

中性（首次）

非透明市场孕育投资机会

2011年8月5日

—2011招商林业论坛纪要

上证指数

2704

行业规模

		占比%
股票家数（只）	43	2.2
总市值（亿元）	1490	0.6
流通市值（亿元）	1110	0.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.0	11.3	11.2
相对表现	1.4	13.3	7.4



相关报告

- 1、《造纸轻工 2011 年中期投资策略：国内市场是第二桶金》2011/6/8
- 2、《太阳纸业(002078)-增发延续良性成长势头》2011/03/21
- 3、《岳阳纸业(600963)-林、浆产能扩张提升公司估值》2010/02/04
- 4、《吉林森工（600189）-中长期林、板皆有增长》2010/05/20
- 5、《美克股份(600337)-“勤俭持家”亦是企业经营美德》2011/05/11

王旭东

021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
S1090511040043

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

会议主要结论：

- 国有林大部分为生态林，很少能有主伐的机会，最多是间伐、采光伐等微量砍伐。所以一方面国有林权改革难度很大，另一方面，能落实到有砍伐权林地的面积不会太大。
- 国家对生态林的保护政策在趋紧，总体砍伐指标（十二五规划是 2.8 亿立方）也在逐年下降。
- 因为生长率的关系，国内主要的商品林、速生林在南方（海南、云南、广西、四川、贵州、江西、湖南、湖北南部等），这些地区已被林业投资公司梳理过多次，但还蕴藏机会。这些地区还不太透明，比如广西全省范围没有下放过林权证，每地的育林基金、林权现状、林权流转政策等不一样，用心运作的企业仍有机会找到优质林。
- 负责林地项目贷款的国开行专家的观点认为：国内林地的生长率一般在 3-5%，加上 3%左右的涨价因素，平均的投资回报率在 6-10%，个别优质林可以做到 12%。是可再生的超长周期稳定回报行业，并非暴利行业。
- 成功的林业项目应该将国内、国际林地相结合，并拥有灵活的下游（合作或自建）加工能力，分享各类下游的景气机会。比如目前较景气的是：木屋、中纤板、竹浆。依专家的观点，林业还是一个因不透明而充满机会的行业，真正挣钱的公司并未为广所知，他们往往也比较低调（因为有一些擦边球的原因挣到了钱）。目前 A 股市场上，国内、国际相结合（或有预期）的企业是太阳纸业、岳阳林纸。
- 林地的生长周期太长，比如最快速生的桉树也得 5 年，杨树 9 年，松树 15 年（北方 30 年），而非洲、南美的珍稀树种生长周期在 80 年以上。因此，能快速见效的办法还是那些能够成功收购或合作到成熟林，开发完再找下一个成熟林运作的企业，从种植到砍伐和完整周期做下来，中短期资本很难坚持下来。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
岳阳林纸	8.01	0.19	0.49	0.57	16	11	1.5	强烈推荐-A
太阳纸业	10.49	0.63	0.82	1.00	13	9	3.0	审慎推荐-A
晨鸣纸业	6.69	0.56	0.70	0.91	10	7	1.0	审慎推荐-A
华泰股份	9.97	0.14	0.19	0.77	52	17	1.1	中性-A
永安林业	8.32	0.13	0.34		203	208	4.2	中性-A
吉林森工	11.11	0.04	0.04	0.08	66	46	2.7	中性-A
景谷林业	10.53	0.17	0.24	0.27	170		4.8	--
中福实业	9.13	0.11			86		6.0	--
升达林业	9.94	0.10			98		4.2	--

资料来源：招商证券

正文目录

一、林业产业链上市公司及非上市林业公司交流情况	3
二、专家发言记录	5
三、相关行业数据资料	9

图表目录

图 1: 2010 年人造产品比例	10
图 2: 我国胶合板年产量及增长率	10
图 3: 我国纤维板年产能	10
图 4: 2001-2010 年刨花板年产量及增长率	11
图 5: 2001-2010 年胶合板进出口贸易	11
图 6: 2001-2010 年纤维板进出口贸易	12
图 7: 2001-2010 年刨花板进出口贸易	12
图 8: 胶合板价格走势	12
图 9: 中纤板价格走势	13
图 10: 刨花板价格走势	13
图 11: 中国板式家具基材	13
图 12: 欧洲板式家具基材	13
图 13: 人造板下游主要用途	14
图 14: 胶合板运用领域结构	14
图 15: 2005-2007 年纤维板产品结构变化	14
图 16: 刨花板运用领域	15
表 1: 增发项目 1--老挝林浆纸一体化项目	4
表 2: 林业上市公司林业资源、砍伐量及市值情况	9
表 3: 林业盈利能力简析分析	9
表 4: 人造板的生产与消费	15

一、林业产业链上市及非上市公司交流情况

吉林森工:

- 1、原来砍伐量 30 万立方米，11 年开始为 14 万立方米（大、小兴安指标下降的更惨，从几十立万立方米下降到 1 万立方米都不到，几乎冻结），政策要求砍伐指标下调。砍伐量下去价格都能涨回来。一立方米指标的下降给 1000 元左右的补偿，支持企业职工下岗，转产，但给到集团，给不到上市公司。集团总共 8 个长白山农场，仅 1 个红石农场（29 万公顷）在股份公司。
- 2、公司在大连合资涉足房地产，公司出 4000 多万，借款（给开发公司）4 亿多，相应的地尚未开发（施工许可证正在办）。“涉房”影响到公司再融资及资本运作，再合作租集团林地也是延续原租赁采伐权的形式，但难度目前太大了。
- 3、育林基金---只针对原木：各个地方不同育林基金，有的基本不征收，江西基本不征收。其省已经下降到 10%，为什么吉林还是 26%（是销售收入的 26%，售价含 26%，26%进成本）。原因吉林省林业厅在公关，他们不想降。公司以柞木（成材 60 年以上，120 年的最好）为主，卖 1000 多元/立方-5000 多元/立方，公司卖 2000 多元/立方。
- 4、吉林森工是国有森工第一家上市，也是最后一家国有林业资产上市的公司。国家说东北林业不允许改变性质，但是有个文件，说的不太明确，后来打了擦边球批准了，过几年国家林业局过来查，补偿了资源补偿费。上市公司租林业，按照 26%（利益归政府）的基础上，每立方米每年补交 100 元（利益归红石林业局）。
- 5、公司刨花板有 7 个加工厂，有 50-60 万立方米的年加工能力，面临原料短缺问题致开工不足---因为木材降产（原料最成问题的竟然是位于东北林区的生产基地）。公司问协会领导：未来能否买个林地，给予持续发展。

岳阳林纸:

不要对林地瑕疵过于在意，最重要是控制，而不是林权证完全流转，因为成本太高。

未来规划不低于 1000 万亩林地，国内 500 万亩，国外超过 500 万亩（圭亚那、俄罗斯期等）国内依托中国城通作为央企林业平台，纸浆需要大的龙头来牵头，浆产能 500 万吨，纸产能 300 万吨。

骏泰项目 100%自供木材需约 500 万亩（算法：怀化的生长量是 0.5-0.75 立方米/亩年。40 万吨浆年需 200 万木材，对应林 400 多万亩）。怀化十一五已造 250 万亩，十二五再造 210 万亩，按骏泰配套思路改造，还需十年时间。现有林地可保证 8-9 万立方木供应，其它外购。

贵州的林浆项目中冶集团一直未能成功拿下，是否中纸能拿下不明。具体不详。

中纸广西远海的林浆项目：广西生长量 1.5 方/亩年（5 年轮伐取 6 方材）。中纸董事长马振武去过，具体不详。

太阳纸业（吃饭中交流信息）

本部 30 万吨浆改产溶解浆，投资约 5000 万元/吨左右（技改+原投资），成本 6000 多元/吨，目前溶解浆从 1.5 万回落至 1.2 万，去增值税后仍有 3000 元/吨左右的盈利。

老挝项目正常进行，在老挝沙湾拿吉省色奔县建设，色奔县位于老挝的南部，位于北纬16°43'；东经106°9'。距离越南52公里，距离越南岘港330公里，距离公司在越南拟投资新建的专用码头90公里。

表 1：增发项目 1--老挝林浆纸一体化项目

建设内容和规模	(3万示范+合作林7万公顷) 原料林基地及30万吨林浆厂
投资额	13亿元
资金来源	募集资金
建设期	--
建设进度	发改委<2009>967号批准，已取得老挝政府《外国投资许可证》(投资计划部046-10号)
投产时间	预计2011年底
预期收益	内部收益率31.92%投资回收期4.98 年

资料来源：公司公告、招商证券

宜华木业——未发言，有部分基金调研了北京的体验店。

厦门建发纸业公司——上市公司**厦门建发**的子公司。他们在竹浆领域做的很大，在四川等地有数十万吨的竹浆合作产能。他们认为按照目前的竹浆规模，自己公司的竹浆业务就值30亿市值（我们还没有核实算帐）。他们的竹浆出口欧洲能卖到11000元/吨，但在国内仅作为掺阔叶浆用的，卖不出价钱，出口10%的关税也让他们感到很大压力。中国并不缺竹资源，能否区别对待木材与竹，减少关税，并鼓励竹浆的消费？

浙江西恩美---非上市竹制品企业：

浙江已取消育林证，但是我们运到外面要补交，而且要罚。

竹材能不能和木材分开-运输证，为什么竹材的不能上市，能不能出相关政策鼓励一下。

答：法律规定木材（含竹材），没有办法。

木材含竹材的运输一律执行产地政策，外地无权征收，

二、专家发言记录

(卓榕生---国家林业局原总工程师、现任中国绿化基金会副主席兼秘书长)

介绍林业改革和发展情况:

通过几十年的努力,林业有了很大发展,但是历史状况太差,现在中国还是一个缺林的国家,确定中国林业要走可持续发展道路,更好的满足经济社会发展对林业的需求,林业既是一个生态产业,也是一个经济产业。

加快发展中,主要做了这么几件大事:

- 1、全面推行集体林权改革,把集体林业承包给农民经营;
- 2、坚持天然林保护、湿地保护等一系列建设;
- 3、坚持林业发展和国家整个经济发展的大局结合,为经济可持续发展做贡献。积极培训生物质能源、木本粮油建设等,拓宽我们国家粮油发展空间,为我们保证能源、原材料、粮油安全做贡献;
- 4、积极将林业发展与应对气候变化结合,制定了林业应对气候的方案。碳关税将会在世界范围内普遍推开, 欧盟已从 2010 年 1 月 1 号开始正式推行出口碳关税,美国的时间表定在 2020 年,资源密集型产业将被采取严格出口限制。
- 5、坚持生态建设产业化,坚持林业产业在整个生态产业中的地位。坚持谁投入,谁经营,谁获益。一方面促进林业产业发展,另一方面促进了生态环境。
- 6、作为产业自身来说,规模还是偏小,刨花板、纤维板、木浆造纸比较悠久,但是单体规模(效益)还是偏小,产业装备设备还是落后,生产的都是比较低端的产品。总规模不小了,但是质量档次还是差。龙头企业发展还是不够的。09 年 20 多家林业企业,单个过亿的是 47 个,还不到 50 个。龙头集中度不高,10 大企业占总产值 7-8%。前 50 企业占 12-13%,龙头发展远远不够。

十二五林业产业总体目标 总产值3.5万亿元 年均增长12% 国际贸易额>1500亿美元 第二产业>50% 第三产业>18% 5项发展原则 产业生态共赢,经济社会协调; 发挥比较优势,形成产业体系; 夯实资源基础,提升产业实力; 坚持制度创新,促进质量效益; 市场配置资源,政府积极引导。

十大支柱产业

1. 木材加工产业
2. 森林旅游产业
3. 油茶等木本粮油产业
4. 竹藤产业
5. 花卉产业
6. 野生动植物繁育利用
7. 木浆造纸产业
8. 林业生物质能源产业

9. 林产化工产业

10. 沙产业

资本运营促进林业产业发展

树立优秀品牌，评比创新，积极研究改善林业发展的资金激励机制

资本化运营比较少，其他行业通过上市解决资金问题比较普遍，但林业上市公司比较少
很多林业企业在研究完善产业链、创新力等问题

（吴晓松——发改委农经司副司长）

为什么现在林业产业发展慢？

- 1、政策不到位，管理制度不到位。
- 2、育林基金政策对林业企业积极性有一定负面影响。

未来要建造行业航母：

国务院正在制定政策：1 林地规划；2、生态规划；3 用材林规划-下个月 10 号在昆明召开专题会议，此会议对未来林业发展有很大影响。）

育林基金工业配套林，（费用率）未来会下降

砍伐限额，随着改革的进行会改进。速生商品林可以单列砍伐指标。

随着集体改革的深入，国有林权的改革开始触及。

我国林地情况：

林地有 44-45 亿亩，有植被覆盖的是三分之二，有 30 亿亩左右，分成了生态林和商品林，各占 50%，4 亿亩经济林是茶果，只有 11 亿亩商材林。

成长率是 5%，有些长的快，有些慢。工业原料林 7000 亩，未来目标位 1 亿亩到 1.2 亿亩，

根据法律商品林可以流转，现在国有林还是不能流转。。。

现在很难找林，南方 9 省基本差不多。

现在下游企业可能只能采取合作方式，买比较难。

（寇文正--林业局资源司原司长，现林产工业协会顾问）

采伐管理政策

我国采伐间隔制度在 80 年代中期，制定原因，

- 1、森林属性，83 年森林资源调到的底线，覆盖率 12%，蓄积量 110 亿立方米。
- 2、覆盖率 83 年到了建国以后的谷底。
- 3、森林资源总量不多，世界平均的十二分之一。

原因是采育失调。保存率是造林面积的 24.1%，有些是没造，有些是造了没管。

采消耗量不大于用材林的生产量。

目前用材林占森林的 30%，很多划到生态林

充分发挥林地的生产力。

我国每年的木材短缺是 1.5 亿立方米(我国每年消耗 2.6 亿立方米,进口 1.1 亿立方米),在靠进口维持。如何提高国内木材供给率,加大采伐面积和林地规模是有限的,但我们可以大幅度提高经营效率。目前国内的平均生长量大致在 0.5 立方/亩。年,但部分地区经营的好的林地可以达到 2 立方米/亩。年---这是寇顾问自己实测的金光集团的桉树林基地速生林数据,五年轮伐中间他们会施四次肥。不必从 0.5 立方米/亩提高到 2 立方米/亩,如果能将国内林地亩产效率提高一倍(以 1 立方米/亩),相应地林地需求压力就会减轻一半。

现在制度是从下往上报,每省制定采伐量。大公司可以单批单报,十二五采伐总量 2.8 亿(包括民间烧火用途的薪材),人工林采伐量达到 1.8 亿--其中短中期工业原料林为 7700 万亩,天然林是 8200 万亩。

变化:

- 1、过去以省编制。现在企业达到一定规模可单独核算
- 2、现在去年指标没用完,可以结转到下一年
- 3、对农民在非林地上造林,现在放开,允许自己种,自己砍;

未来改进:

把审批制,改成备案制(有条件备份制)

每个企业编制森林经营方案,经营方案不止是算量,包括其他,如基本建设,

(程受珩——林业产业联合会副会长、北京绿方舟林业投资管理有限公司总经理)

投资中国林业的机会:

- 1、我国林业发展势头良好(快于 GDP,年均增长 12%),仍需 5-10 年来完善各项市场化政策,不透明期正好是机遇期。符合国家发展战略的事情就可以做;不要求全部透明了再做,水至清则无鱼,改善空间大。
- 2、相对于矿业,林业是可再生资源,业务空间会更大、更持续。
- 3、当前忽略了生态价值、旅游价值等其它价值,价值被低估
- 4、林业因为不透明,圈子比较封闭,就是一帮老脸在做。
- 5、行业内公司小富即安,做的大的中国森林等又失败了,目前是低潮期。但 PE 还是很憧憬这个行业。
- 6、行业需要发现和培育机会,林业证券化、资本化未来是趋势。
- 7、原料林基地、定向培育是机会。

8、木材加工业中，下一轮发展趋势是上下游延伸，林板一体化，优势企业的描述：

- (1) 占有上游原料基地，具有综合利用率高，精深加工能力（板、木屋、浆）。
- (2) 和旅游地产结合，产生爆发性增长
- (3) 林化产品，如松香，现在比较短缺（青松股份），我国松香占了世界贸易量的 50%。

确保投资成功的因素：

- 1、中国林业面临快速发展、行业整合的机遇。需看清政策趋势（参透中央到地方的各类大小政策），。
- 2、讲究可持续发展，而不是像（中国森林那样）为迎合投行需求虚做业绩进入万劫不复之路。
- 3、再好题材，也要尽快盈利，而不是讲故事。不建议从自建林、自己种树开始，建议收购（近）成熟林。
- 4、做好顶层设计，林业战略（长青行业，稳定回报）
- 5、探索创新
- 6、向上下游延伸，林业一体化，控制资源。整合下游高利润行业。
- 7、可以先搞小规模样本，借鉴国际经验，达到效果时，进行复制，渐进式。注重顶层设计，应对国际竞争，随机应变。另外要做好退出方式的设计。
- 8、投资配比中，宜国内、国际林地项目配比实施。
- 9、找个合适的人和团队，决定投资的一半。集体林权的收购，要找到当地挑门帘子的人。关键词：谈判经验、合同严谨、激励机制、不要合同处处设暗处害林农。

三、相关行业数据资料

表 2：林业上市公司林业资源、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）			10 林收入 （万元）
	2010	2011E	2012E			2008	2009	2010	
岳阳纸业	105	218	1000	68	3.2	26.5	23.6	33.4	11277
太阳纸业	3	7.5	150	105	0.1				
晨鸣纸业	240	300	850	138	2.2				
华泰股份	0	60	240	68	0.9				
永安林业	181	181	181	17	10.8	6.0	6.0	6.0	8909
中国森林	258	258	258	69	3.7	52.0	62.6		
吉林森工	449	449	449	34	13.3				28714
景谷林业	54.7	60.0	60	14	4.4				3033
中福实业	100	100	100	59	1.7				10405
升达林业	37	37	53	34	1.1				

资料来源：公司公告、WIND、招商证券

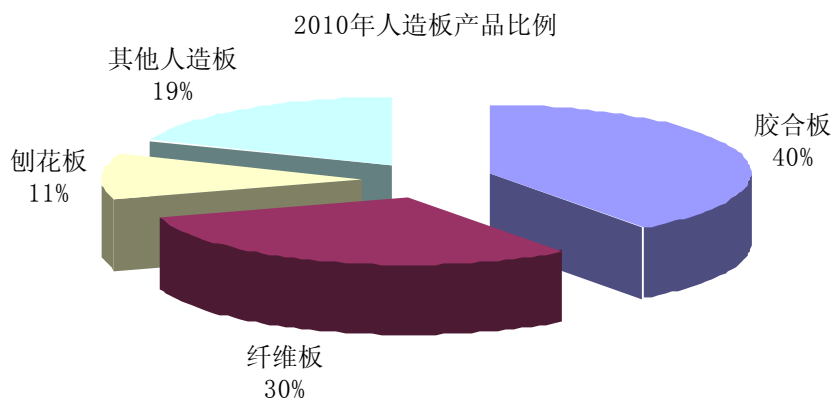
注：吉林森工林地为公司租赁采伐权

表 3：林业盈利能力简析

	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
公司树种比例	60.0%	40.0%	
利润（元/亩.年）	95.0	71.7	
加权净利润（元/亩.年）	86		

资料来源：招商证券

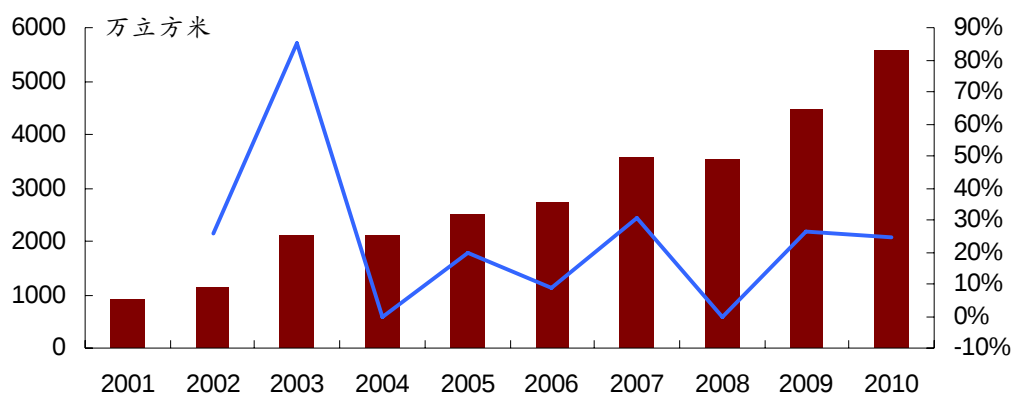
图 1: 2010年人造产品比例



资料来源: 国家统计局、招商证券

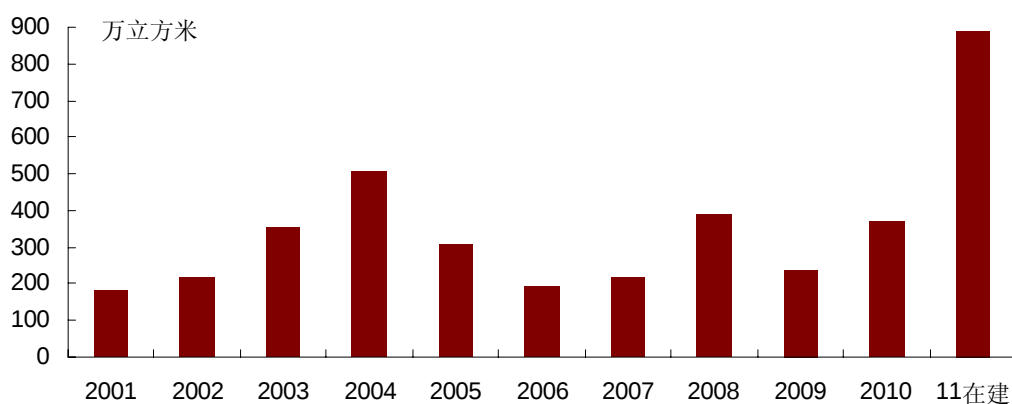
我国有 6000 多家胶合板企业, 主要以民营为主, 90%的企业规模不到 1 万立方米。

图 2: 我国胶合板年产量及增长率



资料来源: 国家统计局、招商证券

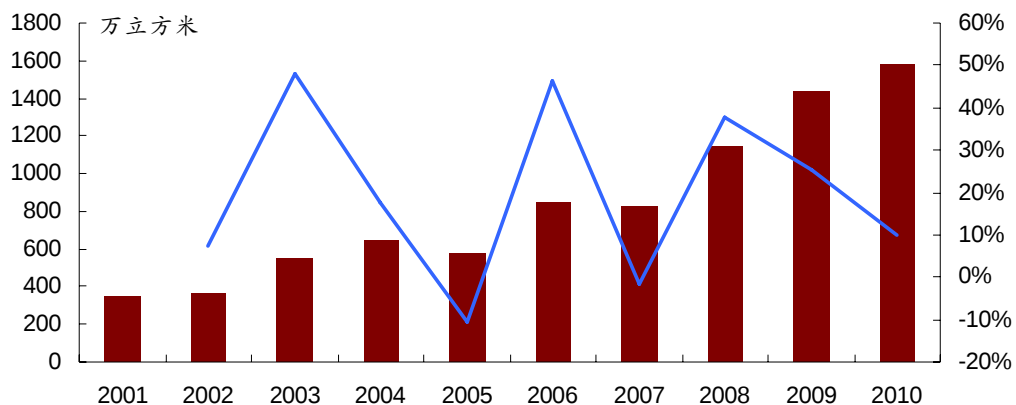
图 3: 我国纤维板年产能



资料来源: 中国木业国际网、中华商务网、招商证券

我国刨花板企业有 700 多家，生产线有 800 条，产量超过 1500 万立方米，大部分企业规模为年产 1.5 万立方米。

图 4：2001-2010 年刨花板年产量及增长率



资料来源：国家统计局、招商证券

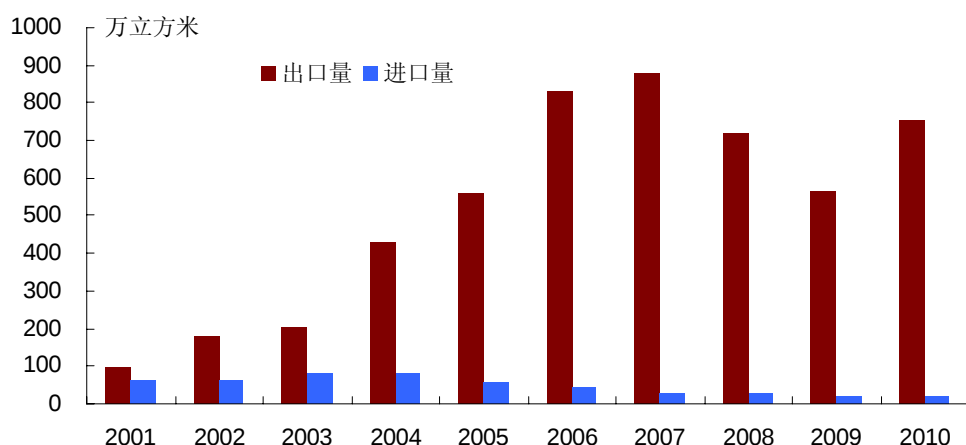
进出口贸易

我国人造板行业以中小型企业为主，产业集中度很低，发展速度不均衡，规模最大的生产企业年产量达到 250 万 m³（亚洲排名第一），最小的企业年产量不足 1 万 m³。

人造板产品对外依存度较大，直接出口量占总产量的 10% 左右，间接出口量接近 40%。

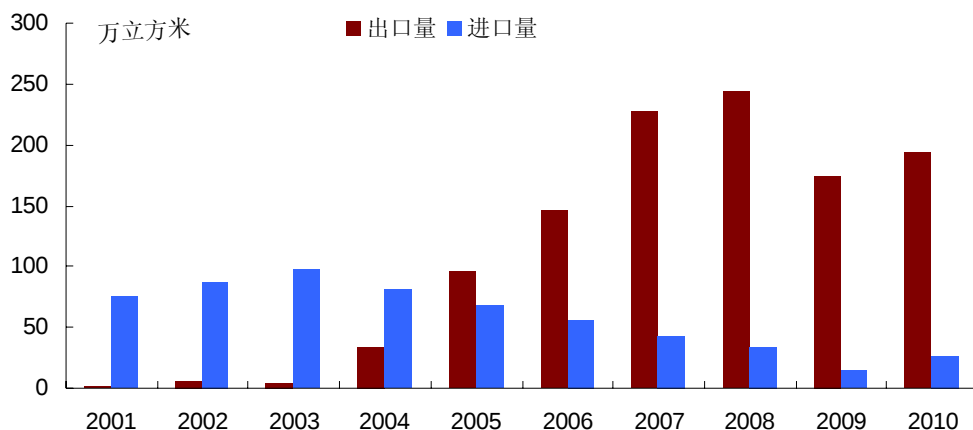
“十一五”期间，随着国内产品质量的提高，人造板进口量持续下降；出口量受金融危机影响，2008 年开始下滑，2010 年有所回升。五年 累计：胶合板出口近 4000 万 m³、进口约 140 万 m³；纤维板出口 1300 多万 m³，进口约 250 万 m³；刨花板出口 80 多万 m³，进口 240 多万 m³。

图 5：2001-2010 年胶合板进出口贸易



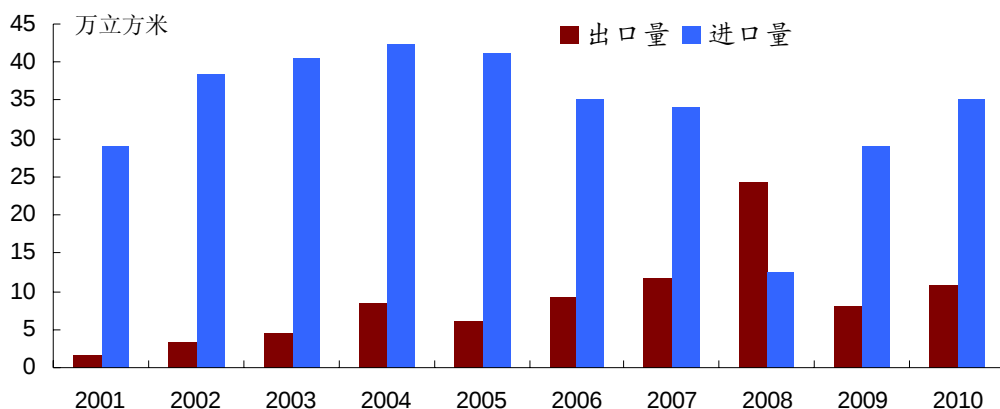
资料来源：海关总署、招商证券

图 6：2001-2010年纤维板进出口贸易



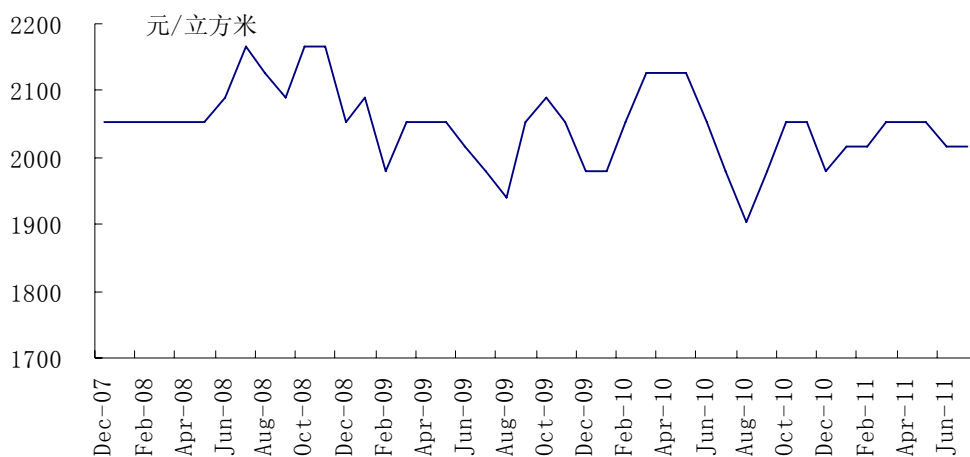
资料来源：海关总署、招商证券

图 7：2001-2010年刨花板进出口贸易



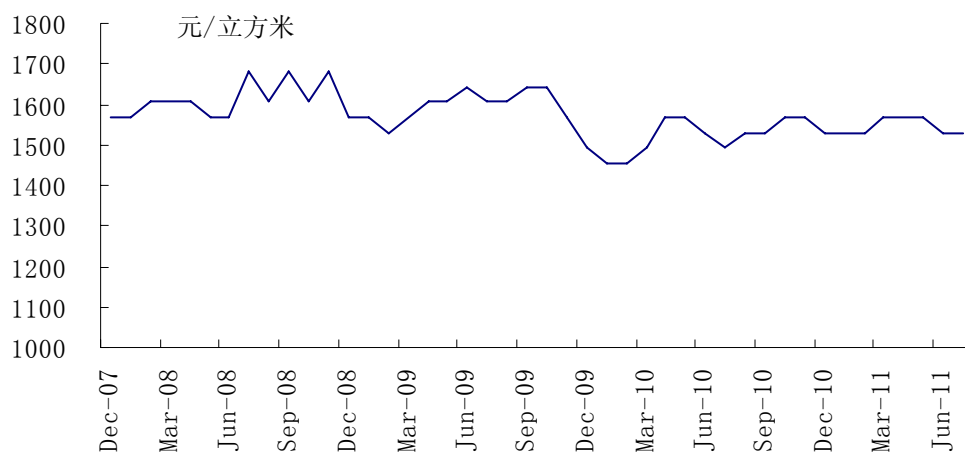
资料来源：海关总署、招商证券

图 8：胶合板价格走势



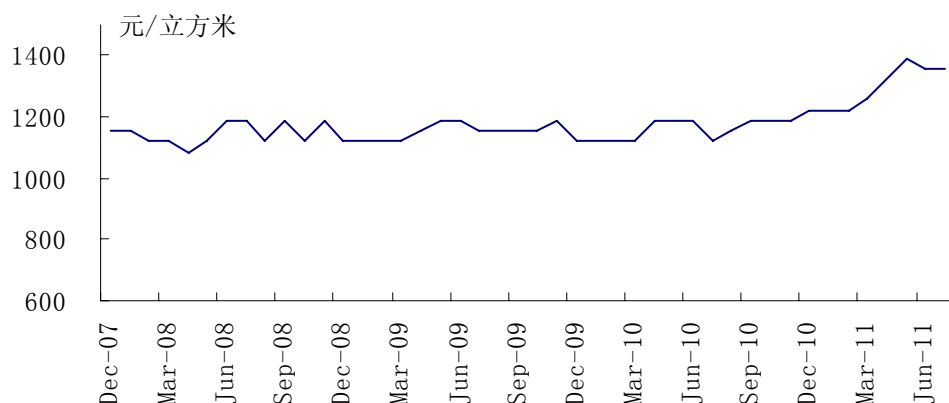
资料来源：中国木业国际网、中华商务网、招商证券

图 9: 中纤板价格走势



资料来源: 中国木业国际网、中华商务网、招商证券

图10: 刨花板价格走势

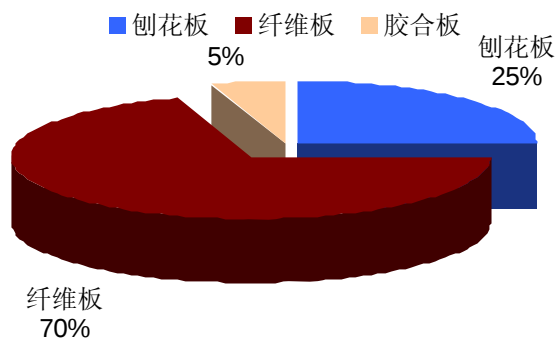


资料来源: 中国木业国际网、中华商务网、招商证券

运用领域:

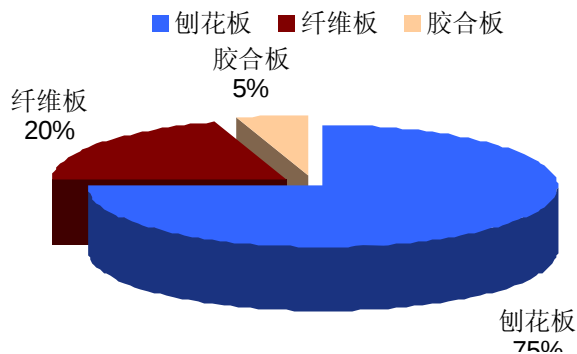
家具生产是人造板生产的主要动力, 1.4 亿立方米人造板中 60%被加工成家具产品。

图11: 中国板式家具基材



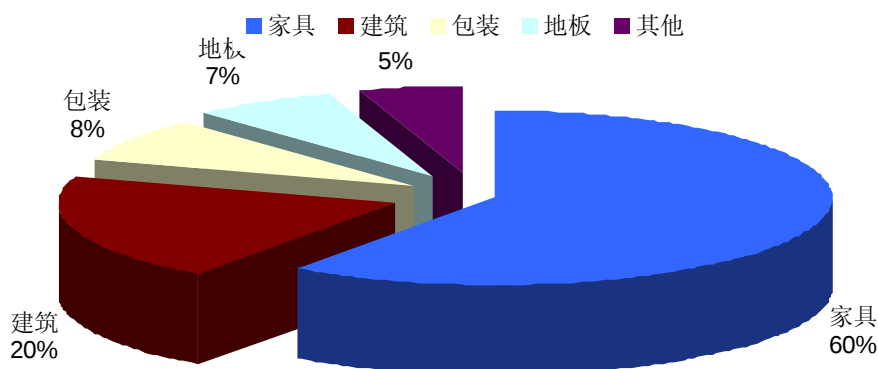
资料来源: 国家统计局、招商证券

图12: 欧洲板式家具基材



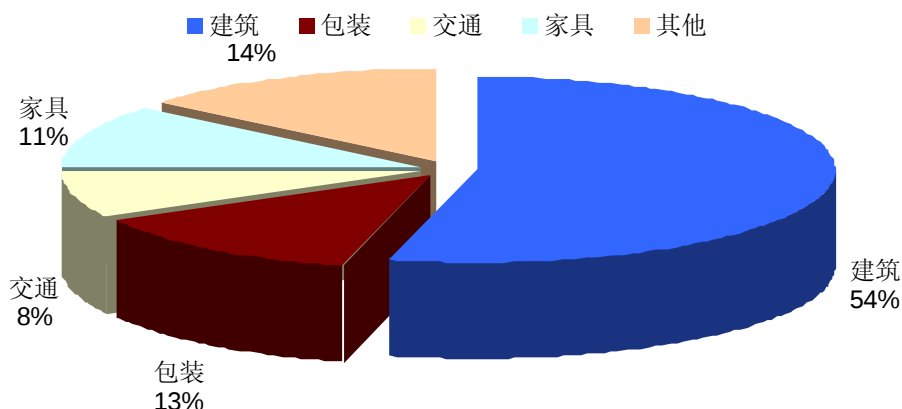
资料来源: 国家统计局、招商证券

图13: 人造板下游主要用途



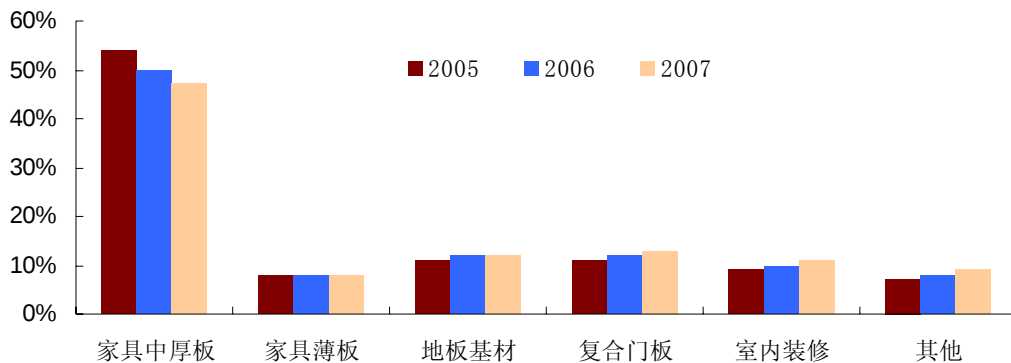
资料来源：国家统计局、招商证券

图14: 胶合板运用领域结构



资料来源：国家统计局、招商证券

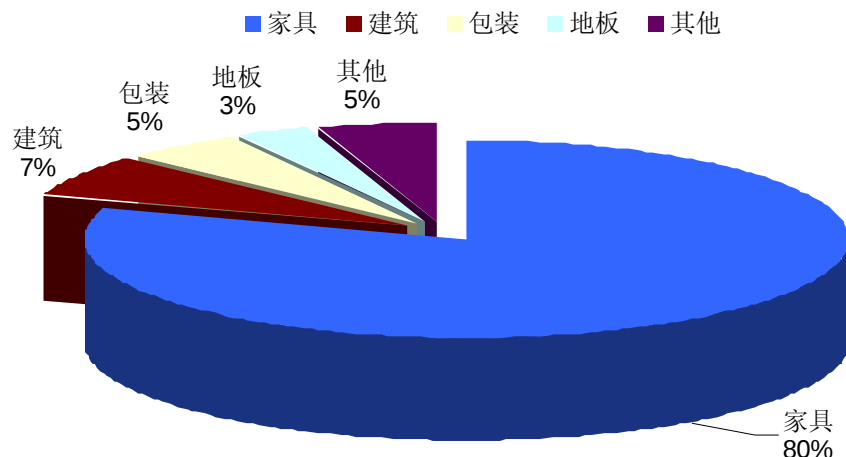
图15: 2005-2007年纤维板产品结构变化



资料来源：国家统计局、招商证券

刨花板用于家具的比例为 80%

图16: 刨花板运用领域



资料来源: 国家统计局、招商证券

表 4: 人造板的生产与消费

单位: 百万立方米		现状			预测	
		1965	1990	2005	2020	2030
生产量	非洲	1	2	3	4	5
	亚太	5	27	81	160	231
	欧洲	16	48	73	104	129
	中南美	1	4	13	21	29
	北美	19	44	59	88	110
	中西亚	0	1	5	11	17
	世界合计	41	127	234	388	521
消费量	非洲	0	1	3	4	5
	亚太	4	24	79	161	236
	欧洲	16	53	70	99	122
	中南美	1	4	9	12	15
	北美	20	43	70	96	115
	中西亚	0	2	9	18	28
	世界合计	42	128	241	391	521

资料来源: 中国木业国际网、中华商务网、招商证券招商证券

未来人造板发展趋势:

胶合板—中小企业倒闭增多, 行业整合速度加快, 企业结构大幅调整, 产业链向两端延长, 下游产品多元发展, 建筑模板依然是主体, 集装箱底板市场萎缩, 多层地板基材产量增加, 出口量止跌回升, 原材料扩充新的速生树种。

纤维板--产能过剩促进行业洗牌, 国产连续压机生产线问世加快技术装备改造步伐; 企业自建原料林基地或与 林农联合建立基地成发展模式; 新国标迫使企业加大对胶粘剂改进的投入, 未来产品向低醛、环保方向发展。

刨花板--产量增长加快, 企业将技术改造提高表面加工工艺和质量, 不断发展新品种以替代进口产品; 原材料领域不断扩宽, 更多城市木材废料、农作物秸秆及竹材等新型原材料被利用。

参考报告:

- 1、《造纸轻工 2011 年中期投资策略：国内市场是第二桶金》2011/6/8
- 2、《太阳纸业(002078)-增发延续良性成长势头》2011/03/21
- 3、《岳阳纸业(600963)-林、浆产能扩张提升公司估值》2010/02/04
- 4、《吉林森工（600189）-中长期林、板皆有增长》2010/05/20
- 5、《美克股份(600337)-“勤俭持家”亦是企业经营美德》2011/05/11

分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。