

2019年11月投资策略

供需格局或延续弱平衡，关注环保超预期的可能性

核心观点：

一、投资策略：供需格局或延续弱平衡，关注环保超预期的可能性

2019年10月回顾：10月延续钢材需求传统旺季，社会库存继续去化，但供需格局改善不及预期，钢价下跌；但是受益于成本端跌幅强于成材端，盈利逐步修复。2019年10月，钢铁行业指数跌幅为2.37%、同期沪深300涨幅为1.89%，钢铁行业指数走势弱于沪深300指数，在申万28个行业中涨幅排第二十五名。钢铁板块PE估值、PB估值小幅下降，2019年10月31日，钢铁行业PE_TTM为6.9倍，9月底为7.1倍；PB_LF为0.86倍，9月底为0.87倍。当前PE、PB分别为2013年至今的6.4%分位和16.8%分位。

2019年11月展望：需求端，11月进入钢材需求传统淡季，预计需求环比或趋弱；供给端，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11月供给边际或收缩。供需将继续维持弱平衡、钢价或继续震荡走弱；但成本端尤其进口铁矿石供需格局环比变差、铁矿石价格中枢或继续下移，预计钢材盈利或以稳为主。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：10月供需弱平衡、钢价下跌，11月预计钢价震荡走弱、盈利以稳为主

供给：临近秋冬采暖季，唐山等地环保政策趋严，预计11月供给边际或收缩。

需求：11月开始进入传统钢铁需求淡季、需求季节性走弱。我们判断：随着今年不及预期的“金九银十”结束以及秋冬季传统钢铁需求淡季的到来，预计11月钢材需求环比或有所下降。

供需与库存：10月长、板材库存去化显著，预计11月去库速度或放缓。

成本：钢厂环保压力或进一步加大、叠加临近年关海外矿企或加大铁矿石产量和发货量，预计11月进口矿价或稳中有降，焦炭供需格局偏弱、价格高位震荡。

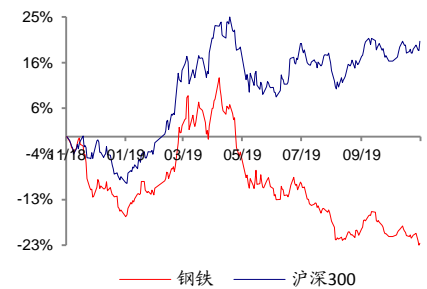
价格：10月供需双强、供需维持弱平衡状态，钢价出现小幅下跌。预计11月供需继续维持弱平衡，钢价或震荡走低。

盈利：供需方面，秋冬季钢材需求传统淡季来临，预计11月需求环比将有所弱化。近期多地出台重污染天气错峰生产政策，但政策执行力度仍有待观察，预计11月供需继续维持弱平衡，钢价或震荡走低；成本端，临近年关，澳洲、巴西铁矿石产量和发货量或将持续提升，矿价将继续承压。综上所述，预计11月盈利环比或以稳为主。

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	2019-11-02

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 2019-10-26

42周）：钢材高库存压力有所缓解、需求仍主导短期钢价方向

钢铁行业周报（2019年第 2019-10-19

41周）：供需弱平衡延续，短期钢价震荡行情不改

钢铁集团专题之四：本钢集 2019-10-17

团：位居国内前十钢企，内部挖潜降成本空间大、债务结构边际改善

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	7.63	2019/8/29	买入	11.93	2.01	2.06	3.80	3.70	1.09	1.04	23.6	21.1
方大特钢	600507.SH	CNY	8.15	2019/8/16	买入	12.18	1.63	1.82	5.00	4.48	2.34	1.60	26.8	23.0
久立特材	002318.SZ	CNY	8.18	2019/8/29	买入	9.76	0.51	0.53	16.04	15.43	9.00	8.14	11.9	11.1
鞍钢股份	000898.SZ	CNY	3.00	2019/9/2	买入	4.66	0.39	0.41	7.69	7.32	3.85	3.61	6.3	6.2
马钢股份	600808.SH	CNY	2.66	2019/9/2	买入	4.06	0.38	0.45	7.00	5.91	2.78	2.21	9.4	10.6
南钢股份	600282.SH	CNY	3.10	2019/8/27	买入	5.10	0.70	0.74	4.42	4.20	2.49	2.28	17.9	17.0
韶钢松山	000717.SZ	CNY	3.51	2019/8/20	买入	5.58	0.93	0.97	3.77	3.62	2.14	1.59	26.7	21.8
华菱钢铁	000932.SZ	CNY	4.12	2019/8/18	买入	5.94	1.18	1.11	3.48	3.70	1.88	1.85	23.9	19.4
新兴铸管	000778.SZ	CNY	3.89	2019/4/7	买入	7.00	0.42	0.45	9.26	8.64	4.38	3.90	7.5	7.5
新钢股份	600782.SH	CNY	4.50	2019/8/21	买入	7.05	1.30	1.34	3.47	3.35	2.20	1.67	18.4	16.5
河钢股份	000709.SZ	CNY	2.49	2019/4/27	买入	4.13	0.26	0.27	9.58	9.22	4.97	4.68	4.9	4.9
宝钢股份	600019.SH	CNY	5.80	2019/10/27	买入	8.00	0.56	0.59	10.36	9.83	4.75	4.42	7.0	7.4
首钢股份	000959.SZ	CNY	3.50	2019/4/28	买入	5.44	0.27	0.51	12.96	6.86	6.92	4.82	5.7	9.6
常宝股份	002478.SZ	CNY	6.00	2019/8/29	买入	8.30	0.68	0.81	8.82	7.41	4.10	3.20	14.7	15.3
河北宣工	000923.SZ	CNY	15.05	2019/7/2	买入	22.88	1.14	1.35	13.15	11.18	2.43	1.85	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：供需格局或延续弱平衡，关注环保超预期的可能性.....	5
（一）2019年10月回顾：供需仍维持弱平衡、钢价下跌，成本跌幅大于成材、盈利拓宽，钢铁指数跑输沪深300.....	5
（二）2019年11月展望：供需或延续弱平衡、盈利以稳为主，关注环保超预期的可能性.....	8
二、基本面分析：10月供需弱平衡、钢价下跌，11月预计钢价震荡走弱、盈利以稳为主.....	9
（一）供给：估测10月粗钢日均产量小幅下降，11月密切关注各地秋冬季错峰生产相关政策.....	9
（二）需求：11月进入建筑钢材需求传统淡季，预计需求或季节性走弱.....	10
（三）供需与库存：10月长、板材库存去化显著，预计11月去库速度或放缓.....	11
（四）成本：预计11月进口矿价或稳中有降，焦炭供需格局偏弱、价格高位震荡.....	12
（五）价格：供需弱平衡、长板材价格均下跌，预计11月钢价震荡走弱.....	14
（六）盈利：10月主要钢材品种毛利显著修复，预计11月或以稳为主.....	15
三、10月资讯梳理.....	17
四、风险提示.....	21

图表索引

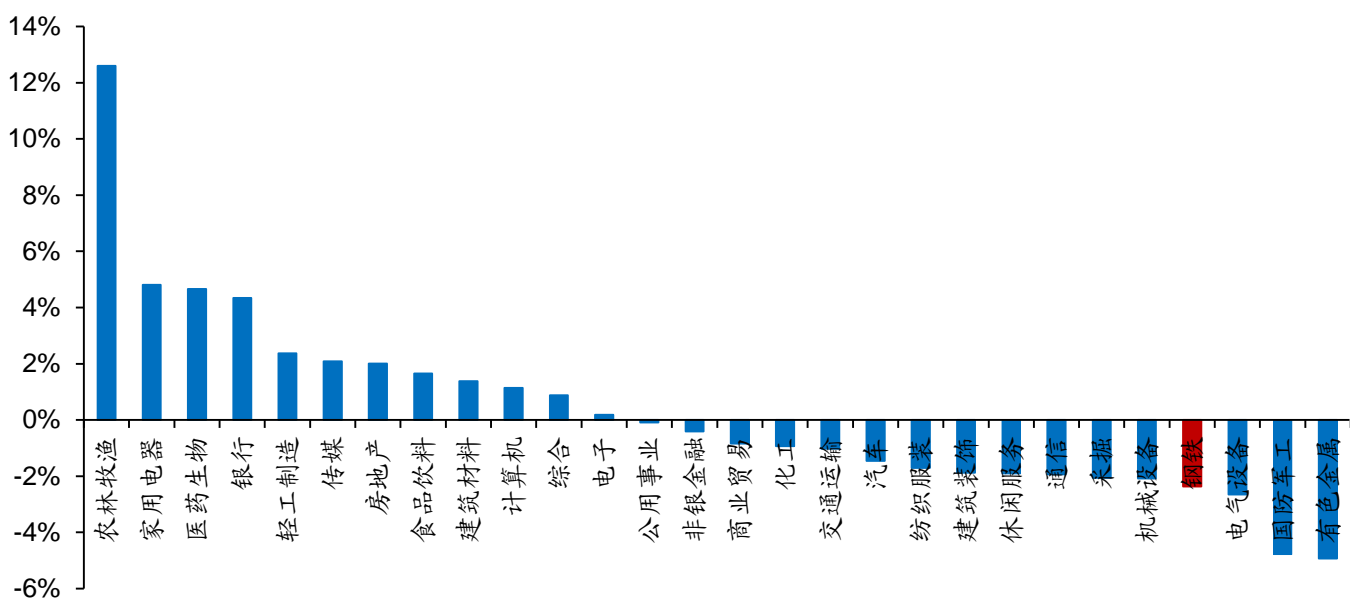
图 1: 2019 年 10 月钢铁板块累计下跌 2.37%，在申万 28 个行业中涨幅排第二十五名	5
图 2: 2013 年至今 PE_TTM 及中位数 (单位: 倍)	6
图 3: 2013 年至今 PB_LF 及中位数 (单位: 倍)	6
图 4: 2019 年 10 月申万钢铁个股累计涨幅: 特钢及油气管板块表现较好	6
图 5: 2014-2019 年粗钢月度日均产量 (单位: 万吨/天)	9
图 6: 2017-2019 年中钢协预估全国钢厂旬日均产量 (单位: 万吨/天)	9
图 7: 2016 年至今月度铁矿石日均疏港量与生铁日均产量之间相关性高	10
图 8: 2017 年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 10 月主流贸易商建筑钢材日均成交量为 20.6 万吨/天、环比下降 5.9%	11
图 11: 2014 年至今周度社会库存变化 (单位: 万吨)	12
图 12: 2015 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 (单位: 万吨)	12
图 14: 2019 年 10 月 31 日库存平均天数为 28 天、环比减 11 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 10 月 MySpic 指数:长材和 MySpic 指数:扁平均环比下跌	14
图 19: 2019 年 10 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 10 月 31 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季度平均值及同比、环比增速	16

一、投资策略：供需格局或延续弱平衡，关注环保超预期的可能性

（一）2019年10月回顾：供需仍维持弱平衡、钢价下跌，成本跌幅大于成材、盈利拓宽，钢铁指数跑输沪深300

10月延续9月钢材需求传统旺季，社会库存继续去化，但供需格局改善不及预期，钢价下跌；然而受益成本端跌幅强于成材端，盈利逐步修复。

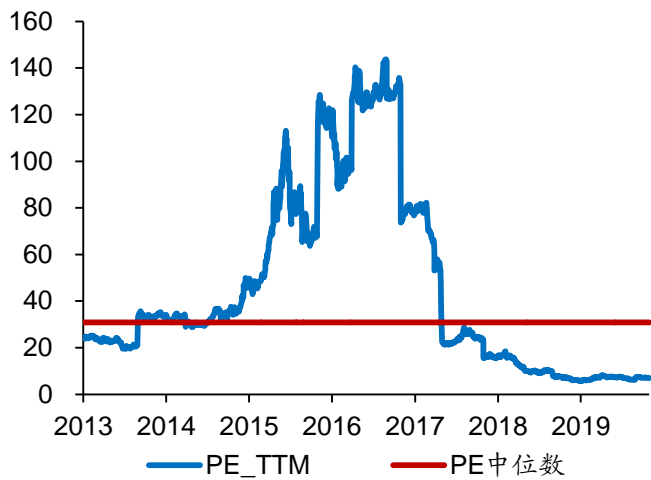
图 1：2019年10月钢铁板块累计下跌2.37%，在申万28个行业中涨幅排第二十五名



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2019年10月份钢铁板块跑输大盘，累计跌幅为2.37%，同期沪深300累计涨幅为1.89%；钢铁板块PE估值、PB估值小幅下降（2019年10月31日，钢铁行业PE_TTM为6.9倍，9月底为7.1倍；PB_LF为0.86倍，9月底为0.87倍），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6.4%分位和16.8%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)

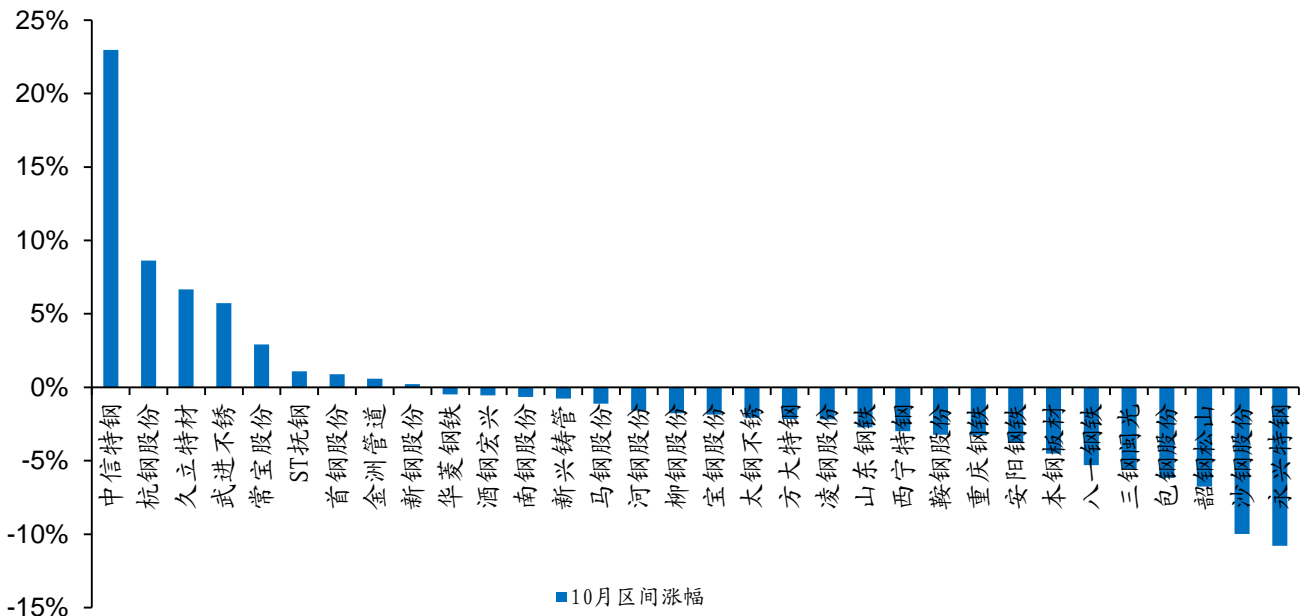


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: PB_LF为申万钢铁板块的市净率, 算法为 $\sum(\text{成分股, 总市值}2) / \sum(\text{成分股, 净资产(最新)})$, 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, 10月特钢及油气管板块表现较好。涨幅前五的公司为: 中信特钢、杭钢股份、久立特材、武进不锈和常宝股份; 涨幅后五的公司为: 永兴特钢、沙钢股份、韶钢松山、包钢股份和三钢闽光。

图4: 2019年10月中万钢铁个股累计涨幅: 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10月31日)

证券简称	总市值 (亿元)	PE_TTM (倍)	2019 前三季 度年化 PE (倍)	PB_LF (倍)	2019 前三季 度业绩 (亿元)	2019 前三 季度同比	2018 年业 绩 (亿元)	2018 年 同比
华菱钢铁	171	3.65	3.79	0.82	33.94	-42%	67.80	65%
三钢闽光	186	4.48	4.94	1.04	28.25	-45%	65.07	20%
韶钢松山	83	4.54	4.86	1.12	12.89	-53%	33.06	28%
南钢股份	135	4.58	4.26	0.82	23.75	-31%	40.08	25%
安阳钢铁	66	9.94	13.05	0.66	3.78	-76%	18.57	16%
柳钢股份	129	4.54	6.52	1.23	14.84	-54%	46.10	74%
马钢股份	205	11.23	10.50	0.75	14.65	-74%	59.43	44%
鞍钢股份	272	9.98	11.86	0.54	17.22	-75%	79.52	20%
方大特钢	118	6.22	6.90	1.91	12.77	-45%	29.27	15%
凌钢股份	74	21.70	13.20	0.96	4.22	-67%	11.97	-1%
山东钢铁	157	87.90	23.98	0.76	4.90	-80%	21.07	9%
八一钢铁	47	12.83	14.55	1.09	2.40	-58%	7.01	-40%
重庆钢铁	154	15.45	16.01	0.83	7.20	-51%	17.88	459%
中信特钢	585	15.41	11.96	2.38	36.66	37%	5.10	29%
新兴铸管	154	9.67	8.87	0.73	13.06	-28%	21.01	93%
沙钢股份	145	26.26	29.46	3.03	3.70	-63%	11.77	67%
久立特材	69	14.43	13.28	2.21	3.88	80%	3.04	127%
ST 抚钢	55	1.89	23.73	1.27	1.74	238%	26.07	295%
新钢股份	142	3.09	4.03	0.68	26.47	-33%	59.05	90%
太钢不锈	214	7.75	8.70	0.68	18.46	-55%	49.77	8%
宝钢股份	1292	8.79	10.92	0.74	88.74	-44%	215.65	12%
杭钢股份	146	12.68	13.35	0.77	8.21	-49%	19.38	8%
首钢股份	178	11.89	10.81	0.66	12.36	-42%	24.04	9%
河钢股份	263	12.92	11.07	0.55	17.83	-47%	36.26	100%
永兴特钢	52	12.38	10.75	1.52	3.61	9%	3.87	10%
常宝股份	58	9.21	8.42	1.32	5.12	39%	4.80	234%
本钢板材	132	19.97	20.33	0.72	4.87	-41%	10.36	-35%
武进不锈	29	9.64	8.82	1.27	2.47	71%	1.99	56%
酒钢宏兴	116	9.11	6.94	0.98	12.53	17%	10.93	159%
金洲管道	35	14.60	16.50	1.52	1.61	47%	1.91	17%
包钢股份	625	28.28	39.40	1.16	11.89	-48%	33.24	61%
西宁特钢	34	-2.46	29.42	2.85	0.87	-115%	-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11月展望：供需或延续弱平衡、盈利以稳为主，关注环保超预期的可能性

需求端，2019年1-9月份全口径基建投资增速为3.44%，较1-8月上升0.25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，基建或部分对冲房地产新开工增速下滑带来的建筑钢材需求弱化。汽车或正进入周期性复苏通道。2019年1-9月汽车产量增速为-12.00%，较1-8月缩窄0.50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，汽车有望迈入复苏通道并支撑产业链上游钢材需求增长。短期看，11月进入建筑钢材需求传统淡季，预计11月需求环比或趋弱。

供给端，根据国家统计局数据，2019年1-9月份生铁、粗钢、钢材产量累计同比增速分别为6.3%、8.4%、10.6%，环比分别降0.6PCT、降0.7PCT、降0.4PCT。2019年10月前四周高炉开工率均值为63.81%、较9月降2.6PCT，显著低于2019Q3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11月供给边际或收缩。

成本端，11月钢厂环保压力或进一步加大、叠加临近年关海外矿企或加大铁矿石产量和发货量，预计11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。

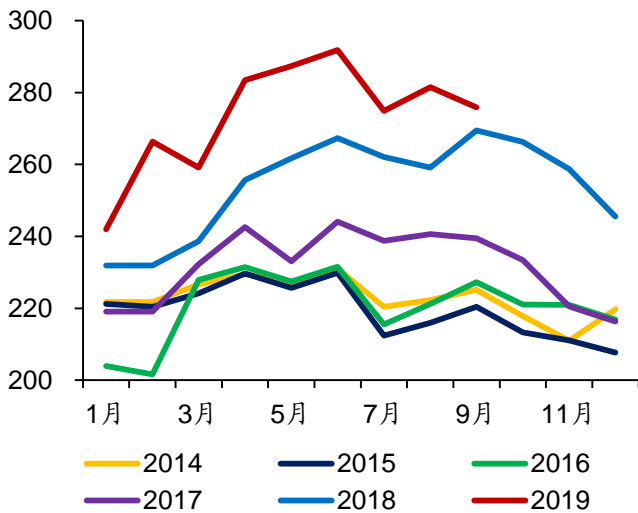
综上，我们预计11月供需将继续维持弱平衡、钢价或继续震荡走弱；但成本端尤其进口铁矿石供需紧格局环比变差、铁矿石价格中枢或继续下移，预计钢材盈利或以稳为主。建议关注需求企稳向好、环保基础较好的龙头钢企：宝钢股份、华菱钢铁、三钢闽光、方大特钢等和景气偏好的油气管板块久立特材、常宝股份等。

二、基本面分析：10月供需弱平衡、钢价下跌，11月预计钢价震荡走弱、盈利以稳为主

(一) 供给：估测 10 月粗钢日均产量小幅下降，11 月密切关注各地秋冬季错峰生产相关政策

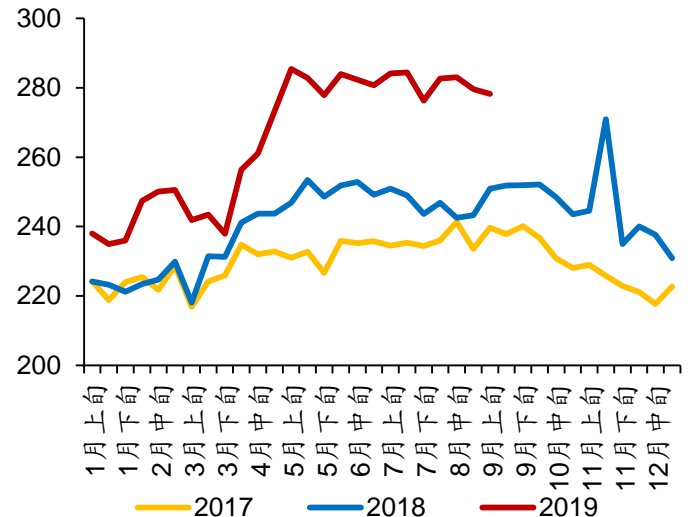
2019年9月粗钢日均产量续创历史同期新高、但环比8月有所下降。9月粗钢日均产量达275.9万吨/天、环比降2.0%、同比增2.4%。从高频的旬度产量来观测，9月上旬、预估日均产量为278.3万吨/天。

图5: 2014-2019年粗钢月度日均产量(单位: 万吨/天)



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图6: 2017-2019年中钢协预估全国钢厂旬日均产量(单位: 万吨/天)

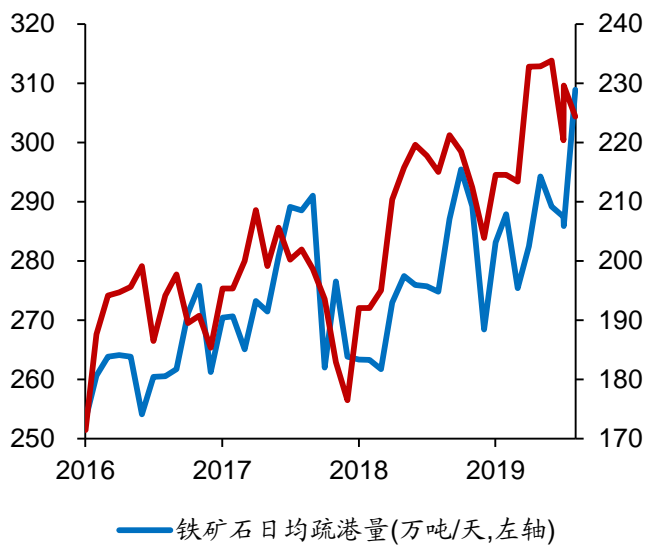


数据来源：中钢协、广发证券发展研究中心

从环比数据来观测，2019年10月高炉开工率环比9月小幅下降、铁矿石疏港量环比9月小幅下降。10月周均高炉开工率达63.8%、环比9月下降2.58PCT，10月铁矿石日均疏港量达305.4万吨/天，环比下降1.15%。

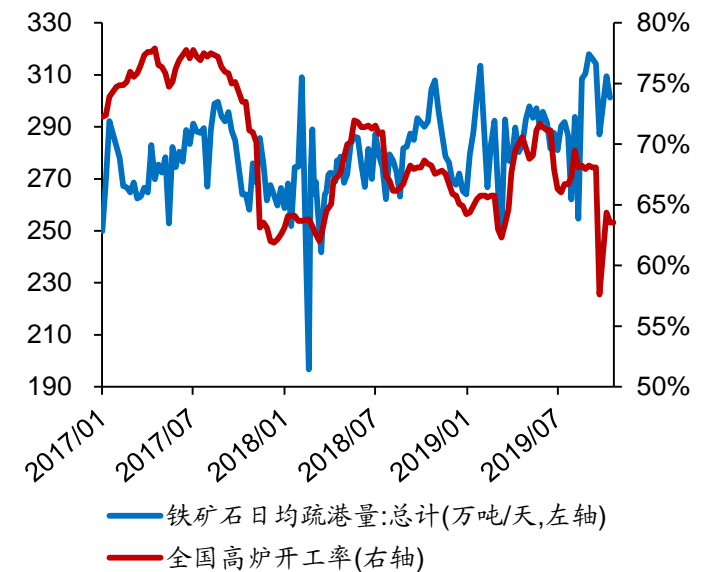
粗钢供给展望：根据周度数据跟踪，10月下旬以来高炉开工率、铁矿石日均疏港量环比9月有所下降，截至2019年10月18日，高炉开工率为63.54%、铁矿石日均疏港量为301.22万吨/天。从均值来看，10月铁矿石日均疏港量达305.4万吨/天，环比降1.15%、同比增3.36%，据此我们判断10月粗钢日均产量将小幅下降（国家统计局尚未披露2019年10月粗钢产量数据）。临近秋冬采暖季，唐山等地环保政策趋严，预计11月供给边际或收缩。

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

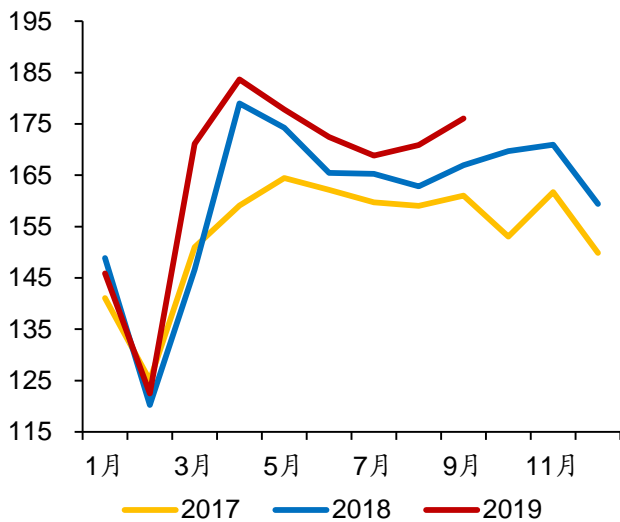
（二）需求：11月进入建筑钢材需求传统淡季，预计需求或季节性走弱

2019年1-9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-0.10%、-20.20%、8.60%、8.70%，较1-9月分别上升0.50PCT、上升5.40PCT、下降0.30PCT、下降0.10PCT。地产投资重心由新开工阶段逐步向施工和竣工阶段后移、叠加四季度季节性开工偏弱，预计四季度新开工增速或持续下降，对建筑钢材的需求环比或将弱化。

2019年1-9月份全口径基建投资增速为3.44%，较1-8月上升0.25个百分点，基建持续复苏但增速不及预期。截至9月底，财政支出累计178612亿元、占当年财政支出预算的76%；新增专项债券25146亿元、占当年新增专项债券限额的99%。2019年下半年以来较快的财政支出节奏及专项债新政等积极政策的成效可能将在2019Q4得以体现，基建或部分对冲房地产新开工增速下滑带来的建筑钢材需求弱化。

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，9月主要钢材品种消耗量边际提升，表现为产量小幅下降、社会和钢厂库存加速去化。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9月主要钢材品种消耗量为176万吨/天，环比升3.0%、同比增5.4%。

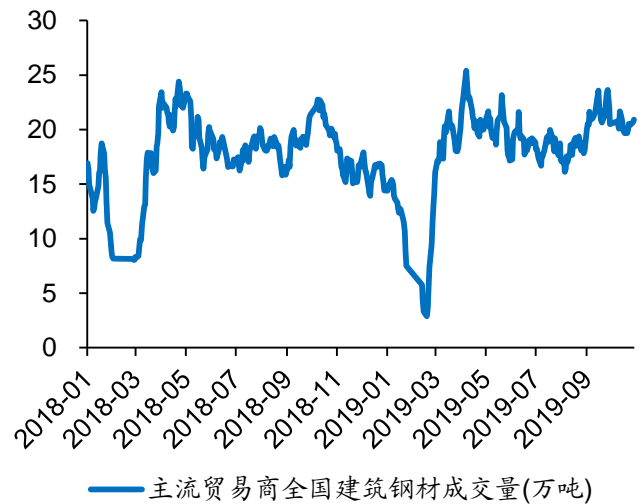
图9：2017-2019年主要钢材品种分月度消耗量测算
(单位：万吨/天)



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10月主流贸易商建筑钢材日均成交量为20.6万吨/天、环比下降5.9%



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：11月开始进入传统钢铁需求淡季、需求季节性走弱。我们判断：随着今年不及预期的“金九银十”结束以及冬季传统钢铁需求淡季的到来，预计11月需求环比或有所下降。

(三) 供需与库存：10月长、板材库存去化显著，预计11月去库速度或放缓

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。

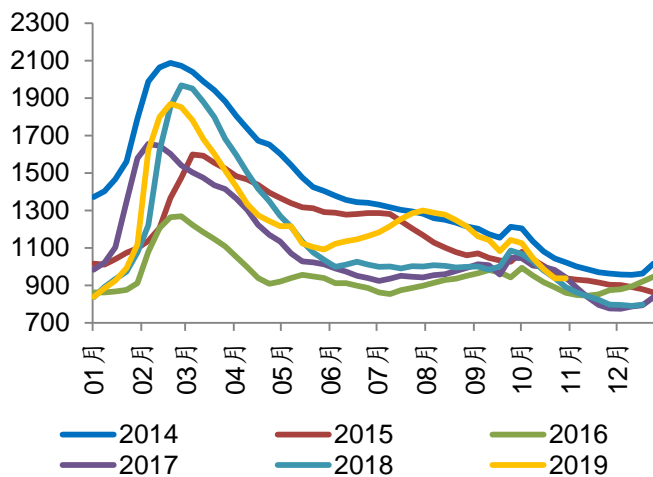
(1) **社会库存：**截至2019年10月31日，主要钢材品种社会库存合计达938万吨，较9月底减少145万吨、降13.4%；同比减少43万吨、降4.4%。

(2) **钢厂库存：**截至2019年10月31日，主要钢材品种钢厂库存合计达493万吨，较9月底累计增加18万吨、升3.8%；同比增加77万吨、增18.6%。

(3) **综合社会库存和钢厂库存：**截至2019年10月31日，社会库存和钢厂库存合计达到1431万吨，较9月底累计减少127万吨、降8.2%；累积同比增加34万吨、增2.5%。

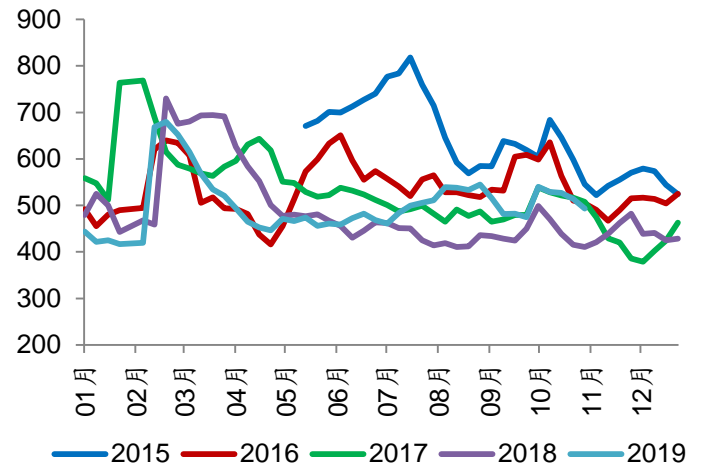
(4) **分品种来看：**10月长材、板材库存均呈现明显去化趋势、长材去化更为显著。10月长材库存较9月底降5.2%、板材库存较9月底降1.5%。

图11: 2014年至今周度社会库存变化(单位:万吨)



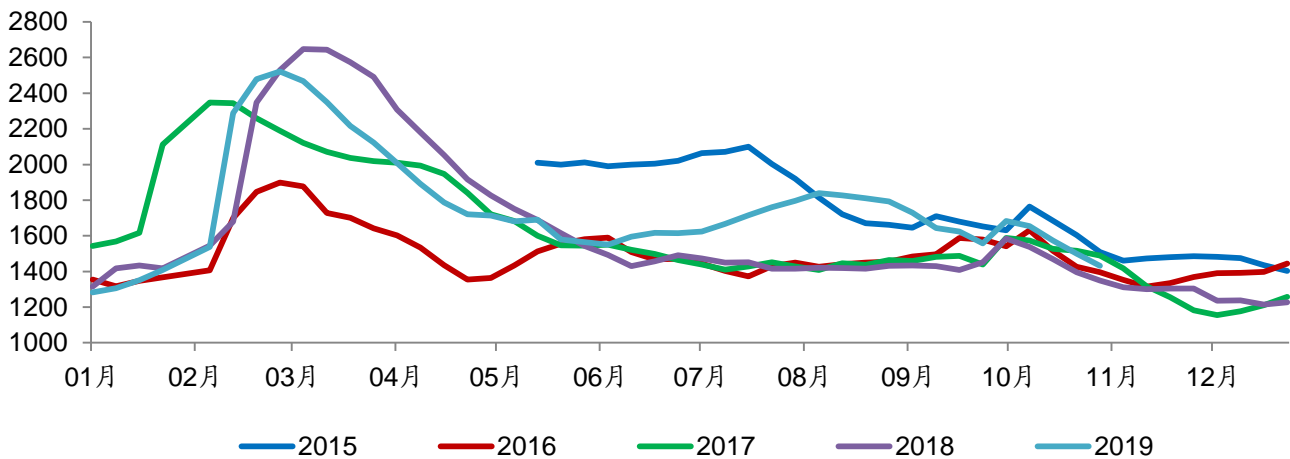
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

图12: 2015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(单位:万吨)



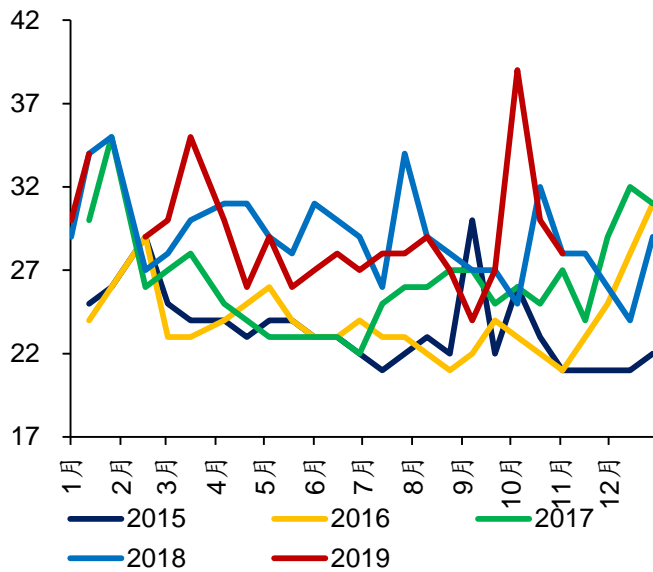
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

备注: 长材为螺纹钢、线材, 板材为中厚板、热卷、冷卷

(四) 成本: 预计 11 月进口矿价或稳中有降, 焦炭供需格局偏弱、价格高位震荡

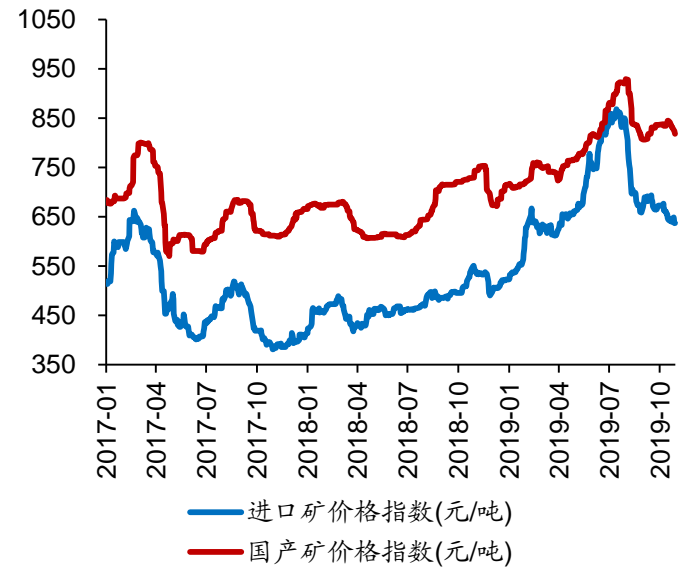
铁矿石: 2019年10月国产铁矿石和进口铁矿石均价分别为835元/吨和652元/吨, 月度均价环比分别升1.6%和降3.8%。2019年10月31日当周日均疏港量环比降9万吨至301万吨。10月31日钢厂进口铁矿石库存平均天数28天、环比大幅减少11天; 11月1日, 45港口铁矿石库存12649万吨、环比降187万吨。10月港口铁矿石库存累计增802万吨。10月25日澳洲巴西发货量合计达2268万吨, 环比升11.6%; 北方港口铁矿石到货量963万吨、环比增31.4%。11月钢厂环保压力或进一步加大、叠加临近年关海外矿企或加大铁矿石产量和发货量, 预计11月铁矿石价格或稳中有降。

图14: 2019年10月31日库存平均天数为28天、环比减11天(单位: 天)



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

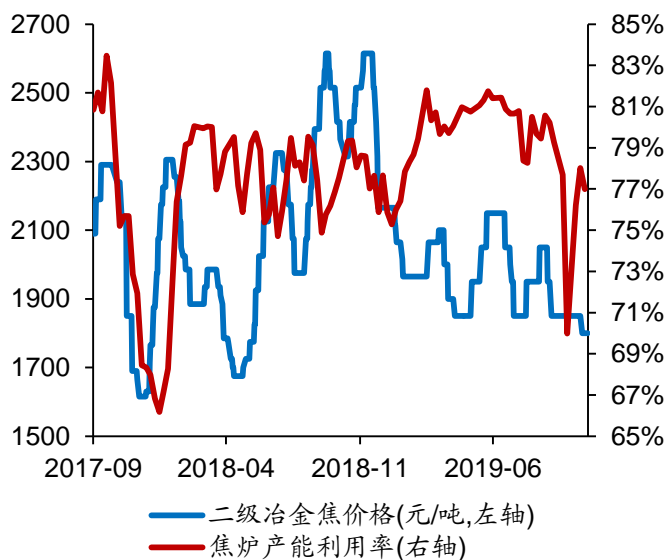
图15: 2017年至今国产矿和进口矿价格指数走势



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

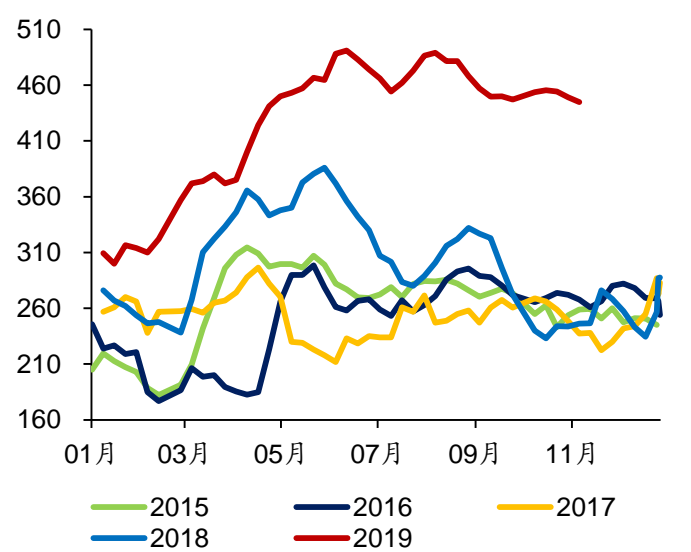
焦炭: 10月样本焦化厂焦炉开工率边际趋强, 10月底为77.0%(8月底为70.0%)。10月焦炭价格环比下降, 10月均价1828元/吨、环比降1.20%。2019年10月底样本焦化厂焦炭库存为52万吨、环比9月底增加20万吨; 港口库存达445万吨、环比2019年9月底减少9万吨。就钢铁企业而言, 2019年10月25日, 钢厂焦炭库存(110家)达457万吨、环比9月持平。11月环保政策边际趋严, 但考虑到钢厂焦炭库存高位、采购热情不足, 预计焦炭价格震荡为主, 建议密切关注焦化行业环保限产政策及去产能政策的推出及落地情况。

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)

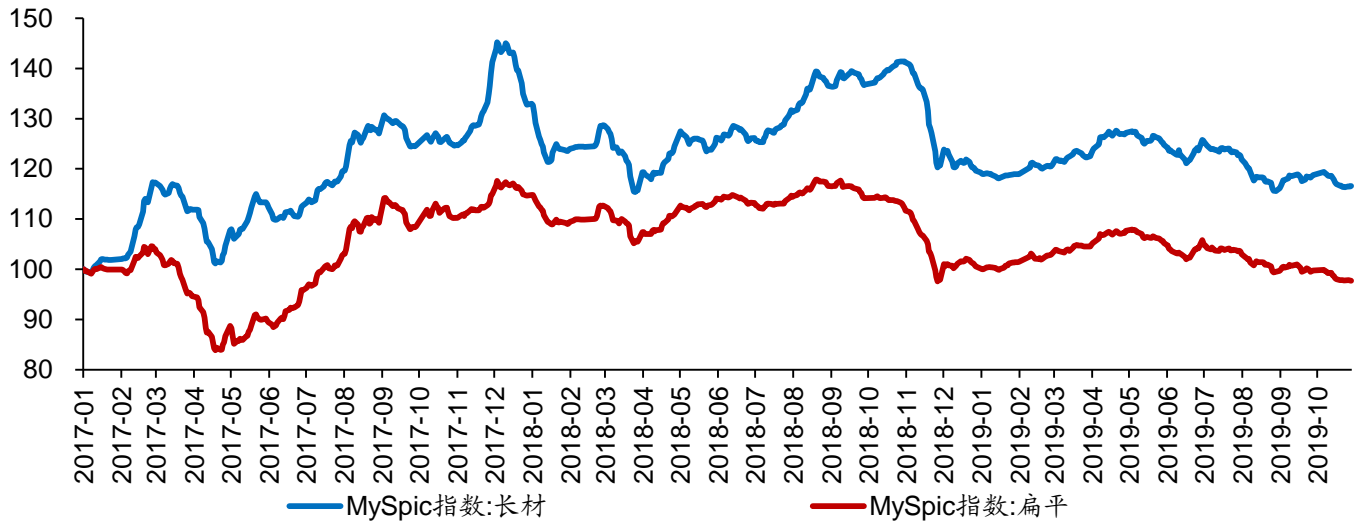


数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

(五) 价格：供需弱平衡、长板材价格均下跌，预计 11 月钢价震荡走弱

10月供需双强、供需维持弱平衡状态，钢价出现小幅下跌，以Myspic综合钢价指数为例，10月长材指数累计下跌1.8%、扁平材指数累计下跌2.0%。

图18：2019年10月MySpic指数:长材和MySpic指数:扁平均环比下跌



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10月份，螺纹钢、高线、热轧卷板、冷轧卷板和中板的月度累计跌幅分别为2.1%、3.3%、2.8%、0.7%、-2.0%；2019年10月月度均价分别为3865元/吨、4038元/吨、3640元/吨、4462元/吨和3730元/吨，月度均价环比分别跌0.1%、跌1.0%、跌2.7%、跌0.3%、跌1.3%。

表2：主要钢材品种绝对及相对价格表现（单位：元/吨）

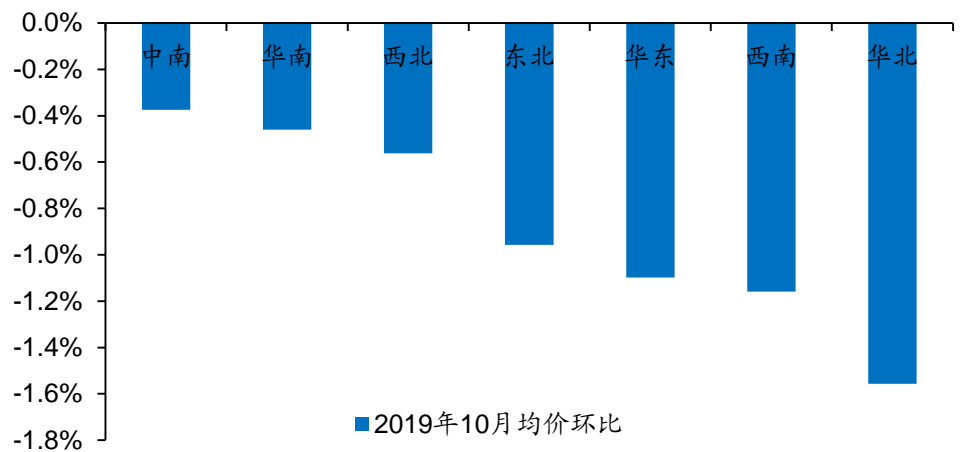
	螺纹钢	高线	热轧卷板	冷轧卷板	中板
2019-10-31 价格	3840	3988	3618	4444	3690
月度累计涨幅	-2.1%	-3.3%	-2.8%	-0.7%	-2.0%
2019年10月	3865	4038	3640	4462	3730
月度均价累计涨幅	-0.1%	-1.0%	-2.7%	-0.3%	-1.3%

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，10月各区域月度均价全面下跌，华北、西南、华东、东北、西北、华南、中南地区钢价指数环比分别下跌1.56%、1.16%、1.10%、0.96%、0.56%、0.46%、0.37%。

图19: 2019年10月分区域钢价指数环比涨幅



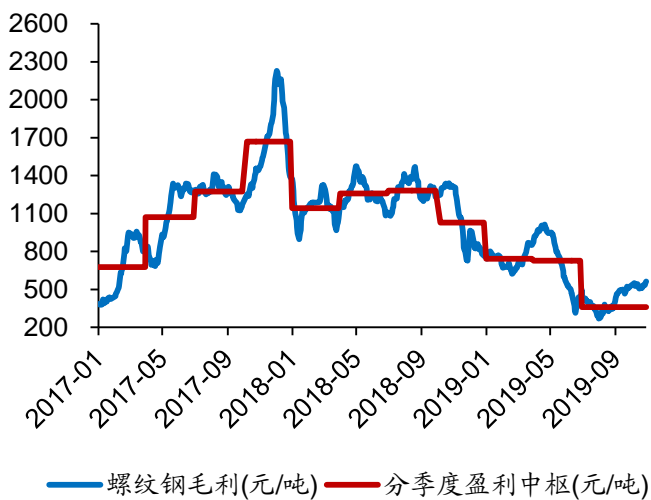
数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

11月价格前瞻: 10月供需双强、供需维持弱平衡状态, 秋冬季钢材需求传统淡季来临, 预计11月需求环比将有所弱化; 供给端, 近期多地出台重污染天气错峰生产政策, 但政策执行力度仍有待观察, 预计11月供需继续维持弱平衡, 钢价或震荡走低。

(六) 盈利: 10月主要钢材品种毛利显著修复, 预计11月或以稳为主

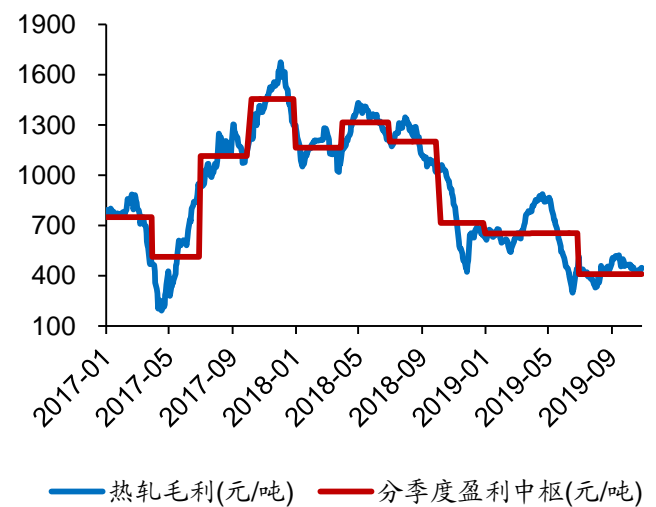
2019年10月螺纹钢、冷卷吨毛利环比改善, 热卷毛利环比下降。根据Mysteel测算的主要钢材品种吨毛利数据, 10月螺纹钢、热卷和冷卷的月度均毛利分别达530元/吨、437元/吨和272元/吨, 环比分别增9.0%、降11.3%和增3.5%。

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季度平均值及同比、环比增速

	螺纹钢平均毛利 (元/吨)			热轧平均毛利 (元/吨)			冷轧平均毛利 (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%
2019Q4	530	-48.39%	33.17%	437	-38.97%	0.23%	272	-48.97%	138.60%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

备注: 2019Q4 数据截止至 2019 年 10 月 31 日

11月盈利前瞻: 供需方面, 秋冬季钢材需求传统淡季来临, 预计11月需求环比将有所弱化。近期多地出台重污染天气错峰生产政策, 但政策执行力度仍有待观察, 预计11月供需继续维持弱平衡, 钢价或震荡走低; 成本端, 临近年关, 澳洲、巴西铁矿石产量和发货量或将持续提升, 矿价将继续承压。综上所述, 预计11月盈利环比或以稳为主。

三、10月资讯梳理

1. 国家发展和改革委员会发布《钢铁行业2019年1-9月运行情况》

2019年1-9月，全国粗钢产量继续保持增长态势，但受市场供需状况变化及原燃料价格变动等因素影响，钢铁企业效益较上年同期下降。钢铁行业运行基本情况如下。

(一) 粗钢产量保持增长。据国家统计局数据，1-9月全国生铁、粗钢和钢材产量分别为61203万吨、74782万吨、90931万吨，同比分别增长6.3%、8.4%、10.6%。

(二) 钢材出口继续下降。据海关总署数据，1-9月全国累计出口钢材5030.5万吨，同比下降5.0%；累计进口钢材875.1万吨，同比下降12.2%。

(三) 钢材价格波动下行。据中国钢铁工业协会监测，1-9月中国钢材价格综合指数平均为108.58点，同比下降7.17点，降幅6.2%。中国钢材价格综合指数自今年5月初升至年内最高以来，一直呈振荡下行态势，9月末环比上升1.3%，但同比仍下降12.8%。

(四) 企业效益同比下降。1-9月中国钢铁协会会员钢铁企业实现销售收入3.18万亿元，同比增长11.6%；实现利润1466亿元，同比下降32.0%；销售利润率4.6%，较上年同期下降3.0个百分点。

(五) 钢材库存总体减少。全国主要城市五种钢材(螺纹钢、线材、热轧卷、冷轧卷、中厚板)社会库存量在2月末达到年内峰值1645万吨，到6月底降至1219万吨，之后呈波动小幅回升，至9月末社会库存量为1331万吨，环比减少5.1%。

(六) 进口矿价冲高回落。据海关总署数据，1-9月进口铁矿石7.84亿吨，同比下降2.4%。进口铁矿石价格在7月初达到近两年峰值119.51美元/吨后，受铁矿石供应量增加、钢铁生产增幅放缓等因素影响，又有所回落，9月末进口铁矿石价格91.4美元/吨，仍处于较高水平。

2. 生态环境部印发《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》

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。

3. 中钢协《2019年9月份重点统计企业板带材产销情况分析》

9月份中厚板轧机日产量环比有所下降，热/冷连轧机日产量均有不同程度上升，热轧产品价格环比全部下跌，只有冷轧卷板价格较上月略有上涨。重点品种中，造船板、桥梁板、电工钢1-9月累计产量同比有所增加，集装箱累计产量下降幅度较大。

一、板带材轧机生产情况：

9月份中厚板轧机生产特厚板、中厚板463万吨，同比减少1万吨，下降0.2%。热连轧机生产1350万吨，同比增加20万吨，上升1.5%；其中商品量803万吨，同比增加2万吨，增长0.2%。供下工序用料547万吨，同比增加18万吨，上升3.4%。冷连轧机生产483万吨，同比增加34万吨，上升7.5%；其中商品量346万吨，同比增加32万吨，上升10.1%。供下工序用料138万吨，同比增加3万吨，上升1.9%。

二、主要产品生产及销售情况:

9月份生产特厚板72万吨,同比增加12万吨,上升19.4%,销售69万吨,其中出口7万吨,产销率95.7%;售价4674元/吨,比上月下跌137元/吨;月末库存39万吨,比上月增加3万吨。

9月份生产中厚板391万吨,同比减少13万吨,下降3.2%,销售402万吨,其中出口26万吨,产销率102.9%;售价4335元/吨,比上月下跌72元/吨;月末库存158万吨,比上月减少11万吨。

9月份生产中厚宽钢带647万吨,同比增加51万吨,上升8.6%;销售655万吨,其中出口30万吨,产销率101.3%;售价3906元/吨,比上月下跌85元/吨;月末库存101万吨,比上月减少8万吨。

9月份生产热轧薄宽钢带157万吨,同比减少49万吨,下降23.8%;销售171万吨,其中出口10万吨,产销率108.9%;售价3947元/吨,比上月下跌75元/吨;月末库存40万吨,比上月减少14万吨。

9月份生产冷轧薄宽钢带280万吨,同比增加28万吨,上升11.0%;本月销售281万吨,其中出口18万吨,产销率100.4%;售价4425元/吨,比上月上漲38元/吨;月末库存72万吨,比上月减少1万吨。

9月份生产镀锌板143万吨,同比减少6万吨,下降4.1%;本月销售143万吨,其中出口22万吨,产销率100.2%;售价4997元/吨,比上月下跌4元/吨;月末库存34万吨,与上月持平。

9月份生产镀锡板10万吨,与上年同期基本持平;彩涂板12万吨,同比减少1万吨,下降5.5%;电工钢板带66万吨,同比增加4万吨,上升5.8%。

三、重点品种生产情况:

9月份造船板产量73万吨,同比增加9万吨,上升14.1%;其中高强船板产量39万吨,同比增加2万吨,上升5.4%。锅炉和压力容器用钢板产量27万吨,同比减少3万吨,下降10.0%。桥梁板产量28万吨,同比增加11万吨,上升64.7%。管线钢板产量29万吨,同比减少7万吨,下降19.4%。集装箱板产量8万吨,同比减少13万吨,下降61.9%。汽车板产量226万吨,同比减少12万吨,下降5.0%。其中镀锌汽车板产量52万吨,同比减少12万吨,下降18.8%。家电板产量68万吨,同比减少2万吨,下降2.9%。电工钢板产量66万吨,同比增加4万吨,上升6.5%。其中取向硅钢产量13万吨,同比增加2万吨,上升18.2%。热轧酸洗板产量38万吨,同比减少4万吨,下降9.5%。高强钢板产量262万吨,同比增加5万吨,上升1.9%。

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：资深分析师，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。