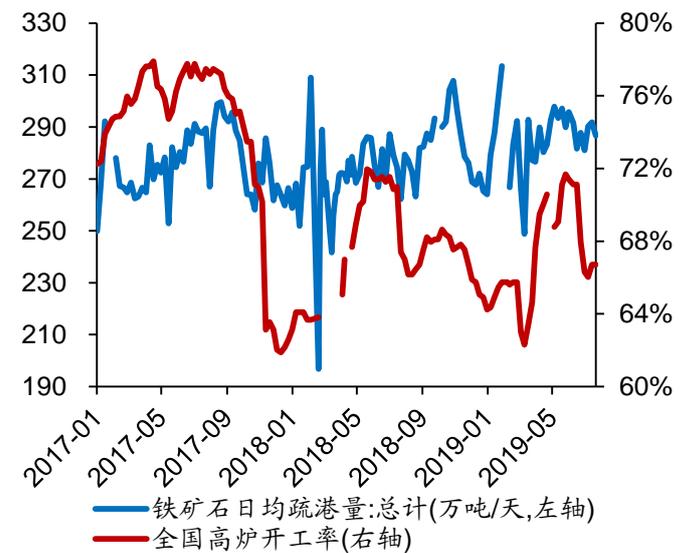
综上，旺季延续终端工地开工率、施工强度渐增，制造业生产节奏逐步加快，预计10月需求继续向好；供给端，近期多地出台限产政策，环保压力或边际趋严，预计供给边际收缩，钢价或震荡走强。受益环保政策边际趋严，成材基本面或强于成本端，预计盈利边际改善。建议关注需求企稳向好、环保基础较好的龙头钢企：宝钢股份、华菱钢铁、三钢闽光、方大特钢等和景气偏好的油气管板块久立特材、常宝股份等。

图7: 2016年至今月度铁矿石日均疏港量与生铁日均产量之间相关性高



数据来源: 国家统计局、Mysteel、广发证券发展研究中心

图8: 2017年至今周度铁矿石日均疏港量与全国高炉开工率之间相关性高



数据来源: 国家统计局、Mysteel、广发证券发展研究中心

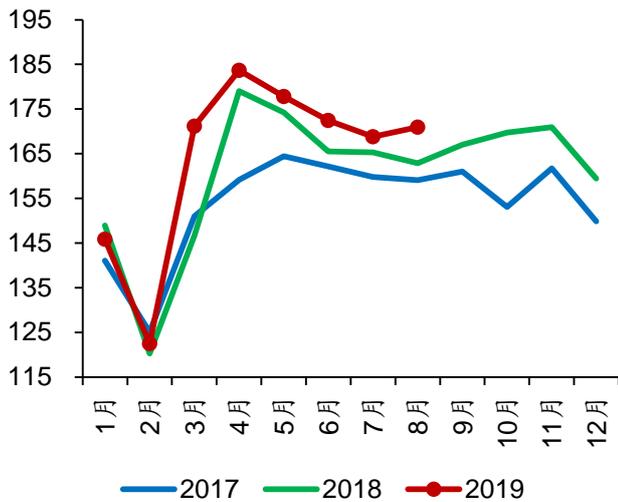
（二）需求：9月需求边际趋强，预计10月旺季持续、需求继续改善

2019年1-8月的地产销售面积、购置土地面积、新开工面积、施工面积累计同比增速分别为-0.60%、-25.60%、8.90%、8.80%，较1-7月分别上升0.70PCT、上升3.80PCT、下降0.60PCT、下降0.20PCT。本轮景气偏弱以前周期较为显著，周期中后部的数据（如施工）稳中有升。预期下半年新开工增速表现可能将以偏弱为主，施工、竣工等中后周期数据的修复可能是需求支撑的边际力量。

2019年1-8月份全口径基建投资增速为3.19%，较1-7月上升0.28个百分点，基建增速复苏不达预期。截至8月底，财政支出累计153069亿元、占当年财政支出预算的65%；新增专项债券20336亿元、占当年新增专项债券限额的95%。2019年较快的财政支出节奏及专项债新政等积极政策的效应可能将在Q4得以体现，我们仍然对2019Q4基建带来的需求支撑持乐观态度。

我们通过构建如下指标来衡量主要钢材品种的月度消耗量=主要钢材品种月度产量-主要钢材品种社会库存和钢厂库存的变化量（当月-上月）；由此可知，8月主要钢材品种消耗量边际复苏，表现为产量小幅上升、社会和钢厂库存去化。通过Mysteel提供的主要钢材品种产量、社会库存和钢厂库存数据，我们可计算得到8月主要钢材品种消耗量为171万吨/天，环比升1.24%、同比增4.96%。

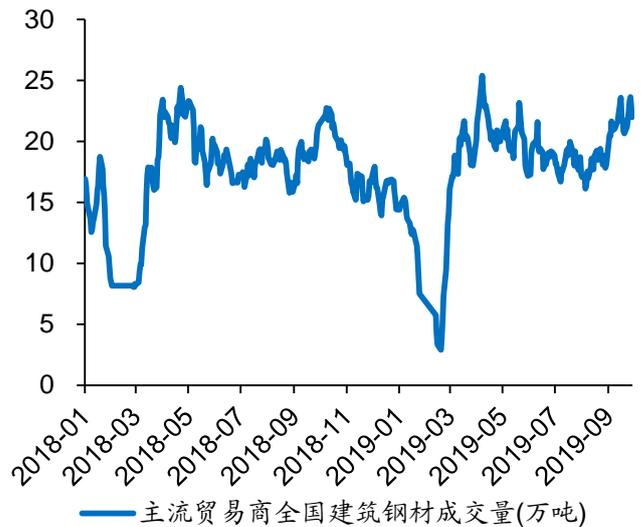
图9：2017-2019年主要钢材品种分月度消耗量测算
(单位：万吨/天)



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：主要钢材品种主要包括螺纹钢、线材、中厚板、热轧板卷、冷轧板卷

图10：2019年9月主流贸易商建筑钢材日均成交量达21.9万吨/天、环比大增21.2%



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：图示数据为五日移动平均数据

粗钢需求展望：10月为传统钢铁需求旺季、需求季节性改善。我们判断：国庆假期结束后，下游工地开工、施工强度渐增，制造业的生产节奏将逐步加快，预计10月需求环比将有所改善，但需警惕环保政策边际趋严影响重点区域工地施工。

(三) 供需与库存：9月传统旺季长、板材库存显著下降，10月预计库存持续去化

某种意义上，库存是高频数据中供需关系的微观反应，逻辑在于：当供给总量超过需求总量时，则钢材供应链趋于阻滞，导致库存积压；当需求总量强于供给总量时，则钢材供应链趋于疏通，导致库存去化。因此我们可以观测库存的变化来推测钢铁产业链的供需力量的相对变化。

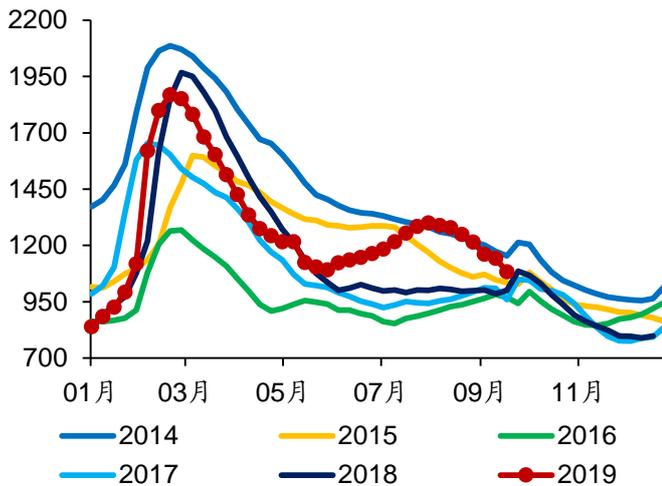
(1) **社会库存：**截至2019年9月27日，主要钢材品种社会库存合计达1083万吨，较8月底累计减少165万吨、降13.3%；同比增加87万吨、增8.7%。

(2) **钢厂库存：**截至2019年9月27日，主要钢材品种钢厂库存合计达475万吨，较8月底累计减少70万吨、降12.8%；同比增加109万吨、增24.9%。

(3) **综合社会库存和钢厂库存：**截至2019年9月27日，社会库存和钢厂库存合计达到1558万吨，较8月底累计减少235万吨、降13%，8月社会库存、钢厂库存累积同比增加107万吨、增7.4%。

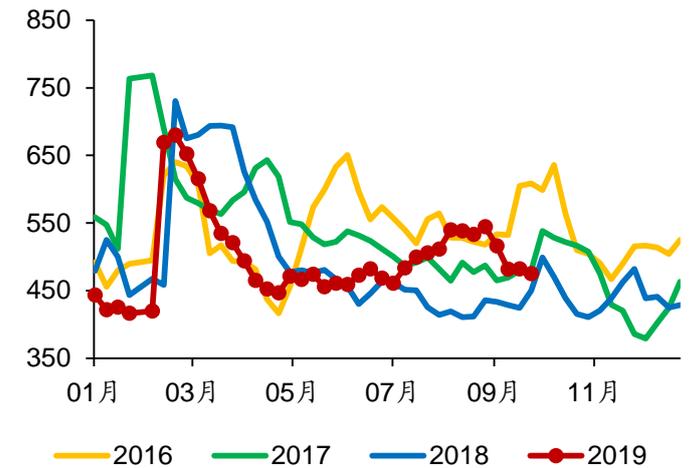
(4) **分品种来看：**9月长材、板材库存均呈现去化趋势、长材去化更为显著。9月长材库存较8月底降18.8%、板材库存较8月底降3.5%。

图11: 2014年至今周度社会库存变化(单位:万吨)



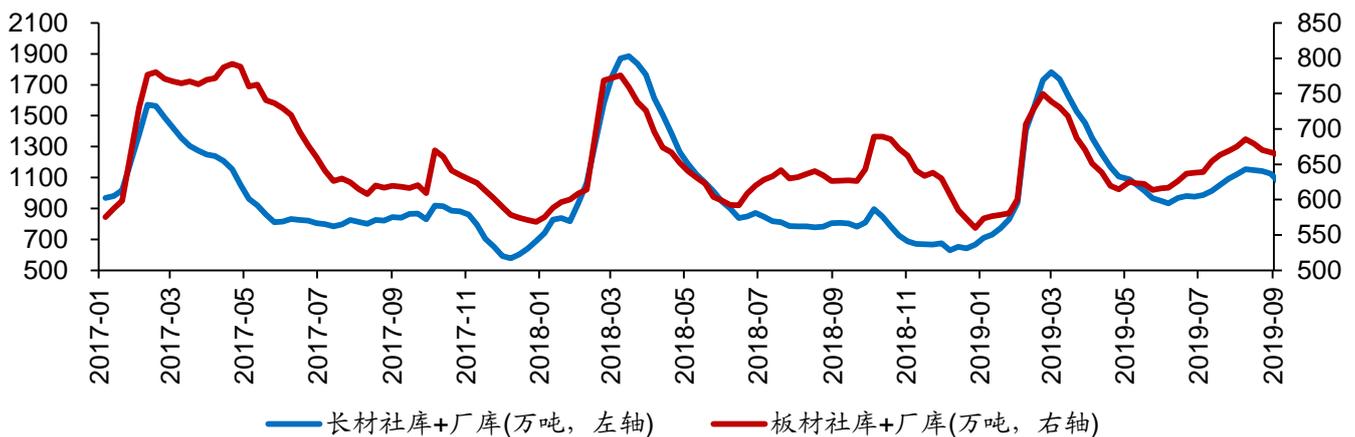
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图12: 2016年至今周度钢厂库存变化(单位:万吨)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图13: 2017年至今长材、板材周度社会库存与钢厂库存之和变化



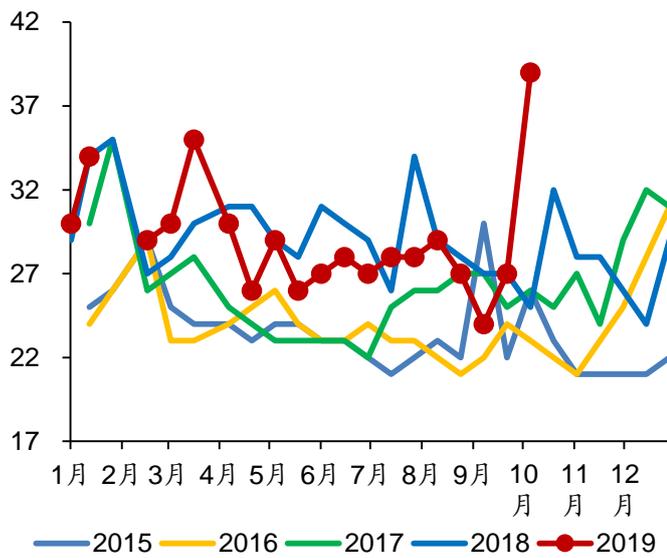
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

备注: 长材为螺纹钢、线材, 板材为中厚板、热卷、冷卷

(四) 成本: 钢厂铁矿石库存大幅增加或促矿价稳中有降, 焦炭供需格局偏弱、价格高位震荡

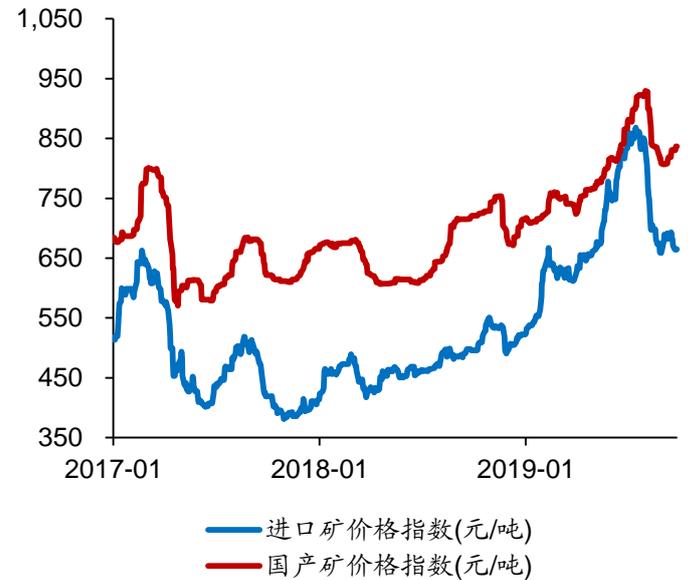
铁矿石: 2019年9月国产铁矿石和进口铁矿石均价分别为821元/吨和678元/吨, 月度均价环比分别降5.5%和4.5%。2019年9月27日当周日均疏港量环比降27万吨至287万吨。9月27日钢厂进口铁矿石库存平均天数39天、环比大幅增12天; 9月27日, 45港口铁矿石库存12034万吨、环比降220万吨, 港口铁矿石库存逐步去化, 9月港口铁矿石库存累计减97万吨。9月20日澳洲巴西发货量合计达2146万吨, 环比降1.9%; 北方港口铁矿石到货量875万吨、环比降24.8%。10月钢厂环保压力或进一步加大、叠加钢厂铁矿石库存明显增加, 预计10月铁矿石价格或稳中有降。

图14: 2019年9月27日库存平均天数为39天、环比增12天(单位:天)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

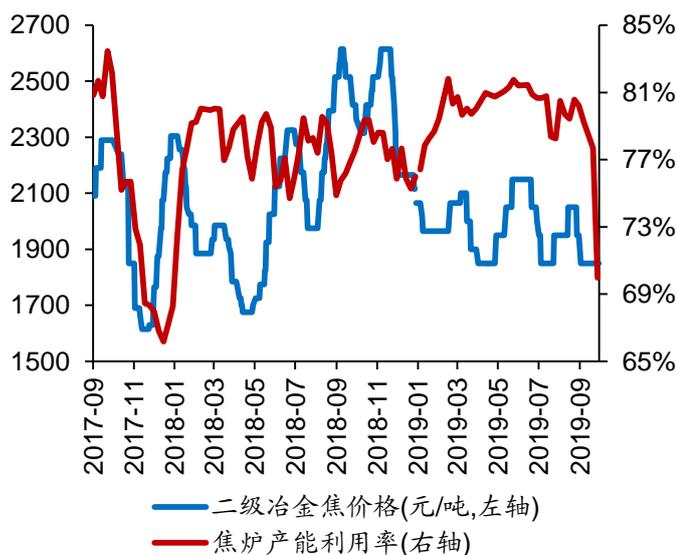
图15: 2017年至今国产矿和进口矿价格指数走势



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

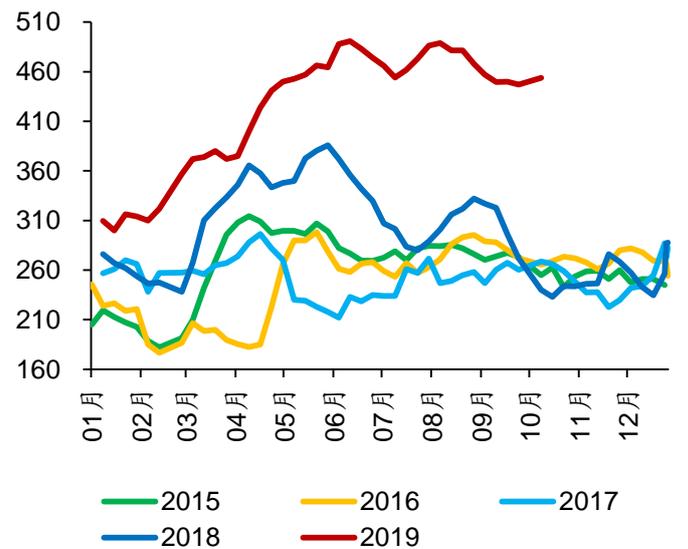
焦炭: 9月样本焦化厂焦炉开工率边际趋弱, 9月底为70.0%(8月底为80.2%)。9月焦炭价格环比下降, 9月均价1850元/吨、环比降7.08%。2019年9月底样本焦化厂焦炭库存为32万吨、环比8月底增加9万吨; 港口库存达454万吨、环比2019年8月底减少4万吨。就钢铁企业而言, 2019年9月27日, 钢厂焦炭库存(110家)达457万吨、环比8月增加2万吨。10月环保政策边际趋严, 但考虑到钢厂焦炭库存高位、采购热情不足, 预计焦炭价格震荡为主, 建议密切关注焦化行业环保限产政策及去产能政策的推出及落地情况。

图16: 2017年9月至今焦炭价格与焦炉开工率



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图17: 2015年至今港口焦炭库存(单位:万吨)

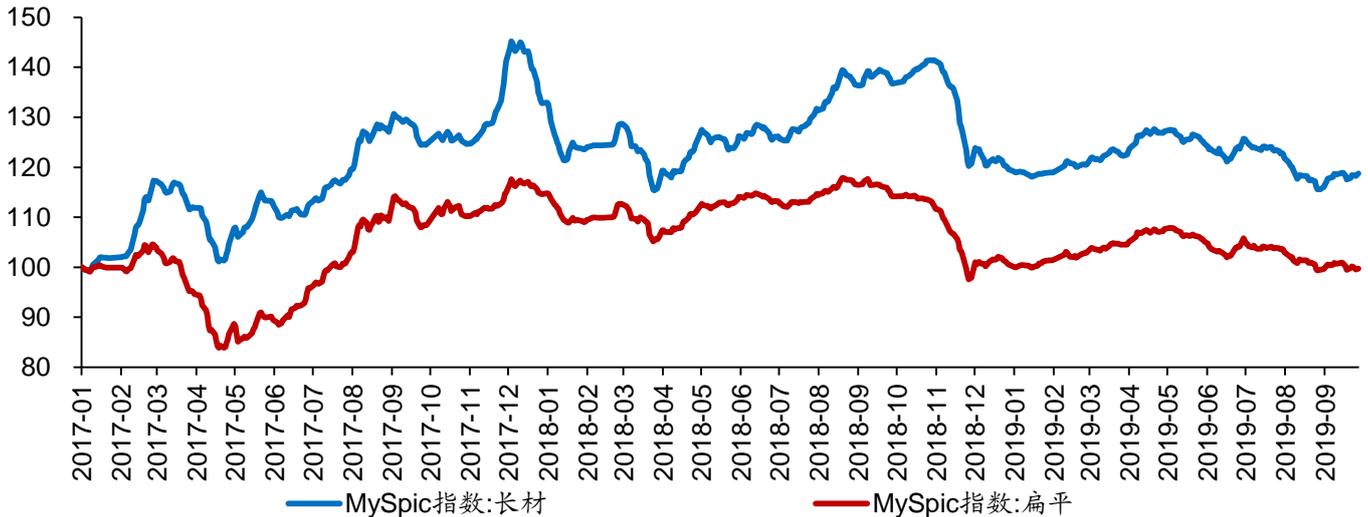


数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

(五) 价格：供需格局改善、长板材价格均上涨，预计 10 月钢价震荡走强

9 月为钢材需求传统旺季，供需框架走强，钢价出现小幅上涨，以 Myspic 综合钢价指数为例，9 月长材指数累计上涨 2.7%、扁平材指数累计上涨 0.3%。

图 18: 2019 年 9 月 Myspic 指数:长材和 Myspic 指数:扁平走势上扬



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：价格指数均以 2017 年 1 月 3 日等于 100 进行标准化处理

具体而言，2019 年 9 月份，螺纹钢、高线、热轧卷板、冷轧卷板和中板的月度累计涨幅分别为 4.8%、4.0%、0.0%、0.5%、-0.1%；2019 年 9 月月度均价分别为 3867 元/吨、4079 元/吨、3742 元/吨、4473 元/吨和 3780 元/吨，月度均价环比分别涨 0.5%、涨 0.3%、跌 1.5%、跌 0.1%、跌 1.5%。

表 2: 主要钢材品种绝对及相对价格表现 (单位: 元/吨)

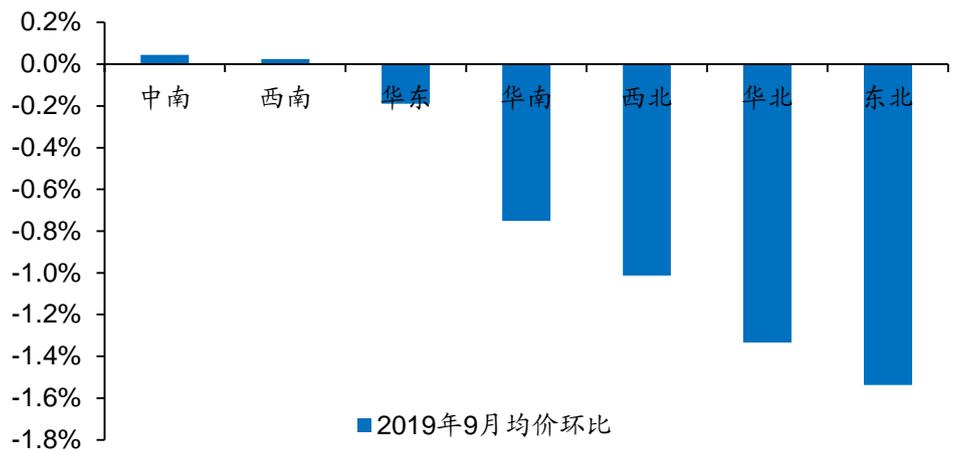
	螺纹钢	高线	热轧卷板	冷轧卷板	中板
2019-9-30 价格	3921	4122	3722	4474	3766
月度累计涨幅	4.8%	4.0%	0.0%	0.5%	-0.1%
2019 年 9 月	3867	4079	3742	4473	3780
月度均价累计涨幅	0.5%	0.3%	-1.5%	-0.1%	-1.5%

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：螺纹钢、高线的价格分别用螺纹钢:HRB400 20mm 和高线:8.0:HPB300 价格表征；热轧板卷、冷轧板卷和中板的价格分别用热轧板卷:Q235B:3.0mm、冷轧板卷:0.5mm 和中板:普 20mm 的北京、上海、广州、武汉和沈阳五地价格的均值表征热轧板卷

区域价格方面，9 月各区域月度均价以下跌为主，华东、西北、华北和东北地区均价分别环比下跌 0.19%、0.75%、1.01%、1.33%，中南和西南地区分别上涨 0.05%、0.02%。

图19: 2019年9月分区区域钢价指数环比涨幅



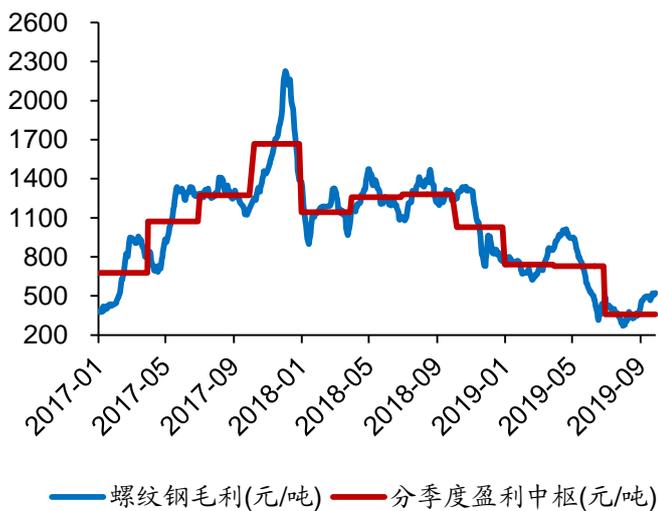
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

10月价格前瞻: 国庆假期结束后, 终端工地开工率、施工强度渐增, 制造业的生产节奏将逐步加快, 预计10月需求环比将得到改善; 供给端, 近期多地出台限产政策, 环保压力或边际趋严, 预计供给边际收缩。预计10月钢价或震荡走强。

(六) 盈利: 9月主要钢材品种盈利显著修复, 10月盈利边际或继续拓宽

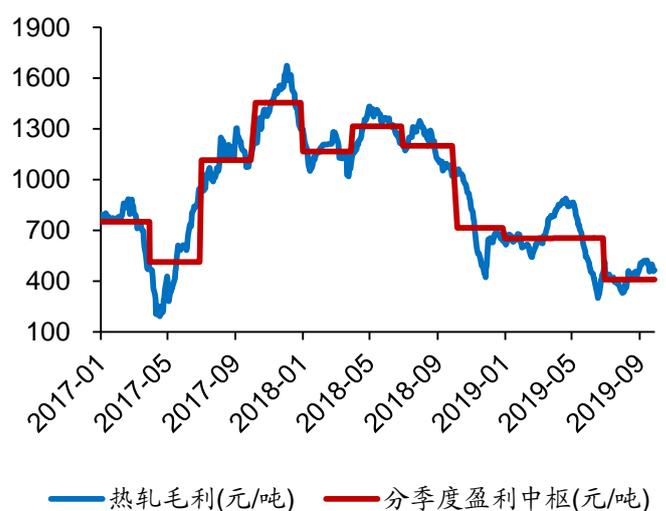
2019年9月主要钢材品种吨毛利环比显著改善。 根据Mysteel测算的主要钢材品种吨毛利数据, 9月螺纹钢、热卷和冷卷的月度均毛利分别达486元/吨、492元/吨和263元/吨, 环比分别增46.4%、增19.7%和增99.4%。

图20: 2017年至今螺纹钢毛利及分季度毛利变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图21: 2017年至今热卷毛利及分季度毛利变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

表3: 主要钢材品种吨毛利绝对值及同比、环比增速列示

	螺纹钢毛利 (元/吨)			热轧毛利 (元/吨)			冷轧毛利 (元/吨)		
	绝对值	同比	环比	绝对值	同比	环比	绝对值	同比	环比
2018Q1	1143	68.84%	-31.49%	1165	55.24%	-19.93%	1027	17.70%	-18.68%
2018Q2	1258	17.41%	10.12%	1316	156.19%	12.92%	988	251.67%	-3.77%
2018Q3	1280	0.50%	1.74%	1201	7.65%	-8.75%	918	8.26%	-7.08%
2018Q4	1027	-38.39%	-19.74%	716	-50.82%	-40.40%	533	-57.82%	-41.99%
2019Q1	741	-35.14%	-27.88%	652	-44.02%	-8.85%	388	-62.22%	-27.17%
2019Q2	728	-42.16%	-1.79%	655	-50.24%	0.38%	259	-73.75%	-33.14%
2019Q3	398	-68.91%	-45.33%	436	-63.70%	-33.44%	114	-87.58%	-55.98%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

10月盈利前瞻: 国庆结束后终端工地开工率、施工强度渐增, 制造业生产节奏逐步加快, 预计10月需求环比显著改善; 供给端, 近期多地出台限产政策, 环保压力或边际趋严, 预计供给边际收缩, 钢价或震荡走强; 同时受益环保政策边际趋严, 成材基本面或强于成本端, 预计盈利边际改善。

三、9月资讯梳理

1. 《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》发布

主要目标：稳中求进，推进环境空气质量持续改善，京津冀及周边地区全面完成2019年环境空气质量改善目标，协同控制温室气体排放，秋冬季期间（2019年10月1日至2020年3月31日）PM 2.5平均浓度同比下降5.5%，重度及以上污染天数同比减少8%。

实施范围：京津冀及周边地区，包含北京市，天津市，河北省石家庄、唐山、邯郸、邢台、保定、沧州、廊坊、衡水市以及雄安新区，山西省太原、阳泉、长治、晋城市，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市，河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市（以下简称“2+26”城市，含河北省定州、辛集市，河南省济源市）。

基本思路：坚持标本兼治，突出重点难点，积极有效推进散煤治理，严防“散乱污”企业反弹，深入实施钢铁行业超低排放改造和产业集群综合整治，严厉打击黑加油站点，大力推进“公转铁”项目建设。坚持综合施策，强化部门合作，加大政策支持力度，开展柴油货车、工业炉窑、挥发性有机物（VOCs）和扬尘专项治理行动。推进精准治污，强化科技支撑，因地制宜实施“一市一策”，全面加大西南传输通道城市污染减排力度；实施“一厂一策”管理，推进产业转型升级。积极应对重污染天气，进一步完善重污染天气应急预案，按照全覆盖、可核查、可考核的原则，夯实应急减排措施；实行企业分类分级管控，环保绩效水平高的企业重污染天气应急期间可不采取减排措施；加强区域应急联动。强化压力传导，持续推进强化监督定点帮扶工作，实行量化问责，完善监管机制，层层压实责任。

主要任务：深入推进重污染行业产业结构调整。各地要按照本地已出台的钢铁、建材、焦化、化工等行业产业结构调整、高质量发展等方案要求，细化分解2019年度任务，确保按时完成，取得阶段性进展。**2019年12月底前，天津市关停荣程钢588立方米高炉1台；河北省压减钢铁产能1400万吨、焦炭产能300万吨、平板玻璃产能660万重量箱；山西省压减钢铁产能175万吨、焦炭产能1000万吨；山东省压减焦化产能1031万吨。河北省加快1000立方米以下高炉和100吨以下转炉淘汰。河北、山西、山东加快推进炉龄较长、炉况较差的炭化室高度4.3米焦炉淘汰工作。河北、山东、河南要按照2020年底前炼焦产能与钢铁产能比不高于0.4的目标，加大独立焦化企业淘汰力度。山东、河南积极推进10万吨以下铝用炭素生产线淘汰。天津、山东加大化工园区整治力度，推进安全、环保不达标以及位于环境敏感区的化工企业关闭或搬迁。**

加强排污许可管理。2019年12月底前，按照固定污染源排污许可分类管理名录要求，完成人造板、家具等行业排污许可证核发工作。按照《关于开展固定污染源排污许可清理整顿试点工作的通知》（环办环评函〔2019〕290号）要求，深入实施固定污染源排污许可清理整顿工作，核发一个行业，清理一个行业。通过落实“摸、排、分、清”四项重点任务，全面摸清已完成排污许可证核发的24个重点行业排污单位情况，清理无证排污单位，做到排污许可证应发尽发，最终将所有固定污染源

全部纳入生态环境管理。加大依证监管和执法处罚力度，清理无证排污单位，依法依规责令停产停业；对未按期完成整改要求的，严厉查处无证排污行为；对按期完成整改要求的，督促企业按证排污。

高标准实施钢铁行业超低排放改造。各地要加强组织领导，落实好《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》。各省（市）应加快制定本地钢铁行业超低排放改造计划方案，系统组织超低排放改造工作，确定年度重点工程项目。实施改造的企业要严格按照超低排放指标要求，全面实施有组织排放、无组织排放治理和大宗物料产品清洁运输。各地要增强服务意识，加强对企业的指导和帮扶，协调组织相关资源，为企业超低排放改造尤其是清洁运输等提供有利条件。**2019年12月底前，河北省完成钢铁行业超低排放改造1亿吨，山西省完成1500万吨。**生态环境部制定钢铁行业超低排放改造工程评估监测技术指南。企业经评估确认全面达到超低排放要求的，按有关规定执行税收、奖励、差别化电价等激励政策，在重污染天气预警期间执行差别化应急减排措施；对在评估工作中弄虚作假的企业，一经发现，取消相关优惠政策，企业应急绩效等级降为C级。

加快推进铁路专用线建设。2019年10月底前，各地要对年货运量150万吨及以上的大型工矿企业和新建物流园区铁路专用线建设情况、企业环评批复要求建设铁路专用线落实情况等进行摸排，提出建设方案和工程进度表，确保2020年基本完成。

深化区域应急联动。建立生态环境部和省级、市级生态环境部门的区域应急联动快速响应机制，当预测到区域将出现大范围重污染天气时，生态环境部基于区域会商结果，及时向省级生态环境部门通报预测预报结果，**省级生态环境部门根据预测预报结果发布预警提示信息，立即组织相关城市按相应级别启动重污染天气应急预案，实施区域应急联动。**各地生态环境部门要加强与气象部门的合作。淮海经济区内临沂、枣庄、日照、泰安、商丘、周口等非重点区域城市，应参照京津冀及周边地区预警启动标准，完善重污染天气应急预案，同步开展区域应急联动。秋冬季是重污染天气高发时期，各地可根据历史同期空气质量状况，结合国家中长期预测预报结果，提前研判未来空气质量变化趋势。当未来较长时间段内，有可能连续多次出现重污染天气过程，将频繁启动橙色及以上预警时，可提前指导行政区域内生产工序不可中断或短时间内难以完全停产的行业，预先调整生产计划，确保在预警期间能够有效落实应急减排措施。

夯实应急减排清单。各地应根据《关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见》，严格按照Ⅲ级、Ⅱ级、Ⅰ级应急响应时，二氧化硫、氮氧化物、颗粒物和VOCs的减排比例分别达到全社会排放量10%、20%和30%以上的要求，完善重污染天气应急减排清单，做到涉气企业和工序全覆盖。指导工业企业制定“一厂一策”实施方案，明确不同应急等级条件下停产的生产线、工艺环节和各类减排措施的关键性指标，细化各减排工序责任人及联系方式等。2019年8月底前，各地按相关要求在重污染天气应急管理平台上填报应急减排清单，实现清单电子化管理。生态环境部对各地上报的应急减排清单实施评估。

实施差异化应急管理。对重点行业中钢铁、焦化、氧化铝、电解铝、炭素、铜冶炼、陶瓷、玻璃、石灰窑、铸造、炼油和石油化工、制药、农药、涂料、油墨等15个明确绩效分级指标的行业，应严格评级程序，细化分级办法，**确定A、B、C级企业。**原则上，A级企业生产工艺、污染治理水平、排放强度等应达到全国领先水平，在重污染期间可不采取减排措施；B级企业应达到省内标杆水平，适当减少减排措

施。对其他16个未实施绩效分级的重点行业，各省（市）应结合本地实际情况，制定统一的应急减排措施，或自行制定绩效分级标准，实施差异化管控。

2. Mysteel: 9月河北钢铁行业PMI连续4个月低于荣枯线 终值48.3%

2019年9月份河北省钢铁行业PMI为48.3%，环比上升1.3%。“金九”钢材消费旺季，下游需求整体较8月好转，不过受环保趋严，钢企限产以及下游工程停工拖累钢铁PMI指数难以大幅上升。

9月份的新订单指数为50.3%，环比上升6.1%。伴随钢材消费旺季到来，下游开工情况明显好转，资源消化加速支撑钢企订单增加，带动新订单指数回升至荣枯线上。数据方面，2019年9月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为49.8%，比上月回升0.3个百分点，虽然仍处于荣枯线以下，但整体景气较上月有所改善。8月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速比上月回落0.4个百分点。这是该数据连续两个月回落，且跌至多年来低点。1-8月份，固定资产投资同比增长5.5%，增速比1-7月份回落0.2个百分点。1-8月，汽车产销1593.9万辆和1610.4万辆，同比下降12.1%和11.0%。

9月份新出口订单指数为46.0%，环比上升0.8%。当前国内普材出口情况依然低迷，主要由于国外价格偏低，国内钢企价格无优势。作为中高端产品的冷系产品，钢企出口接单情况尚可。

9月份的产出指数为44.6%，环比下降4.5%。9月份钢铁行业环保加码，停产、限产力度大幅提升是产出指数下降的主要原因。Mysteel调研247家钢厂高炉开工率70.85%，同比降9.99%；高炉炼铁产能利用率79.32%，同比降2.1%，钢厂盈利率86.23%，日均铁水产量221.8万吨，同比降5.88万吨。

9月份成品材库存指数为44.7%，环比下降3.5%。根据Mysteel统计，9月底，五大品种全国社会库存为1083万吨，较8月底下降165万吨，较去年同期上升82万吨。9月底Mysteel统计的五大品种钢厂库存为474万吨，较8月底下降70万吨，较去年同期上升24万吨。进入9月份不管是钢厂厂内还是市场库存消化逐步加快，贸易商库存普遍下降，加之环保升级的对生产环节的影响，市场整体供给减少，钢材库存呈现低位下降状态。

9月份的原材料库存指数为45.3%，环比上升3.0%。据Mysteel的调查显示，9月底全国样本钢厂的焦煤库存864万吨，较8月底上升16万吨。9月底全国样本钢厂的焦炭库存456吨，较8月底上升1万吨。9月底全国64家样本钢厂的进口矿烧结粉矿总库1613万吨，较8月底增加125万吨。

9月份国内钢材价格环比小幅上涨，环保影响加剧升温。9月份Mysteel钢材综合价格环比上升1.3%或54元/吨至3945元/吨。分品种看，长材环比上升2.7%；扁平材环比下上升0.28%。钢材原材料，焦炭环比下降4.7%，焦煤下降3.4%，铁矿石上升7.7%。

回顾“金秋九月”环保加剧升温，对钢材生产企业以及下游用钢企业形成供需双限的效果，市场普遍反应“金九”需求释放不及预期，供给高位下降，钢价表现旺季不旺，月环比价格小幅上涨。值得庆幸的是，9月份国内钢材厂内和社会库存下降超预期，对市场信心起到明显的巩固作用，市场偏空思路多转向谨慎看涨。随着地

方债发行提速，本月各地纷纷加大基础建设投资和开工，被市场寄予厚望。

10月份，国内钢材需求依然处于消费旺季，资源持续有望持续消化。环保方面，部分钢材重点生产区域，10月份继续执行限产，且采暖季限产也或被市场反复炒作，加之国庆前夕环保对钢材生产的实际影响将在10月份体现，因此预计10月钢材供给高位继续下降。另外，受国庆影响而停工或推迟开工的工程，将延迟在10月份集中释放。总之，10月份钢铁基本面有所好转，基础建设提速也将带动需求释放，因此判断，10月份国内钢材价格或有上涨空间。

3. 中钢协《2019年8月份重点统计企业板带材产销情况分析》

8月份中厚板轧机、热/冷连轧机日产量环比均有不同程度上升，热连轧机的产品价格连续下跌，中厚板轧机和冷连轧机的产品价格较上月略有上涨。重点品种中，中厚规格汽车板产量是汽车板细分品种中唯一同比上升的，但增幅逐渐收窄。

一、板带材轧机生产情况：

8月份中厚板轧机生产特厚板、中厚板491万吨，同比增加40万吨，上升8.9%。热连轧机生产1393万吨，同比增加75万吨，上升5.7%；其中商品量840万吨，同比增加64万吨，增长8.2%。供下工序用料553万吨，同比增加11万吨，上升2.0%。冷连轧机生产475万吨，同比增加10万吨，上升2.2%；其中商品量336万吨，同比增加12万吨，上升3.7%。供下工序用料139万吨，同比减少2万吨，下降1.1%。

二、主要产品生产及销售情况：

8月份生产特厚板62万吨，同比增加7万吨，上升12.4%，销售65万吨，其中出口5万吨，产销率105.6%；售价4811元/吨，比上月下跌98元/吨；月末库存36万吨，比上月减少4万吨。

8月份生产中厚板429万吨，同比增加34万吨，上升8.5%，销售424万吨，其中出口29万吨，产销率98.8%；售价4390元/吨，比上月上涨43元/吨；月末库存170万吨，比上月增加5万吨。

8月份生产中厚宽钢带659万吨，同比增加78万吨，上升13.4%；销售652万吨，其中出口26万吨，产销率98.9%；售价3984元/吨，比上月下跌30元/吨；月末库存108万吨，比上月增加7万吨。

8月份生产热轧薄宽钢带180万吨，同比减少15万吨，下降7.7%；销售187万吨，其中出口19万吨，产销率103.4%；售价3997元/吨，比上月下跌45元/吨；月末库存50万吨，比上月减少6万吨。

8月份生产冷轧薄宽钢带269万吨，同比增加11万吨，上升4.2%；本月销售259万吨，其中出口18万吨，产销率96.3%；售价4382元/吨，比上月上涨14元/吨；月末库存76万吨，比上月增加10万吨。

8月份生产镀锌板139万吨，同比减少16万吨；本月销售139万吨，其中出口22万吨，产销率99.8%；售价4986元/吨，比上月上涨44元/吨；月末库存34万吨，与上月持平。

8月份生产镀锡板11万吨，与上年同期基本持平；彩涂板12万吨，同比减少2万吨，下降11.8%；电工钢板带66万吨，同比减少1万吨，下降1.5%。

三、重点品种生产情况：

8月份造船板产量74万吨，与上年同期持平；其中高强船板产量41万吨，同比增加4万吨，上升10.8%。锅炉和压力容器用钢板产量28万吨，同比增加2万吨，上升7.7%。桥梁板产量28万吨，同比增加7万吨，上升33.3%。管线钢板产量33万吨，与上年同期持平。集装箱板产量4万吨，同比减少22万吨，下降84.6%。汽车板产量204万吨，同比减少42万吨，下降17.1%。其中镀锌汽车板产量47万吨，同比减少20万吨，下降29.9%。家电板产量63万吨，同比减少6万吨，下降8.7%。电工钢板产量66万吨，同比增加1万吨，上升1.5%。其中取向硅钢产量15万吨，同比增加3万吨，上升25.0%。热轧酸洗板产量38万吨，同比减少6万吨，下降13.6%。高强钢板产量287万吨，同比增加44万吨，上升18.1%。

4. 《大冶特殊钢股份有限公司关于拟变更公司名称、证券简称以及新增办公地址的公告》

一、公司名称或证券简称变更的说明

大冶特殊钢股份有限公司（以下简称“公司”）于2019年9月2日召开第八届董事会第十九次临时会议，审议通过了《关于拟变更公司名称及证券简称的议案》，拟对公司名称及证券简称进行变更（以工商行政管理部门最终核准的公司名称为准），具体拟变更情况如下：

表4：大冶特殊钢股份有限公司拟变更公司名称、证券简称情况

	变更前	变更后
中文名称	大冶特殊钢股份有限公司	中信泰富特钢集团股份有限公司
英文名称	DAYE SPECIAL STEEL CO.,LTD.	Citic Pacific Special Steel Group Co., Ltd
证券简称	大冶特钢	中信特钢
英文简称	---	Citic Steel

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

二、公司名称或证券简称变更原因说明

2019年3月30日，公司披露了《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》，公司拟以发行股份形式购买中信泰富特钢投资有限公司、江阴信泰投资企业（有限合伙）、江阴治泰投资企业（有限合伙）、江阴青泰投资企业（有限合伙）及江阴信富投资企业（有限合伙）合计持有的兴澄特种钢铁有限公司（“兴澄特钢”）86.5%股权（“本次重组交易”）。2019年7月26日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）上市公司并购重组审核委员会召开2019年第34次工作会议，审核并有条件通过本次重组交易。2019年8月22日，公司收到中国证监会印发《关于核准

大冶特殊钢股份有限公司向中信泰富特钢投资有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2019]1503号）。

本次重组交易前，公司和兴澄特钢均由中国中信集团有限公司（以下简称“中信集团”）间接控股，且兴澄特钢的业务和盈利规模是公司的数倍。本次重组交易完成后，中信集团旗下的特钢资产将实现整体上市，公司将成为全球规模和品种规格领先的专业化特钢生产企业集团。公司全称“大冶特殊钢股份有限公司”及证券简称“大冶特钢”已不能准确表示公司重组后的业务规模。为更准确地反映公司完成本次重组交易后的业务情况，且易于投资者理解，公司拟变更公司全称及证券简称。

四、风险提示

1. 宏观经济增速下滑;
2. 原材料价格超预期上涨侵蚀利润;
3. 环保政策的不确定性;
4. 超净排放改造进程不及预期。

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）。
- 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。