

估值仍有上升空间 板块反弹延续

——造纸行业 2011 年二季度投资策略

要点:

- **一季度板块迎来反弹行情。**在行业基本面表现平淡的情况下，板块在今年一季度却迎来的一轮反弹行情，截至2011年3月23日，板块涨幅17.61%，领先上证综指12.61个百分点，领先沪深300 13.24个百分点。主要由事件性因素推动，溶解浆概念和升值预期，在板块估值较低的配合下，共同催生了本轮反弹行情。
- **2011年溶解浆高利润有保障。**我们认为2011年棉价将高位盘整，溶解浆价格维持高位有保证。2011年溶解浆存在较大的供应缺口，高利润能维持，有溶解浆投产的公司将能充分受益。
- **人民币升值步伐或将加快，降低行业原料成本。**市场普遍预期今年人民币升值步伐或将加快，升值有利于降低造纸行业原料进口成本。我们测算人民币升值3%，行业综合毛利率将提高0.502个百分点；若升值5%，行业生产成本将降低43.15亿元，毛利率提高0.836个百分点。
- **库存下降，纸价存在上涨动力。**经过去年下半年生产企业主动限产去库存后，目前各环节库存较去年高点均有所降低，在生产成本上涨的情况下，纸价存在较大上涨预期，部分供需结构较好的纸种如白卡纸，有望在提价过程中获得超额收益。
- **估值仍有上升空间。**3月24日，板块 PE(TTM)为 23.39X，历史均值 28.02X；相对 PE 为 0.78X，相对 PE 均值为 0.942，今年 2 季度行业业绩表现预计将会好于一季度，板块绝对估值和相对估值都仍有上升空间。
- **行业投资策略：**造纸板块在溶解浆高利润、升值和纸价上涨预期共同推动下，估值仍有上升空间，二季度板块仍存在交易型机会，给予“推荐”的投资评级，前期推荐的太阳纸业、岳阳纸业可继续关注。
- **风险提示：**原材料价格短期内剧烈波动风险；棉花价格剧烈波动；系统性风险。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期： 2011 年 3 月 29 日

分析师

寻春珍

☎0755-83515662

✉ xuncz@cgws.com

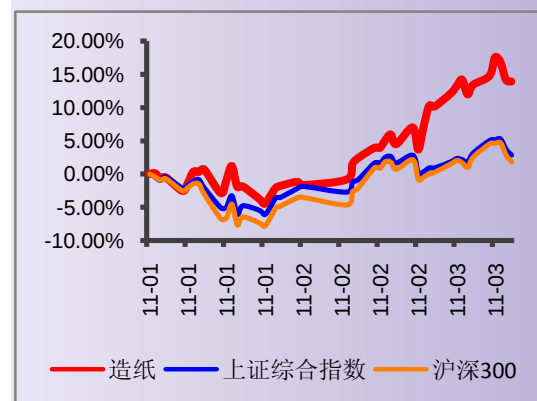
执业证书编号：S1070210020008

投资评级：推荐

行业重点公司盈利预测及评级

股票简称	10EPS	11EPS	投资评级
太阳纸业	0.63	0.87	推荐
岳阳纸业	0.19	0.55	推荐
晨鸣纸业	0.56	0.65	推荐
永新股份	0.86	0.81	推荐
博汇纸业	0.40	0.50	推荐
民丰特纸	0.26	0.30	推荐
紫江企业	0.49	0.55	推荐

行业表现



相关报告

- 《木浆价格小幅上涨 纸价暂稳》2011.3.21
- 《纸价小幅上行 板块反弹延续》2011.3.14
- 《三动力推动反弹延续》2011.3.7
- 《升值和溶解浆继续催生板块反弹行情》2011.2.28
- 《基本面暂稳 板块存在估值修复行情》2011.2.21



目录

一、一季度行业表现.....	3
1.1 行业基本面——表现平平.....	3
1.2 板块走势——事件性因素催生反弹行情.....	4
二、二季度反弹延续.....	4
2.1 2011 年溶解浆高利润有保障.....	4
2.2 升值步伐加快 行业原料成本降低.....	8
2.3 库存下降，纸价存在上涨动力.....	10
三、投资策略.....	13
3.1 库存压力减轻 估值仍有上升空间.....	13
3.2 投资建议.....	14

图表目录

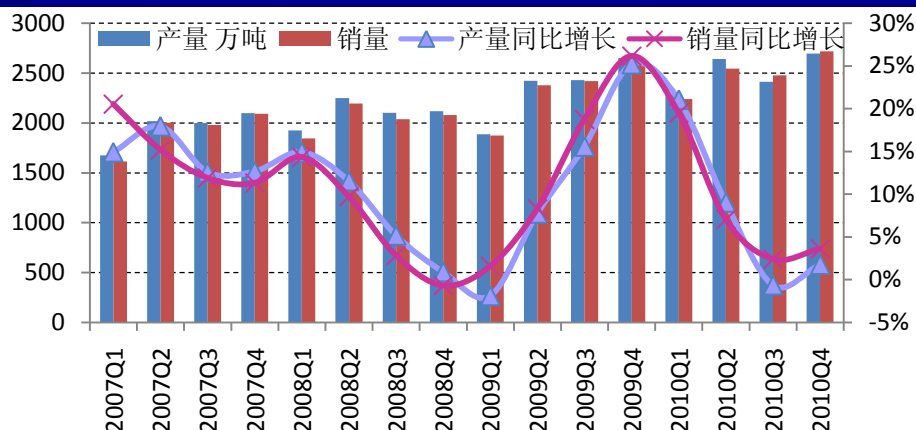
图 1: 2010 年下半年行业产销量增速均出现较大幅度下滑.....	3
图 2: 2010Q2 产销率较低，库存增加.....	3
图 3: 产量增速下滑主要由生产商主动限产去库存所致.....	3
图 4: 今年一季度行业迎来反弹行情.....	4
图 5: 棉花、化纤、粘胶价格走势.....	5
图 6: 粘胶产量及溶解级木浆进口情况.....	5
图 7: 棉浆粕及进口溶解级木浆价格.....	5
图 8: 2010 年全球棉花库存消费比达到近 15 年新低.....	7
图 9: 2010 年我国棉花库存消费比达到近 20 年新低.....	7
图 10: 我国棉花进口依赖度.....	7
图 11: 国产棉和进口棉价格走势.....	7
图 12: 年初以来人民币兑美元汇率升值 0.9%.....	9
图 13: 我国纸张出口比重较低.....	9
图 14: 我国进口漂白针叶浆主港报价.....	10
图 15: 我国进口漂白阔叶浆价格.....	10
图 16: 旧报纸类废纸价格.....	11
图 17: 旧箱板纸类废纸价格.....	11
图 18: 白卡纸库存下降.....	12
图 19: 白卡纸价格走势.....	12
图 20: 双胶纸库存下降.....	12
图 21: 双胶纸价格走势.....	12
图 22: 铜版纸库存下降.....	13
图 23: 铜版纸价格走势.....	13
图 24: 箱板纸库存下降.....	13
图 25: 箱板纸价格走势.....	13
图 26: 板块绝对估值和相对估值仍有上升空间.....	14

一、一季度行业表现

1.1 行业基本面——表现平平

从产销量数据来看,2009 年行业处于复苏通道,产销量逐季增长,2010 年增长势头放缓,特别是下半年产销量增速出现较大幅度下滑。

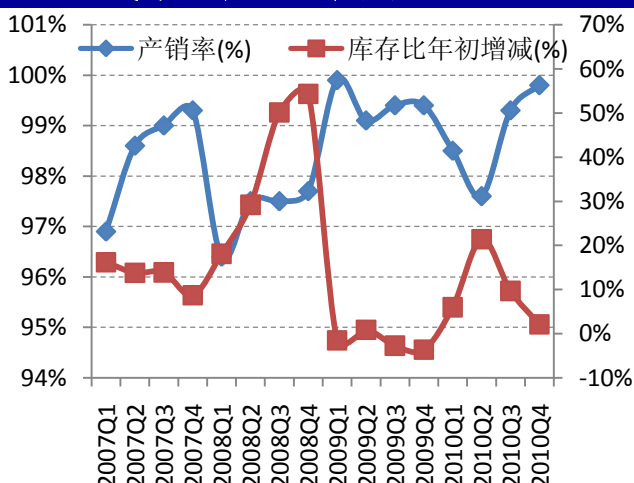
图 1: 2010 年下半年行业产销量增速均出现较大幅度下滑



数据来源: WIND 长城证券研究所

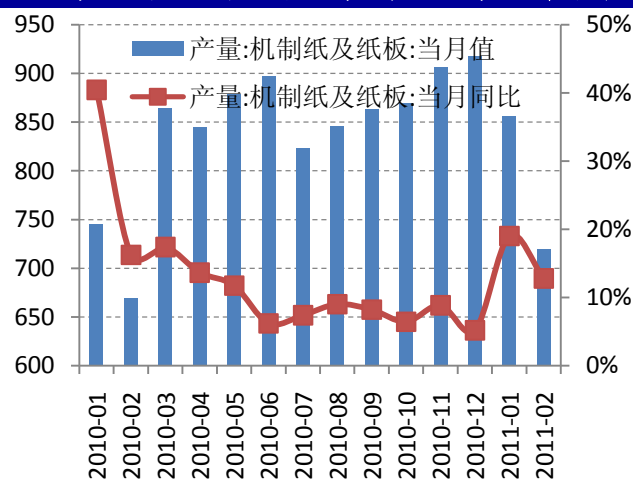
产销量增速下滑是由于行业供需结构发生逆转,生产企业产能不足还是由于企业主动限产去库存所致呢?从行业产销率情况来看,2010Q2 行业产销率为 97.6%,是近两年的最低点,行业库存在 2010 年二季度也较年初增长了 21.4%,为近两年的最高点。我们认为产量增速下滑主要原因是生产企业主动限产去库存。

图 2: 2010Q2 产销率较低,库存增加



数据来源: WIND 长城证券研究所

图 3: 产量增速下滑主要由生产商主动限产去库存所致



数据来源: WIND 长城证券研究所

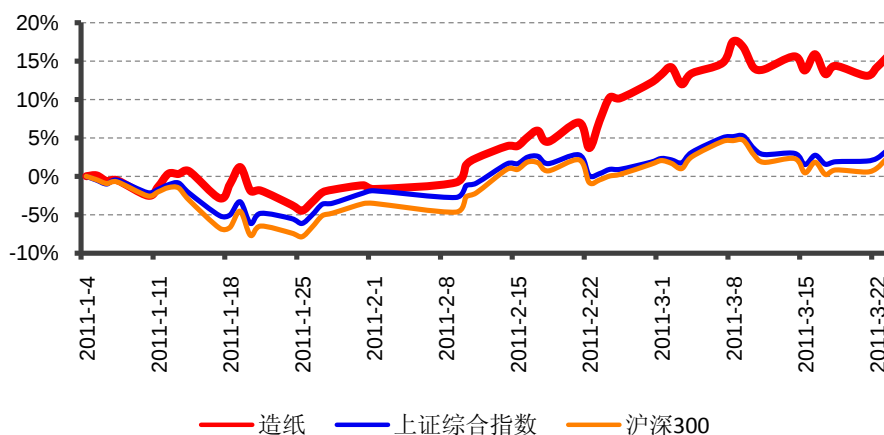


1.2 板块走势——事件性因素催生反弹行情

在行业基本面表现平淡的情况下，造纸板块在今年一季度却迎来的一轮反弹行情，截至 2011 年 3 月 23 日，板块涨幅 17.61%，领先上证综指 12.61 个百分点，领先沪深 300 13.24 个百分点。

我们认为一季度的反弹行情主要由事件性因素推动，溶解浆概念和升值预期，在板块估值较低的配合下，共同催生了本轮反弹行情。

图 4：今年一季度行业迎来反弹行情



数据来源：WIND 长城证券研究所

二、二季度反弹延续

尽管一季度板块反弹，但股价并未充分反应升值及溶解浆对行业基本面的改观，估值仍有上升空间，今年二季度，溶解浆高利润将能维持、升值及纸价上涨预期将能继续推动造纸板块延续反弹行情。

2.1 2011 年溶解浆高利润有保障

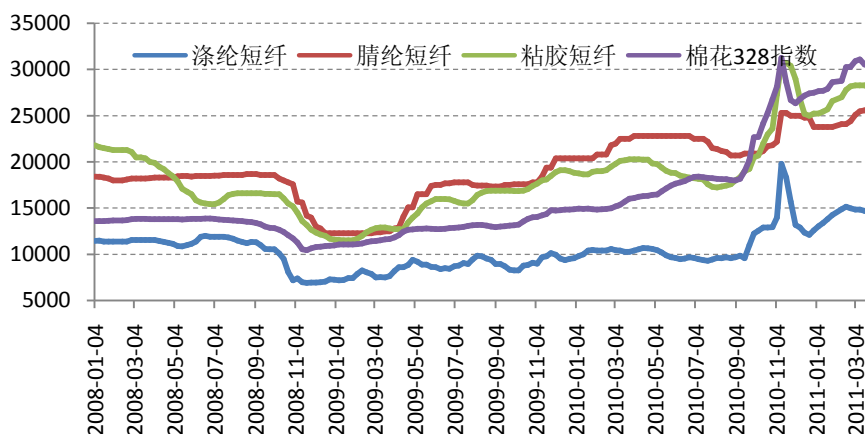
➤ 棉花替代，溶解浆高利润

我国纺织原料主要包括棉花、化学纤维以及粘胶纤维等。棉花供给偏紧、人工成本增加，棉价高企，同时随着国际原油价格走高，化纤类产品价格也节节攀升，棉花和石油价格高位运行，粘胶纤维替代效应显现，市场空间得以拓宽。



图 5：棉花、化纤、粘胶价格走势

元/吨



数据来源：WIND 长城证券研究所

生产粘胶纤维的主要原料是棉浆粕、木浆粕、竹浆粕等。棉浆粕由棉短绒制得，棉短绒是从毛棉籽表面剥下来的残留纤维。受棉花紧缺影响，棉短绒供需缺口较大，目前棉浆粕价格处于 21000-23000 元/吨的高位，较 2010 年 7 月上涨 72%。溶解级木浆粕价格 17000-18000 元/吨，粘胶制造成本每吨 7000 元上下，粘胶短纤价格 26000-29000 元/吨，提高木浆粕抄配比例成为粘纤厂增加盈利空间的必然选择。

我国溶解级木浆粕主要依赖进口，2010 年进口量 96.4 万吨，进口依赖度 80%以上。近年受资源、环保等因素制约，国际溶解浆厂开工率不高，而今年需求突增，供给紧张，我国进口木浆粕价格从 2010 年中期的 1650 美元/吨上涨至 2600 美元/吨，涨幅 57.6%。

旺盛的需求和较大的供给缺口，溶解浆利润高企。国产溶解浆制造成本在 7000-8000 元/吨左右，吨浆净利润在 4000 元以上，而生产工艺类似的化学浆每吨净利润只有 1000 元上下。目前国内溶解浆生产厂家主要有福建南纸、石岷纸业、晨鸣延边以及吉林化纤等。

图 6：粘胶产量及溶解级木浆进口情况

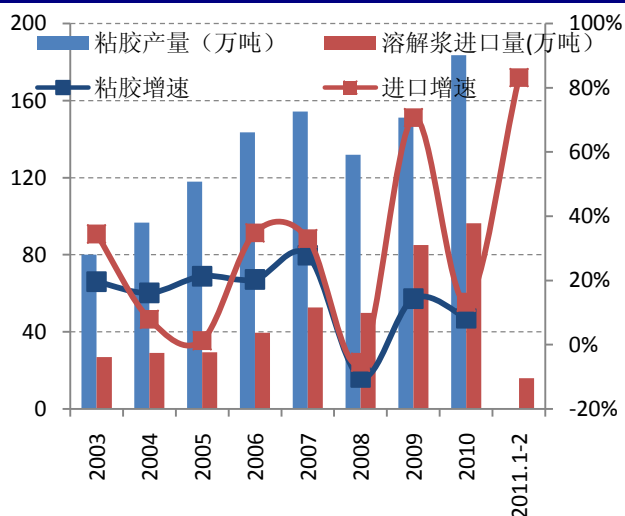
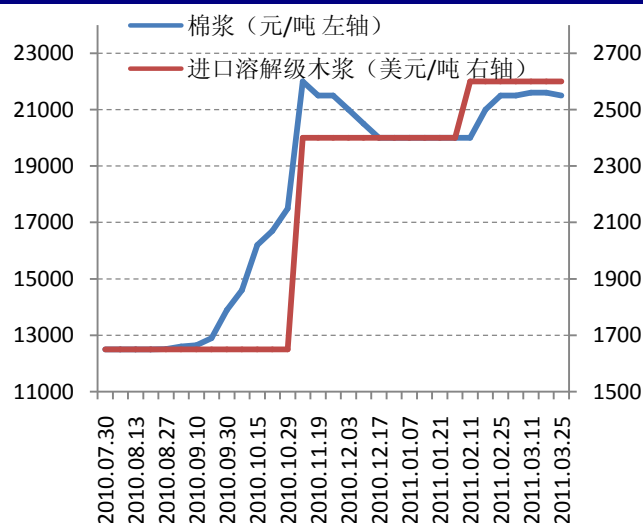


图 7：棉浆粕及进口溶解级木浆价格





数据来源：中纤网 长城证券研究所

数据来源：中纤网 长城证券研究所

近期多个纸厂宣布进入溶解浆领域，如福建南纸拟新建 9.6 万吨；青山纸业计划新上 12 万吨溶解浆生产线，太阳纸业计划建设 20 万吨溶解浆生产线，岳阳纸业也将技改公司木浆生产线，溶解浆的高利润给这些公司业绩带来较大想象空间。

➤ 2011 年溶解浆维持高利润无忧

(1) 2011 年棉价预计高位盘整，粘纤及溶解浆价格有支撑

2011 年棉价维持高位是大概率事件，原因有三点：

- 2010 年全球和我国棉花库存及库存消费比均达到历史低点。

受种植面积下降及减产影响，2010 年全球棉花供应紧张，USDA 数据显示，2010 年全球棉花库存 42.33 百万包，库存消费比 36.3%，为近 15 年来新低；我国棉花年末库存 13.20 百万包，库存消费比 28.08%，为近 20 年来新低。

- 2011 年国际棉价高位盘整。

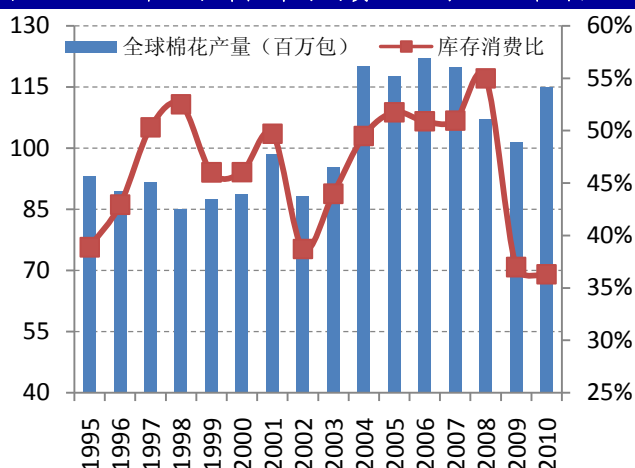
在 2010 年棉价高企影响下，2011 年种棉面积增加也是必然。据 USDA 初步调查报告显示 2011 年度各国棉花播种面积预计均有不同程度增加，幅度在 10%以下，假设需求不增长，产量增加 10%，2011 年度库存消费比将恢复到 40%左右，仍低于 50%的历史正常水平。增产会抑制棉价上涨空间，但较低的库存消费比也使得棉价大幅回调空间有限，预计 2011 年国际棉价将在高位盘整。

- 我国棉价回调空间有限。

首先，2011 年国内棉花供应量增长幅度不大，据中国棉花协会预测 2011 年我国棉花意向种植面积有望增长 5.4%，在 2011 年进口配额方面，陈德铭近期表示为保护国内棉花生产，维护世界棉价稳定，中国今年将不会大幅增加棉花进口。2010 年我国虽然累计发放棉花进口配额 359.4 万吨，但由于国际棉花供应紧张及进口棉价远高于国产棉，实际进口量为 283.9 万吨。其次，2011 年在纺织服装刚性需求和出口回暖的带动影响下，棉花需求也将保持稳定增长。国储方面，去年 8 月 10 号为平抑国内棉价上涨，中储棉启动国储棉拍卖工作，截至 2010 年底，已累计抛储 96.13 万吨，剩余国储棉库存 30 万吨左右，继续抛储可能性较小。另外国内生产企业对低价国产棉的情有独钟，新棉上市后，国储棉也存在补库需求，以及日益高涨的采摘成本，2011 年国内棉价回调空间有限。

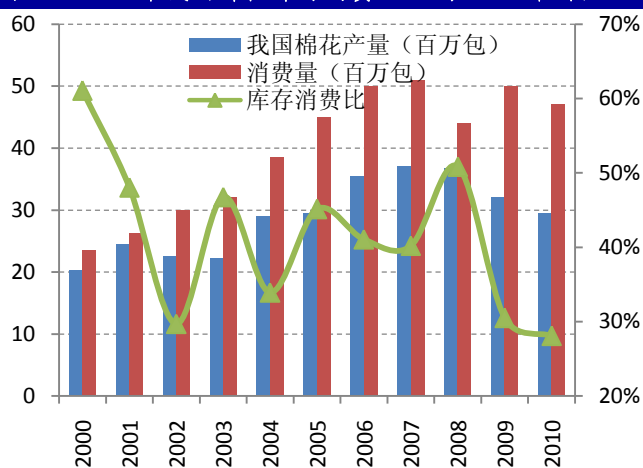
棉花价格在今年的高位盘整，粘纤替代空间依然存在，溶解浆需求有增无减，价格维持高位是大概率事件。

图 8: 2010 年全球棉花库存消费比达到近 15 年新低



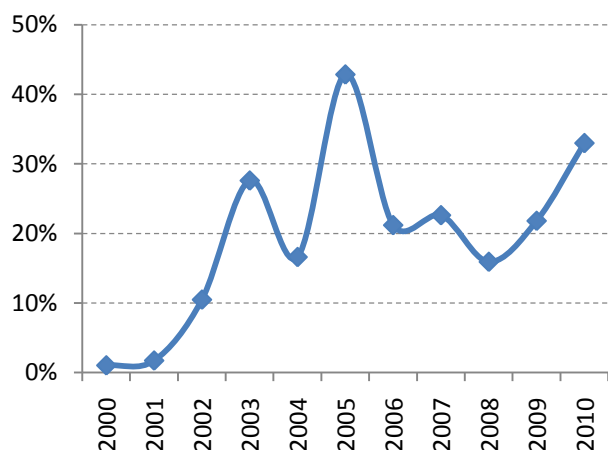
数据来源: USDA 长城证券研究所

图 9: 2010 年我国棉花库存消费比达到近 20 年新低



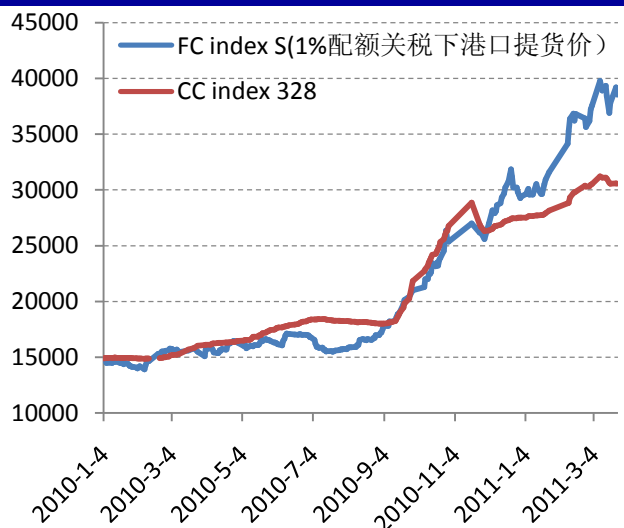
数据来源: USDA 长城证券研究所

图 10: 我国棉花进口依赖度



数据来源: WIND 长城证券研究所

图 11: 国产棉和进口棉价格走势



数据来源: 中国棉花协会 长城证券研究所

(2) 2011 年溶解浆供需仍存较大缺口, 前景乐观

- 国内粘胶短纤产能 2010-2012 年预计分别为: 210 万吨、280 万吨和 350 万吨。
- 2011 年按照 75% 的较低开工率计算, 粘胶短纤产量 210 万吨, 需消耗浆粕 $210 \times 1.06 = 222.6$ 万吨。
- 2011 年棉浆粕供应量分析: 2010 年我国棉花产量 597 万吨, 乐观估计棉浆粕供应量, 按照 2011 年产量增长 15%, 棉短绒产量占棉花比例 12% 测算, $2011 \text{ 年国内棉短绒产量} = 597 \times 115\% \times 12\% = 82.4$ 万吨; 2010 年我国进口棉短绒 19.08 万吨, 给予 15% 的增长, 2011 年进口棉短绒预计 21.9 万吨。2011 年市场棉短绒可供量共计 $82.4 + 21.9 = 104.3$ 万吨, 可生产棉浆粕 $104.3 / 1.35 = 77$ 万吨, 扣



除用于造币浆粕等耗用，预计 2011 年可用于粘胶短纤生产的棉浆粕不足 60 万吨。

- 2011 年溶解级木浆、非木浆需求量=222.6-60=162.6 万吨。2011 年竹浆粕可供应量 5 万吨左右，溶解级木浆需求量为 157.6 万吨。2010 年我国进口溶解级木浆 96 万吨，预计 2011 年可供我国的进口溶解浆不超过 110 万吨，其中约 15%用于制造醋酸纤维等产品，实际用于粘纤的溶解浆约 92 万吨，国产溶解浆需求量约 65 万吨。目前我国溶解级木浆有效产能 20 万吨左右，有效产量 15 万吨左右，存在近 50 万吨的供需缺口。
- 粘胶短纤 2011 年新增产能多集中在上半年投放，而国内新增溶解木浆产能多在四季度投产，新增产能无法及时填补 50 万吨的供需缺口，2011 年及 2012 年上半年溶解木浆市场前景比较乐观。

表 1 2011 年我国粘胶短纤行业新增产能投放计划

厂家	新产能	预计投放时间	备注
山东雅美	20 万吨	2011 年 4-5 月	4 条线
翔盛化纤	10 万吨	2011 年 1-2 月	
新疆富丽达	20 万吨	2011 年 5 月、10 月	20 万吨分 2 次，5 月、10 月各 10 万吨
唐山三友	10 万吨	2011 年 1 月 28 日	1 月 28 日上 6 万吨，3-4 月再上 4-5 万吨
宜宾丝丽雅	8 万吨	2011 年 5-6 月	
合计	68 万吨（不完全统计）		
2010 年粘胶短纤产能：210 万吨			
2011 年粘胶短纤产能预计达到：280 万吨			
2012 年粘胶短纤产能预计能达到 350 万吨			

数据来源：中纤网 长城证券研究所

表 2 2011 年我国溶解级木浆产能投放计划

厂家	新产能	预计投放时间	备注
太阳纸业	20 万吨	2011 四季度	技改
岳阳纸业	30 万吨	2011 年底	技改
青山纸业	12 万吨	2011 年四季度	新建
福建南纸	9.6 万吨	2012 年下半年	新建
晨鸣纸业	3 万吨	2011 年底	技改
合计	74.6 万吨（不完全统计）		

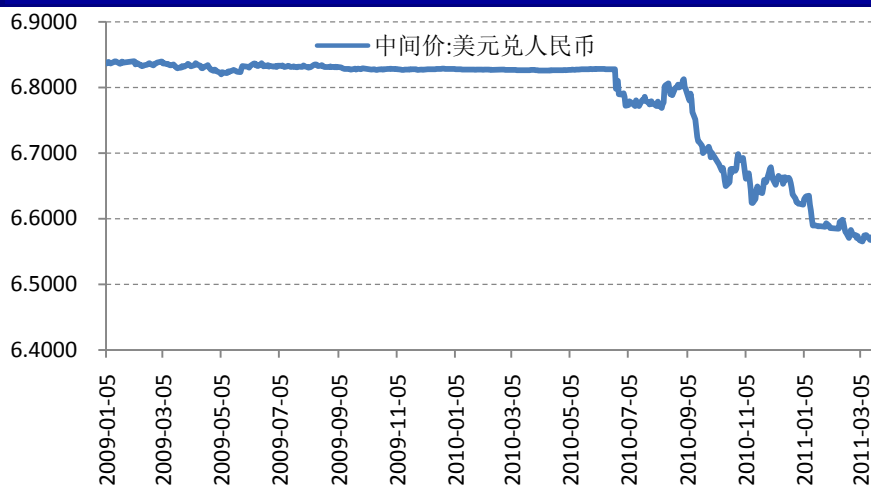
数据来源：中纤网 长城证券研究所

2.2 升值步伐加快 行业原料成本降低

年初以来，人民币兑美元升值了 0.9%。人民币升值，将有利于缓和输入型通胀压力，增加进口，减少顺差，符合扩大内需的结构调整政策，也有利于减轻央行货币被动投放的压力。市场普遍预期二季度以后人民币升值步伐将会小幅加快。



图 12: 年初以来人民币兑美元汇率升值 0.9%



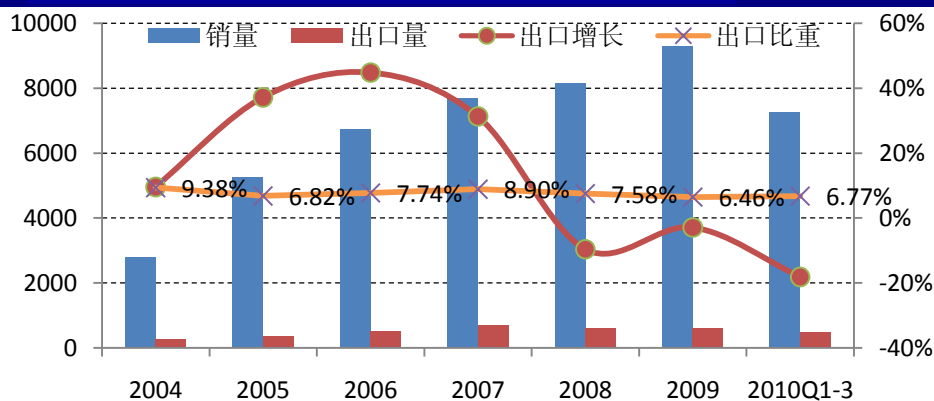
数据来源: WIND 长城证券研究所

我国造纸原材料对外依存度较高, 纸及纸板出口占行业总产出的比重较低。2009 年纸及纸板出口占当年总销量的 6.46%, 进口纤维原料占我国纸浆总消耗量的 39%左右。

2010 年 1-11 月, 行业综合毛利率为 13.456%, 木浆及废纸进口额为 127.5 亿美元, 按照此数据, 人民币升值对行业利润影响的静态测算结果为:

- 人民币升值 3%, 行业综合毛利率将提高 0.502 个百分点;
- 若升值 5%, 行业生产成本将降低 43.15 亿元, 毛利率提高 0.836 个百分点;
- 若升值 6%, 行业毛利率可提高 1.003 个百分点。

图 13: 我国纸张出口比重较低



数据来源: WIND 长城证券研究所

表 3 近年我国进口占原料总消耗量的 39%左右

品种	2006 年	占比 (%)	2007 年	占比 (%)	2008 年	占比 (%)	2009 年	占比 (%)



总量	5992	100	6769	100	7360	100	7980	100
木浆	1322	22	1450	22	1624	22	1624	22
其中：进口木浆	796	13	845	12	952	13	952	13
废纸浆	3380	56	4017	59	4439	60	4439	60
其中：进口废纸浆	1570	26	1805	27	1936	26	1936	26
非木浆	1290	22	1302	19	1297	18	1297	18

数据来源：中国造纸协会 长城证券研究所

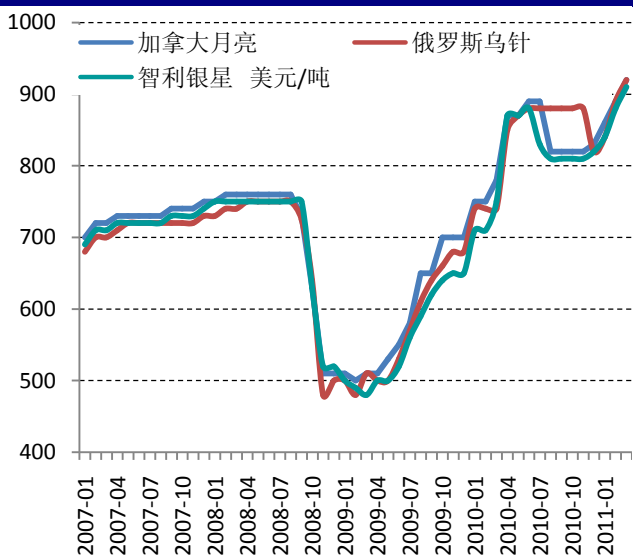
2.3 库存下降，纸价存在上涨动力

● 成本上涨

因通胀及供应偏紧，特别是智利Valdivia浆厂自3月6日因干旱而停机，再加上化纤厂原料采购需求，年初以来我国进口针叶浆价格持续走高，目前主港报价较年初每吨上涨70-100美元，涨幅10%左右。

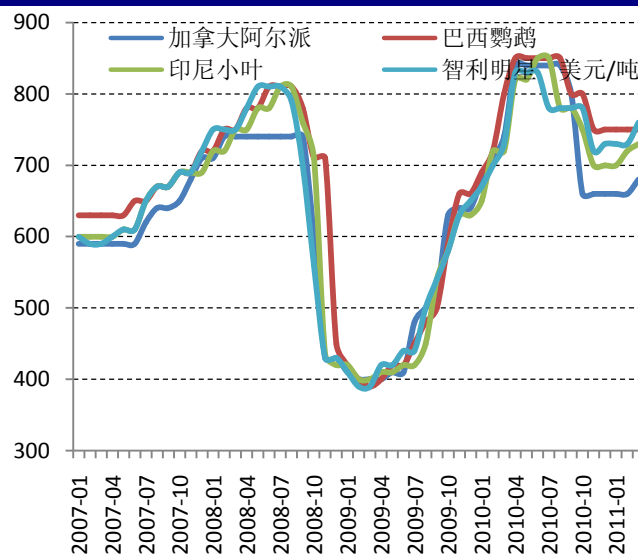
今年阔叶浆新增产能较多，年初以来进口价格较为稳定。但三月下旬，针叶浆和阔叶浆价差拉大，阔叶浆外盘市场部分浆厂试探上调报价，印尼小叶相思每吨上涨10美元，至730美元/吨，小叶硬杂690美元/吨，每吨上涨20美元。

图 14：我国进口漂白针叶浆主港报价



数据来源：Wind 长城证券研究所

图 15：我国进口漂白阔叶浆主港报价

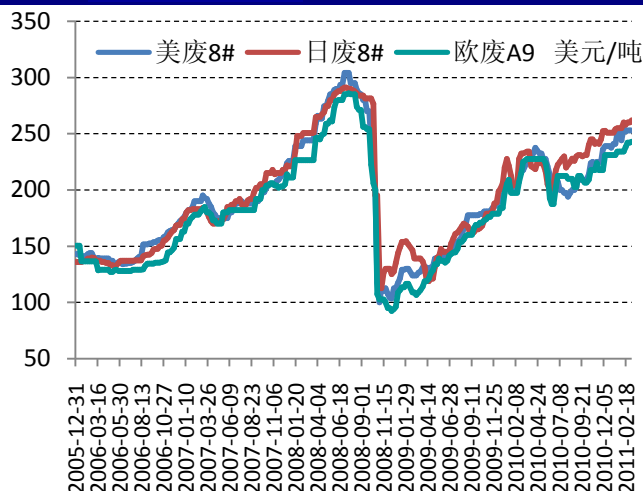


数据来源：Wind 长城证券研究所

年初以来我国进口废纸价格也小幅上涨，截至3月28日，美废8#主港报价254美元/吨，较年初上涨7%，美废11#主港报价271.5美元/吨，涨幅3%；欧废A9（8020）较年初上涨7%，A5（9010）较年初上涨10%；日废各标号较年初涨幅也在5%左右。日废主要市场集中在江浙沪地区，特别是富阳地区的白板纸厂对日废依赖度较高。日本地震后，废纸运力受限，短期供应困难，纸厂可能转向采购美废或欧废，或会推动江浙地区后期美废和欧废的

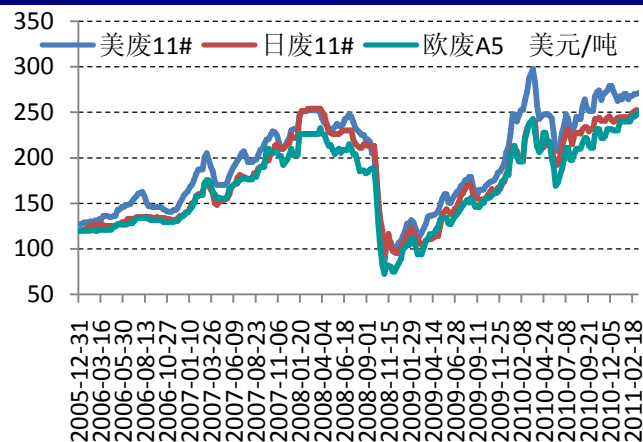
现货价格。

图 16: 旧报纸类废纸价格



数据来源: Wind 长城证券研究所

图 17: 旧箱板纸类废纸价格



数据来源: Wind 长城证券研究所

● 库存下降 纸价上涨 优势纸种有望获得超额收益

从我们实际跟踪的生产厂商、中间商和下游印厂的各纸种库存水平来看,继去年下半年生产企业主动限产去库存后,今年2月份各环节库存水平均出现不同程度的下降。库存降低,在生产成本上涨的情况下,纸价存在较大上涨预期,部分供需结构较好的纸种,有望在提价过程中获得超额收益。

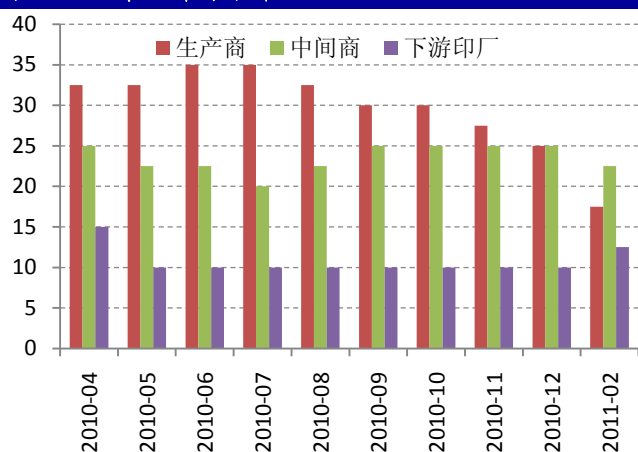
(1) 白卡纸

今年2月份白卡纸生产商和中间商库存较去年下半年有明显下降,随着3月份下游印厂的陆续开工,库存还有继续降低可能。

今年白卡纸供需基本平衡,在目前木浆价格上涨的形势下,从2月下旬开始白卡纸出厂价上调,每吨涨幅200-400元,纸厂执行调涨后的价格较为坚决,经销商也已陆续跟进报价,成交情况良好。万国太阳、宁波中华等白卡纸厂也宣布将于4月初再次实施涨价计划。良好的供需形势,白卡纸有望在涨价中获得超额收益。

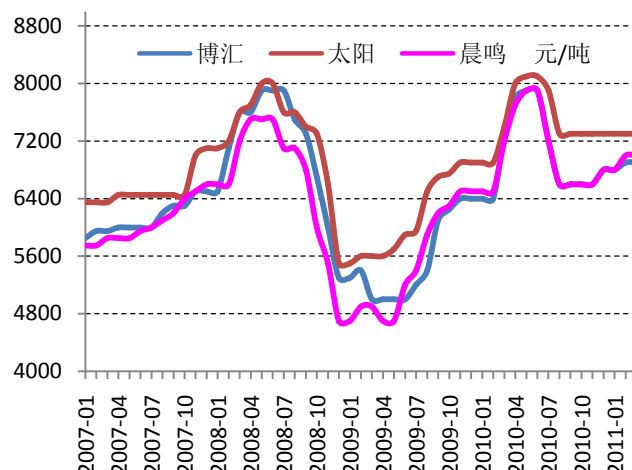
图 18: 白卡纸库存下降

天



数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

图 19: 白卡纸价格走势



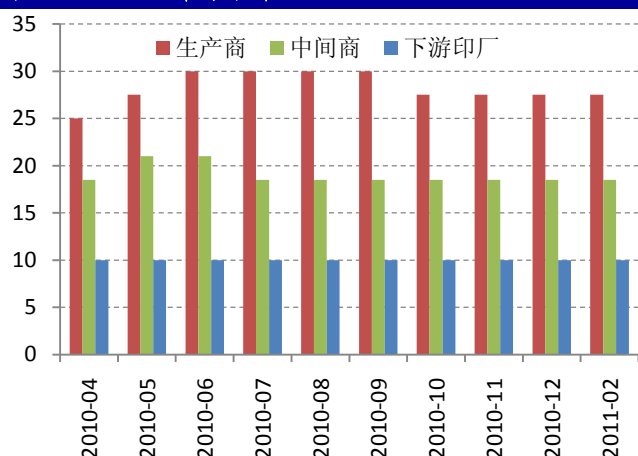
数据来源：纸业易贸 长城证券研究所

(2) 双胶纸、铜版纸、箱板纸

今年 2 月份双胶纸库存较 2010 年高点有所下滑，随着下游印厂开工率提高，双胶纸库存还有进一步下滑可能。3 月初双胶纸厂迫于成本压力纷纷调涨报价，幅度在 200 元/吨上下，目前终端市场已顺利执行新价格，4 月份纸厂仍有提价意向。

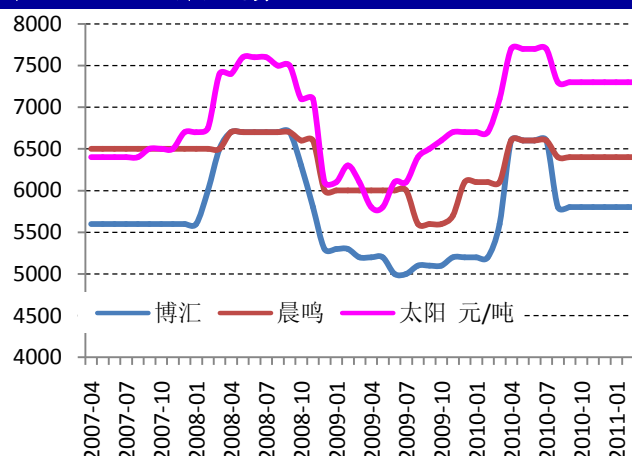
图 20: 双胶纸库存下降

天



数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

图 21: 双胶纸价格走势



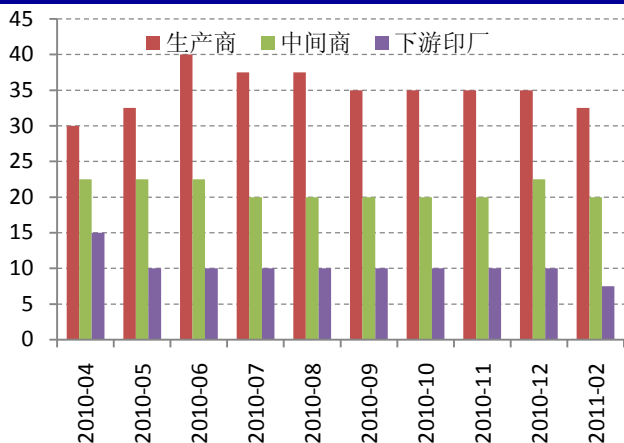
数据来源：纸业易贸 长城证券研究所

铜版纸生产商库存较去年四季度出现一定下滑，但华泰铜版纸项目已在试机中，晨鸣 80 万吨铜版纸预计在今年 4 月竣工，届时将对铜版纸市场造成较大冲击，下游对后市看空，贸易商和印厂没有大量备库动向。日本地震，短期或会对我国铜版纸出口形成有利影响，可能会增加我国铜版纸至日本或周边其他国家的出口量，但 2010 年我国铜版纸出口量 112 万吨，出口到日本约 20 万吨，总出口量和至日本的量都比较小，对于缓解 2011 年国内铜版纸产能集中释放的压力影响有限。3 月初生产企业调涨铜版纸出厂价，每吨 100-200 元，因成本压力，后期铜版纸价格或仍有提价预期，但预计提价幅度只能覆盖或部分覆盖成本上涨。

箱板纸供需形式与铜版纸类似，虽然库存小幅下滑，但今年较大的供给增量，纸价大幅上涨受阻，虽然纸厂迫于成本压力有较大提价意愿，但预计难以从提价获得超额收益。

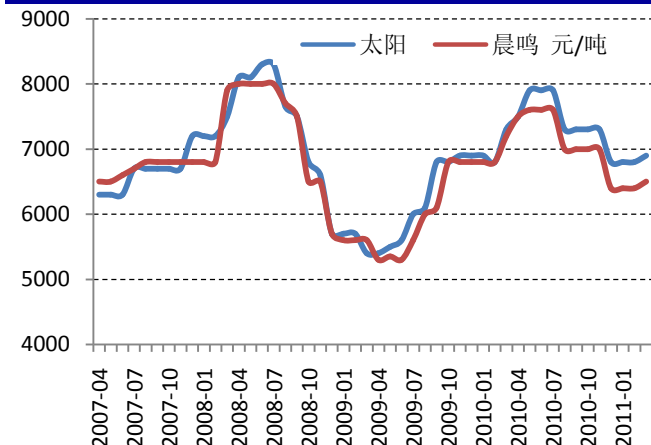
图 22: 铜版纸库存下降

天



数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

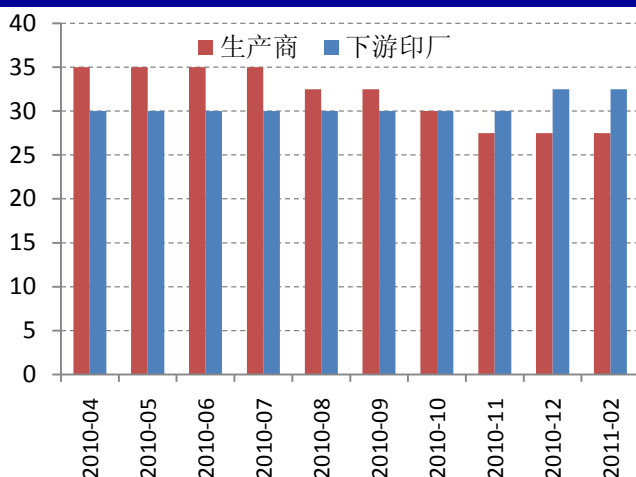
图 23: 铜版纸价格走势



数据来源：纸业易贸 长城证券研究所

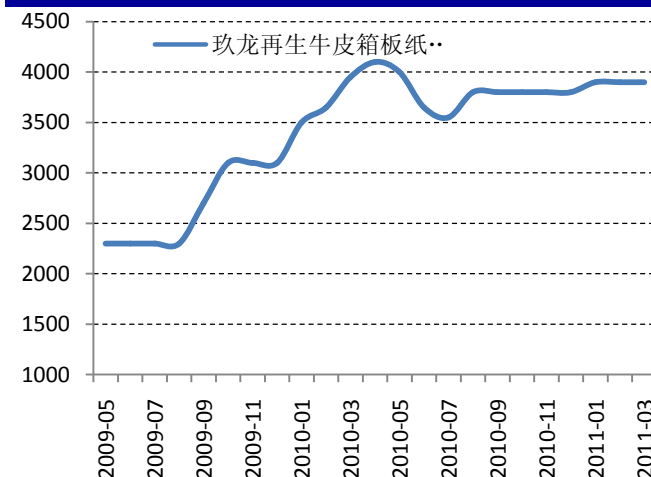
图 24: 箱板纸库存下降

天



数据来源：纸业联讯 长城证券研究所

图 25: 箱板纸价格走势



数据来源：纸业易贸 长城证券研究所

三、投资策略

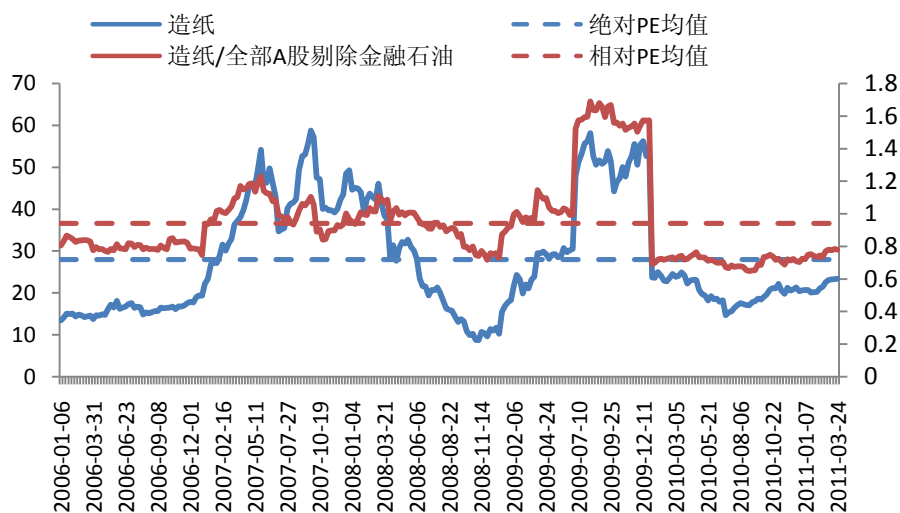
3.1 库存压力减轻 估值仍有上升空间

如前所述，经历了 2010 年下半年生产企业主动限产去库存后，目前无论是生产商、中间贸易商还是下游印厂，库存水平都较高点有明显回落。随着节后下游印厂开工恢复，库存还有进一步下降可能，预计二季度纸张销售情况环比将有所改观。

估值方面，3 月 24 日，板块 PE (TTM) 为 23.39X，历史均值 28.02X;

相对 PE 为 0.78X，相对 PE 均值为 0.942X，今年 2 季度行业业绩表现预计将会好于一季度，板块绝对估值和相对估值都仍有上升空间。

图 26: 板块绝对估值和相对估值仍有上升空间



数据来源: WIND 长城证券研究所

3.2 投资建议

一季度行业基本面表现平淡，二季度在下游需求恢复，各环节库存降低的情况下，基本面预计会有所改观。

在估值仍有上升空间，溶解浆高利润能贯穿全年、升值降低成本、纸价上涨预期的共同推动下，预计二季度板块仍存在交易型机会，给予“推荐”的投资评级，前期推荐的太阳纸业、岳阳纸业可继续关注。

表 4: 重点跟踪公司盈利预测及估值水平

股票代码	公司名称	本期评级	10EPS (元)	11EPS (元)	10PE	11PE
002078	太阳纸业	推荐	0.63	0.87	20.2	14.6
600963	岳阳纸业	推荐	0.19	0.55	62.3	21.7
000488	晨鸣纸业	推荐	0.56	0.65	14.7	12.7
002014	永新股份	推荐	0.86	0.81	18.7	19.9
600966	博汇纸业	推荐	0.40	0.50	20.3	16.2
600235	民丰特纸	推荐	0.26	0.30	35.2	30.5
600210	紫江企业	推荐	0.49	0.55	13.7	12.2

数据来源: WIND 长城证券研究所

研究员介绍:

寻春珍: 华南理工大学制浆造纸专业工学硕士, 2007年加入长城证券, 任造纸及轻工行业分析师。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>