

尤夫股份 002427.SZ

尤夫股份——“丝绸之府”走出的工业长丝龙头

研究结论

- 浙江尤夫高新纤维股份有限公司成立于 2003 年 10 月,是一家专业从事高性能聚酯工业纤维生产和研发的高新技术企业,也是国内装备和技术领先的主要高性能聚酯工业丝的供应商之一。依托于丰富的产品系列和稳定的产品质量,公司在下游客户中赢得了良好的声誉,并与众多国内外知名客户建立了稳定的购销关系,产品销售规模不断扩大。从 2004 年 11 月正式进入涤纶工业长丝领域以来的 1.2 万吨产能,在短短几年时间里扩产到 2009 年的 5 万吨,成为全球第七位、国内第三位的长丝的生产商。并且依靠卓越的产品性能,公司产品一直销量良好,产销率始终保持在 96% 以上。对应的销售收入也实现了高速增长,由 2007 年的 3.49 亿元提高到 2009 年的 5.23 亿元,三年的复合增长在 20% 以上。
- 公司自 04 年进入涤纶行业以来,公司营业收入增长一直都保持在一个较快的水平上,在过去三年,盈利的复合增长率都达到了 20% 以上,显示出强劲的发展势头。公司的主要产品按性能分为普通丝和差别化、功能性丝,包括近百个规格型号,并从 2008 年 10 月开始新增了高粘切片的生产 and 销售。根据行业发展趋势及现有产品结构用途和特点,公司近年来不断丰富、优化产品结构,加大符合产业发展方向的高端差别化、功能性丝的研发、生产和销售。差别化丝收入占总收入的比重也得到了稳步增长。
- 公司本次募集资金投资项目的产品为高模低收缩型涤纶工业长丝、低收缩、超低收缩型涤纶工业长丝及功能性涤纶工业长丝(拒海水型、阻燃型、活化型及抗芯吸型),各类产品的市场前景广阔。
- 尤夫股份募资项目将大幅增加公司产能,募资项目建成后将达到 9 万吨/年工业长丝的生产能力。我们预计公司 10-12 年每股 EPS 为 0.50 元、0.80 元、0.90 元,对应的同类企业估值一般为 10 年每股收益的 25 倍左右,考虑到公司未来两年增量产能较大,以 2010 年每股收益 27-30 倍计,对应合理价格区间为 13.5—15 元,建议投资者长期予以重点关注。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888×6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860200010013

杨云 石油与化工行业分析师
8621-63325888×6071
yangyun@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860108121215

赵辰 石油与化工行业助理分析师
8621-63325888×5101
Zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860110040042

询价价格区间(元)	13.5—15
发行数量(万股)	4060
发行后总股本(万股)	18322.76
国家/地区	中国
行业	化工行业
报告日期	2010 年 5 月 20 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 公司简介	4
2. 涤纶工业丝行业概述	5
2.1 涤纶工业丝市场特点分析	5
2.2 涤纶工业丝的国内外发展历程	5
3. 公司业务发展状况	6
3.1 普通丝产品	7
3.2 差别化丝产品	7
3.3 高粘切片产品	7
4. 募投项目分析	8
4.1 高模低收缩涤纶工业长丝市场前景	8
4.2 低收缩型、超低收缩型及抗芯吸型涤纶工业长丝市场前景	8
4.3 功能性涤纶工业长丝市场前景	9
4.3.1 拒海水型涤纶工业长丝	9
4.3.2 阻燃型涤纶工业长丝	9
4.3.3 活化型涤纶工业长丝	9
5. 估值及投资建议	10

图表目录

图表 1 2007—2009 年主要产品的销售收入（万元）	4
图表 2 2001—2009 年我国涤纶工业长丝产能、产量及表观消费量（万吨）	6
表格 1 2009 年国内主要涤纶长丝生产企业产能统计	4
表格 2 主要涤纶长丝品种特点及用途	5
表格 3 2007—2008 年世界前十位涤纶工业丝生产企业产能情况（万吨/年）	6
表格 4 2007—2009 年公司分产品毛利情况	7
表格 5 2010—2014 年我国高模低收缩型长丝的市场发展（万吨）	8
表格 6 2010—2014 年我国低收缩、超低收缩型长丝的市场发展（万吨）	8
表格 7 2010—2014 年我国拒海水型长丝的市场发展（万吨）	9
表格 8 2010—2014 年我国阻燃型长丝的市场发展（万吨）	9
表格 9 2010—2014 年我国活化型长丝的市场发展（万吨）	10

1. 公司简介

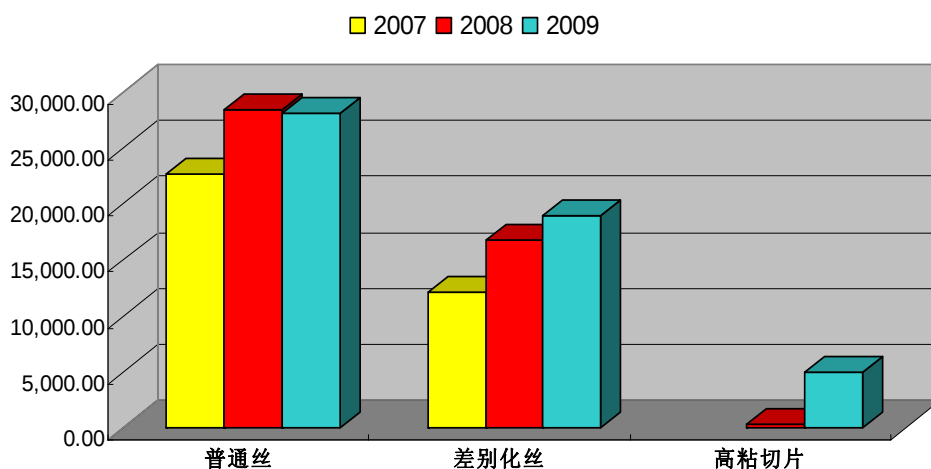
浙江尤夫高新纤维股份有限公司成立于2003年10月，是一家专业从事高性能聚酯工业纤维生产和研发的高新技术企业。公司通过全套引进国际先进设备和自主技术创新，将产品系列扩充到两大类近百个规格型号，逐步发展成为国内装备和技术领先的主要高性能聚酯工业丝的供应商之一。依托于丰富的产品系列和稳定的产品质量，公司在下游客户中赢得了良好的声誉，并与众多国内外知名客户建立了稳定的购销关系，产品销售规模不断扩大。从2004年11月正式进入涤纶工业长丝领域以来的1.2万吨产能，在短短几年时间里扩产到2009年的5万吨，成为全球第七位、国内第三位的长丝的生产商。并且依靠卓越的产品性能，公司产品一直销量良好，产销率始终保持在96%以上。对应的销售收入也实现了高速的增长，由2007年的3.49亿元提高到2009年的5.23亿元，三年的复合增长在20%以上。

表格 1 2009 年国内主要涤纶长丝生产企业产能统计

排名	企业名称	产能（万吨/年）
1	浙江古纤道新材料有限公司	9
2	浙江海利得新材料股份有限公司	7
3	浙江尤夫高新纤维股份有限公司	5
4	绍兴海富化纤有限公司	5
5	晓星化纤(嘉兴)有限公司	5
6	上海温龙化纤有限公司	4.5
7	联新（开平）高性能纤维有限公司	4.2
8	亚东工业（苏州）有限公司	4
9	无锡市太极实业股份有限公司	3.6

资料来源：东方证券研究所整理

图表 1 2007—2009 年主要产品的销售收入（万元）



资料来源：东方证券研究所整理

2. 涤纶工业丝行业概述

2.1 涤纶工业丝市场特点分析

公司主要产品之一的涤纶工业长丝即聚对苯二甲酸乙二醇酯纤维，由PTA（对苯二甲酸）和MEG（乙二醇）合成的聚酯切片拉丝而成，也称为聚酯工业长丝。涤纶工业长丝依据其性能可分为两大类：一是普通丝（或称标准丝、高强丝）；二是差别化丝，包括高模低收缩丝、低收缩丝、超低收缩丝、耐磨丝、抗芯吸丝、活化丝、有色丝等。主要应用于织带、胶带、输送带、轮胎等。从行业战略发展角度来看，差别化、功能性是涤纶工业长丝行业的发展方向，尤其是近年来与汽车行业相关的轮胎帘子布、安全带等行业的高速发展，拉动差别化丝的需求。行业竞争已从低端普通产品转向技术含量高、附加值高的差别化、功能性产品，竞争方式也已由价格导向向技术和品牌导向转变。目前差别化丝已占涤纶工业长丝的比重已上升至70%，差别化丝中80%是车用丝，20%是非车用丝，车用丝里用于汽车帘子布的高模低收缩丝占65%，用于汽车安全带的耐磨丝、活化丝等占35%。

表格 2 主要涤纶长丝品种特点及用途

主要产品品种	产品特点	主要用途
普通丝	低伸长、高收缩	输送带骨架材料、矿用振芯带等
高模低收缩丝	高模量、低伸长、低收缩	轻卡和轿车子午线轮胎等
低收缩丝	高伸长、低收缩	灯箱广告布等
超低收缩丝	高伸长、超低收缩	防水布、广告布等
差别化丝	耐磨丝	汽车和飞机安全带
抗芯吸丝	高伸长、低收缩、不吸水	高档灯箱广告布、泳池面料防水布
活化丝	低伸长、高收缩、表面活化	三角带线绳、子午线轮胎帘子布等
有色丝	低伸长、高收缩、永久色牢度	汽车安全带等各类织带行业

资料来源：东方证券研究所整理

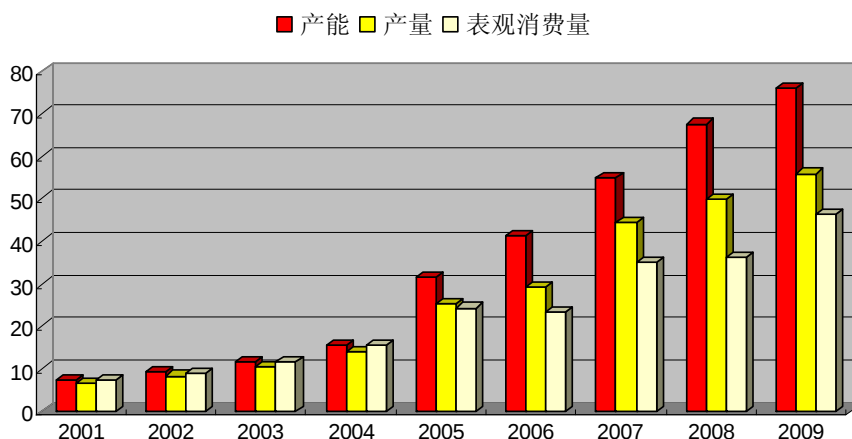
2.2 涤纶工业丝的国内外发展历程

20 世纪90 年代初，世界涤纶工业长丝产量的大部分份额集中在北美、西欧和东亚地区，其中东亚地区以日本、韩国为代表。国际市场上，以Performance Fibers（原美国霍尼韦尔）、英威达、韩国晓星为代表的一批大型跨国企业，在生产规模、技术水平、自主品牌、知识产权方面都有着很强的竞争能力，其产量占全球涤纶工业丝生产力的70%左右。而我国涤纶工业长丝行业则是自2001 年起快速增长，产能从2001年的7.4万吨扩充到2009年的76.2万吨，年复合增长率达33.83%，且产品技术含量和质量稳步提高，成本优势日益明显。迫于成本压力，国外产品的市场份额在降低，2008年世界涤纶工业长丝的总产能约为167万吨，当年中国的涤纶工业长丝占世界总产能的40.54%，位于榜首。随着国内产能的扩张和产品质量的提升，我国涤纶工业长丝出口快速增长，2001年到2009年11月期间，出口量从0.1万吨提高到16.7万吨，年复合增长率为81.74%。其中以尤夫高纤、海利得为代表的国内领先企业在普通产品和主流差别化产品（如高模低收缩、涤纶工业长丝）的品质方面与国际企业相差无几，甚至在某些产品上还优于某些国际企业，我国涤纶工业长丝行业已经开始承接满足国际需求的责任。

表格 3 2007—2008 年世界前十位涤纶工业丝生产企业产能情况（万吨/年）

排名	生产商	07 年	生产商	08 年	生产商	09 年
1	Performance Fibers	28.8	Performance Fibers	38	Performance Fibers	38
2	Invista/英威达	17.8	Hyosung/韩国晓星	17	Hyosung/韩国晓星	17
3	Hyosung/韩国晓星	12.5	浙江古纤道/中国	9	古纤道	9
4	Diolen/荷兰迪尔伦	7.8	台湾远东纺织集团	8.8	台湾远东纺织集团	8.8
5	浙江古纤道/中国	6.5	Shinkong/台湾新光	5.9	海利得	7
6	台湾远东纺织集团	4.8	浙江尤夫企业	5	Shinkong/台湾新光	5.9
7	Kolon/韩国可隆	4.8	Kolon/韩国可隆	4.8	浙江尤夫	5
8	海利得/中国	4.5	海利得/中国	4.5	绍兴海富	5
9	Shinkong/台湾新光	3.7	浙江海富化纤	3.8	上海温龙	4.5
10	龙涤股份/中国	3.5	龙涤股份/中国	3.5	无锡太极	3.6
	合计	94.7	合计	100.3	合计	103.8

资料来源：东方证券研究所整理

图表 2 2001—2009 年我国涤纶工业长丝产能、产量及表观消费量（万吨）


资料来源：东方证券研究所整理

3. 公司业务发展状况

公司自04年进入涤纶行业以来，公司营业收入增长一直都保持在一个较快的水平上，在过去三年，盈利的复合增长率都达到了20%以上，显示出强劲的发展势头。公司的主要产品按性能分为普通丝和差别化、功能性丝，包括近百个规格型号，并从2008年10月开始新增了高粘切片的生产和销售。根据行业发展趋势及现有产品结构用途和特点，公司近年来不断丰富、优化产品结构，加大符合产业发展方向的高端差别化、功能性丝的研发、生产和销售。差别化丝收入占总收入的比重也得到了稳步增长。

表格 4 2007—2009 年公司分产品毛利情况

项目	2009 年		2008 年		2007 年	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
普通丝	4,531.07	45.95	5,969.90	61.26	3,552.52	57.15
差别化丝	4,976.25	50.47	3,742.90	38.41	2,663.88	42.85
高粘切片	353.27	3.58	31.9	0.33	—	—
合计	9,860.59	100	9,744.70	100	6,216.40	100

资料来源：东方证券研究所整理

3.1 普通丝产品

过去几年，公司坚持开拓市场，研发新产品，传统产品普通丝的销售稳步增长。其中 2009 年公司普通丝销售收入较 2008 年下降了 266.89 万元，主要系 2009 年普通丝产品平均单价下降所致。2008 年，全球最大的涤纶工业长丝供应商之一的 Hyosung 位于其韩国本土的一家工厂失火以及欧洲涤纶工业长丝生产巨头 Diolen 公司关闭其工厂，导致全球工业丝尤其是普通丝的供给骤减，难以满足市场需求，市场供需严重不平衡。因此，2008 年在原材料价格持续下跌的情况下，普通丝价格依然保持在较高的水平。2009 年随着上述偶发性因素逐步被市场消化，普通丝价格逐渐回归合理水平。公司普通丝销售平均单价由 2008 年的 1.35 万元/吨降至 2009 年的 0.99 万元/吨。与此同时，随着公司新增产能的释放，2009 年公司普通丝销量由 2008 年的 2.10 万吨增至 2009 年的 2.83 万吨，因此，在销售单价大幅下降的情况下，2009 年普通丝产品的销售收入与上年基本持平。

3.2 差别化丝产品

差别化、功能性丝为涤纶工业长丝的未来发展方向，公司积极注重并持续加大高技术含量、高附加值的新产品研发、生产和销售，公司在保持销售收入持续增长的情况下，产品的差别化、功能性占比逐年提升。报告期内，公司差别化、功能性丝销售收入占涤纶工业长丝销售收入的比重分别为 34.84%、37.25%、和 40.29%。其中公司于 2007 年自行研发成功拒海水丝，并于 2008 年 8 月通过美国 ABS 认证。公司成功研发并投产拒海水丝，当年实现销售收入 151.43 万元，2008 年即增长到 1,084.27 万元，增幅达 616.02%，2009 年实现销售收入 1,735.32 万元；活化丝销售收入从 2007 年的 509.29 万元上涨到 2009 年的 1,239.98 万元，增长幅度达 143.47%。

3.3 高粘切片产品

2008 年公司新增高粘切片生产销售，系公司自 2008 年“FDY 差别化聚酯纤维技改项目”投产后，公司固相聚合能力提升幅度大于后道纺丝工序，为顺应市场需求，丰富公司的利润增长点，增加了对外销售高粘切片业务。2009 年高粘切片销售收入较 2008 年增长 11.21 倍，提升了公司的盈利能力。

4. 募投项目分析

公司本次募集资金投资项目的产品为高模低收缩型涤纶工业长丝、低收缩、超低收缩型涤纶工业长丝及功能性涤纶工业长丝（拒海水型、阻燃型、活化型及抗芯吸型），各类产品的市场前景广阔。

4.1 高模低收缩涤纶工业长丝市场前景

高模低收缩型涤纶工业长丝是涤纶工业长丝的重要品种，其断裂强度大、弹性模量高、延伸率低、热稳定性好、耐冲击性好，是土工织物和橡胶骨架材料（三角带硬线绳、高强度输送带及子午胎帘子布等）的理想原材料，全世界的用量处于上升阶段。随着高模低收缩型涤纶工业长丝生产技术的发展 and 下游用户对其性能的熟悉，其市场呈现如下特征：一是高模低收缩丝的品种规格日趋成熟，逐步占领原有的化学纤维，如粘胶纤维、锦纶等的市场份额；二是市场应用领域的发展，特别是土工织物和轮胎用高模低收缩丝的需求增加；三是高模低收缩丝的特性被下游用户不断认识，上下游的相互交流，推动了其品种、牌号的完善和质量的提高，应用领域不断拓展，如高性能输送带等。

表格 5 2010—2014 年我国高模低收缩型长丝的市场发展（万吨）

年份	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球需求量	920,000	970,000	1,000,000	1,060,000	1,130,000
全球供应量	880,000	930,000	960,000	1,010,000	1,070,000
全球供应缺口	40,000	40,000	40,000	50,000	60,000
国内需求量	210,000	240,000	300,000	385,000	465,000
国内供应量	190,000	230,000	280,000	355,000	425,000
国内供应缺口	20,000	10,000	20,000	30,000	40,000

资料来源：东方证券研究所整理

4.2 低收缩型、超低收缩型及抗芯吸型涤纶工业长丝市场前景

相对于普通丝而言，低收缩型、超低收缩型涤纶工业长丝由于受热后收缩小，其织物或制成的橡胶制品具有良好的尺寸稳定性和耐热稳定性，能吸收冲击负荷，并具有涤纶柔软的特点，主要用于涂层织物。抗芯吸型涤纶工业长丝能有效克制涂层织物的芯吸效应，是高档涂层织物的最佳材料。随着涂层技术的进步和涂层织物用途的拓展，全球低收缩型、超低收缩型及抗芯吸型涤纶工业长丝需求快速增长。

表格 6 2010—2014 年我国低收缩、超低收缩型长丝的市场发展（万吨）

年份	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球需求量	240,000	255,000	275,000	295,000	320,000
其中：全球抗芯吸型需求量	36,000	47,000	60,000	73,000	87,000
全球供应量	190,000	196,000	210,000	230,000	250,000
全球供需缺口	50,000	59,000	65,000	65,000	70,000
国内需求量	87,000	92,000	99,000	108,000	118,000
国内供应量	64,000	68,000	72,000	80,000	88,000
国内供应缺口	23,000	26,000	27,000	28,000	30,000

资料来源：东方证券研究所整理

4.3 功能性涤纶工业长丝市场前景

由于不同细分领域用途的特殊需要，促进了涤纶工业长丝生产技术的不断进步，功能性涤纶工业长丝得到了迅速发展，其应用领域不断拓展，市场前景广阔。

4.3.1 拒海水型涤纶工业长丝

以拒海水型涤纶工业长丝制成的缆绳有下列典型性能：不论在干、湿态都具有很高的强度和模量；即使受高负荷作用也仅有很小的蠕变量，能长期具有力学稳定性；有很好的强度—重量比值；有很好的耐热性、耐水性、耐化学品腐蚀性和抗腐烂性；有很高的抗辐射性和耐气候性；因采用独特的精整加工而具有优异的抗磨蚀能力。因而，拒海水型涤纶工业长丝缆绳被广泛应用于深海钻井平台，在许多情况下它们能替代粗大笨重的钢丝绳及钢制锚链等受拉构件，且其蠕变性风险远小于尼龙及聚乙烯类缆绳。随着海洋资源开发加快，海洋用纺织品，尤其深海钻井平台用缆绳将得以快速发展。

表格 7 2010—2014 年我国拒海水型长丝的市场发展（万吨）

年份	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球需求量	19,000	23,000	27,000	33,000	40,000
全球供应量	14,000	17,000	20,000	25,000	30,000
全球供需缺口	5,000	6,000	7,000	8,000	10,000

资料来源：东方证券研究所整理

4.3.2 阻燃型涤纶工业长丝

阻燃型涤纶工业长丝是通过在PET中混入阻燃母粒或者对涤纶工业长丝进行表面涂敷阻燃剂的方式来实现阻燃的特性，阻燃型涤纶工业长丝同时还保持着原有的高强度、高模量等性能。阻燃丝的主要用途为阻燃蓬盖材料、室内灯箱广告布的，随着安全生产和防火要求的日益严格，阻燃丝的市场前景日益开阔。近年来，欧美等对旅游帐篷面料及室内广告布的阻燃性提出了较高的要求，如美国要求所有进入美国的帐篷面料均须经过阻燃整理，并达到美国国际帆布产品帐篷阻燃标准，国际市场的阻燃丝市场前景广阔。

表格 8 2010—2014 年我国阻燃型长丝的市场发展（万吨）

年份	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球需求量	19,000	23,000	27,000	32,000	38,000
全球供应量	14,000	18,000	21,000	24,000	28,000
全球供需缺口	5,000	5,000	6,000	8,000	10,000

资料来源：东方证券研究所整理

4.3.3 活化型涤纶工业长丝

涤纶工业长丝经活化处理后，与橡胶或塑料等材料的粘合性增强，缩短了后加工流程，主要应用于一浴法浸胶的三角带硬线绳、输送带帆布、子午胎帘子布，是机械橡胶材料的高质量增强材料。以国内市场为例，2007年用于制造各类输送带的主要浸胶帆布生产企业共耗用涤纶工业长丝至少2.1

万吨，用于制造各类三角带硬线绳的浸胶线绳生产企业耗用涤纶工业长丝至少为1.5万吨。随着国内设备制造业的升级、矿产开采业的规模扩张与设备更新，国内活化型涤纶工业长丝将逐步替代普通型涤纶工业长丝在该领域的应用，不计市场需求的增长，其需求量至少能达到3.6万吨。

表格 9 2010—2014 年我国活化型长丝的市场发展（万吨）

年份	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
全球需求量	82,000	87,000	88,000	96,000	103,000
全球供应量	75,000	79,000	79,000	86,000	92,000
全球供需缺口	7,000	8,000	9,000	10,000	11,000

资料来源：东方证券研究所整理

5. 估值及投资建议

尤夫股份募资项目将大幅增加公司产能，募资项目建成后将达到 9 万吨/年工业长丝的生产能力。我们预计公司 10-12 年每股 EPS 为 0.50 元、0.80 元、0.90 元，对应的同类企业估值一般为 10 年每股收益的 25 倍左右，考虑到公司未来两年增量产能较大，以 2010 年每股收益 27-30 倍计，对应合理价格区间为 13.5—15 元，建议投资者长期予以重点关注。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn