

钢铁行业 2020 年 5 月份投资策略

稳增长政策逐步落地，成本下行助盈利改善

核心观点：

- **4 月份回顾：**钢材供需环比改善，螺纹钢盈利小幅上升，热卷、冷卷盈利均大幅下降，钢铁板块涨幅排名行业第 17。钢铁板块累计上涨 2.81%，同期沪深 300 累计上涨 6.14%。4 月 30 日钢铁行业 PE_TTM 为 10.70 倍、PB_LF 为 0.84 倍，分别为近 5 年的 40%、2%分位。
- **5 月份展望：**（1）**政策面：**重点关注两会与“稳增长”政策落地情况。（2）**需求端：**下游赶工将改善需求，预计 5 月钢材需求将继续改善。（3）**供给端：**钢材盈利仍处于相对较高水平、钢厂减产动力不足，预计钢材供给维持高位。下游行业达产率提升改善钢材需求，预计钢材库存将加速去化。（4）**成本端：**预计 5 月焦炭价格稳中有降，海外疫情使得海外铁矿石需求明显下降，国内高炉开工率预计维持高位，预计进口铁矿石供需格局偏弱，关注澳大利亚与巴西新冠肺炎疫情情况。**综上，我们预计 5 月钢铁供需环比继续改善、但力度弱于 4 月，钢价稳中偏强，进口矿、焦炭价格均偏弱，钢材盈利环比有望改善。钢铁板块 PE 和 PB 估值均处于近五年低位，关注钢材库存去化进度，优选低估值、高股息龙头。**
- **展望 2020 年全年，**预计钢铁供需弱平衡，主要原材料价格稳中有降，预计钢价稳中偏弱、盈利稳中偏弱。密切关注财政和货币政策超预期可能性。钢铁板块估值处历史低位，重点关注区域供需格局好、成本费用控制能力强的龙头：方大特钢、三钢闽光、韶钢松山、宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、新钢股份等。关注产品结构高端、产能存弹性的优质特钢龙头：中信特钢，及工业不锈钢龙头、积极布局锂电新能源业务的永兴材料。供需改善驱动量增、价升，看好景气偏好的油气管板块，建议关注：久立特材、常宝股份、金洲管道、玉龙股份等。
- **基本面分析：**4 月份供需环比改善，预计 5 月份供需将持续改善、但力度弱于 4 月份。（1）**供给：**估测 4 月份粗钢日均产量环比上升，预计 5 月份粗钢产量维持高位。（2）**需求：**4 月份需求环比改善，稳增长政策加速落地，预计 5 月份需求持续改善。（3）**库存：**4 月份长材、板材社会与钢厂库存之和环比均大降，预计 5 月份钢材库存将加速去化。（4）**成本：**预计 5 月份进口铁矿石、焦炭供需均偏弱。（5）**价格：**4 月份长材、板材价格均小幅下跌，预计 5 月份钢价稳中偏强。（6）**盈利：**4 月份螺纹钢毛利小幅上升，热卷、冷卷毛利均大幅下降，预计 5 月份钢材盈利稳中有望改善。
- **风险提示。**宏观经济大幅波动；主流矿产量完成不达预期、非主流矿产不达预期；海外和国内新冠肺炎疫情影响超预期、且常态化发展。

行业评级

买入

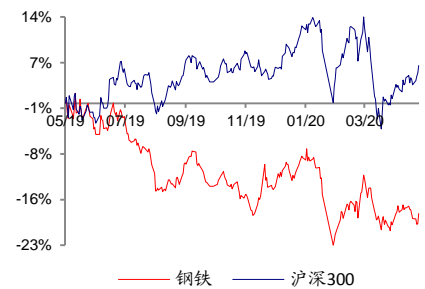
前次评级

买入

报告日期

2020-05-03

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

相关研究：

钢铁行业周报（2020 年第 17 周）：2020-04-26

周）：钢材库存持续去化，供需边际改善

钢铁行业周报（2020 年第 16 周）：2020-04-19

周）：钢材库存加速去化，基建投资有望加速落地

钢铁行业（2020 年第 15 周）：2020-04-12

供需改善助钢材库存加速去化，关注稳增长政策情况

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(%) | |
|---------|-----------|-----|-----------|------------|----|---------------|--------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|
| | | | | | | | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 方大特钢 | 600507.SH | CNY | 5.17 | 2020/03/11 | 买入 | 12.56 | 1.47 | 1.65 | 3.52 | 3.13 | 3.82 | 3.34 | 26.1 | 24.1 |
| 三钢闽光 | 002110.SZ | CNY | 7.27 | 2019/08/29 | 买入 | 11.93 | 2.06 | 2.11 | 3.53 | 3.45 | 2.20 | 2.10 | 21.1 | 18.7 |
| 韶钢松山 | 000717.SZ | CNY | 3.75 | 2020/04/12 | 买入 | 5.23 | 0.68 | 0.75 | 5.51 | 5.00 | 2.89 | 2.84 | 17.0 | 15.6 |
| 宝钢股份 | 600019.SH | CNY | 4.87 | 2019/10/27 | 买入 | 8.00 | 0.59 | 0.63 | 8.25 | 7.73 | 3.06 | 2.94 | 7.4 | 7.7 |
| 华菱钢铁 | 000932.SZ | CNY | 3.99 | 2020/03/23 | 买入 | 5.35 | 0.80 | 0.85 | 4.99 | 4.69 | 1.79 | 1.69 | 14.9 | 13.5 |
| 南钢股份 | 600282.SH | CNY | 3.19 | 2020/03/29 | 买入 | 4.76 | 0.61 | 0.68 | 5.23 | 4.69 | 2.75 | 2.50 | 14.2 | 13.5 |
| 新钢股份 | 600782.SH | CNY | 4.04 | 2019/08/21 | 买入 | 7.05 | 1.34 | 1.37 | 3.01 | 2.95 | 1.88 | 1.84 | 16.5 | 14.9 |
| 久立特材 | 002318.SZ | CNY | 7.08 | 2020/04/23 | 买入 | 9.14 | 0.60 | 0.62 | 11.80 | 11.42 | 7.72 | 7.49 | 13.0 | 12.0 |
| 常宝股份 | 002478.SZ | CNY | 5.10 | 2019/08/29 | 买入 | 8.30 | 0.81 | 0.95 | 6.30 | 5.37 | 3.99 | 3.43 | 15.3 | 15.8 |
| 永兴材料 | 002756.SZ | CNY | 15.79 | 2020/04/08 | 买入 | 22.19 | 1.27 | 1.56 | 12.43 | 10.12 | 12.55 | 10.85 | 11.5 | 11.6 |
| 马钢股份 | 600808.SH | CNY | 2.62 | 2020/04/23 | 买入 | 3.44 | 0.14 | 0.21 | 18.71 | 12.48 | 5.98 | 4.19 | 3.7 | 5.0 |
| 鞍钢股份 | 000898.SZ | CNY | 2.63 | 2020/04/10 | 买入 | 3.71 | 0.17 | 0.20 | 15.47 | 13.15 | 3.66 | 3.62 | 3.0 | 3.4 |
| 马鞍山钢铁股份 | 00323.HK | HKD | 2.51 | 2020/04/23 | 买入 | 3.05 | 0.14 | 0.21 | 16.33 | 10.89 | 5.98 | 4.19 | 3.7 | 5.0 |
| 鞍钢股份 | 00347.HK | HKD | 2.11 | 2020/04/10 | 买入 | 2.89 | 0.17 | 0.20 | 11.3 | 9.61 | 3.66 | 3.62 | 3.0 | 3.4 |

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, 马鞍山钢铁股份和鞍钢股份 H 股的收盘价和合理价值的单位为港元。

目录索引

| | |
|---|----|
| 一、投资策略：稳增长政策逐步落地，成本下行助盈利改善..... | 5 |
| （一）4 月份回顾：钢材供需环比改善，螺纹钢盈利小幅上升，热卷、冷卷毛利均大幅下降，钢铁板块涨幅排名行业第 17..... | 5 |
| （二）5 月份展望：稳增长政策逐步落地，成本下行助盈利改善..... | 9 |
| 二、基本面分析：4 月份供需环比改善，预计 5 月份供需将持续改善、但力度弱于 4 月份..... | 10 |
| （一）供给：估测 4 月份粗钢日均产量环比上升，预计 5 月份粗钢产量维持高位..... | 10 |
| （二）需求：4 月份需求环比改善，稳增长政策加速落地，预计 5 月份需求持续改善..... | 11 |
| （三）库存：4 月份长材、板材社会与钢厂库存之和环比均大降，预计 5 月份钢材库存将加速去化..... | 12 |
| （四）成本：预计 5 月份进口铁矿石、焦炭供需格局均偏弱..... | 13 |
| （五）价格：4 月份长材、板材价格均小幅下跌，预计 5 月份钢价稳中偏强..... | 15 |
| （六）盈利：4 月份螺纹钢毛利小幅上升，热卷、冷卷毛利均大幅下降，预计 5 月份钢材盈利稳中有望改善..... | 17 |
| 三、2020 年 4 月以来资讯梳理..... | 18 |
| 四、风险提示..... | 19 |

图表索引

| | |
|--|----|
| 图 1: 2020 年 4 月钢铁板块累计上涨 2.81%, 在申万 28 个行业中涨跌幅排第 17 名 | 5 |
| 图 2: 2013 年至今申万钢铁板块 PE_TTM 及中位数 (单位: 倍) | 6 |
| 图 3: 2013 年至今申万钢铁板块 PB_LF 及中位数 (单位: 倍) | 6 |
| 图 4: 2020 年 4 月份申万钢铁个股累计涨幅: 普钢、特钢板块均互有涨跌 | 6 |
| 图 5: 2014-2020 年粗钢月度日均产量 (单位: 万吨/天) | 10 |
| 图 6: 2017-2020 年中钢协预估全国钢厂旬日均产量 (单位: 万吨/天) | 10 |
| 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 | 11 |
| 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 | 11 |
| 图 9: 2017-2020 年钢材分月度消耗量测算 (单位: 万吨/天) | 12 |
| 图 10: 2020 年 4 月主流贸易商建筑钢材日均成交量为 23 万吨/天、环比上升 45% | 12 |
| 图 11: 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) | 13 |
| 图 12: 2013 年至今周度社会库存变化 (单位: 万吨) | 13 |
| 图 13: 2015 年至今周度钢厂库存变化 (单位: 万吨) | 13 |
| 图 14: 2020 年 4 月 30 日钢厂进口矿库存平均天数为 24 天、环比 3 月底减少 1 天 (单位: 天) | 14 |
| 图 15: 2017 年至今国产矿和进口矿价格指数走势 | 14 |
| 图 16: 2017 年 9 月至今焦炭价格与焦炉产能利用率 | 15 |
| 图 17: 2015 年至今港口焦炭库存 (单位: 万吨) | 15 |
| 图 18: 2020 年 4 月 MySpic 指数:长材价格指数小涨、板材价格指数小幅下跌 | 15 |
| 图 19: 2020 年 4 月份区域钢价指数环比涨幅 | 16 |
| 图 20: 2017 年至今螺纹钢毛利及分季度变化 | 17 |
| 图 21: 2017 年至今热卷毛利及分季度变化 | 17 |

| | |
|--|----|
| 表 1: 申万钢铁上市公司 2019 年业绩和最新估值情况 (截至 2020 年 4 月 30 日) | 7 |
| 表 2: 申万钢铁上市公司 2020 年一季度业绩情况 (截至 2020 年 4 月 30 日) ... | 8 |
| 表 3: 主要钢材品种绝对及相对价格表现 (单位: 元/吨) | 16 |
| 表 4: 主要钢材品种吨毛利季度平均值及同比、环比变化 | 17 |

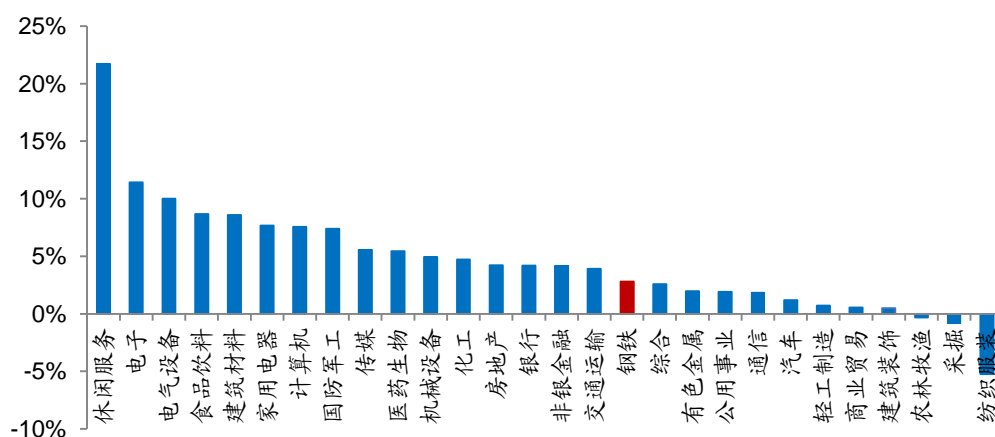
一、投资策略：稳增长政策逐步落地，成本下行助盈利改善

（一）4月份回顾：钢材供需环比改善，螺纹钢盈利小幅上升，热卷、冷卷毛利均大幅下降，钢铁板块涨幅排名行业第17

4月份，国内新冠肺炎疫情影响逐渐减小，钢铁下游需求加速修复，长材、板材需求环比改善，高炉开工率明显提升，钢铁供需边际改善，长材、板材价格小幅下跌，螺纹钢毛利小幅上升，热卷和冷卷盈利大幅下降。

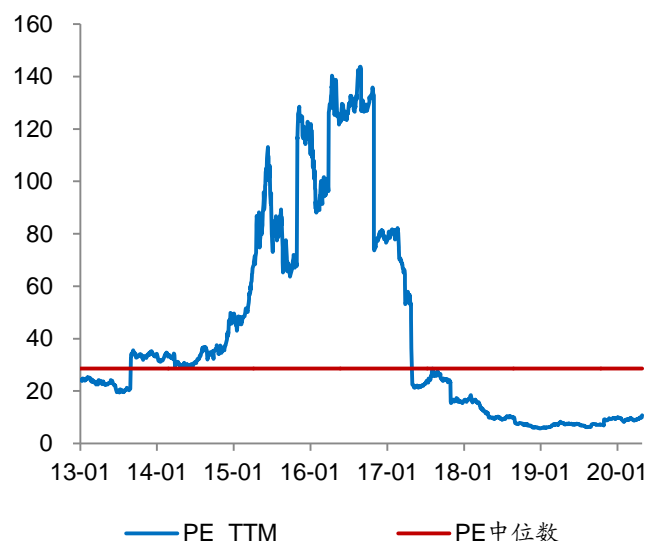
4月份，申万钢铁板块指数累计上涨2.81%，同期沪深300指数累计上涨6.14%，申万钢铁板块指数跑输沪深300指数3.33PCT。申万钢铁板块PE估值、PB估值均上升，2020年4月30日钢铁行业PE_TTM为10.70倍、PB_LF为0.84倍（3月底申万钢铁行业PE_TTM为9.03倍、PB_LF为0.81倍），钢铁行业整体估值水平仍处于近5年的估值低位，当前PE、PB分别近处于近5年的40%、2%分位。

图 1：2020年4月钢铁板块累计上涨2.81%，在申万28个行业中涨跌幅排第17名



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

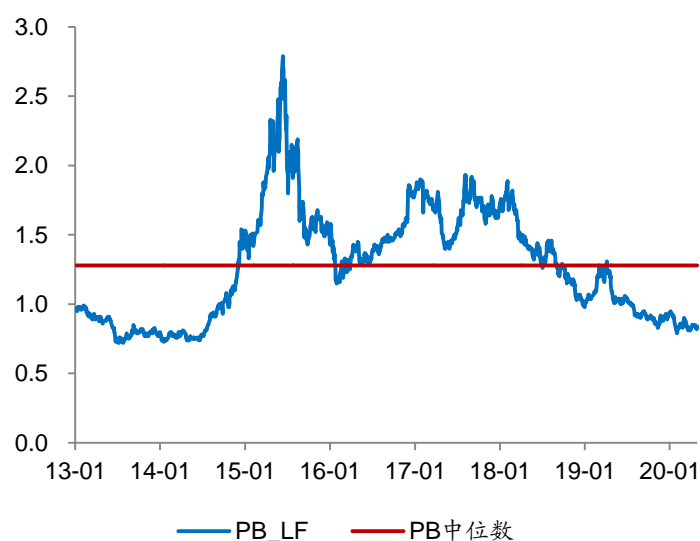
图 2: 2013年至今申万钢铁板块PE_TTM及中位数(单位: 倍)



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 Σ (成分股, 总市值) / Σ (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年至今申万钢铁板块PB_LF及中位数(单位: 倍)

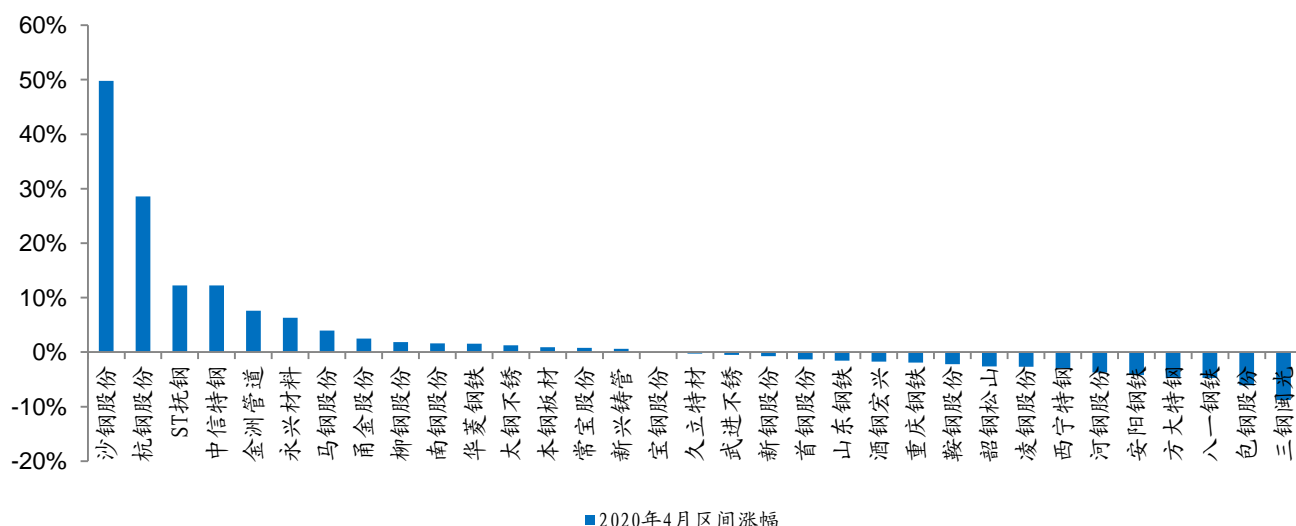


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: PB_LF 为申万钢铁板块的市净率, 算法为 Σ (成分股, 总市值 2) / Σ (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, 4月份普钢、特钢板块均互有涨跌。涨幅前五的公司为: 沙钢股份、杭钢股份、ST抚钢、中信特钢和金洲管道; 涨幅后五的公司为: 三钢闽光、包钢股份、八一钢铁、方大特钢和安阳钢铁。

图 4: 2020年4月份申万钢铁个股累计涨幅: 普钢、特钢板块均互有涨跌



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 1: 申万钢铁上市公司 2019 年业绩和最新估值情况 (截至 2020 年 4 月 30 日)

| 证券简称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元/股) | PE_TTM (倍) | PB_LF (倍) | 2019 年归母净利润 (亿元) | 同比 | 每 10 股现金分红 (元,税前) |
|-------|-------------|--------------|---------------|--------------|---------------------|--------|----------------------|
| 西宁特钢 | 31.4 | 3.00 | -170.69 | 2.46 | 1.0 | 104.7% | 0.00 |
| 久立特材 | 59.6 | 7.08 | 11.73 | 1.83 | 5.0 | 64.7% | 3.00 |
| 武进不锈 | 32.1 | 11.23 | 11.05 | 1.32 | 3.1 | 58.1% | 7.00 |
| 中信特钢 | 807.5 | 16.00 | 12.25 | 3.42 | 53.9 | 50.4% | 10.00 |
| 金洲管道 | 32.4 | 6.22 | 11.73 | 1.30 | 2.8 | 44.2% | 3.00 |
| 常宝股份 | 49.0 | 5.10 | 8.76 | 1.08 | 6.0 | 25.2% | 1.30 |
| 酒钢宏兴 | 105.9 | 1.69 | 11.42 | 0.92 | 12.4 | 13.2% | 0.00 |
| 广大特材 | 49.2 | 29.85 | 38.63 | 2.92 | 1.4 | 5.3% | 5.00 |
| 甬金股份 | 49.6 | 21.50 | 14.76 | 1.68 | 3.3 | 0.5% | 7.00 |
| 永兴材料 | 56.8 | 15.79 | 17.98 | 1.72 | 3.4 | -11.3% | 4.56 |
| 新兴铸管 | 138.1 | 3.46 | 8.98 | 0.64 | 15.0 | -28.8% | 1.50 |
| 河钢股份 | 217.7 | 2.05 | 9.00 | 0.45 | 25.6 | -29.4% | 0.00 |
| 南钢股份 | 141.5 | 3.19 | 6.34 | 0.82 | 26.1 | -35.0% | 3.00 |
| 华菱钢铁 | 244.6 | 3.99 | 5.52 | 0.83 | 43.9 | -40.5% | 2.50 |
| 方大特钢 | 111.5 | 5.17 | 7.38 | 1.62 | 17.1 | -41.5% | 0.00 |
| 宝钢股份 | 1084.6 | 4.87 | 9.65 | 0.60 | 124.2 | -42.1% | 2.80 |
| 新钢股份 | 128.8 | 4.04 | 4.05 | 0.58 | 34.1 | -42.2% | 2.00 |
| 三钢闽光 | 178.2 | 7.27 | 5.54 | 0.93 | 36.7 | -43.5% | 2.50 |
| 韶钢松山 | 90.7 | 3.75 | 5.07 | 1.08 | 18.2 | -44.8% | 1.50 |
| 本钢板材 | 126.1 | 3.46 | 29.02 | 0.68 | 5.6 | -46.4% | 0.00 |
| 首钢股份 | 153.4 | 2.90 | 13.05 | 0.57 | 12.5 | -48.0% | 0.00 |
| 重庆钢铁 | 128.2 | 1.53 | 17.51 | 0.71 | 9.3 | -48.2% | 0.00 |
| 柳钢股份 | 128.1 | 5.00 | 6.02 | 1.11 | 23.5 | -49.1% | 4.50 |
| 杭钢股份 | 267.5 | 7.92 | 42.97 | 1.40 | 9.2 | -52.6% | 0.00 |
| 沙钢股份 | 297.5 | 13.48 | 56.46 | 5.87 | 5.3 | -55.1% | 1.00 |
| 太钢不锈 | 186.8 | 3.28 | 9.71 | 0.58 | 21.2 | -57.4% | 1.00 |
| 凌钢股份 | 60.4 | 2.18 | 16.62 | 0.78 | 4.3 | -64.3% | 0.49 |
| 山东钢铁 | 139.0 | 1.27 | 30.40 | 0.68 | 5.8 | -72.5% | 0.00 |
| 鞍钢股份 | 210.2 | 2.63 | 14.88 | 0.47 | 17.9 | -77.5% | 0.57 |
| 包钢股份 | 492.3 | 1.08 | -343.67 | 0.94 | 6.7 | -79.9% | 0.00 |
| 马钢股份 | 156.4 | 2.62 | 14.19 | 0.74 | 11.3 | -81.0% | 0.80 |
| 八一钢铁 | 46.1 | 3.01 | 40.33 | 1.16 | 1.1 | -84.1% | 0.00 |
| 安阳钢铁 | 58.9 | 2.05 | -39.42 | 0.62 | 2.6 | -86.2% | 0.50 |
| ST 抚钢 | 83.0 | 4.21 | 25.02 | 1.82 | 3.0 | -88.4% | 0.00 |

数据来源: 各公司 2019 年年报、广发证券发展研究中心

表 2: 申万钢铁上市公司 2020 年一季度业绩情况 (截至 2020 年 4 月 30 日)

| 证券简称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元/股) | PE_TTM (倍) | PB_LF (倍) | 2020Q1 归母净 利润 (亿元) | 同比 |
|-------|-------------|--------------|---------------|--------------|-----------------------|----------|
| 马钢股份 | 156.4 | 2.62 | 14.19 | 0.74 | 3.8 | 350.7% |
| ST 抚钢 | 83.0 | 4.21 | 25.02 | 1.82 | 0.8 | 59.1% |
| 新兴铸管 | 138.1 | 3.46 | 8.98 | 0.64 | 3.6 | 12.6% |
| 久立特材 | 59.6 | 7.08 | 11.73 | 1.83 | 0.8 | 10.8% |
| 甬金股份 | 49.6 | 21.50 | 14.76 | 1.68 | 0.5 | 6.2% |
| 中信特钢 | 807.5 | 16.00 | 12.25 | 3.42 | 12.9 | 3.8% |
| 八一钢铁 | 46.1 | 3.01 | 40.33 | 1.16 | -1.9 | 减亏 1.7% |
| 金洲管道 | 32.4 | 6.22 | 11.73 | 1.30 | 0.4 | 1.1% |
| 沙钢股份 | 297.5 | 13.48 | 56.46 | 5.87 | 1.0 | -2.0% |
| 华菱钢铁 | 244.6 | 3.99 | 5.52 | 0.83 | 11.3 | -4.5% |
| 韶钢松山 | 90.7 | 3.75 | 5.07 | 1.08 | 3.7 | -8.4% |
| 永兴材料 | 56.8 | 15.79 | 17.98 | 1.72 | 0.7 | -27.0% |
| 首钢股份 | 153.4 | 2.90 | 13.05 | 0.57 | 2.0 | -27.5% |
| 武进不锈 | 32.1 | 11.23 | 11.05 | 1.32 | 0.6 | -29.8% |
| 鞍钢股份 | 210.2 | 2.63 | 14.88 | 0.47 | 2.9 | -30.0% |
| 常宝股份 | 49.0 | 5.10 | 8.76 | 1.08 | 0.9 | -31.1% |
| 新钢股份 | 128.8 | 4.04 | 4.05 | 0.58 | 5.1 | -31.4% |
| 广大特材 | 49.2 | 29.85 | 38.63 | 2.92 | 0.3 | -34.4% |
| 本钢板材 | 126.1 | 3.46 | 29.02 | 0.68 | 1.8 | -34.5% |
| 河钢股份 | 217.7 | 2.05 | 9.00 | 0.45 | 2.3 | -37.9% |
| 方大特钢 | 111.5 | 5.17 | 7.38 | 1.62 | 2.7 | -42.3% |
| 宝钢股份 | 1084.6 | 4.87 | 9.65 | 0.60 | 15.4 | -43.6% |
| 南钢股份 | 141.5 | 3.19 | 6.34 | 0.82 | 4.6 | -44.9% |
| 三钢闽光 | 178.2 | 7.27 | 5.54 | 0.93 | 5.0 | -47.6% |
| 太钢不锈 | 186.8 | 3.28 | 9.71 | 0.58 | 1.5 | -56.7% |
| 柳钢股份 | 128.1 | 5.00 | 6.02 | 1.11 | 1.6 | -57.1% |
| 杭钢股份 | 267.5 | 7.92 | 42.97 | 1.40 | 1.4 | -67.5% |
| 山东钢铁 | 139.0 | 1.27 | 30.40 | 0.68 | 0.3 | -80.8% |
| 凌钢股份 | 60.4 | 2.18 | 16.62 | 0.78 | 0.0 | -93.5% |
| 重庆钢铁 | 128.2 | 1.53 | 17.51 | 0.71 | 0.0 | -97.2% |
| 包钢股份 | 492.3 | 1.08 | -343.67 | 0.94 | -3.2 | -166.5% |
| 西宁特钢 | 31.4 | 3.00 | -170.69 | 2.46 | -1.0 | -708.3% |
| 安阳钢铁 | 58.9 | 2.05 | -39.42 | 0.62 | -3.5 | -710.0% |
| 酒钢宏兴 | 105.9 | 1.69 | 11.42 | 0.92 | -2.8 | -1002.9% |

数据来源: Wind、各公司 2020 年一季度财报、广发证券发展研究中心

(二) 5 月份展望：稳增长政策逐步落地，成本下行助盈利改善

政策面：预计“稳增长”政策在宏观、基建、消费行业的积极影响更为明显。宏观政策方面，政府注重以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，积极的财政政策会更加积极有为，稳健的货币政策会更加灵活适度，引导市场利率下行，扩大内需与有效投资，支撑实体经济加快复苏。基建方面，政府倾向扩大专项债规模、加快专项债发行与落地，加强多渠道对传统基础设施和新型基础设施的投资，托底经济。房地产方面，中央政策调控力度不减，整体以稳为主。汽车方面，地方政府或加大促进汽车消费的政策力度。

需求端：下游行业复工已接近正常水平、正加速满产，前期受疫情影响的建筑项目正在赶工期，钢材需求边际改善，预计5月钢铁需求环比继续改善。

供给端：钢厂高炉开工率处于较高水平，盈利处历史相对高位，钢企生产热情较高，5月为传统旺季，预计5月钢材供给将维持高位，钢材库存随需求改善加速去化。

原材料端：焦炭方面，需求增速相对稳定，焦炭复工与产能利用情况较好，预计焦炭走势稳中有降。铁矿石方面，国内需求增速相对稳定，海外疫情拖累粗钢生产，根据国际钢协数据，3月全球粗钢产量同比下降6.0%，4月后海外钢厂加大停产检修力度，铁矿石总需求明显下降，预计5月铁矿石价格相对偏弱，建议关注澳大利亚、巴西新冠肺炎疫情发展情况。

综上所述，预计5月钢材市场供需格局环比改善、但力度弱于4月份，钢价稳中偏强，焦炭、矿价均相对偏弱，钢材盈利环比有望改善。钢铁板块估值处历史低位，盈利改善有望带来估值修复。密切关注“稳增长”政策落地情况。

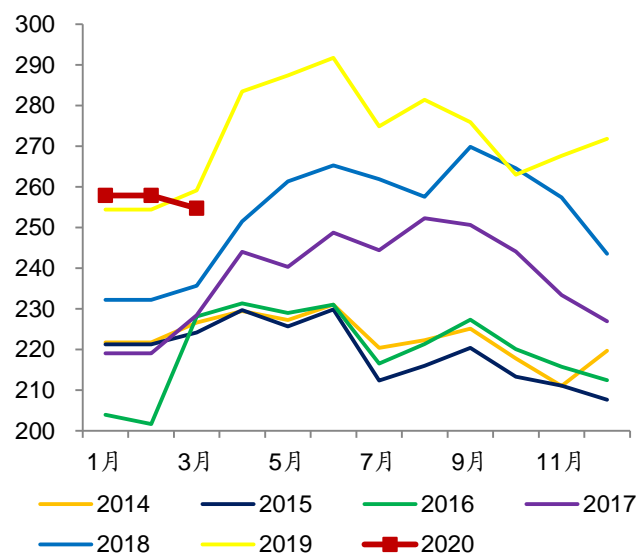
展望2020年全年，预计钢铁供需弱平衡，主要原材料价格稳中有降，预计钢价稳中偏弱、盈利稳中偏弱。密切关注财政和货币政策超预期的可能性。钢铁板块估值处历史低位，重点关注区域供需格局好、成本费用控制能力强的龙头：方大特钢、三钢闽光、韶钢松山、宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、新钢股份等。关注产品结构高端、产能存弹性的优质特钢龙头：中信特钢，及工业不锈钢龙头、积极布局锂电新能源业务的永兴材料。供需改善驱动量增、价升，看好景气偏好的油气管板块，建议关注：久立特材、常宝股份、金洲管道、玉龙股份等。

二、基本面分析：4月份供需环比改善，预计5月份供需将持续改善、但力度弱于4月份

（一）供给：估测4月份粗钢日均产量环比上升，预计5月份粗钢产量维持高位

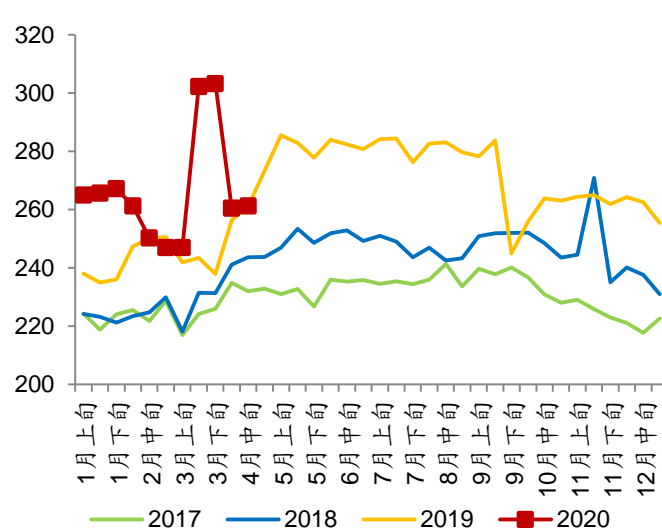
3月份粗钢日均产量环比下降1%、同比下降2%。根据国际钢协数据，2020年3月份，中国粗钢日均产量为255万吨/天，环比降1%、同比降2%。从旬度产量来观测，3月份上、中和下旬的预估粗钢日均产量为247、302、303万吨/天。

图 5：2014-2020年粗钢月度日均产量（单位：万吨/天）



数据来源：国际钢铁协会、广发证券发展研究中心

图 6：2017-2020年中钢协预估全国钢厂旬日均产量（单位：万吨/天）

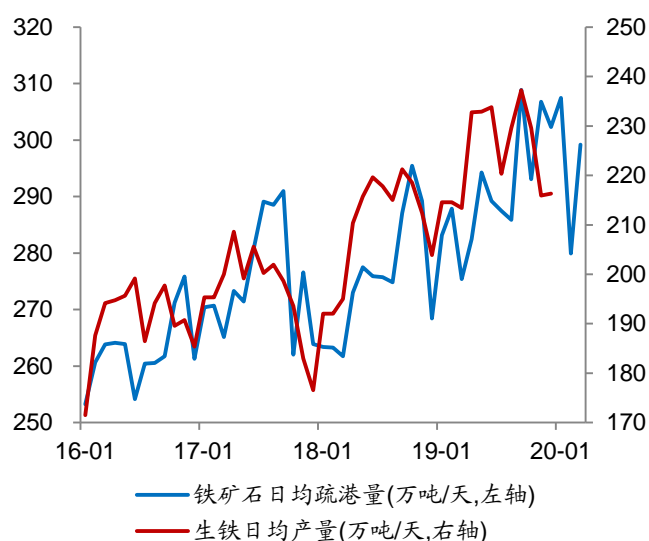


数据来源：中钢协、广发证券发展研究中心

从环比数据来观测，4月份高炉开工率、铁矿石疏港量环比3月份均明显上升。4月高炉周均开工率达68%、环比3月份上升3PCT，3月份铁矿石日均疏港量达304万吨/天、环比增长2%。

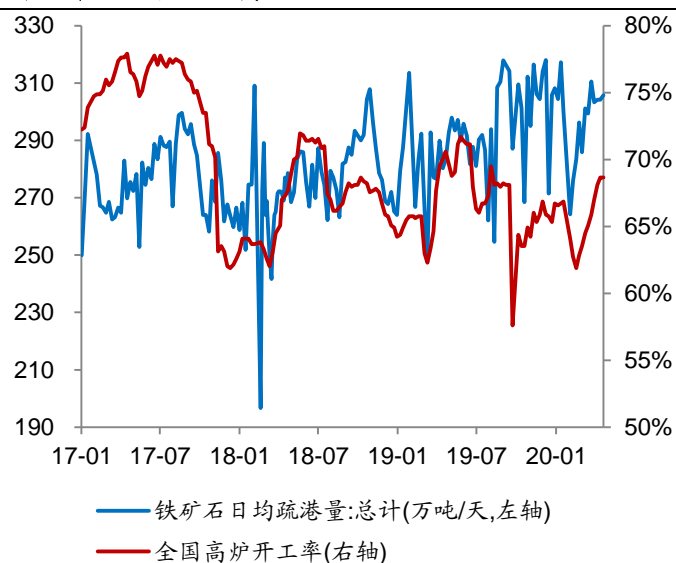
4月份粗钢供给展望：根据周度数据跟踪，4月以来高炉开工率、铁矿石日均疏港量环比3月份均明显上升，截至2020年4月30日高炉开工率为69%、铁矿石日均疏港量为306万吨/天。从均值来看，4月份铁矿石日均疏港量达304万吨/天，环比增长2%、同比增长8%，据此我们判断4月份粗钢日均产量环比上升，5月份钢厂钢材库存将持续去化，基于钢厂高炉开工率处于较高水平，盈利处历史相对高位，钢企生产热情较高，预计5月钢材供给将维持高位。

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: 4 月份需求环比改善, 稳增长政策加速落地, 预计 5 月份需求持续改善

2020年1-3月份, 我国房地产销售面积、购置土地面积、新开工面积、施工面积累计同比增速分别为-26.3%、-22.6%、-27.2%、2.6%, 较2020年1-2月累计同比增速分别上升13.6PCT、上升6.7PCT、上升17.7PCT、下降0.3PCT。2020年1-3月份, 房地产开发投资完成额累计同比减少7.7%, 增速较2020年1-2月累计同比增速上升8.6PCT, 表明房地产投资受新冠肺炎疫情影响逐渐减小, 考虑到4月份工地复工较快, 房地产需求逐渐恢复, 钢材需求韧性犹存。

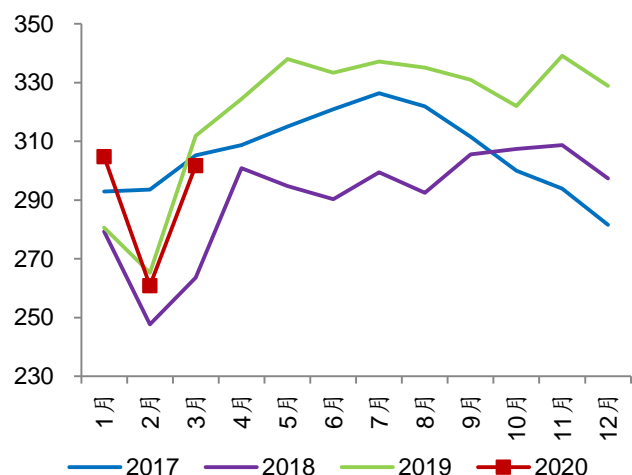
2020年1-3月份, 我国全口径基建投资增速为-16.36%, 较2020年1-2月累计同比增速上升10.50PCT。整体看, 基建托底重要性提升, 新型基础设施发展潜力较大, 专项债支持力度加强, 政府加强引导, 积极拓宽不动产投资信托基金等新融资渠道。根据2020年4月17日新华社《中共中央政治局召开会议 习近平主持》, 会议指出: 加大“六稳”工作力度, 要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。积极的财政政策要更加积极有为, 提高赤字率, 增加地方政府专项债券, 稳健的货币政策要更加灵活适度, 引导贷款市场利率下行。要积极扩大国内需求, 积极扩大有效投资, 实施老旧小区改造, 加强传统基础设施和新型基础设施投资。根据2020年4月28日国务院常务会议, 要加快信息网络等新型基础设施建设, 加强政府引导和支持, 为投资建设提供更多便利。要着眼国内需求, 以应用为导向, 挖掘我国市场规模巨大的潜能, 积极拓展新型基础设施应用场景。

制造业角度来看, 4月份全国加速复工复产, 积极提高开工率、达产率, 制造业用钢需求稳中改善, 但是受海外疫情影响, 以出口为主的部分行业需求较弱。

我们通过构建如下指标来衡量钢材的月度消耗量=钢材月度产量-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: 3月主要钢材品种消耗量边际

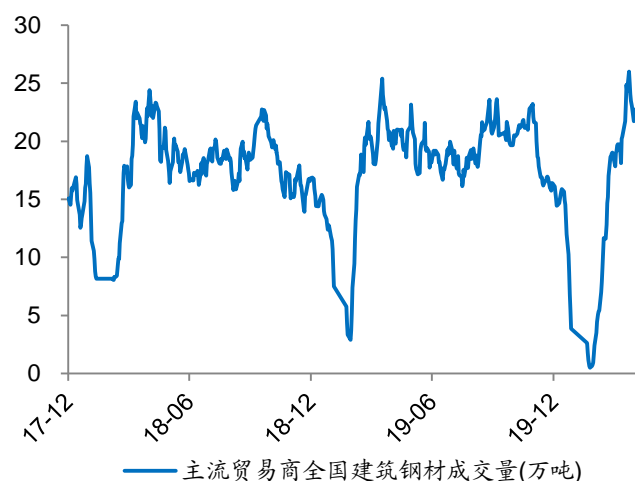
明显上升，表现为产量明显下降、社会库存与钢厂库存微幅上升。通过Mysteel提供的钢材产量、社会库存和钢厂库存数据，我们可计算得到3月份钢材消耗量为302万吨/天，环比升16%、同比降3%。

图 9：2017-2020年钢材分月度消耗量测算（单位：万吨/天）



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图 10：2020年4月主流贸易商建筑钢材日均成交量为23万吨/天、环比上升45%



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

5月份粗钢需求展望：4月份钢铁下游制造业、建筑业复工均较快，长材、板材需求环比均改善。“稳增长”政策支撑基建用钢需求，房地产需求韧性依存，制造业达产率提升将改善用钢需求，钢材出口受海外疫情影响或将减弱，预计5月制造业、建筑业用钢需求将继续改善。

（三）库存：4月份长材、板材社会与钢厂库存之和环比均大降，预计5月份钢材库存将加速去化

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2020年4月30日，主要钢材品种社会库存合计达1876万吨，较3月底减少554万吨、减少23%，同比增加634万吨、增加51%。

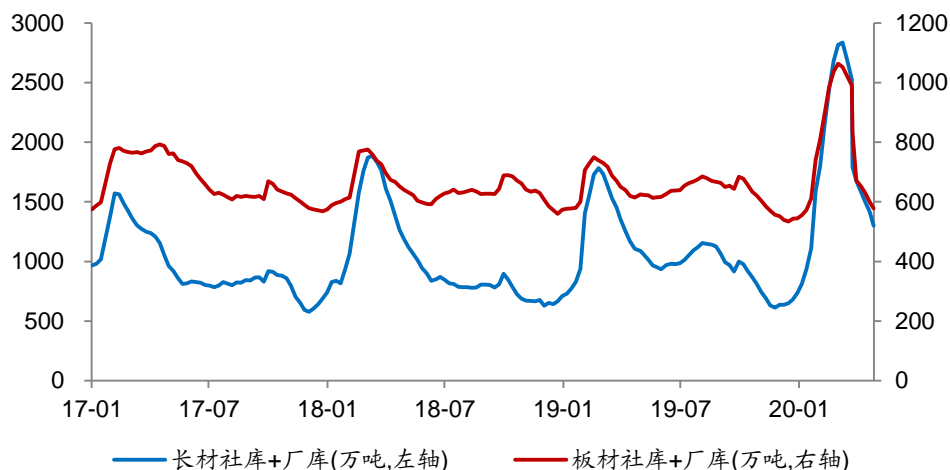
（2）**钢厂库存：**截至2020年4月30日，主要钢材品种钢厂库存合计达751万吨，较3月底减少336万吨、降31%，同比增加279万吨、升59%。

（3）**综合社会库存和钢厂库存：**截至2020年4月30日，社会库存和钢厂库存合计达到2627万吨，较3月底减少891万吨、降25%；同比增加913万吨、同比升53%。目前钢材库存仍处于2015年以来历史同期最高水平，但已经进入库存去化阶段，周去化速度逐渐加快，预计5月份钢材库存将继续去化，由于钢材需求改善力度弱于往

年同期，供给维持高位，预计钢材库存绝对值将处于历史同期较高水平。

(4) 分品种来看：4月底长材社会和钢厂库存之和环比3月底大幅下降28%，板材社会与钢厂库存之和环比3月底大幅下降31%。

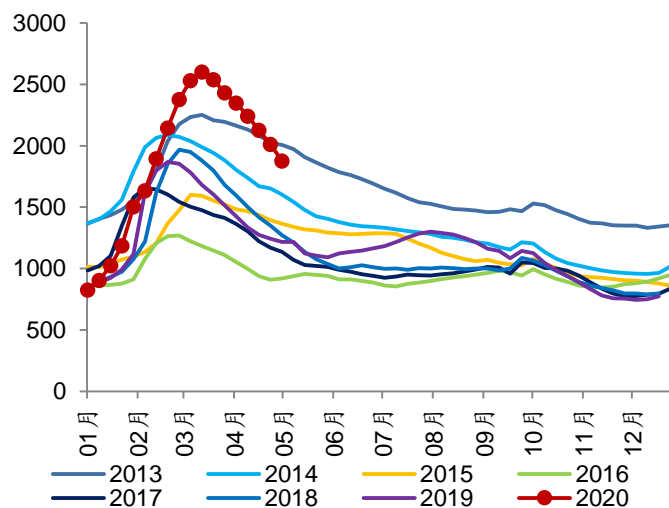
图 11：2017年至今长材、板材周度社会库存与钢厂库存之和变化（单位：万吨）



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

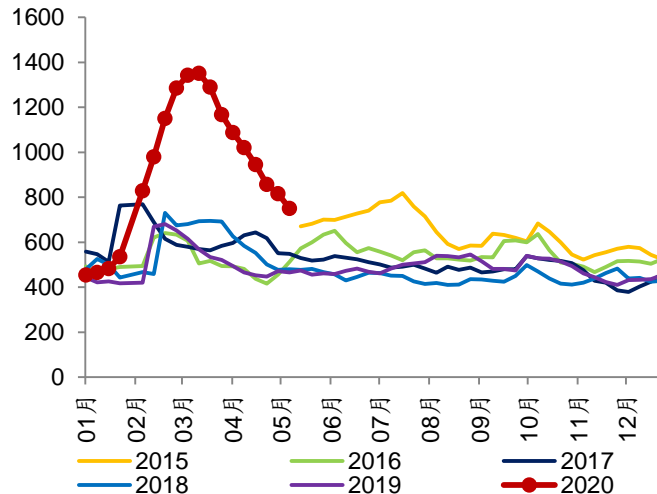
备注：长材为螺纹钢、线材，板材为中厚板、热卷、冷卷

图 12：2013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 13：2015年至今周度钢厂库存变化（单位：万吨）



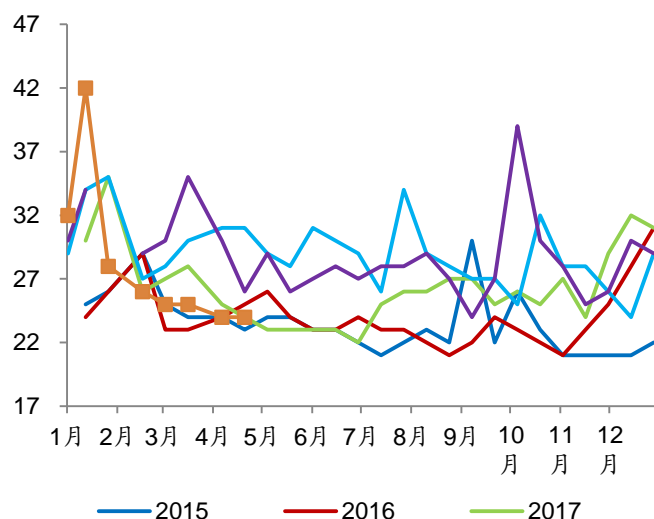
数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

（四）成本：预计5月份进口铁矿石、焦炭供需格局均偏弱

铁矿石：4月进口铁矿石和国产铁矿石均价分别为628元/吨和757元/吨，月度均价环比分别上升1%、下降5%。2020年4月30日，钢厂进口铁矿石库存平均天24天、环比3月底减少1天；45港口铁矿石库存11398万吨、环比降187万吨，4月港口铁矿石库存累计降138万吨。4月份，国内高炉开工率环比3月份明显上升，国内“稳增

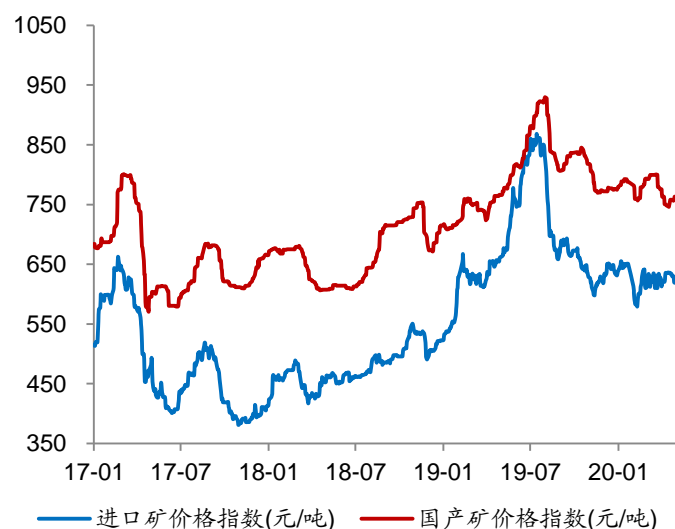
长”政策逐步落地，市场对于铁矿石需求稳中向好的预期强化，使得铁矿石价格表现相对强势。进入5月份，海外疫情拖累全球钢材需求，海外钢企停产检修力度加强，全球铁矿石需求将随粗钢产量下降而偏弱，但是国内钢厂高炉开工率预计维持高位，预计5月份进口铁矿石供需格局整体偏弱。

图 14：2020年4月30日钢厂进口矿库存平均天数为24天、环比3月底减少1天（单位：天）



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

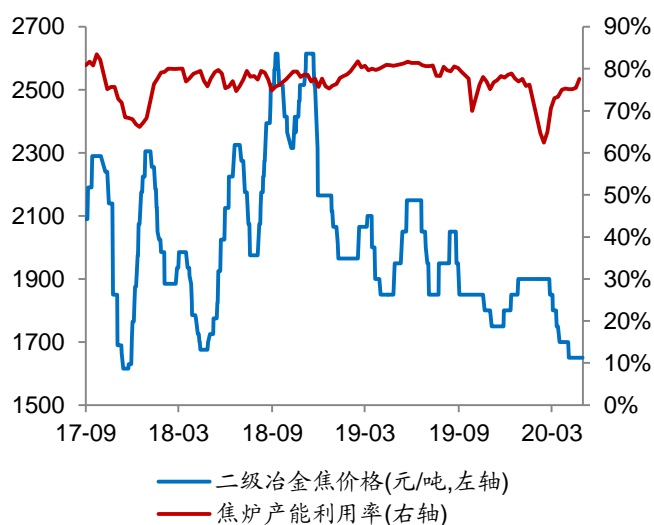
图 15：2017年至今国产矿和进口矿价格指数走势



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

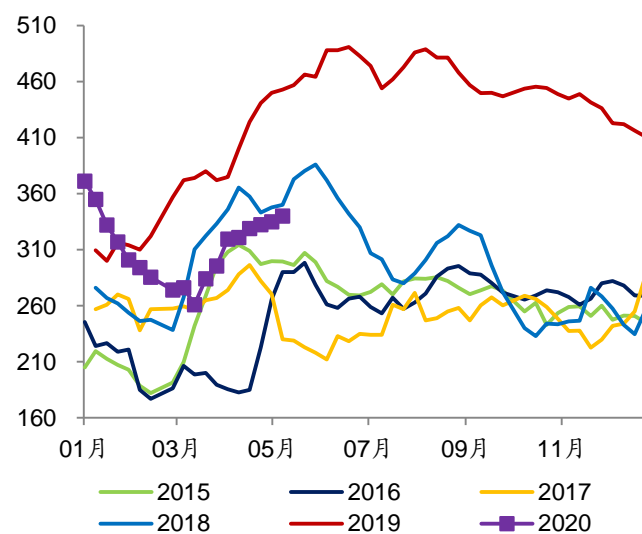
焦炭：4月焦炭价格环比下降，4月均价1655元/吨、环比降5%。4月样本焦化厂焦炉产能利用率明显上升，4月底为78%（3月底为75%）。2020年4月30日，样本焦化厂焦炭库存为61万吨、环比3月底下降35%；港口库存达481万吨、环比3月底上升6%。就钢铁企业而言，2020年4月30日，钢厂焦炭库存（110家）达482万吨、环比3月底上升1%。4月，钢厂焦炭库存小幅上升、处历史相对高位，采购热情短期受限。焦煤焦炭逐渐恢复正常运行，产能利用率明显提升，预计5月焦炭价格稳中有降，建议密切关注焦化行业环保限产政策及去产能政策的推出及落地情况。

图 16: 2017年9月至今焦炭价格与焦炉产能利用率



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）

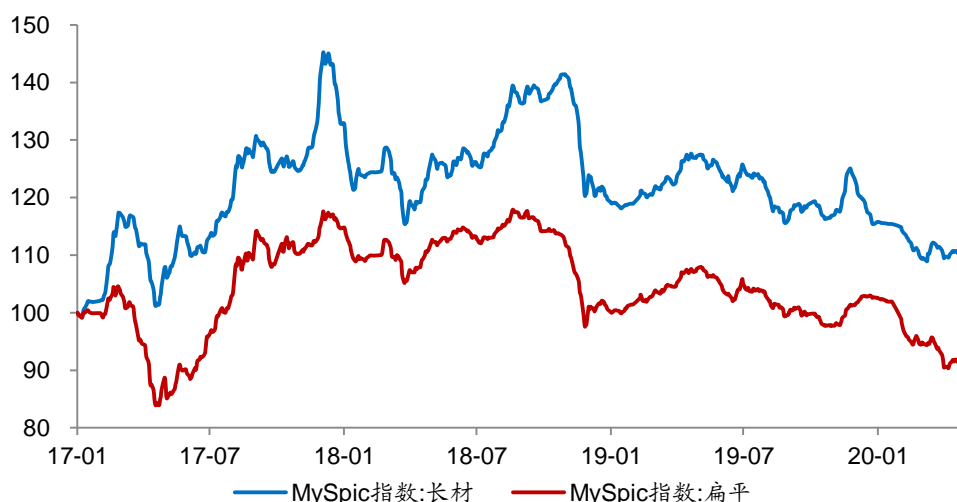


数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

（五）价格：4 月份长材、板材价格均小幅下跌，预计 5 月份钢价稳中偏强

4 月份，钢铁下游建筑业和制造业复工明显加快，4 月末复工率已基本达到正常水平，长材、板材需求环比均改善；国内高炉开工率明显上升、粗钢产量维持高位，钢铁供需格局环比改善，但受制于钢材库存处于历史高位，导致4月份长材、板材价格均小幅下跌，长材均价跌幅小于板材。以Myspic综合钢价指数为例，4月份长材、板材指数累计均下跌1%，长材、板材均价分别下跌0.5%、3%，长材均价跌幅较3月收窄1PCT，板材均价跌幅较3月扩大2PCT。

图 18: 2020年4月MySpic指数:长材价格指数小涨、板材价格指数小幅下跌



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，4月份，螺纹钢、高线、热轧卷板、冷轧卷板和中板的月度累计变化幅度分别为0.2%、-0.3%、-0.5%、-4%和-1%；4月月度均价分别为3616、3732、3349、3953、3631元/吨，月度均价环比分别下跌0.4%、0.3%、4%、7%、1%。

表 3: 主要钢材品种绝对及相对价格表现 (单位: 元/吨)

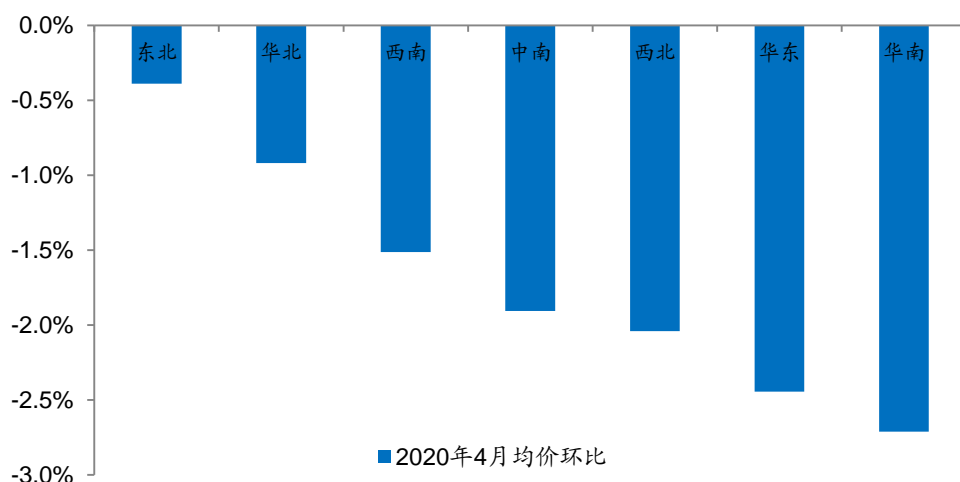
| | 螺纹钢 | 高线 | 热轧卷板 | 冷轧卷板 | 中板 |
|-------------------|-------|-------|-------|------|------|
| 2020 年 4 月 30 日价格 | 3618 | 3723 | 3368 | 3916 | 3626 |
| 月度累计涨幅 | 0.2% | -0.3% | -0.5% | -4% | -1% |
| 2020 年 4 月均价 | 3616 | 3732 | 3349 | 3953 | 3631 |
| 月度均价累计涨幅 | -0.4% | -0.3% | -4% | -7% | -1% |

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，4月份各区域月度均价全面下跌。东北、华北、西南、中南、西北、华东、华南地区钢价指数环比分别下跌0.4%、1%、2%、2%、2%、2%和3%。

图 19: 2020年4月份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

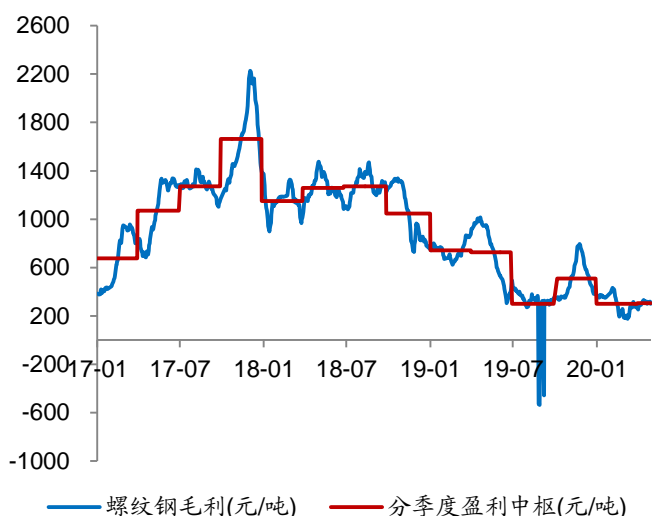
5月价格前瞻: “稳增长”政策利好基建投资与制造业需求, 下游行业逐步提高达产率, 预计5月需求环比改善; 供给端, 钢厂检修减少, 钢材库存持续去化, 钢材供给稳中维持高位, 预计5月钢铁供需格局环比改善、但力度弱于4月份, 预计钢价稳中偏强。

(六) 盈利: 4 月份螺纹钢毛利小幅上升, 热卷、冷卷毛利均大幅下降, 预计 5 月份钢材盈利稳中有望改善

4 月份螺纹钢毛利小幅上升, 热卷、冷卷毛利大幅下降。根据 Mysteel 测算的主要钢材品种吨毛利数据, 4 月份螺纹钢、热卷和冷卷的月度均毛利分别达 306 元/吨、19 元/吨和 -279 元/吨, 环比分别升 2%、降 89% 和降 316%。

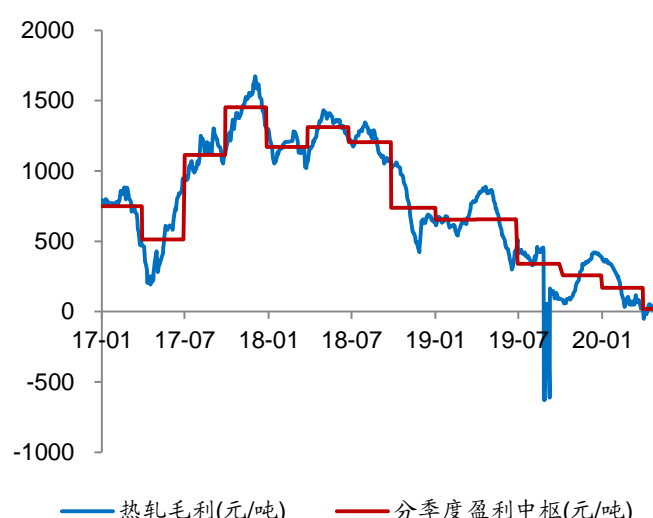
5 月份盈利前瞻: 钢材市场供需格局环比改善, 钢材库存处于同期历史高位, 热卷毛利处低位, 预计 5 月份钢企或减少板材产量, 整体钢价稳中偏强, 进口铁矿石、焦炭价格稳中有降, 预计钢材盈利稳中有望改善。

图 20: 2017 年至今螺纹钢毛利及分季度变化



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变化



数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

表 4: 主要钢材品种吨毛利季度平均值及同比、环比变化

| | 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) | | |
|--------|---------------|------|------|--------------|------|------|--------------|-------|-------|
| | 平均值 | 同比 | 环比 | 平均值 | 同比 | 环比 | 平均值 | 同比 | 环比 |
| 2019Q1 | 741 | -35% | -29% | 652 | -44% | -10% | 388 | -62% | -28% |
| 2019Q2 | 728 | -42% | -2% | 658 | -50% | 1% | 262 | -73% | -32% |
| 2019Q3 | 290 | -77% | -60% | 253 | -79% | -62% | -28 | -103% | -111% |
| 2019Q4 | 509 | -51% | 76% | 257 | -65% | 2% | 181 | -67% | 740% |
| 2019A | 560 | -53% | -53% | 449 | -59% | -59% | 195 | -78% | -78% |
| 2020Q1 | 300 | -60% | -46% | 170 | -74% | -62% | 129 | -67% | -33% |
| 2020Q2 | 306 | -58% | 2% | 19 | -97% | -89% | -279 | -207% | -316% |

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

备注: 2020Q2 是指二季度以来螺纹钢、热卷和冷轧的均值

三、2020 年 4 月以来资讯梳理

（一）国家发改委2020年4月24日发布《钢铁行业2020年1-3月运行情况》

1. 钢铁生产总体平稳。据国家统计局数据，1-3月全国生铁产量为19974万吨，同比增长2.4%；粗钢产量为23445万吨，同比增长1.2%；钢材产量为26742万吨，同比下降1.6%。
2. 钢材出口大幅下降。据海关总署数据，1-3月全国累计出口钢材1428.6万吨，同比下降16.0%；进口钢材317.8万吨，同比增长9.7%。
3. 钢材价格持续下跌。据中国钢铁工业协会监测，1-3月中国钢材综合价格指数平均为101.69点，同比下降5.7%。截至4月17日，中国钢材综合价格指数降至97.21点，较年初下跌8.4%。
4. 企业效益大幅下降。1-3月中国钢铁工业协会会员钢铁企业实现销售收入8916亿元，同比下降5.6%；实现利润183亿元，同比下降50.8%；销售利润率2.05%，比去年同期降低1.89个百分点。
5. 钢材库存保持高位。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3月中旬升至2000万吨，较年初增长193.3%；3月末社会库存量略有回落至1906万吨。
6. 进口矿价波动上升。据海关总署数据，1-3月全国铁矿石进口量26273万吨，同比增长1.3%；进口矿平均价格为90.59美元/吨，同比上涨11.7%。

（二）国务院安委会2020年4月1日印发《全国安全生产专项整治三年行动计划》、国家应急管理部2020年4月28日发布《全国安全生产专项整治三年行动11个实施方案主要内容》

根据国务院安委会2020年4月1日印发《全国安全生产专项整治三年行动计划》，《计划》要求进行煤矿安全整治。加大淘汰退出落后产能力度，积极推进30万吨/年以下煤矿分类处置，坚决关闭不具备安全生产条件的煤矿，全国煤矿数量减少至4000处左右，大型煤矿产量占比达到80%以上。

根据国家应急管理部2020年4月28日发布《全国安全生产专项整治三年行动11个实施方案主要内容》，《内容》要求：严格准入门槛。停止审批山西、内蒙古、陕西新建和改扩建后产能低于120万吨/年的煤矿，宁夏新建和改扩建后产能低于60万吨/年的煤矿，其他地区新建和改扩建后产能低于30万吨/年的煤矿；停止审批新建和改扩建后产能低于90万吨/年的煤与瓦斯突出煤矿；停止审批新建开采深度超1000米和改扩建开采深度超1200米的大中型及以上煤矿，新建和改扩建开采深度超600米的其他煤矿；停止审批新建和改扩建产能高于500万吨/年的煤与瓦斯突出煤矿，新建和改扩建产能高于800万吨/年的高瓦斯煤矿和冲击地压煤矿。

四、风险提示

1. 宏观经济大幅波动;
2. 主流矿产量完成不达预期、非主流矿增产不达预期;
3. 海外和国内新冠肺炎疫情影响超预期、且常态化发展。

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。2019 年新财富金属和金属新材料行业第四名（团队），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）。

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 | gfbzqyf@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

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。