

造纸行业

业绩三季度继续反弹

——2009 年造纸行业三季报前瞻

研究结论

- **三季度企业盈利继续反弹，环比增长 50~90%。**按照我们二季度策略《盈利继续反弹无悬念》的观点，三季度行业因纸价上调幅度超预期，而成本变动不大，我们预计行业盈利较二季度环比增长 50%以上，其中浆纸脱钩类企业盈利增长幅度更为明显，这类企业普遍受益于铜版纸、白卡纸等价格大幅上涨。
- **业绩环比增长较快，但盈利展望较为负面。**尽管行业盈利回暖，且一定程度上超出了市场预期，但造纸行业的本质仍是周期性行业，企业盈利的大幅反弹刺激了潜在的产能投放，我们测算明年整体行业产能投放将主要集中于目前盈利较好的纸种上，在没有新的需求增长点背景下，产能投放将制约纸价继续上行空间，同时成本上涨会加速，并带来盈利下滑的预期日渐浓郁。
- **中报可能超预期或者业绩较为靓丽的公司有：**
 太阳纸业：预期三季度 0.31 元，业绩较好的原因是纸价 3 季度上调幅度较大；
 劲嘉股份：预计三季度盈利 0.14 元，业绩较好主要来自产能利用率的提升；
 华泰股份：预计三季报盈利 0.23 元，市场普遍预期 0.20 元，超预期主要来自新闻纸销量回升以及化工业务盈利较好。
 成霖股份：预计三季报 0.15 元，市场普遍预期 0.08 元，超预期主要来自三季度企业订单增加。
- **维持行业中性评级，但仍推荐林浆纸一体化企业。**我们认为当前高端纸品价格不能持续，一旦外需回落，国内过剩的供求关系将影响到纸价走低，从而导致盈利下滑，因此我们建议减配浆纸脱钩型企业。但我们继续看好晨鸣纸业浆线占比较高带来的成本优势，以及岳阳纸业浆纸一体化的资源优势，我们预计这类企业盈利增长仍有后劲；此外，我们也维持第四季度策略观点，推荐四季度产品需求确定性反弹的恒丰纸业、劲嘉股份，维持行业中性评级。
- **风险因素：**国际贸易争端对纸品出口可能产生负面影响；浆价持续走高推高造纸成本。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺 造纸、轻工行业高级分析师
8621-63325888 x 6079
zhengkai@orientsec.com.cn

杨春燕 造纸、轻工行业资深分析师
63325888 x 6080
yangy@orientsec.com.cn

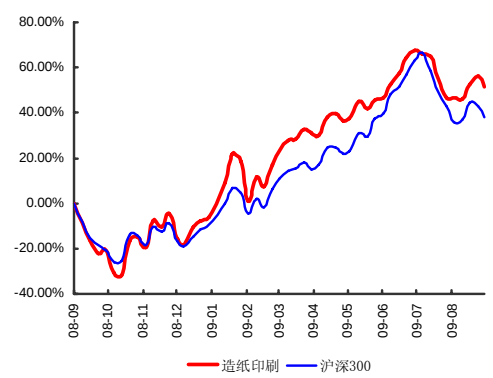
行业评级 看好 **中性** 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 造纸

报告日期 2009 年 10 月 8 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	5.2%	-3.2%	105.8%
相对表现 (%)	-1.0%	1.9%	25.1%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级					
	EPS08A	EPS09E	EPS10E	股价	评级
晨鸣纸业	0.57	0.36	0.53	7.93	增持
华泰股份	0.67	0.62	0.73	12.99	增持
景兴纸业	(0.53)	0.07	0.12	5.92	中性
博汇纸业	0.50	0.34	0.50	9.99	增持
岳阳纸业	0.21	0.19	0.38	8.97	增持
恒丰纸业	0.33	0.40	0.50	9.89	增持
劲嘉股份	0.52	0.53	0.68	14.68	增持
太阳纸业	0.46	0.87	0.80	16.40	增持
成霖股份	0.15	0.31	0.45	6.90	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告	
浆价企稳是重大转折点	3 月 20 日
布局浆价企稳——2 季度造纸策略	3 月 30 日
盈利继续反弹无悬念	6 月 29 日
投资风格应有变换，偏向浆纸一体化企业	8 月 21 日
浆价步入上升通道，投资浆纸一体化	9 月 4 日
浆纸脱钩型企业盈利将下滑	9 月 24 日

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

一 造纸三季度业绩继续反弹，关注制浆盈利上升.....	3
1.1 造纸 5-8 月份盈利超预期	3
1.2 浆生产企业盈利将快速反弹	4
1.3 行业 3 季度盈利处于最佳水平，未来下滑是大概率事件	4
二 纸价高位难以持续，未来盈利下滑预期渐浓	5
2.1 出口下滑，行业新增需求增长点较少	6
2.2 明年停建产能大量投放将抑制纸价继续上行	7
2.3 结论：建议减配浆纸脱钩类公司，增持浆纸一体化企业	7
分析师承诺	11
投资评级说明	11

一 造纸三季度业绩继续反弹，关注制浆盈利上升

承接我们二季度造纸策略观点《盈利继续反弹无悬念》，3季度的企业盈利在销量大幅上升，价格走强，以及出口的超常发挥的基础上，企业盈利将出现较为确定增长态势，实际数据也证实了我们当初的观点，但我们认为三季度造纸企业，特别是以高档纸为主的浆纸脱钩型企业，如太阳纸业等，盈利处于历史的高位，未来在产能规模投放，出口走软以及成本上升的冲击下，这类企业盈利能力可能将出现下滑。

另一方面，我们看好浆纸一体化企业未来的发展空间，由于当前纸品处于历史最佳的盈利状态，而国际大型纸厂的复产都为浆价的继续上升提供了铺垫，当前国内自制浆产业已经走过了盈利的谷底区域，未来上升的空间较单纯造纸企业更大。

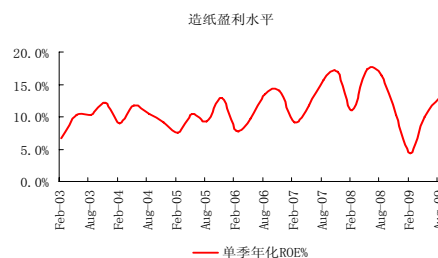
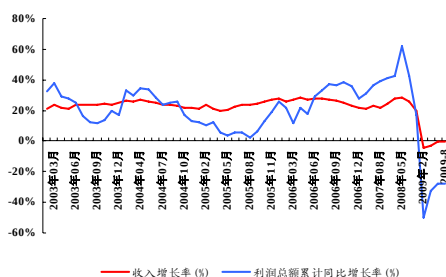
1.1 造纸 5-8 月份盈利超预期

我们认为造纸行业 3 季度是处于盈利大幅增长的阶段，从 1-8 月份的行业数据观察，造纸行业 1-8 月份实现销售收入 2763 亿元，同比下滑 14%，主要由于纸品价格同比大幅下滑所致，实现利润 130 亿元，同比下滑 20%，降幅较 5 月份有所收窄。

值得注意的是，行业整体 5-8 月份的盈利水平较之前已经恢复到了正常水平，以企业毛利率和净利率水平为例，5-8 月毛利率已经恢复到 14%，净利率为 6%，这已经回归到历史平均水平，按照年化的单季 ROE 来看，造纸行业 5-8 月份 ROE 为 13%，也回到历史均值，见下图，这使得我们相信未来企业盈利进一步增长的动力可能将出现衰竭，尤其在当前纸品出口有回落，而明年产能投放仍将加速的背景下，（详见我们 9 月 24 日《浆纸脱钩型企业盈利将下滑》报告）。

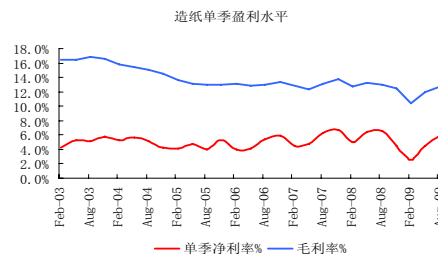
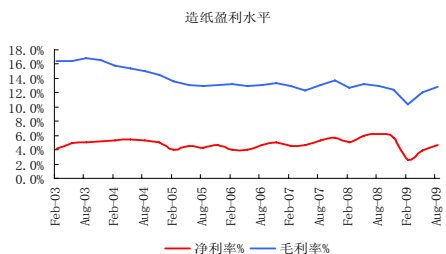
图 1：收入水平基本持平，利润降幅收窄

单季 ROE 水平 已经回归历史均值



资料来源：东方证券研究所

图 2：造纸企业毛利率和净利率持续走高



资料来源：东方证券研究所

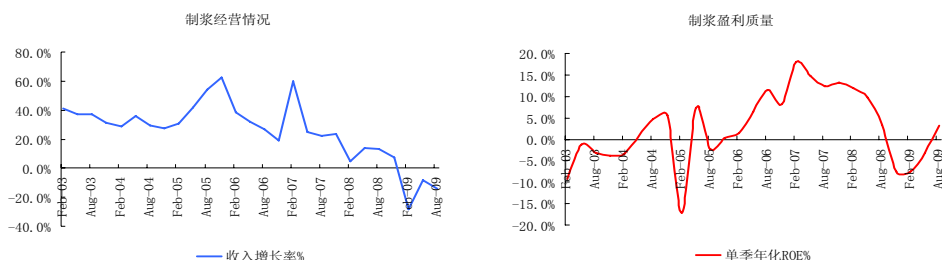
1.2 浆生产企业盈利将快速反弹

相比处于盈利高点的造纸行业，我们认为未来的投资机会更可能出现在制浆行业，这是由于浆价的上升趋势四季度仍有望持续，主要基于以下三点理由：国内储备的木浆不足，以及浆纸的高溢价水平和需求回暖导致欧美纸厂的复产，此外，国内有限的化学浆供应使得高端产能投产过程中，化学浆进口不会下降。因此浆价上升通道中未来木浆企业盈利将出现快速上行（详见我们《浆价步入上升通道，投资浆纸一体化》报告）。

从 1-8 月的行业数据来看，我们解读到了这一趋势，制浆产业 2 月份盈利降落到谷底，但从 5-8 月份的拆分数据来看，行业单季 ROE 水平已经由负转正，同时单季毛利率和净利率水平分别为 14%和 3.2%，均出现较大幅度的反弹，我们认为制浆企业未来盈利仍有望继续提升。

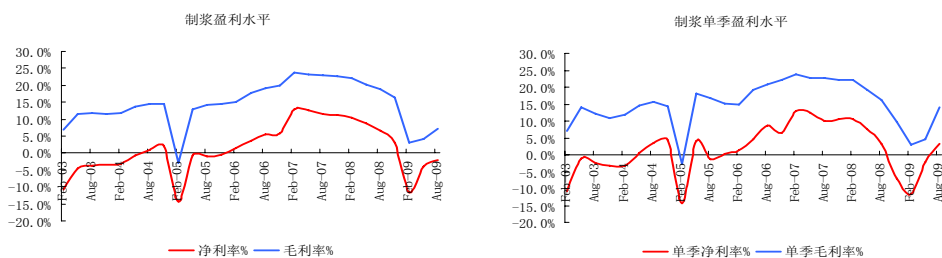
图 3：收入水平基本持平，利润降幅收窄

制浆单季 ROE 水平 处于上升通道



资料来源：东方证券研究所

图 4：制浆毛利率和净利率均开始快速反弹，5-8 月份反弹最为明显



资料来源：东方证券研究所

1.3 行业 3 季度盈利处于最佳水平，未来下滑是大概率事件

策略上，我们建议投资者在企业盈利高位减持浆纸脱钩型企业，而增持浆纸一体化企业，如岳阳和晨鸣纸业。我们认为尽管浆纸脱钩型企业盈利 3 季度出现大幅增长，并普遍超出了市场预期，但由于这类企业缺乏成本对冲的条件，浆价上涨会吞噬企业盈利，而纸价在产能投放预期和出口下滑的背景下，难以继续上涨覆盖成本压力，因此未来盈利下滑的可能较大。

相反浆纸一体化企业能够在浆价上行通道中保持自身盈利水平不受到成本上涨的侵蚀，此外，由于岳阳纸业自制浆占比超过 100%，部分浆品种还有外卖，所以浆价上行中盈利还能加速增长。

表 1：造纸行业 3 季度预测

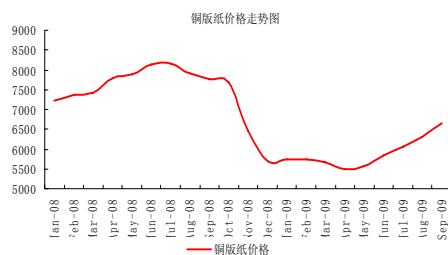
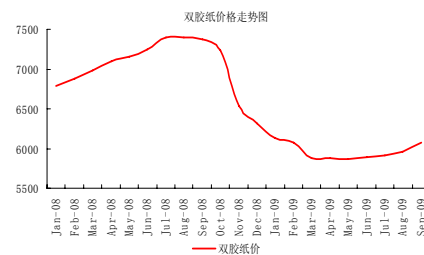
	股价	EPS08A	EPS09-1H	EPS-3Q	东方证券预测	市场一致预期		EPS09E	EPS10E
					Q3 环比 增长%	EPS09E	EPS10E		
晨鸣纸业	7.25	0.57	0.08	0.14	93.9%	0.36	0.53	0.39	0.51
华泰股份	12.04	0.67	0.25	0.23	18.6%	0.72	0.84	0.56	0.76
景兴纸业	5.33	-0.53	0.03	0.03	50.0%	0.07	0.12	0.09	0.18
博汇纸业	8.30	0.50	0.13	0.14	53.3%	0.34	0.50	0.39	0.59
岳阳纸业	8.51	0.21	0.06	0.06	51.1%	0.19	0.42	0.18	0.35
恒丰纸业	9.02	0.33	0.20	0.12	14.3%	0.40	0.50	0.44	0.48
劲嘉股份	14.16	0.52	0.24	0.14	23.5%	0.55	0.87	0.53	0.65
太阳纸业	14.16	0.46	0.30	0.31	72.2%	0.87	0.80	0.77	0.95
成霖股份	6.13	0.15	0.06	0.15	200.0%	0.31	0.45	0.23	0.29

资料来源：东方证券研究所

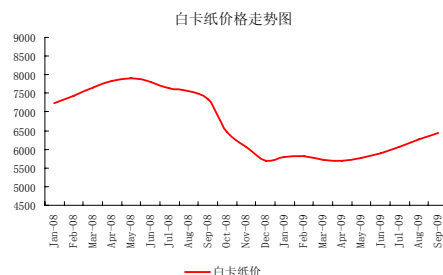
二 纸价高位难以持续，未来盈利下滑预期渐浓

自 5 月以来，高档纸品，尤其是以木浆生产的铜版纸和白卡纸价格持续上调，累计涨幅已经达到 1000 元以上，高端纸品生产企业吨纸盈利从不足 200 元提升到 600 元以上，盈利水平重新回到之前高点。此外，企业也反映目前企业存货水平处于较低水平，下游需求踊跃。

尽管企业当前经营状况良好，但我们判断这种盈利快速增长的状况不能持续太长时间，按照我们《浆纸脱钩型企业盈利将下滑》中的分析，未来在出口需求可能下行以及过去停建产能复产的预期下，纸价上涨的持续性有待商榷，此外，占到造纸成本 60~70% 的木浆成本价格在纸品持续投产的背景下也有望保持升势，这将压缩造纸企业的盈利空间。因此，我们预计未来造纸企业盈利下滑的可能性更大。

图 5 铜版纸 9 月再度提价 350 元

双胶纸 9 月上涨 120 元


资料来源：东方证券研究所

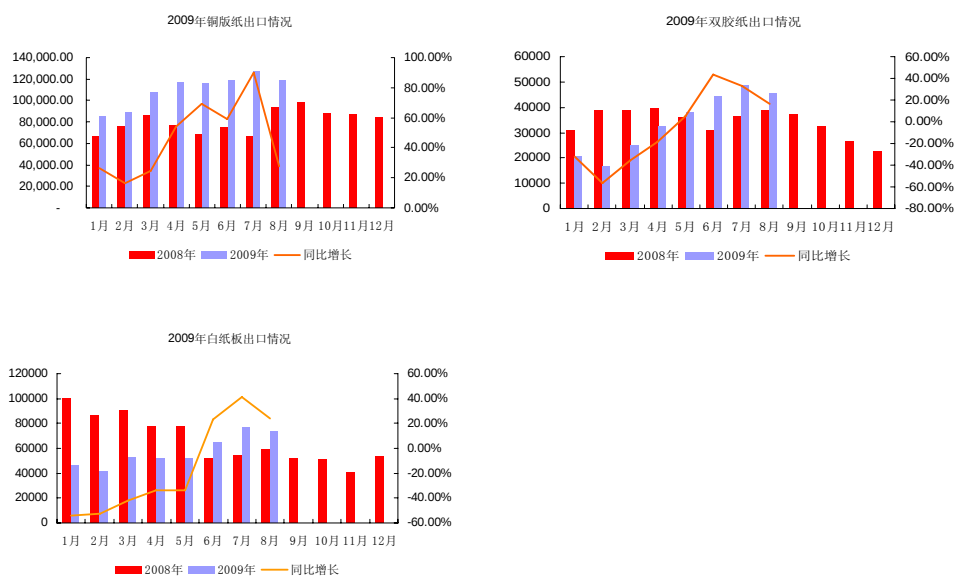
图6 白卡纸9月价格再涨120元


资料来源：东方证券研究所

2.1 出口下滑，行业新增需求增长点较少

从我们跟踪的数据看，8月份高档纸种出口环比已经开始出现小幅下滑，其中铜版纸出口11.9万吨，环比下滑6.5%，双胶纸出口4.5万吨，环比下滑7.2%，白板纸出口7.4万吨，环比下滑4.0%。普遍在7月的基础上有所回落。

出口的下行部分反映了国内出口价格提升后竞争力的下滑，以及国际造纸企业复苏填补了其需求缺口。我们在9月24日的报告中提出导致今年5月后提价超预期的主要因素来自于出口的好转，由于铜版纸，白卡纸的大量出口缓解了国内供需并引发了企业持续提价，但由于纸品出口价格的提升和日元升值的结束，国内出口的竞争优势正在衰竭，因此未来出口的回落是大概率事件，在出口占比达到高端纸种产能20%的背景下，纸品回流将加大国内纸品供求失衡，纸价下滑的可能较大。

图7：8月份纸品出口出现环比下滑


资料来源：东方证券研究所

2.2 明年停建产能大量投放将抑制纸价继续上行

此外，我们还认为纸价当前位置不具有长期可持续性的理由来自明年产能扩张的影响，尽管今年年初以来造纸固定资产投资的扩张速度不快，但由于 08 年金融危机下停建的产能释放，这导致了 2010 年产能的扩张速度重新加快。与往年不同的是，2010 年新增产能主要集中在高端纸种上，如铜版纸、白卡纸和全木浆双胶纸等。

从我们跟踪的资料来看，预计 2010 年投放的产能有 APP160 万吨海南铜版纸项目，同时可以生产全木浆双胶纸，2010 年 4 月投产；王子制纸 80 万吨南通铜版纸项目，2010 年下半年投产；珠海华丰 35 万吨灰底涂布白板转产白卡纸项目，2009 年 10 月转产；博汇纸业 35 万吨白卡项目 2009 年底投产；玖龙纸业 45 万吨箱板纸（东莞）改产 60 万吨白卡纸和白纸板项目，2010 年底投产。这些产能基本上都是由于金融危机而停建缓建，但在今年年中需求复苏价格上涨盈利恢复后都开始重建，并于明年集中投放，由于这些产能的投放没有很好的需求基础，我们认为供给的突然上升将影响未来纸价的走势，未来纸产能投放详见附录二。

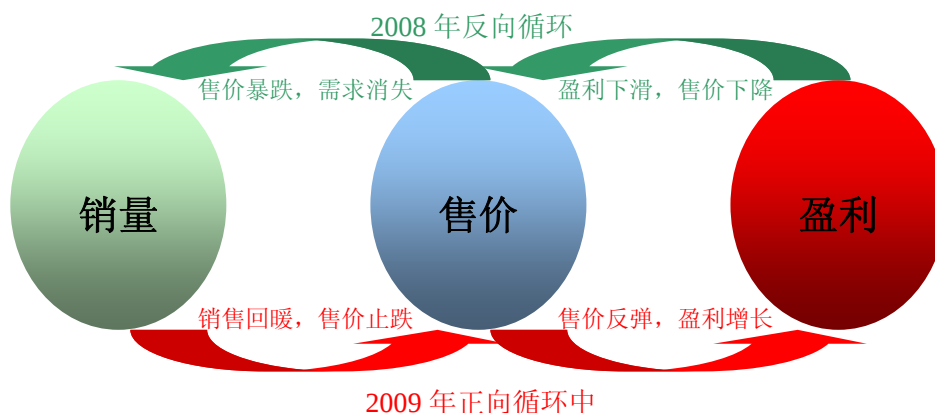
2.3 结论：建议减配浆纸脱钩类公司，增持浆纸一体化企业

按照我们 4 月《重申浆价企稳意味行业盈利反弹》中“先量后价”的复苏思路，行业自 2 月底开始逐渐走出谷底，表现为销量回暖，5 月价格出现上涨迹象，而 7、8、9 月份盈利快速反弹，目前行业正在处于“量价利”循环的第三站上。

但我们预计行业盈利不会继续大幅增长，这是由于企业业绩在需求没有新增长点，成本出现抬升的背景下，盈利停滞乃至下滑是一个较为确定的事件，因此 2010 年的造纸行业将可能进入 2008 年类似的反向循环，即先有盈利因成本推升导致的下滑，然后供应增长带来纸品价格走低，最后需求不振带来销量的萎靡，但具体路径是否严格和 2008 年一致仍有待观察。不过，我们推断至少随着明年产能投放，纸价滞涨以及浆价趋升，未来企业盈利将走低和纸品价格的二次下滑是可能性较大的事件。

在这一前提下，我们 9 月 24 日将行业评级下调为中性，短期建议减配浆纸脱钩型企业，这类企业业绩下降的概率最大，但仍推荐浆纸一体化企业，这类企业受益于浆价上行，盈利仍将走高，但如果未来纸价出现一定程度的下滑，则我们认为包括浆纸一体化企业盈利也将出现下降风险。

图 8 行业量、价、利的三循环，2008 年反向，2009 年正向，2010 年或继续反向



资料来源：东方证券研究所

附录一： 国际企业估值

Name	Price 2009/10/9	Market Cap (Million Dollars)	EPS08	EPS09	EPS10	PE08	PE09	PB09	Market value per ton(USD)
中国大陆 蓝底为东方证券研究所覆盖									
晨鸣纸业	7.25	2,190.13	0.58	0.36	0.53	12.50	20.14	1.26	684.42
华泰股份	12.04	967.72	0.64	0.72	0.84	18.81	16.72	1.72	604.83
岳阳纸业	8.51	813.10	0.21	0.19	0.42	40.52	44.79	1.87	1290.64
太阳纸业	14.16	1,042.20	0.44	0.87	0.80	32.18	16.28	2.67	548.53
博汇纸业	8.30	613.53	0.50	0.34	0.50	16.60	24.41	1.67	766.92
景兴纸业	5.33	306.09	(0.54)	0.07	0.12	-	76.14	1.23	332.70
恒丰纸业	9.02	255.03	0.33	0.40	0.50	27.33	22.55	1.63	2898.11
劲嘉股份	14.16	1,331.78	0.52	0.53	0.68	27.23	26.72	5.24	
大亚科技	8.43	651.45	0.38	0.46	0.62	22.18	18.33	2.30	
上证综合当前估值						30.75		2.69	
中国香港									
玖龙纸业	10.34	5797.83	0.38	0.15	0.19	68.93	54.42	2.69	743.31
晨鸣纸业 (H 股)	5.11	1,359.59	0.66	0.41	0.60	12.50	8.49	0.77	424.87
理文造纸	13.84	611.37	0.27	0.99	1.23	14.05	11.24	1.86	597.38
维达纸业	5.24	611.37	0.18	0.38	0.42	13.75	12.51	2.53	
阳光纸业	1.90	99.87	0.16	0.21	0.30	9.05	6.33	0.56	178.33
恒生指数当前估值						23.06		2.07	
北美									
International Paper	23.24	10,057.34	(3.05)	0.63	1.06	-	21.92	2.08	558.74
Kimberly-Clark	59.06	24,479.94	4.06	4.38	4.94	13.48	11.97	5.44	
MeadWestvaco	24.05	4,115.30	0.52	0.44	0.68	54.54	35.32	1.35	
Potlatch Corp	28.28	1,124.00	1.33	1.78	1.09	15.93	25.94	-	
Weyerhaeuser	36.48	7,710.30	(5.57)	(2.24)	(0.75)	-	-	1.81	
Temple-Inland	16.15	1,720.11	(0.08)	0.76	0.82	21	19.6	2.22	
SINO-FOREST-CORP	16.61	3,972.43	1.25	1.30	1.64	12.15	9.61	1.57	
WEST FRASER TIMB	28.28	1,210.43	(3.20)	(4.95)	(2.36)	-	-	0.64	
标准普尔 500 当前估值						20.13		2.18	
欧洲									
Stora Enso	4.78	4,007.84	(0.85)	(0.01)	0.15	-	31.66	0.68	369.69
UPM-Kymmene	7.98	4,149.36	(0.35)	(0.11)	0.22	-	35.63	0.72	528.55
SCA HYGIENE PROD	318.00	2,233.45	14.37					1.63	
HOLMEN AB-B SHS	194.50	1,653.03	7.60	11.53	9.56	16.87	20.34	1.04	
LUNDBERGS AB-B	328.50	2,041.48	(36.19)	30.35	15.87	10.82	20.70	0.91	
PORTUCEL EMPRESA	2.09	1,602.54	0.17	0.11	0.12	19.33	16.98	1.30	
MONDI PLC	337.80	1,739.41	(0.42)	12.40	13.48	27.25	25.07	0.80	
Smurfit Kappa	5.84	1,273.26		0.16	0.34	36.96	16.98	-	
英国富时当前估值						89.80		1.95	
南美									
CMPC	19,653.00	7,133.58	1.26	0.87	1.70	40.85	21.05	1.11	
Aracruz	10.56	7,363.20	(4.09)	0.34	0.40	-	-	6.91	
Suzano	18.25	5,739.31	(1.47)	2.71	1.74	-	10.51	1.31	
Votorantim	#N/A N/A	#N/A N/A	(6.51)	3.41	2.17	-	-	#N/A N/A	
巴西圣保罗估值						22.14		2.07	
日本									
Nippon Unipac	2585.00	3,005.19	(208.60)	123.63	152.42	-	16.96	0.72	
Oji Paper	413.00	4,395.90	(6.40)	25.37	28.04	-	14.73	0.98	
Daio Paper	799.00	1,030.86	0.95	34.70	49.50	23.03	16.14	0.90	
日经 225 当前估值						#N/A N/A		1.31	
中国台湾									
中华纸浆	13.05	243.01	0.18	(0.78)	0.71	-	-	0.92	
正隆	11.30	363.22	0.09	0.88	0.99	12.81	11.37	0.74	
台湾市场平均估值						118.60		2.12	
非洲									
MONDI LTD	4000.00		(0.42)	0.14	0.15	27.32	25.09	0.81	
SAPPI LTD	2744.00		0.29	(0.32)	(0.08)	-	-	-	
海湾合作委员会 200 指数						32.91		1.83	

资料来源：东方证券研究所

附录二：2009~2010 年新增产能统计

2008-2010 年新增项目					
纸种	厂家	产能 (万吨)	地点	开工时间	预计投产时间
铜版纸	APP	160	海南	2007.3	2010 年 4 月
	王子制纸	80	南通	2008 年 11 月	2010 年下半年
	晨鸣纸业	80	寿光		2011 年 1 季度
	华泰股份	70	东营	2008 年 11 月 8 日奠基	2011 年上半年
白卡纸	斯道拉恩索(广西)林浆纸	45	广西	2008 年 11 月通过环评	
	博汇	35	山东		2009 年底
	焦作瑞丰纸业	30	河南	2009	2011
	APP 金桂浆纸	60	海南		
	华丰	35	珠海		2009 年 10 月 (灰底白纸板转产白卡)
	玖龙纸业	60	东莞		2010 年底
文化纸		20	山东		
	山东华泰纸业	40	江门	2009 年 6 月动工	
	岳阳纸业	40	湖南	2007.11.13	2009 年 8 月
	福建南纸	18	福建		2009 年 12 月
	中冶银河纸业	20	山东	2007.8	2009 年 8 月
	太阳纸业	35		2009 年	2010 年
	斯道拉恩索(广西)林浆纸	45		2008 年 11 月通过环评	
		8.5		2008 年 3 月	2009 年 10 月
	广西华劲赣州纸业	30	南宁		2010 年
	驻马店白云纸业	17		2008 年 4 月	2010 年
	河南鹤壁瑞洲纸业	30	鹤壁	2009 年 12 月	2011 年
	山东正大纸业	5			2009-5-投产
	广西永凯糖业	20		2009 年 1 月	
	南宁劲达兴纸业	20		2009 年 1 月	
	湖南沅江纸业	12		2009 年 4 月	
	晨鸣纸业	45	湛江	2009 年 10 月	2011 年 4 月
	河南一林纸业	10			2009 年年底试机
	瑞通 (江西) 环保纸业	9.9		2009 年	2010 年
箱板纸	永州湘江纸业	10	湖南	2007.5	
		45			2009 年中
		35	天津		2009 年中
	玖龙纸业	35	东莞		2010 年底
		45			2010 年底
		35	太仓		2010 年底
	镇江金河纸业	60	镇江		2010
		42	越南		2010 年下半年
	理文纸业	30	重庆		
	景兴纸业	20	浙江		2009 年底
	昌乐世纪阳光纸业	50	山东潍坊		计划 2009 年推迟
	福建联盛纸业	30	福建		
	东兴纸业 (香河)	7			
	河南商电铝业集团纸业项目	15			

河南银鸽纸业	20	2007.7 月	2008 年底
宿迁天成	11.5		
湘江纸业	10	2007.5	2008
江苏华兴纸业	40	张家港	2008 年底
森信纸业	10-15	南通	2009.4 推迟
河北永新	30		2009 年 4 月 22 日
鼎元（白山）实业	9	吉林白山	2008.10
中山联兴造纸	20	2008	
淄博仁丰	20	2009 年 3 月底	2010
晨鸣纸业	60	寿光	2011

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*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn