

钢铁

证券研究报告

2021年12月05日

盈利持续回升，再次重申钢铁板块底部投资机会

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

杨诚笑

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517020002

yangchengxiao@tfzq.com

田庆争

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080005

tianqingzheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《钢铁-行业研究周报:需求见底, 重视钢铁板块底部投资机会》
2021-11-28

2 《钢铁-行业研究周报:双焦价格大跌, 吨钢盈利持续扩大》
2021-11-21

3 《钢铁-行业研究周报:限产持续, 需求边际改善或迎来投资机会》
2021-11-16

核心观点

需求见底: 前期制约需求释放的限电因素结束, 下游制造业企业生产节奏逐步回归正常, 边际改善明显; 从上海地区线螺采购量来看, 本周采购量 1.76 万吨, 环比增加 0.6%, 虽与去年同期相比下滑 0.61 万吨 (上周为 0.93 万吨), 同比下滑 25.7% (上周为 34.7%), 但下滑量已明显改善, 边际需求已在持续改善。

钢价缓慢上行, 原料价格低位震荡, 钢材吨钢毛利扩大: 受钢铁限产以及矿石发货量回升, 矿石港口库存持续累积, 铁矿石价格大幅下跌, 铁矿石期货价格已较年初价格下跌超过 40%, 进入价格底部区间; 同时焦煤因供给增加, 期货价格由最高的近 4000 元/吨快速下跌至当前的 2500 元/吨左右, 其中进口焦煤跌至 1890 元/吨、国产焦煤跌至 2226 元/吨; 焦炭价格已较年初价格下滑 7.27%。铁矿石及焦煤、焦炭价格的大幅下跌使得成本大幅回落, 长流程钢坯成本降至 3298 元/吨、短流程钢坯成本降至 4100 元/吨, 较年初涨跌幅分别为 -11.24% 和 6.81%, 基本回落至年初水平, 反观钢价虽有下跌但较年初仍有 5-10% 左右的涨幅, 吨钢毛利在扩大。

从吨钢毛利来看, 长流程钢材吨钢毛利均回升至 1000 元/吨以上、其中冷轧吨钢毛利高达 1732 元/吨, 冷轧吨钢毛利最低为 1152 元/吨; 短流程钢材吨钢毛利亦回升明显, 热轧吨钢毛利最低 350 元/吨, 冷轧吨钢毛利最高 930 元/吨。考虑到前期钢企成本高企, 四季度及明年或将是钢铁行业的成本红利期。

从股价来看, 钢铁板块从高点已最大回落 35% 左右, 个别公司最大跌幅甚至超过 50%, 从估值来看不少公司 PE (TTM) 已跌至 3-5X 左右, PB 跌至 1X 以下, 从回撤幅度以及估值来看, 钢铁板块已处于相对底部区间, 随着后续需求端的持续回暖, 短期板块或存在较大的价值重估空间; 从长期来看, 在碳中和的大背景下, 行业未来几年的供给将受到持续且长期的抑制, 供给周期结束。行业进去集中度大幅提升的周期, 随着竞争格局的优化, 企业定价权的提升, 钢铁行业或将回到正常工业品的利润率, 行业估值体系或将迎来切换。因此, 短期来看, 钢铁行业底部或已经出现, 板块存在较大的价值重估空间, 中长期或将迎来从周期品向工业品估值的切换。

从前期跌幅较大角度, 建议关注沙钢股份、新钢股份、海南矿业、首钢股份、马钢股份等; 从减产影响较小的角度, 关注凌钢股份、方大特钢、新钢股份、三钢闽光等; 从成长性角度, 建议关注: 久立特材、广大特材、中信特钢。

风险提示: 宏观经济修复不及预期; 全球通胀水平超预期; 矿石增产不达预期; 新冠疫苗研制、接种进展低于预期。

内容目录

1. 核心观点.....	4
2. 市场表现：钢铁板块上涨 0.55%，跑输上证综指 0.67%.....	4
3. 行业供需：终端需求回升.....	5
3.1. 上海地区终端线螺采购量环比增长 0.60%.....	5
3.2. 高炉&电炉开工率回落.....	6
4. 原料端：双焦价格触底.....	6
4.1. 双焦价格触底.....	6
4.2. 铁矿石：海外发货量回升、到港量回落.....	7
4.3. 焦煤&焦炭：焦煤库存回落、焦炭库存回升.....	8
5. 盈利：钢价上涨，吨钢毛利回升.....	9
5.1. 双焦见顶，钢坯成本低位.....	9
5.2. 钢价上涨，钢材盈利大幅回升.....	9
5.3. 钢厂盈利比例大幅回升.....	11
6. 库存：钢材总库存持续下降.....	11
7. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：本周钢铁板涨跌幅块位居申万全行业第 2 名.....	5
图 2：申万钢铁与万得全 A PE (TTM) 估值走势.....	5
图 3：申万钢铁与万得全 A PB (LF) 估值走势.....	5
图 4：本周上海地区终端线螺采购量（万吨）.....	6
图 5：高炉开工率（%）.....	6
图 6：电炉开工率（%）.....	6
图 7：铁矿石期货价格（元/吨）.....	7
图 8：铁矿石现货价格（元/吨）.....	7
图 9：焦煤期货价格（元/吨）.....	7
图 10：焦炭期货价格（元/吨）.....	7
图 11：海外矿石总发货量（万吨）.....	8
图 12：港口到货量（万吨）.....	8
图 13：港口库存变化（万吨）.....	8
图 14：钢厂进口矿平均可用天数变化（天）.....	8
图 15：全国矿山铁精粉日产量（万吨/日）.....	8
图 16：矿山库存变化（万吨）.....	8
图 17：钢厂焦煤库存变化（万吨）.....	9
图 18：独立焦化厂库存变化（万吨）.....	9
图 19：钢厂焦炭库存变化（万吨）.....	9
图 20：钢厂喷吹煤库存变化（万吨）.....	9

图 21: 长流程钢坯成本 (元/吨)	9
图 22: 短流程钢坯成本 (元/吨)	9
图 23: 五大钢材价格走势 (元/吨)	10
图 24: 长流程五大钢材吨盈利情况 (元/吨)	11
图 25: 短流程五大钢材吨盈利情况 (元/吨)	11
图 26: 小钢厂盈利比例变化 (%)	11
图 27: 钢厂库存变化 (万吨)	12
表 1: 钢铁板块上涨 2.84%, 跑赢上证综指 2.24%	4
表 2: 申万钢铁板块 PE、PB 估值水平	5
表 3: 高炉、电炉开工率	6
表 4: 主要原料价格	7
表 5: 五大钢材价格变动	10
表 6: 不同流程下, 五大钢材盈利情况 (元/吨)	10
表 7: 全国钢厂盈利比例变化	11
表 8: 钢材总库存变化	12

1. 核心观点

需求见底：前期制约需求释放的限电因素结束，下游制造业企业生产节奏逐步回归正常，边际改善明显；从上海地区线螺采购量来看，本周采购量 1.76 万吨，环比增加 0.6%，虽与去年同期相比下滑 0.61 万吨（上周为 0.93 万吨），同比下滑 25.7%（上周为 34.7%），但下滑量已明显改善，边际需求已在持续改善。

钢价缓慢上行，原料价格低位震荡，钢材吨钢毛利扩大：受钢铁限产以及矿石发货量回升，矿石港口库存持续累积，铁矿石价格大幅下跌，铁矿石期货价格已较年初价格下跌超过 40%，进入价格底部区间；同时焦煤因供给增加，期货价格由最高的近 4000 元/吨快速下跌至当前的 2500 元/吨左右，其中进口焦煤跌至 1890 元/吨、国产焦煤跌至 2226 元/吨；焦炭价格已较年初价格下滑 7.27%。铁矿石及焦煤、焦炭价格的大幅下跌使得成本大幅回落，长流程钢坯成本降至 3298 元/吨、短流程钢坯成本降至 4100 元/吨，较年初涨跌幅分别为 -11.24%和 6.81%，基本回落至年初水平，反观钢价虽有下跌但较年初仍有 5-10%左右的涨幅，吨钢毛利在扩大。

从吨钢毛利来看，长流程钢材吨钢毛利均回升至 1000 元/吨以上、其中冷轧吨钢毛利高达 1732 元/吨，冷轧吨钢毛利最低为 1152 元/吨；短流程钢材吨钢毛利亦回升明显，热轧吨钢毛利最低 350 元/吨，冷轧吨钢毛利最高 930 元/吨。考虑到前期钢企成本高企，四季度及明年或将是钢铁行业的成本红利期。

从股价来看，钢铁板块从高点已最大回落 35%左右，个别公司最大跌幅甚至超过 50%，从估值来看不少公司 PE（TTM）已跌至 3-5X 左右，PB 跌至 1X 以下，从回撤幅度以及估值来看，钢铁板块已处于相对底部区间，随着后续需求端的持续回暖，短期板块或存在较大的价值重估空间；从长期来看，在碳中和的大背景下，行业未来几年的供给将受到持续且长期的抑制，供给周期结束。行业进去集中度大幅提升的周期，随着竞争格局的优化，企业定价权的提升，钢铁行业或将回到正常工业品的利润率，行业估值体系或将迎来切换。因此，短期来看，钢铁行业底部或已经出现，板块存在较大的价值重估空间，中长期或将迎来从周期品向工业品估值的切换。

从前期跌幅较大角度，建议关注沙钢股份、新钢股份、海南矿业、首钢股份、马钢股份等；从减产影响较小的角度，关注凌钢股份、方大特钢、新钢股份、三钢闽光等；从成长性角度，建议关注：久立特材、广大特材、中信特钢。

2. 市场表现：钢铁板块上涨 0.55%，跑输上证综指 0.67%

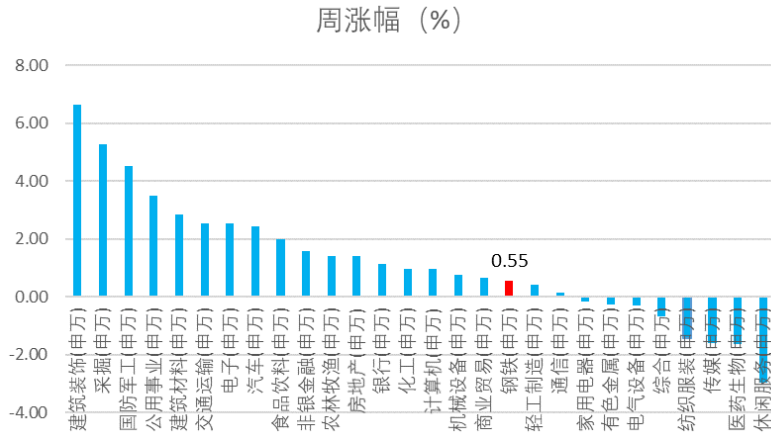
板块表现方面：本周钢铁板块上涨 0.55%，跑输上证综指 0.67%，位居申万全行业第 15 名。个股方面，本周涨幅前五的股票是：金洲管道、首钢股份、博云新材、福然德、图南股份。

表 1：钢铁板块上涨 0.55%，跑输上证综指 0.67%

	本周指数	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
上证指数	3,607.43	1.22	1.22	3.87
钢铁(申万)	3,002.36	0.55	1.67	34.19
钢材价格指数(元/吨)	5,040.66	-0.37	0.60	7.02

资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：本周钢铁板涨跌幅块位居申万全行业第 15 名



资料来源：wind，天风证券研究所

板块估值方面：

PE_TTM 估值：本周申万钢铁板块 PE_TTM 为 8.65 倍，本周变动 0.09 倍，同期万得全 A PE_TTM 为 19.86 倍，申万钢铁与万得全 A 比值为 44%。

PB_LF 估值：本周申万钢铁板块 PB_LF 为 1.26 倍，本周变动 0.01 倍，同期万得全 A PB_LF 为 2.01 倍，申万钢铁与万得全 A 比值为 63%。

表 2：申万钢铁板块 PE、PB 估值水平

	PE (TTM) 估值				PB (LF) 估值			
	本周估值	本周变动	本月变动	本年变动	本周估值	本周变动	本月变动	本年变动
钢铁(申万)	8.65	0.09	0.14	-5.90	1.26	0.01	0.02	0.27
万得全 A	19.86	0.18	0.17	-3.50	2.01	0.02	0.02	-0.01
钢铁/万得全 A	44%	-0.09	-0.03	-2.40	63%	-0.01	0.00	0.28

资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：申万钢铁与万得全 A PE (TTM) 估值走势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：申万钢铁与万得全 A PB (LF) 估值走势



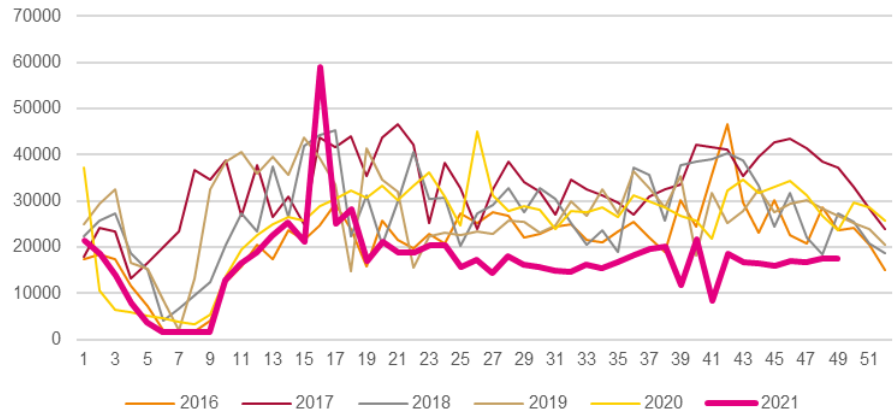
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 行业供需：终端需求回升

3.1. 上海地区终端线螺采购量环比增长 0.60%

上海地区线螺采购量 1.76 万吨，环比增加 0.6%，与去年同期相比下滑 0.61 万吨，同比下滑 25.7%。

图 4：本周上海地区终端线螺采购量（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 高炉&电炉开工率回落

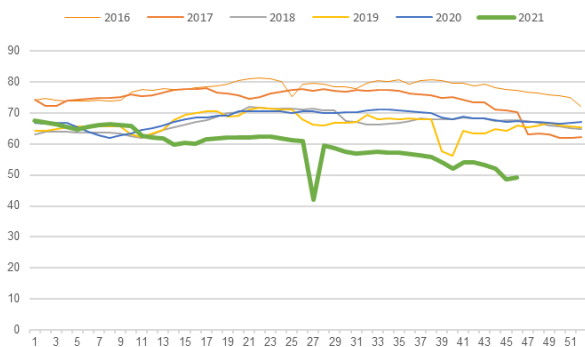
本周高炉开工率 47.79%，环比-0.41pct，同比下滑 19.06pct；年粗钢产量≤200 万吨高炉开工率 40.98%、年粗钢产量 200-600 万吨高炉开工率 50.66%，环比持平；年产粗钢产量≥600 万吨高炉开工率 65.67%，环比-1.00pct；本周电炉开工率 55.77%，环比-3.20pct，同比下滑 11.54pct，其中长流程电炉开工率 56.67%，环比-1.66pct，同比下滑 8.33pct，短流程电炉开工率 56.25%，环比下滑 3.13pct，同比下滑 12.50pct。

表 3：高炉、电炉开工率

	本周 (%)	环比 (pct)	52 周同比 (pct)
高炉开工率	47.79	-0.41	-19.06
年粗钢产量≤200 万吨高炉	40.98	0.00	-10.66
年粗钢产量 200-600 万吨高炉	50.66	0.00	-13.58
年粗钢产量≥600 万吨高炉	65.67	-1.00	-10.00
电炉开工率	55.77	-3.20	-11.54
长流程电炉	56.67	-1.66	-8.33
短流程电炉	56.25	-3.13	-12.50

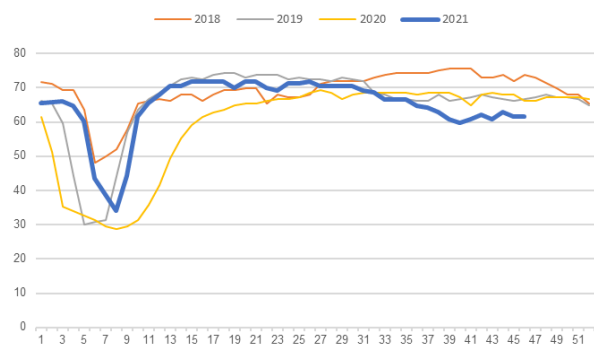
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：高炉开工率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：电炉开工率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 原料端：双焦价格触底

4.1. 双焦价格触底

本周铁矿石期货价格上涨 3 元/吨至 606 元/吨，涨幅为 0.41%，现货方面进口矿上下跌 3 元/吨至 689 元/吨，跌幅 0.50%，国产矿上涨 6 元/吨至 831 元/吨，涨幅为 0.72%。焦煤方面，期货价格上涨 119 元/吨至 2675 元/吨，涨幅为 4.66%，现货价格进口矿下跌 53 元/吨至 1890 元/吨，跌幅 2.73%，国产矿 2226 元/吨，本周持平。焦炭方面，期货价格下跌 171 元/吨至 2760 元/吨，跌幅 5.83%，现货价格主流价持平。

表 4：主要原料价格

	铁矿石			焦煤			焦炭			
	期货结算价	进口矿	国产矿	期货结算价	港口进口均价	港口国产均价	期货结算价	河北主流价	山东主流价	河南主流价
当前价（元/吨）	606	689	831	2,675	1,890	2,226	2,760	2,570	2,490	2,720
周涨跌（元/吨）	3	-3	6	119	-53	0	-171	0	0	0
周涨跌幅（%）	0.41%	-0.50%	0.72%	4.66%	-2.73%	0.00%	-5.83%	0.00%	0.00%	0.00%
年初至今涨跌（元/吨）	-474	-447	-170	1,175	593	1,128	-217	470	190	620
年初至今涨跌幅度（%）	-43.88%	-40.80%	-15.26%	78.27%	45.72%	102.73%	-7.27%	22.38%	8.26%	29.52%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：铁矿石期货价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：铁矿石现货价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：焦煤期货价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：焦炭期货价格（元/吨）

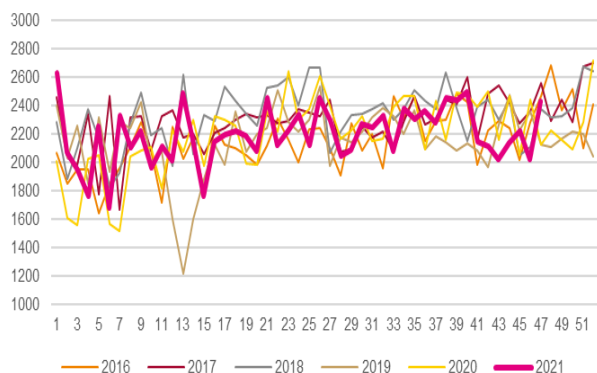


资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 铁矿石：海外发货量回升、到港量回落

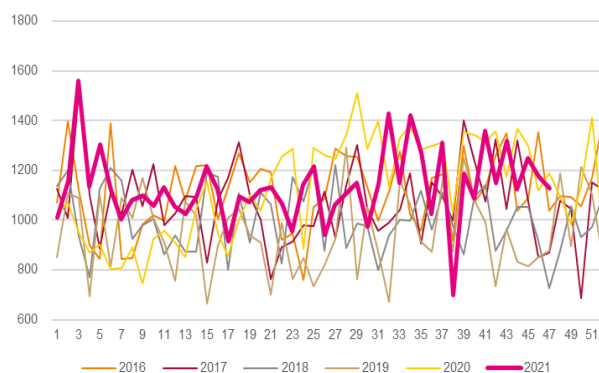
海外矿山：本周海外铁矿石发货总量 2277.20 万吨，环比减少 155.50 万吨，下滑 6%；其中巴西发货量 701.80 万吨，环比减少 6.10 万吨，下滑 1%；澳大利亚发货量 1575.40 万吨，环比减少 149.40 万吨，环比下滑 9%。北方港口矿石到港总量为 796.90 万吨，环比减少 330.30 万吨，减少 29%。

图 11: 海外矿石总发货量 (万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

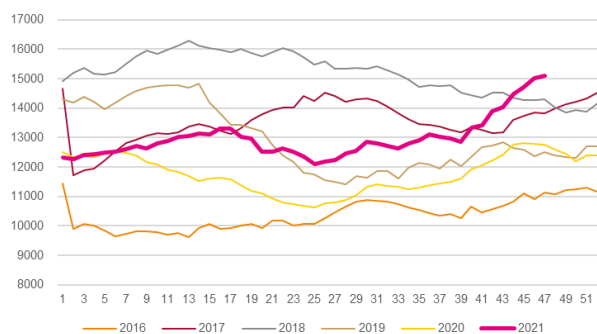
图 12: 港口到货量 (万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

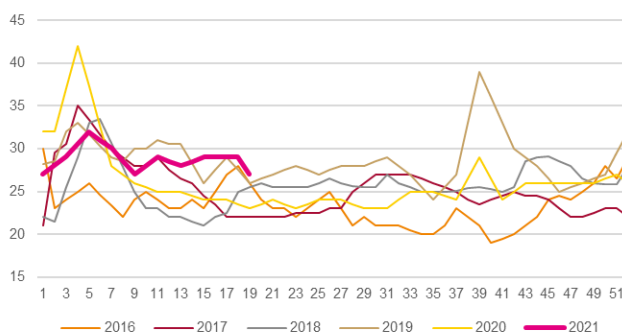
库存方面, 主要港口库存 15456.93 万吨, 环比增加 205.46 万吨, 环比增长 1.35%; 日均疏港量 276.09 万吨, 环比减少 5.32 万吨, 减少 1.89%。国内中大钢厂进口矿平均可用天数为 30 天, 环比增加 11%。

图 13: 港口库存变化 (万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

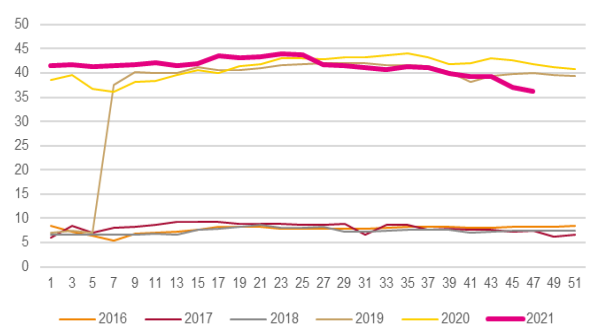
图 14: 钢厂进口矿平均可用天数变化 (天)



资料来源: wind, 天风证券研究所

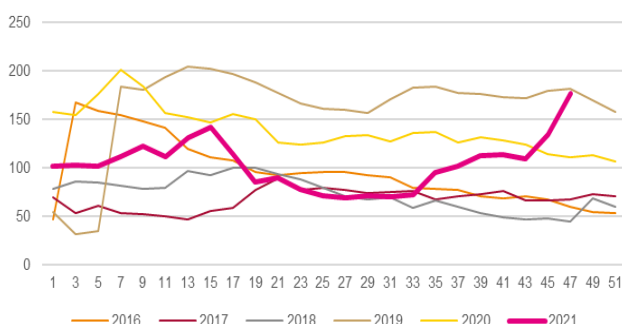
国内矿山: 全国矿山铁精粉日产量 36.75 万吨, 较上次统计增加 0.48 万吨; 矿山库存 202.40 万吨, 较上次统计增加 25.65 万吨。

图 15: 全国矿山铁精粉日产量 (万吨/日)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 矿山库存变化 (万吨)

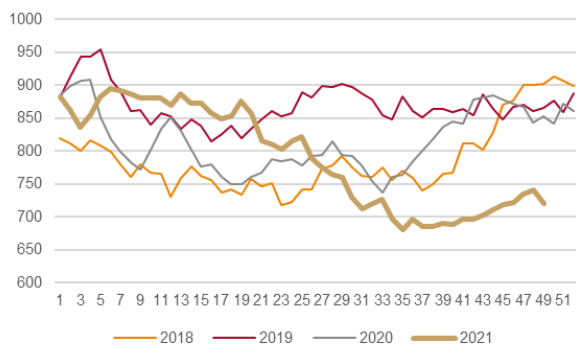


资料来源: wind, 天风证券研究所

4.3. 焦煤&焦炭: 焦煤库存回落、焦炭库存回升

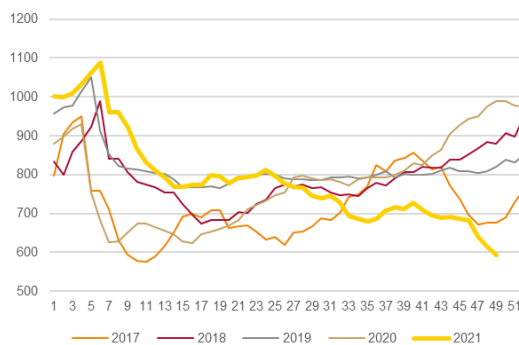
本周炼焦煤钢厂库存 719.77 万吨, 较上周减少 20.48 万吨, 库存可用天数为 14.34 天; 独立焦化厂库存 592.03 万吨, 较上周减少 23.22 万吨, 库存可用天数为 15.48 天。钢厂焦炭库存 407.72 万吨, 较上周增加 7.89 万吨, 库存可用天数为 14.94 天。钢厂喷吹煤库存 325.45 万吨, 较上周增加 6.88 万吨, 库存可用天数为 15.55 天。

图 17: 钢厂焦煤库存变化 (万吨)



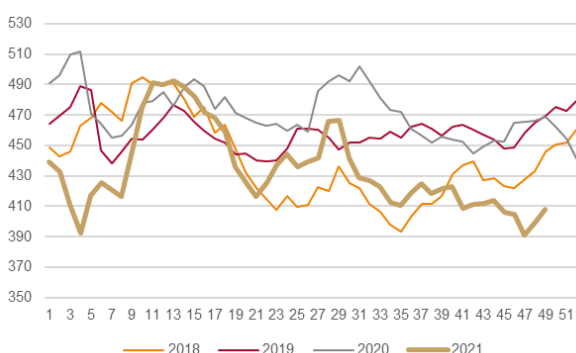
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18: 独立焦化厂库存变化 (万吨)



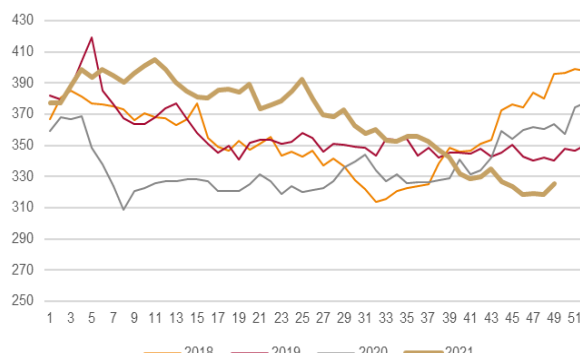
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 19: 钢厂焦炭库存变化 (万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 20: 钢厂喷吹煤库存变化 (万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 盈利: 钢价上涨, 吨钢毛利回升

5.1. 双焦见顶, 钢坯成本低位

从生产成本来看, 本周长流程钢坯成本为 3298 元/吨, 较上周上升 1.17%, 较月初上升 0.33%, 较年初下滑 11.24%; 本周短流程钢坯成本 4100 元/吨, 较上周上升 0.55%, 较月初上升 0.55%, 较年初上涨 6.81%。

图 21: 长流程钢坯成本 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 短流程钢坯成本 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

5.2. 钢价上涨, 钢材盈利大幅回升

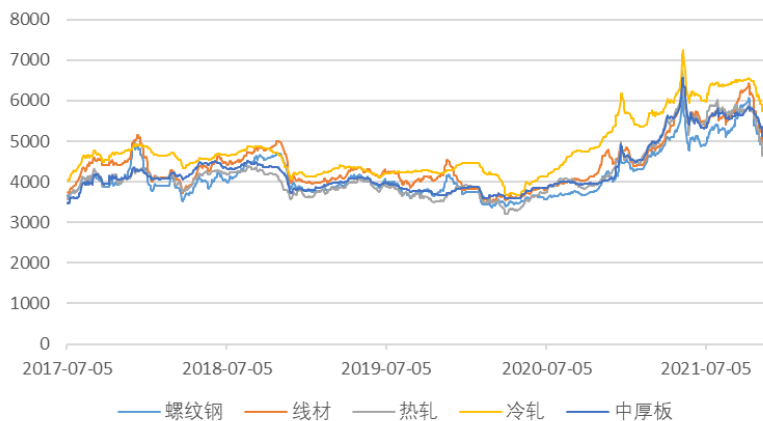
本周钢材价格整体上升。螺纹钢上升 0.63%，线材上升 0.20%，热轧上升 1.48%，冷轧上升 1.82%，中厚板上升 0.39%。

表 5：五大钢材价格变动

	本周价格(元/吨)	较上周变动	较月初变动	较年初变动
螺纹钢	4810	0.63%	0.63%	7.37%
线材	5100	0.20%	0.20%	6.69%
热轧	4800	1.48%	1.48%	4.35%
冷轧	5580	1.82%	1.82%	-2.11%
中厚板	5120	0.39%	0.79%	10.82%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：五大钢材价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

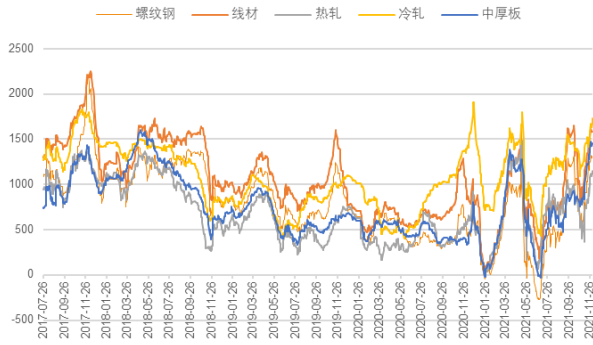
从不同钢材盈利来看，因双焦价格以及铁矿石价格双双回落，钢坯成本触底，钢价小幅反弹，吨钢毛利扩大。细分来看，长流程钢材吨钢毛利均回升至 1000 元/吨以上、其中冷轧吨钢毛利高达 1732 元/吨，环增 9.74%；短流程钢材吨钢毛利亦回升明显，热轧吨钢毛利最低 350 元/吨，环减 0.74%；冷轧吨钢毛利最高 930 元/吨、环增 9.08%。

表 6：不同流程下，五大钢材盈利情况（元/吨）

	长流程				短流程			
	本周吨毛利	较上周变动	较月初变动	较年初变动	本周吨毛利	较上周变动	较月初变动	较年初变动
螺纹钢	1312	5.11%	1.47%	132.41%	510	-2.41%	1.47%	15.59%
线材	1582	2.85%	-0.06%	87.33%	780	-4.01%	-1.59%	8.15%
热轧	1152	6.84%	5.40%	115.53%	350	-0.74%	15.68%	-14.91%
冷轧	1732	9.74%	5.42%	20.74%	930	9.08%	9.08%	-29.09%
中厚板	1452	3.85%	2.04%	171.64%	650	-3.36%	2.75%	58.10%

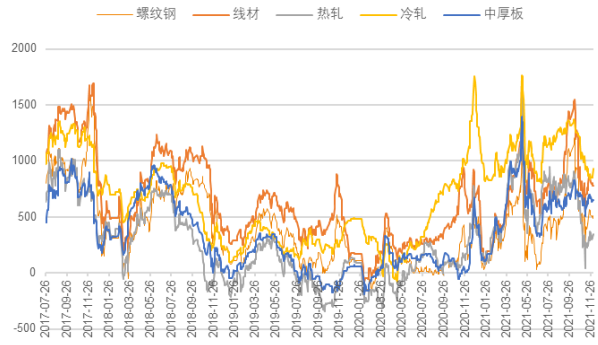
资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：长流程五大钢材吨盈利情况（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：短流程五大钢材吨盈利情况（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

5.3. 钢厂盈利比例大幅回升

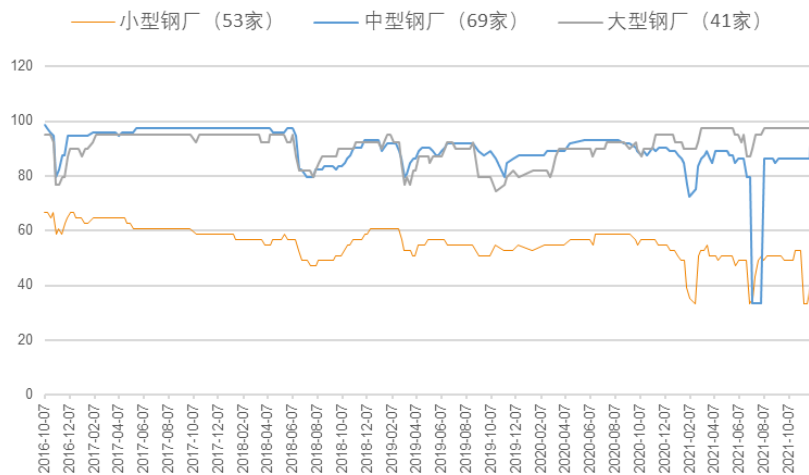
从行业盈利比例来看，全国 163 家钢厂，本周盈利比例为 61.96%，较上周上升 4.59pct；细分来看，小型钢厂盈利比例为 43.14%、较上次统计上涨 5.89pct、中型钢厂盈利比例为 97.26，较上次统计上升 10.96pc%、大型钢厂盈利比例为 97.44%，环比持平。

表 7：全国钢厂盈利比例变化

	本周盈利比例 (%)	较上周变动 (pct)	较月初变动 (pct)	较年初变动 (pct)
全国钢厂 (163 家)	61.96	4.59	4.59	-16.57
小型钢厂 (53 家)	43.14	5.89	5.89	-9.80
中型钢厂 (69 家)	97.26	10.96	10.96	8.22
大型钢厂 (41 家)	97.44	0.00	0.00	5.13

资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：小钢厂盈利比例变化 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

6. 库存：钢材总库存持续下降

本周钢材总库存 994.72 万吨，环比下滑 3.77%，较月初下滑 3.77%，较年初上涨 18.17%。其中螺纹钢库存 413.67 万吨，环比下滑 6.57%；线材库存 121.12 吨，环比下滑 6.90%；热卷库存 237.09 万吨，环比下滑 0.09%；中板库存 101.83 万吨，环比下滑 0.67%；冷轧

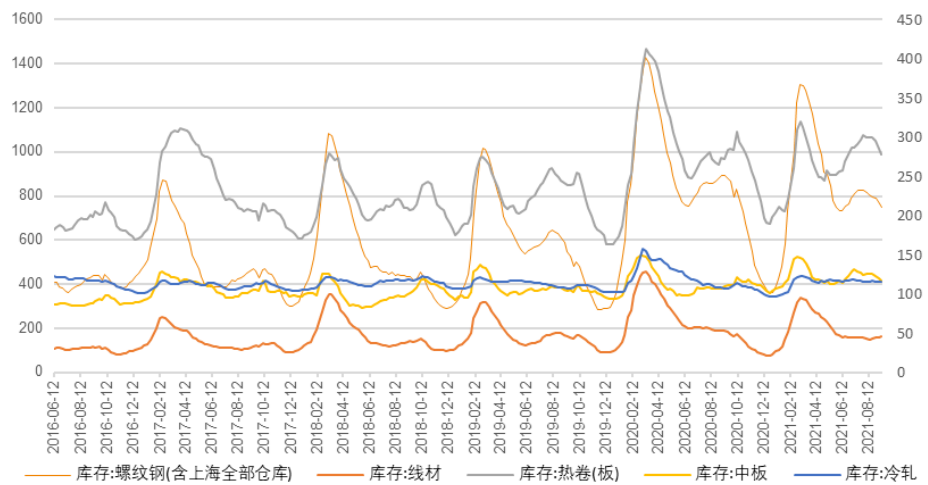
121.01 万吨，环比持平。

表 8：钢材总库存变化

	本周库存（万吨）	本周变化	本月变化	本年变化
螺纹钢	413.67	-6.57%	-6.57%	13.69%
线材	121.12	-6.90%	-6.90%	51.32%
热卷	237.09	-0.09%	-0.09%	19.62%
中板	101.83	-0.67%	-0.67%	-1.43%
冷轧	121.01	0.00%	0.00%	25.61%
合计	994.72	-3.77%	-3.77%	18.17%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：钢厂库存变化（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

7. 风险提示

- 1.宏观经济修复不及预期；
- 2.全球通胀水平超预期；
3. 矿石增产不达预期；
- 4.新冠疫苗研制、接种进展低于预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com