

造纸、轻工

布局浆价企稳

——造纸轻工行业 09 年二季度投资策略

二季度策略主线：

- **布局浆价企稳。**我们认为行业浆价企稳是贯穿二季度策略主线，浆价止跌后，纸品价格有望走稳，市场预期趋于一致，观望情绪转淡，需求上升销量上涨，企业盈利能力有望提高。
- **一季度有望成为全年盈利的低点，建议投资者关注二季度盈利反弹。**一季度浆价继续下滑致使纸厂提价失败，企业成本依旧维持相对高位，而销量同比下滑，因而盈利不达预期的可能性仍较大，但一季度有望成为 09 年盈利的低点，未来纸价的走稳提升毛利水平，销量回升摊薄吨纸折旧，盈利将走出低谷。

研究结论：

- **我们认为市场二季度将关注三个问题。**一是原材料价格是否触底企稳；二是行业需求恢复及造纸企业去库存化；三是行业的政策扶持力度。我们认为二季度这几方面情况均有利于行业发展。
- **木浆和废纸价格企稳有利企业盈利能力反弹。**3 月份针叶浆、阔叶浆和化机浆报价分别为 4000 元，3300 元和 3350 元，环比下滑 100-150 元/吨，美废 8# 最新报价在 124 美元，11# 在 114 美元，较 2 月下滑 1.6% 和 10.9%，木浆和废纸价格的下滑主要来自欧美、日本地区需求量的大幅减少，但值得注意的是，最近两周木浆和废纸价格随着国际能源价格的企稳而回归稳定，未来有望带动造纸企业盈利恢复正常。
- **一季度大部分企业仍继续亏损，但有望成为全年盈利低点。**我们判断前期纸企提价属于成本推动，成本上升来自销量下滑后的吨纸折旧陡增，而 2 月份浆价的下跌导致企业纸品 3 月出现小幅下滑，因此企业一季度盈利不达预期的可能性较高。但由于未来浆价触底，我们预计纸价将逐渐走稳，并提升企业毛利水平，同时销量回升摊薄吨纸折旧，盈利将走出低谷。
- **二季度行业需求环比回暖，政策催化剂 4、5 月份显现。**我们二季度行业下游需求将出现季节性回暖，同时纸价止跌也将衍生出部分下游存货需求，两者共同作用促使需求环比回升；同时市场将关注 4、5 月份轻工振兴规划细则的出台以及严格环保政策的落实。我们认为政策短期效果难以体现，然而中长期将有利于大型企业竞争环境的改善和行业集中度的提升，从而重塑造纸行业的市场格局。
- **把握估值和浆价企稳两条线索，继续推荐大型造纸企业和需求较为稳定的纸种生产企业。**造纸行业相对估值和大市相比具有 50% 折价时有较大安全边际。目前行业 PB 估值 1.47 倍。相对沪深 300 有 41% 的折价。我们继续看好晨鸣纸业、玖龙纸业等大型企业；此外，我们也推荐产品需求较为稳定的恒丰纸业、博汇纸业和劲嘉股份。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

造纸、轻工行业资深分析师
63325888×6080

yangy@orientsec.com.cn

郑恺

造纸、轻工行业分析师
8621-63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (上调)

国家/地区

中国/A 股

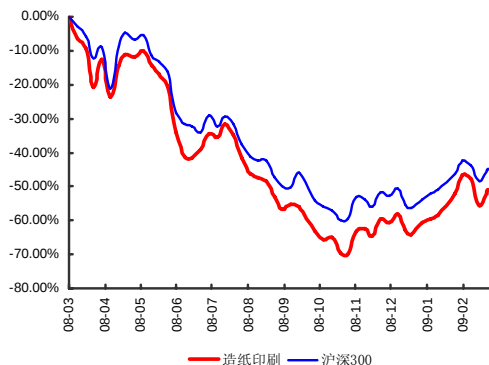
行业

造纸、轻工

报告日期

2009 年 3 月 30 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	16.5%	44.1%	-42.0%
相对表现 (%)	5.3%	13.2%	-2.2%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	07EPS	08EPS	09EPS	股价	评级
晨鸣纸业	0.59	0.55	0.41	7.18	增持
华泰股份	0.91	0.64	0.48	9.09	中性
景兴纸业	0.27	(0.54)	0.07	4.45	中性
博汇纸业	0.69	0.53	0.42	7.10	增持
岳阳纸业	0.29	0.21	0.19	7.07	增持
恒丰纸业	0.23	0.29	0.40	7.93	增持
劲嘉股份	0.81	0.51	0.72	14.51	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。

目 录

1 布局浆价企稳，暗示行业盈利将回归正常	3
1.1 为什么我们认为浆价是领先指标	3
1.2 木浆价格有望 4 月初逐步企稳.....	4
1.2.1 影响浆价 4 大因素：目前 2 大指标已经发生改变	5
1.2.2 制浆产能大面积关停加速供需匹配	6
1.2.3 制浆成本企稳有利浆价止跌	6
1.2.4 国际上浆价已经逼近北美现金成本线，跌破北欧成本	7
1.2.5 2 月浆出口国汇率继续贬值	8
1.3 结论：浆价企稳有利行业盈利反弹.....	8
2 1-2 月行业提价属成本推动，一季行业盈利仍不理想	9
2.1 纸价上涨来自吨纸折旧上升导致的成本推动	9
2.2 纸价下滑：一季度预计盈利仍不理想	9
3 二季度需求回升而去库存化持续，关注政策催化剂	10
3.1 二季度下游需求需求回升	10
3.2 去库存化仍可能持续	10
3.3 关注 4、5 月份政策催化剂	11
3.3.1 环保有利于压缩行业过剩供应	11
3.3.2 轻工振兴规划中长期重塑行业竞争格局	12
4 把握估值水平和浆价走势，布局企业盈利反弹	12
4.1 估值 0.5 倍大市水平时具有相当的吸引力	12
4.2 布局成本企稳后的盈利反弹	13
5 推荐企业：商业关系与纸种优势	13
5.1 各大公司经营情况	14
5.2 结论：建议二季度标配造纸，布局行业盈利反弹	15
分析师承诺	20
投资评级说明	20

1 布局浆价企稳，暗示行业盈利将回归正常

我们在 2009 年的策略报告中强调浆价的走势为造纸行业的先行指标。我们认为当前浆价 2 月份的下跌主要来自于国际制浆行业持续去库存化导致的，未来随着石油等能源价格的走稳，浆价有望触底，从而有利于国内纸企的盈利恢复。

从这一逻辑来看，我们建议投资者积极关注浆价的走势，由于国内造纸中，纤维成本占到 60% 以上的比例，因此，浆价止跌使得企业成品不再降价，同时原材料库存不再缩水，中长期有利于纸企盈利的止跌回稳。

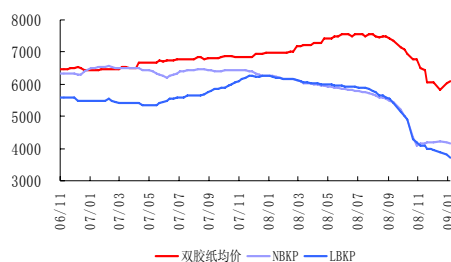
1.1 为什么我们认为浆价是领先指标

我们认为木浆价格的企稳有利于行业盈利的恢复和稳定。这一命题主要基于造纸行业充分竞争的基本属性，行业内生产者众多，集中度不高，对下游没有成本转嫁能力，而生产所用的成本结构基本相似，并且同类产品间同质性也较高，此外，行业成本、产品价格等信息非常透明，因此国际浆价的回落致使下游要求企业降价的呼声不绝于耳，规模纸厂通过率先削价扩大销量抢占了市场份额，从而致使整个行业报价下滑。

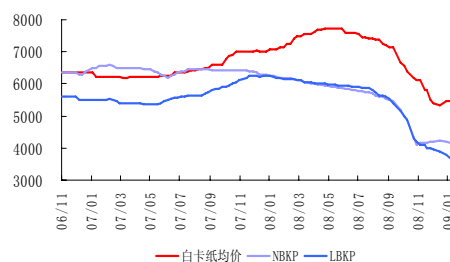
然而对于行业而言，60% 以上的木浆需要进口满足，而浆进口需要 1-2 个月以上的运输期，因此造纸依然使用的是以前进口的高价原料，这也造成了浆价回落的区间段上造纸毛利率的逐月回落，反之，如果浆价企稳，那么我们可以预期纸品价格的稳定，并最终带来毛利率的回升。

我们以双胶纸和白卡纸为例，可以发现浆价自 2006 年以来一直领先国内纸价，这也说明了为何在浆价持续上升的过程中，造纸行业业绩往往超预期，而浆价下滑区间往往企业的业绩不达预期。

图 1：浆价走势领先于双胶纸价



浆价走势领先于白卡纸价

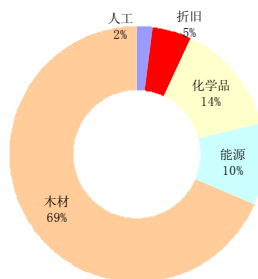


资料来源：东方证券研究所

因此，从这个逻辑上，我们认为对产能过剩、价格完全竞争的造纸行业而言，浆价即成本的走稳是对行业的利好，尤其在当前行业整体亏损的背景下，成本的稳定意味着生产者的预期趋于一致，由此将予下游客户和中间商以稳定的预期，随着需求的回暖，当前行业库存集中于厂商的局面有望获得改变，行业有望获得弱势平衡。

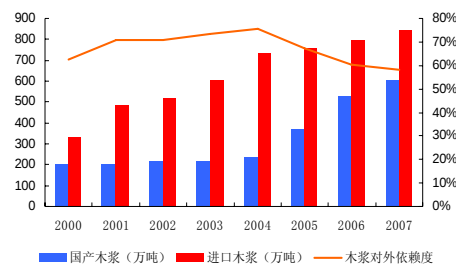
随着去库存化的继续，这种平衡将导致纸厂的议价能力的提高，个别纸种价格有望回调，纸品的获利能力有望真正提高。考虑 3 月底 4 月初国际浆价基本触底，由此传导到纸需要 1-2 个月时间；而 1 月份国内进口浆数量的增长情况，第二批去库存需要 1-2 个月时间，我们预计 5 月份开始国内纸品价格将真正触底。

图 2：2007 年国内制浆成本结构



资料来源：东方证券研究所

国内浆严重依赖国外，国内没有定价权

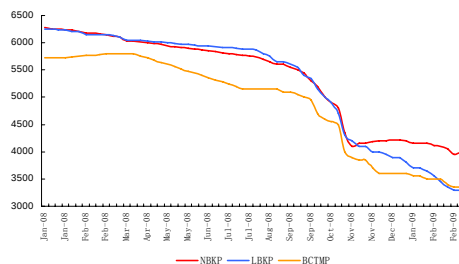


1.2 木浆价格有望 4 月初逐步企稳

随着国际需求大幅下滑，国际木浆库存去年 11 月份达到 50 天高点，其国际价格也在 11 月份出现大幅下滑，但随着国内进口的回暖，国际木浆库存回落到 46 天左右。但由于美日两国产量下滑迅速，引发木浆需求的走低，并使木浆库存第二次站上 50 天高位，木浆去库存化的延续也使得其价格下滑的走势，从 3 月份的数据看，国内针叶浆、阔叶浆和化机浆报价分别是 4000 元，3300 元和 3350 元，较 2 月份分别下滑 100 元、250 元和 150 元。

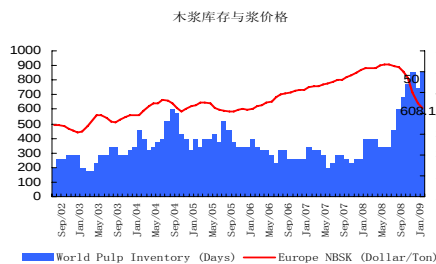
但我们结合当前木浆供需面的变化，制浆成本的走势以及当前国际制浆企业的成本线三大方面来看，我们判断未来浆价继续下滑的空间有限。

图 3：木浆 3 月小幅下滑，但我们判断价格已经企稳



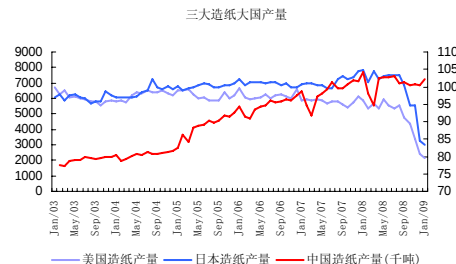
资料来源：东方证券研究所

图 4：国际木浆库存重回 50 天高位



资料来源：东方证券研究所

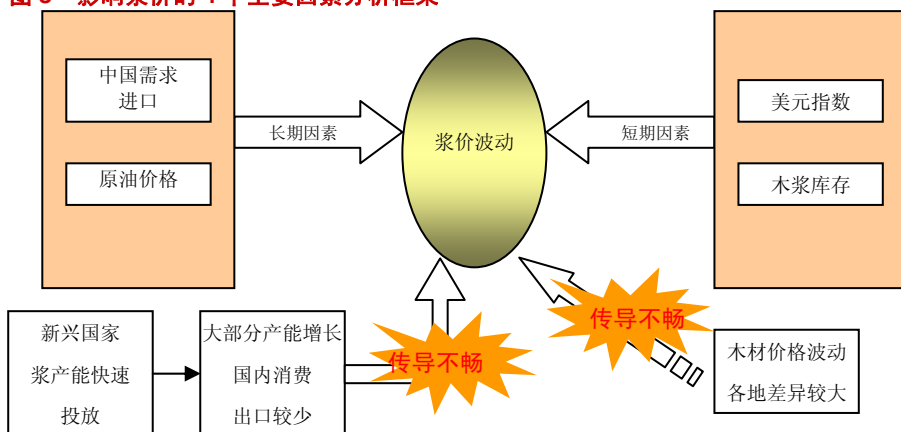
美日造纸产量下挫导致木浆需求下滑



1.2.1 影响浆价 4 大因素：目前 2 大指标已经发生改变

我们在《浆价持续走低》报告中阐述了影响浆价的 4 大因素，我们认为影响木浆价格的四大主要因素分别为中国需求，原油价格，美元指数以及木浆库存。

图 5 影响浆价的 4 个主要因素分析框架



资料来源：东方证券研究所

从目前形势来看，我们认为 4 大因素中的 2 个指标已经发生改变，主要表现在中国进口量的大幅上升和能源成本的企稳。而从木浆库存和美元指数看，尚不能成为推动木浆上涨的因素。

结合下文其他指标来看，我们总体判断未来浆价走势已经企稳是一个大概率的事件，但仍处于低位，在国际需求疲弱和木浆库存依然偏高，以及美元指数维持在较高位置的背景下，我们认为浆价重拾涨势的可能较小，未来仍将处于低位徘徊的状态。

图 6：中国木浆需求大幅回升

主要能源价格走稳

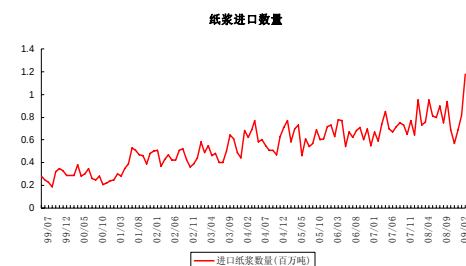
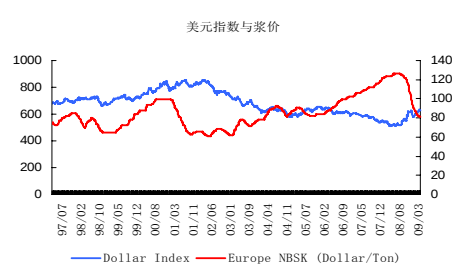
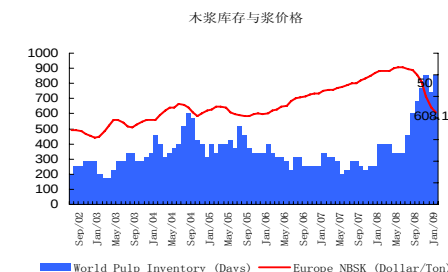


图 7 木浆去库存化可能需要 3 个月左右时间

美元指数相对底部依然处于高位

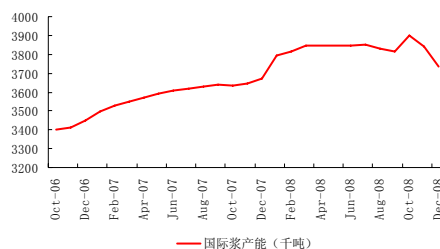


资料来源：东方证券研究所

1.2.2 制浆产能大面积关停加速供需匹配

由于浆价的下滑挤出了相当部分高成本浆生产国的生产能力，并使得国际浆生产布局逐渐改变，向木材纤维成本更低的国家倾斜，因此最近我们也注意到国际上北欧、北美等高成本浆线开始逐渐关停，这将有利于行业重新在一个较低的价格水平上恢复均衡。据我们统计，自 2008 年三季度起，有近 400 多万吨的化学浆线先后破产关停或闲置，这类产能占到现有化学浆产能的 10% 左右，产能的急速缩水将使得木浆在新的供求关系上达到均衡。

图 8：国际浆产能关停压缩供给



资料来源：东方证券研究所

表 1：即将关停生产浆线

Company	Tons	Details
Baikai	125000	NBSK/USK - Russia
International Paper	450000	NBSK - Bastrop
Metsa Botnia	450000	NBHK/NBSK - Kaskinen
Smurfit-Stone	220000	NBHK - Pontiac
Catalyst	400000	NBSK - Crofton Mill Indefinitely idled Feb 09
Domtar	400000	NBHK - Baileyville, ME mill
Marathon	200000	NBSK - Filed for creditor protection Feb 09
Terrace Bay	475000	NBSK/NBHK - Indefinitely idled, Jan 09
Stora Enso	275000	NBHK - Idled Apr-Dec 2009
Freshwater	200000	NBSK - Recently acquired former Evergreen mill, could restart mid 09
Red Shield	200000	NBHK - Recently acquired and apparently currently restarting
Harmac Pacific	200000	NBSK - Former POP mill, 1 of 2 lines running
Worthington	235000	NBSK - POP Mackenzie mill, taken over by government after leak
Total	3830000	

资料来源：东方证券研究所

1.2.3 制浆成本企稳有利浆价止跌

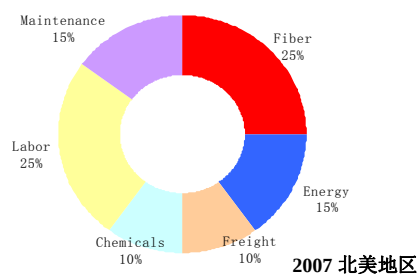
我们认为国际上木浆生产中能源价格对其制造成本有决定性的作用，从 2007 年北美地区为例来，与能源直接或间接相关的能源、运费和化学品三大类成本占到 35% 左右，纤维成本占到 25%，但纤维价格和当地资源禀赋有关，运输半径小，一般波动不大；此外，其他人工和维修折旧成本基本上属于固定成本，大体不变。因此在其他成本稳定的基础上，我们认为能源价格的波动对于造纸成本变化有相当大的决定作用。

而能源消费中大部分由电力提供，来源主要是煤炭、燃油和天然气，运输用油和化工品是原油的衍生产品，因此木浆成本中 35% 均与原油价格高度相关，在当前国际石油价格的触底反弹过程中，将带动产浆国生产成本的企稳。

表 2：大多数产浆国能源供应仍以火电为主，成本与石油价格息息相关

	美国	加拿大	芬兰	巴西
火电（煤炭）	50.0%		13.0%	
火电（石油）		20.0%		12.0%
火电（天然气）	16.0%		53.5%	
核电	14.5%	16.0%	15.0%	1.0%
水电	6.0%	64.0%	18.4%	87.0%
其他(风能、地热等)	13.5%	0.0%	0.1%	0.0%

资料来源：东方证券研究所

图 9：能源价格对成本有决定作用
主要能源走稳有利制浆成本稳定


资料来源：东方证券研究所

1.2.4 国际上浆价已经逼近北美现金成本线，跌破北欧成本

由于木浆库存的再度走高将引发木浆持续去库存化进程，这也导致尽管石油等能源成本基本已经企稳，但进口木浆报价依然下跌。我们认为去库存化的过程可能持续到 4 月初期，之后有望见到木浆价格不再下行。

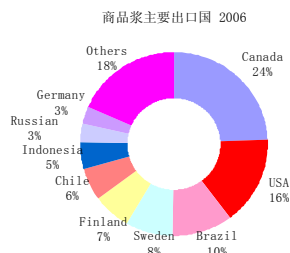
按照当前国内阔叶木浆到岸价 3800 元/吨计算，目前价格已经接近了北美地区的成本线，并跌破了北欧地区生产成本，由于这些地区商品浆出口占到世界出口量的 50%以上，因此，我们认为在目前的供给格局下，浆价运行于北欧和北美地区成本线以下会导致这些地区浆产能大量退出，全球供需大幅背离，长期跌破其成本的可能不大，因而未来浆价企稳是一个大概率事件。

表 3：目前浆价已经达主要产浆国现金成本线

	Canadian hardwood cash cost		Finish hardwood cash cost	
US\$	08Q2	09Q1	08Q2	09Q1
Variable	327	217	404	344
Labour	124	98	46	40
Maintenance	44	35	20	16
Other	24	19	31	25
Fixed Costs	192	151	97	81
Operating costs	519	368	501	425
Freight	115	78	50	34
Delivered cash cost	638	450	564	469
Total costs	661	468	587	488

资料来源：东方证券研究所

图 10 欧美地区木浆出口占到世界出口量 50%以上



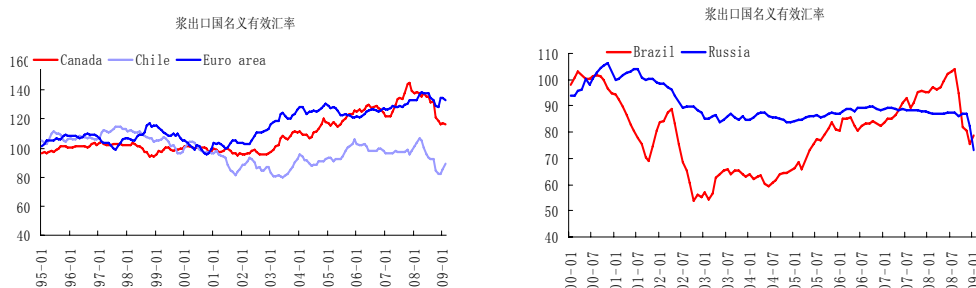
资料来源：WTO，东方证券研究所

1.2.5 2 月浆出口国汇率继续贬值

我们采用采用名义有效汇率来观测一国进出口商品价格的变动方向。国际上，木浆的主要出口国集中在加拿大、西欧、巴西和俄罗斯等国家，这几个国家出口占比全球出口浆比重 60%左右，因此如果这些国家汇率继续出现贬值，则有可能推动浆价下滑的趋势。

从 2 月份的数据来看，我们发现大部分浆出口国名义汇率依然处在贬值通道中，这也和 2 月份国内进口浆价下滑重合，但未来我们认为这类国家汇率随着美元升值速度放缓可能将停止继续贬值，未来浆价也有望企稳。

图 11 大部分木浆出口国汇率依旧贬值



资料来源：东方证券研究所

1.3 结论：浆价企稳有利行业盈利反弹

综上所述，我们认为浆价未来将逐步企稳，这有利于造纸行业盈利能力的反弹。我们在 2009 策略报告中强调浆之走势，纸的未来，这主要由于浆价企稳对于行业盈利能力的回升是一个重要的先行指标，浆价止跌后，纸品价格有望走稳，市场预期趋于一致，观望情绪转淡，需求上升销量上涨，企业盈利能力有望提高。我们提醒投资者关注浆价止跌后未来 1-2 月后企业盈利能力的回升。

不过我们认为行业 ROE 的反转尚需等待，盈利能力尽管即将可能反弹，但纸价挫跌导致企业资产周转下降，同时出于安全考虑，企业也有意识地减少杠杆水平，因此，我们认为行业 ROE 的大幅反弹有待时日。

2 1-2 月行业提价属成本推动，一季行业盈利仍不理想

1-2 月国内生产纸品共 1157 万吨，同比下滑 2.4%，如果考虑到去年雪灾等低基数原因，生产实际下滑程度更大，但根据 2008 年固定资产投资数据来看，2009 年产能释放应与 2008 年大致相同，因此我们预计 1-2 月行业产能利用率较低，这也导致了企业折旧费用的占比提升，因此我们预计行业 1 季度盈利仍不理想。

2.1 纸价上涨来自吨纸折旧上升导致的成本推动

各大纸种 1、2 月份报价均有提高，文化类纸价格上升 200 元/吨，箱板纸报价提升 100 元/吨。市场上有声音认为纸价上涨来自市场需求开始转暖或者下游补充库存所致，我们不否认进入 2 月后，下游库存的减少导致需求出现一定程度环比修复，但企业提价主要因素来自吨纸折旧的成本提高，因此纸价上升是成本推动而非需求拉动。

我们主要的证据来自企业产能利用率的持续走低，如果下游需求回暖，则企业的产能利用率将处于高位，表现在数据上则是行业量价齐升，但目前产能利用率仍不高，而机器设备折旧金额不会发生改变，因此换算成每吨纸品的折旧数额将上升，也即是折旧占比将大幅上升。

我们选取了白卡纸作为参照，在产能利用率较高的时段，吨纸折旧为 420 元/吨左右，且当时纸品价格处于高位，折旧占比仅为 8.5%，但随着产能利用率的回落，我们假设为 65%，此时吨纸折旧上升为 610 元/吨，再加上纸品价格回落，致使折旧占比达到 15%，因此我们认为前期纸厂涨价主要源于折旧成本的上升，为了覆盖产能利用率的下降，各大企业有意愿进行提价，尽管下游补库存带来的需求部分修复也是涨价的催化剂之一，但总体而言，我们认为涨价背后的主要推动力来自折旧成本的提升。

表 4：纸品提价是为了覆盖折旧成本的上升（以白卡纸为例）

	情景一		情景二
投资（万元）	180000	投资（万元）	180000
折旧年限	15	折旧年限	15
产能（万吨）	30	产能（万吨）	30
产能利用率	95%	产能利用率	65%
吨纸折旧（元）	421	吨纸折旧（元）	615
折旧占比	8.5%	折旧占比	14.7%

资料来源：东方证券研究所

2.2 纸价下滑：一季度预计盈利仍不理想

基于以上的分析，我们也可以推论出未来纸价的运行趋势。在前期产能利用率下滑，浆价稳定的情况下，企业提价以覆盖吨纸折旧成本的上升，而目前浆价又出现了一定程度下跌，产能利用率稍有恢复的背景下，一方面成本的下滑会使得下游要求企业跌价呼声高涨，企业面临削价的压力；另一方面吨纸折旧的下降也使得企业具备了降价的动力。

此外，如果下游需求回暖，产能利用率提升，出于抢夺市场份额的考虑，优势纸企压价竞争的可能更大，原因仍是吨纸折旧的下降，以及扩大市场份额的考虑。因此我们预计未来纸价下滑，至少是滞涨的可能较大。在这一背景下，我们认为企业一季度成本依旧维持相对高位，而销量同比下滑，因而盈利不达预期的可能仍较大。

3 二季度需求回升而去库存化持续，关注政策催化剂

二季度我们认为行业下游需求将有望环比小幅回升，但结合日韩的经验，我们预计终端需求复苏依然较为滞后，因此去库存化可能仍将持续。

此外，4、5 月份轻工振兴规划的出台以及新环保标准的实施有望成为行业的催化剂，通过政府人为控制供给而加速供需平衡，但我们谨慎认为未来政策执行力度有待观察。

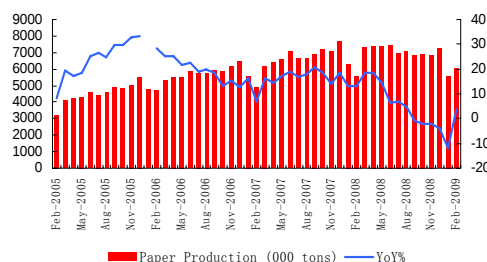
3.1 二季度下游需求回升

我们认为 2 季度需求可能较去年 4 季度和今年 1 季度的情况更为乐观，需求的环比回升主要来自行业季节性回暖因素和下游库存需求的提升。

从下图企业产量的季节性变动可以看出，一季度由于春节等季节性因素一般产量也是一年中最少的，而二季度后由于下游开工率提升和终端消费的恢复，需求有望出现一定程度的回暖，此外，我们认为下游存货需求的复苏也有助于拉动部分需求，由于当前造纸成本的稳定有利于对下游纸品客户建立起的纸价不再下跌的预期，因此其行为模式也有望从之前的随需随买改变为备货部分产品，因此衍生出部分的存货需求。

总体而言，我们乐观认为二季度的需求有望较一季度环比上升，从而拉动行业产能利用率的走高。

图 12 二季度需求有望季节性回暖

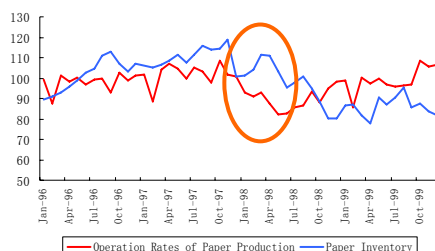


资料来源：东方证券研究所

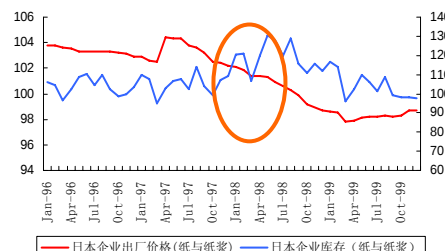
3.2 去库存化仍可能持续

经了解，行业内部分企业库存已经基本回归到了去年三季度的正常水平，且产能利用率也有所上升，但我们结合日韩经验来看，在东南亚经济危机的时机，日本去库存化用了 1 年左右时间，韩国产能利用率也下滑了持续 1 年左右，因此我们认为去库存化应是较为长期的过程，由于终端需求尚未完全恢复，因此当前产能利用率的过快上升可能会导致库存的重新累积，从而导致去库存化的继续。

图 13 韩国库存上升、产能利用率回调



日本库存上升，产品价格下滑



资料来源：东方证券研究所

3.3 关注 4、5 月份政策催化剂

我们建议投资者关注 4、5 月份政策出台对行业的影响，结合我们 2009 年策略报告的思路，我们认为市场下淘汰是降低造纸存量产能的主要手段，而国家政策淘汰落后产能是辅助方法，由于国内落后产能众多，且环保欠账较大，如果严格实施国家政令淘汰可能导致绝大部分产能关停，因此我们对于国家政策的力度持谨慎的态度，但因为国内上市纸企最有望获得国家政策的惠顾，而且环保方面也已经基本达标，所以我们仍认为政策出台力度如超预期将是股价的催化剂。

3.3.1 环保有利于压缩行业过剩供应

根据造纸产业政策，造纸行业节能减排的主要目标是：2010 年实现造纸产业吨产品平均以水量由 2005 年 103 立方米降至 80 立方米、综合平均能耗（标煤）由 2005 年 1.38 吨降至 1.1 吨、污染物（COD）排放总量由 2005 年 160 万吨减到 140 万吨。

2008 年 6 月，环境保护部和国家质量监督检验检疫总局联合发布制浆造纸工业水污染物排放标准（国家标准），根据此标准，现有制浆造纸企业自 2009 年 5 月 1 日起执行 COD 排放标准为 150 mg/L，造纸 100 mg/L，新建制浆造纸企业 90 mg/L，造纸企业 80 mg/L。这与目前全国平均近 200 mg/L 的水平相比，此次新标准提高幅度非常大。

环保标准的提高意味着制污投资和制污成本的大幅提高。全国范围内，外资和少数的规模企业基本达到了新的排放标准。从这些企业的投资来看，环保投资达到总投资的 3-5%，按照吨纸投资 3500-5000 元计算，吨纸环保投入将达到 150-250 元。调研了解到，近年山东主要上市公司都加大了环保设施的投入，平均环保投资近 6 亿元，这对小规模的企业而言，是无法触及的天文数字。考虑到规模越小单吨产能治污成本越高，我们认为总产能 20 万吨以下企业的治污压力将非常大。而这些企业占到国内近 3600 家造纸企业的近 9 成。从理论上讲，新的排放标准的实施将促使行业集中度在短期内迅速提高，有利于规模企业剩余产能的释放。

表 5 环保投入门槛日趋严格

2009-2011 年现有企业标准				
	制浆企业	联合生产企业		造纸企业
		废纸制浆和造纸企业	其他制浆和造纸企业	
COD (mg/L)	200	120	150	100
BOD (mg/L)	50	30	30	30
色度	80	50	50	50
吨浆纸排水量 (方)	80	20	60	20

2011 年后现有企业和 2008 年新建企业标准

	制浆企业	联合生产企业	造纸企业
COD (mg/L)	100	90	80
BOD (mg/L)	20	20	20
色度	50	50	50
吨浆纸排水量 (方)	50	40	20

资料来源：环保部，东方证券研究所

3.3.2 轻工振兴规划中长期重塑行业竞争格局

2009 年 2 月 19 日轻工行业振兴规划得到国务院原则通过，《规划》提及了出口退税率、废纸加工贸易、扶持大型优势企业技术升级和加大节能环保力度的一系列条款。（详情请参阅我们《振兴规划点评：短期利好有限》）

我们认为最为重要的措施是《振兴规划》重申了要加快造纸行业的技术改造，建立退出机制，推进节能减排和环境保护的措施。由于国内大部分企业（占到 90% 左右）均是产能小于 20 万吨的中小企业，这类企业环境治理的历史欠账较多，如果严格执行环保政策，那么被迫关停的可能较大，即便预留一定的整改期，他们也将暂时退出市场竞争，从而为大型企业留出发挥空间，总体而言，这些措施将使得大型企业受益于小企业退出后让出的市场份额，提高行业集中度。

此外，短期利好措施方面，我们注意到《振兴规划》提出进一步提高部分轻工产品出口退税率和恢复废纸加工贸易政策等条款。我们认为此举将增加企业出口竞争力，对造纸行业构成直接利好。但考虑到国际市场需求萎缩，出口订单持续下降，而造纸产品出口退税率上升幅度相对较小，预计政策对行业整体利好有限。上市公司中，政策受益程度大小排序依次为晨鸣纸业、华泰股份和岳阳纸业。此外，废纸加工贸易政策的恢复也不失为一个转移国内需求萎缩的手段。我们认为暂时恢复废纸加工贸易的可能存在，对于国内利用废纸生产的新闻纸、箱板纸企业将可能起到缓解盈利下滑的作用。上市公司中玖龙纸业、华泰股份相对受益较大。

总体而言，从振兴规划的整体布局来看，我们认为规划着力于扩大内需和保持出口稳定，通过加快淘汰落后产能促使行业的健康发展，从中长期来看将重塑行业经营环境，改善大型企业的竞争环境。

4 把握估值水平和浆价走势，布局企业盈利反弹

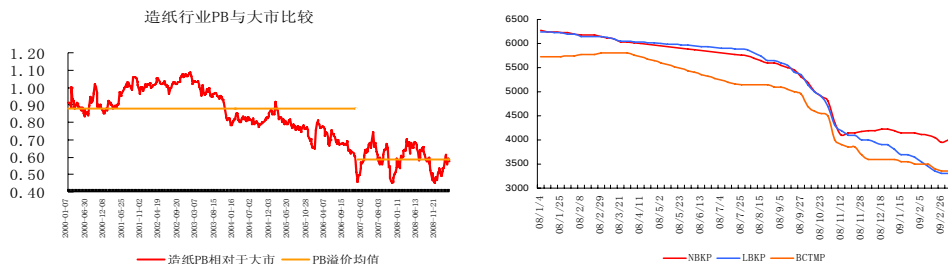
在对行业总需求下滑的背景下，我们认为造纸行业 2009 年盈利同比回到 2008 年的景气水平较为困难，但我们仍提醒投资者从两大方面关注造纸行业的投资机会：1、估值水平的优势；2、浆价走稳带来的盈利反弹。

4.1 估值 0.5 倍大市水平时具有相当的吸引力

我们认为行业估值水平与大市估值水平处于 0.5 倍的区间时，投资造纸具有较高的安全边际，目前估值水平与大市相比大约为 0.59 左右，尚不在最佳的投资时点上。

从历史数据来看，我们发现造纸行业估值很少跌破过大市 0.5 倍 PB，一旦估值小于这一数值，很快都会被市场所修复，回顾来看，2006 年年底，2007 年 11 月以及 2008 年 11 月均被证明造纸 0.5 倍大市 PB 的估值水平往往是历史估值的底部。

图 14: PB 估值位于 0.5 倍大市具有吸引力 浆价即将企稳



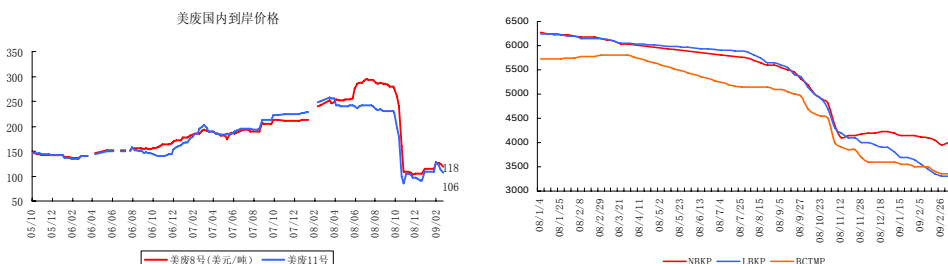
资料来源：东方证券研究所

4.2 布局成本企稳后的盈利反弹

此外，基于我们对于浆价走势是行业领先指标的分析，我们认为未来一段时间浆价的企稳将成为投资造纸的良好时机。

回顾 1、2 月份，由于 1 季度为传统的造纸消费淡季，纸企销量不畅，加上近期原材料价格第二次下跌，我们预计未来 3、4 月份企业盈利仍处于较低水平，但全年来看，浆价于二季度企稳是一个大概率事件，这样将导致造纸行业一季度可能是 2009 年的盈利低点，因此，我们提醒投资人在估值水平的指引下积极布局造纸企业的盈利反弹。

图 15: 废纸价格回归正常 浆价即将企稳



资料来源：东方证券研究所

5 推荐企业：商业关系与纸种优势

我们推荐企业需要具有：1、建立在规模效应上的较强商业关系，2、并配合需求较为稳定的优势纸种两大方面。

我们认为较强的商业关系可以使公司在萎缩的市场需求中获得稳定的订单，而且经营过程中产生资金流动性困难的机会较小，同时，规模效应也使得这类企业有可能率先获得国家的资助。上市公司中，玖龙纸业、晨鸣纸业符合这样的策略思路。

同时，部分子行业对经济下滑较不敏感，这类纸种主要与烟草有关，如烟卡和卷烟纸。这类纸种一般下游需求稳定，进入门槛非常高，市场格局年变化较小，在国际浆价大幅下跌的过程中，企业的毛利空间反而可能拉大。另外，相对而言中低端文化纸需求下降空间较其他纸种要小。这类公司有，恒丰纸业、博汇纸业和劲嘉股份。

表 6 重点企业产能分布

万吨	白纸板	白卡纸	箱板纸	铜版纸	新闻纸	文化纸	其他纸品	自制浆
晨鸣纸业		40	30	60	65	40	35	60
华泰股份					120	40		
太阳纸业	75	30		40		30		30
博汇纸业		25	15			25	15	
银鸽投资		25	20			40	3	
景兴纸业			75				10	
岳阳纸业						40	20	43

资料来源：东方证券研究所

5.1 各大公司经营情况

A、晨鸣纸业——增持

进入 1 季度以来，企业激进的销售策略有所缓和，价格也回到了 12 月初的水平，但销量也出现了下滑，据我们估算，目前的价格水平下，企业盈利的可能性依然很小。

2 月份国内进口木浆达到 180 万吨的历史高位，我们预计公司 1、2 月份随着国际浆价的进一步下滑，公司也开始大量采购国际木浆，而较为稳健的资产负债表和充沛的现金也支撑了企业的大规模采购行为，我们认为企业在浆价接近底部的过程中大量进口有利于未来生产成本的稳定，从而在复苏过程中保持领先地位。

综上所述，公司为行业中最具代表性的纸业企业，稳健的资产负债表、灵活的市场反应策略和上下游稳固的商业关系使得我们看好企业未来三年的长期发展。我们预计 08 年全年-09 年 EPS 分别为 0.55 元和 0.41 元。目前股价 09 年动态市盈率 18 倍，我们认为公司处于林纸一体化的进程中，未来经营风险将进一步降低，继续给予增持评级。

主要风险：浆线达产后盈利下降；铜版纸出口受限；湛江项目建设进程不达预期。

B、岳阳纸业——增持

公司怀化项目已经于 9 月份完工并投入生产，当地木材价格从 600 元/方下滑到 500 元/方左右，而国际浆价以阔叶浆为例从去年年初 6200 元下滑至 3500 元，下滑幅度达到 45%，因此目前企业自制浆均是亏损，怀化项目的注入将不能如原先预计增厚企业利润。

我们预期其 2008、2009 年 EPS 为 0.21 元和 0.23 元，目前股价 09 年动态市盈率 33 倍，PB1.7 倍，尽管 PE 高于行业内其他公司，但企业拥有的林地资产使得其 PB 有所低估，我们继续给予增持评级。

公司面临的主要风险：自有林地砍伐情况可能影响我们的预期，以及怀化项目注入的低于预期。

C、博汇纸业——增持

我们看好博汇纸业 2009 年的表现，主要源自公司所产中低端文化纸和烟卡纸具有一定抗周期的属性，根据我们 2009 年策略报告的表述，中低端文化纸在需求下滑的周期中仍有较为稳定的订单，而烟卡下游卷烟工业受到宏观经济的影响相对更小，因此我们认为博汇纸业 2009 年毛利率下滑幅度较小。

四季度公司是行业内为数不多没有大幅亏损的企业，一季度我们认为产品销量有一定恢复的基础上，公司将有些许盈利，随着浆价的稳定，未来公司也将凭借纸种优势胜出。

公司目前仍处于产能扩张期，2010 年公司 15 万吨石膏护面纸达产带来产量的增长，同时计划通过发行可转债投资 35 万吨白卡纸项目，继续扩大公司在烟卡及社会卡方面的市场占有率，该项目

预计将于 2010 年中期投产，成为 2010 年增长点，但在整个白卡行业产能近两年投放较多的背景下，公司能否继续保持目前的市场份额将考量管理层的经营能力。

预计 08-09 年每股收益 0.51 元和 0.42 元，09 年动态市盈率为 17 倍，我们给予增持评级。

主要风险：白卡和文化纸价格波动，2010 年 35 万吨达产后市场需求的不确定增长。

D、恒丰纸业——增持

国内卷烟纸市场虽然空间有限，但却具有明显的抗周期的特性，市场供应量主要受国家烟草总局的控制，年成长性稳定在 3-5%。近几年，国内完成了 3-4 个卷烟纸项目，但由于行业进入壁垒较高，客户关系稳定，尚没有对市场形成较大的冲击。

公司是国内卷烟纸行业龙头企业，近几年产销稳中有升，目前市场占有率近 30%。由于卷烟纸主要采取直销模式，价格一般一年一定，而调整幅度一般较小，因此在浆价大幅回落的背景下，我们预计公司将受益于成本的下跌。

预计 08-09 年每股收益分别为 0.27 元和 0.40 元，07-09 净利润年复合增长率 32%。

主要风险：行业中新产能投产将使行业竞争加剧。

E、劲嘉股份——增持

我们看好劲嘉股份面临的稳定下游需求。2009 年烟草工业行业生产经营的主要指标已经下放，卷烟生产销售计划为 22500 亿支（4500 万箱），较 08 年提高有近 3%。而基于更长远的时间段来看，受益于国内人口持续上升和较高的男性比例，我们预计烟标行业整体面临年均 2-3% 的需求增长，在一个需求萎缩的 2009 年，这是公司区别于一般轻工企业的亮点。

除此以外，公司利用收购积极扩张成为股价的催化剂，由于行业中尚有 65% 的市场份额可以为公司所整合，我们认为公司未来 2-3 年中有较大的机会做强做大。

我们预计公司 2008、2009 年 EPS0.51 和 0.72，如果考虑收购增厚盈利的影响，我们认为未来超预期的可能依然存在。

5.2 结论：建议二季度标配造纸，布局行业盈利反弹

基于上文的综合分析，我们认为随着木浆去库存化的结束和国内纸企盈利的正常恢复，未来造纸企业的毛利率有望触底反弹，从而使得一季度成为 09 年的盈利低点；而另一方面，我们认为造纸公司较低的估值水平在企业盈利企稳后，投资价值又将凸显。因此，基于以上两大方面，我们继续推荐投资者关注规模性的大型造纸企业，如晨鸣纸业；下游需求稳定的博汇纸业、恒丰纸业和劲嘉股份；以及具备林地资源价值的岳阳纸业。

预计我们重点关注的上市公司 08、09 年业绩如下表所示：

表 7：造纸行业重点公司估值水平

股票名称	07 年 EPS	08 年 EPS	09 年 EPS	08 年 PE	09 年 PE	08 年 PB	投资评级
晨鸣纸业	0.59	0.55	0.41	11.7	15.7	1.06	增持
华泰股份	0.91	0.64	0.48	12.9	17.2	1.21	中性
景兴纸业	0.27	(0.54)	0.07		58.3	0.83	中性
博汇纸业	0.69	0.53	0.42	11.6	14.7	1.25	增持
岳阳纸业	0.29	0.21	0.19	33.7	32.4	1.34	增持

恒丰纸业	0.23	0.29	0.40	27.5	19.9	1.46	增持
劲嘉股份	0.81	0.51	0.72	28.4	20.1	3.27	增持

资料来源：东方证券研究所

附录 1： 部分已经关停和未来将关停浆产能汇总

企业名称	下属减产企业	关停量（吨）	品种	减产时间
AtibiBowater	Thunder Bay, On	13000	NBSK、BHK	11 月
鸚鵡	BDR, GR	135000	BEK	12 月 15 天
小叶	Kerinci, 印尼	100000	BHK	10 月起
APP	Jambi, Perawang, 印尼	90000	BHK	12 月
Billerud AB	Grums & Karlsborg, 瑞典	20000	NBSK	8 月-9 月
Boise Cascade	Wallula, Wash	22000	NBSK	每月/10 月始
	Aanekoski, Rauma, 芬兰	31000	NBSK, BHK	9 月-10 月
	Finnish mills	50000	NBSK	11 月-12 月
Botnia	Fray Bentos, 乌拉圭	40000	BEK	11 月
		16000	NBSK, NBHK	10 月
Buchanan Forest Products	Terrace Bay, Ont	40000	NBSK, BHK	11 月-12 月
	Prince George & Howe Sound	23000	NBSK	10 月
	PG, BC (Intercon & PG)	30000	NBSK, UKP	下几个月
	Howe Sound	30000	NBSK	11.17-12.22
	Prince George		UBK	12.29-1.5
Canfor Pulp/Canfor	Intercontinental	50000	NBSK	12.29-1.5
CMPC	Pacifico, 智利	17000	辐射松浆	11 月
Cascade	Halsey, Ore	7000	NBSK, UKP	10 月
	Elk Falls, 加卑诗省	16000	杂木浆	每月/11 月
	Elk Falls、	2000	杂木浆	12. 19 始 4 天
Catalyst Paper	Crofton			11 天
EverGreen Pulp	Samoa, 加州	16000	NBSK	每月/10 月中旬开始
Fraser Papers	Thurso, QC	14000	BHK	12.15-1.6
Heinzel Pulp Group	Paskow, CZ Rep., Pols, Aus	14000	NBSK	10 月-11 月
		12000	SBSK, Fluff	9 月
	Bastrop, 拉丁美洲	57000	SBSK, Fluff	11 月-1 月
国际纸业	Louisiana			
Kertas Nusantara	Kalimantan 印尼	40000	BHK	每月/10 月-11 月
Mercer International	Stendal, Rosenthal, 德国	32000	NBSK	9 月-10 月
Millar Western	Whitecourt, Alberta	20000	杨木机械浆	11 月-12 月
M-real	Husum, 瑞典	26000	NBSK, BHK	10 月-11 月
Munksjö	Aspa, 瑞典	4000	NBSK, UKP	9 月-10 月
Nippon Paper Group P	Peace River, Alta	12000	BHK, NBSK	11 月
Parsons & Whittemore	Perdue Hill, 阿拉巴马州	3000	BHK	每月/10 月中旬至 2009
	Vallvik 瑞典	4000	NBSK, UKP	9 月
Rottneros	Miranda, 西班牙	7000	BEK	10 月-11 月
SCA	Timra 瑞典	8000	NBSK	9 月-10 月
SFK Pulp Fund	Saint-Felicien, 魁北克	7000	NBSK	10 月
	Cell Tofte	30000	NBSK, BHK	2009 年 1 月
Sodra	Cell Folla		CTMP	12.22-1.7
Tofte, Norway	Tofte, 挪威	11000	NBSK, BEK	10 月
Smurfit-Stone	Portage-du-Fort, QC	19000	NBHK	每月/10 月
	Uimaharju (Enocell), 芬兰	25000	NBSK, BHK	10 月-11 月
		12000	NBSK	每月/9 月-12 月
Stora Enso	Norrsundet, 瑞典	25000	BEK	每月/2009 一月开始
Sunila Oy	Sunila, 芬兰	30000	NBSK	10 月-11 月
巴西金鱼	Mucuri, 巴西	30000	BEK	11 月
	Temiscaming & Matane, QC	11000	BSK	9 月-11 月
天柏	Chetwynd, BC, Tarascon, Fr	46000	机械浆	9 月-11 月
UPM	Tervasaari, 芬兰	17000	NBSK, UKP	每月/12 月始
巴西蝴蝶	Jacarei, Luiz Antonio	25000	BEK	10 月
West Fraser	Hinton, Alberta	9000	BEK	9 月
贝本	俄国	21250	UBK	10 月中旬至 12 年底
索本	俄国	11000	UBK	11.10-11.21
		40000	NBSK	11 月
ILIM	布拉茨克	6000	BEK	11 月
佳维	Fibreco	5000	BCTMP	11.10-11.18

小叶	Kerinci, 印尼	100000	BHK	10 月起
APP	Jambi, Perawang, 印尼	90000	BHK	12 月
鹦鹉	Barra do Riacho 巴西	64000	BEK	12 月
Fraser 纸业	Thurso, 魁北克	14000	NBHK	12.15-1.9
贝本	俄国	21250	UBK	10 月中旬至 12 年底
索本	俄国	11000	UBK	11.10-11.21
		40000	NBSK	11 月
ILIM	布拉茨克	6000	BEK	11 月
	Elk Falls, 加卑诗省	16000	杂木浆	每月/11 月
Catalyst Paper	Crofton	62000	NBSK	11 天
	Howe Sound	30000	NBSK	11.17-12.22
	Prince George		UBK	12.29-1.5
Canfor Pulp/Canfor	Intercontinental	50000	NBSK	12.29-1.5
Marathon Pulp	Marathon 安大略	74000	NBSK	12.15-12.29
Georgia-Pacific	Brunswick	28000	绒毛浆	12 月
	Vallvik 瑞典	4000	NBSK, UKP	9 月
	Miranda, 西班牙	7000	EKP	12 月三周、1 月
	Rottneros		CTMP	12 月三周
Rottneros	Rockhammar, 瑞典		CTMP	12 月 三周
	Slave Lake Pulp			
West Fraser	Quesnel River Pulp	135000	BCTMP	12 月
SFK	St. Félicien	20000	NBSK	12.19-1.9
Rottneros	Miranda 西班牙		BEK	计划关闭
AbitibiBowater	Thunder Bay 安大略	31000	NBSK、BHK	2.4-3.10 5 周
	Elk Falls	200000	杂木浆	2.16 开始 5 周
Catalyst Paper	Crofton	400000	NBSK	破产
Tembec 和 Kruger Inc	Marathon 安大略	200000	NBSK	破产
Buchanan Forest Products	Terrace Bay 安大略	40000	NBSK, BHK	2.16 开始 6 周
Fraser Papers Inc.	Edmundston	10000	BSKP	2.23 开始, 2 周
	Quesnel River			
West Fraser Timber	Slave Lake	50000	BCTMP	2-14-5.31
Fraser Papers	Thurso	38500	BHK	3.2 始 8 周
Millar Western	Whitecourt	10000	BCTMP	2 月开始每月
	Skookumchuck	30000	NBSK	2.23 开始 6 周
	Saint-Gaudens 法国	20000	NBSK	2.8 4 周
	Tarascon 法国	23500	LBKP	2.8 4 周
	Tartas 法国	6000	speciality cellulose	2.15 2 周
	Matane 魁北克		硬木高得率浆	1.31 始
Tembec	Chetwynd,		高得率浆	2 月 2 日开始
	Espanola 安大略	13500	NBSK、BHKP	1.23, 2 周
Domtar	Lebel-sur-Quevillon	30000	NBSK	永久关闭
Botnia	Kaskinen 芬兰	500000	NBSK	关闭
VCP	巴西	27000	LBKP	第一季度
CMPC	Laja 智利	3000	LBKP	每月
恩索	Sunila 芬兰		NBSK	1 月开始
Total		3786000		

资料来源：东方证券研究所

附录 2： 国内国际企业估值

Name	Price 2009/3/23	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	7.18	1,170.70	0.62	0.55	0.41	13.05	17.51	1.46
华泰股份	9.09	730.43	0.90	0.64	0.48	14.20	18.94	1.41
岳阳纸业	7.07	675.34	0.19	0.21	0.19	33.67	37.21	1.64
博汇纸业	7.10	524.69	0.50	0.50	0.42	14.20	16.90	1.44
景兴纸业	4.45	255.48	0.27	(0.54)	0.07	(8.2)	63.6	0.92
恒丰纸业	7.93	224.16	0.33	0.25	0.40	27.34	19.83	1.42
上证综合当前估值						17.83		2.20
中国香港								
玖龙纸业	2.52	1408.54	0.44	0.15	0.19	16.80	13.26	0.72
晨鸣纸业 (H 股)	3.05	811.50	0.70	0.62	0.47	4.85	6.55	0.47
理文造纸	4.07	379.02	1.27	0.68	0.84	6.03	4.86	0.51
维达纸业	3.25	379.02	0.10	0.15	0.26	21.38	12.60	1.83
阳光纸业	1.01	53.09	0.69	0.05	0.15	20.20	6.73	0.30
恒生指数当前估值						10.26		1.23
北美								
International Paper	7.08	3,028.59	(3.05)	0.12	0.49	57.10	14.42	0.73
Kimberly-Clark	45.98	19,027.01	4.06	4.15	4.61	11.07	9.98	4.90
MeadWestvaco	11.25	1,921.65	0.52	0.37	0.62	30.49	18.23	0.65
Potlatch Corp	20.44	812.30	1.33	1.18	1.15	17.26	17.73	-
Weyerhaeuser	26.52	5,601.76	(5.57)	(1.98)	(0.67)	-	-	1.16
Temple-Inland	4.57	486.72	(0.08)	0.10	0.32	44	14.4	0.63
AbitibiBowater	0.54	28.74	(14.11)	(9.27)	(6.74)	-	-	0.03
Sappi Ltd	1.60	825.47	-	(0.06)	0.13	-	12.31	-
Smurfit Stone	#N/A N/A	-	-	(0.68)	-	-	-	-
SINO-FOREST-CORP	7.47	1,528.70	1.25	1.37	1.71	4.40	3.54	0.72
WEST FRASER TIMB	22.23	951.56	(3.20)	(3.27)	(0.91)	-	-	0.47
标准普尔 500 当前估值						11.46		1.71
欧洲								
Stora Enso	2.83	2,232.62	(0.85)	0.07	0.20	39.31	14.37	0.40
UPM-Kymmene	4.92	2,558.24	(0.35)	0.26	0.52	19.29	9.53	0.42
SCA HYGIENE PROD	301.00	2,134.70	12.71					1.48
HOLMEN AB-B SHS	149.00	1,303.59	7.60	10.43	11.45	14.29	13.01	0.80
LUNDBERGS AB-B	266.00	1,653.07	(36.19)	23.49	23.57	11.32	11.29	0.81
PORTUCEL EMPRESA	1.35	1,036.13	0.17	0.11	0.12	12.74	11.25	0.82
MONDI PLC	162.25	899.96	(0.42)	0.19	0.23	9.18	7.47	0.38
Smurfit Kappa	1.31	285.06		0.37	0.40	3.52	3.26	-
英国富时当前估值						16.80		1.21
南美								
CMPC	11,753.00	4,023.97	647.23	529.58	1017.91	22.19	11.55	0.72
Aracruz	14.15	7,390.68	1.01	(3.01)	(0.16)	-	-	3.67
Suzano	10.35	3,254.89	1.72	(0.65)	1.52	-	6.82	0.75
Votorantim	10.57	2,128.39	4.10	(4.53)	(1.58)	-	-	0.41
巴西圣保罗估值						9.68		1.33
日本								
Nippon Unipac	2360.00	2,649.18	52.01	47.51	160.56	49.67	14.70	0.59
Oji Paper	384.00	4,087.23	11.90	6.53	26.56	58.84	14.46	0.79
Daio Paper	832.00	1,073.44	38.94	20.45	55.95	40.68	14.87	0.89
日经 225 当前估值						25.36		1.04
中国台湾								
中华纸浆	9.12	161.56	1.41	0.47	(0.08)	19.57	-	0.59
正隆	6.65	203.35	0.57	0.56	0.33	11.98	20.34	0.45
台湾市场平均估值						14.18		1.23
非洲								
MONDI LTD	2870.00		(0.42)	0.19	0.23	11.71	9.53	0.97
SAPPI LTD	1535.00		0.29	0.26	0.40	6.29	4.03	0.43
海湾合作委员会 200 指数						13.40		1.29

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