

证券研究报告·上市公司动态

钢铁 II

# 现金奶牛特征明显，盈利仍有挖潜空间

2017 年年报和 2018 年 1 季报披露

公司 2017 年实现营业收入 2890.93 亿元，净利润 204.03 亿元，归母净利润 191.70 亿元，扣非后净利润 179.86 亿元；同比分别增长 17.44%、121.65%、111.22%、99.98%。报告期公司实现经营净现金流 330.77 亿元，同比增长 47.64%。公司预分红方案为每股分红 0.45 元（税前）。2018 年 1 季度，公司实现营收 675.46 亿，归母净利润 50.21 亿元，扣非后归母净利润 49.12 亿，经营净现金流 35.91 亿元。季度同比收入下降 6.67%，其余三项则分别增长了 32.62%、24.04% 和 84.15%。季度环比，除营收增长 2.21%，其余三项分别下降了 33.07%、24.56% 和 82.0%。

## 盈利增长和高分红率均可期

钢铁行业经过 2 年快速恢复，已进入高盈利阶段。我们认为钢价和高盈利继续大幅上涨或大幅下跌的概率均不大，大概率进入区间震荡阶段。宝钢股份的业绩周期属性大幅弱于行业平均，在这样的背景下配置吸引力上升。由于湛江钢铁仍处于运营早期，对武钢有限的整合也才进行一年，我们测算这两大基地中长期来看仍有超过 80 亿的盈利提升空间。现金流方面，2017 年 330 亿的经营获现已属好成绩，但我们认为这还是有所保留下的成绩，理论上还可以 200 亿以上的提升空间；鉴于湛江二期尚无明确的定论，未来 1-2 年公司无重大资本支出；极好的自由现金流加上公司历史上就有高分红的传统，预计未来公司持续高分红可期。预计公司 2018 年到 2020 年的营业收入分别为 3018.28 亿元、3115.21 亿元和 3225.15 亿元；实现归母净利润 223.57 亿元、242.65 亿元和 257.35 亿元。每股 EPS 分别为 1.0 元、1.09 元和 1.16 元。给予公司增持评级，12 倍 PE 估值，目标价 12 元。

## 预测和比率

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	289,497.8	301,828.0	311,520.6	322,515.0
营业收入增长率	55.9%	4.3%	3.2%	3.5%
EBITDA（百万）	46,151.1	50,348.3	56,094.5	59,160.5
EBITDA 增长率	76.1%	9.1%	11.4%	5.5%
净利润（百万）	19,170.3	22,357.2	24,264.5	25,735.2
净利润增长率	113.8%	16.6%	8.5%	6.1%
ROE	11.7%	12.6%	12.8%	12.7%
EPS（元）	0.86	1.00	1.09	1.16
P/E	10.5	9.0	8.3	7.8
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.6	4.3	4.0	3.0

请参阅最后一页的重要声明

## 宝钢股份 (600019)

首次评级

增持

罗婷

luoting@csc.com.cn

010-85130437

执业证书编号：S1440513090011

研究助理：秦源

qinyuanzgs@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2018 年 05 月 14 日

当前股价：9.01 元

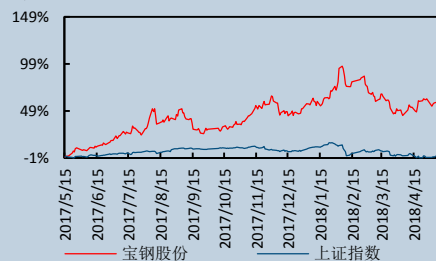
目标价格 6 个月：12 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	2.97/2.84	-9.81/-9.13	59.09/56.51
12 月最高/最低价（元）	11.48/5.83		
总股本（万股）	2,226,791.51		
流通 A 股（万股）	2,208,972.62		
总市值（亿元）	2,006.34		
流通市值（亿元）	1,990.28		
近 3 月日均成交量（万）	9,360.79		
主要股东			
中国宝武钢铁集团有限公司	50.75%		

## 股价表现



## 相关研究报告



## 2017 年和 2018 年 1 季报业绩均取得不错成绩

公司 2017 年年报披露公司实现营业收入 2890.93 亿元，净利润 204.03 亿元，归母净利润 191.70 亿元，扣非后净利润 179.86 亿元；同比分别增长 17.44%、121.65%、111.22%、99.98%。报告期公司实现经营净现金流 330.77 亿元，同比增长 47.64%，自由现金流（经营净现金流+投资净现金流）213.54 亿元，同比净增加 227.46 亿元。公司拟每 10 股现金分红 4.5 元（税前），税前股息率接近 5%。

2018 年 1 季度，公司实现营收 675.46 亿，归母净利润 50.21 亿元，扣非后归母净利润 49.12 亿，经营净现金流 35.91 亿元。同比 2017 年 1 季度，收入下降 6.67%，其余三项则分别增长了 32.62%、24.04% 和 84.15%。环比 2017 年 4 季度，除营收增长 2.21%，其余三项分别下降了 33.07%、24.56% 和 82.0%。

## 现金奶牛特征明显，盈利仍有挖潜空间

### 盈利虽大幅增长，但较钢铁行业增长表现略显逊色

2017 年 191.70 亿的归母净利润，是宝钢股份自 2000 年上市以来最好的盈利表现，较 2016 年增长超过 110%。但和整个钢铁行业 2017 年的优异表现相比仍略显逊色。以申万钢铁板块为代表，2017 年整个板块共实现净利润 925.65 亿，归母净利润 750.11 亿，同比分别增长 341.50% 和 387.38%。

不过，宝钢股份 2017 年盈利增幅逊于整个钢铁板块也需要理性看待。一是 2017 年长材表现整体好于板材。以代表性的上海螺纹、热轧和冷轧年均价为例，螺纹年均价上涨 57.86%，热轧和冷轧分别则分别上涨了 36.66% 和 25.44%。宝钢产品以板材为主，仅有少量线材，且板材中冷轧占比又偏高。二是宝钢产品偏后道深加工。如果将钢价拆分为“钢坯+加工费”，宝钢产品价格中加工费的占比较行业平均要高很多，而 2017 年恰恰是前道钢坯收益最大。三是 2017 年是宝钢股份全面整合武钢有限（原武钢股份）的第一年，也是湛江钢铁产量爬坡，向满负荷生产的一年，虽然宝钢对武钢有限的整合以及湛江生产经营都取得了不错的成绩，但难免较行业平均有一定的差距。四是历史上，宝钢股份就是一个稳健经营的企业，整体业绩弹性较行业平均小很多。总的来看，宝钢股份业绩的周期性较整个钢铁板块偏弱。

图表1： 代表性钢材品种年均价及涨幅

	2016 年均价（元/吨）	2017 年均价（元/吨）	增幅（%）
螺纹	2411.92	3803.43	57.86
热轧	2826.80	3862.33	36.66
冷轧	3839.50	4815.50	25.44

资料来源：wind, 中信建投证券研究发展部

## 现金奶牛特征显现，有望持续高分红

2017 年公司实现经营净现金流流入 330.77 亿，投资性净现金流-117.24 亿，两项加总后的自由现金流为



213.54 亿元。2017 年公司购建固定、无形资产和其它长期资产支付的现金为 132.77 亿元，经营净现金流减去此项后的自由现金流为 198 亿，创下近年来新高。2018 年公司在构建固定、无形资产和其他长期资产支付的现金计划支出额为 123.9 亿，较 2017 年下降约 9 亿元。我们预计 2018 年公司的自由现金流仍处于非常好的水平。更长远来看，湛江一期已基本建成，湛江二期项目短期内还无马上迹象，我们预计未来 2 年公司的资本性支出，特别是设备方面的资本性支出规模相对有限，高自由现金流持续可期。

相对于盈利的表现，公司的经营现金流表现略有逊色。我们对其经营净现金流做进一步的分析，将流动资产中的应收款项变动、其他应收账款变动、应付账款变动、应收票据变动以及流动负债中的应付款项变动、其他应付款项变动、预收款项变动以及应付票据变动这些对经营现金流有影响的科目做进一步的分析发现。这些科目如果按照 2016 年年底的数值不变进行复原，则理论上宝钢股份 2017 年可实现经营净现金流为 591.28 亿元。虽然，我们的测算是理论上的，但也可以从侧面看出公司在经营获现方面的潜力。

2017 年年报披露的公司分红预案为每股分红 0.45 元，税前分红率在 5%左右。考虑到公司强大的经营获现能力，未来 2 年良好的自由现金流情况以及 2017 年年报上披露的未分配利润高达 645.7 亿元，同时鉴于公司未来高盈利可期以及持续高分红的传统来看，公司未来 2 年持续高分红将是大概率事件。

图表2： 宝钢股份经营活动净现金流复原分析

	2017/12/31	2016/12/31	变动值
经营活动净现金流（亿元）	330.77		
应收账款（+，亿元）	120.79	154.71	-33.92
其他应收款（+，亿元）	27.01	19.08	7.93
应收票据（+，亿元）	318.57	172.36	146.21
预付账款（+，亿元）	80.18	111.59	-31.41
流动资产科目合计			88.81
应付账款（-，亿元）	291.56	349.72	-58.16
其他应付款（-，亿元）	19.75	32.89	-13.14
应付票据（-，亿元）	105.17	170.00	-64.83
预收账款（-，亿元）	237.45	273.02	-35.57
流动负债科目合计			-171.70
调整后经营净现金流（亿元）	591.28		

资料来源：宝钢股份 2017 年年报，中信建投证券研究发展部

## 湛江和武钢有限仍有很大的盈利提升空间

宝钢股份现有上海宝山本部、南京梅山（梅钢）、武汉青山（武钢有限）以及湛江东山（湛江钢铁）四大生产基地。其中，梅钢和湛江钢铁是宝钢股份的控股子公司，持股比例分别为 77.04%和 90%。武钢有限是宝钢股份的全资子公司。2017 年梅钢实现净利润 23.2 亿，湛江钢铁实现净利润 23.1 亿，武钢有限实现净利润 5.9 亿，剔除这三大子公司外的净利润为 151.83 亿。

从利润分布可以看出不同基地之间的盈利差异很大。由于宝钢股份未公布各基地的产量情况，我们尝试从各基地的产能情况来替代产量来进行分析。由于宝钢股份的这四大基地单个按规模都属于大中型钢铁生产基地，



通常产能和产量之间的差异不大，且用产量/产能来衡量的产能利用率也基本处于相对稳定的状态。

从各类公开资料来看，宝山基地的产能情况大致是 1580 万吨粗钢，1100 万吨热轧板卷，180 万吨厚板，110 万吨硅钢，710 万吨冷轧。梅山基地的产能情况大致是 730 万吨生铁，760 万吨粗钢，750 万吨热轧卷板，100 万吨酸洗板卷，85 万吨冷轧。湛江基地的产能情况大致是生铁产能 823 万吨，粗钢产能 892.8 万吨，连铸坯产能 874.9 万吨，钢材产能 689 万吨。青山基地的产能情况大致是热轧产能 1737 万吨，冷轧产能 763 万吨。按照青山基地的热轧产能规模以及 2016 年年报披露的青山基地粗钢产量目标 1568 万吨，我们推测青山基地的粗钢产能在 1600 万吨左右。为了统一期间，我们将各基地的利润对应到各自粗钢产能上，即计算各基地的粗钢吨钢产能利润。公司总利润减去梅山、湛江和青山三大基地后的利润全部归结为宝山本部利润。由于宝山本部利润中包含宝钢国际、宝信软件、财务公司的利润以及作为总部职能而获取的利润，为了更精确地测算宝山本部的吨粗钢产能利润，我们将上文提高的宝山本部利润乘以 0.7 作为宝山本部作为生产基地的总利润。这样处理后，计算出来的宝山本部、梅钢、湛江钢铁和武钢有限的吨钢产能利润分别为 673 元、305 元、259 元和 37 元。

由于湛江钢铁是由宝山本部按照“一厂管一厂，一部管一部”的创新管理体制下规模建设运营的，整体的产品结构虽然在投产前 2 年和宝山本部仍有一定差异，但随着时间的推移，湛江钢铁的产品结构会向宝山本部看齐，且相对于宝山本部，湛江钢铁在原料和产成品物流方面更有竞争力。综合来看，湛江钢铁的吨钢盈利完成有条件比肩宝山本部。

武钢有限从历史上来看，是仅次于宝钢宝山基地全国第二大高端钢材生产基地。理论上来看，其潜在盈利水平即便达不到宝山本部的水平，也应该能够达到梅钢的吨钢盈利水平。

按照宝山本部吨钢产能利润来计算湛江钢铁的中长期潜在盈利水平，按照梅山吨钢产能利润来计算武钢有限的中长期潜在盈利水平，测算下来的结果是湛江钢铁的中长期潜在盈利有 36.96 亿元的提升空间，武钢有限则有 43.52 亿元的提升空间，两者合计有 80.48 亿元的提升空间。

图表3：四大基地吨钢产能净利润测算

	粗钢产能（万吨）	净利润（亿元）	吨粗钢产能净利润（元）
公司	4832.8	204.03	422
宝山本部	1580	151.83	673
梅钢	760	23.2	305
湛江钢铁	892.8	23.1	259
武钢有限	约 1600	5.9	37

资料来源：宝钢股份历年年报，债券募集说明书，中信建投证券研究发展部

图表4：宝钢股份潜在盈利提升空间测算

	粗钢产能（万吨）	吨粗钢产能利润提升潜力（元/吨）	潜在利润提升空间（万元）
武钢有限	1600	272	435200
湛江钢铁	892.8	414	369619.2
合计			804819.2

资料来源：宝钢股份历年年报，债券募集说明书，中信建投证券研究发展部



## 盈利预测

我们预计公司 2018 年到 2020 年的营业收入分别为为 3018.28 亿元、3115.21 亿元和 3225.15 亿元，同比分别增长 4.3%、3.2% 和 3.5%；实现归母净利润 223.57 亿元、242.65 亿元和 257.35 亿元，同比增长 16.6%、8.5% 和 6.1%。每股 EPS 分别为 1.0 元、1.09 元和 1.16 元。

## 估值

按照最新的 9.01 元收盘价计算，公司 2018 年到 2020 的年 PE 估值分别为 9.0、8.3 和 7.8 倍，对应的 PB 估值分别为 1.1、1.1 和 1.0 倍。

## 投资评价和建议

宝钢股份是宝武集团的核心钢铁资产，是我国钢铁行业的龙头。公司整体产品偏高端，业绩的周期属性较整个钢铁行业而言偏弱。我们认为钢价经过 2016 年和 2017 年连续两年大涨后，未来大概率以区间震荡为主。这样的背景下，将进一步凸显宝钢股份的业绩稳定性。中长期盈利挖潜方面，湛江钢铁和武钢有限较现有水平仍有超过 80 亿的提升空间。经营获现方面，公司已现金奶牛，且如果公司有意获取更多现金，理论上也有超过 200 亿的提升空间，公司持续高分红可期。基于 2018 年到 2020 年业绩预测，给予公司“增持”评级，6 个月目标价 12 元。

## 风险分析

钢价大幅风险，武钢有限整合不及预期风险，湛江盈利提升不及预期风险。



## 报表预测

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
<b>利润表（百万元）</b>							
营业收入	289,497.8	301,828.0	4.3%	311,520.6	3.2%	322,515.0	3.5%
营业成本	248,425.1	254,893.5	2.6%	260,062.5	2.0%	269,169.6	3.5%
营业税金及附加	1,879.9	1,509.1	-19.7%	1,401.8	-7.1%	1,451.3	3.5%
营业费用	3,366.5	3,471.0	3.1%	3,582.5	3.2%	3,708.9	3.5%
管理费用	9,632.0	10,111.2	5.0%	10,435.9	3.2%	10,804.3	3.5%
财务费用	3,370.4	1,714.7	-49.1%	1,250.0	-27.1%	484.5	-61.2%
资产减值损失	1,125.3	1,000.0	-11.1%	1,000.0	0.0%	1,000.0	0.0%
公允价值变动收益	-184.1	302.0	-264.0%	-	-100.0%	-	-
投资净收益	3,042.3	1,200.0	-60.6%	1,200.0	0.0%	1,200.0	0.0%
营业利润	24,924.2	30,630.4	22.9%	34,987.9	14.2%	37,096.4	6.0%
营业外收入	274.5	400.0	45.7%	400.0	0.0%	400.0	0.0%
营业外支出	1,163.6	600.0	-48.4%	600.0	0.0%	600.0	0.0%
利润总额	24,035.1	30,430.4	26.6%	34,787.9	14.3%	36,896.4	6.1%
所得税	3,632.0	6,390.4	75.9%	8,697.0	36.1%	9,224.1	6.1%
净利润	20,403.1	24,040.0	17.8%	26,090.9	8.5%	27,672.3	6.1%
少数股东损益	1,232.8	1,682.8	36.5%	1,826.4	8.5%	1,937.1	6.1%
归属母公司净利润	19,170.3	22,357.2	16.6%	24,264.5	8.5%	25,735.2	6.1%
EBITDA	46,151.1	50,348.3	9.1%	56,094.5	11.4%	59,160.5	5.5%
EPS（摊薄）	0.86	1.00	16.6%	1.09	8.5%	1.16	6.1%
<b>资产负债表（百万元）</b>							
流动资产	133,292.6	122,777.4	-7.9%	146,964.0	19.7%	136,617.3	-7.0%
现金	17,857.4	19,317.0	8.2%	19,937.3	3.2%	26,764.7	34.2%
应收账款	14,780.6	15,402.2	4.2%	15,749.9	2.3%	16,501.6	4.8%
其它应收款	31,857.0	10,063.5	-68.4%	33,203.2	229.9%	11,590.5	-65.1%
预付账款	8,018.4	8,266.5	3.1%	8,348.6	1.0%	8,848.3	6.0%
存货	39,488.0	41,228.2	4.4%	41,124.9	-0.3%	44,112.1	7.3%
其他	21,291.2	28,500.0	33.9%	28,600.0	0.4%	28,800.0	0.7%
非流动资产	216,942.0	211,753.6	-2.4%	204,371.8	-3.5%	195,261.8	-4.5%
长期投资	17,286.5	17,286.5	0.0%	17,286.5	0.0%	17,286.5	0.0%
固定资产	154,221.7	152,841.8	-0.9%	147,624.4	-3.4%	139,702.4	-5.4%
无形资产	12,384.1	12,345.7	-0.3%	12,286.5	-0.5%	12,206.4	-0.7%
其他	33,049.8	29,279.6	-11.4%	27,174.4	-7.2%	26,066.5	-4.1%
资产总计	350,234.6	334,531.0	-4.5%	351,335.8	5.0%	331,879.1	-5.5%
流动负债	163,206.6	131,819.4	-19.2%	133,788.9	1.5%	100,594.3	-24.8%
短期借款	60,282.4	36,055.3	-40.2%	38,129.0	5.8%	-	-100.0%
应付账款	29,156.3	30,318.9	4.0%	30,362.4	0.1%	32,443.9	6.9%
其他	73,767.9	65,445.2	-11.3%	65,297.5	-0.2%	68,150.4	4.4%
非流动负债	12,555.6	14,000.0	11.5%	14,876.7	6.3%	13,810.0	-7.2%
长期借款	413.4	-	-100.0%	-	-	-	-
其他	12,142.2	14,000.0	15.3%	14,876.7	6.3%	13,810.0	-7.2%



	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
负债合计	175,762.2	145,819.4	-17.0%	148,665.6	2.0%	114,404.2	-23.0%
少数股东权益	10,039.9	11,722.7	16.8%	13,549.1	15.6%	15,486.1	14.3%
归属母公司股东权益	174,472.4	188,711.5	8.2%	202,670.2	7.4%	217,474.8	7.3%
负债和股东权益	350,234.6	334,531.0	-4.5%	351,335.8	5.0%	331,879.1	-5.5%
<b>现金流量表（百万元）</b>							
经营活动现金流	33,077.3	68,934.8	108.4%	22,527.2	-67.3%	70,950.2	215.0%
净利润	20,403.1	22,357.2	9.6%	24,264.5	8.5%	25,735.2	6.1%
折旧摊销	18,353.1	18,003.2	-1.9%	19,856.6	10.3%	21,579.6	8.7%
财务费用	3,306.6	1,714.7	-48.1%	1,250.0	-27.1%	484.5	-61.2%
投资损失	-3,042.3	-1,200.0	-60.6%	-1,200.0	0.0%	-1,200.0	0.0%
营运资金变动	-23,443.3	26,074.9	-211.2%	-23,470.3	-190.0%	22,413.8	-195.5%
其它	17,500.0	1,984.8	-88.7%	1,826.4	-8.0%	1,937.1	6.1%
投资活动现金流	-11,723.5	-22,357.9	90.7%	-11,475.0	-48.7%	-11,575.0	0.9%
资本支出	103.3	-483.2	-567.7%	-	-100.0%	-	-
长期投资	-12,497.6	0.0	-100.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%
其他	670.8	-21,874.7	-3361.2%	-11,475.0	-47.5%	-11,575.0	0.9%
筹资活动现金流	-14,381.7	-45,117.3	213.7%	-10,431.9	-76.9%	-52,547.9	403.7%
短期借款	32,528.6	-24,227.1	-174.5%	2,073.7	-108.6%	-38,129.0	-1938.7%
长期借款	116.9	-413.4	-453.6%	-	-100.0%	-	-
其他	-47,027.2	-20,476.8	-56.5%	-12,505.5	-38.9%	-14,418.9	15.3%
现金净增加额	6,972.1	1,459.6	-79.1%	620.3	-57.5%	6,827.4	1000.6%

资料来源：公司公告，中信建投证券



## 分析师介绍

罗婷: 010-85130437 luoting@csc.com.cn

## 研究助理

秦源 13917768805 qinyuanzgs@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

田倩 tianqian@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

马康康 010-85159204 makangkang@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn





## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859