

行业研究

制造业和地产基建链条数据均有所好转

——金属周期品高频数据周报（2023.2.27~3.5）

要点

流动性：2 月 BCI 中小企业融资环境指数环比上月+9.76%至 54.32。（1）BCI 融资环境指数 2023 年 2 月值为 54.32，环比上月+9.76%，创近 3 年新高水平，利好创业板指数表现；（2）M1 和 M2 增速差与上证指数存在较强的正向相关性：M1 和 M2 增速差在 2023 年 1 月为-5.9 个百分点，环比+2.2 个百分点。

基建和地产链条：2 月全国钢铁 PMI 新订单指数创近 30 个月新高水平。（1）本周价格变动：螺纹+1.17%、水泥价格指数+0.38%、橡胶-0.41%、焦炭+0.00%、焦煤+1.47%、铁矿+0.66%；（2）本周全国高炉产能利用率、水泥、沥青、全钢胎开工率环比分别+0.18pct、+3.80pct、+1.7pct、+0.44pct；（3）2 月，全国钢铁 PMI 新订单指数为 48.9%，环比上月+5.0 个百分点。

地产竣工链条：本周钛白粉毛利润环比扭亏为盈。本周钛白粉、玻璃的价格环比分别+0.00%、-1.18%，玻璃毛利润为-146 元/吨，钛白粉利润为 214 元/吨。

工业品链条：2 月 PMI 新订单指数创 2018 年以来新高水平。（1）本周主要大宗商品价格表现：冷轧、铜、铝价格环比+0.63%、+0.00%、+0.38%，对应的毛利变化+49.28%、-0.42%、+7.25%；（2）2023 年 2 月中国 PMI 新订单指数为 54.10%，环比+3.2 个百分点。

细分品种：铁矿现货价格续创近 8 个月新高水平。（1）石墨电极：超高功率为 26500 元/吨，环比+0.00%，综合毛利润为 5111.38 元/吨，环比+0.92%；（2）镍：价格（周五）为 196700 元/吨，环比上周-5.07%；（3）电解铝价格为 18550 元/吨，环比+0.38%，测算利润为 1034.7 元/吨（不含税），环比+7.25%；（4）本周电解铜价格为 69400 元/吨，环比+0.00%；（5）钼精矿价格为 5100 元/吨，环比-3.95%。

比价关系：小螺纹与大螺纹价差处于 5 年同期高位。（1）螺纹和铁矿的价格比值本周为 4.68；（2）本周五热卷和螺纹钢的价差为 100 元/吨；（3）本周上海冷轧钢和热轧钢的价格差达 350 元/吨，环比-10 元/吨；（4）不锈钢热轧电解镍的价格比值为 0.09；（5）盘螺（主要用在地产）和螺纹钢（主要用在基建）的价差本周五达 220 元/吨，环比上周-4.35%；（6）新疆和上海的螺纹钢价差本周五为-140 元/吨。

出口链条：2 月中国 PMI 新出口订单创近 10 年新高水平。（1）中国出口集装箱运价指数 CCFI 综合指数本周为 1057.68 点，环比-1.86%；（2）本周美国粗钢产能利用率为 74.90%，环比+0.90 个百分点；（3）2023 年 2 月，中国 PMI 新出口订单为 52.40%，环比+6.3pct。

估值分位：本周沪深 300 指数+1.71%，周期板块表现最佳的是航运板块（+3.71%），普钢、工业金属的 PB 相对于沪深两市 PB 比值分位（2013 年以来）分别是 27.08%、74.71%；普钢板块 PB 相对于沪深两市 PB 的比值目前为 0.48，2013 年以来的最高值为 0.82（2017 年 8 月达到）。

投资建议：政府工作报告中强调“今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元，加快实施‘十四五’重大工程”及“推动发展方式绿色转型”，显示年内基建有望再次发力带动钢材需求回升，且钢铁行业作为高碳行业其远期供给仍将受到限制，板块或将实现价值重估，建议关注华菱钢铁、宝钢股份、柳钢股份。

风险提示：根据历史数据得出的相关性失效的风险；政府对大宗商品价格调控的风险；公司经营不善风险。

钢铁/有色
增持（维持）

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：戴默

执业证书编号：S0930522100001

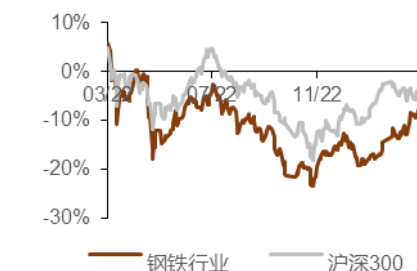
021-52523812

modai@ebsecn.com

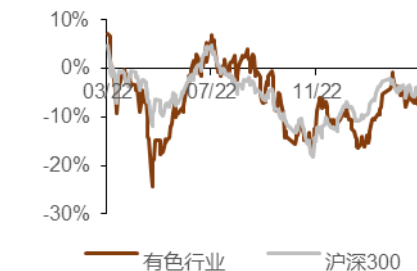
联系人：蒋山

jiangshan@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind



资料来源：Wind

1、量价利汇总表

表 1：量价利汇总表

板块	2023/3/3	单位	数值	7日涨幅	30日涨幅	年内涨幅	365日涨幅	历史最高值
新开工	螺纹钢	元/吨	4310	1.2%	4.4%	-9.6%	-9.3%	5980
	螺纹钢利润	元/吨	389	11.5%	20.7%	-47.4%	-42.5%	1900
	全国高炉产能利用率	%	87%	0.2%	2.8%	9.3%	9.5%	95%
	水泥	指数	138	0.4%	0.9%	-23.2%	-18.0%	214
	水泥利润	元/吨	91	0.4%	-4.1%	-36.6%	-25.0%	195
	水泥产能利用率	%	51%	3.8%	11.2%	-1.8%	-1.8%	96%
竣工	钛白粉	元/吨	15100	0.0%	0.9%	-23.0%	-23.4%	20400
	平板玻璃	元/吨	1508	-1.2%	-6.2%	-12.7%	-20.1%	2960
基建	建筑沥青	元/吨	4000	0.0%	0.0%	25.0%	11.1%	4675
	石油沥青产能利用率	%	38%	1.7%	10.3%	37.9%	12.3%	61%
基建地产	天然橡胶	元/吨	12100	-0.4%	-2.0%	-12.9%	-9.7%	19500
	全钢轮胎产能利用率	%	69%	0.4%	42.3%	17.3%	16.6%	79%
	地产螺纹-基建螺纹价格差	元/吨	220	-4.3%	-21.4%	-4.3%	10.0%	640
工业品	电解铜	元/吨	69400	0.0%	1.4%	-0.6%	-2.5%	75470
	电解铝	元/吨	18550	0.4%	-1.7%	-11.9%	-18.7%	23640
	电解铝利润	元/吨	1035	7.0%	-20.6%	-75.7%	-80.0%	5448
	冷轧钢	元/吨	4760	0.6%	3.9%	-14.7%	-14.4%	7170
	热轧-螺纹价格差	元/吨	100	-9.1%	42.9%	-44.4%	-28.6%	830
	原油	美元/桶	78	3.7%	3.0%	-0.9%	-15.8%	122
	动力煤	元/吨	1165	0.9%	0.4%	42.1%	4.2%	2592
	焦煤	元/吨	2281	1.5%	1.8%	1.4%	2.0%	2892
	110家洗煤厂煤炭产能利用率	%	74.18	-1.3%	3.8%	4.4%	3.0%	86
	焦炭	元/吨	2640	0.0%	0.0%	-10.2%	-10.2%	4240
	铁矿石	元/湿吨	919	0.7%	5.3%	11.4%	6.3%	1595
细分领域	超高功率石墨电极价格	元/吨	26500	0.0%	0.0%	10.4%	10.4%	157500
	石墨电极平滑利润	元/吨	5111	0.9%	-5.1%	52.8%	71.1%	122106
	电炉开工率	%	69%	4.0%	61.2%	10.4%	13.8%	88%
	预焙阳极	元/吨	6300	0.0%	0.0%	28.6%	20.0%	8000
	硅铁	元/吨	8000	0.0%	-5.9%	-9.6%	-12.6%	20500
	黄金	美元/盎司	1856	2.5%	-0.5%	3.3%	-1.8%	2035
	五氧化二钒	万元/吨	15.9	6.7%	23.3%	28.2%	24.2%	49
	钨精矿	元/吨	120000	0.0%	0.4%	7.3%	1.7%	121000
	镍	元/吨	196700	-5.1%	-14.1%	25.9%	9.8%	263700
	不锈钢	元/吨	17000	-0.3%	-2.6%	-6.1%	-15.8%	22200
社会库存	重点城市钢材库存	万吨	1651	-1.0%	7.1%	87.3%	-6.5%	2599
	铝库存	吨	302599	2.3%	23.3%	-3.9%	-9.9%	993207
	API 石油库存	桶	50964.2	1.2%	5.0%	15.6%	15.4%	2724000
	保税区铜库存	吨	15.66	21.4%	88.0%	14.3%	-23.6%	70

资料来源：Wind、百川、Mysteel、光大证券研究所

2、流动性：2月BCI中小企业融资环境指数环比上月+9.76%至54.32

从周度数据的角度，我们重点关注如下四种流动性指标：

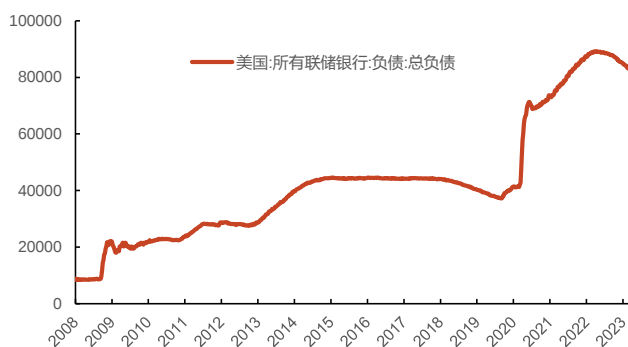
(1) 美联储总负债：美联储总负债是影响全球流动性的重要指标，本周值为8.30万亿美元，环比-0.51%；

(2) 伦敦金现价格：伦敦金现是观察全球风险偏好、通胀预期的重要指标，而全球黄金ETF的持仓量则是短期金价的同步指标。本周伦敦金现价格为1856美元/盎司，环比上周+2.54%，SPDR黄金ETF持仓量本周为912.12吨，环比上周-0.57%。

(3) 中美十年期国债收益率利差：中美利差走阔将增强中国国内经济、特别是资本市场的流动性和吸引力。中美十年期国债收益率利差在本周五为-107个BP，环比上周-3个BP；

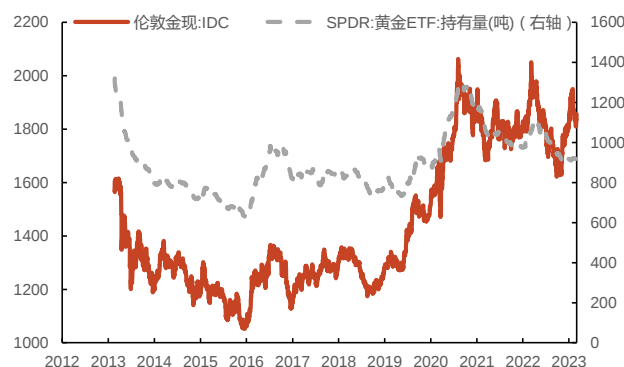
(4) 螺纹钢和中国一年期国债收益率：(1) 2012年5月25日-2013年11月15日，螺纹钢下跌10.81%，但一年期国债收益率却上行191个bp；(2) 2018年3月23日-2018年10月26日，螺纹钢价和国债收益率背离，随后螺纹钢价出现大跌。本周，一年期国债收益率为2.32%，环比变动+2.82个bp；本周螺纹钢价格为4310元/吨，环比变动+1.17%。

图1：美联储总负债（亿美元）



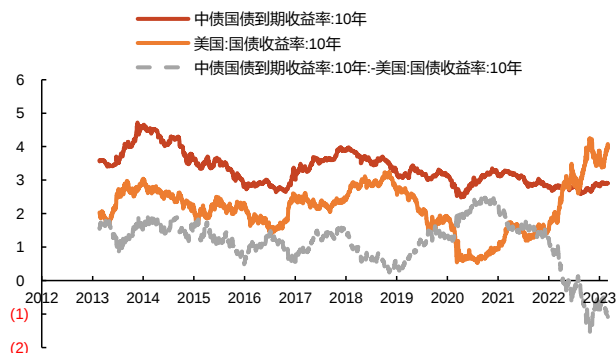
资料来源：Wind、光大证券研究所

图2：黄金现货价格（美元/盎司）与SPDR持仓（吨）



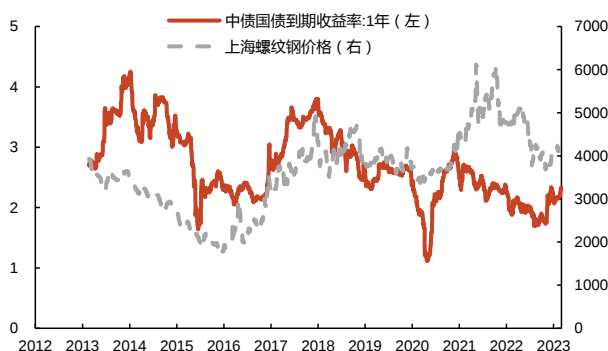
资料来源：Wind、光大证券研究所

图3：中美十年期国债收益率走势及利差（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图4：中国一年期国债收益率及螺纹钢价格（%，元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所

从历史（月度）数据来看，关于股指和流动性，存在两个规律：

(1) 创业板指数与 BCI 中小企业融资环境指数在 2014 年以后存在较强的相关性，而中小企业融资环境指数存在均值回归的规律：超过 50、低于 40 的时间都不长久。2021 年以来的最低点出现在 2022 年 5 月（40.91），2023 年 2 月值为 54.32，环比上月+9.76%，创近 3 年新高水平。

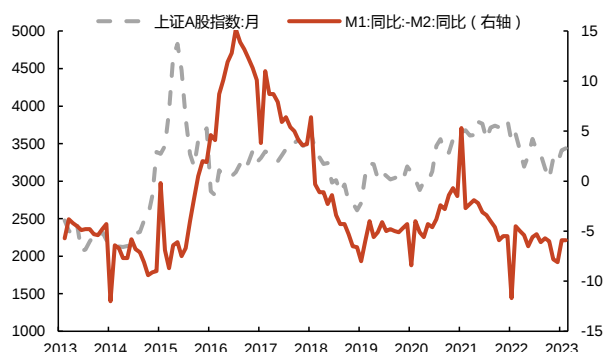
(2) M1 和 M2 增速差与上证指数存在较强的正向相关性：M1 和 M2 增速差在 2023 年 1 月为-5.9 个百分点，环比+2.2 个百分点。增速差在 2021 年 1 月为+5.3 个百分点，创 2018 年以来的单月新高，但 2021 年 2 月回落至-2.7 个百分点。

图 5：BCI 中小企业月度融资指数与创业板月末收盘价（点）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 6：M1 和 M2 的增速差（%）与上证指数月末收盘价（点）



资料来源：Wind、光大证券研究所

3、基建地产新开工链条：2 月全国钢铁 PMI 新订单指数环比+5.0 个百分点

房地产基建链条上的高频数据（包括周度和月度），我们分为四类：

(1) 房地产开工相关的指标：2022 年 1-12 月商品房销售面积、地产新开工面积累计同比增速环比继续回落

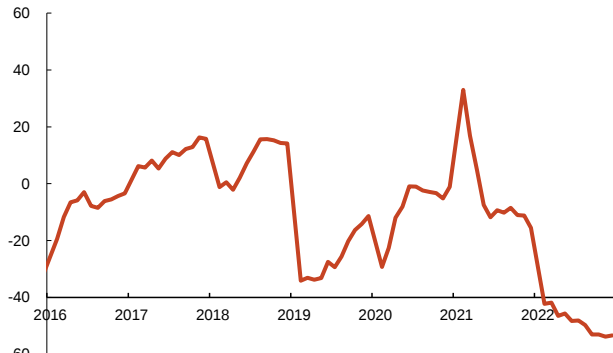
全国商品房销售面积 2022 年 1-12 月累计同比为-24.30%，较上个月累计值变动-1.0pct；全国房地产新开工面积 2022 年 1-12 月累计同比为-39.40%，较上个月累计值变动 -0.5pct。

图 7：房地产新开工、销售面积累计同比（%）



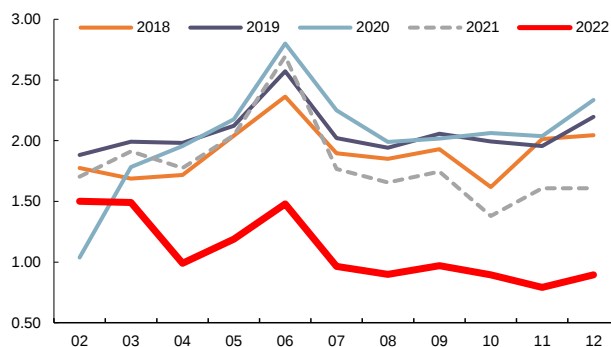
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 8：全国土地购置面积累计同比（%）



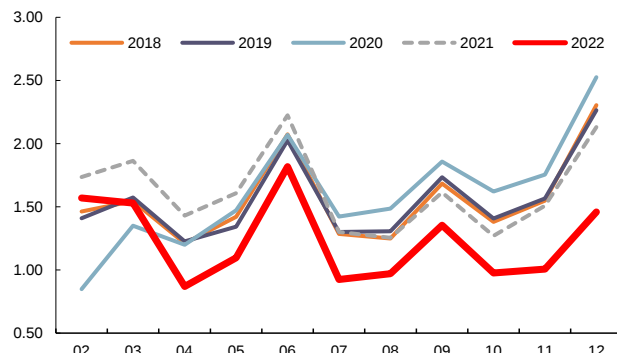
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 9：房地产新开工面积（亿平方米）



资料来源：Wind、光大证券研究所

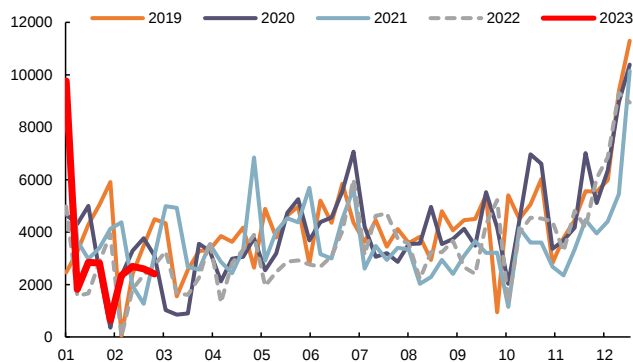
图 10：商品房销售面积（亿平方米）



资料来源：Wind、光大证券研究所

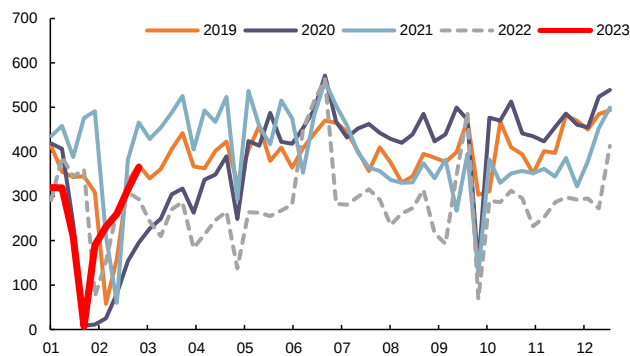
全国土地购置面积 2022 年 1-12 月份累计同比-53.40%，延续同比负增长；
 100 个大中型城市成交土地规划面积本周为 2405 万平方米，环比上周-7.39%；
 全国 30 大中城市商品房成交面积，2019 年占全国销售面积的约 10%，本
 周值（上周六至本周五）为 365 万平方米，环比上周+15.79%。

图 11：100 大中城市成交土地规划建筑面积（万平方米）



资料来源：Wind、国家统计局、光大证券研究所

图 12：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



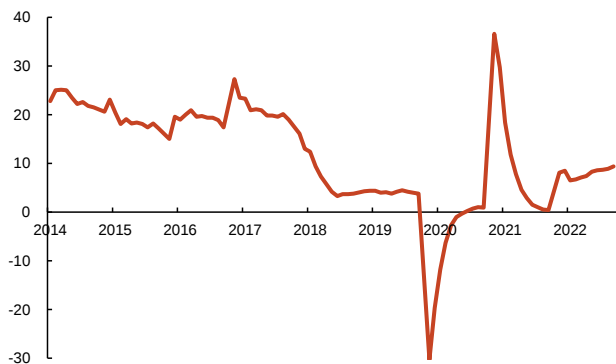
资料来源：Wind、国家统计局、光大证券研究所

（2）只与基建相关的指标：沥青开工率回升至 5 年同期中位水平

全国基建投资额（不含电力）1-12 月累计同比为+9.40%，较上个月累计
 值变动+0.5pct；

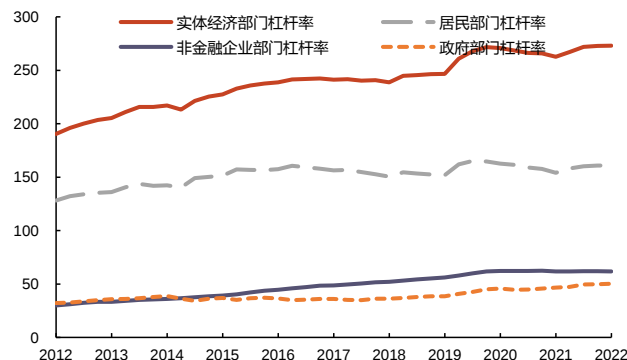
全国宏观杠杆率：基建的扩张在很大程度上依赖实体经济部门杠杆率的
 提升、尤其是非金融企业部门杠杆率，该类数据由国家资产负债表研究中心每
 个季度公布一次。数据显示，2022 年 12 月全国实体经济部门的杠杆率值为
 273.20%，环比+0.3 个百分点，非金融企业部门杠杆率为 160.90%，环比-0.1
 个百分点。

图 13: 城镇基建投资额同比累计增速 (%) (不含电力)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 14: 全国宏观杠杆率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

石油沥青约 80%用于道路建设（包括新建和维修），而 2017 年基建投资额构成中，道路运输业占 23.29%，仅次于市政设施管理行业（占 26.13%），而石油沥青出口占比较小（2019 年是 8.56%），因此总体来看石油沥青是监测基建比较重要的指标。

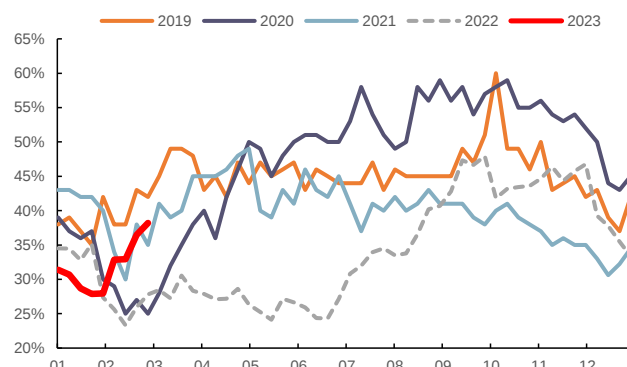
建筑沥青价格本周为 4000 元/吨，环比+0.00%。本周沥青炼厂开工率为 38.21%，环比上周+1.7 个百分点。

图 15: 建筑沥青价格 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 16: 沥青炼厂周开工率 (%)

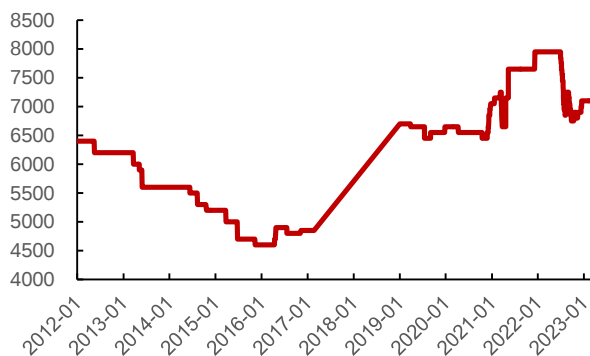


资料来源: Wind、光大证券研究所

根据我们 2022 年 1 月 25 日发布的《关注国家水网、地下管网建设带来的管道产品投资机会——管道行业动态报告》，我们预计，2020 年，离心球墨铸管需求量 45%分布在市政管网领域，35%分布在水利领域。2013 年，我国公共供水管道中球墨铸管占比 33.85%，灰铸铁管占比 18.43%，塑料管占比 30.65%，钢管占比 9.81%，预应力钢筒混凝土管占比 5.88%，水泥管占比 1.37%。2003-2013 年，历年新增城市公共供水管道铺设长度中，球墨铸铁占比平均在 50%左右，显示其正在逐步替代钢管、灰铸铁管。

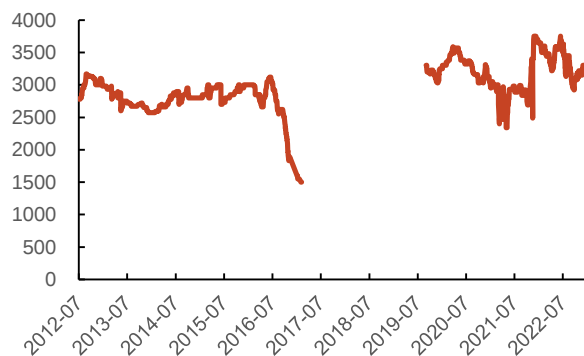
本周球墨铸管价格为 7,100.00 元/吨，环比上周+0.00%，加工费为 3,210.00 元/吨，环比上周+0.00%。

图 17: 球墨铸管价格 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 18: 球墨铸管加工费 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

(3) 与房地产和基建高度相关的指标: 2 月全国钢铁 PMI 新订单指数为 48.9%, 环比上月+5.0 个百分点

螺纹钢: 螺纹钢广泛用于房屋、桥梁、道路等土建工程建设, 而且出口量非常小 (2019 年螺纹钢出口量占产量的比例为 0.18%)。

螺纹钢价本周为 4310 元/吨, 环比+1.17%; 本周产量为 295.03 万吨, 环比+4.56%; 周度总库存为 1238.88 万吨, 环比-1.15%; 长流程螺纹钢利润本周为 389 元/吨, 环比+11.49%。

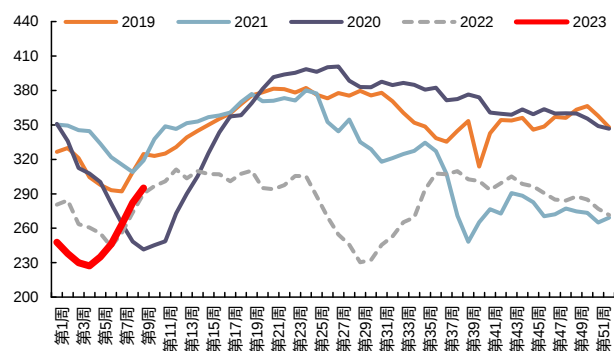
热轧板卷本周产量为 308.35 万吨, 环比+0.36%; 周度总库存为 373.6 万吨, 环比-3.35%; 五大品种钢材总库存本周为 2319.93 万吨, 环比-1.51%。

本周五全国高炉产能利用率为 87.15%, 环比+0.18 个百分点; 本周五的钢贸商社会库存为 1651 万吨, 环比-1.02%。

2023 年 2 月, 全国钢铁 PMI 新订单指数为 48.9%, 环比上月+5.0 个百分点。

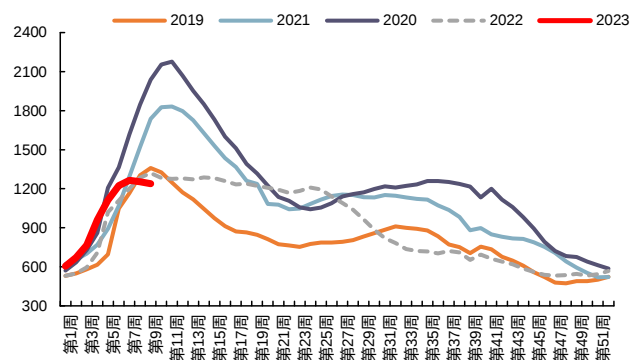
2022 年 12 月, 全国粗钢日均产量为 259.63 万吨, 2023 年 2 月中旬, 重点企业粗钢旬度日均产量为 209.28 万吨, 环比+1.49%。

图 19: 螺纹钢周度产量 (万吨)



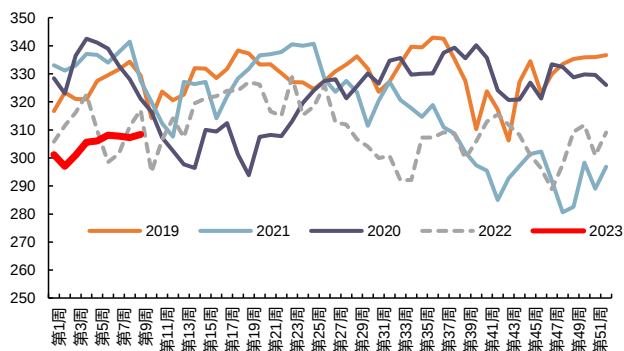
资料来源: 钢联数据、光大证券研究所

图 20: 螺纹钢周度库存 (万吨)



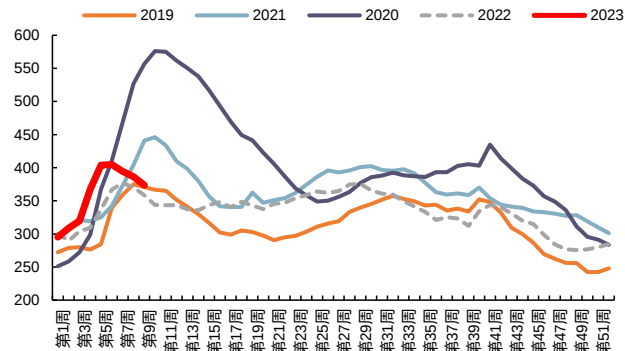
资料来源: 钢联数据、光大证券研究所

图 21：热轧板卷周度产量（万吨）



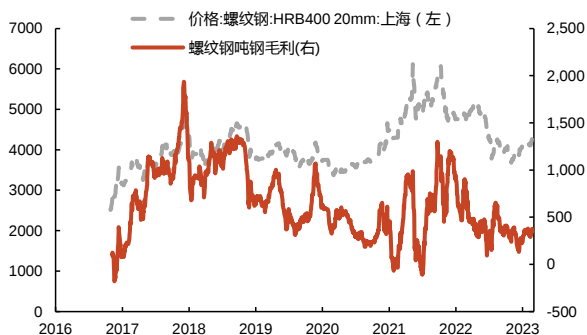
资料来源：钢联数据、光大证券研究所

图 22：热轧板卷周度库存（万吨）



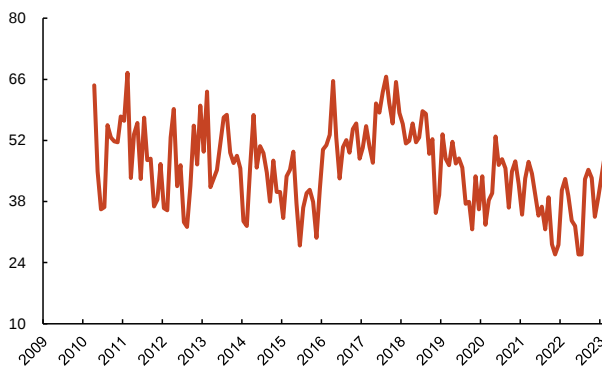
资料来源：钢联数据、光大证券研究所

图 23：螺纹钢价格和盈利（元/吨）



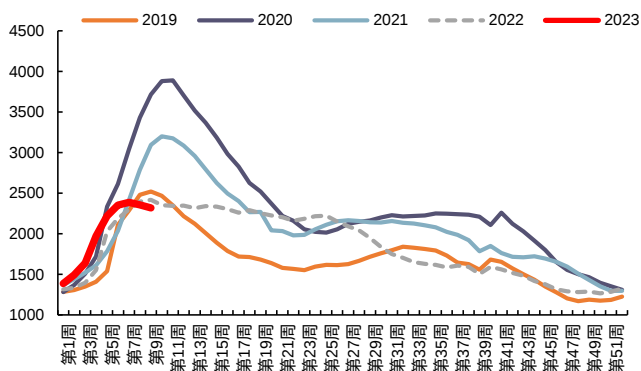
资料来源：Wind、Mysteel、光大证券研究所

图 24：钢铁行业采购经理人（PMI 新订单）指数（%）



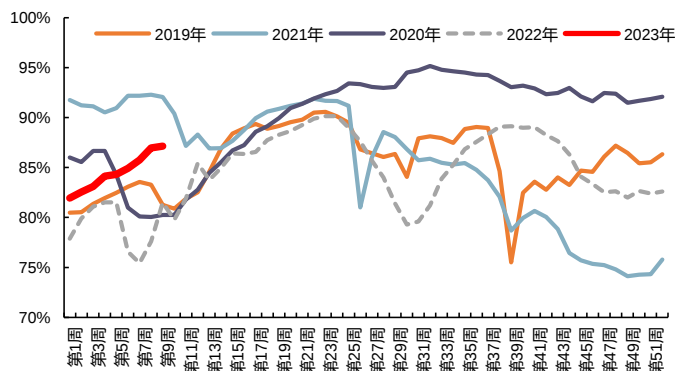
资料来源：Wind、中物联钢铁专委会、光大证券研究所

图 25：五大品种钢材总库存（万吨）



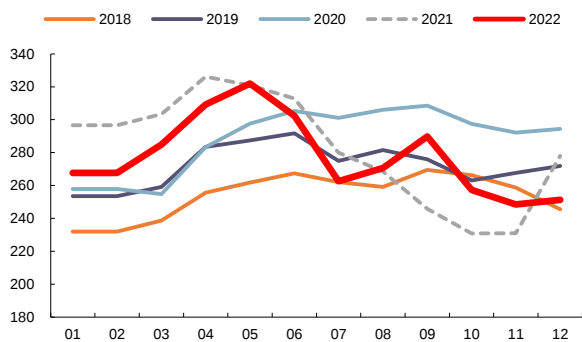
资料来源：钢联数据、光大证券研究所

图 26：全国 247 座高炉产能利用率（%）



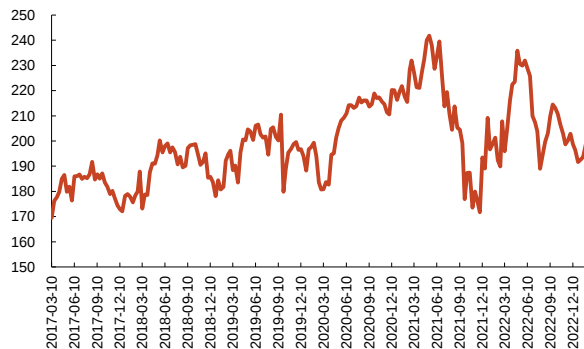
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 27：全国粗钢日均产量（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：重点企业旬度日均产量（万吨/天）



资料来源：中钢协、光大证券研究所

水泥：水泥的下游基本是房地产、基建、农村建设三家平分，出口占比仅为 0.2%。

本周全国水泥价格指数变动为+0.38%，其中华东+0.53%、中南+1.03%、西南+0.18%、西北+0.18%。

全国水泥开工率本周为 51.07%，环比+4.2 个百分点，相比去年同期-4.0 个百分点。

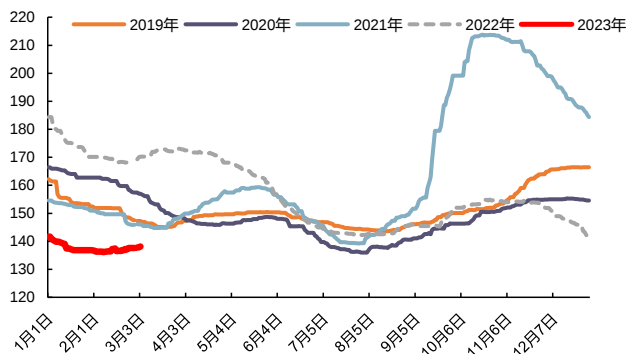
挖掘机：挖掘机也是主要用在基建、地产、新农村建设，2019 年出口量占产量的比重为 11.3%。挖掘机销量受到存量更新（平均报废更新周期为 10 年左右）、房地产和基建、替代人工、出口需求等多方面的影响。而挖机小时利用数则受到使用年限、房地产基建、替代人口等方面的影响。我们倾向于认为相对于挖机销量而言，挖机小时利用数和挖机保有量是更好的推断房地产基建发展形势的指标。

2023 年 1 月，小松挖机小时利用数为 44.0 小时，环比-53.09%、同比-37.14%。考虑到小松挖掘机市占率从此前的两位数已下滑至 2018 年的约 4%，因此机器平均使用年限已经较长，因此我们可以认为，小松挖掘机小时利用数如果同比增长，则说明房地产基建的需求形势不错；如果同比微降，并不能说明太多问题，也许是机型使用年限已经偏长的原因、也许是挖机存量增长的原因。

2022 年 12 月，全国铁路货运量为 4.20 亿吨，环比+2.00%。

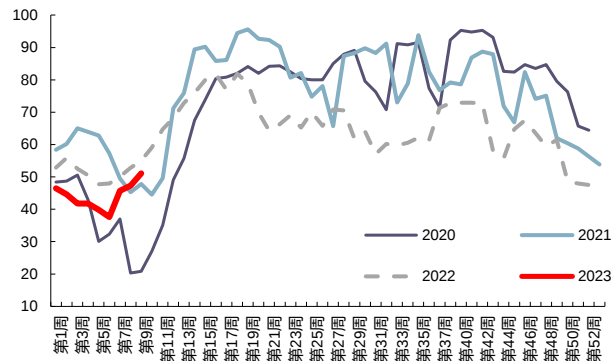
2022 年 12 月，挖掘机产量为 2.28 万台，同比-31.0%，载货汽车销量为 21.60 万辆，同比-37.9%。

图 29：全国水泥价格指数（点）



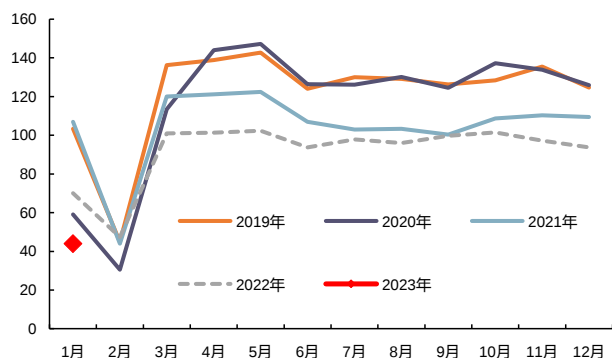
资料来源：Wind、中国水泥网、光大证券研究所

图 30：全国水泥周开工率（%）



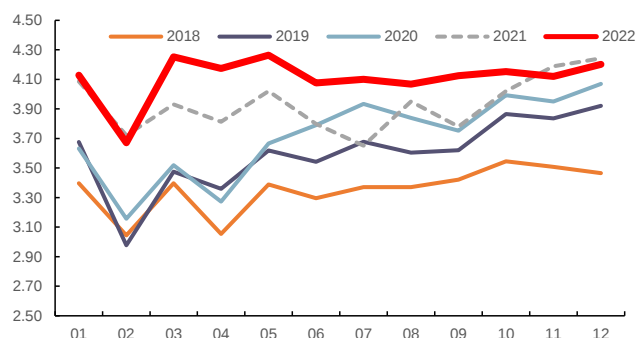
资料来源：百川资讯、光大证券研究所

图 31：小松中国挖机小时利用数（小时）



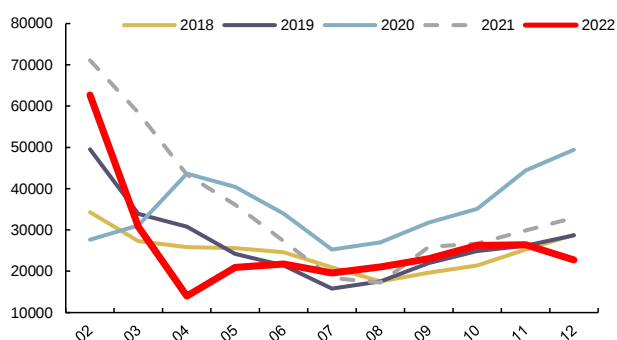
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 32：铁路货运量（亿吨）



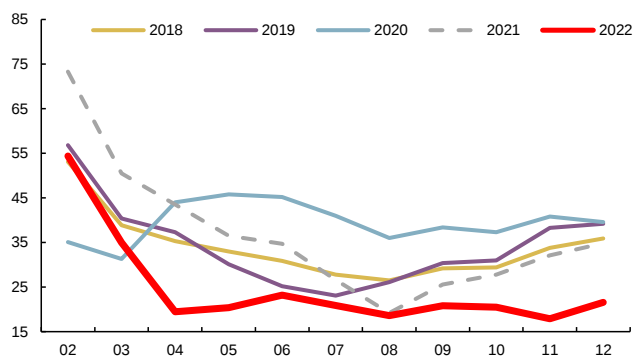
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 33：挖掘机产量（台）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 34：载货汽车销量（万辆）



资料来源：Wind、光大证券研究所

（4）与房地产和基建存在一定关联的指标：全钢胎开工率回升至 5 年同期高位水平

天然橡胶主要用在轮胎领域，轮胎分为半钢胎和全钢胎，其中全钢胎近 90% 用于货车的配套和替换，公路货运领域的类别构成中，约 63% 是重化工产品（2008 年数据），轮胎 41% 用于出口（2019 年数据）。

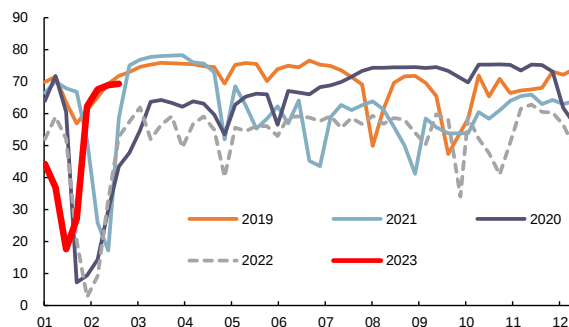
云南国营全乳胶价格本周为 1.21 万元/吨，环比-0.41%；全钢胎本周五开工率为 69.33%，环比+0.44pct。

图 35：天然橡胶价格（元/吨）



资料来源：Wind、中国橡胶信息贸易网、光大证券研究所

图 36：全钢胎开工率（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

4、地产竣工链条：钛白粉毛利润环比扭亏为盈

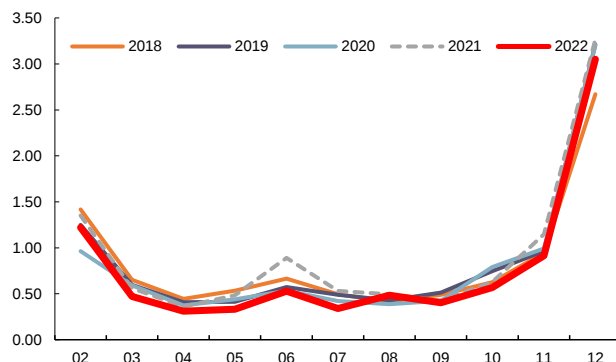
(1) 房地产竣工数据：1-12 月竣工面积累计同比-15%
 全国商品房竣工面积 1-12 月累计同比为-15.00%，较上个月累计值变动+4.0pct。

图 37：房屋竣工面积累计同比（%）



资料来源：Wind、中国橡胶信息贸易网、光大证券研究所

图 38：房屋竣工面积（亿平方米）



资料来源：Wind、光大证券研究所

(2) 房地产竣工相关商品数据：钛白粉毛利润环比扭亏为盈

本周钛白粉（用途分布：56%涂料、6%塑料、10%油墨、2%造纸、其他6%）价格为 15400 元/吨，环比-1.18%，毛利润 214 元/吨，扭亏为盈。

TDI（用途分布：70%软泡，主要是坐垫、沙发、床垫、垫材等）价格为 18,800.00 元/吨，环比-3.59%；PVC 价格为 6,541.00 元/吨，环比-0.79%。

平板玻璃（用途 75%是房地产和建筑）本周开工率 78.43%，价格为 1508 元/吨、环比-1.18%，毛利润为-146 元/吨。

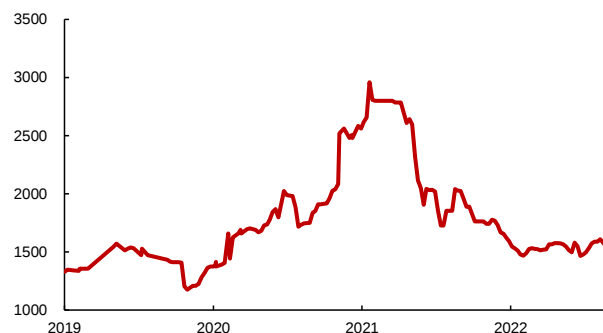
截至 2023 年 2 月 25 日，PVC 开工率为 79.66%，周环比-0.43 个百分点。

图 39：钛白粉价格（元/吨）



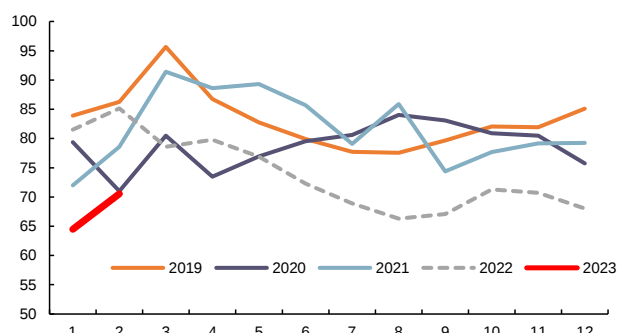
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 40：平板玻璃价格（元/吨）



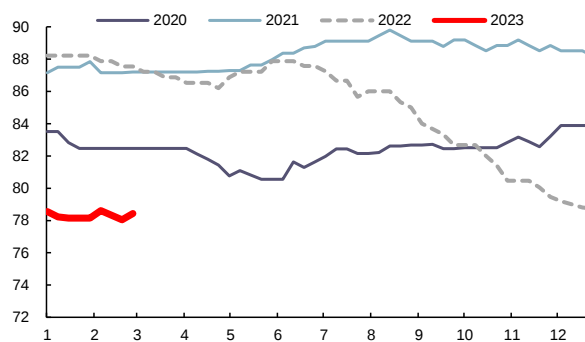
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 41：钛白粉月开工率（%）



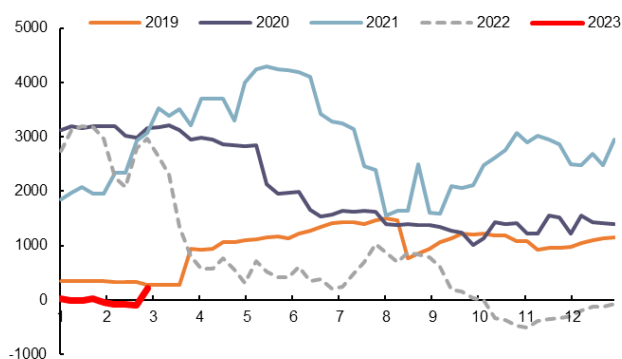
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 42：平板玻璃周开工率（%）



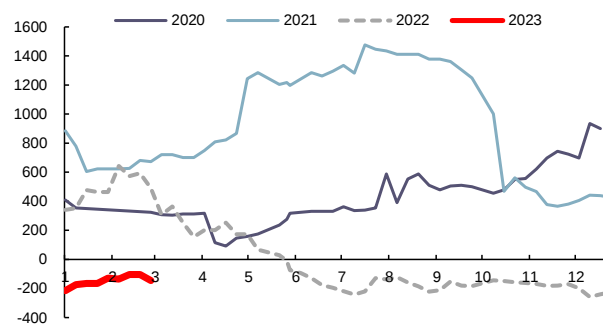
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 43：钛白粉毛利润（元/吨）



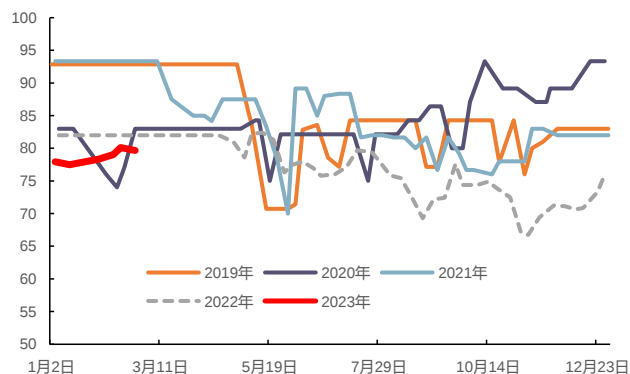
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 44：平板玻璃毛利润（元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 45: PVC 开工率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 46: PVC 价格 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

5、工业品链条：2023 年 2 月 PMI 新订单指数环比+3.2 个百分点

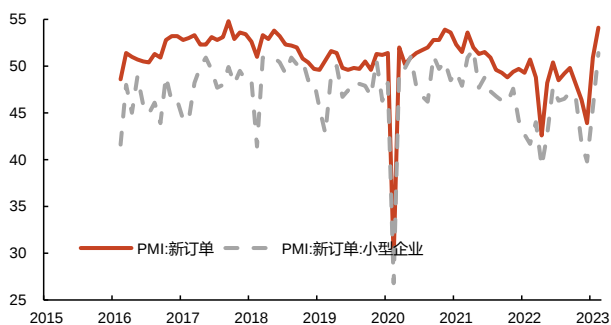
工业品基建链条上的高频数据（包括周度和月度），我们分为两类：

(1) 工业总量指标：2023 年 2 月 PMI 新订单指数环比+3.2 个百分点

PMI 新订单指数：全国 PMI 新订单指数是诸多工业品价格的领先指标，2023 年 2 月为 54.10%，环比+3.2 个百分点，（2012 年 5 月以来的最高值是 2017 年 10 月的 54.8%）；全国小型企业 PMI 新订单指数 2023 年 2 月值是 51.40%，环比+5.9 个百分点。

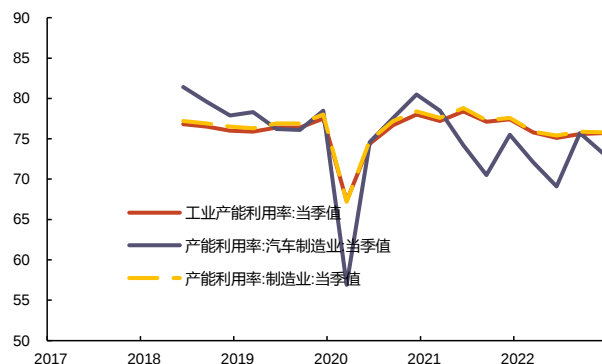
工业产能利用率：全国工业产能利用率在 2022 年 12 月为 75.70%，已是 2016 年底以来的较高水平，其中通用设备制造业产能利用率为 79.30%。

图 47: 全国 PMI 新订单及小型企业 PMI 新订单



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 48: 工业产能利用率及各制造业产能利用率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

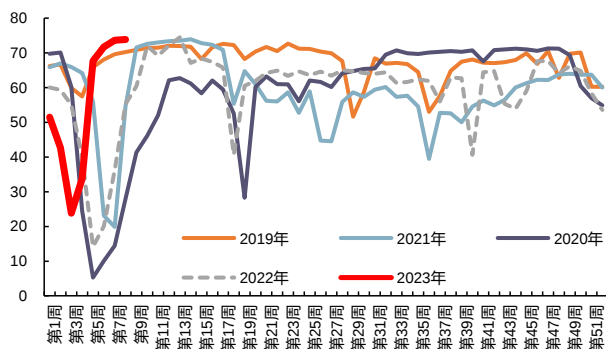
(2) 燃油车产业链：半钢胎开工率回升至 5 年同期最高水平

半钢胎：半钢胎主要用在轿车领域（包括新车以及更换）。本周全国半钢胎开工率为 73.85%，环比+0.19 个百分点；

截至 2023 年 2 月 18 日当周，乘用车批发及零售日均销量为 8.1 万辆；乘用车批发及零售销量 4 周移动平均值为 9.1 万辆，较 2 月 11 日数据环比-4.71%。

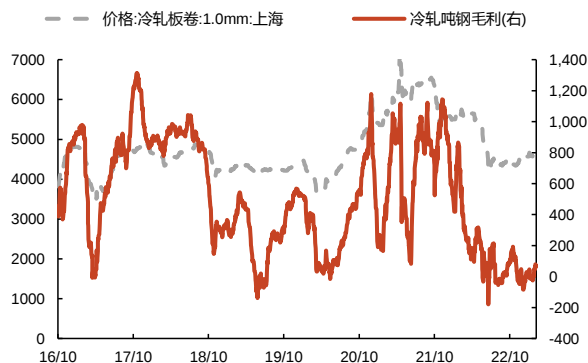
冷轧钢板：冷轧钢板主要用在汽车和家电领域。冷轧钢 C 板价格 4760 元/吨，环比上周+0.63%；冷轧钢板毛利 67 元/吨。

图 49：全国半钢胎开工率（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 50：冷轧板价格和盈利（右）（元/吨）



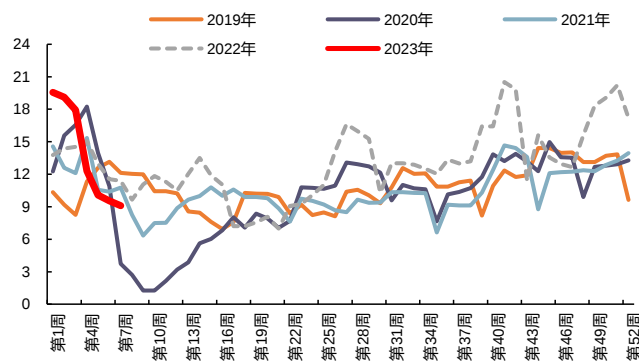
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 51：狭义乘用车产量同比及 M1 同比（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 52：乘用车当周日均批发及零售销量（4 周移动平均，万辆）



资料来源：Wind、光大证券研究所

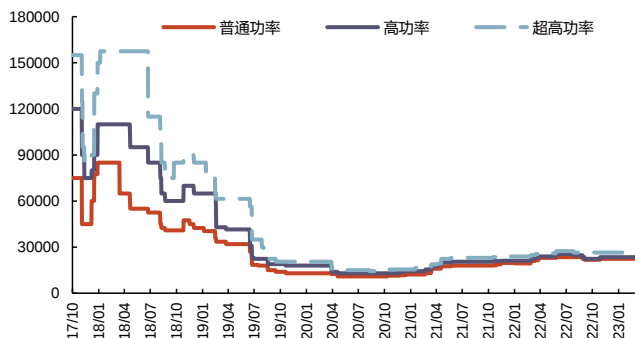
6、细分品种：铁矿现货价格续创近 8 个月新高水平

（1）石墨电极产业链：石墨电极利润环比+0.92%

本周石墨电极价格：普通功率为 22500 元/吨，环比+0.00%；高功率为 23500 元/吨，环比+0.00%；超高功率 26500 元/吨，环比+0.00%。

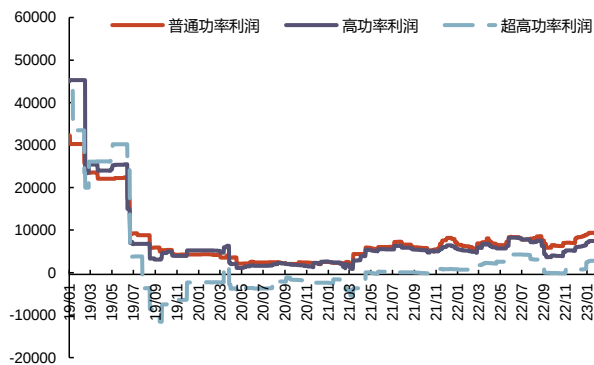
本周石墨电极毛利润：利润为 5111.38 元/吨，环比+0.92%。

图 53: 各石墨电极产品的价格 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 54: 各石墨电极产品的利润 (元/吨)



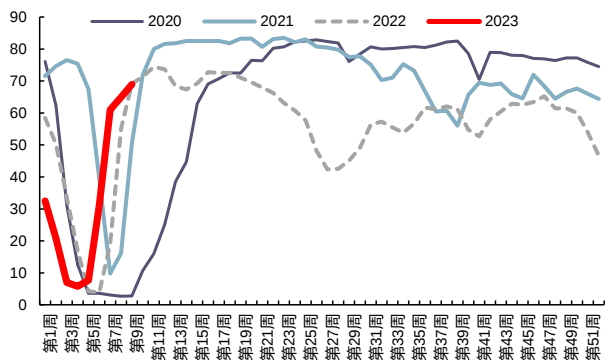
资料来源: Wind、光大证券研究所

(2) 短流程: 本周钢铁行业综合毛利润环比+14.39%

85 家电炉钢本周开工率为 68.89%，环比+3.98 个百分点。

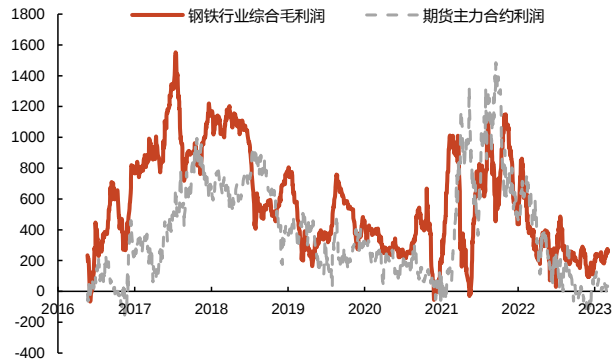
本周，热轧利润为 205 元/吨，中厚板利润为 188 元/吨，钢铁行业综合毛利润为 271 元/吨，较上周+14.39%。

图 55: 85 家电炉钢的开工率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 56: 钢铁行业综合毛利润与期货主力合约利润 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

(3) 不锈钢-镍产业链: 本周不锈钢价格环比-0.29%

不锈钢: 本周价格为 17000 元/吨, 环比-0.29%, 测算利润为-9054 元/吨。

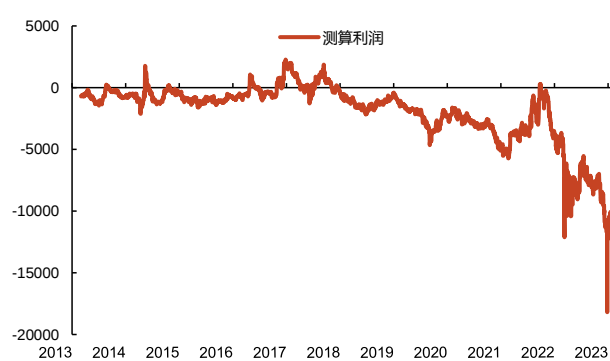
镍: 本周价格 (周五) 196700 元/吨 (-5.07%)。

图 57: 不锈钢和镍的价格 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 58: 不锈钢的利润测算 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

(4) 铜、铝、预焙阳极产业链：电解铝利润环比+7.25%

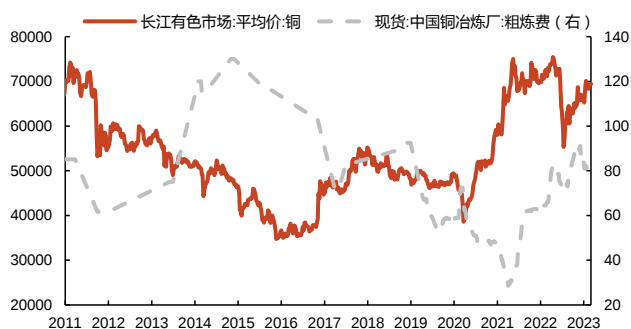
本周电解铜价格为 69400 元/吨，环比+0.00%，测算利润为 7059.29 元/吨（不含税），环比-0.42%；

电解铝价格为 18550 元/吨，环比+0.38%，测算利润为 1034.7 元/吨（不含税），环比+7.25%。

电解铝产能利用率：2022 年 12 月为 91.15%，环比+0.33 个百分点；氧化铝产能利用率：12 月为 80.64%，环比+0.76 个百分点，本周毛利润为 446 元/吨，环比+1.36%。

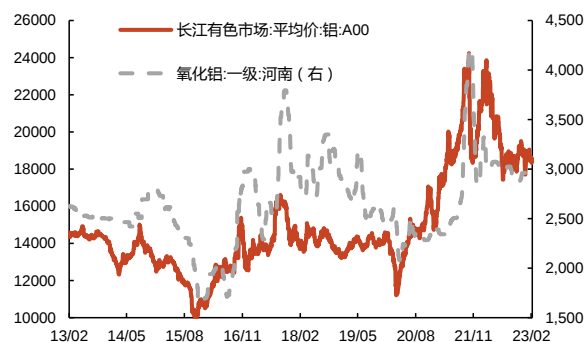
预焙阳极本周价格为 6300 元/吨，环比+0.00%，毛利润为-170 元/吨。

图 59：长江有色铜与加工费（元/吨、美元/千吨）



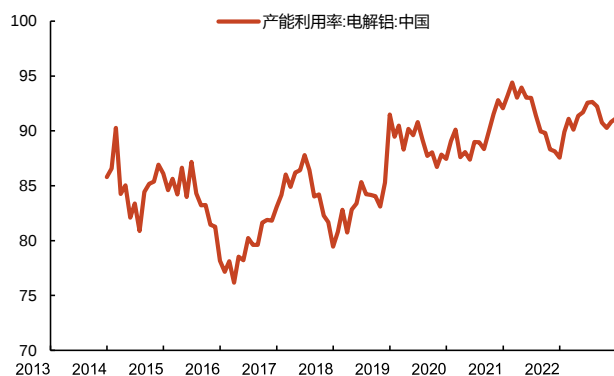
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 60：铝价格（元/吨）



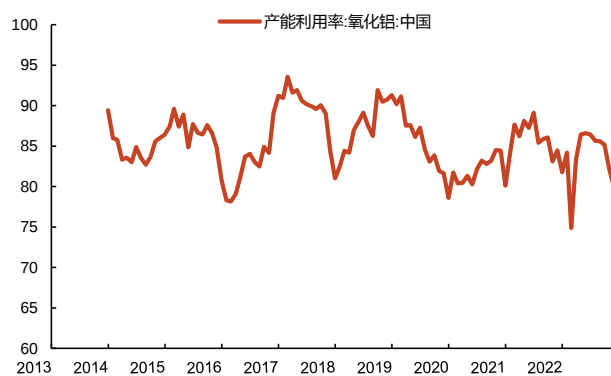
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 61：电解铝产能利用率（%）



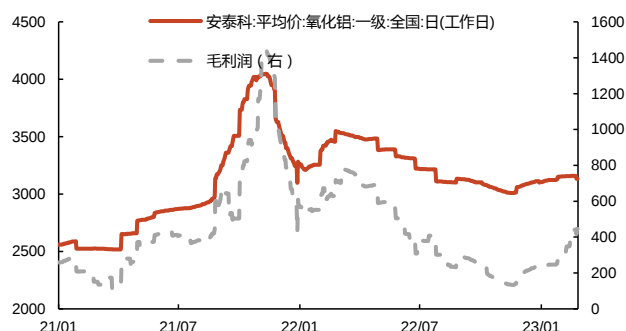
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 62：氧化铝产能利用率（%）



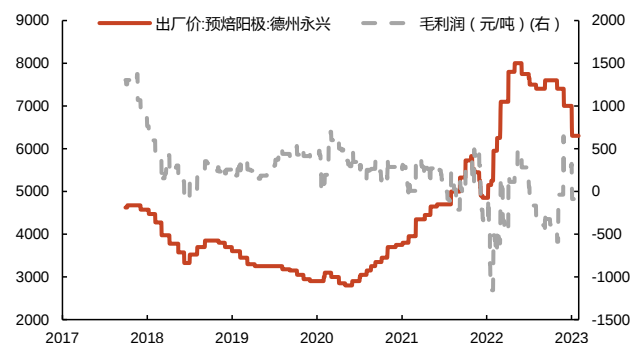
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 63：氧化铝价格和利润（元/吨）



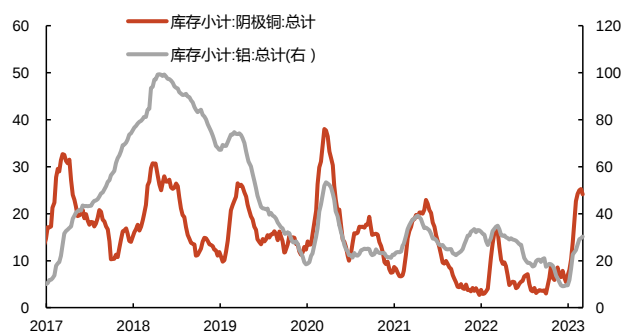
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 64：预焙阳极价格和毛利润（元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 65：铜、铝库存（万吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 66：铜、铝盈利（元/吨）



资料来源：Wind、百川资讯、光大证券研究所

（5）其他周期品种：铁矿现货价格续创近 8 个月新高水平

焦炭和铁矿石主要用于炼钢。本周焦炭价格环比+0.00%，本周铁矿现货价格环比+0.66%；

五氧化二钒价格为 12.9 万元/吨，环比-0.39%。

本周硅铁价格为 8000 元/吨，环比+0.00%；钼精矿价格为 5100 元/吨，环比-3.95%；钛精矿价格为 2195 元/吨，环比+0.00%；钨精矿价格为 120000 元/吨，环比上周+0.00%；国内主要地区主焦煤平均价格为 2281 元/吨，环比上周+1.47%；动力煤价格为 1165 元/吨，环比+0.87%。

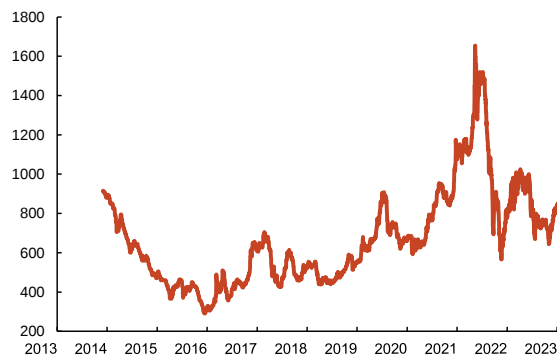
110 家样本洗煤厂开工率为 74.18%，环比-1.27 百分点；日均产量 56.57 万吨，环比-10.33%；精煤库存 154.57 万吨，环比+0.75%。

图 67：典型地区焦炭（元/吨）



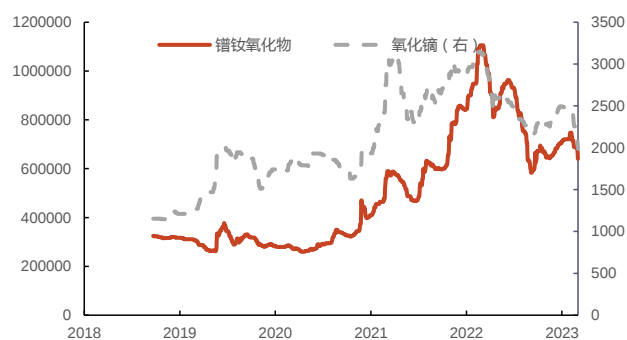
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 68：青岛港进口铁矿石价格（元/湿吨）



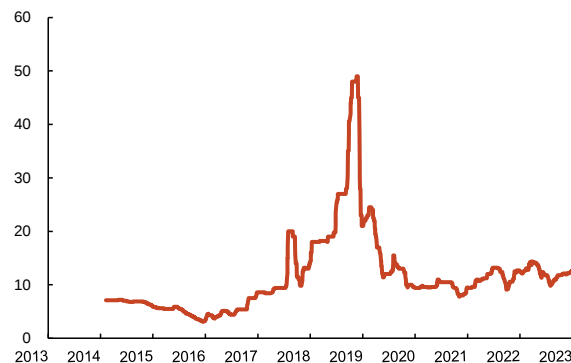
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 69：氧化镨钕、氧化铈价格（元/吨）



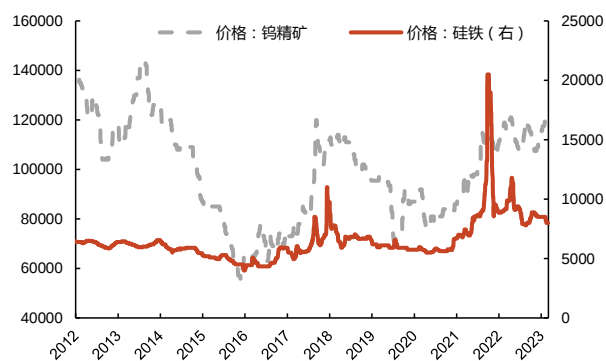
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 70：五氧化二钒价格（万元/吨）



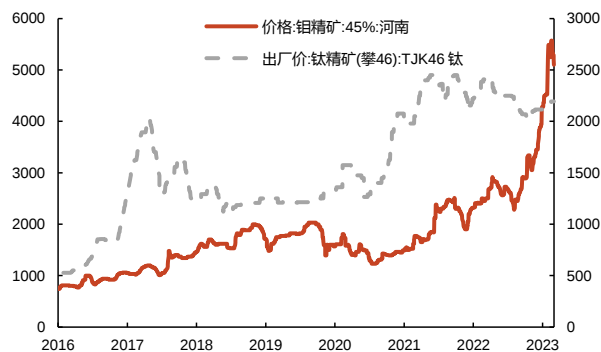
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 71：硅铁和钨精矿价格（元/吨）



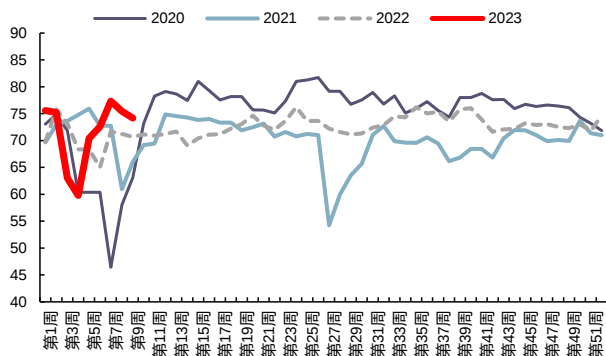
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 72：钼精矿和钛精矿价格（元/吨）



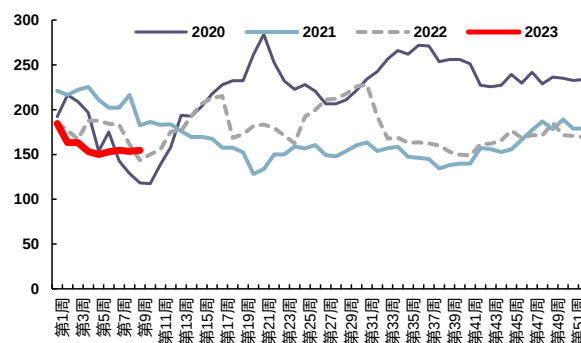
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 73: 110 家样本洗煤厂开工率 (%)



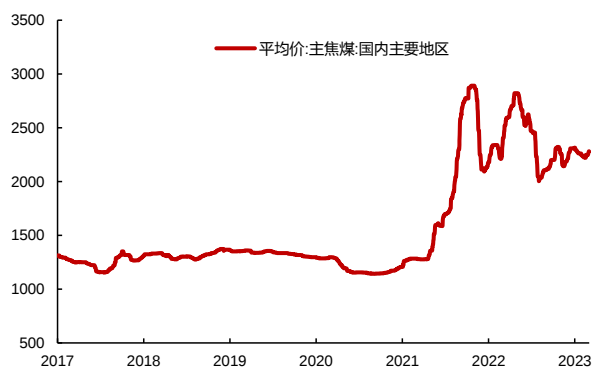
资料来源: Mysteel、光大证券研究所

图 74: 110 家样本洗煤厂精煤库存 (万吨)



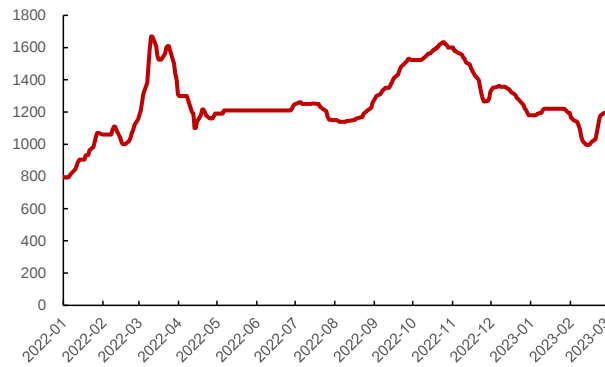
资料来源: Mysteel、光大证券研究所

图 75: 焦煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 76: 动力煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind、光大证券研究所

7、比价关系：小螺纹与大螺纹价差处于5年同期高位

新疆和上海的螺纹钢价差：本周五该价差为-140 元/吨，历史峰值在 2011 年达到（为 950 元/吨），当时也是新疆的钢铁股领涨钢铁板块的时期。

品种钢价差：上海冷轧钢和热轧钢的价格差本周五达 350 元/吨，环比-10 元/吨；上海冷轧钢和螺纹钢的价差本周五为 450 元/吨，环比-20 元/吨；中厚板和螺纹钢的价差本周五为 100 元/吨；热卷和螺纹钢的价差为 100 元/吨。

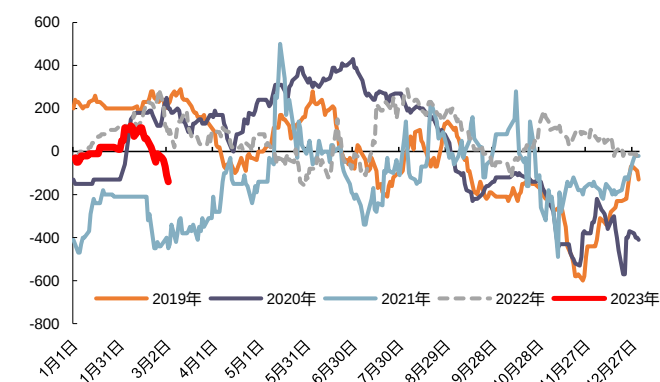
不锈钢热轧和上海热轧板卷的价格比值本周五为 3.85；不锈钢热轧电解镍的价格比值本周五为 0.09。

大小螺纹钢价差：大螺纹（用：杭州 HRB400 20mm 替代）用于基建、小螺纹（用杭州 Φ8-10:中天替代），大小螺纹钢价格差扩大，则表明基建更好，否则说明房地产更好。盘螺和螺纹钢的价差本周五达 220 元/吨，环比上周-4.35%。

原燃料价差：高低品铁矿石的溢价幅度本周五为 11.37%，环比-0.00 个百分点；螺纹和铁矿的价格比值本周为 4.68，较上周大幅下降；钢板料和福建料的价差为-110 元/吨，焦炭和焦煤的价格比值为 1.16。

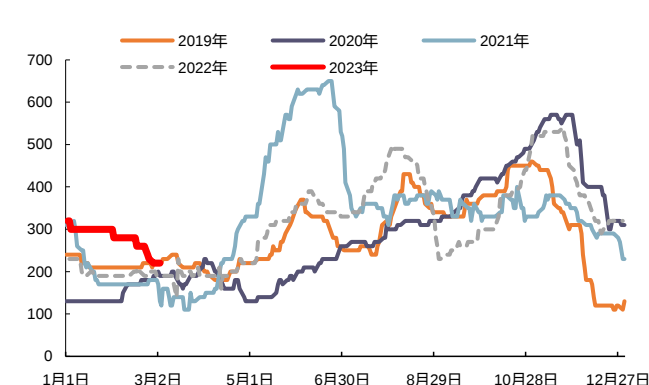
金银比价：伦敦现货金银价格比值本周五为 87 倍，2010 年以来的均值为 75，该比值在 2020 年 3 月 17 日达到 123 倍的历史高位后迅速回落。

图 77：螺纹钢新疆与上海价差（元/吨）



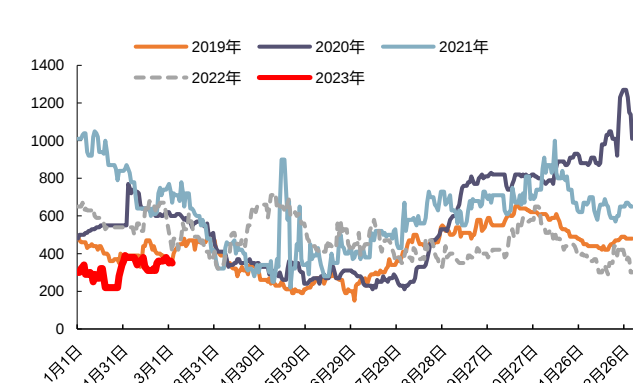
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 78：小螺纹与大螺纹的价差（元/吨）



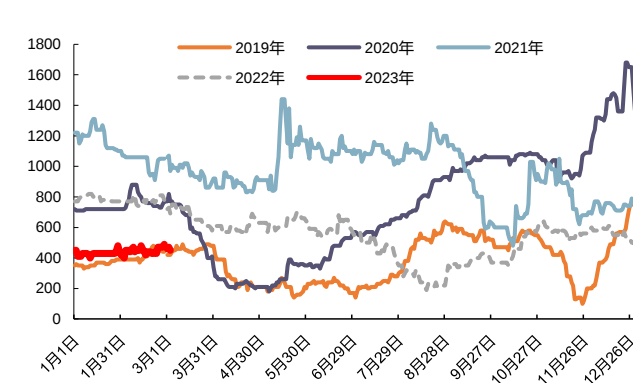
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 79：上海冷轧板与热轧板的价差（元/吨）



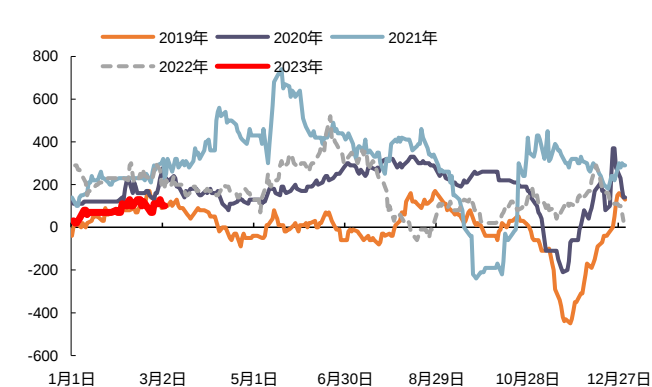
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 80：上海冷轧板与螺纹钢的价差（元/吨）



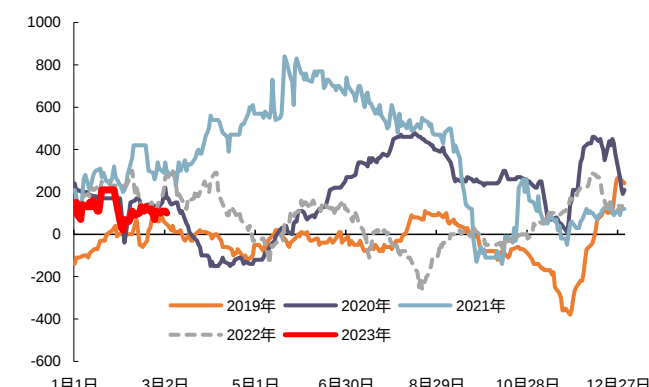
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 81：中厚板和螺纹钢的价差（元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 82：热轧板与螺纹钢的价差（元/吨）



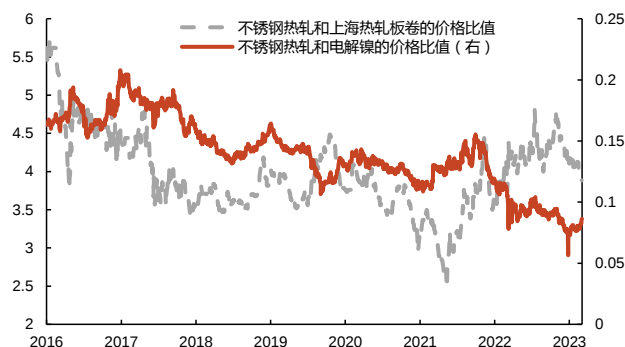
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 83：不锈钢热轧和长材的价格差值（元/吨）



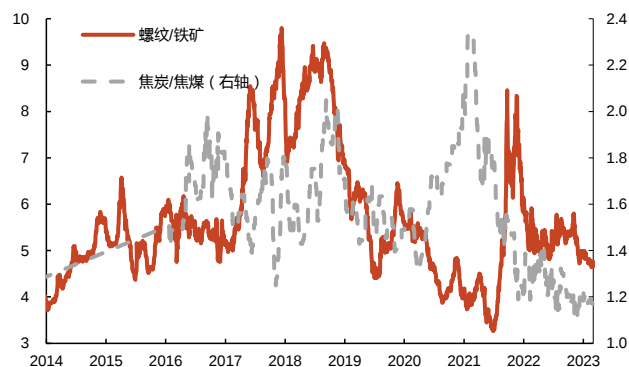
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 84：不锈钢热轧和上海热轧板卷、和电解镍的价格比值



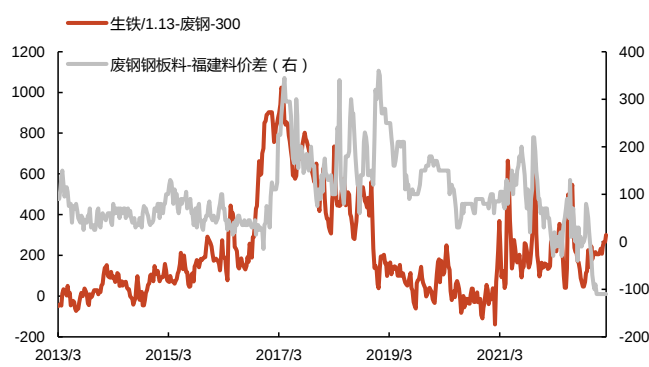
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 85：螺纹钢与铁矿石以及焦炭与焦煤的价格比值



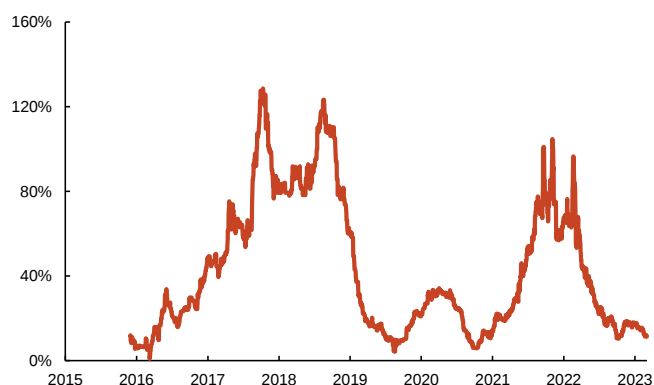
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 86：两种炉料及废钢的价差（元/吨）



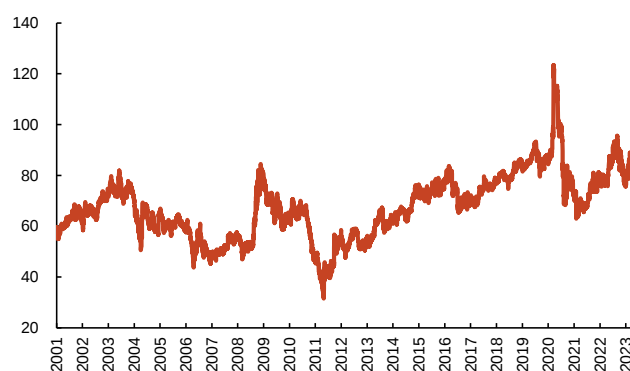
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 87：铁矿石高（65%）低（56.5%）品溢价幅度



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 88：伦敦现货金银价格比值



资料来源：Wind、光大证券研究所

8、 外需指标：2 月中国 PMI 新出口订单为 52.40 %

中国进出口集装箱运价指数：CCFI 综合指数（中国出口集装箱运价指数）本周为 1,057.68 点，环比-1.86%；CICFI 综合指数（中国进口集装箱运价指数）本周为 1168.35 点，环比-1.88%。

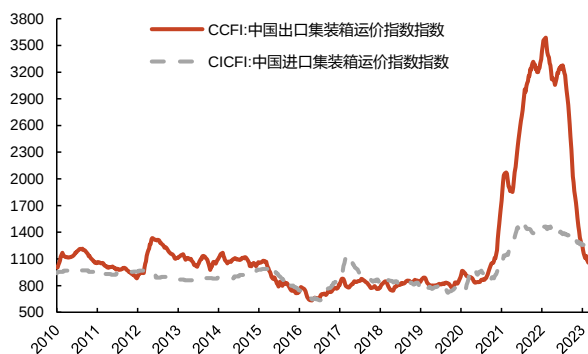
2023 年 2 月，中国 PMI 新出口订单为 52.40 %，环比+6.3pct。

美国失业率：美国初次申请失业金人数及美国失业率自 2010 年来持续下行，2020 年年初受疫情影响急速拉升，之后随着美国经济复苏持续下降，2023 年 1 月美国失业率为 3.40%，环比-0.10 个百分点。

全球制造业 PMI 新订单：受疫情影响，2020 年初全球制造业 PMI 新订单为 31.50%，创近 1 年最低值。后随着经济复苏，全球制造业 PMI 新订单迅速恢复至疫情前水平。2023 年 2 月，全球 PMI 新订单值为 49.30%，环比+1.60 个百分点；2023 年 2 月，美国 PMI 新订单值为 47.00%，环比+4.50 个百分点。

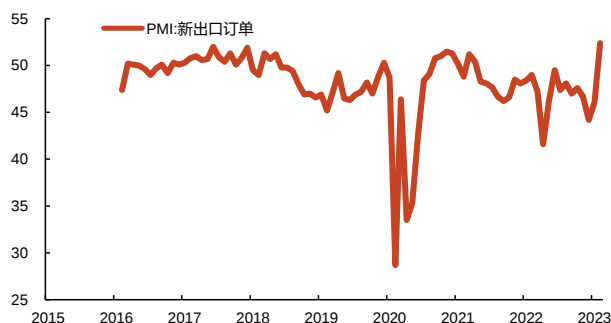
美国粗钢产能利用率：受疫情影响，美国粗钢产能利用率在 2020 年 5 月初创下 10 年新低 51.10%，后持续恢复，本周为 74.90%，环比+0.90 个百分点。

图 89：CCFI、CICFI 综合指数（点）



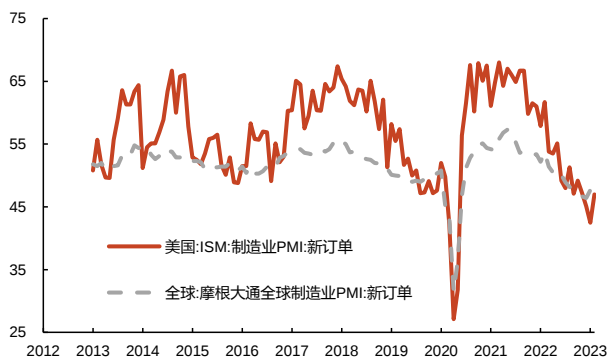
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 90：中国 PMI 新出口订单指数（%）



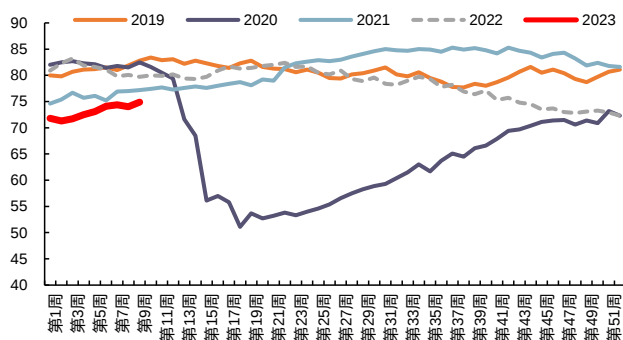
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 91：美国制造业、摩根大通全球制造业 PMI 新订单指数（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 92：美国粗钢产能利用率（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

9、股票投资：航运领涨周期股

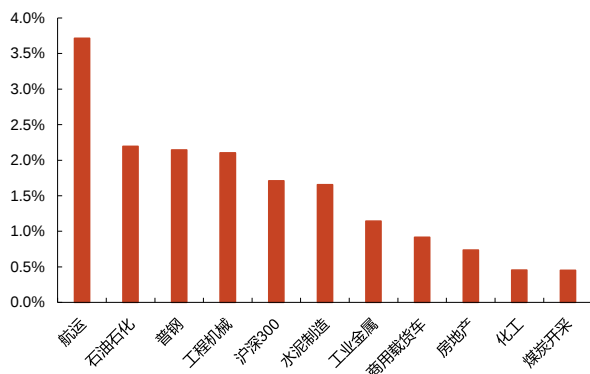
(1) 股票涨跌幅

行业板块上：本周沪深 300 指数+1.71%，周期板块表现最佳为航运（+3.71%）。

有色金属板块中涨幅前五：宏创控股（+6.87%）、坤彩科技（+5.87%）、章源钨业（+5.09%）、兴业矿业（+5.05%）、中金岭南（+4.36%）。

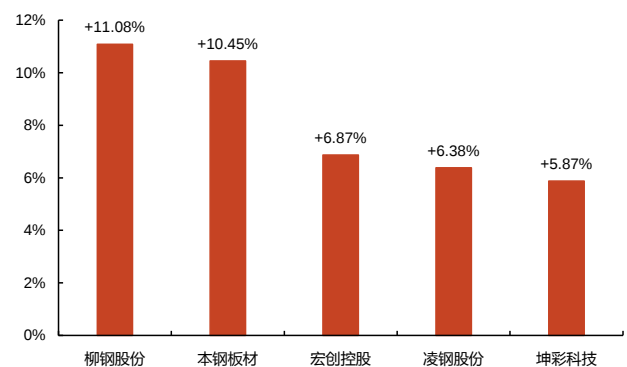
钢铁板块中表现前五：柳钢股份（+11.08%）、本钢板材（+10.45%）、凌钢股份（+6.38%）、华菱钢铁（+5.14%）、友发集团（+3.78%）。

图 93：各个周期板块的以及沪深 300 的涨跌幅（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 94：金属板块涨跌幅排名靠前的个股（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

(2) 股票 PB 估值分位

本周五，地产、石油化工、普钢、水泥制造、工程机械板块 PB 相对于沪深两市的估值均处于 2013 年以来的较低位置。

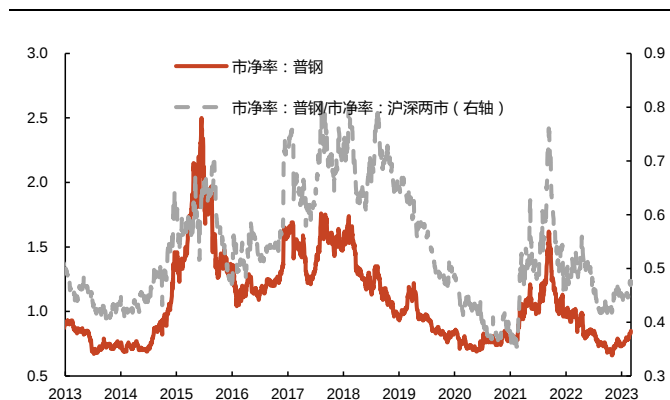
截止本周，主要周期板块的 PB 相对于沪深两市 PB 的比值分位：石化 25.75%、房地产 11.55%、普钢 27.08%、煤炭 58.97%、航运 15.19%、工业金属 74.71%、水泥 21.83%、化工 51.13%、商用货车 90.21%、工程机械 37.47%。

表 2：2013 年以来周期板块 PB 表现

	板块PB相对于沪深两市PB的比值				板块PB			
	最大	最小	目前	分位	最大	最小	目前	分位
煤炭开采	1.06	0.45	0.81	58.97%	2.48	0.80	1.43	37.50%
房地产	1.17	0.42	0.50	11.55%	4.09	0.83	0.89	4.19%
石油化工	1.24	0.62	0.78	25.75%	3.23	1.12	1.38	12.32%
化工	1.80	1.01	1.41	51.13%	5.3	1.53	2.5	25.73%
普钢	0.82	0.35	0.48	27.08%	2.5	0.67	0.85	10.33%
航运	1.53	0.62	0.76	15.19%	4.5	1	1.34	9.71%
工业金属	1.39	0.69	1.21	74.71%	4.6	1.17	2.15	28.57%
水泥制造	1.14	0.42	0.58	21.83%	2.74	0.86	1.02	10.42%
工程机械	2.36	0.60	1.26	37.47%	5.1	1.03	2.23	29.48%
商用载货车	1.12	0.48	1.06	90.21%	2.76	0.71	1.87	56.59%

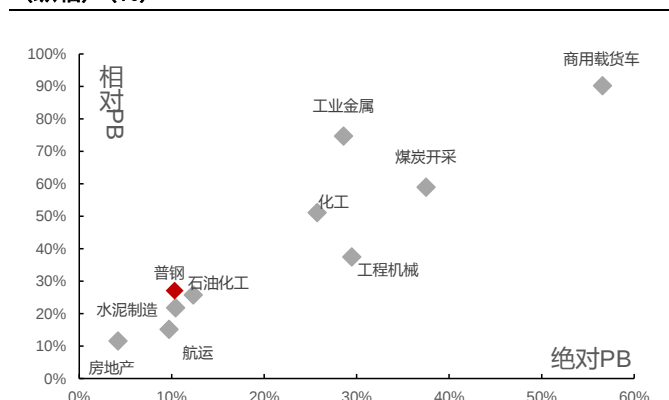
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 95：2013 年以来普钢 PB 及普钢 PB/沪深两市 PB



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 96：2013 年以来周期板块 PB 分位（横轴）与相对 PB 分位（纵轴）（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

（3）投资建议

政府工作报告中与钢铁行业相关的要点主要是资源安全、需求、降碳三大点。

1) 首先是关于资源安全方面，报告提出“围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关”、“加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产”。

根据世界钢铁协会 2022 年数据，全球粗钢产量 18.79 亿吨，其中中国粗钢产量 10.13 亿吨，占全球 53.92%，居世界第一。而铁矿石几乎都用于钢铁行业，因此中国钢铁产量直接影响铁矿石的供需关系。

我国粗钢冶炼以高炉为主，原料主要为铁矿石，由于我国铁矿石资源较为匮乏，2022 年我国进口铁矿石数量为 11.07 亿吨，进口额达到 1280.97 亿美元，进口依赖度高达 80%，其中进口自澳大利亚的铁矿石总量占比高达 65.87%，进口自巴西的铁矿石占比为 20.51%，铁矿石的供应在很大程度上受中澳关系的影响。

普氏指数在 2021 年 7 月 7 日达到 222.85 美元/吨的历史高位。随着国内钢铁行业粗钢产量压减政策见效，铁矿石价格一路下滑至 2021 年 11 月 18 日的 87.2 美元/吨，而后随着钢铁业的复产，铁矿石价格在 2022 年 3 月 7 日重回 162.75 美元/吨的高位；这意味着 2021 年 11 月 18 日-2022 年 3 月 7 日不到四个月的时间内，铁矿石价格大涨 86.64%。

2022 年下半年，由于地产行业对于钢材需求下滑，铁矿石价格再次回落，11 月 1 日降至 79.50 美元/吨，而后随着地产政策密接出台，铁矿石价格再次稳步回升，2023 年 1 月内发改委曾 3 次公开发文关注铁矿石价格，当尚未抑制铁矿石价格上涨趋势，截至 2023 年 2 月 28 日，普氏价格指数再次回升至 124 美元/吨。从中短期来看，国内改善铁矿石供求关系的举措还有赖于压降钢铁产量，如若后续铁矿石价格持续上涨，不排除再次出台限制粗钢供给的政策。

2) 第二是需求方面，报告要求“稳定大宗消费，推动生活服务消费恢复”、“政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元”、“加快实施‘十四五’重大工程”、“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展”。

房地产是钢材下游最大需求。根据 Mysteel 数据显示，2018 年钢铁行业下游需求中建筑行业占比达到 54%，其中地产用钢占比高达 38%，居钢材下游需求首位。

地产用钢需求不仅依赖于新开工，也与房屋施工面积、竣工面积高度相关。根据 Mysteel 测算，新开工、施工和竣工期间用钢消耗分别占项目整体的 60%、

30%和 10%。故我们在观测地产用钢时，需同时关注房屋新开工、施工、竣工三个方面的表现情况。

2022 年，我国房屋新开工面积大幅下滑至 12.06 亿平方米，较 2019 年我国房屋新开工面积最高点（22.72 亿平方米）下降 46.91%，降幅基本与美国新开工套数见顶（1972 年）之后十年内的新建私人住宅开工套数降幅相当（-54.93%），远超日本房屋新开工套数见顶（1972 年）之后十年内新屋开工套数下降幅度（-37.62%），故此我们认为我国房屋新开工面积的中长期底部已经探明。

假设 2023 年我国房屋新开工面积延续 2022 年 11 月单月最低水平（0.79 亿平方米），则全年房屋新开工面积进一步下降至 9.49 亿平方米，较 2022 年全年下降 21.28%，较 2019 年下降 58.21%。

3) 第三点是降碳方面，报告要求“单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善”、“深入推进污染防治。推进煤炭清洁高效利用和技术研发，加快建设新型能源体系。完善支持绿色发展的政策，发展循环经济，推进资源节约集约利用，推动重点领域节能降碳，持续打好蓝天、碧水、净土保卫战。”

根据 CEADs 数据，2019 年我国二氧化碳排放量为 97.95 亿吨，而黑色金属冶炼及压延行业的碳排放量为 18.53 亿吨，占比高达 18.92%，钢铁作为能源消耗密集行业，面临巨大减碳压力。

2023 年 10 月欧盟“碳边境税”将正式生效，进一步提升钢铁、电解铝行业成本。2023 年 2 月 9 日欧洲议会环境、公共卫生和食品安全委员会正式通过欧洲碳边界调整机制（CBAM）协议，具体生效日期为 2023 年 10 月 1 日，将对进口的钢、水泥、化肥以及铝等碳密集型产品征税，自 2026 年 1 月 1 日起，欧盟免费配额也将自 2026 年起逐步削减，到 2034 年全部取消。同时对于进口产品也根据产品生产过程中产生的碳排放支付碳费用。如若以欧盟碳价 95 欧元/吨计算，则中国短流程、长流程企业出口至欧盟钢材最终成本将增加 35-222 欧元/吨。

目前我国碳价仅在 50-60 元/吨区间，中长期角度来看碳价中枢将逐步向发达国家靠拢，随着碳价中枢抬升，或将进一步对我国钢材供给形成限制。

我们认为矿价、需求、以及碳税恰是钢铁行业板块催化的三要素，且其对行业的影响是由近及远的，政府工作报告明确了这三重因素的重要性，钢铁板块有望迎来价值重估。

表 6：煤钢焦铜铝金银股票的市值对涨价的弹性测算（截至 2023 年 3 月 3 日）

钢铁	市值弹性	PE(TTM)	煤炭	市值弹性	PE(TTM)	铁精矿	市值弹性	PE(TTM)
本钢板材	44.80%	NA	冀中能源	6.77%	4.7	铁货	21.11%	NA
中国东方集团	55.27%	3.4	华阳股份	5.64%	5.2	中国罕王	8.28%	3.7
安阳钢铁	48.04%	NA	晋控煤业	7.58%	3.9	河钢资源	6.61%	27.7
河钢股份	30.85%	46.8	山煤国际	5.48%	3.9	金岭矿业	1.90%	NA
山东钢铁	31.75%	NA	昊华能源	6.38%	4.3	海南矿业	1.16%	31.6
八一钢铁	31.65%	NA	平煤股份	6.86%	4.7	铜精矿	市值弹性	PE(TTM)
凌钢股份	26.32%	NA	兖州煤业	2.83%	5.5	五矿资源	11.33%	7.4
马钢股份	26.91%	NA	山西焦煤	3.46%	7.4	云南铜业	1.95%	17.2
华菱钢铁	23.31%	6.0	潞安环能	5.31%	6.1	紫金矿业	1.32%	15.7
鞍钢股份	29.90%	NA	新集能源	6.84%	4.7	江西铜业	1.57%	13.9
三钢闽光	29.87%	16.9	靖远煤电	2.50%	17.7	铜陵有色	0.82%	15.6
柳钢股份	29.65%	NA	辽宁能源	4.36%	27.5	洛阳钼业	0.85%	18.7
韶钢松山	33.74%	NA	中煤能源	4.43%	5.8	白银有色	0.86%	NA
首钢股份	20.98%	11.2	陕西煤业	3.22%	6.8	矿产银	市值弹性	PE(TTM)
新钢股份	22.41%	7.0	郑州煤电	3.76%	NA	盛达资源	1.79%	22.9
南钢股份	14.30%	10.1	上海能源	3.22%	6.0	银泰资源	0.47%	31.2
西宁特钢	18.09%	NA	兰花科创	2.98%	3.9	兴业矿业	0.42%	61.0
重庆钢铁	21.85%	NA	恒源煤电	4.22%	5.1	焦炭	市值弹性	PE(TTM)
新兴铸管	10.26%	15.0	盘江股份	5.57%	6.6	ST 安泰	20.22%	NA
方大特钢	9.33%	9.3	淮北矿业	4.18%	5.6	开滦股份	13.83%	6.3
宝钢股份	11.07%	13.5	中国神华	2.52%	8.3	云煤能源	14.10%	NA
太钢不锈	13.26%	64.8	开滦股份	5.93%	6.3	陕西黑猫	11.16%	26.7
电解铝	市值弹性	PE(TTM)	矿产金	市值弹性	PE(TTM)	山西焦化	5.50%	7.2
中国宏桥	12.64%	4.7	招金矿业	5.93%	37.5	宝泰隆	4.18%	51.9
云铝股份	9.13%	12.6	中金黄金	3.80%	23.3	淮北矿业	2.85%	5.6
俄铝	12.74%	2.4	山东黄金	3.26%	58.5	山西焦煤	1.57%	7.4
中国铝业	6.89%	22.5	西部黄金	1.78%	NA	备注：（1）假设商品涨价 1%、所得税 25%、成本不变，钢煤铁矿、铜铝钛白粉、稀土黄金 PE 分别按 10、15、20 倍估算，提升的市值与当前市值的比值即为弹性；（2）部分股票为港股；（3）未考虑长协因素		
焦作万方	9.69%	27.8	赤峰黄金	2.39%	81.8			
神火股份	4.28%	6.0	湖南黄金	1.05%	48.3			
天山铝业	5.03%	14.3	恒邦股份	2.00%	30.7			
南山铝业	3.56%	11.8	紫金矿业	1.29%	15.7			
新疆众和	1.00%	7.7	银泰黄金	1.41%	31.2			

资料来源：Wind、光大证券研究所

10、风险提示

根据历史数据得出的相关性失效的风险；宏观政策调整的风险；公司经营不善风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE