

造纸行业

复苏有待时日

研究结论

- **造纸下游需求疲软，纸品价格环比下行。**从产量看，08 年 1-11 月全国共生产机制纸及纸板 7690 万吨，同比增长 10.6%，增速较 5 月高峰时下滑 5 个百分点，其中 11 月份单月造纸产量 687 万吨，同比下降 3%；而外需不振也影响到出口形势，1-11 月累计出口 384 万吨，同比下降 10.7%。从价格看，12 月份国内纸品价格环比 11 月份大多出现一定程度的下跌。09 年最大热点来自文化类纸种 200 元价格上调。但根据我们收集到的信息，实际成交价格并没有发生变动，行业供大于求削弱了纸企议价能力。
- **行业目前继续亏损，增收不增利。**12 月份浆价继续向下缓行，按照当前成本价格生产，企业应有盈利，但在原料库存和远洋运输因素影响下，纸厂实际使用的仍是 11 月底木浆，而且需求下滑继续影响企业销售，大多数厂商反映 1 月份的销售情况较 12 月份有下滑，部分大型包装类生产商提前停产放假，因此企业无法受益于低成本浆。历史数据表明行业 1~11 月份行业毛利率回落到 12%，11 月份收入和利润增速分别为 20%和 17%，增收不增利。
- **木浆价格底部运行，废纸因供应缩减而小幅上涨。**原料价格走势将影响到纸产品的未来盈利，当前国内针叶浆、阔叶浆和化机浆报价分别是 4200、3900 和 3600 元/吨，走势出现一定分化，针叶浆已经逐渐趋稳，而阔叶浆继续下滑。国际浆出口国汇率贬值和国际浆库存创下 47 天新高有助于国内纸企的进口成本走低，阔叶浆依然有小幅下跌的空间。美废 8#、11#报价最新在 114、108 美元/吨，较前期有小幅上升，幅度在 7~10%左右。其上涨的原因来自到港废纸的数量急速萎缩，而纸厂有生产补充库存的需求。
- **估值处于低位，造纸股价跟随大势走高，但整体落后市场。**按照 Wind 的统计来看，造纸市净率按三季度计算为 1.02 倍，上市大型企业 0.95 倍，估值处于历史低位，但由于存货减值和 1 季度继续亏损原因，造纸企业表现略微落后大市。
- 我们继续推荐上下游商业关系处于优势的晨鸣纸业、华泰股份、玖龙纸业，以及产品需求较为稳定的恒丰纸业和博汇纸业。**同时也提醒投资者注意低 PB 估值的造纸板块反弹的交易机会。**



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业分析师

63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

杨春燕

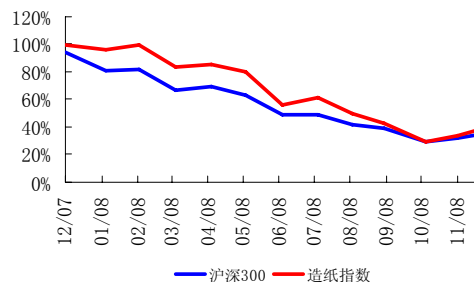
造纸、轻工行业资深分析师

8621-63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

行业评级 看好 **中性** 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 造纸
报告日期 2009 年 1 月 20 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	13.5%	-9.0%	-59.8%
相对表现 (%)	4.5%	2.1%	-3.0%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	06EPS	07EPS(E)	08EPS(E)	股价	评级
晨鸣纸业	0.59	0.66	0.55	5.80	增持
华泰股份	0.91	0.64	0.70	7.19	增持
景兴纸业	0.27	(0.55)	0.07	3.66	中性
博汇纸业	0.69	0.60	0.58	5.58	增持
岳阳纸业	0.29	0.24	0.23	5.97	增持

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情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

行业大事

- 1月份最大热点来自文化类纸种 200 元价格上调行动。年底销量上升，文化纸、铜版纸和白卡纸等生产厂家希望价格适当上浮，但根据我们采集到的信息，实际成交价格并没有发生变动，说明纸厂的议价能力受到挑战。
- 1月份纸厂成本继续下滑，但包装类纸品依然亏损，文化类纸吨毛利 350~400 元，较前期提升了 50 元左右，基本盈亏平衡。此外，值得注意的是，大多数厂商反映 1 月份的销售情况较 12 月份有下滑，部分大型包装类生产商提前放假停产。
- 12 月份国内铜版纸报价 5700 元，双胶纸 5800 元，白卡报价 5400 元，灰底白板纸报价 3600 元，新闻纸报价 5300 元，箱板纸报价 2500 元，瓦楞纸报价 2200 元，环比 11 月份大多出现不同程度的下跌。
- PMI 指数显示 12 月份开工率继续下滑，行业以库存清理为主。
- 11 月需求萎缩，导致木浆和造纸产量同比分别下滑 21%和 3%，而库存纸品价值达到 436 亿，环比上升 15%。
- 11 月份进口木浆环比大幅下滑 17%，进口废纸环比回落 3%。进口原料的减少也反映了国内造纸产业开工率的下降。
- 国际上美国和日本地区的造纸产能利用率也均出现回落，美国每周造纸工人工作时数 80.4 小时，而日本产能利用率指数陡降至 95.1。
- 主要浆出口国，如加拿大、智利、巴西和俄罗斯等国家汇率出现大幅贬值，将助推浆价下滑的趋势。而中国、日本和美国等国汇率持续升值，将减缓企业进口成本压力。

目 录

一、纸、浆价格下滑	4
1、国际浆纸价格继续回落	4
2、国内纸价持续下行.....	4
二、行业基本面尚未明显好转	5
1、产量、产销率及进出口下降，库存上升	5
2、PMI 采购经理指数：12 月削减库存为主	6
3、行业经营效益下降.....	6
4、固定资产投资维持高位	7
三、上游各大成本底部震荡.....	7
1、国际浆价下跌、浆库存上升	7
2、废纸价格底部盘整.....	8
3、造纸原料进口数量下滑	9
4、木材、能源、运费价格	9
四、国际市场较为疲软.....	10
1、美、日产能利用率下降	10
2、国外纸厂退出：浆纸溢价上涨.....	10
3、浆出口国汇率贬值与美元指数上涨.....	10
五、国内外企业估值表.....	11
1、估值水平.....	11
2、国际国内企业估值表	11
分析师承诺	13
投资评级说明	13

一、纸、浆价格下滑

1、国际浆纸价格继续回落

2008 年末在 UPM、斯特拉恩索等国际企业削减造纸产能的影响下，供应冲击导致纸品市场价格出现短暂的 5% 左右上行，但成本下降和需求削减使得提价行动提前夭折，本月价格又跌回了前期水平。

总体来看，国际浆价、纸价与上月相比均出现 1~5% 下跌。

表 1 国际纸品价格出现回落

International Price	Unit	Price 2009/1/20	Price Change One week %	Price Change One month %	Price Change One year %
漂白针叶木浆 (NBSK)-欧洲	USD/Ton	621.30	-0.4%	-6.2%	-29.1%
漂白针叶木浆 (NBSK)-美国	USD/Ton	712.79	-1.9%	-4.0%	-18.7%
漂白阔叶木浆 (BHKP)-美国	USD/Ton	571.99	-0.8%	-7.7%	-26.7%
美废 8#-中国	USD/Ton	114.00	0.0%	9.6%	-45.7%
美废 11#-中国	USD/Ton	108.00	0.0%	12.5%	-52.0%
欧废 A2-中国	USD/Ton	80.00	0.0%	6.7%	-57.4%
欧废 OCC(80/20)-中国	USD/Ton	85.00	0.0%	14.9%	-58.3%
日废 8#-中国	USD/Ton	130.00	0.0%	13.0%	-38.4%
日废 11#-中国	USD/Ton	100.00	0.0%	5.3%	-54.5%
新闻纸-美国	USD/Ton	740.63	-1.2%	-1.3%	28.9%
涂布道林书刊纸-欧洲	USD/Ton	919.91	-0.3%	-4.1%	-6.9%
包装牛皮纸-欧洲	USD/Ton	640.07	-2.0%	-5.3%	-16.4%
A4 复印纸-欧洲	USD/Ton	1,118.49	-1.4%	-5.3%	-10.3%
(废纸为原料)箱板纸-欧洲	USD/Ton	493.49	-3.4%	-7.9%	-29.1%
轻量涂布纸-欧洲	USD/Ton	916.52	-0.4%	-4.5%	-5.1%
包装用瓦楞纸-欧洲	USD/Ton	431.80	-2.1%	-8.0%	-33.9%
白面牛卡纸-欧洲	USD/Long Ton	919.50	-1.5%	-4.8%	-12.3%
Name	Unit	Days Oct/08	Days Sep/08	Days Oct/07	Average Days One year
世界浆库存	Days	47	44	28	34.8

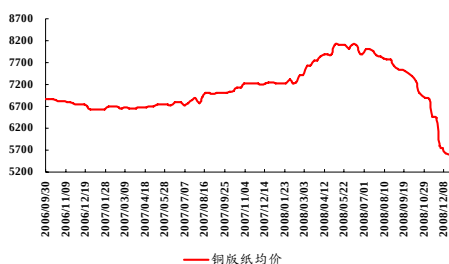
资料来源：东方证券研究所

2、国内纸价持续下行

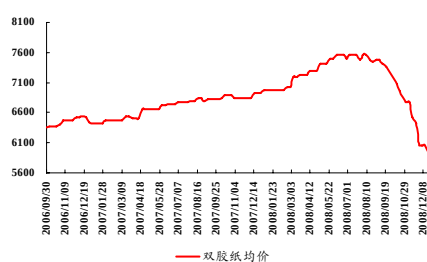
12 月份国内铜版纸报价 5700 元，双胶纸 5800 元，白卡报价 5400 元，灰底白板纸报价 3600 元，新闻纸报价 5300 元，箱板纸报价 2500 元，瓦楞纸报价 2200 元。

分品种看，铜版纸、白卡纸 12 月份价格均有所企稳，我们认为年底的贺卡和挂历生产带动了这两类纸品的需求，但年底旺季过后，销量可能出现回落。其他纸品来看，消费需求萎缩和成本回落继续导致其价格下滑。

图 1 铜版纸 12 月份趋稳

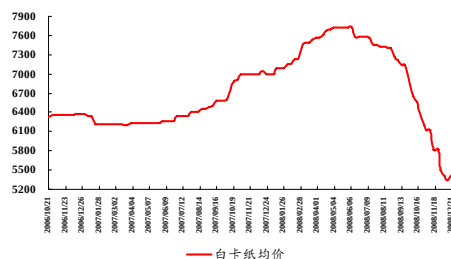


双胶纸进一步下滑



资料来源：东方证券研究所

图 2 白卡纸 12 月小幅反弹



资料来源：东方证券研究所

新闻纸 12 月份小幅下滑

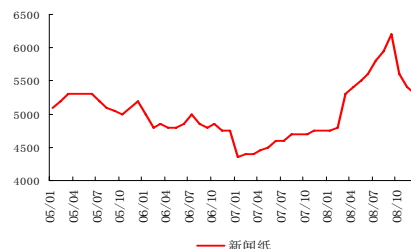
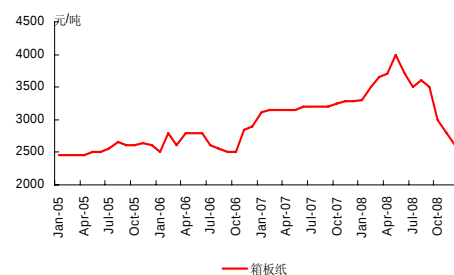
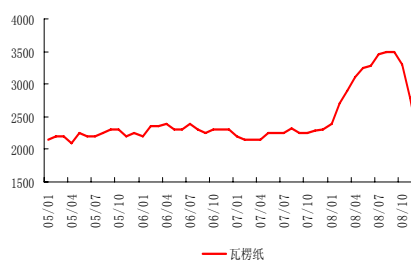


图 3 箱板纸价格回落至 06 年水平



资料来源：东方证券研究所

瓦楞纸跌势不止



二、行业基本面尚未明显好转

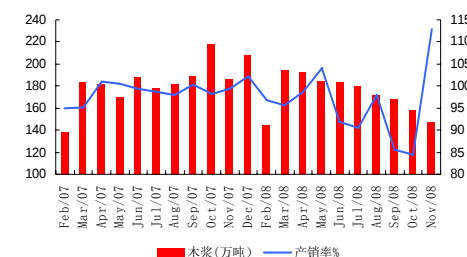
1、产量、产销率及进出口下降，库存上升

简单回顾 2008 年，行业剧变出现在第四季度，但第三季度已有端倪，具体表现在产销率的下降和库存的高企，但对奥运会的期盼和需求前景的麻痹使得企业继续保持乐观的情绪并大举备料，这导致第四季度供求逆转后的行业效益锐减。

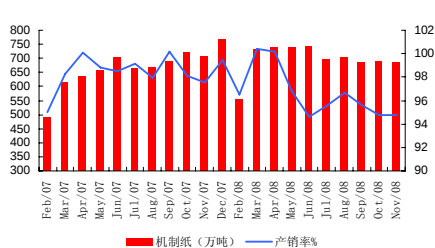
从数据来看，2008 年 1-11 月份，全国共生产机制纸及纸板 7690 万吨，同比增长 10.6%，其中 11 月份单月造纸产量 687 万吨，同比下滑 3%；2008 年 1-11 月份全国共生产纸浆 1911 万吨，同比增长 0.32%，11 月当月浆生产 147 万吨，同比下滑 21%；而外需不振也影响到出口情势，累计出口 384 万吨，同比下降 10.7%，11 月单月进出口也较 10 月份出现一定程度下滑，达到 24 万吨左右；而产销率数据来看，今年 4、5 月份成为行业景气的分水岭。

行业库存高企，达到 436 亿人民币，按照 2008 年的月均销售额来看，需要消耗 1.2 个月才能消化完毕。

图 4 木浆生产逐月下滑

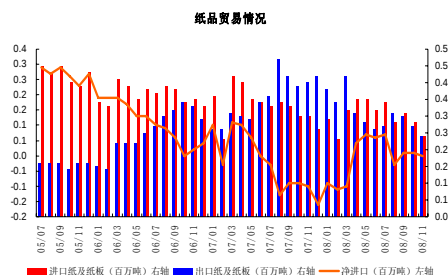


纸品生产继续保持



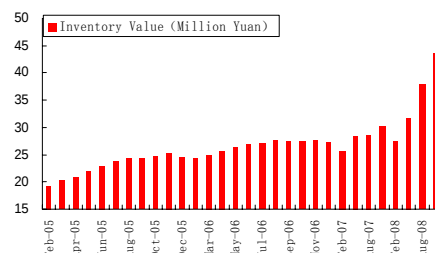
资料来源：东方证券研究所

图 5 进出口均开始萎缩



资料来源：东方证券研究所

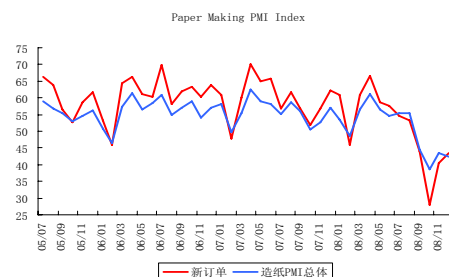
行业库存大幅上升



2、PMI 采购经理指数：12 月削减库存为主

从 12 月份 PMI 指数情况也印证了行业困难情况，当前企业开工率继续下滑，生产指数从 37 下跌到 32.6，前段时期库存高企且销路不畅是开工不足的主要原因，因此 12 月份的生产经营活动主要以削减库存为主。

图 6 总体情况继续恶化，但新订单上升



资料来源：东方证券研究所

原材料止跌回稳，但开工率仍不足

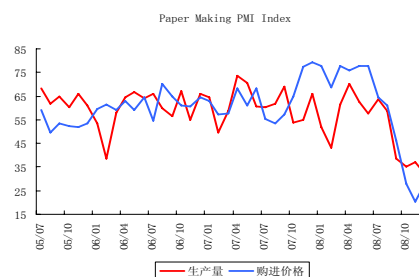
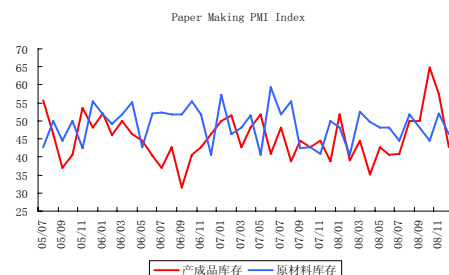


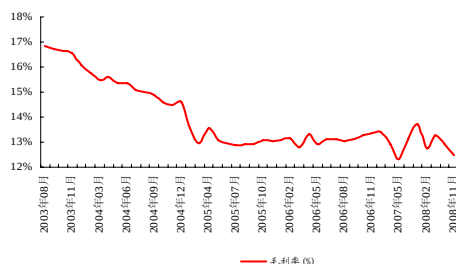
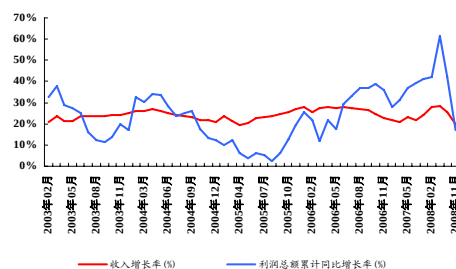
图 7 12 月份清理库存成为主流



资料来源：东方证券研究所

3、行业经营效益下降

行业11月份毛利率回落到12%，处于历史较低水平，而随着销售收入和销售利润的大幅下滑，11月份收入和利润分别提升20%和17%，处于增收不增利的状态。

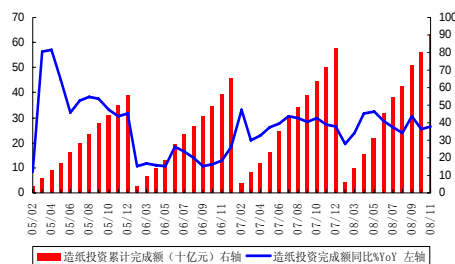
图 8 毛利率下滑至 12%

利润和收入增速大幅下降


资料来源：东方证券研究所

4、固定资产投资维持高位

行业固定资产投资 11 月份依然维持在 26.6% 的高位。根据我们的统计，2009-2010 年造纸产能集中投放在文化纸、箱板纸、白卡纸，而铜版纸、新闻纸等目前严重过剩需要较长时间消化的子行业的投资较少。

规模项目主要统计如下：文化纸：岳阳纸业（2009 年，40 万吨 SC 纸）、中冶纸业（2009 年，20 万吨高档文化纸）；白卡纸：太阳纸业 40 万吨全面达产（2009 年，新增有效产能 30 万吨）、泰格林纸（2009 年，30 万吨）、金桂浆纸（2009-2010 年，60 万吨白卡项目，分两期）；铜版纸主要来自晨鸣纸业（12 万吨美术纸）；新闻纸项目来自福建南纸（20 万吨项目）；箱板纸：玖龙纸业（80 万吨，天津项目）等。

图 9 造纸固定资产投资依然高位


资料来源：东方证券研究所

三、上游各大成本底部震荡

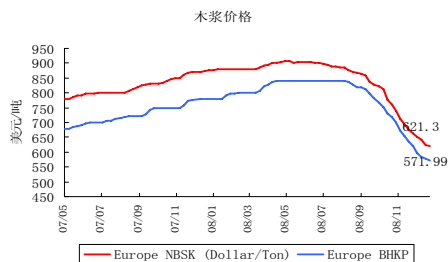
1、国际浆价下跌、浆库存上升

原油价格下滑，美元走强等多种因素的共同作用下，国际木浆（针叶浆 NBSK 和阔叶浆 BHKP）1 月报价 621 美元和 572 美元，较前期继续下滑。

国内针叶浆、阔叶浆和化机浆报价分别是 4200 元，3900 元和 3600 元，走势出现一定分化，针叶浆已经逐渐趋稳，而阔叶浆继续下滑。我们认为针叶浆新增供应较少，且针叶树生产期长，目前价格基本趋于底部。阔叶浆由于南美地区生产成本较低，未来可能仍有下降的空间。

从国际浆价库存来看，已经达到 47 天，大幅高于历史 31 天的均值。细分来看，阔叶浆库存占据了大部分。

图 10 国际浆价惯性下滑



资料来源：东方证券研究所

国内到岸浆价继续回落

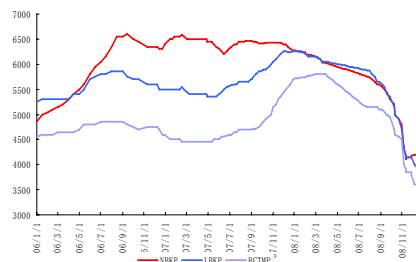
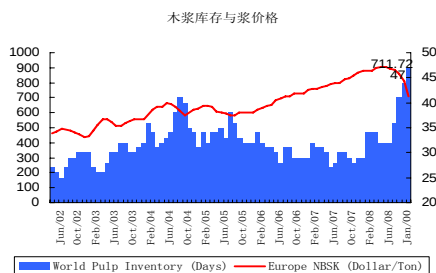
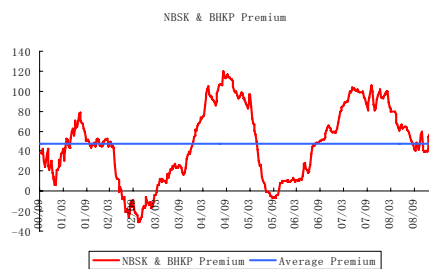


图 11 库存上升到 47 天，创历史最高



资料来源：东方证券研究所

针叶浆和阔叶浆价差维持在 50 欧元左右

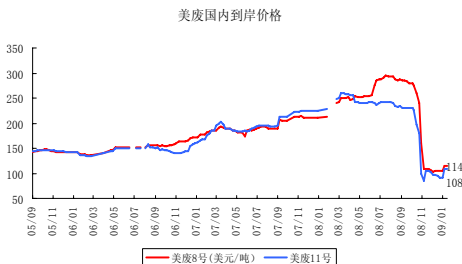


2、废纸价格底部盘整

最近美废 8# 报价最新在 114 美元，11# 报价在 108 美元，较前期有小幅上升，幅度在 7~10% 左右。其背后的原因主要来自纸厂先期高成本库存逐渐消化，有补充原料库存的需求，而国外废纸出口商目前也几乎亏本出口，出口意愿下降也提升了废纸价格，但基于目前废纸交易依然惨淡，我们认为废纸价格回升还是主要基于进口供应的大幅减少。

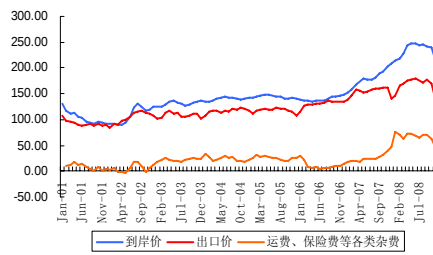
而从美国海关得到的数据来看，美国 11 月份出口中国废纸综合价格在 121 美元，加上运费和保险费，依然高于目前市场价格。

图 12 造纸固定资产投资依然高位



资料来源：东方证券研究所

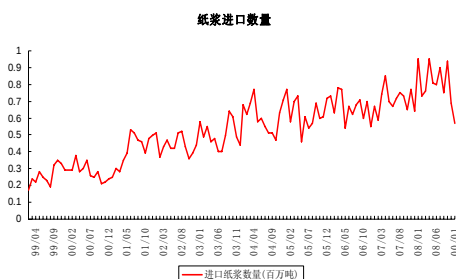
11 月份美国出口废纸价依然高于国内市场价



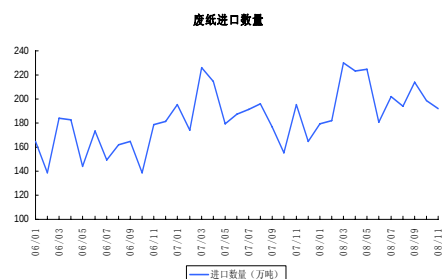
3、造纸原料进口数量下滑

11 月份进口木浆达到 57 万吨，环比大幅下滑 17%，进口废纸 192 万吨，环比回落 3%。进口原料的减少也反映了国内造纸产业开工率的下降。

图 13 国内木浆进口量开始下滑



废纸进口下降



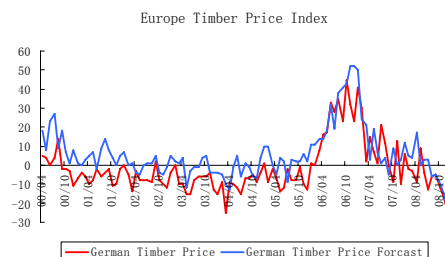
资料来源：东方证券研究所

4、木材、能源、运费价格

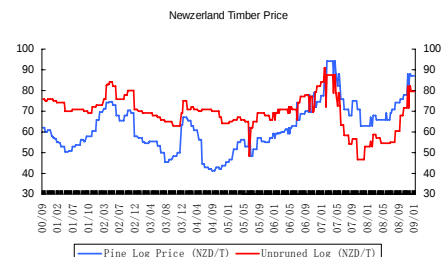
受到制浆产能退出的影响，欧美地区木材价格同比出现较大幅度回调，而日韩地区木材价格依然坚挺，松木和未抛光原木分别维持在 87 和 79.7 新元。

能源价格主要是煤炭价格维持在 590~625 的区间上，同时运输 BDI 指数也在 881 低位徘徊，其中反映 1 年后的 BDI 指数期货也仅停留在 1925 位置。

图 14 欧美地区木材价格继续下滑

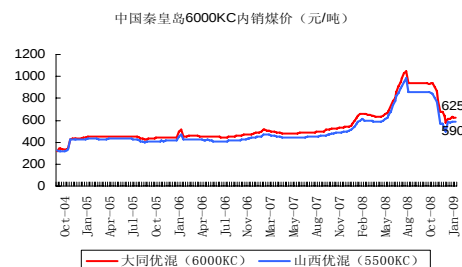


日韩地区木材价格稳定

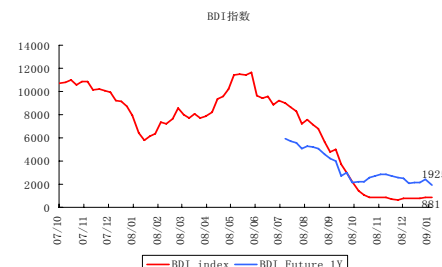


资料来源：东方证券研究所

图 15 煤炭价格趋稳



BDI 低位徘徊



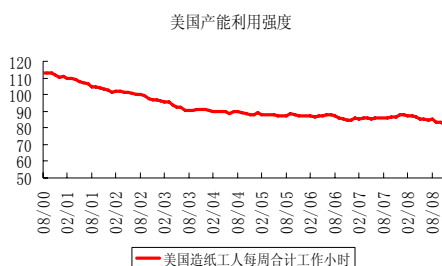
资料来源：东方证券研究所

四、国际市场较为疲软

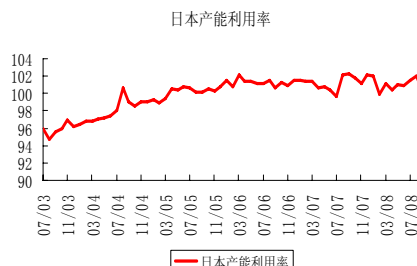
1、美、日产能利用率下降

受到经济危机的冲击，美国和日本地区的产能利用率均出现回落，美国每周造纸工人工作时数 80.4 小时，而日本产能利用率指数陡降至 95.1。

图 16 美国产能利用强度趋缓



日本产能利用率大跌

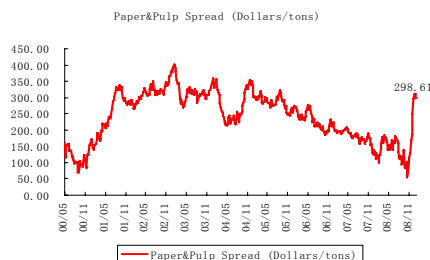


资料来源：东方证券研究所

2、国外纸厂退出：浆纸溢价上涨

欧洲地区先期浆纸价差的下滑导致造纸产能纷纷退出，在浆价出现下滑后，最近欧洲地区浆纸溢价突然上升到 299 欧元的高位，由于退出的产能不能复产，因此高差价将维持一段时间。

图 17 国际浆造纸产能退出导致浆纸溢价快速上升



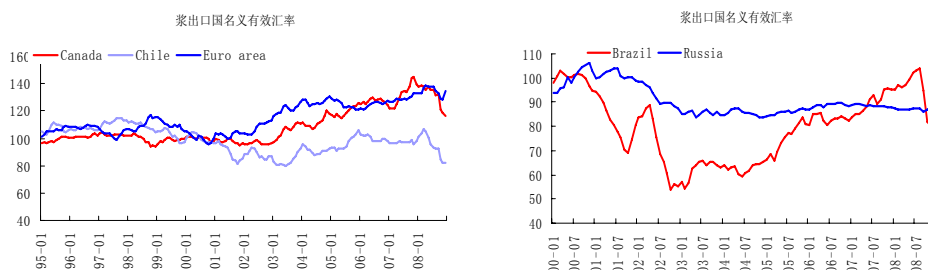
资料来源：东方证券研究所

3、浆出口国汇率贬值与美元指数上涨

美元指数持续高位，同时主要浆出口国，如加拿大、智利、巴西和俄罗斯等国家汇率出现大幅贬值，将助推浆价下滑的趋势。

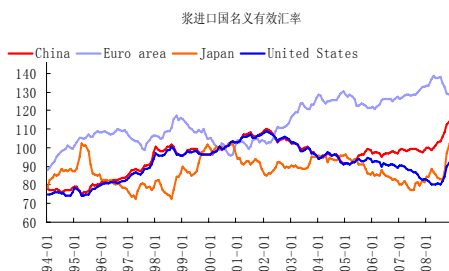
而中国、日本和美国等国汇率持续升值，将减缓企业进口成本压力。但需要注意的是，由于汇率上升将使得造纸下游行业的出口受到抑制，因此人民币汇率上涨对于造纸而言长期带来不利的影响。

图 18 浆出口国名义有效汇率大幅贬值



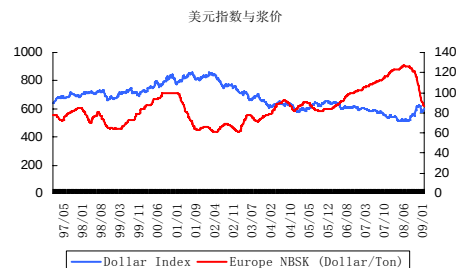
资料来源：东方证券研究所

图 19 浆需求端各国汇率大幅升值



资料来源：东方证券研究所

美元走强导致浆价回落

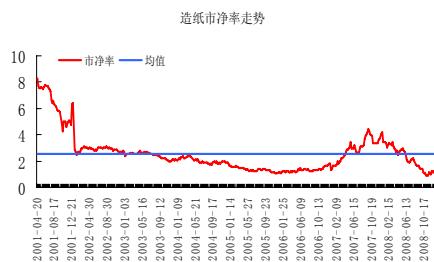


五、国内外企业估值表

1、估值水平

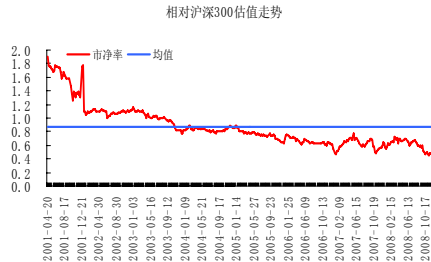
从 PB 的角度来看，按照 Wind 的统计，目前造纸市净率按三季度计算为 1.02 倍，有一定的优势。但由于年末计提存货减值和四季度经营亏损下，造纸行业市盈率有了大幅的上升，从 PE 的角度，行业估值并不具有具有吸引力。

图 20 PB 估值 1.02 倍



资料来源：东方证券研究所

相对市场沪深 300 估值打 6 折



2、国际国内企业估值表

从 PB 的角度看，国内 A 股上市企业估值基本位于 0.95 左右的区间，与国际相比并不具有优势。

表 2 国际企业估值

Name	Price 2009/1/19	Market Cap (Million Dollars)	EPS07	EPS08	EPS09	PE08	PE09	PB08
中国大陆 蓝底为东方证券研究所覆盖								
晨鸣纸业	5.83	949.23	0.62	0.66	0.55	8.83	10.60	1.19
华泰股份	7.15	573.72	0.91	0.64	0.70	11.17	10.21	1.11
岳阳纸业	5.99	571.35	0.29	0.24	0.23	24.96	26.04	0.93
博汇纸业	5.71	421.37	0.69	0.60	0.58	9.52	9.84	0.80
景兴纸业	3.64	208.68	0.27	(0.55)	0.07	(6.6)	52.0	0.75
恒丰纸业	6.19	174.72	0.23	0.27	0.40	22.93	15.48	1.15
上证综合当前估值						15.17		2.20
中国香港								
玖龙纸业	1.86	1038.27	0.44	0.15	0.19	12.40	9.79	0.53
晨鸣纸业 (H 股)	2.86	760.04	0.70	0.75	0.62	3.82	4.58	0.44
理文造纸	3.59	243.45	1.27	0.81	0.87	4.45	4.12	0.45
维达纸业	2.09	243.45	0.10	0.15	0.21	14.12	10.05	1.17
阳光纸业	1.01	53.02	0.69	0.21	0.31	4.81	3.26	0.30
恒生指数当前估值						8.07		1.24
北美								
International Paper	10.89	4,655.80	2.72	2.00	0.98	5.43	11.15	0.53
Kimberly-Clark	53.22	22,020.30	4.13	4.17	4.56	12.78	11.67	4.41
MeadWestvaco	11.78	2,012.17	1.56	0.64	0.55	18.29	21.38	0.56
Potlatch Corp	26.51	1,047.71	1.44	2.01	1.14	13.16	23.34	-
Weyerhaeuser	29.38	6,207.68	3.60	(0.78)	(1.00)	-	-	0.82
Temple-Inland	4.05	431.36	12.31	(0.02)	(0.07)	#N/A	#N/A	0.56
AbitibiBowater	0.61	32.47	(14.11)	(9.43)	(5.44)	-	-	0.03
Sappi Ltd	3.76	1,977.60	-	0.57	0.77	6.55	4.92	-
Smurfit Stone	0.06	15.32	(0.45)	(0.39)	(0.35)	-	-	0.01
SINO-FOREST-CORP	9.38	1,717.66	0.91	1.32	1.45	5.74	5.19	0.96
WEST FRASER TIMB	26.73	1,144.18	(0.80)	(2.30)	(1.60)	-	-	0.56
标准普尔 500 当前估值						15.64		1.68
欧洲								
Stora Enso	4.83	3,820.56	(0.27)	0.19	0.34	25.16	14.16	0.54
UPM-Kymmene	8.00	4,159.75	0.16	0.65	0.72	12.33	11.10	0.64
SCA HYGIENE PROD	307.95	2,183.99	12.71					1.51
HOLMEN AB-B SHS	189.00	1,616.60	17.80	9.45	13.50	20.01	14.00	1.00
LUNDBERGS AB-B	294.00	1,827.08	42.02	22.58	21.99	13.02	13.37	0.80
PORTUCEL EMPRESA	1.47	1,124.39	0.20	0.18	0.13	8.18	11.36	0.93
MONDI PLC	186.25	1,028.06	0.45	0.40	0.34	5.13	6.09	0.36
Smurfit Kappa	1.93	420.78		1.03	0.57	1.88	3.36	-
英国富时当前估值						7.39		1.28
南美								
CMPC	11,050.00	3,564.80	1246.85	868.72	677.91	12.72	16.30	0.76
Aracruz	5.00	3,851.07	1.01	(2.01)	0.61	-	8.16	1.30
Suzano	12.14	3,817.82	1.72	0.54	1.80	22.61	6.76	0.88
Votorantim	17.19	3,461.40	4.10	(1.70)	1.49	-	11.54	0.67
巴西圣保罗估值						9.19		1.33
日本								
Nippon Unipac	2775.00	3,115.03	5200.50	153.87	230.67	18.03	12.03	0.01
Oji Paper	445.00	4,736.50	11.90	22.55	33.10	19.74	13.44	0.92
Daio Paper	948.00	1,223.10	38.94	45.35	71.65	20.90	13.23	1.01
日经 225 当前估值						12.08		0.99
中国台湾								
中华纸浆	8.41	150.66	1.41	0.86	0.30	9.83	28.13	0.55
正隆	6.54	207.77	0.57	0.70	0.56	9.30	11.62	0.44
台湾市场平均估值						8.34		1.2
非洲								
MONDI LTD	3450.00		0.45	0.40	0.34	6.45	7.66	0.45
SAPPI LTD	3845.00		0.45	0.73	0.88	5.31	4.38	0.58
海湾合作委员会 200 指数						7.76		1.33

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

杨春燕：造纸、轻工行业资深分析师

郑 恺：造纸、轻工行业分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、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：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn