

区域振兴，基建先行

——分享地方投资的盛宴


东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- **滨海新区规划等 10 大区域振兴方案带动钢结构市场需求。**我们注意到 2009 和 2010 年区域振兴规划频出，一般而言，区域振兴往往基建先行，因此未来 2-3 年厂房和办公楼施工项目仍有充足的市场需求，为了迎合这一市场变化，公司也积极将北京的生产基地迁移到天津，以适应当地 1500 亿元的基建投资；此外，我们认为海地和汶川地区震灾的影响，对于建筑防震和节能环保需求将逐渐增加，钢结构建筑的市场份额将明显提升，当前日本、美国等地，钢结构建筑占比达到 30% 以上，国内目前仍处于起步阶段，市场空间巨大。
- **全国布点网络效应凸显，公司领先业内同行优势进一步扩大。**公司较早在全国提前布局，目前已经形成了浙江、上海、安徽、湖北、广东、北京（天津）六大生产基地，具有年产各类钢构件 50 万吨能力。在行业内，公司已经连续三年领先国内其他同行，且这一优势逐年扩大。2007 年公司与业内第二名收入水平相似，但 2009 年第三季度收入已经领先其 56% 的水平，我们认为一方面在于产品的结构差异，另一方面与公司一直提倡的精品打造和全国布局有关，随着重钢结构的普及，我们认为公司的领先优势有望继续扩大，业务壁垒也将继续增强。
- **钢价下滑是买点，首次给予增持评级。**在 2010 年销量 45 万吨和钢材价格上涨 10% 的假设下，我们预计公司 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.52、0.67 和 0.85 元。我们乐观认为公司未来面临广阔的市场空间，订单水平将相对饱和，在成本上涨 20% 的悲观假设下，我们认为公司 2010 年盈利在 0.58 元，成本上涨 10%，则盈利预测为 0.67 元，如果出现钢铁价格下滑，则公司的盈利将进一步扩大，出现较好买点（见表 5），目前中性假设下，公司对应当前股价水平不到 PE25 倍，当前估值水平建议增持，目标价格 16.75 元。

郑 恺

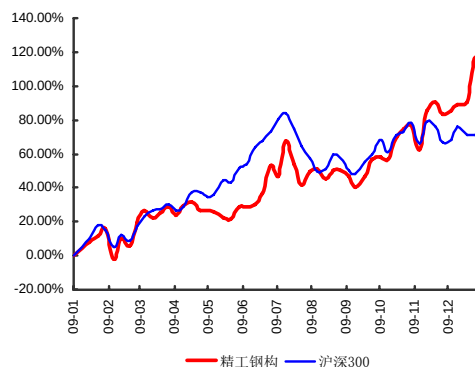
建筑工程行业高级分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持（首次）
股价（2010 年 1 月 22 日）	12.82
目标价格（12 个月）	16.75 元
总股本/A 股（万股）	38700 / 38700
A 股市值（亿元）	51
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告日期	2010 年 1 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	11.5%	117.8%	-5.4%
相对表现 (%)	16.6%	66.5%	31.0%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4587.72	4384.72	6348.76	8394.06
同比%	47.02%	-4.42%	44.79%	32.22%
归属母公司净利	125.34	201.49	259.50	329.42
同比%	27.93%	60.75%	28.79%	26.94%
毛利率%	11.76%	13.20%	11.59%	11.63%
ROE%	14.95%	14.87%	16.26%	17.33%
EPS	0.32	0.52	0.67	0.85
PE	40.17	24.99	19.40	15.28

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一	分享 2010 年区域基建大规模增长.....	3
1.1	滨海新区未来两年基建加速，公司订单加速	3
1.2	区域振兴规划密集出台引爆基建需求	4
1.3	防震、节能环保钢结构将在基建建设中提升市场份额	4
二	公司业内规模最大，竞争能力最强.....	5
2.1	公司股东实力雄厚，全国布点凸显网络优势	6
2.2	标志性工程体现广告效应，公司领跑优势扩大	7
三	盈利预测与估值	9
3.1	核心假设	9
3.2	三表预测与估值	9
	分析师承诺	12
	投资评级说明	12

一 分享 2010 年区域基建大规模增长

我们认为公司未来两年仍将分享区域基建大规模扩张带来的规模增长蛋糕，从 2009 年到 2010 年，我们注意国务院对于区域建设的支持力度明显加强，地方性的振兴规划出台超过过去 4 年的总和，未来各地区的基建需求仍有望快速增长。

另一方面，我们判断钢结构在未来区域基建建设市场中将分得更多的市场份额，这一方面由于钢结构综合成本不高，施工周期短，且具有自重轻、安装容易、节约空间，投资回收快、环境污染少等综合优势；此外，汶川和近期海地地震的实例告诉我们，抗震性能好的建筑是未来发展的重点，在发达国家，钢结构用钢约占到钢产量的 20%-30%，灾害发生后往往伤亡较小，而不发达国家和地区的死亡比例很高，因此，防灾减灾的角度和加快施工建设周期的需要将刺激钢结构行业快速成长。

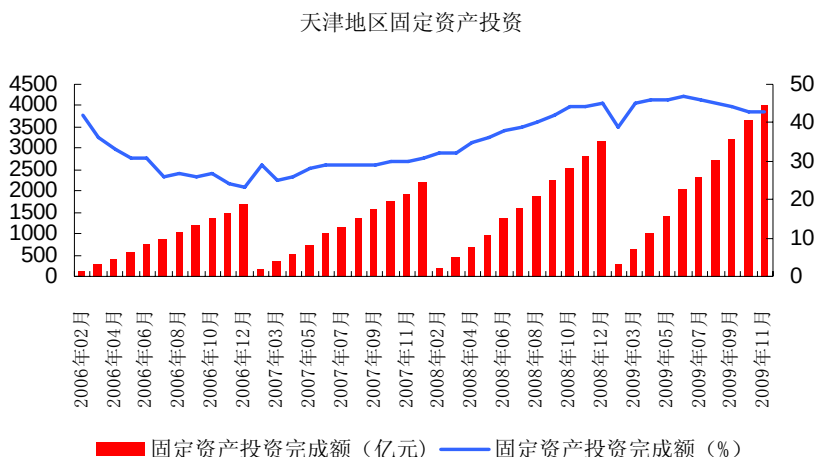
1.1 滨海新区未来两年基建加速，公司提前布局

日前召开的天津市十五届人民代表大会三次会议上，天津市长所做《政府工作报告》将“进一步加快滨海新区的开发开放”列为 2010 年天津市“重点抓好的十个方面工作”之首，要求全市要“着力推进（滨海新区）管理体制创新，着力推进（滨海新区）功能区开发建设，着力推进（滨海新区）重大项目建设”。

2010 年提交的天津市《政府工作报告》中，**天津滨海新区将组织实施和推进 320 个重大产业项目，完成投资 1500 亿元**，其中，滨海新区 2010 年将快速推进和建成新一代运载火箭、直升机总装基地、西飞机翼组装等项目，加快千万亿次高性能计算机、高端通用芯片、新型动力电池等自主创新重大项目进度，推动官港生态游乐园、117 大厦等现代服务业项目建设，促进中俄大炼油、机车维修制造等项目开工，并完成天津港主航道拓宽工程，港口货物吞吐量突破 4 亿吨。建设滨海国际机场二期工程，旅客吞吐量达到 700 万人次，货邮吞吐量达到 20 万吨，完成东疆保税港区二期基础设施工程，滨海高新区渤龙湖总部园区首期具备入驻条件，响螺湾商务区、于家堡金融商务区 17 栋商务楼宇完成主体工程等等。

从以上的天津市建设方案来看，2010 年天津地区的固定资产投资规模将大幅增长，公司顺应了这一潮流，积极将北京地区的生产基地转移到了天津市，我们认为公司的提前布局极有可能在未来分享滨海新区建设过程中的基建蛋糕。

图 1：天津固定资产投资仍将维持高位



资料来源：东方证券研究所

1.2 区域振兴规划密集出台引爆基建需求

我们观察到 2009 年是区域振兴规划密集出台的一年，2009 年国家批准了包括《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》等一系列的区域发展规划，且 2010 年也会有新的一系列区域规划逐渐浮出水面。

我们认为区域振兴，基建先行，所有的振兴规划都将涉及到厂房、办公楼的建设，如《辽宁沿海经济带发展规划》中提到辽宁省要努力带头把东北老工业基地质变为新型工业基地、现代装备基地、科技产业基地、生态农业基地、农畜产品出口加工基地。这些新基地的建设都将拉动以钢结构为主的施工需求，未来钢结构的市場空间仍有较好的预期。

表 1 2009、2010 年区域规划密集出台

2009 年出台十大区域振兴	
2009 年 1 月 7 日	《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》
2009 年 5 月 14 日	《支持福建加快海峡西岸经济区的若干意见》
2009 年 6 月 10 日	《江苏沿海地区发展规划》
2009 年 6 月 25 日	《关中—天水经济区发展规划》
2009 年 7 月 1 日	《辽宁沿海经济带发展规划》
2009 年 8 月 14 日	《横琴总体发展规划》
2009 年 8 月 31 日	《中国图们江区域合作开发规划纲要》
2009 年 9 月 23 日	《促进中部地区崛起规划》
2009 年 12 月 12 日	《鄱阳湖生态经济区规划》
2009 年 12 月 23 日	《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》
2010 年可能即将出台的区域规划	
	天津滨海新区方案
	海南国际旅游岛方案
	皖江城市带承接产业转移示范区规划
	成渝经济区区域规划
	新疆、西藏地区发展规划

资料来源：东方证券研究所

1.3 防震、节能环保钢结构将在基建建设中提升市场份额

无论是 2008 年四川汶川地震，以及近期刚刚发生的海地地震，都向我们传达了一个明确的信息，落后地区，尤其是多山地带的建筑迫切需要布局防震建筑，因此我们认为具备较强防震性能的钢结构建筑在今后的市场建设中获得更多的市场份额，而且，由于钢结构建设期短，且综合施工成本并不高于钢筋混凝土建筑，因此，未来将进一步获得施工单位的垂青。

图 2：汶川地震 7.8 级导致房屋大面积损毁



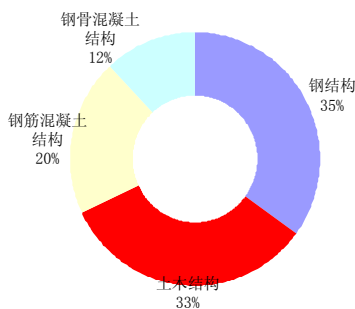
海地地震 7.0 级大面积房屋倒塌



资料来源：东方证券研究所

我们注意到在同期日本新泻等地区也发生了 6.8 级以上的大地震，但据当地统计，仅 31 人死亡和共有约 2700 栋住宅和约 1200 栋办公楼及公共设施遭受完全破坏或部分损毁，这和当地的建筑设计有相当大的关系，因此我们大胆假设未来中西部建设，尤其是施工周期要求苛刻的地区，如新疆等地区，钢结构建筑将进一步得到拓展，其市场份额将有效得到放大。

图 3：日本地区有 1/3 以上的建筑为防震的钢结构设计



资料来源：东方证券研究所

二 公司业内规模最大，竞争能力最强

公司是钢结构建筑体系的集成商，钢结构建筑最优秀的承包营，公司已连续三年市场份额位居行业第一。公司拥有钢结构专业承包壹级资质（最高专业资质）、专项工程设计甲级资质、钢结构制造特级资质，通过日本钢结构 H 等级认证，是首批具有建筑钢结构定点企业和国家级重点高新技术企业。

目前公司仍在积极申请成为施工总承包资质的钢结构企业，成为施工总承包企业后，将能够独立开展业务，不用向总承包商缴纳管理费，所以可以提升公司施工业务的毛利水平，鉴于钢结构具备防震、节能环保并能有效提升房屋使用面积的优异性能，我们判断公司获得总承包资质的可能性很大。

表 2 公司市场份额位居业内之首

序号	公司名称
1	长江精工钢结构（集团）股份有限公司
2	浙江杭萧钢构股份有限公司

3	浙江东南网架股份有限公司
4	上海宝冶建设有限公司
5	江苏沪宁钢机股份有限公司
6	巴特勒（中国）
7	杭州恒达钢结构实业有限公司
8	安徽富煌钢构股份有限公司
9	河南天丰集团
10	上海冠达尔钢结构有限公司
11	北京首钢建设集团有限公司
12	宏丰实业集团有限公司
13	山东莱钢建设有限公司
14	潮峰钢构集团有限公司
15	江苏天地钢结构工程集团有限公司
16	上海美建钢结构有限公司（精工子公司）
17	中冶京唐建设有限公司
18	徐州通域空间结构有限公司
19	陕西省机械施工公司
20	山东精典建筑工程有限公司

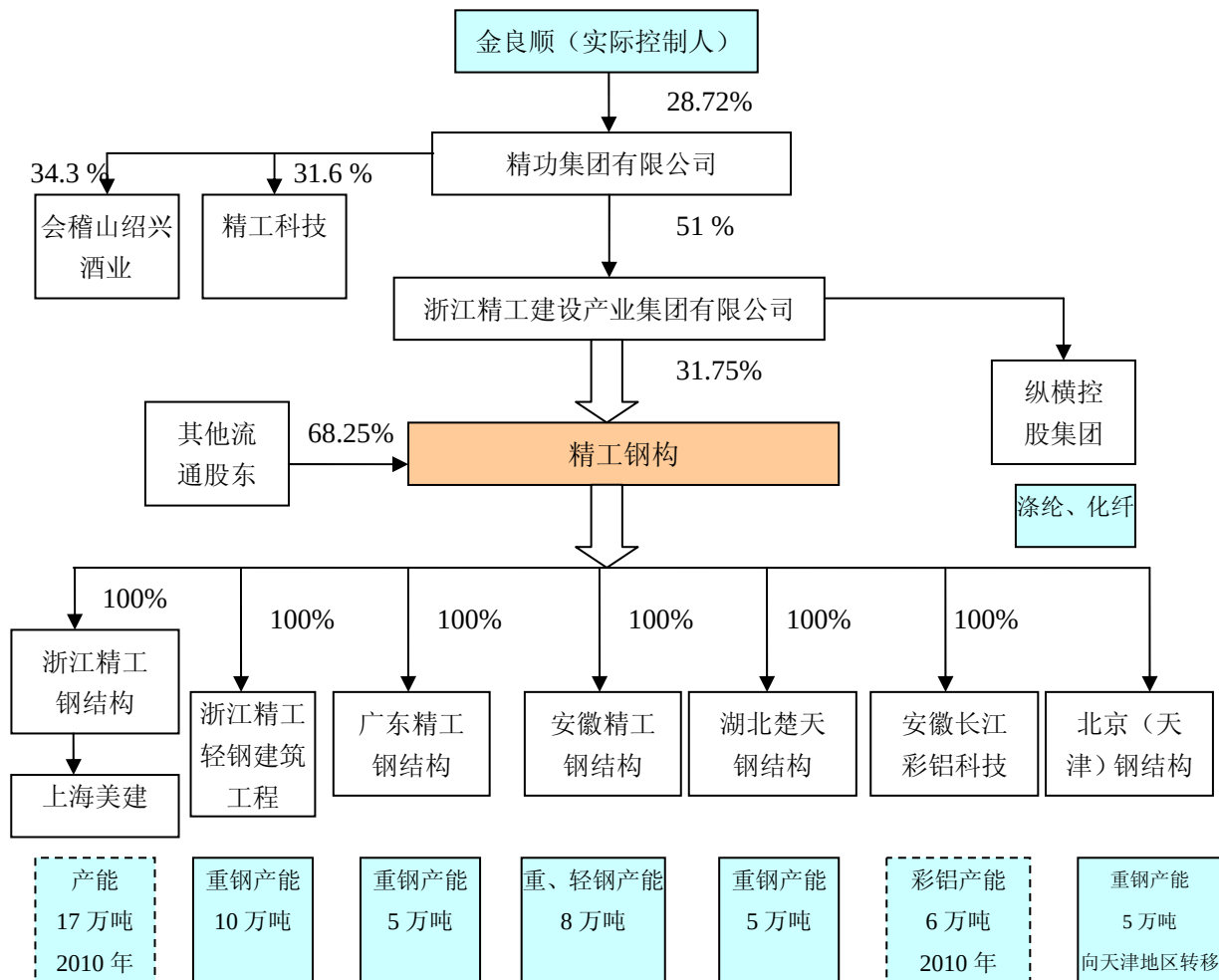
资料来源：东方证券研究所

2.1 公司股东实力雄厚，全国布点凸显网络优势

公司立足现有浙江、上海、安徽、湖北、广东、北京六大生产基地网点布局生产，网点布局的最大优势在于对市场信息的快速反应和提升自身市场占有率，当下公司已具有年产各类钢构件 50 万吨的生产能力，08、09 年产量均在 35 万吨左右，产能利用率仍有待发掘，公司表示由于未来天津滨海新区市场潜力较大，因此公司有意向从北京项目中抽调产能填补天津市场需求，充分发挥自身网点布局的优势。

此外，我们也注意到公司实际控制公司精功集团是一家具有相当实力的浙江民营企业，其总资产达到 120 亿元。目前涉足钢结构建筑、装备制造、绍兴黄酒、汽车制造、通用航空服务、房地产开发等六大产业。其中，前三者为公司的主导产业，后三者为公司培育发展中的产业，其中精功集团目前控股会稽山酒业和精工科技等资产。

图 3：公司股权和产能结构图



注：蓝色虚线框表示新增产能

数据来源：东方证券研究所

2.2 标志性工程体现广告效应，公司领跑优势扩大

公司的主要项目均是国家的重点工程。数年发展历程中，公司承接了百余项“重、大、难、新、外”的建筑钢结构精品工程。其中包括目前世界最高建筑——101层的上海环球金融中心，2008年北京奥运会主会场——国家体育场“鸟巢”工程，目前国内唯一的可开启式屋顶的钢结构工程——南通体育场，2008年北京奥运会足球预赛天津分赛场——天津奥林匹克中心体育场，北京首都机场，北京新保利大厦，总高164米的高层钢结构建筑——40层的北京财富中心；21世纪哈尔滨标志性建筑，我国申办2010年冬奥会主会场——哈尔滨国际会展体育中心等等具有深远影响的工程。其中荣获“鲁班奖”、“詹天佑工程大奖”、“国家优质工程金质奖、银质奖”、“国家金钢奖”等国家级奖项18项，“钱江杯”、“白玉兰杯”、“黄鹤楼杯”等省、市级奖项20余项。

我们认为未来的钢结构市场在高速发展过程中也将呈现出激烈的竞争，这些历史上承建的精品项目将有助于公司能够在业主的心目中脱颖而出，成为公司无形的广告和宣传壁垒，能够确保公司未来市场份额逐步走高，从 2009 年三季报和之前的比较已经可以发现，公司目前已经逐步拉大了和自己同业竞争者的差距。

表 3 公司领先业内第二名杭萧钢构程度越来越大

	营业收入 2009-3Q	营业收入 2008 年度	营业收入 2007 年
精工钢构	301,834.87	458,771.51	312,054.33
杭萧钢构	192,989.60	363,224.03	283,487.24
东南网架	197,195.20	202,039.32	179,368.10

资料来源：东方证券研究所

从下表来看，公司 2009 年大型项目依然收获颇丰，我们预计公司 09 年新订单在 50 亿元左右，随着前文所述的国家区域经济振兴，未来公司订单规模仍将维持快速增长势头。

表 4 公司 2009 年主要项目概况

2009 年重点工程		
地点	工程项目	合同金额
重庆	江北国际机场第二跑道及配套设施扩建工程新建 T2A 航站楼及交通换乘中心钢结构工程	7,179.18
广东深圳	大运中心项目III标段（游泳馆）钢结构工程	8,978.98
天津	天津港国际油轮码头项目钢结构加工制作工程（客运大厦工程）	7,332.65
陕西西安	西安铁路局火车站雨蓬项目钢结构加工制作工程	5,500.00
福建厦门	厦门财富中心项目	9,800.00
新疆	新疆国际会展中心钢结构工程	25,697.00
内蒙古	伊金霍洛旗全民健身体育活动中心钢结构工程	15,600.00
广东深圳	深圳湾体育中心	13,331.00
江苏南京	南京立业变压器有限公司项目	11,247.00
江苏常州	瓦卢瑞克曼内斯曼钢管（常州）有限公司--无缝钢管常州扩建工程	7,603.00
安徽	安徽国际金融中心钢结构工程	7,919.00
四川德阳	二重集团公司大型模锻压机车间厂房建筑结构施工工程	5,548.00
江苏昆山	中铁建设集团有限公司昆山南站项目	5,211.98
浙江杭州	万银双子中心钢结构工程	8,519.10
江苏张家港	张家港锦隆大型设备公司大型化工设备制造项目重型联合厂房	12,200.00
内蒙古	鄂尔多斯东胜区全民健身活动中心体育场项目	26,551.45
辽宁沈阳	沈阳远大机电装备有限公司新厂区 M3M4 厂房钢结构工程	6,366.00
广东广州	广州珠江新城 F2-4 高德置地项目	8,932.00
广东广州	广州珠江新城 J1-1 富力地产项目	7,992.00
合计		201,508.34

资料来源：东方证券研究所

三 盈利预测与估值

我们判断公司未来钢结构订单将有望增多，同时，钢材成本的压力也会成为公司盈利持续增长的羁绊，但经过我们敏感性的分析，我们认为未来钢价上涨 10%以内对于公司盈利影响较小。

3.1 核心假设

我们认为公司未来订单增多是一个明显的趋势，而成本上升影响毛利率，尽管公司有一定的转嫁能力，但闭口合同的特性将在成本上升周期中恶化公司的盈利水平，据我们测算，钢价上涨 10%将压缩公司毛利率水平 0.9 个百分点，我们假定钢价平均价格 2010 年将上涨 10%左右，未来公司毛利率将有所下行。

此外，由于我们对公司未来获取订单能力较为乐观，因此我们认为公司 2010 年有望产能利用率达到 80%以上的水平，钢结构产量突破 45 万吨。

从下表看，我们认为公司盈利能力随毛利率水平的波动更大，而订单对公司盈利的影响也较为明显。

表 5 敏感性测试：公司盈利对于钢价和订单较为敏感

		公司订单情况（万吨）				
		40	42.5	45	47.5	50
毛利率水平	11.3	0.51	0.53	0.56	0.59	0.61
	11.8	0.56	0.59	0.62	0.65	0.68
	12.3	0.60	0.64	0.67	0.70	0.74
	12.8	0.65	0.69	0.73	0.76	0.80
	13.3	0.70	0.74	0.78	0.82	0.86

资料来源：东方证券研究所

3.2 三表预测与估值

在 2010 年销量 45 万吨和钢材价格上涨 10%的假设下，我们预计公司 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.52、0.67 和 0.85 元，对应当前估值水平不到 20PE，根据钢结构市场平均市盈率和增长水平，我们认为给予 25PE 较为合适，对应目标股价在 16.75 元。

表 6 三表预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2156.20	3120.54	4587.72	4384.72	6348.76	8394.06
增长率(%)	35.03%	44.72%	47.02%	-4.42%	44.79%	32.22%
归属母公司股东净利润	67.12	97.98	125.34	201.49	259.50	329.42
增长率(%)	49.48%	45.97%	27.93%	60.75%	28.79%	26.94%
每股收益(EPS)	0.17	0.25	0.32	0.52	0.67	0.85
每股股利(DPS)	0.03	0.00	0.02	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.180	0.062	0.420	0.757	1.280	0.955
销售毛利率	14.97%	13.84%	11.76%	13.20%	11.59%	11.63%

销售净利率	4.10%	4.19%	2.83%	4.77%	4.24%	4.07%
净资产收益率(ROE)	9.01%	12.95%	14.95%	14.87%	16.26%	17.33%
市盈率(P/E)	75.01	51.39	40.17	24.99	19.40	15.28
市净率(P/B)	6.76	6.65	6.01	3.72	3.16	2.65
股息率(分红/股价)	0.002	0.000	0.001	0.003	0.004	0.005

报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2156.20	3120.54	4587.72	4384.72	6348.76	8394.06
减: 营业成本	1833.52	2688.56	4048.07	3805.91	5612.65	7418.01
营业税金及附加	17.44	26.31	29.10	27.81	40.27	53.25
营业费用	53.50	74.50	121.41	96.46	133.32	176.28
管理费用	101.87	121.83	187.69	188.54	253.95	335.76
财务费用	37.73	44.60	73.40	21.54	-4.84	-14.08
资产减值损失	5.73	58.11	1.77	21.87	21.87	21.87
加: 投资收益	-2.55	0.23	20.90	20.00	25.00	25.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	103.87	106.86	147.16	242.58	316.53	427.98
加: 其他非经营损益	1.80	25.97	9.10	13.60	13.60	13.60
利润总额	105.68	132.82	156.26	256.17	330.12	441.58
减: 所得税	17.35	2.07	26.28	47.23	61.02	99.98
净利润	88.33	130.75	129.98	208.94	269.10	341.60
减: 少数股东损益	21.21	32.78	4.64	7.45	9.60	12.18
归属母公司股东净利润	67.12	97.98	125.34	201.49	259.50	329.42

资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	531.16	518.69	494.70	102.22	574.32	924.22
应收和预付款项	491.72	1363.17	1147.41	1303.51	1509.40	1561.47
存货	659.66	790.39	1132.56	1106.21	1566.48	1730.41
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	26.54	18.69	56.32	76.32	101.32	126.32
投资性房地产	8.05	7.68	7.31	6.49	5.66	4.84
固定资产和在建工程	429.47	682.13	800.28	697.47	581.67	463.86
无形资产和开发支出	60.14	128.13	186.50	167.28	148.06	128.84
其他非流动资产	4.81	5.32	3.80	1.90	0.00	0.00
资产总计	2211.55	3514.18	3828.88	3461.41	4486.90	4939.96
短期借款	527.60	886.86	959.90	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	812.96	1556.29	1889.17	1957.37	2732.70	2868.20
长期借款	19.27	121.16	48.16	48.16	48.16	48.16
其他负债	16.00	36.00	60.00	60.00	60.00	60.00
负债合计	1375.84	2600.31	2957.23	2065.52	2840.86	2976.36

股本	230.00	230.00	345.00	387.00	387.00	387.00
资本公积	402.63	311.17	212.02	500.02	500.02	500.02
留存收益	112.65	215.52	281.27	468.05	708.61	1013.99
归属母公司股东权益	745.28	756.69	838.29	1355.07	1595.63	1901.01
少数股东权益	90.43	153.38	33.36	40.82	50.41	62.59
股东权益合计	835.71	899.47	871.65	1395.89	1646.05	1963.60
负债和股东权益合计	2211.55	3499.78	3828.88	3461.41	4486.90	4939.96
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	69.54	23.84	162.64	292.79	495.32	369.52
投资性现金净流量	-80.39	-384.38	-200.86	-19.12	-9.12	-9.67
筹资性现金净流量	179.88	233.15	9.04	-666.15	-14.10	-9.95
现金流量净额	169.03	-124.49	-35.62	-392.48	472.09	349.90

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

郑 恺：建筑工程行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn