

钢铁行业2019H1趋势分析

钢铁供需结构有望超预期好转

敖翀 联系人：唐川林

中信证券研究部

2019年2月12日

CONTENTS

目录

1. 行业近期基本面情况和核心矛盾
2. 2019H1供需结构测算和价格趋势分析
3. 2019H1钢铁价格利润判断

■ 行业近期基本面情况和核心矛盾

- 春节前，先是煤矿的安全检查提前使得产业利润进入均衡状态，给短期的产业煤焦钢价格上涨带来支撑。然后淡水河谷矿难事件使得铁矿价格明显上涨，进一步对钢价形成成本端支撑。在历史复盘，每一轮钢价的上涨均会带动一轮钢铁板块较为明显的相对收益，而在本轮钢价上涨可以分为两部分：前期由成本端上涨带来的拉动，后期钢铁基本面转好带来的价格自我驱动。中间的时间节点我们预计在3月初。短期铁矿受到淡水河谷尾矿难的影响将持续偏强，支撑钢价上涨。

➤ 2019H1供需结构测算和价格趋势分析

- 春节后有望出现季度尺度的供需错配现象：从近期跟踪的数据来看，全国钢铁产量已经开始出现一定下滑，而库存累积速率低于往年均值。叠加近期出口端的短期回暖及下游需求韧性，需求端较难出现明显下滑。在钢厂没有明显减产的情况下，今年的冬储水平有望维持在2016年-2017年同期水平。春节后随着需求的开启，库存较容易去化到低于往年同期的水平，对于价格形成明显支撑，带来季度尺度的错配行情。

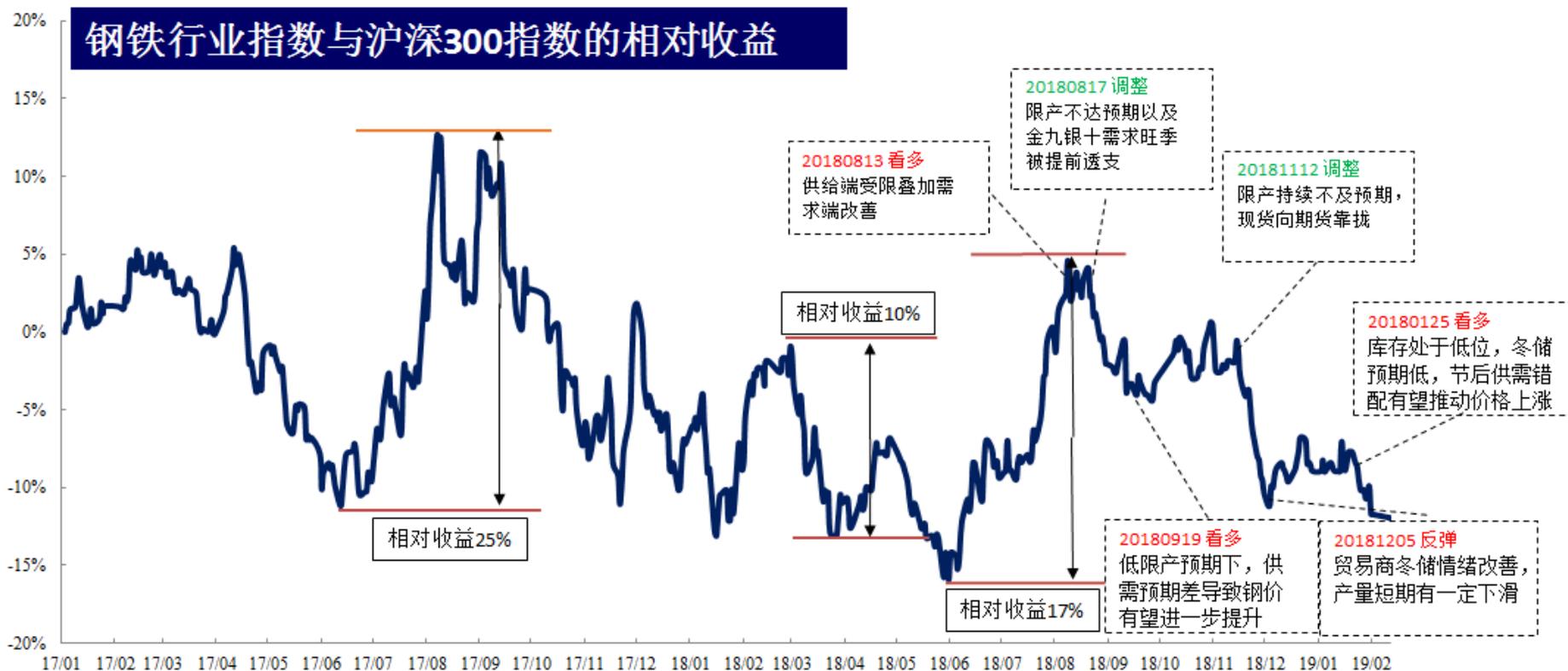
■ 2019H1钢铁价格利润判断

- 我们判断2019年整体钢价中枢维持2017年水平。上半年有望强于下半年。2019年整体利润也有望中枢维持500-700元每吨的水平。

历史观点跟踪（2018年11月份以来）：

对应行业和品种→→→→→		钢材	焦炭	焦煤	铁矿
观点调整日期↓	方向判断与原因↘				
20181112（新变化）		看空 限产持续不及预期，现货短期向期货回归	看多 焦化限产，原料支撑	平稳 供应仍然较充足，下游需求受限，以跟涨为主	平稳 缺乏基本面支撑，以跟涨为主
20181127（新变化）		看空 限产持续不及预期，现货短期向期货回归	看空 环保限产不及预期，产业链利润压缩。	平稳 供应仍然较充足，下游需求受限，以跟涨为主	平稳 缺乏基本面支撑，以跟涨为主
20181207（新变化）		反弹（12月中下旬） 贸易商冬储情绪改善，产里短期有一定下滑	看空 环保限产不及预期，产业链利润压缩。	平稳 供应仍然较充足，下游需求受限，以跟涨为主	平稳 缺乏基本面支撑，以跟涨为主
20190125（新变化）		看多 库存处于低位，冬储预期低，节后供需错配有望推动价格上涨	看多 成本接近盈亏平衡线，受到焦煤价格上涨支撑	看多 受神木煤矿事故影响，安全检查力度进一步上升	平稳 缺乏基本面支撑，以跟涨为主

备注：方向性判断指的是对以调整日期起1个月内的短期方向进行判断，长期观点请参考日报首页。我们更加关注多日的表现，而不是某天的变动，也请勿用某日变动来研判趋势。



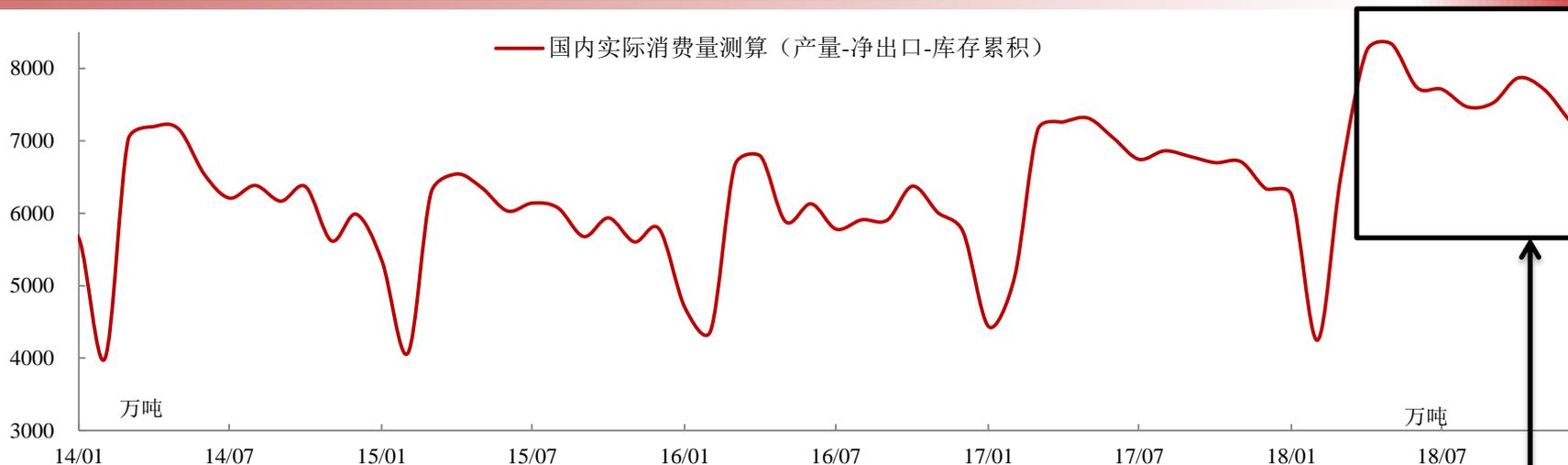
资料来源：wind，中信证券研究部

CONTENTS

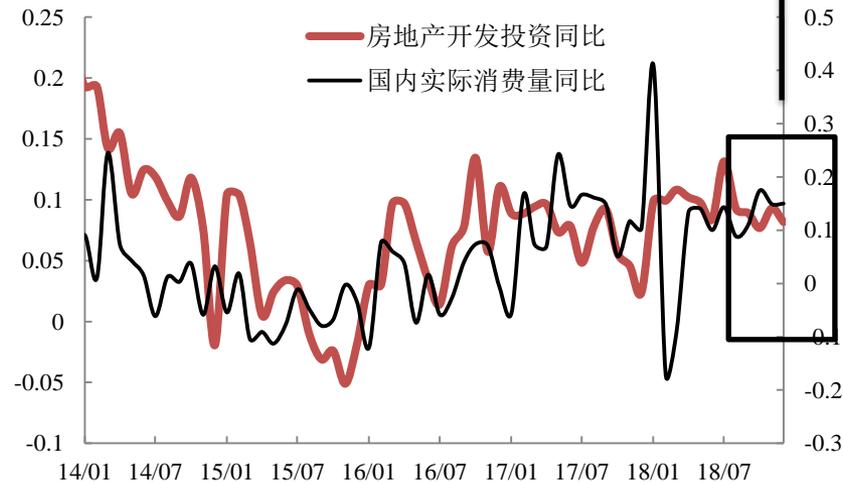
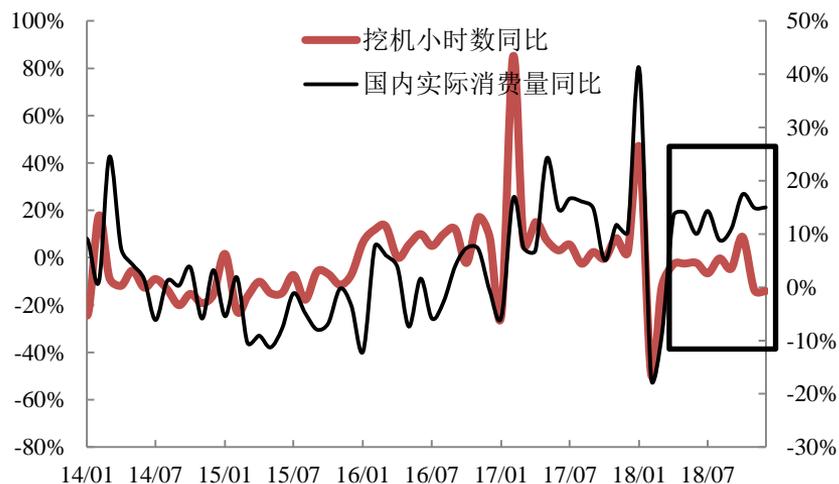
目录

- 1. 行业近期基本面情况和核心矛盾**
2. 2019H1供需结构测算和价格趋势分析
3. 2019H1钢铁价格利润判断

需求仍然有较强韧性，钢材需求同比增速维持高位

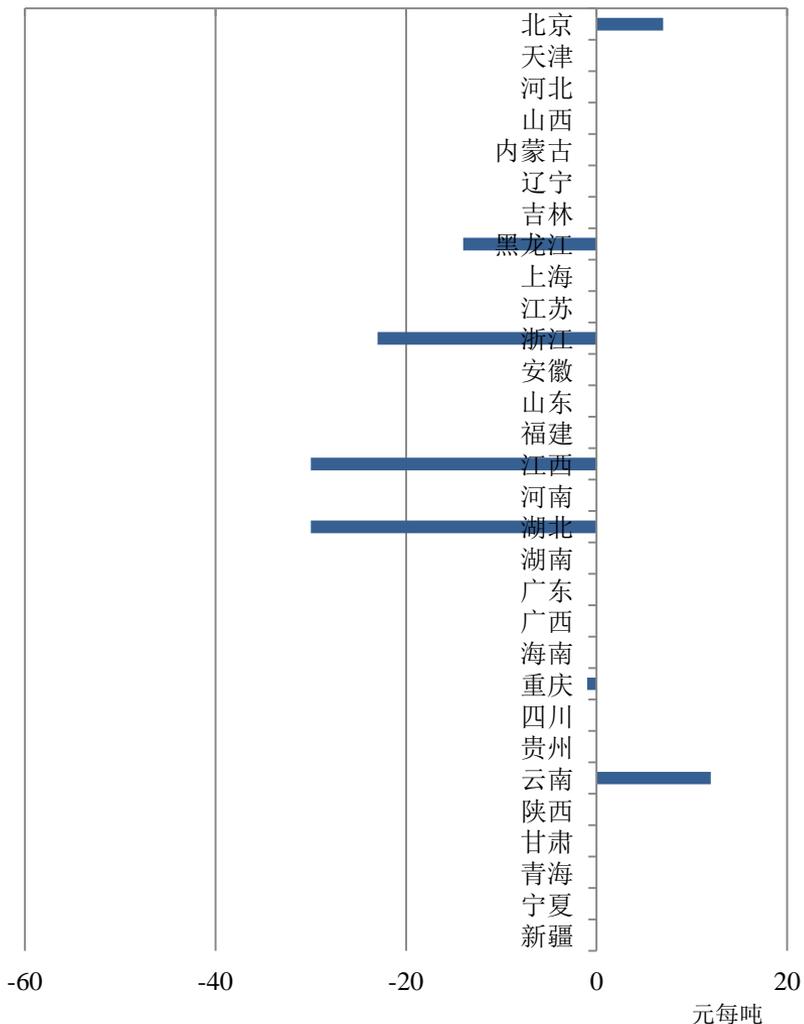


- 1、从国内钢铁需求的绝对值来看，目前仍然处在较高位置，即使在11月份淡季来临，四季度需求下滑速率较慢
- 2、从2018年二季度以来，需求季节性特征明显减弱，成为近期的新常态，地产赶工成为重要影响因素



水泥价格虽有微调，但仍处高位

2019年1月中旬各省市水泥价格周环比变化



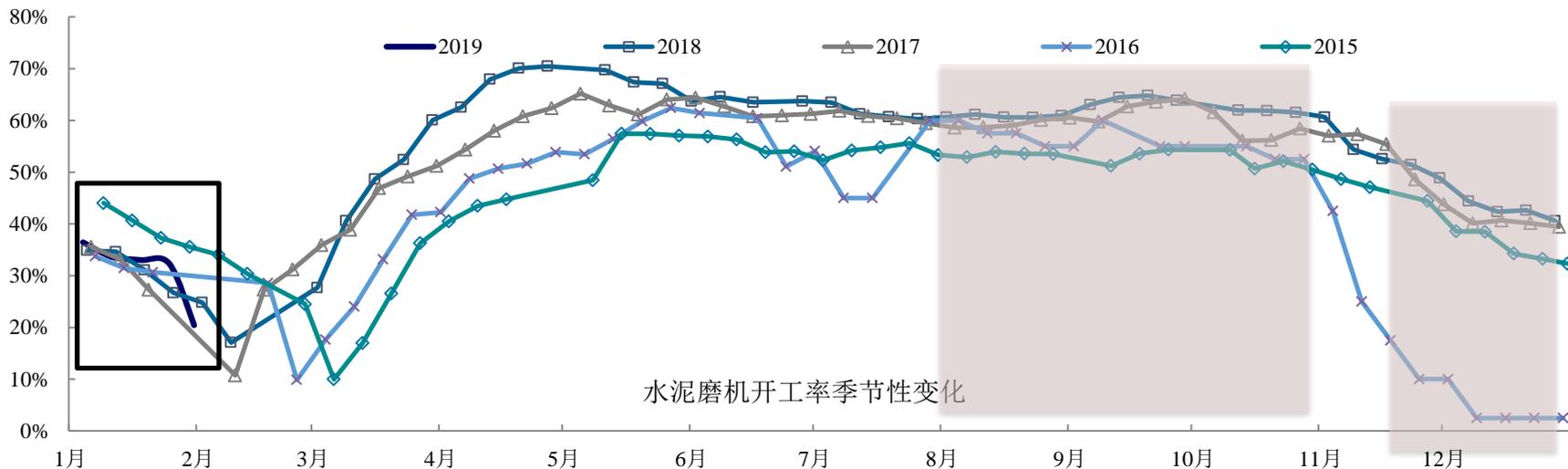
资料来源: wind, 中信证券研究部



资料来源: wind, 中信证券研究部

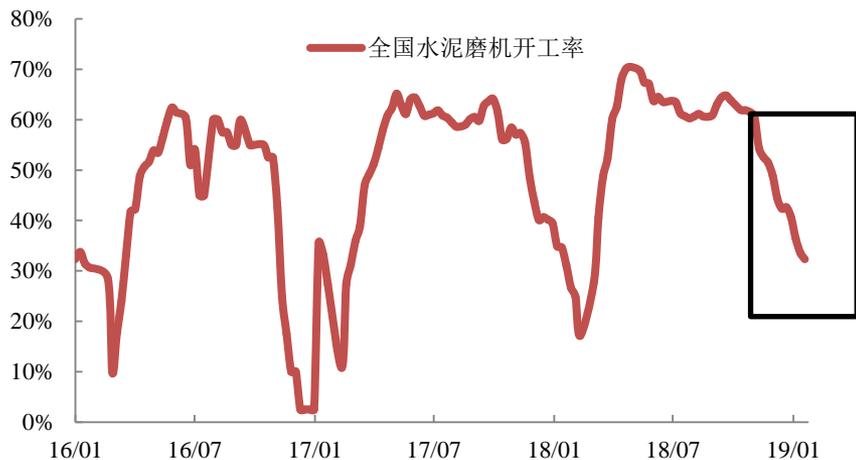
- 水泥价格在2018年四季度连续上涨，近期随着春节的来临价格有所微调，从区域来看，普遍是前期涨幅过高的区域出现了微调。不过从水泥价格的上涨仍然可以看出今年的逆季节性特征

水泥磨机开工率高于往年同期往往意味着需求超预期

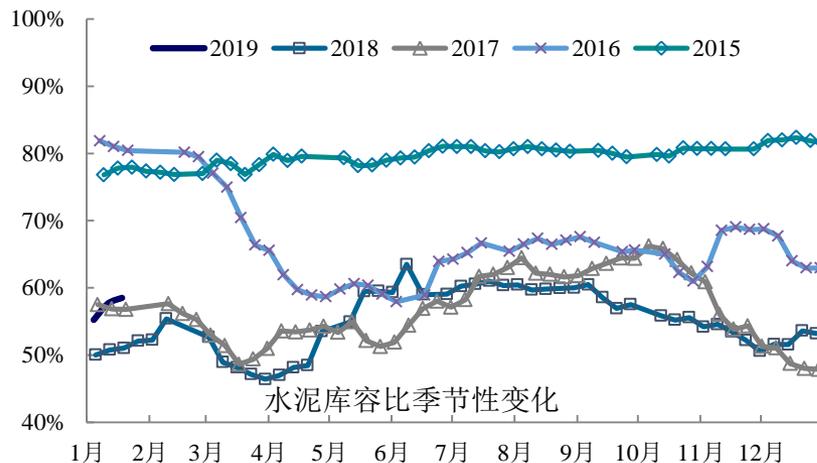


资料来源: wind, 中信证券研究部

水泥磨机开工率能够较快反映需求端的变化，在2018H2中8-10月与12月两端需求端均有超预期增量，拉动钢铁供需格局好转，带动价格向上。目前磨机开工率处在和往年接近的水平，库存比处在低位，需求表现并不弱

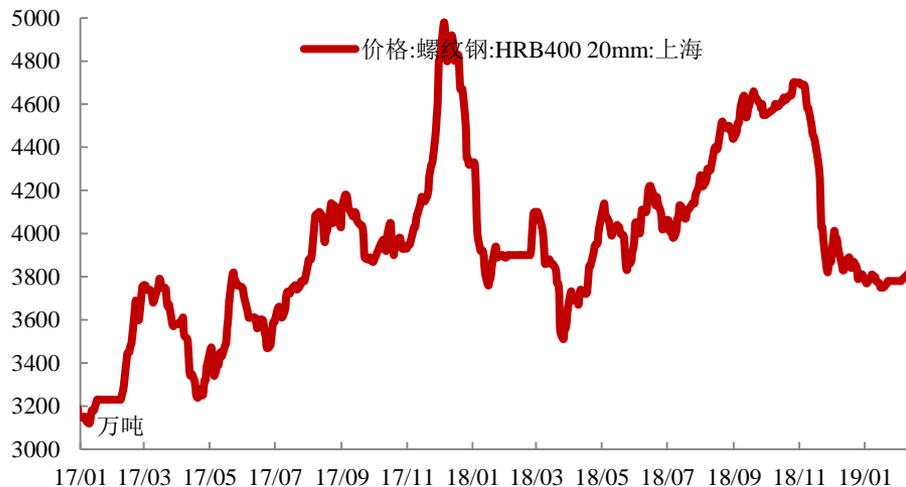


资料来源: wind, 中信证券研究部

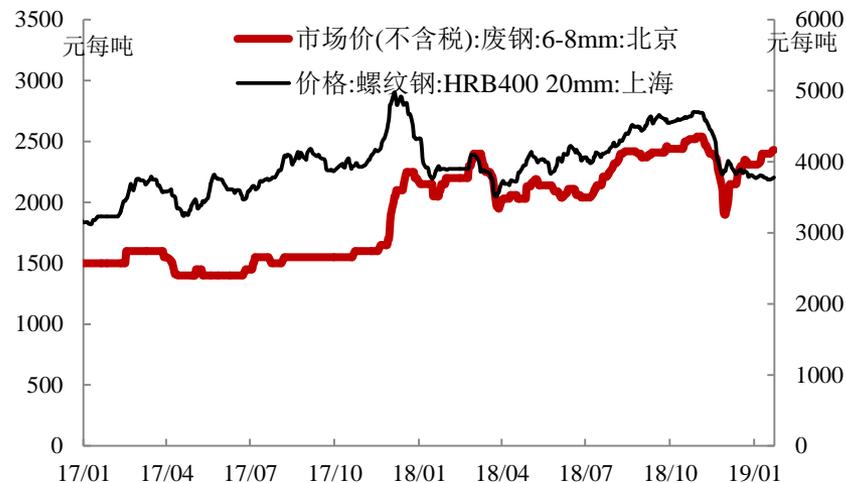


资料来源: wind, 中信证券研究部

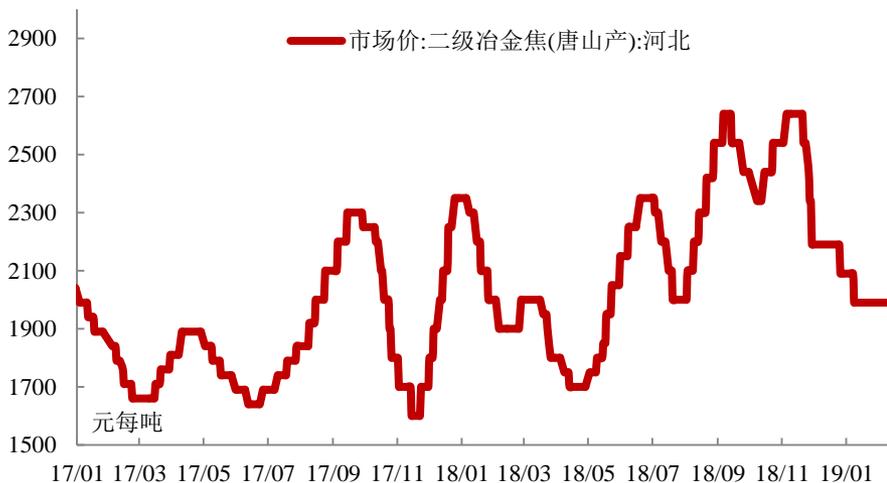
产业链价格一览



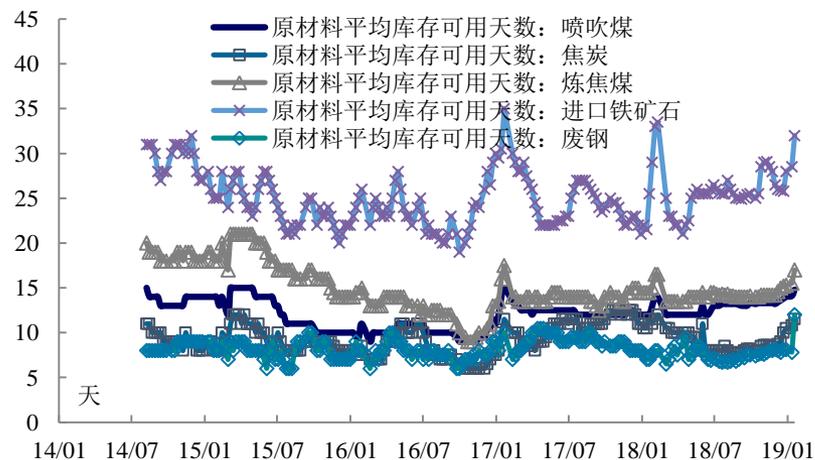
资料来源: wind, 中信证券研究部



资料来源: wind, 中信证券研究部



资料来源: wind, 中信证券研究部



资料来源: wind, 中信证券研究部

钢材各品种利润近期开始边际企稳



资料来源: wind, 中信证券研究部



资料来源: wind, 中信证券研究部

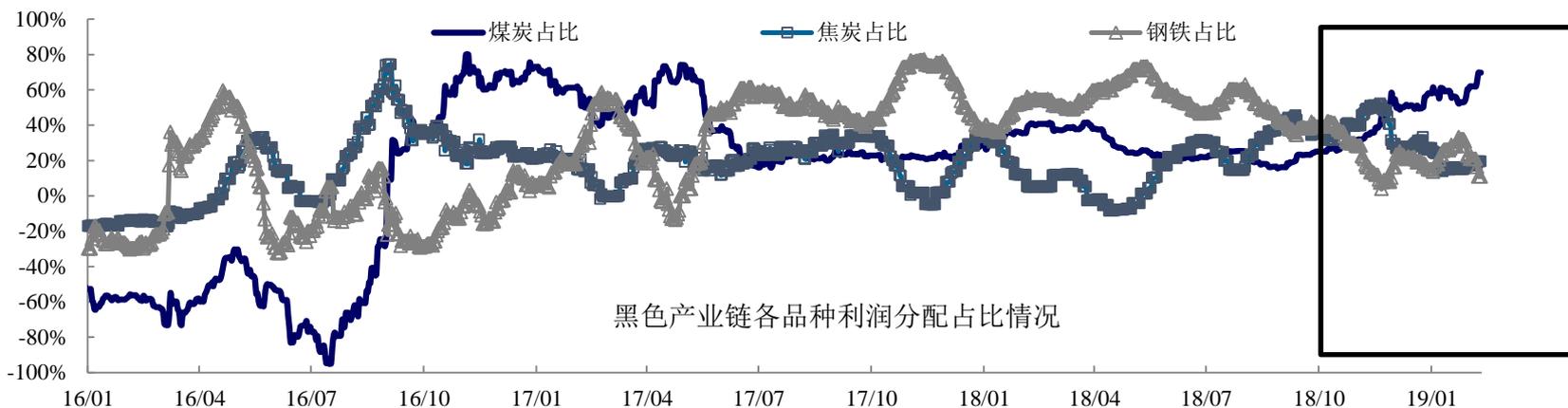


资料来源: wind, 中信证券研究部



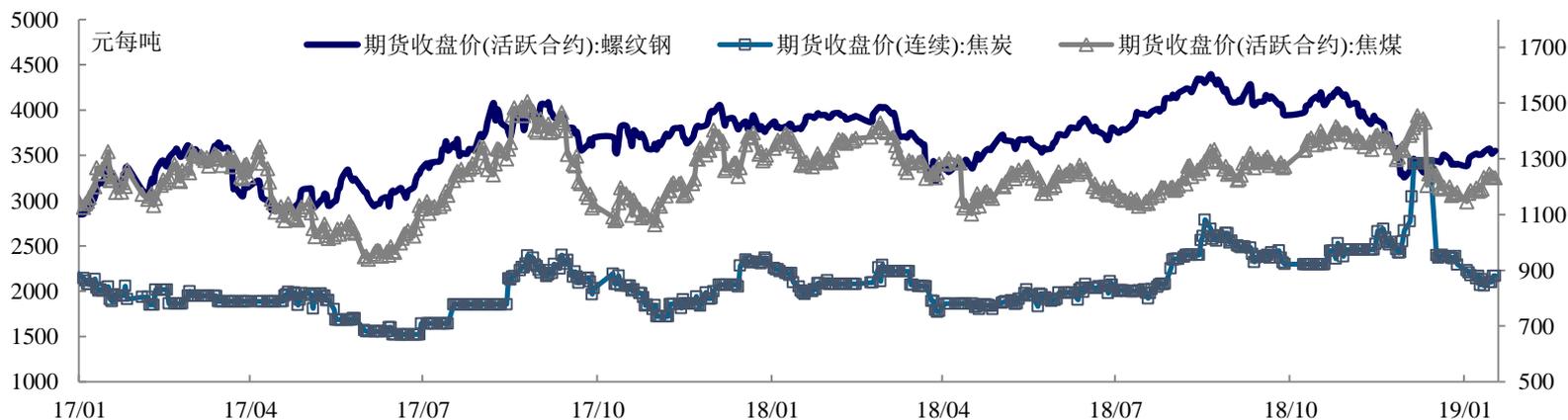
资料来源: wind, 中信证券研究部

产业链利润短期达均衡状态，给钢焦上涨奠定好基础



资料来源：wind，中信证券研究部

经历了18年11月钢价下跌之后，目前钢铁利润占比已经处在产业链中较低水平，由于钢价下跌的风险传导到了焦炭，但没有传导到焦煤，焦煤仍然价格较高。在春节期间安全检查的背景下，焦煤较难下跌。目前产业链利润处在一种均衡状态，给价格上涨带来了好的基础。从上涨弹性来看，钢铁和焦炭向上弹性强于焦煤。



资料来源：wind，中信证券研究部

CONTENTS

目录

1. 行业近期基本面情况和核心矛盾
- 2. 2019H1供需结构测算和价格趋势分析**
3. 2019H1钢铁价格利润判断

2019年H1钢铁供需格局预测

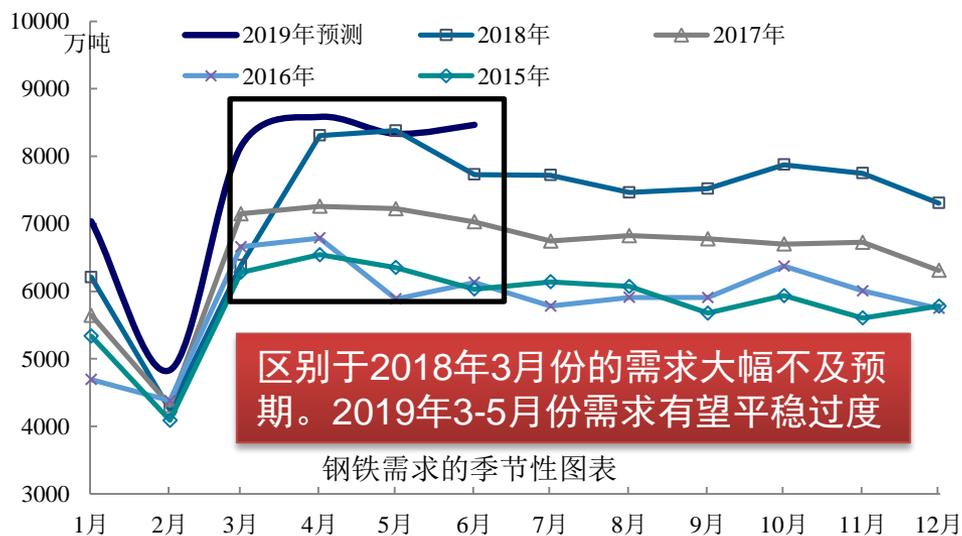
粗钢供需平衡表

	2019年6月	2019年5月	2019年4月	2019年3月	2019年2月	2019年1月	2018年12月	2018年11月	2018年10月
总需求(国内+出口)	8972.15	8839.95	9089.77	8651.79	5339.45	7542.85	7811.85	8199.27	8337.08
国内需求	8466.15	8333.95	8583.77	8145.79	4833.45	7036.85	7305.85	7749.10	7876.04
供给(低限产)	8173.45	8192.32	7992.55	8093.12	7295.35	7860.00	7612.00	7762.10	8255.20
当月天数	30.00	31.00	30.00	31.00	28.00	31.00	31.00	30.00	31.00
月产量(万吨每天)	272.45	264.27	266.42	261.07	260.55	253.55	245.55	258.74	266.30
季节性增减(日均)	3.18	-3.15	4.35	-0.48	7.00	8.00	-0.05	-5.44	-8.05
超季节性增量(日均)	5.00	1.00	1.00	1.00					
净出口	506.00	506.00	506.00	506.00	506.00	506.00	506.00	450.17	461.04
进口	111.00	111.00	111.00	111.00	111.00	111.00	111.00	114.45	124.06
出口	617.00	617.00	617.00	617.00	617.00	617.00	617.00	564.62	585.11
库存变化	-798.69	-647.63	-1097.22	-558.67	1955.90	317.15	-199.85	-437.17	-81.88
总库存: 社会*3+钢厂	2640.21	3438.90	4086.54	5183.75	5742.42	3786.52	3469.37	3669.22	4106.39
钢厂库存占比	0.28	0.28	0.25	0.22	0.22	0.29	0.32	0.34	0.29
钢厂库存	750.17	948.11	1029.33	1124.86	1244.79	1082.94	1116.65	1240.38	1206.10
社会库存	630.01	830.26	1019.07	1352.97	1499.21	901.19	784.24	809.61	966.76

备注: 2019年1月-2019年6月份数据均为中信证券研究部预测值

资料来源: wind, 中信证券研究部

国内需求：2019年H1钢铁增速下移，3-5月望平稳过度



备注：2019年1月-2019年6月份数据均为中信证券研究部预测值

资料来源：wind，中信证券研究部

- 2018年由于受到供应表外转变内的影响（地条钢去除后表内高炉的产能利用率提升拉动表内产量明显上升），国内需求出现较为明显的同比增长。到了2019年，受此影响较小。
- 2018年3月份需求的大幅不及预期在2019年较难出现，总结不及预期的原因主要是两会环保的影响和资金到位较慢导致农民工返工意愿较低。但根据我们近期跟踪的项目进展情况来看，首先受到环保影响较小，赶工期的现象仍在，同时调研发现今年项目资金有一定的好转，春节前农民工工资发放比例有望增加。2019年3-5月份需求有望和2015-2017年同期一样，表现较为平稳。
- 国内钢铁需求=供给+进口-出口-库存去化量

2019年H1钢铁平衡表预测：供需结构细分（万吨）

	2019年6月	2019年5月	2019年4月	2019年3月	2019年2月	2019年1月	2018年12月	2018年11月	2018年10月
总需求(国内+出口)	8972.15	8839.95	9089.77	8651.79	5339.45	7542.85	7811.85	8199.27	8337.08
国内需求	8466.15	8333.95	8583.77	8145.79	4833.45	7036.85	7305.85	7749.10	7876.04
供给（高限产）	8173.45	8192.32	7992.55	8093.12	7295.35	7860.00	7,612.00	7,762.10	8,255.20
净出口	506.00	506.00	506.00	506.00	506.00	506.00	506.00	450.17	461.04

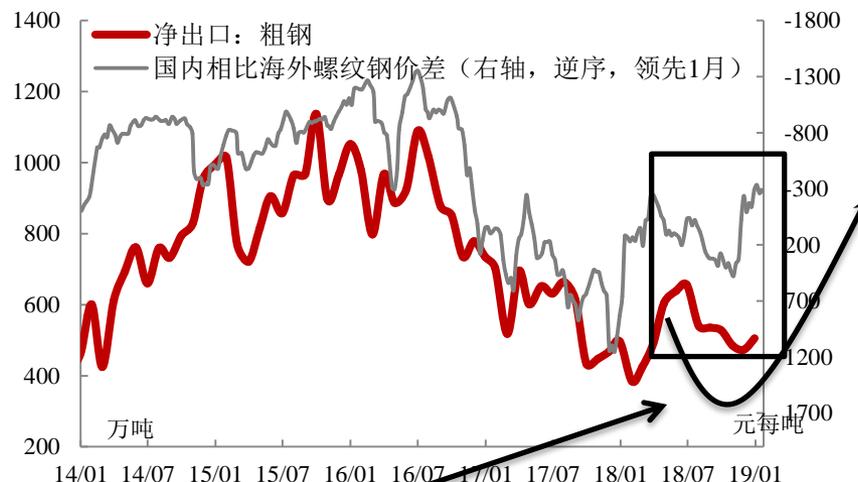
资料来源：wind，中信证券研究部

注：2019年1-6月份为中信证券研究部预测数据

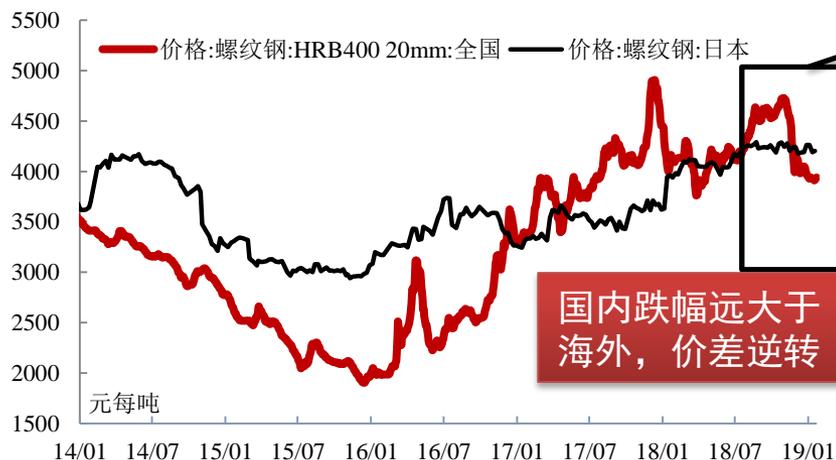
出口需求：短期有所回暖，中期仍保持低位



资料来源：wind，中信证券研究部



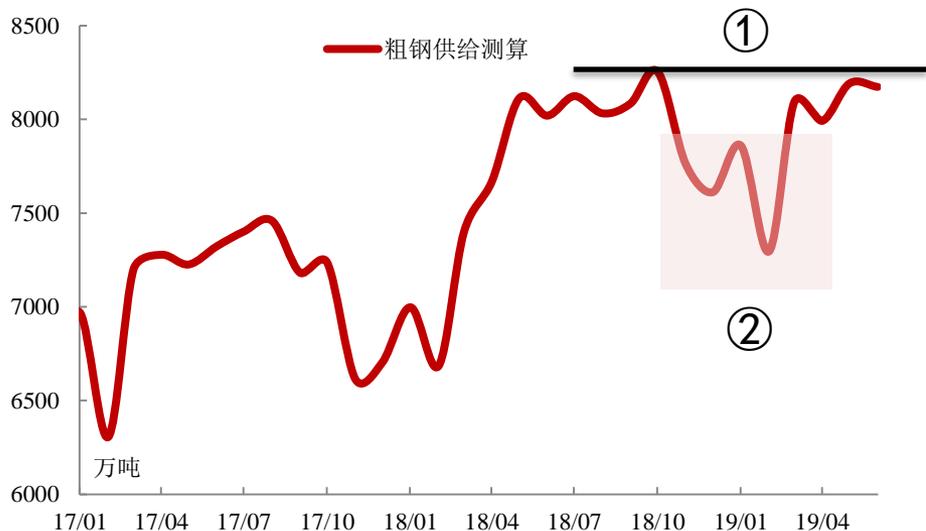
资料来源：wind，中信证券研究部



资料来源：wind，中信证券研究部

- 当前钢铁净出口需求量基本回到了2014年的水平，其中一个较重要的原因是过去两年国内价格居高不下（供给侧改革），而2018年11月份国内钢材出现明显下跌后，导致海内外溢价明显变化（海外钢价变化不明显），目前螺纹出口基本处在均衡状态。
- 不过中期来看，出口需求仍然难对总需求提供较大贡献，随着全球钢铁行业产能转移，目前在印尼、印度等东南亚国家，钢铁新增产能林立，这种背景下，国内钢材出口仍难有明显增长。

供应：高供应成为常态，利润成为影响供应的新因素



- (1)预计高供应成为2019年钢铁行业的常态，而供应的峰值可以用2018年10月份的产量来衡量。回溯当时的状况：环保压力非常小、处于旺季、利润达到了近年来的最高值、钢企已经通过各种技改手段实现了满产甚至部分超产。无论是利润还是需求都给产量铸就了一个高基数。而和当时不同的是，钢厂利润已经明显下行，2018年10月份的供应有望成为2019年的天花板。
- (2)利润代替环保成为影响供应的核心因素。在利润超过800元/吨的时候，企业会尽力实现满产，也就意味着产量对于利润弹性消失。如果全国利润在500-700元/吨中枢时，代表部分区域有所亏损，带来减产，2018年11-12月份已经有所体现。

备注：2019年1月-2019年6月份数据均为中信证券研究部预测值

资料来源：wind，中信证券研究部

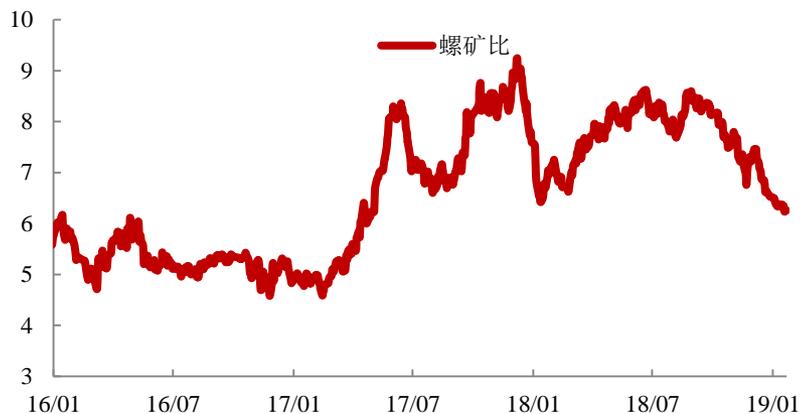
2019年H1钢铁平衡表预测：供应（万吨）

	2019年6月	2019年5月	2019年4月	2019年3月	2019年2月	2019年1月	2018年12月	2018年11月	2018年10月
供给（低限产）	8173.45	8192.32	7992.55	8093.12	7295.35	7860.00	7612.00	7762.10	8255.20
当月天数	30.00	31.00	30.00	31.00	28.00	31.00	31.00	30.00	31.00
月产量（万吨/天）	272.45	264.27	266.42	261.07	260.55	253.55	245.55	258.74	266.30
季节性增减(日均)	3.18	-3.15	4.35	-0.48	7.00	8.00	-0.05	-5.44	-8.05
超季节性增量(日均)	5	1	1	1					

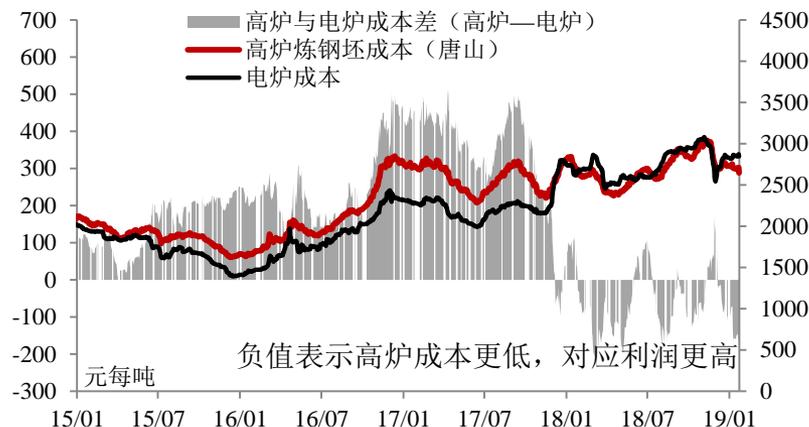
资料来源：wind，中信证券研究部

注：2019年1-6月为中信证券研究部预测数据

供应：从供应工艺看，铁矿炼钢比废钢炼钢优势更明显

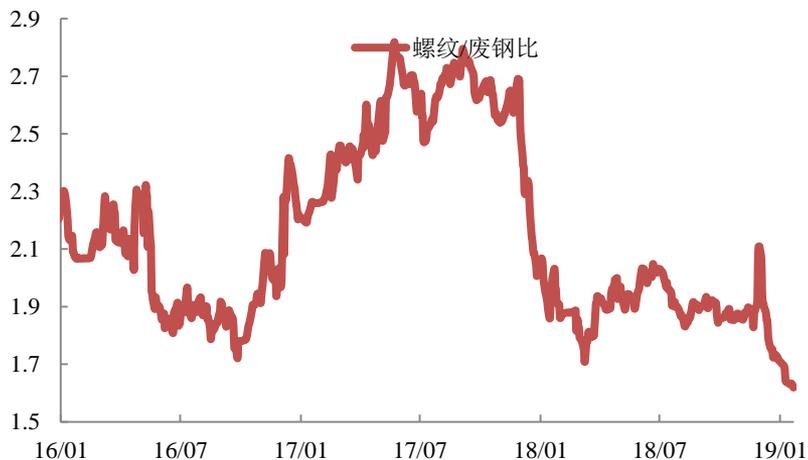


资料来源：wind，中信证券研究部

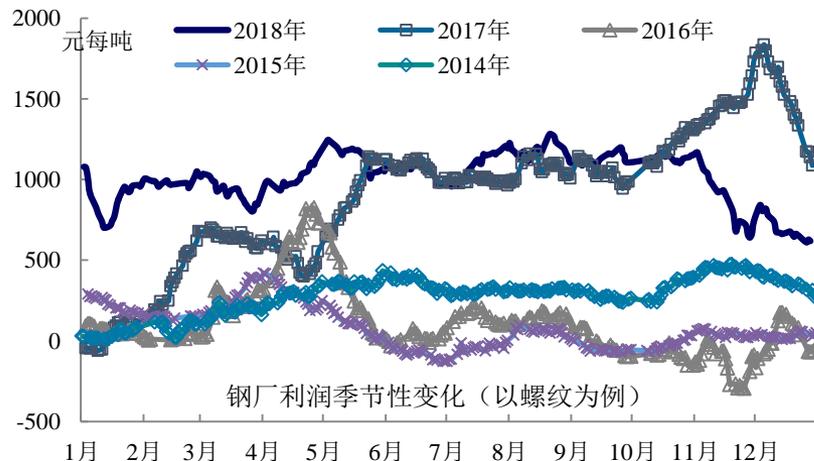


资料来源：wind，中信证券研究部

随着钢铁利润的下滑，企业对于工艺选择必要性凸显，废钢由于供应端较少的原因价格一直居高不下，进而导致添加废钢会较明显摊薄企业利润，倒逼利润比较薄弱的钢厂减少废钢使用量，进而减少产量。

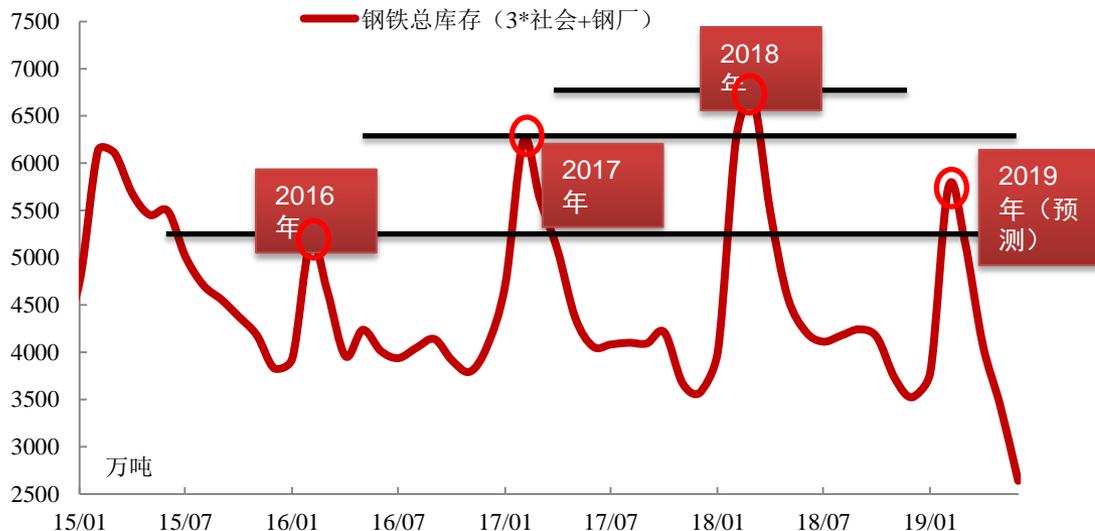


资料来源：wind，中信证券研究部



资料来源：wind，中信证券研究部

库存：中枢下移，2019年冬储库存望介于2016-2017年之间



➤ 在每年的元宵节前后会迎来钢铁库存的最高值。2016年-2018年钢铁库存的高点持续攀升，其重要的背景在于钢铁供给侧改革过程中，市场对于价格上涨有预期，当市场参与者认为春节后价格优于春节前时，往往会促成投机性行为。而从2019年开始这种状况有望被打破，钢铁库存开始进入下降周期（此处对比均为与历年同期对比）。

备注：2019年1月-2019年6月份数据均为中信证券研究部预测值

资料来源：wind，中信证券研究部

2019年H1钢铁平衡表预测：供需缺口与库存方向（万吨）

	2019年6月	2019年5月	2019年4月	2019年3月	2019年2月	2019年1月	2018年12月	2018年11月	2018年10月
库存变化	-798.69	-647.63	-1097.22	-558.67	1955.90	317.15	-199.85	-437.17	-81.88
总库存：社会*3+钢厂	2640.21	3438.90	4086.54	5183.75	5742.42	3786.52	3469.37	3669.22	4106.39
钢厂库存	750.17	948.11	1029.33	1124.86	1244.79	1082.94	1116.65	1240.38	1206.10
社会库存	630.01	830.26	1019.07	1352.97	1499.21	901.19	784.24	809.61	966.76

资料来源：wind，中信证券研究部

注：2019年1-6月数据为中信证券研究部预测值

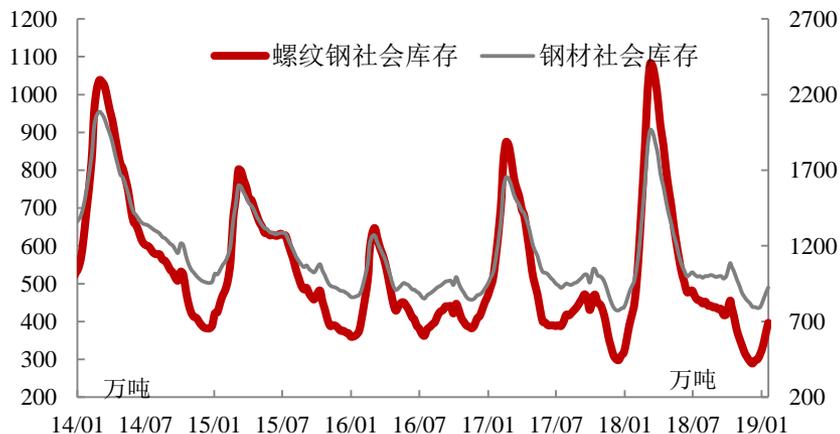
供需缺口：2019年1-2月价格以震荡为主，3-6月价格具有上涨动力

每月供需缺口的季节性变化

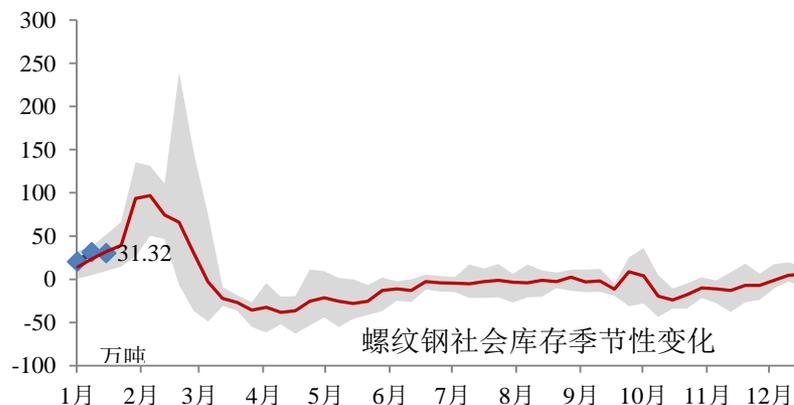


资料来源：wind，中信证券研究部预测

当前的供需结构没有压力：下游库存低基数

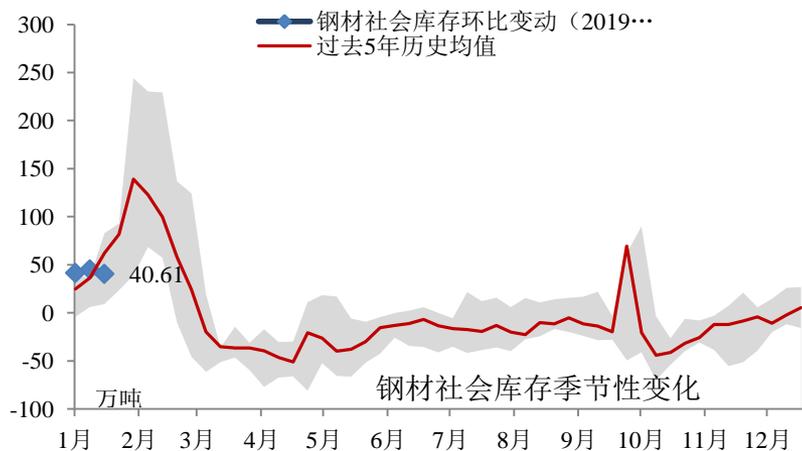


资料来源：wind，中信证券研究部

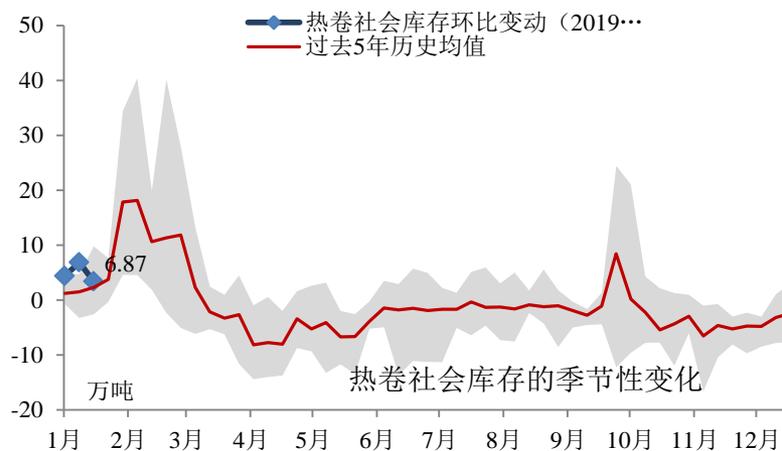


资料来源：wind，中信证券研究部

当前库存累积速率慢于往年同期，下游消化库存能力较强

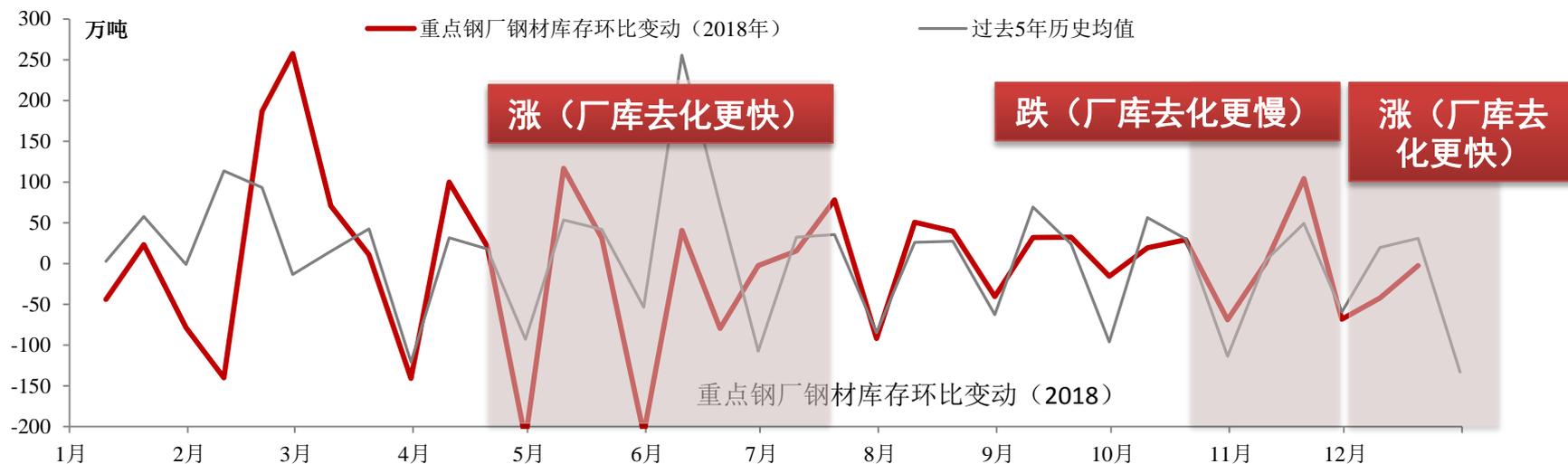


资料来源：wind，中信证券研究部



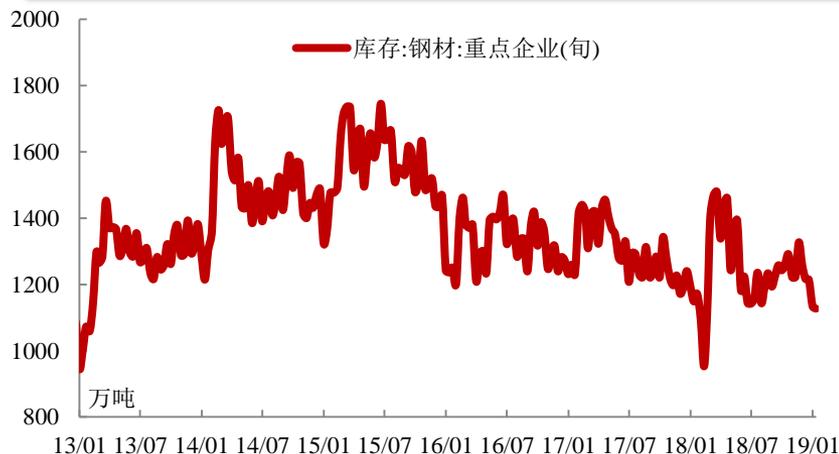
资料来源：wind，中信证券研究部

钢厂库存的去化速率较高是价格上涨的核心动力

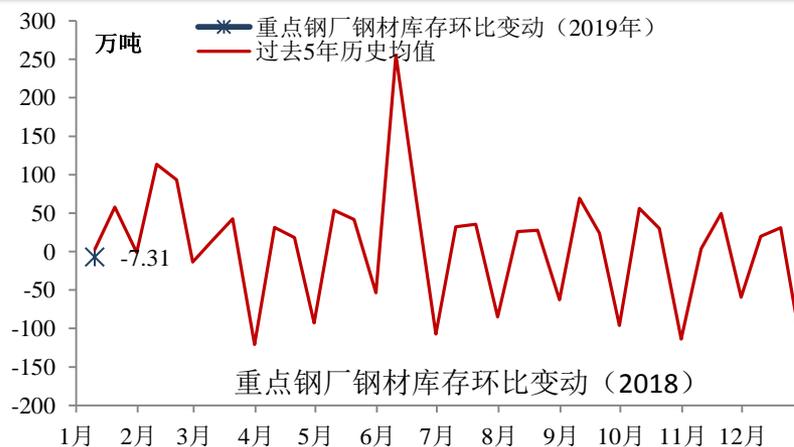


资料来源: wind, 中信证券研究部

当钢厂累库低于往年同期时价格往往上涨, 钢厂重获议价能力

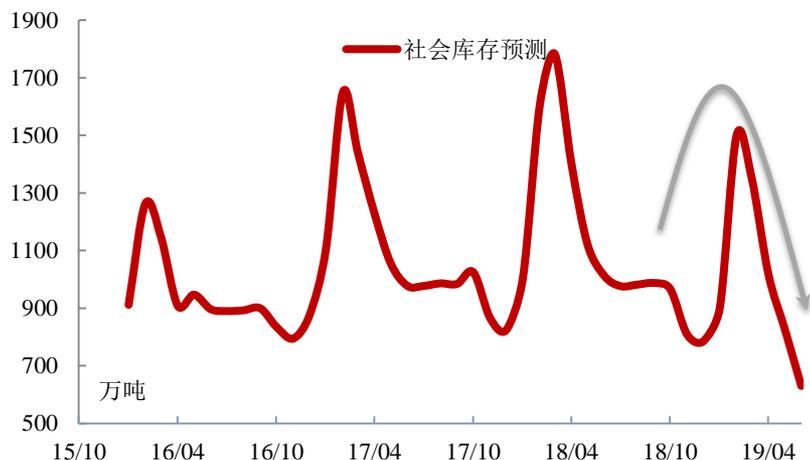


资料来源: wind, 中信证券研究部

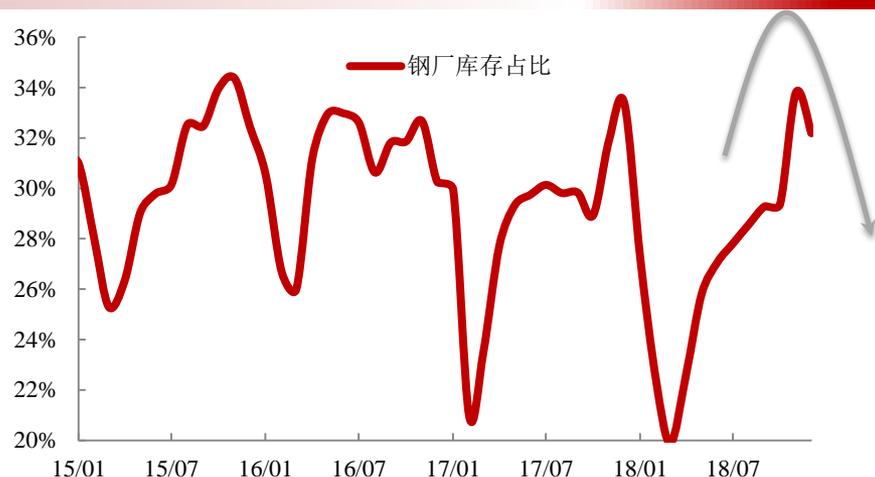


资料来源: wind, 中信证券研究部

春节后钢厂重新掌握价格定价权

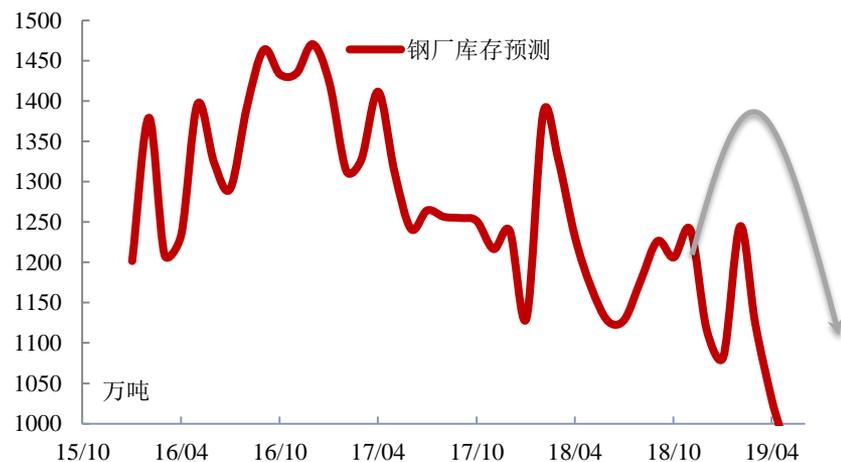


资料来源: wind, 中信证券研究部预测

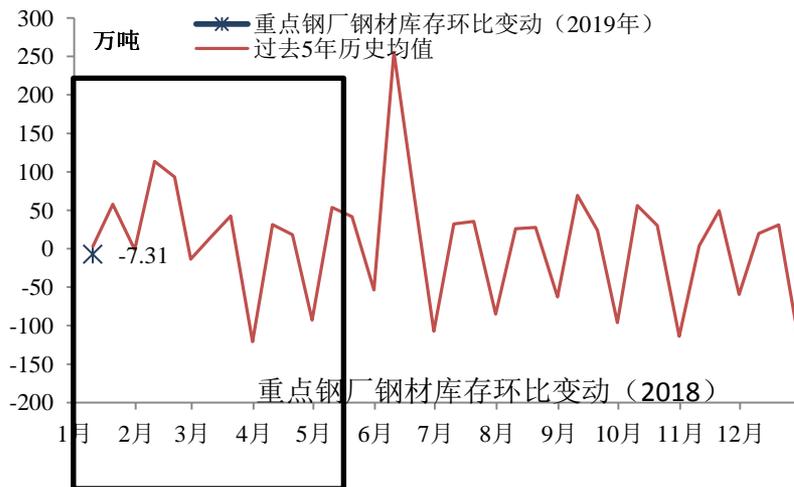


资料来源: wind, 中信证券研究部

春节后，钢厂和社库均会出现较为明显的下滑，从两者的结构关系来看，厂库在今年下滑速率更快，已从最高点的34%下滑到32%，预计后期还会进一步下滑。春节后形成钢厂库存明显低于往年和社库的情况。



资料来源: wind, 中信证券研究部预测



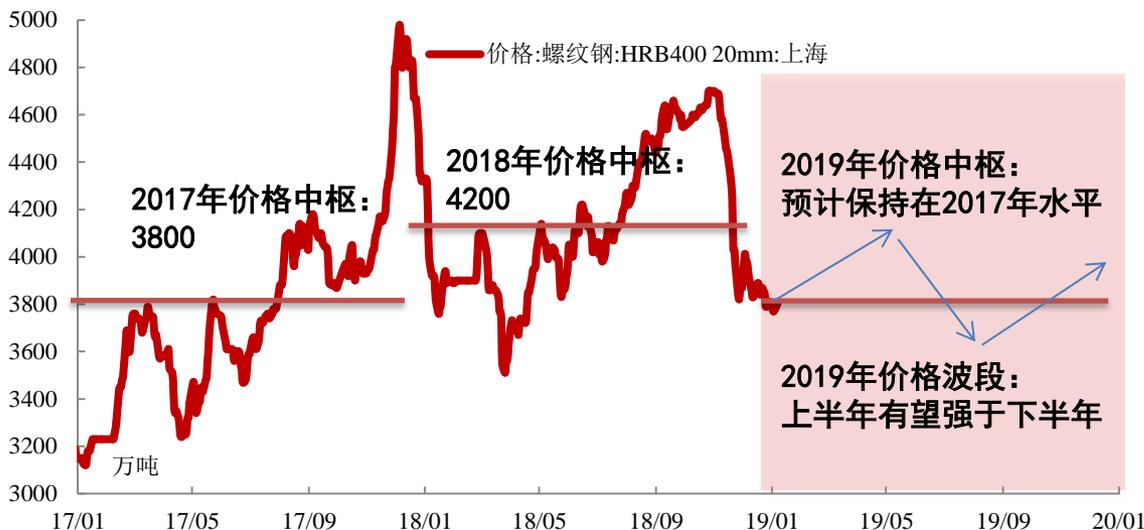
资料来源: wind, 中信证券研究部

CONTENTS

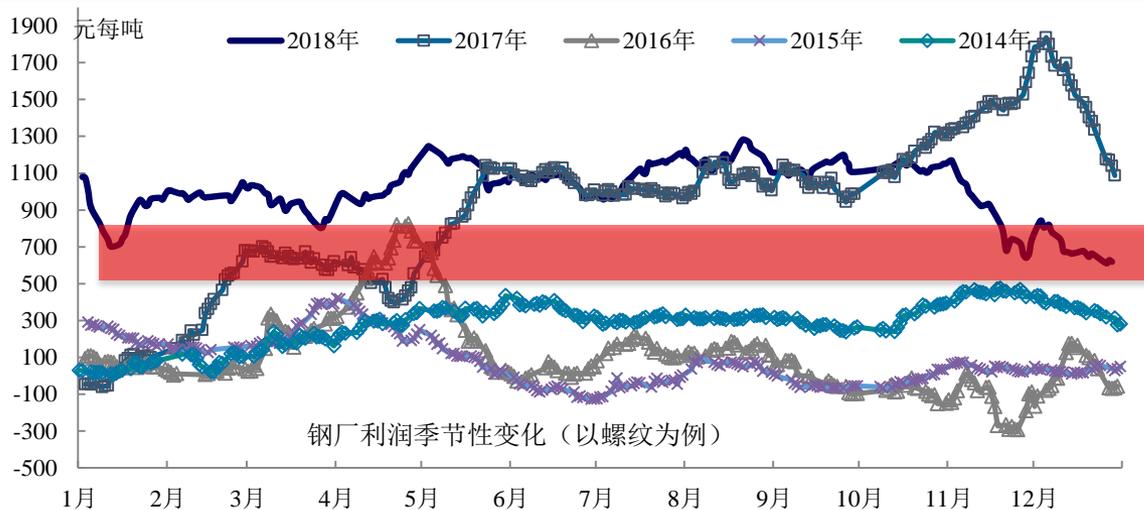
目录

1. 行业近期基本面情况和核心矛盾
2. 2019H1供需结构测算和价格趋势分析
- 3. 2019H1钢铁价格利润判断**

2019年钢铁供需结构趋于均衡，预计钢价和利润中枢基本维持高位，上半年表现或比下半年更强



2019年利润中枢：预计与2018年持平，1000元每吨附近波动



➤ 价格中枢判断：影响价格中枢的核心主要在于两方面，一是钢材供需格局的变化，二是原材料价格波动对于钢材绝对价格的影响。

➤ 我们判断2019年整体钢价中枢维持2017年水平。

➤ 利润中枢判断：利润中枢的判断主要受两方面影响，一是钢价涨跌过程中全产业链利润蛋糕的边际变化，二是原材料供需格局的强度与钢材本身对比后的相对关系。一旦原材料供需格局偏强，则会进一步瓜分产业链的总利润。

➤ 我们判断2019年整体利润也有望中枢维持500-700元/吨的水平。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

敖翀（周期产业首席分析师）

联系人：唐川林

执业证书编号：S1010515020001

免责声明

证券研究报告 2019年2月12日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

	评级	说明
投资建议的评级标准 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
股票评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级		

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析师的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》（《财务顾问（修正）规例（2005）》）中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2019版权所有。保留一切权利。