

南钢股份：“上下”求索

报告关键点：

- 产品结构调整提升盈利能力
- 布局资源+经营管理优势
- 公司的价值区间为4.07-5.18元

报告摘要：

- 在优势产品船板需求下滑的背景下，公司积极通过调整品种结构、涉足下游深加工来提升盈利能力。公司石油储罐用钢、工程机械用钢、管线钢等主导产品保持行业领先地位。目前板材产品中对盈利能力较好、且产量较大的品种主要是石油管线钢、海工板、高压容器板，管线钢、海工板、高压容器板在板材中的产量占比约为10%、5%、7%。随着高端产品的逐步放量生产，其对盈利的贡献将更加显著。
- 未来最大的产品结构调整将是2013年4700mm轧机的建成投产。尽管产能过剩压制了目前的盈利、中厚板重要的下游需求如造船、机械短期也看不到起色，我们仍然较为看好4700mm轧机投产后的盈利能力：（1）中厚板的高端品种需求空间较为广阔。（2）4700mm轧机2013年6月才投产，那时需求可能已经出现明显的复苏。（3）中厚板品种结构更加完善、高端品种占比增加。
- 公司作为复星系下的企业，成本控制上也有独到之处，首先表现为向上游拓展、积极战略性布局资源。公司铁矿石和焦煤的自给率与规划都仍有一定的差距，公司也在积极寻求性价比高的资源。金安矿业盈利能力强，这主要是由于草楼铁矿为单一磁铁矿，硫、磷等有害元素含量低，选矿性能较好。估算金安矿业今年上半年的吨铁精粉毛利和净利分别高达838和590元/吨，盈利能力甚至毫不逊色于金岭矿业。
- 将钢铁业务按照PB估值、铁矿石业务按照PE估值，由于公司钢铁业务的盈利水平与行业平均水平相近，目前普钢行业的PB为1.25倍，按照乐观假设，我们给予钢铁业务1.25倍的PB，参照金岭矿业16倍的PE及金安矿业所得税率优惠的不可持续性，给予金安矿业2011年13倍的PE，对应股价将达到5.18元。按照悲观的保守假设，给予钢铁业务1倍的PB，金安矿业2011年10倍的PE，对应股价为4.07元。因此我们认为公司的价值区间为4.07-5.18元，目前的股价是有安全边际的。预测公司2011-2013年的EPS分别为0.3、0.38、0.50元，对应PE分别为12、10、7倍，给予公司“增持-A”的投资评级，目标价4.63元。
- 风险提示：中厚板、长材下半年需求大幅下滑

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	23,303.7	30,055.0	39,571.5	43,239.5	47,178.1
Growth(%)	-17.8%	29.0%	31.7%	9.3%	9.1%
净利润	138.3	918.7	1,152.7	1,470.1	1,957.1
Growth(%)	12.3%	564.1%	25.5%	27.5%	33.1%
毛利率(%)	3.4%	9.3%	8.9%	9.9%	11.1%
净利润率(%)	0.6%	3.1%	2.9%	3.4%	4.1%
每股收益(元)	0.04	0.24	0.30	0.38	0.50
每股净资产(元)	1.14	2.62	2.86	3.18	3.61
市盈率	102.3	15.4	12.3	9.6	7.2
市净率	3.2	1.4	1.3	1.1	1.0
净资产收益率(%)	3.1%	9.0%	10.4%	11.9%	14.0%
ROIC(%)	4.6%	32.2%	10.7%	12.0%	15.5%
EV/EBITDA	14.9	6.4	5.8	4.5	3.4
股息收益率	0.5%	0.5%	1.2%	1.6%	2.1%

评级：

增持-A

上次评级：中性-B

目标价格：

4.63 元

期限：6 个月 上次预测：4.00 元

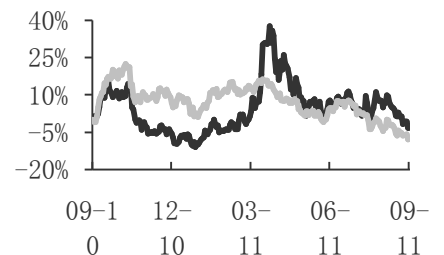
现价（2011 年 09 月 20 日）：3.65 元

报告日期：

2011-09-21

总市值(百万元)	14,146.50
流通市值(百万元)	6,149.52
总股本(百万股)	3,875.75
流通股本(百万股)	1,684.80
12 个月最低/最高	3.34/5.37 元
十大流通股东(%)	64.78%
股东户数	124,563

12 个月股价表现



— 南钢股份 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.69)	2.48	2.43
绝对收益	(9.89)	(3.96)	(3.18)

衡昆

 010-66581658
 执业证书编号

首席行业分析师

 hengkun@essence.com.cn
 S1450511020004

报告联系人

任志强

 021-68763626
 renzq@essence.com.cn

前期研究成果

南钢股份：第三季度意料外的盈利能力环比下降

2009-11-02

南钢股份：关注板材需求好转与产品结构升级

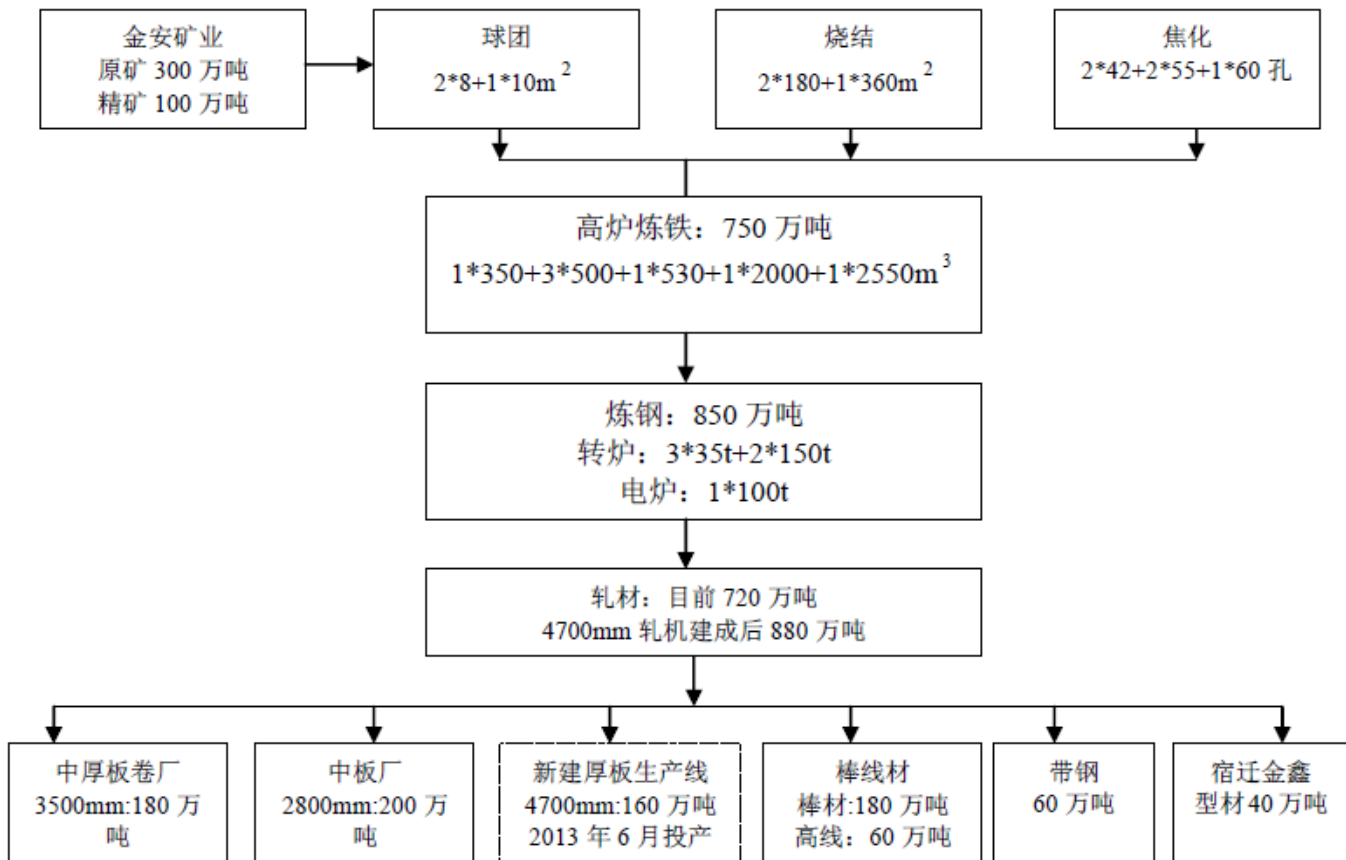
2009-08-18

南钢股份：整体上市：形象提升作用更甚于业绩提升

2009-06-09

1. 产品结构调整提升盈利能力

图 1 南钢股份具备 750 万铁、850 万吨钢、720 万吨材的生产能力



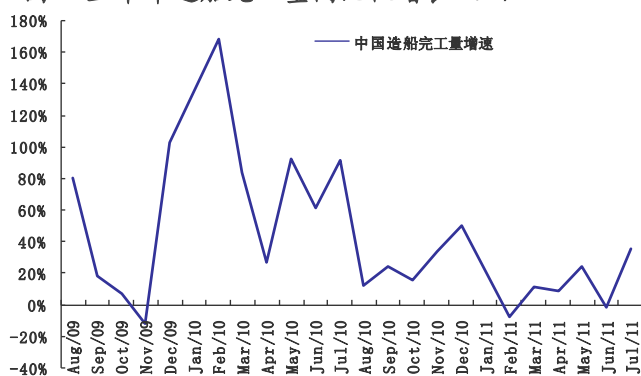
数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

公司目前具备 750 万铁、850 万吨钢、720 万吨材的生产能力, 并正在新建 4700 毫米宽厚板轧机, 预计 2013 年 6 月份完成热负荷试车投产, 产能将增加 160 万吨。公司产品覆盖板、线、棒、带、型材五大类产品体系, 以品种钢为主, 产品定位为做强中厚板、做精特钢棒线材, 实施差异化战略的思路。公司在中厚板领域积淀深厚: 中板和中厚板卷产品国内市场占有率约为 5%, 行业排名第三; 船板国内市场占有率约为 9%, 行业排名第三, 且公司是国内首家同时具有九国船级社认证企业。

公司上半年中厚板产量 180 万吨, 占钢材产量的比例高达 52%, 未来 4700 毫米宽厚板轧机投产后, 占比将进一步提升。但中厚板上半年毛利率 7.79%, 如果扣除金安矿业的影响, 预计毛利率仅为 5.09%。我们认为中厚板盈利能力一般的主要原因是船板需求不济。船板在中厚板产能中的占比接近 50%, 而今年上半年造船完工量同比仅增长 4.4%, 远低于船板产能释放的速度, 供大于求的态势导致今年船板价格一路走低, 盈利能力明显下滑。

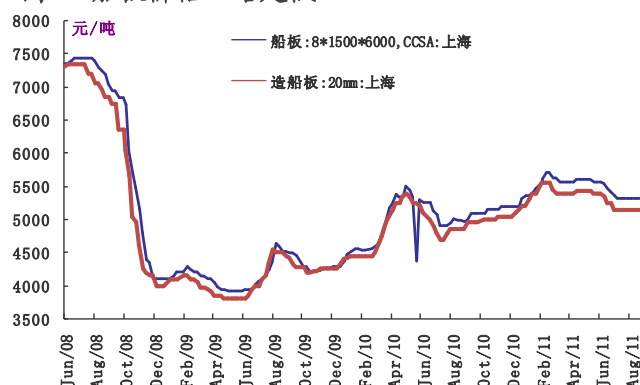
我们认为船板盈利能力低位的局面短期内难以扭转。上半年的造船完工量很大程度上来源于金融危机前兴盛的船市的订单, 订单交付期延续到 2011-2012 年。但是受航运市场低迷、金融危机持续影响, 新接单量不足, 船厂开工率低, 个别企业四季度可能无开工船舶。我国新接船舶订单量在 7 月份跌破 200 万吨, 手持船舶订单量同比下滑 6.4%, 船市的低迷势必影响到船板的需求。

图 1 上半年造船完工量同比仅增长 4.4%



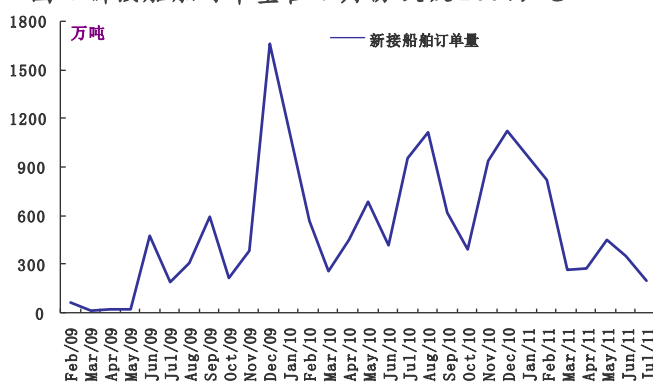
数据来源: wind 安信证券研究中心

图 2 船板价格一路走低



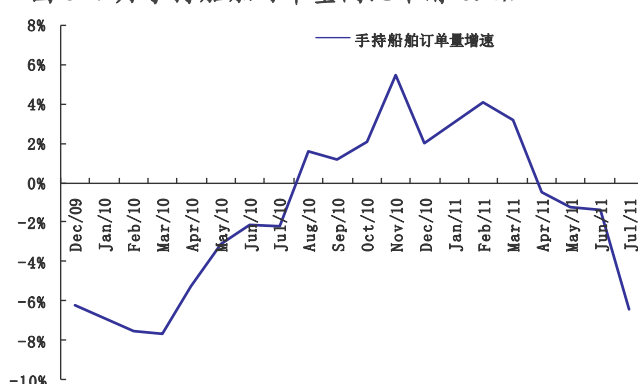
数据来源: Mysteel 安信证券研究中心

图 4 新接船舶订单量在 7 月份跌破 200 万吨



数据来源: wind 安信证券研究中心

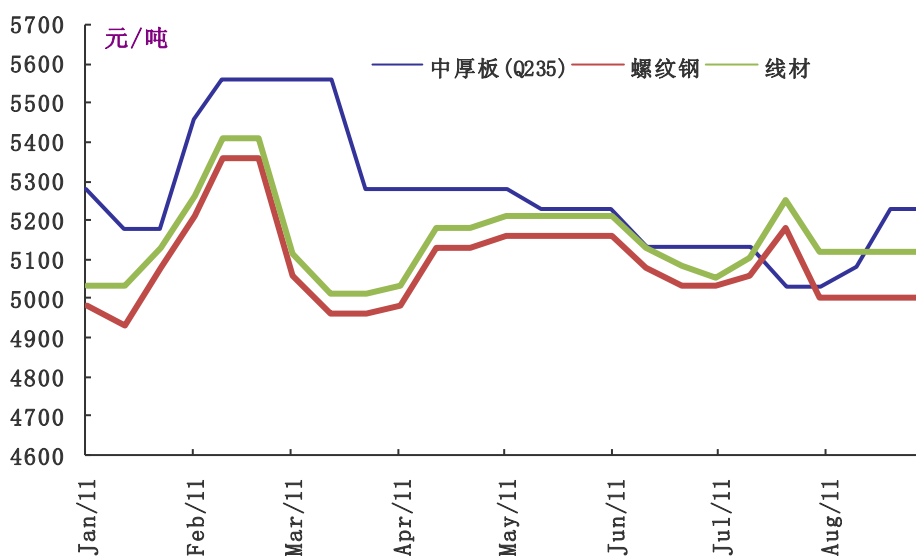
图 5 7 月手持船舶订单量同比下滑 6.4%



数据来源: wind 安信证券研究中心

公司主要产品的出厂均价也出现了较为明显的下滑，中厚板、螺纹钢、线材三季度出厂价均价较上半年分别环比下滑了 4%、1.4%、0.8%，而矿价仍处在历史高位，短期盈利不容乐观。

图 6 公司主要产品的出厂均价出现了较为明显的下滑

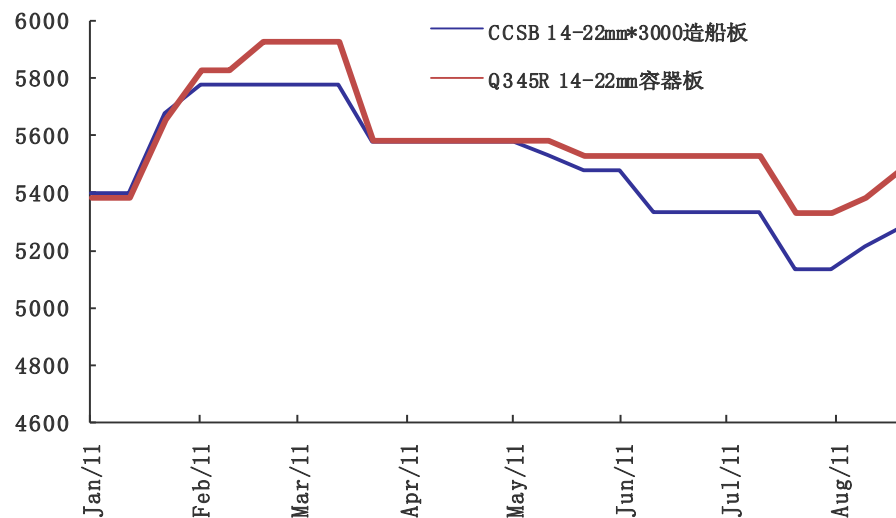


数据来源: 钢之家 安信证券研究中心

在优势产品船板需求下滑、短期盈利不容乐观的背景下，公司积极通过调整品种结构、涉足下游深加工来提升盈利能力。公司石油储罐用钢、工程机械用钢、管线钢等主导

产品保持行业领先地位：其中锅炉和压力容器板国内市场占有率约为 12%，行业排名第三；管线钢板国内市场占有率约为 7%，行业排名第六；9%Ni 钢、薄规格高强板 Q960 实现批量生产，成为国内少数具备批量生产该等高端产品的企业，并成功取得中石油大连 LNG 项目订单；石油储罐板实现了品种规格的全覆盖，市场占有率保持国内第一；超（超）临界高压锅炉管用钢 T91 市场占有率国内第一；合金焊丝钢产量国内第一。目前板材产品中对盈利能力较好、且产量较大的品种主要是石油管线钢、海工板、高压容器板，管线钢、海工板、高压容器板在板材中的产量占比约为 10%、5%、7%。从公司的出厂价来看，造船板出厂价和市场价走势一致，价格下滑明显。但容器板的出厂价走势就明显强于造船板，我们猜测公司生产的高端产品的价格要更加强势。公司盈利能力较强、未来将重点发展的品种钢包括 13 个大类品种，今年上半年 13 个大类的产量占比已经达到了约 14%，在一定程度上对冲了船板盈利的下滑。未来随着高端产品的进一步放量生产，其对盈利的贡献将更加显著。

图 7 容器板价格走势强于造船板



数据来源：钢之家 安信证券研究中心

未来最大的产品结构调整将是 2013 年 4700mm 轧机的建成投产。截止 2010 年年底，我国建成中厚板轧机 80 条，总产能在 1.2 亿吨左右，产能过剩较为严重。尽管产能过剩压制了目前的盈利、中厚板重要的下游需求如造船、机械短期也看不到起色，我们仍然较为看好 4700mm 轧机投产后的盈利能力：（1）中厚板的高端品种需求空间较为广阔。在发达国家中，中厚板需求量约占钢材总需求量的 14-16%，我国目前为 8-10%，这主要体现在高端品种上。且我国 4m 以上轧机 7 套，总产能 800 万吨，占中厚板的比重仅 6.7%，供需格局优于中厚板总体情况。（2）4700mm 轧机 2013 年 6 月才能投产，那时需求可能已经出现明显的复苏。（3）中厚板品种结构更加完善、高端品种占比增加。4700mm 轧机的产品品种包含造船钢板及海洋工程板、管线用钢板、锅炉及容器钢板、普通结构钢板、专用结构钢板、功能性结构钢板等，尤其适合生产宽幅石油及天然气管线钢板。宽厚板项目投产后，与现有的 2800 毫米粗轧和精轧双机架轧机、3500 毫米炉卷轧机形成“三足鼎立”的态势，且能够生产直缝焊管等盈利能力较强的品种。

2. 布局资源+经营管理优势

公司作为复星系下的企业，成本控制上也有独到之处，首先表现为积极向上游拓展、**战略性布局资源**。公司 2010 年报对资源自给率的规划较高：未来 2~3 年铁矿石资源自给率达到 40~50%，焦煤资源自给率达到 1/3 以上的目标。金安矿业 100 万吨的产能使得目前铁精粉自给率约 9%，2013 年公司参股马来西亚项目供应 200 万吨铁精粉，公司的铁矿石自给率将达到 27%（未考虑钢铁产能的扩张）；2013 年底金黄庄矿投产后焦煤的自给率约 19%。无论铁矿石和焦煤的自给率与公司的规划都仍有一定的差距，

公司也在积极寻求资源领域布局的机会，坚持成本、风险控制的原则，寻找高性价比的资源。

表 1 公司积极布局资源

资源	权益	类型	资源储量	可采储量	产能	吨运营成本	备注
金安矿业	100%	铁矿	8,624	4,984	原矿 300 万吨，铁精粉 100 万吨	137（原矿） 461（铁精粉）	原矿品位 28.83%，精矿品位 67%
马来西亚项目	10%	铁矿			2011 年 6 月至 2012 年 5 月供应南钢 100 万吨，之后每年供应 200 万吨		价格为马来西亚铁矿市场价基础上每吨优惠 3 美元（马来西亚铁矿市场价确定的基准为印度 63.5% 粉矿价格乘以 95%）
金黄庄矿	49%	焦煤	4,764	2,661	45 万吨	320	8421 万吨后备储量；2013 年底投产
郝庄矿	49%	焦煤	4,788	2,561	45 万吨	311	2015 年投产

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

金安矿业盈利能力强，上半年贡献的净利润在公司总的净利润中占比高达 57%。金安矿业草楼铁矿保有资源储量为 8624 万吨，平均品位 28.83%。尽管品位不高且为地下开采，但盈利能力却很强，这主要是由于草楼铁矿为单一磁铁矿，硫、磷等有害元素含量低，选矿性能较好。估算金安矿业今年上半年的吨铁精粉毛利和净利分别高达 838 和 590 元/吨，盈利能力甚至毫不逊色于金岭矿业（平均品位超过 50%）。盈利能力强一方面源于铁精粉品质好（品位 67% 以上）导致的售价较高，另一方面来源于铁精粉成本较低。盈利能力强从外销铁矿石高达 63.91% 的毛利率也可印证。

表 2 金安矿业盈利能力强

单位：（元/吨）	金岭矿业	金安矿业
价格（不含税）	1241	1299(到厂价)
估算吨铁精粉成本	505	461
毛利	736	838
管理费用及营业税金		80-90
运费		79
税前利润	601	669-679
所得税率	25%	12.50%
估算吨铁精粉净利	451	590

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

公司也在其他方面加大成本控制的力度。（1）加大水运直航量降低物流费用，今年上半年物流直航量同比增长 10.48%，公司未来也将继续加大物流直航的比例。（2）公司在经营管理上也具有明显的优势：2010 年列入钢铁企业可比的 94 项重点指标排名中，公司有 45 项取得进步，其中在行业排名前五的有 36 项，如公司吨钢综合能耗为 576 千克标煤。

3. 盈利预测与投资评级

我们将钢铁业务按照 PB 估值、铁矿石业务按照 PE 估值，由于公司钢铁业务的盈利水平与行业平均水平相近，目前普钢行业的 PB 为 1.25 倍，按照乐观假设，我们给予钢铁业务 1.25 倍的 PB，参照金岭矿业 16 倍的 PE 及金安矿业所得税率优惠的不可持续性，给予金安矿业 2011 年 13 倍的 PE，对应股价将达到 5.18 元。按照悲观的保守假设，给予钢铁业务 1 倍的 PB，金安矿业 2011 年 10 倍的 PE，对应股价为 4.07 元。因此我们认为公司的价值区间为 4.07-5.18 元，中枢为 4.63 元，目前的股价是有安全边际的。

表 3 分部估值

	乐观假设	悲观假设
剔除金安矿业后的钢铁净资产(元)	9,098,405,075	9,098,405,075
PB	1.25	1.00
钢铁业务市值(元)	11,373,006,344	9,098,405,075
金安矿业 2011 年预计净利润(万元)	66,933	66,933
PE	13	10
金安矿业对应市值(元)	8,701,272,008	6,693,286,160
总市值(元)	20,074,278,352	15,791,691,235
股价(元)	5.18	4.07

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.3、0.38、0.50 元, 对应 PE 分别为 12、10、7 倍, 给予公司“增持—A”的投资评级, 目标价 4.63 元。

表 4 盈利预测主要假设

		2011E	2012E	2013E
板材	产量(万吨)	370	392	462
	价格(元/吨)	4918	5164	5164
棒材	产量(万吨)	196	204	206
	价格(元/吨)	4697	4931	4931
线材	产量(万吨)	59	61	62
	价格(元/吨)	4900	5145	5145
钢带	产量(万吨)	61	64	66
	价格(元/吨)	4432	4654	4654
型钢	产量(万吨)	31	33	34
	价格(元/吨)	5084	5389	5389
铁矿石	总需求量	1146	1206	1328
	其中: 自有矿产量	100	100	100
	外购矿需求量	1046	1106	1228
	价格: 外购矿	1209	1281	1217

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011/9/21		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	23,303.7	30,055.0	39,571.5	43,239.5	47,178.1	成长性					
减: 营业成本	22,505.5	27,246.6	36,032.0	38,951.0	41,954.9	营业收入增长率	-17.8%	29.0%	31.7%	9.3%	9.1%
营业税费	64.2	84.9	116.9	123.0	135.6	营业利润增长率	9.5%	671.1%	25.0%	36.3%	34.6%
销售费用	127.8	293.7	386.7	422.6	461.1	净利润增长率	12.3%	564.1%	25.5%	27.5%	33.1%
管理费用	273.0	767.7	1,010.7	1,104.4	1,205.0	EBITDA 增长率	-7.1%	333.4%	18.8%	21.9%	23.7%
财务费用	128.0	623.1	747.7	897.2	1,076.7	EBIT 增长率	-23.9%	533.7%	23.1%	30.4%	29.7%
资产减值损失	68.7	75.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	-23.1%	478.5%	15.9%	22.7%	28.8%
加: 公允价值变动收益	-	-43.6	-	-	-	投资资本增长率	-17.2%	249.5%	8.9%	-0.1%	1.2%
投资和汇兑收益	0.6	137.0	44.3	60.6	80.7	净资产增长率	1.7%	128.9%	9.3%	11.3%	13.5%
营业利润	137.1	1,057.4	1,321.7	1,801.9	2,425.4	利润率					
加: 营业外净收支	16.2	23.9	35.0	20.0	-	毛利率	3.4%	9.3%	8.9%	9.9%	11.1%
利润总额	153.3	1,081.3	1,356.7	1,821.9	2,425.4	营业利润率	0.6%	3.5%	3.3%	4.2%	5.1%
减: 所得税	15.0	163.3	204.9	352.9	469.8	净利润率	0.6%	3.1%	2.9%	3.4%	4.1%
净利润	138.3	918.7	1,152.7	1,470.1	1,957.1	EBITDA/营业收入	3.1%	10.3%	9.3%	10.4%	11.7%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	1.1%	5.6%	5.2%	6.2%	7.4%
货币资金	1,977.8	6,051.3	5,718.5	8,046.8	10,651.6	运营效率					
交易性金融资产	-	157.9	-	-	-	固定资产周转天数	54	113	143	132	126
应收账款	151.9	316.8	320.9	362.7	425.2	流动营业资本周转天数	21	12	22	32	32
应收票据	2,405.0	3,428.5	3,295.4	4,331.9	4,679.0	流动资产周转天数	123	154	162	173	193
预付账款	306.3	929.4	1,178.5	1,659.0	2,248.1	应收账款周转天数	3	2	2	2	2
存货	3,792.8	5,922.2	7,831.8	8,466.2	9,119.1	存货周转天数	69	59	63	69	68
其他流动资产	105.5	172.5	225.8	239.4	264.6	总资产周转天数	184	287	328	328	339
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	82	129	159	152	140
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	85.8	380.1	380.1	380.1	380.1	ROE	3.1%	9.0%	10.4%	11.9%	14.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	2.6%	3.1%	3.5%	4.2%
固定资产	3,357.9	15,584.8	15,749.7	16,033.8	16,992.8	ROIC	4.6%	32.2%	10.7%	12.0%	15.5%
在建工程	295.2	1,152.9	1,141.2	1,340.5	1,264.0	费用率					
无形资产	0.3	841.8	785.7	733.3	684.4	销售费用率	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	160.2	276.4	286.4	291.9	295.2	管理费用率	1.2%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
资产总额	12,638.5	35,214.5	36,913.9	41,885.5	47,004.3	财务费用率	0.5%	2.1%	1.9%	2.1%	2.3%
短期债务	2,040.0	9,687.3	10,656.1	11,721.7	12,893.9	三费/营业收入	2.3%	5.6%	5.4%	5.6%	5.8%
应付账款	1,415.6	3,833.4	3,289.3	3,828.7	4,618.9	偿债能力					
应付票据	2,964.7	3,908.0	3,796.6	4,940.7	5,253.3	资产负债率	64.9%	71.2%	69.9%	70.5%	70.1%
其他流动负债	1,383.9	1,584.8	1,572.4	1,794.2	1,904.4	负债权益比	184.9%	246.9%	232.7%	238.8%	234.5%
长期借款	-	2,187.9	2,187.9	2,187.9	2,187.9	流动比率	1.07	0.84	0.94	1.01	1.08
其他非流动负债	4.8	2,593.2	3,805.1	4,429.3	5,323.1	速动比率	0.59	0.54	0.54	0.64	0.72
负债总额	8,202.6	25,062.2	25,818.9	29,475.9	32,844.6	利息保障倍数	2.07	2.70	2.77	3.01	3.25
少数股东权益	-	7.4	6.6	5.5	4.0	分红指标					
股本	1,684.8	3,875.8	3,875.8	3,875.8	3,875.8	DPS(元)	0.02	0.02	0.04	0.06	0.08
留存收益	2,747.8	6,232.9	7,212.7	8,462.3	10,125.8	分红比率	48.7%	7.3%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	4,435.8	10,152.4	11,095.0	12,343.5	14,005.6	股息收益率	0.5%	0.5%	1.2%	1.6%	2.1%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	138.3	918.0	1,152.7	1,470.1	1,957.1	EPS(元)	0.04	0.24	0.30	0.38	0.50
加: 折旧和摊销	448.4	1,411.7	1,603.0	1,779.0	2,039.3	BVPS(元)	1.14	2.62	2.86	3.18	3.61
资产减值准备	-401.4	-16.2	-	-	-	PE(X)	102.3	15.4	12.3	9.6	7.2
公允价值变动损失	-	43.6	-	-	-	PB(X)	3.2	1.4	1.3	1.1	1.0
财务费用	132.2	647.6	747.7	897.2	1,076.7	P/FCF	17.5	-25.0	-52.3	5.7	5.0
投资收益	-0.6	-13.1	-	-4.6	-5.9	P/S	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	-	-0.7	-0.9	-1.1	-1.5	EV/EBITDA	14.9	6.4	5.8	4.5	3.4
营运资金的变动	294.5	193.0	-1,385.1	-773.7	194.8	CAGR(%)	119.8%	28.7%	34.2%	37.6%	42.3%
经营活动产生现金流量	613.7	442.9	2,117.4	3,367.1	5,260.6	PEG	0.9	0.5	0.4	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-206.4	-1,895.6	-1,679.4	-2,305.4	-2,967.1	ROIC/WACC	0.6	4.4	1.5	1.6	2.1
融资活动产生现金流量	-525.4	2,193.9	-848.9	-52.1	-198.1	REP	3.5	0.3	0.8	0.7	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@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: 200123

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