

钢铁

雾里看花

-华东开工调研总结

评级：中性（维持）

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师：赖福洋

执业证书编号：S0740517080002

电话：021-20315128

分析师：邓轲

执业证书编号：S0740518040002

电话：021-20315223

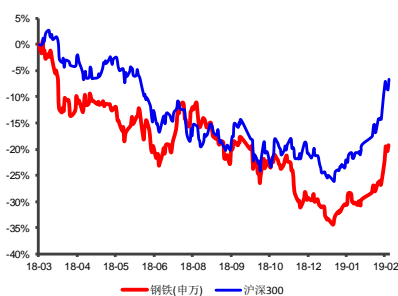
研究助理：曹云

电话：021-20315766

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	748665.83
行业流通市值(百万元)	674655.99

行业-市场走势对比



相关报告

- <<旺季来临下的估值修复>>2019.03.02
- <<2019年春季投资策略-安中有危>>2019.02.20
- <<低利率改善板块估值>>2019.02.17
- <<关注旺季需求开启时间>>2019.02.09
- <<巴西矿难铁矿飙升>>2019.02.08
- <<贴水修复估值改善>>2019.01.26
- <<地产投资是全年需求定海神针>>2019.01.22
- <<逆周期调节估值修复>>2019.01.19
- <<纠结中的冬储季节>>2019.01.12
- <<再创辉煌-2018年钢铁上市公司业绩前瞻>>2019.01.11

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
方大特钢	14.3	1.92	2.08	1.25	1.41	7.46	6.89	11.46	10.16	0.32	增持
华菱钢铁	7.88	1.37	2.28	1.67	1.85	5.75	3.46	4.72	4.26	0.05	增持
马钢股份	3.98	0.54	0.77	0.51	0.56	7.37	5.17	7.80	7.11	0.06	增持
宝钢股份	7.61	0.86	0.95	0.85	0.93	8.85	8.01	8.95	8.18	0.78	增持
南钢股份	4.09	0.79	0.91	0.70	0.77	5.18	4.49	5.84	5.31	0.09	增持

备注：股价取2019年03月01日收盘价

投资要点

- **供给居高不下：**今年供给端与去年春节相比存在明显增量，其中最大的边际增量来自采暖季环保限产放松，周度、旬度、月度及高炉产能利用率同比均明显提升。随着旺季采购量增加，供给端存在继续向上动力：一是电弧炉复产，尽管从节前开始大部分短流程产线已处于小幅亏损状态，但节后第三周电弧炉产能利用率较节前回升35.92%至41.21%，后期随着废钢工人逐步返工，废钢供给将回归正常水平，价格由此下滑使得电炉钢成本降低，短流程产量有回升可能；二是长流程炼钢目前废钢添加比例下降至15-20%，在需求回升后该比例有望重新提升；
- **高库存风险尚可：**节前市场对冬储的判断较为谨慎，库存累积从节前第6周开始，开启时点较去年滞后两周，但节后冬储节奏加快。从日均累库指标来看，今年节前日均累库7.8万吨，较去年同期低0.2万吨，但春节期间库存大增后，目前冬储日均累库升至15.4万吨，较去年日均增加1.2万吨。目前五大品种社会库存累至1867万吨，较去年同期低98万吨，但风险却同比大幅降低，主要源于库存结构中投机性库存同比大幅下降。今年钢厂冬储协议量占比提升，且多采用后结算冬储定价政策，后结算定价模式中钢贸商与钢厂实际结算之间存在一定时间差，这段时间结算价随市场同涨同跌，钢贸商承担风险较小；其次，今年不仅统计口径之内的社会库存低于去年同期，统计口径之外的三四线小城市仓库库存也同比明显下降；此外，由于今年春节较早，节后库存大增除供给居高不下之外还存在部分钢贸商从节后开始冬储的情况；
- **钢贸商情绪平稳：**钢贸商目前心态比较平稳，虽没有对后市明确看多，但也并不悲观。一是源于高库存压力更多在于钢厂，钢贸商自身资金压力较小；二是源于钢贸商经历过钢市牛熊，尤其经过去年需求迟到的巨大落差后，今年整体对后市的预期更低，对旺季需求的到来也更有耐心；三是源于节后钢材市场存在流动性，低价成交状况尚可，小批量的出货也在缓解高库存的压力，但同时钢贸商对于大批量的出货也存在惜售心理，更愿意让自己处于进可攻退可守的境地。整体而言，社库总量及结构处于健康状态，钢贸商良好的心态更是避免了甩货风险；
- **关注需求节奏：**今年正月十五之后需求启动明显好于往年，尤其是本周的出货表现较为可观，开始逐渐接近旺季消费水平。市场普遍反馈基建反弹明显，地产方面，资金宽松成为共识，新开工存在弱化迹象，但并未影响实际成交量，当前这个时点而言，新开工相对趋弱存在农民工返城较晚及阴雨天气影响。具体而言，今年板材尤其热卷需求较为超预期，一方面源自基建带来的重卡和工程机械同比增量，另一方面来自家电等终端下游补库，螺纹钢等长材需求释放同比好于去年，但整体仍未迎来旺季高峰。对于需求的如期释放，今年我们要考虑到高供给和高库存提高了需求释放推动行情的门槛，若需求如期释放会使得库存开始去化，但在这样一个复杂的博弈行情下，需求正常缓慢释放难以启动行情，爆发性的集中释放将才能超越供给端产能利用率的提升，从而推动钢价趋势性上涨；
- **投资策略：**短期而言，目前产业链整体心态较为平稳，高库存和高需求博弈之下，后期钢价走势仍需观察供给释放节奏。中期维度来看我们延续《进退之间》判断，全年需求端依然将超出市场预期，由于利率偏低，地产销售虽有位数负增长，但仍将维持天量水平，偏离于中枢位置。在此情况下，投资数据将超出销售表现，预计仍可保持5%以上增速。同时基建也会逐步提升，整体需求端并不悲观。黑色链条不利的地方在于之前供给端限制性政策退出后，之前高估盈利将逐步向正常盈利水平回归。但本轮周期并没有大规模过渡到资本开支周期，企业绝对盈利水平依然可观，持续时间跨度增加后有利于估值水平提升，配合目前低利率水平对整体权利类资

产估值修复，钢铁板块绝对收益可期，重点关注的优质标的如宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、方大特钢、三钢闽光、马钢股份等。同时受益于铁矿价格上涨的标的如河北宣工、海南矿业、*ST金岭等；

- **风险提示：**宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端压力持续增加。

内容目录

冬储上半场	- 4 -
供给居高难下	- 4 -
冬储节奏加快	- 5 -
需求翘首以待	- 6 -
需求下半场	- 7 -
库存结构健康	- 7 -
需求雾里看花	- 7 -
投资策略	- 8 -
风险提示	- 9 -

图表目录

图表 1: 多维度对比供给边际增量	- 4 -
图表 2: 春节前后钢材产量对比	- 4 -
图表 3: 短流程产能迅速回升	- 5 -
图表 4: Mysteel 全国 247 家钢厂日均铁水产量回升	- 5 -
图表 5: 历年冬储持续时间	- 5 -
图表 6: 春节前两周主动冬储加速	- 6 -
图表 7: 五大品种社库春节前后十周波动	- 6 -
图表 8: 历年冬储积累与去化值	- 6 -
图表 9: 历年冬储积累与去化幅度	- 6 -
图表 10: 2018 年 3 月钢材期现价格“雪崩式”下跌	- 7 -
图表 12: 春节前后全国建筑钢材日均成交量对比	- 8 -

冬储上半场

- 随着正月十五结束，产业链中下游厂商逐步回归市场，站在淡旺季转换的时间节点，旺季需求何时开启成为市场最大的关注点。与历年周期不同的是，当前基本面不确定性因素更多，高供给高库存和需求释放节奏之间的博弈更强。

供给居高难下

- **环保放松导致供给边际向上：**今年供给端与 2018 年春季相比存在明显增量，其中最大的边际增量来自采暖季环保限产放松，从五大品种周度产量、会员企业旬度产量、全国粗钢月度产量以及全国和唐山高炉产能利用率等多方面数据均得以印证。考虑到 2019 年部分数据更新存在滞后，且 2018 年采暖季限产节奏上存在前紧后松的情况，以下对比选择 11 月至次年 1 月数据；

图表 1：多维度对比供给边际增量

单位：万吨	五大品种周产量	旬度日产量	月度日产量	全国高炉产能利用率	唐山高炉产能利用率
2017年11月至2018年1月平均值	937.69	176.52	222.92	73.40%	51.17%
2018年11月至2019年1月平均值	991.2	185.2	250.7	75.92%	67.37%
同比增加	53.51	8.68	27.78	2.52%	16.20%

来源：Mysteel，中钢协，中泰证券研究所

注：2019 年 1 月粗钢日产量取 2018 年 11 月和 12 月平均值

图表 2：春节前后钢材产量对比

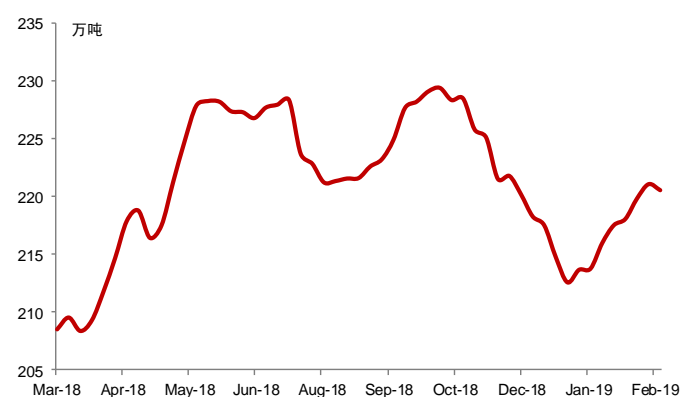
单位：万吨	总产量			长材产量			板材产量		
	2018	2019	同比增量	2018	2019	同比增量	2018	2019	同比增量
节前第三周	947	972	25	432	460	28	515	512	-3
节前第二周	934	963	29	429	444	14	505	520	15
节前第一周	915	965	50	413	436	23	502	529	27
节后第一周	904	952	47	401	423	22	503	529	26
节后第二周	931	975	44	418	441	23	513	534	21
节后第三周	942	987	45	441	461	20	501	527	25

来源：Mysteel，中泰证券研究所

- **供给端继续向上概率较大：**供给继续向上的动力主要来源于两方面，一是电弧炉节后复产，尽管从节前开始大部分短流程产线已处于小幅亏损状态，但从节后第三周数据来看，Mysteel 调研全国 53 家独立电弧炉钢厂产能利用率 41.21%，较节前上升 35.92%，考虑到旺季采购量增加，保守估计电弧炉产能利用率将回升至 50% 以上；另一方面供给增量来自于高炉，Mysteel 调研全国 247 家钢厂日均铁水产量自 1 月以来连续回升，前期钢厂库存转移顺畅，目前生产积极性较高。

图表 3: 短流程产能迅速回升


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 4: Mysteel 全国 247 家钢厂日均铁水产量回升


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

冬储节奏加快

- 冬储必然存在:** 冬储是每年年末都绕不开的话题, 由于钢厂全年无休生产, 而下游需求在春节前后逐步进入停滞期, 钢厂为避免厂内库存积压过多则会在春节前一到两个月公布冬储优惠政策以吸引钢贸商提前采购, 从而将厂内库存向中间商转移。无论市场行情好坏, 下游需求停滞使得库存积累必然存在, 且主要集中在建筑用材, 一般持续时间为 10-12 周, 在 2015 年底市场极度悲观之时, 2016 年冬储也维持 7 周;

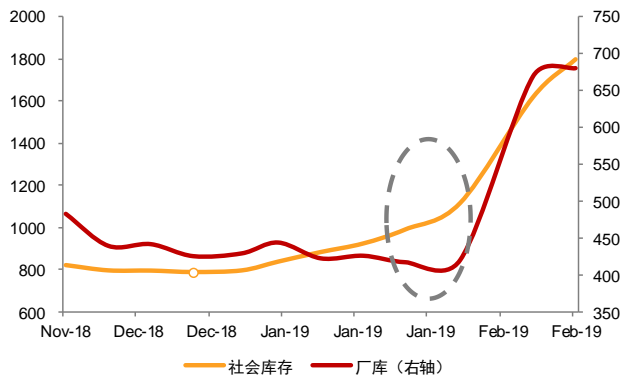
图表 5: 历年冬储持续时间

	冬储积累起点		库存下降起点		冬储持续时间		冬储累计幅度	
	五大品种	螺纹钢	五大品种	螺纹钢	五大品种	螺纹钢	五大品种	螺纹钢
2011	前6周	前7周	后5周	后5周	10周	11周	47.6%	85.7%
2012	前4周	前4周	后4周	后4周	7周	7周	48.8%	79.1%
2013	前8周	前11周	后5周	后5周	12周	15周	92.0%	124.1%
2014	前6周	前6周	后5周	后5周	10周	10周	56.6%	104.1%
2015	前8周	前8周	后3周	后3周	10周	10周	67.3%	109.9%
2016	前3周	前4周	后5周	后5周	7周	8周	47.3%	79.9%
2017	前9周	前9周	后4周	后4周	12周	12周	96.0%	128.7%
2018	前8周	前8周	后4周	后4周	11周	11周	154.4%	263.4%
2019	前6周	前8周						

来源: 中泰证券研究所

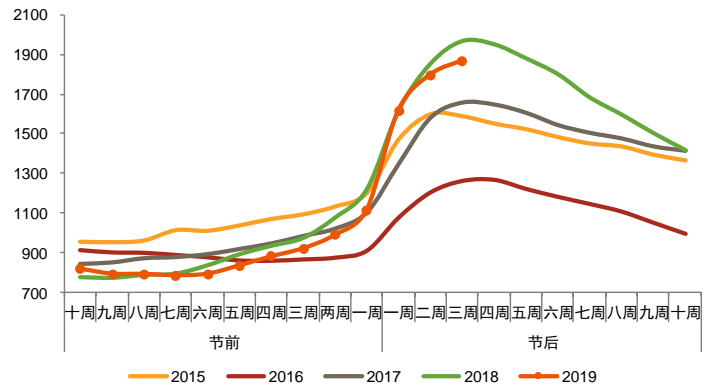
- 库存绝对值依然偏高:** 从钢材总体社会库存来看, 本轮冬储初始量接近 2018 年, 在历年当中属于偏低水平, 就螺纹钢库存而言初始量更是为 2009 年以来最低点。节前市场对冬储的判断较为谨慎, 主要基于钢贸商对去年高库存的阴影及节后需求的谨慎, 库存累积从节前第 6 周开始, 开启时点较去年滞后两周, 但春节期间 14 天库存超预期大增 502 万吨。从日均库存增量指标来看, 今年节前日均累库 7.8 万吨, 较去年同期低 0.2 万吨, 但春节期间库存大增后, 目前冬储日均累库升至 15.4 万吨, 较去年日均增加 1.2 万吨, 冬储节奏加快。目前五大品种社会库存累至 1867 万吨, 较去年同期低 98 万吨, 正常情况下节后库存累积幅度逐周递减且递减幅度越来越大, 按此趋势今年库存峰值大概率低于去年。随着元宵节结束, 中下游陆续返工, 库存一般自节后第四、五周开始去化, 今年库存绝对值仅次于去年, 整体去化依然存在压力。

图表 6: 春节前两周主动冬储加速



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 7: 五大品种社库春节前后十周波动



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 8: 历年冬储积累与去化值

节前									历年春节	节后					
九周	八周	七周	六周	五周	四周	三周	两周	一周		一周	二周	三周	四周	五周	六周
1293.42	1287.38	1280.59	1304.97	1323.60	1352.11	1380.23	1404.80	1472.47	2011年2月3日	1708.82	1814.73	1853.15	1890.08	1861.86	1809.16
1313.59	1294.91	1292.98	1288.12	1277.07	1290.06	1334.30	1375.25	1436.83	2012年1月23日	1737.12	1848.94	1899.87	1893.82	1881.83	1866.44
1172.48	1177.30	1188.01	1362.86	1401.68	1434.61	1479.63	1549.12	1617.40	2013年2月10日	2038.37	2175.07	2231.60	2250.75	2208.10	2192.70
1349.35	1348.39	1331.94	1340.55	1350.81	1370.84	1402.00	1466.80	1559.65	2014年1月31日	1788.76	1988.34	2063.17	2086.19	2070.70	2038.33
954.72	962.88	1015.02	1011.99	1038.79	1071.11	1094.50	1133.63	1201.93	2015年2月19日	1471.33	1597.60	1587.21	1550.06	1521.98	1482.41
902.65	900.61	889.81	877.97	862.11	860.81	867.34	876.03	911.38	2016年2月8日	1078.53	1205.26	1262.55	1267.90	1222.11	1182.26
851.58	872.58	878.45	893.10	919.10	946.91	984.40	1021.22	1103.00	2017年1月28日	1347.03	1578.80	1654.61	1644.53	1602.78	1541.33
772.33	786.28	793.19	835.10	890.61	933.44	972.78	1075.28	1218.99	2018年2月16日	1616.04	1851.77	1965.16	1947.99	1877.11	1797.17
796.57	795.57	788.80	796.50	838.10	883.42	924.03	991.27	1116.40	2019年2月5日	1618.16	1797.44	1867.01			

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 9: 历年冬储积累与去化幅度

节前									历年春节	节后					
九周	八周	七周	六周	五周	四周	三周	两周	一周		一周	二周	三周	四周	五周	六周
-12.37	-6.04	-6.79	24.38	18.62	28.51	28.12	24.57	67.67	2011年2月3日	236.35	105.91	38.43	36.93	-28.22	-52.70
-2.77	-18.68	-1.93	-4.86	-11.05	12.99	44.24	40.95	61.58	2012年1月23日	300.29	111.82	50.93	-6.05	-11.99	-15.39
-15.98	4.82	10.71	174.85	38.82	32.93	45.02	69.49	68.28	2013年2月10日	420.97	136.70	56.53	19.15	-42.65	-15.40
-1.79	-0.96	-16.45	8.61	10.26	20.03	31.16	64.80	92.85	2014年1月31日	229.11	199.58	74.83	23.02	-15.49	-32.37
-2.20	8.16	52.14	-3.03	26.80	32.32	23.39	39.13	68.30	2015年2月19日	269.40	126.27	-10.39	-37.15	-28.09	-39.56
-11.57	-2.04	-10.80	-11.84	-15.86	-1.30	6.53	8.69	35.35	2016年2月8日	167.15	126.73	57.29	5.35	-45.79	-39.85
7.35	21.00	5.87	14.65	26.00	27.81	37.49	36.82	81.78	2017年1月28日	244.03	231.77	75.81	-10.08	-41.75	-61.45
-2.79	13.95	6.91	41.91	55.51	42.83	39.34	102.50	143.71	2018年2月16日	397.05	235.73	113.39	-17.17	-70.89	-79.94
-25.01	-1.00	-6.77	7.70	41.60	45.32	40.61	67.24	125.13	2019年2月5日	501.76	179.28	69.57			

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

需求翘首以待

- 需求何时开启?** 需求端从全年维度来看有望高位企稳甚至超出市场预期水平, 整体看好地产维持韧性及基建反弹。但短期而言, 旺季需求何时开启的重要性高于中长期趋势, 目前对需求端的疑虑存在以下方面: 一是节后库存大幅累积原因及具体库存结构? 二是目前下游实际需求复苏情况? 三是高供给高库存双重压力之下, 产业链情绪如何?

需求下半场

库存结构健康

- 探寻真实库存:** 首先从库存结构来看, 虽然当前库存水平处于历年第二高位置, 但风险却同比去年大大降低, 主要源于今年库存结构中投机性库存同比大幅下降。今年钢厂冬储协议量占比提升, 且多采用后结算冬储定价政策, 后结算定价模式中钢贸商与钢厂实际结算之间存在一定时间差, 这段时间结算价随市场同涨同跌, 钢贸商承担风险较小; 与此相对应, 2018 年冬储结构中投机性库存占比非常高, 不少中小钢贸商出于乐观预期通过托盘垫资的形式大量进行冬储, 这部分垫资库存对钢价下跌异常敏感, 资金链断裂和悲观情绪蔓延均会加速钢价下跌。其次, 我们通过调研发现, 今年不仅统计口径之内的社会库存低于去年同期, 统计口径之外的三四线小城市仓库的库存也同比明显下降, 显性隐性库存水平均比去年更低。此外, 由于今年春节较早, 节后库存大增除供给居高不下之外还存在部分钢贸商从节后开始冬储的情况;

图表 10: 2018 年 3 月钢材期现价格“雪崩式”下跌



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 钢贸商情绪平稳:** 钢贸商目前心态比较平稳, 虽然没有对后市明确看多, 但也并不悲观, 一是源于高库存压力更多在于钢厂, 钢贸商自身资金压力较小; 二是源于钢贸商经历过钢市牛熊, 尤其经过去年需求迟到的巨大落差后, 今年整体对后市的预期更低, 对旺季需求的到来也更有耐心; 三是源于节后钢材市场存在流动性, 低价成交状况尚可, 小批量的出货也在缓解高库存的压力, 但同时钢贸商对于大批量的出货也存在惜售心理, 更多愿意让自己处于进可攻退可守的境地。整体而言, 社库总量及结构处于健康状态, 钢贸商良好的心态更是避免了甩货风险。

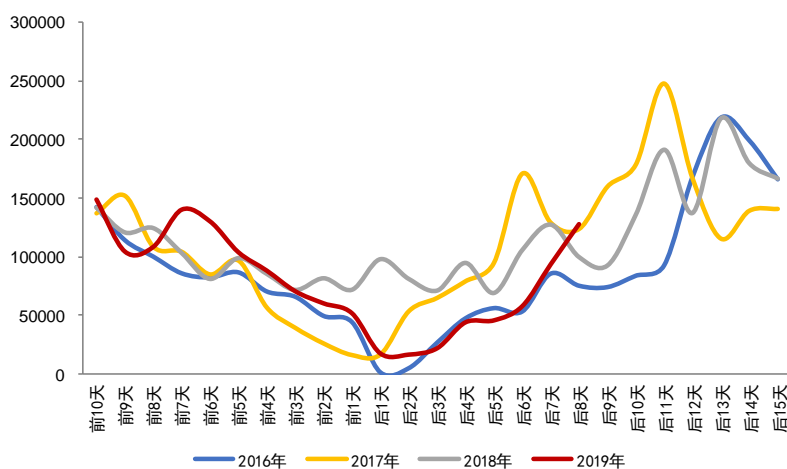
需求雾里看花

- 下游需求好于去年同期:** 我们通过调研发现, 节后下游需求表现较好, 今年正月十五之后需求启动明显好于往年, 尤其是本周的出货表现较为可观, 开始逐渐接近旺季消费水平。具体分基建和地产下游情况来看,

市场普遍反馈基建反弹明显，如杭州周边因亚运会因素，地铁、城轨及高架建设均存在赶工情况，其他地区也陆续接到新基建项目；关于地产端，资金宽松成为共识，新开工存在弱化迹象，但并未影响实际成交量，当前这个时点而言，新开工相对趋弱存在农民工返城较晚及天气因素，后期仍需观察。具体分钢材品种而言，今年板材尤其热卷需求较为超预期，一方面源自基建带来的重卡和工程机械同比增量，另一方面来自家电等终端下游补库，螺纹等长材需求释放同比好于去年，但整体仍未迎来旺季高峰；

- **需求怎么才叫好？**从3月1日钢联全国建材成交量迅速回升至20万吨以上来看，终端需求开始发力，但同时我们要考虑到高供给、高库存和需求释放节奏的博弈。一是供给端的弹性，供给端的弹性主要来自废钢，随着废钢工人返城，废钢供给将回归正常水平，废钢价格由此下滑使得电炉钢成本降低，电弧炉产量有回升可能，同时长流程炼钢目前废钢添加比例在15-20%，需求回升后该比例有上升空间；二是高库存本身提高了“好需求”的门槛，去年需求迟到使得原本持续1个半月时间的需求压缩在1个月内释放，从而推动钢价从最低3500元重新反弹至4000元以上，今年需求如期释放会使得库存开始去化，但在这样一个复杂的博弈行情下，需求正常缓慢释放难以启动行情，爆发性的集中释放将才能超越供给端产能利用率的提升，从而推动钢价趋势性上涨。

图表 11: 春节前后全国建筑钢材日均成交量对比



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

投资策略

- 短期而言，目前产业链整体心态较为平稳，高库存和高需求博弈之下，后期钢价走势仍需观察供给释放节奏。中期维度来看我们延续《进退之间》判断，全年需求端依然将超出市场预期，由于利率偏低，地产销售虽有个位数负增长，但仍将维持天量水平，偏离于中枢位置。在此情况下，投资数据将超出销售表现，预计仍可保持5%以上增速。同时基建也会逐步提升，整体需求端并不悲观。黑色链条不利的地方在于之前供给端限制性政策退出后，之前高估盈利将逐步向正常盈利水平回归。但本轮周期并没有大规模过渡到资本开支周期，企业绝对盈利水平依然可

观，持续时间跨度增加后有利于估值水平提升，配合目前低利率水平对整体权利类资产估值修复，钢铁板块绝对收益可期，重点关注的优质标的如宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、方大特钢、三钢闽光、马钢股份等。同时受益于铁矿价格上涨的标的如河北宣工、海南矿业、*ST 金岭等。

风险提示

- 宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端压力持续增加。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。