

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

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

2 季度销量增加毛利率下降，净利润环比略有下滑

事件描述

太钢不锈今日公布 2011 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 458.37 亿元，同比增长 5.57%；营业成本 421.72 亿元，同比增长 7.13%；实现归属于母公司所有者净利润 8.38 亿元，同比增长 3.48%；实现 EPS 为 0.15 元。

其中 2 季度公司实现营业收入 242.89 亿元，同比增长 6.33%；营业成本 224.20 亿元，同比增长 9.98%；实现归属于母公司所有者净利润 3.87 亿元，同比增长 5.56%；2 季度实现 EPS 为 0.07 元，1 季度 EPS 为 0.08 元。

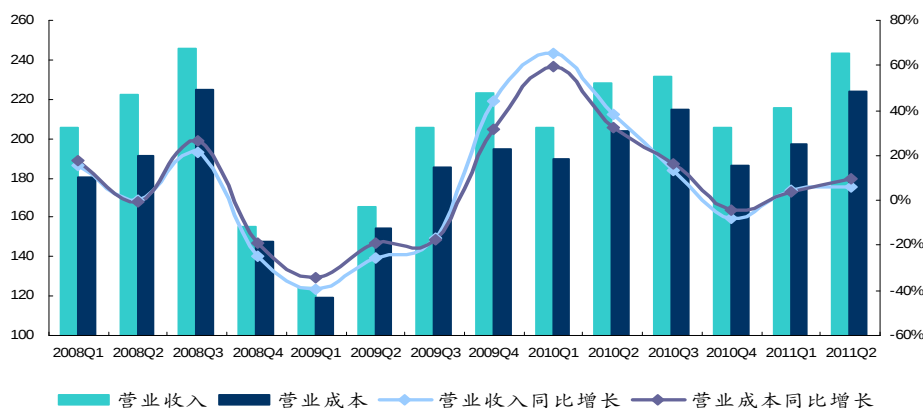
公司上半年生产钢 498.80 万吨，同比增长 0.35%，其中不锈钢 145.55 万吨，同比增长 3.14%；

事件评论

第一，2 季度营业收入与营业成本同比均增长且增速有所扩大，环比 1 季度均有所增长

2 季度公司实现营业收入 242.89 亿元，同比增长 6.33%，1 季度收入同比增速为 4.72%；营业成本 224.20 亿元，同比增长 9.98%，1 季度成本同比增速为 4.07%；实现归属于母公司所有者净利润 3.87 亿元，同比增长 5.56%；2 季度实现 EPS 为 0.07 元，1 季度 EPS 为 0.08 元。

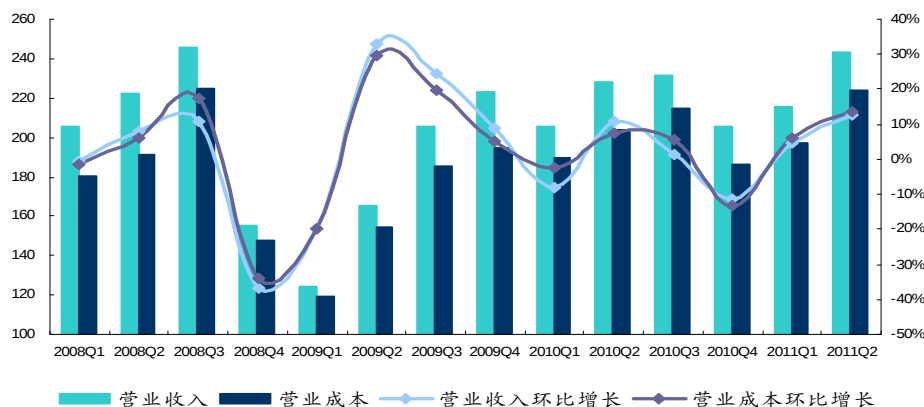
图 1：2 季度营业收入与营业成本同比均增长，增速小幅上升



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，2 季度营业收入环比增长 12.72%，1 季度收入环比增速为 4.63%；营业成本环比增长 13.51%，1 季度成本环比增速为 6.14%。

图 2：2 季度营业收入与营业成本环比均增长



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

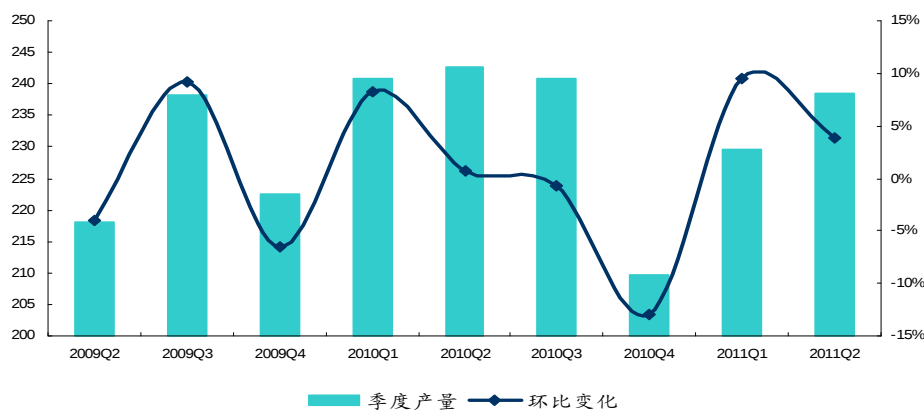
产量方面，2 季度各月产量均维持高位，综合来看，2 季度产量环比 1 季度略有增长。

图 3：2 季度各月份产量维持高位，5 月份产量有所回落



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

图 4：2 季度产量环比 1 季度小幅增长

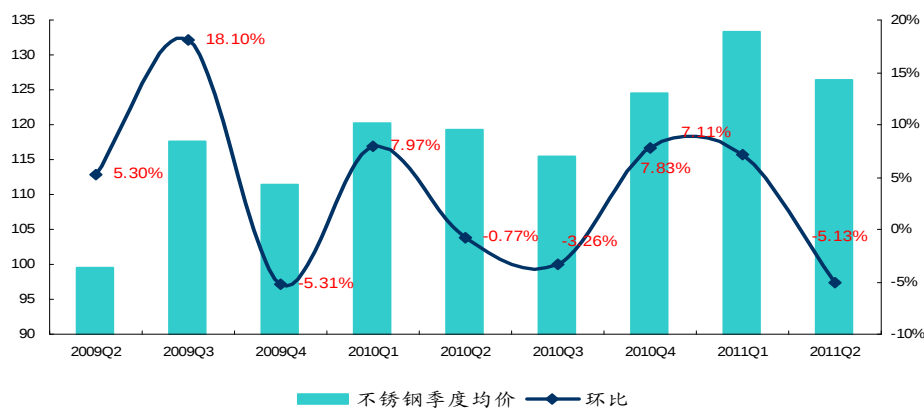


资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

从钢价来看，2 季度国内不锈钢均价环比有所下降，普碳钢均价环比小幅上涨，综合来看 2 季度钢材市场均价环比应该并未出现明显改善。

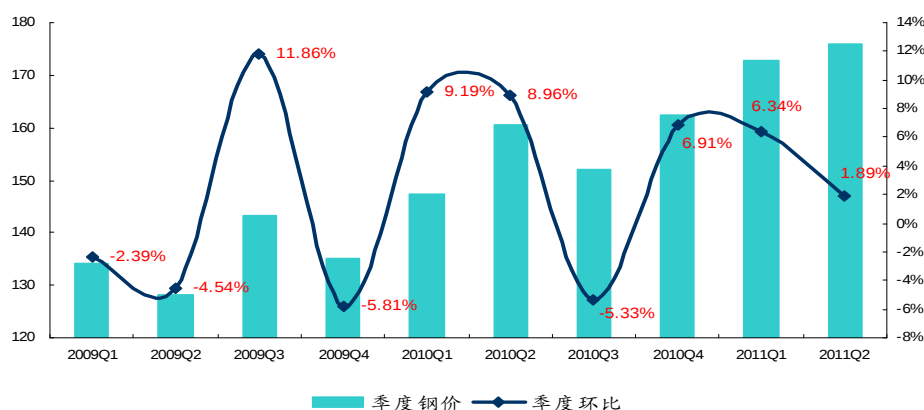
因此, 综合来看, 公司 2 季度收入环比增长 12.72% 可能的原因有: 1、虽然市场价均价 2 季度环比并未出现明显改善, 但公司因其产品的特性以及雄厚的技术实力可能享有一定幅度的溢价, 实际销售均价可能相比市场价有一定的优势; 2、公司 2 季度销量应该出现了较大幅度的增加从而成为营业收入环比增加的主要原因, 这点从 2 季度存货水平环比大幅下降 11.44% 也可得到一定的支持。

图 5: 2 季度不锈钢价格小幅下降



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

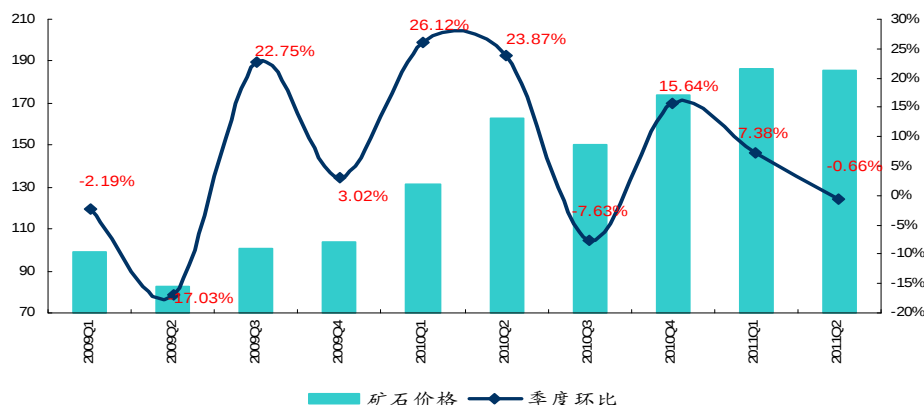
图 6: 2 季度国内市场均价环比 1 季度基本持平



资料来源: Mysteel, 钢之家, 长江证券研究部

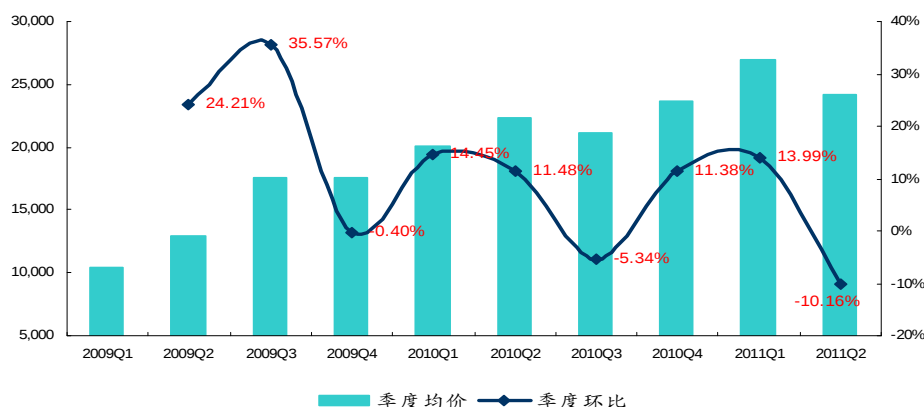
2 季度营业成本环比增长 13.51%，涨幅大于收入。主要原材料矿石以及镍 2 季度均价环比 1 季度均有所下降，因此成本环比涨幅大于收入可能源于公司使用了部分前期高价原料库存所致。

图 7：2 季度矿石成本环比 1 季度小幅下降



资料来源：Mysteel，钢之家，长江证券研究部

图 8：2 季度 LME 镍现货价环比 1 季度有所下降



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第二，2 季度毛利率环比有所下降，净利润环比小幅下降

从半年度同比来看，各产品的毛利率较上年同期均有所下降，其中普通钢材的毛利率下降幅度最大，达 3.38 个百分点。

表 1：上半年各产品盈利能力同比均有所下降

分行业或分产品	主营业务 收入	营业业务 成本	主营业务利 润率	主营业务收入比 上年同期增减	主营业务成本比 上年同期增减	主营业务利润率 比上年同期增减
分行业						
冶金钢铁行业	458.16	421.57	7.99%	5.64%	7.20%	-1.33%
分产品						
不锈钢材	211.50	194.48	8.05%	16.27%	18.61%	-1.81%
普通钢材	140.09	122.19	12.78%	10.34%	14.79%	-3.38%
普通钢坯	19.85	19.41	2.21%	-0.56%	0.57%	-1.10%
其他	86.72	85.50	1.42%	-17.30%	-17.43%	0.16%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 2：相比去年全年，各产品盈利能力均有所下降

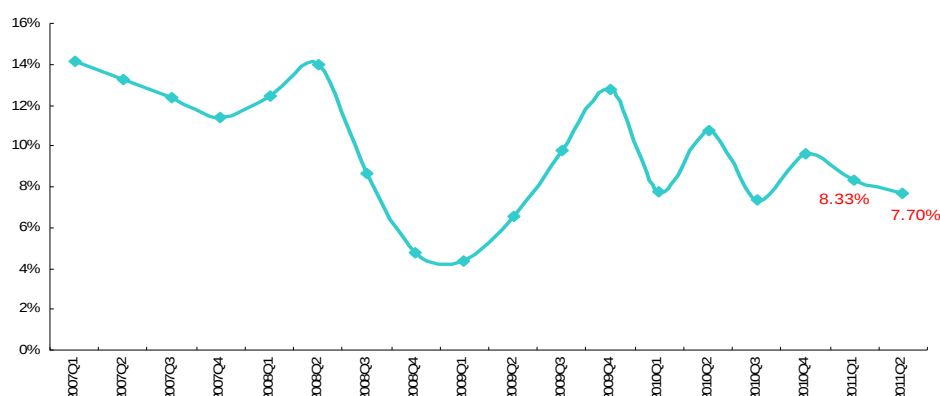
各产品毛	毛利率	收入占比
------	-----	------

利率	不锈钢材	普通钢材	普通钢坯	其他	不锈钢材	普通钢材	普通钢坯	其他
2006Z	11.81%		6.93%	4.50%	34.44%		13.61%	7.49%
2006N	13.57%		8.43%	7.89%	30.95%		9.85%	16.30%
2007Z	14.50%		8.50%	5.35%	33.95%		4.34%	19.79%
2007N	10.76%		7.90%	5.21%	23.14%		5.41%	17.01%
2008Z	7.76%	22.49%	8.00%	5.06%	43.38%	38.95%	7.17%	10.50%
2008N	5.59%	19.25%	5.60%	1.74%	37.77%	38.84%	6.43%	16.96%
2009Z	6.30%	7.46%	2.07%	1.29%	42.44%	33.69%	4.77%	18.94%
2009N	8.61%	17.06%	5.15%	2.33%	39.10%	28.34%	4.30%	28.26%
2010Z	9.86%	16.16%	3.31%	1.26%	41.89%	29.24%	4.60%	24.15%
2010N	9.79%	14.83%	2.63%	1.31%	43.39%	28.20%	4.52%	23.89%
2011Z	8.05%	12.78%	2.21%	1.42%	46.16%	30.58%	4.33%	18.93%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

季度环比来看，2 季度收入环比增幅小于成本，综合毛利率由 8.33% 下降至 7.70%。

图 9：2 季度毛利率环比 1 季度有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从简化利润表来看，综合毛利率有所下降，但营业收入增长依然带动主营利润小幅增加。虽然公司费用率 2 季度小幅下降，但收入的增加依然使得费用绝对额增长，同时公司还 2 季度计提了 0.81 亿元的减值准备，使得 2 季度营业利润环比 1 季度小幅下降。

少数股东权益在 2 季度为正，达到 0.14 亿元，在少数股东权益的影响下，虽然 2 季度营业外收入有所增加且所得税费用小幅下降，净利润依然环比下降。

2 季度 0.81 亿元的资产减值损失主要是计提了 0.74 亿元的存货跌价准备所致，少数股东权益源于新临钢出现盈利。

表 3：2 季度期间费用、资产减值损失增加使得净利润小幅下降

太钢不锈钢利润简表	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	124.34	165.24	205.27	223.43	205.76	228.43	231.85	205.94	215.48	242.89
毛利率	4.37%	6.57%	9.80%	12.79%	7.76%	10.76%	7.35%	9.63%	8.33%	7.70%
主营利润	5.43	10.85	20.11	28.57	15.97	24.57	17.03	19.84	17.96	18.69
三项费用率	9.80%	7.62%	6.18%	4.92%	5.17%	6.16%	6.34%	7.00%	5.81%	5.41%
销售费用	2.49	2.64	2.98	3.09	3.17	3.22	3.01	3.11	2.82	2.99
管理费用	6.75	7.20	7.48	6.18	5.08	7.80	8.71	8.24	7.21	7.77

财务费用	2.94	2.75	2.23	1.73	2.39	3.05	2.98	3.06	2.48	2.38
期间费用	12.18	12.59	12.69	11.00	10.64	14.07	14.70	14.41	12.51	13.14
营业税金及附加	0.31	0.37	0.24	0.16	0.21	0.19	0.22	0.23	0.53	0.46
资产减值损失	0.00	-2.30	-0.08	8.29	0.00	6.35	0.00	1.92	0.00	0.81
投资收益	-0.08	-0.04	-0.02	-0.09	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.04	-0.08
营业利润	-7.13	0.15	7.25	9.03	5.12	3.95	2.11	3.30	4.87	4.22
营业外收入	0.10	0.11	0.20	0.48	0.01	0.11	0.04	0.33	0.05	0.18
营业外支出	0.06	0.09	0.19	0.29	0.12	0.06	0.08	0.14	0.10	0.14
利润总额	-7.10	0.17	7.25	9.22	5.01	4.00	2.07	3.49	4.82	4.26
所得税费用	0.08	-0.02	0.06	0.48	0.53	0.21	0.36	-0.25	0.35	0.25
少数股东净损益	-0.03	-0.14	0.04	0.03	0.05	0.12	-0.10	-0.07	-0.04	0.14
归属于母公司净利润	-7.14	0.34	7.16	8.71	4.43	3.67	1.81	3.81	4.51	3.87
净利率	-5.77%	0.11%	3.51%	3.91%	2.18%	1.66%	0.74%	1.82%	2.07%	1.65%
存货	119.97	122.79	128.48	124.1	142.18	145.43	150.25	134.36	145.52	128.88
最新股本	56.96	56.96	56.96	56.96	56.96	56.96	56.96	56.96	56.96	56.96
每股收益	-0.13	0.01	0.13	0.15	0.08	0.06	0.03	0.07	0.08	0.07

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 4：上半年资产减值损失来自于存货跌价准备

项目	年初余额	本期增加	本期减少		期末余额
			转回	转销	
坏账准备	0.27	0.07			0.34
存货跌价准备	2.01	0.74		2.01	0.74
可供出售金融资产减值准备					
持有至到期投资减值准备					
长期股权投资减值准备					
投资性房地产减值准备					
固定资产减值准备	0.00				0.00
工程物资减值准备					
在建工程减值准备					
无形资产减值准备					
商誉减值准备					
其他					
合计	2.28	0.81		2.01	1.08

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 5：主要控股子公司上半年经营情况统计

主要控股子公司				
名称	经营范围	持股比例	少数股东权益	经营情况
山西新临钢钢铁有限公司	钢材、钢坯、钢锭、生铁及钢铁生产所需原材料、油脂产品	51%	6.45	净利润 0.328 亿元
山西太钢不锈钢钢管有限公司	不锈钢无缝管、焊接管及不锈钢制品的生产、加工、销售	92.86%	0.64	5 万吨不锈钢无缝钢管项目已基本完工
山西太钢不锈钢	不锈钢及金属压延加工	60%	3.94	高强度精密带钢技术改

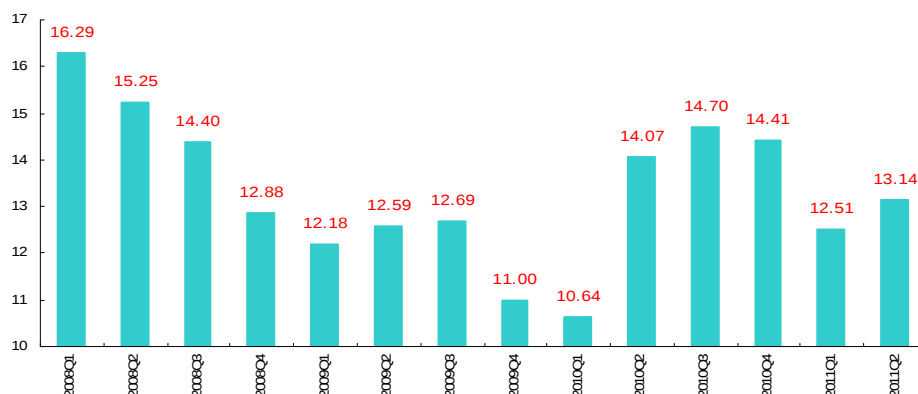
精密带钢有限公司

造工程正在生产调试中

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，费用水平环比增加但费用率下降，存货水平环比下降幅度较大

2 季度公司费用总额为 13.14 亿元，环比 1 季度的 12.51 亿元有所增加，但依然维持基本的平稳。

图 10：2 季度公司费用水平环比有所增加

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

不过从分项费用率来看，公司三项费用率均出现了小幅下降。

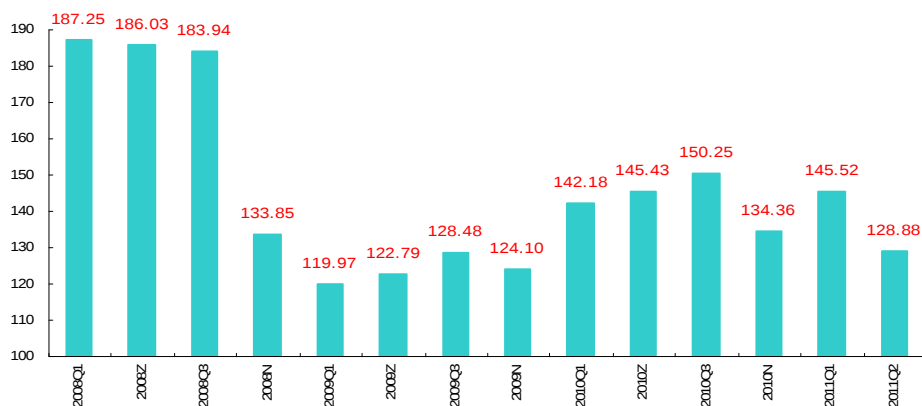
表 6：2 季度公司三项费用率均小幅下降

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率		三项费用率	
	太钢不锈	行业均值	太钢不锈	行业均值	太钢不锈	行业均值	太钢不锈	行业均值
2007Q1	1.43%	1.41%	2.60%	2.39%	1.11%	1.03%	5.14%	4.83%
2007Q2	1.33%	1.41%	2.48%	2.70%	1.37%	1.01%	5.17%	5.12%
2007Q3	1.70%	1.38%	2.97%	2.72%	1.41%	1.07%	6.08%	5.17%
2007Q4	1.72%	1.41%	3.37%	2.88%	1.74%	1.08%	6.83%	5.37%
2008Q1	1.47%	1.23%	4.16%	2.63%	2.29%	1.20%	7.92%	5.06%
2008Q2	1.54%	1.15%	3.41%	2.62%	1.91%	1.12%	6.86%	4.89%
2008Q3	1.40%	1.14%	2.64%	2.53%	1.81%	1.20%	5.85%	4.87%
2008Q4	1.99%	1.22%	3.82%	2.65%	2.48%	1.34%	8.29%	5.21%
2009Q1	2.00%	1.22%	5.43%	3.33%	2.36%	1.65%	9.80%	6.20%
2009Q2	1.60%	1.24%	4.36%	3.58%	1.66%	1.64%	7.62%	6.46%
2009Q3	1.45%	1.25%	3.64%	3.52%	1.09%	1.55%	6.18%	6.32%
2009Q4	1.38%	1.27%	2.77%	3.44%	0.77%	1.44%	4.92%	6.15%
2010Q1	1.54%	1.23%	2.47%	2.78%	1.16%	1.31%	5.17%	5.32%
2010Q2	1.41%	1.19%	3.41%	2.80%	1.34%	1.26%	6.16%	5.25%
2010Q3	1.30%	1.20%	3.76%	2.80%	1.29%	1.20%	6.34%	5.20%
2010Q4	1.51%	1.37%	4.00%	2.96%	1.49%	1.20%	7.00%	5.53%
2011Q1	1.31%	1.09%	3.35%	2.71%	1.15%	1.30%	5.81%	5.10%
2011Q2	1.23%		3.20%		0.98%		5.41%	

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

期末公司存货为 128.88 亿元，环比 1 季度末的 145.52 亿元有所下降。

图 11: 2 季度存货水平环比有较大幅度的下降



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

分品种来看, 相比年初, 在产品、自制半成品和库存商品的账面价值有所增加, 原材料金额下降幅度较大。

由于公司 1 季度库存大幅增加, 2 季度又有了较大幅度的下降, 综合公司 2 季度的收入数据来看, 我们预计公司 1 季度库存商品应该有较大幅度的增加, 而这一部分又在 2 季度有集中的销售。

表 7: 库存分品种统计情况

项目	期末金额			期初金额		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	54.95	0.00	54.95	71.49	0.00	71.49
辅助材料	1.47		1.47	1.70		1.70
修理用备件	4.71		4.71	4.75		4.75
低值易耗品	0.41		0.41	0.39		0.39
大型工具	4.83		4.83	5.42		5.42
在产品、自制半成品	19.35		19.35	16.53		16.53
库存商品	42.17	0.74	41.44	34.05	2.01	32.04
外购半成品	0.01		0.01	0.01		0.01
材料采购	0.01		0.01	0.01		0.01
委托加工物质	1.71		1.71	2.01		2.01
合计	129.61	0.74	128.88	136.37	2.01	134.36

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从各品种占存货比来看, 在产品、自制半成品和库存商品占比有所上升, 原材料占比有所下降, 其余品种占比变化幅度不大。

表 8: 库存品种占比统计情况

项目	期初账面价值	期初占比	期末账面价值	期末占比
原材料	71.49	53.21%	54.95	42.63%
辅助材料	1.70	1.26%	1.47	1.14%
修理用备件	4.75	3.54%	4.71	3.65%
低值易耗品	0.39	0.29%	0.41	0.32%
大型工具	5.42	4.04%	4.83	3.75%

在产品、自制半成品	16.53	12.30%	19.35	15.01%
库存商品	32.04	23.85%	41.44	32.15%
外购半成品	0.01	0.01%	0.01	0.01%
材料采购	0.01	0.01%	0.01	0.01%
委托加工物质	2.01	1.49%	1.71	1.32%
合计	134.36	100.00%	128.88	100.00%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

另外，报告期内，公司计提了 0.74 亿元的存货跌价准备，并对前期计提的 2.01 亿元予以转销。

表 9：存货跌价准备情况

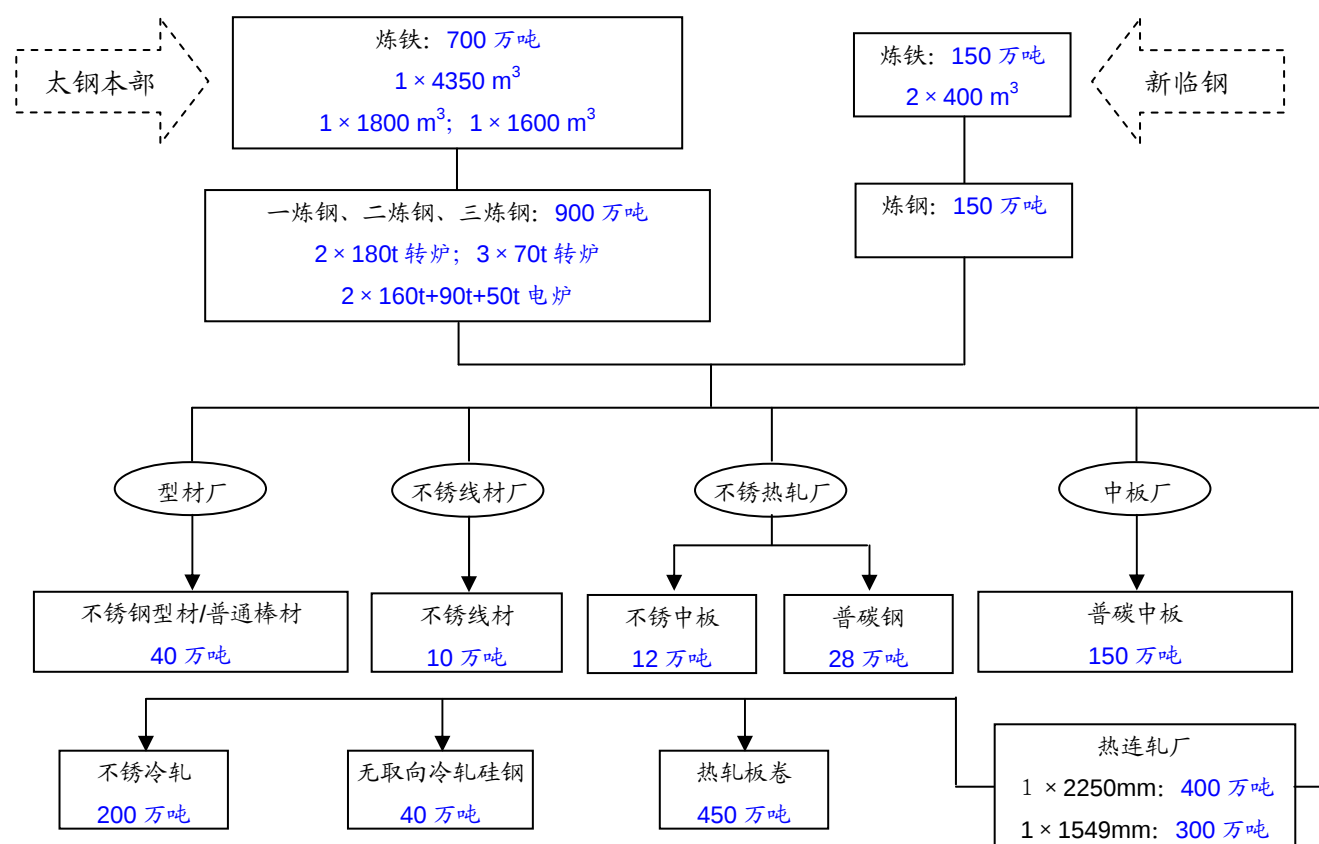
项目	年初账面余额	本期计提额	本期减少额 转回	转销	年末账面 余额
原材料	0.00				0.00
库存商品	2.01	0.74		2.01	0.74
合计	2.01	0.74		2.01	0.74

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第四，2011 年增长来自行业复苏、产量增长与品种结构调整，成本优势后期将逐步显现

公司钢铁产能合计约 1000 万吨，作为国内规模最大的不锈钢生产企业，不锈钢生产能力约 300 万吨。

图 12：公司主要生产线情况统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司 2011 年业绩的提升主要来自以下几个方面：

- ✓ 行业复苏：从全年来看，不论不锈钢还是普碳钢，盈利能力底部逐步抬升应该是一个趋势；
- ✓ 产量增长：公司总产能约 1000 万吨，暂时维持稳定，不过随着工艺的提升仍可能存在小幅的增长；
- ✓ 品种结构调整：结构的调整一方面来自不锈钢产能利用率的提升，另一方面不锈钢本身也存在着不同品种之间的结构调整；

1、2010 年不锈钢产量约 270 万吨，钢材产量约 240 万吨，2011 年预计不锈钢产量可达到 300 万吨，上半年公司实现不锈钢产量 145.55 万吨，同比增长 3.14%；

2、400 系品种占比将进一步增加：2010 年 400 系不锈钢品种占比约 45%，2011 年公司将有意识加大 400 系品种的比例。据了解，由于售价偏低，400 系品种产品毛利率高于 300 系，而且也更容易打开市场。

此外公司拥有一定的资源及成本优势，主要体现在以下几个方面：

- ✓ 本部所需矿石的 50%约由集团公司提供（约 600 万吨），采购价格为参考上一个半年度海关平均到岸价的基础上给予不少于 15%的优惠；
- ✓ 公司发电目前自给率较高，仅需交部分上网费，每度电成本约 0.2 元左右，成本优势明显；
- ✓ 公司参股的袁家沟铁矿预计 2011 年底投产，2012 年有 500 万吨左右的产量，2013 年达产。达产后将拥有 2200 万吨铁矿石和 750 万吨铁精矿生产能力。除了股份公司至少参股 35%带来的直接权益矿以外，公司 700 万吨炼铁能力所需的铁矿石将完全由集团公司提供。虽然股份公司与集团公司的矿石采购协议在 2011 年需要重新签订一个，不过预计发生较大变动的可能性不大。

第五，维持“谨慎推荐”评级

维持前期的盈利预测，预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.36 元和 0.47 元，维持“谨慎推荐”评级。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	87198	89823	94549	95919	货币资金	4573	8982	9455	9592
营业成本	79457	81130	84889	85611	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7741	8693	9661	10308	应收账款	1311	1294	1362	1382
% 营业收入	8.9%	9.7%	10.2%	10.7%	存货	13436	13766	14404	14526
营业税金及附加	85	88	92	94	预付账款	1621	1621	1696	1710
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1251	1258	1324	1343	流动资产合计	21833	26561	27862	28170
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2983	3054	3215	3261	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	长期股权投资	1000	1000	1000	1000
财务费用	1148	1568	1439	1191	投资性房地产	4	4	4	4
% 营业收入	1.3%	1.7%	1.5%	1.2%	固定资产合计	40310	37336	34027	30449
资产减值损失	827	0	1	0	无形资产	333	316	300	285
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	125	0	0	0
营业利润	1448	2727	3590	4419	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	3.0%	3.8%	4.6%	资产总计	63605	65218	63194	59908
营业外收支	9	0	0	0	短期贷款	12080	11524	6752	544
利润总额	1457	2727	3590	4419	应付款项	6212	6377	6672	6729
% 营业收入	1.7%	3.0%	3.8%	4.6%	预收账款	1940	1976	2080	2110
所得税费用	85	682	897	1105	应付职工薪酬	264	243	254	257
净利润	1372	2045	2692	3314	应交税费	-219	31	40	48
归属于母公司所有者					其他流动负债	852	854	893	901
的净利润	1372.3	2045.2	2692.3	3314.5	流动负债合计	21129	21004	16692	10589
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	19290	19290	19290	19290
EPS (元/股)	0.24	0.36	0.47	0.58	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	250	250	250	250
经营活动现金流净额	4212	8138	8433	9292	负债合计	40669	40543	36231	30128
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	21843	23581	25869	28687
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1094	1094	1094	1094
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	22936	24675	26963	29780
固定资产投资	-3564	-1298	-1345	-1259	负债及股东权益	63605	65218	63194	59908
其他	-88	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-3652	-1298	-1345	-1259		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.241	0.359	0.473	0.582
股权融资	267	0	0	0	BVPS	3.83	4.14	4.54	5.04
银行贷款增加 (减少)	2181	-556	-4772	-6208	PE	19.72	13.23	10.05	8.16
筹资成本	1869	-1874	-1843	-1688	PEG	0.58	0.39	0.29	0.24
其他	-3627	0	0	0	PB	1.24	1.15	1.05	0.94
筹资活动现金流净额	690	-2431	-6615	-7896	EV/EBITDA	8.11	5.70	4.50	3.57
现金净流量	1250	4409	473	137	ROE	6.3%	8.7%	10.4%	11.6%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。