

产能爆发增长，业绩将有改观

研究结论

- 中纤板行业供需已出现回暖的先兆，而政策支持料将恢复。2009、2010年中纤板产能投放进入尾声，预计两年投产累计不超过400万方的水平，年均增长不超过7%，而近期家具行业经营改善和国内小户型房产的成交活跃带来需求的持续回升。因此，我们判断中纤板行业供需将出现一定程度的改善，未来行业盈利能力将从当前低谷反弹。此外，在国内木材短缺的大背景下，我们预计国家仍将大力扶持利用森工“三剩物”进行生产的中纤板行业，之前停止的增值税即征即返政策仍有望延续，这将大幅提升业内企业的盈利水平。
- 2010年是公司收获的一年。除了封开项目外，公司募集资金项目2009年全部投产，2010年将开始产生效益，届时公司生产能力将提升1.5倍，达到150万方，成为国内第一。公司之前一直注重差异化布局战略和产品环保水平达标，生产线布点上有意识地在靠近林地资源同时错开国内同行，因此市场竞争程度不会加剧，当前公司河北、辽宁和湖北生产线产能利用率已经达到70%左右，中纤板售价3季度也较2季度有1%的小幅回升，未来业绩将继续反弹。此外，公司自有40万亩和共有26万亩林地明年将逐渐进入可砍伐期，自给木材的供应也能大幅压低其成本水平，增加产品竞争力。
- 首次给予公司增持评级。我们认为公司当前的业绩水平偏低是由于一些非经常性因素影响导致的，后期随着其产能的快速达产，公司经营将出现改观。我们预计年底前增值税即征即返的政策仍有可能出现转向，将为公司增加约2500万盈利水平，预测公司2009、2010、2011年业绩为0.03，0.42，0.58元，对应估值水平为324.98X，21.58X，15.55X，我们给予具有原材料优势的资源型公司25X市盈率水平，目标价为10.43元。
- 主要风险：纤维板增值税即征即返政策推迟，木材价格快速上行。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业高级分析师

63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

杨春燕

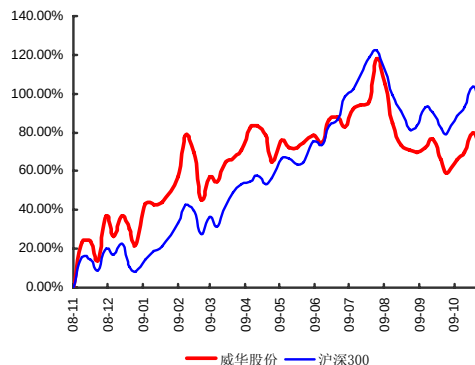
造纸、轻工行业资深分析师

63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价(2009年10月30日)	8.90元
目标价格(12个月)	10.43元
总股本/A股(万股)	30669 / 30669
A股市值(亿元)	27
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告日期	2009年11月1日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	22.8%	46.9%	-36.2%
相对表现(%)	13.6%	0.7%	2.3%

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	749.19	754.58	1468.36	1745.38
同比%	-0.40%	0.72%	94.59%	18.87%
归属母公司净利润	67.51	8.49	127.92	177.49
同比%	-60.00%	-87.42%	1406.03%	38.76%
毛利率%	19.71%	17.87%	19.68%	20.76%
ROE%	3.90%	0.49%	7.05%	9.24%
EPS	0.22	0.03	0.42	0.58

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

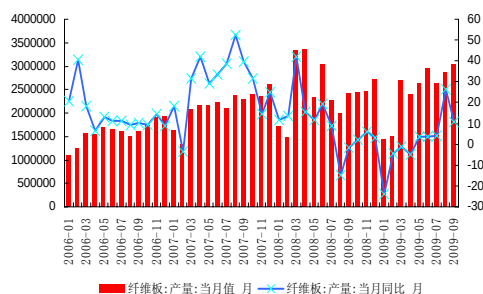
目 录

一	中纤板行业供需出现改善的先兆	3
1.1	需求改善：国内地产行业开始回暖.....	3
1.2	纤维板下游家具行业经营企稳.....	4
1.3	供应停滞：纤维板产能投放进入历史低点.....	4
1.4	行业政策支持有望延续	6
1.4.1	征即返增值税政策和出口退税有望延续	6
1.4.2	淘汰 5 万立方米小产能继续实施	6
二	公司明年增长点业内最为明显.....	7
2.1	募投项目年底预计全部投产，产能跃升为国内第一.....	7
2.2	上半年亏损来自非经常因素，三季度盈利开始企稳回升	8
2.3	自有林地成为公司抵御成本上行的重要支柱	9
三	盈利预测与估值	10
	分析师承诺	14
	投资评级说明	14

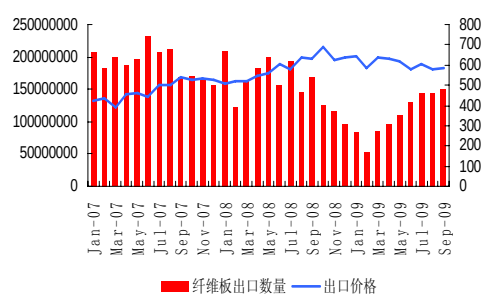
一 中纤板行业供需出现改善的先兆

从 5 月份开始，我们认为产能过剩的中纤板行业开始出现一定程度的经营改善，主要表现在产能利用率的提升和出口环比的逐月反弹两个方面。我们基于以下 4 个逻辑判断未来中纤板行业经营状况和盈利空间仍有改善的趋势：体现在国内小户型地产成交活跃、中纤板下游家具行业盈利转暖、国内中纤板行业产能扩张处于尾声以及国内政策扶持仍有较大概率延续。

图 1 中纤板行业产能利用率提升



纤维板出口价格和数量双反弹

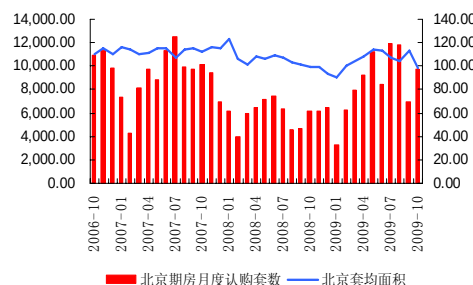
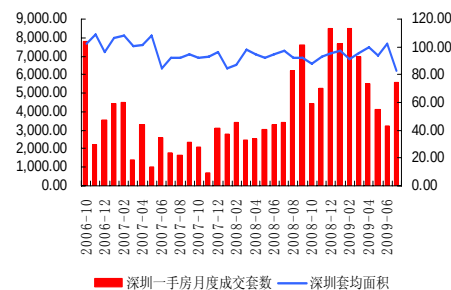
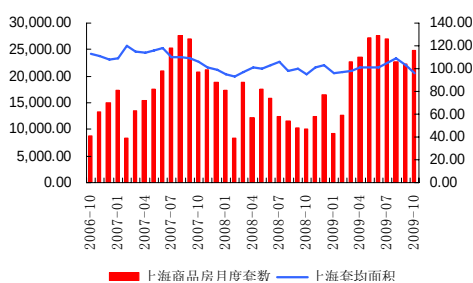


资料来源：东方证券研究所

1.1 需求改善：国内地产行业开始回暖

今年年初以来地产成交较去年一直处于较高水平，此外，10 月份以来的成交也一扫 9 月的阴霾重新回到了历史高点，此外，另一个更为值得关注的现象是以上海、深圳、北京等大城市为主的不动产成交均大多以小于 100 平方米为主的小户型为主，我们认为小户型的产权结构也将主要带动板式家具的消费，而对实木家具的拉动影响更小一些。因此，成交结构的改变将更加刺激中纤板为主的消费需求。

图 2 上海、北京、深圳地区成交活跃，且成交以小户型为主

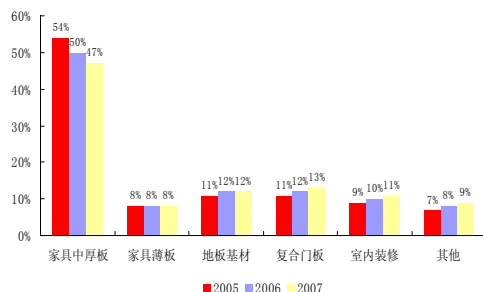


资料来源：东方证券研究所

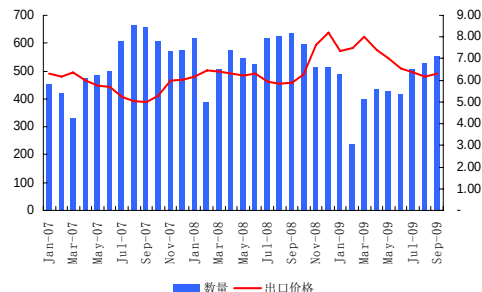
1.2 纤维板下游家具行业经营企稳

中纤板下游行业主要分为家具制造业，占比 55%，复合门板，占比 13%，地板基材 12%，室内装修，占比 11%，包装和其他用途占比 9%。而家具制造业又是重中之重，一般的中纤板需求基本来自于家具用品的用材。

图 3 中纤板消费主要载体是家具



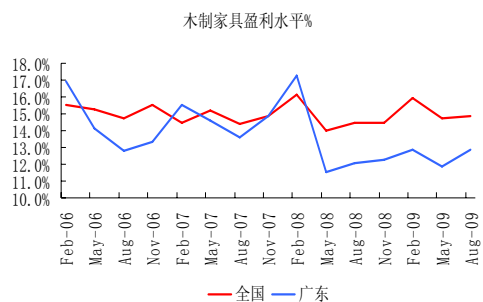
国内家具出口触底反弹



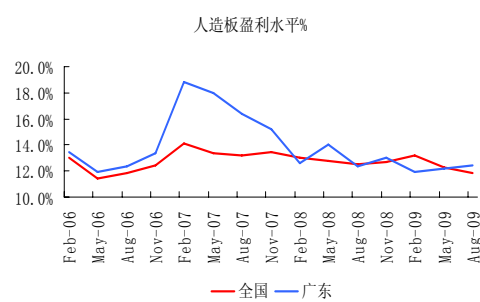
资料来源：东方证券研究所

从图 3 和图 4 来看，我们注意到由于国内地产行业成交旺盛以及家具出口的大幅反弹，家具行业盈利情况也出现改观，因此，我们认为未来家具行业上游也理应面临经营的逐渐改善，其盈利能力将从当前的底部抬升，从国家统计局的资料来看，家具行业全国和广东地区经营毛利率水平分别达到 15% 和 13%，而此时人造板还停留在 11.8% 和 12.5% 的水平，受到增值税即征即返政策取消的拖累，纤维板更只有 11.2% 的低毛利水平，大部分厂商，包括威华股份、国栋建设和升达林业等都出现了经营亏损，此类状况持续的可能不高，未来下游行业的经营趋暖将带来中纤板行业的复苏。

图 4 家具行业盈利有所改善，包括广东地区



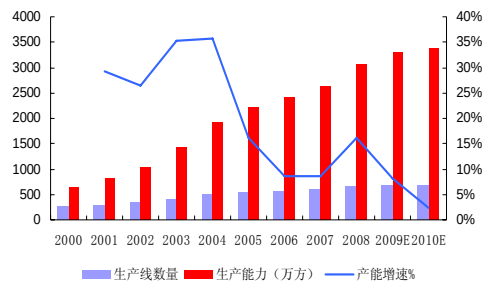
人造板行业盈利企稳



资料来源：东方证券研究所

1.3 供应停滞：纤维板产能投放进入历史低点

据行业协会统计，截至 2008 年底，行业中纤板 3045 万方，2008 年产量为 2907 万方，消费量为 2750 万方，出口 157 万方左右。目前在建的产能约为 326 万方左右，由于 2008 年金融危机的影响，业内再投资的动力不足，行业龙头威华和大亚等几大公司均表示未来的主要任务是盘活现有产能，主攻高端中纤板，不会再进行新线投资，从行业协会的统计来看，未来两年的新增产能均保持在低位，总和不高 400 万方的水平。

图 5 行业产能进入 2009 年后投放趋向低潮


资料来源：东方证券研究所

表 1 国内 2009 年产能存量以及新增产能情况

2008 年 8 月	生产线条数	生产能力（万方）	新增条数	新增能力（万方）
山东	118	501	3	25
广东	60	329	2	27
广西	40	231	3	30
江苏	48	229	2	12
河北	47	195	4	32
安徽	28	156	5	40
四川	29	149	5	99
浙江	33	138	2	15
福建	27	127		
湖北	21	112	4	46

资料来源：东方证券研究所

从下表的新建产能布局来看，仅有威华和大亚科技是开展实施全国布点的中纤板生产企业，威华股份以广东为基地，目前已经在河北、辽宁和湖北三省生产布局，其中河北邱县还设有配套林地，大亚科技以江苏为基地，在江西、黑龙江和广东地区开展生产经营。其他如国栋林产科技等公司仍暂时停留在本省，未能实现全国布点，此外，威华股份的全国布局刻意选择在中纤板产能较小而林木资源较为丰富的地区，如辽宁、河北等地，在生产能力快速扩张的四川、安徽等地区采取了回避的策略，也避免了恶性竞争出现。

最后，从上表中可以看出，国内 2009 年新增产能中，近 30%威华股份所贡献，在国栋建设、升达林业投资的四川地区、大亚科技投资的黑龙江地区，威华股份都避免了与其重复投资带来的区域竞争。

表 2 2008 年底大型纤维板生产企业产能和新增产能情况

	现有规模(万立方米)	在建规模（万立方米）	现有生产线	在建生产线	总规模（万立方米）
广东威华股份有限公司	62	88	5	4	150
大亚人造板集团公司	76	40	5	2	116
浙江丽人木业集团	78.5	10	13	1	88.5

国栋林产科技有限公司	22	67	1	3	89
浙江绿源木业股份有限公司	81.5		15		81.5
山东贺友集团有限公司	53	15	10	1	68
广西丰林林业开发有限公司	43	20	7	1	63
广西三威林产工业有限公司	55		5		55
江苏东盾木业集团有限公司	52.5		9		52.5
CVC-吉象木业集团	28	15	3	1	43
升达林业（温江）	16		1		16

资料来源：东方证券研究所

1.4 行业政策支持有望延续

纤维板行业使用“三剩物”进行生产，所谓三剩物主要是指森林工业中的采伐剩余物(指枝、丫、树梢、树皮、树叶、树根及藤条、灌木等)；造材剩余物(指造材截头)，以及加工剩余物(指板皮、板条、木竹截头、锯沫、碎单板、木芯、刨花、木块、边角余料等)，这类产品极大程度地提高了国家紧缺资源原木的利用效率，因此我们有理由预计纤维板产业仍将得到国家的大力扶植。

1.4.1 征即返增值税政策和出口退税有望延续

自 1995 年开始，我国对以三剩物和次小薪材为原料生产加工的综合利用产品一直实行增值税即征即退政策，此项政策“十二五”规划后一度取消，即 2005 年 12 月 31 日，国家对中纤板制造开始征收增值税，但不久国家财税局继续于 2006 年 10 月 10 日起开始重新实施该项政策，并延后至 2008 年 12 月 31 日。鉴于纤维板行业的历史发展过程和行业属性，我们预计增值税即征即退的政策仍有较大可能恢复。

此外，可以佐证的是，我们在《国家林业局 2009 年工作要点》文件中也观察到林业政策仍有较大概率重新实施，该工作要点除了强调继续做好林权改革工作内容外，还提出要制定完善林业优惠政策。进一步完善林业贴息贷款政策，扩大林业小额贷款试点。争取提高造林投入标准。探索建立造林后评价制度；**争取延长“三剩物”和“次小薪材”综合利用产品增值税即征即退政策，恢复林产品出口退税政策**等内容。因此，我们认为未来增值税政策的恢复仍是大概率事件。

1.4.2 淘汰 5 万立方米小产能继续实施

中纤板行业目前集中度仍较低，5 万方以下小产能生产线占比达到 50%左右，小产能密布不仅导致行业竞争的无序化，其质量和环保达标程度差也拖累了行业结构升级步伐。据官方统计，目前生产能力小于 5 万方的生产线有 376 条，多数为早期建设的生产线，装备水平一般，生产能力约为 960 万方，占全国产能近 34%，当前主要分布在山东（206 万方），广东（92 万方），浙江（66 万方），广西（61 万方），河北（60 万方）和河南（56 万方）等省区。

而据发改委颁布的《产业结构调整指导目录》中，已经明确将单线 5 万方以下的纤维板列入了限制类，相关公司必须进行措施改造升级。因此，我们认为小企业面临两条路径，要么扩大产能，要么退出竞争。由于当前大型产能投资均在 4 亿元以上，且中纤板行业越来越向轻质薄板化和低甲醛释放发展，因此小型企业扩张困难较大，未来的东部地区的小型产能将逐步退出是一个大趋势，行业的集中度也将从当前的前十名 30%的低位上逐渐走高。

二 公司明年增长点业内最为明显

在所有已上市的木材加工企业中，我们认为威华股份的主业最为明晰，且明年的成长性最为强劲，受到行业经营触底反弹的盈利敏感性也最为明显。

而且从已上市公司来看，只有威华股份的业务完全是中纤板，而大亚科技制造中纤板的同时，兼顾木地板和印刷业务，国栋建设跨建设与中纤板两个行业，升达林业也主要从事木地板业务，只有一条 16 万方的生产线，因此，如果中纤板行业开始盈利反弹，则威华股份是最为受益的标的公司。

表 3 上市企业中，威华的成长性最为明确

2008 年底统计资料	现有规模(万立方米)	在建规模(万立方米)	现有生产线	在建生产线	总规模(万立方米)
广东威华股份有限公司	62	88	5	4	150
大亚人造板集团公司	76	40	5	2	116
国栋林产科技有限公司	22	67	1	3	89
升达林业(温江)	16		1		16

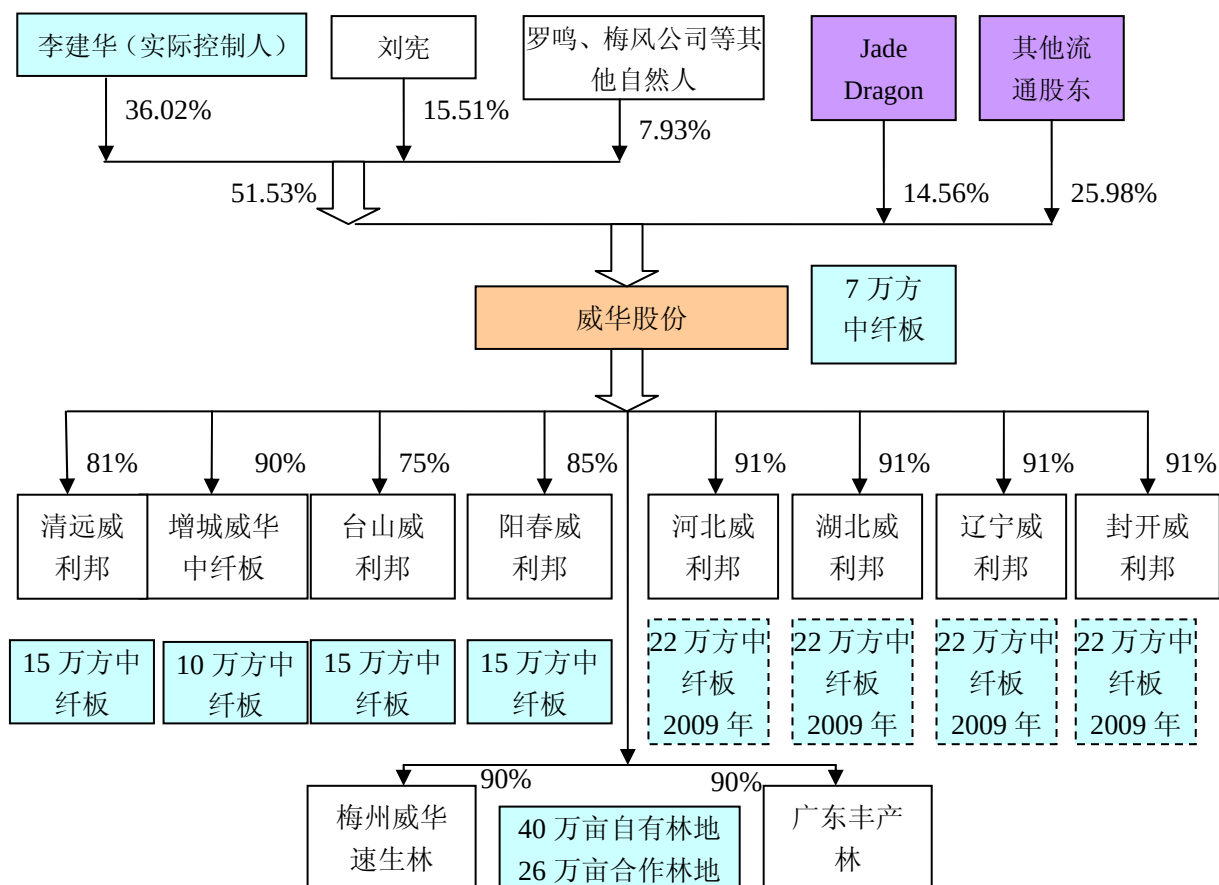
资料来源：东方证券研究所

2.1 募投项目年底预计全部投产，产能跃升为国内第一

公司上市募集资金 11.7 亿元，主要用于投资中纤板产能扩张项目，由于国际金融危机影响，2008 年投产的产能需求出现缺失，因此盈利情况较差，但进入 2009 年下半年后，公司的产销开始活跃，新增产能的效益开始逐渐显现，按照前文的推测，我们判断 2010 年企业进入到全面的收获期，其“三北”项目，辽宁、河北和湖北共 66 万方的产能基本达到 70~80% 的利用率，已经可以正常产生效益，而封开项目也将预计于本年度末试投产，预计明年下半年产生效益，因此，2010 年公司的产能扩张终于完成了过渡期，未来的盈利前景较为光明。

此外，经过 2007~2008 年最后一轮产能扩张浪潮，我们判断未来产能增速将放缓，目前的竞争格局将较为稳定，行业 10 强的排名将维持一段时间，威华股份借助上市之机，扩张了产能近 1.5 倍，已经成为中纤板业内第一的水平，大亚科技、浙江丽人、国栋建设等公司分列其后。

最后值得一提的是，公司一直以门板、地板、垫板、E1 板、特白板和 CARB 板（低甲醛排放，排放指标介于 E0 与 E1 之间）等高附加值产品主打国内市场（2008 年内其销量占公司中纤板总销量的 38%），其盈利能力较国内其他公司同类产品更高。

图 6：公司股权结构，当前第三大股东 Jade Dragon 有减持可能


* 蓝色底虚线框表示未来新增产能及投产时间

数据来源：公司数据，东方证券研究所

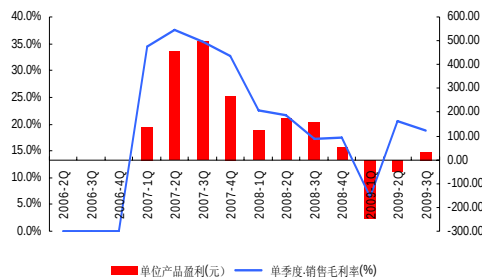
2.2 上半年亏损来自非经常因素，三季度盈利开始企稳回升

公司上半年出现 2900 万元的亏损，其中一部分原因来自需求下挫第一季度产销量大幅下滑 35% 以上，部分生产线停机影响，公司销量较上年同期减少 8.86%，且中纤板行业产品销售价格也较上年同期下降了 13.20%。

此外，更为重要的因素来自公司享受的增值税即征即退的优惠政策于 2008 年 12 月 31 日到期，由于新政策尚未出台，与上年同期相比增值税对公司利润的影响额为 1600 万元左右，最后，管理费用和财务费用因新增四个募集资金投资项目较上年同期分别增加 580 万元和 1200 万元。

因此，我们推断公司的上半年亏损主要来自一些非经常性因素，未来随着募集资金项目的达产，国家对中纤板行业政策明朗化，企业盈利将回到正常的轨道上。事实上，企业三季度销量同比已经大幅提升了 9.72%，价格环比二季度上涨 1%，盈利 700 万元，业绩回升态势较为明显。

图 7 公司中纤板单位产品盈利开始上行



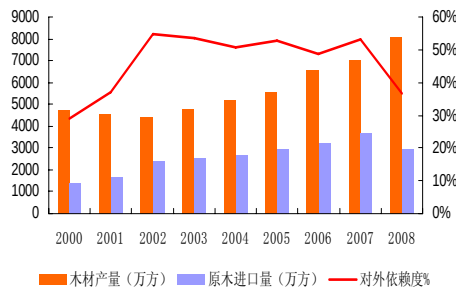
资料来源：东方证券研究所

2.3 自有林地成为公司抵御成本上行的重要支柱

国内林木资源匮乏，木材加工业严重依赖进口，进口来源主要是俄罗斯，但我们最大的木材来源出口近来出现收缩的现象（1-9月俄罗斯出口国内原木下滑20%以上），这是由于俄罗斯政府为发展本国木材加工业，有意减少木材出口，2007年7月和2008年4月提升了木材出口关税，导致我国进口木材价格上行加速。

此外，俄罗斯本决定2009年1月起木材出口关税将从目前的25%提到80%，由于金融危机和欧洲国家的反对而推迟9~12月，按照当前的时间窗口来看，俄罗斯上调关税的可能越来越大，因此依据目前我国对俄罗斯的出口依赖程度，国内木材加工业，特别是胶合板和家具制造行业将面临较大的成本压力。

图 8 原木进口依赖度达到 40%



资料来源：东方证券研究所

俄罗斯是我国原木进口主要来源（09年）

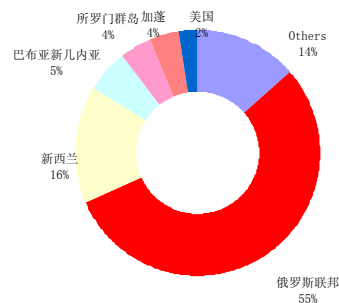
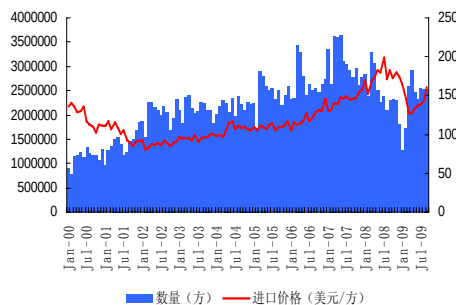


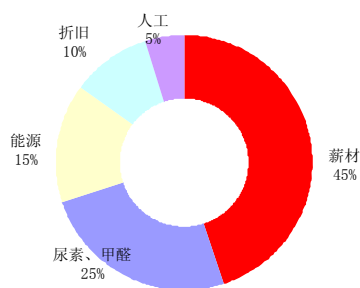
图 8 进口木材价格逐年走高，对国内木材加工业形成成本压力



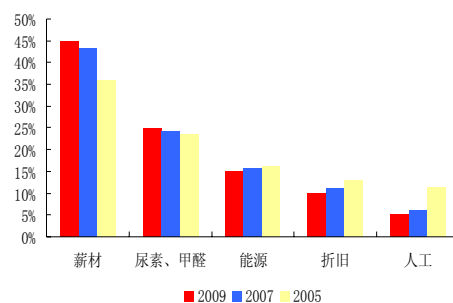
资料来源：东方证券研究所

作为中纤板板材行业主要原料薪材,国内也一直处于较为紧缺的状态,历史上看薪材价格除了 2008 年外,年年处于上行通道中,且成本的占比从 2005 年的 37%提升到 2009 年的 44%水平,未来继续上涨的预期仍然很高。因此,在中纤板产能较为过剩,行业提价困难的背景下,自有林地成为公司抵御成本上行风险的关键。

图 9 薪材成本占比将近一半



薪材成本占比逐年提升



资料来源：东方证券研究所

据我们调研了解,公司目前拥有 66 万亩的林地资源,其中自有林地 40 万亩,集中在广州地区,和他人合作共有林权 26 万亩左右。据公司测算,目前 66 万亩的林地,完全成材将可供应公司近 2 年的使用量,由于公司种植时间较早,大部分林地于 2009、2010 和 2011 年已经到了可砍伐期,但因木材价格处于底部,公司 2009 年仅砍伐 8000 亩,未来如果木材价格走高,其自有林地将成为有效的缓解成本上升的重要手段和主要优势所在。

图 10 公司林场主要分布在广东



公司清远林场自有林地



资料来源：东方证券研究所

三 盈利预测与估值

综上所述,我们认为随着国内小户型地产成交活跃、中纤板下游家具行业盈利转暖、国内中纤板行业产能扩张处于尾声以及国内政策扶持仍有较大概率延续的背景下,公司的经营环境将有一定程度的改善,未来企业盈利能力也将继续上行。

我们认为公司当前的业绩水平是由于一些非经常性因素影响导致的,后期随着其产能的快速达产,公司经营将出现改观。我们预计年底前增值税即征即返的政策仍有可能出现转向,将为公司增加约 2500 万盈利水平,预测公司 2009、2010、2011 年业绩为 0.03, 0.42, 0.58 元,对应估值水平为 324.98X, 21.58X, 15.55X, 我们给予具有原材料优势的资源型公司 25X 市盈率水平,目标价为 10.43 元。

表 4 和同类企业相比，公司价值有一定优势

	股价	总市值 (万元)	2010 年 EPS (东方)	2010 年 EPS (市场)	PE2010	PS2010
威华股份	8.90	272,954.10	0.42	0.16	21.19	1.86
大亚科技	9.21	485,827.50	0.62	0.59	14.85	0.59
国栋建设	8.32	189,496.32		0.30	27.73	3.06
升达林业	8.20	176,300.00		0.22	36.80	3.26

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析
财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	473.85	752.20	749.19	754.58	1468.36	1745.38
增长率(%)	17.18%	58.74%	-0.40%	0.72%	94.59%	18.87%
归属母公司股东净利润	94.68	168.79	67.51	8.49	127.92	177.49
增长率(%)	67.35%	78.28%	-60.00%	-87.42%	1406.03%	38.76%
每股收益(EPS)	0.31	0.55	0.22	0.03	0.42	0.58
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.25	0.01	0.17	0.23
销售毛利率	28.66%	35.06%	19.71%	17.87%	19.68%	20.76%
销售净利率	21.49%	22.60%	9.35%	1.17%	9.03%	10.55%
净资产收益率(ROE)	27.04%	29.66%	3.90%	0.49%	7.05%	9.24%
投入资本回报率(ROIC)	44.48%	61.52%	63.00%	-0.58%	2.74%	4.35%
市盈率(P/E)	29.15	16.35	40.88	324.98	21.58	15.55
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.027	0.001	0.019	0.026

报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	473.85	752.20	749.19	754.58	1468.36	1745.38
减: 营业成本	338.03	488.51	601.54	619.73	1179.32	1383.11
营业税金及附加	3.61	5.22	5.36	5.40	10.51	12.49
营业费用	24.62	33.94	30.75	34.71	73.42	87.27
管理费用	31.92	69.10	77.35	91.30	116.00	137.89
财务费用	22.94	38.21	41.40	39.02	35.22	30.38
资产减值损失	-1.52	0.64	9.07	2.73	2.73	2.73
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	54.25	116.59	-16.28	-38.31	51.16	91.52
加: 其他非经营损益	47.79	53.43	69.44	62.82	125.72	153.92
利润总额	102.04	170.02	53.16	24.51	176.89	245.44
减: 所得税	0.18	0.01	-16.86	15.71	44.22	61.36
净利润	101.86	170.01	70.02	8.81	132.66	184.08
减: 少数股东损益	7.18	1.22	2.51	0.32	4.75	6.59
归属母公司股东净利润	94.68	168.79	67.51	8.49	127.92	177.49
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	-32.75	363.82	482.09	97.23	458.44	527.43
应收和预付款项	83.17	332.29	199.81	268.94	539.28	353.14
存货	226.09	431.44	512.44	565.34	613.98	643.40
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	721.33	799.11	1747.26	1749.92	1632.58	1505.24
无形资产和开发支出	107.14	107.63	137.35	122.78	108.21	93.65
其他非流动资产	4.41	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1109.39	2034.28	3078.95	2804.21	3352.49	3122.85
短期借款	65.65	31.45	153.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	147.66	405.21	309.61	181.62	648.40	305.67
长期借款	440.56	876.09	738.90	738.90	738.90	738.90
其他负债	97.32	148.32	139.50	139.50	139.50	139.50
负债合计	751.19	1461.07	1341.01	1060.01	1526.79	1184.07
股本	94.69	230.00	306.69	306.69	306.69	306.69
资本公积	131.49	46.18	1139.74	1139.74	1139.74	1139.74
留存收益	124.03	292.82	284.78	290.73	367.48	473.97
归属母公司股东权益	350.21	569.00	1731.22	1737.16	1813.91	1920.41
少数股东权益	8.00	4.21	6.72	7.04	11.78	18.37
股东权益合计	358.21	573.21	1737.94	1744.20	1825.70	1938.78
负债和股东权益合计	1109.39	2034.28	3078.95	2804.21	3352.49	3122.85
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	163.95	158.86	55.88	-36.32	454.39	156.01
投资性现金净流量	-222.86	-367.38	-801.52	-152.88	-5.71	15.44
筹资性现金净流量	117.98	513.05	845.62	-195.65	-87.48	-102.47
现金流量净额	59.06	304.53	92.62	-384.86	361.21	68.98

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：旅游、轻工行业资深分析师

郑 恺：造纸、轻工行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn