



林纸产品/原材料

太阳纸业 (002078)

自制木浆达产，业绩大幅增长

——太阳纸业 2010 年中报点评

	王峰	徐琳
	0755-23976228	021-38676644
	wangfeng@gtjas.com	xulin@gtjas.com
	S0880200010288	S0880108023061

本报告导读：

公司业绩同比大幅增长，主要源于去年逆势扩张木浆产能，显示了公司独到的眼光和判断。

投资要点：

● **自制木浆达产，业绩大幅增长。**2010 年上半年公司共实现营业收入 35.66 亿元，同比增长 32.13%；利润总额 4.88 亿元，同比大幅提升，涨幅为 133.54%；归属于母公司的净利润 3.49 亿元，同比增长 129.64%，稀释后 EPS0.35 元，扣除非经常性损益后 0.35 元。

● **新产能贡献业绩。**子公司华茂纸业新上的高端文化纸机（23 号纸机）于 2010 年 3 月底试车，4 月份正式投入生产；20 万吨化学浆 2009 年 10 月正式销售，是收入增长的重要来源。自制木浆产量的提升，使得公司在原材料成本不断提升的环境下成本优势更加明显，盈利水平大幅提升。

● **环比增速不显著，显示景气高点已现。**二季度环比一季度收入增加 6.48%，净利润提升 5.21%。我们预计 10 年下半年受国内整体经济状况的影响，毛利率水平应该不会好于上半年。公司预计 1-9 月份公司业绩同比增幅为 50%-70%，即三季度 EPS 大致为 0.13-0.19 元。

● **未来两年业绩增长点：**30 万吨高松厚度纯质纸项目计划 11 年 7 月份投产；拟与国际纸业（亚洲）合作建设年产 40 万吨食品包装卡纸项目；化学浆技改项目；化机浆技改项目争取 11 年 4 月投产；第二台 5 万千瓦背压发电机组预计 2011 年一季度试运行；小机台的特种纸改造。

● **2010 年业绩增长点：**原材料高位运行环境下，公司及子公司于去年投产的自制木浆生产线均已达产，加之新上配套热电背压机组（一期）的正常运行，提升了公司的成本控制和盈利能力。此外年产 40 万吨的 23 号机投产，预计全年可生产 25 万吨纸文化纸，是主要的业绩增长点。

● **盈利预测。**我们预测公司 10 年、11 年净利润分别为 7.13 亿元、9.17 亿元，稀释 EPS 分别为 0.71 元、0.91 元，现对应 PE 分别 16.5 倍、12.8 倍，具有较强的安全边际。考虑到公司成本优势以及未来的持续扩张，我们继续维持增持评级，维持 14 元的目标价。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,799	5,961	7,615	9,787	11,574
(+/-)%	14%	3%	28%	29%	18%
经营利润 (EBIT)	512	718	1,120	1,299	1,629
(+/-)%	-8%	40%	56%	16%	25%
净利润	229	479	713	917	1,108
(+/-)%	-40%	109%	49%	29%	21%
每股净收益 (元)	0.46	0.95	0.71	0.91	1.10
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.17	0.19	0.19

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	8.8%	12.0%	14.7%	13.3%	14.1%
净资产收益率 (%)	8.8%	16.0%	19.0%	20.5%	20.5%
投入资本回报率 (%)	10.7%	9.4%	12.4%	13.3%	15.3%
EV/EBITDA	6.6	12.6	8.6	7.6	6.1
市盈率	15.0	21.7	16.5	12.8	10.6
股息率 (%)	2.9%	1.0%	1.4%	1.6%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：14.00

上次预测：28.00

当前价格：11.32

2010.08.18

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.40-25.20
总市值 (百万元)	11,374
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,005/1,005
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	9
日均成交值 (百万元)	112

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,167
每股净资产	3.15
市净率	3.6
净负债率	153%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.06	0.17
Q2	0.09	0.18
Q3	0.17	0.18
Q4	0.16	0.18
全年	0.48	0.71

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	8%	50%
相对指数	1%	4%	63%

相关报告

《上游扩张取得显著成效》	2010.04.23
《加快原料产品结构调整 确保公司盈利持续增长》	2009.11.11
《上游扩张进一步凸显产品成本优势》	2009.10.29
《期待逆势低成本扩张带来的成果》	2009.08.27
《资产减值损失结转是合理会计处理》	2009.04.29

模型更新时间: 2010.08.18

股票研究

 原材料
 林纸产品

太阳纸业 (002078)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.00**

上次预测: 28.00

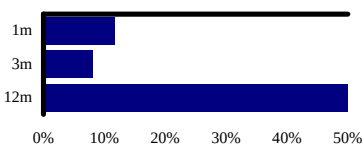
当前价格: 11.32

公司网址

www.sunpapergroup.com
公司简介

公司为民营企业, 主营白卡纸、白纸板、铜版纸、双胶纸等, 公司突出的优点是管理高效、固定资产投资节省、产品成本较低。近两三年来随着新建项目的陆续投产, 公司已逐渐成为一体化、主营文化纸的公司。目前公司拥有 150 万吨纸 (不包括股权占 45% 的 85 万吨白卡纸产能)、木浆 60 万吨的市场能力, 约排在国内造纸行业的前五名。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.40-25.20

市值 (百万)

11,374

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

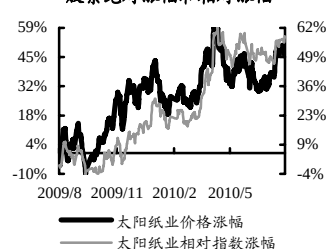
EV/EBITDA

P/S

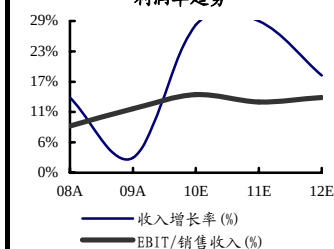
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表					
营业总收入	5,799	5,961	7,615	9,787	11,574
营业成本	4,932	4,850	5,999	7,847	9,189
税金及附加	14	7	9	12	14
销售费用	200	233	280	371	432
管理费用	142	153	207	259	310
EBIT	512	718	1,120	1,299	1,629
公允价值变动收益	0	-7	0	0	0
投资收益	-69	175	175	175	175
财务费用	299	182	201	186	165
营业利润	35	708	1,033	1,305	1,578
所得税	-4	53	174	221	265
少数股东损益	30	112	201	241	284
净利润	229	479	713	917	1,108
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	839	667	660	660	660
其他流动资产	1	0	0	0	0
长期投资	693	427	427	427	427
固定资产合计	4,232	5,708	6,157	6,464	6,941
无形及其他资产	290	291	286	280	273
资产合计	8,259	9,279	10,617	11,476	12,759
流动负债	4,276	4,290	4,911	4,802	4,878
非流动负债	839	1,311	1,281	1,281	1,282
股东权益	2,604	2,995	3,747	4,474	5,396
投入资本(IC)	4,852	6,998	7,595	8,192	8,957
现金流量表					
NOPLAT	521	659	941	1,091	1,368
折旧与摊销	375	402	643	650	701
流动资金增量	813	-574	-172	-301	-353
资本支出	-752	-1,953	-1,033	-877	-1,091
自由现金流	957	-1,466	378	563	624
经营现金流	1,773	493	1,458	1,441	1,725
投资现金流	-776	-1,555	-858	-702	-916
融资现金流	-671	1,039	-607	-739	-809
现金流净增加额	327	-23	-7	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	14.1%	2.8%	27.8%	28.5%	18.3%
EBIT 增长率	-7.7%	40.3%	55.9%	16.0%	25.4%
净利润增长率	-40.0%	109.0%	48.9%	28.6%	20.8%
利润率					
毛利率	15.0%	18.6%	21.2%	19.8%	20.6%
EBIT 率	8.8%	12.0%	14.7%	13.3%	14.1%
净利率率	3.9%	8.0%	9.4%	9.4%	9.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	8.8%	16.0%	19.0%	20.5%	20.5%
总资产收益率(ROA)	2.8%	5.2%	6.6%	7.9%	8.5%
投入资本回报率(ROIC)	10.7%	9.4%	12.4%	13.3%	15.3%
运营能力					
存货周转天数	56	57	56	57	56
应收账款周转天数	20	18	19	18	18
总资产周转天数	486	537	477	16	20
净利润现金含量	7.74	1.03	2.04	1.57	1.56
资本支出/收入	-13%	-33%	-14%	-9%	-9%
偿债能力					
资产负债率	61.9%	60.4%	58.3%	53.0%	48.3%
净负债率	92.2%	125.4%	90.7%	67.7%	48.0%
估值比率					
PE	15.0	21.7	16.5	12.8	10.6
PB	1.3	3.5	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	6.6	12.6	8.6	7.6	6.1
P/S	0.6	1.7	1.5	1.2	1.0
股息率	2.9%	1.0%	1.4%	1.6%	1.6%

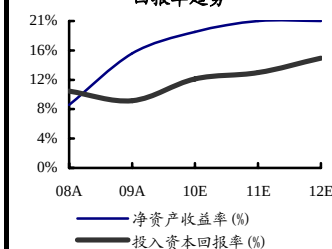
股票绝对涨幅和相对涨幅



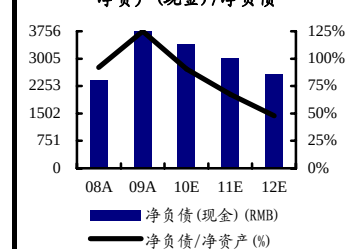
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 太阳纸业 2010 年上半年经营情况

1.1. 上半年经营概况

造纸行业景气度在 2009 年逐季回升，2010 年上半年尤其是一季度，在纸浆等成本上涨的拉动下，纸产品价格高企。公司以一贯的成本优势，加上行业低谷时的产能扩张，带来了收入以及盈利水平的大幅提升。

2010 年上半年公司共实现营业收入 35.66 亿元，同比增长 32.13%；利润总额 4.88 亿元，同比大幅提升，涨幅为 133.54%；归属于母公司的净利润 3.49 亿元，同比增长 129.64%，稀释后 EPS0.35 元，扣除非经常性损益后 0.35 元。

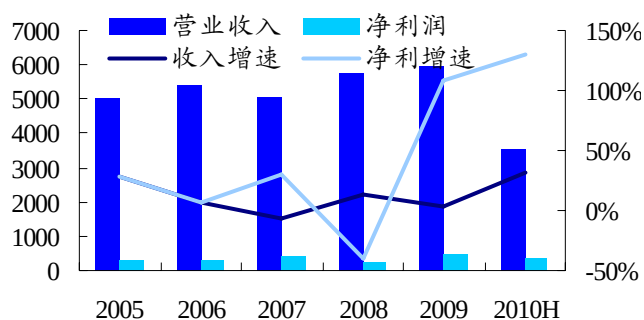
表 1：2010 年中报利润表分析（单位：亿元）

	2009H	2010H
营业收入	26.99	35.66
增长率 (YOY)	-13.49%	32.13%
营业成本	22.53	27.71
毛利率	16.54%	22.31%
营业税金及附加	0.03	0.02
营业税金/收入	0.10%	0.07%
销售费用	1.14	1.11
销售费用/收入	4.22%	3.10%
管理费用	0.72	0.99
管理费用/收入	2.66%	2.78%
财务费用	0.85	1.45
财务费用/收入	3.15%	4.07%
期间费用率	10.04%	9.95%
资产减值损失	0.04	0.36
营业利润	1.96	4.68
增长率 (YOY)	-36.04%	138.57%
营业外收支	0.13	0.20
利润总额	2.09	4.88
税前利润率	7.74%	13.68%
所得税	0.34	0.71
实际税率	16.47%	14.60%
净利润	1.75	4.17
增长率 (YOY)	-38.75%	138.75%
净利润率	6.47%	11.69%
归属于母公司的净利润	1.52	3.49
增长率 (YOY)	-32.45%	129.64%
基本每股收益	0.30	0.35
稀释每股收益	0.17	0.35

数据来源：国泰君安证券研究

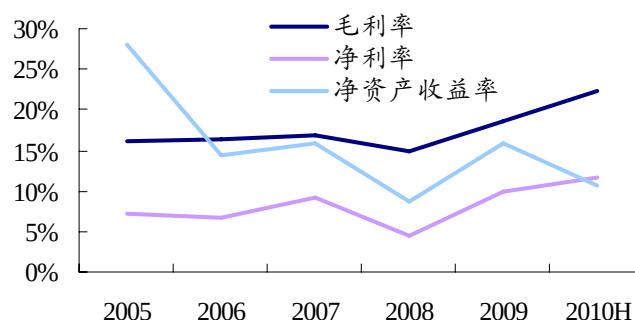
子公司兖州华茂纸业新上的高端文化纸机（23号纸机）于2010年3月28日试车，4月份正式投入生产；兖州永悦纸业20万吨化学浆2009年10月正式销售，是收入增长的重要来源。自制木浆产量的提升，使得公司在原材料成本不断提升的环境下成本优势更加明显，是10年上半年盈利水平大幅提升的重要保障。

图 1：近五年一期经营状况



数据来源：国泰君安证券研究

图 2：近五年一期盈利水平趋势



数据来源：国泰君安证券研究

表 2：主要财务指标

主要财务指标		2007	2008	2009	2010H
偿债能力	流动比率（倍）	0.68	0.70	0.66	0.64
	速动比率（倍）	0.49	0.49	0.50	0.44
	资产负债率（%）	58.61%	61.93%	60.36%	63.13%
经营效率	存货周转率（天）	62	56	57	56
	应收账款周转率（天）	24	20	18	19
	总资产周转率（天）	503	486	898	1,053
盈利能力	毛利率（%）	16.86%	14.97%	18.64%	22.31%
	净利率（%）	9.27%	4.47%	9.92%	11.69%
	净资产收益率（%）	15.85%	8.80%	15.99%	10.74%
现金流	每股经营性现金流量	0.54	3.53	0.98	0.43

数据来源：国泰君安证券

1.2. 分季度经营状况

从单季度数据看，10年第二季度公司实现营业收入18.39亿元，同比增加了36.02%，环比提升6.48%；营业利润2.38亿元，同比大幅增长，增幅达104.46%，环比增长3.38%；归属母公司净利润1.79亿元，同比增幅达96.02%，环比增加5.21%。2009年上半年，公司正从金融危机的影响下逐步恢复，对比基数较低；加上公司浆线产能的逐步释放以及原材料价格推动下产品售价的多次提升，使得公司业绩大幅提升。然而二季度环比一季度增幅并不很大，我们预计10年下半年经营状况可能继续维持上半年的水平，应该不会好于上半年的情况。公司预计1-9月份

公司业绩同比增幅为 50%-70%，即三季度 EPS 大致为 0.13-0.19 元。

表 3: 分季度经营状况分析 (单位: 百元)

	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010
营业收入	1,500.39	1,559.08	1,120.43	1,346.94	1,352.11	1,497.60	1,764.09	1,727.14	1,839.08
同比 (%)	66.62%	5.62%	-17.96%	-16.83%	-9.88%	-3.94%	57.45%	28.23%	36.02%
环比 (%)	-7.36%	3.91%	-28.14%	20.22%	0.38%	10.76%	17.79%	-2.09%	6.48%
营业成本	1,190.04	1,249.87	1,146.25	1,243.06	1,009.64	1,190.47	1,406.63	1,379.36	1,391.31
毛利率 (%)	20.68%	19.83%	-2.30%	7.71%	25.33%	20.51%	20.26%	20.14%	24.35%
销售费用	52.45	50.74	46.76	55.07	58.80	53.85	64.95	47.21	63.34
% 营业收入	3.50%	3.25%	4.17%	4.09%	4.35%	3.60%	3.68%	2.73%	3.44%
管理费用	33.47	32.74	48.03	30.44	41.48	41.93	39.43	48.02	51.12
% 营业收入	2.23%	2.10%	4.29%	2.26%	3.07%	2.80%	2.24%	2.78%	2.78%
EBITDA	404.93	40.66	247.86	16.99	429.26	21.39	652.35	251.68	555.85
同比 (%)	53.18%	29.30%	-45.23%	-91.20%	6.01%	-47.41%	163.19%	1381.50%	29.49%
环比 (%)	109.73%	-89.96%	509.57%	-93.15%	2426.86%	-95.02%	2950.47%	-61.42%	120.86%
财务费用	69.89	89.65	77.98	47.40	37.74	48.07	48.57	72.34	72.82
% 营业收入	4.66%	5.75%	6.96%	3.52%	2.79%	3.21%	2.75%	4.19%	3.96%
投资收益	26.25	-8.54	-103.28	5.54	21.74	47.80	99.84	48.20	18.47
营业利润	158.96	125.15	-396.84	79.89	116.46	208.60	302.98	230.32	238.11
同比 (%)	98.54%	4.44%	-360.49%	-46.03%	-26.74%	66.68%	176.35%	188.30%	104.46%
环比 (%)	7.39%	-21.27%	-417.09%	120.13%	45.77%	79.13%	45.24%	-23.98%	3.38%
利润总额	154.53	148.03	-196.79	83.85	125.12	213.87	221.55	235.74	252.28
同比 (%)	9.49%	20.07%	-202.50%	-43.82%	-19.03%	44.47%	212.58%	181.16%	101.62%
环比 (%)	3.54%	-4.20%	-232.93%	142.61%	49.23%	70.92%	3.59%	6.41%	7.01%
所得税费用	7.42	12.06	-35.25	9.07	25.34	4.62	14.15	28.27	42.98
% 实际税率	4.80%	8.15%	17.91%	10.82%	20.25%	2.16%	6.39%	11.99%	17.04%
归属股东净利	117.35	97.13	-92.90	60.65	91.22	168.96	157.99	169.96	178.81
同比 (%)	24.20%	5.54%	-168.30%	-43.58%	-22.26%	73.95%	270.06%	180.22%	96.02%
环比 (%)	9.16%	-17.23%	-195.64%	165.29%	50.40%	85.23%	-6.50%	7.58%	5.21%
单季 EPS	0.12	0.10	-0.09	0.06	0.09	0.17	0.16	0.17	0.18

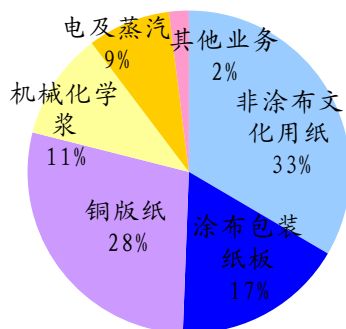
数据来源: 国泰君安证券研究

1.3. 2010 年上半年公司业务构成及盈利水平

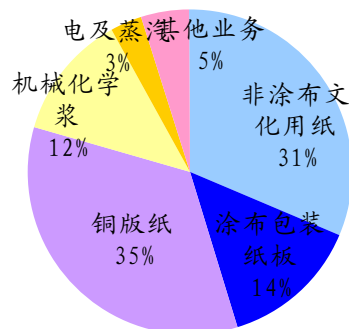
公司机制纸及纸浆业务收入和毛利占公司业务总额的比重达 90%左右，主导产品包括铜版纸、双胶纸、书写纸、涂布包装纸板以及纸浆等。公司积极向产业链上游拓展，不断提高了纸浆自给率，产业链的上游延伸有利于公司在原料价格上升过程中的成本控制，提升抗风险能力。此外，公司计划打造全国文化用纸第一品牌，文化用纸计划合计产能超过 120 万吨，居全国第一，届时将实现产品结构的彻底转型。

图 3: 2010 年上半年经营收入构成

图 4: 2010 年上半年经营毛利构成



数据来源: 国泰君安证券研究



数据来源: 国泰君安证券研究

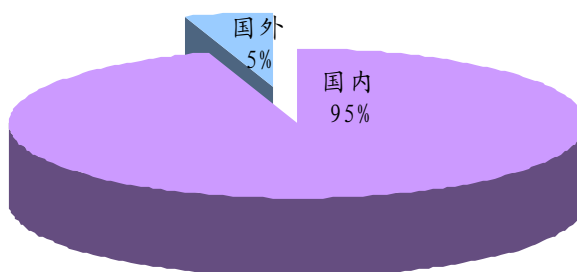
公司综合毛利率与上年同期相比提升了 5.77 个百分点, 受益于主要品种售价提升、行业低谷时买进的低价原料的使用、以及浆线产能的发挥。细分品种可见, 除电及蒸汽外, 各业务的毛利率都有不同程度的提升, 主营业务中铜版纸提升幅度最大, 上升 9.17 个百分点; 业务占比最多的非涂布文化用纸毛利率提升了 6.20 个百分点。

表 5: 分业务销售情况分析

分业务	营业收入 (百万)			营业成本 (百万)			毛利率		
	2009H	2010H	增幅%	2009H	2010H	增幅%	2009H	2010H	+/-
非涂布文化用纸	934.07	1,186.31	27.00%	795.17	936.32	17.75%	14.87%	21.07%	6.20 个百分点
涂布包装纸板	442.84	618.12	39.58%	398.59	508.20	27.50%	9.99%	17.78%	7.79 个百分点
铜版纸	802.10	1,008.14	25.69%	659.75	736.77	11.67%	17.75%	26.92%	9.17 个百分点
机制纸	<u>2,179.02</u>	<u>2,812.56</u>	<u>29.07%</u>	<u>1,853.51</u>	<u>2,181.29</u>	<u>17.68%</u>	<u>14.94%</u>	<u>22.44%</u>	<u>7.51 个百分点</u>
电及蒸汽	252.21	303.35	20.28%	209.07	276.94	32.46%	17.10%	8.71%	-8.40 个百分点
机械化学浆	157.04	382.79	143.76%	119.13	283.41	137.90%	24.14%	25.96%	1.82 个百分点
其他业务	110.49	67.44	-38.96%	70.69	28.95	-59.05%	36.02%	57.07%	21.05 个百分点
合计	2,698.76	3,566.14	32.14%	2,252.40	2,770.59	23.01%	16.54%	22.31%	5.77 个百分点

数据来源: 国泰君安证券

图 5: 2010 年上半年产品销售区域分布



数据来源: 国泰君安证券研究

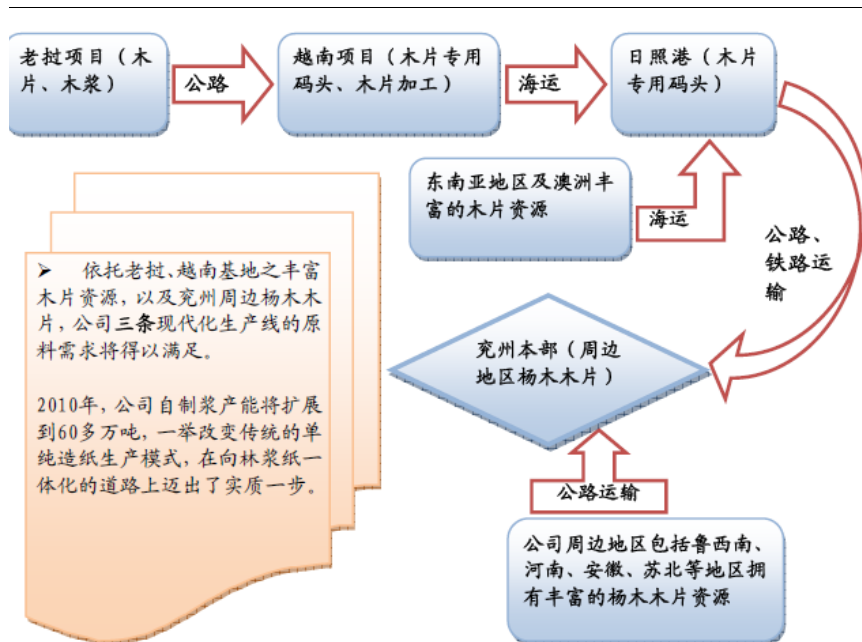
公司的销售区域由 2008 年的单一国内销售逐步向国外扩展, 并略显成效。2010 年上半年国内业务同比增速为 28.32%, 国外业务比重又有加大, 占比 5%。

2. 原材料国际化战略布局

老挝林浆纸一体化项目前期工作进展顺利。报告期内公司又取得了 1400 公顷土地的开发权；育苗专用温室已投入使用，并成功培育出 60 万株桉树苗，为今年雨季造林用苗提供了保障；30 万吨化学浆项目 200 公顷工厂用地的勘察、绘图、报告也已经顺利完成，争取在 2010 年度完成准备工作，尽快进入建设阶段，计划于 2011 年年底（最迟到 2012 年）出浆。浆厂建成后，将利用老挝现有的低价林木作为原料，低成本扩张自制浆产能。

越南港口项目是老挝项目的配套项目，将建成年吞吐量 200 万吨的木片专用码头和年产量 20 万吨的木片厂，成为连接老挝和兖州本部的枢纽和老挝项目的物流中心，同时，越南当地拥有丰富的林木资源，亦将作为兖州本部自制浆项目的原料基地之一。公司越南码头项目海上勘探工作于今年 5 月份正式开始，另外该项目土地征用补偿地上附着物的财产清点和评估工作业已在报告期内开始。

图 6：公司原材料国际化战略布局图



数据来源：公司年报

3. 2010 年业绩预测说明及投资建议

未来业绩增长点：

- 1、30 万吨高松厚度纯质纸项目（24 号纸机）已进入建设阶段，计划于

2011 年 7 月份正式投产。

2、公司与国际纸业（亚洲）有限公司签署了《建设年产 40 万吨食品包装卡纸项目的合资意向书》，该项目主要生产食品包装卡纸等高端白卡纸，目前正在前期准备阶段。

3、化学浆技改项目自 2009 年 11 月份正式开机以来，浆线运行良好，报告期内该浆线的实际产量达到了平均 620 吨/天。公司计划在 2010 年下半年进行一次提高产能的小规模技术改造，预计将产量提高到平均 750 吨/天。

4、兖州合利纸业有限公司化学机械浆项目技术改造。预计在 2010 年第四季度开始进入设备安装阶段，争取 2011 年 4 月份投产。

5、新上的第二台 5 万千瓦背压发电机组于 2010 年 3 月份开工建设以来，目前项目进展顺利，预计该项目在 2011 年一季度具备试运行条件。

6、20 号纸机（铜版纸生产线）完成了一次小规模的技术改造升级，使铜版纸产能提高 10%。

7、公司对小机台的特种纸的改造，使小机台中档文化纸、涂布纸板向特种纸跨越。

2010 年以来，国内商品木浆价格一直维持在相对较高的价位，公司及子公司于去年投产的自制木浆生产线均已达产，加之公司新上配套热电背压机组（一期）的正常运行，提升了公司的成本控制能力和盈利能力。年产 40 万吨的 23 号机投产（3 月底试车），预计全年可生产 25 万吨纸文化纸，是下半年主要的业绩增长点。

总体来看，公司虽受行业景气下滑的影响，但由于新产能的增加，公司应基本维持上半年的盈利状况。我们预测公司 10 年、11 年净利润分别为 7.13 亿元、9.17 亿元，稀释 EPS 分别为 0.71 元、0.91 元，现对应 PE 分别 16.5 倍、12.8 倍，具有较强的安全边际。考虑到公司成本优势以及未来的持续扩张，我们继续维持增持评级，维持 14 元的目标价。

作者简介:**王峰:**

复旦大学国际金融硕士，96年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员，主要从事轻工及造纸印刷行业的研究，2008年、2007年获《新财富》造纸印刷行业最佳分析师第一名，2006年获得最佳分析师第二名，2003-2005年连续三年获得最佳分析师第一名，2004年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳:

毕业于厦门大学管理学院会计系，香港理工大学金融与会计学院交流生。2007年7月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		