

供需关系继续改善 行业景气向上有望持续

推荐(维持)

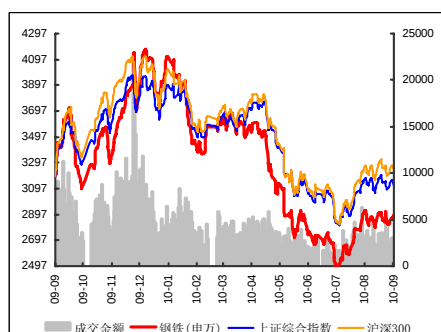
——钢铁行业四季度投资策略

报告摘要:

市场数据

钢铁指数	2865.36
三个月涨跌幅	7.14%
上证综合指数	2591.55
沪深300指数	2857.48

行业相对股价表现



相关研究

《看好长材价格见底反转 行业阶段性投资机会初现》

《需求扩张回归正常 供给紧缩或超预期》

德邦证券研究所 钢铁有色研究小组

联系人: 蔡培培

电话: 8621-68761616-8521

邮箱: caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

市场回顾: 钢价自七月中旬以来一路上扬。我们把此轮钢价上涨分为两个阶段: (1) 第一阶段为需求端复苏引致的钢价上涨。经过长时间的去库存行为之后, 下游终端用户和处于社会流通环节的贸易商的集中补库存行为引发了钢价的快速反弹。(2) 第二阶段为供给端紧缩引致的价格上涨。8月下旬以来, 为确保完成“十一五”节能减排目标, 各地纷纷出台对高耗能行业进行惩罚的电价措施。供给端紧缩明显, 钢价出现新一轮上涨行情。

四季度供需前景: 供需关系正在改善。 宏观经济指标显示下滑趋势中透出乐观信号; 钢材需求端未来利空因素有限, 旺季值得期待; 上游成本压力短期明显减轻, 中长期也有望持续改善。随着铁矿石新增产能的不断释放、钢铁行业固定资产投资的严厉控制和行业集中度的不断提高, 我国钢铁行业议价能力将不断提高, 中长期看有望改善近几年于上下游产业链中的被动局面。

估值分析: 从PE看目前钢铁行业整体PE为15倍以上, 沪深300整体PE为14.4, 钢铁板块PE相比大盘稍有溢价。但钢铁板块整体盈利波动过大, 且处于盈利周期底部区域, PE估值参考意义稍弱。从PB看, 目前钢铁板块PB为1.5倍, 目前相对沪深300折价40%, 估值较前期有一定修复。从估值上讲, 钢铁板块安全系数仍然较高, 且钢铁行业相对状况在改善之中, 相对于沪深300板块的估值修复过程有望继续。

投资策略: 维持行业“推荐”评级。我们认为四季度的投资机会集中于三个领域: 1、阶段性主题: 长材优于板材。我们继续推荐长材营业收入占比较高、业绩弹性较大的三钢闽光、八一钢铁和凌钢股份等。2、长期主题: 内地基础设施建设、企业内迁带来钢铁板块投资机会, 要素成本变化决定实体企业内迁趋势, 对内地固定资产投资的要求也进一步提高, 同时平衡区域经济的要求决定政策逐渐倾斜中西部地区。我们推荐八一钢铁和新钢股份等个股。特钢子行业具备更高增长潜力, 特钢类上市公司我们推荐大冶特钢和方大特钢。

目录

1 前期观点回顾和市场表现综述.....	3
1.1 今年中期以来的观点总结.....	3
1.2 市场回顾：钢价上涨的两阶段行情.....	3
2 四季度供需前景：供需关系正在改善.....	6
2.1 宏观经济指标显示下滑趋势中透出乐观信号.....	6
2.2 需求端未来利空因素有限，旺季值得期待.....	8
2.3 上游成本压力或将持续改善.....	11
3 估值分析与投资策略.....	13
3.1 估值分析.....	13
3.2 投资策略.....	14

1 前期观点回顾和市场表现综述

1.1 今年中期以来的观点总结

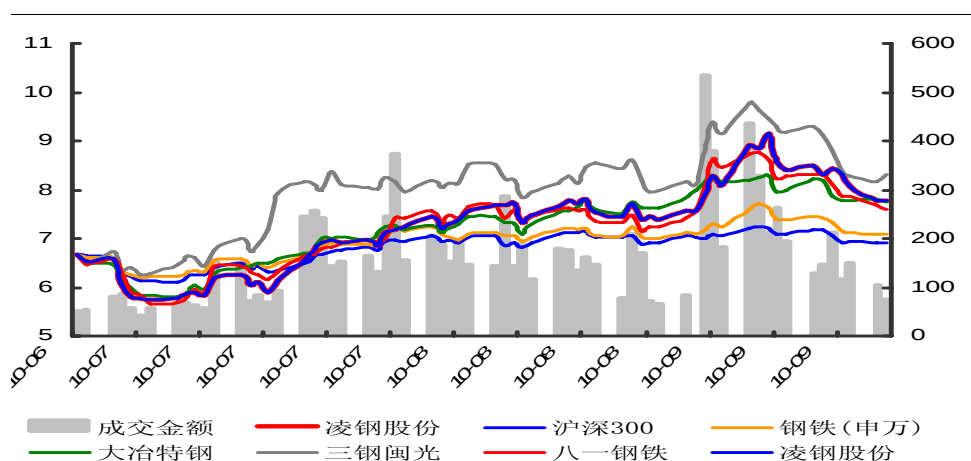
我们在中期策略、8、9月份月度策略及一系列周报的主要观点为：

1、给予行业“推荐”评级。与需求回归和四季度铁矿石协议定价预期下降有关，钢铁上市公司盈利空间将于三季度见底，四季度出现回升。保障房、西部开发、自然灾害、央行货币政策、地产市场成交回暖等五大因素正在改变钢材市场的运行及预期，需求端潜力尚未释放。

2、供给端钢铁行业产能过剩的整体格局未变，一旦钢材价格上涨，闲置产能必然纷纷复产，钢价产量上升，钢价再次受到压制，7月份的钢厂减产行为难以持续，产能利用率将再次提升。供给压力将再次出现，而需求端尚有潜力。

3、看好长材类和资源类上市公司。原因有：（1）未来需求端可能出现的超预期机会大多发生在对建筑用钢的需求上；（2）政府正在进行的淘汰落后产能大多为螺纹钢等产能，而钢厂新上项目大多为板材项目，相比板材，未来建用钢的产能增长较为有限。（3）上游资源类公司依然在产业链中占据优势地位，看好需求回暖时铁矿石价格回升带来的收益。阶段性看好业绩弹性、建筑用钢营业收入占比较高、具备资源属性的上市公司，推荐个股：八一钢铁、凌钢股份、三钢闽光；长期看好产品、区域、资源具有优势的上市公司，推荐个股：大冶特钢、八一钢铁。

图1-1 钢铁行业指数及推荐个股三季度表现



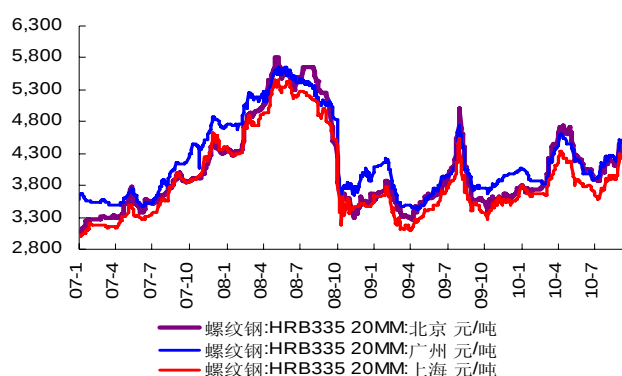
资料来源：wind资讯，德邦研究

1.2 市场回顾：钢价上涨的两阶段行情

钢价自七月中旬以来一路上扬

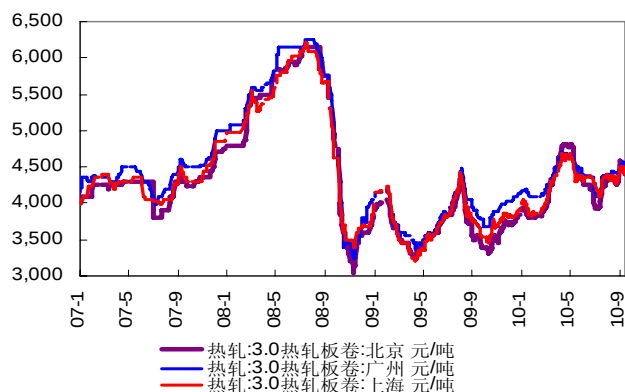
由于下游需求的疲软及市场悲观的预期，四月钢价达高点之后开始一路下滑，从7月中下旬开始，钢材价格出现反弹，并持续上涨。我们把此轮钢价上涨分为两个阶段：（1）**第一阶段为需求端复苏引致的钢价上涨**。经过长时间的去库存行为之后，下游终端用户和处于社会流通环节的贸易商的集中补库存行为引发了钢价的快速反弹。分品种来看，长材价格反弹快于板材，截止8月底，螺纹钢均价较7月份环比上涨3.25%，线材均价环比上涨3.9%，热轧平均价格基本维持不变，冷轧均价环比上涨1.94%，中厚板均价环比上涨0.74%。（2）**第二阶段为供给端紧缩引致的价格上涨**。8月下旬以来，为确保完成“十一五”节能减排目标（即单位国内生产总值能耗降低20%左右），国务院组成6个督查组，对18个重点地区进行节能减排专项督查。各地纷纷出台对高耗能行业进行惩罚的电价措施。供给端紧缩明显，钢价出现新一轮上涨行情。

图 1-2 螺纹钢价格走势



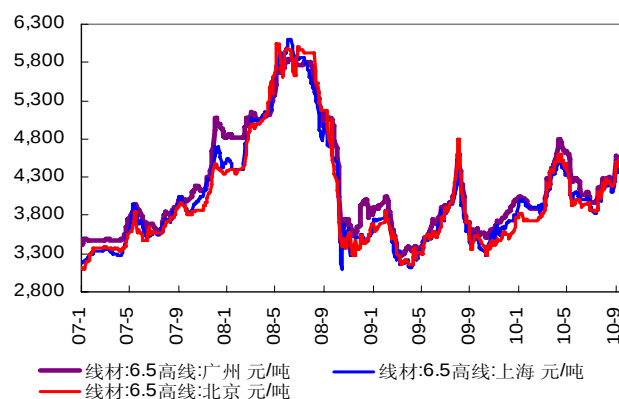
资料来源:my steel, 德邦研究

图 1-4 热轧价格走势



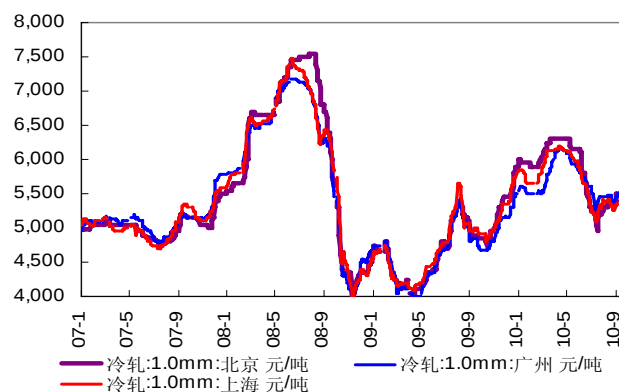
资料来源:my steel, 德邦研究

图 1-3 线材价格走势



资料来源:my steel, 德邦研究

图 1-5 冷轧价格走势



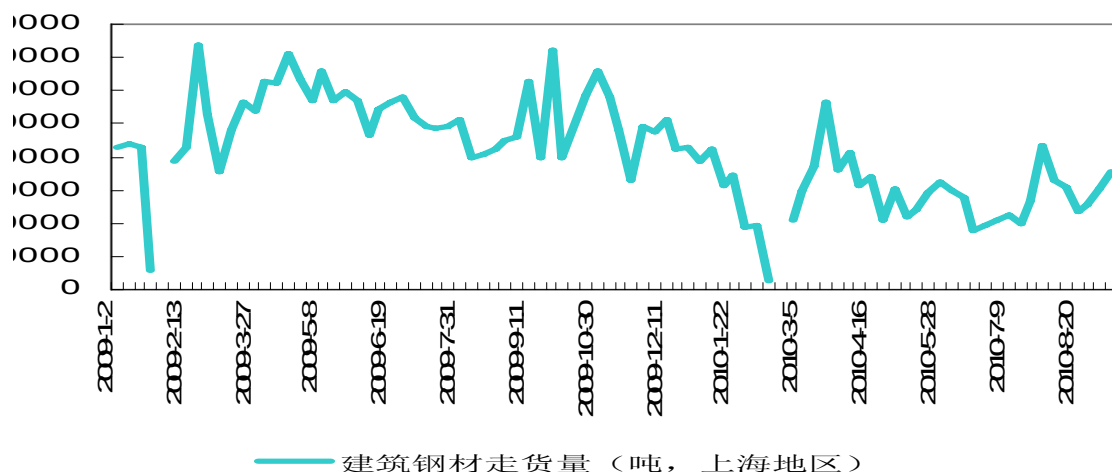
资料来源:my steel, 德邦研究

长材、板材表现分化

此轮钢价上涨行情中，长材等建筑用钢表现更优，原因在于：（1）需求端方面，保障房、区域开发等对建筑用钢的需求好于预期，房地产新政后对建筑用钢的极度悲观情绪已经

得到修正，近期房地产市场的复苏更是强化了这一预期。(2) 供给端方面，节能减排对产能的遏制作用大都显现在建筑用钢上，原因在于落后产能淘汰的对象多为螺纹钢等产能。

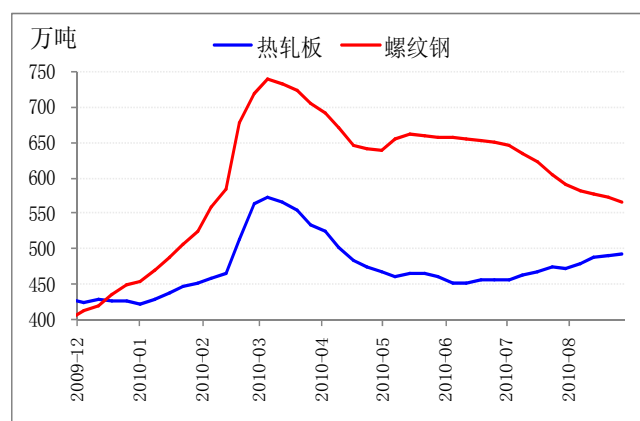
图1-6 上海地区建筑钢材走货量



资料来源：西本新干线，德邦研究

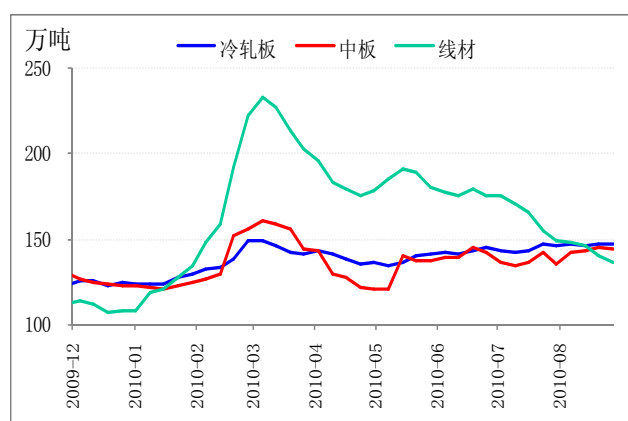
除价格表现外，长材去库存化的效果也优于板材。从8月份的数据看，长材库存较7月环比减少10.85%，板材库存增加5.17%。

图 1-7 热轧、螺纹库存走势



资料来源：my steel，德邦研究

图 1-8 冷轧、中板、线材库存走势



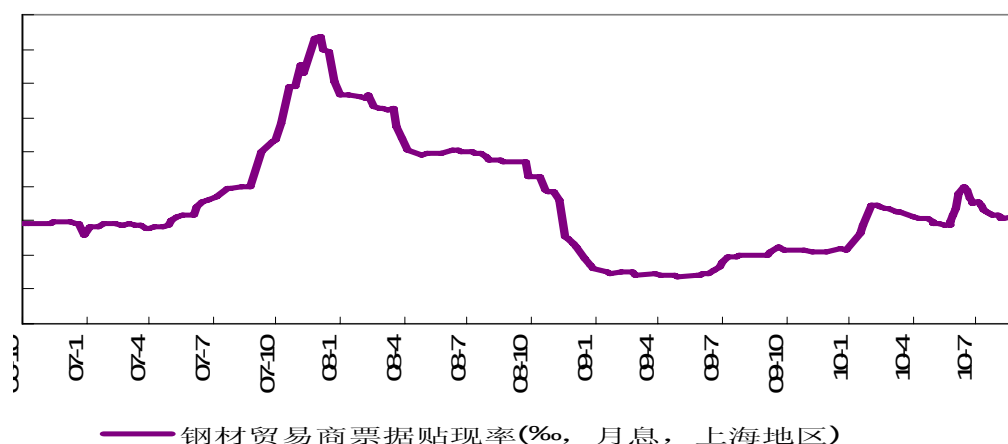
资料来源：my steel，德邦研究

钢材金融属性渐行渐强

近期钢材价格波动较大，一方面反映了钢铁供给端的紧缩，另一方面更加充分地反映了钢价的金融属性。处于社会流通环节的钢材贸易商对钢价形成助涨助跌的作用愈加明显，明

显放大了钢材价格波动程度。我们认为钢材金融属性增强的原因在于：（1）钢材期货的推出提高了钢材的金融属性，期货市场价格对现货市场具备反馈能力。（2）资讯系统的提升、市场信息交流的愈加充分等因素使得“预期”对市场行为的影响越来越大。（3）金融市场愈加发达，市场资金流动性对钢材价格影响越来越大，例如钢材贸易商的买卖行为受制于流动性的宽松程度，也即借贷成本的高低。从下图可以看出，钢价与钢材贸易商票据贴现率走势的负相关性有所增强。

图1-9 钢材贸易商票据贴现率走势



资料来源：西本新干线，德邦研究

从我们草根调研中可以看出，钢材贸易商对钢价涨跌极为敏感，不断进行买入囤货择机卖出，钢厂也反映贸易商在市场清淡时不见踪影，市场火热时趋之如鹜，这些市场行为均增大了钢价价格的波动性，一定程度上削弱了钢材市场供需关系对价格的决定作用。

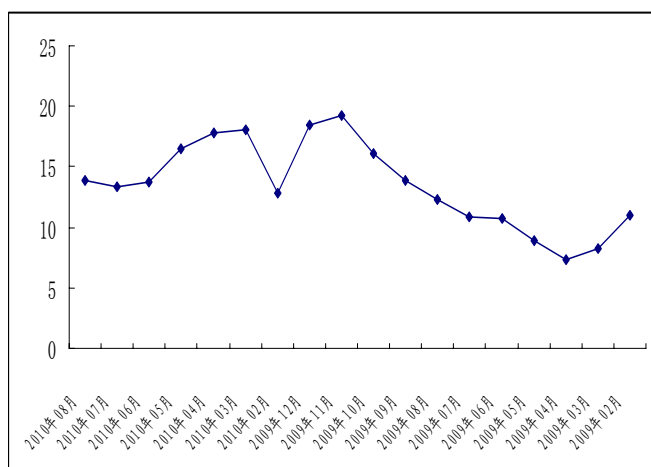
钢材的金融属性可以一定程度上解释近期钢价波动的加大，尤其是近期钢材价格受到节能减排消息的外生冲击，各方预期不一，且预期随着政策形势不断变化而变化，同时股票市场波动剧烈，并且钢价快速上涨又可能提高闲置产能的复产动力，这一切共同导致近期钢价快速上涨又快速回调的情形。

2 四季度供需前景：供需关系正在改善

2.1 宏观经济指标显示下滑趋势中透出乐观信号

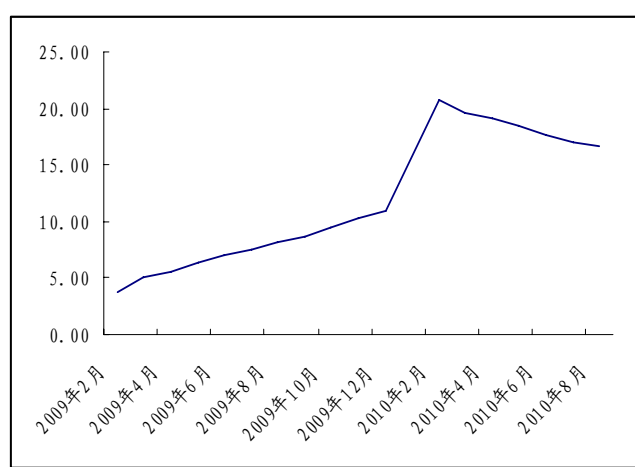
8 月份工业累计增加值同比增长 16.6%，依然处于下降通道之中，但单月增加值同比增速已经超过前两月，出现回稳迹象。几个；高耗能行业的节能减排行为预计对工业增加值产生一定影响，但应该在 9 月份之后体现出来，8 月份工业增加值同比增速的回升为节能减排政策的延续保留了余地。

图 2-1 8 月工业增加值同比增速



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

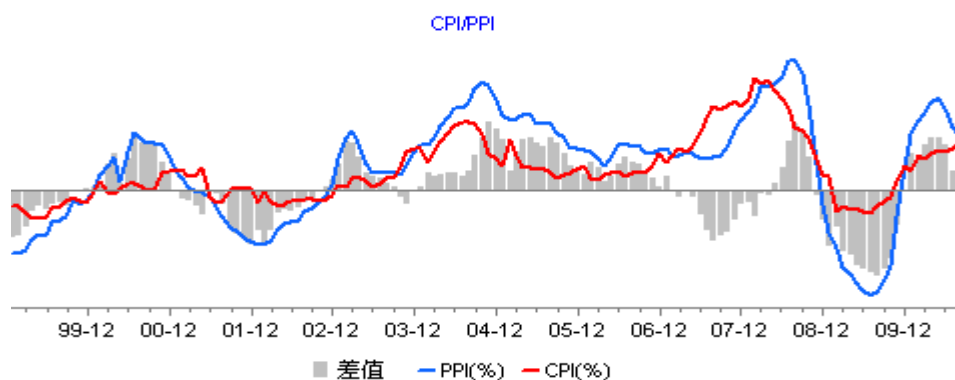
图 2-2 8 月累计工业增加值同比增速



资料来源:国家统计局, 德邦研究

8 月份 CPI 同比继续上升至 3.3%，PPI 同比逐渐回落至 4.8%，主流研究机构大多预计 CPI 很快见顶，而 PPI 逐渐回落能够避免人们对钢价上涨的过多担忧。

图2-3 CPI/PPI走势



资料来源:wind资讯, 德邦研究

GDP 增速依旧处于下滑态势，主流研究机构大多认为 GDP 于今年四季度或明年一季度触底，而 8 月份 PMI 的触底反弹传递了较好信号。

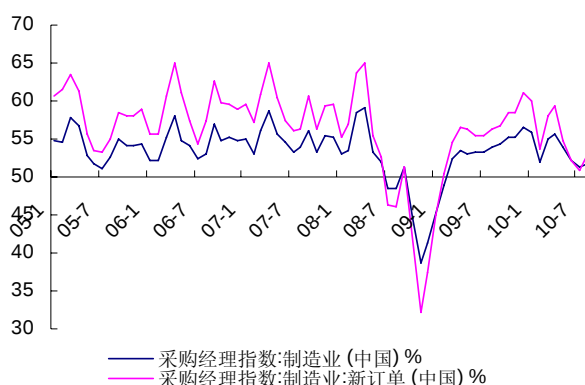
宏观经济较为不确定的因素为房价上涨过快带来的政策调控风险。

图 2-4 GDP 同比增长



资料来源:国家统计局, 德邦研究

图 2-5 PMI 指标



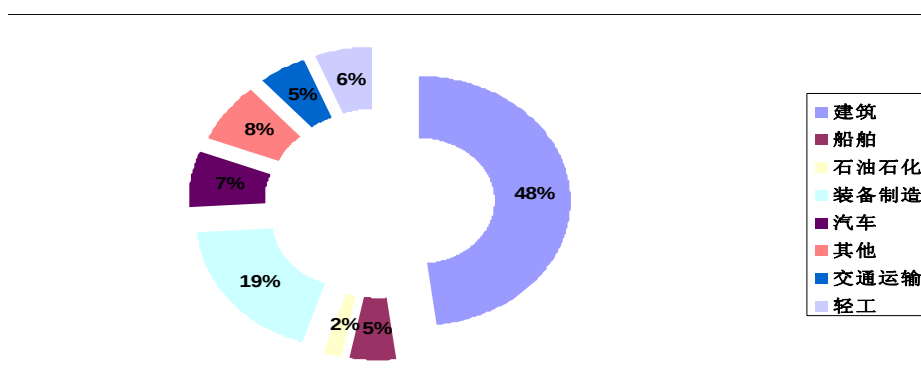
资料来源:国家统计局, 德邦研究

2.2 需求端未来利空因素有限, 旺季值得期待

基建需求波动程度较以往有望降低

基建占据钢材下游需求的半壁江山, 且需求波动程度较大, 一般可以认为基建需求决定着钢材价格的整体走势。在 10 年上半年经过房地产新政和大规模信贷政策退出后, 下游需求受到极大冲击, 也直接导致了今年四月份以来的钢价大跌。

图2-6 普钢下游需求分布



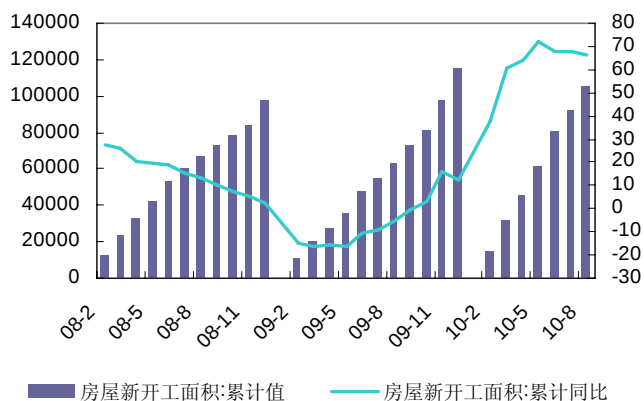
资料来源:wind资讯, 德邦研究

我们认为政府一方面控制房价过快上涨, 一方面着手降低国民经济对商品房市场的过度依赖, 当商品房开发增速放缓过度时, 政府可在保障性住房、区域经济开发等方面加大力度, 这种对冲性财政政策能够对固定资产投资增速下滑有所抵补。

未来基建需求很大程度上取决于商品房市场发展的健康程度, 如果商品房供给增加使得房价良性发展, 那么未来房地产投资将较为乐观, 倘若全民形成较强的通胀预期, 投资性住房盛行, 那么政府必将出台政策, 抑制房价的同时也打压了房地产投资和其他消费。

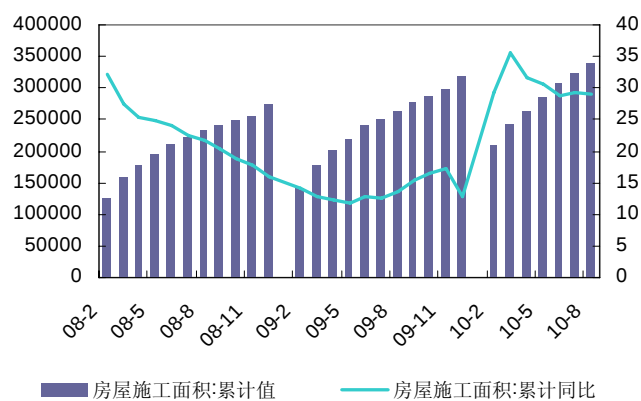
8 月份以来商品房市场出现了复苏迹象，成交量大幅反弹，地产市场走势或许比我们之前预料的要乐观许多。

图 2-7 房屋新开工面积累计值及同比增速



资料来源：国家统计局，德邦研究

图 2-8 房屋施工面积累计值及同比增速



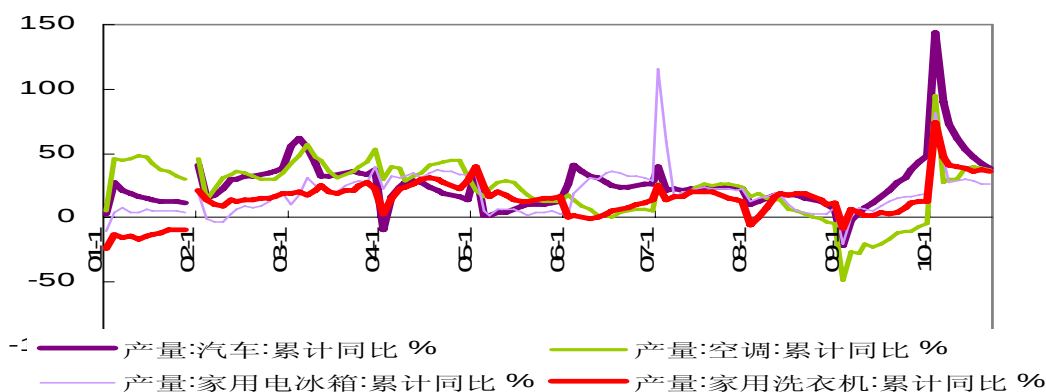
资料来源：国家统计局，德邦研究

汽车等可选消费的增长是长期的主题

今年四五月份汽车销量高位回落，一方面跟去年年初的低基数有关，另一方面去年四季度和今年一季度过于火爆的汽车销售难以持续，同比增速下滑不可避免。8 月份，全国汽车产量完成 120.42 万辆，环比降低 2.74%，同比增长 10.15%；销量完成 121.55 万辆，环比增长 15.09%，同比增长 55.72%，经历 7 月销售谷底之后强劲反弹，提前进入销售旺季。

我们认为汽车等可选消费的增长是确定的，是钢材下游需求中增长较为稳定且确定性较高的部分，是长期的主题。

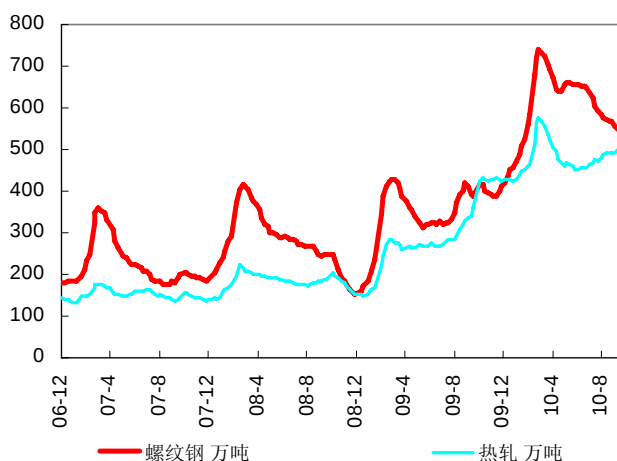
图 2-9 汽车家电产量累计同比



资料来源：wind 资讯，德邦研究

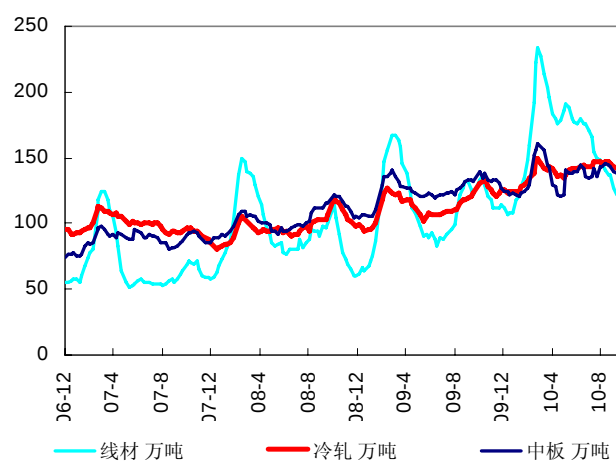
库存方面，螺纹钢和线材的社会总库存（截止9月17日）为547万吨和122万吨，自7月份以来分别下降了16%和30%，热轧和冷轧的社会总库存（截止9月17日）为500万吨和142万吨，分别上升9%和下降1%。板材去库存进程慢于长材。

图 2-10 螺纹钢和热轧库存



资料来源:my steel, 德邦研究

图 2-11 线材、冷轧、中板库存

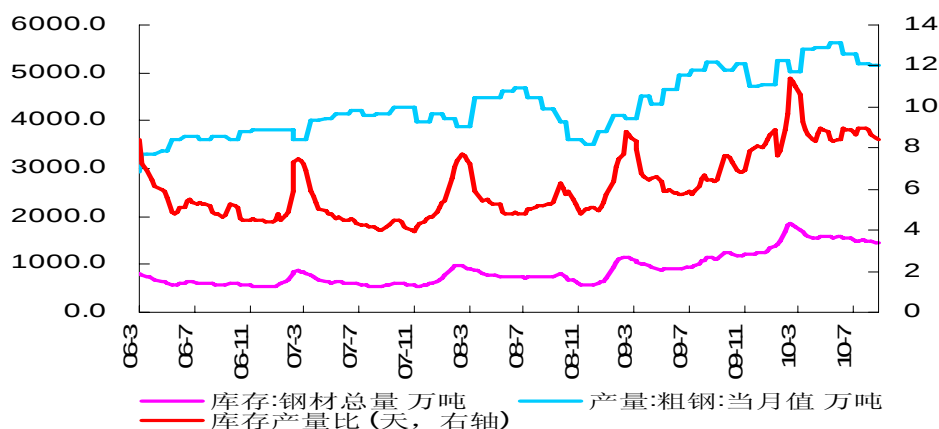


资料来源:my steel, 德邦研究

库存产量比处于下降之中，但仍处于高位，未来去库存依然有一定压力。

7、8月份是钢材传统淡季，同时建筑业开工受到酷暑高温影响，钢材需求不振。进入9月份后，工业和建筑用钢需求有望环比上升，同样，汽车行业也即将告别传统淡季进入销售旺季阶段。总而言之，整个四季度钢材需求值得期待。

图2-12 库存、产量对比



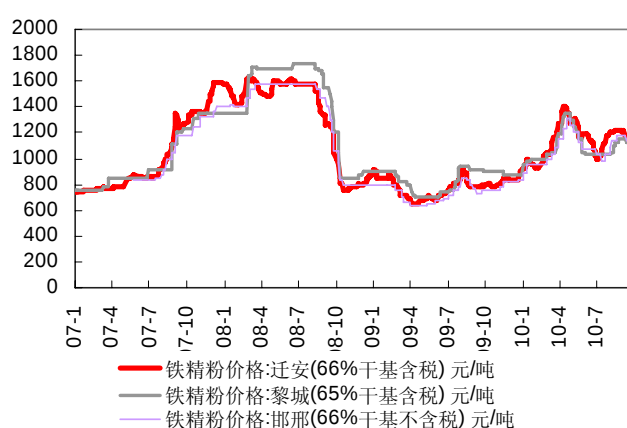
资料来源:wind资讯, 德邦研究

2.3 上游成本压力或将持续改善

四季度成本压力有所减轻

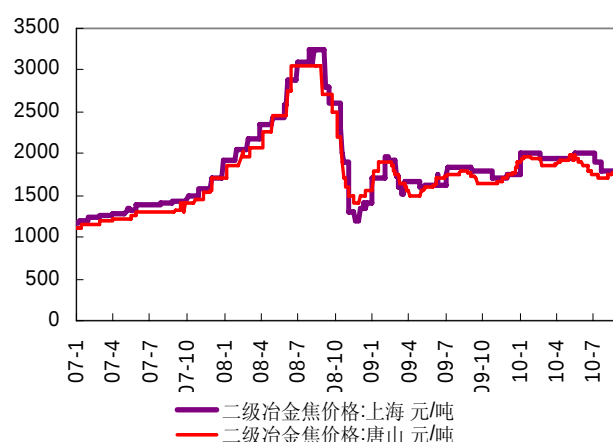
短期成本压力将有所减轻,主要源于节能减排限制供给端产能释放,导致钢材产量减少,原材料价格和钢材价格走势近期出现背离情形,同时四季度铁矿石协议价较三季度下调10%-15%。淡水河谷公司计划将铁矿石价格由每吨150美元下调至135美元,降幅为10%;力拓公司表示四季度力拓铁矿石FOB价(不含运费)将下滑至每吨127美元左右,降幅约为13.3%。

图 2-13 国内铁精粉价格走势



资料来源:国家统计局, 德邦研究

图 2-14 二级冶金焦价格走势



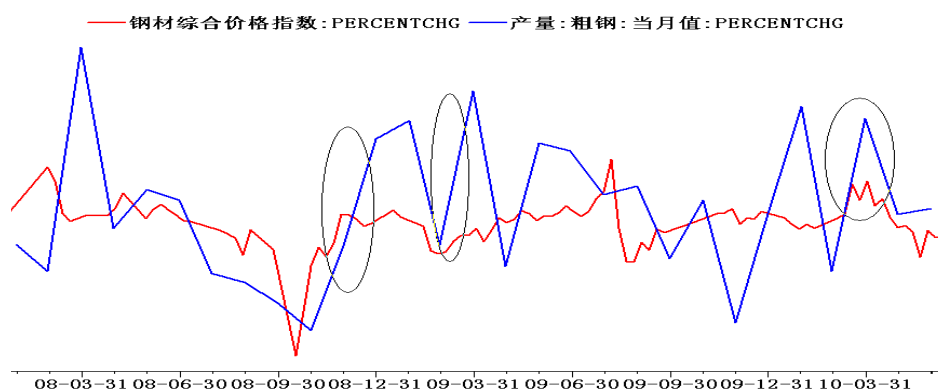
资料来源:国家统计局, 德邦研究

明年一季度钢材产量增长或将恢复正常，矿价钢价走势回归一致

今年是“十一五”最后一年，节能减排任务被压缩至最后半年内，结果才导致节能减排的强力实施，但其对各地经济及民生等或将造成负面因素，这种短期的供给冲击预计难以持续，一方面我们预计节能减排最多持续至年底，明年一季度开始钢材生产将恢复正常；另一方面随着钢价的上涨，整体产能处于过剩状态的钢铁行业必将纷纷提高产量。

从下图中可以看出，钢价环比上升时，钢材产量也环比上升，且幅度高于价格上涨幅度，说明钢铁闲置产能对钢价起着较大的抑制作用。

图2-15 钢材综合价格指数环比增长/粗钢产量月环比增长



资料来源:wind资讯, 德邦研究

中长期钢铁行业议价能力将持续提升，产业链地位将有所提高

市场经济看不见的手决定了一个行业的高利润率将吸引新的竞争者的进入，近几年铁矿石行业的高毛利率刺激了国际和国内的铁矿石勘探和开发行为，铁矿石作为一种并不稀缺的矿产资源，其供给弹性较大，未来数年铁矿石新增产能将抑制铁矿石价格的上涨，加上未来废钢对铁矿石的替代作用，其对钢铁业利润的侵蚀程度将逐渐减轻。

由于我国钢铁业对海外铁矿石依存度较高，海外铁矿石生产的集中与我国钢厂的分散形成鲜明对比，我国钢厂议价能力不足导致利益严重外流，这也促使政府决心提高钢铁行业集中度。

《钢铁产业振兴计划》提出 2011 年前建成三个 5000 万吨以上产能的大型钢铁集团，2012 年前五大钢铁集团集中度超过 45%；《关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》提出进一步提高我国钢铁产业集中度，培育形成 3-5 家具有较强国际竞争力、6-7 家具有较强实力的特大型钢铁企业集团。力争到 2015 年，国内排名前 10 位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比例从 2009 年的 44% 提高到 60% 以上，推动钢铁工业结构调整迈上一个新的台阶。

政府对钢铁业新增产能的控制也将逐渐体现出成效。2010 年 04 月 06 日发布的《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》要求钢铁行业 2011 年底前，淘汰 400 立方米及以下炼铁高炉，淘汰 30 吨及以下炼钢转炉、电炉。2010 年 05 月 04 日发布的《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》要求 2010 年淘汰落后炼铁产能 2500 万吨、炼钢 600 万吨。《关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》要求除国家已批准开展前期工作的项目外，2011 年底前不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目；严格履行钢铁项目审批和核准程序，发展改革委要牵头组织对 2005 年以来建设的钢铁项目进行清理。

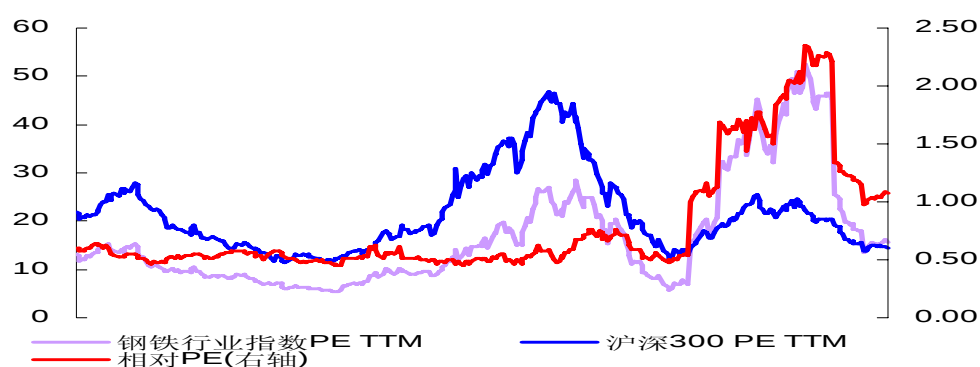
中长期随着铁矿石新增产能的不断释放、钢铁行业固定资产投资的严厉控制和行业集中度的不断提高，我国钢铁行业议价能力将不断提高，有望改善近几年于上下游产业链中的被动局面。

3 估值分析与投资策略

3.1 估值分析

从 PE 看目前钢铁行业整体 PE 为 15 倍以上，沪深 300 整体 PE 为 14.4，钢铁板块 PE 相比大盘稍有溢价。但钢铁板块整体盈利波动过大，且处于盈利周期底部区域，PE 估值参考意义稍弱。

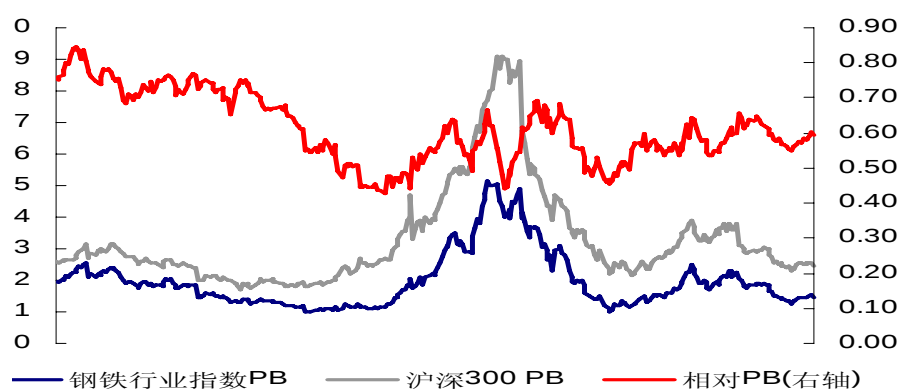
图3-1 钢铁行业/沪深300PE对比



资料来源：德邦研究

从 PB 看，目前钢铁板块的 PB 为 1.5 倍，估值水平处于历史低位，08 年 10 月份 PB（整体法）出现过 1 倍的低值，但 08 年 10 月份的估值反映了当时极端下滑的经济形势，不可同日而语。从钢铁相对 A 股 PB 折价来看，目前折价 40%，处于历史均值以上，估值较前期有一定修复。从估值上讲，钢铁板块安全系数仍然较高，且钢铁行业相对状况在改善之中，相对于沪深 300 板块的估值修复过程有望继续。

图3-2 钢铁行业/沪深300PB对比



资料来源：德邦研究

3.2 投资策略

短期钢价较为充分地反映了供给端的紧缩冲击，但未来需求端的逐渐释放仍将支撑钢价保持稳定或震荡上行。

近期节能减排行动对供给端产能的抑制使得市场对未来钢价趋势产生较为乐观的预期，贸易商的投机行为放大了钢价上涨动力，近期钢价的快速上涨跟供需关系的实质改善和钢材金融属性均有关联，从投机倾向较弱的钢厂谨慎小幅调高钢材价格可以看出短期钢价已经较为充分地反映了供给端的紧缩冲击。钢材市场价格短期面临一定压力。但房地产投资、汽车等可选消费等均具备实质性增长预期，未来需求端的逐渐释放仍将支撑钢价保持稳定或震荡上行。

钢材价格，同时上游成本压力正在改善，钢企盈利空间较三季度有所恢复，行业景气度有所提升，维持行业“推荐”评级。

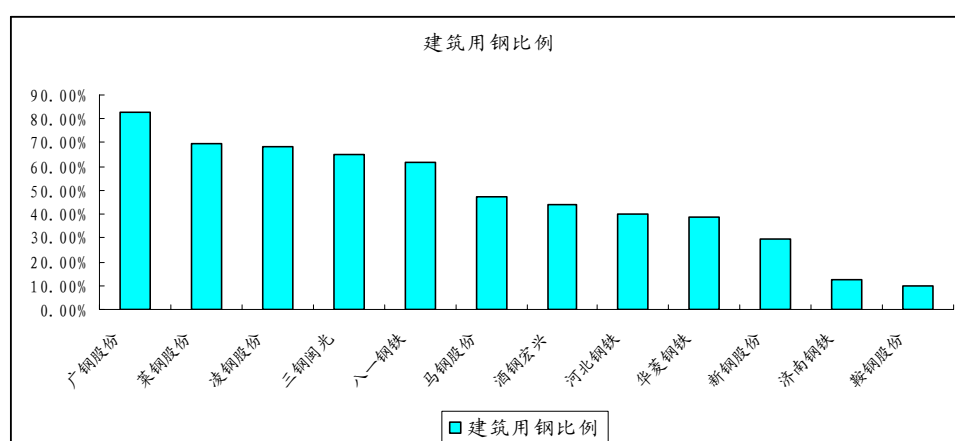
我们认为四季度的投资机会集中于三个领域。

1、阶段性主题：长材优于板材。

这一观点我们在之前的报告中一直强调，原因为：1、未来需求端可能出现的超预期机会大多发生在对建筑用钢的需求上，包括保障性住房、未来商品房新开工、自然灾害和区域开发推动的基础设施建设等；2、政府正在进行的淘汰落后产能大多为螺纹钢等产能，而钢厂新上项目大多为板材项目，相比板材，未来建筑用钢的产能增长较为有限。3、四季度遭受冲击的产能多为螺纹钢等长材类钢材。

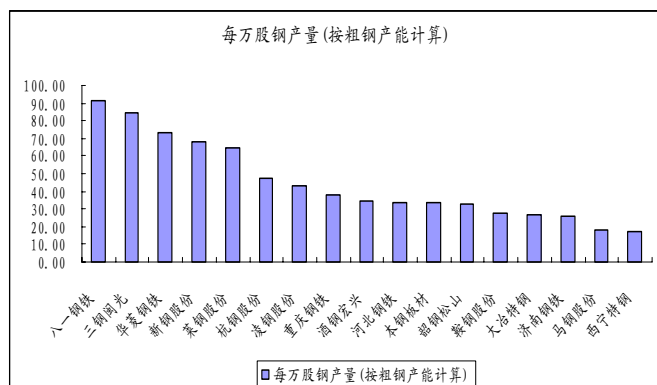
按此逻辑，我们继续推荐长材营业收入占比较高、业绩弹性较大的钢企，继续推荐三钢闽光、八一钢铁和凌钢股份等个股。

图3-3 建筑用钢比例



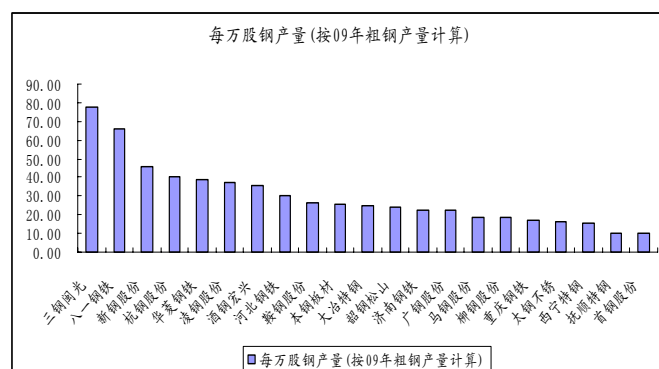
资料来源:wind资讯, 德邦研究

图3-4 每万股钢产量（按粗钢产能计算）



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

图3-5 每万股钢产量（按09年粗钢产量计算）



资料来源:wind 资讯, 德邦研究

2、长期主题:

内地基础设施建设、企业内迁带来钢铁板块投资机会

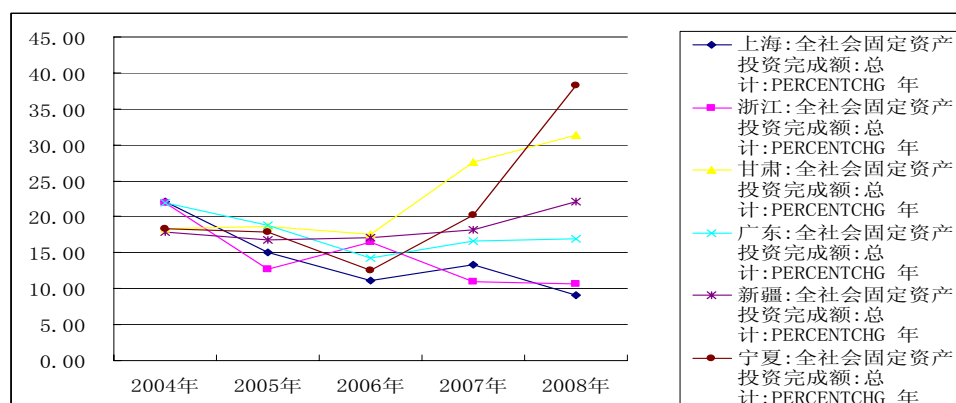
要素成本变化决定实体企业内迁趋势

随着经济发展,东部沿海地区土地、劳动力成本日益上升,部分实体企业开始陆续将工厂迁往内地,新的固定资产投资也倾向于在内地实施。中国企业由东向西的迁移行为同过去实体企业尤其是劳动密集型企业从日本到韩国到东南亚到中国沿海的路径逻辑一致,经济规律使然。企业内迁也使得内地固定资产投资的要求进一步上升。

平衡区域经济发展的要求决定政策逐渐倾斜

政府正在继续实施“西部大开发”和“中部崛起”战略,2009年的四万亿财政刺激计划的投资项目也明显倾向于中西部地区。近几年东西部固定资产投资增速已发送逆转,这一趋势于金融危机之后更为明显。

图3-6 东西部六省全社会固定资产投资完成额增速对比



资料来源:wind资讯, 德邦研究

按照这一逻辑，我们推荐八一钢铁和新钢股份等个股。

特钢子行业具备更高增长潜力

目前我国钢铁行业大多为普钢，特钢仅占 10% 左右，而日本为 19.2%，德国为 22.5%，美国为 14.2%，未来汽车、装备制造、新能源设备等发展空间较大，我国特钢占比提升空间值得期待。与普钢相比，特钢具有较强的抗周期性，且成长性更好。特钢类上市公司我们推荐大冶特钢和方大特钢。

表 3-1 重点公司盈利预测和投资评级

代码	简称	投资评级	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	
000708	大冶特钢	买入	0.74	1	1.2	18.05	13.36	11.13	2.90
600231	凌钢股份	买入	0.37	0.64	0.79	21.05	12.17	9.86	2.00
600117	西宁特钢	买入	0.05	0.25	0.42	150.20	30.04	17.88	2.25
600581	八一钢铁	买入	0.14	0.73	0.99	86.29	16.55	12.20	3.20
002110	三钢闽光	买入	0.08	0.81	1.03	142.38	14.06	11.06	2.30
600782	新钢股份	买入	0.13	0.51	0.71	47.92	12.22	8.77	1.05
600507	方大特钢	买入	0.05	0.54	0.77	193.20	17.89	12.55	3.70

资料来源:wind 资讯, 德邦研究

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。