

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

立足现有产能，以“特尖优”为理念加快结构调整

事件描述

久立特材跟踪研究报告。

事件评论

第一，现有产能维持稳定，增长来自募投项目及超募项目逐步投产

公司产能主要包括原有传统产品产能、募投项目及超募项目。

✓ **焊管：原有2.25万吨产能，新增1万吨大口径油气输送管募投项目；**

焊管上半年基本实现满产，不过受市场竞争激烈的影响，毛利率略有下滑。1万吨大口径油气输送管项目目前也可实现满产，其中今年4月公告的中东项目大订单预计可拉动约8000吨左右产量，目前该订单是世界上最大的油气管道订单，计划交货期为明年1季度，不过实际交货期可能会有所调整。

✓ **无缝管：产能1.85万吨，如果考虑5000吨毛管的加工能力，则可达到约2.35万吨；**上半年盈利能力大幅提升，一方面源于无缝管自身的恢复，另一方面公司加大了新产品的开发力度与结构调整，高毛利占比上升所致。

✓ **海水淡化管（钛管）：一期产能500吨，二期提升至1000吨，目前公司已经具备1000吨生产能力。**上半年并未满产主要是订单偏少，主要受核电业务放缓影响。钛管的单价较高（20-30万元/吨），毛利率也较为稳定，目前有一部分订单正在洽谈，下半年预计有所恢复，对公司业绩会有一定程度的贡献。

✓ **超超临界用管：设计产能2万吨，**上半年小幅放量，正处于市场推广之中；

超超临界用管项目的进展情况成为决定公司2011年甚至今后两年盈利增长的主要关键点，该项目设计产能2万吨，公司目前设备等基本已经完全到位，2万吨产能已经建设完毕。作为国内唯一一家同时获得HR3C与超级304资格认证的公司，公司在该领域所拥有的技术实力和经验积累无需置疑。

虽然公司已经完全具备高端品种生产能力，但市场推广与客户认可需要时间。上半年公司HR3C与超级304生产能力并没有发挥，半年报公告的来自该项目的1.6亿元收入所对应的基本以超临界级别的锅炉管为主，简单推算上半年实现锅炉管产量约3000吨左右。随着需求的回暖与市场认可度的逐步提升，预计全年目标可实现7000-9000吨。

另一方面，超超临界用管目前仍处于较为低谷的时期：1、金融危机后，新增超超临界机组投资有所减少；2、国内锅炉厂之前都储备了大量的库存，2010年以消化2009年库存为主。后期行业的逐步恢复主要来自：1、核电建设放缓后，对传统火电是一个侧面的拉动；2、国内锅炉厂储备的库存目前已经消耗到了一个较低的水平。

我们预计，随着市场需求的逐步回暖与公司在下游客户认可度的提升，公司超超临界项目的产能释放将逐步迈入正轨，产能利用率提升的同时，高端品种的占比也有望逐步增加。

超级 304 目前价格依然维持在 8-9 万左右，HR3C 则是 12-13 万左右，对应毛利率水平均在 20% 以上。考虑到体量较大，对公司业绩贡献将十分明显。

✓ 3000 吨镍基油井管项目：

设备正在逐步按进度安装中，预计于 2011 年底投产，今年上半年已有几百吨的产量释放。目前产品价格约 30-40 万/吨，毛利率在 30% 以上。

✓ 500 吨核电蒸发器管项目：

该项目进度正在如常进行，预计 2011 年底或 2012 年投产，目前产品价格约为 120 万，毛利率约 50%。原定产品规格以 690 核电管为主，后期可能会根据市场情况生产部分略微低端更易于市场拓展的 800 管。

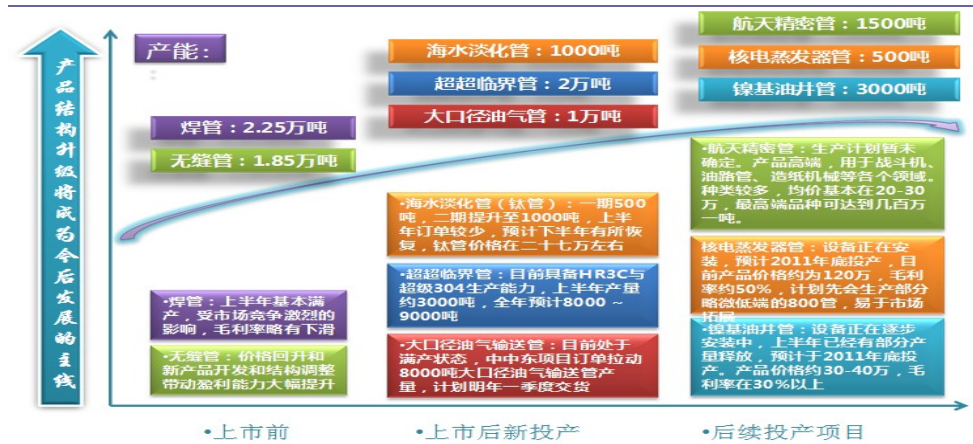
公司于 8 月 15 日公告收购子公司湖州久立挤压特殊钢有限公司部分资产，主要包括进口穿孔机、感应加热炉与环形炉等关键设备，其主要目的是使相关设备全部置于同一主体下，以便符合规定。

✓ 1500 吨航天精密管：

生产计划暂未确定。产品定位高端，用于战斗机、油路管、造纸机械等各个领域。种类较多，均价在 20-30 万/吨左右。

公司高端品种生产线的陆续投产，符合公司特尖优的经营理念，产品结构的升级将成为后期的主要发展主线。

图 1：公司产品结构逐步调整，特尖优成为长期经营理念



资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 1：公司产能情况的详细统计

序号	产品品种	项目分类	产能统计	预计投产时间
1	无缝钢管	原有产能	18,500	现有
2	焊管	原有产能	22,500	现有
3	钛管	超募资金投资项目	1,000	一期 500 吨，二期 500 吨，目前具备 1000 吨生产能力
4	超超临界用管	募投项目	20,000	2010 年底
5	大口径油气输送管	募投项目	10,000	现已投产
6	油井用管	募投项目	3,000	2011 年底
7	核电蒸发器管	超募资金投资项目	500	2011 年底
8	航天精密管	超募资金投资项目	1,500	时间待定

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，短期增长来自超超临界用管，中长期等待油井管、核电蒸发器管与航天精密管的投产

公司原有产能依然维持稳定，我们对传统焊接管与无缝管进行简单的业绩测算：

焊接管原有产能 2.25 万吨，1 万吨油气输送管投产后，总产能达到 3.25 万吨，统一汇总测算，主要的假设如下：

- ✓ 产量的假设：上半年合计实现焊管产量 1.25 万吨，受季节性因素影响，下半年产量环比上半年存在自然增长，假定全年产量为 2.6 万吨，并对 2012-2013 年产量保守假设为 2.7 万吨、2.8 万吨；
- ✓ 销售价格的假设：由于焊管市场竞争激烈，对价格的假设在参考历史数据的基础上，相对谨慎，假定 2011-2013 年价格分别为 3.3 万元、3.4 万元、3.4 万元；
- ✓ 毛利率的假设：上半年毛利率约为 15%，由于市场竞争激烈，我们对全年也仅仅假设为 15%，由于“十二五”需求后期的启动将对钢管需求有所拉动，假定 2012-2013 年毛利率也能维持在 15%、15%；

经过简单假设，测算得 2011-2013 年焊接管对业绩的贡献分别为 0.21 元、0.23 元与 0.23 元。

表 2：传统焊管业务未来几年的业绩假设预测

传统焊管业绩预测	2009A	2010E	2011Z	2011E	2012E	2013E	极限假设
年产量（万吨）	2.01	2.00	1.25	2.60	2.70	2.80	3.20
价格（万元）	3.25	3.15	3.27	3.30	3.40	3.40	3.40
成本（亿元）	2.35	2.62	2.78	7.29	7.80	8.09	9.25
收入（亿元）	6.53	6.29	4.08	8.58	9.18	9.52	10.88
毛利率	27.69%	16.83%	14.98%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利（亿元）	1.81	1.06	0.61	1.29	1.38	1.43	1.63
费用率	10.45%	8.50%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利	1.13	0.52	0.24	0.51	0.55	0.57	0.65
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利	0.96	0.44	0.21	0.44	0.47	0.49	0.55
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS（元）	0.46	0.21	0.10	0.21	0.23	0.23	0.27

资料来源：公司资料，长江证券研究部

由于公司后期高端品种的产量均计入无缝管统计口径，无缝管的测算相对较为困难，主要的假设如下：

- ✓ 产量的假设：原有产能为 1.85 万吨，由于公司存在 5000 吨左右的毛管加工能力，故传统无缝管统计口径合计产能约 2.35 万吨。2010 年无缝管依然主要为传统主业的无缝管，新项目放量较少，产量达到 2.26 万吨，基本实现满产。故仅考虑传统的无缝管业务，剔除其他高端管材的产量后，我们对 2011-2013 年传统无缝管产量大致保守假定为 2.2 万吨左右；
- ✓ 价格的假设：2010 年价格水平约 3.87 万，2011 年上半年受统计口径影响，统计销售均价为 4.89 万。我们对传统业务的无缝管价格简单假定，假设 2011-2013 年价格为 4 万、4.1 万、4.2 万；
- ✓ 毛利率的假设：2011 年上半年毛利率超过 20% 同样存在较大程度的品种结构调整的干扰，我们参考历史数据的基础上，对 2011-2013 年毛利率数据假定为 15%、16%、16%；

经过简单假设，测算得 2011-2013 年无缝管对业绩的贡献分别为 0.22 元、0.26 元与 0.26 元。

表 3：传统无缝管盈利能力测算

无缝管业绩预测	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
年产量（万吨）	1.51	2.26	2.20	2.20	2.20	2.20

价格 (万元)	3.78	3.87	4.00	4.10	4.20	4.20
成本 (亿元)	3.15	3.30	7.48	7.58	7.76	7.76
收入 (亿元)	5.70	8.75	8.80	9.02	9.24	9.24
毛利率	16.67%	14.73%	15%	16%	16%	16%
毛利 (亿元)	0.95	1.29	1.32	1.44	1.48	1.48
费用率	10.45%	8.50%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利	0.35	0.54	0.53	0.63	0.65	0.65
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利	0.30	0.46	0.45	0.54	0.55	0.55
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS (元)	0.14	0.22	0.22	0.26	0.26	0.26

资料来源：公司资料，长江证券研究部

立足现有产能的基础上，短期业绩的增长点主要来自超超临界用管项目的产能释放。我们同样对超超临界用管项目的业绩贡献进行测算，主要的假设条件如下：

- ✓ 上半年公司超超临界项目实现收入约 1.66 亿元，我们推测产量约为 2000-3000 吨，进度低于之前预期的主要原因在于市场推广之初所面临的种种难度，不过由于随着市场认可度的逐步提升，产能利用率的增加应该是较为确定的事。我们简单假定 2 万吨超超临界管项目在 2011 年可释放约 7000 吨产量；假定 2012-2013 年产量释放分别为 0.9 万吨与 1.3 万吨；
- ✓ 上半年公司 HR3C 与超级 304 产量释放较少，产品结构主要以超临界等其他等级的锅炉管为主，单价要偏低，约 7-8 万/吨，下半年随着市场需求的增长与公司市场推广力度的进一步开展，HR3C 与超级 304 等单价盈利偏高的超超临界用管预计可逐步释放部分产能。国产化后，超级 304 价格基本在 8-9 万，HR3C 在 12-13 万左右。综合考虑之下，对 2011-2013 年超超临界用管项目的产品销售均价假定为 7 万、8 万、9 万；
- ✓ 由于上半年公司电力设备制造行业产品毛利率为 16.68%，我们推测其中超超临界用管应该贡献大部分收入，故据此推测超超临界项目毛利率为 16%。由于高端超超临界用管毛利率可达到 20%以上，综合考虑，随着后期品种结构的调整，对超超临界用管项目毛利率 2011-2013 年简单谨慎假定为 16%、16%、16%；

经过简单假设，测算得 2011-2013 年超超临界用管项目对业绩的贡献分别为 0.14 元、0.21 元与 0.33 元。

表 4：2 万吨超超临界用管业绩测算，预计 2011 年可贡献 EPS 为 0.14 元

超超临界用管业绩预测	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
年产量 (万吨)	0.02	0.10	0.70	0.90	1.30	2.00
价格 (万元)	6	6	7	8	9	10
收入 (亿元)	0.12	0.60	4.90	7.20	11.70	20.00
毛利率	5%	10%	16%	16%	16%	16%
毛利 (亿元)	0.01	0.06	0.78	1.15	1.87	3.20
费用率	10.45%	8.50%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利	-0.01	0.01	0.34	0.50	0.82	1.40
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利	-0.01	0.01	0.29	0.43	0.70	1.19
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS (元)	0.00	0.00	0.14	0.21	0.33	0.57

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

对今年的业绩贡献进行简单敏感性测算，在价格为 7 万元/吨，毛利率在 16%左右的假设下，不同的产能释放进度所对应的业绩贡献幅度也有较大的差异，最终业绩的贡献可能受市场影响而存在较大幅度的波动。

表 5: 超超临界项目产能释放进度不同对应的业绩贡献预测

产能释放	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
相应产量	0.20	0.40	0.60	0.80	1.00	1.20	1.40	1.60	1.80	2.00
价格假设	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
收入	1.40	2.80	4.20	5.60	7.00	8.40	9.80	11.20	12.60	14.00
毛利率	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
毛利水平	0.22	0.45	0.67	0.90	1.12	1.34	1.57	1.79	2.02	2.24
费用假设	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利	0.10	0.20	0.29	0.39	0.49	0.59	0.69	0.78	0.88	0.98
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.08	0.17	0.25	0.33	0.42	0.50	0.58	0.67	0.75	0.83
总股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
贡献 EPS	0.04	0.08	0.12	0.16	0.20	0.24	0.28	0.32	0.36	0.40

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

而中长期来看，在超超临界用管项目产能进一步释放的同时，3000 吨油井管与 500 吨核电蒸发器管项目成为了重要的增量。公司油井管与核电管项目的推进稳步进行，目前已经进入设备调试阶段。

3000 吨镍基合金油井管项目预计将于 2011 年底投产，2012 年设计产能 3000 吨达产，实际产量预计达 2500 吨左右。这一项目前期准备工作仍在稳步推进中，目前市场价约为 25 万元/吨。

表 6: 3000 吨油井管业绩测算，预计 2012 年达产可贡献 EPS 为 0.13 元

油井管业绩预测	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
年产量 (万吨)	0.01	0.01	0.05	0.20	0.25	0.30
价格 (万元)	30.00	25.00	20.00	17.00	17.00	17.00
收入 (亿元)	0.30	0.25	1.00	3.40	4.25	5.10
毛利率	10.00%	10.00%	15.00%	18.00%	20.00%	20.00%
毛利 (亿元)	0.03	0.03	0.15	0.61	0.85	1.02
费用率	10.45%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利	0.00	0.00	0.06	0.31	0.47	0.56
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利	0.00	0.00	0.05	0.26	0.40	0.48
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS (元)	0.00	0.00	0.02	0.13	0.19	0.23

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

超募资金所投的 500 吨核电蒸发器管项目无疑是当前公司技术壁垒最高的产品。据了解，蒸发器管的主要原材料镍基合金目前市场价格在 15 万元/吨左右，每吨蒸发器管通常需要 3 吨左右原材料，由此估算每吨蒸发器管原材料成本大约需要 45 万元/吨左右。折旧方面，该项目投资额预计在 1.7 亿元左右，假设按照 10 年的折旧期计算，每年折旧额为 1700 万元，在年产 500 吨达产后吨钢折旧为 3 万元左右，较吨钢售价来讲较低。我们预计产品最终的综合成本可能在 70-80 万元/吨左右。

为保障生产工艺和产品质量和项目早日投产，公司公告决定收购子公司湖州就离挤压特殊钢有限公司部分设备资产，以完善核电蒸发器管的前道（即挤压开坯）生产能力。公司收购的部分设备资产与生产核一、二、三及电管产品相关，

主要包括进口穿孔机、感应加热炉、环形炉等设备。目前，公司正在积极推进 500 吨核电蒸发器管项目投产以早日实现产品升级和结构优化，预计 2011 年底或 2012 年初可初步实现投产。

虽然目前核电蒸发器管 120 万元/吨的市场价格对应的毛利率在 50% 左右，但与其他替代进口产品一样，一旦蒸发器管国产化率提高，价格下跌的空间可能会加大。同时，投产初期无法全部达产也使得折旧费用会出现一定幅度的上升。预计蒸发器管毛利率将会逐步下滑至 30% 左右。

表 7：公司核电蒸发器管业绩预测，预计 2012 年可贡献 EPS 为 0.15 元

蒸发器管业绩预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
年产量（万吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03	0.04	0.05
价格（万元）				120.00	70.00	60.00	60.00
收入（亿元）				0.00	2.10	2.40	3.00
毛利率				10.00%	15.00%	25.00%	30.00%
毛利（亿元）				0.00	0.32	0.60	0.90
费用率	8.25%	10.45%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
税前净利				0.00	0.13	0.38	0.63
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利				0.00	0.11	0.33	0.54
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
EPS（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.16	0.26

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

由于钛管产量较低，而航天精密管目前所掌握的信息太少，我们都暂不对其进行盈利预测，在对目前几项主要业务的测算后，汇总后的业绩贡献如下：

预计公司 2011-2013 年业绩贡献分别为 0.57 元、0.84 元和 1.16 元。当然我们的测算考虑因素较为简单，无法完全模拟实际经营过程中的种种变化，但从测算的情况来看，随着传统主业的复苏与后期高端品种的投产带来的品种结构调整，公司盈利能力逐步增强应该是个大概率事件。

表 8：分品种盈利能力测算汇总

分品种业绩测算汇总	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	极限假设
传统焊管	0.46	0.21	0.21	0.23	0.23	0.27
传统无缝管	0.14	0.22	0.20	0.23	0.24	0.24
超超临界用管	0.00	0.00	0.14	0.21	0.33	0.57
镍基油井管	0.00	0.00	0.02	0.13	0.19	0.23
核电蒸发器管	0.00	0.00	0.00	0.05	0.16	0.26
汇总合计	0.60	0.44	0.57	0.84	1.16	1.57

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.63 元和 0.88 元，维持“谨慎推荐”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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1784	2615	3471	4169	货币资金	412	262	347	417
营业成本	1545	2217	2921	3469	交易性金融资产	3	3	3	3
毛利	239	398	550	700	应收账款	131	194	258	309
% 营业收入	13.4%	15.2%	15.9%	16.8%	存货	404	577	759	902
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	105	151	198	236
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	5	7	9	11
销售费用	83	120	160	192	流动资产合计	1121	1284	1696	2024
% 营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	57	84	111	133	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	15	30	42	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.6%	0.9%	1.0%	固定资产合计	738	1076	1386	1569
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	88	83	79	75
公允价值变动收益	3	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	89	177	247	328	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.0%	6.8%	7.1%	7.9%	资产总计	1948	2444	3162	3667
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	192	441	856	1023
利润总额	92	177	247	328	应付款项	166	237	313	371
% 营业收入	5.1%	6.8%	7.1%	7.9%	预收账款	83	123	163	196
所得税费用	8	27	37	49	应付职工薪酬	2	4	6	7
净利润	83	150	210	279	应交税费	0	1	2	2
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	10	13	15
的净利润	73.2	130.8	182.5	242.7	流动负债合计	451	817	1352	1615
少数股东损益	10	20	27	36	长期借款	28	28	28	28
EPS（元/股）	0.35	0.63	0.88	1.17	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	33	33	33	33
经营活动现金流净额	58	61	163	323	负债合计	513	878	1413	1676
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	1381	1492	1647	1854
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	54	74	101	138
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1435	1566	1748	1991
固定资产投资	-274	-426	-435	-342	负债及股东权益	1948	2444	3162	3667
其他	-5	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-278	-426	-435	-342		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.352	0.629	0.877	1.167
股权融资	0	0	0	0	BVPS	6.64	7.17	7.92	8.91
银行贷款增加（减少）	-68	249	415	167	PE	48.98	27.42	19.65	14.77
筹资成本	32	-34	-57	-79	PEG	1.00	0.56	0.40	0.30
其他	-148	0	0	0	PB	2.60	2.40	2.18	1.93
筹资活动现金流净额	-184	215	358	89	EV/EBITDA	19.87	13.38	10.17	7.90
现金净流量	-405	-150	86	70	ROE	5.3%	8.8%	11.1%	13.1%

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。

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。