

齐翔腾达 002408.SZ

价格上涨仍可持续 齐翔腾达将显著受益

研究结论

第一：经过深入研究，我们认为本次甲乙酮价格的上涨并非一个单纯的检修行情。无论是国际还是国内的产能的检修，在价格上涨中更多的是起了一个催化剂的作用。判断其大背景是在需求比较顺畅、下游企业承受能力较好，而原料趋于紧张的过程中，厂家联合一次性调价的结果。这对于很多竞争不是很充分的行业来讲，还是比较容易做到的。

第二：分析认为价格上涨的根本原因在于三点：1. C4 原料的供给限制，导致多数厂商开工不足，进而造成供给困难；2. 下游需求旺盛，甲乙酮作为一种高端的溶剂，溶解能力极强，在新兴的聚氨酯和丙烯酸酯等涂料和胶粘剂领域，应用极广，且难以替代；3. 出口的拉动，我国从 3 月开始，出口一直呈现较快增长，分流了国内货运，加重了供给不足。

第三：展望未来，由于下游需求的涂料和胶粘剂预计都将进入消费旺季，并且原料液化气在进入 4 季度也是传统的消费旺季，供给紧张预期难以缓解，我们依然相当看好甲乙酮价格上涨的大趋势。并维持前期做出的今年均价 9500 元/吨和明年 10500 元/吨的价格预测。

预期公司将是价格上涨最大的受益者：

第一：原料供给有充分保证：目前在行业普遍受困于原料不足的情况下，齐翔还是保持高开工率就是一个良好证明。

第二：地理位置优越：靠近华东、华南消费地，相比竞争对手经常发生的运输瓶颈，齐翔就极少受到这方面的困扰。

第三，市场议价能力强：齐翔现在拥有国内接近一半的产能，有着相当强的议价能力。

盈利预测：

结合以上分析，我们认为齐翔腾达将充分受益于本次的价格上涨，并且预期未来的盈利还将受益于甲乙酮价格震荡上行的大趋势。我们维持对公司 2010 年 1.24 元和 2011 年 1.58 元的盈利预测，维持齐翔腾达的买入评级。

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。



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

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

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 9 月 6 日)

32 元

目标价格

45 元

总股本/A 股 (亿股)

2.6

A 股市值 (亿元)

77

国家/地区

中国

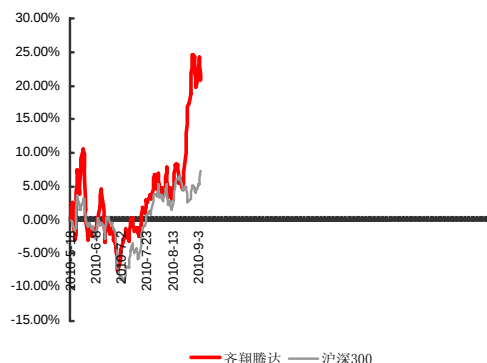
行业

化工服务

报告日期

2010 年 9 月 6 日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1297	1573	1863	2161
同比(%)	16%	21%	18%	16%
归属母公司净利润	174	293	373	450
同比(%)	21%	69%	27%	21%
毛利率(%)	22.8%	27.8%	29.5%	30.5%
ROE(%)	16.4%	22.3%	22.7%	21.5%
每股收益(元)	0.73	1.24	1.58	1.91
P/E (X)	40.14	23.76	18.66	15.48
P/B (X)	6.58	5.30	4.24	3.33

相关报告

时间

公司价值严重低估 未来盈利可能超预期

2010-8-25

目 录

1. 甲乙酮价格上涨探究.....	4
1.1 本次价格上涨并非一个单纯的检修行情	4
1.1.1 国际检修产能的影响.....	4
1.1.2 国内检修产能的影响.....	5
1.2 价格上涨的根本动因	6
1.2.1 C4 原料的限制	6
1.2.2 国内需求旺盛.....	7
1.2.3 出口和供给端的意外扰动成为价格上涨的催化剂	8
2. 未来价格走势判断.....	9
3. 齐翔腾达为价格上涨最大的收益者	10

图表目录

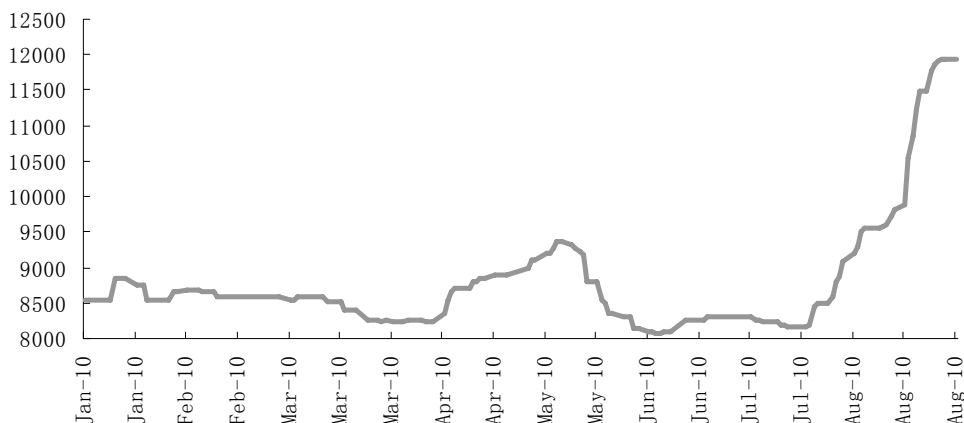
图表 1 2010 年甲乙酮价格走势图（元/吨）	4
图表 2 2009—2010 年主要液化气供给商价格变化（元/吨）	7
图表 3 2008—2010 年建筑行业涂料产量（万吨）	7
图表 4 2008—2010 年汽车产量（万辆）	8
图表 5 鞋累计出口金额和同步增长（万美元）	8
图表 6 2006—2009 年主要厂商开工率情况	9
表格 1 2010 年甲乙酮进出口量和同比去年变化（吨）	4
表格 2 2000—2009 年进口量及进口依存度统计	5
表格 3 我国甲乙酮反倾销税税率	5
表格 4 国内甲乙酮厂商产能统计（万吨）	6
表格 5 2010 年国内设备检修表	6

1. 甲乙酮价格上涨探究

1.1 本次价格上涨并非一个单纯的检修行情

近期国内市场甲乙酮价格大幅飙升，从7月中旬的8200元/吨开始上涨，至8月30日最新报价已经达到了11930元/吨，价格上涨达到了45%以上。目前市场普遍认为本次价格上涨的主要动因是东北亚检修产能较多，供给端的冲击造成了价格的飙升，但一旦检修产能复产，价格就会出现下跌，属于短期行情，难于持续。但我们经过研究认为，本次价格上涨更多的是来自甲乙酮市场供求紧张的基本面，检修产能仅为一个导火索而已。

图表 1 2010 年甲乙酮价格走势（元/吨）



资料来源：东方证券研究所整理

1.1.1 国际检修产能的影响

由于07年施行的反倾销税，我国进口依存度逐年降低，至09年已下降到14%，10年预计将会在10%以下。而本次检修的三家日本厂商，除丸善化学税率较低为9.6%外，东燃化学和出光化学的税率分别达到了27.3%和66.4%。丸善化学在5月开始检修，7月复产，现在产能负荷已恢复到检修前的水准。而在5-7月期间，国内甲乙酮价格基本稳定，可见其影响很小。而东燃化学和出光化学，从8月开始检修，现在还未复产，虽与我们国内价格上涨在时间上比较吻合，但考虑到他们高税率，实际上通过正规渠道对我国的出口本就极少，因此很难说有什么直接影响。倒是欧洲甲乙酮价格在4月份后的暴涨，导致美国的出口大体上流向了欧洲，减少了对我国的出口量，并且客观上也带动了我国的出口，这应该对我国的价格有一定的拉动作用。

表格 1 2010 年甲乙酮进出口量和同比去年变化（吨）

	进口量	同比上年	出口量	同比上年
1 月	2576.55	-32.9%	12.98	-99.2%
2 月	1874.78	-35.2%	1665.24	-49.8%
3 月	5218.38	48.0%	2954.55	105.4%

4 月	2295.91	-54.1%	2898.55	65.2%
5 月	3456.94	0.0%	3283.47	6.0%
6 月	722.51	-82.4%	5917.53	106.9%
总和	16145.05	-29.1%	16732.31	

资料来源：东方证券研究所整理

表格 2 2000—2009 年进口量及进口依存度统计

年度	进口数量（吨）	单价（美元/吨）	进口依赖度（%）
2000	102,088	744	93.58
2001	113,689	666	86.99
2002	124,129	528	71.81
2003	151,160	617	64.39
2004	143,198	900	56.28
2005	121,045	921	45.44
2006	95,008	891	33.1
2007	87,602	1,017	29.23
2008	49,867	1,220	17.65
2009	43,434	953	14.11

资料来源：东方证券研究所整理

表格 3 我国甲乙酮反倾销税率

公司	反倾销税率
日本公司	
1. 东燃化学株式会社（Tonen Chemical Corporation）	27.30%
2. 丸善石油化学株式会社（Maruzen Petrochemical Co., Ltd.）	9.60%
3. 其他日本公司（All Others）	66.40%
台湾地区公司	25.00%
新加坡公司	17.00%

资料来源：东方证券研究所整理

1.1.2 国内检修产能的影响

现在市场比较担心的有两点，第一是大连港封港造成的东北产品外运困难；第二是天利高新 4 万吨的产能进入检修，这都影响了国内的供给。但我们认为这两方面的影响其实都有限。

从东北的情况来看，大连港的封港确实对甲乙酮东北产品的外销造成了一定的影响。但目前大连港已经开始恢复运营，我们了解抚顺石化的产品也已经从大连港装船出海，因此该事件的影响应该是接近尾声了。而哈尔滨石化 4 月份进入检修，至 5 月底已经完全复产。黑化则在 5 月份进入检修，至 6 月份底复产，这两家的产能达到了 4.2 万吨，占到了全东北产能的 50% 以上，可是在其检修期，甲乙酮价格并没有明显的反映，这也从另一个侧面佐证了单独的东北产量的波动对甲乙酮市场其实没有什么实质性的影响。

而从天利高新的情况来看，其上半年收入为齐翔腾达的 1/5，由此推断其上半年开工率今年依然维持在 70% 以下，故其年化产量应在 3 万吨以下，产量有限。并且考虑到其公司地处新疆，远离华东、华南消费地，每逢三季度都受到保障电煤运输导致的运力紧张的困扰，开工率仅能维持在低位。因此其这次检修，相比往年实际产量减少应当是相当有限，也很难对市场造成本质性的影响。

表格 4 国内甲乙酮厂商产能统计（万吨）

公司	甲乙酮产能	公司	甲乙酮产能
齐翔腾达	10	江苏泰州陵光石化	4
兰州石化	6	河北中捷	3
抚顺石化	5.5	中石油哈尔滨石化	3
天利高新	4	黑龙江石化	1.2

资料来源：东方证券研究所整理

并且从我们的检修统计来看，基本上甲乙酮企业的检修都是集中在 4 月中旬到 6 月底。即使考虑到库存导致的递延影响，其影响应该在 8 月初就基本上消化了，所以很难认为其是价格上涨的核心推动力量。

表格 5 2010 年国内设备检修表

检修厂商	检修时间
哈尔滨石化	4.15-5.15
泰山石化	4.15-6.15
黑龙江石化	5.15-6.15
天利高新	8.15-9.20

资料来源：东方证券研究所整理

1.2 价格上涨的根本动因

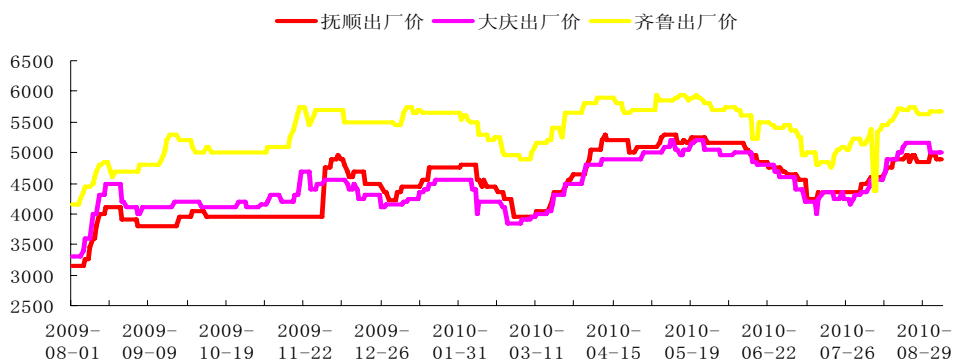
由以上的分析我们可以清晰的看出，无论是国际还是国内的产能的检修，都不构成价格上涨的充分必要条件。检修可能仅是由头，更多的还是在需求比较顺畅、下游企业承受能力较好，而油价中枢不断上移的过程中，厂家联合一次性调价的结果，这对于很多竞争不是很充分的行业来讲，还是比较容易做到，尤其是目前还有反倾销税保护的情况下。具体说来，价格上涨的核心因素有三点，

1.2.1 C4 原料的限制

受制于 C4 原料的稀缺性，甲乙酮企业产能扩张的难度极大。随着 09 年齐翔腾达的 8 万吨项目的扩产（占全国产量的 30%）在 10 年逐渐被市场消化以后，就再也没有新增产能。而原材料的紧张，更是使国内现有的供给雪上加霜。对于本次的 C4 原料紧张，我们和业界交流下来感觉，和 6 月份天然气调价有很大关系。本来液化气的销售旺季是在 4 季度天气比较寒冷的阶段，而天然气调价以后，作为替代能源的液化气，需求旺季已经提前的 3 季度，尤其是在西北和东北，由于很少有海外 LPG（液化石油气）进口，对炼厂的液化气需求更是旺盛，这直接导致了液化气的供不应求，受困于此，绝大多数甲乙酮生产商，都面临很严重的原材料限制，开工率也都维持在低位。未来由于即将进入 4 季度的传统液化气的消费旺季，C4 供给紧张对甲乙酮的价格还会有相当的支持。而

从成本上看，C4 的成本基本上是液化气的价格加上加工所需的煤水电和人工费用（基本上每吨加 1800 元左右）。所以虽然近期液化气价格有 500 元/吨的升幅，但是相比价格的上升还是比较有限的，对成本的影响应该也不是很大。

图表 2 2009—2010 年主要液化气供给商价格变化（元/吨）

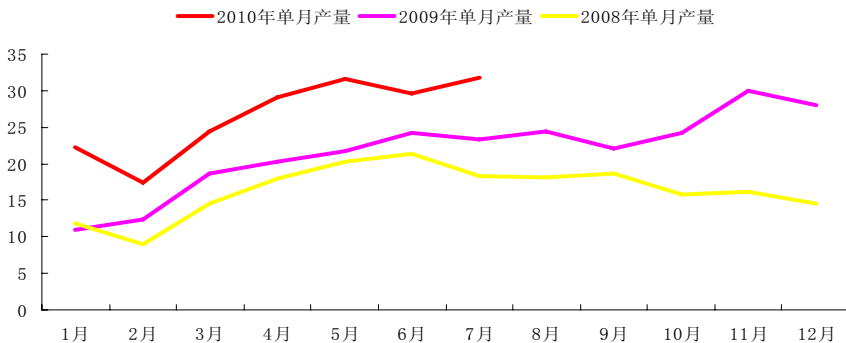


资料来源：东方证券研究所整理

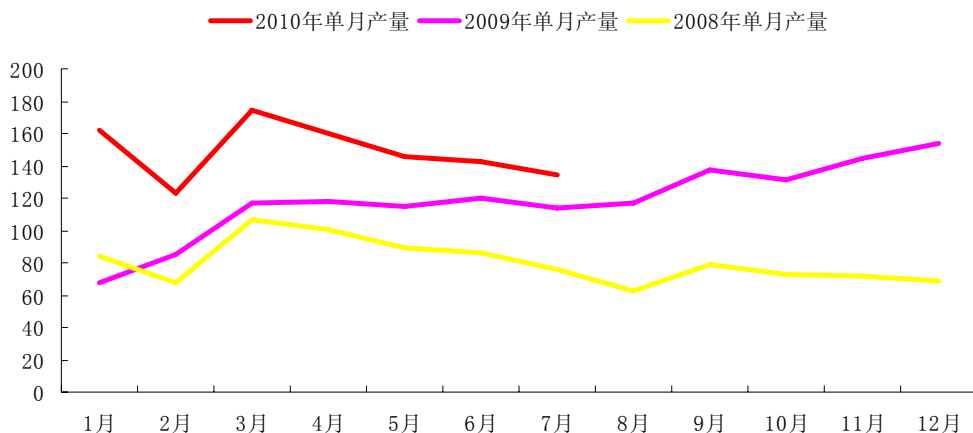
1.2.2 国内需求旺盛

从国内看，甲乙酮下游的需求主要集中在涂料和胶粘剂等多个领域，其占比分别占到 50% 和 30%。从涂料市场来看，甲乙酮主要用于高档溶剂型涂料，如聚氨酯涂料，环氧树脂涂料、丙烯酸酯涂料和乙烯基涂料等。我国的聚氨酯涂料主要下游建筑和汽车业近几年的高速发展，都拉高了甲乙酮的需求。而在粘合剂方面，甲乙酮也是用在溶剂型粘合剂，尤其是聚氨酯类粘合剂。其中鞋用胶的用量占第一位，尤其是东南沿海的大量外向型制鞋企业，需求量极大。因为我国目前还有相当制鞋企业以氯丁橡胶作为粘合剂，而其必须用苯类有毒的溶剂，很难符合严格的出口审查标准。所以未来国内聚氨酯粘合剂对氯丁橡胶的替代已经成为大的趋势，这将会持续性的拉高对甲乙酮的需求。过去十年，我国甲乙酮的需求维持了 11% 的高增长率，今年还有望高速增长，全年的需求有望达到 35 万吨。

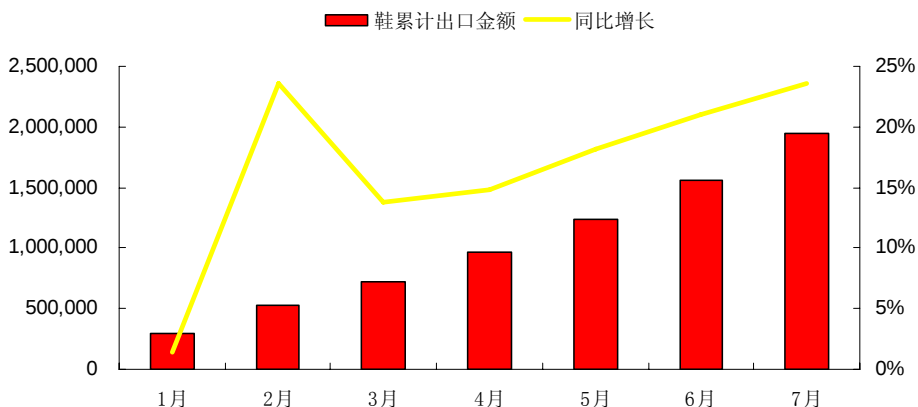
图表 3 2008—2010 年建筑行业涂料月度产量（万吨）



资料来源：东方证券研究所整理

图表 4 2008—2010 年汽车月度产量（万辆）


资料来源：东方证券研究所整理

图表 5 鞋累计出口金额和同步增长（万美元）


资料来源：东方证券研究所整理

1.2.3 出口和供给端的意外扰动成为价格上涨的催化剂

而从国外的需求来看，由于原料稀缺，厂商开工率不足，而下游需求相比经济危机时有了显著改善，尤其是汽车行业的复苏，使得西欧的甲乙酮供不应求。价格在 4 月后就一直飙升，至 6 月份达到了 1800 欧元/吨的历史新高，现在虽有所回落，依然维持在 1600 欧元/吨的高位。受此影响，我国的出口从 3 月份开始，有显著的增长。3-5 月出口量都维持在 3000 吨，而 6、7 月出口量更是达到了 5000 吨，迄今为止的出口量已经达到了 2 万吨以上。大量的出口分流了国内的货源，对国内的价格构成有力的支撑。

而近期国内也有一些扰动因素，如郑州地区的洪水，冲垮了部分铁路，使得兰化和天利高新的货物难以及时补充到市场，前期大连港的漏油事件，也影响了东北货物的外销。在供给需求关系已经很

紧张的情况下，这些意外扰动因素，无异于火上浇油。因此甲乙酮生产商乘势联手上调价格，也就不足为怪了。

2. 未来价格走势判断

从我们的最新了解的情况，目前因为主要丁酮厂家产量不高，对市场供应量有限，各丁酮厂家仍心存拉涨之意，因此报价寥寥，贸易商也封盘待涨，市场亦无主流价格形成。华东零星报盘有在 12500-12800 元/吨的，而华南相对稳定，但厂家的限量销售，导致市场价格略显坚挺在 13000-13500，成交情况尚好。因为贸易商手中货源有限，厂家仍占有主动权，市场多会被厂家一拉即高。

从近期的利空因素看，我们了解到，最新发往华东的货源来自抚顺，规模在千吨以上，正在驶往宁波港的途中。如果顺利抵达的话，可能会在短期内缓解市场货源紧张的局面。并且近期价格拉涨过快，也会对下游的拿货热情造成一定的影响。

但是展望未来，我们依然相当看好甲乙酮价格上涨的大趋势，维持前期做出的今年均价 9500 元/吨和明年 10500 元/吨的价格预测。主要原因是三点：

1. 需求旺盛：从 9 月份开始，随着天气转凉，下游工厂慢慢开工，需求已经走出了甲乙酮传统的消费淡季，从业内人士了解的情况是，无论是建筑用的外墙涂料还是汽车修补涂料现在都开始进入需求高峰。未来旺盛的需求，还将在很长时间支持价格的强势。
2. 原料供给不足：甲乙酮行业从历史经验上看，长期受到原料供给不足的影响。而进入 4 季度后，将迎来我国北方地区传统液化气用气高峰，因此 C4 原料的供给紧张也会对价格构成支撑。

图表 6 2006—2009 年主要厂商开工率情况

	2006	2007	2008	2009
齐翔腾达	179%	168%	142%	120%
天利高新	48%	65%	65%	75%
兰州石化	87%	70%	90%	79%
抚顺石化	76%	98%	100%	52%
哈尔滨石化	97%	97%	97%	85%
泰州石化	73%	73%	63%	58%
河北中捷	97%	100%	100%	83%
黑龙江石化	92%	75%	75%	48%

资料来源：东方证券研究所整理

3. 出口分流作用：随着近几年我国甲乙酮生产技术和产能的提高，我国的出口量从 08 年的 1.8 万吨，到 09 年的 2.9 万吨，逐年提高。而从近期外盘，尤其是欧洲市场的走势来看，价格还是维持在高位，并且有可能持续相当长的一段时间。这将会催进出口，分流我们国内的产能，也会对价格构成支撑。

3. 齐翔腾达为价格上涨最大的收益者

本次价格上涨，我们判断齐翔腾达为最大的收益者。其根本原因还是前期我们强调的齐翔所具备的独特的几点优势：

第一：原料供给有充分保证：目前在行业普遍受困于原料不足的情况下，齐翔还是保持高开工率就是一个良好证明。尤其是从齐翔青岛新建的 8 万吨产能来看，仅消耗了青岛炼化 60 万吨 C4 产量中的 16 万吨。由于青岛石化仅与公司签订过优先保证 C4 原料供应的长期供货协议，所以齐翔的原料供给非常的充分，未来继续扩产到 15 万吨，都有充分的原料保障。

第二：地理位置优越：靠近华东、华南消费地，并且也利于出口到我国甲乙酮最大的出口地—韩国。青岛的工厂靠近码头，通过海运方式，成本低廉。相比竞争对手经常发生的运输瓶颈，齐翔就极少受到这方面的困扰。

第三，市场议价能力强：齐翔现在拥有国内接近一半的产能，有着相当强的议价能力。作为一个小行业的领导者，对未来甲乙酮的价格和毛利率有着很强的掌控能力。

结合以上分析，我们认为齐翔腾达将充分受益于本次的价格上涨，并且预期未来的盈利还将受益于甲乙酮价格震荡上行的大趋势。我们维持对公司 2010 年 1.24 元和 2011 年 1.58 元的盈利预测，维持齐翔腾达的买入评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1156	1451	1807	2296	营业收入	1297	1573	1863	2161
现金	660	893	1232	1623	营业成本	1001	1136	1313	1503
应收账款	261	157	186	216	营业税金及附加	8	8	10	12
其它应收款	3	14	17	14	营业费用	28	31	36	43
预付账款	16	10	12	14	管理费用	17	29	35	40
存货	209	280	323	379	财务费用	15	-17	-24	-32
其他	7	97	37	49	资产减值损失	-3	-0	-0	-1
非流动资产	93	99	108	115	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	61	76	88	97	营业利润	231	387	494	596
无形资产	14	14	14	14	营业外收入	0	5	5	5
其他	17	9	6	4	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	1250	1551	1915	2411	利润总额	229	391	498	600
流动负债	183	249	287	333	所得税	56	98	124	150
短期借款	0	0	0	0	净利润	174	293	373	450
应付账款	146	182	210	246	少数股东损益	0	0	0	0
其他	37	67	76	87	归属于母公司净利润	174	293	373	450
非流动负债	8	0	0	0	EBITDA	255	379	482	579
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	1.24	1.58	1.91
其他	8	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	192	249	287	333	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	182	236	236	236	营业收入	16.3%	21.2%	18.4%	16.0%
资本公积	662	607	607	607	营业利润	20.0%	67.3%	27.7%	20.8%
留存收益	215	472	798	1248	归属于母公司净利润	20.8%	68.9%	27.3%	20.6%
归属母公司股东权益合计	1058	1315	1641	2091	获利能力				
负债和股东权益	1250	1564	1928	2424	毛利率	22.8%	27.8%	29.5%	30.5%
现金流量表					净利率	13.4%	13.4%	18.6%	20.0%
单位:百万元					ROE	16.4%	22.3%	22.7%	21.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	64.2%	90.3%	118.7%	124.1%
经营活动现金流	44	270	384	381	偿债能力				
净利润	174	293	373	450	资产负债率	15.3%	15.9%	14.9%	13.7%
折旧摊销	9	9	12	15	净负债比率				
财务费用	15	-17	-24	-32	流动比率	6.30	5.83	6.30	6.89
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.17	4.71	5.18	5.76
营运资金变动	-48	-17	22	-52	营运能力				
其它	-104	2	0	0	总资产周转率	1.39	1.12	1.08	1.00
投资活动现金流	-25	-18	-21	-23	应收账款周转率	5	8	11	11
资本支出	34	18	21	22	应付账款周转率	6.45	6.92	6.70	6.58
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	8	-0	-0	-0	每股收益	0.73	1.24	1.58	1.91
筹资活动现金流	567	-19	-23	32	每股经营现金流	0.19	1.15	1.63	1.62
短期借款	-93	0	0	0	每股净资产	4.48	5.57	6.95	8.86
长期借款	-15	0	0	0	估值比率				
普通股增加	46	54	0	0	P/E	40.14	23.76	18.66	15.48
资本公积增加	654	-54	0	0	P/B	6.58	5.30	4.24	3.33
其他	-25	-19	-23	32	EV/EBITDA	28	19	15	12
现金净增加额	586	233	339	391					

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