

中性（维持）

标配造纸、超配林业

2010 年 11 月 29 日

造纸&林业2011年度投资策略

上证指数 2871

行业规模

		占比%
股票家数（只）	38	2.3
总市值（亿元）	1439	0.6
流通市值（亿元）	1044	0.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.5	13.8	6.4
相对表现	8.9	-0.7	17.6



相关报告

1、《造纸行业 2010 年四季度投资策略-四季度景气短期走高》2010/10/08

王旭东

021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
S1090203100044

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090209030275

造纸行业进入稳步发展阶段，我们给予“标配”，林业切合国家政策，即将进入业绩增长长期，我们给予“超配”。

□ **造纸行业 2011 年净利润同比增幅为 20%。**造纸行业景气度与本国经济增速密切相关，受益于国家扩大内需、消费升级，各纸种毛利率大都处于高位。我们预计造纸行业 2011 年净利润同比增幅为 20%。

□ **我们认为 11 年造纸子行业景气仍延续 10 年的排序为：**高档包装纸（白卡纸/白板纸）、文化纸（双胶纸、书写纸）、低档包装纸（瓦楞纸/箱板纸）、铜版纸、新闻纸。

（1）包装用纸-为最强纸种

（2）文化纸-规模化企业尚可维持较好盈利

（3）铜版纸-毛利率下滑趋势明显

（4）新闻纸-电子化阅读冲击下风光不在

□ **林业-价值有待挖掘。**林业是一个较为冷门的资源性行业，我们认为未来整个林业将进入业绩增长长期，主要理由有：

1、林业为可持续资源，向市场化方向发展是趋势，从国家的一系列林业政策看，有从“高度管制开采”思路改变为以“经营带动碳汇林”的思路。

2、部分地区实践林权流转，林业资产即将成为活跃投资品，目前早期林木的价值被低估。

3、林业砍伐相当于房地产的租金，有持续现金回报，是抗通胀可选品种之一。

4、碳汇交易（CDM 机制）可为林业带来额外增值收益。

□ **造纸标配，林业超配。**

造纸：公司配置可选子行业景气度高或资源属性偏强的公司。公司排序：岳阳纸业、美盈森、合兴包装、太阳纸业、博汇纸业、晨鸣纸业。

林业公司排序：岳阳纸业、永安林业、景谷林业。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
岳阳纸业	13.07	0.14	0.40	0.52	91	33	2.7	强烈推荐-A
博汇纸业	8.38	0.40	0.38	0.45	21	22	1.4	审慎推荐-A
太阳纸业	12.22	0.48	0.64	0.74	26	19	3.6	审慎推荐-A
晨鸣纸业	7.53	0.41	0.54	0.60	19	14	1.2	审慎推荐-A
华泰股份	10.28	1.69	0.59	0.80	6	17	1.1	中性-A
景兴纸业	7.44	0.08	0.25	0.30	91	30	1.6	中性-B

资料来源：招商证券

正文目录:

一、造纸行业-各纸种毛利率大都处于高位	3
(一) 包装用纸-为最强纸种	5
(二) 文化纸-规模化企业尚可维持较好盈利	7
(三) 铜版纸-毛利率下滑趋势明显	9
(四) 新闻纸-电子化阅读冲击下风光不在	10
二、林业-价值有待挖掘	13
三、投资建议-增持林业股	15

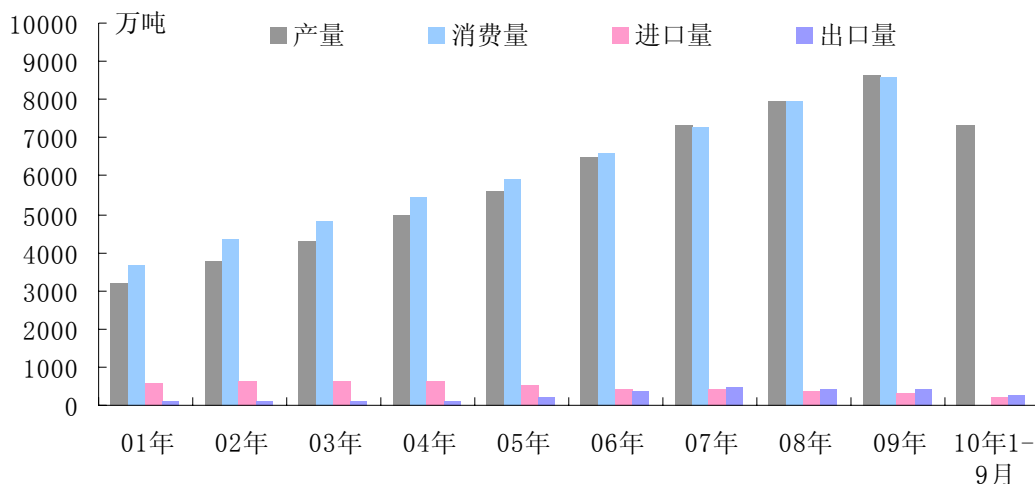
图表目录:

表 1: 包装用纸 08-11 年产能及产量情况	5
表 2: 文化用纸 08-11 年产能及产量情况	8
表 3: 文化用纸 10-12 年新增产能情况	8
表 4: 10-11 年铜版纸新增产能情况	9
表 5: 铜版纸 08-11 年产能及产量情况	9
表 6: 新闻纸 08-11 年产能及产量情况	11
表 7: 重点公司列表	12
表 8: 林业盈利能力简析分析	14
表 9: 涉林上市公司林业资源、砍伐量及市值情况	14
图 1: 我国机制纸及纸板产量、进出口情况	3
图 2: 我国机制纸月度产量及同比增速	3
图 3: 造纸行业经济效益指标	4
图 4: 行业累计利润及同比增长	4
图 5: 行业固定资产投资—对应产能扩张情况图	4
图 6: 造纸行业主要产品 09 年产销情况	5
图 7: 白卡纸完全成本及吨纸毛利模拟	6
图 8: 白卡纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图	6
图 9: 白板纸月度进口比较	7
图 10: 白板纸月度出口比较	7
图 11: 箱板纸完全成本及吨纸毛利模拟	7
图 12: 箱板纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图	7
图 13: 双胶纸月度进口比较	8
图 14: 双胶纸月度出口比较	8
图 15: 铜版纸月度进口比较	10
图 16: 铜版纸月度出口比较	10
图 17: 铜版纸完全成本及吨纸毛利模拟	10
图 18: 铜版纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图	10
图 19: 新闻纸月度产量比较	11
图 20: 新闻纸月度出口比较	11
图 21: 新闻纸完全成本及吨纸毛利模拟	11
图 22: 新闻纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图	11

一、造纸行业-各纸种毛利率大都处于高位

造纸行业景气度与本国经济增速密切相关，受益于国家扩大内需、消费升级，各纸种毛利率大都处于历史高水平。我们预计造纸行业明年净利润同比增幅为 20%。

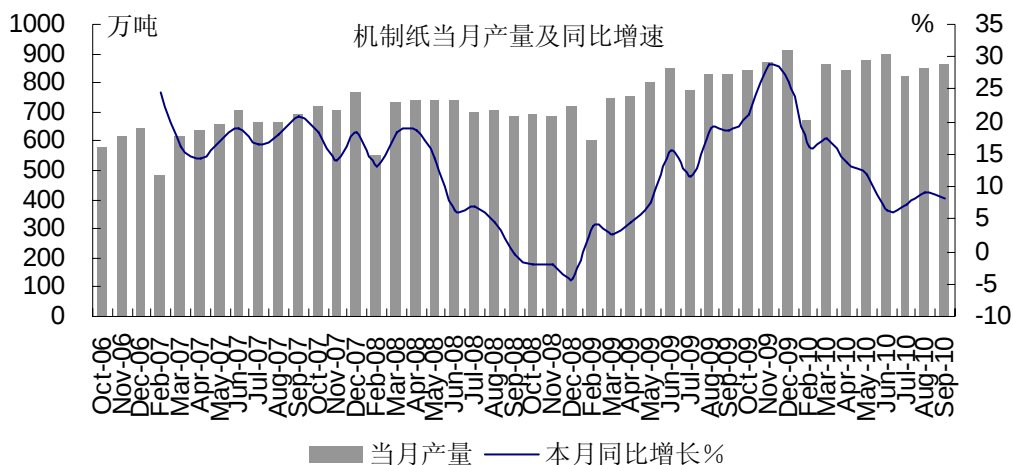
图1：我国机制纸及纸板产量、进出口情况



资料来源：中国纸网

2009 年我国造纸工业主要产品产量为 8640 万吨，销量为 8569 万吨，同比分别增长 8.27%、7.99%，进出口量分别为 107 万吨、108 万吨，同比分别增长-6.70%、0.50%。2010 年 1-9 月我国造纸工业主要产品产量为 7339 万吨（同比增长-0.07%），进出口分别增长 0.02%、0.02%。9 月产量同比增速 8.22%，自年初以来，增速逐步回落。

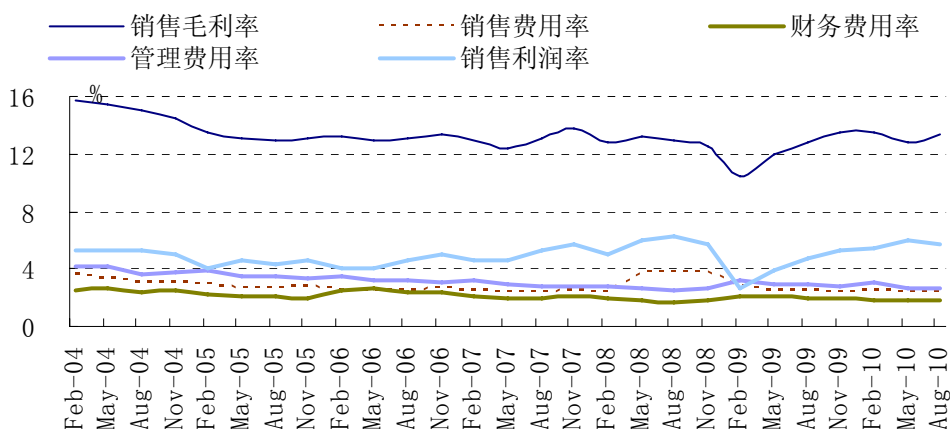
图2：我国机制纸月度产量及同比增速



资料来源：中国纸网

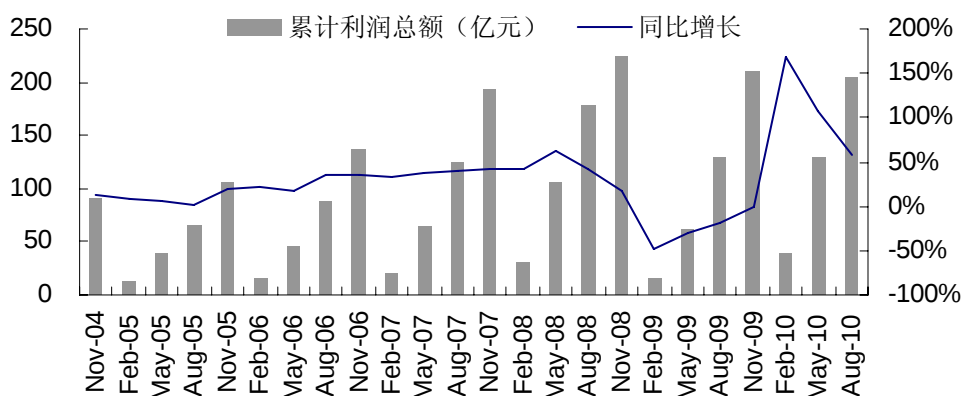
造纸行业 2010 年 1-8 月份销售费用率、管理费用率有所下降，而财务费用率有所回升，行业销售毛利率、销售利润率分别为 13.33%、5.69%，处 09 年来高位。

图3：造纸行业经济效益指标



资料来源：招商证券

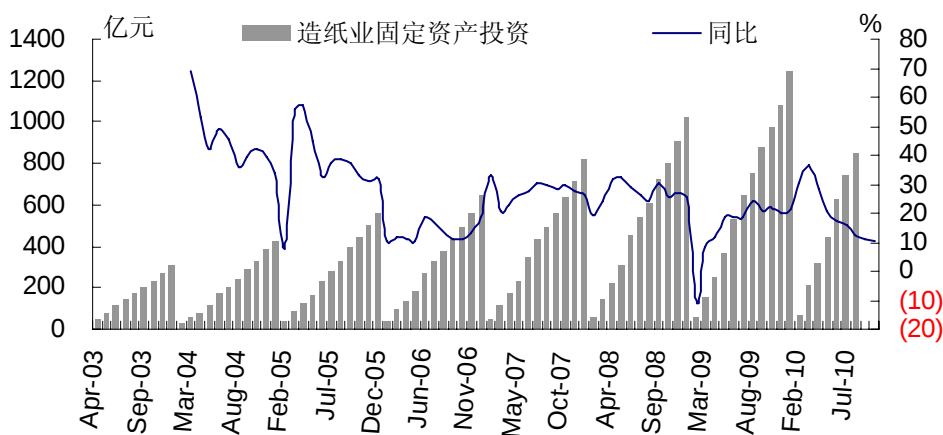
图4：行业累计利润及同比增长



资料来源：招商证券

造纸行业 2010 年 1-8 月份累计利润总额为 206 亿元，同比增长 58.6%，较去年有所回落。

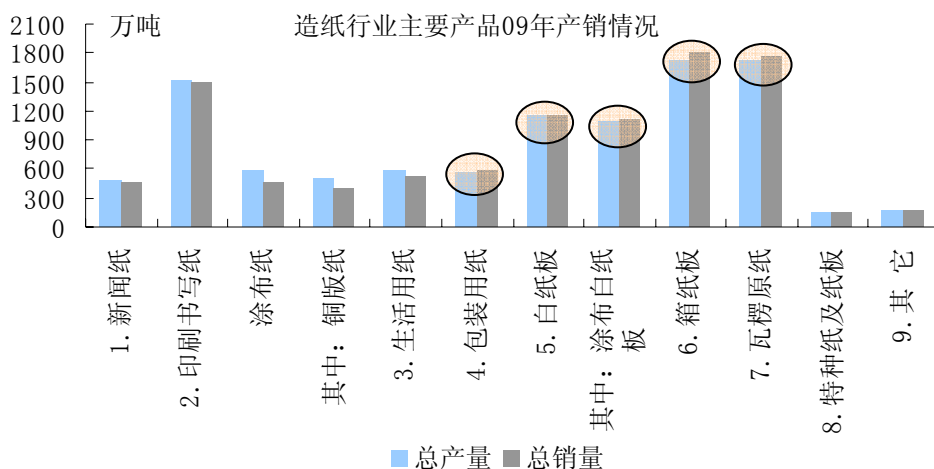
图5：行业固定资产投资—对应产能扩张情况图



资料来源：WIND

上半年随着浆价的提升，固定资产投资逐步回落，10月份同比增速为10.6%。

图6：造纸行业主要产品09年产销情况



资料来源：招商证券

我们认为10年造纸子行业景气排序为：高档包装纸（白卡纸/白板纸）、文化纸（双胶纸、书写纸）、低档包装纸（瓦楞纸/箱板纸）、铜版纸、新闻纸。

公司配置可选子行业景气度高或资源属性偏强的公司，公司排序为：岳阳纸业、博汇纸业、太阳纸业。

（一）包装用纸--为最强纸种

包装用纸与经济活动高度正相关，产量占纸和纸板总产量的58.2%。08年由于经济危机的影响，我国出口大幅下挫，但包装用纸总产量仍保持14.4%的增速，远高于行业8.6%的产量增速水平，这主要得益于我国内需的大幅增长。

（1）白卡纸/白板纸——受益于消费升级、包装升级。

高档包装纸（白卡纸/白板纸）占包装用纸行业的35.5%，受益于国内经济的高速发展以及包装需求的升级，预计白卡纸/白板纸10年需求增速分别为7.0%、7.3%，在未来将强于其他子行业。

（2）瓦楞纸/箱板纸——受益于国内经济高速发展。

普通包装纸（瓦楞纸/箱板纸）占包装用纸行业的64.5%，受益于国内内需的强劲增长，以及出口的逐步恢复，对瓦楞纸/箱板纸的需求将保持较高水平的增速，预计瓦楞纸、箱板纸10年需求增速分别为15.2%、12.6%。

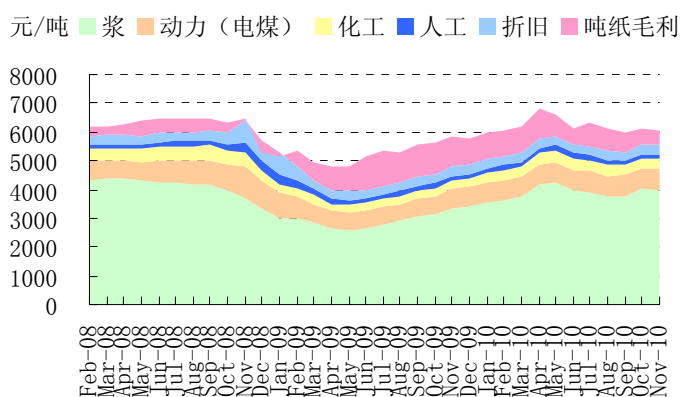
表1：包装用纸08-11年产能及产量情况

白卡纸（单位：万吨）	08年	09年	10年E	11年E
产能	800	885	942	1217
同比增速%	24.6%	10.6%	6.4%	29.2%
需求	569	606	648	696
同比增速%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%

供需缺口 (-)/产能过剩 (+)	231	279	294	521
白板纸 (单位: 万吨)	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	1251	1426	1668	1964
同比增速%	11.2%	14.0%	17.0%	17.7%
需求	1131	1209	1297	1397
同比增速%	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%
供需缺口 (-)/产能过剩 (+)	120	217	371	567
瓦楞纸 (单位: 万吨)	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	1647	1930	2227	2591
同比增速%	22.6%	17.2%	15.4%	16.4%
需求	1552	1784	2055	2374
同比增速%	14.6%	14.9%	15.2%	15.5%
供需缺口 (-)/产能过剩 (+)	95	146	172	217
箱板纸 (单位: 万吨)	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	2032	2334	2590	2690
同比增速%	25.2%	14.9%	11.0%	3.9%
需求	1605	1799	2026	2292
同比增速%	11.6%	12.1%	12.6%	13.1%
供需缺口 (-)/产能过剩 (+)	427	535	564	398

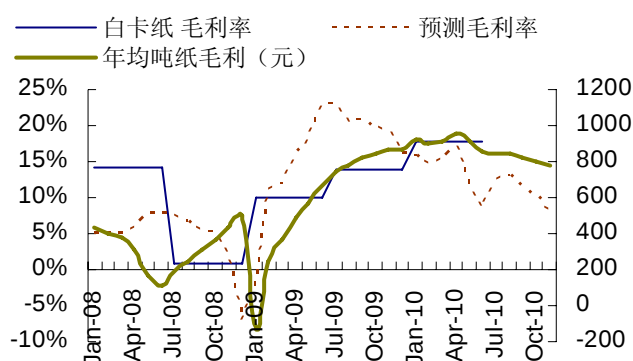
资料来源: 招商证券

图7: 白卡纸完全成本及吨纸毛利模拟



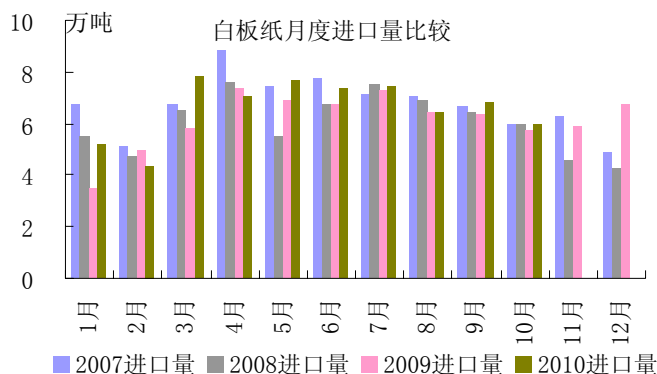
数据来源: 中国纸网

图8: 白卡纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



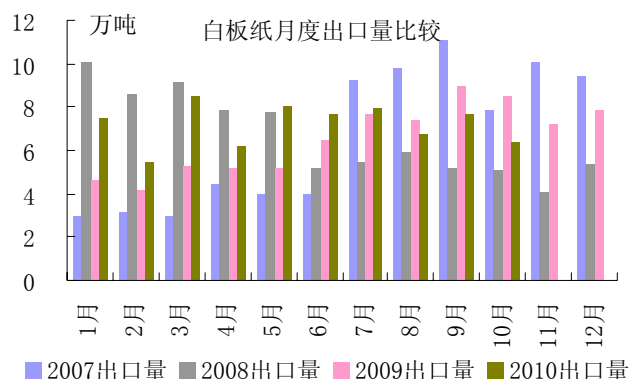
数据来源: 中国纸网

图9: 白板纸月度进口比较



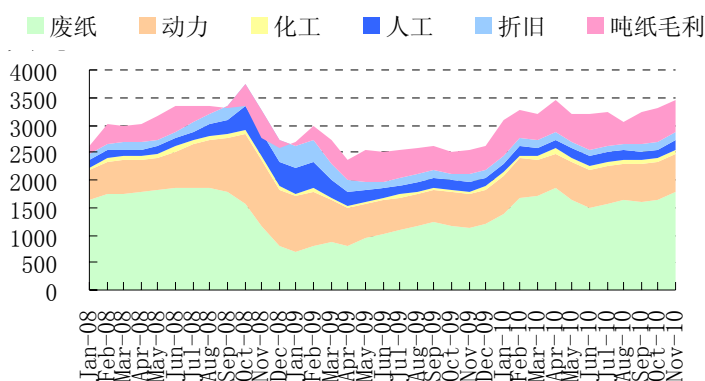
数据来源: 中国纸网

图10: 白板纸月度出口比较



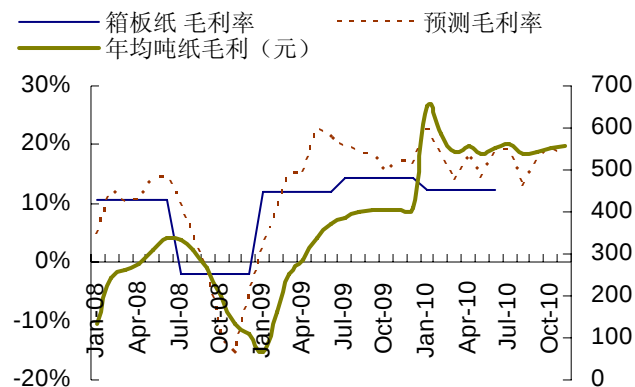
数据来源: 中国纸网

图11: 箱板纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源: 中国纸网

图12: 箱板纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源: 中国纸网

（二）文化纸-规模化企业尚可维持较好盈利

根据 5 月 27 日，工信部公布的 18 个行业今年淘汰落后产能的具体目标，造纸行业将淘汰 432 万吨，比原目标 53 万吨落后产能目标大幅增加了 379 万吨。本次新增关停落后产能标大多为文化纸，11 年文化用纸景气仍将强于其他纸种。

有利因素:

- (1) 受益于国家落后产能淘汰政策，其中主要为文化纸生产线;
- (2) 出口情况良好;
- (3) 产能释放主要集中于 2012 年;
- (4) 人民币升值，进口原料价格相对便宜。

不利因素:

- (5) 根据我们的跟踪数据，在 10-12 年预计有约 670 万吨产能达产;
- (6) 根据我们的产能以及需求的预测，10 年供求缺口/产能过剩 (-/+) 为: 164 万吨，为各纸种产能过剩压力最小的。

表2: 文化用纸08-11年产能及产量情况

单位: 万吨	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	1104	1312	1308	1484
同比增速%	0.3%	18.8%	-0.3%	13.5%
需求	918	1026	1145	1276
同比增速%	1.3%	11.7%	11.6%	11.5%
供需缺口(-)/产能过剩(+)	186	286	164	208

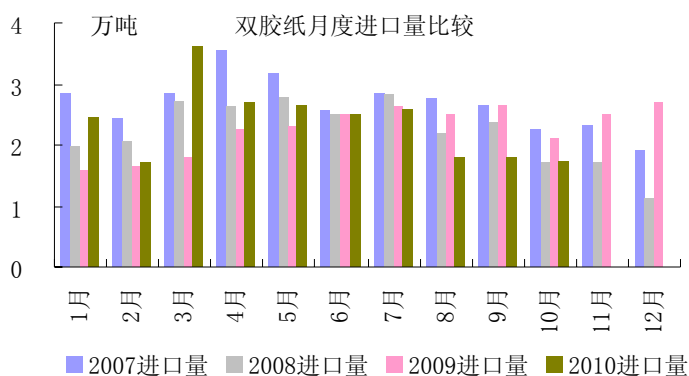
资料来源: 招商证券

表3: 文化用纸10-12年新增产能情况

厂家	产能(万吨)
山东华泰纸业	40
亚太纸业新会	45
河南濮阳龙丰纸业	40
太阳纸业	40
斯道拉恩索(广西)林浆纸	45
广西华劲赣州纸业	38.5
驻马店白云纸业	20
河南鹤壁瑞洲纸业	30
河南新乡新亚	20
芬欧汇川(常熟)纸业	140
广西永凯糖业	20
南宁劲达兴纸业	20
晨鸣纸业	45
广西农垦糖业集团	20
其他	106.5
合计	670

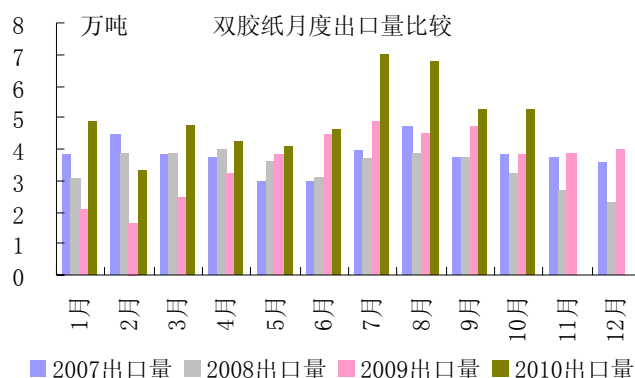
资料来源: 招商证券

图13: 双胶纸月度进口比较



数据来源: 中国纸网

图14: 双胶纸月度出口比较



数据来源: 中国纸网

（三）铜版纸-毛利率下滑趋势明显

1、中短期产能释放压力较大

虽然铜版纸受益于消费升级，但由于铜版纸的高毛利率，龙头公司纷纷布局，未来主要产能释放集中在 10-12 年，主要产能扩张来自于 APP、王子制纸、晨鸣纸业和华泰股份。

APP 海南 100 万吨铜版纸项目投产。

江苏王子制纸有限公司一期项目建设进展顺利，计划 2011 年 4 月正式投产。

华泰股份 45 万吨高档铜版纸项目建成后，铜版纸年产能最高可达 80 万吨，已进入设备安装阶段，预计 2010 年年底建成投产。

表4：10-11年铜版纸新增产能情况

厂家	产能（万吨）
APP	160
王子制纸	80
晨鸣纸业	80
华泰股份	80

资料来源：招商证券

表5：铜版纸08-11年产能及产量情况

单位：万吨	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	606	606	941	986
同比增速%	27.3%	0.0%	55.3%	4.8%
需求	401	443	490	542
同比增速%	9.3%	10.5%	10.5%	10.5%
供需缺口(-)/产能过剩(+)	205	162	451	444

资料来源：招商证券

2、主要出口地区美国、欧盟壁垒提高

2009 年 11 月 6 日，美国初步裁定对从我国进口的铜版纸征收“双反”关税。

2010 年 2 月 18 日，欧盟委员会决定对原产于或进口自中国的铜版纸发起反倾销调查，涉及中国 16 个纸类产品税号。

2010 年 3 月 2 日，美国商务部公布进口自中国和印度尼西亚的铜版纸反补贴调查初裁，具体的反补贴税率：太阳纸业为 3.92%，金东纸业、金华盛等为 12.83%。

2010 年 4 月 17 日，欧盟对中国铜版纸进行反补贴立案调查。

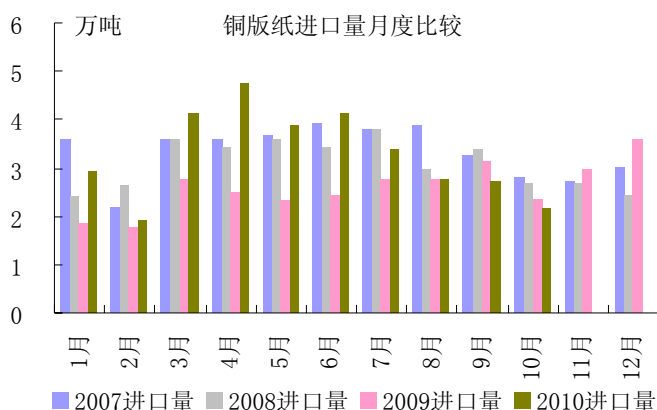
2010 年 9 月 21 日，美国商务部终裁，决定对中国产铜版纸征收 17.64%至 178.03%的反补贴税及 7.6%至 135.83%的反倾销税。

2010年11月17日，美国商务部在《联邦纪事》公布对中国大陆铜版纸反倾销反补贴案税令，中国涉案企业反补贴税率为19.46%~202.84%，反倾销税率为7.62%~135.84%，美国海关将从税令发布之日起开始对中国大陆输美铜版纸产品征税。

2010年11月17日欧盟宣布，将对中国出口至欧盟的光面纸征收临时性关税，称中国存在向欧盟市场倾销光面纸行为，损害了欧盟生产商的利益。

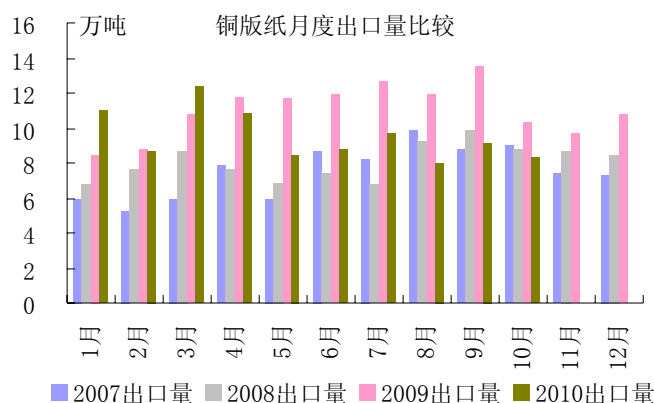
2010年11月中旬欧盟各国政府批准了该项临时性关税。该项临时性关税税率最高为39.1%，适用时间最长为6个月。此举是欧盟为保护萨佩等欧洲造纸企业的利益。

图15：铜版纸月度进口比较



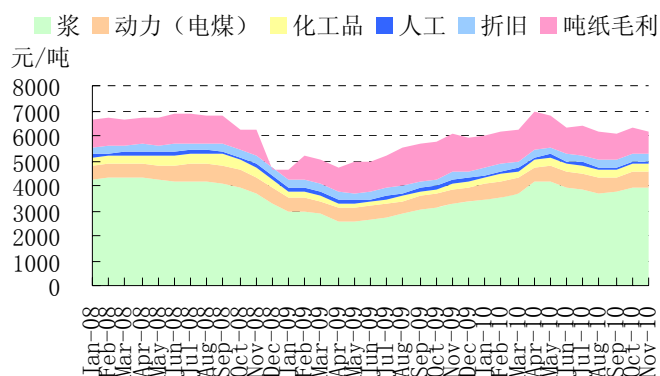
数据来源：中国纸网

图16：铜版纸月度出口比较



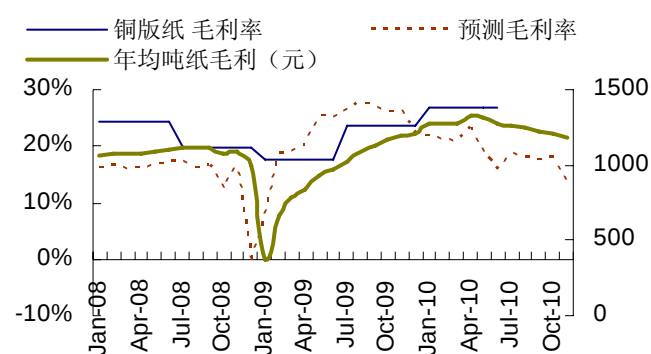
数据来源：中国纸网

图17：铜版纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源：中国纸网

图18：铜版纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源：中国纸网

（四）新闻纸-电子化阅读冲击下风光不在

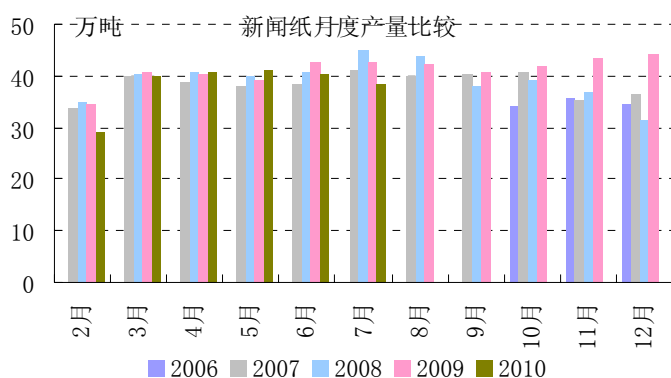
随着全球阅读电子化的趋势，新闻纸的需求大幅下降，欧美等发达地区造纸公司已关闭部分造纸生产线。我国新闻纸行业好于欧美发达地区，但前期高增速已难维持。

表6: 新闻纸08-11年产能及产量情况

单位: 万吨	08 年	09 年	10 年 E	11 年 E
产能	546	586	626	677
同比增速%	9.4%	7.3%	6.8%	8.1%
需求	426	461	499	540
同比增速%	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%
供需缺口 (-)/产能过剩 (+)	120	125	127	137

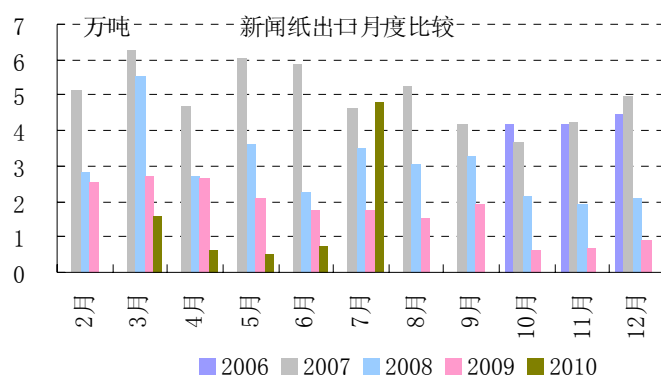
资料来源: 招商证券

图19: 新闻纸月度产量比较



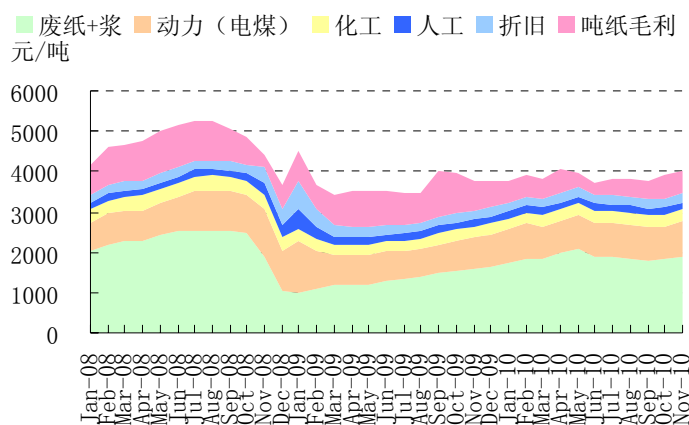
数据来源: 中国纸网

图20: 新闻纸月度出口比较



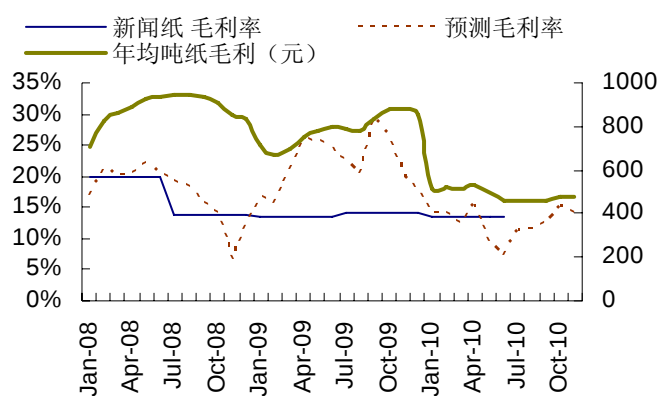
数据来源: 中国纸网

图21: 新闻纸完全成本及吨纸毛利模拟



数据来源: 中国纸网

图22: 新闻纸实际、预测毛利率以及吨纸毛利走势图



数据来源: 中国纸网

表 7: 重点公司列表

重点公司	股价	09EPS	10eps	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB	投资评级
岳阳纸业	13.07	0.14	0.40	0.52	91	33	25	2.7	强烈推荐-A
太阳纸业	12.22	0.48	0.64	0.74	26	19	17	3.6	审慎推荐-A
博汇纸业	8.38	0.40	0.38	0.45	21	22	19	1.4	审慎推荐-A
晨鸣纸业	7.53	0.41	0.54	0.60	19	14	13	1.2	审慎推荐-A
美盈森	41.31	0.74	0.93	1.39	56	44	30	4.5	审慎推荐-A
合兴包装	16.93	0.31	0.37	0.59	55	46	29	4.7	审慎推荐-A
华泰股份	10.28	1.69	0.59	0.80	6	17	13	1.1	中性-A
景兴纸业	7.44	0.08	0.25	0.30	91	30	25	1.6	中性-B

资料来源：招商证券

二、林业-价值有待挖掘

林业是一个较为冷门的资源性行业，我们认为目前 A 股林业公司普通业绩不佳的原因主要有：

- 1、00 年左右开始商品林建设，05 年左右最早启动“集体林权改革”试点，当时造的林大部分还未到砍伐期。
- 2、国内林业积蓄量以五年为周期普查，砍伐指标也是以五年为周期制定，这导致五年内新增的积蓄量无法以公允价值在资产中体现。而香港的中国森林和晨鸣纸业 H 股报表可以实现此部分非现金增值收益。
- 3、森林资源保护不够，盗砍盗伐严重，影响积蓄量和可砍伐成材量。

我们认为未来整个林业将进入业绩增长期，主要理由有：

- 1、集体林权改革后将启动国有林权改革，以国资为主体的国内林业上市公司面临大好的扩张机会，国有林的收购难度远远小于与成千上万林农谈判的难度。
- 2、区别于石化能源，林业为可持续资源，向市场化方向发展是趋势，从国家的一系列林业政策看，有从“高度管制开采”思路改变为以“经营带动碳汇林”的思路，即鼓励种植，放宽商品林的砍伐（砍伐量低于新增积蓄量是底线）。
- 3、部分地区实践林权流转，林业资产即将成为活跃投资品，目前早期林木的价值被低估。
- 4、林业砍伐相当于房地产的租金收入，有持续现金回报，是抗通胀可选品种之一。
- 5、碳汇交易（CDM 机制）可为林业带来额外增值收益。

我们以岳阳纸业为例，对林业盈利能力进行了分析：

为了对林业有一个粗线条的利润概念，我们做了大量的理想化假设，以试图从盈利性角度分析林业的价值。形成表 8 的假设条件说明如下：

- 1、林业的实际情况不可能是同质的，海拔、降水量、树种、当地林地收购成本、当地木材售价、营林成本、砍伐成本、公司管理水平、税收政策等都有很大差异。
- 2、实际上不可能每亩做到均匀砍伐，一般是杨树林 8 年种植成材（松树是 15 年），但为了进行可持续盈利能力分析，我们假设是均匀砍伐。虽然不可能实伐 1/8 或 1/15 亩，但如果总体林业规模足够大，林龄梯度均匀分布的话，最终的砍伐结果是接近“每亩每年”砍伐分析结果的（比如进入可持续种植砍伐状态的松树 150 万亩，每年砍伐均匀 10 万亩是有可能的）。

表 8: 林业盈利能力简析分析

	杨树	松树	备注
成熟时伐量 (立方/年)	6.0	7.0	
生长 (轮伐) 期 (年)	8.0	15.0	
均匀采伐木 (方/年)	0.75	0.47	
含税售价 (元/立方)	500.0	550.0	实际免征增值税
收入 (元/亩.年)	375.0	256.7	
租金 (元/亩.年)	120.0	15.0	
造林成本摊销 (元/亩.年)	30.0	40.0	
经营成本 (元/亩.年)	60.0	60.0	
砍伐成本 (元/亩.年)	70.0	70.0	
育林基金 (元/亩)	0.0	0.0	造纸材不收
成本 (元/亩.年)	280.0	185.0	
所得税 (元/亩)	0.0	0.0	所得税免征
利润 (元/亩.年)	95.0	71.7	

资料来源: 招商证券

表 9: 涉林上市公司林业资源、砍伐量及市值情况

公司	林规模 (万亩)			市值 (亿元)	林/市值 (万亩/亿元)	林木砍伐数据 (万立方米)			09 林收入 (万元)
	2009	10E	11E			07	08	09	
岳阳纸业	97	198	260	85	3.1	13.1	26.5	23.6	11563
太阳纸业	0	0	150	126	0.0	-	-	-	0
晨鸣纸业	435	435	850	158	2.8	-	-	-	0
华泰股份	0	10	60	67	0.1	-	-	-	0
永安林业	181	181	--	22	8.2	6.0	6.0	6.0	9697
中国森林	258	258	--	78	3.3	52.0	52.0	62.6	79376
吉林森工	449	449	449	34	13.3	295	319	252	25184
景谷林业	51	52.8	53	16	3.4	-	-	-	8715
中福实业	100	100	100	59	1.7	-	-	-	8031
升达林业	20	20	40	24	0.8	-	-	-	0

资料来源: 公司公告、WIND、招商证券

注: 吉林森工林地为公司租赁采伐权

三、投资建议-增持林业股

各纸种毛利率于历史高位出现缓步微降态势，结合铜版纸、白卡纸、文化纸等龙头公司产能投放并未放缓，我们认为至少 11 年纸业毛利率不会再创新高，所以虽然纸业目前盈利水平处历史好水平，我们不建议超配造纸。

考虑到林业作为可持续发展的资源，且林业具稀缺性，国有林权改革、林权流转性增强等政策环境趋好，我建议关注这一有待发掘的尚不热门行业。

如果以 86 元/亩作为林业的平均盈利水平，林业按 30 倍 PE 估，则每亩林的价值在 2500 元/亩或 4 万亩/亿元市值。则当前永安林业、岳阳纸业和低估，吉林森工仅向为集团租赁红石林场采伐权，虽然涉及林业规模及砍伐量并不低，尚难评价。

参考报告:

- 1、《造纸行业 2010 年四季度投资策略-四季度景气短期走高》2010/10/08

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工行业分析师。2010 年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队），2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名。

濮冬燕，经济学学士，09 年至今任造纸轻工行业研究助理，2010 年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五（小组）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。