

行业景气低迷&产品结构调整

华菱钢铁公司分析

报告关键点：

- 2009年第一季度业绩亏损以及2009年上半年业绩的大幅预亏是符合预期的
- 公司第二季度有望迎来铁矿石成本的系统性下降
- 公司未来将持续来产品结构的改善，未来几年内面临较大的资金压力
- 下调盈利预测，维持“增持B”的投资评级

报告摘要：

- 公司2009年第一季度实现营业收入102.72亿元，同比下降8.30%；归属于母公司所有者的净利润-3.86亿元，同比下降46.56%；每股收益-0.14元。公司预计2009年上半年业绩同比下降约160%左右，每股收益约-0.18元。2009年第一季度业绩亏损一季2009年上半年业绩的大幅预亏是符合预期的。需求的低迷以及钢材价格下滑导致的钢材产品价格和成本倒挂是造成第一季度亏损的主要原因。
- 公司近50%的铁矿石为进口长单协议矿。这样的矿石来源结构使得公司的铁矿石成本与中国进口铁矿石的到岸均价是比较接近的。2009年国际铁矿石谈判目前仍在进行中，我们猜测2008年铁矿石价格谈判下降20%-30%的可能性是较大的，这意味着公司第二季度有望迎来铁矿石成本的系统性下降。
- 华菱管线、华菱集团及AM三方约定拟采用成立合资公司等方式在汽车板、电工钢等钢铁生产技术领域展开合作。在目前钢铁行业盈利能力仍处于低谷的情况下，新项目的投产尤其是在投产初期产能利用率较低对钢铁企业短期盈利能力的影响是偏负面的。但是从较长远的时间来看，汽车板、电工钢等产品属于高附加值的品种板产品，产品结构的改善对公司整体盈利能力的提升是有帮助的，我们期待着钢铁行业景气的回暖。相关项目的后续工程等待相关部门的审批核准。
- 宽厚板二期工程2008年7月已建成投产，达产后湘钢宽厚板的设计产能将达150万吨/年，根据市场需求状况，实际产量可达到180万吨/年，公司拟再上一条5000mm轧机宽厚板生产线，设计产能为100万吨，届时公司宽厚板总年产能将达到300万吨。5000mm轧机宽厚板项目已于2008年11月6日开工，预计2009年底可投产，公司产品结构中板材比重将进一步提升。
- 公司面临较大的资金压力，公司拟向华菱集团和ArcelorMittal定向增发不超过6亿股募集资金，考虑到汽车板、硅钢项目的后续投入，公司在未来几年内将有大量资本支出。在目前财务结构条件下通过增加负债方式获得的资金比较有限，公司后续仍面临再融资压力。
- 我们下调公司2009、2010年的业绩预测，预计2009-2011年每股收益分别为0.15元、0.21元、0.22元。目前动态市盈率为37.4、26.9、25.6倍，市净率为1.0、0.9、0.9倍。我们维持公司的“增持B”的投资评级，目标价6元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	43,844.0	56,318.4	47,954.0	51,896.5	52,260.9
Growth(%)	28.6%	28.5%	-14.9%	8.2%	0.7%
净利润	2,059.7	1,090.4	504.4	702.4	736.3
Growth(%)	50.8%	-40.9%	-56.6%	39.3%	4.8%
毛利率(%)	13.3%	10.2%	9.1%	9.6%	9.3%
净利润率(%)	3.7%	1.7%	0.9%	1.1%	1.2%
每股收益(元)	0.59	0.35	0.15	0.21	0.22
每股净资产(元)	6.69	6.02	5.94	6.14	6.35
市盈率	9.6	16.2	37.4	26.9	25.6
市净率	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
净资产收益率(%)	11.2%	6.6%	3.1%	4.2%	4.2%
ROIC(%)	10.3%	6.3%	3.5%	4.0%	4.2%
EV/EBITDA	5.9	7.5	7.7	6.4	5.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%

评级：
增持-B

上次评级： 增持-B

目标价格：
6.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 6.00 元

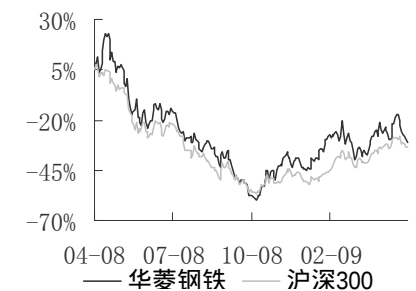
现价： 5.65 元

报告日期：
2009-04-30

市场数据

总市值(百万元)	15,467.72
流通市值(百万元)	6,335.30
总股本(百万股)	2,737.65
流通股本(百万股)	1,121.29
12 个月最高/最低	3.24/10.70 元
十大流通股东(%)	30.91%
股东户数	150,126

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.87)	(28.16)	1.79
绝对收益	(13.09)	(4.26)	(31.53)

研究员

赵志成	首席行业分析师
021-68765859	zhaozc@essence.com.cn
任琳娜	行业分析师
021-68765906	renln@essence.com.cn

前期研究成果

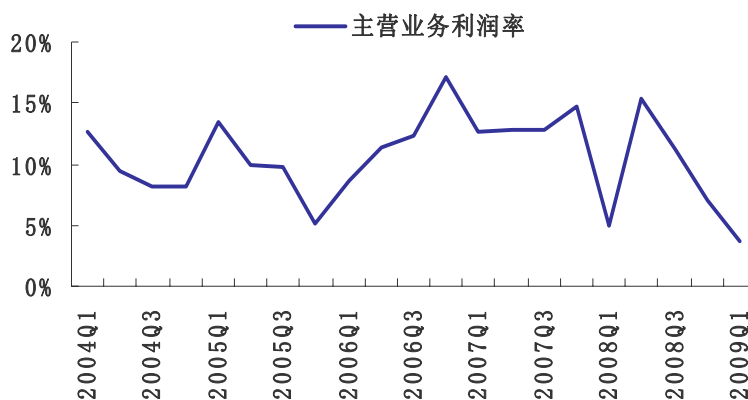
华菱钢铁：钢价企稳有助公司经营改善	2008-12-08
华菱钢铁：意料中的业绩下滑	2008-10-30
华菱管线：上半年业绩好于预期	2008-09-01

1. 2009 年第一季度预期内的亏损

公司 2009 年第一季度实现营业收入 102.72 亿元,同比下降 8.30%;主营业务利润 3.75 亿元,同比下降 31.71%,主营业务利润率 3.65%,较上年同期下降了 1.25 个百分点;归属于母公司所有者的净利润-3.86 亿元,较上年同期下降 46.56%;每股收益-0.14 元。公司预计 2009 年上半年业绩同比下降约 160%左右,每股收益约-0.18 元。

公司 2009 年第一季度业绩亏损与 2009 年上半年业绩的大幅预亏是符合预期的。市场需求的低迷以及钢材价格的下滑,导致钢材产品价格和成本倒挂是造成第一季度亏损的主要原因。

图 1 华菱管线各季度主营业务利润率变动状况



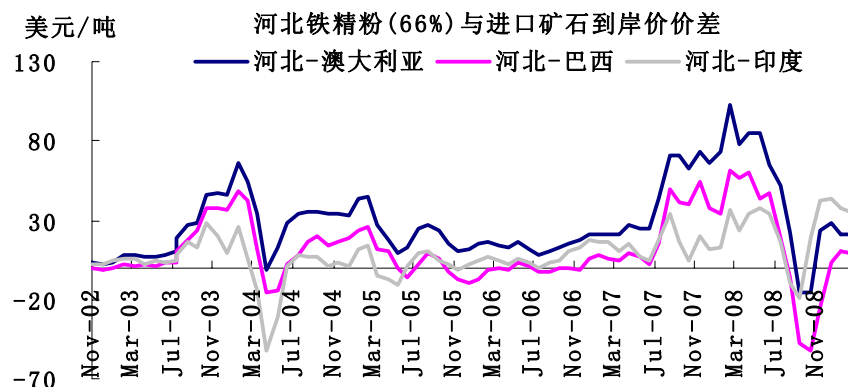
数据来源：公司定期报告 安信证券研究中心

2. 下半年铁矿石成本压力有望下降

公司生产所需矿石大约 50%-60%来源于进口矿,在进口铁矿石中,85%左右为长单协议矿,即公司所需的矿石近 50%为进口长单协议矿。其中又以澳大利亚矿石为主,约占公司长单协议矿比重的 70%。这样的矿石来源结构使得公司的铁矿石成本与中国进口铁矿石的到岸均价是比较接近的。

2008 年 8 月份以来,铁矿石价格经历了大幅的下跌,截至 2009 年 4 月 24 日,河北铁精粉(66%)和辽宁铁精粉(66%)含税价格分别为 655 元/吨、610 元/吨,较 2008 年 8 月中旬的跌幅近 60%。随着国内铁矿石价格的快速下跌,2008 年底进口矿石到岸价高于国内铁矿石市场价。2009 年第一季度,钢铁企业纷纷减少或停止使用长协矿,转而从现货市场采购。从大中型钢铁企业角度,减少长协矿,增加市场矿,将逐步的降低矿石的成本,使得炼铁成本逐步的向小钢铁企业靠拢。在目前盈利能力低迷的情况下,成本的下降在一定程度上能够缓解公司盈利能力的压力。2009 年国际铁矿石谈判目前仍在进行中,铁矿石价格的下降的预期是相当明确的,矿石谈判价格的下降将在相当程度上减轻大中型钢铁企业的成本劣势,这将在下半年表现的更紧明显一些。

图 2 中国进口铁矿石到岸均价与国产矿价差示意



数据来源：公司定期报告 安信证券研究中心

3. 钢材品种构成将持续调整

3.1. ArcelorMittal 提供技术支持，协同公司研发高附加值品种钢

公司目前主要钢材品种包括线棒材、宽厚板、热轧薄板、冷轧薄板、钢管、带钢、镀锌板等。2007 年 11 月，华菱管线、华菱集团及 AM 签署了技术合作《协议框架》。三方约定拟采用成立合资公司等方式在汽车板、电工钢等钢铁生产技术领域展开合作。

在目前钢铁行业盈利能力仍处于低谷的情况下，新项目的投产尤其是在投产初期产能利用率较低对钢铁企业短期盈利能力的影响是偏负面的。但是从较长远的时间来看，汽车板、电工钢等产品属于高附加值的品种板产品，盈利能力相对好于线棒材以及普通板材产品，产品结构的改善对公司整体盈利能力的提升是有帮助的。

3.2. 涟钢：将成为公司的汽车板和电工钢基板生产基地

公司计划以涟钢为平台开展汽车板和取向硅钢项目。涟钢与合资公司签署了《基板供应合同》，由涟钢向合资公司供应符合合同所述规范的汽车板基板和电工钢基板。

3.2.1. 汽车板项目后续工程等待相关部门的审批核准

汽车板项目配套的前期工程，3200 M³ 高炉的建设已经获批建设并已投产，达产后将增加年产 400 万吨铁水的产能，随着大高炉的投产，涟钢原有的 5 座 300 M³ 级别的高炉将被淘汰。

汽车板热轧基板生产线项目在 2008 年 4 月份完成了现场评估工作，与安赛乐-米塔尔及华菱集团签署了汽车板合资协议，将合资建设汽车板冷轧生产线，该项目正在向有关政府部门报批。

2008 年 6 月 27 日公司与第一大股东华菱集团和第二大股东 ArcelorMittal 签署了汽车板合资公司。2008 年 6 月 27 日共同签署了汽车板合资公司《合资经营合同》拟在湖南省娄底市成立华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司，投资总额为 50 亿元人民币，注册资本为 20 亿元人民币，公司出资 6.8 亿元人民币，占注册资本 34%；华菱集团出资 6.6 亿元人民币；占注册资本 33%，安赛乐米塔尔出资相当于人民币 6.6 亿元的欧元，占注册资本 33%。合资公司将新建汽车板冷轧和热镀锌生产线，预计项目达产后年产汽车板 120 万吨。合资公司与安赛乐米塔尔子公司 ArcelorMittal France

签订了《技术许可合同》，ArcelorMittal France 将向合资公司提供汽车板生产线技术支持，合资公司支付的对价为 1000 万欧元。

公司计划以涟钢为平台开展汽车板和取向硅钢项目。涟钢与合资公司签署了《基板供应合同》，由涟钢向合资公司供应符合合同所述规范的基板。

若 2009 年下半年可获批，预计 2009 年底或 2010 年可投产。在目前钢材市场情况下，我们猜测项目投资初期要产生业绩贡献是比较困难的，需要等待下游需求的恢复和产能利用率的上升。

目前汽车板的后续工程仍在等待相关的批文，项目在审批过程中存在一定的难度，投资者需要注意其中存在的不确定性。

3.2.2. 涟钢将成为电工钢基板生产基地

2008 年 8 月 11 日，公司前两大股东华菱集团和 ArcelorMittal 签订了电工钢合资公司《合资经营合同》，双方共同出资成立华菱安赛乐米塔尔电工钢有限公司。

与 ArcelorMittal 的电工钢项目的合作主要在华菱集团层面进行，但预计公司也将从中受益：华菱涟钢与电工钢合资公司签署了《基板供应合同》，华菱涟钢独家供应电工钢合资公司硅含量高于 1.5% 的热轧基板。ArcelorMittal 的 ArcelorMittal Inox Brasil Sa 和华菱涟钢签订了《技术许可合同》，ArcelorMittal Inox Brasil Sa 向华菱涟钢许可硅钢生产技术，并提供技术支持和培训，以使华菱涟钢供应的热轧基板能够满足电工钢合资公司的使用要求。

基于监管层对关联交易的持续关注，我们不排除将来的某个时候将合资公司注入上市公司的可能性。

3.3. 湘钢：宽厚板二期工程已经投产

湘钢的传统产品为线棒材，2006 年宽厚板一期 3800 毫米轧机工程建成投产，新增了宽厚板产品。二期工程 2008 年 7 月已建成投产，达产后湘钢宽厚板的设计产能将达 150 万吨/年，根据市场需求状况，实际产量可达到 180 万吨/年，品种以船板、高压锅炉板、军工用宽厚板等高附加值产品为主。

公司拟再上一条 5000mm 轧机宽厚板生产线，设计产能为 100 万吨，届时公司宽厚板总年产能将达到 300 万吨。5000mm 轧机宽厚板项目已于 2008 年 11 月 6 日开工，预计 2009 年底可投产。

3.4. 锡钢集团有望注入华菱管线

2007 年 7 月公司第一大股东华菱钢铁集团与江苏锡钢集团签订协议，成功收购锡钢集团，目前华菱集团持有锡钢集团 55% 股权。锡钢集团拥有 80 万吨特钢及部分钢管产能，由于厂房需要搬迁，目前处于停产状态。为避免同业竞争，华菱集团承诺将尽最大努力将持有的 55% 锡钢集团股权注入华菱钢铁。

关于资产注入的详细计划及具体时间存在不确定性，但我们猜测锡钢集团注入华菱钢铁的可能性是较高的。

4. 公司面临较大的资金压力

公司拟向第一大股东华菱集团和第二大股东 ArcelorMittal 定向增发不超过 6 亿股募集资金，华菱集团以其持有的华菱湘钢 5.48% 股权和湖南华菱涟钢 5.01% 股权及现金认购本次非公开发行股份总数的 50.67% 的股份，ArcelorMittal 以现金认购本次非公开发行股份总数的 49.33% 的股份。本次非公开发行股票发行价格为不低于本次董事会决议公告日（2009 年 1 月 6 日）前二十个交易日公司股票交易均价（4.95 元）的 90%。按照 4.95 元均价 90% 即 4.455 元计算，扣除各项费用后发行 6 亿股将获得资金约 25 亿元左右，募集的资金将主要用于各项技术改造。

考虑到汽车板、硅钢项目的后续投入，公司在未来两三年内将存在大额资本支出。截至 2009 年 3 月底，公司账面货币资金为 55.7 亿元，一年内到期的长期负债为 36.16 亿元，资产负债率为 70.16%。目前公司负债率较高，基本丧失了信贷融资的操作空间，而这些产品结构调整的项目还在投入期，公司资金缺口较大。当前整个行业景气程度比较低，这加大了公司资金的紧张程度。公司只能不断通过股权融资等方式来筹措资金进行项目建设，公司再融资需求是相当的强烈。

公司在行业低迷期进行结构调整体现了较大的魄力和勇气，这也是突破既有钢铁企业格局的重要努力，熬过冬天就是春天。

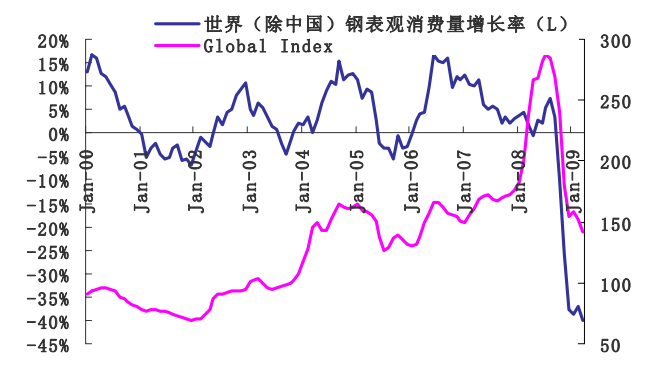
5. 行业景气程度出现回暖是值得期盼的

国际需求暂未见明显恢复。主要发达经济体的钢铁需求收缩程度超过预期，其钢产量水平同比下降超过了 40%，与此同时，国际钢价仍在下跌。国际需求的低迷严重的打击了中国钢铁的直接出口和间接出口。2008 年中国直接净出口钢占全年钢产量的比重为 9.4%，中国钢铁的间接出口占钢产量的比重不低于 10%，也就是说大约 20% 的钢产量是国际需求消化的。目前中国直接出口和间接出口受阻相当于增加了国内钢铁的供给，这也压制了国内钢铁行业景气程度的恢复。

国内主要下游行业有明显回暖迹象。钢铁的主要下游行业的去库存化和国家刺激性财政政策货币政策实施，我们注意到房地产行业、建筑行业、汽车行业、家电行业等都出现了明显的回暖迹象，但目前我们还没有看到大规模采购钢材的现象，我们猜测其中的原因可能是这些下游行业首先要消化各自的库存，其后才会新增钢铁的采购，这也是我们所说的产业链景气的传导需要时滞。

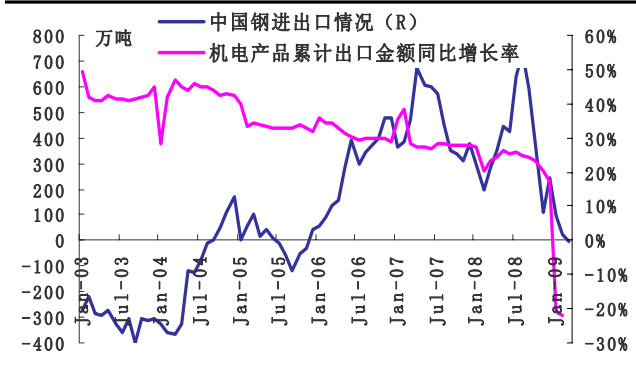
目前钢铁行业的景气反复更多的来自于供给的收缩与扩张，行业最差的时刻已经过去，目前整个行业处于盈亏平衡附近，景气程度仍处于底部区域，我们相信随着国际钢铁需求的逐步企稳和国内钢铁主要下游行业景气程度回升向钢铁行业的传导，钢铁行业的景气程度出现一定的回暖是值得期待的。

图 3 世界钢表观消费量与国际钢价



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 4 中国钢净出口与机电产品出口增长率



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

6. 盈利预测与投资评级

我们下调公司 2009、2010 年的业绩预测,预计 2009-2011 年每股收益分别为 0.15 元、0.21 元、0.22 元。目前动态市盈率为 37.4、26.9、25.6 倍,市净率为 1.0、0.9、0.9 倍。我们维持公司的“增持-B”的投资评级,目标价 6 元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-4-28		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	43,844.0	56,318.4	47,954.0	51,896.5	52,260.9	成长性					
减: 营业成本	38,005.9	50,546.7	43,586.1	46,925.3	47,411.3	营业收入增长率	28.6%	28.5%	-14.9%	8.2%	0.7%
营业税费	371.4	480.4	407.6	441.1	444.2	营业利润增长率	48.0%	-51.2%	-41.1%	39.3%	4.8%
销售费用	606.7	714.4	599.4	648.7	653.3	净利润增长率	50.8%	-40.9%	-56.6%	39.3%	4.8%
管理费用	1,451.3	1,829.8	1,558.5	1,686.6	1,698.5	EBITDA 增长率	34.5%	-14.3%	4.2%	12.4%	1.6%
财务费用	925.0	1,111.2	1,085.0	1,182.3	1,077.4	EBIT 增长率	39.4%	-31.0%	-22.0%	20.6%	-2.8%
资产减值损失	147.6	487.5	44.7	75.9	-5.5	NOPLAT 增长率	36.6%	-25.0%	-39.3%	20.6%	-2.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.8%	8.2%	5.4%	-6.1%	-8.3%
投资和汇兑收益	4.7	-5.5	-	-	-	净资产增长率	42.8%	-10.0%	-1.3%	3.3%	3.4%
营业利润	2,340.8	1,142.7	672.5	936.5	981.7	利润率					
加: 营业外净收支	-15.8	-10.1	-	-	-	毛利率	13.3%	10.2%	9.1%	9.6%	9.3%
利润总额	2,324.9	1,132.6	672.5	936.5	981.7	营业利润率	5.3%	2.0%	1.4%	1.8%	1.9%
减: 所得税	265.2	42.2	168.1	234.1	245.4	净利润率	3.7%	1.7%	0.9%	1.1%	1.2%
净利润	2,059.7	1,090.4	504.4	702.4	736.3	EBITDA/营业收入	13.6%	9.0%	11.1%	11.5%	11.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	7.4%	4.0%	3.7%	4.1%	3.9%
货币资金	4,429.1	3,760.5	3,836.3	7,080.1	10,689.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	190	153	202	202	194
应收帐款	2,272.2	1,372.8	1,051.0	1,137.5	1,145.4	流动营业资本周转天数	31	28	22	25	26
应收票据	3,640.4	480.5	1,313.8	1,421.8	1,431.8	流动资产周转天数	116	104	110	119	148
预付帐款	1,647.7	1,339.7	1,775.5	2,244.8	2,718.9	应收帐款周转天数	7	6	8	6	6
存货	6,048.3	6,991.9	6,735.0	7,328.1	7,404.0	存货周转天数	46	43	54	52	53
其他流动资产	0.6	598.7	155.2	194.7	198.3	总资产周转天数	355	317	382	362	369
可供出售金融资产	1,392.6	605.1	-	-	-	投资资本周转天数	258	230	289	265	245
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	ROE	11.2%	6.6%	3.1%	4.2%	4.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	2.2%	1.0%	1.3%	1.4%
固定资产	23,375.4	24,642.5	29,070.4	29,087.8	27,202.9	ROIC	10.3%	6.3%	3.5%	4.0%	4.2%
在建工程	3,573.9	8,468.7	5,191.5	2,476.6	1,310.6	费用率					
无形资产	1,826.7	2,051.8	2,051.8	2,051.8	2,051.8	销售费用率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	106.5	238.9	19.4	7.8	3.1	管理费用率	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
资产总额	48,422.4	50,661.0	51,229.9	53,060.8	54,186.0	财务费用率	2.1%	2.0%	2.3%	2.3%	2.1%
短期债务	7,669.3	7,975.8	13,884.3	13,858.6	13,801.6	三费/营业收入	6.8%	6.5%	6.8%	6.8%	6.6%
应付帐款	3,223.1	3,639.2	3,224.2	3,471.2	3,507.1	偿债能力					
应付票据	1,487.4	2,418.8	1,791.2	1,928.4	1,948.4	资产负债率	62.2%	67.5%	68.2%	68.3%	67.9%
其他流动负债	7,797.1	10,397.2	6,424.0	7,337.2	7,896.3	负债权益比	164.3%	207.2%	214.8%	215.6%	211.8%
长期借款	9,263.2	9,321.2	9,321.2	9,321.2	9,321.2	流动比率	0.89	0.60	0.59	0.73	0.87
其他非流动负债	661.5	419.6	313.4	333.1	334.9	速动比率	0.59	0.29	0.30	0.44	0.58
负债总额	30,101.6	34,171.7	34,958.2	36,249.7	36,809.5	利息保障倍数	3.53	2.03	1.62	1.79	1.91
少数股东权益	3,409.8	1,977.7	2,054.8	2,162.3	2,274.9	分红指标					
股本	2,737.7	2,737.7	2,737.7	2,737.7	2,737.7	DPS(元)	-	-	0.03	0.04	0.04
留存收益	12,173.4	11,774.1	11,479.2	11,911.2	12,364.0	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	18,320.9	16,489.4	16,271.7	16,811.1	17,376.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	2,059.7	1,090.4	504.4	702.4	736.3	EPS(元)	0.59	0.35	0.15	0.21	0.22
加: 折旧和摊销	2,721.5	2,888.9	3,550.8	3,845.8	4,001.8	BVPS(元)	6.69	6.02	5.94	6.14	6.35
资产减值准备	147.6	487.5	44.7	75.9	-5.5	PE(X)	9.6	16.2	37.4	26.9	25.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
财务费用	730.6	860.8	1,004.2	1,085.0	1,182.3	P/FCF	-12.6	46.8	22.4	5.2	4.3
投资收益	-4.7	5.5	-	-	-	P/S	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
少数股东损益	447.3	137.5	90.8	126.4	132.5	EV/EBITDA	5.9	7.5	7.7	6.4	5.7
营运资金的变动	-1,643.8	3,033.1	-1,992.4	65.2	41.2	CAGR(%)	-30.1%	-12.3%	25.1%	-40.0%	-6.2%
经营活动产生现金流量	3,261.6	6,633.3	3,283.3	5,997.9	5,983.7	PEG	-0.3	-1.3	1.5	-0.7	-4.1
投资活动产生现金流量	-5,836.3	#####	-3,904.7	-1,000.0	-800.0	ROIC/WACC	1.5	0.9	0.5	0.6	0.6
融资活动产生现金流量	4,816.6	2,523.5	519.4	-1,323.2	-1,255.3	REP	0.7	1.1	2.0	1.7	1.7

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

赵志成，钢铁行业首席分析师，毕业于南开大学，经济学硕士。曾获 2005 年《新财富》最佳分析师评选钢铁行业第三名，5 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

任琳娜，钢铁行业分析师，毕业于华东师范大学，金融学学士，5 年证券研究经验。2007 年 10 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤
021-67865293

梁涛
021-68766067

张勤
021-68763879

周蓉
010-66581676

李昕
010-66581689

张茜萍
0755-82558089

王远洋
0755-82558087

上海联系人
zhuxian@essence.com.cn

上海联系人
liangtao@essences.com.cn

上海联系人
zhangqin@essence.com.cn

北京联系人
zhouong@essence.com.cn

北京联系人
lixin@essence.com.cn

深圳联系人
zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人
wangyy3@essence.com.cn

凌洁
021-68765237

李国瑞
021-68763872

南方
021-68765206

马正南
010-66581668

潘琳
0755-82558268

王昊文
0755-82558069

上海联系人
lingjie@essence.com.cn

上海联系人
ligr@essence.com.cn

上海联系人
nanfang@essence.com.cn

北京联系人
mazn@essence.com.cn

深圳联系人
panlin@essence.com.cn

深圳联系人
wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034