

晨鸣纸业，造纸成名

前言：

上半年投资者肯定过度爱好包装企业了，一个年用纸量不到 10 万吨的包装公司，市值竟然是产纸 300 多万吨巨型造纸企业的 1/2。试问如果你是晨鸣纸业的董事长，有人拿两个包装公司和你交换你的企业，你作何感想？

研究结论：

- **市场对印刷包装企业和造纸企业出现过度错配，下半年有出现纠偏行情。**我们认为上半年投资者超配了包装企业，低配了造纸行业，从市值角度看，典型上市包装公司的用纸量均不到造纸龙头企业产值量的 5%，但市值却是造纸企业的近 1/2，为何有这种现象，我们认为是投资者误读了包装企业成长率，给予过高的市销率而忽视了传统造纸企业的价值，因此，我们认为未来市场将出现纠偏行情，造纸企业的市值水平有望提升，建议投资者目前积极配置造纸行业。
- **造纸行业中标的首选晨鸣纸业，风险收益比最好。**我们看好晨鸣纸业的风险收益比，从当前公司估值出发，目前无论是 PE 还是 PB 水平均维持在历史最低位，向下空间很小，而向上空间可以达到 30%，因此风险收益比非常高，另一方面，公司 2009 年低位投资新产能，2011 年新增产能规模为 251 万吨，达到 534 万吨规模水平，在所有造纸公司中最具成长能力。
- **四季度行业催化剂明显。**短期看，我们认为行业催化剂有三：1，工信部提出的激进落后淘汰计划将逐步实施；2，造纸十二五规划初稿已定，预计年底出炉，我们判断龙头公司将受益；3，纸品消费 4 季度将进入旺季，历史上看，2007 和 2009 年纸品价格四季度均出现上涨，我们认为今年 9 月份后也会出现涨价可能，纸品价格表现将催化股价上涨。
- **首次给予买入评级，目标价 9.53 元。**我们认为公司作为造纸行业的龙头代表企业，与印刷包装公司对比，具备极大的优势，而其市值却是印刷企业的 2 倍而已，我们认为这种程度的偏差代表了投资者对造纸企业悲观看法过度，随着 8 月份纸品价格的止跌和四季度旺季的到来，以及行业十二五规划的制定出台，造纸公司如此低的估值水平有望被修复，我们看好晨鸣纸业未来 6~12 个月的表现，按照历史平均 PB1.5 估值，我们给予晨鸣纸业 9.53 元目标价，针对目前股价存在 32% 的上升空间，我们首次给予买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业高级分析师

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 8 月 5 日) 7.24 元

目标价格 9.53 元

总股本/A 股 (万股) 206205 / 111328

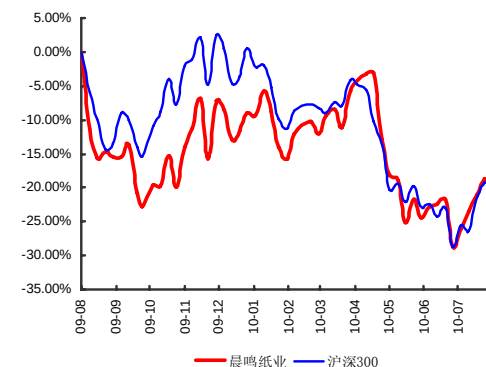
A 股市值 (亿元) 149

国家/地区 中国

行业 轻工

报告日期 2010 年 8 月 6 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-1.2%	2.7%	2.0%
相对表现 (%)	-0.6%	-0.1%	1.2%

资料来源：WIND

财务预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	14884.63	19536.94	25598.99	29775.90
同比%	-4.15%	31.26%	31.03%	16.32%
归属母公司净利	835.95	1075.17	1286.58	1537.08
同比%	-22.26%	28.62%	19.66%	19.47%
毛利率%	18.99%	18.83%	18.43%	18.73%
ROE%	6.43%	7.76%	8.64%	9.53%
EPS (元)	0.41	0.52	0.62	0.75
PE (X)	17.86	13.89	11.60	9.71
PB (X)	1.15	1.08	1.00	0.93

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

一 造纸行业底部出现，趋势向好.....	3
1.1 造纸行业投资图谱，投资行业周期性盈利底部到来.....	3
1.2 展望四季度，行业催化剂明显.....	5
1.2.1 淘汰落后产能要求三季度末关停.....	5
1.2.2 造纸十二五规划草案出台.....	5
1.2.3 9月份行业进入旺季，纸价有望表现.....	5
1.3 2011年是产能投放的小年，供应压力不大.....	6
二 公司低点投资，2011年是收获之年.....	7
2.1 估值达到底部区域，风险收益比高.....	7
2.2 低点投资，2011年是收获之年.....	7
2.3 公司新增产能错位竞争，避免价格战.....	8
三 盈利预测与估值.....	10
3.1 核心假设.....	10
3.2 盈利预测和三表.....	10

一 造纸行业底部出现，趋势向好

上半年投资者超配了包装企业，低配了造纸行业，从下表看，包装公司的用纸量均不到造纸龙头企业的 5%，但市值却是造纸企业的近 1/2，为何有这种现象？我们认为是投资者误读了包装企业成长率而忽视了传统造纸企业的价值，因此，我们认为未来市场将出现纠偏行情，造纸企业的市值水平有望提升，建议投资者目前积极配置造纸行业。

表 1 从总市值和产能的对比角度，造纸行业公司低估明显

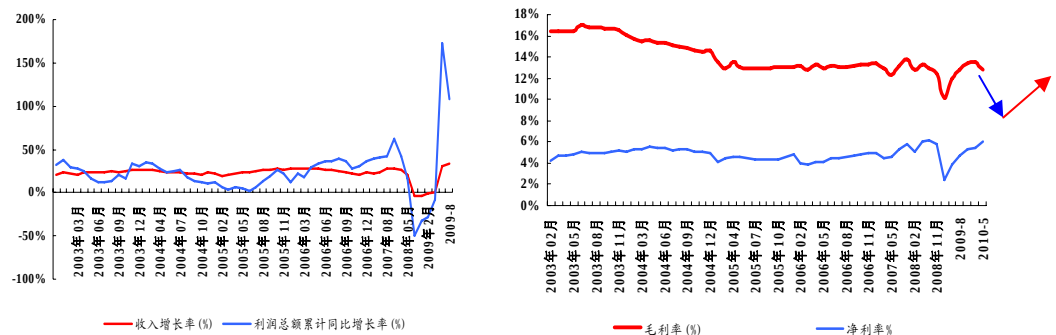
	总市值(亿元)	产能(万吨) 2010	产能(万吨) 2012
晨鸣纸业	149.3	328.6	533.6
太阳纸业	113.0	230.0	305.0
博汇纸业	40.0	115.0	190.0
	总市值(亿元)	产能(万平方米) 2010	用纸量(万吨)
美盈森	62.0	8500.0	7~10
合兴包装	39.0	49000.0	23.3

资料来源：东方证券研究所

上半年由于浆价大幅上涨，产能不断投放，因此投资者对于造纸的负面看法较大，更加偏好包装印刷类企业，并超配这这类公司。但“三十年河东，三十年河西”，我们认为未来行业发展的趋势不会一成不变，造纸作为传统行业，未来需求稳定，盈利也会保持稳定增长，未来 6~12 个月，我们认为随着造纸行业基本面触底向好，未来市场有望纠偏，我们看好四季度造纸行业发展趋势，再次重申标配的评级。

图 1 基数原因导致收入和盈利大幅增长

三季度行业毛利率或有回落，四季度重新上涨



资料来源：东方证券研究所

1.1 造纸行业投资图谱，投资行业周期性盈利底部到来

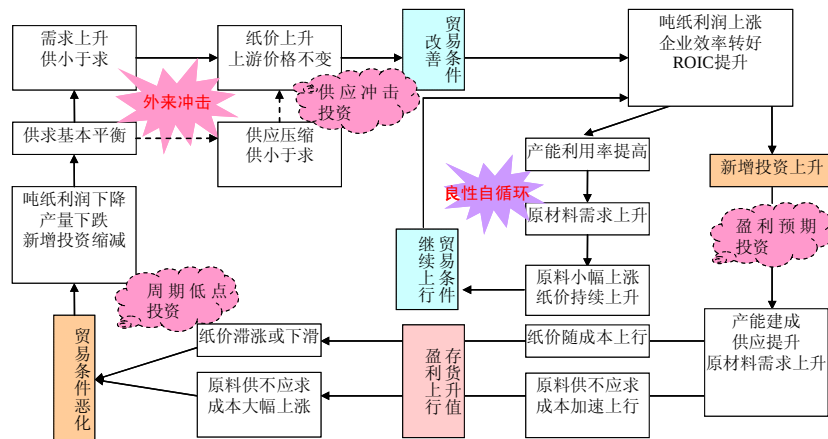
我们罗列了行业投资的历史图谱，造纸行业的投资机会我们认为来自三类：

- 1、供应冲击的投资机会，对应 2007 年 1~3 季度，当时行业提倡节能减排，市场产生了供应削减的预期，因此行业出现了一次波澜壮阔的上涨行情；
- 2、周期性低点的投资机会，对应 2008 年 4 季度到 2009 年 1 季度，当时行业估值水平非常低，纸价出现了一定幅度的修复性上涨导致行业出现估值修复的行情；

3、盈利预期良好的投资机会：对应 2003~2004 年，届时纸品供不应求，行业盈利预期持续维持在较好的水平上，也衍生出当时行业性的投资机会。

我们认为当前行业快达到周期性盈利低点，此外，落后产能淘汰带来的供应冲击的可能也在逐渐放大。

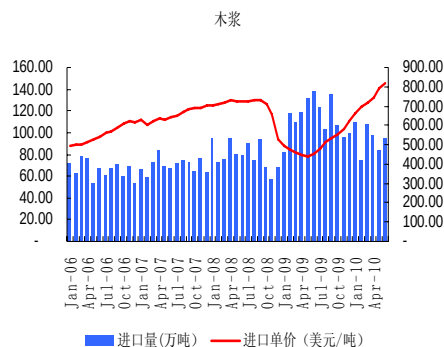
图 2：中国 2009 年消费电子全球占比 15%



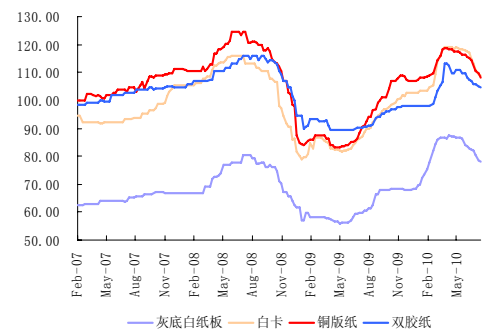
资料来源：东方证券研究所

我们认为之所以认为行业盈利低点即将到来主要由于我们注意到进口木浆价格 6 月份达到历史高点，而同时，纸品价格却在下滑，因此上涨的成本遇到下跌的产品价格，三季度企业盈利可能走低，但随后马上进入 9 月份的旺季，随着浆价的止跌和需求上升（参考我们 8 月份月报），我们认为造纸行业盈利将迅速回暖。因此，未来行业将出现一个周期性的底部。并开始向好的方向发展。

图 3：6 月进口木浆单价上升至历史高位



纸品价格 4 月开始下滑，毛利率将走低



资料来源：东方证券研究所

此外，工业和信息化部 5 月 27 日向各地下达今年 18 个行业淘汰落后产能的目标任务，其中炼铁、炼钢、水泥、电解铝等 6 大重点行业的淘汰任务大幅超过国务院通知要求，**增幅最高的是造纸行业，下达的淘汰任务是 432 万吨，比通知要求的 53 万吨增加 715%。**我们认为随着节能减排攻坚任务进入深水区，行业的落后产能淘汰压力将增大，这将带来行业供应冲击型的投资机会。

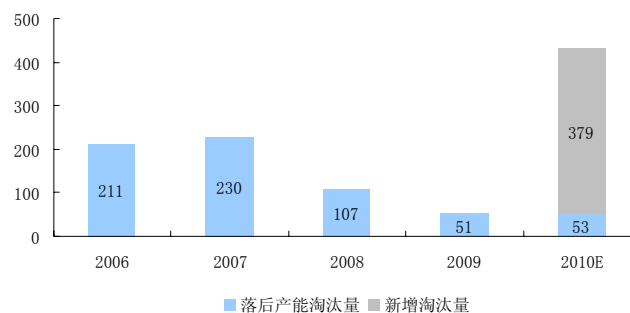
1.2 展望四季度，行业催化剂明显

我们站在三季度的时点上，展望未来 2 个季度，我们认为行业具备相当多的催化剂。

1.2.1 淘汰落后产能要求三季度末关停

5 月 27 日工信部提出相对激进的淘汰计划，并要求确保这些落后产能在本年度第三季度前全部关停，我们认为尽管严格执行淘汰计划有一定难度，但随着时间的推移，落后产能淘汰计划的效果将逐步被媒体和大众所了解，届时对行业龙头公司有正面的促进效应。

图 4：中国 2011 年产能投资的小年，新增供应压力不大



资料来源：东方证券研究所

1.2.2 造纸十二五规划草案出台

我们了解到造纸十二五规划初稿已定，预计年底出炉。据报道，造纸工业“十二五”规划草案已经完成，预计结构调整、提升改造与绿色发展将成为规划关键词，此外，规划将对行业发展速度、环境保护和资源利用三方面作出新规定，还将包括新的行业扶持政策，我们认为行业中的优势企业将受益。

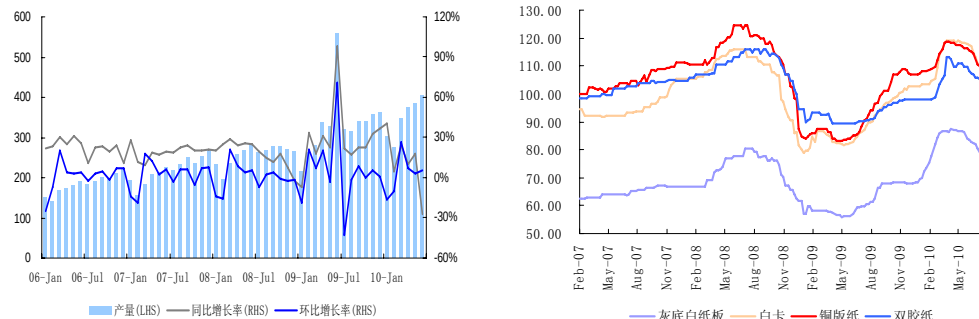
1.2.3 9 月份行业进入旺季，纸价有望表现

历史上看，纸品消费 4 季度将进入旺季，价格届时也会出现涨价可能，在《纸品贸易商沙龙系列四》中，我们提到目前社会和纸厂库存均正常，如果未来终端需求增长，备库需求也将拉动纸价出现一定幅度上涨。一般而言，如果纸厂方面库存堆积较多，往往意味着纸厂有削减库存，回笼资金的压力，价格往往走软；如果库存存在社会贸易商手中，往往意味着纸厂心态较为乐观，价格一般走高的可能较大。目前情况看，贸易商和纸厂库存比较平均，因此未来价格波动取决于终端需求的走向。

历史上看，除了 2008 年以外，2007 和 2009 年四季度，纸价均出现上涨，而且产量来看，2008 年以外，产量四季度环比一般有 5~10% 的增长，表明需求四季度的确好于平日，因此，我们认为 2010 年在社会库存和纸厂库存正常的背景下，纸价上行是一个大概率事件。

图 5 纸品产量四季度一般环比正增长

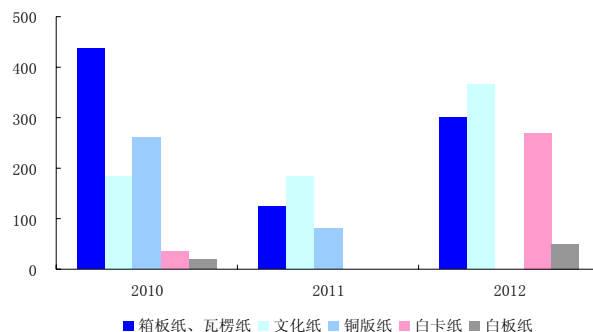
除了 08 年，四季度纸价均有上浮



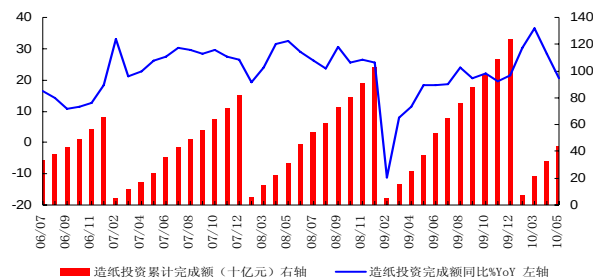
资料来源：东方证券研究所

1.3 2011 年是产能投放的小年，供应压力不大

2011 年是新增投资的小年，产能投放较为缓和，我们认为为何 2011 年新增产能较小的原因在于 2009 年金融危机，铜版纸被国际上其他国家反倾销，导致大多数企业对于新增产能盈利前景并不乐观，因此削减或者推迟了投资计划，而新产能建设需要 2 年左右建设期，因此我们认为 2011 年新增供应压力并不大。

图 6：中国 2011 年产能投资的小年，新增供应压力不大


资料来源：东方证券研究所

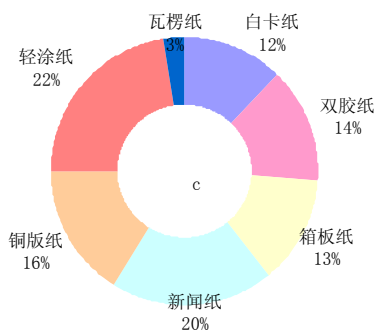
图 7：造纸固定资产投资减速，暗示未来新增压力较小


资料来源：东方证券研究所

二 公司低点投资，2011 年是收获之年

我们认为公司是综合性龙头公司，各个产能均有覆盖，且公司规模是 A 股上市的造纸企业中最大的，因此我们认为如果要投资造纸行业，晨鸣是不二选择。

图 8：公司各种纸品均有，分布很均衡

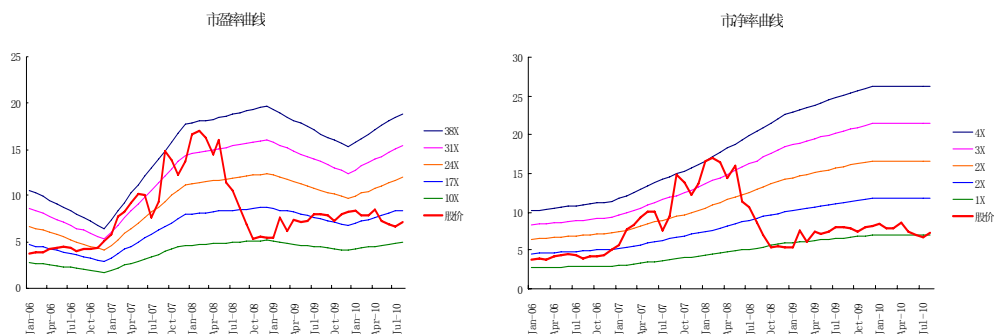


资料来源：东方证券研究所

2.1 估值达到底部区域，风险收益比高

我们推荐晨鸣纸业最大的理由来自其估值到了历史的底部区域，我们认为未来股价下滑的可能不大，即便出现大的系统性风险，晨鸣纸业向下空间不到 10%，而按照历史平均 1.5PB 估值，向上空间达到 40%的水平，我们认为目前投资晨鸣纸业具备相当的安全边际。

图 9 晨鸣纸业公司无论 PE 还是 PB 都在底部徘徊



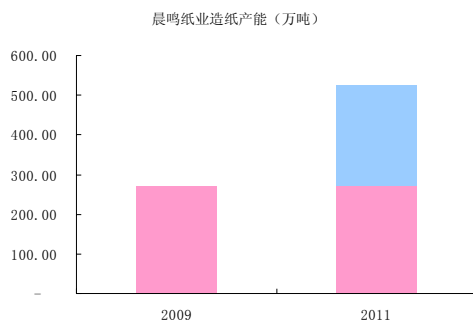
资料来源：东方证券研究所

2.2 低点投资，2011 年是收获之年

我们在 2009 年 6 月 8 日公司公告决定新建 3 个项目：高档低定量铜版纸、高档涂布白牛卡纸、晨鸣国际物流中心及配套铁路专用线项目。公司选择在行业景气的低点投资，主要基于对国内未来纸品需求的看好，以及低点投资成本较低两重考虑。此外，公司还在 09 年 4 月决定投资 16.7 亿元在湛江地区投资建设 45 万吨高级文化纸生产线，加上以上新增项目，晨鸣在 2009~2010 年间共计划新增 114.7 亿元投资。

我们认为当时公司新增这些投资项目是明智的选择，主要是由于当时的吨纸投资成本较低，如年产 80 万吨高档低定量铜版纸项目，项目工程总投资额约人民币 50 亿元，吨纸投资额为 6300 元/吨，年产 60 万吨高档涂布白牛卡纸项目，项目建设投资人民币 25 亿元，吨纸投资额为 4100 元/吨，投资建设 45 万吨高级文化纸生产线，投资 16.7 亿元，吨纸投资额为 3700 元/吨，这样的投资水平平均低于正常时期的投资资金需求，也意味着项目达产后折旧成本的减少，我们认为自 2009 年 6 月份起，工程建设需要 18 个月，加上审批核准时间，我们预计 2011 年中期，各个产能均能够达产，届时将体现为晨鸣纸业 2011 年的成长性所在。

图 10：公司 2011 年新增 251 万吨产能水平



资料来源：东方证券研究所

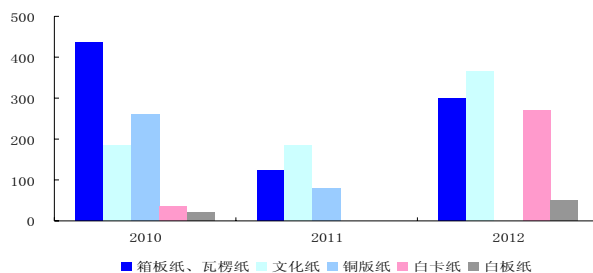
2.3 公司新增产能错位竞争，避免价格战

公司 2011 年新增的产能主要为高档文化纸 45 万吨，高档低定量铜版纸 80 万吨、高档涂布白牛卡纸 60 万吨，我们认为公司新增产能基本上属于错位竞争，深挖了市场区域需求，有利于避免激烈的价格竞赛。

高档文化纸在广东湛江投产，尽管广东地区是产纸大省，2008 年造纸产量达到 1,154 万吨，但其中绝大部分是箱板纸和瓦楞纸，其中九龙和理文两家公司分别贡献 442.89 万吨和 298.96 万吨，占比达到 64%，因此，相对而言，文化纸的产量，特别是高端文化纸产量并不高，对应广东地区发展水平，我们认为该文化纸在当地有较大需求。公司对应于该市场适时适地投资，未来盈利空间较大。

高档低定量铜版纸产能达到 80 万吨，未来铜版纸新增产能较多，今年主要是海南地区 160 万吨项目和王子制纸（南通）40 万吨项目，公司投资地区选择在山东寿光，尽管新增项目较大，但公司灵活利用地域的区别，将市场有效区分开，我们对其盈利并不悲观。

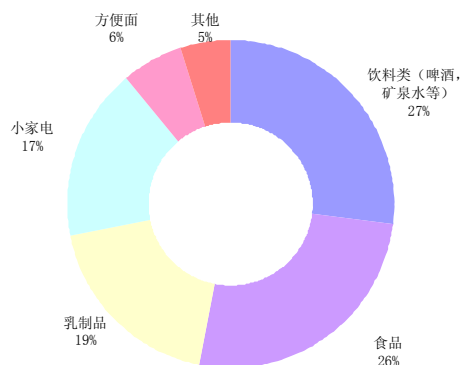
图 11：中国 2011 年产能投资的小年，新增供应压力不大



资料来源：东方证券研究所

最后，公司还准备新增 60 万吨白面牛卡纸项目，该项目是一个细分市场，国内制造该产品的企业并不多，最主要的竞争对手是山东阳光纸业和浙江景兴纸业。公司新增项目主要在 2011 年释放，我们相对而言，对该项目的需求前景较为谨慎，因为该市场主要用于高端包装，产品主要用于食品饮料，小家电等，尽管需求增长较快，但供应的超速增长可能会影响该纸种的毛利水平，我们判断该项目盈利会略高于箱板纸盈利而小于文化纸盈利水平。

图 12 白面牛卡下游终端用户消费占比



资料来源：东方证券研究所

表 2 白面牛卡行业 2010 年产能分布，公司白面牛卡投产对行业侵蚀较大

公司名称	2007	2008	2009	2010E
昌乐世纪阳光纸业有限公司	12	29	29	80
浙江景兴纸业有限公司	4	4	4	20
东莞富林纸业有限公司	5	5	5	5
杭州长岗纸业有限公司	5	5	5	5
河北秦皇岛丰满纸业有限公司	4	10	10	10
福建敦信纸业	8	8	8	18
河南宏腾纸业	0	0	0	15
其他公司	18.1	20	21	22

总计	56.1	81	81	175
有效产能释放	56.1	81	81	135

资料来源：东方证券研究所整理

综合来看，我们认为公司投资产能基本处于不同地理市场和不同纸种细分市场中，且 2011 年行业新增产能并不大，明年项目达产后，未来盈利水平应超我们前期预期。

三 盈利预测与估值

我们预计公司 2011 年一季度新增产能将开始调试，并出纸，但由于大型产能从投产到达产需要一个较长的时期，因此我们认为 2011 年新增产能对于公司业绩贡献将主要体现在下半年。

3.1 核心假设

我们认为公司 2011 年新增产能均将逐步达产，2011 年是收获之年，但我们对于铜版纸的盈利假设较为悲观，主要由于 2010 年 APP 海南铜版纸项目 9 月份即将达产，而王子制纸（南通）40 万吨铜版纸项目也将于 9 月份达产，对于晨鸣 2011 年铜版纸项目将形成一定冲击。

表 3：公司未来三年产量和毛利率假设

产量假设（万吨）	2011 年产能	2010 年产量	2011 年产量	2012 年产量
铜版纸	144	56	94	120
白卡纸	40	38	36	40
新闻纸	65	55	59	55
双胶纸	91	46	73	90
轻涂纸	74	70	68	70
箱板纸	111	45	78	100
毛利率	2009A	2010E	2011E	2012E
铜版纸	20.4	21.00	18.00	19.00
白卡纸	18.65	19.50	18.50	18.50
新闻纸	18.65	17.00	18.00	18.00
双胶纸	17.8	19.00	20.00	20.00
轻涂纸	14.92	17.80	18.00	18.00
箱板纸	13.23	16.00	16.00	16.00

资料来源：东方证券研究所

3.2 盈利预测和三表

我们认为公司作为造纸行业的龙头代表企业，与印刷包装公司对比来看，具备相当的优势，而其市值却是印刷企业的 2 倍而已，我们认为这种程度的偏差代表了市场投资者对于造纸企业极端的负面悲观看法，随着 8 月份纸品价格的止跌和四季度旺季的到来，以及行业十二五规划的制定出台，造纸公司如此低的估值水平有望被修复，我们看好晨鸣纸业未来 6~12 个月的表现，按照历史平

均 PB1.5 估值，我们给予晨鸣纸业 9.53 元目标价，针对目前股价存在 32% 的上升空间，我们首次给予买入评级。

表 4：三表预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15164.74	15529.59	14884.63	19536.94	25598.99	29775.90
增长率(%)	26.55%	2.41%	-4.15%	31.26%	31.03%	16.32%
归属母公司股东净利润	967.64	1075.29	835.95	1075.17	1286.58	1537.08
增长率(%)	171.12%	11.13%	-22.26%	28.62%	19.66%	19.47%
每股收益(EPS)	0.47	0.52	0.41	0.52	0.62	0.75
销售毛利率	20.38%	19.14%	18.99%	18.83%	18.43%	18.73%
销售净利率	8.04%	8.11%	6.41%	6.54%	5.97%	6.14%
净资产收益率(ROE)	11.06%	8.77%	6.43%	7.76%	8.64%	9.53%
市盈率(P/E)	15.43	13.88	17.86	13.89	11.60	9.71
股息率(分红/股价)	0.014	0.018	0.007	0.014	0.017	0.020

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15164.74	15529.59	14884.63	19536.94	25598.99	29775.90
减: 营业成本	12074.48	12556.76	12057.42	15857.22	20881.63	24199.02
营业税金及附加	17.85	12.58	16.27	20.06	26.29	30.58
营业费用	783.29	705.60	774.69	971.20	1272.56	1480.20
管理费用	530.82	561.19	726.35	918.24	1151.95	1339.92
财务费用	392.16	287.14	312.69	500.22	700.96	523.76
资产减值损失	102.20	93.13	17.28	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-9.46	-23.08	-15.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	30.37	2.66	18.31	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	1284.84	1292.77	982.57	1270.00	1565.60	2202.43
加: 其他非经营损益	204.49	262.57	190.36	233.37	233.37	233.37
利润总额	1489.34	1555.34	1172.92	1503.37	1798.97	2435.80
减: 所得税	270.80	295.80	219.01	225.50	269.85	608.95
净利润	1218.54	1259.54	953.91	1277.86	1529.12	1826.85
减: 少数股东损益	250.91	184.25	117.96	202.69	242.55	289.77
归属母公司股东净利润	967.64	1075.29	835.95	1075.17	1286.58	1537.08
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	499.69	2677.86	2501.93	1953.69	2559.90	2977.59
应收和预付款项	4106.88	3324.84	5315.77	5516.83	9277.10	7547.73
存货	1744.49	3397.79	2226.58	3059.16	3901.38	3012.62
其他流动资产	5.96	151.99	105.66	105.66	105.66	105.66

长期股权投资	96.29	92.67	80.98	80.98	80.98	80.98
投资性房地产	29.90	28.16	26.43	22.60	18.77	14.94
固定资产和在建工程	14284.50	14686.90	15570.47	24836.94	23533.41	20992.88
无形资产和开发支出	842.59	1297.36	1333.71	1189.65	1045.59	901.52
其他非流动资产	56.51	338.44	529.14	512.93	496.72	496.72
资产总计	21666.81	25996.02	27690.66	37278.44	41019.51	36130.66
短期借款	4100.21	3458.82	3103.15	11318.98	12156.52	6090.15
应付和预收款项	2262.10	3457.86	3221.74	3526.86	5153.80	4806.17
长期借款	4056.19	4019.25	5087.42	5087.42	5087.42	5087.42
其他负债	667.75	1038.32	1541.29	1541.29	1541.29	1541.29
负债合计	11086.25	11974.25	12953.60	21474.56	23939.04	17525.03
股本	1706.35	2062.05	2062.05	2062.05	2062.05	2062.05
资本公积	3737.99	6093.48	6093.48	6093.48	6093.48	6093.48
留存收益	3300.70	4103.55	4836.37	5700.51	6734.55	7969.93
归属母公司股东权益	8745.04	12259.08	12991.90	13856.04	14890.08	16125.46
少数股东权益	1835.52	1762.70	1745.16	1947.85	2190.39	2480.16
股东权益合计	10580.56	14021.77	14737.06	15803.89	17080.48	18605.62
负债和股东权益合计	21666.81	25996.02	27690.66	37278.44	41019.51	36130.66
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	1171.88	1796.42	1633.53	3344.43	1588.37	8225.93
投资性现金净流量	-977.00	-1503.85	-2134.45	-11271.64	-701.64	-724.97
筹资性现金净流量	-513.00	1661.07	177.63	7378.97	-280.53	-7083.26
现金流量净额	-322.88	1936.03	-325.75	-548.23	606.20	417.69

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

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