

LPG 价格下跌利好石化企业 看好齐翔腾达、海越股份

研究结论

- 自 5 月份进入需求淡季以来，LPG（液化气）价格一路走低，目前已跌至 6000 元/吨左右，两个月内的跌幅接近 25%。我们分析认为，二、三季度皆属于 LPG 的需求淡季，未来价格还有望进一步走低，预期这将降低下游石化深加工企业的成本，提高其盈利水平。
- 我们分析认为齐翔腾达有望成为本次价格下跌受益最为直接的企业。目前公司主要原材料来自液化气中的 C4 组分。从历史经验看，C4 价格基本比 LPG 价格高 1200 元/吨左右。公司利用 C4 除生产甲乙酮外，还生产混合丁烷、MTBE、叔丁醇、异丁烯等产品，因此对 C4 价格的业绩敏感度还要高于甲乙酮。我们测算，目前吨 LPG 价格每 1000 元变化，齐翔的业绩弹性为 0.3 元，大于甲乙酮的 0.2 元。因此成本的降低将有望极大提升公司的业绩。

公司对 LPG 价格变化业绩敏感度示意图：

LPG 价格（元/吨）	齐翔业绩（元）
4500	2.24
5000	2.1
5500	1.9
6000	1.8
6500	1.6

- 海越股份公告建设 138 万吨 LPG 石化深加工项目，我们分析认为，LPG 相对于石脑油具有纯度高、碳链短、裂解收率高的特性，是一种更优良的裂解原料。未来随着西气东输二期工程的全面开通和 LNG 进口项目的不断上马，华东液化气需求将逐步萎缩；而供给则会随着炼厂的扩能有 50% 以上的增长。我们判断供过于求将造成 LPG 价格涨幅远小于石脑油的涨幅，未来几年其价差预计将会保持在 2500 元/吨以上。而公司以 LPG 为原料，则有望享受低成本所带来的超越传统石化行业的盈利水平。

投资策略和建议：

如上文分析，我们认为近期 LPG 价格下跌及未来供过于求大的大方向，为我国 LPG 深加工企业提供了难得的发展机遇，我们看好齐翔、海越的发展前景。

- 齐翔腾达：我们维持公司 2011 年、2012 年每股盈利预测 1.93 元、2.23 元、维持公司买入评级，目标价 48 元。
- 海越股份：我们维持公司 2011 年、2012 年每股盈利预测 1.16 元、1.56 元。依照 DCF 法，对应目标价 21 元，维持公司买入评级。
- 风险因素：原油价格大幅飙升；世界经济出现二次探底

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

赵辰

联系人

8621-63325888 × 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

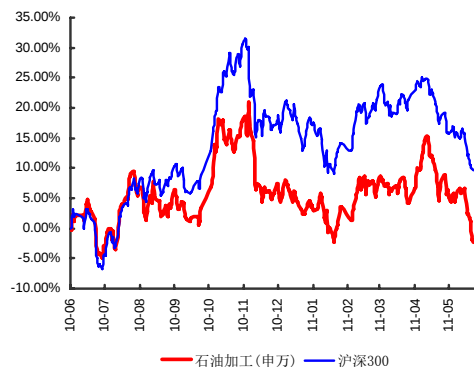
行业

石化行业

报告发布日期

2011 年 6 月 7 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	股价	2011E	2012E	目标价	评级
中国石化	8.5	0.86	0.97	16.2	买入
沈阳化工	10	0.6	0.93	14	买入
辽通化工	11.59	0.9	1.04	14.5	买入
齐翔腾达	30	1.93	2.2	48	买入
海越股份	13.3	1.16	1.56	21	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1. LPG 石化深加工企业成本优势凸显	4
1.1 近期 LPG 价格大幅下跌	4
1.2 未来 LPG 供过于求的趋势非常明显，景气将逐年下滑.....	4
2. 齐翔腾达：LPG 价格下跌最大受益者.....	6
2.1 甲乙酮—C4 价差再次扩大.....	6
2.2 出口价格显著高于国内价格	7
2.3 丁二烯项目将支撑公司 12 年业绩成长.....	7
3. 海越股份：正在崛起的 LPG 深加工龙头企业.....	8
3.1 LPG 相比石脑油是更优良的石化原料.....	8
3.2 LPG 相比石脑油有更强的成本优势	8
4. 投资建议	10

图表目录

图表 1 2011 年华东 LPG 价格变化示意图（元/吨）	4
图表 2 2011 年我国甲乙酮、C4 价差变化示意图（元/吨）	6
图表 3 2001—2005 年国内石脑油、国际石脑油及液化气价格示意图（元/吨）	9
图表 4 2007-2011 年石脑油及液化气价格示意图（元/吨）	9
表格 1 2003—2010 年我国 LPG 产量、进口量、消费量统计（万吨）	4
表格 2 已投入运营\获批的 LNG 气化站（包括二期和三期提案）	5
表格 3 2003—2010 年液化气收率统计（万吨）	5
表格 4 江浙沪炼油现有和预计扩产产能统计（万吨）	6
表格 5 齐翔腾达 LPG 的业绩敏感度分析	7
表格 6 各主要炼油工艺副产炼厂气组分比较	8
表格 7 2010—2013 年石脑油及液化气价格统计及预测	10

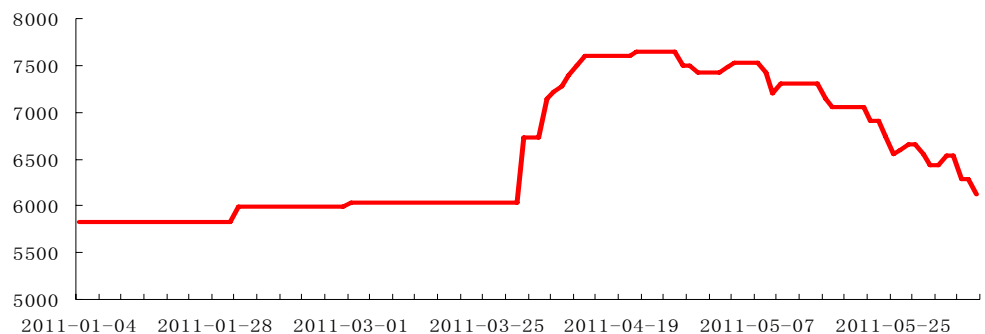
1. LPG 石化深加工企业成本优势凸显

目前通行的石油化工路线主要原料为石脑油。近些年来，随着工艺的进步，以 LPG（液化气）为原料加工下游石化产品得到了越来越广泛的应用。据 CMAI 统计，2009 年用作化工原料的 LPG 已占世界 LPG 总消费量的 23.9%。而相比之下，我国的 LPG 的石化应用还较为有限。但也出现了一些有代表性的 LPG 石化深加工企业，如齐翔腾达（加工 LPG 中的 C4 组分）、海越股份（即将上马 138 万吨 LPG 石化深加工项目）。我们分析认为，因为 LPG 深加工相比石脑油有明显的成本优势，因此未来的发展前景将非常光明！

1.1 近期 LPG 价格大幅下跌

今年以来，LPG（液化气）在经过了一季度的需求旺季以后，从 5 月份开始价格大幅下跌。目前华东主要地区的液化气价格已跌至 6000 元/吨左右，相比 4 月份的高点，跌幅在 25% 左右。而展望未来，6-10 月份 LPG 需求依然处于淡季，价格还有望进一步走低，以往年经验来看，全年的价格低点将会出现在 8、9 月份。因此对我国以 LPG 为原料进行石化深加工的企业来说，2、3 季度的原料成本无疑会大幅降低。

图表 1 2011 年华东 LPG 价格变化示意图（元/吨）



资料来源：隆重石化网

1.2 未来 LPG 供过于求的趋势非常明显，景气将逐年下滑

在需求端：我国 LPG 消费量受天然气压制非常明显。随着 05 年“西气东输”一期工程的全线贯通，由于在价格上没有优势，LPG 需求萎缩就非常明显（目前天然气出厂基准价仅为 1155 元/吨，远远低于 LPG 动辄 5、6 千元/吨的价格）。06-09 年 LPG 消费量基本没有任何增长，显著低于之前接近 10% 的年复合增长率。尤其是华东地区，从进口量分析，基本只有西气东输前的一半左右。

表格 1 2003—2010 年我国 LPG 产量、进口量、消费量统计（万吨）

年份（万吨）	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
产量	1,320	1,472	1,611	1,745	1,934	1,860	1,792	2,110
进口量	638	641	617	388	408	245	404	324
消费量	1,958	2,113	2,228	2,133	2,342	2,105	2,196	2,434

增速 8% 5% -4% 10% -10% 4% 11%

资料来源：东方证券研究所整理

而展望未来，2010年，从土库曼斯坦进口的约50亿立方米管道天然气将经由西气东输二线供应上海、广州等十多个城市，2012-2013年进口量将增至400亿立方米；此外，年输量为120亿立方米的“川气东送”项目也已投产。这些廉价的天然气产能将进一步替代LPG的需求。（进口天然气上海门站价仅有为11.3美元/MMBtu，显著低于液化气目前接近20美元/MMBtu的价格）。

除了天然气外，进口LNG（液化天然气）近几年对LPG的替代也很明显。2009年LNG的进口量首次超过LPG，达到500万吨。根据已经批准的6个LNG项目的一期工程情况，我们预计到2012年LNG进口量将达260亿立方米/年左右，而这些项目的总设计输送能力为550亿立方米/年（4000万吨/年）左右。除了已批准项目外，还有11个项目处于待批阶段。如果所有拟建项目都最终达产，则一期生产能力将为460亿立方米/年（3300万吨/年），并可能增至700亿立方米/年（5100万吨/年）。

表格 2 已投入运营/获批的 LNG 气化站（包括二期和三期提案）

位置	所有人	工期	生产能力（百万吨）	开始运营时间	气源	状态
大鹏	中海油/英国石油/深圳市燃气集团等	一期	3.7	2006	澳大利亚	运营中
		二期	7.0	na	NWS	
		三期	10.0	na		
莆田	中海油/福建省投资开发集团有限责任公司	一期	2.6	2009	印尼	运营中
		二期	5.2	na	Tangguh	
上海	中海油/申能（集团）	一期	3.0	2010	马来西亚	在建
		二期	6.0	na	Petronas	
南通	中石油/江苏国信集团/RGM International	一期	3.5	2011	澳大利亚	在建
		二期	6.5	na	Gorgon	
大连	中石油/大连港等	一期	3.0	2011	澳大利亚	在建
		二期	6.0	na	Browse	
宁波	中海油/浙江省能源集团/宁波市电力开发公司	一期	3.0	2012		已批准
		二期	6.0	na		

资料来源：东方证券研究所整理

在供给端：未来华东主要炼厂“十二五”规划都有炼油扩能的计划。我们预计十二五期间华东地区新增炼油产能将达到5150万吨，为现有产能的70%。依照历史统计，炼厂气收率基本为5%，因此未来由此将多产生250万吨的液化气，基本占到江浙沪目前市场需求的50%以上，未来LPG市场将会面临严重的供不应求的局面。因此我们预测未来LPG景气将逐步向下，价格也将维持在低位徘徊。

表格 3 2003—2010 年液化气收率统计（万吨）

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
液化石油气	1,320	1,472	1,611	1,745	1,934	1,711	1,792	2,110
原油加工量	24,255	27,307	28,622	30,651	32,679	34,207	37,460	42,287
液化气收率	5.4%	5.4%	5.6%	5.7%	5.9%	5.0%	4.8%	5.0%

资料来源：东方证券研究所整理

表格 4 江浙沪炼油现有和预计扩产产能统计（万吨）

江浙沪炼厂	现有产能	十二五计划新增产能
镇海炼化	2500	2000
上海石化	1400	1100
金陵石化	1350	500
高桥石化	1300	1200
扬子石化	800	350
合计	7350	5150

资料来源：东方证券研究所整理

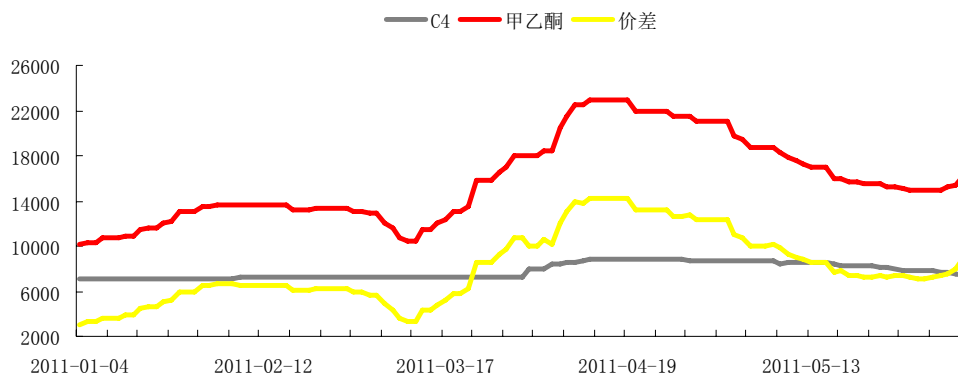
2. 齐翔腾达：LPG 价格下跌最大受益者

齐翔腾达是我国 C4 深加工的龙头企业，其主要原材料就是利用 LPG 中的 C4 组分。基本上 C4 与 LPG 的价格差稳定在 1200 元/吨左右。今年 4 月 C4 最高价格曾达到过接近 9000 元/吨，近期随着 LPG 下跌，C4 价格也回落到 7000 元/吨左右，这对齐翔的成本无疑是一个很大的利好。我们认为未来齐翔腾达有以下三大看点：

2.1 甲乙酮—C4 价差再次扩大

今年在日本地震后甲乙酮价格 1 个月内从 10800 元/吨上涨至 23000 元/吨，暴涨了 1 倍以上。而进入 5 月的需求淡季后，价格开始下滑，直至 15000 元/吨左右。在上周甲乙酮价格出现了企稳反弹，全周价格涨幅达到了 8% 以上，到 16300 元/吨。而同期 C4 价格也有了 20% 以上的跌幅，甲乙酮与 C4 间价差的减少其实远小于甲乙酮本身的跌幅。展望未来，华东地区 7 月份将进入甲乙酮需求旺季，而华南在半个月后也将进入需求旺季，因此未来三季度甲乙酮价格在需求端将有着很强的支持，价格还有望进一步上涨（去年甲乙酮价格的上涨其实就是始于三季度）。

图表 2 2011 年我国甲乙酮、C4 价差变化示意图（元/吨）



资料来源：隆重石化

并且由于 C4 还是齐翔腾达除了甲乙酮以外其他产品，如叔丁醇、异丁烯、MTBE 的原料，每年的耗用量在 30 万吨左右，远大于今年甲乙酮 14 万吨左右的产量。因此齐翔的业绩对 C4 的敏感度其

实更大，每千元的业绩敏感度基本在 0.3 元左右，大于甲乙酮 0.2 元。依照我们对全年甲乙酮均价 16500 元/吨的假设，LPG 从 4500 元/吨到 6500 元/吨对应齐翔的业绩如下：

表格 5 齐翔腾达 LPG 的业绩敏感度分析

LPG 价格（元/吨）	齐翔业绩（元）
4500	2.24
5000	2.1
5500	1.9
6000	1.8
6500	1.6

资料来源：东方证券研究所整理

2.2 出口价格显著高于国内价格

本次价格上涨的根本动因在于地震造成日本产能长期停产，进而影响了世界甲乙酮的供求平衡。日本甲乙酮产量在 30 万吨左右，每年出口量也在 15 万吨左右，皆占到东亚的一半以上。日本地震后我国的出口变得异常火爆，3、4 月总共出口量了 2.5 万吨左右，5 月随着需求淡季的来临，出口虽有所放缓，但还是维持在万吨以上。

目前公司产品 50% 以上用于出口，并且出口价格在震后一直高于国内价格 2000 元/吨左右。因此，如果单纯依靠国内的价格测算公司的业绩，就难免有低估之嫌。并且我们判断在国内外价格尚有价差的情况下，未来甲乙酮价格向下的空间也较有限。

2.3 丁二烯项目将支撑公司 12 年业绩成长

目前市场普遍担心，公司今年业绩主要是受益于地震造成的价格上涨，明年将很难持续。我们分析认为，公司年底达成的 10 万吨丁二烯项目将保证 12 年的业绩成长性。以丁二烯价格 20000 元/吨、毛利 35%，12 年达产 80% 计算，该项目 12 年贡献毛利就高达 5.6 亿元，占到公司 11 年毛利的 50% 以上。因此 2012 年，即使考虑到甲乙酮价格可能的下滑，丁二烯项目的投产，也将保证公司盈利的成长性。

并且展望未来，丁二烯的供求将非常紧张，无论是价格还是盈利能力都有望进一步提升，原因如下：

1. 丁二烯是生产合成橡胶最关键的原料之一，整个来讲需求的增长未来会非常的稳定。2. 从供给上看，丁二烯的供应是越来越偏紧的，以前的丁二烯像美欧地区的原料都是以重质原料为主，但现在都开始转向轻质原料，它的副产丙烯和丁二烯会越来越少，而中东地区本身就是以轻质原料和石油伴生气为主，所以中东工艺路线本身并不生产丁二烯。而中国现在是唯一一个石脑油产能还在增加的地区，但还不足以抗拒国际石脑油产能的整体性下降。所以丁二烯这个供应，除了中国大陆其他地方都是在减少，这个趋势会继续维持下去，因此未来很长一段时间丁二烯的供求都将非常紧张。

3. 海越股份：正在崛起的 LPG 深加工龙头企业

公司为浙江诸暨上市公司，现有业务为收费公路、加油站和商业地产三部分，皆为收费业务，每年能稳定贡献 6000-7000 万元的利润。由于传统业务市场发展空间有限，公司一直在筹划战略转型，近期公司公告将投资建设 138 万吨 LPG 深加工项目生产下游石化产品，我们分析认为公司选取 LPG 作为石化原料具有裂解收率高，成本低特性，未来公司在石化领域的将大有可为！

3.1 LPG 相比石脑油是更优良的石化原料

石脑油是目前最重要的石化原料，其主体成分为：烷烃 55.4%、单环烷烃 30.3%、双环烷烃 2.4%、烷基苯 11.7%、苯 0.1%、茚满和萘满 0.1%。整体上说，石脑油成分较为复杂，为 C4-C6 的石油馏分混合物，且环烷烃比例较高。相比之下 LPG 成分就更为简单，基本以 C3、C4 等直链烷烃或烯烃为主，且纯度一般较高。相比石脑油是更好的石化裂解原料。

从目前较为成熟的工艺看，同等质量的液化气与石脑油相比，液化气的芳烃产率稍低但烯烃产率远高于石脑油。另外使用 LPG 作为石化原料比石脑油能耗更低，一般可以降低 20-30%。随着我国节能减排标准的日趋严格，未来 LPG 作为裂解原料的优势有望得到进一步的凸显

表格 6 各主要炼油工艺副产炼厂气组分比较

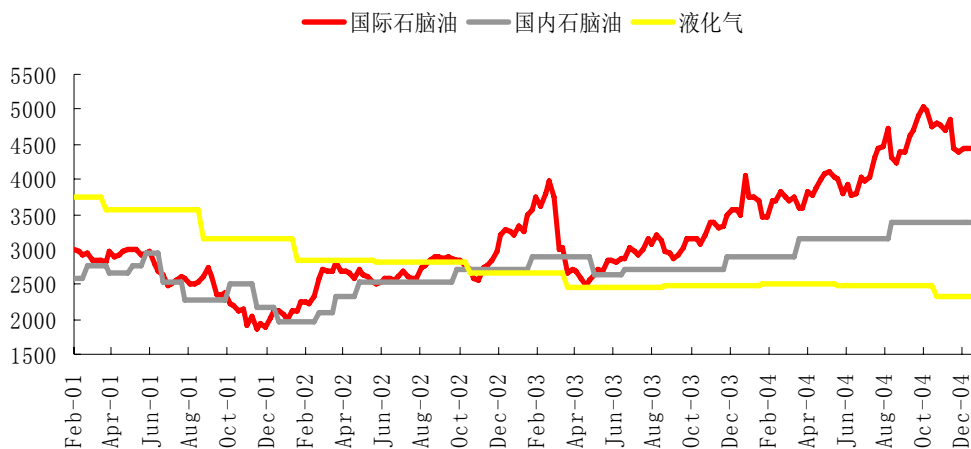
项目	催化裂化	催化裂解	高温热解	延迟焦化	催化重整	
原料	减压馏分		轻油		轻油	
反应温度	480~530		750~900		~500	
气体组成(质量分数)%	氢气	0.16	0.5	0.8	0.66	83.32（体积分数，%）
	甲烷	4.21	7	15.3	26.61	8.55（体积分数，%）
	乙烷	1.03	4.3	3.75	21.23	3.76（体积分数，%）
	乙烯	7.86	8.8	29.8	3.97	—
	丙烷	11.04	6.6	0.25	18.09	2.37（体积分数，%）
	丙烯	27.64	37.6	14.1	10.55	—
	正丁烷	4.37	1.8	—	—	0.48（体积分数，%）
	异丁烷	18.43	4.5	9.3	—	0.68（体积分数，%）
	丁烯	23.75	29	(C4 馏分)	7.53	—
C4 以上及其它	1.51	0	26.65	0.58	0	

资料来源：东方证券研究所整理

3.2 LPG 相比石脑油有更强的成本优势

我国 LPG 作为石化原料的普及慢于国际水平，除了工艺落后以外，还有一个重要的原因就是成本。05 年以前，国内石脑油出厂价是按照盯住 90 号汽油出厂价确定(约为其 90%)。这样的定价方式导致当时我国石脑油价格被严重低估，与国际价格差距很大，同期与同等质量的液化气也有相当的价差，因此当时 LPG 作为石化原料在成本上有较大劣势，限制了其推广。

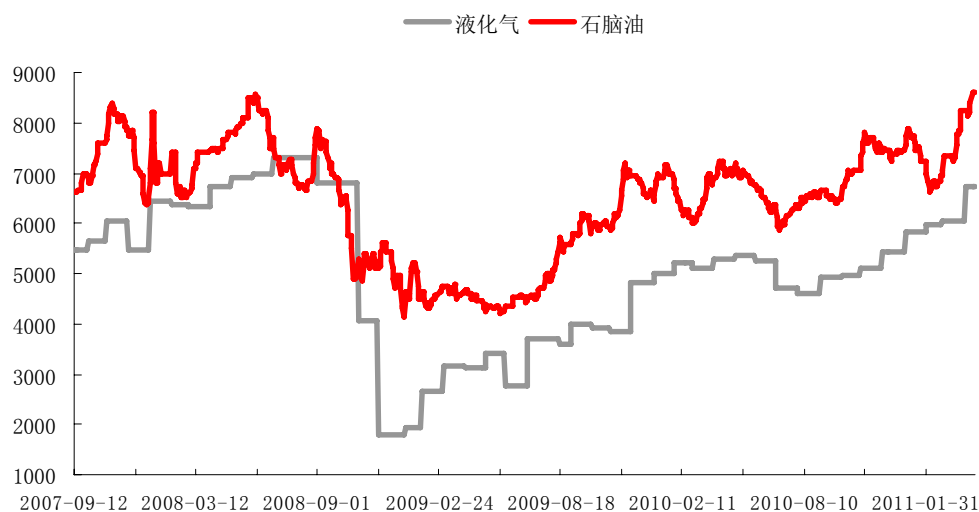
图表 3 2001—2005 年国内石脑油、国际石脑油及液化气价格示意图（元/吨）



资料来源：隆重石化

但从05年开始，我国石脑油出厂价采用与国际接轨的市场化定价方式,即根据东南亚上月平均到岸价格（CIF价）加上增值税确定。新的定价机制出台后，国内石脑油价格显著升高，与国际价格水平迅速靠拢。并且09年开始对外售石脑油征收每吨1385元的消费税，更是人为的提高了我国石脑油的成本。因此在我国LPG代替石脑油做制烯烃原料的经济优势变得非常明显。目前有越来越多的企业捕捉到这一商机，如：江山化工公告计划投资16亿元建设LPG深加工8万吨顺酐项目；天茂集团拟投资3.02亿元建设年产20万吨的C4烯烃催化裂解制丙烯工程；吉林化工计划投资建设LPG深加工生产20万吨丙烯项目；山东玉皇计划投资建设20万吨LPG深加工制丙烯项目、天津大沽石化也计划上马30万吨以上的丙烷脱氢项目。

图表 4 2007-2011 年石脑油及液化气价格示意图（元/吨）



资料来源：隆重石化

由我们前文分析可知，未来华东 LPG 市场面临着严重的供过于求的局面，因此我们判断未来 LPG 价格上涨幅度将远远小于同期石脑油的涨幅。依照我们对国际油价未来走势的判断，我们预测未来几年石脑油、LPG 价差将会保持在 2500 元/吨以上。

表格 7 2010—2013 年石脑油及液化气价格统计及预测

	2010A	2011	2012	2013
原油价格（美元/桶）	80	95	100	105
同比增长		19%	5%	5%
石脑油价格（元/吨）	7,000	8,260	8,673	9,107
同比增长		18%	5%	5%
液化气价格（元/吨）	5,100	5610	5778	5952
同比增长		10%	3%	3%
价差	1,900	2650	2895	3155

资料来源：东方证券研究所整理

4. 投资建议

如上文分析，我们分析认为近期的 LPG 价格下跌及未来供过于求大的行业方向，为我国 LPG 深加工企业提供了难得的发展机遇，我们看好其中有代表性的企业——齐翔腾达和海越股份的发展前景。

齐翔腾达：我们维持公司 2011 年、2012 年每股盈利预测 1.93 元、2.23 元、维持公司买入评级，目标价 48 元。

海越股份：我们维持公司 2011 年、2012 年每股盈利预测 1.16 元、1.56 元。依照 DCF 法测算，我们预计公司的合理股价为 21 元，维持公司买入评级。

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn