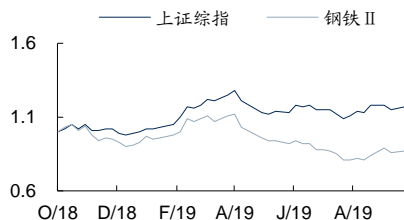


**钢铁 II**
**钢铁行业周报（10月7日-10月13日）**
**中性**

2019年10月14日

**一年该行业与上证综指走势比较**

**相关研究报告:**

《钢铁行业周报（9月23日-9月29日）：节前限产超预期，钢价偏强震荡》——2019-09-30  
 《钢铁行业周报（9月16日-9月22日）：节日影响降库，钢价上行受阻》——2019-09-23  
 《钢铁行业2019年9月投资策略暨半年报业绩总结：三重利好共振，促行业盈利筑底回升》——2019-09-17  
 《钢铁行业周报（9月9日-9月15日）：钢材消费超预期，钢厂盈利持续改善》——2019-09-16  
 《钢铁行业周报（9月2日-9月8日）：金九银十，降库提速》——2019-09-09

**证券分析师：冯思宇**

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

**行业周报**
**秋季限产有望加严**
**● 铁矿石价格上涨、焦炭价格持平、废钢价格持平**

截至10月11日，普氏62%品位铁矿石价格为92.7美元/吨，较节前上涨1.2美元/吨。山西临汾产一级冶金焦价格为1740.0元/吨，与节前持平。唐山废钢价格为2535.0元/吨，与节前持平。

**● 钢材价格回调**

截至10月11日，上海地区20mm螺纹钢价格为3740元/吨，较节前下跌20元/吨；上海4.75mm热卷价格为3570元/吨，较节前下跌30元/吨；上海1.0mm冷轧板价格为4270元/吨，较节前下跌10元/吨；上海20mm中厚板价格为3760元/吨，较节前下跌10元/吨。

**● 钢材模拟利润下跌**

截至10月11日，原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为283.8元/吨、54.1元/吨、199.3元/吨、104.0元/吨，较节前分别下跌120.5元/吨、128.9元/吨、115.2元/吨、115.2元/吨。

**● 秋冬季管控预期将较为严格**

从唐山地区来看，近期出台的《10月份全市大气污染防治强化管控方案》对于钢铁企业减排的要求较此前采暖季要更为严格。文件指出绩效评价为A、B类的不限产，绩效评价为C类的烧结、球团装备、石灰窑、高炉停产50%（含）以上，以生产装备计。我们假设C1类限产50%、C2类限产55%、C3类限产60%，据此测算，新方案影响高炉日均产能达15.52万吨，阶段性抑制供给上涨。

**● 消费韧性持续**

金九银十，钢材消费保持旺盛。8月中旬以来，钢材库存开始加速下降，9月4周，五大品种钢材库存合计下降234.79万吨。十一期间，库存累积，放假过后，钢材库存继续下降。本周五大钢材社会库存、厂内库存分别下降16.73万吨、11.28万吨，降至1124.67万吨、528.77万吨。库存整体水平已逐步接近往年同期库存水平，对钢价形成有效支撑。

**● 三季度特钢、普钢企业业绩继续分化**

10月下旬，三季报将密集披露，业绩情况或主导近期个股走势。从已披露业绩预告的几家钢铁企业情况来看，特钢、普钢企业业绩继续分化。特钢企业销售情况良好，久立特材、中信特钢归母净利润同比均有较大幅度的增长。而普钢企业受到前期铁矿石价格大幅抬升的影响，利润再度收敛。

**● 行业存博弈机会，建议关注盈利稳健的低估值标的**

当前，钢价存在向上博弈的机会。一方面，钢材供给受到政策影响，唐山等地限产方案较大力度的抑制钢材产量；另一方面，10月行业处于消费旺季的末期，需求或仍保持较高水平。因此，行业存在供需错配的机会，短期支撑钢价向上。三季报业绩披露在即，建议关注南方低估值企业三钢闽光、华菱钢铁、新钢股份，以及盈利稳健的龙头上市公司宝钢股份、中信特钢。

**● 风险提示:**

钢材消费大幅下滑；限产不及预期。

## 内容目录

核心数据一览.....	4
原料价格走势.....	4
铁矿石价格上涨.....	4
焦炭价格持平.....	5
废钢价格持平.....	5
钢材价格回调.....	6
钢材模拟利润下跌.....	7
高炉开工率上涨.....	8
螺纹钢、热卷产量上升.....	9
建材成交量下降.....	9
铁矿石港口库存、钢材库存下降.....	10
钢铁板块下跌.....	11
下周行业观点.....	13
秋冬季管控预期将较为严格.....	13
消费韧性持续.....	13
三季度特钢、普钢企业业绩继续分化.....	13
行业存博弈机会，建议关注盈利稳健的低估值标的.....	13
国信证券投资评级.....	15
分析师承诺.....	15
风险提示.....	15
证券投资咨询业务的说明.....	15

## 图表目录

图 1: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨) .....	5
图 2: 国内港口进口矿价格 (元/湿吨) .....	5
图 3: 一级冶金焦价格走势 (元/吨) .....	5
图 4: 废钢价格走势 (元/吨) .....	6
图 5: 螺纹钢价格走势 (元/吨) .....	6
图 6: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨) .....	6
图 7: 冷轧板价格走势 (元/吨) .....	7
图 8: 中厚板价格走势 (元/吨) .....	7
图 9: 钢铁企业盈利面 (%) .....	7
图 10: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨) .....	8
图 11: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨) .....	8
图 12: 原料滞后一个月模拟冷轧毛利润 (元/吨) .....	8
图 13: 原料滞后一个月模拟中厚板毛利润 (元/吨) .....	8
图 14: 全国高炉开工率 (%) .....	9
图 15: 螺纹钢每周产量 (万吨) .....	9
图 16: 热卷每周产量 (万吨) .....	9
图 17: 全国 237 家流通商建材周均成交量 (万吨) .....	10
图 18: 港口铁矿石库存 (万吨) .....	10
图 19: 钢材社会库存 (万吨) .....	10
图 20: 螺纹钢社会库存 (万吨) .....	11
图 21: 热轧卷社会库存 (万吨) .....	11
图 22: 螺纹钢厂内库存 (万吨) .....	11
图 23: 热轧卷厂内库存 (万吨) .....	11
图 24: 最近一年内钢铁板块指数变化趋势.....	12
表 1: 本周核心数据一览.....	4
表 2: 本周钢铁板块主要股票涨跌情况 (按周涨幅由高到低排名) .....	12
表 3: 上市公司归母净利润业绩预告情况 (亿元) .....	13

## 核心数据一览

截至 10 月 11 日，唐山方坯价格较节前上涨 50 元/吨；上海地区 20mm 螺纹钢价格较节前下跌 20 元/吨，4.75mm 热卷价格较节前下跌 30 元/吨。原料方面，普氏 62% 铁矿石价格较节前上涨 1.2 美元/吨，青岛港 PB 粉价格较节前上涨 14.0 元/湿吨。山西一级冶金焦价格与节前持平。钢材产品模拟利润下跌，原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为 283.8 元/吨、54.1 元/吨、199.3 元/吨、104.0 元/吨，较节前分别下跌 120.5 元/吨、128.9 元/吨、115.2 元/吨、115.2 元/吨。库存方面，本周港口铁矿石库存较节前上升 635.9 万吨，为 12669.6 万吨；钢材社会库存较节前上升 42.7 万吨，至 1124.7 万吨。全国高炉开工率 64.4%，较节前上涨 6.8%。

表 1：本周核心数据一览

	单位	本周	周变化	月变化
美元/人民币汇率	元/美元	7.07	-0.00	-0.01
钢材现货价格				
方坯（唐山 Q235）	元/吨	3,370.0	50.0	10.0
螺纹钢（HRB400 上海）	元/吨	3,740.0	-20.0	70.0
热卷（4.75mm 上海）	元/吨	3,570.0	-30.0	-80.0
冷轧板（1.0mm 上海）	元/吨	4,270.0	-10.0	10.0
中厚板（20mm 上海）	元/吨	3,760.0	-10.0	0.0
Mysteel 钢材价格指数		139.6	0.1	-0.1
Mysteel 长材价格指数		159.7	0.6	1.2
Mysteel 板材价格指数		120.4	-0.3	-1.3
原料价格				
普氏 62% 铁矿价格	美元/吨	92.7	1.2	2.5
迁安 66% 精粉价格	元/吨	905.0	-5.0	15.0
青岛港 PB 粉价格	元/湿吨	742.0	14.0	4.0
青岛港卡拉卡斯粉价格	元/湿吨	803.0	-3.0	23.0
一级冶金焦价格(山西临汾产)	元/吨	1,740.0	0.0	0.0
废钢价格(唐山不含税)	元/吨	2,535.0	0.0	-50.0
盈利情况				
钢铁企业盈利面	%	79.1	0.6	4.9
螺纹钢毛利(成本滞后一月)	元/吨	283.8	-120.5	217.8
热轧板卷毛利(成本滞后一月)	元/吨	54.1	-128.9	83.2
冷轧板毛利(成本滞后一月)	元/吨	199.3	-115.2	169.0
中厚板毛利(成本滞后一月)	元/吨	104.0	-115.2	160.1
库存状况				
铁矿石港口库存	万吨	12,669.6	635.9	577.9
钢材社会库存	万吨	1,124.7	-16.7	-88.3
开工率				
全国高炉开工率	%	64.4	6.8	-3.9
唐山地区高炉开工率	%	63.0	19.6	-7.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 原料价格走势

### 铁矿石价格上涨

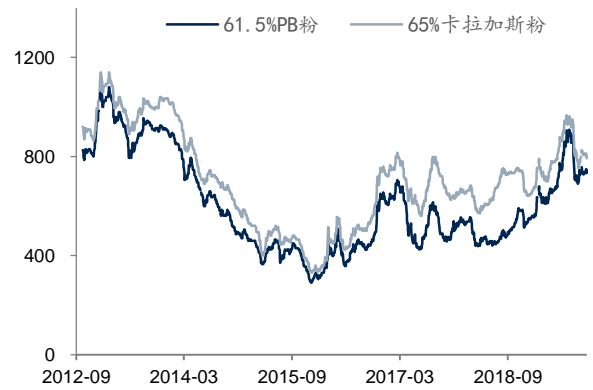
截至 10 月 11 日，普氏 62% 品位铁矿石价格为 92.7 美元/吨，较节前上涨 1.2 美元/吨，较上月上涨 2.5 美元/吨。青岛港 PB 粉价格 742.0 元/湿吨，较节前上涨 14.0 元/湿吨，较上月上涨 4.0 元/湿吨。

图 1: 普氏铁矿石价格指数 (美元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 国内港口进口矿价格 (元/湿吨)

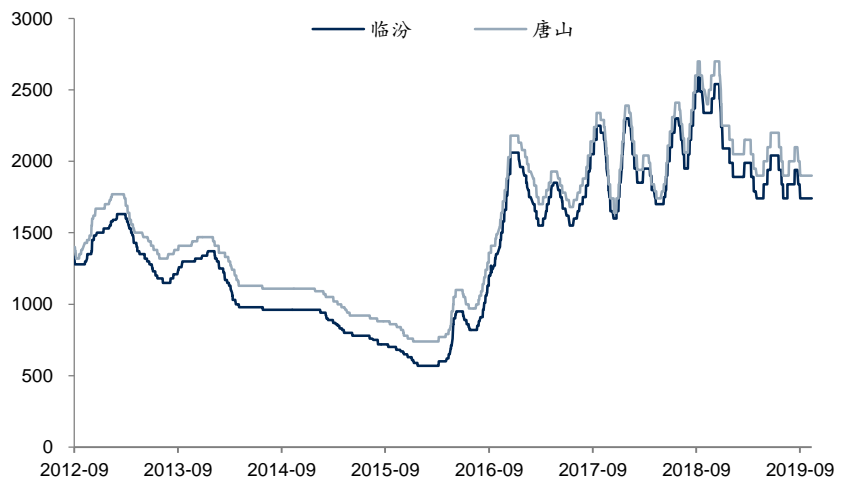


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 焦炭价格持平

截至 10 月 11 日, 山西临汾产一级冶金焦价格为 1740.0 元/吨, 与节前持平, 与上月持平。河北地区二级冶金焦价格为 1840.0 元/吨, 与节前持平, 与上月持平。

图 3: 一级冶金焦价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 废钢价格持平

截至 10 月 11 日, 唐山废钢价格为 2535.0 元/吨, 与节前持平, 较上月下跌 50.0 元/吨; 张家港废钢价格为 2490.00 元/吨, 较节前上升 70.00 元/吨, 较上月上升 140.0 元/吨。

图 4: 废钢价格走势 (元/吨)

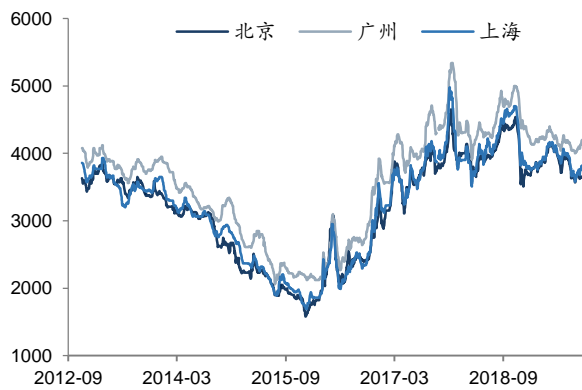


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 钢材价格回调

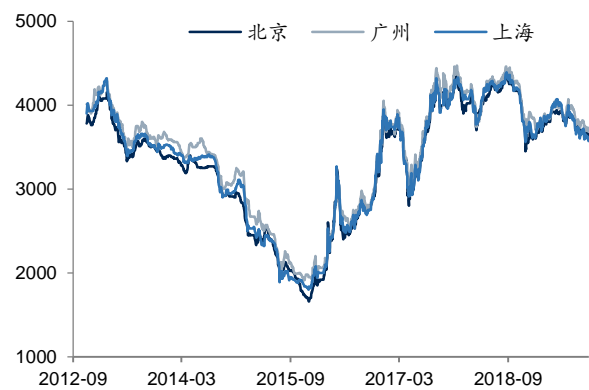
截至 10 月 11 日, 上海地区 20mm 螺纹钢价格为 3740 元/吨, 较节前下跌 20 元/吨; 上海 4.75mm 热卷价格为 3570 元/吨, 较节前下跌 30 元/吨; 上海 1.0mm 冷轧板价格为 4270 元/吨, 较节前下跌 10 元/吨; 上海 20mm 中厚板价格为 3760 元/吨, 较节前下跌 10 元/吨。

图 5: 螺纹钢价格走势 (元/吨)



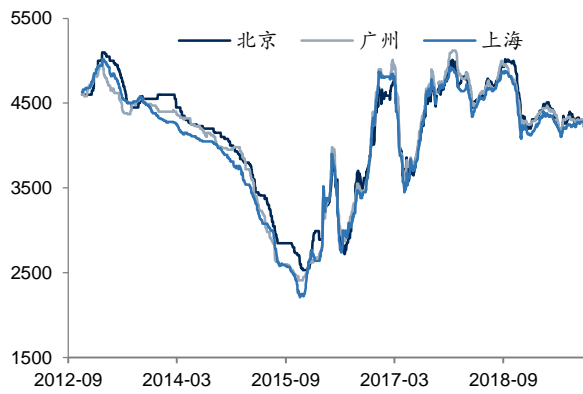
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 4.75mm 热卷价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 冷轧板价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 中厚板价格走势 (元/吨)

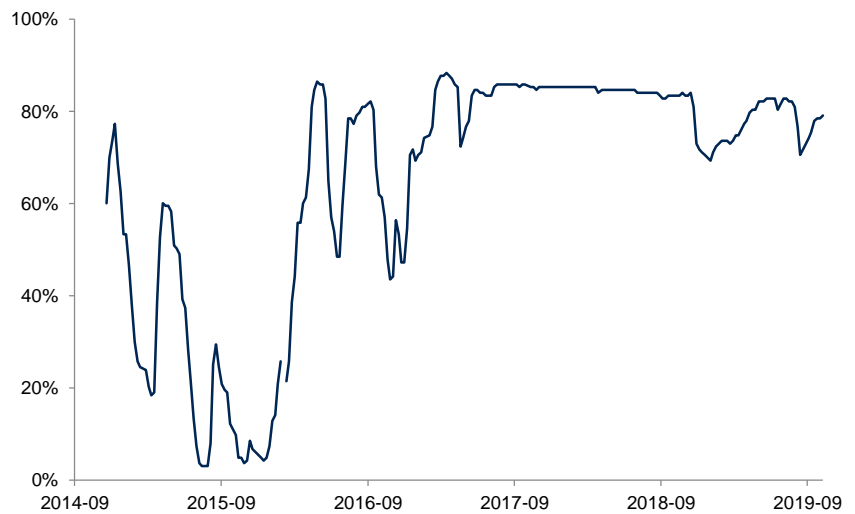


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 钢材模拟利润下跌

行业盈利持续好转, 截至 10 月 11 日, 钢铁企业盈利面为 79.1%, 较节前上涨 0.6%, 较上月上涨 4.9%。

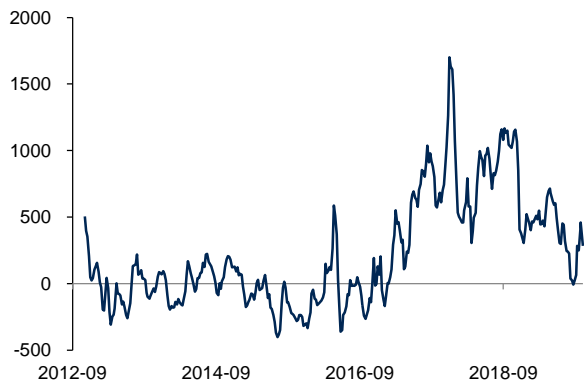
图 9: 钢铁企业盈利面 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

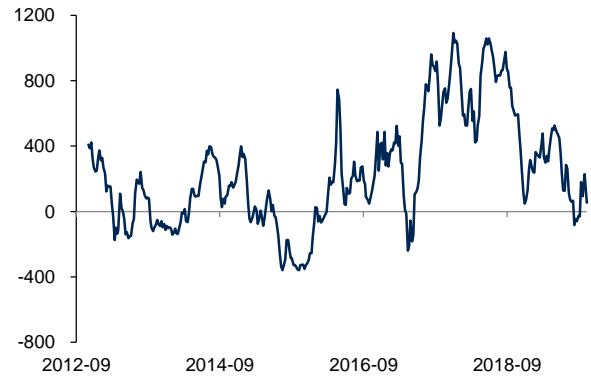
截至 10 月 11 日, 原料滞后一个月模拟螺纹钢、热卷、冷轧板、中厚板毛利润分别为 283.8 元/吨、54.1 元/吨、199.3 元/吨、104.0 元/吨, 较节前分别下跌 120.5 元/吨、128.9 元/吨、115.2 元/吨、115.2 元/吨。

图 10: 原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利润 (元/吨)



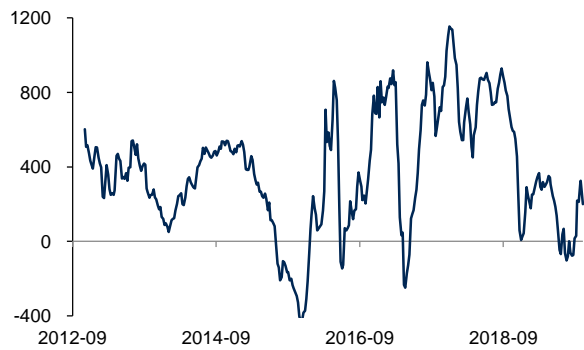
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 11: 原料滞后一个月模拟热卷毛利润 (元/吨)



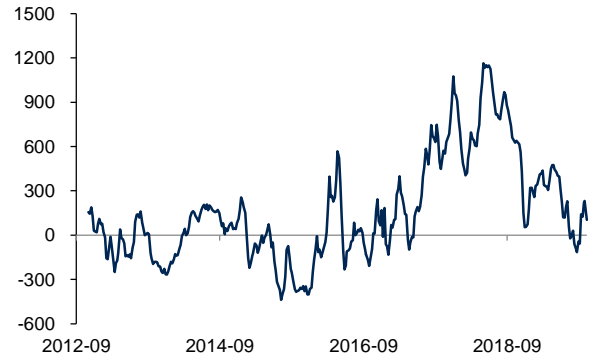
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 12: 原料滞后一个月模拟冷轧毛利润 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

图 13: 原料滞后一个月模拟中厚板毛利润 (元/吨)



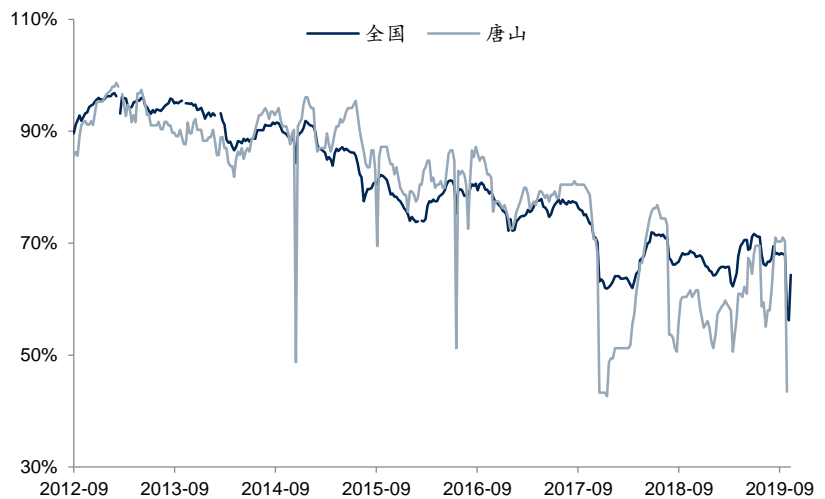
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算

## 高炉开工率上涨

截至 10 月 11 日, 全国高炉开工率 64.4%, 较节前上涨 6.8%。唐山地区高炉开工率 63.0%, 较节前上涨 19.6%。



图 14: 全国高炉开工率 (%)

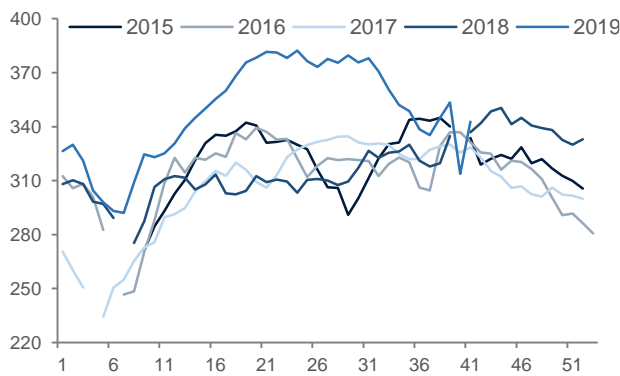


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 螺纹钢、热卷产量上升

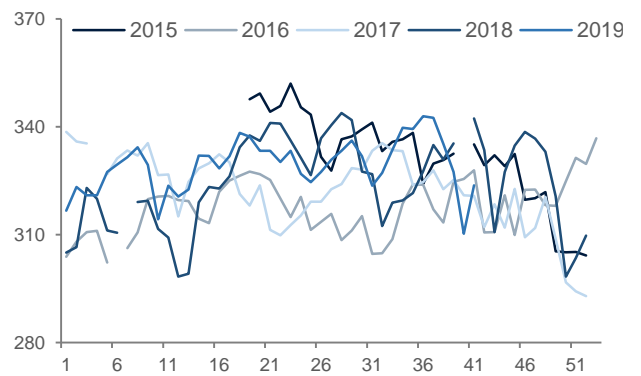
截至 10 月 11 日, Mysteel 统计螺纹钢周产量为 342.70 万吨, 较上周上升 28.97 万吨, 较节前下降 10.77 万吨。热卷周产量为 323.72 万吨, 较上周上升 13.46 万吨, 较节前下降 3.76 万吨。

图 15: 螺纹钢每周产量 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 16: 热卷每周产量 (万吨)

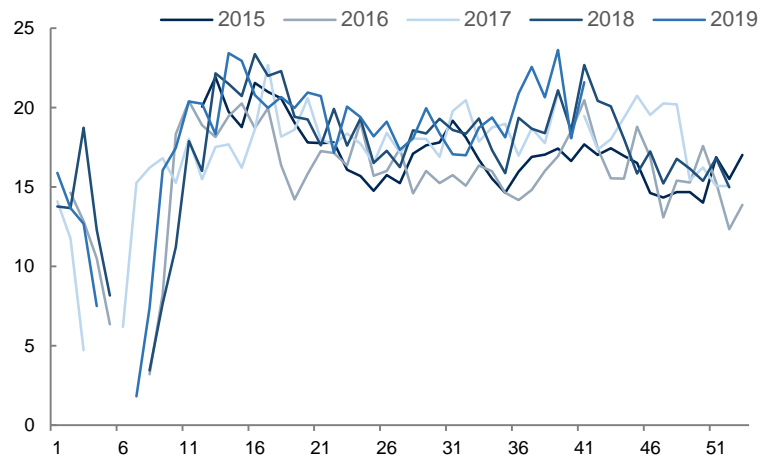


资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

### 建材成交量下降

据 Mysteel, 本周全国 237 家流通商建材成交量 (5 日均值) 为 20.93 万吨, 较节前下降 1.18 万吨。

图 17: 全国 237 家流通商建材周均成交量 (万吨)



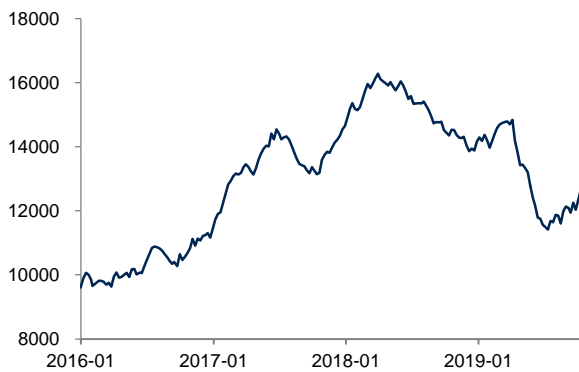
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 铁矿石港口库存、钢材库存下降

截至 10 月 11 日, 港口铁矿石库存为 12669.6 万吨, 较节前上升 635.9 万吨, 较上月上升 577.9 万吨。钢材社会库存为 1124.7 万吨, 较节前上升 42.7 万吨。

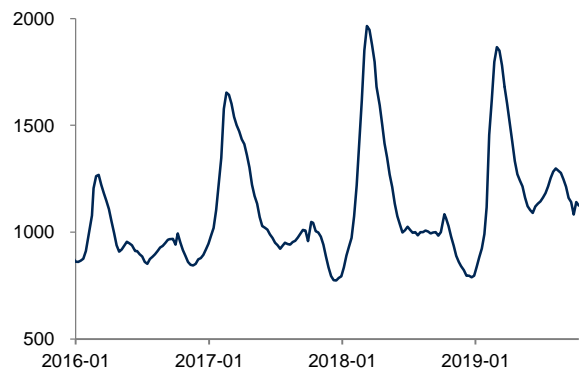
Mysteel 统计 10 月 11 日, 35 个主要城市, 螺纹钢社会库存为 482.80 万吨, 较上周下降 16.94 万吨, 较节前上升 3.00 万吨; 厂内库存 252.14 万吨, 较上周下降 4.07 万吨, 较节前上升 27.45 万吨。26 个主要城市, 热卷社会库存为 253.85 万吨, 较上周下降 0.28 万吨, 较节前上升 14.19 万吨; 厂内库存 94.24 万吨, 较上周下降 3.81 万吨, 较节前下降 0.10 万吨。

图 18: 港口铁矿石库存 (万吨)



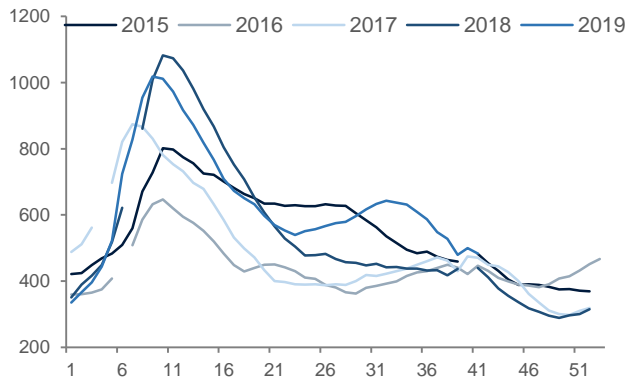
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 19: 钢材社会库存 (万吨)



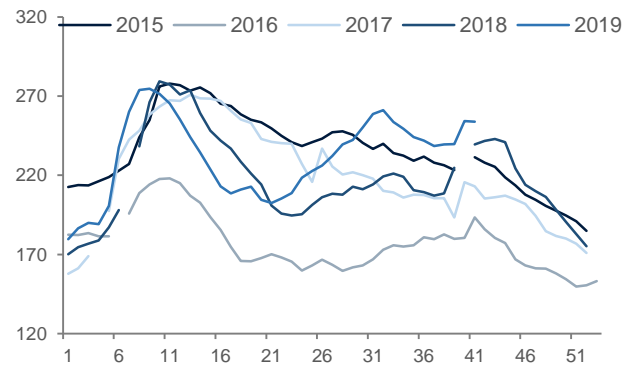
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 螺纹钢社会库存 (万吨)



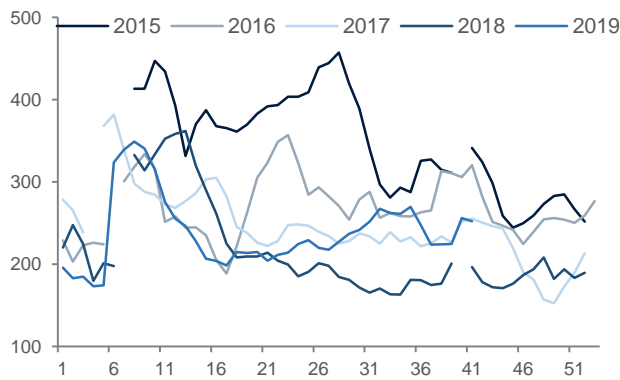
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 21: 热轧卷社会库存 (万吨)



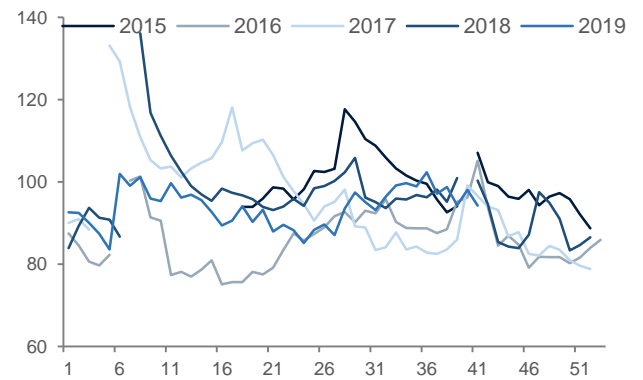
资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 22: 螺纹钢厂内库存 (万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

图 23: 热轧卷厂内库存 (万吨)

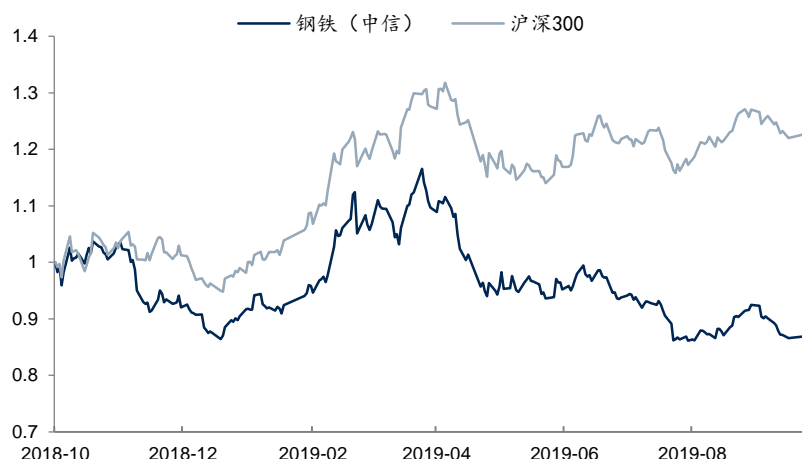


资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

## 钢铁板块下跌

截至 10 月 11 日, 中信钢铁板块指数收于 1289.00 点, 5 日上涨 0.98%; 同期上证综指收于 2973.66 点, 5 日上涨 1.41%。本周钢铁行业上市公司涨幅较大的是常宝股份 (10.65)、久立特材 (8.89), 跌幅最大的是永兴材料 (-5.71)。

图 24: 最近一年内钢铁板块指数变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 本周钢铁板块主要股票涨跌情况 (按周涨幅由高到低排名)

证券代码	证券简称	周收盘价,元	周开盘价,元	周涨跌幅,%	月开盘价,元	月涨跌幅,%
002478.SZ	常宝股份	6.4400	5.8700	10.6529	5.8700	10.6529
002318.SZ	久立特材	8.3300	7.6500	8.8889	7.6500	8.8889
000708.SZ	中信特钢	17.3000	16.1000	7.9900	16.1000	7.9900
002443.SZ	金洲管道	7.0600	6.7600	4.4379	6.7600	4.4379
600581.SH	八一钢铁	3.3500	3.2200	4.3614	3.2200	4.3614
603878.SH	武进不锈	9.9600	9.6100	3.6420	9.6100	3.6420
600399.SH	ST 抚钢	2.8600	2.7600	3.6232	2.7600	3.6232
000959.SZ	首钢股份	3.4600	3.3500	3.5928	3.3500	3.5928
601003.SH	柳钢股份	5.3000	5.1200	3.5156	5.1200	3.5156
600307.SH	酒钢宏兴	1.9200	1.8600	3.2258	1.8600	3.2258
600282.SH	南钢股份	3.1600	3.0700	2.9316	3.0700	2.9316
601005.SH	重庆钢铁	1.8900	1.8400	2.7174	1.8400	2.7174
000932.SZ	华菱钢铁	4.1900	4.0800	2.6961	4.0800	2.6961
600126.SH	杭钢股份	4.2100	4.1100	2.6829	4.1100	2.6829
600507.SH	方大特钢	8.4900	8.3700	2.2892	8.3700	2.2892
600782.SH	新钢股份	4.5500	4.4600	2.2472	4.4600	2.2472
000717.SZ	韶钢松山	3.7800	3.7000	2.1622	3.7000	2.1622
000898.SZ	鞍钢股份	3.1500	3.0900	1.9417	3.0900	1.9417
000825.SZ	太钢不锈	3.9100	3.8400	1.8229	3.8400	1.8229
000778.SZ	新兴铸管	3.9700	3.8900	1.7949	3.8900	1.7949
600117.SH	西宁特钢	3.4100	3.3500	1.7910	3.3500	1.7910
600569.SH	安阳钢铁	2.4200	2.3800	1.6807	2.3800	1.6807
600608.SH	ST 沪科	5.1100	5.0300	1.5905	5.0300	1.5905
600231.SH	凌钢股份	2.7800	2.7300	1.4599	2.7300	1.4599
600010.SH	包钢股份	1.4800	1.4700	1.3699	1.4700	1.3699
600022.SH	山东钢铁	1.4900	1.4700	1.3605	1.4700	1.3605
002110.SZ	三钢闽光	8.1400	8.0500	1.2438	8.0500	1.2438
000709.SZ	河钢股份	2.5500	2.5200	1.1905	2.5200	1.1905
600019.SH	宝钢股份	5.9600	5.9100	0.8460	5.9100	0.8460
000761.SZ	本钢板材	3.8000	3.7700	0.7958	3.7700	0.7958
600808.SH	马钢股份	2.7000	2.6800	0.3717	2.6800	0.3717
200761.SZ	本钢板 B	2.0200	2.0100	-0.4926	2.0100	-0.4926
002075.SZ	沙钢股份	7.2100	7.3900	-1.5027	7.3900	-1.5027
002756.SZ	永兴材料	15.2000	15.9600	-5.7072	15.9600	-5.7072

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 下周行业观点

### 秋冬季管控预期将较为严格

9月,《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)》出台,对比2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案,可以看到本轮方案对于PM2.5平均浓度同比下降的要求更高。去年秋冬季京津冀及周边地区PM2.5平均浓度不降反升,同比上升6.5%,重污染天数同比增加36.8%。今年秋冬季,据预测,气象条件整体偏差,不利于大气污染物扩散。因此,面对即将迎来蓝天保卫战三年行动计划关键时期,今年秋冬季的管控势必相对去年要更加严格。针对钢铁行业,此次征求意见稿未提出明确的错峰生产要求,而是针对重污染天气,要求实施差异化应急管理。同时,对于行业超低排放有了更加明确的要求,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。

从唐山地区来看,近期出台的《10月份全市大气污染防治强化管控方案》对于钢铁企业减排的要求较此前采暖季要更为严格。文件指出绩效评价为A、B类的不限产,绩效评价为C类的烧结、球团装备、石灰窑、高炉停产50%(含)以上,以生产装备计。我们假设C1类限产50%、C2类限产55%、C3类限产60%,据此测算,新方案影响高炉日均产能达15.52万吨,阶段性抑制供给上涨。

### 消费韧性持续

金九银十,钢材消费保持旺盛。8月中旬月以来,钢材库存开始加速下降,9月4周,五大品种钢材库存合计下降234.79万吨。十一期间,库存累积,放假过后,钢材库存继续下降。本周五大钢材社会库存、厂内库存分别下降16.73万吨、11.28万吨,降至1124.67万吨、528.77万吨。库存整体水平已逐步接近往年同期库存水平,对钢价形成有效支撑。

### 三季度特钢、普钢企业业绩继续分化

10月下旬,三季报将密集披露,业绩情况或主导近期个股走势。从已披露业绩预告的几家钢铁企业情况来看,特钢、普钢企业业绩继续分化。特钢企业销售情况良好,久立特材、中信特钢归母净利润同比均有较大幅度的增长。而普钢企业受到前期铁矿石价格大幅抬升的影响,利润再度收敛。

表3: 上市公司归母净利润业绩预告情况(亿元)

证券简称	2019 三季报 上限	2019 三季报 下限	2019 三季报 中值	2019 第三季 度中值	2018 前三季 度	同比	2018 第三季 度	单季同比
久立特材	3.88	3.45	3.66	1.56	2.16	70.0%	0.83	87.0%
中信特钢	37.00	36.10	36.55	12.20	26.69	36.9%	11.68	4.5%
沙钢股份	5.40	3.60	4.50	1.65	9.93	-54.7%	3.46	-52.3%
柳钢股份	16.16	13.22	14.69	2.04	32.54	-54.9%	12.14	-83.2%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

### 行业存博弈机会,建议关注盈利稳健的低估值标的

当前,钢价存在向上博弈的机会。一方面,钢材供给受到政策影响,唐山等地强限产方案较大力度的抑制钢材产量;另一方面,10月行业处于消费旺季的末期,需求或仍保持较高水平。因此,行业存在供需错配的机会,短期支撑钢价

向上。三季度业绩披露在即，建议关注南方低估值企业三钢闽光、华菱钢铁、新钢股份，以及盈利稳健的龙头上市公司宝钢股份、中信特钢。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

---

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032