

南钢股份(600282)

出口订单大幅下滑，一季度恐再遭亏损

✍ 蒋璆 崔婧怡
 ☎ 021-38676676 021-38676539
 ✉ jiangqiu@gtjas.com cuijingyi@gtjas.com

本报告导读：

- 2008年年报点评；
- 近期调研了解到的公司经营情况。

投资要点：

- 受金融危机下需求萎缩影响，08年公司总体产量略有下降，但品种钢材却不升反降，质量提升和品种优化的努力颇见成效。09年计划产量较去年有所增长，但实际执行情况取决于下游需求恢复的力度。
- 09年公司销售压力有增无减。一方面是船板等主打中厚板品种遭遇的国内供给竞争将愈加激烈，从俄罗斯等东欧国家进口的廉价钢材也在不断吞噬国内市场；更为严峻的是出口可能超预期下降，理由有三点：一是国内外钢材价差不断缩小甚至部分品种已经出现倒挂，二是东欧、韩国等地的货币大幅贬值变相降低了我国产品在国际市场上的竞争力，公司原有海外市场受到挤占，三是贸易保护主义的抬头。
- 分品种来看，受益于内需增长的棒材、桥梁板、船板、管线钢等产品的销售状况相对较好，而风塔用钢和带钢等直接或者间接依赖于出口的产品订单则不尽如人意。
- 08年度实现净利润 1.23 亿元，同比大幅下降 88%，可归因于两点：一是需求萎缩和钢价暴跌导致毛利率减少 4.1 个百分点；二是计提存货跌价准备 4.7 亿元。
- 分析存货各科目，在产品 and 产成品的计提较为充分，而原材料 5.3% 的计提比例则是剔除了委托集团加工成铁水的那部分。按照公司使用的存货计提方法推测，一季度业绩很大程度上取决于一季度产品平均售价与 08 年末市场价格的对比。
- 综合考虑钢价一季度走势、一季度进口的长协矿需要计提减值准备等因素，我们预计公司一季度业绩可能小幅亏损。
- 宝钢集团突然跻身公司第二大股东，引发市场重组遐想，我们认为宝钢此举兼具财务投资和整合试探之意。产业资本已经释放出钢铁股被低估的信号。相对于宝钢重组，未来集团钢铁相关资产的注入更值得期待。
- 预计 2009-10 年 EPS 分别为 0.16、0.28 元，一季度亏损是大概率事件，短期股价吸引力不大，但考虑公司未来业绩恢复较快、重组预期下的交易性机会以及高效管理优势，维持对公司的长期“谨慎增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	22,005	28,354	23,909	24,716	26,158
(+/-)%	37.9%	28.9%	-15.7%	3.4%	5.8%
经营利润 (EBIT)	1,544	348	460	725	834
(+/-)%	110.4%	-77.4%	32.0%	57.8%	15.0%
净利润	1,031	123	276	463	577
(+/-)%	163.9%	-88.0%	124.4%	67.6%	24.4%
每股净收益 (元)	0.61	0.07	0.16	0.28	0.34
每股股利 (元)	0.10	0.04	0.05	0.08	0.10

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	7.0%	1.2%	1.9%	2.9%	3.2%
净资产收益率 (%)	23.8%	2.8%	6.0%	9.4%	10.7%
投入资本回报率 (%)	25.5%	6.3%	7.4%	13.1%	16.4%
EV/EBITDA	4.0	10.0	8.0	6.0	5.4
市盈率	6.2	51.7	23.0	13.7	11.0
股息率 (%)	2.6%	1.1%	1.3%	2.2%	2.7%

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：¥3.8

上次预测：¥13.0

当前价格：¥3.78

2009.03.13

交易数据

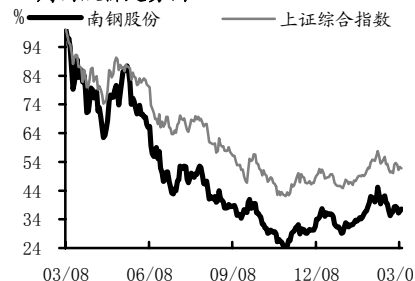
52 周内股价区间 (元)	2.32 ~ 20.45
总市值 (百万元)	6,369
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,685/888
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.53
日均成交量 (百万股)	12.1
日均成交值 (百万元)	69.6

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	4,363.25
每股净资产	2.59
市净率	1.5
净负债率	31.7%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.12	(0.04)
Q2	0.19	0.07
Q3	0.07	0.05
Q4	(0.31)	0.08
全年	0.07	0.16

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6.0	7.4	-61.2
相对指数	-1.1	-2.1	-13.7

相关报告

国内领先的精品中厚板基地

(08.03.06)

模型更新时间: 2009.03.11

股票研究

黑色冶炼业

黑色金属冶炼及压延加工业

南钢股份(600282)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **¥3.8**

上次预测: ¥13.0

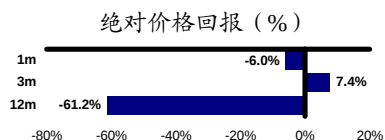
当前价格: **¥3.78**

公司网址:

www.600282.net

公司简介

国内中厚板生产领军企业之一,拥有从焦化、烧结、炼铁、炼钢到轧钢完整的长流程生产系统。具有年产钢 550 万吨、铁 600 万吨、材 450 万吨的综合生产能力。



52 周价格范围 2.32~20.45
市值 (百万) 6,369

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	22,005	28,354	23,909	24,716	26,158	26,419	26,683	26,950	27,220
营业成本	20,134	27,105	23,003	23,572	24,867	25,084	25,303	25,521	25,742
营业税金及附加	100	93	99	99	100	105	105	105	107
营业费用	134	173	151	152	162	164	165	167	169
管理费用	102	210	196	167	195	197	193	199	200
EBIT	1,544	348	460	725	834	869	918	958	1,002
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	200	223	139	113	76	54	30	7	(16)
营业利润	1,345	125	320	612	758	815	888	952	1,018
所得税	306	22	49	154	192	206	224	240	257
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1,031	123	276	463	577	617	672	720	770
资产负债表									
货币资金、交易性金融资产	1,143	1,216	1,156	1,172	1,663	1,900	2,552	3,168	3,791
其他流动资产	5,670	5,947	6,117	6,010	6,144	6,429	6,398	6,436	6,536
长期股权投资	86	86	86	86	86	86	86	86	86
固定资产合计	3,929	3,734	3,694	3,306	2,839	2,476	2,012	1,526	1,036
无形资产及其他资产	6,888	7,363	7,411	7,333	7,969	8,478	9,103	9,758	10,478
资产合计	10,903	11,183	11,190	10,724	10,894	11,040	11,201	11,370	11,600
流动负债	6,021	6,525	6,729	6,260	6,339	6,418	6,459	6,473	6,519
长期负债	548	294	(116)	(493)	(840)	(1,217)	(1,584)	(1,947)	(2,316)
股东权益	4,334	4,363	4,572	4,953	5,390	5,834	6,321	6,839	7,393
投入资本(IC)	6,060	5,525	6,221	5,532	5,084	4,950	4,406	3,940	3,508
现金流量表									
NOPLAT	1,190	229	391	544	626	651	688	719	751
折旧与摊销	392	420	508	558	587	616	645	670	696
营运资本增量	(40)	108	423	(248)	87	178	(60)	29	50
资本支出	370	(195)	468	170	120	252	180	184	206
自由现金流	1,912	561	1,789	1,023	1,419	1,697	1,454	1,602	1,703
经营现金流	1,628	1,024	249	1,420	1,209	1,068	1,422	1,376	1,393
投资现金流	(366)	195	(468)	(170)	(120)	(253)	(181)	(184)	(206)
融资现金流	(871)	(751)	159	(1,235)	(597)	(579)	(590)	(575)	(564)
现金流净增加额	391	469	(60)	16	492	237	651	616	623
财务指标									
成长性									
收入增长率	37.9%	28.9%	-15.7%	3.4%	5.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
EBIT 增长率	110.4%	-77.4%	32.0%	57.8%	15.0%	4.1%	5.7%	4.4%	4.5%
净利润增长率	163.9%	-88.0%	124.4%	67.6%	24.4%	6.9%	9.0%	7.2%	6.9%
利润率									
毛利率	8.5%	4.4%	3.8%	4.6%	4.9%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%
EBIT 率	7.0%	1.2%	1.9%	2.9%	3.2%	3.3%	3.4%	3.6%	3.7%
净利润率	4.7%	0.4%	1.2%	1.9%	2.2%	2.3%	2.5%	2.7%	2.8%
收益率									
净资产收益率(ROE)	23.8%	2.8%	6.0%	9.4%	10.7%	10.6%	10.6%	10.5%	10.4%
总资产收益率(ROA)	9.5%	1.1%	2.5%	4.3%	5.3%	5.6%	6.0%	6.3%	6.6%
投入资本回报率(ROIC)	25.5%	6.3%	7.4%	13.1%	16.4%	17.5%	20.8%	24.3%	28.6%
运营能力									
存货周转天数	61	63	74	69	68	69	69	69	69
应收账款周转天数	6	3	4	5	4	4	4	4	4
总资产周转天数	166	140	168	160	149	149	150	151	152
净利润现金含量	1.58	8.31	0.90	3.06	2.10	1.73	2.12	1.91	1.81
资本支出/收入	1.68%	-0.69%	1.96%	0.69%	0.46%	0.95%	0.68%	0.68%	0.76%
偿债能力									
资产负债率	60.3%	61.0%	59.1%	53.8%	50.5%	47.1%	43.5%	39.8%	36.2%
净负债率	32.8%	31.7%	33.5%	10.2%	-5.5%	-16.1%	-30.9%	-42.8%	-53.1%
估值比率									
PE	6.2	51.7	23.0	13.7	11.0	10.3	9.5	8.8	8.3
PB	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.0	10.0	8.0	6.0	5.4	5.2	4.9	4.7	4.5
P/S	0.29	0.22	0.27	0.26	0.24	0.24	0.24	0.24	0.23
股息率	2.6%	1.1%	1.3%	2.2%	2.7%	2.9%	3.2%	3.4%	3.6%

我们在3月初组织了公司的实地调研,与公司董秘就最新的经营情况进行了深入沟通,随后公司公布了2008年年度报告,下面我们就公司08年生产经营状况作简单分析。

1. 08年产量略有下降,结构有所优化

08年公司生产铁514.09万吨、钢496.53万吨、材425.10万吨,同比分别增长-4.73%、-3.29%、2.30%;与年初的计划(铁产量590万吨、钢产量537万吨、钢材产量451万吨)相比,生产目标完成率分别为铁87.13%、钢92.46%、材94.26%。实际产量未达目标的原因是8月份之后市场需求极度萎缩,导致行业经济效益急剧下滑,公司于4季度主动实施大规模限产。

尽管产量未有增长,但产品的质量提升和结构优化仍然颇见成效。08年品种钢材产量同比增长11%,比例也上升了12个百分点至86%;其中品种板材占比91%,同比提升了8个百分点;公司还相继开发出X100管线钢、09MnNiDR容器板、38CrMoAl齿轮钢等7大系列20个高附加值新钢种。需要指出的是,尽管公司品种板产量有小幅度的增长,但在行业内的相对排名反而却有所下滑,这也从侧面反映出船板等品种板的国内供给上升很快,竞争日趋激烈,自然会影响盈利水平。

表 1: 08年品种钢材的生产情况

	08年产量(万吨)	08年增速(%)	行业排名(相对上年)
品种钢材	364.93	11.29%	
中板&中厚板	303.60	11.76%	第五(下降3位)
其中: 船板	148.91	55.28%	第五(下降1位)
桥梁板	25.95	34.18%	第二(下降1位)
锅炉容器板	17.49	39.70%	第四

数据来源: 国泰君安证券

公司制定的09年生产计划较08年略有增长,品种上继续偏重于中板和中厚板,但由于公司执行的是100%的订单生产体系,实际生产将根据销售接单情况作调整,因此09年能否实现生产目标归根到底取决于下游需求的恢复状况。

表 2: 08年生产实绩及09年计划目标(单位: 万吨)

	08年产量	09年计划
铁水	514.09	533
粗钢	496.53	512
钢材	425.1	431
其中: 棒材	77	71
钢带	45	49
中板	161	166
中厚板	142	145

数据来源: 国泰君安证券

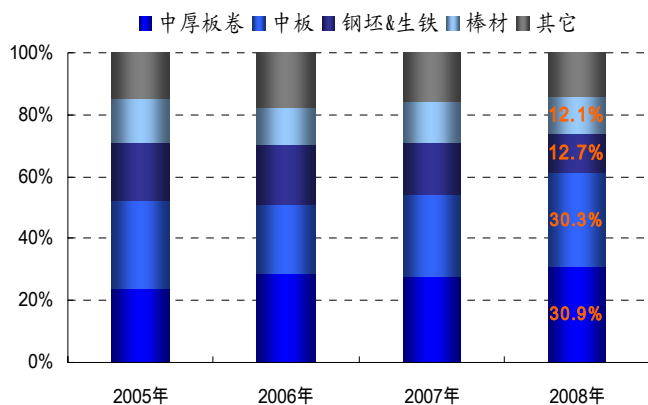
我们从实地调研中了解到,随着市场企稳和去库存化后的需求回暖,在有效控制工序成本的前提下,公司从08.12月份起就开始逐步恢复生产,今年1月份已实现全面复产,目前未有产能闲置,棒材更是在1月份创下历史最高产量记录。不过,公司反映3月之后的订单萎缩很快,不排除未来再次限产的可能性。

总体产量下降,但品种材却不降反升,结构优化颇见成效。

2. 终端需求持续萎靡，销售难度日益加大

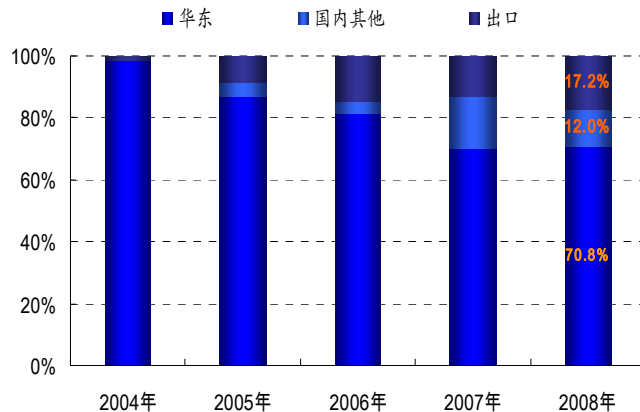
在 08 年钢铁行业经历“冰火两重天”的考验中，公司的销售优势得以充分发挥。大订单、中长期订单和高附加值订单的比例继续提高，管线钢、船板等传统优势产品成功打入西南管线、国内首条 30 万吨油轮等国家重点工程和标志性项目。全年钢材产销率达到 100%，资金回笼率 100%。出口工作也是成绩斐然，全年出口钢材 64.09 万吨，同比增长 10.54%，其中中板及中厚板卷 63.89 万吨，同比增长 20.03%。

图 1：中板和中厚板收入占比继续提高



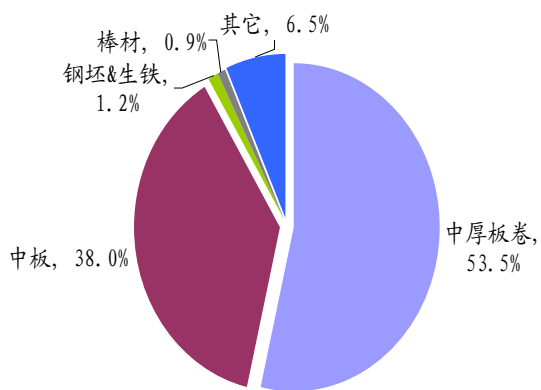
数据来源：公司年报

图 2：销售市场仍然集中在华东地区，出口占比提升



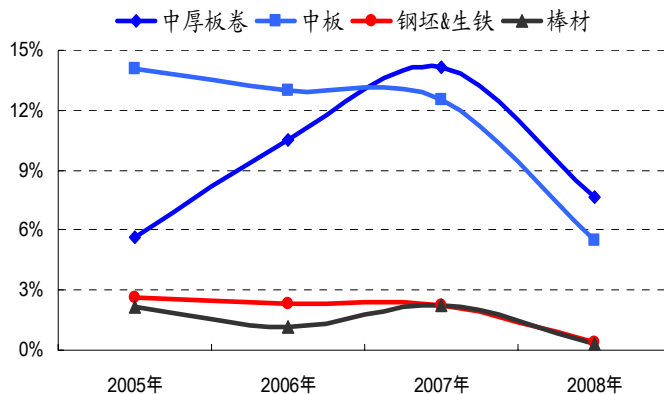
数据来源：公司年报

图 3：90%以上的毛利来源于中板和中厚板



数据来源：公司年报

图 4：高端产品毛利剧降，低端产品几近于零



数据来源：公司年报

目前下游需求低迷，
出口下降尤其严重，
今年出口目标完成有一定难度。

展望 09 年，鉴于全球金融危机下的需求萎缩，公司销售压力有增无减。一方面是船板等主打中厚板品种遭遇的国内供给竞争愈加激烈，从俄罗斯等东欧国家进口的廉价钢材也在不断吞噬公司的市场；另一方面是出口可能超预期下降，理由有三点：一是国内外钢材价差不断缩小甚至部分品种已经出现倒挂，二是东欧、韩国等地的货币大幅贬值变相降低了我国产品在国际市场上的竞争力，三是贸易保护主义的抬头。公司制定的 09 年钢材出口计划是 56 万吨，前两个月的实际执行情况不足 1 万吨/月，而且短期内尚无好转迹象，预计完成全年出口目标有一定难度。

出口市场萎缩，立足内需才是根本。据了解，公司目前需求相对坚挺的品种有四类：一是基础建设及道路桥梁用钢，公司已经确定或者有意向的订单有京沪高铁（25 万吨

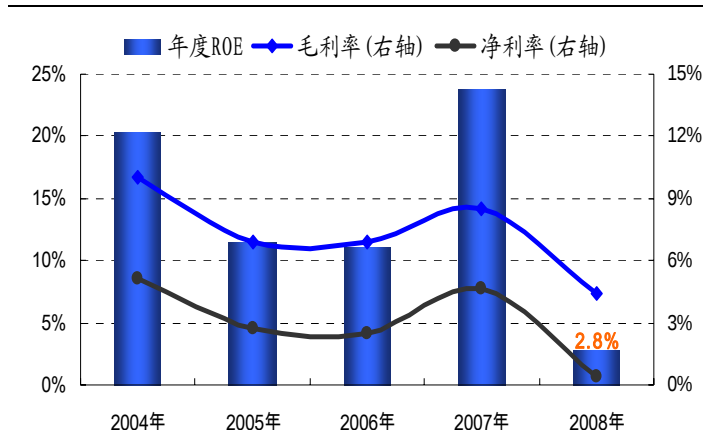
螺纹钢)、南京南站、沪宁城际、南京长江四桥(桥梁板已签供货协议)、南京隧道及地铁建设、南京禄口机场二期等,受益于基建投资的拉动,公司的棒材生产甚至在1月份创下新高;二是船板,尽管船企新接订单寥寥无几,但在手订单还是很饱满的,船板的需求增长仍有保障;三是管线钢,在西气东输二期工程中公司主要供给支线用的X70产品;四是储罐用钢,国家石油战略储备、江苏商用石油储备项目对公司需求有拉动。与之相反,直接或者间接受累于出口下滑的产品订单则不尽如人意,如风塔用钢(GE、维斯塔斯、Gamesa等世界风电巨头的需求萎缩)、带钢(下游主要是严重依赖于出口的小五金和小家电,3月起订单下降明显)。

3. 业绩剧降的罪魁祸首: 毛利下降和巨额存货跌价准备

08年公司实现营业收入283.54亿元、利润总额1.45亿元、归属于上市公司股东的净利润1.23亿元,同比分别增长28.86%、-89.13%和-88.05%;全面摊薄净资产收益率2.83%,同比下降20.97个百分点;基本每股收益0.073元;每股经营现金流0.294元。拟分配方案为每10股派0.4元(税前)。

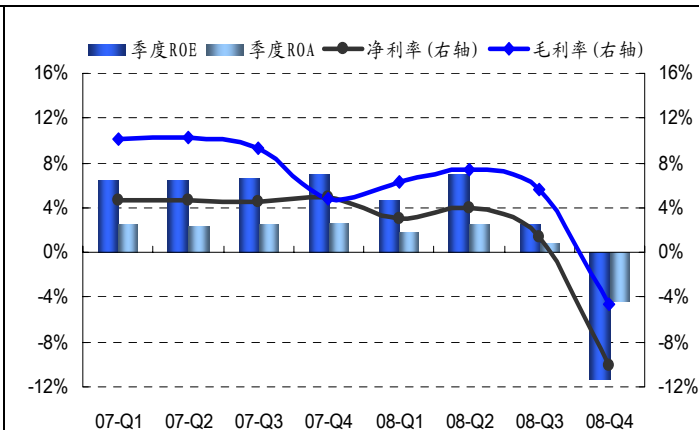
业绩大幅下降的原因主要有两点:一是全球金融危机波及到实体经济,下游需求大幅萎缩导致钢铁价格暴跌,而原燃料成本反应相对滞后,从而使得全年毛利率降至4.4%,同比减少4.1个百分点;二是计提存货跌价准备4.7亿元,影响EPS约0.236元。

图 5: 全年盈利指标大幅恶化



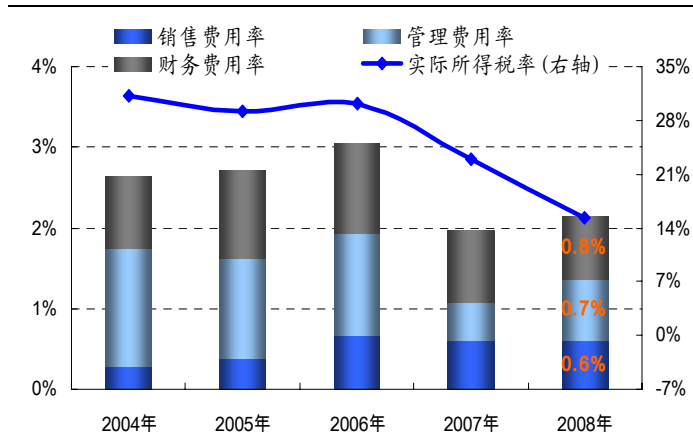
数据来源: 公司年报

图 6: 08.4 季度盈利能力跌至冰点



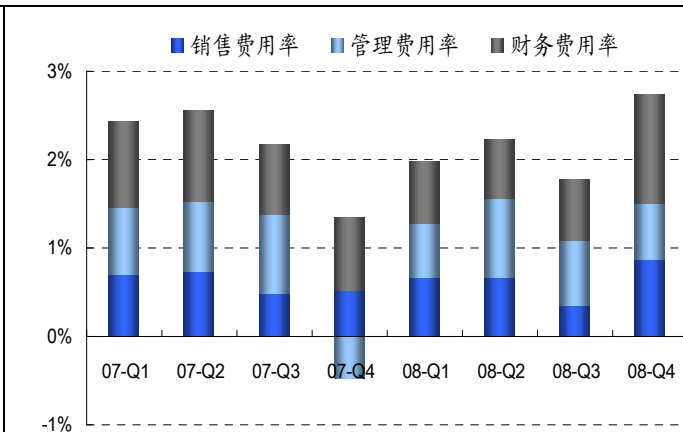
数据来源: 公司定期报告

图 7: 期间费用率略有增长, 但所得税率因抵扣有所下降



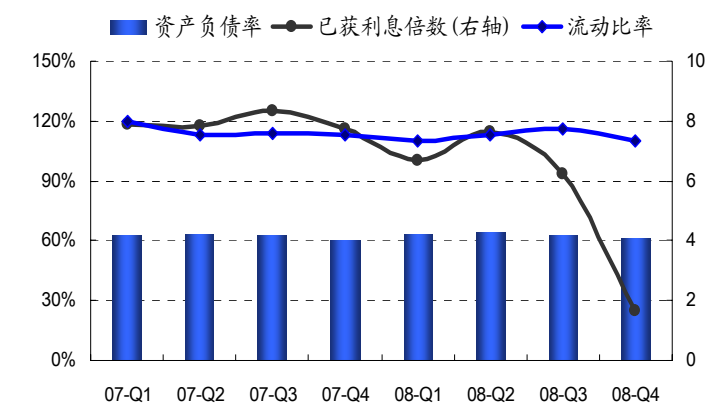
数据来源: 公司年报

图 8: 08.4 季度财务费用增长较快



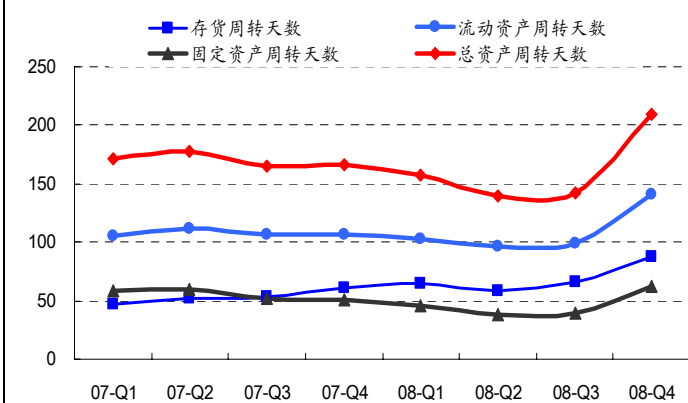
数据来源: 公司定期报告

图 9: 偿债能力有所下降



数据来源: 公司年报

图 10: 资产周转效率全面下滑



数据来源: 公司定期报告

表 3: 08 年期末存货跌价准备计提情况 (单位: 百万元)

项目	08 年末金额	跌价准备	计提比例
原材料	3,271.74	173.73	5.3%
在产品	778.42	126.30	16.2%
库存商品	978.88	170.06	17.4%
委托加工物资	26.03		
低值易耗品	6.04		
存货合计	5,061.11	470.09	9.3%

数据来源: 公司年报

分析存货各细分科目的跌价准备计提比例, 我们发现在产品和产成品的计提较为充分, 而原材料仅 5.3% 的计提比例似乎有点过低。其实这与公司的计提政策有关, 有两点需要特别注意: 一是由于库存原材料最终用途并非外销, 所以可变现净值不是以期末原材料的市场价格直接估算, 而是按照这些原材料可以生产的钢材去测算, 即计提准备=期末原材料可以生产的钢材总成本+估计销售费用-期末这些钢材的总市场价值; 二是由于公司中厚板生产所需的铁水都是委托集团加工, 加工费用=铁水市场价格-原材料采购费用 (因此长协矿便宜时相当于集团享受这部分铁前收益, 而长协矿昂贵时却是集团在补贴股份公司), 对于这部分原材料无需计提跌价准备。根据上述存货计提基准可以推测, 08 年末的钢材市场价格实际上就是所有存货可折算钢材的盈亏平衡点 (预计将占 09.1 季度总销量的一大半)。从 09.1 季度的钢铁价格走势粗略判断, 我们认为公司在 1 季度恐怕仍将遭遇小幅亏损。

我们通过调研了解到, 公司目前的原材料库存总体正常, 仅进口矿略微超限, 这主要是因为 08 年合同量尚未执行完毕。由于 1 季度的进口长协矿仍将沿用 08 年度合同价格, 我们预计 1 季度末公司也会计提部分存货跌价准备, 从而影响一季报业绩。不过一个潜在的利好是, 公司在 08 年末高达 1.83 亿的递延所得税资产可能会有效降低 09 年全年的实际所得税率。

4. 宝钢入股拓宽重组并购想象空间

公司年报披露的前十大股东中, 08.4 季度宝钢集团在二级市场上买入 3538 万股 (占总股本的 2.1%) 而一举成为第二大股东, 联想到前段时间宝钢才从南钢联手下收购宁波钢铁 20% 的股权, 最新颁布的钢铁产业调整振兴规划也是浓墨重彩地强调要积极推进

原材料存货计提剔除了委托集团加工铁水的部分。

09.1 季度的盈亏很大程度上取决于 1 季度钢价与 08 年末钢价的对比。预计亏损概率较大。

行业的重组并购，因此市场对于宝钢未来整合南钢的预期自然给予了极大关注。

宝钢入股释放出产业
资本认为钢铁股被低
估的信号。

对于宝钢入股的真实目的，到底是财务投资还是重组先手，市场诸多猜测，我们倾向于认为两者兼而有之，宝钢此举颇有些“进可攻、退可守”的味道。宝钢之前不乏在二级市场上收购其他上市公司股权的先例，最终证实为财务投资的居多，最著名当属邯钢控制权之争，但也有类似于并购八一钢铁的案例。就南钢股份而言，由于其 62.69% 的股权集中在南钢联手中，宝钢仅通过二级市场根本没有可能夺取控制权，至少从现阶段来看，宝钢此举更多是试探性的财务投资，这也释放出了产业资本认为当前钢铁股已被市场低估的信号。中长期来看，由于南钢兼具产品及市场优势，加上规模适中，我们不能排除未来宝钢从复星手中接手重组的可能性。

相对宝钢重组，集团
资产注入和整体上市
更加靠谱。

其实，相对于宝钢收购这一略显遥远的预期，集团钢铁资产的注入及整体上市更加值得期待。公司在 05 年初增发时曾承诺，计划在宽中厚板项目达产后的四年内，依照法定程序收购炼铁新厂高炉、焦炉和烧结机等核心资产，因此与中厚板生产配套的铁前资产在 2010 年前注入上市公司的概率很大。南钢联除此之外的钢铁相关资产还有南钢有限、南钢国贸、无锡金鑫、安徽金安矿业等，而实际控制人复星集团旗下的钢铁相关资产有南钢宝兴、南京金腾、海南联合矿业等，未来存在一并注入的可能。

5. 投资建议及风险提示

在不考虑资产注入预期的情况下，我们预测公司 2009-10 年的基本每股收益分别为 0.16 元、0.28 元，当前股价对应 2009-10 年的 PE 分别为 23 倍和 13.7 倍，对应 08 年末的 PB 为 1.5 倍，均处于行业中等水平。我们认为，在行业基本面未发生根本性好转、公司一季度业绩可能再报亏损的背景下，当前股价的短期吸引力并不大。不过，从业绩环比趋势来看，由于 08 年基数较低，随着全球宏观经济和下游需求的逐步复苏，预计公司未来两年的净利润将出现较大幅度的恢复性增长，重组并购预期也可能会带来交易性机会，加上公司高人一筹的管理效率，继续维持长期“谨慎增持”评级。

提醒投资者注意的风险主要有：1) 钢价继续下跌的风险；2) 1 季度末再度大幅计提存货跌价准备的风险；3) 长协矿下降幅度未达预期的风险。

作者简介:

蒋璆: 复旦大学经济学硕士, 曾在韩国 POSCO 公司工作 3 年, 2007 年加入国泰君安证券研究所, 现任钢铁、有色行业研究员。

崔婧怡: 清华大学工学硕士, 从事行业研究 3 年, 现任国泰君安证券研究所钢铁行业研究员。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com