

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

产能扩张受益区域发展，盈利提升取决行业复苏

事件描述

近日，我们实地调研了柳钢股份，并与公司管理层进行了详细的交流。

事件评论

第一，公司是广西省最大的钢铁企业

1、公司于 2000 年由柳钢集团发起设立

柳钢股份是于 2000 年 4 月 7 日经广西壮族自治区人民政府批准，由广西柳州钢铁(集团)公司作为主发起人，联合柳州有色冶炼股份有限公司、柳州市柳工物资有限公司、广西壮族自治区冶金建设公司、柳州化学工业集团有限公司共同发起设立。公司原名广西柳州金程股份有限公司，2001 年 10 月更名为柳州钢铁股份有限公司。

表 1：公司最初设立时的股权结构

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
广西柳州钢铁(集团)公司	19,932.90	98.86
柳州有色冶炼股份有限公司	100.00	0.50
柳州化学工业集团有限公司	65.00	0.32
广西壮族自治区冶金建设公司	39.00	0.19
柳州市柳工物资有限公司	26.00	0.13
合计	20,162.90	100.00

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司成立后，为了让资产和业务更加完整，减少关联交易，避免同业竞争，进行了三次资产重组。

表 2：柳钢股份成立后共经历了三次资产重组

日期	资产重组
2001.07.01	收购了广西柳州钢铁（集团）公司的炼铁厂、转炉厂，同时置换出股份公司的线材厂、一小轧
2002.04.01	收购了集团公司的烧结厂和二小轧厂
2005.08.31	公司通过银行贷款提前实施了本次募集资金投向中收购焦化厂固定资产、板坯连铸机在建工程和高炉喷煤在建工程

资料来源：公司公告，长江证券研究部

重组完成之后，柳钢集团所属的中板厂、中轧厂、小轧厂和线材厂等经营性资产全部注入到上市公司，公司主要产品为棒线材、中板和中型材。

表 3: 公司主要产品用途如下

生产厂	品种	用途
中型厂	角钢	用于建筑结构,汽车制造,厂房,桥梁等
	槽钢	
	螺纹钢	
棒线厂	圆钢	建筑用钢材
	线材	
	普碳板	一般承重用结构件
	低合金板	对强度要求不高的结构件
中板厂	锅炉板	制作锅炉和压力容器壳体,热交换器管管件等结构件,必须满足规定的高温或低温
	压力容器板	
	船体结构用钢	特殊性能要求,保证最低强度和足够的韧性,并有适用的焊接性能
	桥梁用结构钢	
	汽车大梁板	

资料来源:公司公告,长江证券研究部

2、经历历次送股,目前的总股本为 25.63 亿

2005 年 7 月 28 日,公司对 2004 年剩余未分配利润进行补充分配。按 2004 年末总股本 20,162.90 万股计算,每 10 股送 20 股。变更后总股本为 60,488.70 万股。

表 4: 2005 年股权结构变化, 总股本增加为 60,488.70 万股

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
广西柳州钢铁(集团)公司	59,798.70	98.86
柳州有色冶炼股份有限公司	300.00	0.50
柳州化学工业集团有限公司	195.00	0.32
广西壮族自治区冶金建设公司	117.00	0.19
柳州市柳工物资有限公司	78.00	0.13
合计	60,488.70	100.00

资料来源:公司公告,长江证券研究部

2007 年 2 月柳钢股份正式上市,首次公开发行普通股 10,700 万股,并在 2007 年 5 月和 2008 年 5 月分别通过上一年度利润分配方案中分别 10 送 10 和 10 送 8,总股本进一步增加至 25.63 亿股。

表 5: 公开发行上市后公司股权结构的变化情况

日期	股权结构变化重要事件
2007.2	向社会公开发行人民币普通股(A股)10,700万股,每股面值1元,每股发行价格10.06元。发行后本公司注册资本从60,488.70万元增至71,188.70万元。
2007.5	2006年度利润分配议案,以2007年2月27日公司挂牌上市后的总股本71,188.70万股为基数,每10股送10股。本次送股数量为71,188.70万股,每股面值1元,变更后公司注册资本为142,377.40万元。
2008.5	2008年5月6日股东大会通过2007年度利润分配议案,以2007年12月31日总股本142,377.40万股为基数,以公积金转增股本,每10股转增8股。本次转增113,901.92万股,每股面值1元,变更后公司注册资本为256,279.32万元。

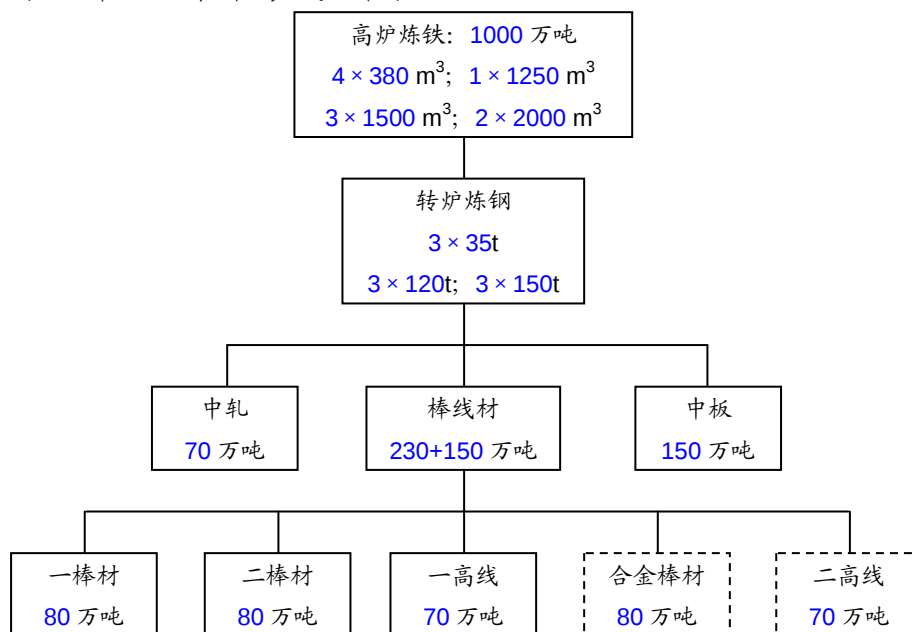
资料来源:公司公告,长江证券研究部

第二，公司产能稳步扩张

2010 年，股份公司的炼铁产能有望达到 1000 万吨，但轧材能力约在 600 万吨左右。新增的 150 万吨轧材能力主要来自于 2009 年新建的两条生产线，其中二高线产能 70 万吨，三棒材（主要为合金棒材）产能为 80 万吨。预计在上半年两条新线均可顺利投产达产。

此外，集团公司还拥有 400 万吨热轧和 100 万吨配套冷轧生产线，2010 年热轧还有 100 万吨左右的扩产计划。由于集团公司并无炼铁能力，因此集团所需钢坯全部以关联交易的模式向股份公司采购。

图 1：柳钢股份最新生产线统计图

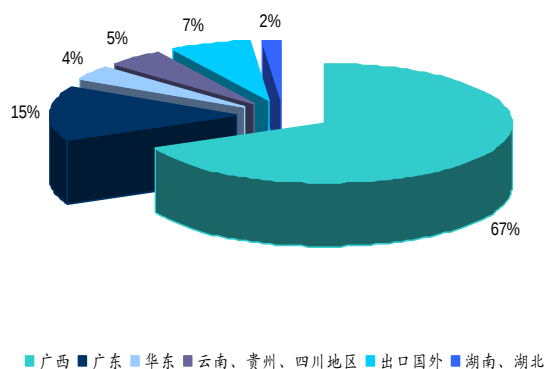


资料来源：长江证券研究部

第三，广西区域的高速发展是公司面临的重大机遇

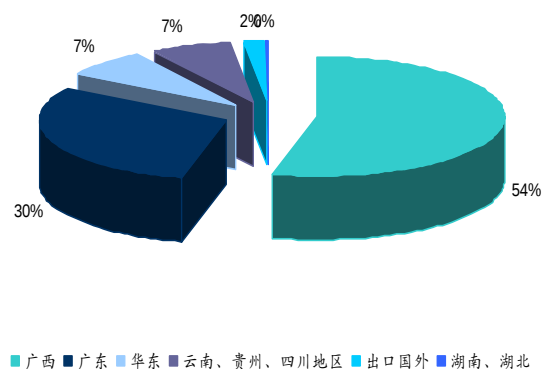
从公司定期报告披露的销售收入分布来看，广西和广东地区是其主要的收入来源。虽然公司表示，该收入主要来自于下游经销商，在实际销售地区上可能存在一定的误差，但从钢材的销售半径上看，广西和广东作为公司的主要销售地区是基本确定的。

图 2：2008 年广西成为公司主要收入来源地



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

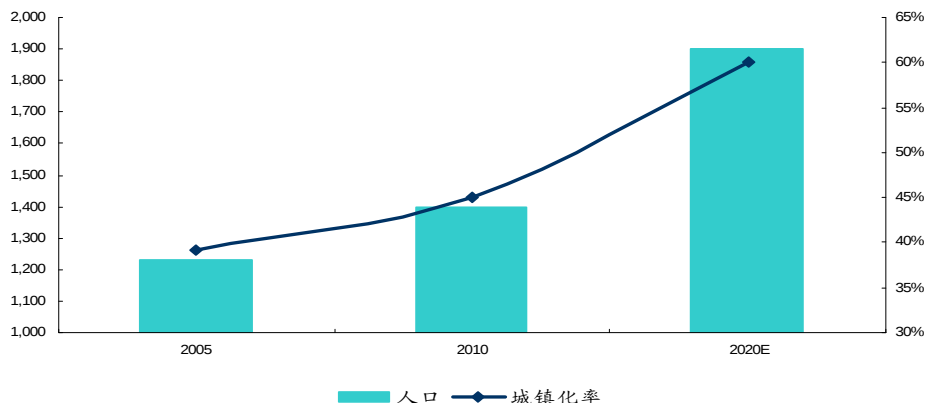
图 3：2009 年上半年广西收入占比依然较大



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

北部湾经济区地处华南经济圈、西南经济圈和东盟经济圈的结合部，是我国西部大开发地区唯一的沿海区域，也是我国与东盟国家既有海上通道、又有陆地接壤的区域，区位优势明显，战略地位突出。

图 4：广西北部湾未来将面临高速增长时期



资料来源：广西北部湾经济区发展规划，长江证券研究部

历年来，广西地区固定资产投资增速均显著高于全国固定资产投资的平均增速。我们通过对单位固定资产投资耗钢数据进行模拟预计发现，2009 年、2010 年广西地区的钢材需求缺口在稳步扩大。

表 6：广西钢材需求模拟缺口逐步扩大

年份	固定资产投资		广西投资额		全国钢材产量		净出口	表观消费量		广西钢材供需情况	
	总量	同比	总量	同比	总量	同比		总量	同比	模拟需求量	产量
2004	58,620		1,105		31,976		-1893	33,869		638	394
2005	75,096	28%	1,554	41%	37,771	18%	-661	38,432	13%	795	520
2006	93,472	24%	1,947	25%	46,893	24%	2413	44,480	16%	927	715
2007	117,414	26%	2,600	34%	56,894	21%	4554	52,340	18%	1,159	985
2008	148,167	26%	3,320	28%	58,177	2%	4355	53,822	3%	1,206	941
2009	194,139	31%	4,690	41%	69,244	19%	238	69,006	28%	1,667	1,162
2010E	242,673	25%	6,097	30%	79,630	15%	2000	77,630	12%	1,950	1,300

资料来源：Bloomberg，Wind，CEIC，长江证券研究部

类似的情况也发生在广东省，由于高速增长的固定资产投资所带动的钢材需求上升，在供给上并不宽裕的广东省钢材需求缺口也正在逐步放大。而且，这种仅仅依靠于固定资产投资预测的钢材需求还会低估广东省诸多小型加工企业对钢材的需求。

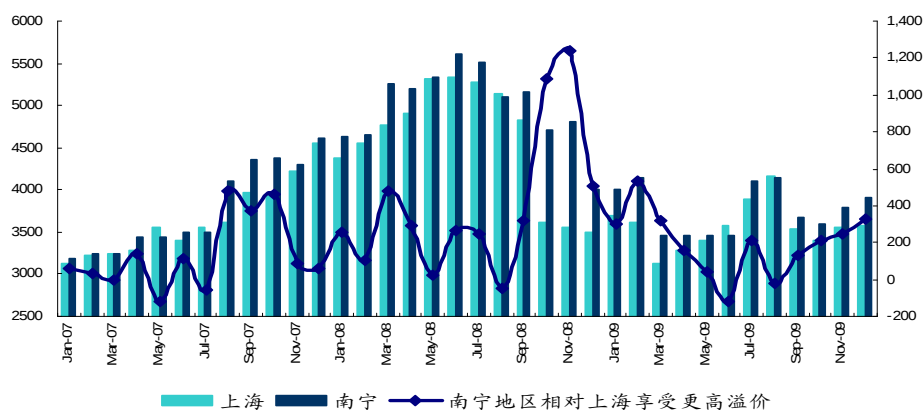
表 7：广东钢材需求模拟缺口逐步扩大

年份	固定资产投资		广东投资额		全国钢材产量		净出口	表观消费量		广东钢材供需情况	
	总量	同比	总量	同比	总量	同比		总量	同比	模拟需求量	产量
2004	58,620		4,906		31,976		-1893	33,869		2,834	1,214
2005	75,096	28%	5,761	17%	37,771	18%	-661	38,432	13%	2,948	1,416
2006	93,472	24%	6,553	14%	46,893	24%	2413	44,480	16%	3,118	1,732
2007	117,414	26%	7,360	12%	56,894	21%	4554	52,340	18%	3,281	2,027
2008	148,167	26%	8,603	17%	58,177	2%	4355	53,822	3%	3,125	2,040
2009	194,139	31%	10,238	19%	69,244	19%	238	69,006	28%	3,639	2,463
2010E	242,673	25%	11,774	15%	79,630	15%	2000	77,630	12%	3,767	2,500

资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

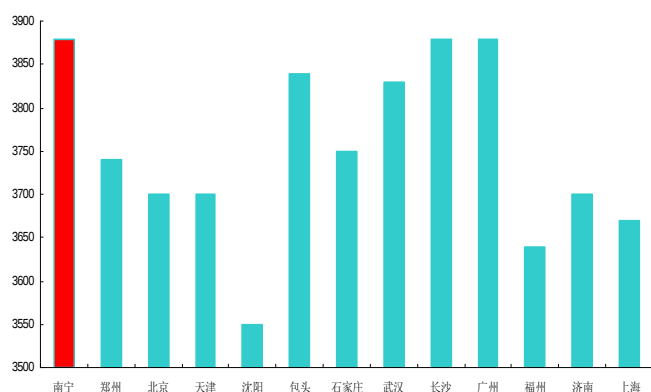
正因为此, 我们发现, 广西的钢材价格要明显高于全国平均水平。这使得在同样的成本情况下, 公司的盈利状况要好于其他地区的钢铁企业。

图 5: 与上海相比, 南宁地区螺纹钢价格享受更高溢价



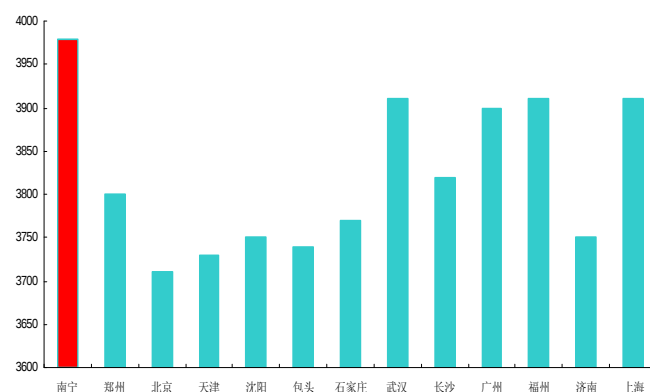
资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

图 6: 螺纹钢最新市场价来看, 柳钢具有一定区域优势



资料来源: 钢之家, 长江证券研究部

图 7: 高线最新市场价, 柳钢也相对略高



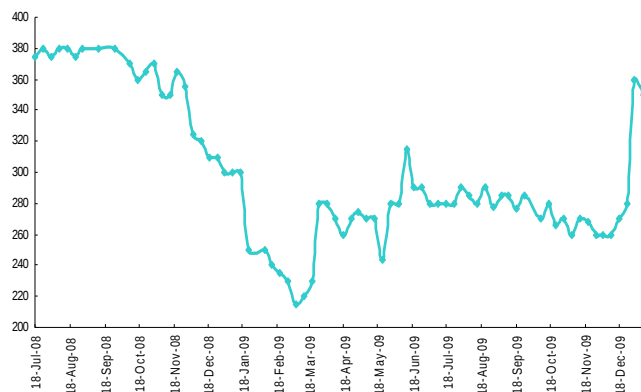
资料来源: 钢之家, 长江证券研究部

第四, 成本并无明显优势

公司所需要的矿石 70%来自进口, 30%来自国内。虽然在 70%进口矿中约有 20%为长协矿, 但该长协主要是公司与一些国外的矿山自行协商谈判签订的长期协议, 与传统意义上的长协矿石谈判并不相同。虽然公司签订的长协相对现货矿仍有一定的优势, 但传统的长协矿价仍有较大差距。因此, 基本上公司的矿石成本与市场价格波动较为一致。

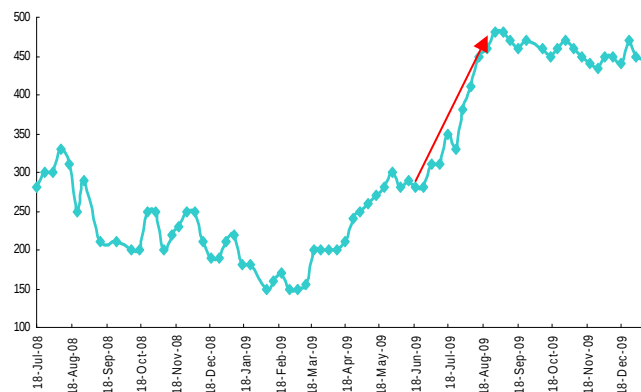
公司进口矿石主要通过湛江和防城港运输, 受制于广西省内的铁路压力, 公司 10 月份以后进口矿开始出现积压在港口的现象。出现该情况的主要原因可能在于四季度枯水期和近期省内实行的计重收费政策加重了铁路运输的负担。从防城港和湛江港的港口铁矿石库存数据上看, 近期的确上涨明显。由于进口矿到厂速度放慢, 公司目前的原料库存低于一个月的用量。

图 8：湛江港矿石港口库存近期明显增加



资料来源：Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

图 9：防城港矿石港口库存自七八月份后显著增加



资料来源：Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

第五，与集团公司的关联交易基本按照市场化方式定价

股份公司销售给集团公司的钢坯按照与柳州市品成金属材料有限公司签订的《原材料购销协议》进行。柳州市品成金属材料有限公司成立于 2007 年 5 月 30 日，注册资本 2000 万元，柳钢集团占比 30%，柳州市锐立瑞环保科技有限公司占比 45%，柳州市环源利环境资源技术开发有限公司占比 15%，广西锐立达商贸有限公司占比 10%。定价的原则为双方参照市场价格制定的协议价格。

表 8：柳钢股份购销商品、提供和接受劳务的关联交易

关联方	交易类型	交易内容	定价原则	2008 年报, 万元		2007 年报, 万元	
				金额	占比	金额	占比
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	生产用水	市场价	4,279.39	100	3,239.51	100
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	生产用电	市场价	34,354.21	39.76	16,841.11	22.31
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	煤气	市场价	75,341.87	100	53,764.22	100
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	氧气	市场价	59,126.84	100	32,987.06	100
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	其他气体	市场价	47,510.45	100	31,758.97	100
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	耐火材料	市场价	24,889.11	28.54	13,147.34	28.67
广西柳州钢铁(集团)公司	接受劳务	劳务	市场价	2,562.91	2.54	22,059.63	18.61
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	粉矿	市场价	1,493.28	0.15	2,783.96	0.44
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	备件材料	市场价	27,223.93	8.21	18,505.65	1.43
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	废钢	市场价	10,090.64	16.83	2,979.34	10.23
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	焦粉	市场价	286.34	2.18	157.30	8.45
广西柳州钢铁(集团)公司	购买商品	其他	市场价	498.45	0.56	94.25	0.09
柳州兴钢建筑安装工程处	接受劳务	劳务	市场价	17,821.79	17.7	13,706.39	11.56
柳州兴钢建筑安装工程处	购买商品	废钢	市场价	153.27	0.26		
小计				305,632.48		212,024.73	
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	轧钢边角料	市场价	2,027.65	13.92	5,450.02	75.58
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	钢坯	市场价			34,115.94	6.21
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	煤气	市场价	117,402.74	100	86,257.53	100
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	碎焦	市场价	6,356.46	99.24	3,496.48	99.24
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	TRT 发电	市场价	6,341.60	100	3,657.27	100
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	代购代销	市场价	42,101.95	63.43	41,335.43	100

备件材料							
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	钢材	市场价	195.21	0.01	128.12	0.01
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	生铁	市场价	395.35	100	177.27	100
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	煤气	市场价			156.27	38.89
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	辅料	市场价	1,101.15	20.53	118.99	25.32
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	吊装费	市场价	8.26	0.45	115.69	8.96
广西柳州钢铁(集团)公司	销售商品	蒸汽	市场价	1,437.58	100		
柳州兴钢建筑安装工程处	销售商品	备件材料	市场价	4,480.12	7.21	498.96	0.98
柳州兴钢建筑安装工程处	销售商品	辅料	市场价	6.52	0.59		
柳州市品成金属材料有限公司	销售商品	钢坯	市场价	1,022,123.68	99.77	287,898.36	52.42
柳州市品成金属材料有限公司	销售商品	废钢	市场价	6,413.63	44.03		
柳州市品成金属材料有限公司	销售商品	运费	市场价	1,829.42	99.36		
小计				1,212,221.32		463,406.33	
合计				1,517,853.80		675,431.06	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从 2008 年年报中公布的数据来看，2008 年公司主营业务收入中钢坯占比达到 41%，毛利占比达到 52%。向集团公司以关联交易模式销售的钢坯是股份公司毛利的重要来源之一。

图 10：2008 年主营收入中钢坯占比 41%

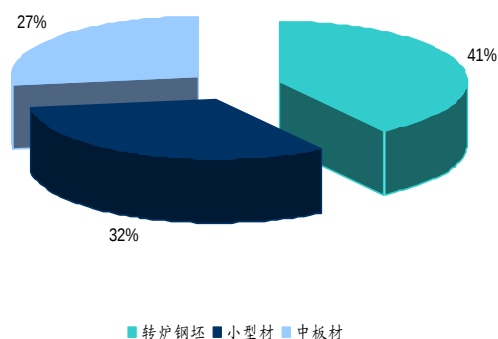
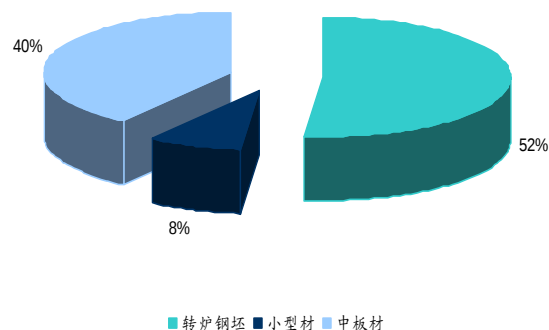


图 11：2008 年主营业务毛利中钢坯占比 52%

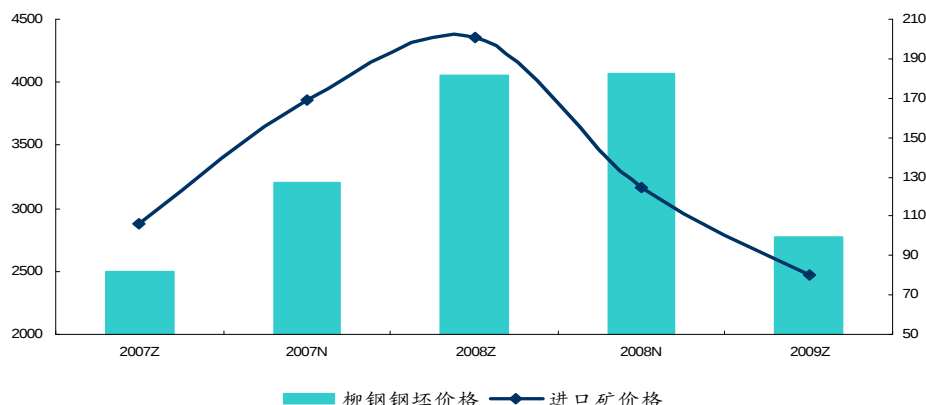


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

我们将进口矿价格与关联交易的吨钢钢坯价格进行对比发现，钢坯定价基本与矿石价格变化趋势保持一致，市场化程度较高。

图 12：柳钢股份销售给集团公司的钢坯关联交易价格基本按照市场化定价

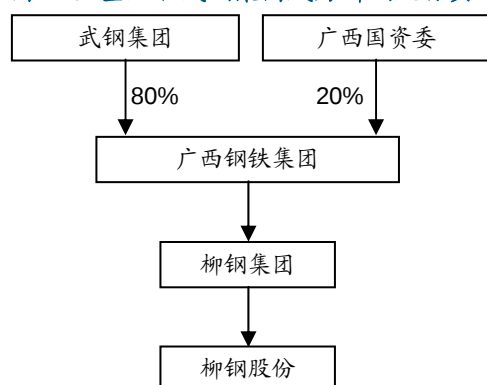


资料来源：Mysteel，公司公告，长江证券研究部

第六，柳钢集团与武钢集团防城港项目的整合是带动公司未来大发展的契机

在广西钢铁集团防城港项目的重组整合中，武钢集团以现金出资 374.696 亿元，占注册资本的 80%，广西国资委以广西柳州钢铁（集团）公司 2008 年 3 月 31 日为基准日的净资产评估值 93.674 亿元出资，占注册资本的 20%。

图 13：重组后武钢集团成为柳钢股份实际控制人



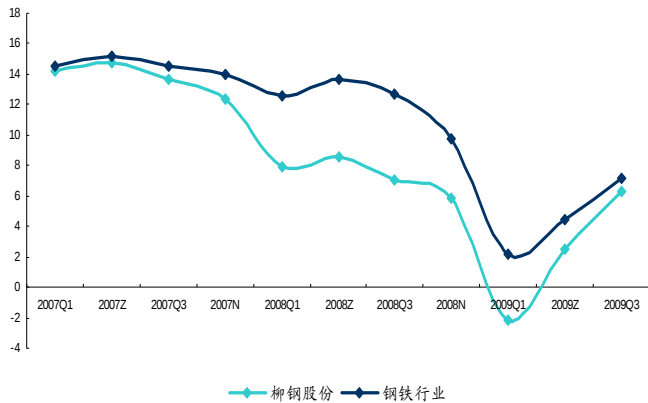
资料来源：公司公告，长江证券研究部

因此，在整合之后，柳钢股份的控制人将变为武钢集团，未来武钢集团对公司的技术和管理上的支持以及防城项目的开工投产都将为公司未来的进一步发展打下良好基础。

第七，行业复苏的大背景下业绩弹性突出

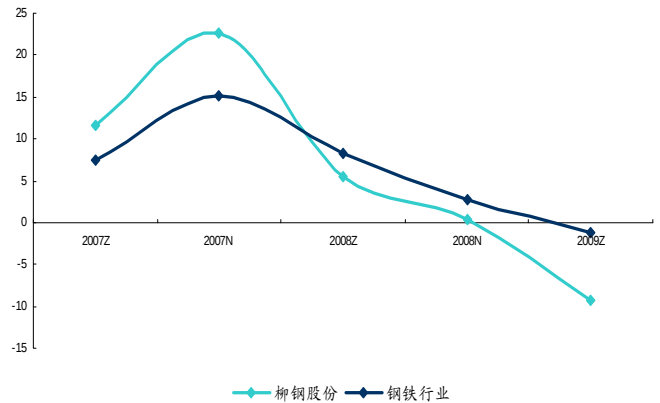
由于公司的钢价和成本均是现货交易，因此，公司的盈利水平与行业景气高度相关。这点从公司的毛利变化及 ROE 水平上可以明显看出。不过，由于产品结构、产能扩张及区域价格问题，过去几年公司业绩有放大行业景气或衰退的表现。

图 14: 公司销售毛利率与行业平均水平高度相关



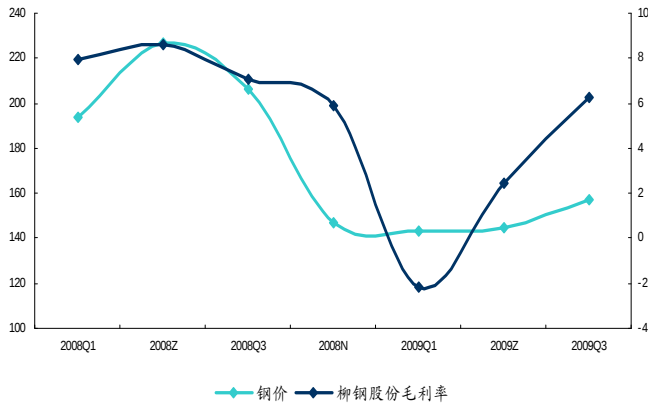
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 15: 柳钢股份 ROE 与行业平均水平高度相关



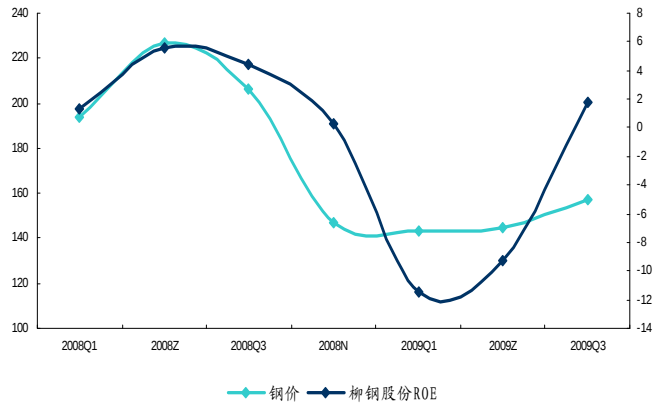
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 16: 钢价与柳钢毛利率走势较为相关



资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

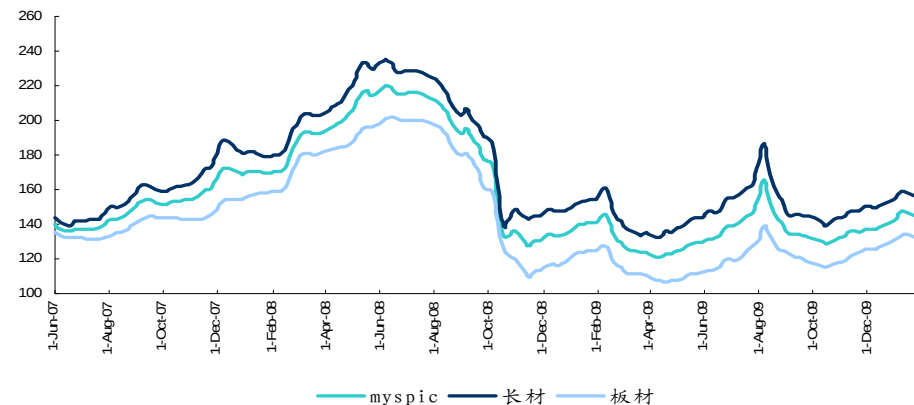
图 17: 钢价也与柳钢的 ROE 水平直接相关



资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

对于钢价的判断是钢铁股投资的主要逻辑之一。虽然目前利多和利空的因素均存在，但考虑到整体钢价仍处于低位，而主要下游用钢行业均在向好，因此我们认为钢价上涨的概率理应较大。

图 18: 钢价上涨的概率较大

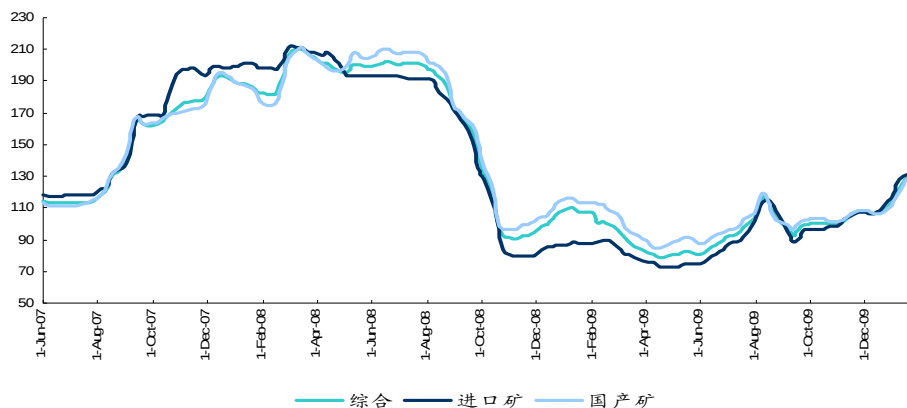


资料来源: Wind, 长江证券研究部

不仅如此，不断上涨的矿石价格也是钢价未来上涨的重要支撑。根据我们之前的研究结论，2010 年整体供需偏紧的矿

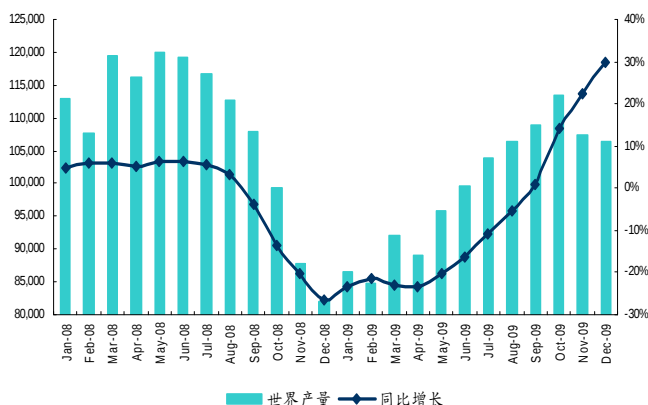
石价格上涨的概率很大，距离历史均值尚有较大距离的国际粗钢产能利用率更是为矿石价格的进一步上涨提供了有力支撑。

图 19: 矿石价格的上涨对钢价的支撑将逐步显现



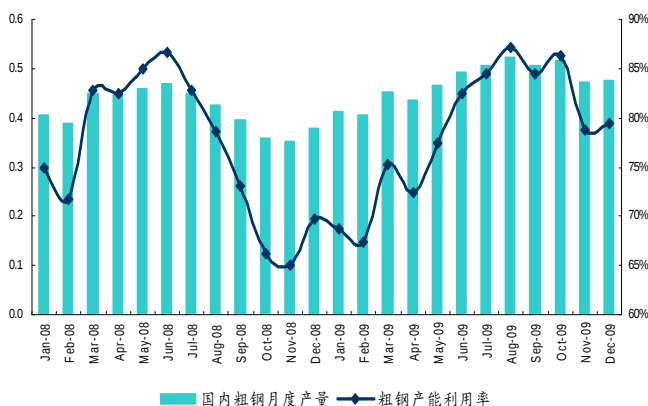
资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 20: 国际钢铁产量恢复趋势极为明显，稳步复苏



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 22: 国内粗钢产能利用率维持高位



资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

图 21: 扣除中国后其他国家产量同比迅速增长



资料来源: Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 23: 世界粗钢产能利用率仍低于历史均值



资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 长江证券研究部

第八，预计公司 2010 年 EPS 为 0.43 元，首次给予“谨慎推荐”评级

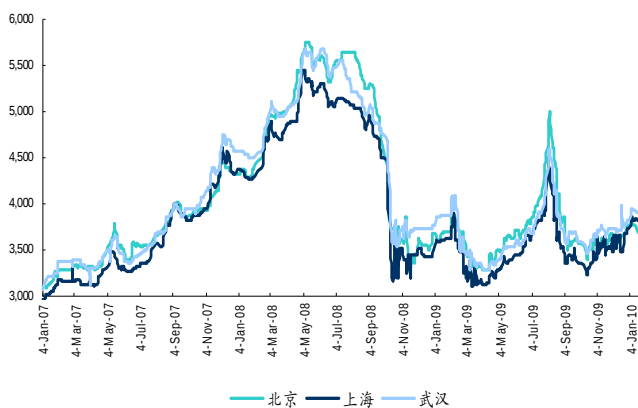
鉴于四季度国内钢价环比三季度略有下滑，我们预计柳钢股份四季度业绩为 0.09 元左右。

表 9：对四季度业绩进行粗略预测，EPS 应该在 0.094 元左右

品种	四季度销售量	吨钢净利	净利润（亿元）	总股本（亿元）	贡献 EPS
钢坯	90	100	0.900	25.63	0.035
中厚板	40	100	0.400	25.63	0.016
中型材	17	150	0.255	25.63	0.010
高线	17	150	0.255	25.63	0.010
棒材	40	150	0.600	25.63	0.023
四季度 EPS 预计					0.094

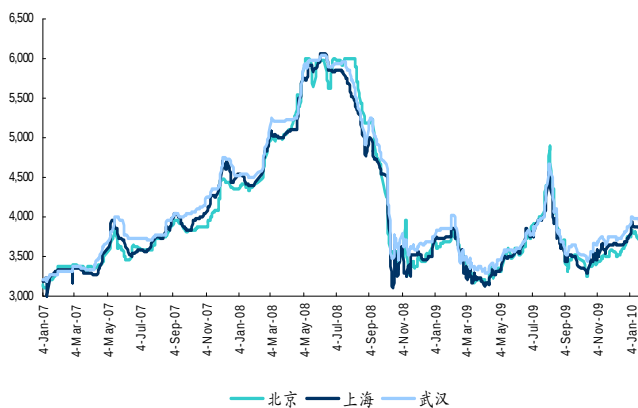
资料来源：钢之家，长江证券研究部预测

图 24：螺纹钢四季度价格环比三季度略有回落



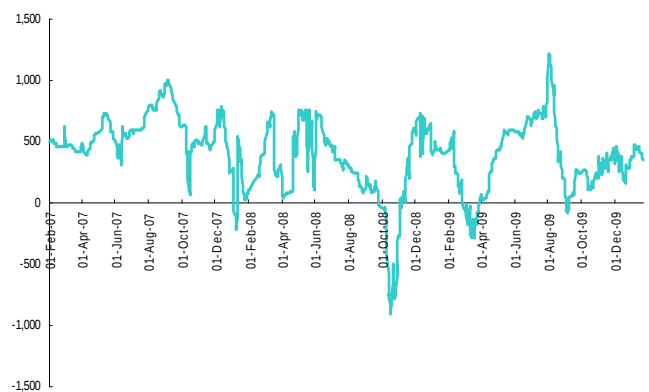
资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 26：线材四季度均价环比三季度下滑



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 25：四季度螺纹钢估算毛利均值也适度下滑



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 27：线材四季度估算毛利均值有所下滑



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

综合考虑行业复苏的大背景以及产能扩张的情况，我们预计公司 2010 年 EPS 为 0.43 元。在估值不占明显优势的情况下，首次给予公司“谨慎推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	29217	27875	41602	47979	货币资金	452	2787	4160	4798
营业成本	27498	26149	38290	43484	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1718	1726	3311	4496	应收账款	223	194	289	334
% 营业收入	5.9%	6.2%	8.0%	9.4%	存货	3892	3702	5420	6155
营业税金及附加	170	163	243	280	预付账款	855	806	1179	1339
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	58	56	83	96	流动资产合计	5476	7545	11133	12722
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	896	836	1248	1439	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	479	356	433	458	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	1.3%	1.0%	1.0%	固定资产合计	9886	9931	10070	10126
资产减值损失	93	-3	7	3	无形资产	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	17	0	1	1
营业利润	22	318	1297	2219	其他非流动资产	-1637	-1637	-1637	-1637
% 营业收入	0.1%	1.1%	3.1%	4.6%	资产总计	13743	15840	19568	21213
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	4692	6678	8394	7954
利润总额	22	318	1297	2219	应付款项	1613	1518	2223	2524
% 营业收入	0.1%	1.1%	3.1%	4.6%	预收账款	682	641	957	1104
所得税费用	7	48	195	333	应付职工薪酬	19	26	38	43
净利润	16	270	1103	1886	应交税费	23	27	57	80
归属于母公司所有者的净利润	15.5	270.2	1102.8	1886.4	其他流动负债	21	27	39	45
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	7050	8917	11708	11749
EPS (元/股)	0.01	0.11	0.43	0.74	长期借款	1930	1930	1930	1930
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1068	1425	1071	2598	其他非流动负债	10	10	10	10
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	8991	10858	13648	13689
收回现金					归属于母公司	4753	4982	5920	7523
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-2501	-679	-816	-780	股东权益	4753	4982	5920	7523
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	13743	15840	19568	21213
投资活动现金流净额	-2501	-679	-816	-780	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.006	0.105	0.430	0.736
银行贷款增加 (减少)	1720	1986	1716	-440	BVPS	1.85	1.94	2.31	2.94
筹资成本	767	-397	-598	-741	PE		67.43	16.52	9.66
其他	-1546	0	0	0	PEG	2.97	0.17	0.04	0.02
筹资活动现金流净额	941	1589	1118	-1181	PB	3.83	3.66	3.08	2.42
现金净流量	-492	2335	1373	638	EV/EBITDA	21.61	18.38	10.13	6.85
					ROE	0.3%	5.4%	18.6%	25.1%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。