



造纸业

2010.03.30

原材料成本上涨较快 产成品毛利率受压

——10 年 2 季度造纸包装行业策略报告

	王峰	徐琳
	0755-23976228	021-38676644
	wangfeng@gtjas.com	xulin@gtjas.com
	S0880200010288	S0880108023061

本报告导读：

由于原材料木浆及废纸价格的上涨过猛，虽然纸产品价格也有不同程度的提升，但纸产品的毛利率仍受到不同程度的挤压。

摘要：

◆ **纸产品产量继续保持较好增长势头。**2010 年 1-2 月份，国内纸及纸板累计生产量 1414 万吨，上升势头继续，同比增长 27.9%，2 月份单月产量 669 万吨，同比涨幅为 16.3%，从数据上看环比渐少了 10.3%，但剔除春节假期影响后，平均每个工作日产量环比 1 月份增加了 5.6%。分纸种来看，2 月当月除新闻纸外各纸品产量均大幅上涨，涨幅最大的仍然是涂布类印刷用纸、卫生用纸原纸、箱板纸。

◆ **原材料木浆生产同比大增。**10 年 1-2 月份纸浆累计产量 323 万吨，累计同比上升 35.9%，2 月份当月同比增幅达 26.5%，环比下滑 7.6%，平均每个工作日纸浆产量环比增加 8.7%。如此大的升幅除 09 年行业不景气影响外，与 09 年国际市场木浆价格便宜国内减产转而大量进口有关。

◆ **纸产品出口势头良好。**1-2 月累计进口纸浆 183 万吨，同比减少了 8.5%；累计进口废纸 393 万吨，同比增加 11.3%；进口纸及纸板 46 万吨，同比增加了 21.1%，出口纸及纸板 57 万吨，同比大幅增长，增加了 32.6%。

◆ **国际木浆价格已近 08 年高点。**智利地震强化了国际木浆价格的上涨，近期欧洲市场北方漂白软木牛皮浆（针叶浆）报价 884 美元/吨，较 10 年初价位上涨了 10.6%，较 09 年最低点上涨 53.1%。硬木牛皮浆（阔叶浆）报价 787 美元/吨，较 10 年初价位上涨了 12.4%，较上年最低点上涨了 63.0%。8 号进口废纸（旧报纸）到岸价格已达 225 美元/吨，年初至今上涨了 16.6%，较上年低点涨幅达 100.0%；美废 11#（旧箱板纸）到达 297 美元/吨，年初至今上涨了 40.0%，较上年低点涨幅达 172.9%。

◆ **成本推动产成品价格继续上涨。**近期国内各主要纸种价格均有不同程度的提升，涨幅为 100-300 元/吨不等，尤其是箱板、瓦楞等包装用纸由于受益出口复苏，实现了较大幅度的提价。2010 年 3 月份国产铜版纸价格较上月+2.6%、新闻纸+2.4%、双胶纸+2.2%、白卡纸+2.8%、轻涂纸 0.6%、箱板纸价格大涨，涨幅达 8.2%。

◆ **继续看好太阳纸业、博汇纸业等公司相对较低的估值水平及美盈森、合兴包装的业绩成长。**与 09 年 4 季度相比，10 年 1 季度尽管产成品价格不断提升，但总体上看持续迅猛提升的原材料价格还是挤占了造纸企业的利润空间。部分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，情况要好很多，盈利能力继续提高。我们预期 10 年行业将维持较高的景气，但各公司业绩分化不可避免。

评级：

增持

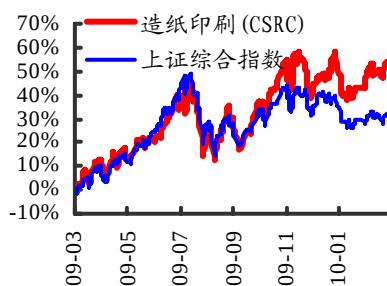
上次评级：

增持

重点公司评级

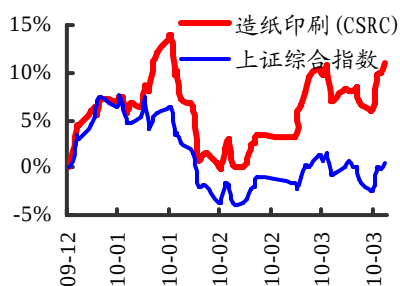
美盈森	增持
太阳纸业	增持
博汇纸业	增持
合兴包装	增持
岳阳纸业	增持
晨鸣纸业	谨慎增持
华泰股份	谨慎增持
景兴纸业	谨慎增持
美利纸业	谨慎增持
银鸽投资	中性
山鹰纸业	中性

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 22.0 个百分点。

最近 3 个月行业与上证综指对比



造纸行业跑赢大盘 10.5 个百分点

相关报告

继续看好业绩高增长的优势公司

2010.02.10

需求与成本价格上升继续推动纸产品价格小幅上涨

2009.12.28

业绩大幅增长 估值相对较低

2009.11.30

目 录

1. 2010 年 1-2 月国内造纸行业生产状况.....	3
2. 2010 年 1-2 月国内造纸行业进出口概况.....	3
3. 2010 年 2 月份行业固定资产投资增速.....	5
4. 近期原材料与主要产品价格走势分析.....	5
4.1. 纸浆价格:	5
4.2. 废纸价格:	6
4.3. 国外主要纸种价格:	7
4.4. 国内主要纸种价格:	8
5. 国际原材料与产品库存.....	9
6. 主要上市公司预计业绩与估值.....	11

1. 2010 年 1-2 月国内造纸行业生产状况

2010 年 1-2 月份，国内纸及纸板累计生产量 1414 万吨，上升势头继续，同比增长 27.9%，2 月份单月产量 669 万吨，同比涨幅为 16.3%，从数据上看环比渐少了 10.3%，但剔除春节假期影响后，平均每个工作日产量环比 1 月份增加了 5.6%。分纸种来看，2 月当月除新闻纸外各纸品产量均大幅上涨，涨幅最大的仍然是涂布类印刷用纸、卫生用纸原纸、箱板纸，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。受春节假期影响，各纸种产量环比均有下滑，但每工作日平均产量仍有所上升。

1-2 月份纸浆累计产量 323 万吨，累计上升 35.9%，2 月份当月同比增幅达 26.5%，环比下滑 7.6%，平均每个工作日纸浆产量环比增加 8.7%。随着国际市场上纸浆价格飙升，前期大量进口木浆替代国产木浆的趋势已经得到抑制，国内木浆生产线的开工率也逐渐提升。

表 1：2010 年 1-2 月份纸浆及主要纸种产量变化

产品	2 月完成量（万吨）		2 月同比（%）		月度环比（%）
	当月	累计	当月	累计	
纸浆	155	323	26.5%	35.9%	-7.6%
纸及纸板	669	1414	16.3%	27.9%	-10.3%
其中：未涂布印刷书写纸	57	125	0.0%	13.9%	-16.3%
新闻纸	29	66	-11.3%	3.0%	-21.9%
涂布类印刷用纸	16	34	48.2%	58.3%	-8.9%
卫生用纸原纸	20	39	28.1%	43.0%	1.6%
箱纸板	85	190	15.4%	34.7%	-18.5%
纸制品	274	579	10.8%	21.1%	-9.9%
其中：瓦楞纸箱	153	326	9.3%	19.2%	-11.8%

数据来源：CEIC，国泰君安证券

2. 2010 年 1-2 月国内造纸行业进出口概况

1-2 月累计进口纸浆 183 万吨，同比减少了 8.5%；累计进口废纸 393 万吨，同比增加 11.3%；进口纸及纸板 46 万吨，同比增加了 21.1%，出口纸及纸板 57 万吨，同比大幅增长，增加了 32.6%。

从单月数据看，2 月份进口纸浆 75 万吨，同比减少 36.4%，环比减少了 30.6%；进口废纸 178 万吨，同比减少 11.9%，环比减少 17.2%；2 月份单月进口纸及纸板 19 万吨，同比减少了 13.6%，环比减少 29.6%；出口纸及纸板 24 万吨，同比增加了 14.3%，环比减少了 27.3%。

图 1：中国进口主要商品数量-纸浆（单月）

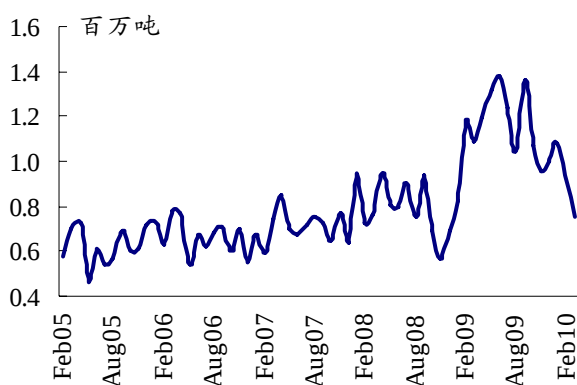
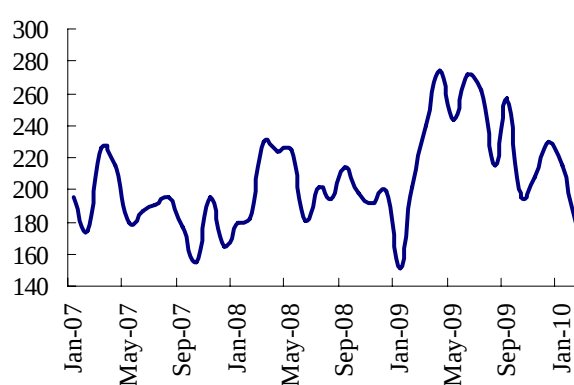


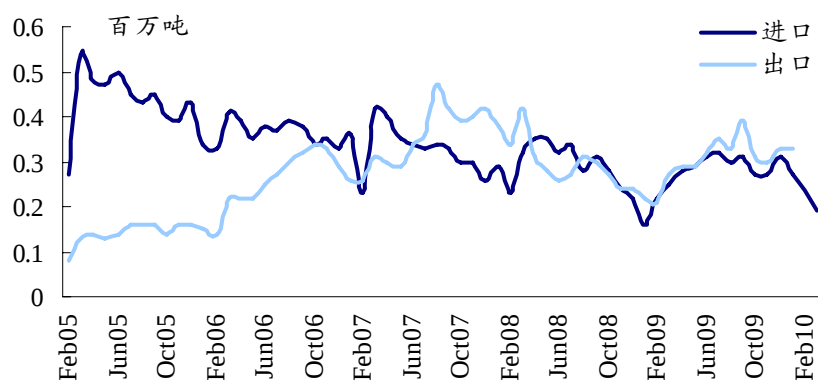
图 2：中国进口主要商品数量-废纸（单月）



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

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

海关统计数据显示，1 月份我国共出口纸及纸板（未切成形的）32.9 万吨，同比增长 50.7%；价值 3 亿美元，增长 59.1%。其中新闻纸和瓦楞原纸出口量分别为 0.9 万吨和 1137 吨，同比分别下降 40.9%和 18%；无机物涂布纸、牛皮纸、铜版纸分别出口 21.4 万吨、1.8 万吨、10.9 万吨，分别增长 41.1%、6.3 倍和 28.6%。进口方面，1 月我国进口新闻纸 2756 吨，增长 1.6 倍；进口无机物涂布纸 10.6 万吨，增长 53.8%；进口牛皮纸 7.9 万吨，增长 1.3 倍；进口瓦楞原纸 2.6 万吨，增长 4%。

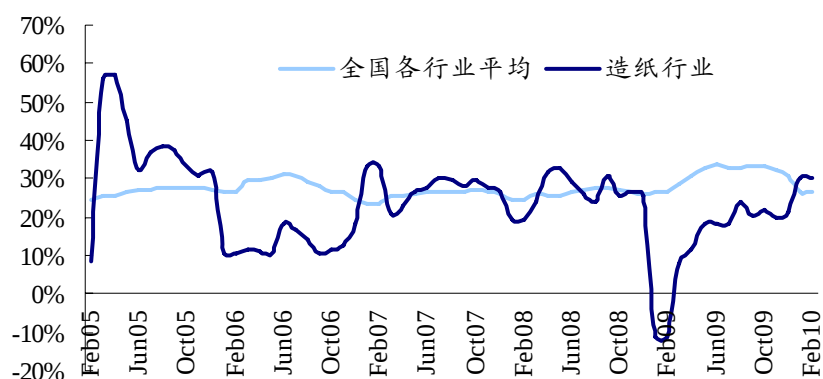
1 月份我国向美国出口铜版纸 2.2 万吨，增长 50%；对欧盟出口铜版纸 2 万吨，增长 34.4%；对日本出口铜版纸 1.9 万吨，增长 57.5%；对东盟出口铜版纸 1 万吨，增长 9.7%。

3. 2010 年 2 月份行业固定资产投资增速

09 年 1-2 月造纸行业累计完成固定资产投资 69.69 亿元，同比增速为 30.2%，较全国同期 26.6% 的平均水平高 3.6 个百分点，较 09 年同期 -11.3% 的增速高了 41.5 个百分点。

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 25%。

图 4：固定资产投资增速



数据来源：CEIC，国泰君安证券

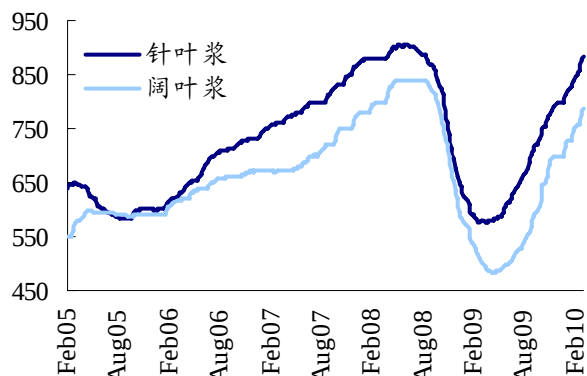
4. 近期原材料与主要产品价格走势分析

4.1. 纸浆价格：

截至 3 月 16 日欧洲市场北方漂白软木牛皮浆（针叶浆）报价 884 美元/吨，较 10 年初价位上涨了 10.6%，较 09 年最低点上涨 53.1%。硬木牛皮浆（阔叶浆）报价 787 美元/吨，较 10 年初价位上涨了 12.4%，较上年最低点上涨了 63.0%。截至 3 月 16 日美国市场上的针叶浆价格收于 902 美元/吨，每吨纸浆较欧洲市场的差价仅剩 19 美元。

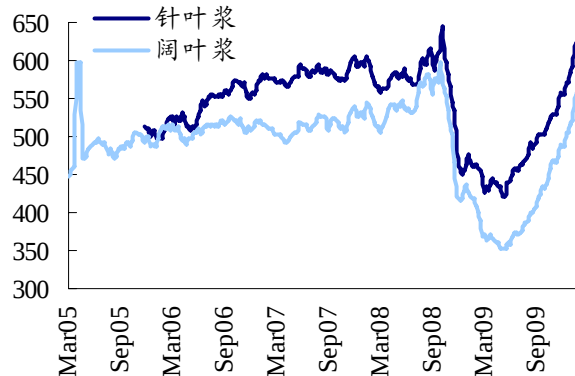
以欧元标价（常用在欧盟内部贸易的结算）的纸浆价格反弹趋势明显，截至 3 月 16 日，针叶浆报价 642 欧元/吨，较年初价格提升了 15.7%；阔叶浆报价约 572 欧元/吨，较年初上涨了 17.6%。

图 5: 欧洲市场以美元标价的纸浆价格指数



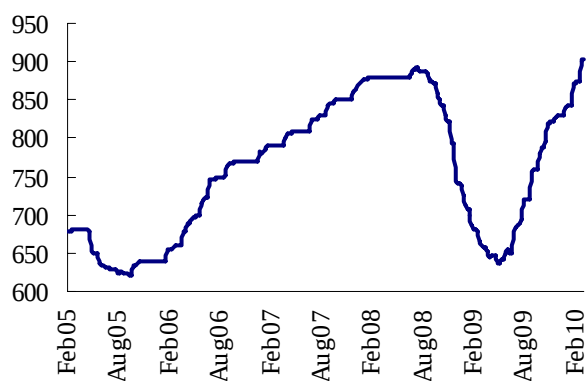
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 6: 欧洲市场以欧元标价的纸浆价格指数



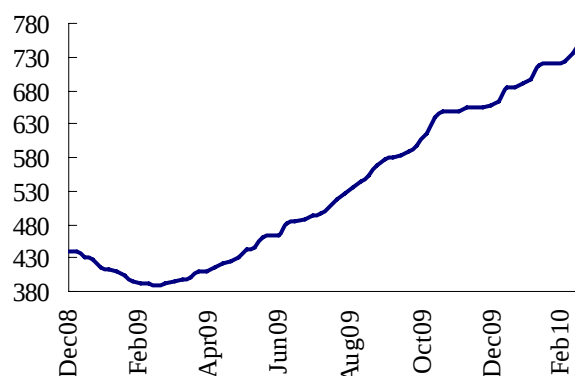
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

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)



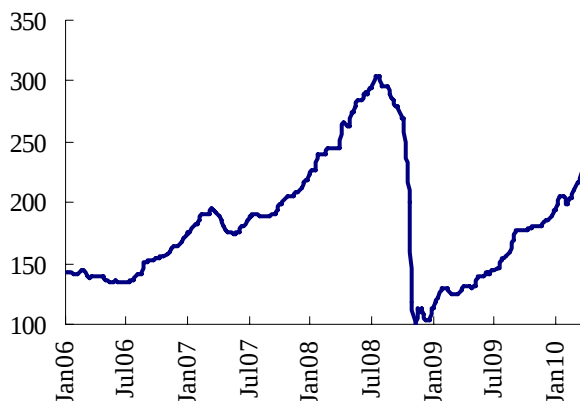
数据来源: FOEX, 国泰君安证券

截至 3 月 16 日, 中国市场上进口的阔叶浆价格报在 754 美元/吨, 较年初上涨了 14.7%, 较 08 年以来的低点已有 93.7% 的涨幅。近期木浆价格上涨较快除与国际木浆储备较低有关外, 也与智利地震对智利国内木浆生产减产停产直接影响国际木浆供给量有关。

智利是继加拿大和巴西之后的世界第三大纸浆净出口国。2008、2009 年纸浆净出口量约 400 万吨, 相对于全球木浆贸易量 6000 万吨的 6% 的多。地震后智利国内约 60% 的木浆厂受到不同程度的影响, 但估计影响时间不会太久, 更多的是将国际木浆贸易价格的上涨提前了。因此我们判断, 接下来二季度国际木浆价格仍会以上涨为主要特征, 但增速会趋于平缓。

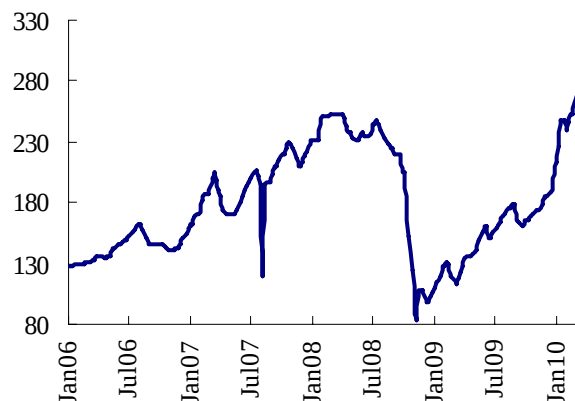
4.2. 废纸价格:

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



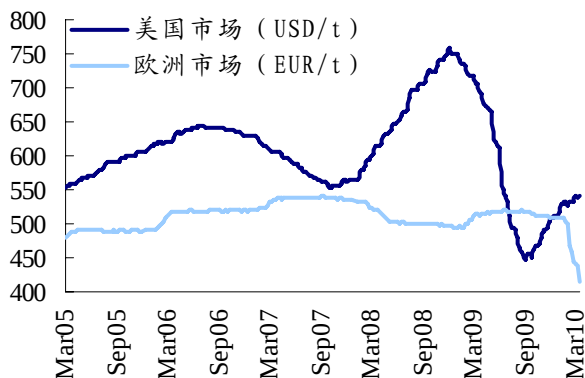
数据来源：Wind，国泰君安证券

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 3 月 19 日，8 号废纸（旧报纸）到岸价格已达 225 美元/吨，年初至今上涨了 16.6%，较上年低点涨幅达 100.0%；美废 11#（旧箱板纸）到达 297 美元/吨，年初至今上涨了 40.0%，较上年低点涨幅达 172.9%。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:

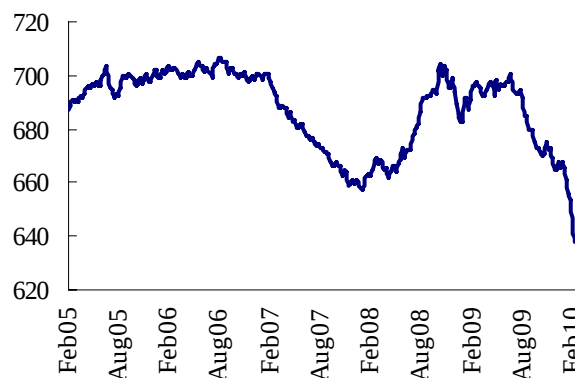
美国新闻纸价格自 08 年 12 月起持续下跌，自年初累计最大跌幅达 41%，后又快速反弹，截至 3 月 16 日价格 542 美元/吨，较 09 年 9 月份价格低点上涨了 20.2%，较 10 年初值上升了 5.8%；欧洲市场新闻纸价格较 10 年初下降了 18.3%，3 月 16 日报价 415 欧元/吨。欧洲其他印刷类纸张表现同样疲弱，承接 09 年以来的下跌势头继续下挫。

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）



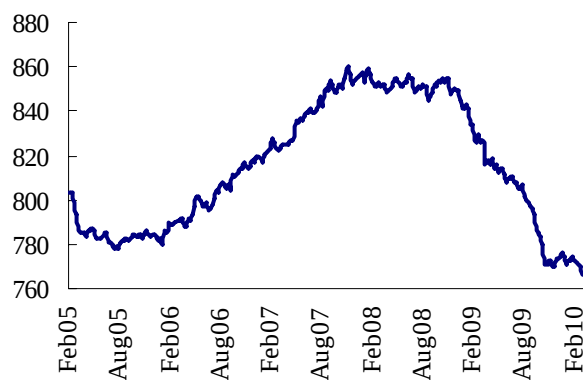
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 13: 欧洲市场涂布道林纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

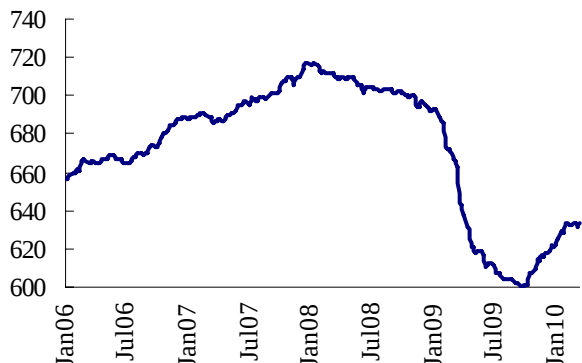
图 14: 欧洲市场 A4 复印纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

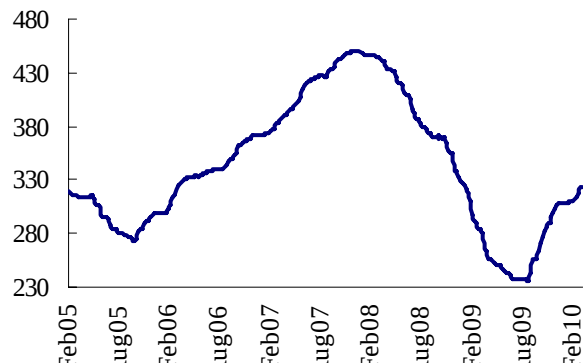
但工业用纸或包装类纸品与印刷类纸品有很大的不同,在经济复苏预期的前提下,由于牛卡纸、瓦楞纸等包装纸对经济的敏感程度较高,随着世界经济的复苏,产品价格从 09 年 9 月份出现一波反弹,牛卡纸价格较价格低点上涨了 5.5%,瓦楞原纸价格自上年 9 月份以来上涨了 37.4%,反映了欧洲经济的好转,国际需求正在复苏,我们仍然认为工业用纸的价格将随着原材料以及运费等成本上升而提升。

图 15: 欧洲市场顶级牛卡纸 (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)

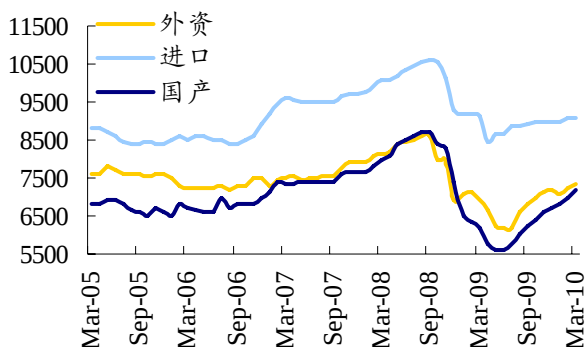


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

4.4. 国内主要纸种价格:

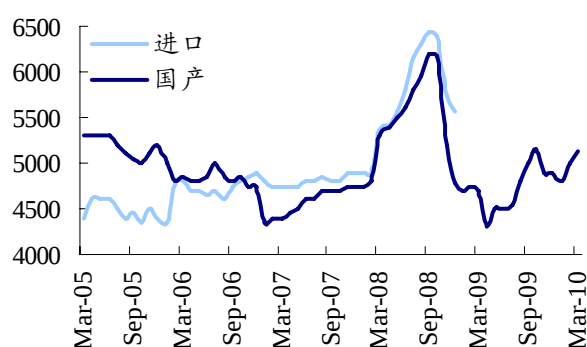
随着原材料价格继续迅速上涨,近期国内各主要纸种价格均有不同程度的提升,涨幅为 100-200 元/吨,尤其是箱板、瓦楞等包装用纸由于受益出口复苏,实现了较大幅度的提价。2010 年 3 月份国产铜版纸价格较上月+2.6%、新闻纸+2.4%、双胶纸+2.2%、白卡纸+2.8%、轻涂纸 0.6%、箱板纸价格大涨,涨幅达 8.2%。在原材料价格不断攀升的态势下,我们判断 2010 年纸产品市场价格仍将以上涨为主基调,但增长速度将会下降,且属成本推动型上涨,09 年价格上涨较多的纸种如铜版纸等 10 年盈利能力或维持甚至有所下滑。

图 17: 铜版纸国内价格 (元/吨)



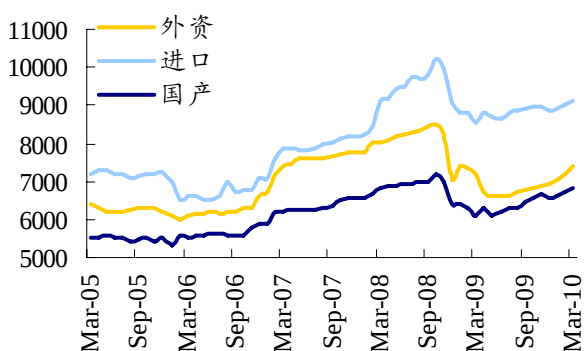
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 18: 新闻纸国内价格 (元/吨)



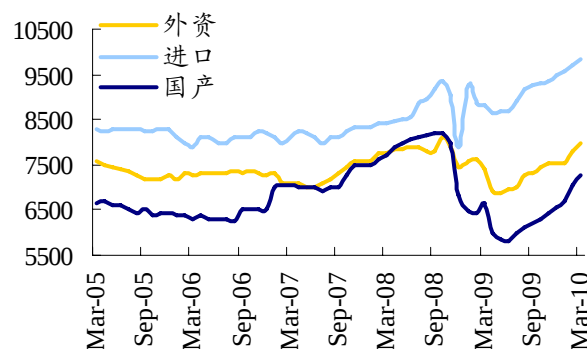
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 19: 双胶纸国内价格 (元/吨)



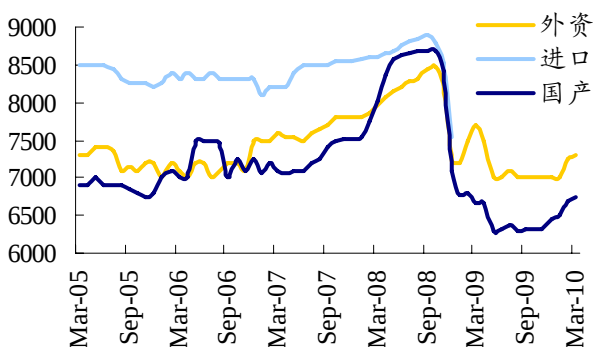
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 20: 白卡纸国内价格 (元/吨)



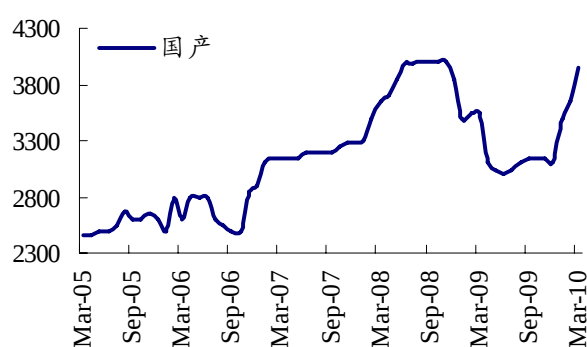
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

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)



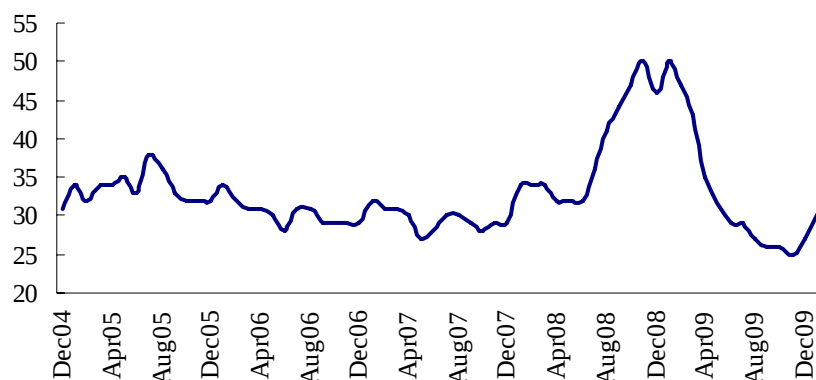
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

5. 国际原材料与产品库存

1 月份全球纸浆库存继续回升, 较上月增加了 3 天, 至 30 天, 稍低于平均水平 33 天。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。

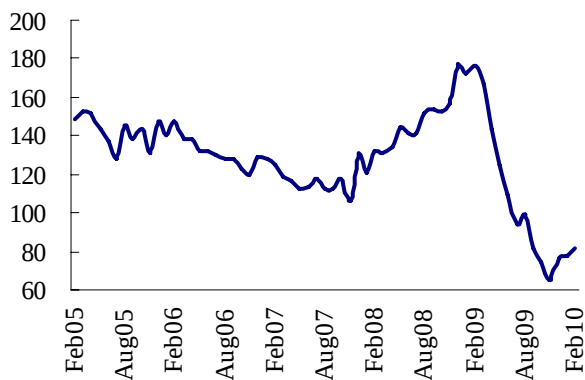
图 23: 全球纸浆库存量 (周转天数)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

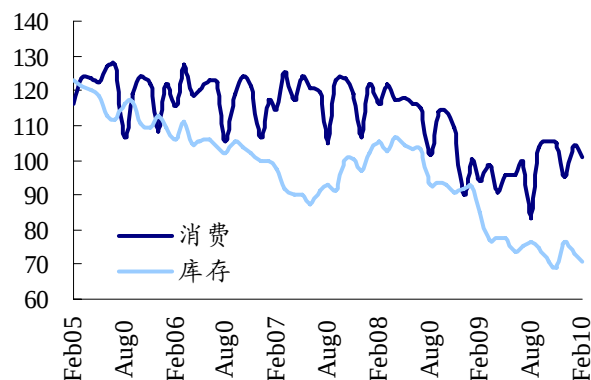
欧洲主要港口木浆库存同样止住跌势开始回升，2 月份纸浆库存量较上月增加了 5.5%，但仍大幅低于历史平均水平。欧洲市场上制造业库存也维持在历史低位。较低的库存水平为纸浆和纸品的价格上涨提供了有力支撑。

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

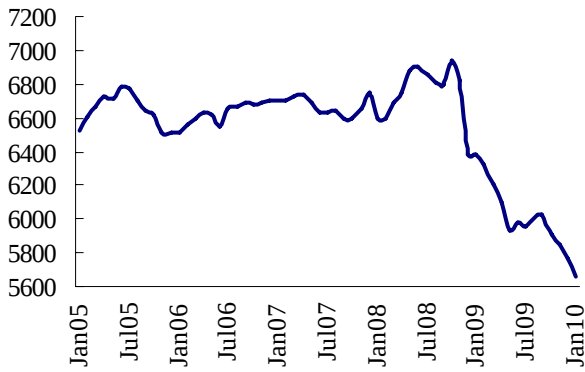
图 25: 欧洲制造业库存-木浆 (万吨)



数据来源: Utipulp, 国泰君安证券

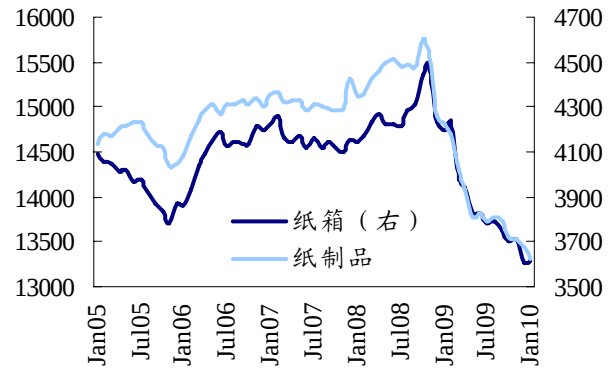
从美国情况来看，制造业库存持续创下新低。造纸行业经营状况自 09 年第三季度起逐渐恢复，企业开工率也在恢复，因而但产品库存的提升是必然趋势。从批发业库存来看，当前库存/销售比低于 0.9，库存量在不断减少，显示出较好的市场需求。

图 26: 美国制造业库存-纸浆及纸板 (百万美元)



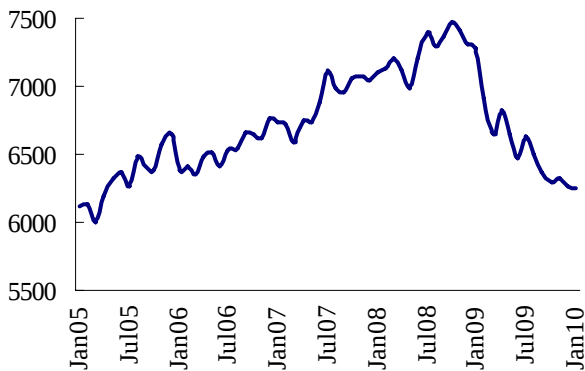
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 27: 美国制造业库存-纸箱、纸制品 (百万美元)



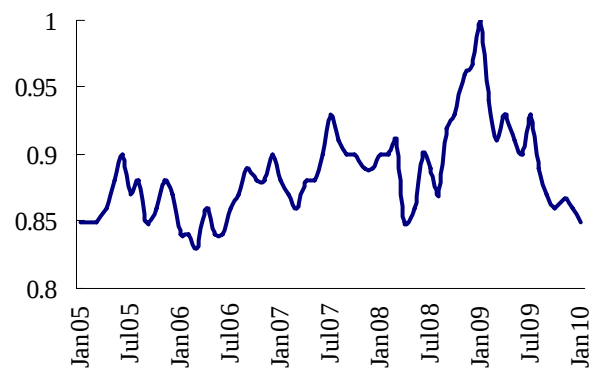
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

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

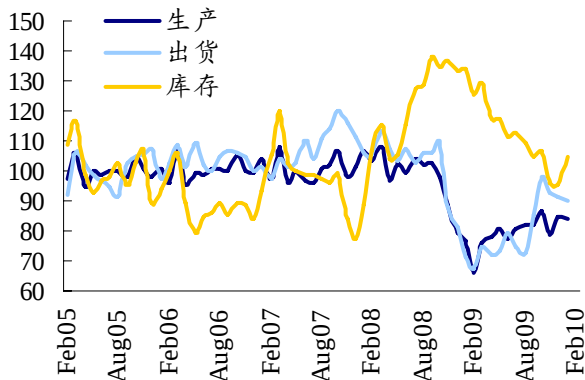
图 29: 美国批发业库存/销售比-纸张 (%)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

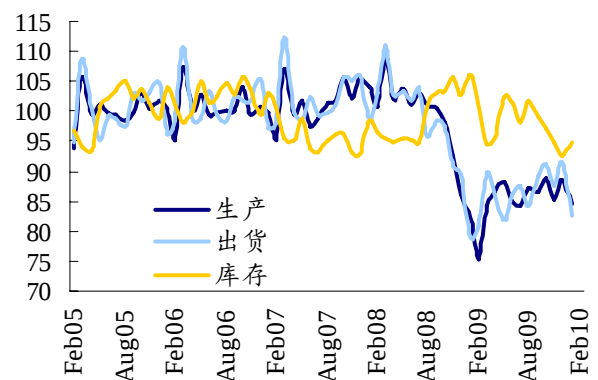
从日本情况来看, 1 月份纸浆库存同比减少了 22%, 纸品库存同比降幅为 11%, 尚处于正常水平, 从生产和出货状况来看经营情况基本维持在正常范围。

图 30: 日本工业产值纸浆指数 (2005 年=100)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

图 31: 日本工业产值纸指数 (2005 年=100)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

6. 主要上市公司预计业绩与估值

表 3: 造纸行业主要上市公司的财务预测与价值评估

公司	03.22 日价格	PB	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	本期建议
太阳纸业	19.73	3.81	0.96	1.37	1.52	20.6	14.4	13.0	增持
博汇纸业	9.90	2.01	0.41	0.62	0.84	24.1	16.0	11.8	增持
美盈森	32.29	20.83	0.75	0.95	1.55	43.1	34.0	20.8	增持
岳阳纸业	10.53	2.28	0.14	0.30	0.42	75.2	35.1	25.1	增持
合兴包装	15.68	6.84	0.35	0.58	0.81	44.8	27.0	19.4	增持
晨鸣纸业	8.59	1.44	0.41	0.53	0.73	21.0	16.2	11.8	谨慎增持
华泰股份	17.58	3.05	1.69	0.47	0.76	10.4	37.4	23.1	谨慎增持
景兴纸业	8.12	1.89	0.08	0.40	0.48	101.5	20.3	16.9	谨慎增持
美利纸业	13.27	2.19	0.05	0.13	0.24	265.4	102.1	55.3	谨慎增持
银鸽投资	8.97	3.82	0.10	0.22	0.28	89.7	40.8	32.0	中性
山鹰纸业	7.12	2.93	0.11	0.25	0.36	64.7	28.5	19.8	中性

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	25.82	29.34	17.68	11.52	1.86	3.92	13.01
UPM	9.20	28.31	37.55	16.08	0.73	8.90	2.66
STORAENSO	5.09	-	24.83	13.91	0.78	16.69	-16.41
OJI	415.00	-	17.21	13.03	0.94	8.65	-1.39
HOLMENAB-B	189.00	15.81	28.85	18.90	0.96	7.47	6.26
DOMTAR	65.27	62.28	16.47	15.55	1.03	5.25	12.90
理文纸业	5.87	59.28	15.91	12.84	2.86	26.66	3.66
玖龙纸业	12.56	29.16	21.33	16.61	3.26	25.00	11.88
阳光纸业	3.38	297.29	23.27	13.43	1.00	23.58	5.58
群星纸业	3.10	8.82	6.77	5.60	1.22	3.41	17.93
恒安国际	56.40	38.98	33.63	27.89	8.13	29.04	22.67
维达国际	5.16	16.42	12.74	16.13	2.49	10.37	10.45

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

作者简介:**王峰:**

复旦大学国际金融硕士，96年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员，主要从事轻工及造纸印刷行业的研究，2008年、2007年获《新财富》造纸印刷行业最佳分析师第一名，2006年获得最佳分析师第二名，2003-2005年连续三年获得最佳分析师第一名，2004年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳:

毕业于厦门大学管理学院会计系，香港理工大学金融与会计学院交流生。2007年7月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

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

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。

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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		