



造纸业

2011.04.18

行业整体表现平稳 希望寄托于溶解浆

-----2011 年 2 季度投资策略

 **王峰**
 0755-23976228
 wangfeng@gtjas.com
 S0880511010012

本报告导读：

我们预计 2 季度或 11 年全年，造纸行业产销将平稳进行。我们将希望寄托溶解浆，即使其下游产品价格有较大回落，生产溶解浆的企业仍将有机会改善其盈利能力。
摘要：

◆ **纸业生产上升势头继续。**2011 年 1-2 月份，国内纸及纸板累计生产量 1576.2 万吨，累计同比增长 16.1%，2 月份单月产量 720.1 万吨，同比涨幅为 12.8%，环比由于春节的原因大幅下滑了 15.9%。分纸种来看，1-2 月份合计上升势头依然较强。除新闻纸有较大下降外，各纸种产量同比均有较大幅度的提升。

◆ **纸产品出口大于进口势头渐趋明显，预示国内竞争力趋强。**2011 年 1-2 月份累计进口纸浆 249.6 万吨，同比增长 35.8%，进口平均价格 805 美元/吨，同比上涨 19.3%；累计进口废纸 330 万吨左右，与 10 年基本持平；进口纸及纸板 39.1 万吨，同比下降 6.3%，其中进口较多的是卫生原纸，数量达 4752 吨，同比增长 78%。出口纸及纸板 55.4 万吨，同比增加 10.1%。出口较多的是包装类的纸板及瓦楞纸。

◆ **国际浆价总体走势仍可用高位徘徊来概括。**全球性的“流动性泛滥”，与日本地震后减少了废纸的出口，在一定程度上共同支撑了国际木浆与废纸价格的强势。欧洲北方漂白软木牛皮浆（针叶浆）10 年底报价为 948 美元/吨，全年上涨 19%。一直至 11 年 3 月初价格仍维持 950 美元/吨，最近 1 个多月的时间上涨了近 50 美元/吨，涨幅 5%。硬木牛皮浆（阔叶浆）10 年底报价 849 美元/吨，较 10 年初价位涨幅 21.3%。截止 4 月 13 日报价 860 美元/吨，较年初上涨 1.3%，可以说基本保持平稳。截至 2011 年 4 月 12 日，8 号废纸（旧报纸）到岸价格回升至 256 美元/吨，较 2011 年初的 235 美元/吨上涨了 8.9%；美废 11#（旧箱板纸）到岸价 263 美元/吨，较 2011 年初的 279 美元/吨下降了 5.7%。

◆ **随着销售旺季到来，成品纸有望陆续提价。**目前景气度较好的白卡纸、箱板纸产销状况不错，文化纸的产销基本平稳。而新闻纸由于需求低迷，铜版纸受到产能大量释放的影响，压力较大。进入 2、3 月份大部分纸种价格都有一定的上涨，其中白卡纸涨幅最大，约上涨了 300 元/吨。预计整个 2011 年纸产品价格仍以缓慢上涨为主基调。

◆ **关注溶解浆对造纸行业特别是其下游行业的重大影响。**虽然近期由于棉花价格走势的不确定一定程度上影响了投资者对溶解浆未来获利能力的预期，但我们认为溶解浆对纸业板块走势一定是正面的影响。综合多种因素考虑，看好晨鸣纸业、太阳纸业、岳阳纸业等业内优势公司。同时我们认为溶解浆的大量投产对其下游化纤行业更具有长远和深刻的影响，可以说从此基本上解决或锁定了化纤行业的成本变化。

评级：

中性

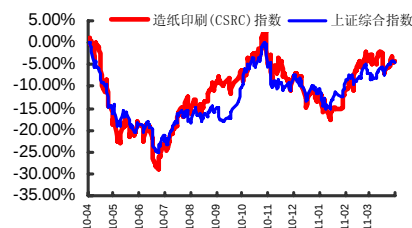
上次评级：

中性

重点公司评级

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

近 1 年行业指数与上证综指对比



造纸行业跑赢大盘 0.07 个点

最近 3 个月行业与上证综指对比



造纸行业跑赢大盘 1.88 个点

相关报告

造纸业：《纸业板块整体平淡 看好贴近消费的优质公司》

2011.01.25

造纸业：《贴近消费 关注成长》

2010.12.06

造纸业：《向全球最大包装纸生产企业迈进》

2010.11.08

造纸业：《产销及盈利状况持续好转》

2010.10.14

造纸业：《包装产品景气度仍可维持》

2010.08.11

1. 2011 年 1-2 月国内造纸行业生产状况

2011 年 1-2 月份，国内纸及纸板累计生产量 1576.2 万吨，累计同比增长 16.1%，2 月份单月产量 720.1 万吨，同比涨幅为 12.8%，环比由于春节的原因大幅下滑了 15.9%。分纸种来看，1-2 月份合计上升势头依然较强。除新闻纸有较大下降外，各纸种产量同比均有较大幅度的提升。其中，涂布类印刷用纸增长 111.6%（预计统计口径有变，但没有找到相关说明）。

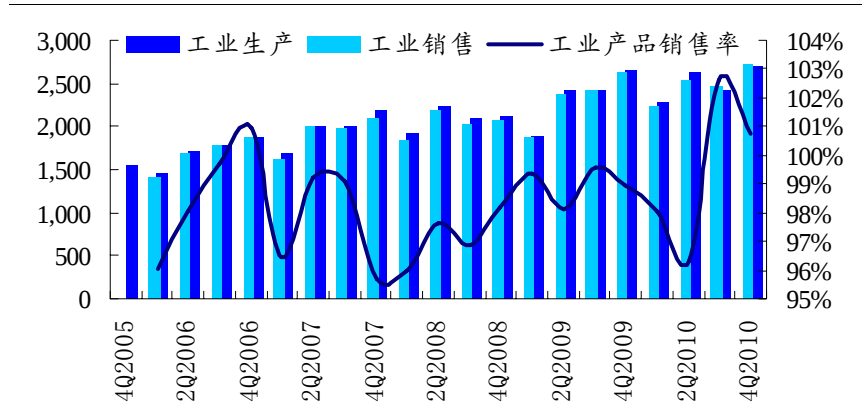
国内商品纸浆 1-2 月份累计产量 358.3 万吨，累计同比上升 21.9%。2 月份当月产量 173.8 万吨，同比增长了 23%，春节原因环比下降 5.8%。由于目前国际浆价处于历史高位，国内商品浆开工率应得到充分发挥。

表 1: 2011 年 2 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	173.8	358.3	23.0%	21.9%	-5.8%
纸及纸板	720.1	1576.2	12.8%	16.1%	-15.9%
其中：未涂布印刷书写纸	62.2	128.5	8.0%	0.9%	-6.2%
新闻纸	25.5	54.0	-4.9%	-12.2%	-10.5%
涂布类印刷用纸	47.7	107.5	118.8%	111.6%	-20.2%
卫生用纸原纸	21.3	42.7	15.1%	16.0%	-0.5%
箱纸板	98.3	219.1	29.2%	28.9%	-18.6%
纸制品	282.2	621.4	20.3%	21.8%	-16.8%
其中：瓦楞纸箱	178.3	375.9	26.2%	24.4%	-9.8%

数据来源：CEIC，国泰君安证券

图 1: 纸及纸板分季度工业产销情况（万吨）



数据来源：CEIC，国泰君安证券

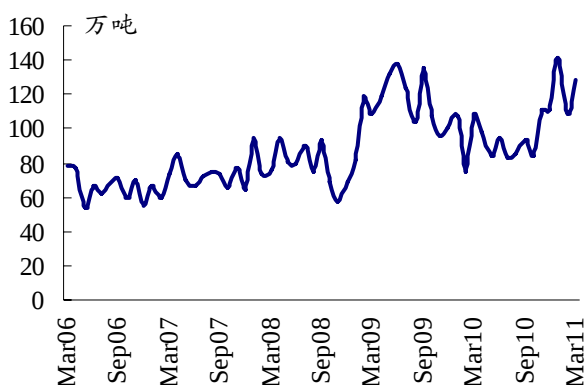
从历史情况来看，一季度是行业传统销售淡季，二季度是销售旺季。目前已进入二季度，从我们了解的情况看，2 月份部分纸种价格开始上调，进入 3 月份调价的纸种几乎涉及所有品种且价格幅度也有所增长。可以期待的是尽管行业景气程度没有大的改善，但季节影响也促使行业或公司盈利状况较一季度有较明显的改善。

2. 2011 年 1-2 月国内造纸行业进出口概况

从累计数据看，2011 年 1-2 月份累计进口纸浆 249.6 万吨，同比增长 35.8%，进口平均价格 805 美元/吨，同比上涨 19.3%；累计进口废纸 330 万吨左右，与 10 年基本持平；进口纸及纸板 39.1 万吨，同比下降 6.3%，其中进口较多的是卫生原纸，数量达 4752 吨，同比增长 78%。出口纸及纸板 55.4 万吨，同比增加 10.1%。出口较多的是包装类的纸板及瓦楞纸，下降幅度最多的是新闻纸。

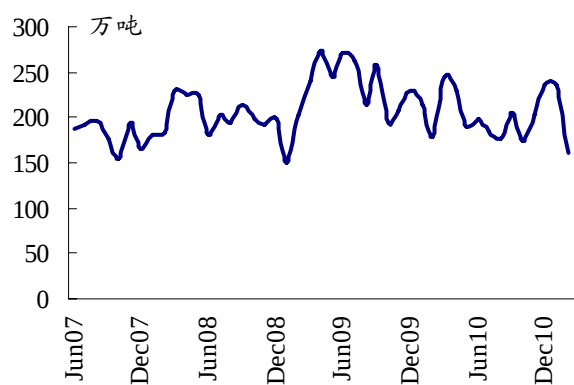
从进口纸浆的大幅增长来看，也说明国内造纸行业依然保持较高的增长势头。同时从 07 年成品纸出口首次超过进口后的相对稳定来看，11 年 1-2 月份成品纸的出口增长有加速的迹象。说明中国造纸行业的竞争能力越来越强了。

图 2: 中国进口主要商品数量-纸浆（单月）



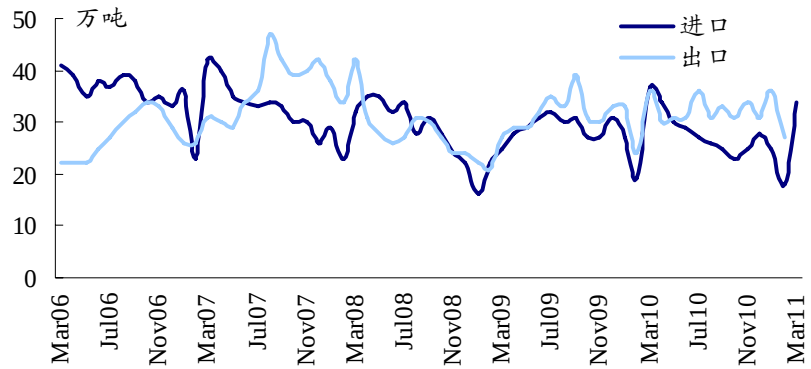
数据来源：CEIC，国泰君安证券

图 3: 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 4: 中国进出口主要商品数量-纸及纸板（单月）



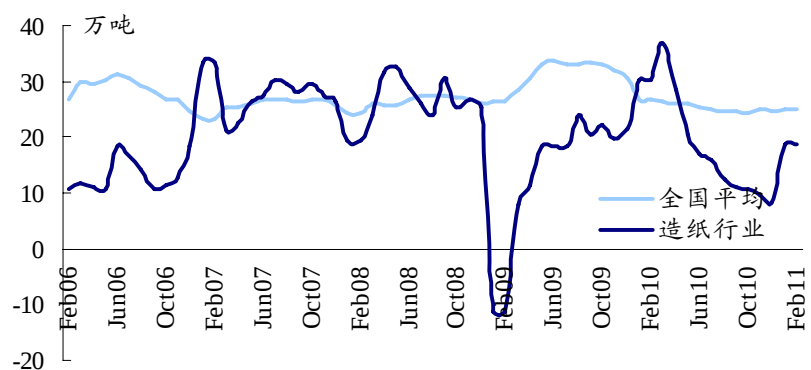
数据来源：CEIC，国泰君安证券

3. 2011 年 2 月份行业固定资产投资增速

2011 年 1-2 月造纸行业累计完成固定资产投资 114.7 亿元，同比增速为 18.6%，较全国同期 24.9% 的平均水平低 6.3 个百分点（占全国总投资的 0.7%），较 10 年同期 30.2% 的增速低了 11.6 个百分点。固定资产投资增速大为减缓，有利于行业景气度提升。

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。而造纸与制浆投资额难以分开，造纸行业固定资产投资增速将主要由制浆造林来贡献。

图 5：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

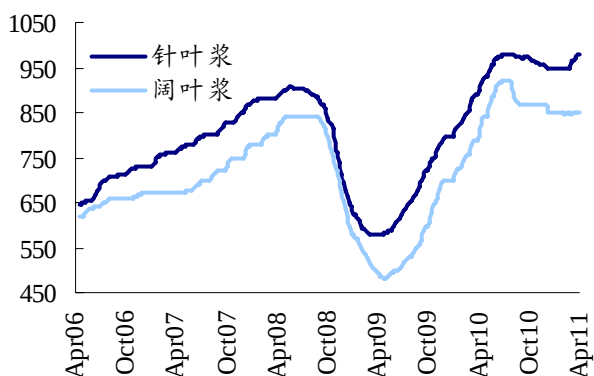
国际浆价在过去的几个月内其总体走势仍可用高位徘徊来概括。本来 11

年按全球及国内供求形势看，国际浆价的走势应该是下滑的，但全球性的“流动性泛滥”阻止了该趋势的延续。日本地震后减少了废纸的出口，一定程度上支撑了国际废纸价格的强势，而废纸的强势又强化了木浆价格的坚挺走势。

以欧洲市场为例，北方漂白软木牛皮浆（针叶浆）10 年底报价为 948 美元/吨，全年上涨 19%。一直至 11 年 3 月初价格仍维持 950 美元/吨，最近 1 个多月的时间上涨了近 50 美元/吨，涨幅 5%。硬木牛皮浆（阔叶浆）10 年底报价 849 美元/吨，较 10 年初价位涨幅 21.3%。截止 4 月 13 日报价 860 美元/吨，较年初上涨 1.3%，可以说基本保持平稳。美国市场漂白软木牛皮浆（针叶浆）截止 4 月 13 日报价 1013 美元/吨，较年初上涨近 5%。

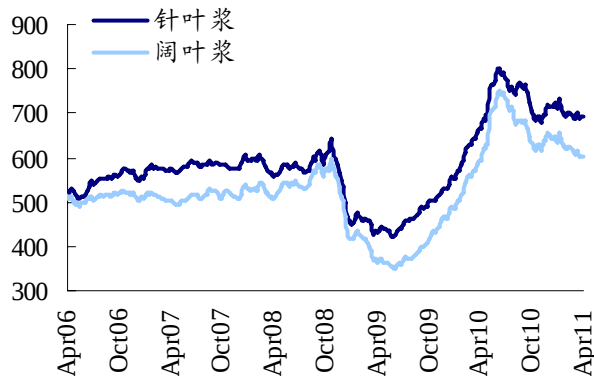
以欧元标价（常用在欧盟内部贸易的结算）的漂白软木牛皮浆（针叶浆）价格截止 4 月 13 日报价 690 欧元/吨，较年初下降了 3%。阔叶浆价格走势也基本相同。目前报价 597 欧元/吨，较年初下降了 6%。

图 6：欧洲市场以美元标价的纸浆价格指数



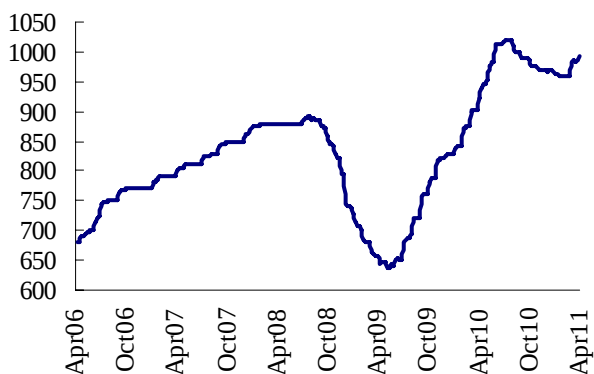
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 7：欧洲市场以欧元标价的纸浆价格指数



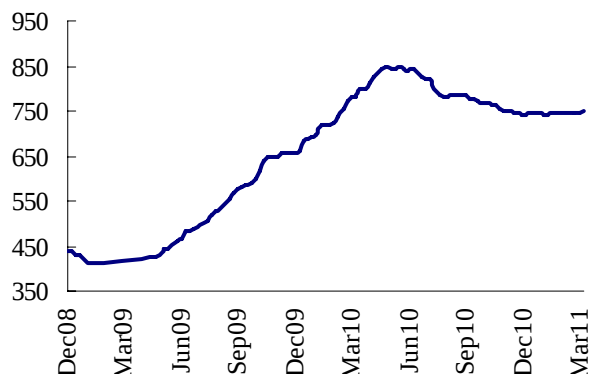
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 8：美国市场针叶浆 NBSK (USD/t)



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 9：中国市场阔叶浆 BHKP (USD/t)



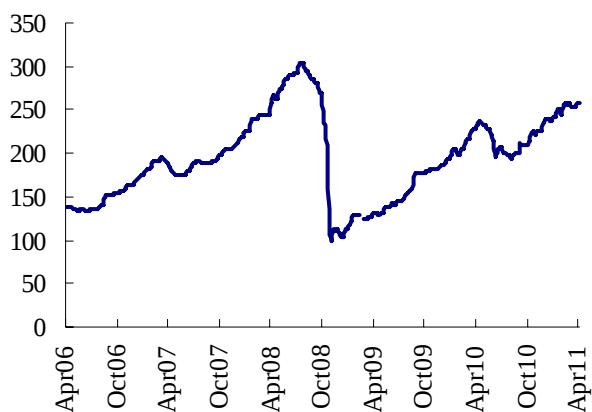
数据来源：FOEX，国泰君安证券

中国市场阔叶浆价格从年初到4月初基本保持在4900元/吨左右。一个重要原因是10年8月份亚太森博100万吨桉木、相思木阔叶木浆投产。为了争取一定的市场份额，亚太森博采取低价销售策略，从而导致国内阔叶浆价格有所下滑。另外晨鸣纸业在湛江的70万吨化学浆生产线即将进入试车阶段，对11年下半年的浆市也有一定的抑制作用。总体来看，11年二季度及下半年国内木浆价格依旧会在高位徘徊，大幅上涨或大跌的可能都较小。

4.2. 废纸价格

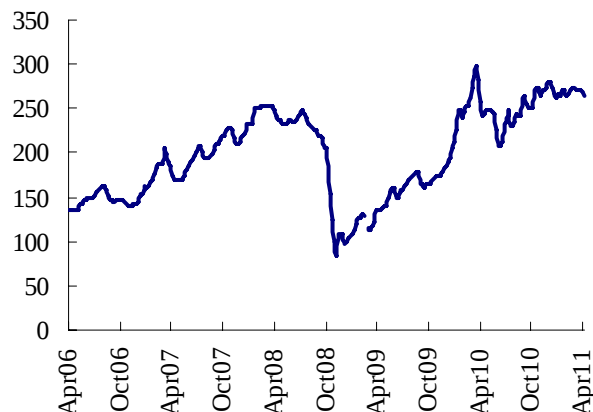
废纸价格在08年11月前后急速下挫后又迅速上升，快速上升的趋势贯穿了整个2009年以及2010年1季度，随后在下游需求波动的影响下小幅波动，而趋势仍然向上。截至2011年4月12日，8号废纸（旧报纸）到岸价格回升至256美元/吨，较2011年初的235美元/吨上涨了8.9%；美废11#（旧箱板纸）到岸价263美元/吨，较2011年初的279美元/吨下降了5.7%。我们判断在2011年废纸进口价格仍将维持在高位甚至有小幅上涨的可能。

图 10：美废 8#价格走势



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 11：美废 11#价格走势



数据来源：Wind，国泰君安证券

4.3. 国外主要纸种价格

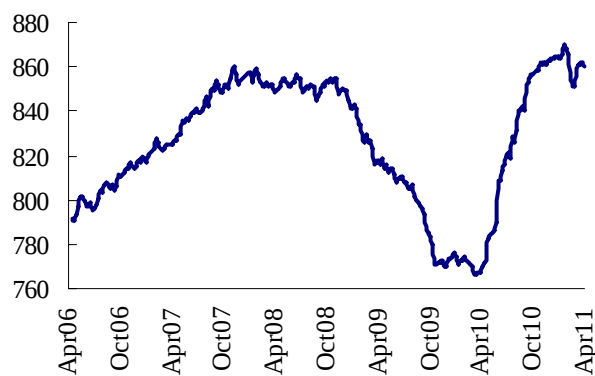
从欧洲整个纸品市场的恢复情况来看，前期在电子媒介冲击下恢复力度远远落后的文化印刷类产品价格，在压抑了一段时间后在2010年开始出现强势反弹。进入2011年，印刷类的涂布道林纸、A4复印纸价格基本在高位徘徊。

图 12: 欧洲市场涂布道林纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

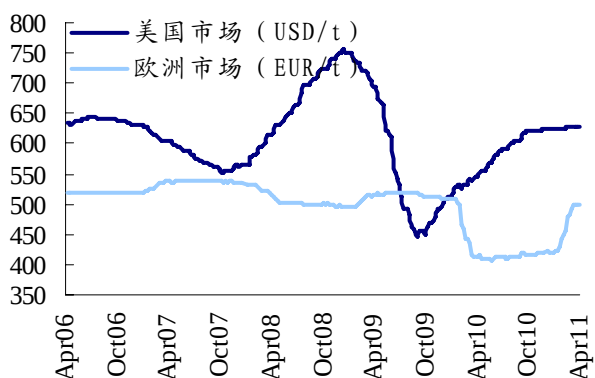
图 13: 欧洲市场 A4 复印纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

美国新闻纸价格反弹仍在继续, 但增速明显放缓或已停止。截至 2011 年 4 月 13 日价格 626 美元/吨, 较前期价格低点上涨了 40.4%, 较 10 年初期上升了 22.2%。欧洲市场新闻纸价格从 11 年初逐渐上涨, 已从 2011 年初的 419 欧元/吨上涨到 4 月 13 日的 499 欧元/吨, 上涨 19.1%。

图 14: 欧美市场新闻纸价格



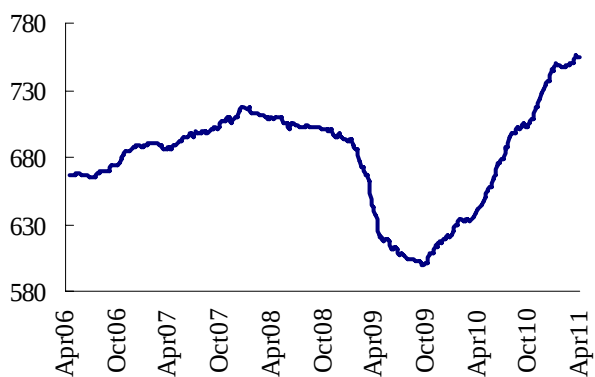
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 15: 欧洲市场轻涂杂志纸 (EUR/t)



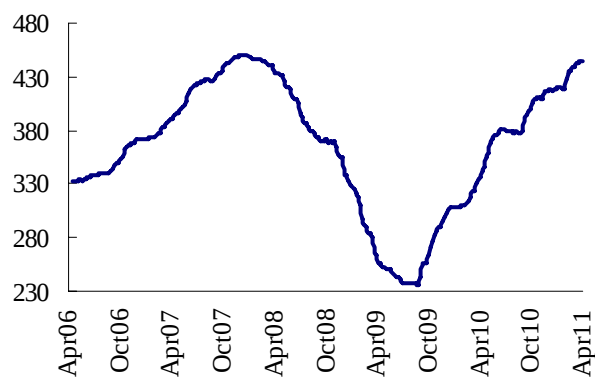
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 16: 欧洲市场顶级牛皮卡纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 17: 欧洲市场瓦楞原纸 (EUR/t)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

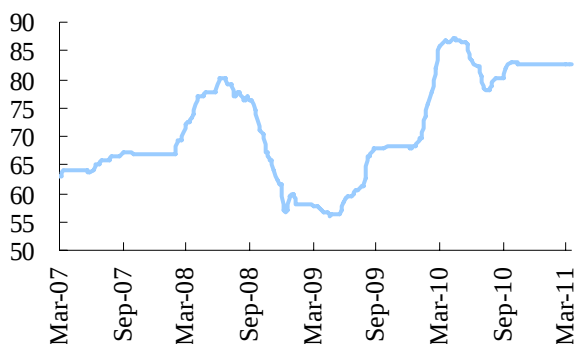
工业用纸或包装类纸品与印刷类纸品有很大的不同, 在经济复苏预期的

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 09 年 9 月份起迅速反弹。截至 2011 年 4 月 13 日，牛皮卡纸价格较 11 年初价格上涨了 1.5%。瓦楞原纸价格从 09 年 9 月起累积上涨 80%，反映了欧洲经济的好转，国际需求复苏比较强劲。我们认为随着原材料以及运费等成本上升，工业包装用纸的价格仍有上涨空间，但目前已创历史新高，涨幅应逐渐缓和。

4.4. 国内主要纸种价格

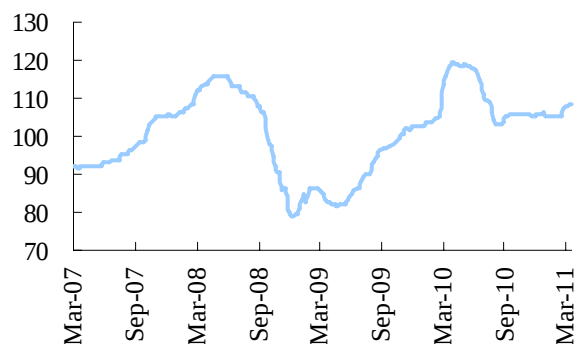
目前各纸种价格表现的比较稳定。分纸种来看，目前国内多数纸种都面临供过于求的压力，但由于淘汰落后产能、产能释放及各纸种所处的景气阶段不同，各纸种所面临的情况也有所不同。景气度较好的白卡纸、箱板纸产销状况还不错，文化纸的销售趋于平淡，而新闻纸需求低迷，铜版纸受到产能大量释放的影响，压力较大。进入 2、3 月份大部分纸种价格都有一定的上涨，其中白卡纸涨幅最大，约上涨了 300 元/吨。预计整个 2011 年纸产品价格仍以缓慢上涨为主基调，但主要是以消化原材料价格上涨为主要因素，产品毛利水平的提高不是很显著。

图 18: 灰底白板纸价格指数



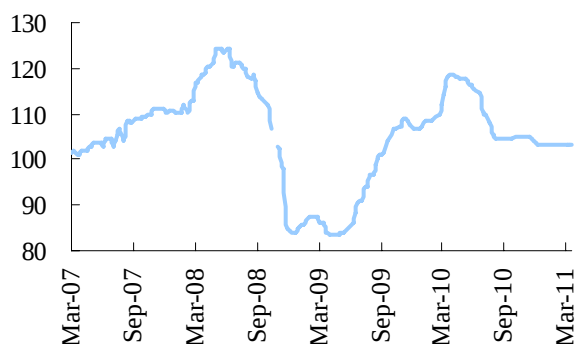
数据来源：纸业联讯，国泰君安证券

图 19: 白卡纸价格指数



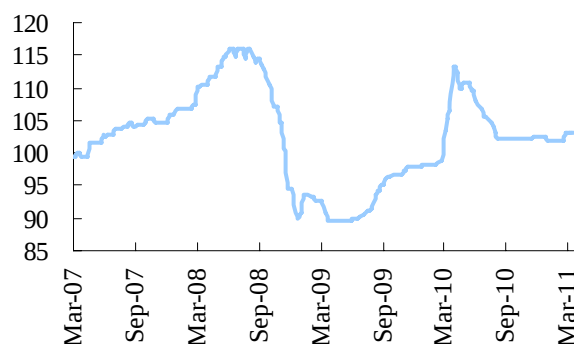
数据来源：纸业联讯，国泰君安证券

图 20: 铜版纸价格指数



数据来源：纸业联讯，国泰君安证券

图 21: 双胶纸价格指数



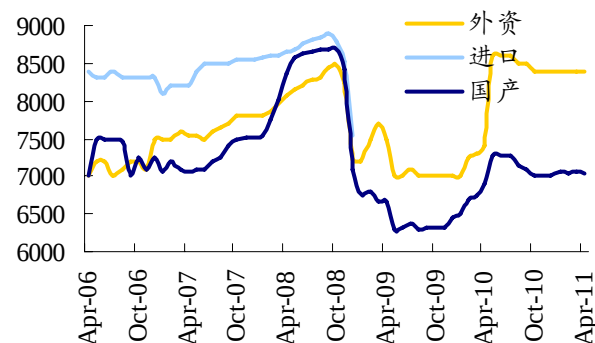
数据来源：纸业联讯，国泰君安证券

图 22: 新闻纸国内价格 (元/吨)



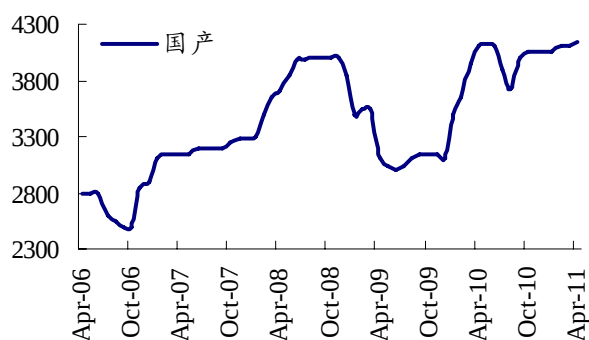
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 23: 轻涂纸国内价格 (元/吨)



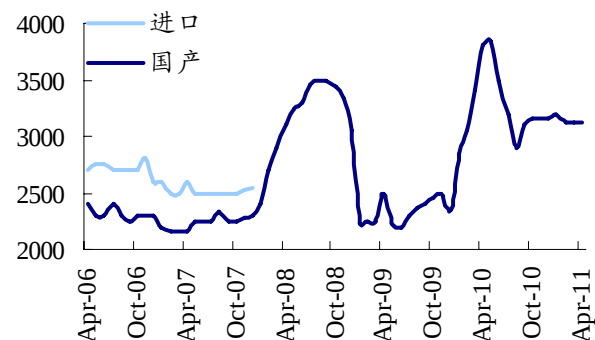
数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 24: 箱板纸国内价格 (元/吨)



数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

图 25: 瓦楞纸国内价格 (元/吨)

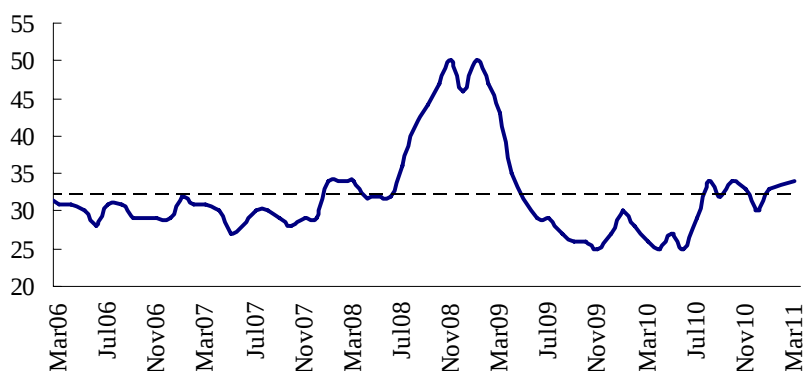


数据来源: 中国纸网, 国泰君安证券

5. 国际原材料与产品库存

11 年 3 月份全球纸浆库存为 33 天 (近几个月基本稳定), 接近 60 个月的平均水平 32.2 天。如我们前期判断, 高浆价吸引纸浆生产商进行生产线的新建和复产, 从而逐渐缓解纸浆市场上供需失衡的压力, 纸浆库存从低位回升。我们判断纸浆供求状况已经基本恢复平衡, 未来库存量将围绕 30 天左右的历史正常库存周期水平小幅波动。

图 26: 全球纸浆库存量 (周转天数)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

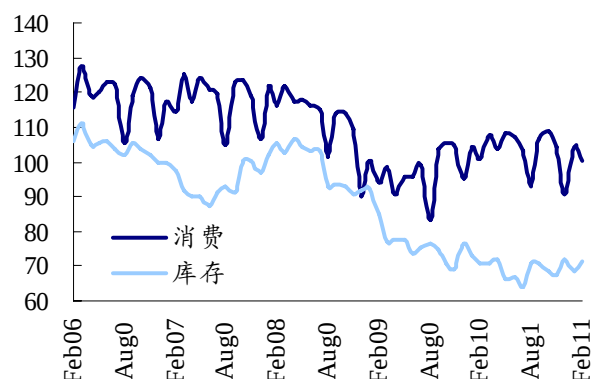
欧洲主要港口木浆库存 2 月份虽比 1 月份有所下滑，但依然处于近两年来的高点，且接近历史平均水平。欧洲市场上制造业库存较港口库存稍稳定，11 年 2 月份木浆库存量较上月增长 3%，纸浆消费仍在小幅波动，此次调整了 1.5%。我们认为制造环节木浆库存回升将是主要趋势，但从目前情况来看，恢复至前期正常水平仍需比较长的一段时间。

图 27: 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 28: 欧洲制造业库存-木浆 (万吨)



数据来源: Utipulp, 国泰君安证券

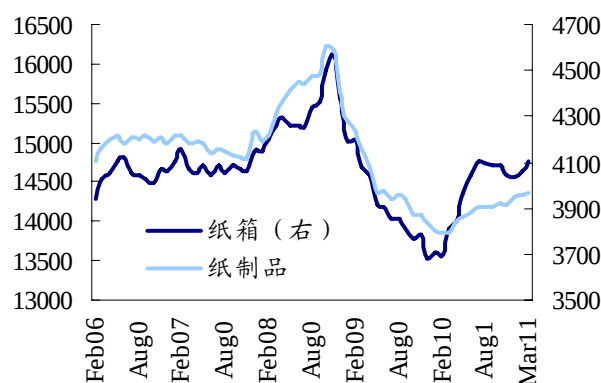
从美国情况来看，纸及纸板库存有所回升，但仍在低位，纸制品、纸箱库存回升迹象明显。从批发业来看，近期批发业库存/销售比继续超过 1.0 的水平，显示出市场需求趋于中性。批发业纸张库存明显提升，基本回到前期正常水平，或许预示着制造业库存的回升。

图 29: 美国制造业库存-纸浆及纸板 (百万美元)



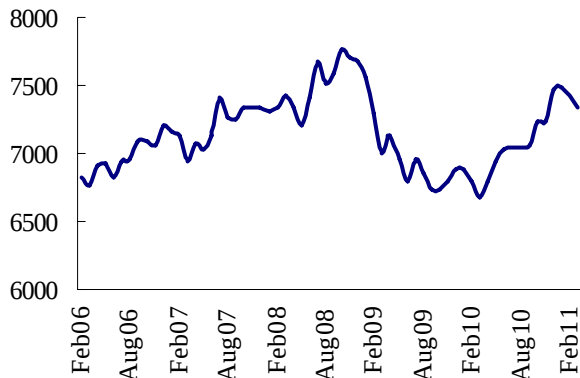
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 30: 美国制造业库存-纸箱、纸制品 (百万美元)



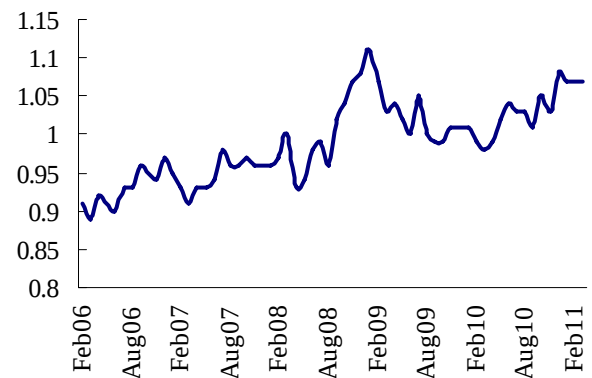
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 31: 美国商品批发业库存-纸张 (百万美元)



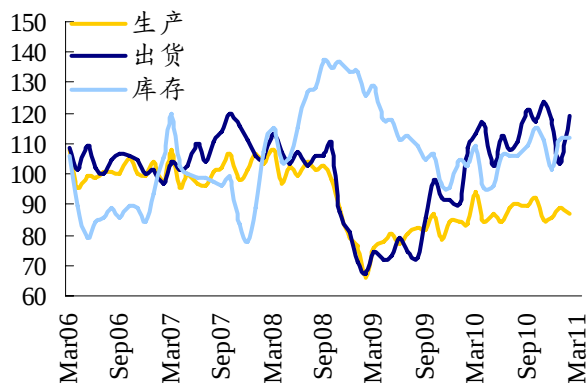
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 32: 美国批发业库存/销售比-纸张 (%)



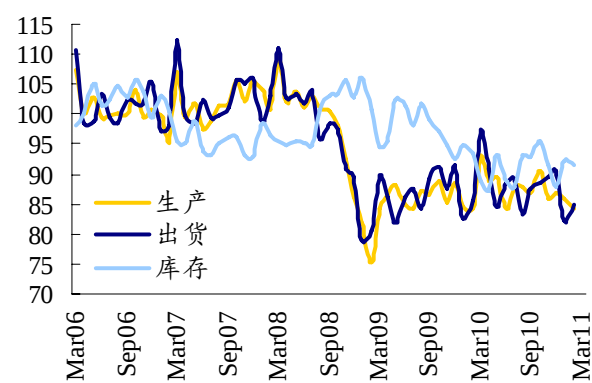
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 33: 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 34: 日本工业产值纸指数 (2005 年=100)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

从日本情况来看, 11 年 3 月份纸浆库存同比增加了 15.9%, 纸品库存同比降幅为 3.4%, 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。以上两图为日本震前数据, 我们预计地震后, 日本纸浆无论生产还是库存都会有少许的下降。

6. 公司推荐与主要上市公司业绩预测

从行业景气来看, 造纸行业 2011 年第一季度要略高于去年四季度, 但基本上低于 10 年第一季度。由于季节或春节的原因, 11 年第一季度的绝对销售收入与盈利还是要低于 10 年四季度。但从 2、3 月份纸产品价格的陆续上调, 以及二季度销售旺季的到来, 纸业上市公司的收入与盈利都将快速增长。

溶解浆的“故事”经过一个月的快速升温, 由于大家对供给量的过大担忧导致迅速的降温, 造纸行业总是由于自身供给的过大而自贬身价。但我们不应悲观, 这毕竟对造纸企业准确地说是溶解浆生产能力的企业

来说多了一项选择，或者说企业多了一条提高盈利能力的路。

我们判断 11 年 2 季度行业整体应表现平稳，虽然我们看好溶解浆对部分公司盈利能力的提升有重要影响，但距离 3 季度末或四季度初开始的陆续投产还有较长的时间，我们判断纸业板块二季度走势应与大盘走势相当，所以仍维持中性评级。

我们综合业内纸业公司的管理能力、纸品畅销程度、新项目投产以及溶解浆规模等因素，主要看好推荐的顺序是晨鸣纸业、太阳纸业、岳阳纸业、博汇纸业；较长时间来看岳阳纸业资源禀赋优异，同时具备央企资产整合平台潜质，可重点关注。

纸包装行业的美盈森由于募资项目退后投产，二季度无论销售还是利润都不会有大的增长，应着眼于下半年甚至 2012 年。印刷行业的东港股份逐渐进入智能卡、智能标签等高盈利领域，目前股价已有比较充分的调整，可以说已具有较高的安全边际。

表 6: 造纸行业重点公司的财务预测与价值评估

公司	4 月 11 日价格	PB	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	本期建议
晨鸣纸业	8.24	1.26	0.41	0.56	0.80	20.1	14.7	10.3	增持
太阳纸业	12.31	3.64	0.95	0.63	0.90	13.0	19.5	13.7	增持
岳阳纸业	10.48	1.47	0.14	0.15	0.50	74.9	69.9	21.0	增持
东港股份	23.60	3.04	0.67	0.63	0.85	35.2	37.5	27.8	增持
美盈森	42.00	4.55	0.94	0.80	1.05	44.7	52.5	40	增持
博汇纸业	8.4	1.41	0.40	0.36	0.44	21.0	23.3	19.1	增持
中顺洁柔	33.34	6.39	0.92	0.67	0.92	36.2	49.8	36.2	谨慎增持
合兴包装	15.00	4.12	0.35	0.35	0.50	42.9	42.9	30.0	谨慎增持
景兴纸业	7.52	1.60	0.08	0.32	0.42	94.0	23.5	17.9	谨慎增持
华泰股份	9.94	1.07	1.69	0.28	0.40	5.9	35.5	24.9	谨慎增持
美利纸业	9.12	3.48	0.05	-0.37	0.05	182.4	---	182.4	谨慎增持
银鸽投资	11.34	4.59	0.10	0.05	0.10	113.4	226.8	113.4	中性
山鹰纸业	5.91	1.63	0.41	0.35	0.38	14.4	16.9	15.6	中性

数据来源：Wind，国泰君安证券

表 7: 造纸行业国际估值对比

公司简称	股价	09PE	10PE	11PE	PB	EV/EBITDA	ROE
IP	29.90	15.33	10.76	9.04	1.92	6.08	10.02
UPM	15.09	13.99	11.17	10.27	1.11	8.85	8.20
STORAENSO	8.70	8.96	10.01	9.66	1.11	8.23	13.52
OJI	371.00	12.53	12.45	11.80	0.84	#N/A N/A	5.77
HOLMENAB-B	226.00	27.03	14.17	13.80	1.12	11.18	4.21

DOMTAR	88.49	8.11	9.74	10.53	1.17	3.68	20.63
理文纸业	5.63	13.80	14.55	11.88	2.39	11.68	19.69
玖龙纸业	9.43	15.40	14.09	10.47	1.85	13.02	12.81
阳光纸业	2.20	7.46	5.41	4.23	1.14	13.59	3.47
群星纸业	2.18	5.54	8.34	#N/A N/A	1.02	4.33	13.83
恒安国际	63.70	31.91	26.38	20.95	7.42	23.44	24.98
维达国际	29.90	15.33	10.76	9.04	1.92	6.08	10.02

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，2003-2010 年连续八届《新财富》造纸印刷行业最佳分析师，2004 年同时获得食品饮料行业第三名。

S0880511010012

0755-23976228

wangfeng@gtjas.com

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	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		