

2011-12-08

证券研究报告
行业研究 / 年度策略

钢铁

估值探底 盈利限顶

增持/维持评级

——钢铁行业 2012 年年度策略报告

分析师

赵湘鄂

SAC 执业证书编号:S1000511030004

(021)6849 8628

zhaoxiange@mail.htlhsc.com.cn

陈雳

SAC 执业证书编号:S1000511110005

(021)5010 6003

chenliyjs@mail.htlhsc.com.cn

联系人

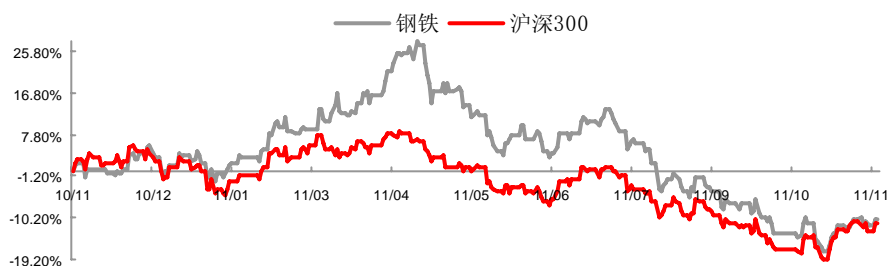
薛蓓蓓

(021)6849 8509

xuebeibei@mail.htlhsc.com.cn

- **2011 年钢铁板块表现整体表现前高后低、同步大盘。**我们认为钢铁行业盈利问题是制约板块走势的关键因素，“波段操作、精选个股”是我们 2011 年主要投资建议，并不断对行业基本面及偏离实际价值的个股加以风险提示。
- **我们认为高产量、高成本、低下游需求增速是钢铁行业盈利下降的根本原因。**2011 年下游行业需求同比增速明显放缓，对钢铁消费强度减弱；钢铁年产量继续保持高速增长，存在产品结构失衡的问题；钢价大幅波动、铁矿石价格易涨难跌，钢厂盈利难以锁定，基本面尚不足以支撑行业出现趋势性行情。纳入统计的 70 余家大中型钢企销售利润率 2007 年为 7.5%，2008 年降到约 5%，而 2009 年降到了 2.8%，2010 年也只有 2.91%，2011 年 1-9 月仅为 2.99%，若进一步扣除部分企业自有矿山、自发电和投资收益增加、包钢稀土产品盈利这部分因素，平均利润率只有 1.5% 左右，远低于全国工业行业 6% 的平均利润水平；中钢协 12 月份最新数据显示，10 月份 77 家大中型钢企中有 25 家出现亏损，行业销售利润率仅为 0.47%，利润仅 13.75 亿元，环比下降 82.6%，再创新低。
- **2012 年钢铁形势依然严峻，盈利问题仍为行业投资瓶颈。**我们认为明年影响钢铁行业的投资、内需、净出口“三驾马车”减速概率较大；钢铁产能将进一步增长，总量控制和结构调整力度是关键变量；铁矿石继续高度依赖进口，钢厂采购定价能力不足；行业明年延续低盈利的运行态势，重点关注盈利较好公司，“十二五”产业规划明显突出对区域整合、特钢及品种钢结构调整、铁矿石问题的关注程度，政策性引导或将成为未来投资的主要方向和催化因素。
- **2012 年策略：从成长性和安全性两方面选择。重点关注特钢、品种钢见长的企业，把握以及优质大型公司的防守性配置和政策刺激性投资机会。**在公司选择方面，我们始终依据“政策扶持+区域优势+产品特色+资源储备”作为主要自上而下的选择方式；在时机抉择方面，“基本面+估值比较”是我们长期坚持的钢铁行业究竟是趋势性还是阶段性投资机会判断标准，结合 2012 年行业基本面对钢铁股仍难以形成足够的支撑力的判断，行业间及行业内公司的估值比较仍将是影响阶段性行情的关键因素。建议对以下公司重点关注：方大炭素、宝钢、西宁特钢、太钢、大冶特钢、新兴铸管、酒钢、凌钢、新钢、河北钢铁、南钢等。鉴于当前整体行业估值水平较低，继续给予行业“增持”评级，建议波段操作、精选个股。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

核心预测

1、2011 年我国新上高炉 63 座，炼铁产能合计 8559 万吨，我们初步预计到 2011 年我国炼钢产能已达到 8.2 亿吨左右，实际的产能利用率在 85%左右的正常略偏高水平；2012 年预计我国还将至少新增高炉 32 座，炼铁产能合计 4816 万吨，若国家对新上高炉炼铁项目继续从紧，预计 2012 年同比产能增速将有所放缓，总产能预计达 8.7 亿吨左右，若限建令解除，中国钢铁产能达 9 亿吨指日可待。2011 年中国粗钢产量将在 6.93 亿吨左右，出口约 4850 万吨左右，进口约 1570 万吨左右，对应的钢材表观消费量约在 6.6 亿吨。

2、我们预计 2011 年钢铁下游用钢需求将保持增长，需求增速放缓在 8%左右，通过我们模型计算，2011 年钢材需求测算量达到 6.6 亿吨，2012 年有望上升到 7.16 亿吨左右。另一方面，根据我们上述对供给层面的分析和测算，供给增速在 6.9%左右，2012 年预计粗钢产量在 7.4 亿吨，产量仍大于需求，若出口市场受全球经济影响而转弱，资源回流将导致 2012 年的供需矛盾将更加尖锐。

3、矿价、钢价明年整体均价有望同步回落，若无需求或政策刺激的有效带动，行业盈利水平不断回落严重制约钢铁板块投资机会；鉴于铁矿石价格已出现明显松动，我们通过模型测算预估 2012 年铁矿石均价约为 1159 元/吨，同比减少 5%左右；带动 2012 年钢铁均价约为 4681 元/吨，年同比下滑 3%左右（仅为模拟测算，即时调整）。

有别于大众的认识

1、对于 2012 年投资、内需、净出口对钢厂盈利拉动，我们持谨慎态度。一方面，4 万亿式的大规模投资政策再度出台的概率较低，在政府换届前经济平稳过渡将替代单纯的追逐 GDP 高增长，对房地产价格的高压及经济政策的微调将是主旋律；另一方面，随着 1000 万套保障房建设在 2011 年的大规模开工，虽然实际执行情况有待商榷，但对年内的钢材消费还是形成了强力支撑，2012 年占钢铁消费比重最大的地产投资及实际新开工情况是影响长材需求的关键变量，基于华泰联合房地产研究团队的预测，2011 年剔除保障性住房影响后房地产开发投资实际增速为 17.3%，由于保障性住房建设周期在 1 年半到 2 年间，投资将分期计入开发投资统计，且根据住建部发布的跟踪情况，大部分的地方保障性住房建设都在 8 月后开始大规模开工，基于对政策难以放松，以及明年商品房销售持续收缩的前提假设，预测 2012 年的房地产开发投资增速可能下降到 13.9%，低点有可能出现在 1、2 季度之交。此外，制造业钢材需求方面，将告别高增长，呈现高总量、增速下降的态势，对板材消费而言弹性空间有限；随着国外经济环境依旧存在很大的不确定性，危机远未过去，对钢材出口将形成压力，综合上述我们初步判断 2012 年钢铁基本面将延续弱势。

2、出于对 2012 年整体钢材消费谨慎、长材产能持续增长的考虑，我们认为长、板材的盈利将逐渐走出分化，变动将逐渐趋于一致，而特钢及部分品种钢将受益于产业政策扶持、供需形势略好影响，较普碳钢品种有更强的盈利稳定性；铁矿石价格受供求决定，将紧贴钢价正向波动。

股价表现的催化剂

国家产业政策的执行力度；房地产、制造业需求及出口增速超预期；成本改善及供应阶段性收紧，促盈利回升；兼并重组、项目获批等事件性影响。

核心假设风险

全球经济危机程度对大宗商品的影响传递；2012 年终端行业投资及市场需求继续低于预期；钢铁产量居高不下，供大于求；钢价出现暴跌或矿价暴涨。

目 录

一 2011 年回顾：短期行情由低估值驱动，由基本面验证	6
1.1 钢铁板块股价表现前高后低，同步大盘	6
1.2 主营业务收入大幅增长、净利润同比下滑成为普遍现象	6
1.3 下游行业需求同比增速明显放缓，对钢铁消费强度减弱	7
1.4 钢铁年产量继续保持高速增长，钢材冶炼成本同比继续上升	9
二 2012 年展望：低盈利仍是板块趋势性机会的限制瓶颈	10
2.1 国内 GDP、固定资产投资增速放缓，外围经济环境欠佳	10
2.2 房地产政策短期见不到放松迹象，项目新开工已下滑	12
2.3 制造业需求增速收窄，表观消费量小幅增长	12
2.4 钢铁产能继续增长，内销、出口压力在增大	14
2.5 矿价与钢价正向同步，钢材盈利难以大幅提升	17
三 2012 年策略：从成长性和安全性两方面选择	19
3.1 特钢、品种钢符合未来产业升级趋势，需求将稳步增长	19
3.2 关注安全性和成长性，坚持波段操作，精选个股	20
风险提示	22
宏观经济及政策性风险	22
市场波动风险	22

图表目录

图 1:	钢铁板块与上证综指走势比较.....	6
图 2:	2011 年以来钢铁板块跌幅超过 20%.....	6
图 3:	前三季 90%以上的企业营业收入同比增加.....	6
图 4:	前三季度超过 60%企业成本幅度超过收入增幅.....	6
图 5:	房地产实际完成投资额同比增幅有放缓迹象.....	7
图 6:	房地产新开工面积开始明显回落.....	7
图 7:	城镇固定资产投资情况.....	7
图 8:	PMI 指数也呈现下滑趋势.....	7
图 9:	汽车产量增速开始回落.....	8
图 10:	民用钢质船舶产量大幅下降.....	8
图 11:	铁路机车产量振幅较大.....	8
图 12:	冰箱产量增速开始回落.....	8
图 13:	洗衣机产量增幅收窄.....	9
图 14:	空调产量同比增速下滑明显.....	9
图 15:	全国粗钢日均产量变动情况.....	9
图 16:	2011 年粗钢产量继续保持增长.....	9
图 17:	铁矿石价格高位震荡.....	10
图 18:	焦炭、废钢价格也不断上行.....	10
图 19:	国内 GDP、固定资产投资预计放缓.....	11
图 20:	IMF 对经济增长预期.....	11
图 21:	2012 年行业用钢需求增速比较.....	13
图 22:	钢铁下游子行业用钢需求所占比例.....	13
图 23:	社会库存总体维持高位.....	14
图 24:	热卷、螺纹钢库存依然偏高.....	14
图 25:	2012 年钢铁产能继续增长.....	15
图 26:	钢材出口形势不容乐观.....	15
图 27:	近年新增钢铁产线情况.....	15
图 28:	近年新增高炉情况.....	15
图 29:	宝、武、鞍钢热卷出厂价格变动情况.....	17
图 30:	河北钢铁螺纹钢、线材出厂价格变动情况.....	17
图 31:	建筑钢价格走势.....	17
图 32:	板材价格走势.....	17
图 33:	今年以来主要钢铁产品毛利呈下滑态势.....	18
图 34:	钢材品种远期主力合约报价.....	18
图 35:	部分重点公司毛利率下滑.....	20
图 36:	钢铁行业平均 ROE 大幅下滑.....	20
图 37:	特钢企业毛利率普遍高于普碳钢企业.....	20
表格 1:	三大矿山产能增长.....	10
表格 2:	2011 年炼钢成本不断上升.....	10
表格 3:	欧盟委员会 2010 年 11 月 29 日对主要欧元区经济增长的预测.....	11

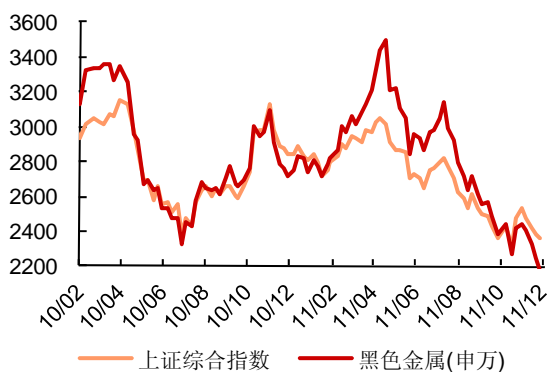
表格 4: 欧盟委员会 2010 年 11 月 29 日对新兴经济体经济增长的预测.....	11
表格 5: 2012 年房地产投资增速将有所下滑	12
表格 6: 2012 年行业供需预测.....	13
表格 7: 2011 年钢铁行业表观消费情况.....	13
表格 8: 中国钢铁表观消费及产能利用率情况	16
表格 9: 2012 年新增炼铁能力一览.....	16
表格 10: 2012 年关键钢铁数据假设表	18
表格 11: 下游用钢行业主要用钢材产品升级方向	19
表格 12: 2015 年关键钢材品种消费预测	19
表格 13: HUS 重点覆盖公司情况.....	21

— 2011 年回顾：短期行情由低估值驱动，由基本面验证

1.1 钢铁板块股价表现前高后低，同步大盘

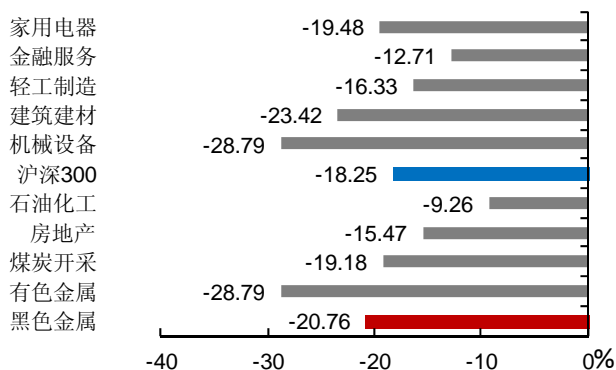
钢铁板块虽在一季度受估值修复推动、资金的偏好转移以及日本地震影响出现过短暂的超常表现行情，但在基本面缺乏有效支撑的背景下开始后三个季度的持续回落，我们认为钢铁行业盈利问题是制约板块走势的关键因素，“波段操作、精选个股”成为我们年内主要投资建议。

图 1： 钢铁板块与上证综指走势比较



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 2： 2011 年以来钢铁板块跌幅超过 20%

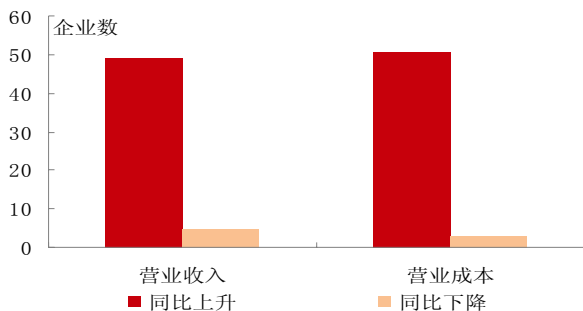


资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理，（截止到 12 月初）

1.2 主营业务收入大幅增长、净利润同比下滑成为普遍现象

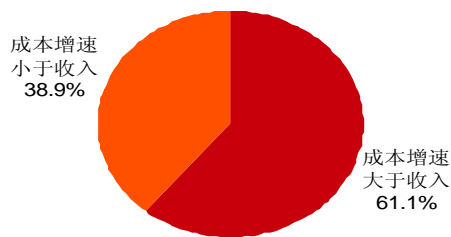
综合来看，钢铁行业基本面欠佳，直接反映在即使营业收入大幅增长，但盈利情况难见起色，从前三季度钢铁上市公司披露的实际业绩可以得到印证。

图 3： 前三季 90%以上的企业营业收入同比增加



资料来源：上市公司季报，华泰联合证券研究所整理

图 4： 前三季度超过 60%企业成本幅度超过收入增幅



资料来源：上市公司季报，华泰联合证券研究所整理

从华泰联合钢铁行业股票池的 54 家公司情况来看，超过 90%的企业 1~9 月份营业收入、成本均大幅提升，但整体盈利却同比明显下滑，在产量居高不下、铁矿石价格高位、制造业需求增速放缓多重压力下，钢铁行业基本面并未获得实质性好转。其中 49 家企业的 1~9 月份累计营业收入同比保持增长，仅 5 家出现下滑，营业收入合计 12909.04 亿元，较去年同期 10697.01 亿元增长 21%；51 家企业的 1~9 月份累计营业成本同比上升，仅 3 家出现下滑，营业成本合计 11965.62 亿元，较去年同期 9810.12

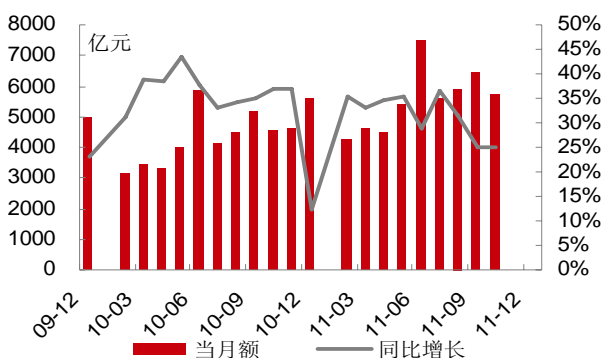
亿元增长 22%；其中，33 家企业的营业成本上升幅度超过营业收入增幅，占公司总数的 61.11%；1~9 月份累计净利润 228.65 亿元，较去年同期 255.19 亿元下降 10%，与整个钢铁板块年内股价的跌幅出现巧合般的相近。

1.3 下游行业需求同比增速明显放缓，对钢铁消费强度减弱

以占钢材消费量最大的房地产为例，在北京等一些城市的部分地方政府统计的房地产投资占城镇固定资产投资的比重超过 50%；今年 8 月以来已出现连续 3 个月房地产投资增速持续下降，1 月~10 月固定资产投资增速仅落后于房地产投资增速 6.2 个百分点（2009 年 6 月以来房地产投资增速已连续 28 个月明显超过固定资产投资增速）。

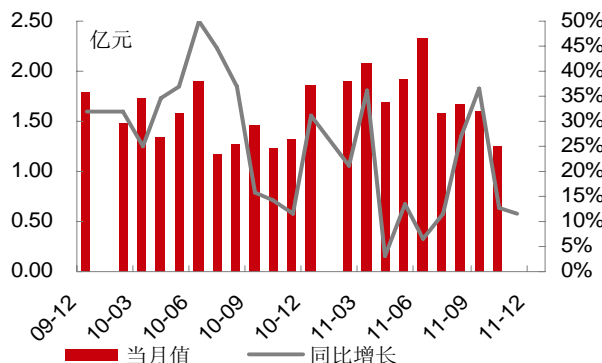
作为房地产投资的领先指标，商品房新开工面积和施工面积 8 月以来连续下滑，1-10 月的新开工面积、施工面积分别同比增长 21.7%和 28.4%，但较 1-9 月分别环比回落 2 个和 1.3 个百分点。此外，10 月全国商品房销售面积单月同比增速从上个月的 9.5%下滑至-9.9%，年内首度出现负增长，10 月的销售面积、销售额和销售均价则分别同比下降 9.1%、11.5%和 2.6%，这是年内继 4 月后第二次出现负增长。

图 5： 房地产实际完成投资额同比增幅有放缓迹象



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

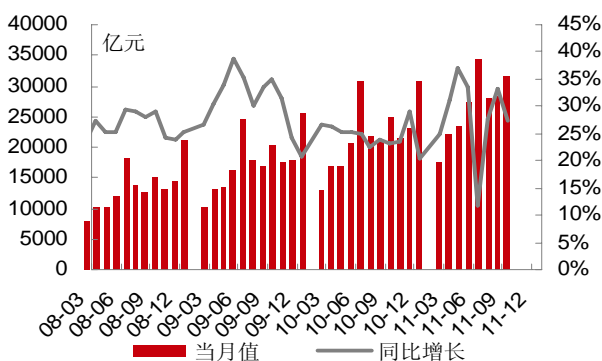
图 6： 房地产新开工面积开始明显回落



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

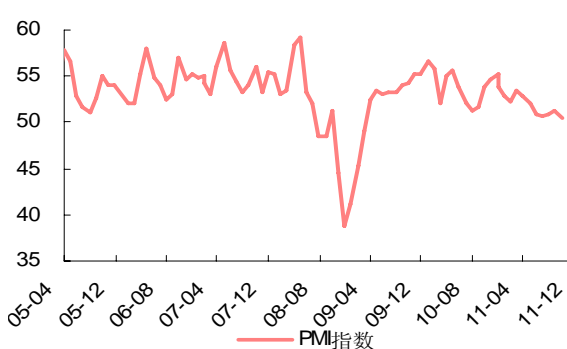
2011 年 PMI 指数同比出现下滑，2011 年已接近 09 年底部水平。2011 年 11 月份，中国物流与采购联合会发布的中国制造业采购经理指数(PMI)为 49.0%，环比回落 1.4 个百分点，自 2009 年 3 月份以来首次回落到 50%，远低于预期。

图 7： 城镇固定资产投资情况



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

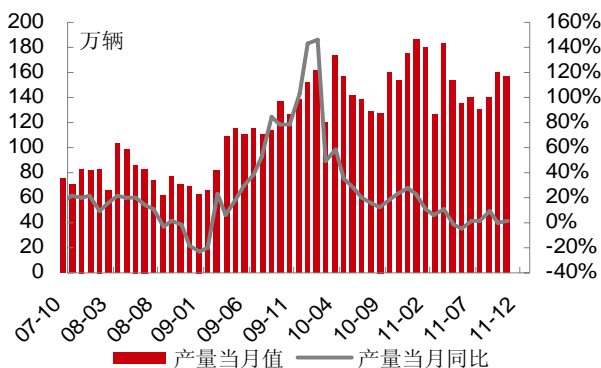
图 8： PMI 指数也呈现下滑趋势



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

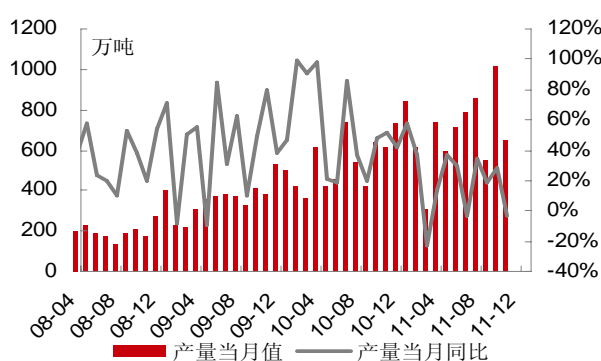
今年以来，汽车产量同比增幅下降明显。据中国汽车工业协会统计，1-10月，汽车产销分别为 1503.41 万辆和 1516.06 万辆，同比增长 2.66% 和 3.15%，增幅较去年同期分别回落 31.34 和 31.85 个百分点。

图 9： 汽车产量增速开始回落



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 10： 民用钢质船舶产量大幅下降



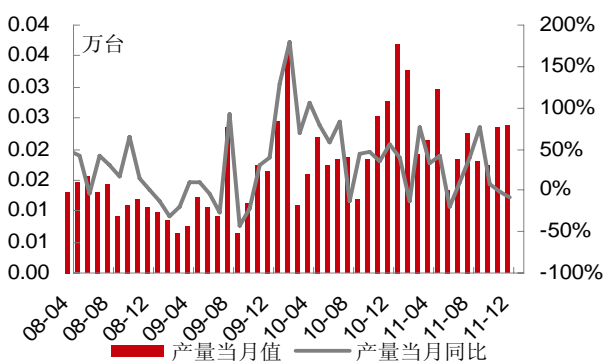
资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

2011 年 1-10 月份，船舶行业受航运市场持续低迷的影响，新承接订单继续萎缩，手持船舶订单持续减少，船舶出口增速下降，船舶工业发展面临巨大的挑战。1-10 月份，全国造船完工量 5521 万载重吨，同比增长 15.4%。1-10 月份新承接船舶订单 2975 万载重吨，同比下降 45.5%，10 月当月我国新承接船舶订单仅 73 万载重吨，再次成为本年度最低点。

2011 年 1-10 月，机械工业产销率为 97.57%，与去年同期相比下降了 0.05 个百分点，其中，车辆制造、文化办公用机械行业下滑幅度较大，同比增速分别下滑至 15.82% 和 11.68%。

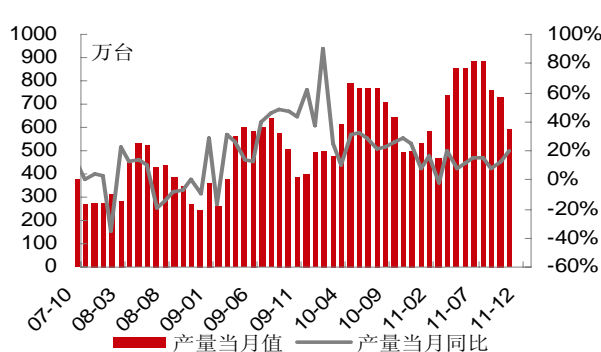
今年前 10 个月铁路基本建设投资增速大幅下降，自 7 月份以来，已连续 4 个月同比为负增长。今年 1-10 月全国铁路固定资产投资累计完成 4,290 亿元人民币，较上年同期降幅扩大至 25.2%；其中基本建设投资累计完成 3,674 亿元，同比减少 28%。

图 11： 铁路机车产量振幅较大



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 12： 冰箱产量增速开始回落



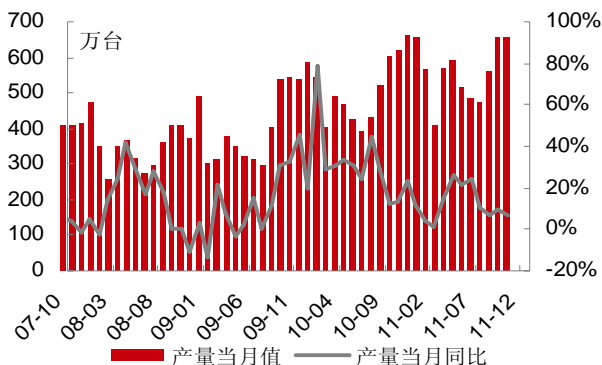
资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

2011 年前三季度，冰箱累计生产量 6408.1 万台，销售 6446.9 万台，分别增长了 16.5% 和 17.0%；2011 年 10 月冰箱产量 593.38 万吨，同比增长 20.01%。由于房地产承压及生产成本的上涨等不利因素影响，冰箱行业下半年进入淡季后销量一直呈现出下滑

趋势，内销还是出口情况都不乐观。

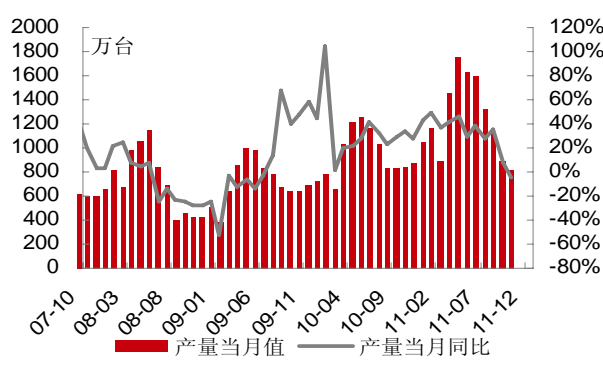
今年 10 月份空调产量为 214.4 万台，同比大幅下滑 20.7%，是 2009 年 5 月以来的首次同比下降；内销量 397.80 万台，同比下降 16.4%，是 2009 年 4 月以来的最大降幅；总体来看，空调行业处于下行趋势。

图 13： 洗衣机产量增幅收窄



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 14： 空调产量同比增速下滑明显



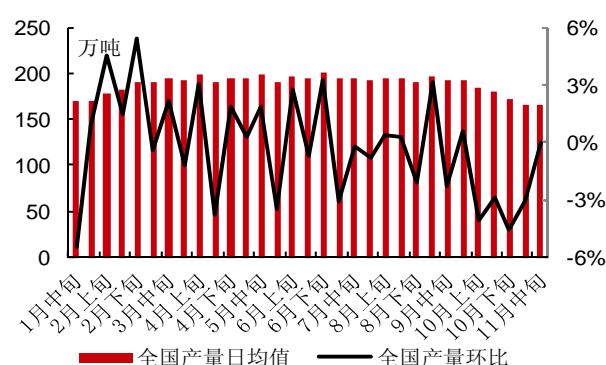
资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

2011 年前三季，我国洗衣机累计产量 4044.1，同比增长 12.79%，内销 2666.45 万台，同比增长 13.06%；2011 年 10 月，我国家用洗衣机行业总产量 658.76 万台，同比增长 6.77%，总体来看，唯有洗衣机能保持平稳增长态势，但同比增幅也开始出现明显收窄。

1.4 钢铁年产量继续保持高速增长，钢材冶炼成本同比继续上升

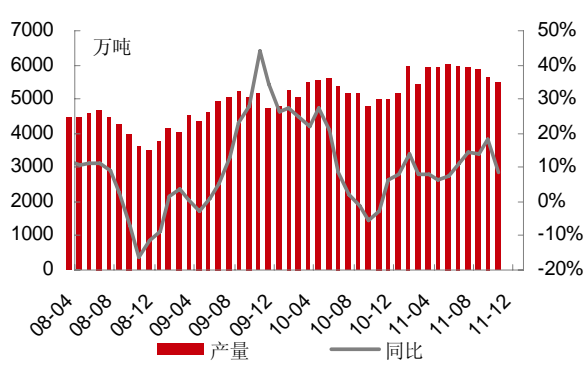
在需求承压面前，供应却长时间保持高位，进一步加大了使得行业基本面难以好转。今年以来，国内粗钢产量前三季不断攀升，始终居高不下，四季度受需求转弱影响，钢价出现开快速下跌，使得钢厂纷纷加大检修力度，部分企业因资金压力被迫减产，使得粗钢产量方开始回落。

图 15： 全国粗钢日均产量变动情况



资料来源：中国钢铁工业协会，华泰联合证券研究所

图 16： 2011 年粗钢产量继续保持增长

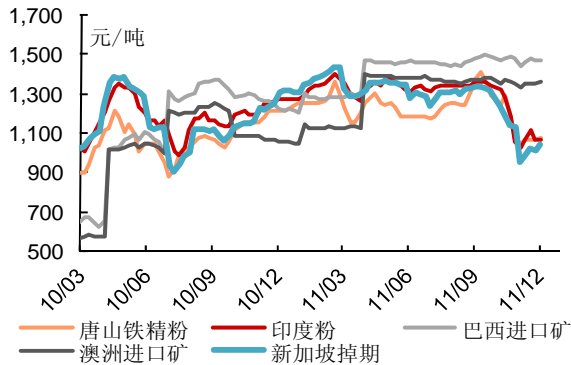


资料来源：中国钢铁工业协会，华泰联合证券研究所

我们认为铁矿石问题是造成钢铁行业盈利难以提升的另一个重要原因。2011 年以来，国内铁矿石价格一直居高不下，只是进入 10 月份后出现一波被钢价倒逼拉动的大幅

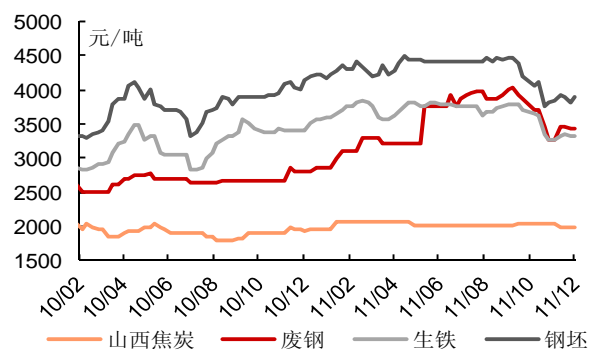
下跌，但全年均价仍高于去年；1-10月累计进口铁矿石 5.58 亿吨，单价达 166.7 美元/吨，同比增长 31.9%，对于钢厂而言成本增加十分明显。

图 17：铁矿石价格高位震荡



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

图 18：焦炭、废钢价格也不断上行



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

表格 1：三大矿山产能增长

矿山名称	2008	2009	2010	2010-2009	增幅	2011E	较去年增长
力拓	15339	17154	18462	1308	7.60%	19500	1000
淡水河谷	30170	23800	30780	6980	29.30%	32000	1000
必和必拓	11226	11441	12496	1055	9.20%	14000	1500
FMG	-	2784	4099	1315	47.20%	5500	1500
MMX	-	518	767	249	48.10%	1000	300
合计		55697	66604	10907	19.60%	72000	5800

资料来源：中联钢，华泰联合证券研究所

表格 2：2011 年炼钢成本不断上升

2010 与 2011 年主要原燃料价格及炼钢成本对比				
	2011 年	2010 年	涨跌	吨钢成本变化
国产矿，元/吨	1377	1183	194	341
进口矿（1-10 月，美元/吨）	166.7	124.1	42.6	480
唐山二级冶金焦车板价，元/吨	1959	1844	115	63
综合吨钢成本				487

资料来源：中联钢，华泰联合证券研究所

二 2012 年展望：低盈利仍是板块趋势性机会的限制瓶颈

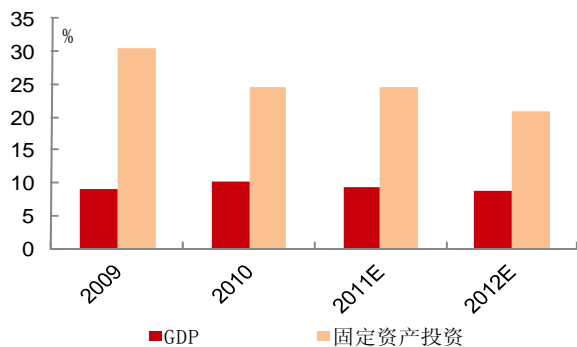
2.1 国内 GDP、固定资产投资增速放缓，外围经济环境欠佳

2011 年中国 GDP 预期增速为 9.2%，2012 年预期增速则降至 8.8% 左右。

根据市场预测，2011 年固定资产投资同比增速 24.5%，2012 年同比增速 21%，规模以上工业增加值增速为 13%，各较 11 年放缓 3.5 和 0.6 个百分点，预示钢材需求增

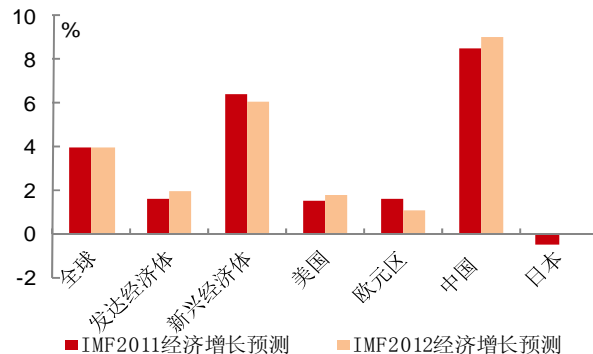
速放缓，经济增速进一步放缓将制约主要用钢行业表现。

图 19: 国内 GDP、固定资产投资预计放缓



资料来源: IMF, 华泰联合证券研究所

图 20: IMF 对经济增长预期



资料来源: IMF, 华泰联合证券研究所

从外围经济情况来看，也不容乐观，随着欧债危机没有得到根本性解决，主权国家评级不断下调，明年全球经济增长前景不容乐观。

表格 3: 欧盟委员会 2010 年 11 月 29 日对主要欧元区经济增长的预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
欧盟	-4.2	1.8	1.7	2
欧元区	-4.1	1.7	1.5	1.8
德国	-4.9	3.7	2.2	2
法国	-2.5	1.6	1.6	1.8
意大利	-5	1.1	1.1	1.3
英国	-4.9	1.8	2.2	2.5

资料来源: 欧盟委员会, 华泰联合证券研究所

表格 4: 欧盟委员会 2010 年 11 月 29 日对新兴经济体经济增长的预测

国家与地区	2007	2008	2009	2010	2011	2012
新兴经济体	8.7	6	2.8	7.3	6.4	6.1
中国	13	9	9.2	10.3	9.5	9
印度	9.4	7.3	6.8	9.7	7.8	7.5
巴西	5.7	5.1	-0.6	7.5	3.8	3.6
俄罗斯	8.1	5.6	-7.8	4	4.3	4.1
墨西哥	3.3	1.3	-6.2	5.4	3.8	3.6
中东	6.3	5.2	2.6	4.4	4	3.6
东盟五国	6.3	4.8	1.7	6.9	5.3	5.6
中东欧	5.4	3	-3.6	4.5	4.3	2.7

资料来源: 欧盟委员会, 华泰联合证券研究所

2.2 房地产政策短期见不到放松迹象，项目新开工已下滑

根据华泰联合房地产研究团队的预测，2011 年剔除保障性住房影响后房地产开发投资实际增速为 17.3%，由于保障性住房建设周期在 1 年半到 2 年间，投资将分期计入开发投资统计，且根据住建部发布的跟踪情况，大部分的地方保障性住房建设都在 8 月后开始大规模开工，基于对政策难以放松，以及明年商品房销售持续收缩的前提假设，预测 2012 年的房地产开发投资增速为 13.9%，低点有可能出现在 1、2 季度之交。

表格 5：2012 年房地产投资增速将有所下滑

	2012 年增速假设	2012 年假设值
土地购置费（亿元）	8.9%	13003
房地产新开工面积（万平米）	-7.4%	182747
本年购置土地面积（万平米）	10.8%	49298
房地产施工面积（万平米）	18.4%	441043
预测值		
房地产开发投资总额（亿元）	64631	
房地产开发投资增速	8.6%	

资料来源：华泰联合房地产研究小组，华泰联合证券研究所

2012 年保障房计划总量少于 2011 年，预计 800 万套左右，但考虑到今年真正完工仅 30%左右，再考虑部分主体建筑完工，预计仍有六成有待下一年建设，当然也要考虑 2012 年计划保障房完工率达到 100%概率很小，预计保障房用钢需求与今年基本持平。另从开发商拿地情况来看，2011 年 10 月全国 133 个城市土地成交面积为 5500 万平方米，环比减少 40%，同比减少 37%，其中住宅类用地成交面积 2004 万平方米，环比减少 37%，同比减少 45%，开发商拿地锐减也预示着未来新开工面积将会进一步下滑。

我们认为政府对地产调控是中长期行为，对控制房价的决心不可小觑。虽然今年保障房的开工能弥补一部分钢材消费，但是随着保障房的年内目标基本实现，未来地产投资增速下降的局面在政策高压下难以避免，房地产开工对钢材的消费增速放缓也是在所难免。

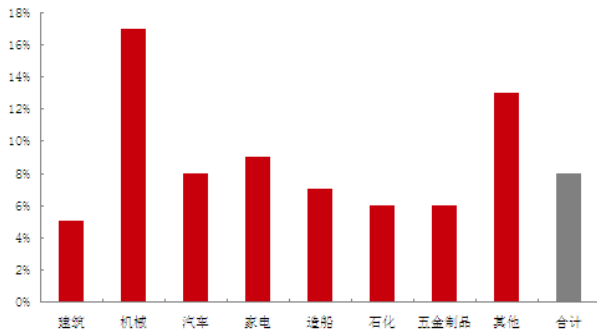
2.3 制造业需求增速收窄，表观消费量小幅增长

制造业以汽车行业为例：2012 汽车产销增速预计将下滑至 8%左右。在连续十年年均 25%的增长之后，汽车进入新一轮调整周期，再加上政府补贴刺激消费的利好政策退出、北京城市限购等影响，今年 1-10 月产销增速仅 2.6%和 3.1%。据工信部预测，2012 年汽车产销将增长 5%-8%。

其它关键假设：机械行业 2012 年用钢需求增速为 17%。按照机械工业十二五产业规划预测，到 2015 年，我国工程机械行业的销售规模将达到 9000 亿元，年平均增长

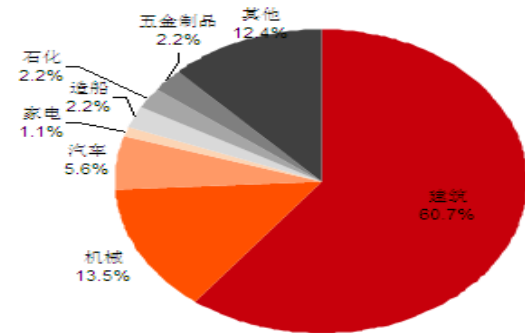
率大约为 17%;家电行业 2012 年用钢需求增速为 9%。预计“十二五”期间, 家电更新将成为城镇需求主流, 预计将有约 5050 万台的冰箱、6200 万台洗衣机和 12000 万台空调器超过使用寿命, 平均每年更新量电冰箱 1000 万台、洗衣机 1250 万台、空调器 2300 万台。此外, 农村市场电冰箱、洗衣机和空调器的年均需求量分别为 1000 万台、1000 万台和 800 万台。

图 21: 2012 年行业用钢需求增速比较



资料来源: 华泰联合证券研究所预测

图 22: 钢铁下游行业用钢需求所占比例



资料来源: 华泰联合证券研究所预测

表格 6: 2012 年行业供需预测

万吨	2011E	2012E	11/12yoy	12 年需求占比
建筑	37000	39000	5%	54%
机械	11000	12900	17%	12%
汽车	3900	4200	8%	5%
家电	1100	1200	9%	1%
造船	1500	1600	7%	2%
石化	1800	1900	6%	2%
五金制品	1700	1800	6%	2%
其他	8000	9000	13%	11%
合计	66000	71600	8%	100%
粗钢产量预测	69223	74000	6.9%	
供需平衡	3223	2400		

资料来源: 华泰联合研究所预测

综合上述, 我们预计 2011 年钢铁下游用钢需求将保持稳定增长, 需求增速在 8% 左右, 通过我们模型计算, 2011 年钢材需求测算量达到 6.6 亿吨, 2012 年有望上升到 7.16 亿吨左右。另一方面, 根据我们上述对供给层面的分析和测算, 供给增速在 6.9% 左右, 2012 年预计粗钢产量在 7.4 亿吨, 产量仍大于需求, 若出口市场受全球经济影响而转弱, 资源回流将导致 2012 年的供需矛盾将更加尖锐。

表格 7: 2011 年钢铁行业表观消费情况

日期	出口量	进口量	粗钢产量	净进口量	表观消费量
2011-01	312	164	5987.10	-148	5839.10

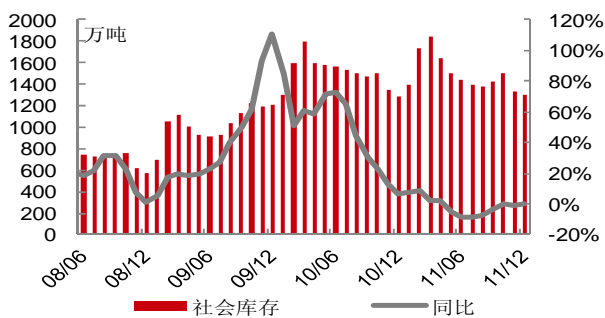
2011-02	248	102	5430.70	-146	5284.70
2011-03	491	153	5941.62	-338	5603.62
2011-04	477	137	5903.40	-340	5563.40
2011-05	476	128	6024.50	-348	5676.50
2011-06	429	120	5993.20	-309	5684.20
2011-07	444	124	5930.00	-320	5610.00
2011-08	419	135	5875.20	-284	5591.20
2011-09	421	133	5670.14	-288	5382.14
2011-10	382	120	5467.39	-262	5205.39
小计	4099.00	1316.00	58223.26	-2783.00	55440.26
11+12 月份 E	750.00	250.00	11000.00	-500.00	10750.00
2011 年 E	4849.00	1566.00	69223.26	-3283.00	66190.26

资料来源：海关、钢协统计、华泰联合证券研究所整理

据海关统计，1~10 月份累计出口 4097 万吨，同比增长 11.3%；1~10 月份累计进口 1316 万吨，同比下降 3.5%。1~10 月份铁矿石累计进口 55793 万吨，同比增长 10.9%。

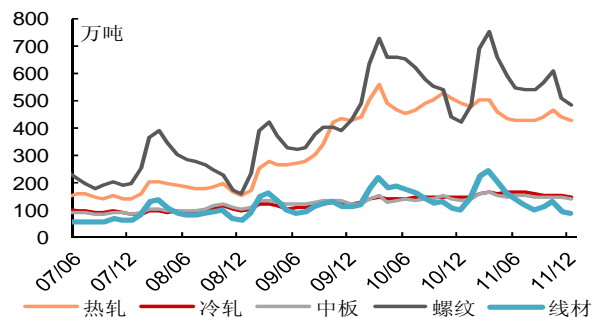
我们预估 2011 年中国粗钢产量将在 6.93 亿吨左右，出口约 4850 万吨左右，进口约 1570 万吨左右，对应的钢材表观消费量约在 6.6 亿吨。而对于 2012 年钢材出口，我们基于以下因素持谨慎态度：1、外国经济因欧债危机等一系列原因而欠佳；2、中国出口钢材价格优势不明显，传统钢材出口国如独联体优势更明显；3、国外反倾销的存在等。综合以上原因，我们较为保守的预计钢材出口从今年的 4800 万吨左右回调到明年 4000 万吨，需警惕出口低于预期对国内钢材市场的冲击。

图 23： 社会库存总体维持高位



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所整理

图 24： 热卷、螺纹钢库存依然偏高



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所整理

在产量高速增长、大部分终端行业需求增速放缓的背景下，今年以来社会库存也保持高位震荡，并没有显著的“去库存”带动行情出现，库存总体在 1400~1800 万吨的范围内波动，与 2010 年大体相当。

2.4 钢铁产能继续增长，内销、出口压力在增大

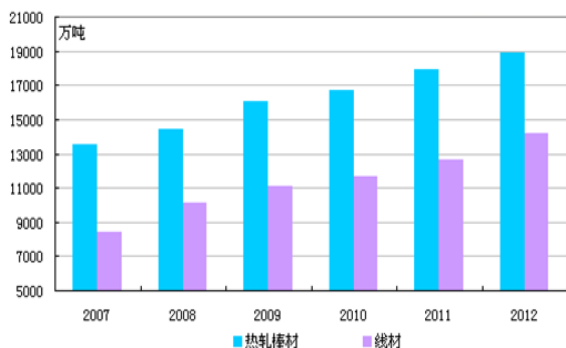
今年 9 月份，国家统计局在 2011 中国统计年鉴中将 2010 年中国粗钢产量的统计数据修正为 63723 万吨，相比今年 1 月份发布的粗钢产量 62665 万吨增加了 1058 万吨。

据中钢协的产能预计,2011年年底全行业的炼钢产能将达到7.68亿吨左右,虽然2011年底前国家不再核准、备案任何扩大产能的钢铁项目,使得钢铁新建产能增速首次回落到5%以下,产能过剩情况依旧比较突出。

据相关行业网站统计,2011年我国新上高炉63座,炼铁产能合计8559万吨,其中仅重点地区唐山市就新增12座高炉,炼铁产能合计1550万吨。我们初步预计到2011年我国炼钢产能已达到8.2亿吨左右,实际的产能利用率在85%左右的正常略偏高水平。

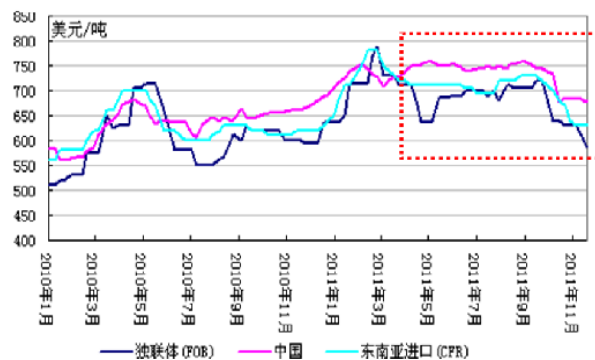
2012年预计我国还将至少新增高炉32座,炼铁产能合计4816万吨,若国家对新上高炉炼铁项目继续从紧,预计2012年同比产能增速将有所放缓,总产能预计达8.7亿吨左右,若限建令解除,中国钢铁产能达9亿吨指日可待,若无终端需求有效跟进,将进一步加剧供需矛盾。

图 25: 2012 年钢铁产能继续增长



资料来源: 中联钢, 华泰联合证券研究所预测

图 26: 钢材出口形势不容乐观



资料来源: 中联钢, 华泰联合证券研究所

2012 年长材新增产能较快, 未来供应压力将显现。2011-2012 两年内热轧棒材和线材新增产能分别达 2150 万吨和 2060 万吨, 同期热轧宽钢带和中厚板新增产能则分别为 1640 和 730 万吨, 预计到 2012 年热轧棒材产能将达到 1.9 亿吨, 线材 1.4 亿吨, 在政策调控及需求增速放缓背景下, 长材盈利很难长时间维持高点。

2012 年热轧及中厚板新增产能较少, 附加值较高的冷轧类产能继续快速增加。2012 年热轧宽钢带和中厚板新增产能分别为 1000 和 300 万吨, 相对较少, 届时产能将分别达到 2.32 亿吨、1 亿吨, 2012 年冷轧、镀锌以及硅钢产能均不少, 届时冷轧产能将达 1.2 亿吨, 硅钢则为 1530 万吨。

图 27: 近年新增钢铁产线情况

品种	2011年		2012年	
	数量	产能	数量	产能
热轧	4条	840	5条	1000
中厚板	4条	730	1条	300
冷轧	33条	1844	23条	900
镀锌	12条	1017	10条	485
硅钢	9条	260	6条	160

资料来源: 中联钢, 华泰联合证券研究所预测

图 28: 近年新增高炉情况

时间	高炉数量	设计产能(万吨)
2010年	38	5723
2011年	63	8559
2012年	32	4816

资料来源: 中联钢, 华泰联合证券研究所

表格 8：中国钢铁表观消费及产能利用率情况

日期	粗钢产能	粗钢产量	钢材进口量	钢材出口量	表观消费量	产能利用率
2003 年	26381	22116	3717	696	25137	83.8%
2004 年	34013	28049	1422	2926	26545	82.5%
2005 年	42376	35345	2053	2582	34816	83.4%
2006 年	56315	42285	1852	4304	39833	75.1%
2007 年	61031	48924	1686	6226	44384	80.2%
2008 年	64431	50031	1546	5927	45650	77.7%
2009 年	71328	56784	1763	2460	56087	79.6%
2010 年	74000	63723	1643	4256	61110	86.11%
	76800					90%
2011 年 E	(82000)	69500	1566	4849	66217	(85%)
2012 年 E	87000	74000	1300	4000	71300	85%

资料来源：中国钢铁工业协会，海关总署，华泰联合证券研究所整理

表格 9：2012 年新增炼铁能力一览

钢厂	容积	投产时间	设计产能(万吨)
唐山合力	1080m3	2012 年	120
金马工业	1080m3	2012 年	120
唐山荣义	1080m3	2012 年	120
唐山建源	1080m3	2012 年	120
唐山鑫达	1080m3	2012 年	120
唐山九江	1080m3	2012 年	120
唐山松汀	1780m3	2012 年	160
唐山荣信	1080m3	2012 年	120
玉溪玉昆	1080m3	2012 年	120
威钢	1750m3*2	2012 年	400
通钢	2680m3	2012 年	220
新兴铸管新疆	1260m3*2	2012 年	200
八钢南疆	1800m3*2	2012 年	276
芜湖新兴	1080m3	2012 年	120
长钢	3200m3	2012 年	280
鄂钢	1860m3	2012 年	200
河南济源	1080m3	2012 年	100
东海特钢	2 号高炉	2012 年	80
日钢营口	2360m3*2	2012 年	400
泰钢	1780m3*2	2012 年	300
吉钢	1800m3	2012 年	170
昆钢	2500m3	2012 年	200
酒钢榆钢	2800m3	2012 年	200
敬业集团	1260m3	2012 年	100

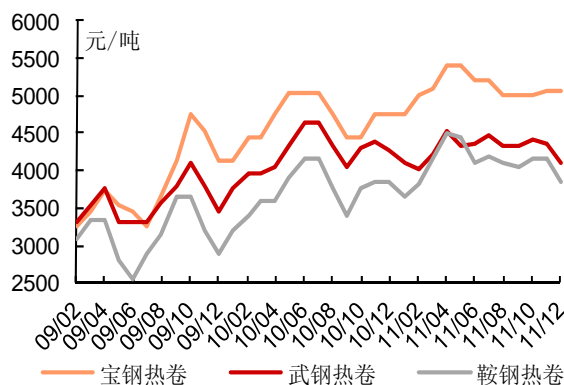
贵航特钢	1080m3	2012 年	100
本钢北台	3200m3	2012 年	250
廊坊洸远	1080m3	2012 年 6 月	100
合计	32 座		4816 万吨

资料来源：中联钢，华泰联合证券研究所

2.5 矿价与钢价正向同步，钢材盈利难以大幅提升

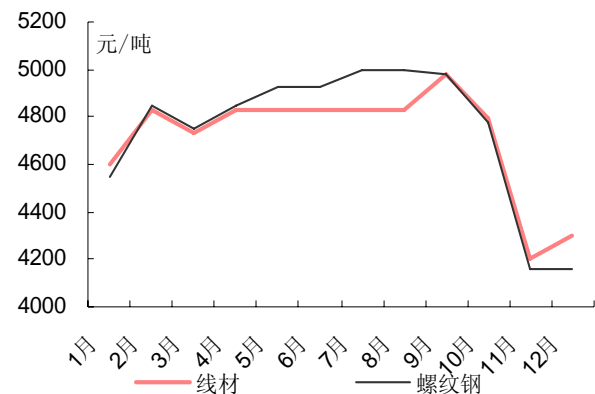
“十一五”期间，我国新增查明铁矿石资源储量 151 亿吨，平均每年增加 30.2 亿吨，国内铁矿石年产量从 4.2 亿吨增加到 10.7 亿吨，年均增长 20.6%，但是因国内矿产品位多低于 30%，尚不足以改变高度依赖进口的格局，大部分矿石仍需要进口，但随着海外矿的扩建增多，未来矿价将逐渐由高位震荡转向回落，对钢铁行业而言是利好，但尚待时日。

图 29：宝、武、鞍钢热卷出厂价格变动情况



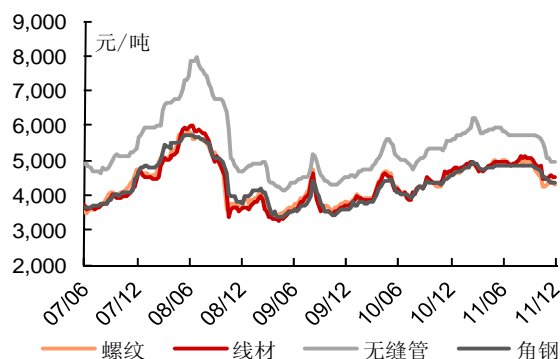
资料来源：中联钢，华泰联合证券研究所

图 30：河北钢铁螺纹钢、线材出厂价格变动情况



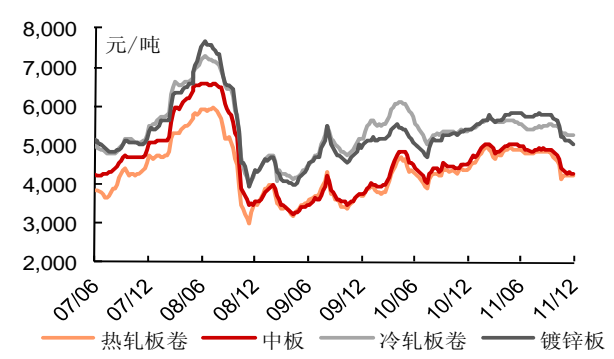
资料来源：中联钢，华泰联合证券研究所

图 31：建筑钢价格走势



资料来源：中联钢，华泰联合证券研究所

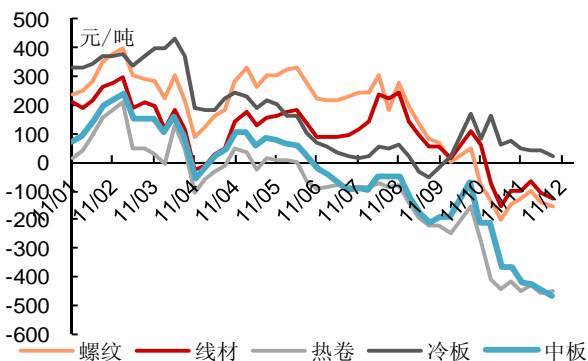
图 32：板材价格走势



资料来源：中联钢，华泰联合证券研究所

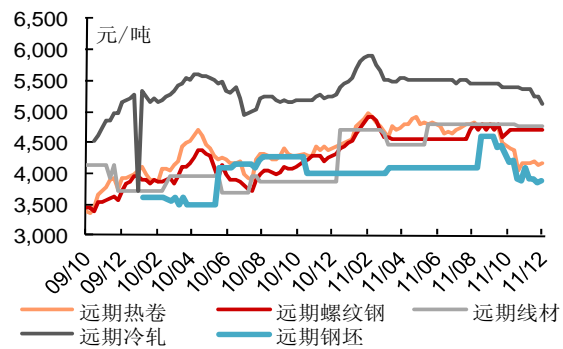
我们认为低盈利不足以支撑整个板块有大的、坚挺的行情表现，随着四季度以来钢价的快速回落，虽然铁矿石价格也被拉动下滑，但仍看不到盈利大幅改善迹象。

图 33： 今年以来主要钢铁产品毛利呈下滑态势



资料来源：中联钢、My steel，华泰联合证券研究所模型测算

图 34： 钢材品种远期主力合约报价



资料来源：上海大宗电子交易中心，华泰联合证券研究所

继钢铁板块前三季盈利同比回落外，四季度及未来短期盈利情况依旧不容乐观：钢价出现大幅回落，分品种来看，热卷 10、11 月环比跌幅分别达到 416.9 元/吨、349 元/吨，螺纹钢 10、11 月份环比跌幅分别为 483.2 元/吨、217 元/吨；矿价虽然出现短暂下调，但又出现明显回升，截止到 11 月 25 日底，唐山 66%铁精粉在 11 月份低点 1047 元/吨（11 月 4 日）的基础上重新涨至 1071 元/吨，涨幅 2.23%；印度粉 63.5%在 11 月份低点 1030 元/吨（11 月 4 日）的基础上重新涨至 1070 元/吨，涨幅 3.88%；主导钢厂自 10 月份起连续 2 个月下调出厂价，四季度长材（螺纹钢为代表）和板材（热卷为代表）出厂价累计降幅分别高达 840 元/吨、500 元/吨，受需求转淡影响，四季度钢厂盈利环比有进一步恶化迹象，截至 12 月初螺纹钢、热卷、冷板的毛利率分别为 -4.10%、-12.56%、0.53%，较年内高点分别下降 14 个百分点、17 个百分点、8 个百分点，行业盈利水平不断回落严重制约这板块投资机会。

据中钢协统计，纳入统计的 70 余家大中型钢企销售利润率 2007 年为 7.5%，2008 年降到约 5%，而 2009 年降到了 2.8%，2010 年也只有 2.91%，远低于全国工业行业 6%的平均利润水平，前三季度重点大中型钢铁企业平均销售利润率仅为 2.99%，若进一步扣除部分企业自有矿山、自发电和投资收益增加、包钢稀土产品盈利这部分因素，平均利润率只有 1.5%左右；中钢协 12 月初最新数据显示，10 月份 77 家大中型钢企中有 25 家出现亏损，行业销售利润率仅为 0.47%，利润仅 13.75 亿元，环比下降 82.6%，再创新低。

表格 10： 2012 年关键钢铁数据假设表

指标	2007	2008	2009	2010	2011E	11 年 1QE	11 年 2Q	11 年 3Q	11 年 4QE	2012E
铁矿石价格（唐山现货，湿基 66%，含税）	428	448	697	1051	1220	1248	1228	1281	1126	1159
国内市场钢材综合价格指数（含税）	4096	5167	3871	4442	4826	4907	4849	4910	4662	4681
螺纹钢（Φ12-25mm）（元/吨，含税）	3685	4755	3731	4260	4695	4795	4620	4812	4511	4554
热轧卷板（5.5mm）（元/吨，含税）	4102	4832	3628	4235	4776	4785	4707	4941	4628	4633
冷轧卷板（1.0mm）（元/吨，含税）	5202	6079	4273	5010	5570	5611	5491	5725	5412	5403
钢铁进口	1687	1543	1763	1643	1566	429	385	392	360	1300
钢铁出口	6265	5923	2460	4256	4849	1051	1382	1284	1132	4000

资料来源：海关统计，Wind，华泰联合证券研究所预测

三 2012 年策略：从成长性和安全性两方面选择

3.1 特钢、品种钢符合未来产业升级趋势，需求将稳步增长

我国在“十二五”期间将以内需拉动为主，经济发展仍将保持平稳较快势头，但国内生产总值增长速度比“十一五”期间将有所降低，固定资产投资增速将减缓，消费及第三产业对经济增长的拉动作用将逐渐增强，我国经济发展对钢铁消费需求还将继续增长，但增速减缓。工业化、城镇化不断深入，保障性安居工程、水利设施、交通设施等大规模建设将拉动钢材消费，综合预测，2015 年国内粗钢导向性消费量约为 7.5 亿吨。

表格 11：下游用钢行业主要用钢材产品升级方向

下游方向	升级方向
建筑业	适应减量化用钢趋势，升级热轧螺纹钢标准，重点发展 400 兆帕及以上高强度螺纹钢、抗震钢筋、高强度线材（硬线）；在钢结构建筑领域重点推广高强度、抗震、耐火耐候钢板和 H 型钢的应用。
机械行业	重点发展高强度、低合金中厚板和高强度棒材，提高钢材产品质量稳定性。
造船业	重点发展油船用高品质耐蚀船板、大型液化天然气（LNG）运输船用低温压力容器板和高强度船板。
汽车业	重点发展 700 兆帕及以上高强度汽车大梁板，780 兆帕~1500 兆帕高强度汽车板，高强、超高强帘线钢等产品。提高产品表面质量和质量稳定性。
家电业	重点发展高强度、薄规格家电钢板，提高板材表面质量、平整度，推广使用钝化或耐指纹膜处理的镀锌钢板、热镀锌无铬钝化板、无铬彩涂板、电工钢环保涂层板等绿色环保用材。
电力业	重点发展超临界、超超临界火电机组用大口径耐热、耐高压管，核电机组用高性能铁素体和奥氏体不锈钢、锰镍钼类合金钢管，低铁损、高磁感硅钢，非晶带材。

资料来源：工信部十二五钢铁产业规划，华泰联合证券研究所整理

根据工信部最新的产业政策，未来将重点促进特钢品质全面升级。支持特钢企业兼并重组，增强太钢、中信泰富、东北特钢、宝钢特钢等特钢龙头企业的引领作用，鼓励特钢企业走“专、精、特、新”的发展道路，大力推进特钢企业技术进步和产品升级换代，开发绿色低碳节能环保型钢材以及装备制造业、航空航天业所需的高性能特钢材料，着重提高轴承钢、齿轮钢、工模具钢、不锈钢、高温合金等特钢产品的质量和性能，支持大力发展特钢废钢回收体系等特钢配套产业。

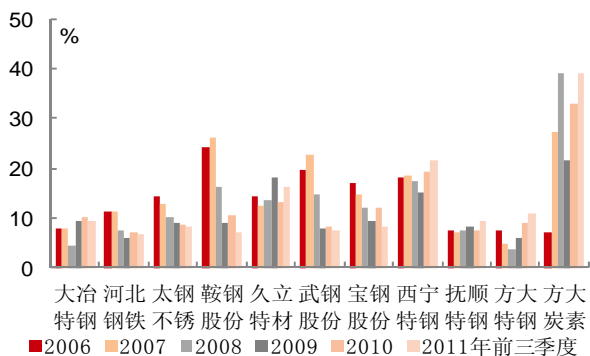
表格 12：2015 年关键钢材品种消费预测

序号	品种	2010 年（万吨）	2015 年（万吨）
1	铁路用重轨	400	380
2	铁路车轮、车轴钢	54	60
3	高强钢筋	5650	11200
4	轴承钢	370	500
5	齿轮钢	207	250
6	合金弹簧钢	260	450
7	合金模具钢	30	50

8	造船板	1300	1600
9	高压容器用钢板	100	160
10	汽车用冷轧及镀锌薄板	835	1400
11	油井管	380	470
12	电站用高压锅炉管	48	70
13	硅钢片	572	650
14	不锈钢	940	1600

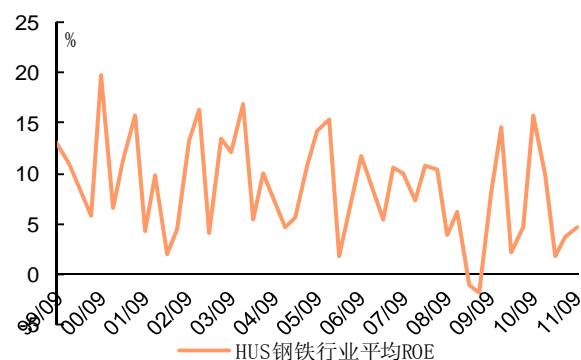
资料来源：工信部十二五钢铁产业规划，华泰联合证券研究所整理

图 35： 部分重点公司毛利率下滑



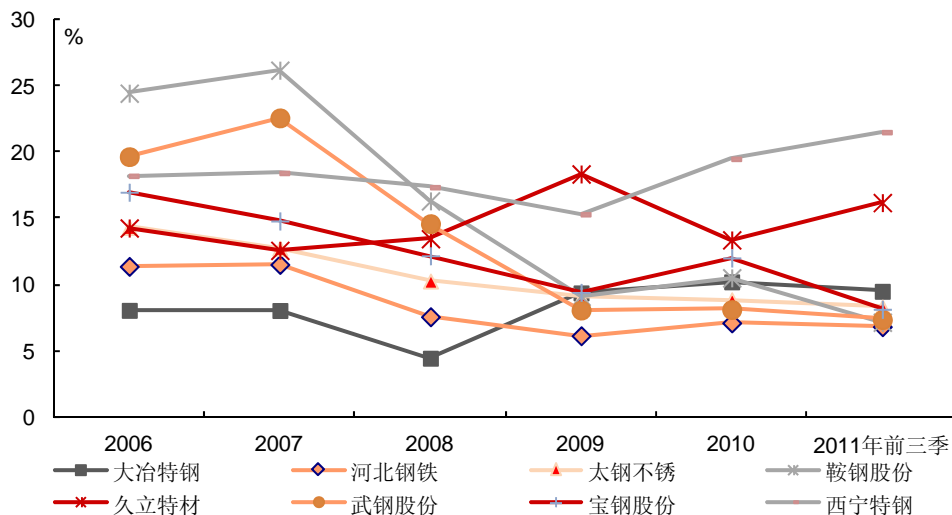
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 36： 钢铁行业平均 ROE 大幅下滑



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 37： 特钢企业毛利率普遍高于普碳钢企业



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

3.2 关注安全性和成长性，坚持波段操作，精选个股

我们 2011 年中期策略中曾明确指出市场对二、三季度长材需求给予了较高的期望，

但长材阶段性盈利已达历史相对高位，不排除有利好出尽，促发走势反转向下的风险存在，特别是四季度随着西部及东北地区入冬，长材将进入需求淡季，届时可多关注板材能否出现底部反弹，从行业的实际走势来看完全一如我们预期；而出于对 2012 年整体钢材消费谨慎的考虑，我们认为长、板材的盈利将逐渐走出分化，变动将逐渐趋于一致，而特钢及部分品种钢将受益于产业政策扶持、供需形势略好影响，较普碳钢品种有更强的盈利稳定性；铁矿石价格受供求决定，将紧贴钢价维持相对高位。

在公司选择方面，我们始终依据“政策扶持+区域优势+产品特色+资源储备”作为主要自上而下的选择方式，寻找真正具备实际价值、高成长的投资标的；在时机抉择方面，“基本面+估值比较”是我们当前判断钢铁行业究竟是趋势性还是阶段性投资机会的标准，结合 2012 年行业基本面对钢铁股仍难以形成足够的支撑力的判断，行业间及行业内公司的相对估值比较仍将是影响阶段性行情的关键因素。我们判断行业估值的安全性较强，主要基于当前 PB 估值水平相对低位；我们建议重点关注盈利能力较强的公司股价超跌所带来的价值修复机会，在波段操作中获益。

随着河北钢铁的增发完成，事件对股价催化逐渐淡化，我们将其评级从“买入”调整至“增持”；而西宁特钢受益于资源秉性、符合产业政策发展趋势，我们将其评级从“增持”调整至“买入”。

建议对以下公司重点关注：方大炭素、太钢不锈、大冶特钢、西宁特钢、宝钢股份、河北钢铁、新兴铸管、酒钢宏兴、凌钢股份、新钢股份、南钢股份等。鉴于当前整体行业估值水平较低，继续给予行业“增持”评级。

表格 13：HUS 重点覆盖公司情况

股票名称	股价	总市值(百万)	流通市值(百万)	EPS			PE			PB		投资建议
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	11E	11E	
大冶特钢	11.47	5154.72	5128.54	1.25	1.29	1.36	9.18	8.89	8.43	1.87	1.87	买入
河北钢铁	3.35	35572.32	17049.43	0.22	0.23	0.3	15.23	14.57	11.17	1.17	1.17	增持
太钢不锈	4.13	23525.50	23523.94	0.24	0.29	0.33	17.21	14.24	12.52	1.04	1.04	增持
鞍钢股份	4.80	34727.08	29515.15	0.32	0.11	0.17	15.00	43.64	28.24	0.65	0.65	增持
华菱钢铁	2.84	8564.45	3184.47	-0.91	-0.13	0.07	-3.12	-21.85	40.57	0.63	0.63	增持
武钢股份	3.15	31795.41	31795.41	0.17	0.19	0.22	18.53	16.58	14.32	0.87	0.87	增持
宝钢股份	4.88	85458.79	85458.79	0.76	0.51	0.62	6.42	9.57	7.87	0.81	0.81	买入
济南钢铁	3.46	10796.86	10796.86	0.03	0.08	0.12	115.33	43.25	28.83	1.49	1.49	中性
莱钢股份	7.33	6760.26	1713.53	0.13	0.15	0.2	56.38	48.87	36.65	1.09	1.09	中性
西宁特钢	7.90	5855.63	5855.63	0.44	0.57	0.63	17.95	13.86	12.54	2.03	2.03	买入
凌钢股份	5.90	4743.61	2197.92	0.74	0.60	0.72	7.97	9.83	8.19	1.15	1.15	中性
南钢股份	3.00	11627.26	5054.40	0.24	0.25	0.3	12.50	12.00	10.00	1.25	1.25	增持
酒钢宏兴	4.06	16610.91	7093.63	0.23	0.44	0.48	17.65	9.23	8.46	1.39	1.39	增持
方大炭素	12.29	15719.87	15719.87	0.33	0.60	0.77	37.24	20.48	15.96	4.63	4.63	买入
八一钢铁	8.62	6606.79	6606.79	0.69	0.89	0.94	12.49	9.69	9.17	1.76	1.76	增持
马钢股份	2.70	20791.84	16112.93	0.2	0.05	0.1	13.50	54.00	27.00	0.76	0.76	增持
柳钢股份	3.79	9712.99	9712.99	0.25	0.14	0.17	15.16	27.07	22.29	1.87	1.87	中性

资料来源：Wind，华泰联合证券钢铁股票池

风险提示

宏观经济及政策性风险

2008 年以来，美国次贷危机导致的全球性经济衰退，2011 年欧债危机逐步蔓延，未来宏观经济走势仍存在不确定性。钢铁行业是典型的周期性行业，景气度与宏观经济具有较高的关联度，如果未来经济再次下滑，对行业影响将十分明显。国家产业政策如房地产政策调控、货币政策、钢铁行业兼并重组、淘汰落后产能、节能环保等，其内容和执行力度是影响我们对行业趋势判断的主要风险。

市场波动风险

我国钢铁企业数量众多，但行业集中度较低、产品结构有待完善，行业竞争较为激烈，受房地产行业调控、铁矿石价格大幅攀升等因素影响，国内钢材价格走势及盈利指标波动较大，钢铁上、下游行业发展不确定性增强，未来市场波动存在较大的不确定性，从而对行业及公司实际经营产生直接影响。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。