

周期复苏下铁矿资产迎来价值重估

——钢铁

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

供需缺口有望持续支撑铁矿价格处于偏强走势之中。

- 铁矿高度依赖进口，2020年我国对外依存度仍在80%以上，而目前指数定价体系依托于港口采样形成的普氏指数，钢厂实际结算价长期受到小样本影响，海外矿山在现有体系下仍存在定价优势。
- 国内消费端韧性、顺周期复苏以及海外补库周期共同支撑铁矿供需长期处于紧平衡状态；我们判断2021年铁矿缺口为2600万吨，相比2020年的1500万吨继续扩大。
- 目前废钢仍处于紧平衡阶段，利润的长期低位导致电炉炼钢规模难以快速扩张，废钢对铁矿的替代存在局限性。

矿山资源的稀缺性导致了长期高利润确定性。

- 海外主流矿山呈现出寡头垄断的竞争格局，四大矿山产量约为全球产量的一半，发运量占比达到70%。
- 近几年海外矿山资本支出有限，2019年四大矿山合计资本支出较2012年回落78%，目前正处于产能收缩周期之内，当前建设多数为替换原有枯竭项目，预计2021年产量增速约为2.5%。
- 四大矿山铁矿平均品位为56%，国产矿仅为34%，四大矿山C1现金成本均在20美元/吨以下，国产矿成本在70美元/吨左右，矿石的高品位决定了其超额利润的持续性。

投资策略: 已战略配置海外权益铁矿资源以及拥有大量境内资源储备的企业有望获得更快扩张。建议关注具备资源禀赋和良好资产运营能力的投资机会，关注《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》的后续政策路径选择。推荐河钢资源（000923），拥有海外优质南非铁矿与铜矿资源的同时，国内铁矿资源储备丰富，后续有注入可能。金岭矿业（000655），本土传统铁矿标的，受益矿价上行。

风险提示: 电炉产能加速替代，终端需求超预期回落

行业重点公司跟踪

证券简称	EPS(元)			PE		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
河钢资源	0.81	1.43	2.7	18.24	17.14	8.77
金岭矿业	0.3	0.39	0.4	18.33	16.82	16.25

资料来源：公司年报，申港证券研究所

评级

增持（首次）

2021年02月02日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

高亢

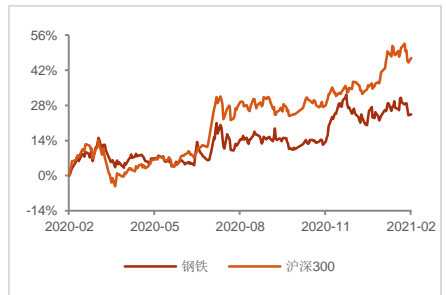
研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121010010

行业基本资料

股票家数	36
行业平均市盈率	10.66
市场平均市盈率	23.64

行业表现走势图



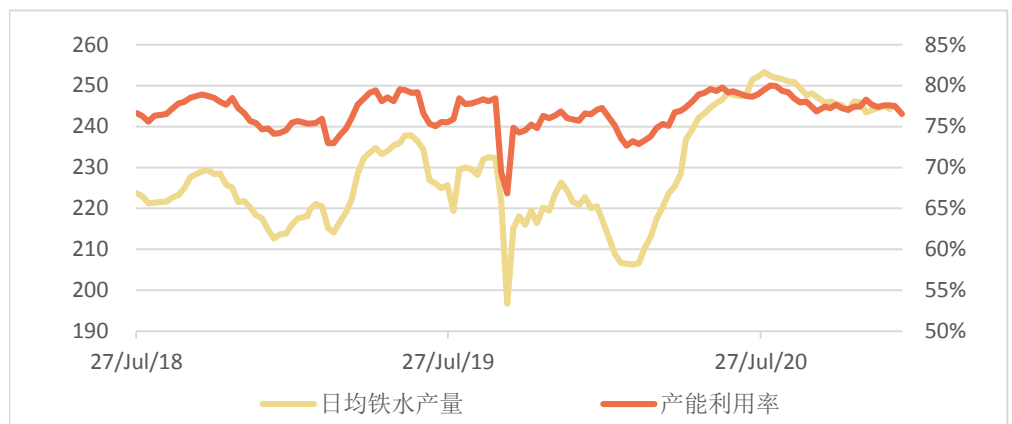
资料来源：申港证券研究所

1. 铁矿继续处于供需紧平衡状态

1.1 后供给侧改革时期铁矿的对外依存度仍处于高位

铁矿石对外依存度仍处于高位，主因在于钢厂盈利增加、技术进步支撑实际铁水产量的快速增长。进入 2018 年后，钢企的技术革新开始逐步显现成果，随着高炉炉壁材料优化、高品矿配比增多、废钢添加比例增加等因素影响，日均铁水产量在产能去化以及利用率平稳的背景下持续创出新高，自 2018 年开始，进口矿总量的占比持续处于高位，绝对进口量持续攀升。

图1：2018-2019 年日均铁水产量与产能利用率



资料来源：WIND，申港证券研究所

自 2015 年消耗铁矿比重一直在 80% 上方：根据中钢协公布的 2010 年至今的生铁产量与铁矿石进口量进行简单估算后，目前我国铁矿对外依存仍处于高位。

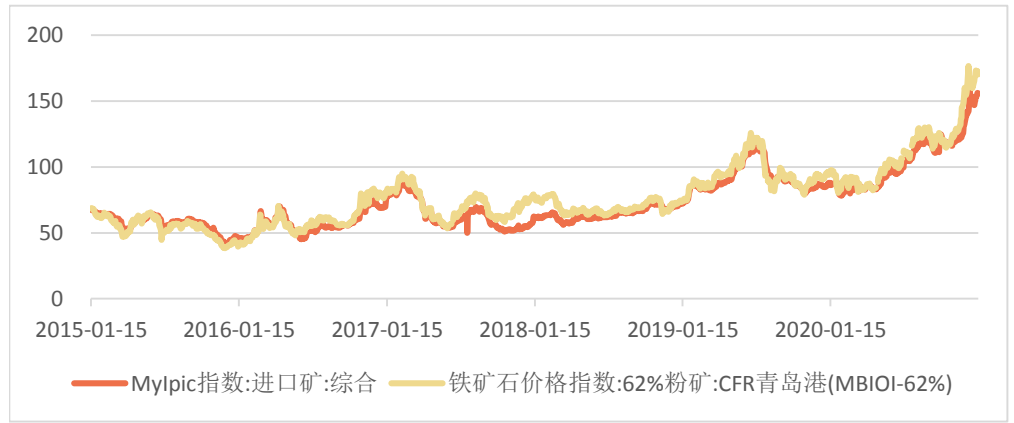
- ◆ 进口绝对数量增加的同时，均价也逐年上升，至 2020 年底，我的钢铁进口铁矿石综合指数为 150.3，全年均值 103.27，较 2019 年底的 84.7 及全年均值 90.74 分别上升了 77.4% 与 13.8%。
- ◆ 进口铁矿所需资金也逐年上升，根据海关数据，2019 年我国进口铁矿 10.6 亿吨，金额为 1015 亿美元。2020 年我国进口铁矿 11.7 亿吨，同比增长 10.38%，进口金额为 1190 亿美元，同比增长 17.24%。

表1：生铁产量与铁矿石进口量

单位：万吨	生铁产量	同比增长	铁矿消费 (估算)	铁矿进口	同比增长	对外依存度
2015 年	69,141	-2.84%	111,524	95,272	16.16%	85.43%
2016 年	70,074	1.35%	113,029	102,412	7.49%	90.61%
2017 年	71,076	1.43%	114,646	107,474	4.94%	93.74%
2018 年	77,105	8.48%	124,370	106,447	-0.96%	85.59%
2019 年	80,937	4.97%	130,551	106,895	0.42%	81.88%
2020 年	88,752	9.66%	143,157	117,010	9.46%	81.74%

资料来源：中国钢铁工业协会，海关总署，申港证券研究所（铁矿消费按照 62%FE 品位估算，仅作为参考值）

图2：进口矿价格指数



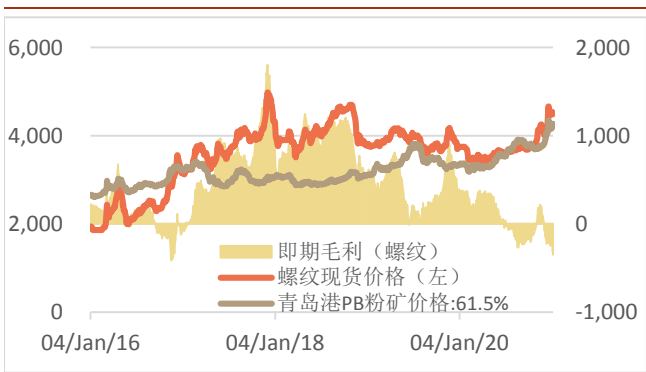
资料来源: Mysteel, WIND, 申港证券研究所

目前铁矿定价体系对我国不利。

- ◆ 目前国内铁矿定价体系仍以浮动价格为主，矿山每年 80% 以上的铁矿通过与大型钢铁企业签订长协的方式销售，定量不定价，价格主要以剩下约 10% 左右的现货销售价格决定，多以当月累计均价结算。
- ◆ 现货销售价格的重要依据为普氏指数，但其形成机制存在一定局限，中钢协副会长在 2021 中国钢铁市场展望年会上曾表示：“普氏指数偏离其初衷，与现货成交样本大幅脱钩，高度依赖于期货和掉期，用现货小样本确定指数，再确定长协价格的定价机制极易被操纵。”
- ◆ 小样本的局限在价格处于拉升过程中容易被量小高价成交信息影响而失真：而新交所铁矿掉期以及普氏指数的走势也会影响大连商品交易所的铁矿价格，铁矿定价的争夺已经成为一个需要严肃对待的问题。

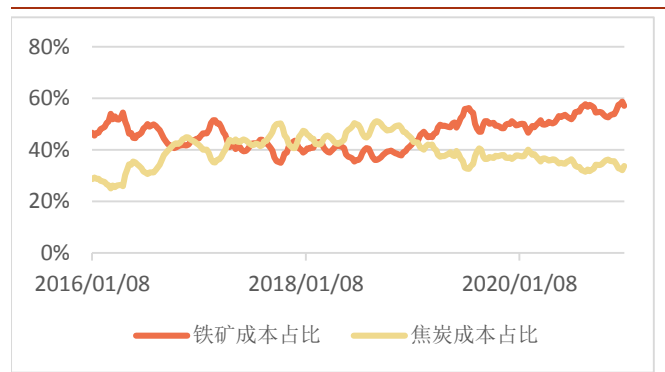
以螺纹为例，随着钢矿价格走强，即期螺纹利润反而掉头向下，主因在于成本的主要构成因素铁矿与焦炭价格涨幅超过了钢价涨幅，随着时间的推移，铁矿在成本构成中的占比也逐步扩大至 60%。

图3：螺纹现货即期利润



资料来源: WIND, 申港证券研究所

图4：铁水成本中铁矿与焦炭占比

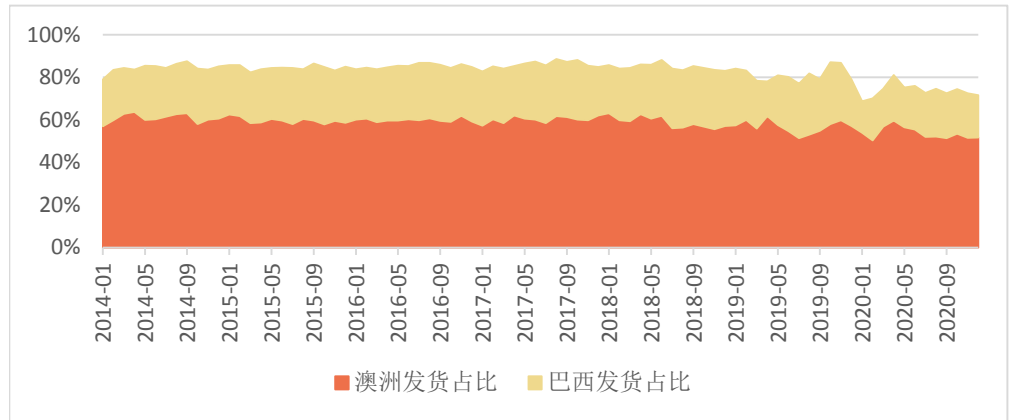


资料来源: WIND, 申港证券研究所

1.2 铁矿资源价格仍维持紧平衡状态

澳大利亚与巴西发往中国的铁矿占我国整体进口量的比重超过 80%，其构成主力为四大矿山：2020 年铁矿全球产量约为 22.03 亿吨，澳大利亚与巴西的产量分别为 9.2 亿吨与 3.7 亿吨，分别占比 41.8%与 16.8%，澳大利亚与巴西是全球铁矿的主要出口国，占发运量的 80%以上，也是我国的主要进口方。

图5：澳大利亚与巴西发货量占比



资料来源：WIND, 申港证券研究所

表2：我国铁矿主要进口国数量与金额

年份	国别	进口数量 (亿吨)	进口金额 (亿美元)	数量比例 (%)	金额比例 (%)
2015 年	澳大利亚	6.07	358.59	63.74	62.23
	巴西	1.92	121.65	20.11	21.11
	南非	0.45	30.63	4.76	5.32
	印度	0.02	1.02	0.22	0.18
	合计	8.46	511.89	88.84	88.84
2016 年	澳大利亚	6.40	354.55	62.48	61.49
	巴西	2.15	126.53	20.96	21.95
	南非	0.45	27.95	4.38	4.85
	印度	0.15	8.50	1.52	1.47
	合计	9.15	517.54	89.34	89.76
2017 年	澳大利亚	6.68	461.90	62.18	60.81
	巴西	2.29	172.26	21.33	22.68
	南非	0.45	35.03	4.20	4.61
	印度	0.25	17.51	2.33	2.31
	合计	9.67	686.71	90.04	90.40
2018	澳大利亚	6.80	454.94	63.88	60.14
	巴西	2.33	182.90	21.95	24.18
	南非	0.41	32.53	3.86	4.30
	印度	0.15	12.11	1.39	1.60
	合计	9.69	682.50	91.08	90.22
2019	澳大利亚	6.60	621.63	62.27	61.27
	巴西	2.27	222.64	21.29	21.94
	南非	0.43	43.87	4.02	4.32

印度	0.24	22.34	2.25	2.20
合计	9.59	910.58	89.71	89.75

资料来源：海关总署，申港证券研究所

四大矿山铁元素储量占全球的 20%，在全球发运中占据主导地位，2019 年合计产量为 10.34 亿吨，占全球产量的 47%，发运量全球占比 70%左右。

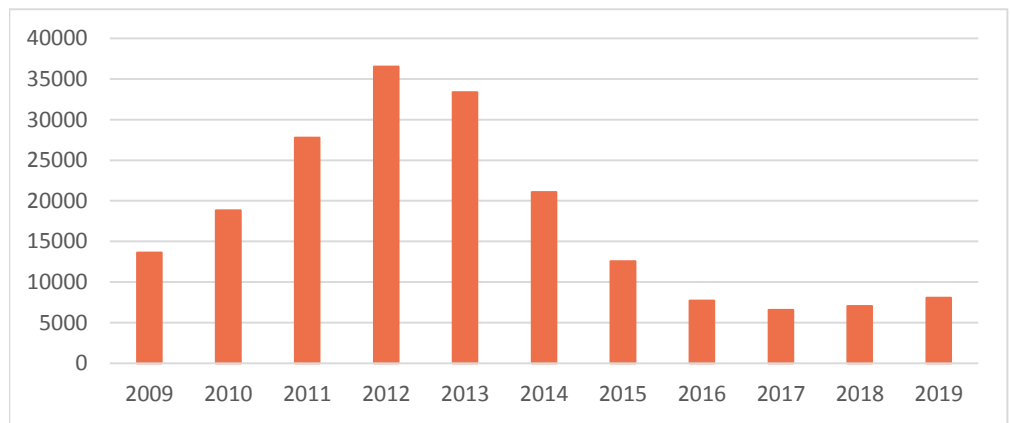
表3：四大矿山产量情况（亿吨）

矿山	2015	2016	2017	2018	2019
淡水河谷	3.33	3.49	3.67	3.85	3.02
必和必拓	2.37	2.26	2.31	2.41	2.40
力拓	2.63	2.81	2.82	2.91	2.81
FMG	1.68	1.91	1.91	1.93	2.11
合计	10.01	10.47	10.71	11.08	10.34

资料来源：公司年报，申港证券研究所

根据已有数据，2021-2022 年将成为铁矿产能增速的低谷：四大矿山作为海外矿山的主流与缩影，其资本支出决定了长期产能与产量的变动力度，一般而言，资本支出领先实际产能落地与产量实现约 5 年左右，近几年四大矿山铁矿业务资本支出较 2012-2013 年的高峰期显著回落，2019 年四大矿山铁矿业务合计资本支出较 2012 年峰值回落 78%。从资本支出结构看，主要以维持现有产能为主，新增产能资本支出较少。

图6：四大矿山铁矿业务资本支出（百万美元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

2021 年四大矿山产量约有 2500 万吨左右的净增量：

- ◆ 淡水河谷的增量主要来源于前期停产矿区的复产，预计有 2000 万吨左右的产量净增长，新增的 S11D 项目扩产及 Gelado 项目预计在 2022 年才能投产。
- ◆ 力拓在皮尔巴拉地区的西安吉拉斯项目 4000 万吨年内投产用于维持产能；
- ◆ 必和必拓的 South Flank 项目 8000 万吨产能年中投产，用于替换杨迪矿；
- ◆ FMG 的 Eliwana 项目将有约 3000 万吨产能，用于替换 Firetail 矿，预计有 500 万吨左右的产量增长。

综合来看，待投产项目多为替代或选矿，产量净增加有限，考虑到复产因素，中性估计预计**2021年四大矿山产量同比增长2500万吨（2.5%）左右**。

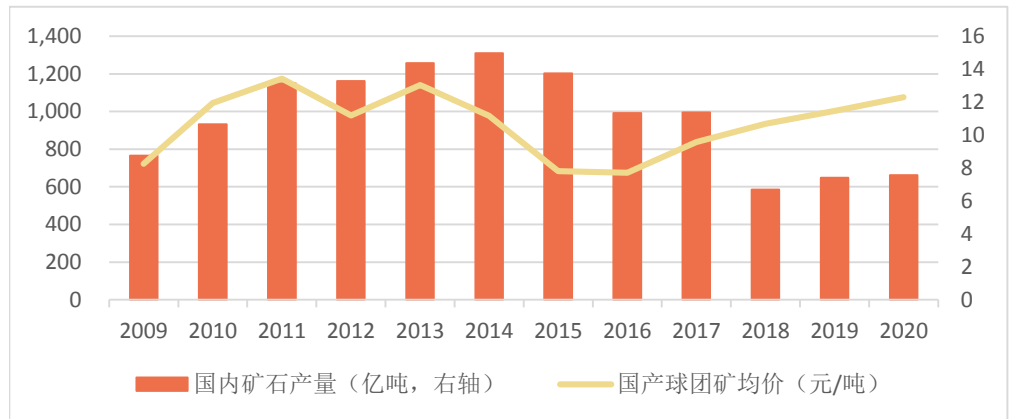
表4：四大矿山年内主要投产项目

矿山	项目	目前产能	预期产能（万吨）	投产时间
力拓	Koodaideri	4000	4000	2021 中
必和必拓	South Flank	8000	8000	2021
FMG	Eliwana	2000	3000	2020 底

资料来源：公司年报，申港证券研究所

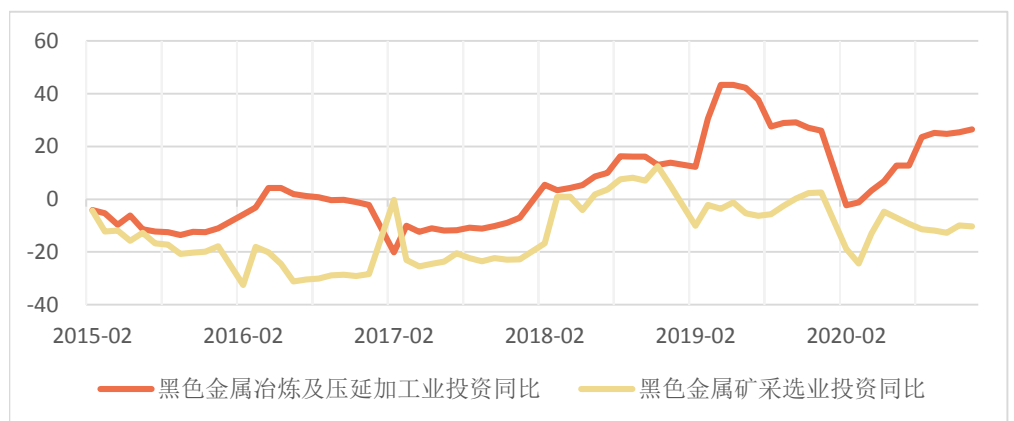
国内铁矿产能在利润丰厚时期并未显著增加，采矿业投资持续低迷，国产矿扩产能力相对有限，在2016-2017年环保政策全面落实后，国产矿产量直接下了一个台阶，2020年度国产矿产量为7.56亿吨，按照现有计划，2021年国产矿产能增加1280万吨，多集中于2-3季度，由于国产矿品位较低，折算后对价格的影响有限。

图7：国产矿产量与价格



资料来源：WIND，申港证券研究所

图8：国内冶炼与矿端投资增速同比

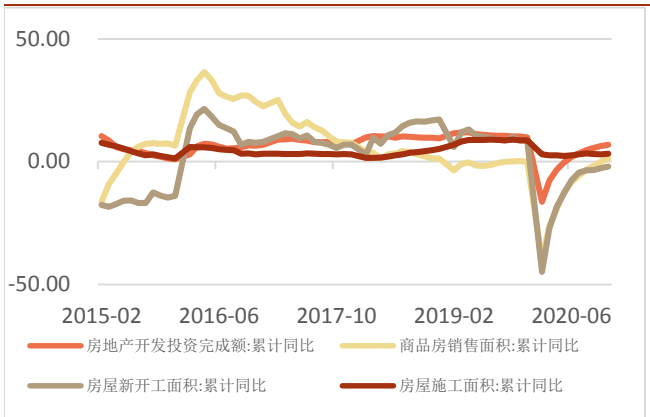


资料来源：WIND，申港证券研究所

国内需求端继续保持较为旺盛的格局，穿透到钢材消费层面，我们判断地产投资赶工韧性仍将持续支撑长材消费，基建用钢在专项债规模收缩以及投向建设比例下降的背景下略有回落、制造业在内外顺周期复苏的背景下维持反弹，板材消费或有亮眼表现。

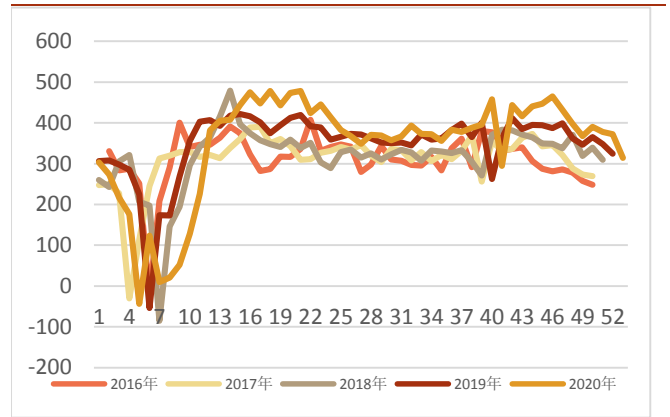
- ◆ 2020年12月地产投资单月增长9.2%（全年7%），环比略有放缓，但仍维持高位，三条红线政策导向房企加速赶工，在2020年春季与秋季均支撑螺纹钢表需高位。随着房企融资环境逐步收紧，拿地数据回落，同时销售与新开工数据有所放缓，但绝对量的高位与赶工的动能仍将支持2021年的建材需求保持韧性。
- ◆ 行业层面，与地产施工与竣工相关的产品数据与价格出现超出季节性的节奏，全国水泥发货率超过往年同期，各地均不同程度出现了供不应求状态，玻璃价格与开工率同步上行，库存持续下滑，展现出旺盛的需求特征，这一赶工趋势在2021年上半年有望继续维持，下半年或略有下行。

图9：房地产开发投资



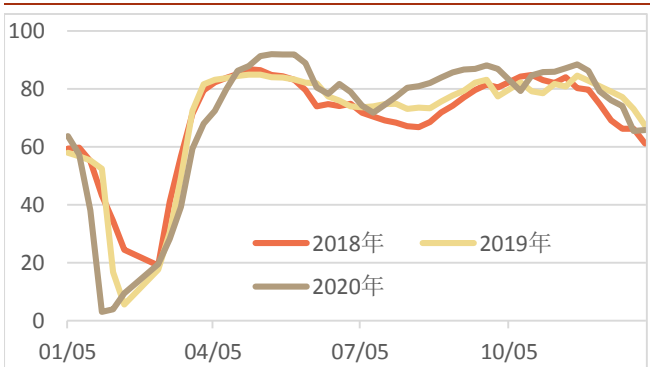
资料来源：WIND，申港证券研究所

图10：螺纹钢周度表观消费（万吨）



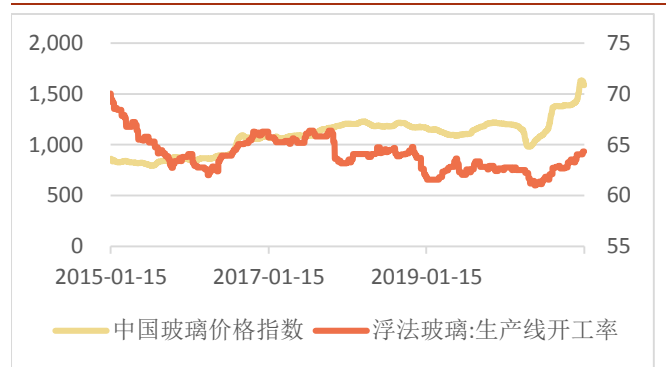
资料来源：Mysteel，申港证券研究所

图11：水泥发货率



资料来源：数字水泥网，申港证券研究所

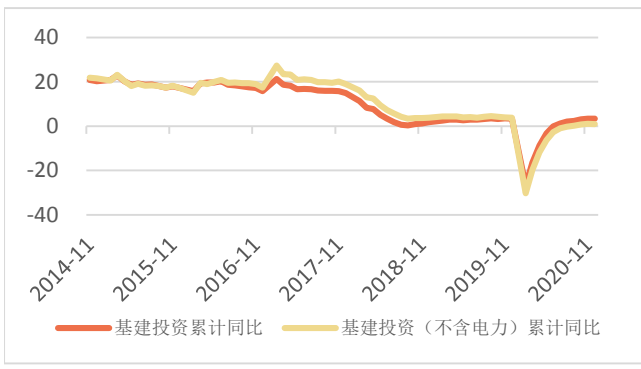
图12：玻璃开工率与价格



资料来源：WIND，申港证券研究所

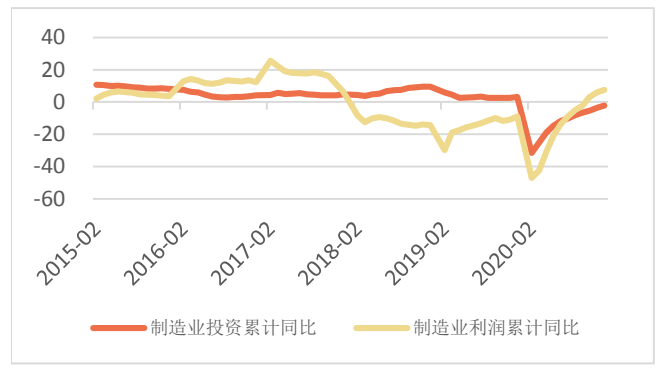
- ◆ **基础设施建设或走弱**，2020年度基建投资同比增长3.4%，基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长0.9%，较年初的预期有较大差距，增速缓慢，由于专项债投向基建的比例显著回落，基建贡献的钢材需求增速也难以提升，根据目前的专项债下达计划，2021年仍将维持3万亿的规模，但从政策指引以及2020年的实际投向来看，基础建设资金到位规模有进一步下降的可能。
- ◆ **制造业持续快速复苏势头仍有望持续**，在地产销售的带动下，相关的家电、家具和建材类消费增速也普遍改善，全年制造业投资增速降幅继续收窄至-2.2%，12月份制造业投资当月同比增速为10.2%，自5月以来制造业企业利润增速维持两位数以上的增长；12月中国制造业PMI为51.9%，环比下降0.2%，继续位于9个月来高位，其中新订单指数和新出口订单指数分别为52.8%及51%，而12月制造业企业对于生产经营活动的预期再创17年10月以来新高，有力地支撑制造业投资增速保持高位。

图13: 基建投资同比增速



资料来源: WIND, 申港证券研究所

图14: 制造业投资与利润规模同比

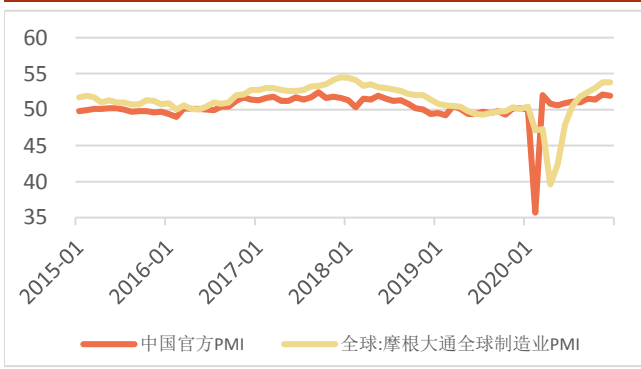


资料来源: WIND, 申港证券研究所

海外需求有望进一步回暖: 制造业 PMI 呈现出全球范围的持续复苏态势, 推升钢材后续需求预期, 12 月摩根大通全球制造业 PMI 为 53.8, 持续 8 月处于扩张期。

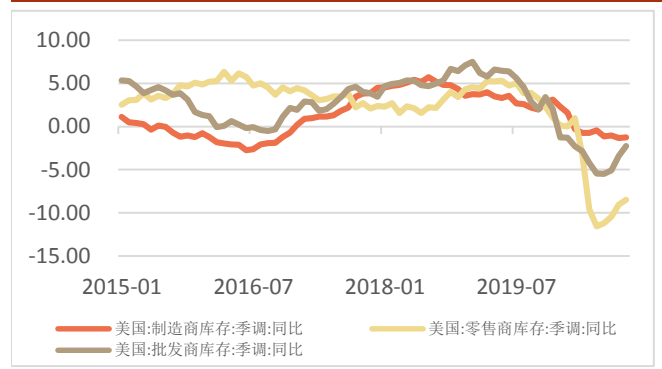
- ◆ **海外需求或持续复苏:** 当前欧洲、美国等国家地区疫情持续高压给短期需求复苏带来不确定性, 但疫苗的持续利好以及本轮疫情爆发中死亡率数据偏低, 降低了市场的恐慌情绪, 从数据来看, 美国消费需求已经快速复苏, 但工业生产恢复进度受疫情反复的影响, 节奏相对迟缓, 同时欧美国家批发、零售、制造业库存也显现出同比为负、窄幅整理走势, 伴随着消费持续恢复, 低库存情况下, 欧美多个行业补库存周期有望持续。

图15: 中国与全球 PMI



资料来源: WIND, 申港证券研究所

图16: 美国补库存周期逐步启动



资料来源: WIND, 申港证券研究所

供需形势推演: 综合上述国内分项消费表现, 考虑到海外需求的向上修正, 从各个分项数据来看, 中性预期下预计 2021 年度国内钢材消费增速在 4.6% 左右, 剔除废钢的替代作用, 预计国内铁水增速将在 4% 左右, 结合海外生铁的需求增速判断, 预计 2021 年铁矿仍存在约 2600 万吨供需缺口, 较 2020 年有所扩大。

表5: 国内钢材需求预估

单位: 万吨	2018 年	2019 年	同比	2020E	同比增长	2021E	同比增长
建筑业	45,000	48,600	8%	51,030	5%	52,561	3%
制造业	38,290	38,930	2%	39,627	2%	40,758	3%
其中: 机械	14,100	14500	3%	14,935	3%	15,383	3%
其中: 汽车	5,500	5200	-5%	5,148	-1%	5,405	5%
其中: 船舶	1,550	1600	3%	1,504	-6%	1,444	-4%
其中: 家电	1,300	1360	5%	1,414	4%	1,499	6%

单位：万吨	2018年	2019年	同比	2020E	同比增长	2021E	同比增长
其中：铁道	520	550	6%	572	4%	595	4%
其中：集装箱	720	520	-28%	510	-2%	535	5%
其中：能源	3,800	4000	5%	4,120	3%	4,244	3%
其中：其他	10,800	11200	4%	11,424	2%	11,652	2%
终端需求	83,290	87,530	6%	90,657	4%	93,318	3%
外部需求	5,600	5,200	-7%	3,300	-37%	5,000	52%
总需求	88,890	92,730	4%	93,957	1%	98,318	4.6%

资料来源：中国钢铁工业协会，申港证券研究所

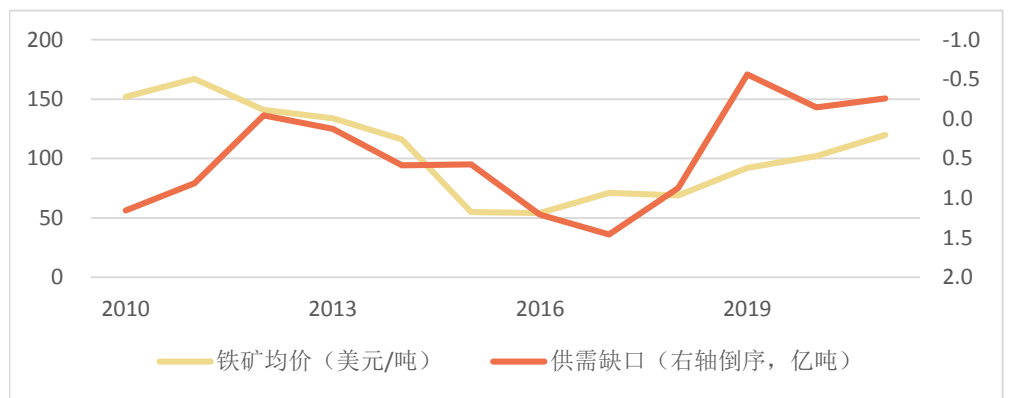
表6：全球铁矿供需平衡

单位：亿吨		2015	2016	2017	2018	2019	2020 (E)	2021 (E)
生铁产量	世界	11.61	11.74	11.86	12.53	12.82	12.95	13.34
	中国	6.91	7.02	7.14	7.71	8.09	8.22	8.54
	欧盟 28 国	0.94	0.91	0.93	0.91	0.86	0.8	0.83
	日本	0.81	0.8	0.78	0.77	0.75	0.7	0.73
折算铁矿需求量		19.73	19.95	20.16	21.3	21.79	22.01	22.67
同比变动		-2%	1%	1%	6%	2%	1%	3%
铁矿产量	世界	20.3	21.16	21.63	22.17	21.23	21.87	22.41
	四大矿山	10.01	10.47	10.71	11.08	10.34	10.62	10.89
	同比变动	7.43%	4.59%	2.29%	3.47%	-6.71%	2.70%	2.50%
供需缺口（不含库存）		0.57	1.21	1.46	0.87	-0.56	-0.15	-0.26

资料来源：WIND，国际钢铁协会，申港证券研究所

缺口逻辑仍存：从历年的价格与供需缺口情况来看，铁矿均价与供需缺口基本保持同步状态，在供需缺口维持的情况下，现有库存将继续被消耗，供需不匹配有望持续支撑铁矿价格处于偏强走势之中，预计 2021 年普氏 62% 品位铁矿到岸价均值将在 2020 年的 109 美元/吨的基础上继续抬升。

图17：供需缺口与铁矿均价预估



资料来源：WIND，申港证券研究所

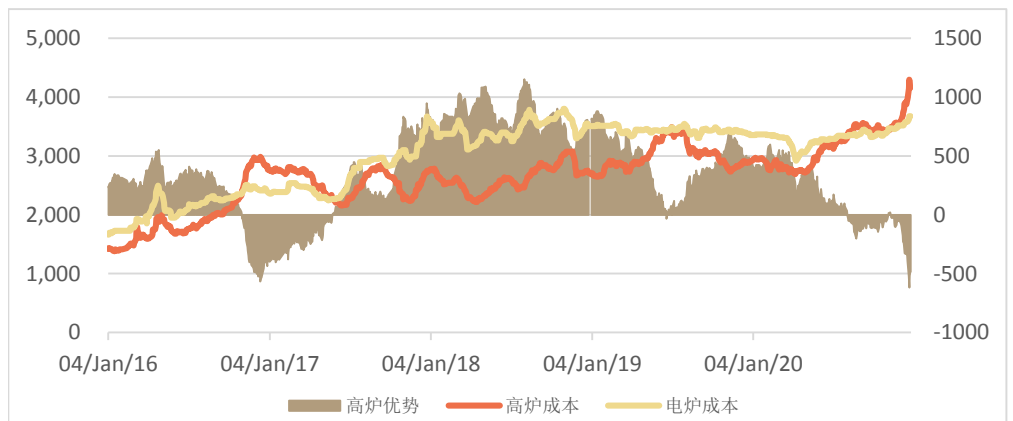
1.3 废钢替代仍存不确定性

废钢作为未来可能替代铁矿需求的关键原料，仍处于供需紧平衡阶段：

- ◆ 根据我的钢铁统计，2020 年度废钢产量为 2.6 亿吨，进口量仅为 18 万吨，预计 2021 年度废钢进口放开初期对于国内废钢市场的供应影响可能较小，实际进口量预估为 600 万吨左右，无法从根本上解决国内废钢市场紧平衡的矛盾；
- ◆ 全球废钢贸易近 15 年持续维持在 8000-11000 万吨的规模，格局较为稳定；进口标准的严格限制减少了我国实际可参与贸易的份额，按照 2009 年我国进口高量 1369 万吨废钢预估，对于年度废钢消耗量超过 2 亿吨的我国而言冲击有限。

电炉利润的长期低位导致短流程炼钢规模难以快速扩张，在钢材期现价格的运行模式中，电炉成本往往是钢价运行的天花板，由于电炉的产能可以实现较为灵活的排产，往往电弧炉在有利润时集中开工，等待供应到位，价格回落后即停工，电炉炼钢整体的利润水平与高炉炼钢相比仍不具备明显优势，其规模的提升难以获得自身利润的正反馈，需要更多的政策支持。

图18：螺纹生产成本对比及高炉优势



资料来源：WIND，申港证券研究所

2. 海外矿山资源的稀缺性导致了长期高利润确定性

海外优质矿山资源具备品位高、埋藏浅的特点，相应开采更具经济价值：长期以来，海外矿山以其品位高、开采成本低的特点建立竞争优势，逐步发展成为以澳洲巴西为主、四大矿山为主的局面，近几年南非印度的占比也有所回升，澳大利亚、巴西等地铁矿石资源丰富，易开采。2019 年全球铁矿石资源储量中澳大利亚占比 28.4%，巴西占比 18.5%。

表7：全球铁矿储量（含铁量，亿吨）

年份	全球	澳大利亚	巴西	中国	印度
2015 年	850	240	120	72	52
2016 年	820	230	120	72	52
2017 年	830	240	120	72	52
2018 年	840	240	170	69	32
2019 年	810	230	150	69	34

资料来源：WIND，申港证券研究所

选矿成本占比高，高品矿拥有成本优势：铁矿石生产成本主要由采矿、选矿、资源

税费、管理和维护费、运输费用、折旧、信贷成本等要素构成。开采成本约占现金成本的 35%，因铁矿资源开采难度、自动化生产水平的不同而有明显差异。选矿成本约占现金成本的 23%，若铁矿石品位高，则选矿成本低。

四大矿山现金成本维持低位：四大矿山 2019 年 C1 成本（采矿、加工、铁路和港口的运营成本）均在 15 美元以下。2019 年全球铁矿石平均离岸现金成本约为 32 美元/吨，而国产铁矿石成本为 70 美元/吨左右。

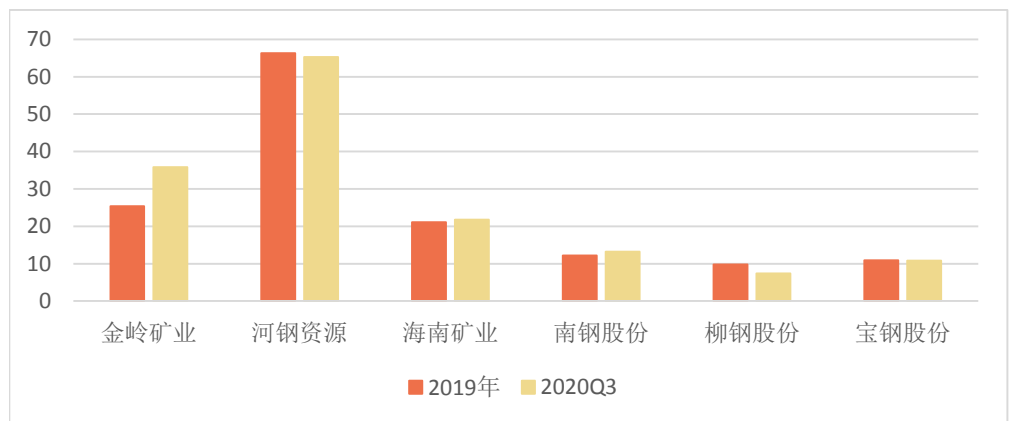
表8：四大矿山 C1 成本

年份	2015	2016	2017	2018	2019
淡水河谷 (US\$/t)	14.4	13.3	14.8	13.6	15.3
必和必拓 (US\$/t)	19	15	14.6	14.26	14.16
力拓(US\$/t)	14.9	13.7	13.4	13.3	14.4
FMG (US\$ /wmt)	27	15	13	12	13.11

资料来源：公司公告，申港证券研究所

高品矿的盈利长期稳定高于冶炼企业：在整体黑色产业链中，毛利率分布倾向于矿端，而高品矿的盈利长期稳定高于冶炼企业，国内 A 股相关上市公司也呈现类似特征。

图19：国内部分铁矿及冶炼上市公司毛利率



资料来源：WIND，申港证券研究所

3. 投资策略

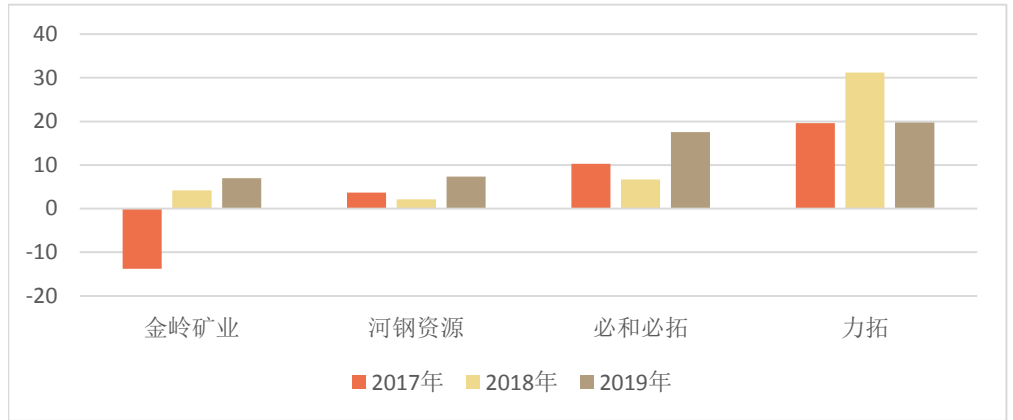
已战略配置海外权益铁矿资源以及拥有大量境内资源储备的企业，由于其获得优质项目的能力强，更有望得到估值倾斜，从而获得更多的资本与政策支持，赢得加速扩张机会。通过对优势资源的获取以及对铁矿端进一步聚焦，部分国内优秀企业有望实现更高的 ROE 成长。

- ◆ 2020 年底工业和信息化部研究编制了《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》，对十四五期间钢铁行业的发展提出了前瞻性指引，其中重点提及“铁金属国内自给率达到 45% 以上，国内年产废钢资源量达到 3 亿吨，打造 1-2 个具有全球影响力和市场竞争力的海外权益铁矿山，海外权益铁矿占进口矿

比重超过 20%”。

- ◆ 这一表述基本确立了进口矿端的政策导向，自主可控成为解决资源困境的关键手段，从以往关键金属原材料的定价权争夺以及日本铁矿资源保障的经验来看，资本在海外优质铁矿股权方面的扩张有望成为政策的引导方向。

图20：国内外部分矿企 ROE



资料来源：WIND，申港证券研究所

建议关注具备资源禀赋和良好资产运营能力的投资机会：推荐**河钢资源(000923)**，拥有海外优质南非铁矿与铜矿资源的同时，国内铁矿资源储备丰富，后续有注入可能。**金岭矿业(000655)**，本土传统铁矿标的，受益矿价上行。

表9：重点跟踪公司

公司 名称	投资 评级	EPS (元)			PE 估值		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
河钢资源	买入	0.81	1.43	2.7	18.24	17.14	8.77
金岭矿业	增持	0.3	0.39	0.4	18.33	16.82	16.25

资料来源：公司年报，申港证券研究所

研究助理简介

高亢，上海交通大学硕士，曾就职于期货公司负责黑色金属产业链分析工作，擅长从产业细节研究中发掘投资机会，2021年1月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上