

四季度盈利好转，股权激励利好公司长远发展

研究结论

- 公司是华东地区的进口 LPG 的销售龙头企业，其市场占有率达到了 50% 以上。每到四季度伴随着用气紧张，公司盈利都会有大幅改善。我们认为有以下几点因素，将会在未来利好公司的业绩：
- 公司的淡储策略将提高公司的销售收益：液化气每年 60% 以上的销售发生在四季度，因此该时期通常伴随着价量齐升，而今年截至 11 月 15 日，价格已从三季度的 5430 元/吨上涨到 6110 元/吨，未来随着天气的转冷，价格还有进一步提升的空间。公司因为以前库存能力有限，基本维持着随进随销的经营策略。但今年伴随着储量的显著提高，公司三季度环比二季度库存增长了 7.7 个亿，达到了 9.6 个亿，远高于历史同期的 1 个亿左右的平均库存。我们推算其对应的 LPG 库存为 13-15 万吨，以价格涨幅为 600 元/吨计算，对应的毛利增厚至少在 6000 万元以上。
- 仓储业务未来两年恢复性增长：公司码头被撞后，10 年仓储业务完全瘫痪，但伴随着 10 年底 2 万吨码头的修复和 11 年底 5 万吨码头的修复，公司有望在 11、12 年实现仓储周转量 20 万吨和 80 万吨，实现毛利 1500 和 6000 万元。
- 汇兑收益：公司的产品 LPG 基本依赖进口，而销售全部在国内进行。因此在人民币升值的情况下，公司的汇兑损益相当可观。07、08 年分别实现 1732 和 1564 万元，占到了利润的 50%。今年人民币再次大幅升值，也会对公司业绩构成利好支持。
- 母公司仓储基地规模庞大：目前公司租用母公司的宁波仓储基地，规模为 25 万立方米，是公司自有基地的数倍。这将有利于公司在浙江地区的业务开拓。
- 结合对公司经营情况的分析，我们小幅下调 2010、2011 年 EPS 预测为 0.36、0.46 元（原为 0.40 和 0.50 元）。考虑到公司未来两年随着码头逐步修复所带来的化工仓储业绩贡献和年复合 30% 以上的成长性，我们依然看好公司未来的发展，维持目标价 12 元，对应 11 年 25 倍市盈率。
- 风险分析：未来天然气西气东输二线工程全面竣工和 LNG 的进口量不断提升，可能会对公司的 LPG 销量造成负面影响。



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

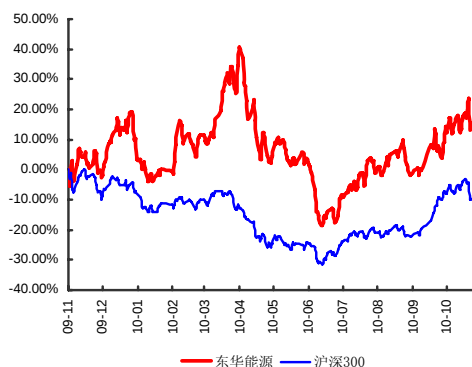
Zhaochen1@orientsec.com.cn

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 11 月 23 日)	11 元
目标价格	12 元
总股本/A 股 (亿股)	2.2
A 股市值 (亿元)	23.71
国家/地区	中国
行业	化工
报告日期	2010 年 11 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-10.61%	3.11%	2.21%
相对表现 (%)	-4.80%	-9.77%	15.49%

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	2380	1557	1653	1818
同比 (%)	44%	-35%	6%	10%
归属母公司净利润	38	79	102	127
同比 (%)	18%	107%	28%	24%
毛利率 (%)	4.4%	10.2%	11.4%	12.6%
ROE (%)	6.7%	12.5%	14.6%	15.4%
每股收益 (元)	0.17	0.36	0.46	0.57
P/E (倍)	60.67	29.33	22.91	18.41
P/B (倍)	4.45	3.93	3.52	2.89

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。并阅读本报告最后一页的免责声明。

目 录

1. LPG 业绩将有望大幅增长，超出市场预期	4
1.1 公司的“淡储”策略将大幅提升公司业绩	4
1.1.1 四季度 LPG 价格上涨为大概率事件	4
1.2.1 公司今年淡季库存量远远高于往年	5
1.2 严寒可能导致天然气再次调价和工业气的供给紧张	6
2. 仓储业务的恢复将支持未来两年的发展	7
3. 汇兑收益可观	8
4. 母公司储运基地规模大	9
5. 盈利预测	9

图表目录

图表 1 2004—2010 年 LPG 4Q 与 3Q 价格差（元/吨）	4
图表 2 2009—2010 年 LPG 含税价格走势（元/吨）	5
图表 3 2007 3Q 至 2010 3Q 年库存变化（百万元）	5
图表 4 04—09 年四季度销量占全年比重统计	6
图表 5 05—08 年张家港化工品进口量（万吨）	7
图表 6 09 年部分张家港化工品进口增速	8
表格 1 2007—2010 年公司 LPG 存储能力变化	6
表格 2 张家港主要仓储企业码头规模（万吨）	7
表格 3 07—10 年人民币升值幅度和汇兑损益	8
表格 4 盈利预测基本假设	10

1. LPG 业绩将有望大幅增长，超出市场预期

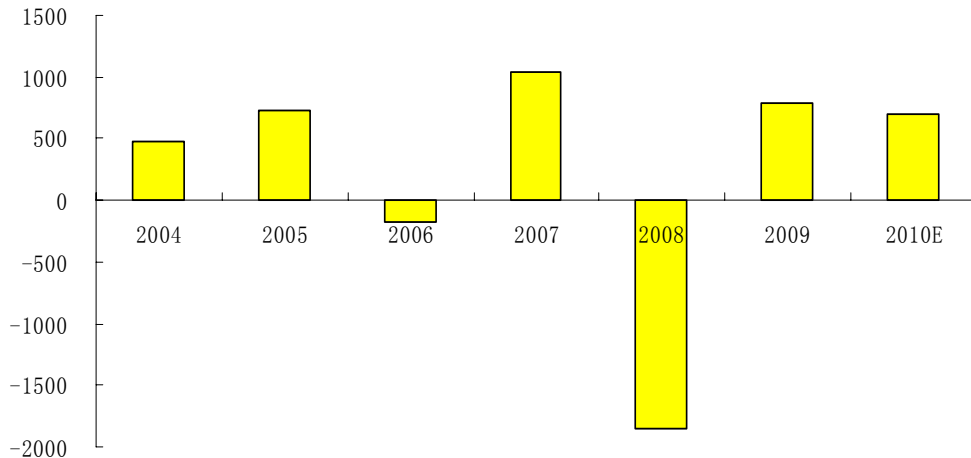
公司是华东地区进口液化石油气的销售龙头企业，江浙地区的市场占有率达到了 50%。今年前三季度公司实现盈利 1.24 亿元，同比下降 4.5%，而每股收益为 0.056 元，也同比下降了 5%，因此市场对公司全年业绩预期普遍不高，基本上都维持在 0.2 元左右。但我们认为公司平淡的三季度报其实蕴含了诸多积极的方面，为市场所忽视，以下我们将分别展开论述：

1.1 公司的“淡储”策略将大幅提升公司业绩

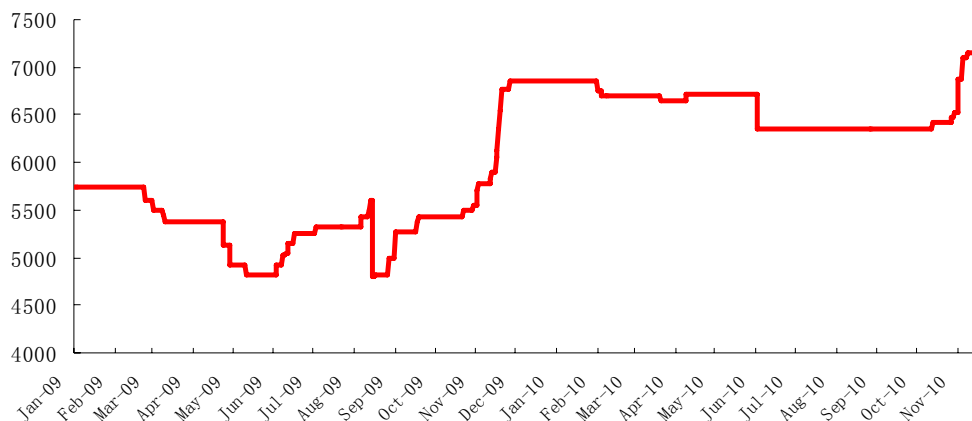
1.1.1 四季度 LPG 价格上涨为大概率事件

液化石油气作为气体燃料，其使用量受气温影响很大。基本每年进入冬季，都会爆发天然气用气的紧张局势，“气荒”甚至成为了一种冬季的常态。因此作为天然气的补充能源，LPG 的销售在四季度都会大增，相应的价格也会较三季度有显著的上涨。我们跟踪了从 04 至今的数据，除了 08 年国际油价在下半年暴跌，造成 LPG 价格也随之暴跌和 06 年西气东输工程竣工公司降价保量以外，其他年份 LPG 价格四季度基本都在三季度之上。剔除 06、08 年，历史平均的价格涨幅为 750 元/吨。今年截止 11 月 15 日，LPG 价格已从三季度的 5430 元/吨涨至 6110 元/吨。考虑到未来随着华东天气转冷，价格还有进一步上涨空间，我们预测今年四季度均价将高于三季度 600 元/吨。

图表 1 2004—2010 年 LPG 4Q 与 3Q 价格差（元/吨）



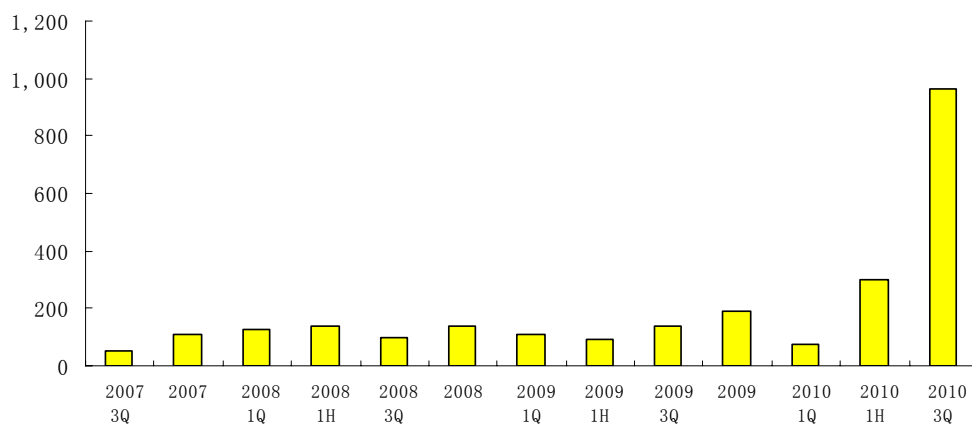
资料来源：隆众石化网

图表 2 2009—2010 年 LPG 含税价格走势（元/吨）


资料来源：隆众石化网

1.2.1 公司今年淡季库存量远远高于往年

由于 LPG 在 4Q 和 3Q 存在着明显的价格差，国际上很多有实力的贸易商都在三季度囤货，四季度销售以赚取差价。公司在上市之初，也做过相应的规划，但 09 年 7 月的码头被撞，极大的扰乱了公司的战略部署。虽然公司在 09 年底收购了苏州 BP，但其仅有 6 万立方米的库存量，对应的最大存储不超过三万吨，基本与公司四季度单月的销售量相当，不具备囤货的能力。而公司在码头撞毁后租用的母公司百地年的库存能力达到了 50 万立方米，对应的最大仓储能力为 24 万吨，使得公司具备了在淡季囤货的能力。而从公司近期的库存变化来看，三季度库存达到了创纪录的 9.6 亿元，同比二季度大幅增长了 7.7 个亿，远高于其历年 1 亿元的平均水平。我们以三季度的 LPG 均价衡量，库存量应在 13—15 万吨，这部分库存的增值，我们初步估算应在 6000 万元以上。

图表 3 2007 3Q 至 2010 3Q 年库存变化（百万元）


资料来源：东方证券研究所整理

表格 1 2007—2010 年公司 LPG 存储能力变化

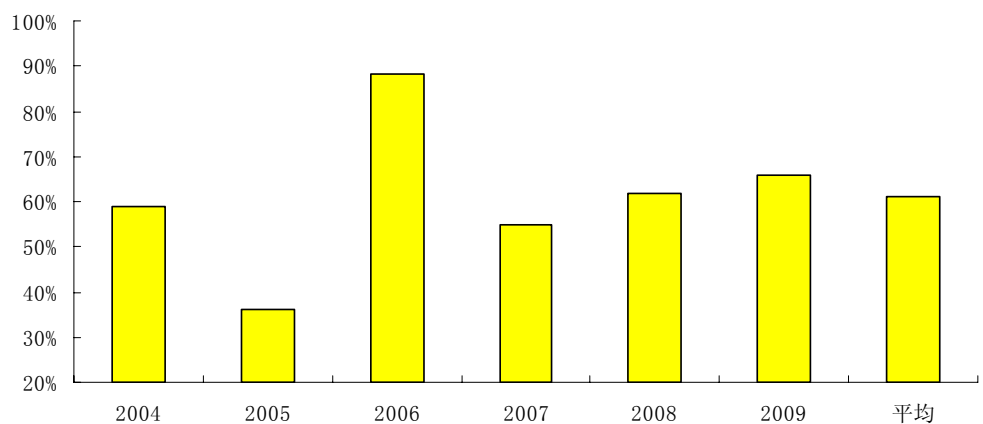
	2007	2008	2009	2010
LPG 万立方米	6.4	8.4	64.6	64.6
LPG 万吨	3.1	4	31	31
张家港	3.1	4	4	4
苏州 BP			3	3
宁波百地年			24	24

资料来源：公司公告

1.2 严寒可能导致工业气的供给紧张

如前文所述，过去几年几乎每个冬季都会爆发天然气用气紧张的局面，而据国家气候中心预测，今年是“冷冬”的概率较大，城市供暖形式严峻，天然气的供需矛盾将进一步激化。刚刚步入 11 月天然气供应紧张局势就已经在诸多城市显现，如：由于近日气温下降，武汉日用气量已开始大幅攀升，每日的天然气缺口超过 40 万立方米，而在杭州，天然气供给近天也出现 17 万立方米左右的缺口；并且据预计北京今年仅城市采暖，就将增加天然气用量 6.64 亿立方米，供给压力极大。

其次，每到冬季用气紧张，国家都会优先保证民用天然气的供给，因此工业用天然气的气荒将更加严重。未来随着南方天气的日渐转冷，华东地区的 LPG 销量肯定会有显著增长。并且考虑到公司去年码头被撞，极大的影响了四季度旺季的销售，今年会有恢复性的增长，并且租用了母公司百地年的仓库，也将拉动在浙江省的销售。因此我们预测公司全年天然气销售将达到 24 万吨，四季度均价将达到 6000 元以上。

图表 4 04—09 年四季度销量占全年比重统计


资料来源：东方证券研究所整理

2. 仓储业务的恢复将支持未来两年的发展

公司在上市后募投的 20 万立方米储罐项目在 09 年投入生产，5 个月内实现仓储规模 18.8 万吨，实现收入 1.82 亿元，毛利 1.26 亿元。但伴随 7 月的码头被撞，公司的仓储业务完全瘫痪，10 年全年都无法贡献利润。但伴随着今年年底 2 万吨码头和 11 年底 5 万吨码头的修复，公司的仓储能力将得到完全的释放，其对应的全部装卸能力将达到 230 万吨。

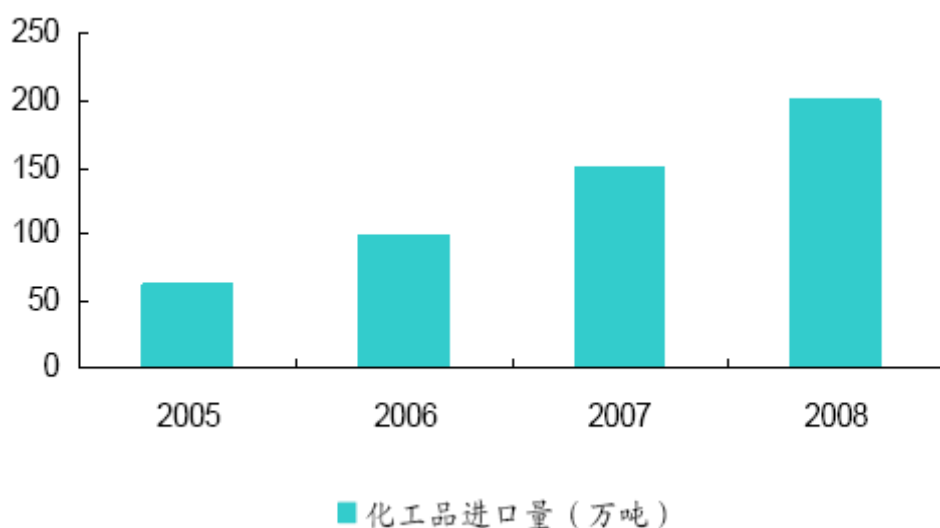
张家港保税区是目前我国最大的液体化工品交易和集散中心，由于张家港岸线资源紧张，泊位控制成为了公司的核心竞争优势之一，也为持续的产能扩张提供了保证。

表格 2 张家港主要仓储企业码头规模（万吨）

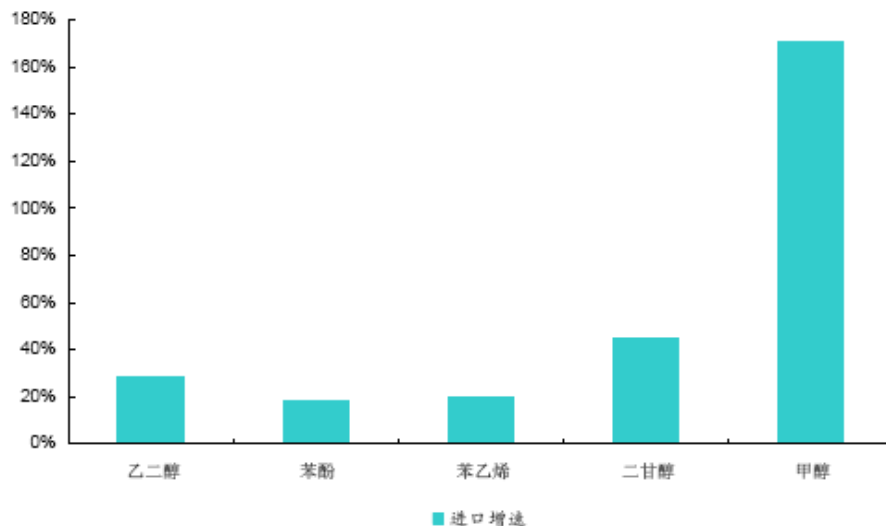
	1 万吨	2 万吨	3 万吨	4 万吨	5 万吨	5.4 万吨	总量
久盛船业			2		1		11
孚宝仓储	1		1				4
华达码头	2	3					8
东华能源		1				1	7.4
中东石化		1					2
越洋实业	1				1		5
中油泰富	1		1		1		9
保税科技		1			1		7

资料来源：东方证券研究所整理

图表 5 05-08 年张家港化工品进口量（万吨）



资料来源：中国通关网

图表 6 09 年部分张家港化工品进口增速


资料来源：中国通关网

因为公司的码头尚未修复，仓储业务还处于瘫痪状态，因此我们选取了同在张家港的另外一家仓储类公司——保税科技进行了比较研究。两家公司从码头规模上看，基本相当，皆为 7 万吨；而从储罐规模上看，东华能源为 20 万立方米，而保税科技 10 年储罐规模为 22.7 万立方米，也基本相当。保税科技 10 年共实现货物转运量 90 万吨，毛利率达到了 90%。如果我们以东华能源 10、11 年转运量分别为 20 万吨和 80 万吨，毛利率 75% 分析，则 10 年、11 年对应的利润分别为 1500 万和 6000 万元，业务的年复合增长率惊人。并且考虑到公司的码头规模，公司还有相当的扩张产能的潜力。以 2011 年保税科技达到的最大产能 43.25 万立方米考量，公司产能还有相当增长空间。

3. 汇兑收益可观

公司的全部产品 LPG 都是进口，而销售都在国内进行，因而在人民币升值的大背景下，公司将会获得可观的汇兑损益。从历史上看，在人们升值幅度较大的 07、08 年（升值 6.5% 和 6.8%）分别实现了 1732 和 1564 万元以上的汇兑收益。从 10 年的情况看，人民币重启升值进程，对美元从年初的 6.85 跌至现在的 6.6，而从人民币 12 月的远期合同来看，人民币的汇率为 6.3，由此预期全年的升值幅度为 6.9%，因此我们预测汇兑损益也将会达到 1000 万元以上。

表格 3 07—10 年人民币升值幅度和汇兑损益

	升值幅度	进口量	汇兑损益 (万元)
2007	0.065	23.67	1732
2008	0.0685	27.34	1564
2010E	0.068	25	1000

资料来源：公司年报

4. 母公司储运基地规模大

09 年在公司码头被撞后，母公司收购了宁波百地年储运基地，并以低廉的价格租借给上市公司，缓解了公司当时库存不足的压力，并且为公司日后在浙江的销售扩张铺平了道路。目前公司在浙江的销售拓展状况良好，在上半年的淡季销售量每月都能维持在 4000 吨以上。我们了解当时由母公司出面收购主要是考虑到，如由上市公司收购，审批流程较长，而码头被撞后，公司对替代库存的需要又迫在眉睫，因此才由母公司出资来完成收购。展望未来，我们认为母公司在浙江的储运基地将会利好公司在浙江省的市场开拓。

百地年资产简介：

宁波百地年液化石油气有限公司，位于东海之滨宁波大榭开发区东北部，占地面积 23.6 万平方米。拥有两个容量各为 25 万立方米的地下储库（一个贮存丙烷或混合液化气，另一个贮存丁烷），是目前国内拥有最大液化石油气储存能力的储藏库。库区还包括一个可同时靠泊两艘 1000 - 5000 吨级船舶的五万吨级码头，和一个 5000 吨级码头以及十个槽车充装台，为宁波地区主要的化工储运基地。

5. 股权激励利好公司长期发展

公司于 11 月 23 日公告，对公司高管进行股权激励，激励价格为 6.04 元，解锁分为两期。首次解锁条件为授予日后满 12 个月，且 2011 年净利润环比 2010 增长 20%，可解锁 50%；二次解锁条件为在，授予日后满 24 个月，且 2012 年净利润环比 2011 增长 25%，可解锁剩余 50%。考虑到本次股权激励覆盖了总经理、董秘、财务总监和核心销售及技术人员，其推出将更好的调动高管的工作积极性，有利于吸引和保留优秀人才，提升公司在行业内的竞争地位，提高公司的核心竞争力，确保公司发展战略和经营目标的实现，也坚定了我们看好公司未来长期发展的信心。

6. 盈利预测

结合对公司经营情况的分析，我们小幅下调 2010、2011 年 EPS 预测为 0.36、0.46 元（原为 0.40 和 0.50 元）。考虑到公司未来两年随着码头逐步修复所带来的化工仓储业绩贡献和年复合 30% 以上的成长性，我们依然看好公司未来的发展，维持目标价 12 元，对应 11 年 25 倍市盈率。

7. 风险分析

作为天然气的补充能源，随着 2012 年天然气西气东输二线工程全面竣工，将会对公司的 LPG 的销售造成较大的负面影响；并且未来随着 LNG 的进口量不断提升，也会对公司的 LPG 销量造成负面影响。我们分析认为，这两点是影响公司未来业务成长最大的两个负面因素。

表格 4 盈利预测基本假设

		20091H	2009	2010	2011	2012
LPG 销售	销量（万吨）	9.8	22.1	24	26	28
	单价（元/吨）	3360.61	3979.03	5580	6138	6752
	毛利率	6.2%	4.3%	4.7%	4.7%	4.7%
	收入	32934.00	87936.56	135650	161152	191449
	利润	2055.08	5487.24	6375.541	7574.142	8998.081
	成本	30878.92	82449.32	129274	153578	182450
LPG 仓储	仓储量			15	16.06	17.67
	库存价格			5250	5775.00	6352.50
	库存量			76650	92747	112223
	销售价格			5950	6545.00	7199.50
	价差			600	600	600
	销售利润			8760	9636	10600
仓储	周转量（万吨）		18.8	1	20	80
	单价（元/吨）		100	100	100	100
	收入		1819.4	100	2000	8000
	毛利率		0.69	0.70	0.70	0.70
	利润		1255	70.00	1400.00	5600.00
	成本		564	30	600	2400
加油站	收入		1114.7	1561	1717	1888
	毛利率		-7.8%	6.00%	6.00%	6.00%
	利润		-86.9	94	103	113
	成本		1201.6	1467	1614	1775
钢材贸易	收入		49011.32	0	0	0
	毛利率		1.1%	0.20%	0.20%	0.20%
	利润		519.5	0	0	0
	成本		48491.8	0	0	0
再生资源业务	收入		98515.89	18053	0	0
	毛利率		1.8%	3.12%	3.12%	3.12%
	利润		1783.1	563	0	0
	成本		96732.8	17490	0	0
运输	收入		312	359	395	434
	毛利率		20%	20.00%	20.00%	20.00%
	利润		62.4	72	79	87
	成本		249.6	287	316	347
总收入			238709.9	155722	165263	201771
总成本			229689.1	139788	146471	176373

资料来源：东方证券研究所整理

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	980	1069	1064	1184	营业收入	2380	1557	1653	1818
现金	459	663	718	792	营业成本	2275	1398	1465	1589
应收账款	73	99	105	101	营业税金及附加	9	6	7	7
其它应收款	42	14	14	15	营业费用	27	39	41	45
预付账款	169	49	48	58	管理费用	24	16	17	19
存货	192	115	112	132	财务费用	15	16	9	7
其他	45	129	68	86	资产减值损失	1	0	0	-0
非流动资产	450	476	533	575	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	4	5	6	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	345	389	436	466	营业利润	26	82	114	150
无形资产	71	78	88	99	营业外收入	16	14	8	2
其他	25	5	4	3	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1431	1545	1597	1758	利润总额	41	95	121	151
流动负债	853	889	882	916	所得税	6	14	18	23
短期借款	690	500	500	500	净利润	35	80	103	128
应付账款	53	199	211	246	少数股东损益	-3	1	1	2
其他	110	191	171	169	归属于母公司净利润	38	79	102	127
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	72	147	184	231
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.17	0.36	0.46	0.57
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	853	889	882	916	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	4	5	7	8	成长能力				
股本	222	222	222	222	营业收入	44.0%	-32.9%	8.4%	10.0%
资本公积	240	240	240	240	营业利润	-30.3%	265.9%	49.3%	33.9%
留存收益	99	176	233	360	归属于母公司净利润	17.7%	135.8%	33.6%	30.9%
归属母公司股东权益合计	573	638	695	822	获利能力				
负债和股东权益	1431	1533	1584	1746	毛利率	4.4%	10.8%	12.5%	14.1%
现金流量表					净利率	1.6%	1.6%	5.7%	7.0%
单位:百万元					ROE	6.7%	14.0%	16.7%	17.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	5.2%	22.3%	29.9%	35.1%
经营活动现金流	-453	498	244	226	偿债能力				
净利润	35	92	123	160	资产负债率	59.6%	57.8%	55.0%	50.9%
折旧摊销	31	49	61	74	净负债比率				
财务费用	15	16	8	6	流动比率	1.15	1.21	1.24	1.36
投资损失	3	0	0	0	速动比率	0.92	1.08	1.11	1.21
营运资金变动	-548	340	52	-15	营运能力				
其它	11	2	0	0	总资产周转率	1.79	1.07	1.08	1.10
投资活动现金流	-146	-79	-117	-116	应收账款周转率	36	18	16	18
资本支出	180	79	106	102	应付账款周转率	9.09	11.18	7.20	6.93
长期投资	1	-6	1	1	每股指标 (元)				
其他	36	-6	-11	-13	每股收益	0.17	0.41	0.55	0.71
筹资活动现金流	617	-205	-52	-5	每股经营现金流	-2.04	2.24	1.10	1.02
短期借款	625	-190	0	0	每股净资产	2.58	2.92	3.27	3.98
长期借款	-20	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	63.56	26.96	20.17	15.41
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	4.26	3.76	3.36	2.76
其他	12	-15	-52	-5	EV/EBITDA	104	47	36	28
现金净增加额	18	214	75	105					

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