

# 业绩快报超预期，单四季度业绩创新高

事件：公司公告 2019 年度业绩快报，2019 年全年实现营业收入 226.61 亿元，同比增长 4.10%；实现归母净利润 21.86 亿元，同比下降 2.33%；其中 2019Q4 单季度实现营业收入 62.60 亿元，同比、环比分别增长 10.64%、11.30%；实现归母净利润 7.00 亿元，同比、环比分别增长 60.65%、17.05%。

## 核心观点

- **四季度业绩超出市场预期，单季度利润创历史新高。**公司 2019 年以来单季度盈利逐季改善，Q4 实现归母净利润 7 亿元，业绩超出市场预期，单季度业绩新高。2019Q4 公司单季度“利润总额/营业收入”同比、环比均有提升，盈利能力持续改善。2019 年公司实现 ROE 约 16%，处于历史中高位水平。
- **文化纸盈利处于历史较高水平，推测为公司 Q4 利润贡献的主要来源。**①Q4 文化纸量价齐升，贡献主要业绩增量。2019Q4 公司 40 万吨箱板纸纸机成功转产为 20 万吨双胶纸，文化纸产销增长；与此同时，Q4 文化纸与木浆价格剪刀差持续扩大，推动文化纸盈利持续改善至历史较高水平。②箱板纸盈利小幅改善，老挝废纸浆贡献成本红利。③溶解浆盈利仍处于历史底部，老挝溶解浆成本优势凸显。考虑到老挝项目在林木成本上的优势，我们预测在国内溶解浆厂普遍亏损的情况下，公司老挝 30 万吨溶解浆仍能取得盈利。
- **公司短期受疫情影响相对有限，中长期业绩弹性可期。**①当前文化纸价格平稳、箱板纸提价落地，物流发货逐渐恢复，预计 Q1 业绩影响有限。②中长期，公司制浆、造纸规模稳健扩张，外废政策带来的涨价期权贡献可观弹性。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.84、0.92、1.10 元（原预测 EPS 分别为 0.81、0.92、1.07 元）。考虑到公司在管理水平、成本控制等方面处于行业领军水平，且通过前瞻性布局老挝基地率先走向上游，是行业内原材料布局方面最具优势的龙头纸企，我们给予公司 2020 年 15 倍市盈率估值，较可比公司溢价 25%，对应目标价 13.86 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险；公司海外项目推进不达预期的风险

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,894	21,768	22,785	22,623	28,473
同比增长(%)	30.7%	15.2%	4.7%	-0.7%	25.9%
营业利润(百万元)	2,950	2,692	2,529	2,818	3,535
同比增长(%)	103.0%	-8.8%	-6.1%	11.5%	25.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,024	2,238	2,185	2,395	2,852
同比增长(%)	91.6%	10.5%	-2.4%	9.6%	19.1%
每股收益(元)	0.78	0.86	0.84	0.92	1.10
毛利率(%)	26.0%	23.5%	20.9%	22.9%	23.0%
净利率(%)	10.7%	10.3%	9.6%	10.6%	10.0%
净资产收益率(%)	22.1%	19.5%	16.3%	15.6%	16.1%
市盈率	10.7	9.6	9.9	9.0	7.6
市净率	2.1	1.7	1.5	1.31	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年02月27日)	9.53元
目标价格	13.86元
52周最高价/最低价	10.53/6.08元
总股本/流通A股(万股)	259,177/256,997
A股市值(百万元)	24,700
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2020年02月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.42	2.58	4.04	32.18
相对表现	1.86	0.56	-1.36	21.13
沪深300	-1.44	2.02	5.40	11.05



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君  
021-63325888\*6069  
lixuejun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020001

联系人 吴瑾  
021-63325888-6088  
wujin@orientsec.com.cn

## 相关报告

三季报业绩小幅超预期，文化纸贡献主要利润来源： 2019-10-29  
中报业绩超预期，盈利有望持续提升： 2019-08-28  
原材料布局构筑成本优势护城河，未来高成长可期： 2019-08-19

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，据此开展发布证券研究报告业务。

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。

## 目 录

2019Q4 业绩超出市场预期，单季度利润创历史新高.....	4
文化纸盈利处于历史较高水平，推测为公司 Q4 利润贡献的主要来源.....	5
公司短期受疫情影响相对有限，中长期业绩弹性可期.....	8
盈利预测与投资建议.....	9
风险提示.....	10

## 图表目录

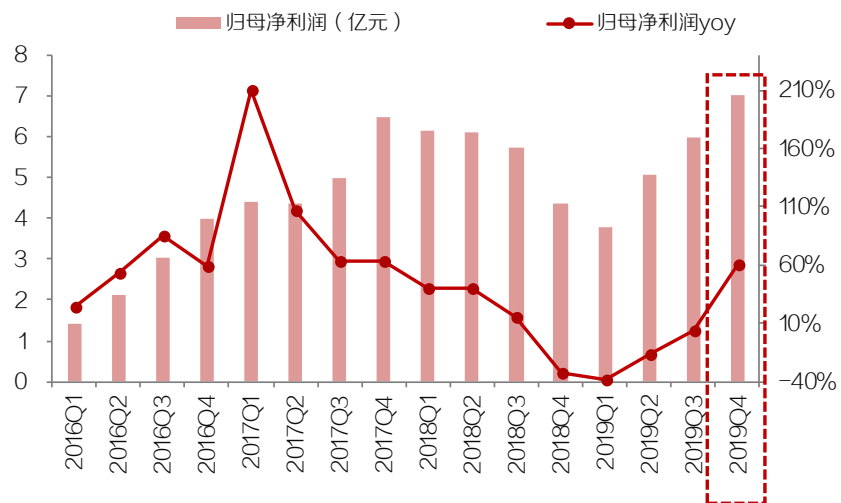
图 1: 2019Q4 公司实现归母净利润 7 亿，创上市以来单季度业绩新高.....	4
图 2: 2019Q4 公司盈利能力同比、环比均有提升.....	5
图 3: 2019 年公司 ROE 约 16%，处于历史中高位.....	5
图 4: 2019Q4 文化纸与木浆价格剪刀差持续扩大.....	5
图 5: 当前文化纸盈利处于历史较高水平.....	6
图 6: 根据测算，2019Q4 箱板纸盈利环比有所改善.....	7
图 7: 当前国废与外废价格仍存近 1000 元/吨的较大价差.....	7
图 8: 2019 年年底以来，溶解浆-粘胶产业链价格已企稳，预计下跌空间已较为有限.....	7
图 9: 2020 年年初以来文化纸价格平稳，箱板纸价格已累计提涨 200-300 元/吨.....	8
图 10: 太阳纸业造纸产量规模稳健扩张，未来 5 年年均复合增速约 17%.....	9
图 11: 太阳纸业制浆产量规模持续提升，未来 5 年年均复合增速约 13%.....	9

**事件：**公司公告 2019 年度业绩快报，2019 年全年实现营业收入 226.61 亿元，同比增长 4.10%；实现归母净利润 21.86 亿元，同比下降 2.33%；其中 2019Q4 单季度实现营业收入 62.60 亿元，同比、环比分别增长 10.64%、11.30%；实现归母净利润 7.00 亿元，同比、环比分别增长 60.65%、17.05%。

## 2019Q4 业绩超出市场预期，单季度利润创历史新高

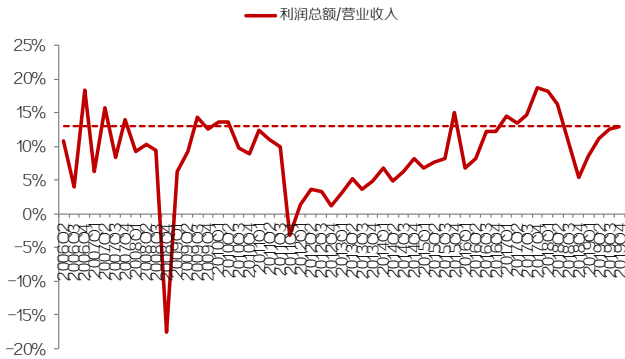
**四季度业绩超出市场预期，单季度利润创历史新高。**公司 2019 年以来单季度盈利逐季改善，Q4 实现归母净利润 7 亿元，业绩超出市场预期，创下公司上市以来单季度业绩新高。考虑到公司由于高新技术企业认证带来的所得税率变化，我们仍选取“利润总额/营业收入”这一可比口径反映公司盈利变化情况，2019Q4 公司单季度“利润总额/营业收入”同比、环比分别提升 7.53pct、0.33pct，盈利能力持续改善。2019 年公司实现 ROE 约 16%，处于历史中高位水平。

**图 1：2019Q4 公司实现归母净利润 7 亿，创上市以来单季度业绩新高**



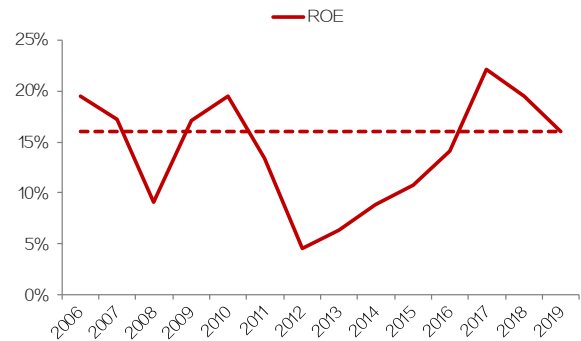
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2019Q4 公司盈利能力同比、环比均有提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2019 年公司 ROE 约 16%，处于历史中高位

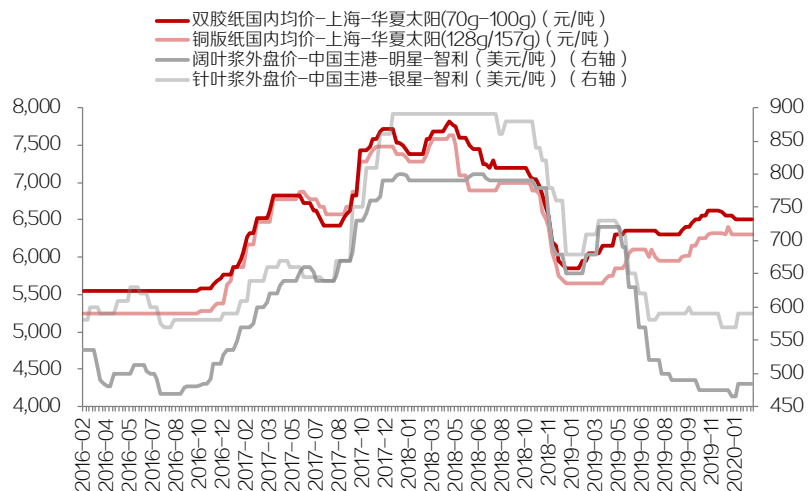


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 文化纸盈利处于历史较高水平，推测为公司 Q4 利润贡献的主要来源

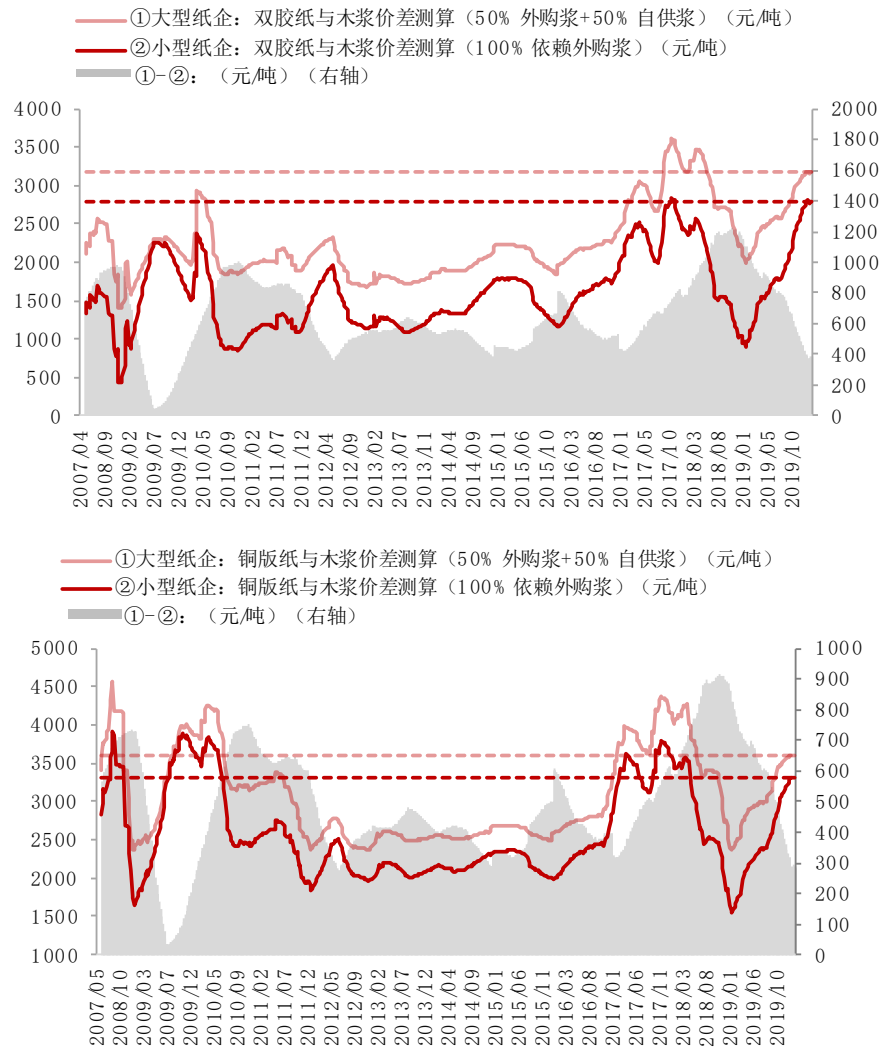
**Q4 文化纸量价齐升，贡献主要业绩增量。**生产方面，2019Q4 公司 40 万吨箱板纸纸机成功转产为 20 万吨双胶纸，使得文化纸产销增长。与此同时，Q4 文化纸与水浆价格剪刀差持续扩大，盈利扩张。收入端，双胶纸、铜版纸自 9 月以来分别累计提涨 200-300 元/吨、400-600 元/吨，Q4 含税均价环比分别上涨 3.63%、4.95%；成本端，木浆原材料价格仍处于历史低位，Q4 阔叶浆、针叶浆外盘价环比分别下跌-4.79%、-0.59%，推动文化纸盈利持续改善至历史较高水平。综上，生产线转产带来的产销量增加以及盈利的持续改善助推文化纸贡献主要利润增量。

图 4：2019Q4 文化纸与水浆价格剪刀差持续扩大



资料来源：卓创资讯，Choice，Wind，东方证券研究所

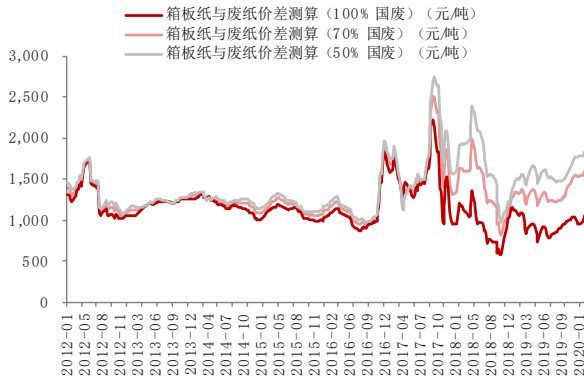
图 5：当前文化纸盈利处于历史较高水平



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

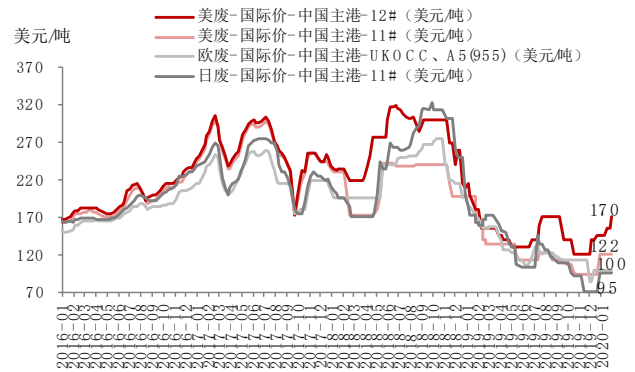
**箱板纸盈利小幅改善，老挝废纸浆贡献成本红利。**2019Q4 箱板纸价格小幅提涨，以地龙箱板纸为例，2019Q4 均价环比上涨 3.3%；同期国废原材料价格环比上涨 1.3%，公司在没有外废配额的情形下，通过老挝废纸浆、木屑浆、半化学浆等替代纤维改善原材料结构，实现盈利扩张。公司老挝废纸浆项目已于 2019Q3 成功投产，在国废与外废的较大价差情况下，预计享受较为显著的**成本红利**。

图 6：根据测算，2019Q4 箱板纸盈利环比有所改善



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

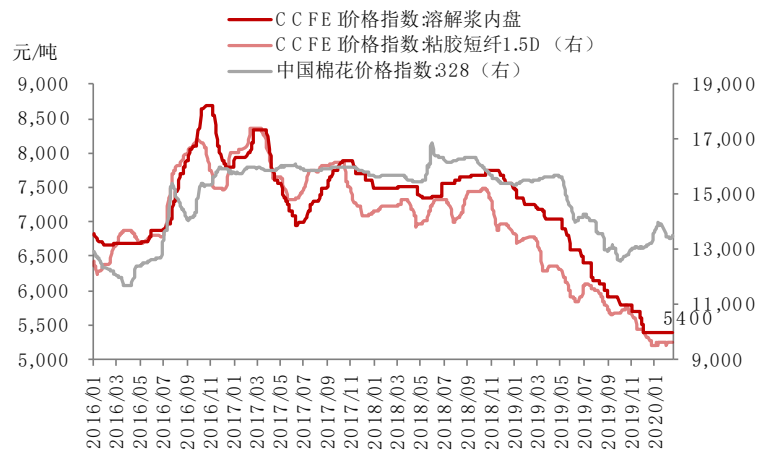
图 7：当前国废与外废价格仍存近 1000 元/吨的较大价差



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

**溶解浆盈利仍处于历史底部，老挝溶解浆成本优势凸显。**受需求疲软拖累，2019Q4 溶解浆价格环比下跌 8.1%，当前溶解浆内盘价已横盘在 5400 元/吨左右，溶解浆盈利处于历史底部位置。考虑到老挝项目在林木成本上的优势，我们预测，在国内溶解浆厂普遍亏损的情况下，公司老挝 30 万吨溶解浆仍能取得盈利。2019 年年底以来，溶解浆-粘胶产业链价格已企稳，预计下跌空间已较为有限。

图 8：2019 年年底以来，溶解浆-粘胶产业链价格已企稳，预计下跌空间已较为有限

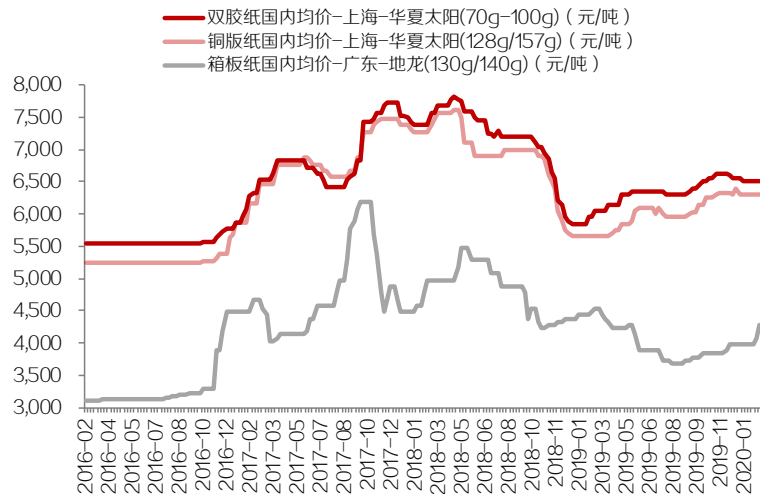


资料来源：Wind，东方证券研究所

## 公司短期受疫情影响相对有限，中长期业绩弹性可期

当前文化纸价格平稳、箱板纸提价落地，物流发货逐渐恢复，预计一季度业绩影响有限。公司主业短期受疫情影响相对有限，产销情况整体平稳。2020 年年初以来，文化纸供需整体稳定、价格平稳，盈利仍处于历史高位；箱板纸受原材料供应短缺影响导致供需紧张，年后复工以来已累计提涨 200-300 元/吨，公司依托于自身原材料自供优势，箱板纸盈利有望改善。产销方面，前期箱板纸因原材料问题短暂停机，已于近日恢复生产；由于物流停滞影响的产品发货也于近日基本恢复。公司在疫情中受到的影响相对可控，预计业绩影响有限。

图 9：2020 年年初以来文化纸价格平稳，箱板纸价格已累计提涨 200-300 元/吨

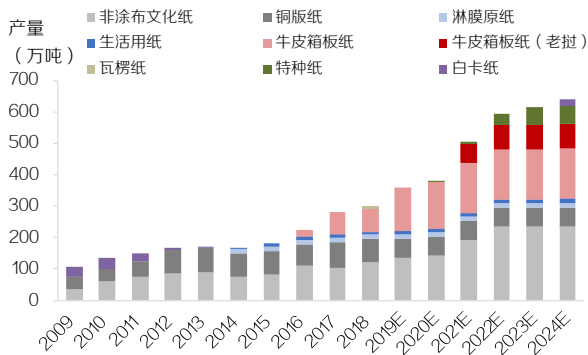


资料来源：Choice，东方证券研究所

中长期，公司制浆、造纸规模稳健扩张，外废政策带来的涨价期权贡献可观弹性。公司未来新产能渐次落地，打造增长看点，兖州本部 45 万吨文化纸、老挝 80 万吨箱板纸、广西北海 350 万吨浆纸项目计划将于 2020 年底-2021 年逐步投产，公司未来 5 年产能翻倍增长，浆纸产能年复合增速达 15%，中长期成长路径清晰。外废政策有望推升未来 1-2 年原材料价格上涨，公司依托于原材料布局带来的成本优势，预计将为公司贡献可观的利润弹性。

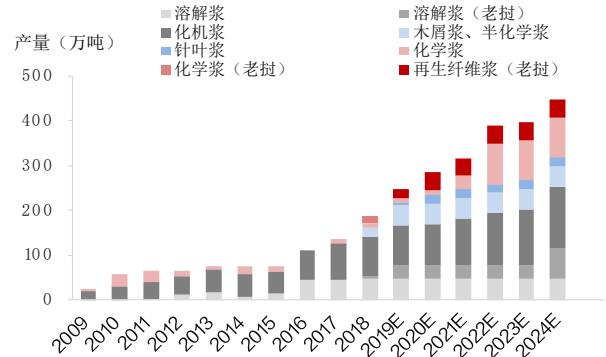


图 10：太阳纸业造纸产量规模稳健扩张，未来 5 年年均复合增速约 17%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：太阳纸业制浆产量规模持续提升，未来 5 年年均复合增速约 13%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 21.85、23.95、28.52 亿元，对应的 EPS 分别为 0.84、0.92、1.10 元。可比公司 2020 年调整后平均 PE 为 12 倍，考虑到公司在管理水平、成本控制等方面处于行业领军水平，且通过前瞻性布局老挝基地率先打开了原材料方面的成长空间，作为行业里原材料布局方面最具优势的企业，我们给予公司 2020 年 15 倍市盈率估值，较可比公司溢价 25%，对应目标价 13.86 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司 2020 年平均市盈率为 12 倍

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率				一致预期
		2020年2月27日	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2021E
晨鸣纸业	000488	4.76	0.86	0.59	0.72	0.84	5.51	8.06	6.57	5.66	16.1%
山鹰纸业	600567	3.57	0.70	0.38	0.47	0.54	5.11	9.50	7.55	6.59	14.5%
中顺洁柔	002511	15.21	0.32	0.46	0.57	0.68	48.09	32.96	26.82	22.38	19.8%
玖龙纸业	2689.HK	9.35	1.68	0.92	1.08	1.15	5.58	10.14	8.69	8.12	7.1%
理文造纸*	2314.HK	6.26	1.11	0.75	0.80	0.87	5.64	8.33	7.87	7.22	9.0%
恒安国际	1044.HK	59.95	3.15	3.31	3.60	3.74	19.06	18.10	16.67	16.04	3.9%
维达国际*	3331.HK	19.94	0.54	0.95	1.07	1.21	36.72	20.99	18.60	16.53	12.5%
	最大值						48.09	32.96	26.82	22.38	19.8%
	最小值						5.11	8.06	6.57	5.66	3.9%
	平均数						17.96	15.44	13.25	11.79	11.8%
	调整后平均						14.50	13.41	11.88	10.90	11.8%

\*注：理文造纸、维达国际币种均为港币

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险：**若欧美或国内宏观经济增速发生较大波动，则木浆需求将受到较大影响，木浆价格具备下跌风险；若终端需求下滑幅度超预期，则成品纸价也将存在下跌风险，造纸企业盈利存在大幅波动的风险。
- **公司海外项目推进不达预期的风险：**海外投资项目面临的国际环境复杂多变，存在海外政治、文化等方面的不确定性，若公司新建项目推进不达预期，公司盈利提升将受限，或将面临盈利不达预期的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,437	1,971	2,063	2,048	2,578	营业收入	18,894	21,768	22,785	22,623	28,473
应收票据及应收账款	5,523	5,253	5,498	5,459	6,871	营业成本	13,976	16,663	18,024	17,447	21,936
预付账款	487	731	765	760	957	营业税金及附加	141	138	145	144	181
存货	1,525	2,168	2,345	2,270	2,854	营业费用	663	750	891	915	1,181
其他	456	659	665	664	694	管理费用及研发费用	580	824	794	776	953
<b>流动资产合计</b>	<b>10,429</b>	<b>10,783</b>	<b>11,336</b>	<b>11,201</b>	<b>13,953</b>	财务费用	571	720	481	557	666
长期股权投资	116	137	158	179	199	资产减值损失	25	10	9	(1)	54
固定资产	10,882	16,618	16,989	18,823	25,280	公允价值变动收益	(13)	12	12	12	12
在建工程	3,454	637	3,050	6,080	3,845	投资净收益	2	6	6	6	6
无形资产	664	860	922	991	1,067	其他	22	10	69	14	14
其他	511	489	265	262	262	<b>营业利润</b>	<b>2,950</b>	<b>2,692</b>	<b>2,529</b>	<b>2,818</b>	<b>3,535</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,628</b>	<b>18,740</b>	<b>21,383</b>	<b>26,335</b>	<b>30,653</b>	营业外收入	23	37	37	37	37
<b>资产总计</b>	<b>26,056</b>	<b>29,523</b>	<b>32,719</b>	<b>37,536</b>	<b>44,606</b>	营业外支出	42	9	9	9	9
短期借款	5,388	5,216	6,314	9,851	12,230	<b>利润总额</b>	<b>2,931</b>	<b>2,720</b>	<b>2,557</b>	<b>2,846</b>	<b>3,563</b>
应付票据及应付账款	3,218	5,520	5,971	5,780	7,267	所得税	681	477	365	445	705
其他	3,040	3,227	3,034	2,027	2,353	<b>净利润</b>	<b>2,250</b>	<b>2,242</b>	<b>2,191</b>	<b>2,401</b>	<b>2,858</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11,646</b>	<b>13,963</b>	<b>15,319</b>	<b>17,658</b>	<b>21,850</b>	少数股东损益	226	5	6	6	6
长期借款	1,474	1,794	2,132	2,427	2,686	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,024</b>	<b>2,238</b>	<b>2,185</b>	<b>2,395</b>	<b>2,852</b>
应付债券	1,929	985	958	958	958	每股收益(元)	0.78	0.86	0.84	0.92	1.10
其他	184	153	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,587</b>	<b>2,931</b>	<b>3,090</b>	<b>3,385</b>	<b>3,644</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>15,232</b>	<b>16,895</b>	<b>18,409</b>	<b>21,043</b>	<b>25,494</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	499	56	62	68	74	成长能力					
股本	2,593	2,592	2,592	2,592	2,592	营业收入	30.7%	15.2%	4.7%	-0.7%	25.9%
资本公积	1,446	1,540	1,540	1,540	1,540	营业利润	103.0%	-8.8%	-6.1%	11.5%	25.4%
留存收益	6,072	8,050	9,976	12,153	14,766	归属于母公司净利润	91.6%	10.5%	-2.4%	9.6%	19.1%
其他	214	390	140	140	140	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,824</b>	<b>12,628</b>	<b>14,310</b>	<b>16,493</b>	<b>19,112</b>	毛利率	26.0%	23.5%	20.9%	22.9%	23.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,056</b>	<b>29,523</b>	<b>32,719</b>	<b>37,536</b>	<b>44,606</b>	净利率	10.7%	10.3%	9.6%	10.6%	10.0%
						ROE	22.1%	19.5%	16.3%	15.6%	16.1%
						ROIC	14.5%	13.0%	10.9%	10.3%	10.3%
						偿债能力					
						资产负债率	58.5%	57.2%	56.3%	56.1%	57.2%
						净负债率	69.5%	61.3%	61.6%	70.7%	72.0%
						流动比率	0.90	0.77	0.74	0.63	0.64
						速动比率	0.76	0.62	0.59	0.51	0.51
						营运能力					
						应收账款周转率	11.4	12.8	13.9	13.5	15.1
						存货周转率	10.5	9.0	8.0	7.6	8.6
						总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.6	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	0.78	0.86	0.84	0.92	1.10
						每股经营现金流	1.45	1.73	1.49	1.70	1.97
						每股净资产	3.98	4.85	5.50	6.34	7.35
						估值比率					
						市盈率	10.7	9.6	9.9	9.0	7.6
						市净率	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1
						EV/EBITDA	6.3	5.9	6.5	5.8	4.6
						EV/EBIT	8.1	8.4	9.5	8.5	6.8

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

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

本证券研究报告（以下简称“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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

