



造纸业

2010.08.11

包装产品景气度仍可维持

——造纸行业 2010 年 8 月动态月报

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

本报告导读：

造纸行业未来一段时期仍将维持较为平淡的势态，淘汰落后产能和人民币升值是行业亮点，推荐美盈森、东港股份、太阳纸业。

摘要：

◆ **产量增长趋势继续，包装产品景气度仍可维持。**1-6 月份国内纸及纸板累计生产量 4927 万吨，同比增长 15.7%，6 月份单月产量 897 万吨，同比涨幅 6.2%，环比 2.2%。分纸种来看，除箱板纸外，各纸种 6 月当月产量呈现不同幅度的增加。6 月份箱板纸销量的下滑可能是由于一季度的过量销售预支了部分需求，但据我们了解，7 月份箱板纸销售又恢复到前期的景气水平，包装产品景气度仍可维持。

◆ **纸浆价格高位徘徊，降价预期使得浆市交易出现疲软。**1-6 月份纸浆累计产量 1118 万吨，累计上升 20.1%，6 月份当月同比增幅达 0.9%，环比出现下滑，降幅为 12.1%。随着复产以及新建浆生产线开工率的逐渐提升，近期国内外浆价迅速提升的势头得到遏制，甚至出现回调趋势，对浆价继续下跌的预期使得短期内纸浆市场交易出现疲软。国际市场浆价的上涨态势趋缓，有的品种甚至出现回调迹象。国际纸浆库存量依然处于低谷，我们认为对市场上大宗商品降价的预期，加上处于低谷的纸浆库存情况，小幅波动应该是主要特征。

◆ **进出口环比状况比较平稳，依靠出口缓解国内市场压力有限。**1-6 月累计进口纸浆 568 万吨，同比-18.6%；进口废纸 1255 万吨，-9.3%；进口纸及纸板 176 万吨，+16.6%，出口纸及纸板 185 万吨，+15.6%。6 月份单月进口纸浆 95 万吨，同比-31.2%，环比+13.1%；进口废纸 199 万吨，同比-26.8%，环比+4.7%；进口纸及纸板 29 万吨，同比-6.5%，环比-3.3%；出口纸及纸板 31 万吨，同比-3.1%，环比持平。

◆ **从目前情况来看，多数纸种价格都面临调整。**下半年国内经济整体趋弱，再考虑到部分纸产品的供给压力，我们综合判断 2010 年下半年纸产品市场价格虽可维持较高水平但都面临调整，盈利能力或毛利水平难以扩大。铜版纸由于海南金海 100 万吨铜版纸生产线的投产，加上 6、7 月份淡季的影响，下半年价格有所下滑也是可以预期的。

◆ **推荐太阳纸业、美盈森、东港股份。**造纸行业 2010 年业绩同比虽然大幅增长，但景气高点已现（09 年 4 季度毛利水平已恢复至历史较高水平，10 年 2 季度是高点）。下半年淘汰落后产能和人民币升值是造纸行业的亮点，继续看好太阳纸业、博汇纸业、晨鸣纸业、岳阳纸业等。同时我们仍然认为纸包装行业和公司都将进入快速增长的时期，继续推荐纸包装公司——美盈森。另外我们也密切关注即将进入智能卡领域的东港股份。

评级：

增持

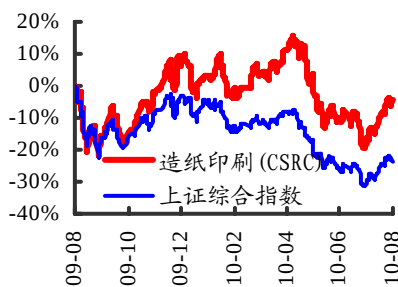
上次评级：

增持

重点公司评级

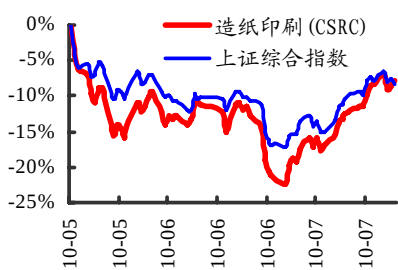
美盈森	增持
合兴包装	增持
太阳纸业	增持
博汇纸业	增持
岳阳纸业	增持
东港股份	增持
晨鸣纸业	谨慎增持
华泰股份	谨慎增持
景兴纸业	谨慎增持
美利纸业	谨慎增持
银鸽投资	中性
山鹰纸业	中性

近 1 年行业指数与上证综指对比



造纸印刷行业跑赢大盘 19.0 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 0.5 个百分点

相关报告

业内优势公司正在经历迅速发展时期	2010.06.09
木浆价格下滑 利于景气维持	2010.05.19
原材料成本上涨较快 产成品毛利率受压	2010.03.30
继续看好业绩高增长的优势公司	2010.02.11
需求与成本价格上升继续推动纸产品价格小幅上涨	2009.12.25

1. 2010 年 1-6 月国内造纸行业生产状况

2010 年 1-6 月份，国内纸及纸板累计生产量 4927 万吨，上升势头继续，同比增长 15.7%，6 月份单月产量 897 万吨，同比涨幅为 6.2%，环比增加了 2.2%。分纸种来看，除箱板纸外，各纸种 6 月当月产量呈现不同程度的增加，其中瓦楞纸箱、涂布类印刷、卫生用纸原纸涨幅最大，在 17% 左右。6 月份箱板纸销量的下滑可能是由于一季度的过量销售预支了部分需求，但据我们了解，7 月份箱板纸销售又恢复到前期的景气水平。受益于下游需求的支撑，卫生用纸、包装用纸仍是目前景气度最高的两个纸种。

1-6 月份纸浆累计产量 1118 万吨，累计同比上升 20.1%，6 月份当月同比增幅达 0.9%，环比出现下滑，降幅为 12.1%。随着前期国际市场上纸浆价格飙升，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逐渐提升。而进入 6 月份以后国内外浆价迅速提升的势头得到遏制，甚至出现回调趋势，对近期浆价继续下跌的预期使得短期内纸浆市场交易出现疲软。我们认为纸浆价格下滑趋势还会继续，但在低库存的状态改变以前不会出现大幅度调整。

表 1：2010 年 1-6 月份纸浆及主要纸种产量变化

产品	产量（万吨）		同比（%）		月度环比（%）
	当月	累计	当月	累计	
纸浆	186.6	1117.9	0.9%	20.1%	-12.1%
纸及纸板	897.1	4926.7	6.2%	15.7%	2.2%
其中：未涂布印刷书写纸	76.7	454.9	1.5%	8.9%	-3.5%
新闻纸	40.4	225.8	8.0%	4.2%	-1.5%
涂布类印刷用纸	48.4	266.0	16.9%	13.9%	113.2%
卫生用纸原纸	26.2	138.3	16.4%	23.0%	12.9%
箱纸板	131.5	737.8	-6.3%	12.6%	-5.0%
纸制品	405.9	2141.9	16.7%	22.5%	5.3%
其中：瓦楞纸箱	244.5	1268.3	17.6%	23.3%	8.8%

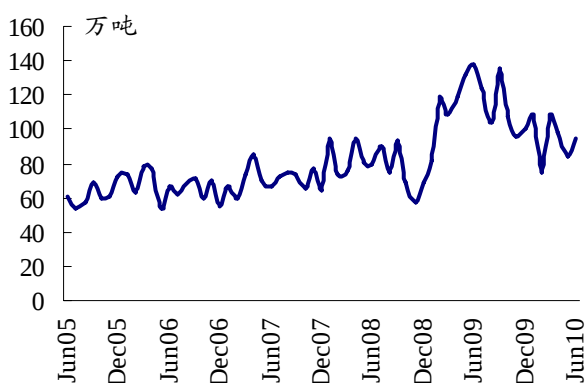
数据来源：CEIC，国泰君安证券

2. 2010 年 1-6 月国内造纸行业进出口概况

1-6 月累计进口纸浆 568 万吨，同比减少了 18.6%；累计进口废纸 1255 万吨，同比减少 9.3%；进口纸及纸板 176 万吨，同比增加了 16.6%，出口纸及纸板 185 万吨，同比增加了 15.6%。

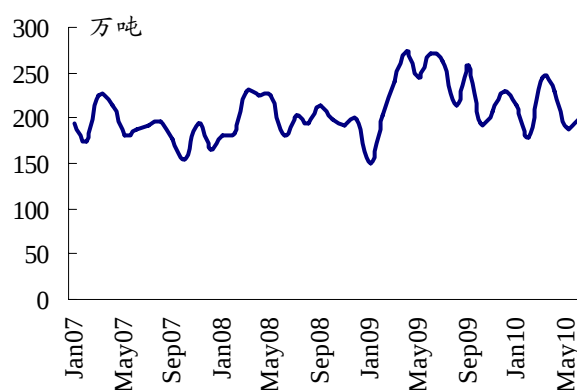
从单月数据看，6 月份进口纸浆 95 万吨，同比大幅下降，降幅为 31.2%，环比增加 13.1%；6 月份进口废纸 199 万吨，同比减少了 26.8%，环比增加 4.7%；6 月份单月进口纸及纸板 29 万吨，同比减少 6.5%，环比减少 3.3%；出口纸及纸板 31 万吨，同比减少 3.1%，环比持平。6 月份纸浆及废纸进口量同比出现大幅下降主要是由于上年同期国际浆价位于历史底部，国内纸厂以进口为主要方式储备原材料，导致基数较高。

图 1：中国进口主要商品数量-纸浆（单月）



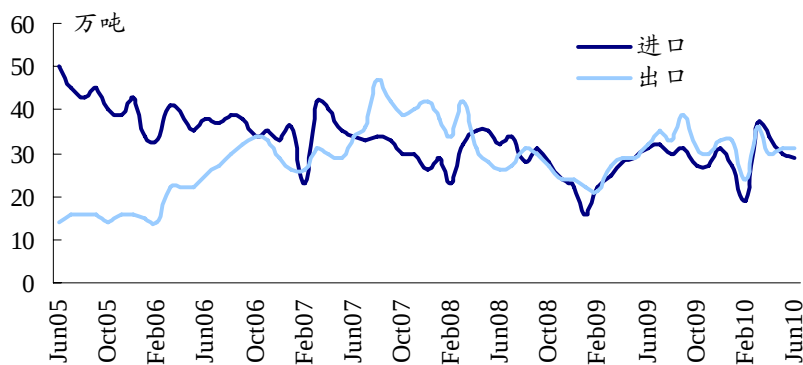
数据来源：CEIC，国泰君安证券

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

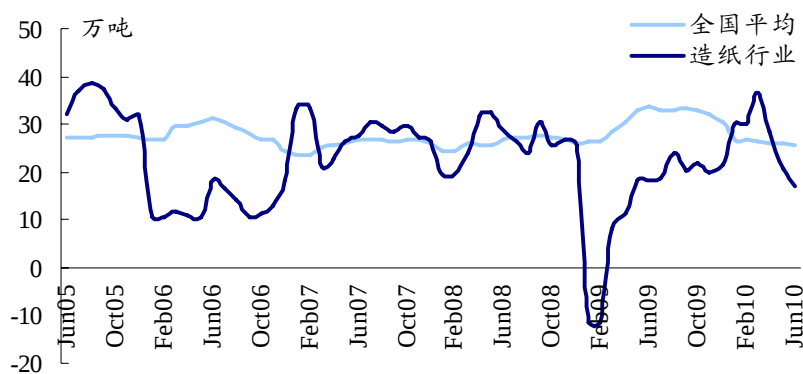
3. 2010 年 6 月份行业固定资产投资增速

2010 年 1-6 月造纸行业累计完成固定资产投资 625.66 亿元，同比增速为 17.0%，较全国同期 25.5% 的平均水平低 8.5 个百分点，较 09 年同期 18.3% 的增速低了 1.3 个百分点。

我国造纸行业整体面临供过于求的局面，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的必然选择。但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

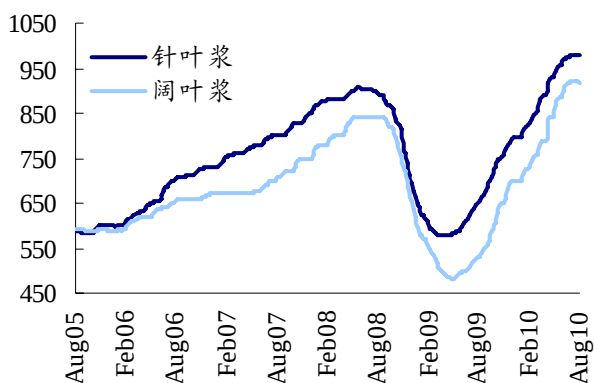
4.1. 纸浆价格

国际市场浆价的上涨态势趋缓，有的品种甚至出现回调迹象。截至8月3日欧洲市场北方漂白软木牛皮浆（针叶浆）报价979美元/吨，较10年初价位上涨了22.5%，较09年最低点上涨69.6%。硬木牛皮浆（阔叶浆）报价918美元/吨，较10年初价位上涨了31.2%，较上年最低点上涨了90.2%。截至8月3日美国市场上的针叶浆价格收于1019美元/吨，每吨纸浆价格超过欧洲市场的差价为41美元。

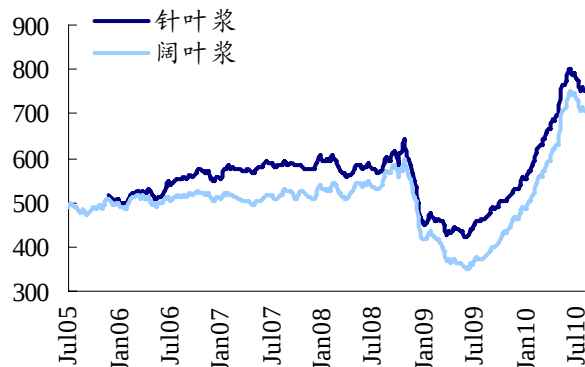
以欧元标价（常用在欧盟内部贸易的结算）的纸浆价格在持续一年的大幅上涨后，近期开始出现回调。截至8月3日，针叶浆报价751欧元/吨，较年初价格提升了35.4%，而较高点下降了6.4%；阔叶浆报价约705欧元/吨，较年初上涨了45.0%，较高点下降了6.3%。

图 5：欧洲市场以美元标价的纸浆价格指数

图 6：欧洲市场以欧元标价的纸浆价格指数



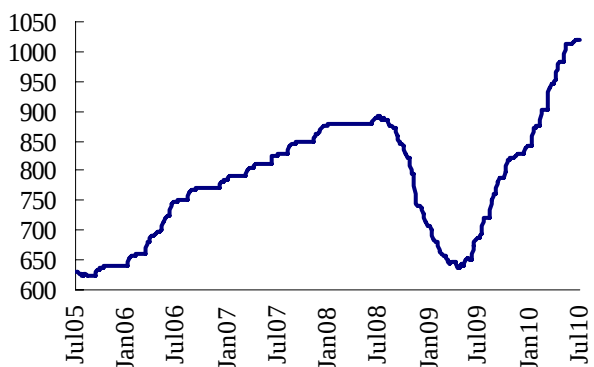
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

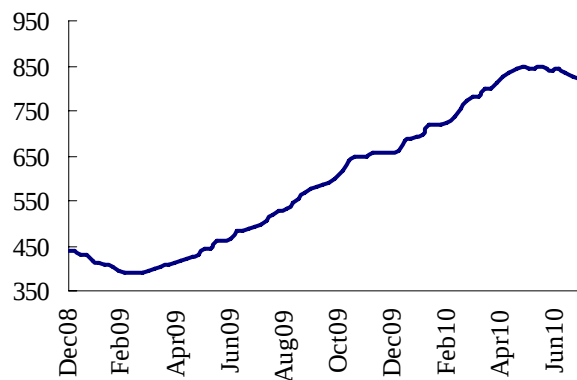
如我们前期判断,对市场上大宗商品降价的预期使得浆价进一步大幅上涨的可能性应该不存在,在目前纸浆库存量处于低谷的情况下,小幅波动应该是主要特征。截至8月3日,中国市场上进口的阔叶浆报价在820美元/吨,较年初上涨了24.8%,较最高点下降了3.1%。

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)



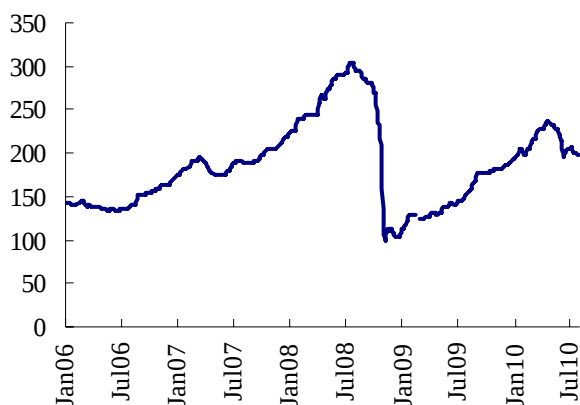
数据来源: FOEX, 国泰君安证券

4.2. 废纸价格

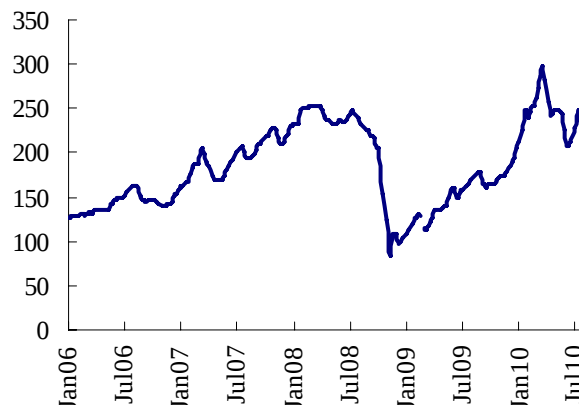
受益于国内纸业的复苏,废纸价格在08年11月前后急速下挫后又迅速上升,快速上升的趋势贯穿了整个2009年以及2010年1季度,4月份中国废纸需求出现疲软,价格出现回调,从目前情况来看,短期内调整势头仍然存在。截至2010年7月30日,8号废纸(旧报纸)到岸价格调至198美元/吨,逼近年初价位,较高点回调幅度达16.8%;美废11#(旧箱板纸)到达230美元/吨,较年初上涨了8.2%,较高点回调幅度达22.7%。

图 9: 美废 8#价格走势

图 10: 美废 11#价格走势



数据来源：Wind，国泰君安证券



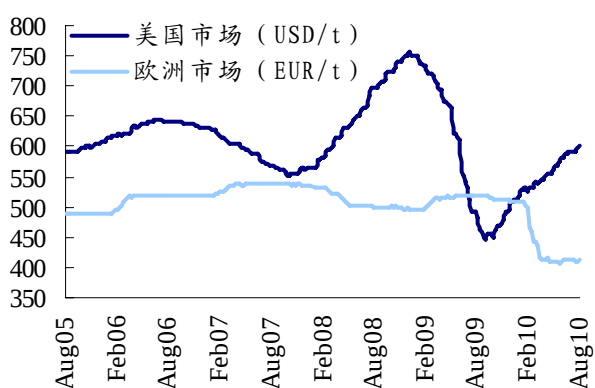
数据来源：Wind，国泰君安证券

我们认为随着供应商供给方面的控制以及纸厂库存的消化，废纸价格将趋于稳定甚至还有上涨的动力。

4.3. 国外主要纸种价格

美国新闻纸价格自 08 年 12 月起经历了三个季度的持续下跌，累计最大跌幅达 41%，09 年 9 月份起又快速反弹，截至 2010 年 8 月 3 日价格 597 美元/吨，较价格低点上涨了 34.7%，较 10 年初值上升了 17.3%；欧洲市场新闻纸 2010 年 8 月 3 日报价 411 欧元/吨，较 10 年初下降了 19.1%，较上年最高点下降了 20.8%。欧洲其他印刷类纸张开始止住跌势，甚至迅速反弹，反应出欧洲经济的复苏状态。

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）

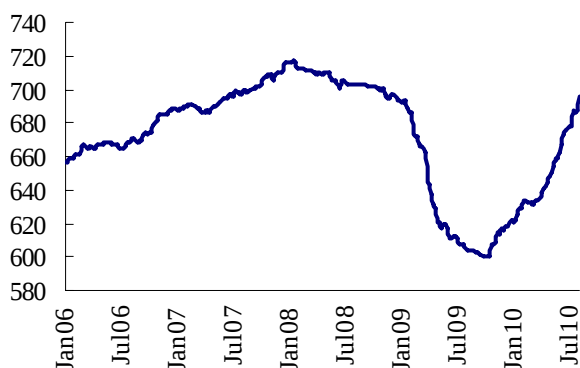


数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

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 月份出现一波强势的反弹，截至 2010 年 8 月 3 日，牛卡纸价格较价格低点上涨了 15.9%，瓦楞原纸价格自上年 9 月份以来上涨了 61.0%，反映了欧洲经济的好转，国际需求

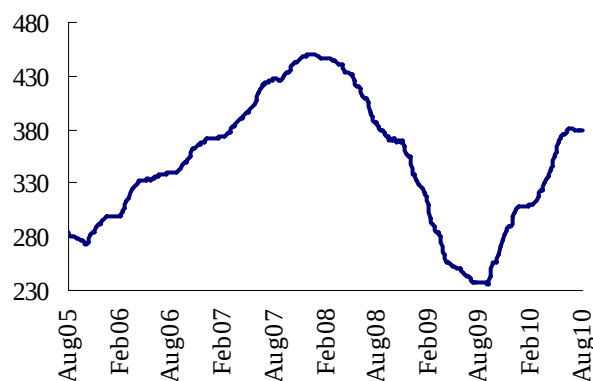
正在复苏，我们认为随着原材料以及运费等成本上升，工业用纸的价格仍有上涨空间，但继续大幅快速提升的可能性不大。

图 13: 欧洲市场顶级牛皮卡纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 14: 欧洲市场瓦楞原纸 (EUR/t)



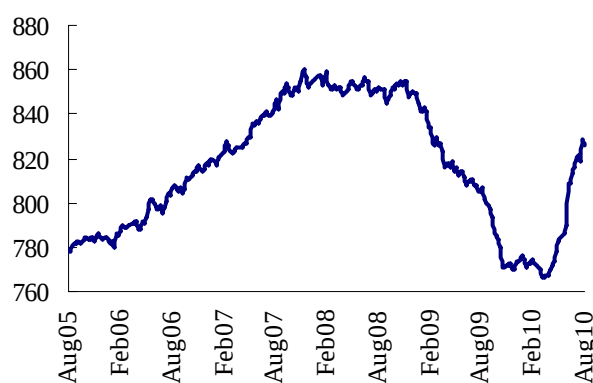
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 15: 欧洲市场涂布道林纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 16: 欧洲市场 A4 复印纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

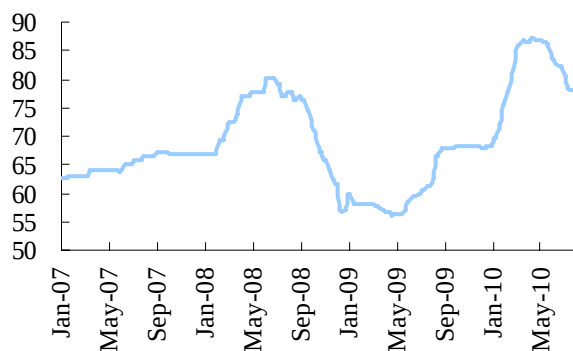
从欧洲整个纸品市场的恢复情况来看，文化印刷类纸品的恢复力度要远远低于工业用纸或包装类用纸，我们认为影响因素与电子媒质的进一步替代有直接关系。

4.4. 国内主要纸种价格

10 年一季度随着原材料价格继续迅速上涨，国内各主要纸种价格均有不同程度的提升，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。但从 4 月下旬起，在原材料价格趋于稳定的态势下，纸产品价格的上涨失去动力，开始出现回调。

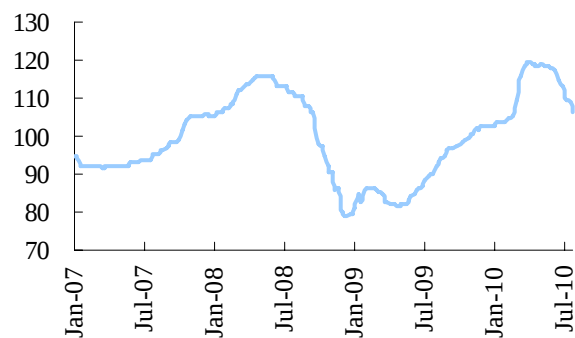
图 13: 灰底白板纸价格指数

图 14: 白卡纸价格指数



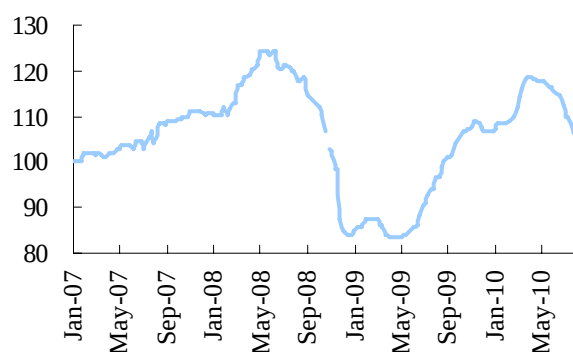
数据来源：纸业联讯，国泰君安证券

图 15：铜版纸价格指数



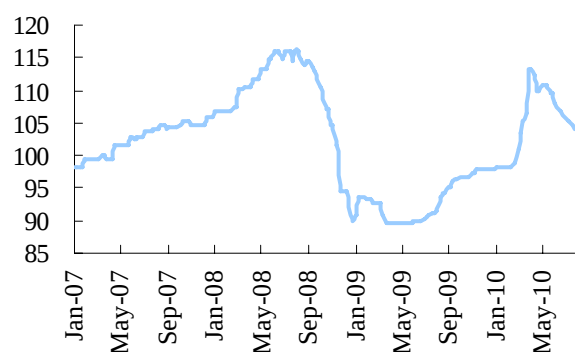
数据来源：纸业联讯，国泰君安证券

图 16：双胶纸价格指数



数据来源：纸业联讯，国泰君安证券

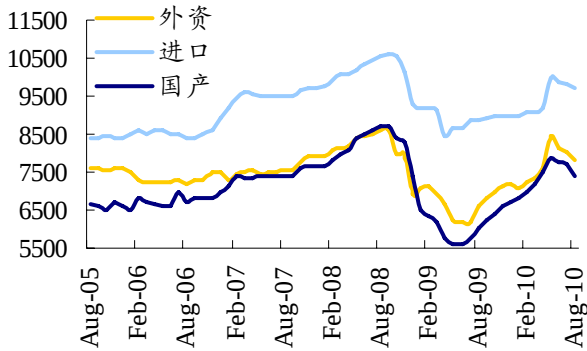
图 17：铜版纸国内价格（元/吨）



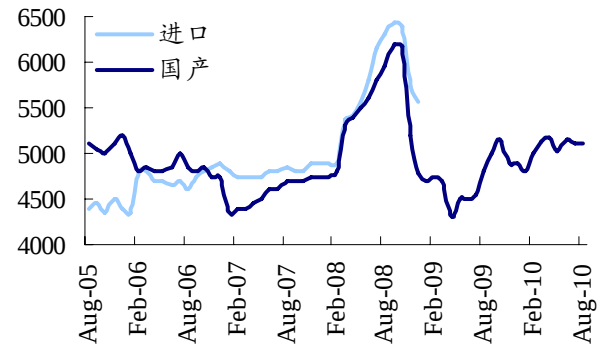
数据来源：纸业联讯，国泰君安证券

图 18：新闻纸国内价格（元/吨）

考虑到部分纸产品的供给压力，我们综合判断 2010 年下半年纸产品市场价格虽可维持高位但有所下滑的可能，盈利能力或毛利水平难以扩大。从目前情况来看，多数纸种价格都面临调整。前期新闻纸在废纸价格高企的情况下，由于弥补亏损的需要，价格有所上涨，但在需求相对疲弱的态势里这种涨价很难维持。铜版纸由于海南金海 100 万吨铜版纸生产线的投产，加上 6、7 月份淡季的影响，下半年价格有所下滑也是可以预期的。而箱板纸等包装用纸在一季度景气度高企，可能透支了部分二季度的需求，导致二季度的销售下降，进入三季度后市场需求又有回升，对下半年的纸品价格形成支撑，我们仍然看好下半年包装用纸的市场景气度。

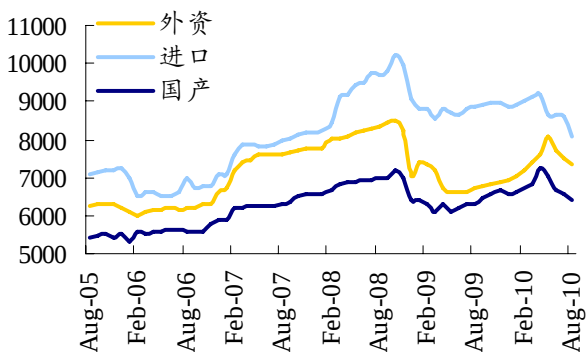


数据来源：中国纸网，国泰君安证券



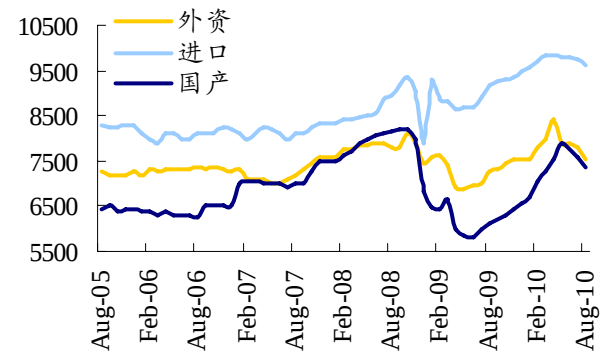
数据来源：中国纸网，国泰君安证券

图 19: 双胶纸国内价格（元/吨）



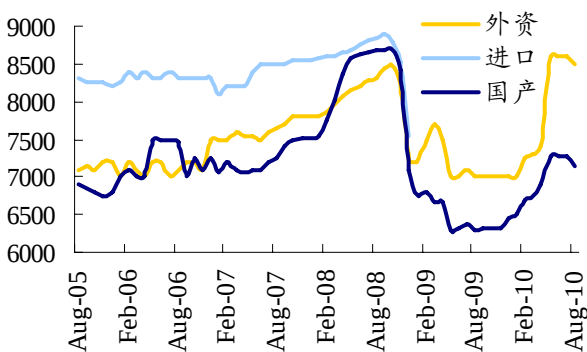
数据来源：中国纸网，国泰君安证券

图 20: 白卡纸国内价格（元/吨）



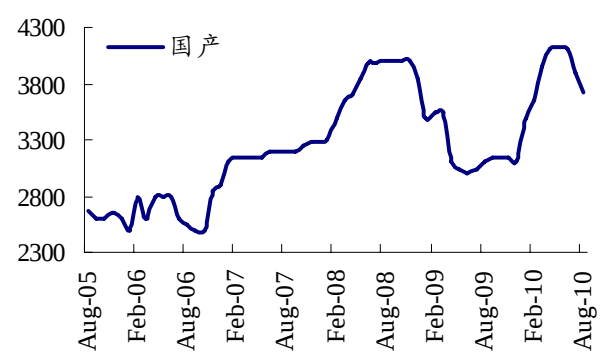
数据来源：中国纸网，国泰君安证券

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）



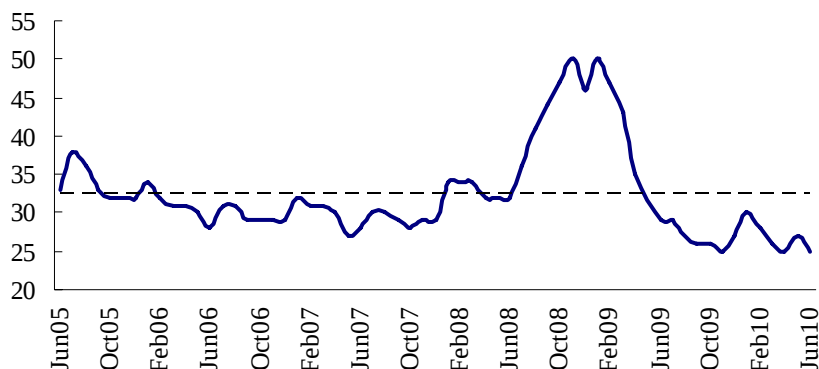
数据来源：中国纸网，国泰君安证券

5. 国际原材料与产品库存

6 月份全球纸浆库存较上月减少了 2 天至 25 天，低于近 60 个月的平均水平 32.4 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。

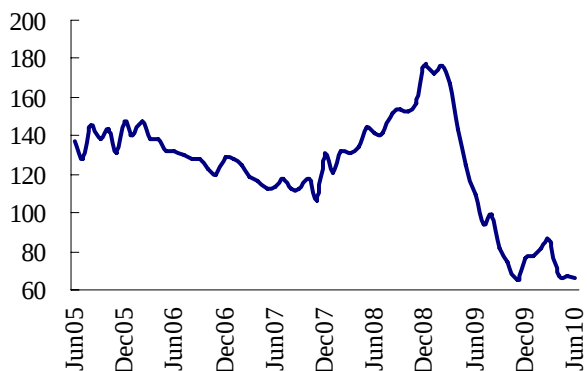
图 23: 全球纸浆库存量 (周转天数)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

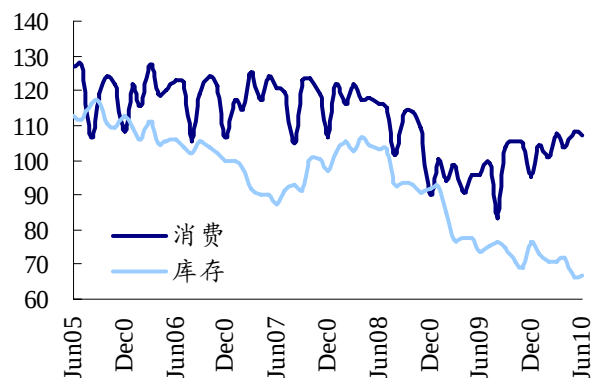
欧洲主要港口木浆库存停留在历史低位, 6 月份纸浆库存量在上月的基础上又减少了 2.2%, 依旧大幅低于历史平均水平。欧洲市场上制造业库存较港口库存稍为稳定, 但也长期维持在历史低位。纸浆的消耗水平已经接近正常水平, 因而长时期的低库存水平为较高的纸浆价格提供了有力支撑。

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

图 26: 美国制造业库存-纸浆及纸板 (百万美元)

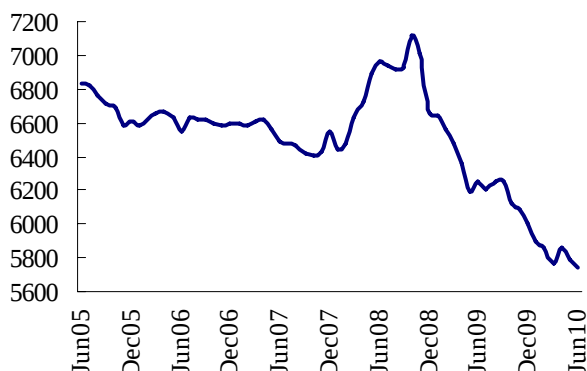
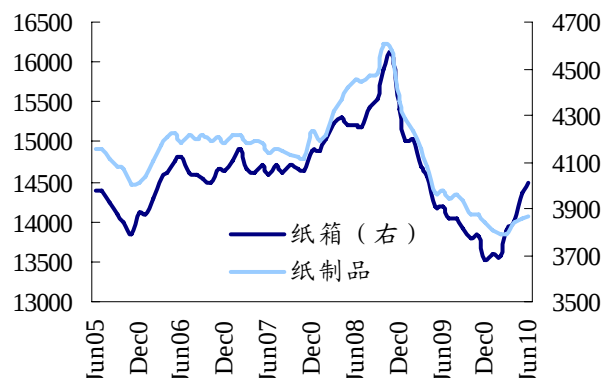


图 27: 美国制造业库存-纸箱、纸制品 (百万美元)

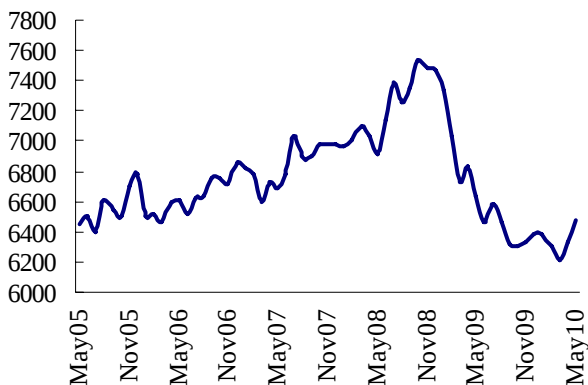


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

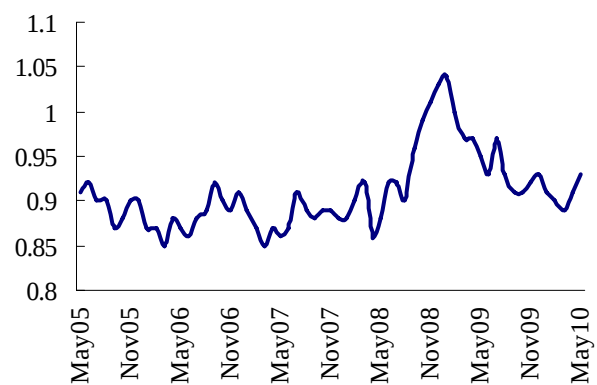
从美国情况来看, 纸及纸板库存继续维持在历史低位, 纸制品库存稳中有升, 纸箱库存迅速提升。造纸行业经营状况自 09 年第三季度起逐渐恢复, 企业开工率也在恢复, 因而产品库存的提升是必然趋势。从批发业库存来看, 5 月份库存/销售比 0.93, 有所提升, 但库存量仍处于低水平, 显示出较好的市场需求。

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

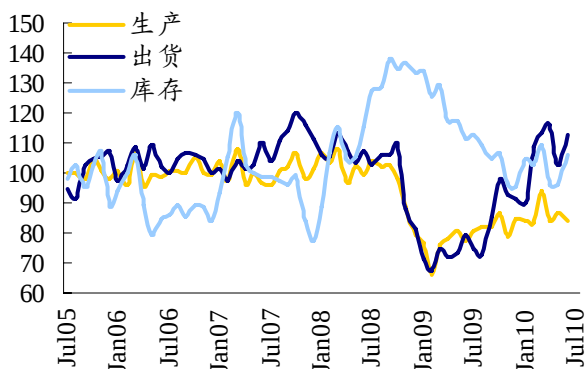
图 29: 美国批发业库存/销售比-纸张 (%)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

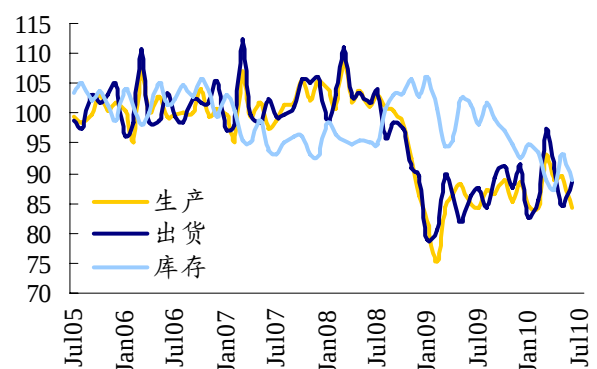
从日本情况来看, 5 月份纸浆库存同比减少了 4.5%, 纸品库存同比降幅为 12.4%, 尚处于正常水平, 从生产和出货状况来看供需双方正在新的经济环境下逐渐趋于新的平衡。

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. 主要上市公司业绩预测与估值

造纸行业 2010 年业绩同比虽然大幅增长, 但景气高点已现 (09 年 4 季度毛利水平已恢复至历史较高水平, 10 年 2 季度是高点)。依据是下半年整体经济增速将减缓, 更主要的原因是许多纸种的供给增加迅速。由

于造纸行业产品同质性强，技术进步巨大，产能过剩是主要特征。因此今后几年行业集中度会大幅提高，优势公司仍将迅速发展，中小纸企生存日趋艰难，行业内部的分化不可避免。

淘汰落后产能如能如期进行，将是下半年行业最大的利好。国家为完成“十一五”节能减排的计划，公布过剩行业落后产能的淘汰指标，造纸行业有 432 万吨的任务，较之前的 53 万吨大幅增长。若能如期完成对低端的文化纸和包装纸淘汰，将对中高端印刷纸、包装纸的价格将产生强有力的支撑。

我们可以从两条线路关注造纸行业，即主流公司，如太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份、博汇纸业、岳阳纸业等，另一方面，像美利纸业、福建南纸、银鸽投资、景兴纸业、宜宾纸业、石岘纸业、山鹰纸业等这样规模的企业虽然行业景气复苏也会大大缓解公司面临的困难甚至业绩也有较大的提升，但始终面临发展甚至是生存的考验，其重组似乎有着内在逻辑上的必然。另外我们重点推荐纸包装公司——美盈森，我们认为纸包装行业和公司都将进入快速增长的时期。

表 2: 造纸行业主要上市公司的财务预测与价值评估

公司	8.5 日价格	PB	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	本期建议
美盈森	34.66	4.11	0.74	0.95	1.55	46.7	36.3	22.4	增持
合兴包装	17.97	8.97	0.31	0.50	0.71	58.1	35.9	25.4	增持
太阳纸业	11.25	3.77	0.48	0.71	0.93	23.6	15.7	12.1	增持
博汇纸业	7.92	1.40	0.40	0.55	0.67	20.0	14.5	11.7	增持
岳阳纸业	8.29	1.80	0.14	0.30	0.42	57.6	27.6	19.6	增持
劲嘉股份	10.27	3.46	0.51	0.60	0.67	20.2	17.2	15.3	增持
晨鸣纸业	7.24	1.15	0.41	0.53	0.68	17.9	13.6	10.7	谨慎增持
华泰股份	10.42	1.12	1.69	0.47	0.76	6.2	22.2	13.7	谨慎增持
景兴纸业	7.24	1.66	0.08	0.34	0.44	89.0	21.3	16.6	谨慎增持
美利纸业	6.54	2.15	0.03	0.06	0.12	254.9	103.2	54.3	谨慎增持
银鸽投资	7.02	2.89	0.06	0.13	0.16	118.7	52.6	43.8	中性
山鹰纸业	5.26	1.78	0.14	0.25	0.32	37.6	21.0	16.4	中性

数据来源：Wind，国泰君安证券

表 3: 造纸行业国际估值对比

公司简称	股价	09PE	10PE	11PE	PB	EV/EBITDA	ROE
IP	24.54	25.30	13.13	9.40	1.87	4.74	13.01
UPM	11.40	10.33	14.60	12.00	0.85	8.29	2.66
STORAENSO	6.52	#N/A/N/A	10.70	10.07	0.94	9.29	-16.41
OJI	428.00	17.00	12.20	11.04	0.95	7.90	5.77
HOLMENAB-B	192.40	17.21	26.70	16.62	0.99	8.58	6.26
DOMTAR	62.72	8.99	7.56	10.45	1.02	3.77	12.90

理文纸业	5.80	14.39	12.21	10.21	2.60	11.87	19.69
玖龙纸业	11.70	18.95	19.86	14.52	2.61	16.49	11.88
阳光纸业	2.82	22.37	10.25	5.05	0.80	13.10	3.47
群星纸业	2.98	8.59	6.84	5.42	1.12	4.44	13.83
恒安国际	68.40	38.71	32.88	27.27	9.25	28.54	27.32
维达国际	7.44	16.91	18.10	15.06	3.25	11.35	21.05

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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		