



造纸业

2010.02.11

继续看好业绩高增长的优势公司

——2010年01月造纸包装行业动态月报



王峰

徐琳

0755-23976228

021-38676644

wangfeng@gtjas.com

xulin@gtjas.com

本报告导读：

造纸及纸包装行业仍处于景气高点，在成本及需求的双重推动下产品价格继续提升。继续看好太阳纸业、美盈森等公司的高成长及相对较低的估值水平。

摘要：

- 09年1-12月份，国内纸及纸板累计生产9389万吨，上升势头继续，同比+12.1%，12月份产量908万吨，同比+26.1%，环比+4.1%。分纸种来看，12月份各纸品产量均大幅上涨，除未涂布印刷书写纸外，各纸品产量环比也有不同程度的上涨。主要原因是春季教材开印、年底各类统计报表增加了文化用纸用量，出口复苏带动了包装纸。
- 1-12月份纸浆累计产量1935万吨，累计下降0.4%，接近去年同期水平。12月份当月同比+21.5%，环比+0.1%。国际市场上，全球性减产引起的供求失衡已逐渐得到缓解，国内许多浆纸一体化企业的浆线也几乎全部恢复生产，但由于国际木浆库存水平仍然较低，国际木浆贸易价格仍有上涨动力。
- 1-12月累计进口纸浆1368万吨，同比+43.7%，废纸2750万吨，同比+13.6%；进口纸及纸板303万吨，同比-4.2%，出口纸及纸板326万吨，与去年同期基本持平。从单月数据看，12月份进口纸浆100万吨，同比+44.9%，环比+4.2%；废纸230万吨，同比+15.6%，环比+10.6%；12月份单月进口纸及纸板31万吨，同比+40.9%，环比+14.8%；出口纸及纸板33万吨，同比+37.5%，环比+10.0%。
- 1月份国内造纸包装仍处于较高的景气当中，特别是箱板包装用纸及文化用纸等产能发挥较为充分。虽然铜版纸有受到海南金海100万吨铜版纸二季度末投产的压力，但目前产销状况仍保持良好状态。新闻纸受国内需求不振及废纸价格不断上涨的压力，目前新闻纸供求及盈利仍不乐观。2010年1月份国产铜版纸价格较上月+1.5%、新闻纸+10%、双胶纸+0.8%、白卡纸+2.3%、轻涂纸0.8%、箱板纸价格大涨，涨幅达12.9%。
- 纸包装行业要给予足够的重视，由于市场需求较大、集中度较低以及比较充分的竞争格局，都为业内的优势企业提供了迅速扩张的空间。可以说纸包装行业是未来几年应高度关注的行业。
- 持续提升的原材料价格或许挤占了造纸企业的利润空间，但对于业内的优势公司，尤其是浆纸一体化的企业来说，并不完全是不利影响。公司通过自身的产品结构的调整，包括木浆生产和畅销产品比重的提高，来积极应对产品过剩的压力，加上国家淘汰落后产能的政策对纸业市场的调整，行业集中度将进一步提高。我们预期10年行业及公司业绩有较大幅度的增长，继续看好美盈森、太阳纸业、博汇纸业、等公司的业绩增长及目前相对较低的估值水平。

评级：

增持

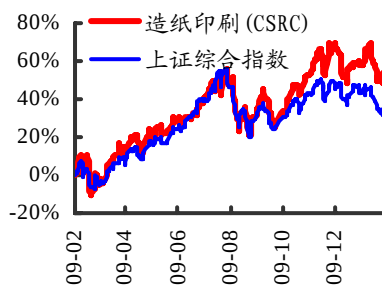
上次评级：

增持

重点公司评级

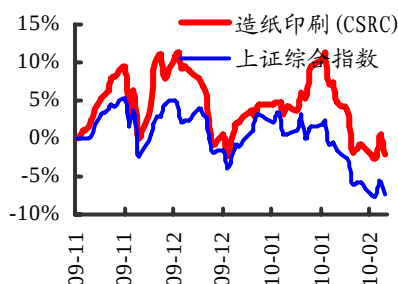
美盈森	增持
太阳纸业	增持
博汇纸业	增持
华泰股份	增持
岳阳纸业	增持
晨鸣纸业	谨慎增持
景兴纸业	谨慎增持
美利纸业	谨慎增持
银鸽投资	中性
山鹰纸业	中性

近1年行业指数与上证综指对比



近52周造纸印刷行业跑赢大盘17.0个百分点。

最近3个月行业与上证综指对比



造纸印刷行业跑赢大盘5.3个百分点

相关报告

需求与成本价格上升继续推动纸产品价格小幅上涨

(09.12.28)

业绩大幅增长 估值相对较低

(09.11.30)

分享纸业复苏的同时要关注10年初的产能释放

(09.09.28)

1. 2009 年 1-12 月国内造纸行业生产状况

09 年 1-12 月份，国内纸及纸板累计生产量 9389 万吨，上升势头继续，同比增长 12.1%，12 月份单月产量 908 万吨，同比涨幅达 26.1%，环比增长 4.1%。分纸种来看，12 月当月各纸品产量均大幅上涨，尤其是涂布类印刷用纸、卫生用纸原纸、箱板纸，产量同比涨幅超过 30%；除未涂布印刷书写纸外，各纸品产量环比也有不同程度的上涨，其中增长较快的是涂布类印刷用纸、箱板纸和瓦楞纸箱，主要原因是春季教材开印期、年底各类统计报表增加了文化用纸用量，以及出口复苏带动了包装纸。

1-12 月份纸浆累计产量 1935 万吨，累计下降 0.4%，与去年同期水平基本相当，12 月份当月同比增幅达 21.5%，环比增幅 0.1%。09 年全年来看，上半年由于国际市场价格偏低，大量进口木浆以替代国产木浆。5 月份以后木浆价格逐渐上涨，国内木浆生产线的开工率也逐渐提升。

表 1：2009 年 1-12 月份纸浆及主要纸种产量变化

产品	12 月完成量(万吨)		12 月同比 (%)		月度环比 (%)
	当月	累计	当月	累计	
纸浆	180.97	1934.53	21.5%	-0.40%	0.1%
纸及纸板	907.89	9388.72	26.1%	12.1%	4.1%
其中：未涂布印刷书写纸	79.89	876.05	13.9%	0.6%	-10.4%
新闻纸	43.96	489.61	7.4%	-7.7%	1.1%
涂布类印刷用纸	21.46	221.27	37.6%	13.3%	10.3%
卫生用纸原纸	21.49	210.49	37.6%	45.4%	7.0%
箱纸板	140.67	1391.12	31.1%	8.2%	12.7%
纸制品	362.4	3922.33	23.1%	14.9%	1.0%
其中：瓦楞纸箱	219.29	2177.20	31.0%	11.8%	9.2%

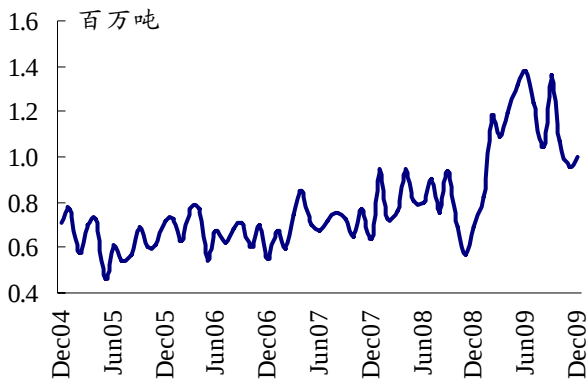
数据来源：CEIC，国泰君安证券

2. 2009 年 1-12 月国内造纸行业进出口概况

1-12 月累计进口纸浆 1368 万吨，同比增加 43.7%，累计进口废纸 2750 万吨，同比增加 13.6%；进口纸及纸板 303 万吨，同比减少了 4.2%，出口纸及纸板 326 万吨，与去年同期基本持平。

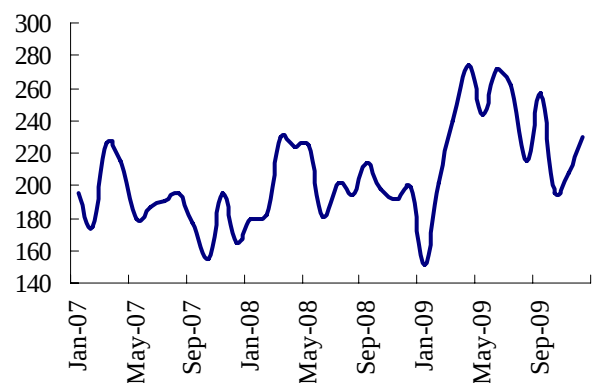
从单月数据看，12 月份进口纸浆 100 万吨，同比增加 44.9%，环比增加了 4.2%；进口废纸 230 万吨，同比增加 15.6%，环比增加 10.6%；12 月份单月进口纸及纸板 31 万吨，同比增加了 40.9%，环比增加 14.8%；出口纸及纸板 33 万吨，同比增加了 37.5%，环比增加了 10.0%。

图 1: 中国进口主要商品数量-纸浆 (单月)



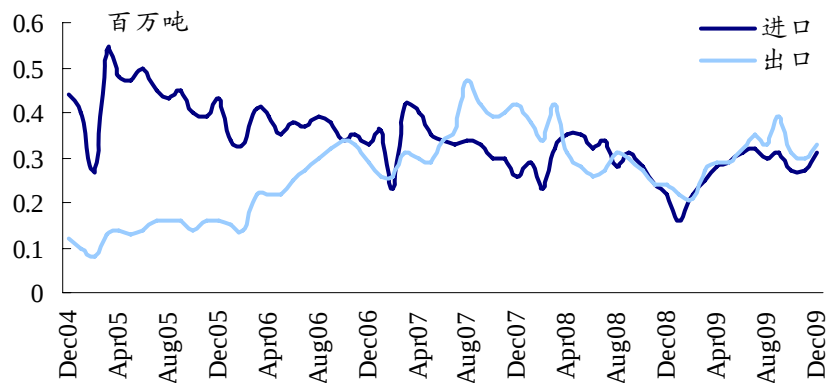
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 2: 中国进口主要商品数量-废纸 (单月)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

图 3: 中国进出口主要商品数量-纸及纸板 (单月)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

表 1: 2009 年 1-12 月份主要纸种进出口量变化

产品	进口 (万吨)		同比 (%)		环比 (%)	出口 (万吨)		同比 (%)		环比 (%)
	当月	累计	当月	累计		当月	累计	当月	累计	
纸及纸板	28.40	302.73	24.09%	-4.21%	14.66%	28.99	325.60	2.01%	-0.01%	9.47%
书写印刷用纸	8.18	74.32	80.48%	-19.40%	16.06%	18.58	233.65	28.65%	3.51%	3.35%
其中: 新闻纸	0.47	2.06	322.33%	40.91%	103.97%	0.92	20.71	-55.98%	-42.39%	38.22%
牛皮纸及纸板	13.36	133.18	34.52%	2.21%	15.26%	6.99	58.15	120.93%	2.30%	28.53%
卫生用纸原纸	0.24	1.77	-47.03%	3.84%	54.86%	0.95	12.33	-80.41%	17.87%	-13.25%
瓦楞原纸	1.67	44.96	-44.92%	0.84%	-9.01%	0.29	1.27	12.36%	-88.49%	139.43%
其他纸及纸板	4.95	48.50	2.54%	3.38%	19.59%	2.17	20.20	-39.57%	-6.75%	17.95%

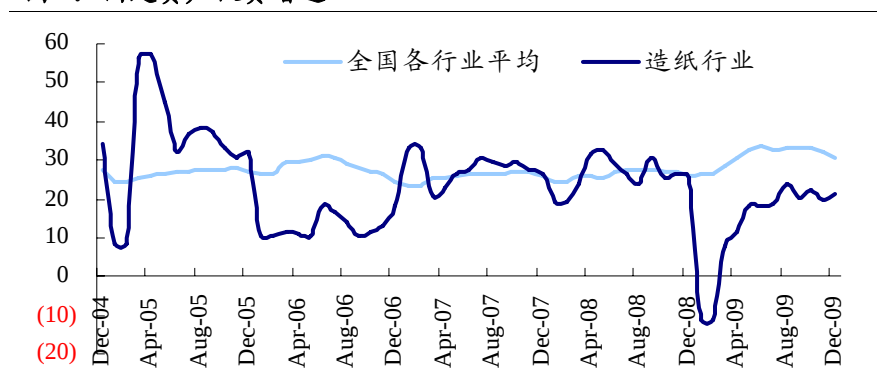
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

3. 09 年 1-12 月份行业固定资产投资增速

09 年 1-12 月造纸行业累计完成固定资产投资 1241.24 亿元，同比增速为 21.5%，较全国同期 30.5% 的平均水平低 9.0 个百分点，较 08 年同期 25.4% 的增速低了 3.9 个百分点，差距正逐渐减小。

我国造纸行业整体面临供过于求的局面，08 年下半年起由于产能集中释放和国内外需求萎缩，行业整体景气度大幅下降，经过一年多的调整适应，目前多数企业的经营状况已恢复正常。我们判断未来两年行业仍以消化产能为主要任务，通过新建向上游发展纸浆生产以及加大林木资源的投资仍是发展得必然选择。由于造纸与制浆投资额难以分开，我们预计 2010 年整个造纸行业固定资产投资增速不低于 20%。

图 4：固定资产投资增速



数据来源：CEIC，国泰君安证券

4. 近期原材料与主要产品价格走势分析

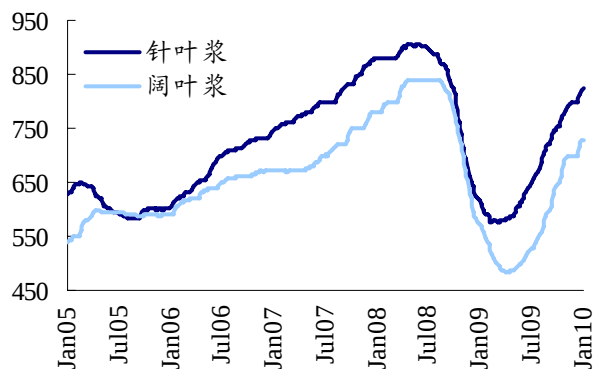
4.1. 纸浆价格:

前期全球性减产影响尚未完全解除，市场需求拉动，加上全球纸浆库存仍处于低位，纸浆价格继续上涨。截至 1 月 26 日欧洲市场北方漂白软木牛皮浆（针叶浆）报价 825 美元/吨，较 10 年初价位上涨了 3.3%，较 09 年最低点上涨 43.0%。硬木牛皮浆（阔叶浆）报价 728 美元/吨，较 10 年初价位上涨了 4.0%，较上年最低点上涨了 50.7%。截至 1 月 26 日美国市场上的针叶浆价格收于 842 美元/吨，每吨纸浆较欧洲市场的差价仅剩 17 美元，差距进一步大幅减小。

以欧元标价（常用在欧盟内部贸易的结算）的纸浆价格反弹趋势明显，截至 1 月 26 日，针叶浆报价 584 欧元/吨，较年初价格提升了 5.2%；阔叶浆报价约 512 欧元/吨，较年初上涨了 5.9%。

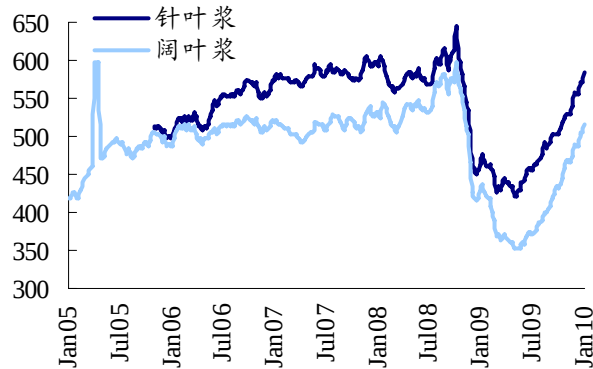
尽管春节长假渐渐临近，但国内造纸厂仍正常生产，尤其是一些近期成功大幅提价的文化用纸和包装用纸工厂，现在还保持满负荷生产状态。由于国际浆市供需失衡状况尚未完全恢复，预期纸浆价格仍将继续上升。国内纸浆市场目前货源也较为紧缺，加上年关将至，不少纸厂收到货款到市场买浆，使本已紧张的市场供应更为加剧，由此支撑着浆价继续保持高位运行。

图 5：欧洲市场以美元标价的纸浆价格指数



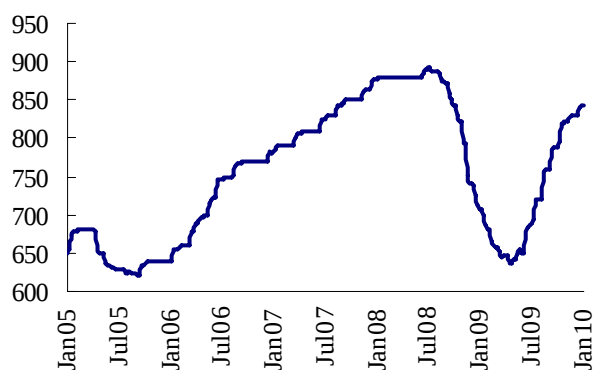
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 6：欧洲市场以欧元标价的纸浆价格指数



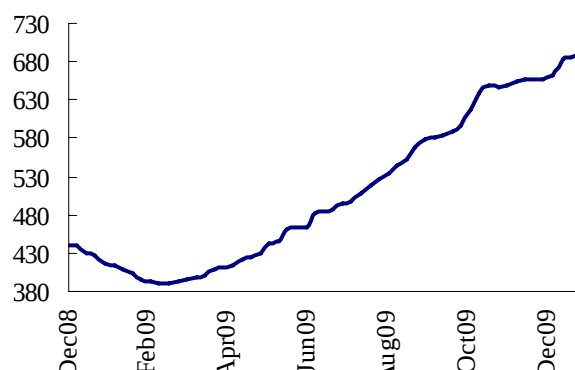
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 7：美国市场针叶浆 NBSK (USD/t)



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 8：中国市场阔叶浆 BHKP (USD/t)

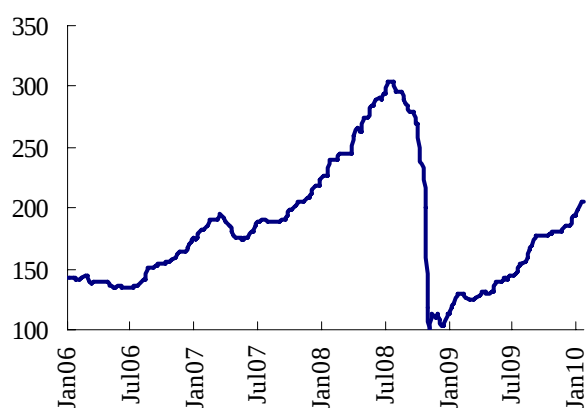


数据来源：FOEX，国泰君安证券

截至 1 月 26 日，中国市场上进口的阔叶浆价格报在 691 美元/吨，较年初上涨了 5.1%，较 08 年以来的低点已有 77.5% 的涨幅。我们仍然认为 2010 年纸浆价格会以小幅度反弹为主要特征，但增速会有所下降。

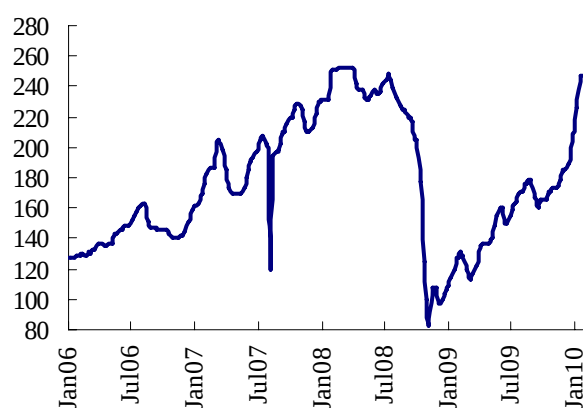
4.2. 废纸价格：

图 9：06 年以来美废 8# 价格走势



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 10：06 年以来美废 11# 价格走势



数据来源：Wind，国泰君安证券

受益于国内纸业的复苏、前期库存的消化，废纸价格在 08 年 11 月前后急

速下挫后又迅速上升，快速上升的趋势贯穿了整个 2009 年。截至 2010 年 1 月 22 日，8 号废纸（旧报纸）到岸价格已达 206 美元/吨，年初至今上涨了 6.7%，较上年低点涨幅达 83.1%；美废 11#（旧箱板纸）到达 248 美元/吨，年初至今上涨了 16.5%，较上年低点涨幅达 127.1%。

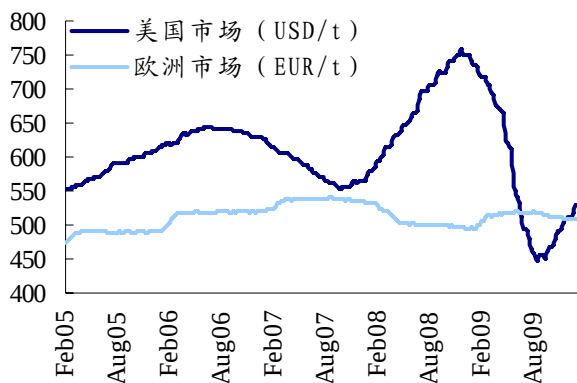
受浆纸价格上涨的影响，如我们前期判断，8 号废纸的进口价格有已突破 200 美元/吨。在海运费上涨、库存降低、旺季销售等多重因素的影响下，在全球经济继续恢复的趋势下，废纸价格仍有进一步的上涨空间。

4.3. 国外主要纸种价格:

整体看来，美国、西欧和日本 2009 年纸产品消费同比下降了 10%，有些纸种甚至超过 20%。受经济环境以及供求结构的影响，部分纸种价格仍将在低位维持一段时间，鉴于对经济复苏的预期，我们预计纸产品价格将在需求拉动下向上攀升。

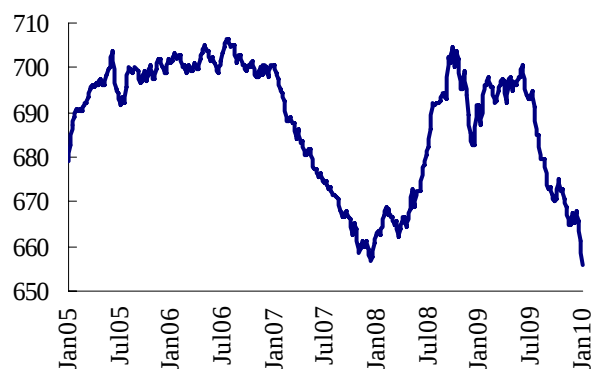
美国新闻纸价格自 08 年 12 月起持续下跌，自年初累计最大跌幅达 41%，后又快速反弹，截至 1 月 26 日价格 566 美元/吨，较 9 月份价格低点上涨了 19.3%，较 10 年初值上升了 3.9%；欧洲市场新闻纸价格较 10 年初下降了 0.9%，1 月 26 日报价 504 欧元/吨。当然，美国市场上处于历史低位的新闻纸价格仍将对国际其他市场产生一定压力，测算当前美国新闻纸价格可折合约 390 欧元/吨，3631 元人民币/吨，加上海运费用也不会高于国际其他市场价格，但这一差距正逐步减小。

图 11：欧美市场新闻纸价格



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 12：欧洲市场轻涂杂志纸 (EUR/t)



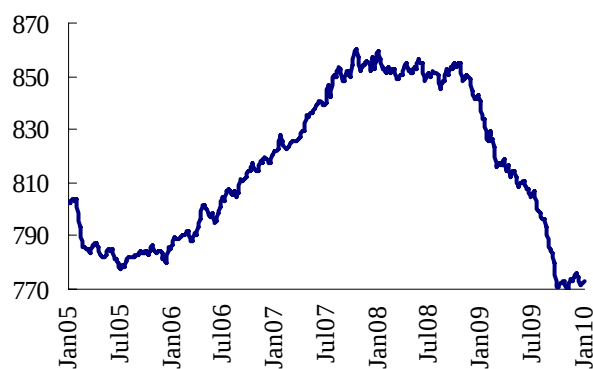
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 13：欧洲市场涂布道林纸 (EUR/t)

图 14：欧洲市场 A4 复印纸 (EUR/t)



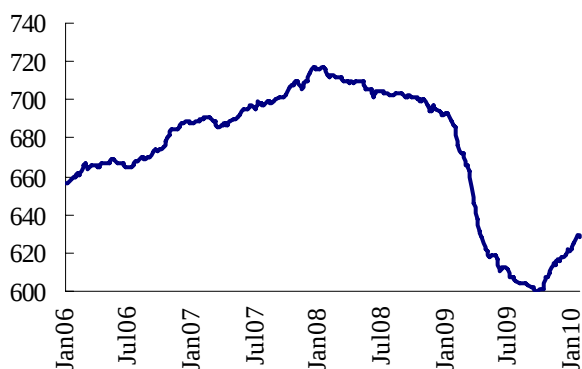
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

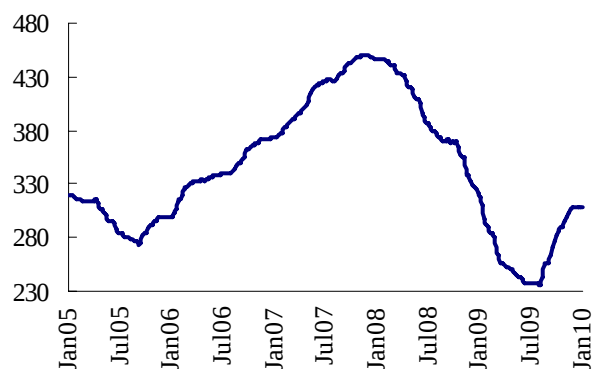
牛皮卡纸、瓦楞纸等包装纸对经济的敏感程度较高,随着世界经济的复苏,产品价格从9月份出现一波反弹,牛皮卡纸价格较9月份的价格低点上涨了4.8%,瓦楞原纸价格自9月份以来上涨了31.4%,反映了欧洲经济的好转,国际需求正在复苏。

图 15: 欧洲市场顶级牛皮卡纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 16: 欧洲市场瓦楞原纸 (EUR/t)

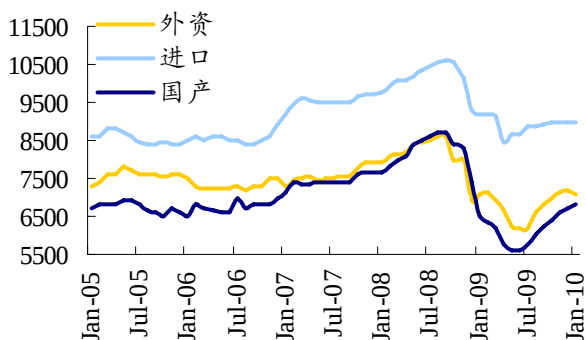


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

4.4. 国内主要纸种价格:

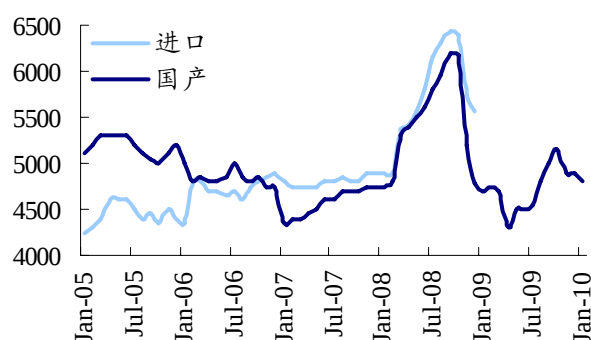
随着原材料价格继续迅速上涨,近期国内各主要纸种价格大都保持稳定,部分优势纸种价格尚有所提升,其中箱板、瓦楞等包装用纸由于受益出口复苏,实现了较大幅度的价格提升。2010年1月份国产铜版纸价格较上月+1.5%、新闻纸+10%(上涨后均价约4500元/吨)、双胶纸+0.8%、白卡纸+2.3%、轻涂纸0.8%、箱板纸价格大涨,涨幅达12.9%。与上一年度低点相比,纸产品涨价幅度均有10%左右,其中涨幅最大的铜版纸上涨21%。在原材料价格不断攀升的态势下,我们判断2010年纸产品市场价格仍将以上涨为主基调,但增长速度将会下降,且属成本推动型上涨,09年价格上涨较多的纸种如铜版纸等10年盈利能力或维持甚至有所下滑。

图 17: 铜版纸国内价格 (元/吨)



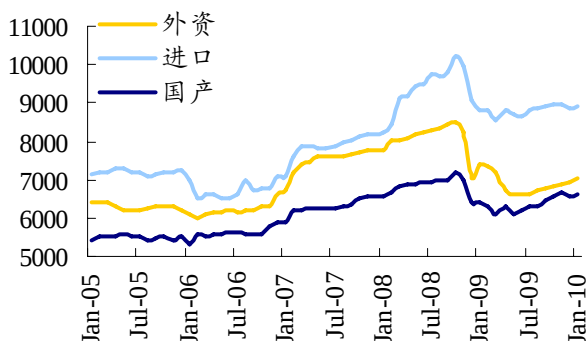
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 18: 新闻纸国内价格 (元/吨)



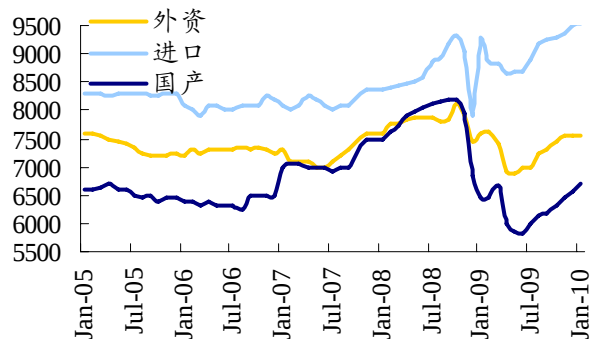
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 19: 双胶纸国内价格 (元/吨)



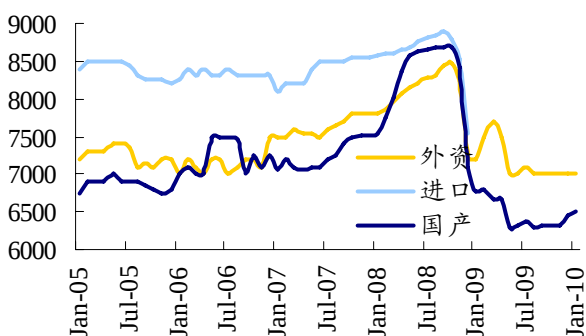
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 20: 白卡纸国内价格 (元/吨)



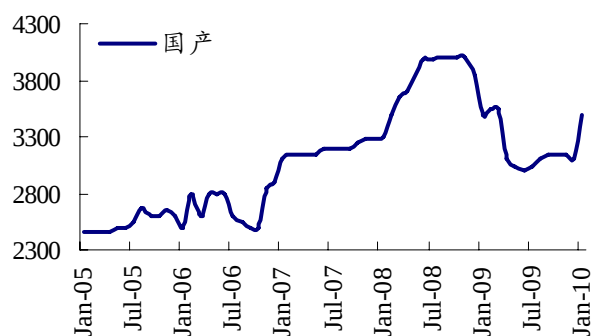
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 21: 轻涂纸国内价格 (元/吨)



数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 22: 箱板纸国内价格 (元/吨)

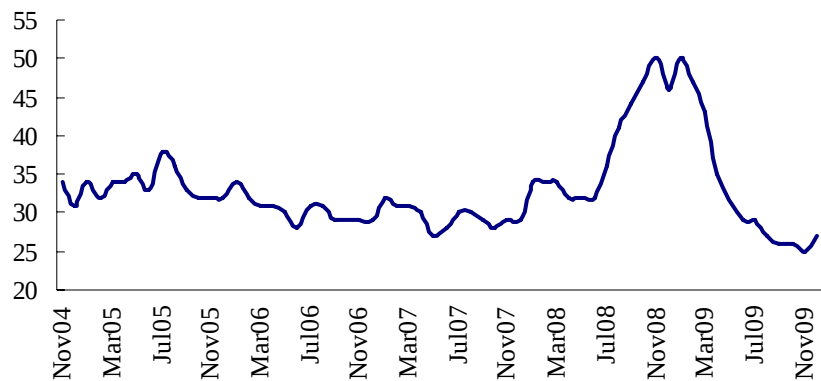


数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

5. 国际原材料与产品库存

12 月份全球纸浆库存量止住跌势, 较上月增加了 2 天, 至 27 天, 但仍处于历史低位。长期持续的低库存为纸浆价格提供了继续上涨的动力。近期浆价的快速提升吸引来更多的生产商, 已经复产和计划复产的纸浆生产线也正逐渐缓解市场上供需失衡的压力, 综合供求两方的趋势, 如我们前期判断, 纸浆库存低位不会持续很长时间, 而 30 天左右是历史正常的纸浆库存周期水平。

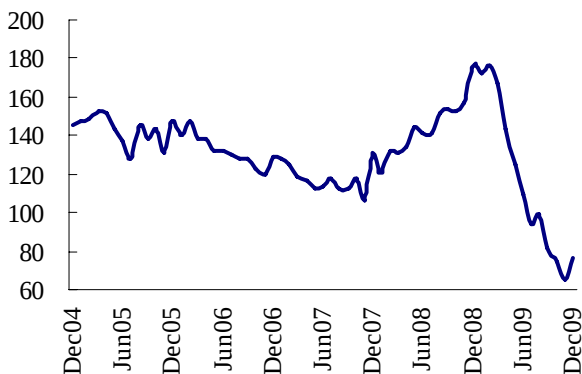
图 23: 全球纸浆库存量 (周转天数)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

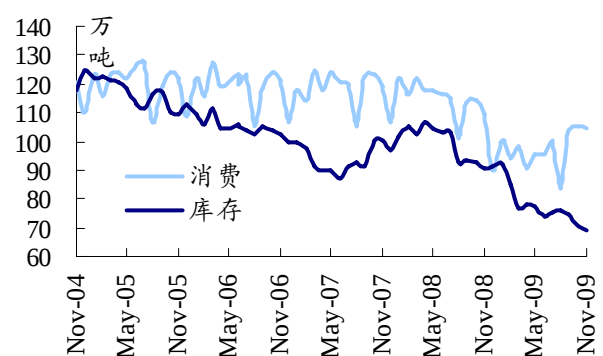
欧洲主要港口木浆库存前期迅速下降, 跌破历史低位, 并不断创下新低, 但 12 月份数据显示纸浆供给失衡的状况已经得以缓解, 库存量稍有上升, 较上月增加了 17%。

图 24: 欧洲主要港口木浆库存合计 (万吨)



数据来源: Europulp, 国泰君安证券

图 25: 欧洲制造业库存-木浆 (万吨)

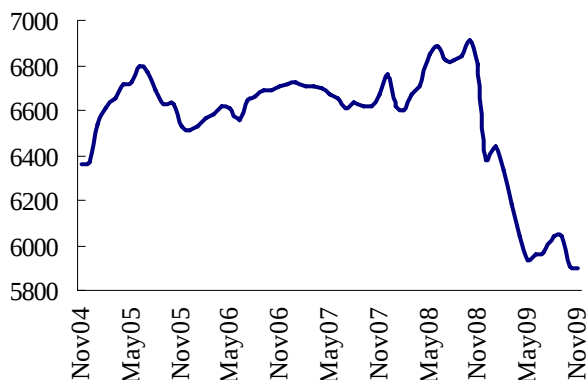


数据来源: Utipulp, 国泰君安证券

从美国情况来看, 09 年 11 月份制造业库存又创新低。随着三季度经营状况的逐渐恢复, 企业开工率在恢复, 库存水平尽管尚未恢复历史正常水平, 尽管当前供给量恢复的并不明显, 但产品库存的提升是必然趋势。从批发业库存来看, 当前库存/销售比低于 0.9, 库存量在不断减少, 显示出较好的市场需求。

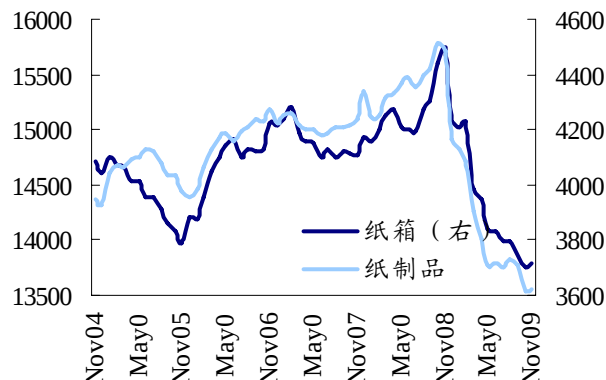
从日本情况来看, 1-11 月纸浆库存较年初累计减少了 33%, 纸浆、纸及纸板整体的库存较年初累计减幅为 10%, 库存水平维持在正常范围, 从生产和出货状况来看经营情况基本保持稳定。

图 26: 美国制造业库存-纸浆及纸板 (百万美元)



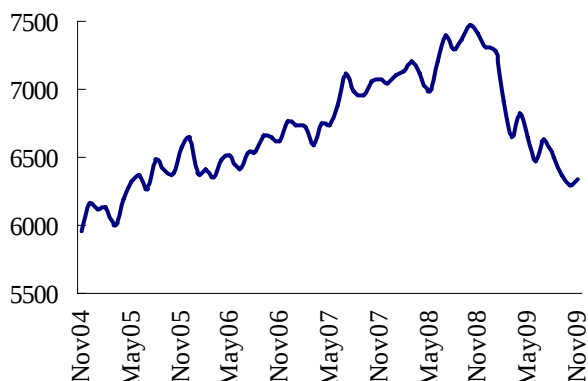
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 27: 美国制造业库存-纸箱、纸制品 (百万美元)



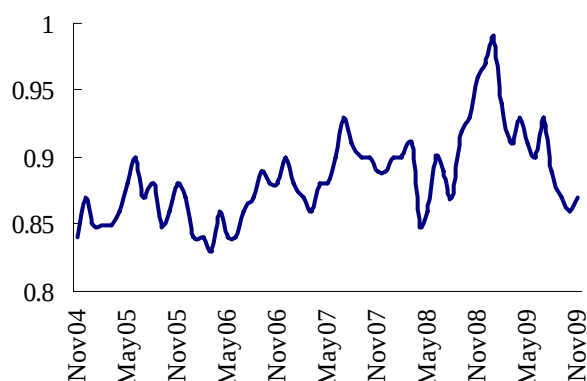
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 28: 美国商品批发业库存-纸张 (百万美元)



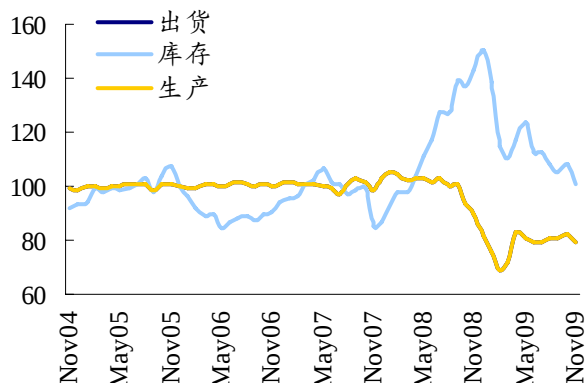
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 29: 美国批发业库存/销售比-纸张 (%)



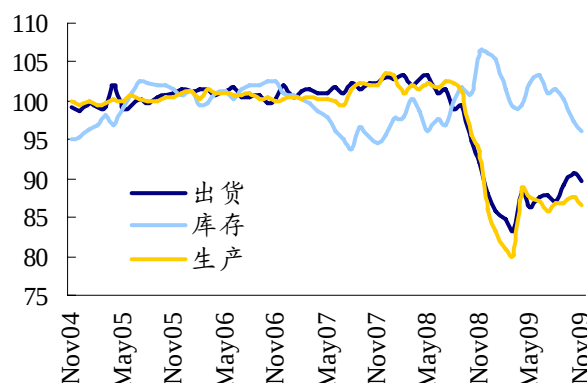
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 30: 日本工业产值纸浆指数 (2005 年=100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 31: 日本工业产值纸浆、纸及纸板 (2005 年=100)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

6. 主要上市公司预计业绩与估值

持续提升的原材料价格或许挤占了造纸企业的利润空间,但对于行业内的优势公司,尤其是正在发展浆纸一体化的企业来说,较为恶劣的生存环境为其提供了良好的发展空间。公司通过自身的产品结构的调整,包括木浆生产和畅销产品比重的提高,来积极应对产品过剩的压力,加上国家淘汰落后产能的政策对纸业市场的调整,行业集中度将进一步提高。

我们预期 10 年行业及公司业绩有较大幅度的增长。根据我们的预测数据，10 家代表性公司 09、10 年平均业绩增长率分别为 9.77%、62.7%。继续看好太阳纸业、博汇纸业、华泰股份等几家主要的纸业公司的业绩增长及目前相对较低的估值水平。

表 3: 造纸行业主要上市公司的财务预测与价值评估

公司	02.05 日价格	PB	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	本期建议
太阳纸业	18.18	3.51	0.46	0.95	1.37	39.5	19.1	13.3	增持
华泰股份	14.83	2.57	0.56	1.78	1.03	26.5	8.3	14.4	增持
博汇纸业	9.10	1.85	0.50	0.41	0.62	18.2	22.2	14.7	增持
岳阳纸业	11.13	2.47	0.21	0.16	0.37	53.0	69.6	30.1	增持
美盈森	27.25	3.23	0.75	0.75	0.95	36.3	36.3	28.7	增持
晨鸣纸业	7.92	1.33	0.52	0.41	0.60	15.2	19.3	13.2	谨慎增持
景兴纸业	7.42	1.73	-0.53	0.08	0.22	-14.0	92.8	33.7	谨慎增持
美利纸业	9.37	1.56	0.43	0.15	0.35	21.8	62.5	26.8	谨慎增持
银鸽投资	7.96	3.39	0.06	0.10	0.22	132.7	79.6	36.2	中性
山鹰纸业	6.56	2.70	0.01	0.07	0.12	656.0	93.7	54.7	中性
合兴包装	14.30	6.91	0.27	0.38	0.60	53.0	37.6	23.8	谨慎增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券 (华泰股份业绩预测考虑了低价收购河北诺斯克项目的一次性损益)

表 4: 造纸行业国际估值对比

公司简称	股价	08PE	09PE	10PE	PB	EV/EBITDA	ROE
IP	24.47	32.63	27.90	16.66	1.88	4.45	-19.97
UPM	8.03	-	84.53	25.74	0.72	11.43	-2.78
STORAENSO	4.57	-	28.37	24.96	0.72	24.11	-10.21
OJI	385.00	-	16.93	13.05	0.87	9.08	-1.39
HOLMENAB-B	178.50	14.24	14.92	25.94	0.92	8.67	3.94
DOMTAR	50.56	-	78.15	16.48	0.82	5.11	-21.46
理文纸业	4.64	46.86	12.75	10.45	2.26	22.12	3.66
玖龙纸业	11.22	26.01	19.43	14.62	2.91	22.83	11.88
阳光纸业	3.00	263.40	17.56	10.25	0.88	21.97	5.58
群星纸业	3.02	8.13	8.04	6.31	1.19	3.24	17.93
恒安国际	51.55	35.63	30.87	25.67	7.43	26.45	22.67
维达国际	4.90	15.60	12.37	11.61	2.36	9.90	10.45

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312899
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		