

看好（调升）

钢铁

年度报告

2010 年 12 月

汇
通
启
富



山西证券研究所

分析师：刘俊清

执业证书编号：S0760200010035

联系电话：0351-8686975

办公地址：太原市府西街 69 号山西国贸东塔
28 层

邮编：030002

山西证券股份有限公司

公司网址：www.i618.com.cn

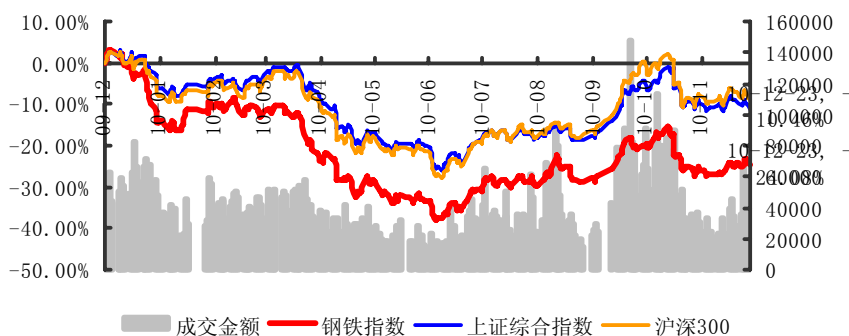
全国统一服务热线：400-666-1618

请务必阅读正文之后的特别声明部分

铁树开花几时艳 守株待兔来闻香 ——2011 年钢铁行业投资策略

投资要点：

- “十二五”规划实施将给经济注入新活力新动力，带动钢材消费出现结构性增长机会。2011 年是我国十二五规划的第一年，也是我国经济结构调整、战略转型的关键一年。十二五规划将从优化经济结构、发展新兴产业、提高自主创新能力和扩大内需等方面着手实施战略转型，将给我国经济注入新活力新动力，城镇化、工业化加快发展和消费结构升级、推动区域协调发展等将给经济发展提供有力支撑，高端设备制造业、高速铁路建设、保障性住房建设等传统行业的升级改造将带动钢铁业出现结构性的增长机会。
- 区域发展不平衡决定了不同地区的钢材消费有差别。西部大开发是基础建设发展阶段，对建筑钢材的消费量将继续增大，而西部地区的粗钢产能不足 1 亿吨，这就为该地区的企业提供了较好的机遇，为周边的企业提供了新的市场。而中东部则以提升消费升级为主，汽车、家电等产品的升级换代，决定了该地区对板材的需求较为旺盛。
- 钢材价格中枢上移，原材料价格持稳，钢企盈利稳步回升。2011 年，受经济结构调整的影响，我国钢铁行业的供求关系将发生微妙的变化，或将出现局部短缺，钢材价格将震荡上行；铁矿石价格或将于明年二季度见顶后回落，全年看原材料成本基本稳定，钢铁企业利润将稳步回升，销售利润率将回升至相对合理水平。
- 股票估值及投资策略。截止 12 月 25 日，钢铁行业动态市盈率 17.71，已经低于全部 A 股市盈率 19.12，动态市净率为 1.41，处于历史低位，低于全部 A 股动态市净率 2.88，具备一定的投资价值。我们认为 2011 年将股票市场将震荡上行，在结构调整政策逐步明朗、区域经济振兴确定的大背景下，钢铁股随大盘震荡上行的机会较大。股票投资机会在资源、区域发展、传统行业升级三大体系中，关注*ST 钒钛、太钢不锈、宝钢股份、包钢股份、八一钢铁、酒钢宏兴等股票。
- 行业风险提示。国际经济复苏缓慢、国内固定资产投资增速放缓，都将影响钢材消费需求；原材料价格上涨超预期，钢材价格涨幅较小或下跌，将挤压钢铁企业的利润空间，导致利润下降。



投资逻辑:

我国特殊的发展进程决定了粗钢消费的刚性增加

我国正处在工业化进程中期，发展速度快，粗钢消费强度大；工业化的同时必须进行城镇化建设，2009 年，我国城市化率 46.6%，居全球平均水平 57%尚有 11 个百分点，还要 55%左右的人在乡村。其中，西部地区的城镇化率仅有 40.3%，到 2015 年中部地区的城镇化率要提高到 48%；到 2020 年全国城镇化率达到 56%，平均每年一个百分点以上大约 1400 万人的农村人口要进入城市，需要相关配套的基础设施、房屋建设等方面的消费。可以说，未来 5-10 年是我国城市化的加速期，对钢材的消费存在较大的刚性需求。2011 年粗钢消费将继续增加。

区域发展不平衡决定了不同地区的钢材消费有差别

西部大开发是基础建设发展阶段，对建筑钢材的消费量将继续增大，而西部地区的粗钢产能不足 1 亿吨，这就为该地区的企业提供了较好的机遇，为周边的企业提供了新的市场。而中东部则以提升消费升级为主，汽车、家电等产品的升级换代，决定了该地区对板材的需求较为旺盛。

传统行业的升级换代决定了我国特钢的增长将加速

在我国经济结构调整的进程中，传统行业的升级换代是我国经济转型的必由之路，高速铁路的建设带动了相关产品和行业的高端化，汽车、机械、军工等高端制造业的发展对特殊钢提出了更高的要求，它将带动传统行业步入现代化发展轨道。

根据国际经验，粗钢产量达到一定规模后，优特钢的比重将逐步提高，欧美、日本等发达国家的特钢产量比重一直保持在 20%左右，其中瑞典最高达到 50%，而我国的特钢比例只有 9%，差距较大。说明发展潜力也较大。2010 年，我国特钢行业的整体盈利能力远高于普通钢铁，已经超过了金融危机前的水平。预计 2011 年我国特钢发展速度将继续加快。特别是拥有技术开发能力的特钢企业将拥有更大的发展空间。

重组整合和淘汰落后贯穿行业发展的整个过程

我国钢铁行业的发展一直经历着淘汰落后和加速发展齐头并进的局面，到 2009 年粗钢产能已经扩展到 7.18 亿吨，其中近 3 亿吨产能居然是没有准生证的，产业集中度较低。2005 年，国家出台了《钢铁产业发展政策》，规划钢铁企业重组整合，2006 年开始，布局淘汰落后产能。2009 年以来，又陆续出台了《钢铁产业调整与振兴规划》、《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》等政策措施。钢铁工业的重组整合和淘汰落后工作进入了加速期。

2010 年，淘汰落后产能的措施更加有力，重组整合开始加速，宝钢集团、大鞍钢集团、河北钢铁集团、山东钢铁集团、沙钢集团等大企业集团开始初具规模。可以预期，钢铁业的重组整合将继续成为贯穿 2011 年行业发展全过程，并将呈现出诸多亮点。

目 录

一、2010 年钢市一高产量高库存高价格，业绩低位	6
1.1 国内市场价格、产量、库存均创出本轮反弹新高.....	6
1.2 出口快速回升，但持续性有待考量.....	8
1.3 世界经济的复苏为钢铁业带来了较大的需求，全球钢铁产能利用率大幅提升，	9
1.4 钢企效益低位运行	10
1.5 铁矿石对外依存度高，铁矿石价格受制于人.....	10
二、我国经济发展的特殊阶段对钢铁需求存在刚性	11
2.1 世界经济整体复苏缓慢，新兴市场将快速增长.....	11
2.2 我国特殊的发展进程决定了粗钢消费的刚性增加	12
2.3 国内“十二五”规划实施将给经济注入新活力新动力	14
三、2011 年粗钢供需情况分析	16
3.1 2011 年钢材需求有望增长 7%.....	16
3.2 2011 年新增产能与淘汰落后产能情况分析粗钢供给	20
四、成本先涨后跌，钢企利润将稳步回升	21
4.1 钢材价格震荡上行，并高位震荡	21
4.2 原材料价格成本冲高回落，小幅震荡.....	22
4.3 钢企盈利将稳步回升	24
五、投资策略：行业评级为“看好”	25
5.1 钢铁类股票具备一定投资价值，2011 年看好	25
5.2 股票投资机会在资源、区域发展、传统行业升级三大体系	26
六、风险因素	28

图 目 录

图 1 全球粗钢产量及同比、环比增长率（万吨，%，%）	6
图 2 中国粗钢产量及同比、环比增长率（万吨，%，%）	6
图 3 2007 年以来国内钢材价格指数走势	7
图 4 2007 年以来国际钢材价格指数走势	7
图 5:2009 年以来国内重点城市长材社会库存统计	7
图 6:2009 年以来国内重点城市板材社会库存统计	7
图 7 钢铁企业钢材月度库存变化	8
图 8 2007 年来我国钢材月度进出口变化情况	8
图 9: 亚洲钢铁产量走势	9
图 10 欧美钢产量走势	9
图 11: 国际钢铁生产装置产能利用率	9
图 12: 国内钢企炼钢销售毛利率的统计	10
图 13: 国内铁矿石产量及进口数量统计	11
图 14: 铁矿石价格走势图	11
图 15: 美国、日本和欧洲三大经济体的经济增长情况	12
图 16: 2006 年以来我国经济景气度指数走势图	14
图 17 2005 年以来我国PMI指数变化情况	14
图 18: 我国GDP增长与粗钢产量的增长变化关系	15
图 19: 我国GDP增长及构成情况	15
图 20: 固定资产投资与粗钢产量的关系	15
图 21 2006 年以来我国固定资产投资完成情况	16
图 22 我国固定资产投资完成额增速	16
图 23: 2009 年我国粗钢消费结构分析	17
图 24: 我国房地产行业开工建设面积	18
图 25: 我国房地产行业施工面积及其同比增长率情况	18
图 26 2008 年来我国汽车产销情况统计	18
图 27 2006 年以来我国汽车产量增速	18
图 28 普通机械产量变化情况	19
图 29 工程机械产量变化情况	19
图 30 2007 年以来民用钢质船舶产量变化情况	20
图 31: 线螺市场价格走势图	21
图 32: 冷热轧板材的市场价格走势图	21
图 33: 普通中厚板市场价格走势图	22
图 34: 造船用中板市场价格走势图	22
图 35: 国内铁矿石产量及进口数量统计	23

图 36: 铁矿石价格走势	23
图 37 焦煤焦炭价格走势	23
图 38: 海运指数BDI走势	24
图 39: 铁矿石海运费价格走势	24
图 40 钢铁行业季度利润水平	24
图 41 2009 年底以来钢铁股票价格指数走势	25
图 42: 钢铁板块市盈率走势	25
图 43: 钢铁板块市净率走势	25

表 目 录

表 1: 发达国家粗钢人均消费峰值	13
表 2: 我国西部重要钢铁企业及其产能情况统计	13
表 3: 重点公司评级（以 12 月 24 日收盘价计算）	27

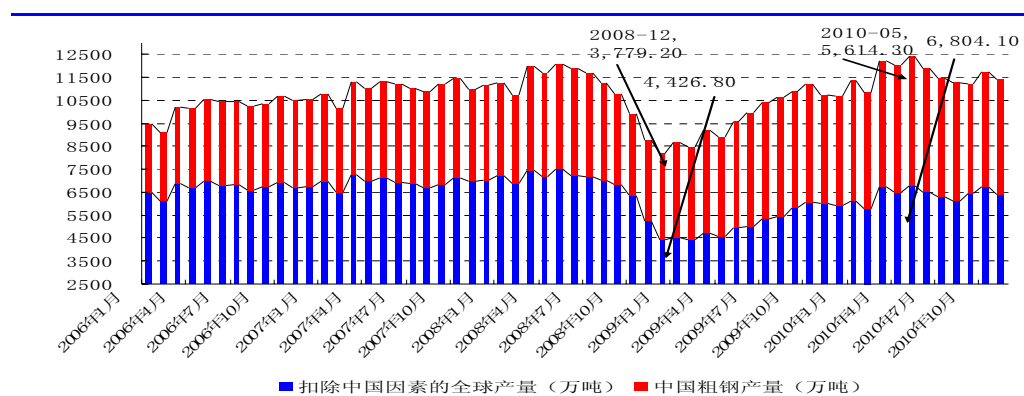
一、2010 年钢市—高产量高库存高价格，业绩低位

1.1 国内市场价格、产量、库存均创出本轮反弹新高

2010 年，在需求和成本的推动下，国内外钢材市场延续了 2009 年第四季度的走势继续震荡上行，无论是产品产量还是产品价格、社会库存于第二季度初期均创出了本轮反弹的新高（如图所示），之后均出现震荡回落走势。

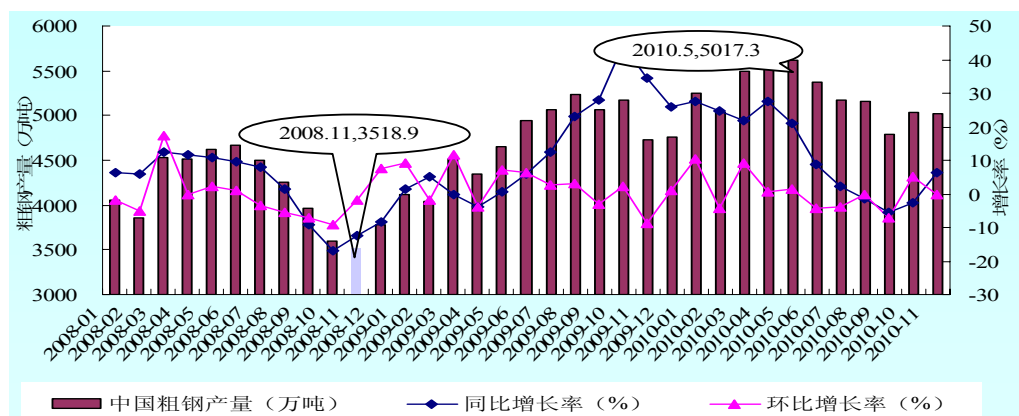
国际市场钢材市场整体好转，粗钢产量大幅回升，1-11 月份，全球粗钢产量达到 12.79 亿吨，同比增长 17.7%，扣除中国因素后产量为 7.04 亿吨，月度产量回升到 6300 万吨以上，5 月份产量最高达 6804 万吨；上半年中国钢产量连创新高，5 月份粗钢产量 6514.3 万吨，为历史新高，之后月度产量有所回落，但仍维持高位运行，11 月粗钢月产量仍为 5017.3 万吨，1-11 月，共生产粗钢 5.75 亿吨，同比增长 10.84%；钢材产量 7.3 亿吨，同比增长 15.67%。据中钢协预测，2010 年我国粗钢表观消费达 5.96 亿吨。

图 1 全球粗钢产量及同比、环比增长率（万吨，%，%）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

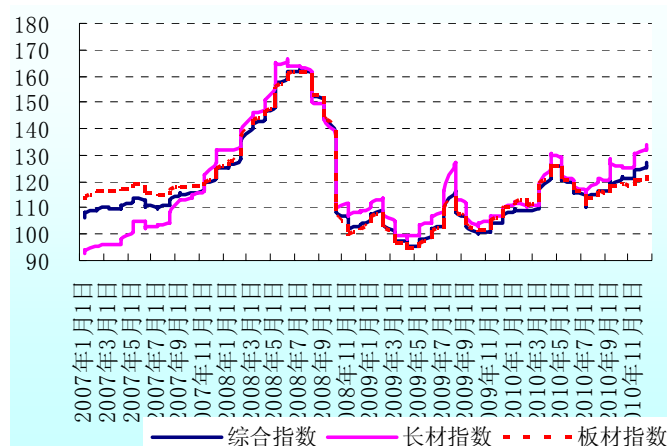
图 2 中国粗钢产量及同比、环比增长率（万吨，%，%）



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

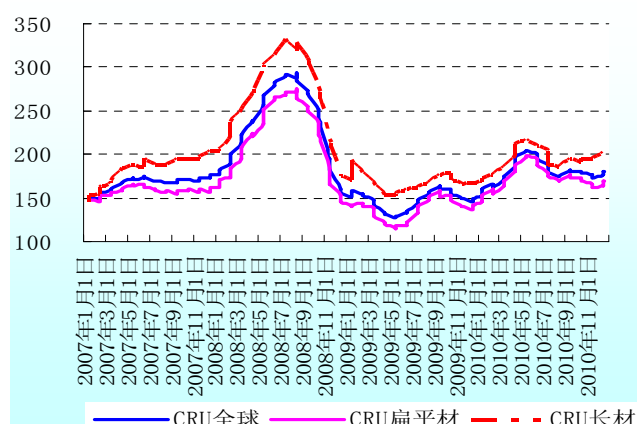
受成本推动及企业限产的影响，国内外钢材价格均出现震荡上行的格局，国内钢材价格从上年末的 107.23 上涨到 4 月 30 日的 125.98，涨幅达 17.5%，随后开始调整，与 7 月 16 日到达低点 110.61（下跌 12.2%）后又上涨到 12 月 17 日的 126.91，涨幅达 14.7%，指数高于 2007 年的最高点 125.12 和 2009 年的高点 125.98，整体运行区间高于 2009 年的价格水平，第四季度的价格已经高于 2007 年的价格水平。国际钢材价格从上年末的 149.9 上涨到 5 月 14 日的 204.8 点，涨幅达 36.6%，之后回落整体于 9 月 4 日到达第二低点 164.3，回落幅度 19.8%，后又快速上涨，于 12 月 17 日达到 179.7，上涨幅度为 9.4%，整体价格水平也高于 2009 年的整体水平。

图 3 2007 年以来国内钢材价格指数走势



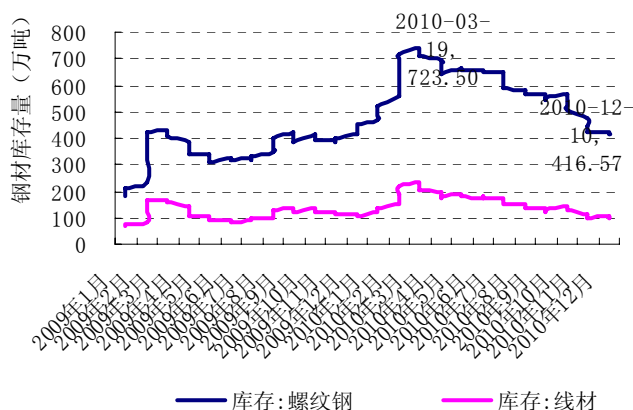
数据来源：Wind 资讯, 山西证券研究所

图 4 2007 年以来国际钢材价格指数走势



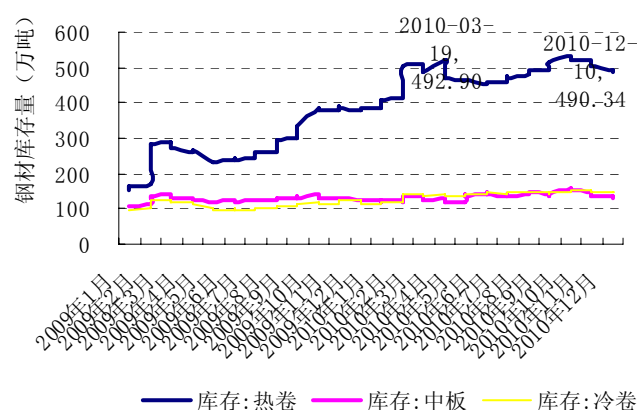
国内重点城市的钢材库存于 3 月初也创出了历史新高，达到 1858 万吨后逐月回落，目前社会库存仍在 1280 万吨以上；钢铁企业的钢材库存也于 5 月份创出了历史新高，为 1045 万吨，第一次突破 1000 万吨大关，之后虽有回落，但幅度不是很大，截至 10 月底仍维持在 980 万吨以上，预计后两个月的企业库存将继续升高。

图 5:2009 年以来国内重点城市长材社会库存统计



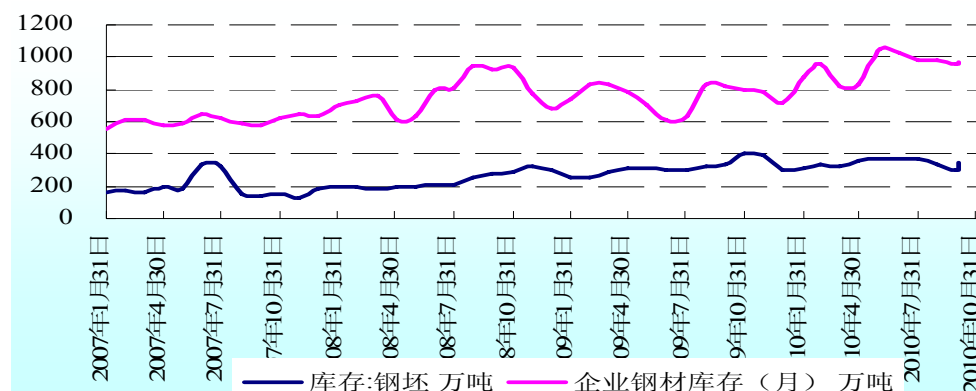
数据来源：Mysteel, 山西证券研究所

图 6:2009 年以来国内重点城市板材社会库存统计



请务必阅读正文之后的特别声明部分

图 7 钢铁企业钢材月度库存变化

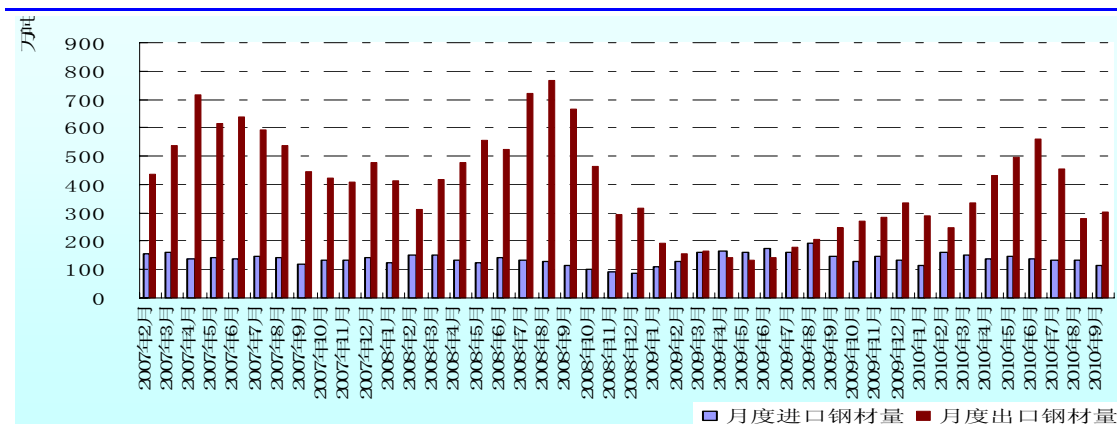


数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

1.2 出口快速回升，但持续性有待考量

2008 年金融危机发生后，我国钢材出口急剧萎缩，2009 年上半年基本上处于净进口状态，到下半年有所好转。2010 年以来大幅回升，1-5 月份我国共出口粗钢 1909 万吨，同比增长 128%，进口 764 万吨，同比下降 16%，实现净出口 1145 万吨，而去年同期是净进口 79 万吨。5 月份钢材出口 494 万吨，环比增加 63 万吨，钢坯 4 万吨，进口钢材 136 万吨，钢坯 2 万吨，相当于净出口粗钢 383 万吨，超过 2008 年 10 月份的 328 万吨的水平。受出口退税调整的影响，8 月份以后出口回落幅度较大，但月度出口仍维持在 300 万吨左右。1-11 月，我国出口钢材 3971 万吨，钢坯 14 万吨，折合粗钢 4239 万吨，比上年增加 1975 万吨，增长 87%；1-11 月进口钢材 1504 万吨，钢坯 49 万吨，折合粗钢 1649 万吨，比上年减少 450 万吨，下降 21%。净出口钢材、钢坯折合粗钢 2590 万吨，全年净出口钢材、钢坯折合粗钢预计将达到 2743 万吨，同比增加 6.75 倍。

图 8 2007 年来我国钢材月度进出口变化情况



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

1.3 世界经济的复苏为钢铁业带来了较大的需求，全球钢铁产能利用率大幅提升，

2010 年，世界范围内的钢铁行业出现了快速复苏势头，产量大幅增长，具体见下图。

图 9：亚洲钢铁产量走势

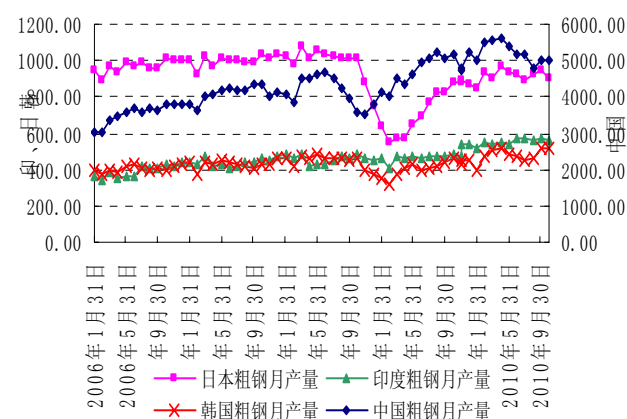
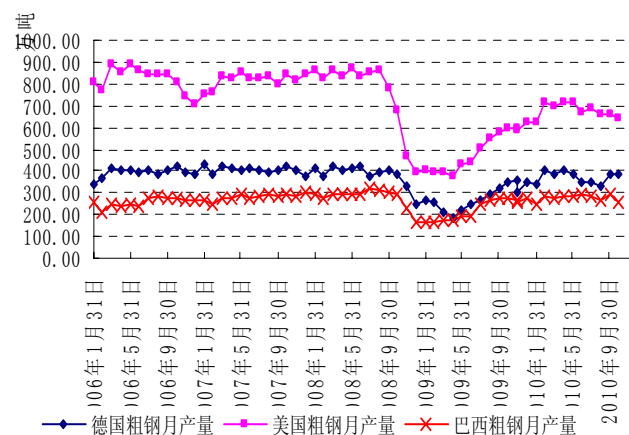


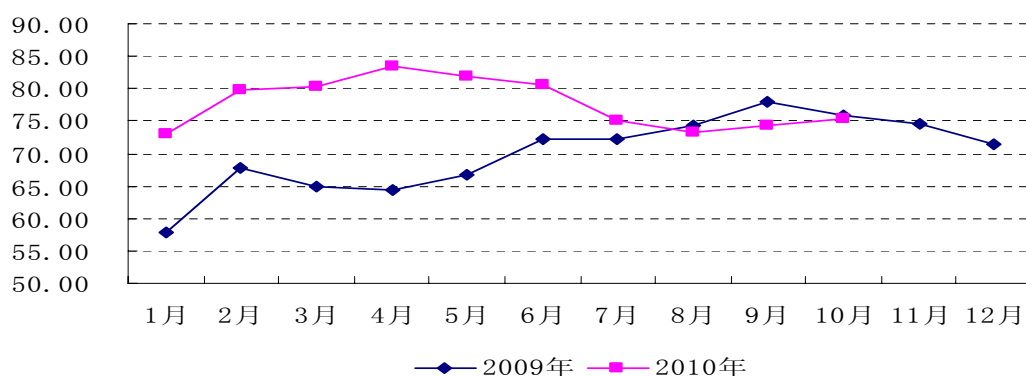
图 10 欧美钢产量走势



数据来源：Wind 资讯, 山西证券研究所

由图可以看出，2010 年以来，亚洲钢产量整体上升，中国 5 月创出新高后回落幅度较大，日本、韩国小幅回落调整三四个多月后快速回升，目前的产量水平仍接近本轮反弹新高，印度的钢产量出月抬高，以最高点收盘；欧美方面，德国和巴西产量分别为 382 万吨和 260 万吨，恢复到接近危机前的产量水平最高 418 万吨和 323 万吨左右；美国的粗钢产量仍低于危机前水平（最高 873 万吨），而且从本轮反弹的高点 719.9 万吨回落到 11 月的 645 万吨。

图 11：国际钢铁生产装置产能利用率

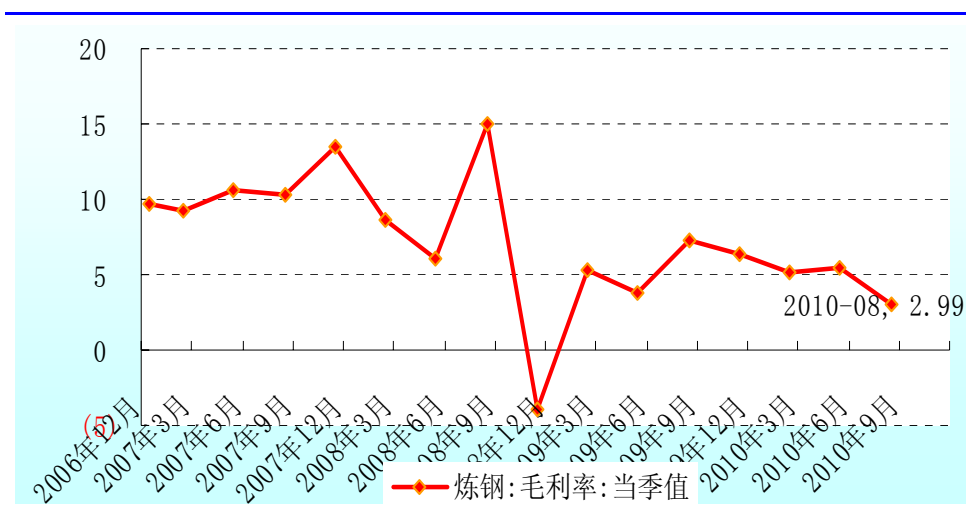


资料来源：国际钢铁协会, 山西证券研究所

1.4 钢企效益低位运行

由于原材料价格的高企，推动钢材价格上涨，但钢材价格的上涨幅度不能完全抵消原材料价格的上涨，因此钢铁企业的盈利能力受到较大的挑战。今年已来，我国大中型钢企的盈利从4月份达到122亿元的高点后逐步回落，7月份最低为28.5亿元，之后有所回升，但利润率仍然偏低，截至8月份归纳国企销售利润率为2.99%，连续四个季度出现下降，并且低于我国工业整体的销售利润率。

图 12：国内钢企炼钢销售毛利率的统计



资料来源：Wind 资讯，山西证券研究所

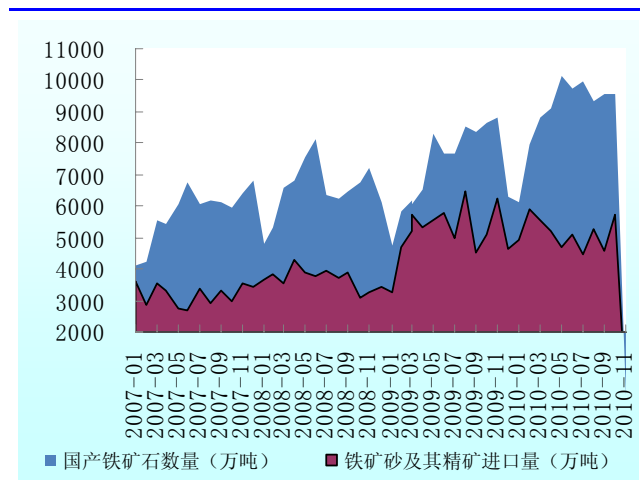
1.5 铁矿石对外依存度高，铁矿石价格受制于人

庞大的产能和分散的产业格局，使中国钢铁企业难以掌握进口铁矿石的定价权。

由于我国铁矿石出量较少，而且铁矿石的品味不高，使得我国归纳钢铁生产所需的用铁矿石需要大量进口。随着近几年产能的不断增加，铁矿石的进口也大幅度增长。据统计，我国铁矿石的对外依存度在50%以上，这种情况还将持续。

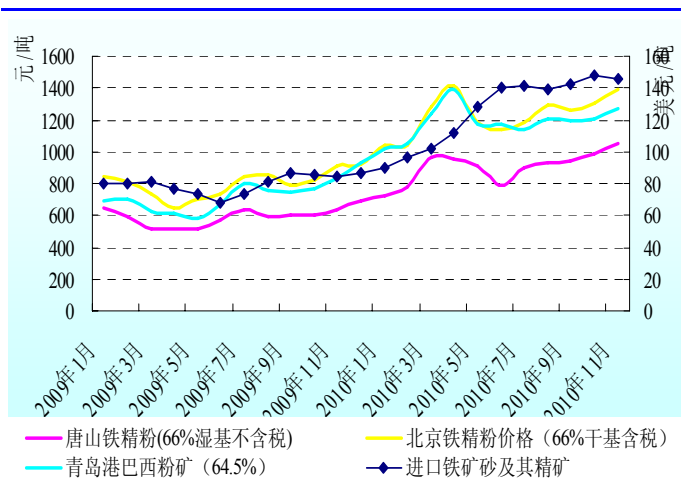
2003年以来，进口铁矿石价格持续上涨，只有金融危机后的2009年下跌，是一个例外。2010年，铁矿石定价机制由原来的年度定价演变为季度定价，一直维持高位。12月9日，有消息称，2011年第一季度铁矿石价格将再次上涨7%，淡水河谷铁矿石FOB价从126美元/吨涨到135美元/吨，据说日本已经接受此价格，中国钢厂也认同这个涨幅。如此计算，加上巴西到中国的海运费（12月10日的价格）20.873美元/吨（目前的海运费处于相对低位），到岸价至少为155.873美元/吨。国内铁矿石也随着进口价格的现货市场价格逐步走高，并维持在高位运行。如图所示。

图 13: 国内铁矿石产量及进口数量统计



资料来源：海关总署，Wind 资讯，山西证券研究所

图 14: 铁矿石价格走势图



二、我国经济发展的特殊阶段对钢铁需求存在刚性

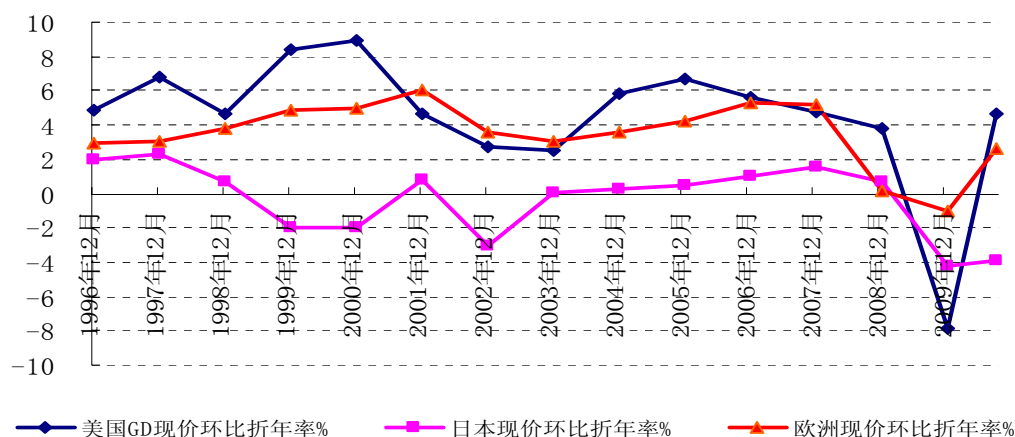
2.1 世界经济整体复苏缓慢，新兴市场将快速增长

12月1日，联合国发布《2011年世界经济形势展望》指出，明年世界经济将继续实现温和复苏，但增速与今年相比将会略有放缓，而且随着国际大宗商品价格的持续高企和主要发达国家继续坚持宽松货币政策，全球物价水平可能会出现轻微上涨。报告认为，2010年中期开始的全球经济增速明显减低可能导致2011年的增长更加缓慢，从而使世界生产总值的增长从2010年的3.6%下滑到2011年的3.1%。世界经济明年面临的主要不确定性和风险仍在发达国家，并将通过国际贸易和国际金融渠道影响发展中国家的增长与稳定。

我们认为，目前世界经济复苏进程仍存在着很多不确定、不稳定的因素，欧洲主权债务危机前景仍不明朗，失业率高企、消费增长乏力世界经济复苏后劲不足，这些都将影响经济的复苏势头。但是各国刺激经济增长的大方向没有改变，主要经济体刺激经济政策退出明显推迟，美国、日本相继出台第二轮量化宽松政策后，欧洲也实行量化宽松货币政策，复苏势头仍将延续，但复苏进程较为缓慢。

作为新型经济体的代表，除中国以外的印度近年来的发展势头非常好，经济增长较快，钢材消费量也快速提高。近几年，其粗钢产量基本没有受金融危机的影响，一直呈上升趋势，2010年1-11月粗钢总产量6064万吨，同比增长18.61%，但只有我国粗钢产量的10%，而人口却是我国的89%，人均钢产量很低，未来发展空间很大。由于印度经济的发展呈现加速态势，其钢材消费将同步快速增长，成为世界经济发展重要支柱。

图 15: 美国、日本和欧洲三大经济体的经济增长情况



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

世界经济的复苏将对拉动钢铁消耗继续增加, 据 MEPS 公司预计, 全球 2011 年全球粗钢的产量将达到 14.6 亿吨, 比 2010 年全球粗钢产量约为 14 亿吨增长 4.8%。我们认为, 明年粗钢产量增量也将主要集中在亚洲, 特别是新兴市场中国和印度等国家。

2.2 我国特殊的发展进程决定了粗钢消费的刚性增加

从工业化进程看, 中国工业化进程的特殊阶段, 决定了我国钢材消费的刚性需求。目前我国正处在工业化中期, 发展速度快, 粗钢消费强度大; 工业化的同时必须进行城镇化建设, 2009 年, 我国城市化率 46.6%, 居全球平均水平 57%尚有 11 个百分点, 还要 55%左右的人在乡村。其中, 西部地区的城镇化率仅有 40.3%, 到 2015 年中部地区的城镇化率要提高到 48%; 到 2020 年全国城镇化率达到 56%, 平均每年一个百分点以上大约 1400 万人的农村人口要进入城市, 需要相关配套的基础设施、房屋建设等方面的消费。可以说, 未来 5-10 年是我国城市化的加速期, 对钢材的消费存在较大的刚性需求。

从人均消费来看, 2010 年 1-11 月我国粗钢产量 5.75 亿吨, 预计全年消费粗钢 5.96 亿吨, 按 13.5 亿人口计, 人均消费粗钢 441.5 千克。而世界发达国家的人均粗钢消费峰值各有不同 (见下表)。我国由于地域广大, 人口众多, 也由于时代的不同, 粗钢消费达到的峰值可能会更高, 还会有几十年的发展历程。

从发达国家的历史看, 当人均 GDP 达到 6000 美元、工业化基本完成、第三产业比重超过 50%的时候, 钢材消费才能达到饱和点。而这三个基本条件, 目前我国均没达到, 因此未来我国钢铁需求仍有一定上升空间。

表 1：发达国家粗钢人均消费峰值

国家	人均粗钢消费量峰值 (千克/年)	年份	城市化率%
美国	691	1973	73
日本	780	1973	74
德国	628	1970	81
法国	435	1973	73
英国	446	1970	88
意大利	403	1974	62
中国目前	339/407	2008/2009	45/46.6

资料来源：冶金工业规划研究院

区域发展的不平衡形成了较大差距，西部大开发战略为西部地区的发展提供了极大的发展空间，固定资产投资及社会大幅度增长，钢材消耗潜力巨大。但是，西部地区的粗钢产能不足 1 亿吨，这就为该地区的企业提供了较好的机遇，为周边的企业提供了新的市场。

表 2：我国西部重要钢铁企业及其产能情况统计

省份	钢厂名称	粗钢产能 (万吨)	下辖上市公司	备注
内蒙古	包头钢铁(集团)有限责任公司	1000	包钢股份； 包钢稀土	
陕西	陕西龙钢集团公司	400		已经与其它两家（略钢和汉中钢铁，均处于停产状态）钢铁公司共同组建陕西钢铁集团，目标 1000 万吨
	陕西略阳钢铁有限责任公司	140		基本停产，陕西东岭工贸集团股份有限公司控股，进入陕西钢铁集团
重庆	重庆钢铁集团有限责任公司	650	重庆钢铁	环保搬迁将于 2011 年中期完成
贵州	水城钢铁(集团)有限责任公司	300		首钢控股
	贵阳特殊钢集团	50		首钢控股
广西	广西柳州钢铁集团公司	900	柳钢股份	武钢控股
云南	昆明钢铁控股有限公司	700		武钢控股
四川	攀钢集团有限公司	727	攀钢钢钒	与鞍钢合并
	四川省川威集团有限公司	300		
	达州钢铁集团有限责任公司	280		

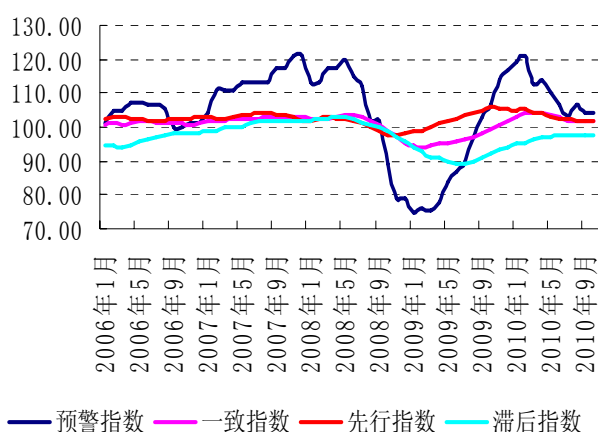
甘肃	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	800	酒钢宏兴
青海	西宁特殊钢股份有限公司	120	西宁特钢
新疆	八一钢铁	700	八一钢铁 宝钢控股
产能小计		7067	

资料来源：山西证券研究所

2.3 国内“十二五”规划实施将给经济注入新活力新动力

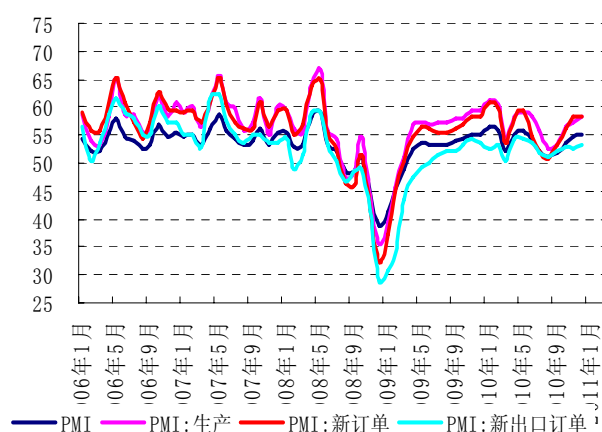
从我国的经济景气度指数来看，预警指标、一致指标、超前指标、滞后指标均走平，显示我国经济景气平稳，短期没有大的方向性的变化；从制造业采购经理指数看，生产指数、新订单指数、新出口指数均向上运行，在 55%附近的正常波动范围内，显示我国工业生产正常向好。

图 16：2006 年以来我国经济景气度指数走势图



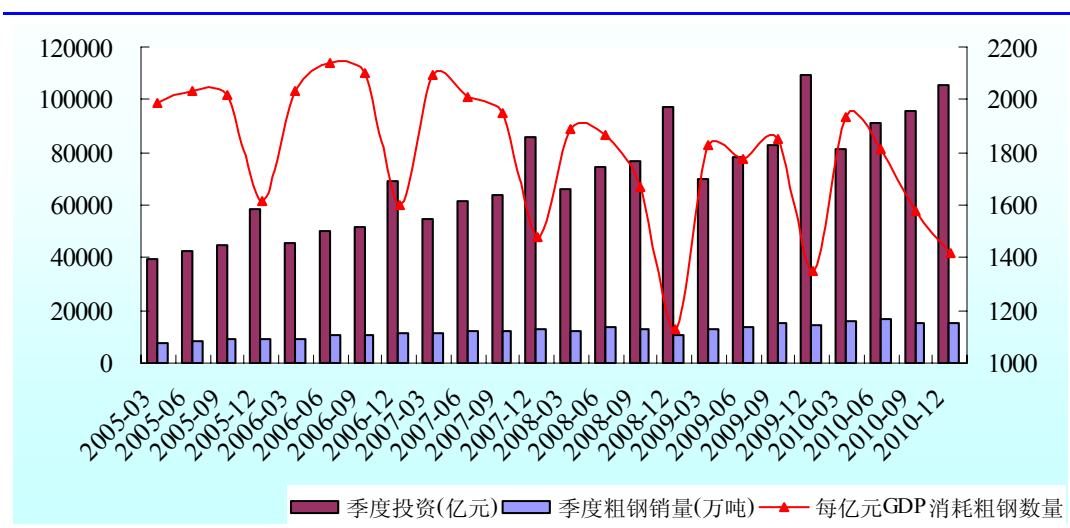
数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 17 2005 年以来我国 PMI 指数变化情况



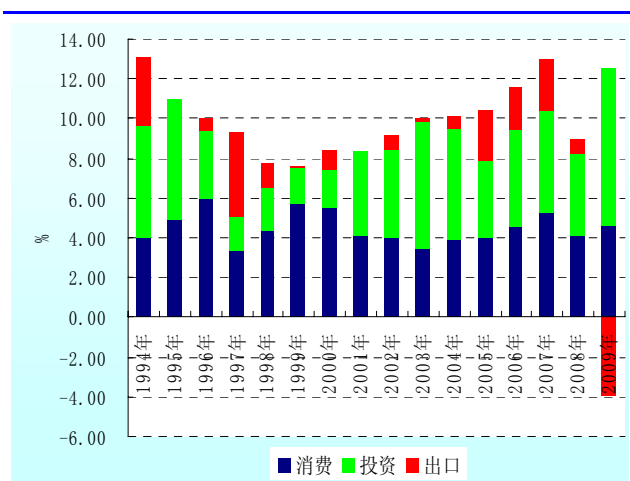
从我国经济增长的内容上看，我国经济增长对固定资产投资的依赖还比较强，固定资产投资对 GDP 的贡献一直较高，如图所示。虽然从 2010 年开始，国家开始经济结构转型，推出各种政策和措施，刺激消费，但由于历史的原因，消费的提升是缓慢的；同时，由于 2008 年开始的金融危机，从根本上改变了国际贸易习惯，出口对中国经济的拉动大幅度减少。因此，投资仍将是未来几年拉动我国经济增长的主要动力之一。

图 18: 我国 GDP 增长与粗钢产量的增长变化关系



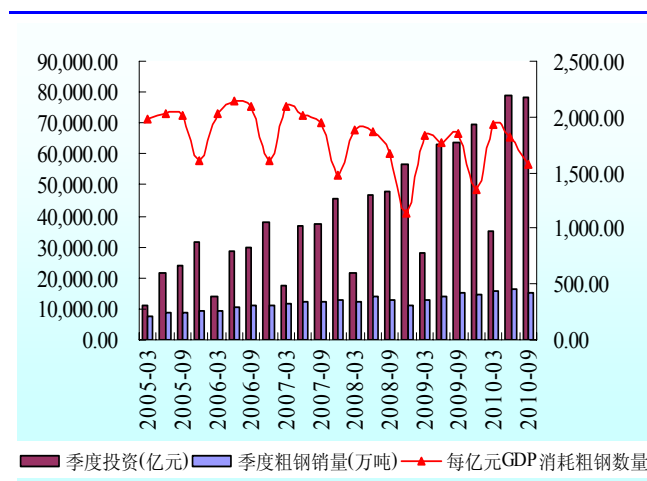
数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 19: 我国 GDP 增长及构成情况



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 20: 固定资产投资与粗钢产量的关系



2011 年是我国十二五规划的第一年，也是我国经济结构调整、战略转型的关键一年。在我国的十二五规划中，将从优化经济结构、发展新兴产业、提高自主创新能力和扩大内需等方面着手实施战略转型。“十二五”规划实施将给我国经济注入新活力新动力，城镇化、工业化加快发展和消费结构升级、鼓励民间资本投资、推动区域协调发展等将给经济发展提供有力支撑，高端设备制造业、高速铁路建设、保障性住房建设等传统行业的升级改造将带动钢铁业出现结构性的增长机会。

三、2011 年粗钢供需情况分析

我们认为，2011 年我国钢铁业将处于供求紧平衡状态，大约在 6.38-6.45 亿吨左右。

3.1 2011 年钢材需求有望增长 7%

由于我国经济发展的特殊阶段，工业化和城镇化的进程不断加快，同时由于区域发展的不平衡引发的区域协调发展，都将成为 2011 年及以后的经济发展重点。

从固定资产投资方面看，2011 年我国粗钢消费将增长 7%，达到 6.38 亿吨。

分析历年的 GDP 增长、固定资产投资与粗钢产量的关系，我们发现，每亿元 GDP 需要粗钢逐年小幅下降，到 2009 年底大约 1700 吨，2009 年底我国 34 万亿国内生产总值，每年增长 9% 以上，2011 年 GDP 总额达到 40 万亿，按每亿元 GDP 粗钢消耗大约 1600-1700 吨计算，2011 年需要粗钢产量 6.4 亿吨至 6.8 亿吨（中钢协预测 2010 年我国粗钢表观消费大约 5.96 亿吨），年增长率将达到 7.38%-8.9% 附近；每亿元固定资产投资需要粗钢 2500 吨左右，也随着技术进步有降低的趋势，加上我国的经济结构调整，预计 2011 年每亿元固定资产投资消耗钢材 2000 吨；2009 年底 22.5 万亿的固定资产投资规模，2010 年增长 24%，2011 年增长 20% 的话，2011 年固定资产投资规模为 33.48 亿元，2011 年需要粗钢大约 6.69 亿吨以上，年增长率达 10% 以上。我们认为，2011 年粗钢消费增长率将维持在 7% 左右，大约需要粗钢为 6.38 亿吨。

图 21 2006 年以来我国固定资产投资完成情况

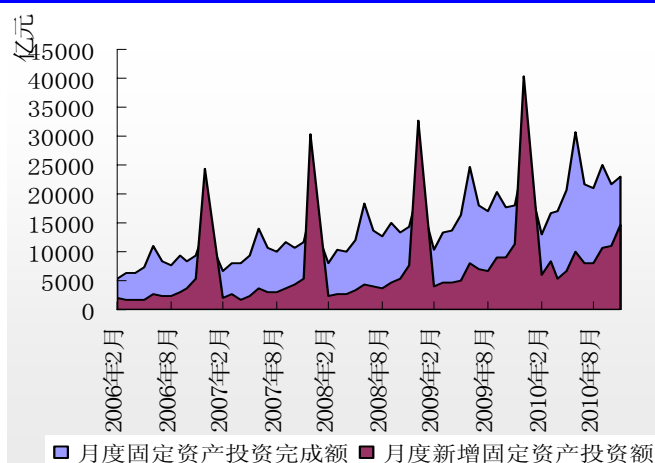
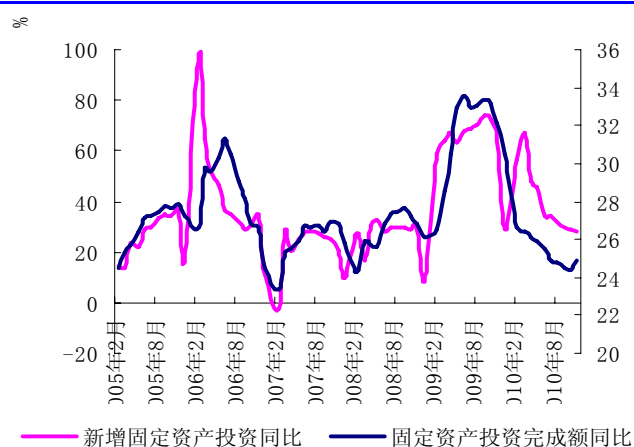


图 22 我国固定资产投资完成额增速



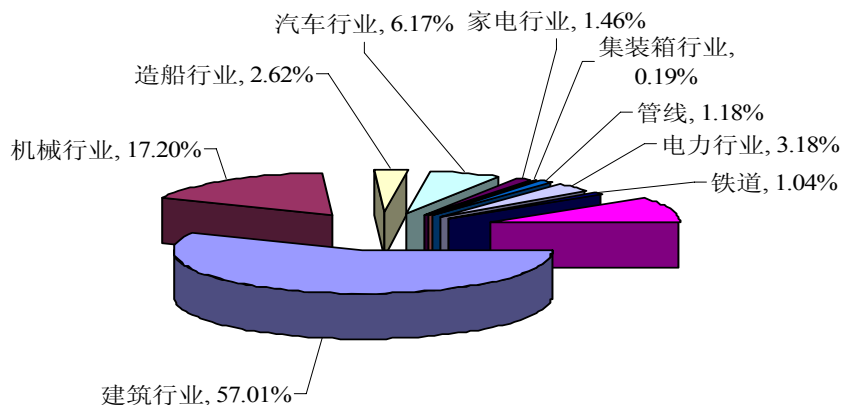
数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

从下游行业的生产情况看，2011 年我国粗钢消费将增长 9.1%，达到 6.49 亿吨。

2009 年，我国钢材实际消费量为 53500 万吨，同比增长 24.97%。其中，建筑行业 30500 万吨、机械行业 9200 万吨、造船行业 1400 万吨、汽车行业 3300 万吨、家电行业 780 万吨、集装箱 104 万吨、管线 630 万吨、电力 1700 万吨、铁道 556 万吨、其它行业 5330 万吨。从

历史上看，以上建筑、机械、汽车、电力、造船、家电等几大行业消费钢材占钢材消费总量的 90%左右。2010 年消费预计增长 11.2%，达到 5.95 亿吨。

图 23：2009 年我国粗钢消费结构分析

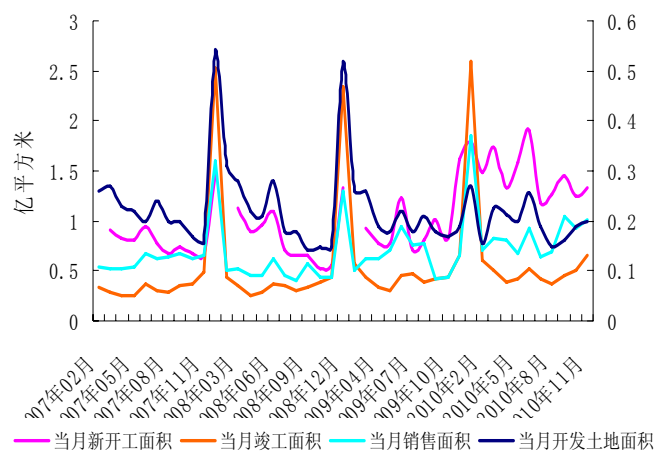


资料来源：冶金规划研究院，山西证券研究所

2010 年我国开始了经济结构调整，但是各行业之间的发展速度发生了相对变化，特别是 2010 年 4 月份开始的房地产调控，使得商品房地产行业预期发生了较大的变化，但根据统计数据，2010 年仍然是房地产业发展较快的一年，同时汽车、机械等行业的发展速度都保持快速增长态势。但进入 2011 年，随着我国经济结构调整的深化，调整效应将进一步的显现，同时 2011 年又是我国十二五规划的是势第一年，开好头起好步的要求必将对各行业的发展产生深远的影响。根据山西证券研究所的预测，2011 年下游行业的用钢需求分别为：房地产等建筑行业 5%，汽车行业增长 10%，机械行业增长 10%，船舶增长 25%，家电增长 5%。

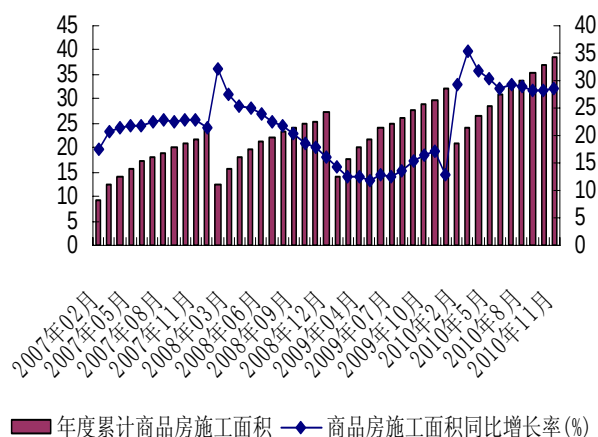
房地产行业：我国房地产行业经过多年的快速发展，取得了惊人的成就，特别是 2010 年，在多重政策打压的情况下，房屋建设新开工面积、施工面积、竣工面积以及销售面积都成为历年最高水平，其中正在施工的面积达到 38.43 亿平方米，同比增长 28.6%以上，只有土地开发面积短期回落，但很快反弹，到 11 月末，达到 1.9 亿平方米，略低于 2009 年，但土地储备新著高于往年，显示 2011 年我国商品房市场景气可期。同时，国家计划 2011 年建设的 1000 万套保障性住房也会促进房地产行业的增长，拉动一定的钢铁消费。全年预计房地产行业钢材消费将与今年持平或略有增长，预计增速不高于 5%，其他建筑行业增长速度 10%，综合增长率大约为 7%。

图 24：我国房地产行业开工建设面积



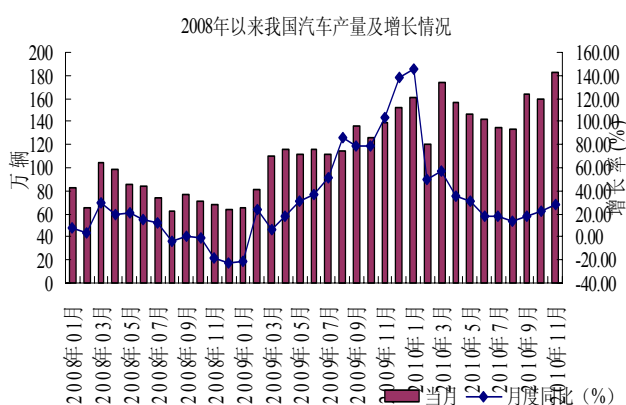
数据来源：Wind资讯，山西证券研究所

图 25：我国房地产行业施工面积及其同比增长率情况



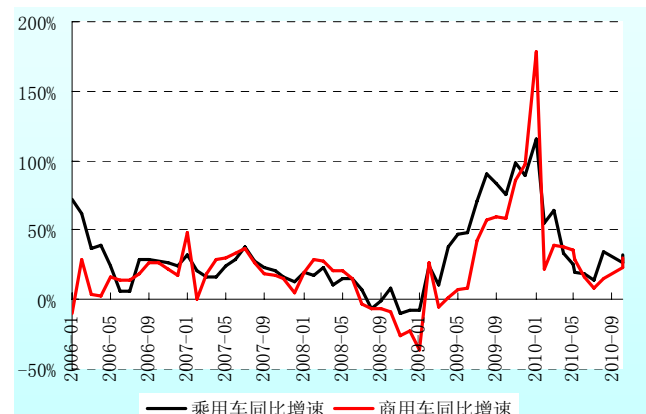
汽车行业，1-11 月，国产汽车产销分别为 1680.73 辆和 1639.54 万辆，同比分别增长 33.12% 和 34.05%，预计全年将超过 1700 万辆。2011 年由于市场预期的购置税的优惠政策将取消，汽车产销增速有可能回落，根据我们的汽车行业研究员分析，2011 年的汽车产销增速不会低于 10%。

图 26 2008 年来我国汽车产销情况统计



数据来源：Wind资讯，山西证券研究所

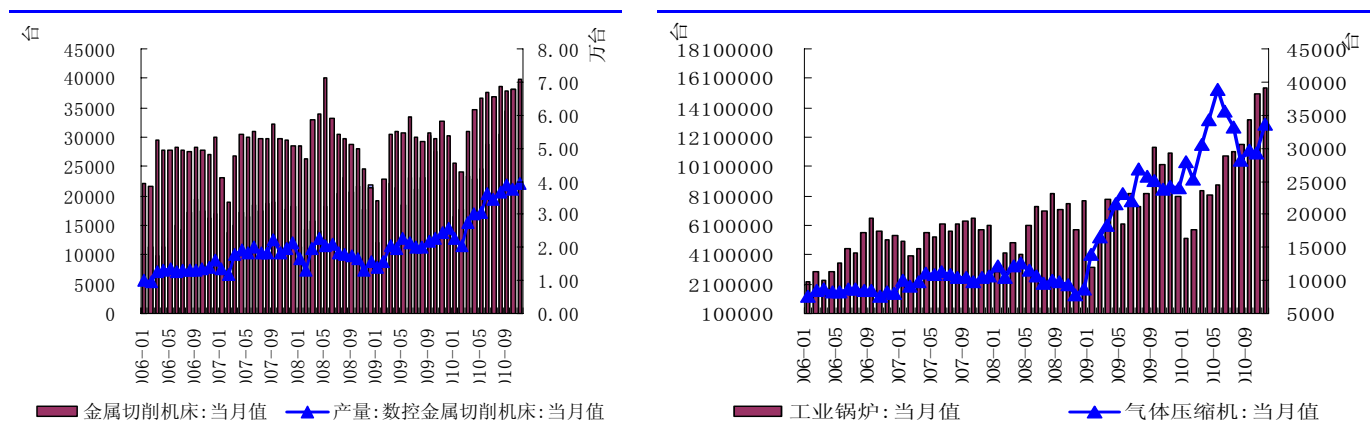
图 27 2006 年以来我国汽车产量增速



机械行业是用钢第二大行业，年消费钢材占总量的 15-17%。未来高端装备制造将成为七大新兴产业之一。高端装备制造的范畴包括航空装备、卫星及其应用产业、高铁及城市轨道交通装备、海洋工程装备、智能制造装备。十二五规划期间是我国核电、水电、风电建设

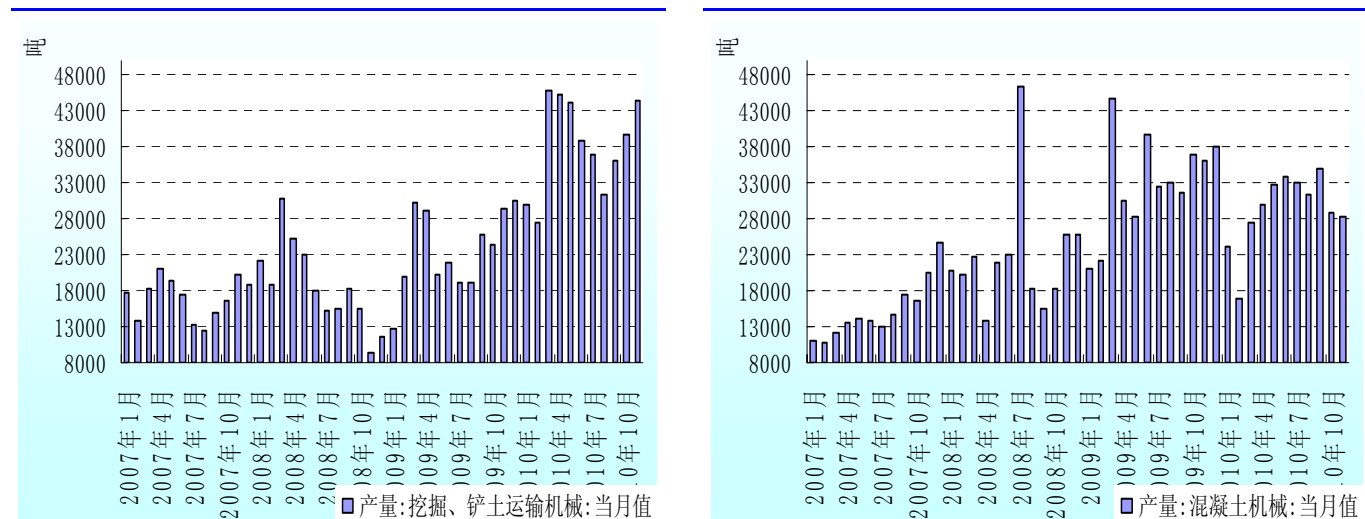
的高峰期，对相关设备的需求将高增长，从而形成对钢材消耗的拉动；高速铁路建设用钢方面，近几年，我国高速铁路的建设进入快车道，在十二五规划中，我国高速铁路投资将保持在每年 7000 亿元左右，共计 3.5 万亿元左右。预计每年拉动钢材消费 2400 万吨左右。预计机械行业 2011 年增长率不会低于 10%；

图 28 普通机械产量变化情况



数据来源: Wind资讯, 山西证券研究所

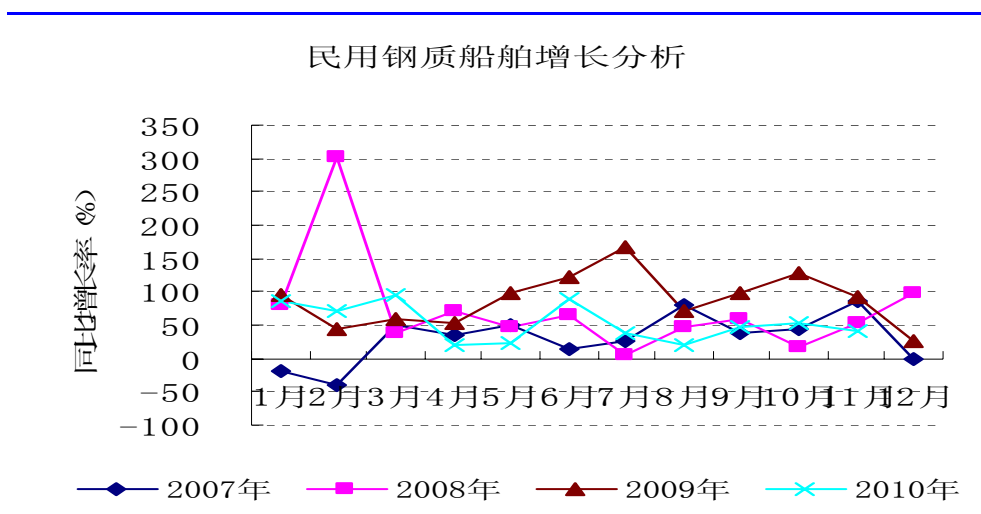
图 29 工程机械产量变化情况



数据来源: Wind资讯, 山西证券研究所

造船行业。经过 2008 年和 2009 年的低迷，我国造船行业在 2010 年快速回暖，2010 年 1-11 月份，全国造船完工量 5850 万载重吨，同比增长 46.11%。受益于国际海运市场的恢复，我国造船行业持续复苏，对钢材消费形成长期的拉动。预计 2011 年造船用钢随着造船行业的增长而继续增长 35%以上。

图 30 2007 年以来民用钢质船舶产量变化情况



数据来源：Wind资讯，山西证券研究所

家电行业用钢方面，自从 2009 年开始实行的家电下乡计划，积极拉动了我国家电业的快速发展，随着国家经济结构的调整，增加居民消费将成为长期的国策，家用电器成为居民家庭的重要消费品之一，将诚为未来高增长的主力。

从钢材进出口方面分析，统计显示，11 月份我国出口钢材 291 万吨，1-11 月累计出口 3970 万吨，钢坯 14.2 万吨，预计全年出口量在 4300 万吨，折合粗钢 4500 万吨；同期进口钢材 138 万吨，1-11 月累计进口钢材 1504 万吨，钢坯 49 万吨，折合粗钢 1650 万吨，净出口粗钢 2850 万吨。预计 2011 年进出口钢材总量将与今年持平，保持出口在 4500 万吨、进口在 1650 万吨左右。

3.2 2011 年新增产能与淘汰落后产能情分析粗钢供给

分析我国新增产能和淘汰落后产能情况，二者将共同作用，使我国 2011 年粗钢产能将达到 7.5 亿吨以上。如果产能利用率维持在 86-90%以上，明年粗钢产量将达到 6.45 亿吨-6.75 亿吨，产量增长率达 3.4%-8.2%，预计实际增长率在 6.0%左右，达到 6.6 亿吨。

从我国钢铁产能发展情况看，2009 年底，我国粗钢产能达到 7.18 亿吨。据中钢协的统计，2010 年新增粗钢产能大约 3500 万吨，淘汰落后产能 876 万吨，净增粗钢产能 2624 万吨，则 2010 年底我国粗钢产能将达到 7.44 亿吨。由于我国经济结构调整的进一步深化和钢铁产能的严重过剩作用下，近两年我国钢铁业的固定资产投资增速保持在 5%以内，每年都保持在 3200 万元以上，可以形成新产能大约 3000 万吨左右。

钢铁行业是二氧化碳排放的主要行业之一，其二氧化碳排放量约占全国的 14%。为实现我国政府提出的到 2020 年我国单位 GDP 碳排放比 2005 年减少 40%~45%的目标，钢铁行业面临着巨大的挑战和压力。转变经济增长方式需要淘汰落后产能，节能减排需要限制落后产能，需要加大政策鼓励和约束来推广行业先进节能减排技术，促进钢铁行业装备技术水平的升级。根据国家淘汰落后产能规划，2010 年底前，淘汰 300 立方米及以下高炉，淘汰 20 吨及

以下转炉、电炉；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，相应淘汰落后炼铁能力 7200 万吨、炼钢能力 2500 万吨。

分品种看，长材落后产能较多，新上项目也少于板材，供需压力减缓，将出现供需紧平衡状态；板材新投产产能较多，而受淘汰落后的影响较小，供需将呈现松平衡状态。

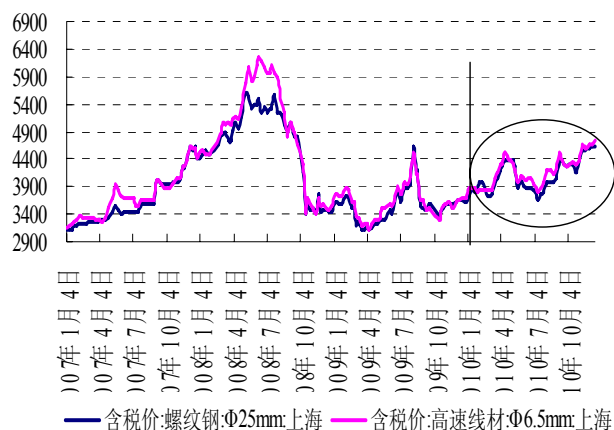
四、成本先涨后跌，钢企利润将稳步回升

决定钢材价格的因素不外乎以下几个方面——需求、供给和成本。2010 年钢价的走势基本符合我们的预期，钢价呈震荡上行、调整、再上行、平稳运行的走势。根据宏观经济形势的走势和钢铁行业运行的整体特点，我们认为，2011 年钢价可能会先跌后涨，主要价格区间将位于目前价格水平附近震荡。原材料价格先涨后跌，预计在第二季度铁矿石价格见顶回落，焦炭价格平稳，钢企利润稳步回升。

4.1 钢材价格震荡上行，并高位震荡

2010 年钢材价格在成本推动下震荡上行，基本收于全年高点。在流动性充裕、需求稳定增长的情况下，预计 2011 年钢材价格整体将继续高位运行，其中建材、冷轧仍将继续高位运行，中板上行，热轧震荡。具体走势将呈现一季度下跌、二季度上涨、三季度随着铁矿石价格的回落而回落整理，四季度恢复性上涨的走势。

图 31：线螺市场价格走势图



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 32：冷热轧板材的市场价格走势图

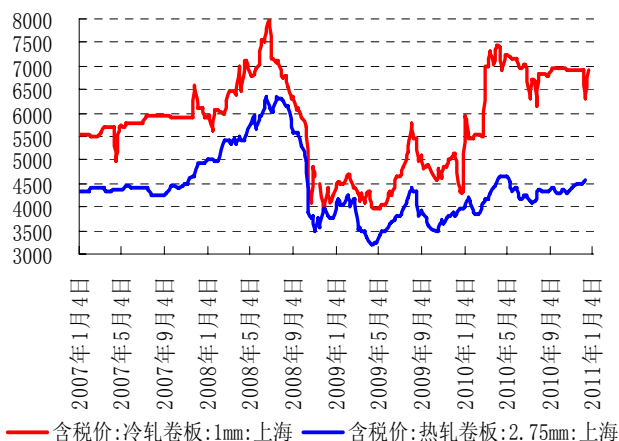


图 33：普通中厚板市场价格走势图

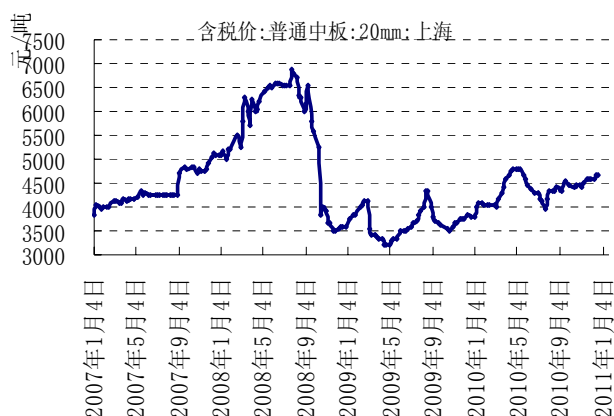
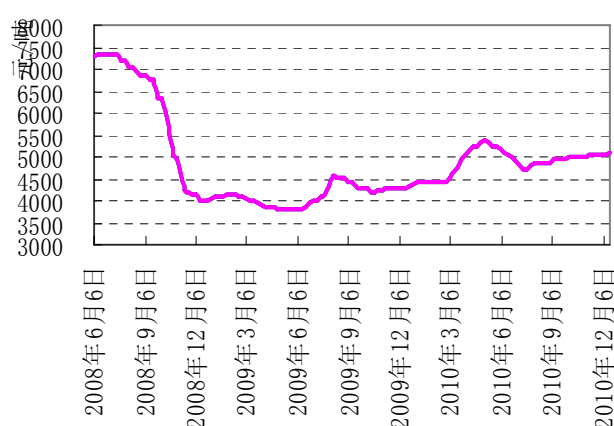


图 34：造船用中板市场价格走势图



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

4.2 原材料价格成本冲高回落，小幅震荡

2011 年原材料价格高位震荡运行，小幅升高。

进口铁矿石价格或将在二季度见顶。

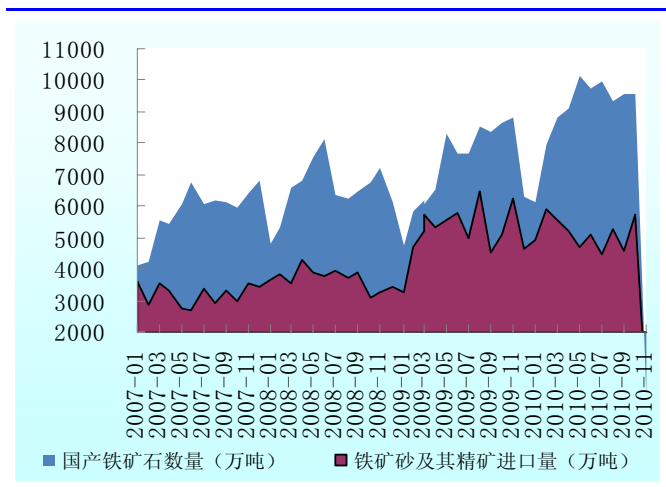
我国铁矿石的对外依存度逐年提高，2009 年达到历史高点创记录的 6.28 亿吨，占全球铁矿石贸易量的 38.3%，对外依存度达 60%。2010 年铁矿石进口量有所下降，到 11 月底仍达到 5.6 亿吨，预计全年进口量不低于 6.1 亿吨，较上年小幅回落。今年全球铁矿石产量约为 18.5 亿吨，比 2009 年的 16.4 亿吨增长 12.8%。

众所周知，今年以来的铁矿石涨价是基于中国需求的恢复，亚洲需求的增长。从统计数据上看，印度和中国的钢铁产量增长幅度，但是我们应该清醒地看到，粗钢产量的增长速度低于铁矿石产量的增长幅度（2010 年铁矿石产量增长 2.1 亿吨，粗钢产量增长约 8500 万吨），实际情况是铁矿石供大于求。目前中国市场上库存铁矿石至少 3.5 亿吨，铁矿石供应非常充裕。基于中国需求大幅增长的前提已经不存在，其他新兴市场的粗钢产量增长幅度较小，欧美日等发达国家的铁矿石需求增长预期也不会有大的突变。

麦格理（Macquarie）银行预测，2011 年欧洲铁矿石需求量将比 2010 年下降 5.4%，这意味着明年欧洲地区矿石进口将减少 1500 万吨。在欧洲铁矿石回流亚洲的同时，2011 年开始三大矿山公司铁矿石增产将进入高峰期。据统计，淡水河谷、力拓和必和必拓 3 家公司 2011 年产量增长合计将接近 9000 万吨，其他中型矿山，如中信泰富项目 2700 万吨可能也将于 2011 年投产。

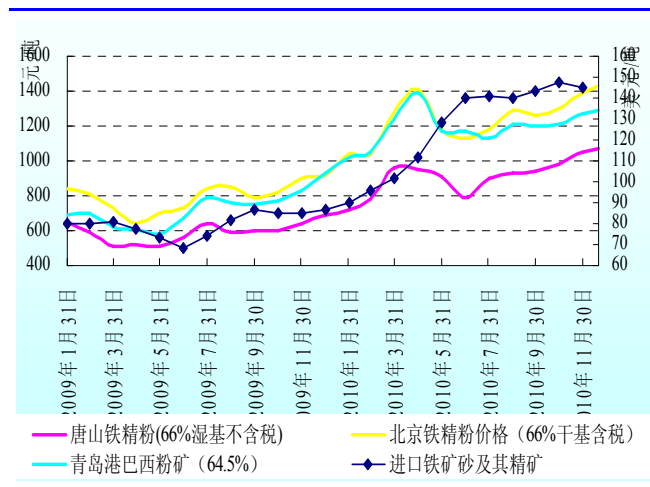
总体判断，2011 年铁矿市场供大于求。但由于垄断的因素、资源型因素，铁矿石价格被三大矿山牢牢控制，短期仍将延续上涨走势，市场已经接受矿山提出的明年一季度上涨 7% 的要求，预计明年第二季度可能到达近几年的高点，之后回落，但回落幅度不会太大。

图 35：国内铁矿石产量及进口数量统计



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 36：铁矿石价格走势

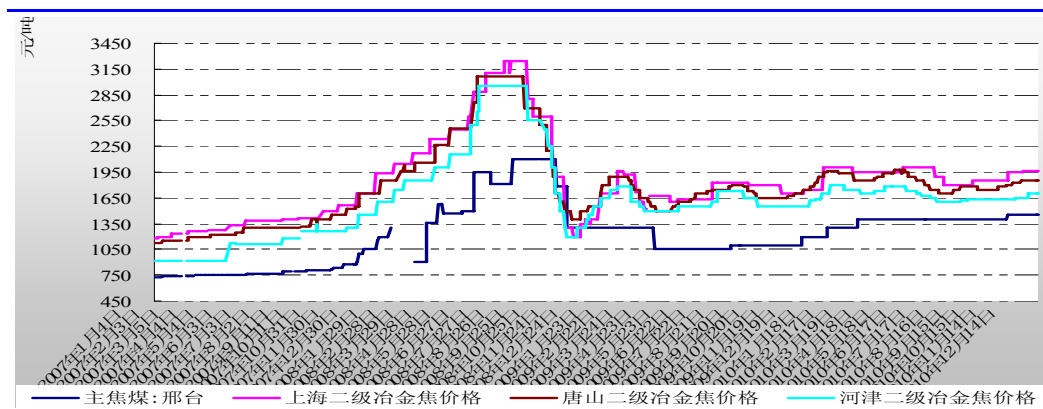


焦炭价格高位平稳运行。

焦煤价格稳步上升，从 1200 元/吨上涨 1300 元/吨、1400 元/吨，目前 1450 元/吨，焦炭价格在高位小幅震荡，存在地区差异，上海地区维持在 1800-2000 元/吨，山西河津地区则维持在 1600-1800 元/吨的区间内震荡，目前的价格分别在 1970 元/吨和 1700 元/吨，并没有随钢价的大幅波动而波动。

2011 年，我国煤炭市场整合将继续，在山西整合后不久，内蒙、河南、陕西、贵州等省份都相继发布了自己的整合目标，煤矿个数大规模压缩，十二五末，全国煤矿个数将由 10000 个压缩到 4000 个，单井产能 80 万吨以上。整体看，煤炭供应特别是焦煤的供应相对紧张，焦煤价格将维持小幅上涨态势，同时焦煤价格也受到国际市场价格的影响，预计全年涨幅仍在 10% 左右。焦炭产业同样受到整合与淘汰落后产能的影响，产量受到限制，焦炭价格继续维持高位运行，上涨空间不大。

图 37 焦煤焦炭价格走势



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

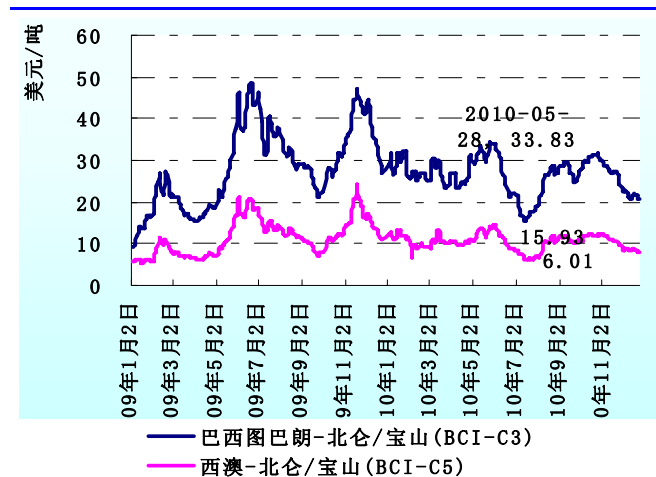
2010 年，铁矿石海运费低位运行，预计 2011 年铁矿石海运费将继续低位运行，整体价格将小幅上升。

图 38：海运指数 BDI 走势图



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 39：铁矿石海运费价格走势图

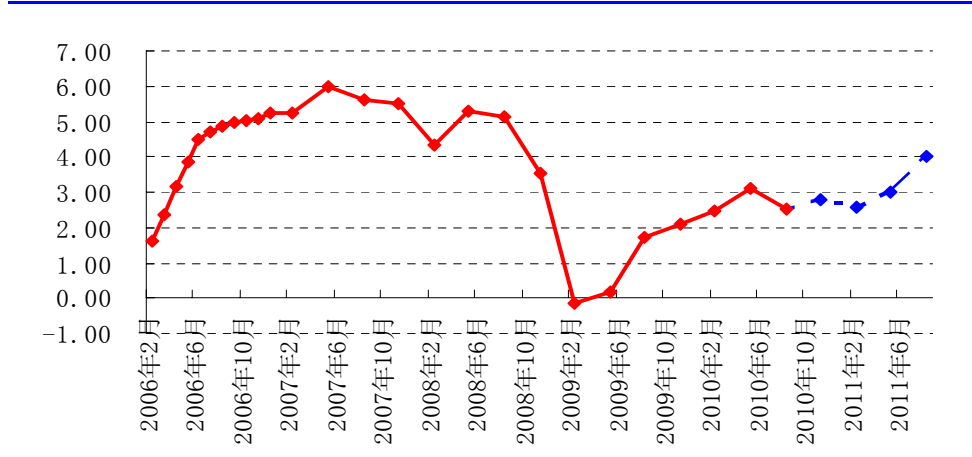


4.3 钢企盈利将稳步回升

钢铁企业效益的决定因素主要有钢材价格与原材料成本决定。

2011 年，受经济结构调整的影响，我国钢铁行业的供求关系将发生微妙的变化，或将出现局部短缺，钢材价格将震荡上行；原材料成本基本稳定的情况下，钢铁企业利润将稳步回升，销售利润率将回升至相对合理水平。

图 40 钢铁行业季度利润水平

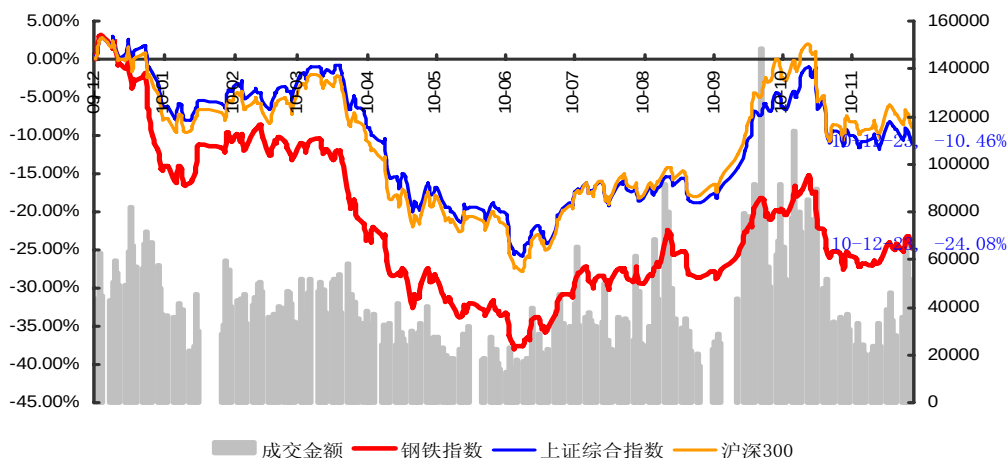


数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

五、投资策略：行业评级为“看好”

综合宏观资金面、行业基本面以及整体估值情况分析，我们认为，2011 年我国钢铁行业股票走势将呈现先低后高的格局，有利于投资者积极进行合理布局。

图 41 2009 年底以来钢铁股票价格指数走势图



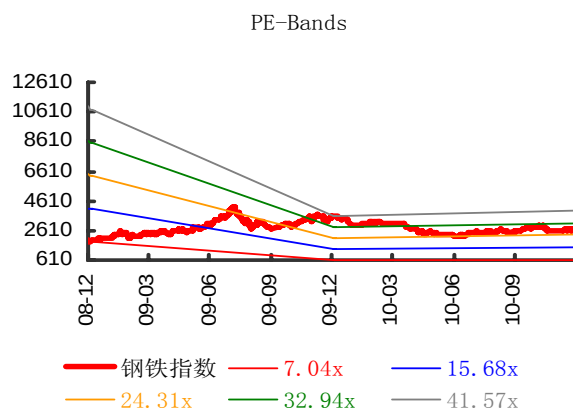
数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

5.1 钢铁类股票具备一定投资价值，2011 年看好

2010 年四季度钢价高位运行，企业盈利有所恢复，股票市盈率得到修复，截止 12 月 25 日，钢铁行业动态市盈率 17.71，已经低于全部 A 股市盈率 19.12，动态市净率为 1.41，处于历史低位，低于全部 A 股动态市净率 2.88，具备一定的投资价值。

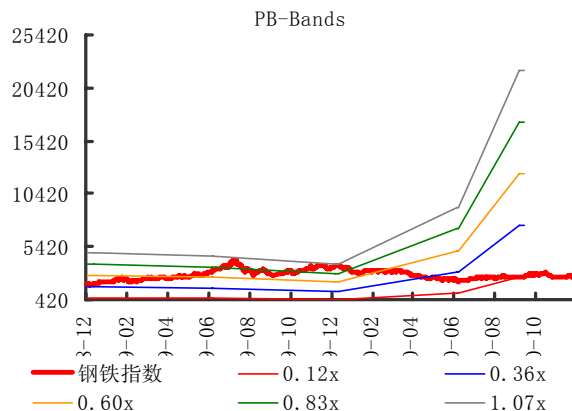
我们认为 2011 年将股票市场将震荡上行，在结构调整政策逐步明朗、区域经济振兴确定的大背景下，钢铁股随大盘震荡上行的机会较大。

图 42：钢铁板块市盈率走势



数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 43：钢铁板块市净率走势



请务必阅读正文之后的特别声明部分

5.2 股票投资机会在资源、区域发展、传统行业升级三大体系

2010 年以来，由于国家的经济结构调整和行业内部产能过剩等因素，重组整合和淘汰落后成为钢铁行业发展的主基调，给钢铁类股票带来局部和时点性的交易机会。我们认为，在未来业绩确定性回升的预期下，钢铁板块整体将强于大盘，可以从以下几个方面关注钢铁股票的长期投资机会。

拥有资源的企业：铁矿石和焦炭是钢铁生产的基础原料，对外依存度较高，拥有铁矿石就拥有了成本优势，这类企业有金岭矿业、凌钢股份、酒钢宏兴、西宁特钢、*ST钒钛、太钢不锈等；

区域发展利好企业：首推西部大开发的受益企业，如八一钢铁、包钢股份、西宁特钢、酒钢宏兴、新兴铸管等；

传统行业的升级换代给特钢类企业带来发展机会：如有大冶特钢、方大特钢、西宁特钢、太钢不锈、新兴铸管等。

经济回暖和消费升级对特钢和不锈钢的消费将大幅增加，首选太钢不锈、宝钢股份。

太钢不锈（000825）：铁矿石煤炭资源+不锈钢+中板，买入

太钢不锈是全球规模最大的不锈钢龙头企业，具有极大的原材料成本优势，技术先进、设备优良，目前拥有 1000 万吨钢铁产能，其中不锈钢 300 万吨。

公司地处山西腹地，煤炭资源丰富，成本优势明显；目前铁矿石自给率在 50%以上，2011 年预计团合建的袁家村铁矿项目（年产 65%铁精矿 750 万吨）将投产，届时拥有权益矿不低于 35%；不锈钢产品将受益于国际市场的恢复、国家城镇化和居民消费的升级换代，市场规模将进一步扩大，预计 2011 年业绩提升幅度较大，股票估值将继续下移。可以买入。

八一钢铁（600581）：新疆开发的最大受益者，买入

2011 年，新疆建设步伐将加快，而八一钢铁是新疆地区最大的钢铁企业，建筑用钢疆内市场占有率 70%以上，目前粗钢产能约 700 万吨，轧钢产能约 705 万吨，其中长材产能约 345 万吨，板材产能 360 万吨；钢材疆内销售约占 66%，疆外销售约占 34%。新疆地区蕴藏着丰富的煤炭和铁矿石资源，是八一钢铁的有力支撑，是新疆振兴最大受益企业。

凌钢股份（60031）：铁矿石资源+建筑钢材，受益于西部大开发，买入

公司位于河北、辽宁、内蒙的交汇处，其建筑钢材产量比重较大，使西部大开发的直接受益者。同时所在辽宁省的朝阳地区铁矿石储量丰富，已探明储量奖金 20 亿吨，公司目前铁精粉产能 100 万吨。年产粗钢 350 万吨，吨钢利润率较高。可以买入。

新兴铸管（000778）：铸管+资源+新疆发展，买入

地处河北省邯郸市，是国内铸管业龙头，世界第二，铸管产能 150 万吨，国内市场占有率 50%，在铸管领域有定价权。早在 2009 年就进军新疆。目前公司旗下金特钢铁是新疆地区第二大钢铁企业仅次于八一钢铁，现有产能 100 万吨(拟扩建至 150 万吨)，自有铁矿储量约 1600 万吨，预计 2010 年年产达到 50 万吨精粉，公司已公告拟注入新疆铸管资源。是新疆振兴受益企业。

包钢股份（600010）：资源+品种+地域+重组整合 买入

公司位于内蒙古包头市，西北地区的中心位置，具有 1000 万吨粗钢生产能力，可以生产“板、管、型、线”构筑四大系列产品，各产品生产能力适中，低于不同品种的周期波动性能力较强。其中，是全国最大高速轨道钢生产企业，产能 150 万吨/年，将受益于国家高速铁路的发展，成为未来几年的主要利润增长点之一；

2010 年 7 月 5 日到 6 日，中共中央、国务院在北京召开西部大开发工作会议，提出西部大开发第二阶段的战略发展目标，明确提出，到 2020 年在西部地区要建成国家能源基地、资源深加工基地、装备制造业基地和战略性新兴产业基地。未来西部的发展将大大快于东部的发展，公司作为西部最大的钢铁企业将迎来新的大发展的空间。

在国家钢铁产业政策的大背景下，由于公司规模与地域因素，存在于其他企业重组整合的可能，存在由此可能带来一定的投资机会，可以积极买入

首钢股份（000959）：扩张+重组，增持

有代表性的国家政策受益股。由于公司生产基地搬迁，该股沉寂多年。但公司一直在积极准备，新建了曹妃甸板材生产基地，收购了山西长治钢铁、贵阳钢厂、水城钢厂等，成为跨省市、多品种的立体化经营管理的企业；特别市长材比重的增加提升了企业的盈利能力。随着国家结构调整政策的陆续出台，公司在西部的子公司将成为公司发展的新基地；目前公司正在进行资产重组，可以积极关注。

宝钢股份（600019）：规模+技术，买入

宝钢股份是中国钢铁业的龙头，也是中国钢铁业并购整合的龙头企业，拥有汽车板、不锈钢等多个重量级的产品，“高端高需”品种占比高。公司技术实力雄厚，受国家政策扶持，在国家淘汰落后、做大做强钢铁业的背景下具有较强的成长性。

表 3：重点公司评级（以 12 月 24 日收盘价计算）

证券代码	证券简称	评级	收盘价 (元)	每股净资产	PB	EPS(元)		PE		
						2009 年	2010Q3	2009	2010Q3*4/3	2010E
000825.SZ	太钢不锈	买入	5.57	3.748	1.49	0.159	0.174	35.03	24.01	20.68
600019.SH	宝钢股份	买入	6.61	5.84	1.13	0.33	0.61	19.90	8.19	9.39
600581.SH	八一钢铁	买入	12.04	4.36	2.76	0.14	0.63	83.76	14.30	15.83
600231.SH	凌钢股份	买入	9.12	4.46	2.05	0.37	0.57	24.58	12.07	13.02
600010.SH	包钢股份	买入	4.02	2.01	2.00	-0.25	0.0785	-15.83	38.40	37.63
000629.SZ	*ST 钒钛	买入	10.9	2.71	4.02	-0.27	0.12	--	68.13	45.4
600307.SH	酒钢宏兴	增持	10.02	5.17	1.94	0.1569	0.4083	63.87	18.41	20.75
600507.SH	方大特钢	增持	6.44	2.84	4.31	0.05	0.259	255.69	35.40	25.63
000708.SZ	大冶特钢	增持	15.82	5.323	2.97	0.741	0.923	21.36	12.85	13.99
600117.SH	西宁特钢	增持	9.17	3.3371	2.75	0.05	0.1791	195.49	38.39	41.31
000959.SZ	首钢股份	增持	4.42	2.6	1.70	0.1239	0.0995	35.67	33.30	52.09
000778.SZ	新兴铸管	增持	9	5.3337	1.69	0.69	0.5378	19.67	12.55	14.57
行业平均					2.12			71.21	78.93	28.82

数据来源：Wind 资讯，山西证券研究所

六、风险因素

国际经济复苏缓慢、固定资产投资增速放缓，都将影响钢材消费需求；
原材料涨价超预期，将挤压钢铁企业的利润空间，导致利润下降；
钢材价格上涨幅度较小，无法提升钢企的盈利水平。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读正文之后的特别声明部分