

二季度矿石协议价格上演最后的疯狂

◇ 钢铁周报

◆ 维持“增持”行业评级。

我们推荐：

自上而下”选择特钢和金属制品子板块，投资逻辑是“往下走”寻求具有高附加值差异化的产品。特钢和金属制品是钢铁行业中的“新兴”产业，盈利能力好于普钢，未来发展空间大，目前估值在低位，目前选取抚顺特钢、大冶特钢和新兴铸管为投资标的。

◆ 钢价将继续盘整，但短期内杀跌空间不大。

1) 供给层面，坏消息有两条：一是在经过了 2 月的正常检修减产，钢材产量将开始回升，钢协统计的 2 月上旬 175 万吨左右的粗钢日均产量也可以证明这点，二是在预期钢价会下跌时，“强势”地位的钢厂定然加大对贸易商的订货量。好消息是在高库存的压力下和去年的经历使得钢厂在复产力度上会有所顾忌。

2) 目前的需求水平形容即为“一如预期”：建筑钢材需求也恢复到正常水平的三成左右，如以往年后这个时间差不多；热轧则随着工人陆续上班，已经恢复到年前的水平。

3) 成本方面。从历次成本推动的过程来看——当然包括这次，前期为原料上涨推荐，后期是钢厂调价，然后便进入观察期，即成本已经退居“二线”，价格开始主要受供需面的影响，即使目前市场价格与钢厂价格已经有 300 元/吨的倒挂。

4) 目前钢材贸易商资金使用成本大幅攀升已成不争事实，后期资金面因素或将成为影响钢材价格的重要因素，但由于我们判断贴现率继续大幅上升的可能性较小，所以这部分取决于库存情况，即也取决于供需情况，最重要的当然是需求情况。

◆ 盘点超预期的唯一的可能性来自于保障性住房。

近期建筑钢材的需求保持低位，但这主要和春节有关，春节前后即为传统建筑钢材需求的淡季，而一般即到正月十五后需求开始正规复苏，故节后建筑钢材虽然不高，但应在市场预期之内。同时随着进入农历二月，需求较本月必将有所回暖，但考虑到楼市调控和保障性住房的建设力度的不确定性，未来建筑钢材需求预期从表面上来看存在一定的难度。

但我们认为，除保障性住房这个需和政策执行力相关的变量外，其它建筑钢材需求，甚至板材的需求与预期存在较大出入的可能性不大。楼市调控应属于确定性事件，而汽车、机械、家电的需求应分别保持我们一直预期的区间内，甚至外部需求我们依然维持 2000 万吨的净出口的预期。

维持

增持

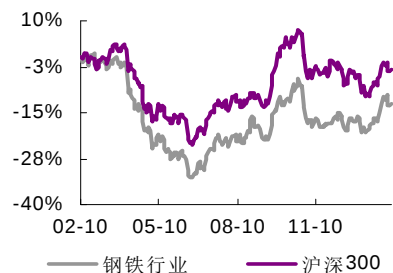
分析师：

胡皓(执业证书编号：S0930511010003)

021-22169076

Huhao@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



目录

目录	2
本周重点推荐	3
行业观点更新	3
钢铁行业估值：目前相对 PE 为 1.269，较上周 1.271 同步大市	6
本周建筑钢材小幅回调	6
本周螺纹钢、线材品种毛利大幅下跌	8
本周板材相对螺纹钢溢价率基本平稳	9
上海热卷开平量大幅回升	10
本周板材国内外价差较上周继续减小	10
本周螺纹钢期现价差较上周缩小	11
本周建筑钢材库存继续反弹	12
本周国内钢材总库存继续上升	13
本周进口铁矿石库存上升	14
国内钢铁产量逐步回升	15
采购经理人指数（PMI）强劲回升	16
房地产、汽车、家电下游需求环比略降	17

本周重点推荐

行业评级：

维持行业“增持”评级。

本周个股重点推荐：

我们推荐：“自上而下”选择特钢和金属制品子板块，投资逻辑是“往下走”寻求具有高附加值差异化的产品。特钢和金属制品是钢铁行业中的“新兴”产业，盈利能力好于普钢，未来发展空间大，目前估值在低位，目前选取抚顺特钢、大冶特钢和新兴铸管为投资标的。

行业观点更新

1、钢价将继续盘整，但短期内杀跌空间不大。我们认为钢价将继续盘整，准确的地说是继续下降，但跌幅有限，主要原因依然基于我们框架的四条：

1) 供给层面，坏消息有两条：一是在经过了2月的正常检修减产，钢材产量将开始回升，钢协统计的2月上旬175万吨左右的粗钢日均产量也可以证明这点，二是在预期钢价会下跌时，“强势”地位的钢厂定然加大对贸易商的订货量。好消息是在高库存的压力下和去年的经历使得钢厂在复产力度上会有所顾忌。

2) 目前的需求水平形容即为“一如预期”：建筑钢材需求也恢复到正常水平的三成左右，如以往年后这个时间差不多；热轧则随着工人陆续上班，已经恢复到年前的水平。

3) 成本方面。从历次成本推动的过程来看——当然包括这次，前期为原料上涨推荐，后期是钢厂调价，然后便进入观察期，即成本已经退居“二线”，价格开始主要受供需面的影响，即使目前市场价格与钢厂价格已经有300元/吨的倒挂。

4) 目前钢材贸易商资金使用成本大幅攀升已成不争事实，后期资金面因素或将成为影响钢材价格的重要因素，但由于我们判断贴现率继续大幅上升的可能性较小，所以这部分取决于库存情况，即也取决于供需情况，最重要的当然是需求情况。

2、盘点超预期的唯一的可能性来自于保障性住房。近期建筑钢材的需求保持低位，但这主要和春节有关，春节前后即为传统建筑钢材需求的淡季，而一般即到正月十五后需求开始正规复苏，故节后建筑钢材虽然不高，但应在市场预期之内。同时随着进入农历二月，需求较本月必将有所回暖，但考虑到楼市调控和保障性住房的建设力度的不确定性，未来建筑钢材需求预期从表面上来看存在一定的难度。

但我们认为，除保障性住房这个需和政策执行力相关的变量外，其

它建筑钢材需求，甚至板材的需求与预期存在较大出入的可能性不大。楼市调控应属于确定性事件，而汽车、机械、家电的需求应分别保持我们一直预期的区间内，甚至外部需求我们依然维持 2000 万吨的净出口的预期。

行业动态跟踪

二季度矿石协议价格上演最后的疯狂。据国际钢协统计，2011 年 1 月份全球粗钢产量 11940.2 万吨，同比增加 602.7 万吨，增长 5.3%。我们的点评如下：

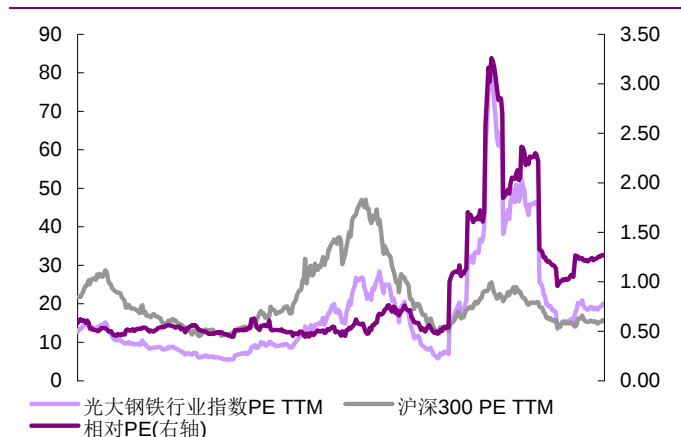
- 1) 全球钢铁产量快速增加，但增加的空间有限。我们将此数据与历史最高水平的去年 5 月的 12456.7 万吨相比，仅有 5% 不到的差距。同时我们通过全球高炉铁产量 8714.4 万吨，增长 1.5%——粗钢增长高于生铁，意味着更多的废钢增加而非高炉，进一步意味着全球的高炉已经陆续开启，未来粗钢增加的主因素被削弱；
- 2) 也直接证明了我国钢价属于成本推动而非需求拉动。除中国外国际粗钢、高炉铁产量分别为 6659.8、3819.7 万吨，同比分别增长 9.5%、5.8%。全球钢材的复产——时间上当然是落后中国，加之常提及货币因素，全球定价属性的矿石价格继续上涨，并通过我国钢厂出厂价格，进而推动相对国内定价属性的钢材价格上涨。
- 3) 短期内，原料市场价格高位运行的态势仍将持续，由于生产周期的原因钢铁企业成本上升的压力将进一步加大。但由于如下因素：1) 矿石巨大的新增产能；2) 随着经济好转，通胀向发达国家的扩散；3) 全球产钢国主要在北半球，5 月是全球钢材的旺季，我们认为今年 5 月或将成为今年，甚至历史上剔除通胀水平后矿石价格的高点。
- 4) 普氏能源资讯式预计二季度淡水河谷卡拉加斯品位 66% 粉矿协议矿到岸价和力拓二季度协议矿石离岸价预计分别环比上涨 15.9% 和 34%，通过以上分析，我们认为今年四季度协议矿价将低于三季度，甚至下半年均价将低于上半年，矿石企业的高毛利率毫无疑问将呈现下降趋势，二季度的协议价格上演最后的疯狂。

图表 1 光大钢铁重点关注核心指标一周变化一览

光大重点关注核心指标一周变化一览	本周	上周	本周涨跌幅
钢铁板块估值			
光大钢铁行业PE (TTm)	19.8	20.1	-1.3%
光大钢铁行业相对PE	1.269	1.271	-0.2%
钢材价格 (元/吨)			
螺纹钢:HRB335 20MM:上海	4720	4760	-0.8%
线材:6.5高线:上海	4750	4830	-1.7%
热轧:3.0热轧板卷:上海	4830	4900	-1.4%
冷轧:1.0mm:上海	5680	5700	-0.4%
主要原料价格 (元/吨)			
铁精粉价格:迁安(66%干基含税)	1500	1515	-1.0%
日照港:印度:粉矿(63.5%)	1365	1385	-1.4%
二级冶金焦价格:唐山	2120	2120	0.0%
库存产量比 (日)			
库存总计	1853	1815	2.1%
库存产量比	10.1	9.9	2.1%
库存数据 (万吨)			
螺纹钢	762	737	3.3%
线材	250	239	4.6%
热轧	512	510	0.5%
冷轧	165	164	0.4%
中板	165	165	0.0%
特色数据			
上海热卷开平量 (周均, 万吨)	1.6	1.2	34.0%
工程招标统计	-	-	-
工程中标统计	-	-	-
品种毛利			(元/吨)
螺纹钢	83	149	-67
线材	108	209	-101
热轧	-123	-31	-93
冷轧	53	103	-50
国际价差			(元/吨)
螺纹钢	-84	-125	41
线材	83	3	81
热轧	299	163	137
冷轧	173	86	87
期现价差			(元/吨)
螺纹钢	82	181	-99
线材	255	175	80
品种溢价率			
热轧/螺纹钢	102%	103%	-0.6%
冷轧/螺纹钢	120%	120%	0.5%
中板/螺纹钢	107%	108%	-0.1%

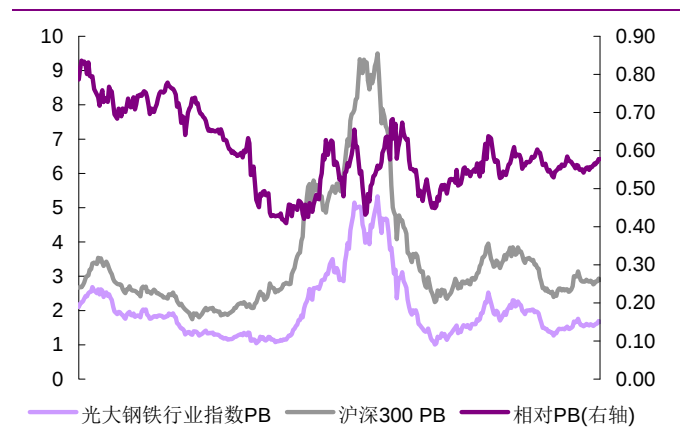
钢铁行业估值：目前相对 PE 为 1.269，较上周 1.271 同步大市

图表 2 光大钢铁行业 PE 及相对 PE



资料来源：光大证券研究所

图表 3 光大钢铁行业 PB 及相对 PB



资料来源：光大证券研究所

注：光大钢铁行业指数由 41 家钢铁及相关行业公司组成，进一步了解构成，请联系光大钢铁行业研究团队。

本周建筑钢材小幅回调

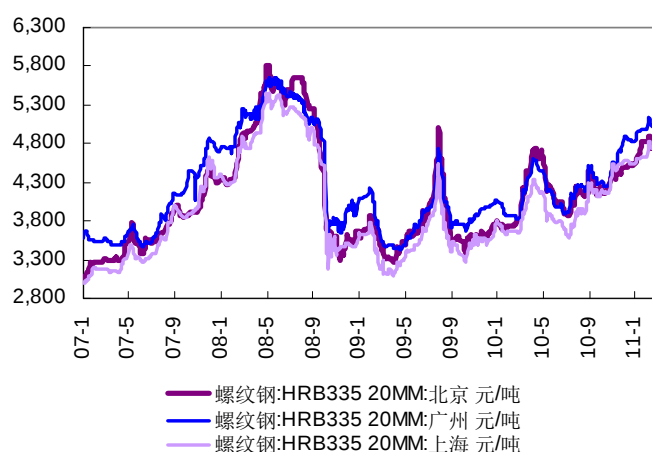
现货螺纹钢 4720 元/吨，上周 4760 元/吨，本周涨幅-0.8%；

现货线材 4750 元/吨，上周 4830 元/吨，本周涨幅-1.7%；

现货热轧 4830 元/吨，上周 4900 元/吨，本周涨幅-1.4%；

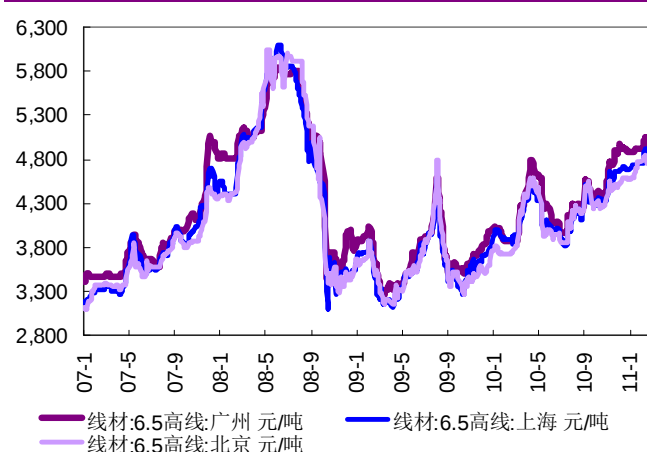
现货冷轧 5680 元/吨，上周 5700 元/吨，本周涨幅-0.4%；

图表 4 螺纹钢价格走势（北京/广州/上海）



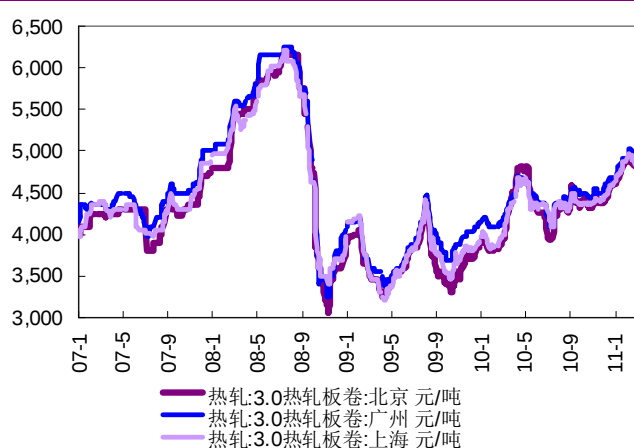
资料来源：光大证券研究所

图表 5 线材价格走势（北京/广州/上海）



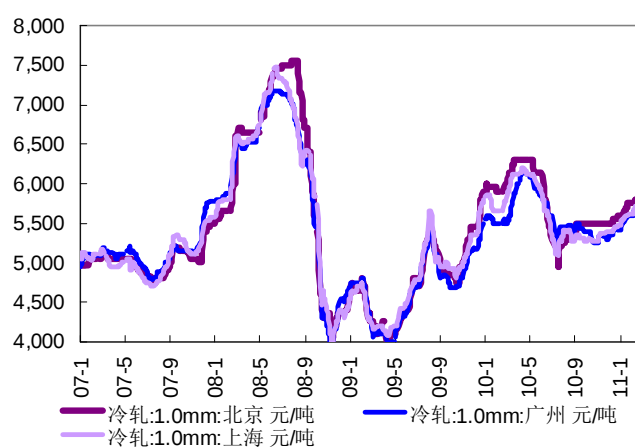
资料来源：光大证券研究所

图表 6 热轧薄板价格走势（北京/广州/上海）



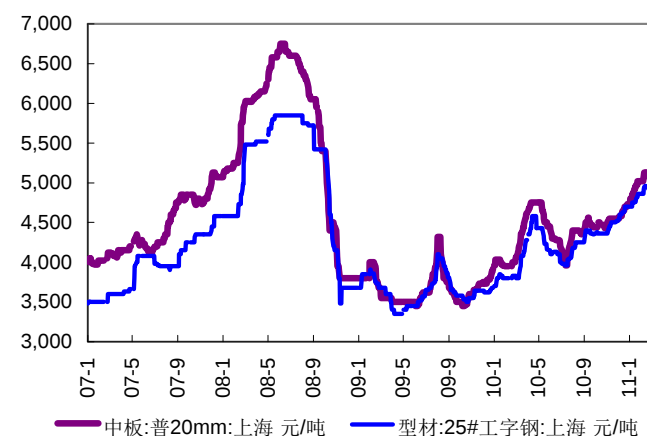
资料来源：光大证券研究所

图表 7 冷轧薄板价格走势（北京/广州/上海）



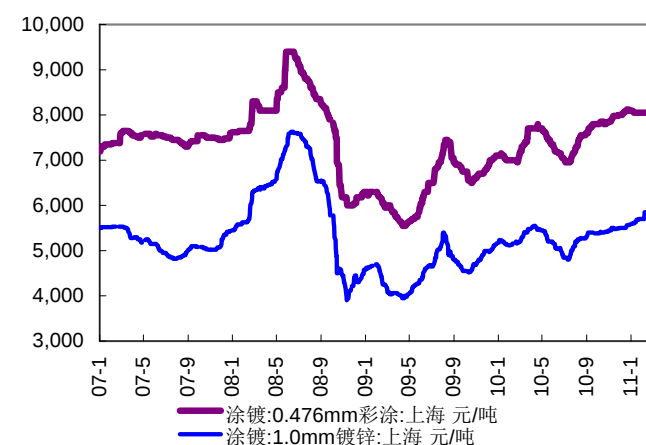
资料来源：光大证券研究所

图表 8 中板、型材价格走势



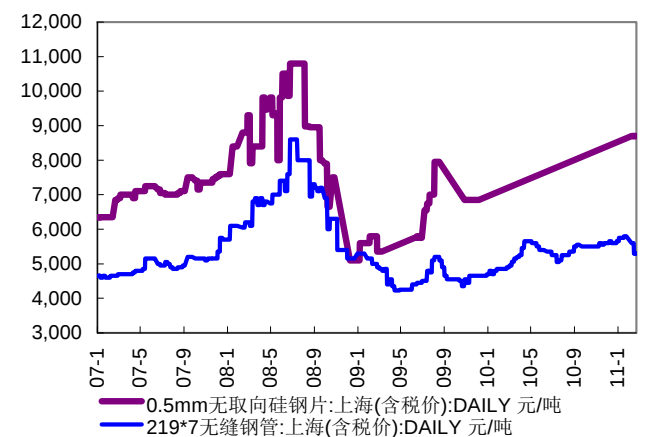
资料来源：光大证券研究所

图表 9 彩涂板、镀锌板价格走势



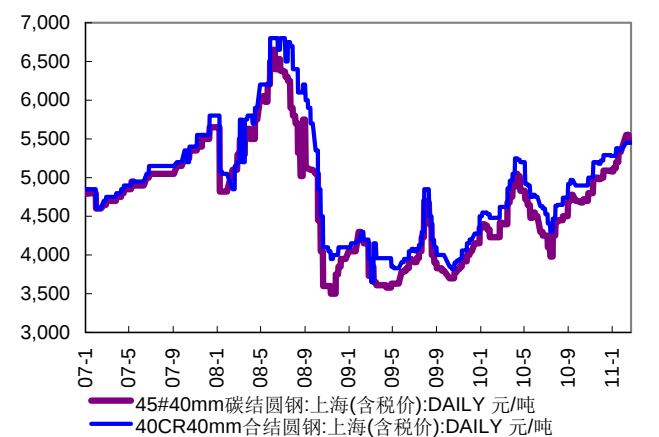
资料来源：光大证券研究所

图表 10 碳结圆钢、合结圆钢价格走势



资料来源：光大证券研究所

图表 11 无取向硅钢价格走势



资料来源：光大证券研究所

本周螺纹钢、线材品种毛利大幅下跌

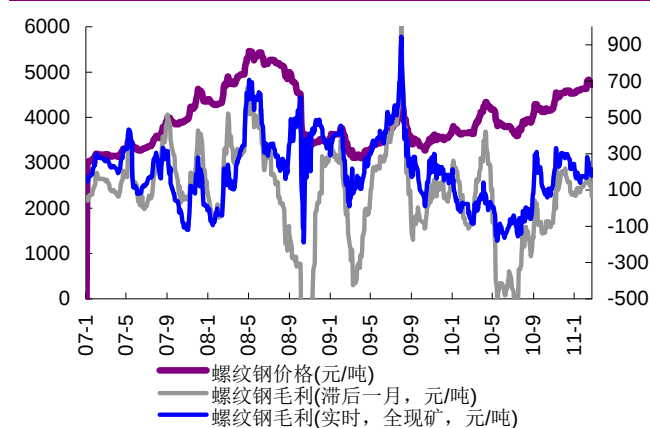
螺纹钢毛利 83 元/吨，上周 149 元/吨，本周涨幅-67 元/吨；

线材毛利 108 元/吨，上周 209 元/吨，本周涨幅-101 元/吨；

热轧毛利-123 元/吨，上周-31 元/吨，本周涨幅-93 元/吨；

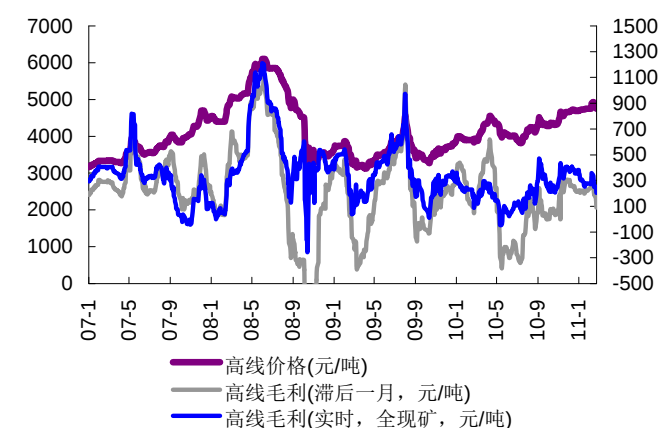
冷轧毛利 53 元/吨，上周 103 元/吨，本周涨幅-50 元/吨；

图表 12 螺纹钢毛利及价格走势



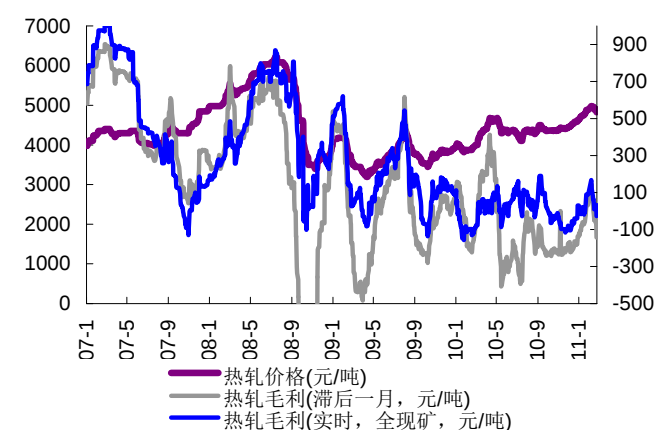
资料来源：光大证券研究所

图表 13 线材毛利及价格走势



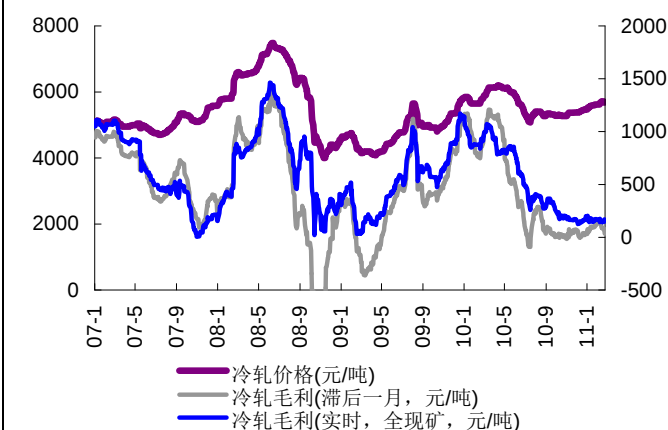
资料来源：光大证券研究所

图表 14 热轧薄板毛利及价格走势



资料来源：光大证券研究所

图表 15 冷轧薄板毛利及价格走势



资料来源：光大证券研究所

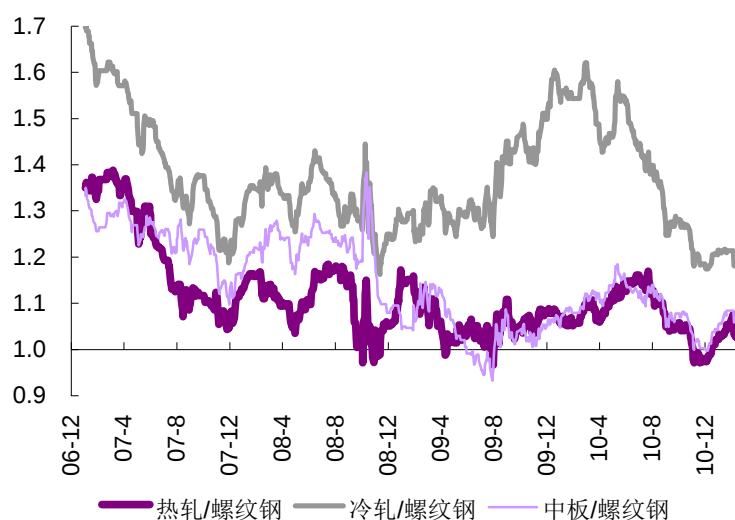
本周板材相对螺纹钢溢价率基本平稳

热轧溢价 102%，上周 103%，本周涨幅-0.6%；

冷轧溢价 120%，上周 120%，本周涨幅 0.5%；

中板溢价 107%，上周 108%，本周涨幅-0.1%。

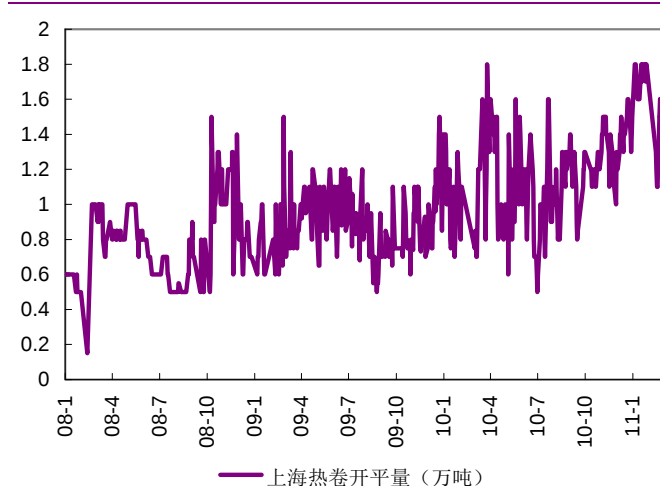
图表 16 2007 以来热轧、冷轧、中板各品种与螺纹钢的溢价率变化



资料来源：光大证券研究所

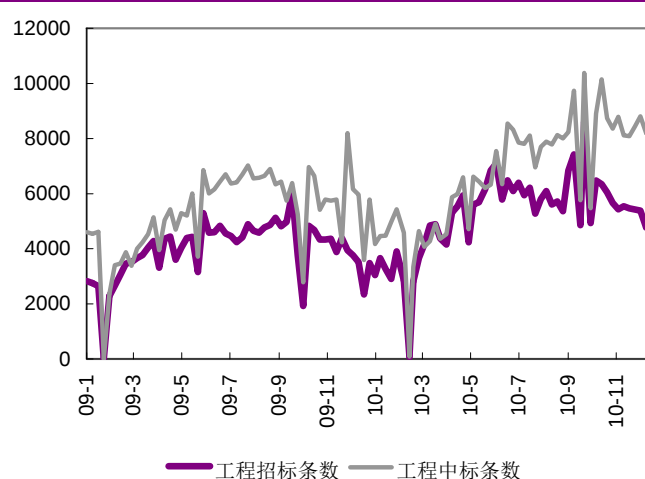
上海热卷开平量大幅回升

图表 17 上海热轧卷板开平量走势



资料来源：光大证券研究所

图表 18 全国工程招标数及中标数



资料来源：光大证券研究所

本周板材国内外价差较上周继续减小

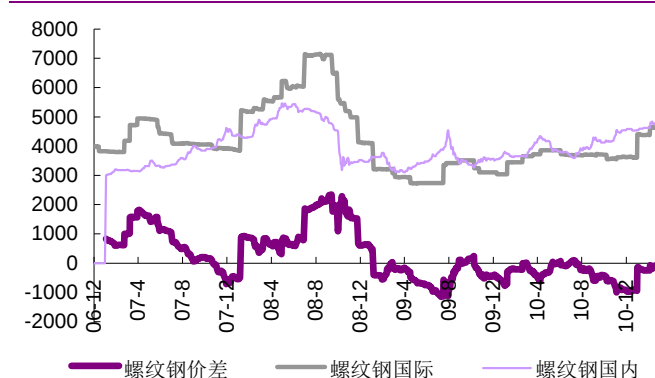
螺纹钢国际价差-84 元/吨，上周-125 元/吨，本周涨幅 41 元/吨；

线材国际价差 83 元/吨，上周 3 元/吨，本周涨幅 81 元/吨；

热轧国际价差 299 元/吨，上周 163 元/吨，本周涨幅 137 元/吨；

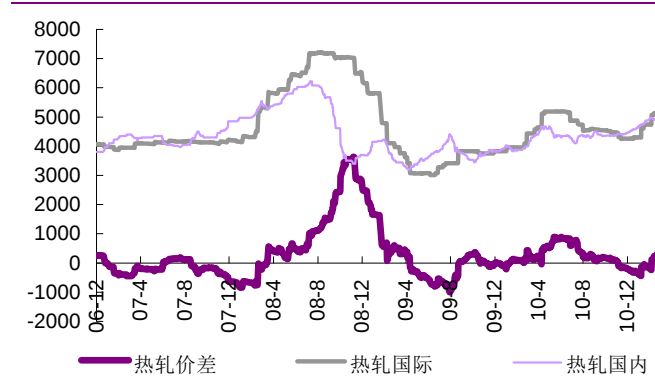
冷轧国际价差 173 元/吨，上周 86 元/吨，本周涨幅 87 元/吨；

图表 19 螺纹钢国际与国内价差走势（国际-国内）



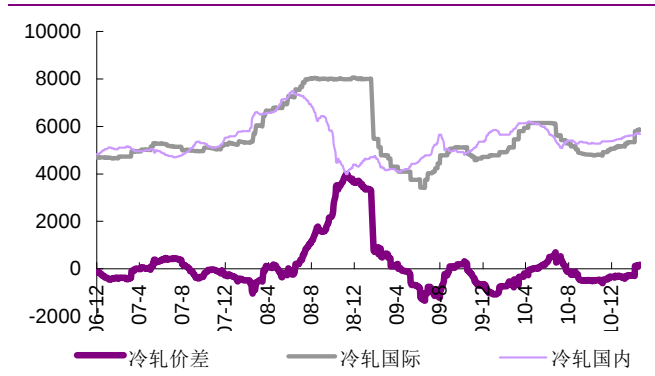
资料来源：光大证券研究所

图表 20 热轧薄板国际与国内价差走势（国际-国内）



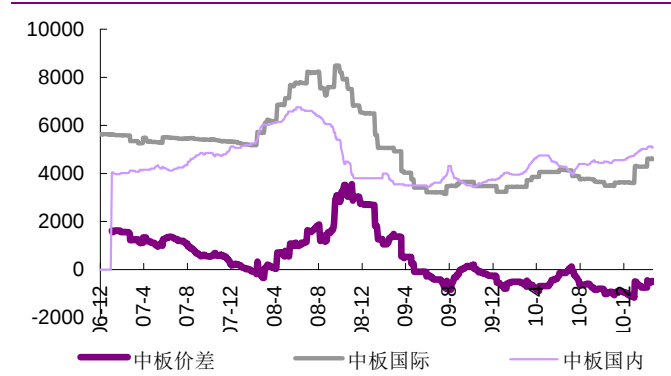
资料来源：光大证券研究所

图表 21 冷轧薄板国际与国内价差走势（国际-国内）



资料来源：光大证券研究所

图表 22 中板国际与国内价差走势（国际-国内）



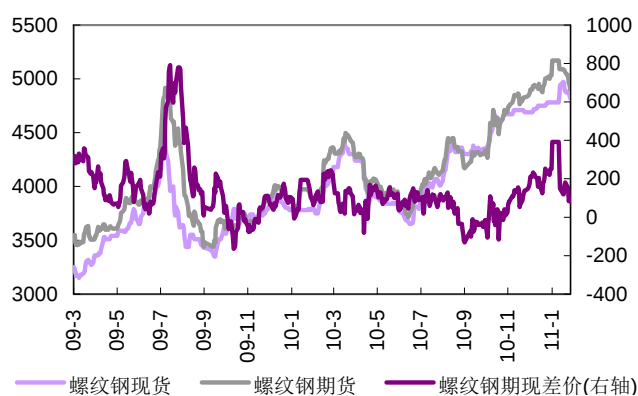
资料来源：光大证券研究所

本周螺纹钢期现价差较上周缩小

本周螺纹钢期现价差 82 元/吨，上周 181 元/吨；

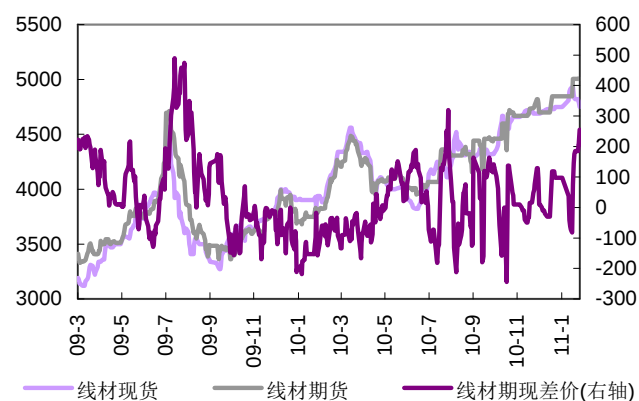
本周线材期现价差 255 元/吨，上周 175 元/吨；

图表 23 螺纹钢期货与现货价差（期货-现货）



资料来源：光大证券研究所

图表 24 线材期货与现货价差（期货-现货）



资料来源：光大证券研究所

本周建筑钢材库存继续反弹

螺纹钢库存 762 万吨，上周 737 万吨，本周涨幅 3.3%；

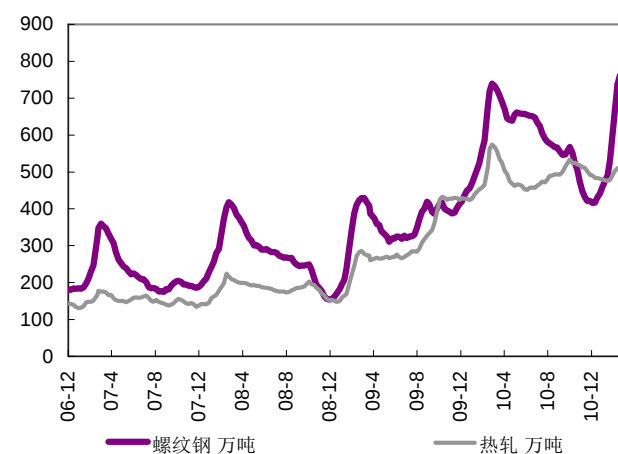
线材库存 250 万吨，上周 239 万吨，本周涨幅 4.6%；

热卷库存 512 万吨，上周 510 万吨，本周涨幅 0.5%；

中板库存 165 万吨，上周 164 万吨，本周涨幅 0.4%；

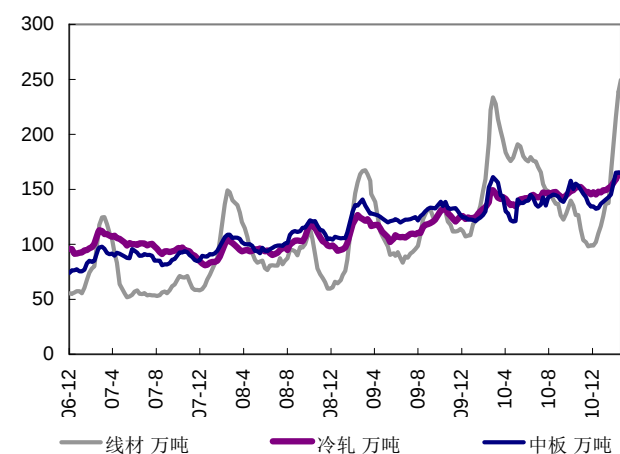
冷卷库存 165 万吨，上周 165 万吨，本周涨幅 0.0%；

图表 25 螺纹钢、热轧卷板的库存走势



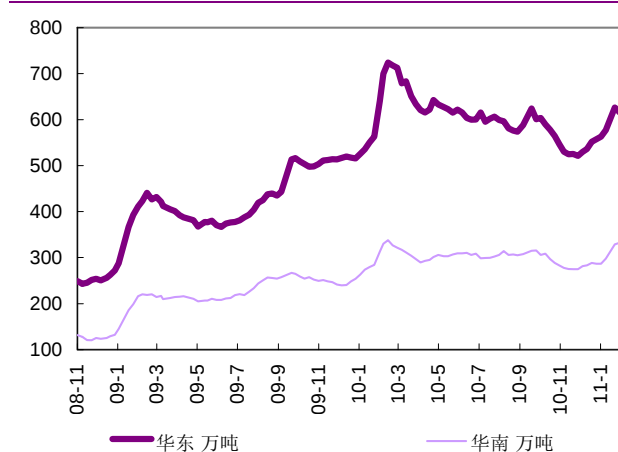
资料来源：光大证券研究所

图表 26 线材、中板、冷轧卷板的库存走势



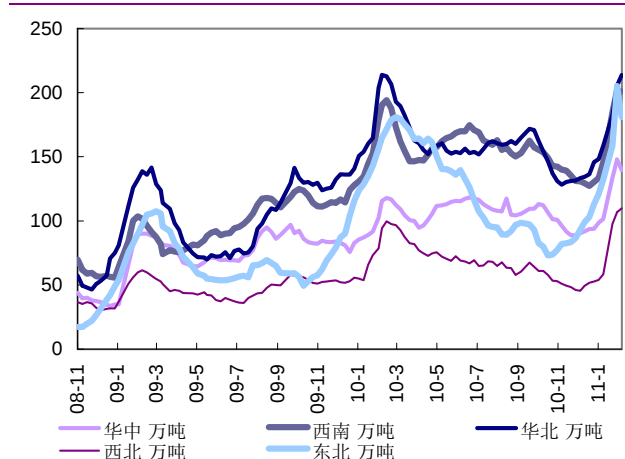
资料来源：光大证券研究所

图表 27 华东、华南钢材库存走势



资料来源：光大证券研究所

图表 28 华中、西南、华北、西北、东北钢材库存走势



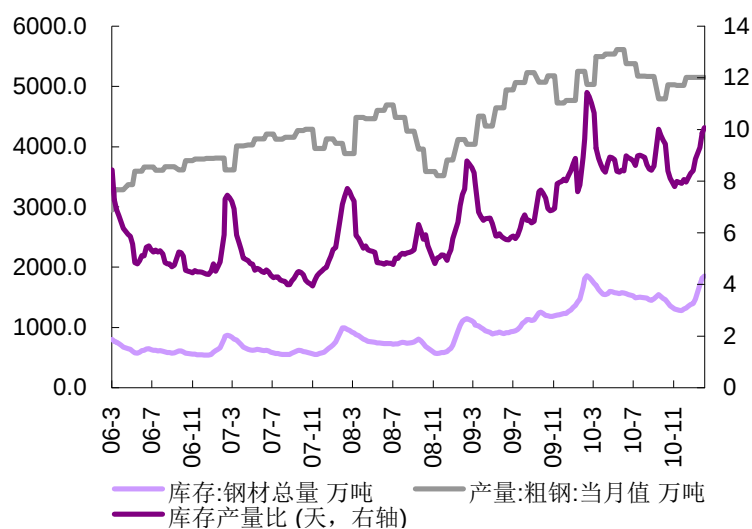
资料来源：光大证券研究所

本周国内钢材总库存继续上升

本周库存产量比为 10.1 天，上周为 9.9 天，本周涨幅 2.1%；

本周国内总库存 1853 万吨，上周 1815 万吨，本周涨幅 2.1%；

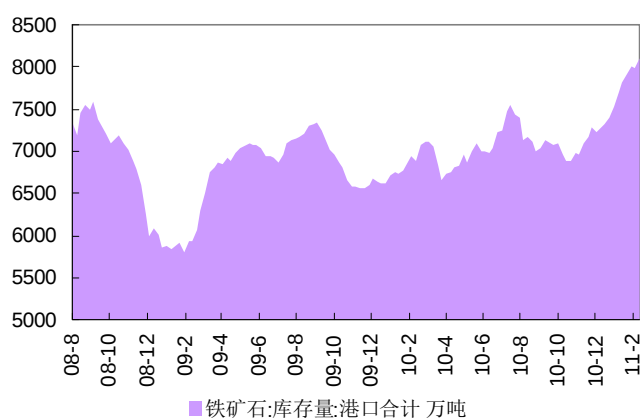
图表 29 主要城市主要钢材品种库存总计与当月产量比例



资料来源: 光大证券研究所

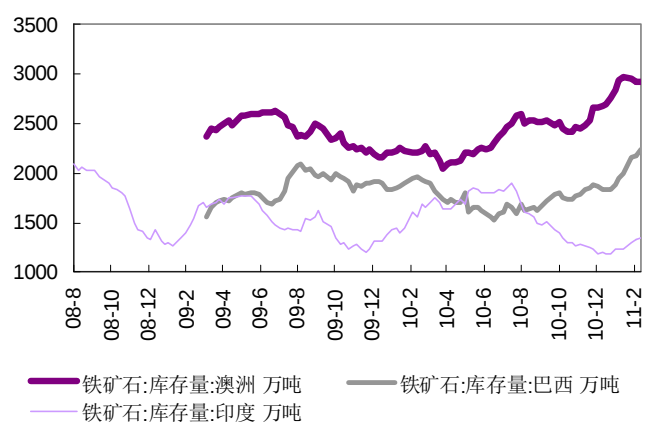
本周进口铁矿石库存上升

图表 30 港口铁矿石库存总计



资料来源: 光大证券研究所

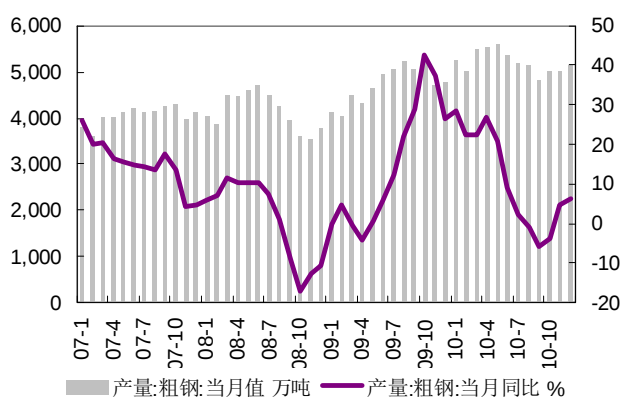
图表 31 港口铁矿石分品种库存(澳洲/巴西/印度)



资料来源: 光大证券研究所

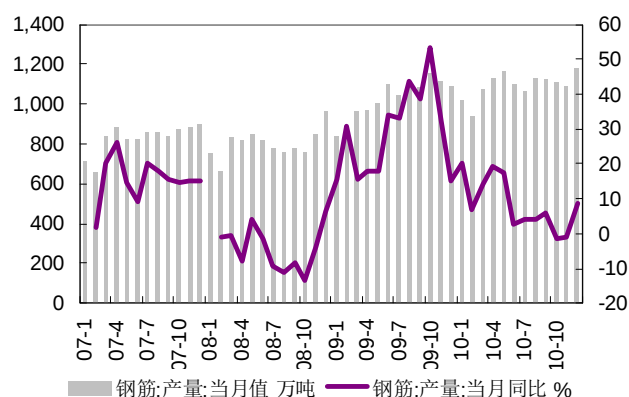
国内钢铁产量逐步回升

图表 32 2007 年以来国内粗钢产量走势



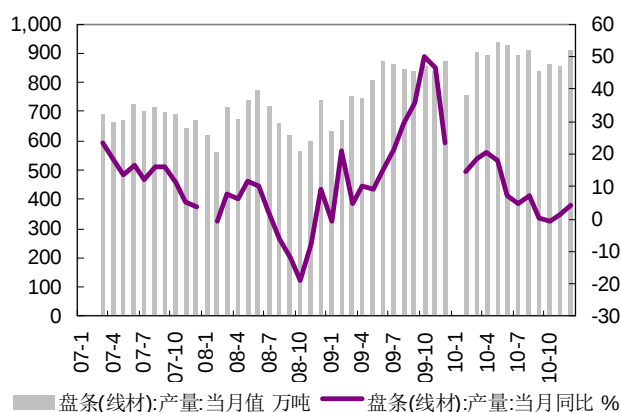
资料来源：光大证券研究所

图表 33 2007 年以来国内钢筋（螺纹钢）产量走势



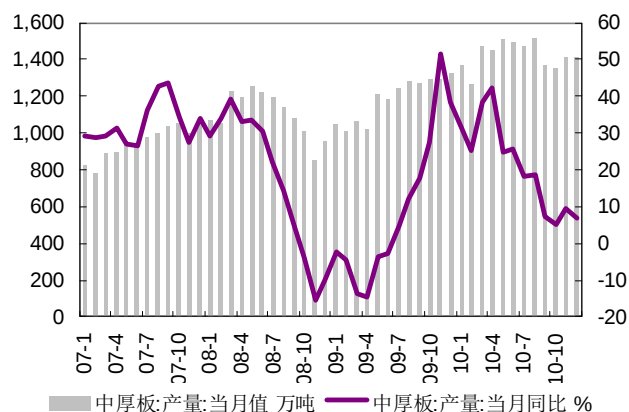
资料来源：光大证券研究所

图表 34 2007 年以来国内线材产量走势



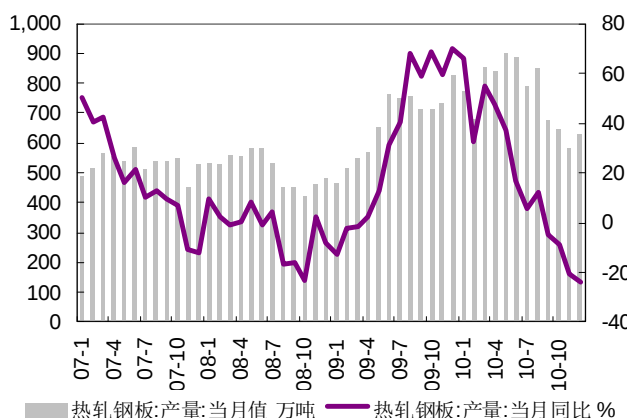
资料来源：光大证券研究所

图表 35 2007 年以来国内中厚板产量走势



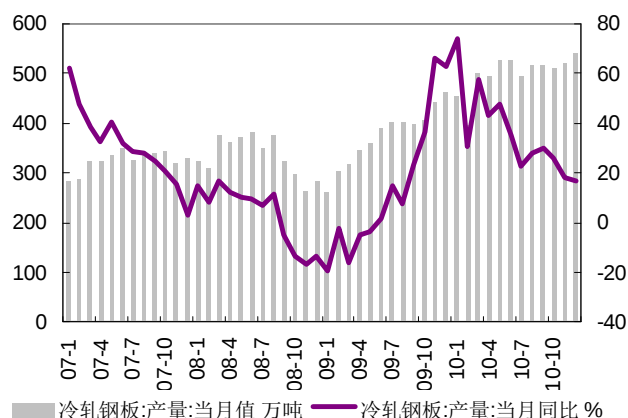
资料来源：光大证券研究所

图表 36 2007 年以来国内热轧钢板产量走势



资料来源: 光大证券研究所

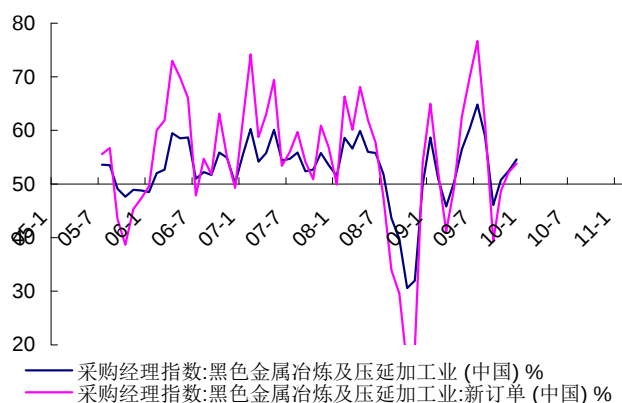
图表 37 2007 年以来冷轧钢板产量走势



资料来源: 光大证券研究所

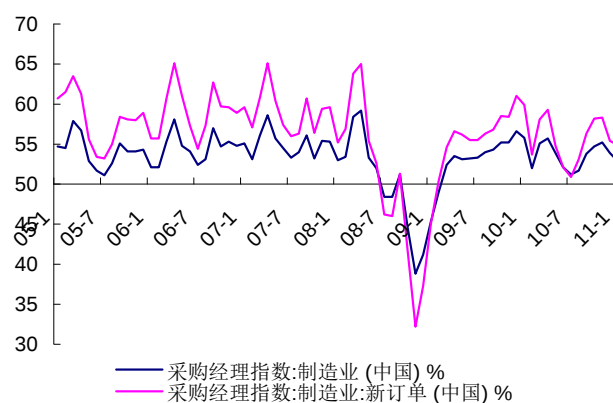
采购经理人指数 (PMI) 强劲回升

图表 38 黑色金属冶炼及压延加工业 PMI (综合指数/新订单指数)



资料来源: 光大证券研究所

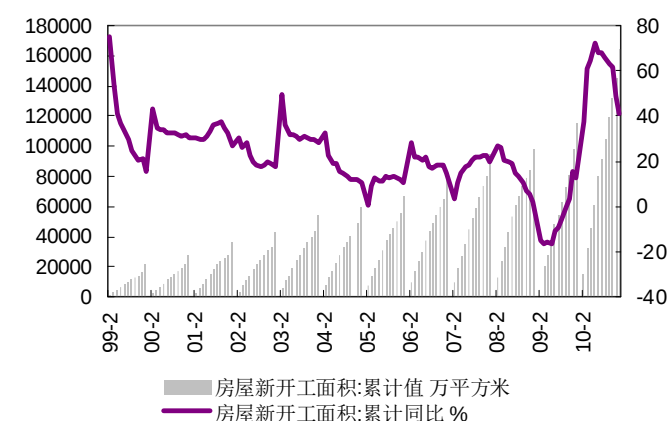
图表 39 制造业 PMI (综合指数/新订单指数)



资料来源: 光大证券研究所

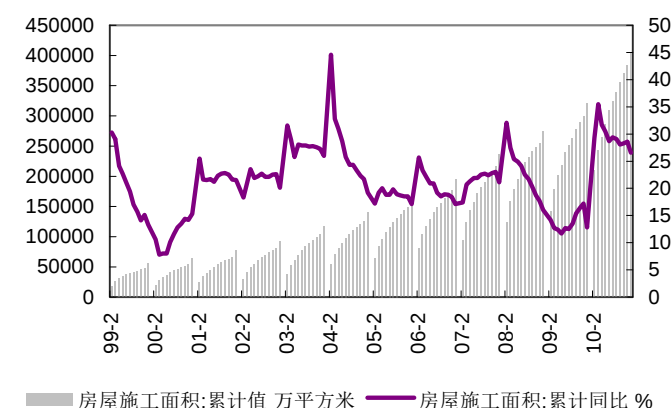
房地产、汽车、家电下游需求环比略降

图表 40 国内房屋新开工面积走势



资料来源: 光大证券研究所

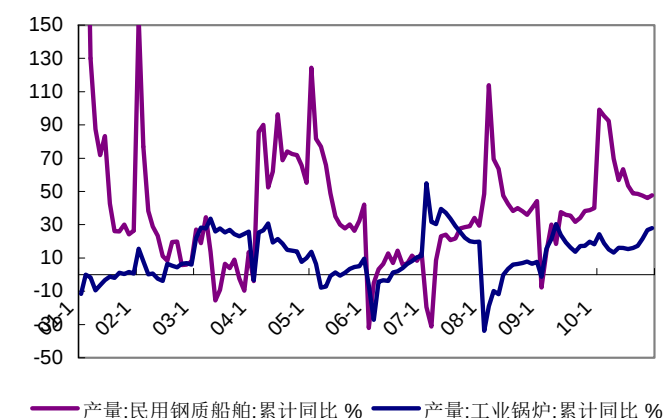
图表 41 国内房屋施工面积走势



资料来源: 光大证券研究所

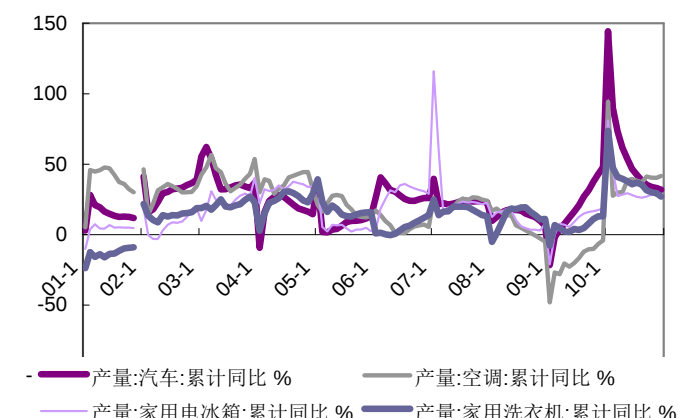
注: 房地产业是建筑钢材(螺纹钢、线材等)的下游行业, 我们认为房屋新开工面积和房屋施工面积可以反映建筑钢材的需求驱动因素。

图表 42 国内工业锅炉、船舶销量同比增速



资料来源: 光大证券研究所

图表 43 国内汽车、家电产品销量同比增速



资料来源: 光大证券研究所

注: 汽车制造业、家电制造业是冷轧钢板的下游行业, 而锅炉、船舶制造业是中厚板的下游行业; 我们认为汽车、家电产品的产量可以反映冷轧钢板的需求驱动因素, 而锅炉、船舶的产量则反映了中厚板的需求驱动因素。

图表 44 光大钢铁行业重点推荐公司及国际钢铁行业估值一览

名称	股价	评级	EPS				PE				PB 09A
			TTM	09A	10E	11E	TTM	09A	10E	11E	
沪深300指数	3198							19.1			
标准普尔500指数	1320							15.6			
标准普尔500钢铁指数	202										
A股市场											
*ST钒钛	12.9	增持	0.10	-0.27	0.16	0.38	128.0	-	80.5	33.9	4.7
韶钢松山	3.7	增持	0.00	0.06	0.02	0.25	-	67.0	186.0	14.9	1.1
太钢不锈	5.7	增持	0.33	0.16	0.26	0.40	17.4	35.8	21.9	14.2	1.5
鞍钢股份	7.8	买入	0.70	0.10	0.25	0.45	11.1	74.7	31.1	17.3	1.0
华菱钢铁	4.0	增持	-0.40	0.04	-0.70	0.16	-	90.2	-5.6	24.7	0.8
三钢闽光	10.1	买入	0.22	0.08	0.20	0.58	46.0	128.1	50.6	17.4	2.0
武钢股份	4.6	增持	0.22	0.19	0.21	0.30	21.3	24.0	22.0	15.4	1.3
宝钢股份	6.9	增持	0.73	0.33	0.73	0.84	9.4	20.8	9.4	8.2	1.2
济南钢铁	3.6	增持	0.22	0.02	0.02	0.12	16.6	167.0	179.5	29.9	1.6
杭钢股份	5.3	买入	0.27	0.17	0.38	0.41	19.3	31.1	13.9	12.9	1.2
凌钢股份	10.6	买入	0.74	0.37	0.76	0.90	14.3	28.5	13.9	11.7	2.3
酒钢宏兴	11.6	买入	0.46	0.16	0.46	0.62	25.3	73.7	25.1	18.6	2.2
八一钢铁	12.5	买入	0.84	0.14	0.70	1.10	14.8	89.1	17.8	11.3	2.9
马钢股份	3.6	增持	-	0.05	0.15	0.25	-	70.2	23.9	14.3	-
柳钢股份	5.3	买入	0.25	0.11	0.25	0.41	21.0	50.7	21.4	13.0	2.7
美洲市场											
美国钢铁	56.8		-3.36	-3.36	3.61	5.84	-16.9	-16.9	15.7	9.7	2.1
纽柯公司	46.9		0.65	-0.94	2.48	3.64	72.2	-49.9	19.0	12.9	2.0
Gerdau 股份公司	21.9		1.79	0.79	1.47	1.76	12.2	27.7	14.8	12.4	1.6
欧洲市场											
安赛乐米塔尔	26.3		2.38	0.06	2.87	4.06	11.1	456.7	9.2	6.5	0.9
Evrast Group SA	38.4		-2.87	-3.10	0.22	2.66	-13.4	-12.4	172.2	14.4	0.5
蒂森克虏伯有限公司	29.5		1.73	1.77	2.11	3.41	17.1	16.7	14.0	8.7	1.5
谢韦尔钢铁公司	17.6		0.70	-1.03	0.21	1.60	25.2	-17.0	82.1	11.0	2.4
马格尼托哥尔斯克钢铁公司	1.1		0.04	0.02	0.04	0.10	28.0	51.4	27.6	11.3	1.2
亚洲市场											
新日本制铁	292.0		20.88	-1.83	18.37	24.40	14.0	-159.6	15.9	12.0	1.0
JFE 控股	2571.0		227.70	86.35	163.00	241.78	11.3	29.8	15.8	10.6	1.0
住友金属工业	207.0		6.86	-10.74	7.32	12.93	30.2	-19.3	28.3	16.0	1.2
浦项制铁公司	461000.0		41982	41982	58575	68801	11.0	11.0	7.9	6.7	1.1
塔塔钢铁有限公司	606.9		-24.82	-24.82	65.92	74.93	-24.4	-24.4	9.2	8.1	2.4
印度国营钢铁管理局有限公司	154.0		16.57	16.57	14.82	17.25	9.3	9.3	10.4	8.9	1.9
矿石企业											
淡水河谷公司	49.3		4.30	1.97	7.33	7.06	11.5	25.1	6.7	7.0	2.2
力拓有限公司	83.9		4.70	3.53	9.76	9.63	17.9	23.8	8.6	8.7	3.7
必和必拓有限公司	46.0		3.35	2.60	3.98	4.65	13.7	17.7	11.5	9.9	4.6
Fortescue 金属集团有限公司	6.5		0.26	0.21	0.57	0.76	24.6	30.4	11.5	8.6	11.4

资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

胡皓，钢铁行业研究员，钢铁专业学士、硕士，具有 5 年以上钢铁行业研究经验，有扎实研究基础和敏锐市场感觉。2005 年 3 月毕业于北京科技大学（暨北京钢铁学院），曾先后供职于宝钢、世华财讯和中原证券，从事钢铁行业研究工作。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

钢铁行业

分析师：胡皓



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-12-13	增持
2010-12-27	增持
2011-01-04	增持
2011-01-10	增持
2011-01-17	增持
2011-01-24	增持
2011-01-30	增持
2011-02-14	增持
2011-02-21	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	Jianghong1@ebscn.com
非公募销售团队				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。