

寻找超预期的投资标的

研究结论

- 供需：预计 2010 年上半年内需延续强劲，外需逐月改善可期。在国外粗钢产能利用率逐步提高和国内外钢材价差进一步扩大的情况下，我们预计 10 年钢材直接和间接出口将明显改善，全年净出口 2000 万吨左右。从供给看：目前综合产能利用率在 90%左右，长材尤其是螺纹钢产能新建较多，10 年上半年将逐步释放。而具备产品竞争力的高端板材和特钢新增产能较少。
- 钢价：春节后钢价连续 7 周上涨，普碳钢涨幅在 20%左右，主要是受同期铁矿石现货价格上涨的推动。随着国内钢材需求进入旺季，预计钢价将在下游强劲需求的拉动下延续上涨。
- 2010 年一季报前瞻：钢企 1、2 月盈利环比 4 季度平均水平有所下降，主要原因在于冬季产量和销售价格均有下降。在 3、4 月钢厂连续上调出厂价格后，预计二季度盈利将有所回升。从上市公司看，预计大冶特钢、新兴铸管和八一钢铁一季报将超市场预期。
- 2010 年展望：我们预计 2010 年钢铁行业盈利将低位水平继续改善，但盈利分化明显。分产品看，随着制造业和出口复苏，板材盈利趋势将好于长材，其中冷轧产品进入历史景气周期。分公司看，产品结构和成本优势是决定盈利水平差异的关键，对于没有产品优势、区域优势和成本优势公司而言，预计 2010 年盈利仍维持在低位。

投资策略：

- 虽然短期行业仍面临多重负面压力，但对于盈利优异的公司，股价大幅调整将带来买入机会。目前时点我的推荐的公司属性主要基于产品结构优势、成本优势和区域优势，重点推荐：大冶特钢、宝钢股份、八一钢铁。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰 钢铁行业首席分析师
8621-63325888×6099
yangbf@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860207100115

徐卫 钢铁行业分析师
021-63325888-6093
xuwei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860108111182

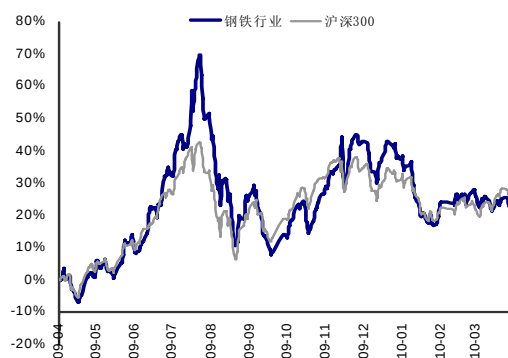
行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 钢铁

报告日期 2010 年 4 月 12 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-2.4	-11.6	28.2
相对表现 (%)	-4.7	-8.7	-6.0

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
宝钢股份	0.33	0.76	0.82	7.80	买入
大冶特钢	0.74	1.05	1.19	12.61	买入
八一钢铁	0.14	0.81	1.49	14.52	买入
新兴铸管	0.72	0.84	0.92	11.97	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《盈利低位复苏——2009 年年报 2010 年 1 月 29 日前瞻》

《重申 P/E 估值——2009 年中报 2009 年 7 月 10 日前瞻》

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

钢铁行业运行分析及展望	3
内需依然强劲 外需低位改善	3
供给：粗钢产能利用率高企 长材供应存压力	5
钢价：由矿石上涨预期推动转向需求拉动	6
2010 年一季报&中报前瞻.....	7
投资策略：	10

钢铁行业运行分析及展望

内需依然强劲 外需低位改善

内需来看：固定资产投资增速从 09 全年 31% 下降到前 2 月的 26.6%，对投资者信心影响负面，不过这仍高于我们对 10 年上半年固定资产投资增速 25% 的假设。历史证明政府集中扩大投资支出存在约 6-12 个月的明显时滞效应，相当数量的中央重点项目在去年主要处于征地、环评、招标等前期准备阶段，我们预计中央重点项目对相关行业需求的有效拉动有望从二季度集中显现。另外，如表 1 所示，房地产行业投资增速高达 31%，远远高于去年同期的 4.9%，继基建之后，房地产有望成为拉动钢材消费的新引擎。虽然货币收紧政策改变了对房地产销售的预期，不过地产新开工面积在 09 下半年的快速增加，预计对钢材需求拉动将持续影响到 10 年上半年。

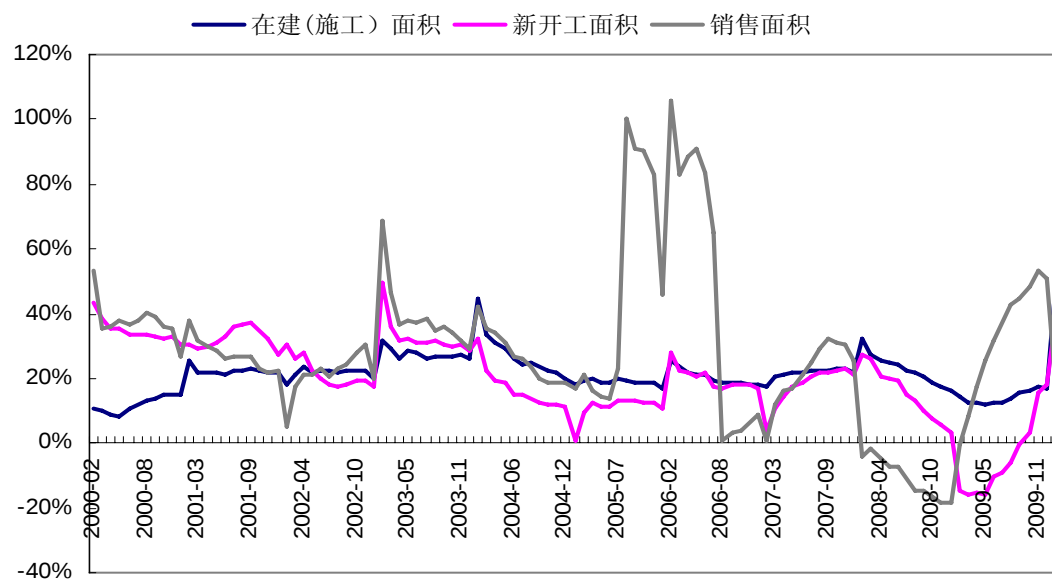
外需方面：从 1 月份以来，国际需求的恢复和矿石协议价格可能的大幅上涨共同推动着国际钢厂不断涨价，这有利于国内外钢材价差的进一步扩大。3 月份粗钢净出口 172 万吨出口，环比增加 34 万吨，直接出口的改善符合我们此前的预期，而机械、家电等机电产品出口的增长也将拉动钢材间接出口，分品种看，出口占比较高的板材较长材更为受益。

表 1：固定资产投资增速分解

		10 占比	比 09 增长	09 年占比	比 08 增长
	2010 年 1-2 月固定资产投资金额(亿元)	%	%	%	%
全国总计	13014.0	100	26.6%	100	26.5%
1.制造业	3835.8	29.5	23.6%	30.2	25.4%
其中：消费品制造（食品饮料、医药、纺织、家具等）	731.0	5.6	28.5%	5.5	10.6%
工业原材料制造（化工、金属等）	1649.3	12.7	24.7%	12.9	22.7%
设备制造	1455.4	11.2	20.0%	11.8	37.2%
2.房地产业	3580.1	27.5	31.1%	26.6	4.9%
3.交通运输、仓储和邮政业	1603.7	12.3	31.7%	11.9	63.6%
4.水利、环境和公共设施管理业	1184.1	9.1	38.4%	8.3	51.7%
5.电力、燃气及水的生产和供应业	822.3	6.3	12.1%	7.1	20.7%
6.教育、卫生、文化、公共管理	659.9	5.1	25.3%	5.1	46.6%
7.商业、住宿、餐饮、服务	602.5	4.6	28.2%	4.6	47.9%
8.采矿业	319.4	2.5	15.1%	2.7	25.8%
9.其他	406.1	3.1	12.6%	3.5	58.4%
基建相关	4676.2	35.9	26.6%	36.0	47.6%

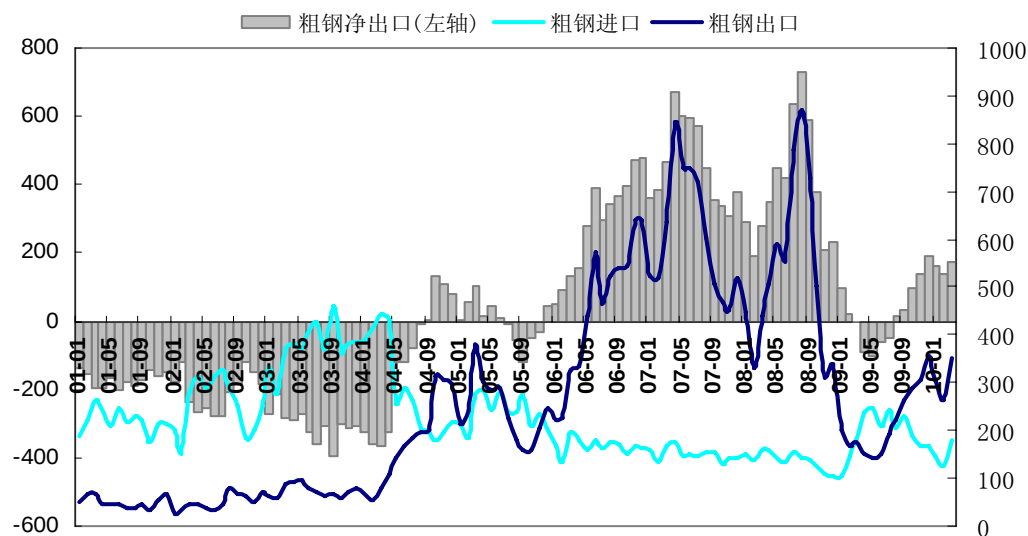
资料来源：东方证券研究所

图 1：房地产复苏可期



资料来源：东方证券研究所

图 2：中国钢铁出口趋势



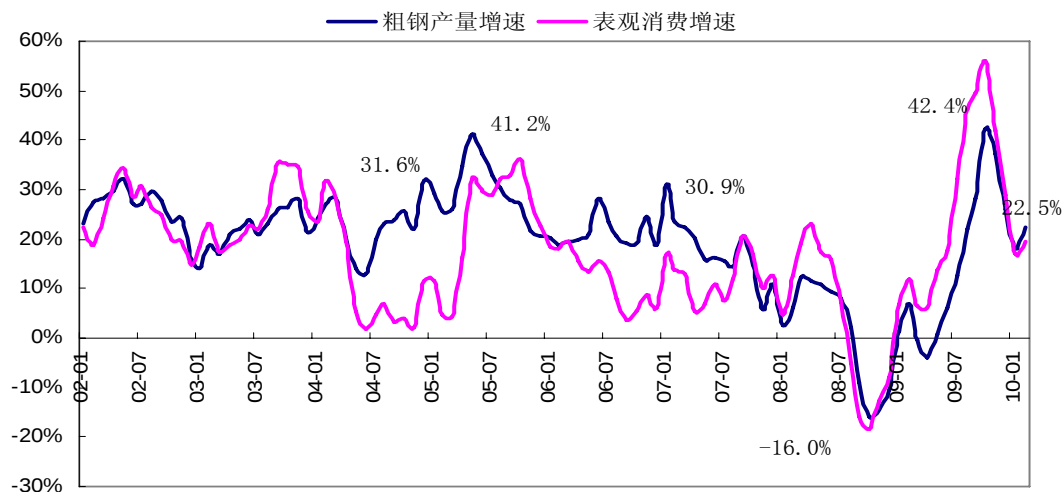
资料来源：东方证券研究所

供给：粗钢产能利用率高企 长材供应存压力

因为产能过剩和竞争充分（集中度低），中国粗钢产量对需求保持很好的弹性，随着钢价反弹和钢企盈利的恢复，国内粗钢日产量水平及其所反映出来的产能利用率水平逐月攀升，2月粗钢日均产量为179.9万吨，年化产量达6.56亿吨，产能利用率在90%左右，受冬季的影响，长材1、2月产能利用率较低，二季度将明显回升。

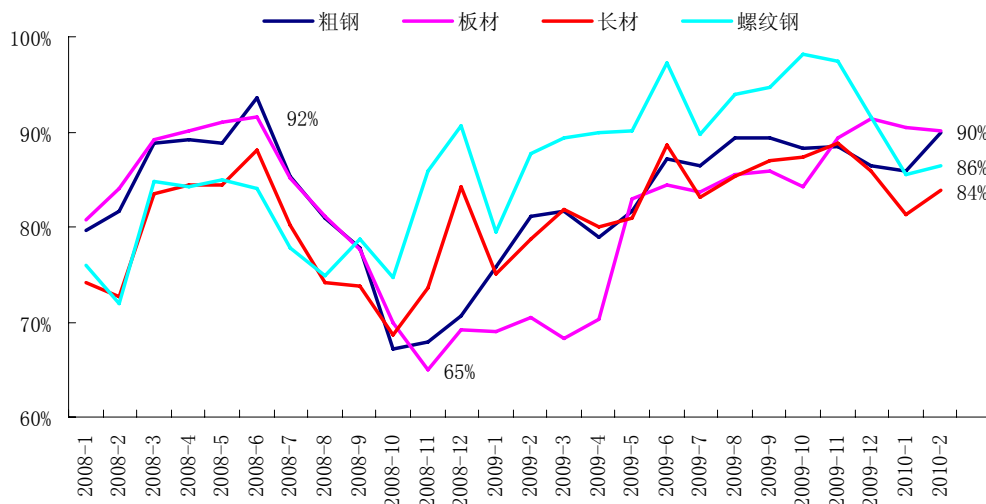
从公开资料统计的数据看，长材尤其是螺纹钢产能在09高盈利的刺激下新建较多，10年上半年这部分产能将逐步释放。而具备产品竞争力的高端板材和特钢新增产能较少。

图4：粗钢和分产品利用率逐月提升



资料来源：东方证券研

图5：粗钢和分产品利用率逐月提升

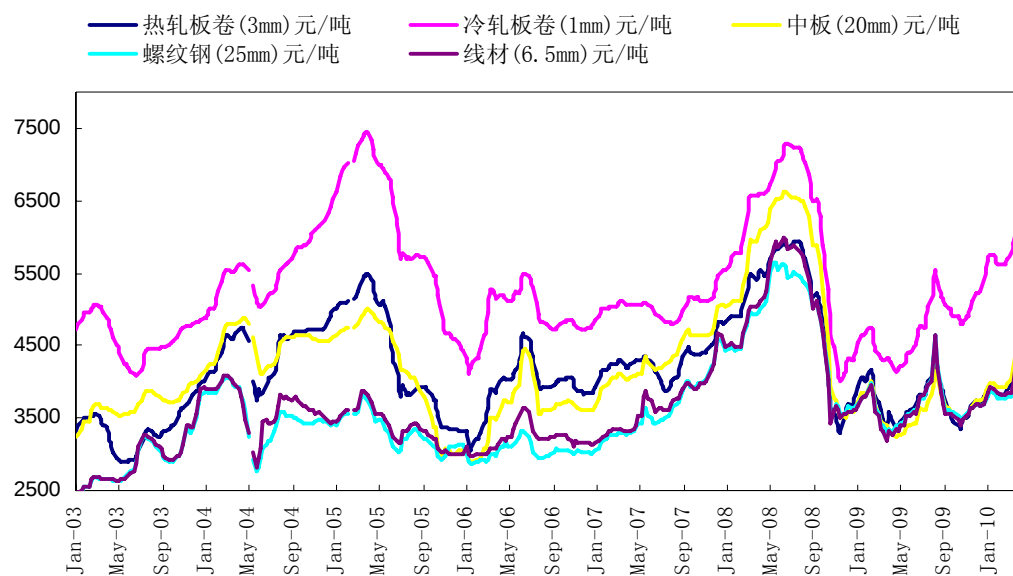


资料来源：东方证券研

钢价：由矿石上涨预期推动转向需求拉动

春节后钢价连续7周上涨，普碳钢涨幅在20%左右，主要是受同期铁矿石现货价格上涨30%以及长协矿石价格大幅上涨的推动。随着国内钢材需求进入旺季，预计钢价将在下游强劲需求的拉动下延续上涨。

图 6：国内主要钢铁价格趋势



资料来源：东方证券研究所

表 2：国内主要钢铁价格趋势

型号	单位		2008	2009	2010			同比			环比	
					Q1	Q2E	目前	Q1	Q2E	目前/09	Q1/Q4	Q2/Q1
热轧板卷	3mm	元/吨	5023	3726	3991	4807	4578	4.6%	34.6%	22.9%	9.4%	20.5%
冷轧板卷	1mm	元/吨	6079	4784	5784	6762	6147	28.8%	54.2%	28.5%	12.9%	16.9%
中板	20mm	元/吨	5462	3617	4079	4932	4697	11.3%	46.0%	29.9%	11.3%	20.9%
螺纹钢	25mm	元/吨	4772	3675	3891	4696	4472	7.1%	33.6%	21.7%	7.2%	20.7%
线材	6.5mm	元/吨	4890	3651	3950	4747	4521	9.9%	35.9%	23.8%	9.1%	20.2%
不锈钢冷轧	304CR	元/吨	27171	19577	23408	25725	24500	42.5%	50.6%	25.1%	12.5%	9.9%
	202CR	元/吨	21586	17125	18967	22260	21200	28.2%	50.6%	23.8%	4.7%	17.4%
无取向硅钢	50WW800	元/吨	6947	5830	7329	8400	8000	38.2%	65.6%	37.2%	10.8%	14.6%
取向硅钢	30Q130	元/吨	43457	25236	20339	22785	21700	-30.5%	-4.8%	-14.0%	-12.8%	12.0%
钢坯	上海	元/吨	4644	3291	3495	3924	3738	5.2%	25.3%	13.6%	8.4%	12.3%
五氧化二钒	98%片	万元/吨	17.38	9.51	9.98	10.29	9.80	-1.4%	20.0%	3.0%	10.9%	3.1%

资料来源：东方证券研究所

2010 年一季度&中报前瞻

2010 年 1 到 2 月，国内重点钢铁企业（72 家）赢利 124 亿元，上年同期亏损 7.9 亿，单月盈利环比 4 季度平均水平有所下降，主要原因在于冬季产量和销售价格均有下降。在 3、4 月钢厂连续上调出厂价格后，预计二季度盈利将有所回升。

根据我们的测算(见下表)：一季度以长协矿为主的钢厂盈利好于基于现货采购的钢铁企业；如果假设二季度长协矿石上涨 90%，且不考虑矿石库存的影响，以长协矿为主的钢厂二季度吨钢成本将增加约 700 元/吨，现货钢厂成本增加 373 元/吨，以此测算二季度现货采购原材料的企业将由一季度的盈亏平衡到实现 300 元/吨以上吨钢利润，接近正常的盈利水平。虽然原有的长协钢厂面临更大的成本上涨压力，但通过钢价大幅上调基本可以保持盈利的稳定，以宝钢为例，虽然宝钢进口长协比例最高，但公司产品定价能力使公司受矿石新定价模式的影响相对有限。

从上市公司看，在我们跟踪的钢铁公司中，预计大冶特钢、新兴铸管和八一钢铁一季度业绩将有超市场预期的表现。

表：重点跟踪钢铁公司一季报和中报 EPS 预测

	2009Q1	2009H1	2010Q1E	2010Q2E	2010H1E
宝钢股份	0.01	0.04	0.21	0.20	0.41
鞍钢股份	0.00	-0.22	0.14	0.24	0.38
武钢股份	0.03	0.07	0.03	0.07	0.10
大冶特钢	0.07	0.25	0.28	0.30	0.58
华菱钢铁	-0.14	-0.19	0.00	0.07	0.07
新兴铸管	0.12	0.40	0.21	0.22	0.43
八一钢铁	-0.13	-0.24	0.19	0.24	0.34
马钢股份	-0.11	-0.10	0.05	0.06	0.11

资料来源：东方证券研究所

表 3：钢铁行业大中型企业（72 家）月财务数据汇总

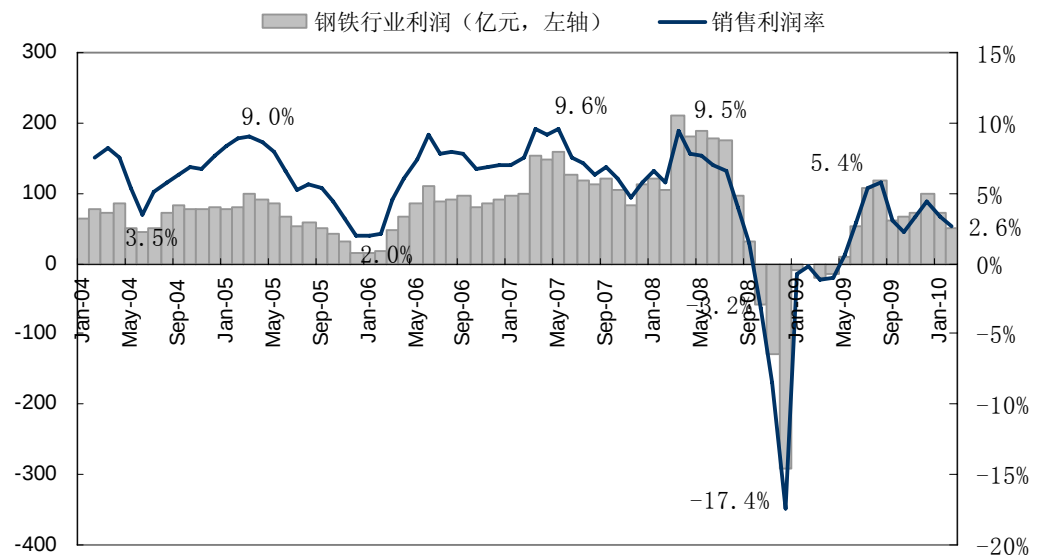
单位：亿元	09-07	09-08	09-09	09-10	09-11	09-12	10-01	10-02
产品销售收入	1959.9	2024.6	2006.1	3046.6	2145.3	2268.7	2141.1	1968.8
利润总额(补贴后)	106.1	117.6	61.5	67.3	72.6	99.3	71.3	51.2
月末存货	3454	3612.6	3796.6	3828.4	3811.1	3787.0	4020.5	4146.4
产成品	781	838.3	874.8	888.9	866.0	847.3	918.8	994.3
资产总额	27519	28083.8	28593.9	28781.6	28881.5	29000.8	29968.4	30387.7
负债总额	16977	17346.3	17758.8	17821.4	17970.5	17926.1	18714.9	18989.9
管理费用	68.3	67.3	77.7	62.4	64.1	87.6	70.7	71.3
财务费用	29.4	29.8	33.4	26.7	28.7	28.5	34.2	33.7
销售费用	18.1	19.6	20.6	19.9	20.3	25.2	20.7	19.8
销售利润率	5.42%	5.81%	3.06%	2.21%	3.38%	4.38%	3.33%	2.60%

资料来源：东方证券研究所

表 4：月度现货钢价和原材料成本变化

	热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材	铁矿	西澳-北仑	巴西-北仑	焦炭	废钢
09-12	3787	5388	3801	3697	3712	851	14.0	35.9	1890	2650
10-01	3886	5712	3964	3834	3891	948	11.9	29.7	1996	2728
10-02	3842	5641	3938	3773	3836	968	9.5	26.3	1977	2871
10-03	4174	5944	4274	4020	4079	1098	11.2	27.5	1920	2888
目前价格	4449	6104	4615	4325	4395	1255	10.63	27.086	1900	2875
1 月变动	98	323	163	137	180	97	-2	-6	106	78
涨跌幅	2.6%	6.0%	4.3%	3.7%	4.8%	11.4%	-15.1%	-17.5%	5.6%	2.9%
2 月变动	-43	-70	-26	-62	-56	20	-2	-3	-19	143
涨跌幅	-1.1%	-1.2%	-0.7%	-1.6%	-1.4%	2.1%	-20.6%	-11.3%	-1.0%	5.2%
3 月变动	332	302	336	247	244	129	2	1	-57	17
涨跌幅	8.6%	5.4%	8.5%	6.6%	6.3%	13.3%	18.2%	4.4%	-2.9%	0.6%
目前-3 月变动	275	161	341	305	316	158	-1	0	-20	-13
目前/3 月变化	6.6%	2.7%	8.0%	7.6%	7.7%	14.4%	-4.9%	-1.4%	-1.0%	-0.4%

资料来源：东方证券研究所

图 7：月度行业利润趋势


资料来源：东方证券研究所

表 5：不同成本钢企盈利变动测算

	单位	09Q4	10Q1	10Q2E	Q1-Q4	Q2-Q1
国内矿石现货	元/吨	823.8	1022.3	1255.0	198.5	232.7
印度现货矿价	美元/吨	99.7	132.9	150.0	33.2	17.1
合约铁矿石	美元/吨	62.0	62.0	117.7	0.0	55.8
巴西-中国	美元/吨	29.0	35.5	26.9	6.5	-8.6
西澳-中国	美元/吨	11.3	14.7	10.3	3.4	-4.4
废钢	元/吨	2565	2821	2875	256	54
焦炭	元/吨	1828	1961	2000	133	39
合约焦煤	元/吨	1125	1290	1365	165	75
汇率		6.83	6.83	6.83	0.00	0.00
成本变动测算	铁矿石	海运费	废钢	煤炭	其他	合计
钢企-长协（Q1-Q4）	0	17	18	99	13	146
钢企-现货（Q1-Q4）	271		18	57	35	380
钢企-长协（Q2-Q1）	609	-22	4	45	64	700
钢企-现货（Q2-Q1）	318		4	17	34	373

资料来源：东方证券研

表 6：不同成本钢企盈利变动测算

现货均价变动		热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材
09Q4	元/吨	3646	5126	3666	3630	3620
10Q1	元/吨	3991	5784	4079	3891	3950
10Q2E	元/吨	4807	6762	4932	4696	4747
Q1-Q4（不含税）	元/吨	294	563	353	223	282
Q2-Q1（不含税）	元/吨	698	835	729	687	681
吨钢利润变动		热轧板卷	冷轧板卷	中板	螺纹钢	线材
钢企-长协（Q1-Q4）	元/吨	148	417	207	77	136
钢企-现货（Q1-Q4）	元/吨	-86	183	-27	-157	-98
钢企-长协（Q2-Q1）	元/吨	-2	136	29	-12	-18
钢企-现货（Q2-Q1）	元/吨	325	463	356	315	309

资料来源：东方证券研

投资策略：

我们预计 2010 年钢铁行业盈利将低位水平继续改善，但盈利分化明显。分产品看，随着制造业和出口复苏，板材盈利趋势将好于长材，其中冷轧产品进入历史景气周期，改善趋势明显好于热轧。分公司看，产品结构和成本优势是决定盈利水平差异的关键，对于没有产品优势、区域优势和成本优势公司而言，预计 2010 年盈利仍维持在低位。

综合未来 6 个月行业趋势和股价下跌后的估值位置，我们认为目前时点钢铁股重现买入时机：

- 从行业趋势看，短期虽受制于矿石谈判，但作为主要负面因素的矿石价格基本见顶，预计矿石谈判结束将对钢铁股价形成正面驱动，钢价将在需求拉动下延续升势。
- 从需求趋势看，随着政府基建投资延续和房地产新开工改善，预计内需在 2010 年得以延续强势，而外需环比改善趋势也是确定事件
- 从估值看，股价大幅下跌后，钢铁相对市场估值优势明显回升，目前钢铁相对沪深 300P/B 比率为 0.59，较 09 年二季度高点的 0.71 明显回落。

虽然短期行业仍面临多重负面压力，但对于盈利优异的公司，股价大幅调整将带来买入机会。目前时点我们推荐的公司属性主要基于产品结构优势、成本优势和区域优势，重点推荐：大冶特钢、八一钢铁、宝钢股份。

大冶特钢：盈利渐入佳境 重申买入

- 订单强劲，下游需求继续增强：1) 预计 2010 年国内汽车产销量将保持在高位，铁路延续高增长；机械产量将呈明显改善趋势。2) 全球汽车和制造业景气明显回升，特钢出口将明显改善。
- 从成长性看，随着公司高端锻件的产能扩展，未来 3 年公司将进入内涵增长和外延扩张并行成长期，盈利保持快速增长。
- 盈利强劲，预计一季报业绩超预期。强劲订单保证公司产品定价可以充分覆盖成本上涨，预计一季度公司盈利表现将明显超出行业平均和市场预期，重申买入评级。

八一钢铁：区域优势+资源优势

- 公司最大驱动因素在于新疆未来钢铁需求的爆发性潜力。因为新疆需求基数较低，政府的积极投资政策将新疆钢铁供不应求并形成明显的区域价格优势。
- 从资源优势看，随着国内矿石和焦煤价格大幅上涨，八一钢铁（集团）的资源优势将逐步体现，其成本上涨幅度将明显滞后与国内其他区域，而其产品售价将与国内其他区域同步，盈利改善趋势明显。
- 根据公司业绩预增公告，一季度公司将实现每股收益 0.19 元，这明显超出市场预期，随着二季度需求旺季到来，预计八一钢铁的区域资源优势将在业绩趋势上有更多体现。

宝钢股份：维持买入

- 预计 2010 年国内汽车产量将维持高位，在汽车产销量没有明显下降前，宝钢的订单将延续强劲，其定价能力没有削弱，市场对宝钢定价能力的担忧存过度。
- 我们预计宝钢 5 月份冷轧产品上调 500 元/吨，热轧上调 200-300 元/吨，据此测算宝钢二季度可以完全覆盖矿石和焦煤成本的上涨压力。

- 近期宝钢股价弱势表现主要受两个因素影响：矿石新定价体制和汽车板订单环比下降。预计 5 月价格政策将超市场预期并对宝钢股价形成正面驱动。
- 预计宝钢 1 季度实现每股收益 0.21 元，虽然未超出市场预期，但宝钢未来相对行业的产品定价优势和盈利表现并未在股价中合理反映，维持买入评级。

表 7：重点公司盈利预期和投资评级

公司名称	评级	股价	EPS		P/E		P/B		ROE	
		最新	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
宝钢股份	买入	7.80	0.33*	0.76	23.6	10.3	1.5	1.3	6.2%	12.5%
鞍钢股份	增持	11.69	0.13	0.82	92.8	14.3	1.6	1.4	1.8%	9.8%
武钢股份	增持	6.68	0.17	0.28	38.4	23.9	1.9	1.8	5.1%	7.5%
大冶特钢	买入	12.61	0.74*	1.05	16.9	12.0	3	2.4	17.5%	20.0%
华菱钢铁	买入	6.43	0.04*	0.26	169.2	24.7	1.2	1.1	0.7%	4.4%
新兴铸管	买入	11.97	0.73*	0.84	16.4	14.3	1.9	1.8	11.7%	12.6%
八一钢铁	买入	14.52	0.14*	0.81	103.7	17.9	4.1	3.3	3.9%	18.4%
马钢股份	增持	4.30	0.02*	0.21	205.7	20.5	1.3	1.2	0.6%	5.8%

*标注为 09 年年报数据

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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