

杭氧股份一大中型空分设备的龙头企业



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 公司是国内最大的空分设备和石化设备开发、设计、制造成套企业，以设计、制造、销售成套大中型空分设备和石化设备为核心业务。是我国空分设备行业唯一一家国家级重点新产品开发、制造基地，我国重大技术装备国产化基地，亚洲最大的空分设备设计和制造基地，并已成为国际空分“五强”企业。产品覆盖全国各地和世界 30 多个国家和地区，具有年设计、生产 50 套以上大中型空分设备的能力，年产空分设备制氧量总和达到 100 万立方米/小时以上。
- 工业气体是指氧、氮、氩、氦、氖、氢、二氧化碳、乙炔和天然气等。由于这些气体所固有的物理和化学性质，在工业生产领域获得了广泛的应用。由于我国国民经济的高速发展，我国工业气体在 2000 年后进入高速发展阶段。2002 年我国工业气体年增长率为 12%，2005 年我国工业气体年增长率为 15%，预计到 2016 年，中国工业气体年产值可达到 1,000 亿元，发展速度每年在 10% 左右。工业气体的应用几乎渗透到各行各业，除了传统的炼钢、石化、化肥生产以外，工业气体应用的新兴领域还包括煤化工、石油开采、煤矿灭火、食品速冻、国防工业中的燃料、电子及半导体生产、光纤生产、超导材料生产、废水处理等环保产业、医疗保健产业等。
- 空气分离设备制造行业的市场集中度较高，目前国外的主要空气分离设备制造企业为林德公司、法液空公司等几家大型的跨国企业集团。国内目前从事空气分离设备生产的企业共有十余家，主要包括公司、开封空分集团有限公司、四川空分设备（集团）有限责任公司等内资企业，液空（杭州）公司、林德（杭州）公司等外国公司控股的合资或独资公司。
- 公司是国内规模最大、历史最悠久的空气分离设备制造企业，在技术上始终引领着中国气体分离设备行业的发展。凭借在技术和可靠性上的优势，在产品市场占有率上始终保持同行业首位。特别是在大型空气分离设备市场，公司 2007 年及 2008 年的国内市场占有率分别为 48.41%、41.24%，均位居同行业首位，在市场竞争中具有很强的品牌优势。
- 杭氧股份目前订单状况良好，截止 09 年底的在手订单有 40.09 亿元，10 年 1-4 月又新增订单 9.1 个亿，随着募资项目的投产，将大幅提高公司在大型空分设备上的竞争力，我们预计公司未来两年每股 EPS 为 0.75 元、0.9 元，因目前 A 股市场无对应的空分设备生产商，我们参照了其他工业气体生产类企业，认为公司合理股价区间为 16.5—18.75 元，对应 2010 年每股收益 22—25 倍；建议投资者长期予以重点关注。

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

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

合理价格区间	16.5—18.75 元
发行数量(万股)	7100
发行后总股本(亿股)	4
询价价格区间(元)	14.9-16.9
国家/地区	中国
行业	化工行业
报告日期	2010 年 5 月 25 日

目 录

1. 公司简介	4
2. 工业气体概述	5
2.1 工业气体应用的下游流域	5
2.1.1 煤化工行业的应用	5
2.1.2 化肥行业的应用	5
2.1.3 石化行业的应用	5
2.1.4 冶金行业的应用	6
2.1.5 电力行业的应用	6
3. 行业竞争格局和公司分析	6
3.1 公司的发展回顾	7
3.2 公司的竞争力分析	8
4. 募投项目分析	8
4.1 实现 8 万等级空气分离设备的国产化	9
4.1.1 提高公司产品的研发、设计和成套能力	9
4.1.2 提高产品的检验试验水平	9
4.1.3 提高核心部机的生产加工能力	9
4.1.4 解决产品运输问题	9
4.2 提高关键部件及配套部机的国产化及配套能力	9
5. 估值及投资建议	10

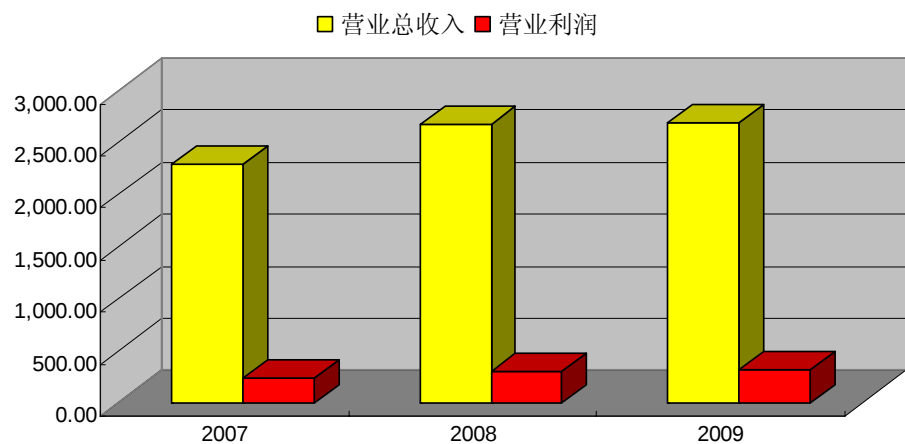
图表目录

图表 1 2007—2009 年营业收入及利润统计（百万元）	4
图表 2 2009 年公司空分设备下游需求分布	7
表格 1 2007—2009 年公司各主要产品收入及占比统计（万元）	4
表格 2 2008 年空分设备生产企业不同等级产量统计	6
表格 3 2007—2008 年大型空分设备各厂商产量及市场占有率统计	8
表格 4 募投项目规划	8

1. 公司简介

公司是国内最大的空分设备和石化设备开发、设计、制造成套企业，以设计、制造、销售成套大中型空分设备和石化设备为核心业务。是我国空分设备行业唯一一家国家级重点新产品开发、制造基地，我国重大技术装备国产化基地，亚洲最大的空分设备设计和制造基地，并已成为国际空分“五强”企业。产品覆盖全国各地和世界 30 多个国家和地区，被世界著名公司如德国 MESSER 集团、英国 BOC 公司等认可并采购。具有年设计、生产 50 套以上大中型空分设备的能力，年产空分设备制氧量总和达到 100 万立方米/小时以上。近年来在石化产业取得巨大突破，先后承接并开发了燕山石化 66 吨乙烯冷箱、茂名石化 100 万吨乙烯冷箱及天津石化、镇海炼化等 100 万吨等级乙烯冷箱项目，同时开发了天然气冷箱、液氮洗冷箱等石化产品。

图表 1 2007—2009 年营业收入及利润统计（百万元）



资料来源：东方证券研究所整理

表格 1 2007—2009 年公司各主要产品收入及占比统计（万元）

业务分部	2009		2008		2007	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
空气分离设备	222,271.76	86.60%	231,913.33	92.44%	203,577.75	95.89%
气体销售	13,720.63	5.35%	11,511.70	4.59%	4,254.46	2.00%
乙烯冷箱产品	12,969.26	5.05%	3,991.40	1.59%	699.33	0.33%
其他业务	7,714.77	3.01%	3,463.82	1.38%	3,774.37	1.78%
合计	256,676.42	100%	250,880.25	100%	212,305.91	100%

资料来源：东方证券研究所整理

2. 工业气体概述

工业气体是指氧、氮、氩、氦、氖、氫、二氧化碳、乙炔和天然气等。由于这些气体所固有的物理和化学性质，在工业生产领域获得了广泛的应用。根据对美国工业气体市场的分析，气体工业的增长率一般是国内生产总值增长的1.25倍至1.5倍。由于我国国民经济的高速发展，我国工业气体在2000年后进入高速发展阶段。2002年我国工业气体年增长率为12%，2005年我国工业气体年增长率为15%，预计到2016年，中国工业气体年产值可达到1,000亿元，发展速度每年在10%左右。

2.1 工业气体应用的下游流域

工业气体的应用几乎渗透到各行各业，除了传统的炼钢、石化、化肥生产以外，工业气体应用的新兴领域还包括煤化工、石油开采、煤矿灭火、食品速冻、国防工业中的燃料、电子及半导体生产、光纤生产、超导材料生产、废水处理等环保产业、医疗保健产业等。工业气体应用正在试验中的领域主要包括固体氮生产、燃料电池生产、磁性材料生产、氢能汽车生产等。

2.1.1 煤化工行业的应用

我国煤炭资源丰富，石油资源贫乏。近年来，由于我国石油进口量迅速增长，因此国内以煤气化和煤液化为代表的新型煤化工行业得到了快速的发展。煤气化及煤液化均需使用大量的高纯度氧气，利用煤气化技术合成油，每一百万吨合成油的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为300,000m³/h；利用煤气化生产甲醇，每一百万吨的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为120,000m³/h；利用煤气化生产合成天然气，每1,000万立方米/天的生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为240,000m³/h；利用煤直接液化技术合成油，每一百万吨合成油的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为100,000m³/h。目前南非拥有世界上最大的制氧厂，总制氧量达到1,200,000m³/h，该制氧厂为煤气化合成油的生产提供氧气。作为大型煤化工成套设备的重要组成部分，大型成套空气分离设备被列入国家发改委制定的《“十一五”重大技术装备研制和重大产业技术开发专项规划》，作为“十一五”及今后一个时期我国研制开发的重大关键技术设备。

2.1.2 化肥行业的应用

我国是农业大国，化肥是重要的农业生产资料，随着我国农业的发展，作为氮肥及其他复合肥的重要原料的合成氨的需求量稳定增长。按原料划分，合成氨的生产主要分为煤制合成氨、天然气制合成氨及重质油制合成氨。目前，我国合成氨的生产发展方向是主要以煤为原料，采用新型煤气化技术建设大型合成氨生产企业，淘汰小型的高能耗、高污染企业。煤气化生产合成氨，首先利用纯氧作为氧化剂，使煤气化制取氢气，氢气与纯氮反应后，生成合成氨。上述生产过程中的纯氧及纯氮均需由空气分离设备制取。使用煤气化技术生产合成氨，每30万吨合成氨的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为30,000 m³/h。

2.1.3 石化行业的应用

大型成套空气分离设备在石油化工行业中的主要用途包括使用天然气或重质油生产合成氨、为乙烯等烯烃类石化产品生产提供工业气体、为石油开采提供氮气等。使用天然气或重质油生产合成氨，每30万吨合成氨的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为40,000m³/h。

2.1.4 冶金行业的应用

钢铁企业是空气分离设备的传统用户，在炼铁及炼钢过程中，需要使用大量氧气。在炼铁环节，目前普遍采用高炉富氧鼓风炼铁工艺，该工艺使用氧气含量较高的富氧空气在高温下与焦炭、煤粉燃烧生成一氧化碳和氢气，这两种气体在高炉内上升过程中，与铁矿石发生氧化还原反应，从而得到铁。在炼钢环节，目前普遍采用氧气顶吹转炉炼钢工艺，该工艺使用高压工业纯氧作为氧化剂，使熔融生铁中的硅、锰等杂质氧化，生成炉渣。在高炉—转炉连铸—轧钢的传统工艺中，每一百万吨钢的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为15,000m³/h。为提高生产效率，降低环境污染，目前世界各主要钢铁生产国均在发展熔融还原炼铁技术，COREX是目前已经投入实际应用的熔融还原炼铁工艺，该种工艺使用普通煤代替焦炭，使用高压工业纯氧代替富氧空气，利用煤与高压工业纯氧燃烧产生一氧化碳和氢气等还原性气体，对铁矿石进行还原炼铁。该种炼铁工艺不再使用焦炭，简化了工艺流程，降低了环境污染，是目前钢铁冶炼技术的主要发展方向。由于在炼铁工艺中采用纯氧，因此，使用COREX炼铁工艺，每一百万吨钢的年生产能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为50,000m³/h。

2.1.5 电力行业的应用

大型成套空气分离设备主要应用于采用IGCC技术的火力发电企业。IGCC技术是首先利用纯氧与煤反应产生煤气，煤气经过净化，去除硫化物、氮化物、粉尘等污染物，成为清洁的气体燃料后，用于燃烧发电。该项技术彻底解决了传统火力发电中因煤直接燃烧而造成的环境污染问题。同时，该项技术还具有发电效率高、耗水量少、容易大型化等优点，可以实现能源、环境、经济性的良好平衡，是目前火力发电技术的重点发展方向。IGCC技术在煤气化过程中需要大量纯氧作为氧化剂，每30万千瓦时的发电能力需配置的空气分离设备的制氧能力约为60,000m³/h。

3. 行业竞争格局和公司分析

空气分离设备制造行业的市场集中度较高，目前国外的主要空气分离设备制造企业为林德公司、液空公司等几家大型的跨国企业集团。国内目前从事空气分离设备生产的企业共有十余家，主要包括公司、开封空分集团有限公司、四川空分设备（集团）有限责任公司等内资企业，液空（杭州）公司、林德（杭州）公司等外国公司控股的合资或独资公司。

表格 2 2008 年空分设备生产企业不同等级产量统计

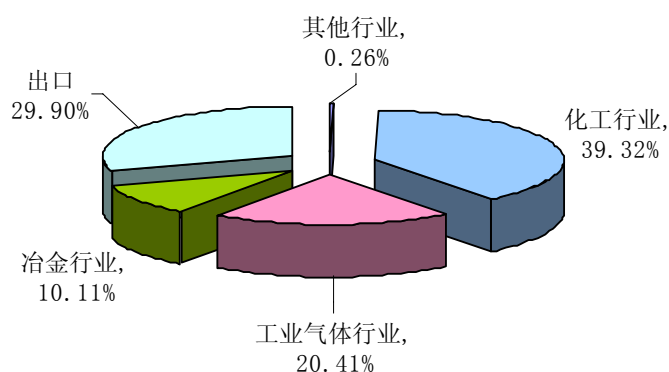
企业名称	总产量 (m ³ /h)	按制氧量划分不同等级 (m ³ /h)		
		20000 以下	20000-40000	40000 以上
杭氧股份公司	1,000,155	99,155	339,200	561,800
四川空分设备公司	546,580	205,580	251,000	90,000
液化空气(杭州)公司	530,000	—	—	530,000
林德工程(杭州)公司	184,000	—	—	184,000
开封空分公司	257,400	77,400	98,000	82,000
其他空气企业	429,900	380,900	49,000	—
行业合计	2,948,035	763,035	737,200	1,447,800

资料来源：东方证券研究所整理

3.1 公司的发展回顾

公司作为国内规模最大、历史最悠久的空气分离设备制造企业，始终引领着中国气体分离设备行业的发展。公司作为国内规模最大、历史最悠久的空气分离设备制造企业，始终引领着中国气体分离设备行业的发展。公司的业务前身杭州制氧机厂是国内最早设立的气体分离设备制造企业，在上世纪五十年代，试制完成了第一台国产制氧设备40-1型制氧车，并实现了30m³/h空气分离设备的批量生产，标志着我国气体分离与液化设备工业的诞生；此后，又研制生产了标志我国空气分离设备由小型向大中型发展的国内第一套3,350m³/h空气分离设备，在国内率先研制生产了氩、氦、氙、氪、氡等稀有气体提取设备、液氧液氮设备、氢液化设备、氦液化设备、氖液化设备、低温贮槽、板翅式换热器、合成氨弛放气提氩装置、10,000m³/h空气分离设备等气体分离及液化设备；进入上世纪八十年代后，在引进国外先进技术的基础上，通过自主开发和合作开发，先后在国内同行业中率先完成了第四代分子筛净化流程空气分离设备的大、中、小型系列化；研制生产了标志我国空气分离设备全系列技术升级换代的第五代增压膨胀流程6,000m³/h空气分离设备；自行设计生产了国内第一套6,000m³/h高纯氮设备。随后公司通过自主研发掌握了规整填料塔和全精馏制氩等关键技术，在此基础上设计生产了第六代空气分离设备，以及标志我国空气分离设备达到国际先进水平的第七代全精馏制氩内压缩空气分离设备。同时，在空气分离设备大型化方面，2002年，公司成功设计生产了第一套国产3万等级大型空气分离设备，标志着我国空气分离设备行业已具备了大型空气分离设备的设计及生产能力；2004年，公司成功开发生产了第一套国产5万等级大型空气分离设备；2006年，公司承接了宝山钢铁股份有限公司1套60,000m³/h空气分离设备制造业务，率先实现了6万等级大型空气分离设备的国产化；公司还先后承接了大唐国际发电股份有限公司3套58,000m³/h空气分离设备、神华包头煤化工有限公司4套60,000m³/h空气分离设备、日照盈德气体有限公司1套60,000m³/h空气分离设备的制造业务，打破了我国特大型空气分离设备市场完全由国外品牌产品垄断的局面，实现了我国空气分离设备国产化、大型化的重大突破。目前，公司已经完成8万等级空气分离设备设计流程的技术论证，并将在结合整体搬迁进行的技术改造完成后形成实际生产能力。

图表 2 2009 年公司空分设备下游需求分布



资料来源：东方证券研究所整理

3.2 公司的竞争力分析

公司是国内规模最大、历史最悠久的空气分离设备制造企业，在技术上始终引领着中国气体分离设备行业的发展。凭借在技术和可靠性上的优势，在产品市场占有率上始终保持同行业首位。特别是在大型空气分离设备市场，公司2007年及2008年的国内市场占有率分别为48.41%、41.24%，均位居同行业首位，在市场竞争中具有很强的品牌优势。

表格 3 2007—2008 年大型空分设备各厂商产量及市场占有率统计

企业	2 万及以上等级空气分离设备			
	2007 年		2008 年	
	产量 (m ³ /h)	市场占有率	产量 (m ³ /h)	市场占有率
杭氧股份有限公司	783,900	48.41%	901,000	41.24%
液化空气（杭州）公司	282,000	17.42%	530,000	24.26%
林德工程（杭州）公司	281,800	17.40%	184,000	8.42%
四川空分设备公司	183,000	11.30%	341,000	15.61%
开封空分公司	60,500	3.74%	180,000	8.24%
其他空气企业	28,000	1.73%	49,000	2.24%
行业合计	1,619,200	100%	2,185,000	100%

资料来源：东方证券研究所整理

4. 募投项目分析

公司本次发行募集资金扣除发行费用后，将投资于以下 6 个项目：

表格 4 募投项目规划

项目内容及名称	总投资	项目实施进度
80000m ³ /h 大型空分设备国产化技改项目	19,585	09 年 6 月开始实施，预计 11 年 6 月完工
大型乙烯冷箱和内压缩空分设备的高中压板翅式换热器国产化技改项目	6,530	09 年 6 月开始实施，预计 11 年 6 月完工
提高大型空分设备配套透平压缩机能力技改项目	11,495	09 年 6 月开始实施，预计 11 年 6 月完工
提高大型空分设备填料配套能力技改项目	5,930	08 年 12 月开始实施，预计 10 年 12 月完工
河南杭氧气体有限公司新建 2000m ³ /h 空分工程	13,600	08 年 4 月开始实施，已于 09 年 5 月完工
吉林杭氧气体有限公司新建 2×25000m ³ /h 制氧机组及配套项目	33,421	08 年 7 月开始实施，预计 10 年 6 月第一套空气分离设备完工、11 年 9 月第二套空气分离设备完工

资料来源：东方证券研究所整理

4.1 实现 8 万等级空气分离设备的国产化

公司拟利用本次发行募集资金，实施“80000m³/h 等级空分设备国产化技改项目”，该项目的主要目标是进行产品结构调整，重点发展 3 万及以上等级的空气分离设备，形成 8 万等级空气分离设备的生产能力，实现 8 万等级空气分离设备的国产化，并使公司具备年产总制氧量为 110 万 m³/h 空气分离设备的生产能力，建成具有国际先进水平的大型空气分离设备制造基地。该项目的技术改造重点如下：

4.1.1 提高公司产品的研发、设计和成套能力

大型成套空气分离设备制造行业属于技术密集型行业，产品的研发、设计和成套能力是企业的核心竞争力。由于在大型成套空气分离设备市场，公司是国外公司的主要竞争对手，因此，公司要实现大型空气分离产品的升级换代必须依靠自主研发。公司拟利用本次发行募集资金，加大对科研设施的投入，设立公司研发中心，购建一批先进的试验装置和设计软件，建立完善的技术研发体系，形成自主的知识产权体系，提高新产品的研发能力。

4.1.2 提高产品的检验试验水平

空气分离设备的运行稳定性是产品竞争力的核心因素。由于公司产品在国内市场的主要竞争对手是国外品牌产品，同时公司正在积极开拓国际市场，因此进一步提高产品质量成为公司实现产品发展战略的重要条件。大型成套空气分离设备系统构成复杂、组成部机体积庞大，要保证产品的质量，必须拥有先进的检验试验设施。公司拟利用本次发行募集资金，加大对检验试验设备的投入，购建一批具有国际先进水平的检验试验设施，以进一步提高产品的市场竞争力。

4.1.3 提高核心部机的生产加工能力

精馏塔是成套空气分离设备的核心部机，精馏塔的生产能力直接决定空气分离设备的产量和产品等级。公司拟利用本次发行募集资金，通过购置关键设备，提高精馏塔的生产加工能力，重点在于提高 3 万及以上等级大型空气分离设备使用的精馏塔的生产加工能力，形成 8 万等级空气分离设备的生产能力，将公司空气分离设备的生产能力由目前的年产 100 万 m³/h 提高到年产 110 万 m³/h。

4.1.4 解决产品运输问题

目前，公司空气分离设备产品部件的最大件直径已达到 4.9 米、最大长度达到 27.5 米，乙烯冷箱产品的最大体积达到 7 米×4.2 米×33 米，上述产品受铁路运输条件的限制，目前只能采用公路运输方式，而公路运输受路桥净空高度等的限制变得日益困难，这将严重地制约公司产品向大型化方向的发展。公司拟利用本次发行募集资金，在临安开发区新厂址建设船坞等设施，通过水运解决公司大型产品的运输问题。

4.2 提高关键部件及配套部机的国产化及配套能力

大型成套空气分离设备由多个系统组成，其关键部件或配套部机的国产化及专业配套水平将对成套空气分离设备的国产化及大型化构成直接影响。公司拟利用本次发行募集资金，实施技术改造，重点提高高中压板式换热器、大型离心式压缩机和填料等大型空气分离设备关键部件或配套部机的国产化及配套能力，以保障公司成套空气分离设备产品结构调整的顺利实施。

5. 估值及投资建议

杭氧股份目前订单状况良好，截止 09 年底的在手订单有 40.09 亿元，10 年 1—4 月又新增订单 9.1 个亿，随着募资项目的投产，将大幅提高公司在大型空分设备上的竞争力，我们预计公司未来两年每股 EPS 为 0.75 元、0.9 元，因目前 A 股市场无对应的空分设备生产商，我们参照了其他工业气体生产类企业，认为公司合理股价区间为 16.5—18.75 元，对应 2010 年每股收益 22—25 倍；预计询价较合理股价折让 10%，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