

## 中顺洁柔 (002511.SZ)

## 造纸行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

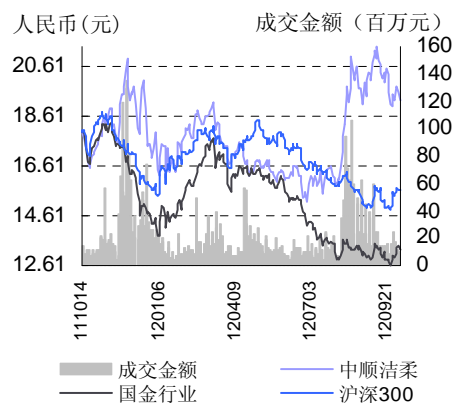
市价(人民币): 19.23元

目标(人民币): 27.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	94.54
总市值(百万元)	40.00
年内股价最高最低(元)	21.42/15.19
沪深 300 指数	2304.53
中小板指数	4931.28



## 相关报告

1. 《中顺洁柔经营情况电话会议纪要》，2012.9.6
2. 《修正市场预期下的增长》，2012.8.9
3. 《新一轮扩张拉开帷幕》，2012.8.1

周文波 联系人  
(8621)61038290  
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

## 改变之年

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.680	0.503	0.753	1.052	1.509
每股净资产(元)	12.46	12.96	13.94	15.31	17.27
每股经营性现金流(元)	0.54	-0.23	1.87	1.13	1.62
市盈率(倍)	58.93	46.88	24.35	17.42	12.15
行业优化市盈率(倍)	22.80	18.92	30.12	30.12	30.12
净利润增长率(%)	-1.41%	-26.03%	94.39%	39.76%	43.41%
净资产收益率(%)	5.46%	3.88%	7.02%	8.93%	11.36%
总股本(百万股)	160.00	160.00	208.00	208.00	208.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **恒安、维达蜕变的启示:** 从恒安、维达发展历史看,生活用纸龙头普遍曾经经历从制造型向依靠品牌及渠道的消费型企业转变的历程。在此期间,企业或通过外脑或通过聘请具有丰富快消经验的人才帮助实现,从时间跨度看,基本上 1-2 年即可见到显著效果。通过建立现代快消型企业制度,这些企业无论是增长还是盈利能力跟以前相比都有质的改变。
- **洁柔管理改善的大幕将逐步拉开:** 当前,我们认为中顺洁柔已到了管理改善的时间点,无论是从外在环境变化的压力,还是从企业实际控制人的内在动力来看,企业管理的变革已如箭在弦上。我们认为未来 2-3 年内将是公司蜕变期,无论是公司质地还是盈利能力都将是持续上升的过程。
- **双轮驱动,公司将持续高增长:** 成本下行是我们今年推荐中顺洁柔的主要逻辑,预计未来两年浆价总体将相对平稳,贡献有限。公司后市的成长将主要来自:一、管理改善所带来的盈利能力上升。参考维达的改变历程及盈利水平,我们预计洁柔的净利率提升空间可达到 2-3 个百分点,但这将是逐步提高的过程,完全达成这一目标可能需要 3 年左右时间;二、量的增长;目前我国全木浆生活用纸正处于快速发展期,行业年增速 20%左右,我们认为在消费升级及消费替代的驱动下,未来三年国内全木浆生活用纸年销售额增速仍可保持 15%-20%。洁柔 2013-2015 年产能增速达 30%-50%,公司作为已具备一定品牌影响力及渠道优势的龙头公司,我们预计公司未来两年收入增长有望保持 30%-40%。

## 盈利预测及投资建议

- 我们调整了公司盈利预测,预计 2012-2014 年营业收入 24.15 亿元、32.11 亿元、42.51 亿元,归属母公司股东净利润 1.57 亿元、2.13 亿元、3.27 亿元,对应 EPS 为 0.75 元、1.05 元、1.57 元。公司最近三年净利润复合增速近 60%,我们给予公司中期目标价 27 元,对应明年业绩 25.7 倍 PE,较目前有 40% 上涨空间。
- 我们认为 2012 年将是公司成长及改善的起点,成本逻辑将驱动公司今年业绩爆发增长。而从中期看,管理改善所带来的盈利能力的上升也是公司重要看点,我们建议长线投资者积极买入。

## 风险

- 经济增速下行导致消费疲软;产能过剩引发价格战;浆价大幅反弹。

## 内容目录

恒安、维达涅槃之路 .....	4
行业标杆——恒安国际 .....	4
后起之秀——维达国际 .....	6
小结——恒安、维达管理变革的启发 .....	8
2012 年将是洁柔的改变之年 .....	9
对公司质地的疑虑 .....	9
环境变化迫使变革 .....	10
改变的内在动机强烈 .....	10
双轮驱动——公司将持续高增长 .....	11
管理改善 .....	11
量的增长 .....	11
今年业绩基本锁定 .....	12
市场关注的一些问题 .....	13
浆价趋势 .....	13
产能过剩风险及价格战 .....	15
盈利预测及投资建议 .....	16
附录：三张报表预测摘要 .....	18

## 图表目录

图表 1: 恒安管理变革历程 .....	5
图表 2: 恒安自 03 年走出困境 .....	6
图表 3: 恒安净利润 2003 年起高速增长 .....	6
图表 4: 恒安费用率及盈利能力变化趋势 .....	6
图表 5: 维达国际营业收入 .....	7
图表 6: 维达国际净利润 .....	7
图表 7: 维达国际盈利能力 2009 年后大幅改善 .....	8
图表 8: 生活用纸产业链及行业特性 .....	9
图表 9: 生活用纸市场容量 (亿元) .....	9
图表 10: 重点公司收入增速% .....	9
图表 11: 生活用纸将进入加速洗牌期 .....	10
图表 12: CR4 市场集中度 (产能) .....	10
图表 13: 维达与中顺洁柔比较 (百万元) .....	11
图表 14: 洁柔与维达财务数据比较 .....	11
图表 15: 公司产能进入释放期 .....	12
图表 16: 公司产能分布 (2012 年底) .....	12

图表 17: 中国全木浆生活用纸处于快速增长期.....	12
图表 18: 下半年是生活用纸行业消费旺季(维达).....	13
图表 19: 中顺洁柔去年下半年基数较低.....	13
图表 20: 海外供应商对中国市场木浆报价(美元/吨).....	14
图表 21: 中国国内市场木浆价格(元/吨).....	14
图表 22: 中国木浆进口快速回落.....	14
图表 23: 近几年全球木浆消费增量基本都来自中国.....	14
图表 24: 全球阔叶浆库存呈上升趋势.....	14
图表 25: 主要产浆国汇率变化.....	14
图表 26: 针叶浆成本(美元/吨).....	15
图表 27: 阔叶浆成本(美元/吨).....	15
图表 28: 生活用纸新增产能(万吨).....	16
图表 29: 2012-2014 年前四家企业产能合计增长 90%.....	16
图表 30: 中国生活用纸年消费增量 60 万吨左右.....	16
图表 31: 主营业务收入按产品预测.....	17

## 恒安、维达涅槃之路

### 行业标杆——恒安国际

- 恒安用了短短十年时间实现了 10 倍多的增长，管理上的不断改革及创新是非常重要的因素。总结而言，恒安在管理上的不断突破与变革主要有“三个方面、三个节点”。三个方面主要是在战略决策层面、品牌渠道发展层面、以及人员绩效管理层面。而三个节点主要是指 1998 年、2002 年和 2008 年，在这些时间节点上，外界环境及内在问题迫使恒安做出改变，从而实现新的发展，其中 2002、2008 年两次变革对恒安而言尤为重要。
- **变革历程：2002 年 TCT 行动（即全周期时间管理模式）和产销分离。**
  - 1996-2002 公司发展长期停滞不前，销售额徘徊 10 亿左右，公司意识到这主要是缺乏行之有效的内控制度和管控模式，为此公司在 2001 年进入引入了美国汤姆斯公司，进行了管理上的第一次变革。
  - 这次变革主要涉及两个方面：TCT 行动和产销分离。TCT 行动即全周期时间管理模式，通过对流程的梳理来缩短单位时间工作流程，同时规范工作流程，以人均贡献的方式考核每个人的业绩。另一个很大的架构调整就是产销分离，原来恒安是产销一体化的分公司制，逐渐形成了各路诸侯。通过调整，条块结合，把销售全部统一由一个部门来管理，而生产统一集团化来管理，削弱了品类发展部权力。
- 这一轮的管理变革产生了非常明显的效果，一方面恒安国际完成了从家族企业向现代公司的蜕变，其管理架构、模式流程得到全面变革；另一方面此次变革帮助恒安完成采购成本、销售额、资金周转等多个方面的管理革新，公司销售收入自 2003 年快速增长，盈利能力也于两年后触底回升。
- **2008 年供应链全面优化。**
  - 汤姆斯的管理思路虽然解决了动力和公平问题，但依然不能够成就恒安的宏图。伴随着规模的扩大，供应链和生产等环节也出现很多非常初级的问题：数据信息流不通畅、供应链反应迟钝等，这使得公司只能通过较高的产品库存水平来解决断货问题。同时，各品类的分散采购使其毫无议价优势。
  - 公司选择用友软件开发内部信息系统，打造管理支撑架构，并开始对供应链进行全面改革。管理上的改革主要涉及四个方面：1、将品类发展部的采购、生产和销售以及物流权收归总部，采购员变成跟单员；2、组建高端“商务谈判”队伍，缩短沟通周期；3、供应链部成立信息小组，为议价决策提供分析依据；4、对部分原材料缩短竞标周期，同时把关好供货能力和产品质量等关键指标。
- 此次改革后，公司管理信息化逐渐能及时响应经营及管理需求的变化，实现了从“分散信息管理”——“集中信息管理”——“集中、集成、统一、高效的管理信息化平台”的转变。公司产品周转期逐年下降，流动性大幅提高；同时公司对上下游的议价能力也有所提高，为未来规模的继续扩张提供基础与保障，供应链的改善是公司 09 年毛利率/净利率飞跃的重要原因之一。
- **2008 年底：精细化、系统化管理及绩效管理改革。**
  - 公司认识到渠道和铺货的发展已经接近极致，提升空间很小，而国际化水平的管理平台建设已势在必行。因此，再次引入“外脑”——博思咨询公司，进行 5 年战略规划、绩效管理咨询。
  - 此次变革将制定一套适合市场发展需要、适合恒安实际发展需要的战略和实施方案，并通过战略的重新制定，改变恒安的管控流程、管控制度和管控方向；其次是制定一套支持战略目标实现的有效绩效管理制度。

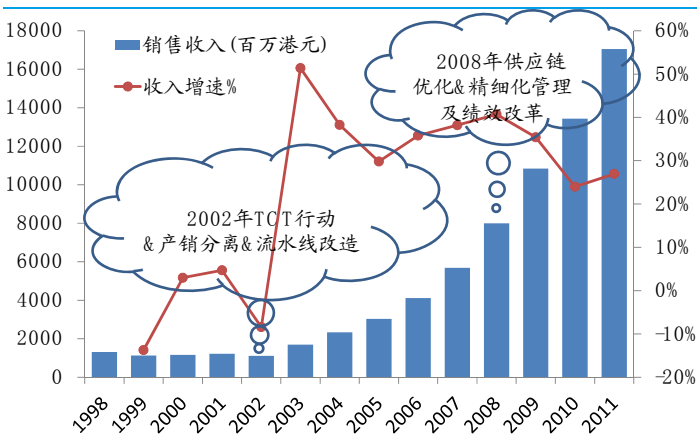
- 此次变革项目共分四个模块：1、战略规划模块，在企业集团战略部的领导下形成了由博思团队及恒安跨部门人员组成的战略规划项目工作团队，确定了企业的核心能力及资源和长期发展模式，并制定了恒安集团五年发展战略；2、管控模块，主要包括管控原则、管控工具和经营计划及预算管理流程，对恒安未来管控模式及管理工具提出建议方案；3、供应链优化模块，在战略层面确定供应链管理的指导原则和政策，设计供应链的提升计划并制定相关的实施计划；4、绩效管理机制模块，自上而下地从细化战略举措、目标和经营计划出发，制定绩效管理目标与机制，确定绩效管理的体系、流程与方法，确定各相关职位的定义、职责，描述并设计 KPI 指标，建立企业科学、公正、系统化的绩效考评体系和激励机制，带动企业员工的积极性，帮助企业提高效率。

图表1：恒安管理变革历程

恒安管理大事记				
时间	大背景及问题	对策及管理方法	明细做法	效果
2002	公司收入长期徘徊不前；以生产为导向；各地销售分公司彼此独立、资源无法共享；销售人员数量庞大但管理松散、效率低下；渠道不够深入	引入美国汤姆斯公司进行管理改革	1. TCT行动，缩短单位时间工作流程 2. 产销分离，削弱品类发展部财权 3. 规范工作流程，以人均贡献的方式考核每个人的业绩	销售收入猛增；盈利能力2年后快速上升
2002-2007	公司“安尔乐”卫生巾在年轻女性消费群体中失宠	加快进行产品升级，推出全新品牌“七度空间”	1. 包装突出个性，广告投放上选择与网络、平面媒体合作；提高产品价格 2. 拓展“七度空间”系列，通过丰富产品线，形成对“七度空间”的价格保护 3. 重新定位“安尔”和“安尔乐”	公司产品由中档向更高毛利的高端转型；卫生巾毛利率连年提高
2008	供应链和生产等环节存在很多非常初级的问题：数据信息流不通畅，供应链反应迟钝，只能通过较高的产品库存水平来解决断货问题	与用友软件合作开发内部信息系统；对供应链进行全面改革	1. 将品类发展部的采购、生产和销售以及物流收归总部；采购员变跟单员 2. 组建高端“商务谈判”队伍，缩短沟通周期 3. 供应链部里成立信息小组，每天追踪大宗商品价格和行业数据，为议价决策提供分析依据 4. 对制造门槛较低的原材料缩短竞标周期，同时把关好供货能力和产品质量等关键指标	产品周转期逐年下降，流动性大幅改善；盈利能力上升
2008年底	渠道和铺货已经做到极致，提升空间很小	引入外脑博思管理咨询公司进行战略规划、绩效管理咨询；同时引进500名高级技术和管理人员	1. 实行目标管理，将集团总目标无限往下细分至每一个人 2. 外包人力资源，设立二次管理变革职位需求项目组，引进高级人才 3. 设立“持续改善小组”人才中转站，提高效率，使后端成本集约 4. 成立推动持续改善委员会，导入精益管理，建立标杆线，引入《标准化作业手册》 5. 联合博思开展讲座、培训，统一员工思想	效率提高

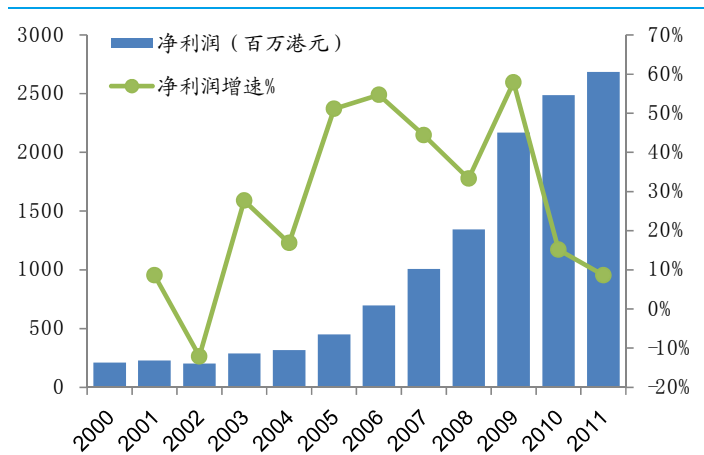
来源：国金证券研究所

图表2: 恒安自 03 年走出困境

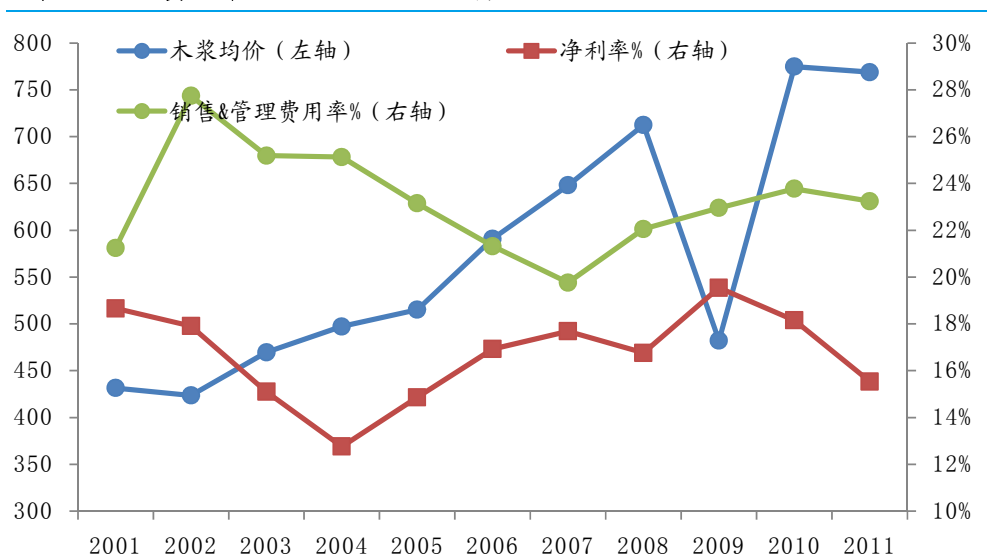


来源: 公司报表、国金证券研究所

图表3: 恒安净利润 2003 年起高速增长



图表4: 恒安费用率及盈利能力变化趋势



来源: 公司报表、国金证券研究所

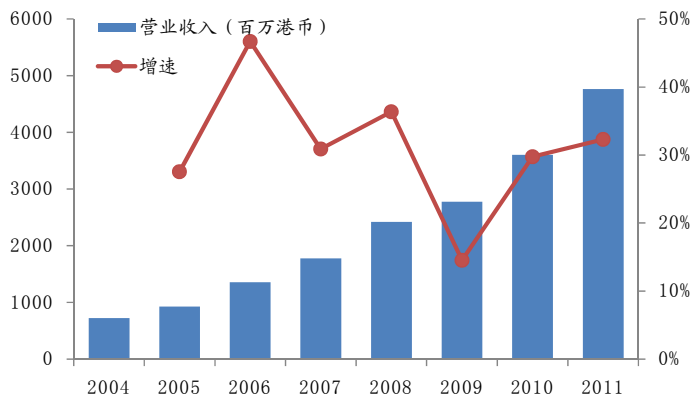
### 后起之秀——维达国际

- 维达国际在 09 年以前盈利力很弱，受原料成本影响波动较大，而且公司盈利主要来自广东、华中等区域市场。但 2009 年公司开始推行所有权与管理权分离，并邀请张东方女士加盟进行管理改革之后，公司开始有了质的改变。
  - 张东方女士拥有丰富的跨国机构管理经验，曾是瑞士跨国集团北亚区副总裁，十分熟悉快速消费品市场。
- “轻资产”而重品牌及营销网络一直是维达国际长久以来的运作模式，以张东方为首新的管理团队将这种理念与运作模式进一步深化。
- 在品牌营销方面，一方面通过精确的市场分析，紧紧抓住消费者的关注点，借助品牌来推广品牌，通过与喜羊羊、功夫熊猫、冰河世纪等合作，快速提升品牌知名度；其次有效整合资源，实行全方面推广计划，由总部全面管理与统筹各地区市场推广计划，线上线下同同时投放广告，创新促销活动，在宣传策略上引入多家国际知名公司，协助市场数据分析、产品设计、广告代理、媒体投放、媒体监管、公关活动等进行精确营销。
- 在渠道建设及控制方面：1、多元化市场深耕，大力推行“百城万店”分销网络策略。以米字型的生产基地为中心辐射，每点以半径 500 公里的覆

盖范围，保证了各大区域密集式覆盖，终端网店从 20 万个提升至 40 万个，发挥协同效应；2、渠道收缩、调整产品结构。渠道收缩将渠道利润收窄 1%-3%，只把原材料成本的 1%转嫁到消费者身上，同时通过产品的升级，化解成本上涨的压力。

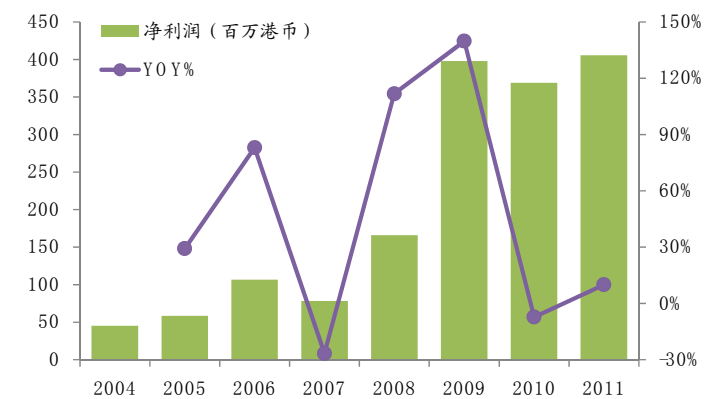
- 此外在运营、财务及人力资源管理等方面也进行改革与改进。
  - 供应链改革。实行中央采购，成立跨部门专案小组对物流仓储进行整改，优化资讯化流程，采用多种形式稳定木浆价格，比如与木浆供应商建立长期合作关系，使采购更灵活，降低整体成本的同时提高议价能力，加强风险管理。
  - 控制生产成本。提出“下降 1%的废料，提高 0.1 毫米，0.1 克利用率，节约 10 分钟”的车间管理目标，使车间损耗进一步降低，生产成本增幅低于原材料市场增幅。通过各类技改，如锅炉进水温度系统、蒸汽二次利用等技术提高生产效率。
  - 实行灵活的财务及融资策略。财务中心与运营营销部门共同进行成本分析，严控预算费用，加强管理应收帐。而对外巩固与银行界的稳健关系，签订有期贷款融资协议。
  - 推进“管理培训生计划”，并引入外部高素质人才，充实到集团各业务部门，同时重视提拔内部管理人才。此外推行一系列专业提升及人才发展计划，优化各种人才资源制度，如人才测评系统、梳理职位系统、修订绩效管理制度及薪酬福利，对内部高管实行股权激励政策等。
- 维达在实施所有权、管理权分离，以及一系列制度改革后，公司盈利能力得到显著提升。我们以 2008、2011 年两年数据作为比较：2008 年木浆均价 715 美元/吨，同期维达毛利率、净利率分别为 21.2%、6.8%；2011 年木浆均价 770 美元，同期维达毛利率、净利率分别为 27.2%、8.5%，如果除去浆价因素的影响，维达净利率提高约 2 个百分点以上。

图表5: 维达国际营业收入

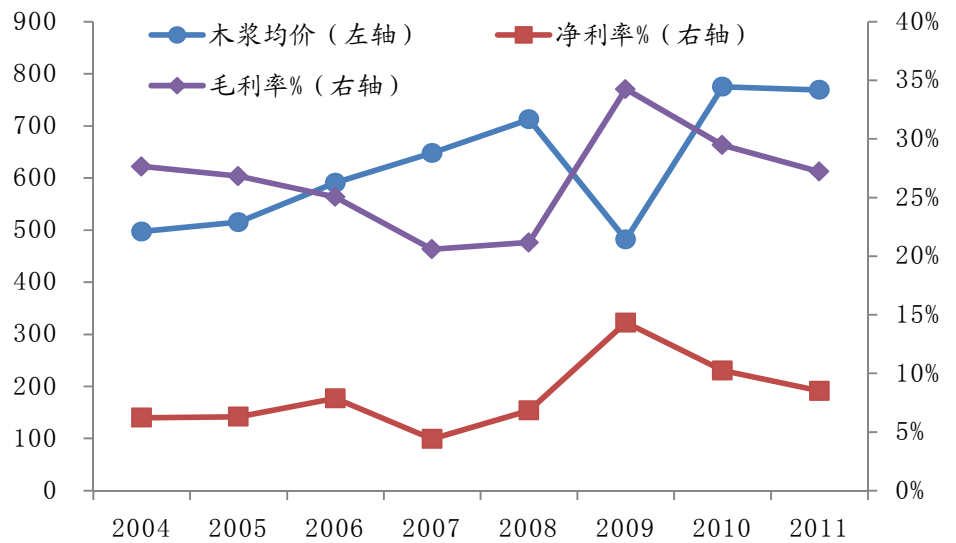


来源: 公司报表、国金证券研究所

图表6: 维达国际净利润



图表7: 维达国际盈利能力 2009 年后大幅改善

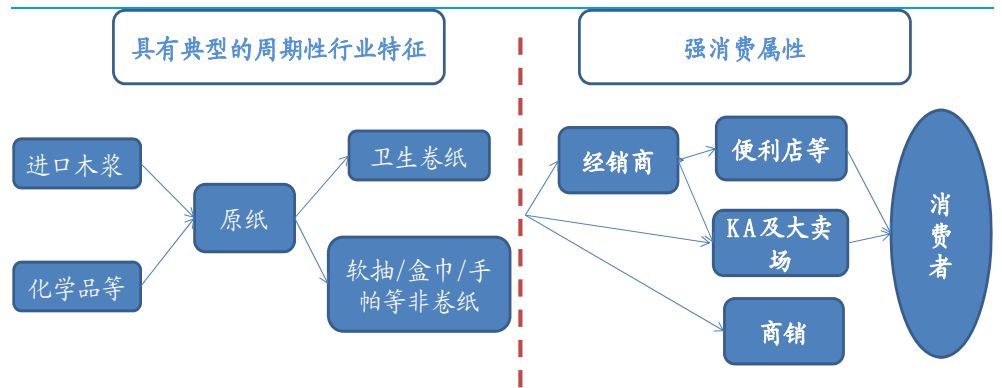


来源: 公司报表、国金证券研究所

### 小结——恒安、维达管理变革的启发

- 生活用纸是兼具周期性和消费属性的行业，周期性主要体现在公司业绩上，其受成本木浆波动的影响较大，而木浆则是典型的周期性行业，受全球经济大环境、自身的供求关系以及汇率等因素影响，波动频繁；消费属性则主要体现企业的销售环节，一方面其销售模式及渠道与其它快消产品基本相同，营销水平及渠道力是企业的核心竞争力，而品牌力对产品销售&价格具有较大影响；另一方面生活用纸属于跟老百姓日常生活密切相关的消费品，其消费具有一定刚性，受经济波动影响较小，具有较强的抗周期性。
- 生活用纸企业的核心竞争力是品牌&渠道，对于生活用纸的研究应更多从消费品的角度出发，多侧重各企业经营机制、品牌运作，渠道搭建，市场营销等方面。目前国内生活用纸企业大多原先生产大宗原纸企业或以大宗纸的方式来经营生活用纸，无论从经营理念还是从企业管理角度看，离快消型企业尚有一定差距，目前只有少数几家企业具备这一素质。
- 从恒安、维达发展历史看，生活用纸龙头普遍曾经历从制造型向依靠品牌及渠道的消费型企业转变的过程，通过建立现代快消型企业制度，这些企业的盈利能力跟以前相比都有质的改变。在此过程中，企业或通过外脑或通过聘请具有丰富快消经验的人才来帮助实现这一过程。从时间跨度看，基本上 1-2 年即可见到显著效果，这一方面说明生活用纸企业大部分基础薄弱，通过引进人才或其它方式基本都可达到改善的目的；另一方面也表明行业相对宽松的竞争环境，竞争强度与其它快消行业相比仍偏弱。

图表8: 生活用纸产业链及行业特性



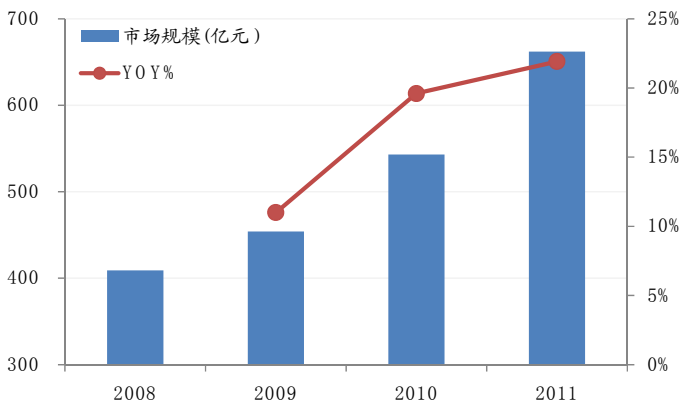
来源: 国金证券研究所

## 2012年将是洁柔的改变之年

### 对公司质地的疑虑

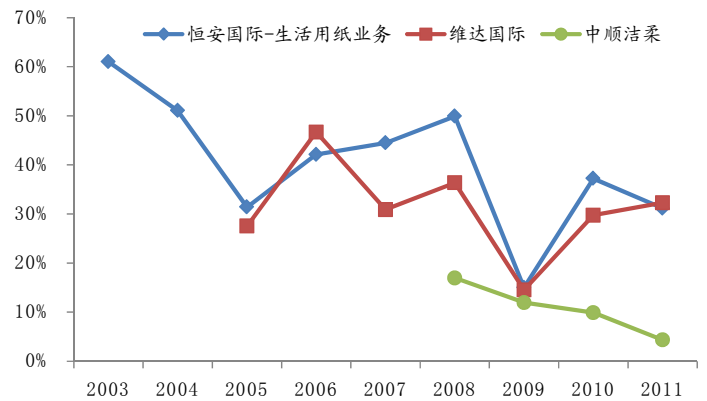
- 市场对中顺洁柔质地的质疑，有其一定合理性。一方面过去几年公司的报表较差；另一方面与恒安、维达比较，无论是品牌力、渠道力，还是整个公司的管理能力都存在一定差距。
- 过去四年中顺洁柔的营业收入增速 10%左右，而同期行业市场容量年增速 10%-20%，第一梯队的竞争对手增速基本保持 30%以上。无论与行业还是与其它规模企业比，公司增速都相对较慢，但这并不是说公司质地与竞争对手差异如此之大。
  - 客观原因：公司自 2008 年筹划上市，因造纸属于“两高一资”行业，新项目审批麻烦且跨度长，为了尽快完成上市目的，因此公司过去几年基本未新建产能。
  - 主观因素：公司控股股东在过去三年偏保守，这跟培养接班人有一定关系。

图表9: 生活用纸市场容量(亿元)



来源: 生活用纸协会、公司报表、国金证券研究所

图表10: 重点公司收入增速%

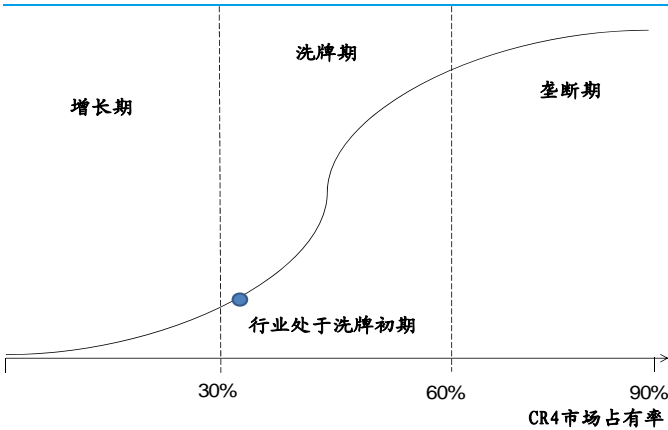


- 但正因为有差距，才有改善的空间，我们现在需要关注的其是否会变好，会不会踏上其竞争对手曾经走过的路径。对于公司管理改善前景，我们相对比较乐观，我们认为洁柔已到了管理改善的时间点，无论是从外在环境变化的压力，还是从企业实际控制人的内在动力来看，企业管理的变革已如箭在弦上。我们预计公司未来三年内将经历从制造型向快销型企业蜕变的过程，而盈利能力也将得到显著改善。

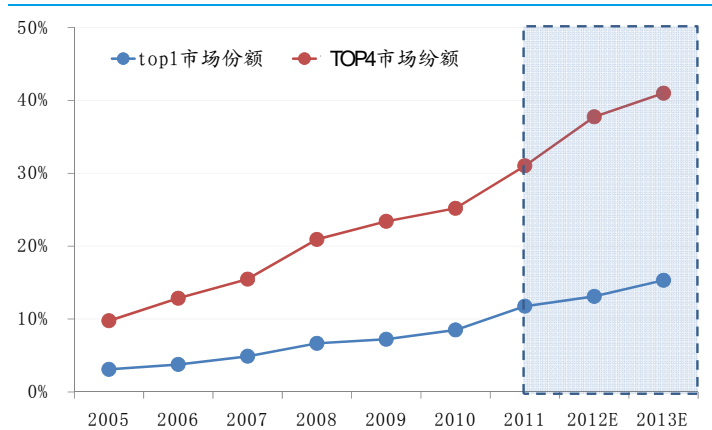
### 环境变化迫使变革

- **行业竞争环境已不同以往：**这几年生活用纸行业一大重要变化即新增产能非常多，且大部分是龙头企业的扩建项目。2009 年以前我国生活用纸行业每年新增产能 30-40 万吨，基本与当年消费增量吻合，行业竞争环境相对比较宽松。但 2009 年后这几年每年新增产能 80-120 万吨，已远超过消费增量，即便考虑落后产能的淘汰，产能也将不可避免陷入过剩，行业竞争环境较以往将更激烈。
- **行业格局变化将带来竞争压力。**另外从市场集中度看，目前生活用纸行业处于行业洗牌初期，行业竞争格局正在发生变化。目前我国生活用纸行业 CR4（APP 金红叶、恒安、维达、中顺洁柔）市场占有率 32%，属于低市场集中度，品牌处于由分散向集中的过程中。随着行业整合的逐步推进及深化，未来几年前 4 家企业的市场份额将快速上升，市场的竞争将逐步转化为一、二线龙头企业之间的竞争，必将考验各企业的综合实力。因此对各企业的内在能力要求将与目前大为不同，而当前则是企业加强自身实力建设的时机。

图表11：生活用纸将进入加速洗牌期



图表12：CR4 市场集中度（产能）



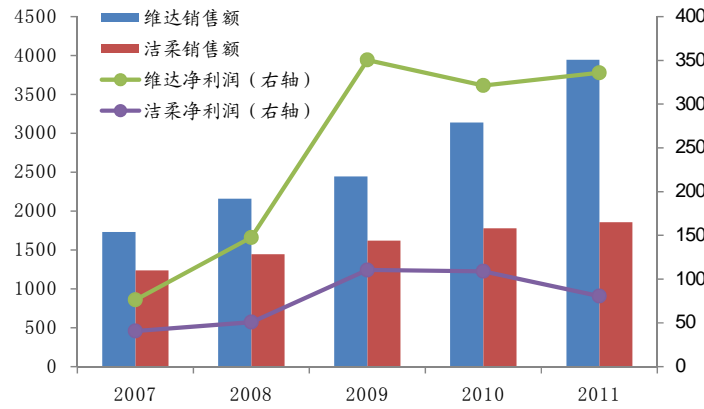
来源：国金证券研究所

### 改变的内在动机强烈

- 就洁柔公司本身而言，其改变的动力也比较强。
  - 首先是公司观念的变化。一方面公司已意识到行业环境的变化，未来将更多的是一线企业之间的 PK，公司原先的那套管理模式已迫切需要改变；另一方面公司对自身目前存在的问题还是有着比较深刻的认识，公司承认与恒安、维达等企业相比差距较大，而维达通过管理改革带来竞争力的大幅提升给公司管理层的触动很大，因此公司也有改变的意愿。
  - 其次，为了在未来的竞争占据有利的形势，必须走向全国，而如何提升公司在弱势地区的品牌知名度及解决异地扩张问题也迫切需要新的理念及机制。公司目前盈利区域主要是华南、西南市场，其它诸如华东、华中、华北市场基本都是亏损。公司盈利的市场主要通过长时间投入才实现的，时间跨度长，花费资金大，效果不佳。在竞争对手依靠成熟销售模式快速复制抢占市场的时期，公司迫切需要建立自己的模式，缩短盈利时间。
  - 新产能陆续投放，销售压力上升。未来几年是公司产能的大规模释放期，将由 2012 年初 23 万吨上升至 2015 年 65 万吨左右，在行业竞争加剧的背景下，如何消化新增的产能将成为公司当前面对的核心问题，也对企业管理能力带来挑战。
- 公司已着手改善，但质变仍需外脑。目前公司管理团队已着手加强管理制度的建设以及一些管理细节的改进，譬如建立新的 ERP 系统、销售人员

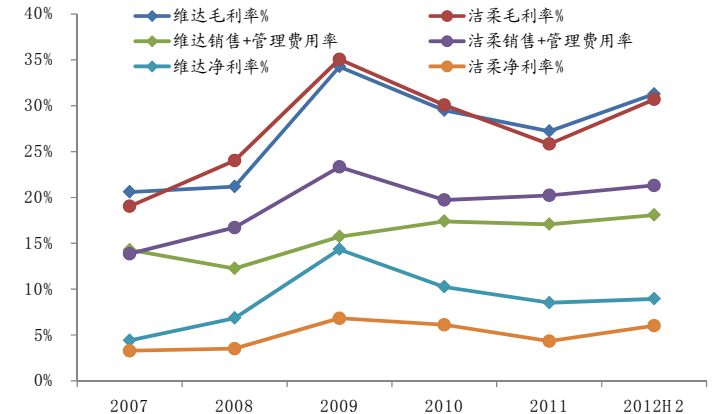
的绩效考核制度、工厂的成本控制、渠道的梳理等，我们认为这些措施可在一定程度上改善洁柔的盈利能力，但不足以带来质变。公司需要对其整个供应链系统进行重新诊断及调整，同时需要搭建高效的管理平台并建立良好的绩效机制，而这可能需要外脑帮助解决。

图表13: 维达与中顺洁柔比较 (百万元)



来源: 公司报表、国金证券研究所

图表14: 洁柔与维达财务数据比较



### 双轮驱动——公司将持续高增长

- 成本下行是我们今年推荐中顺洁柔的主要逻辑，我们预计未来两年浆价总体将相对平稳，贡献有限。公司后市的成长将主要来自：一、管理改善所带来的盈利能力上升；二、量的增长。

#### 管理改善

- 根据我们以上的分析，我们认为洁柔的管理改善大幕将逐步拉开，通过管理改善所带来净利率的提升将是公司业绩增长的重要驱动因素。
- 从改善的空间及时间来看，参考维达的改变历程及盈利水平，我们预计洁柔的净利率提升空间可达到 2-3 个百分点，但这将是逐步提高的过程，完全达成这一目标可能需要 3 年左右时间。
- 总的来说，我们认为未来 2-3 年将是洁柔蜕变期，无论是公司质地还是盈利能力都将是持续上升的过程。

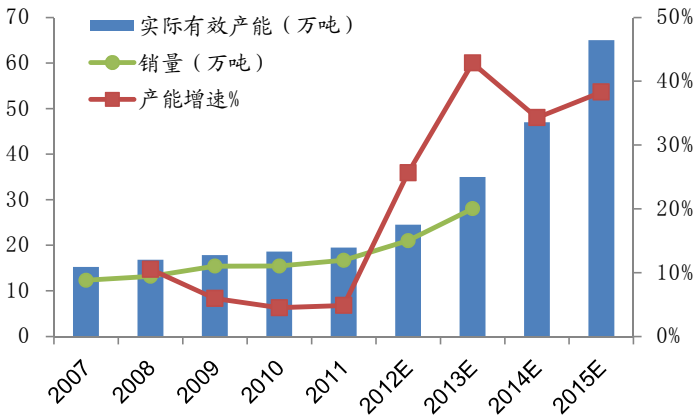
#### 量的增长

- 产能释放。公司下半年将有 12 万吨募投项目投产，2012 年底公司总产能将达到 35 万吨。同时公司前期已公告新的 30 万吨项目，预计将于 2014-2015 年投产，从产能角度看，公司 2013-2015 年期间增速基本维持 30%-50%。
  - 公司 12 万吨募投项目投产时间 9-11 月份：其中河北唐山基地 2.5 万吨已于 9 月末正式进行商业生产；成都基地 2.8 万吨将于 10 月份投产，此外江门基地 7 万吨将于 11 月投产，预计今年实际贡献预计 1-2 万吨。
  - 公司新的 30 万吨项目：1) 在广东罗定市总投资 14.5 亿元新建 24 万吨生活用纸项目，一期工程投资 6.6 亿元人民币，产能约 12 万吨/年，计划 2014 年 3 月投产；2) 全资子公司成都天天纸业扩建 6 万吨高档生活用纸项目，预计 2014 年投产。目前广东罗定一期工程 12 万吨已落实，设备协议已签订。四川项目目前还处于沟通、筹备阶段，最终投资协议还没有签订，但包括跟政府、设备供应商等意向合作已基本落实。
- 目前全木浆生活用纸正处于快速发展期，行业年增速 20% 左右，我们认为行业在消费升级及消费替代的驱动下，未来三年国内全木浆生活用纸年销售额增速仍可保持 15%-20%，而洁柔等龙头企业已具备一定的品牌影响

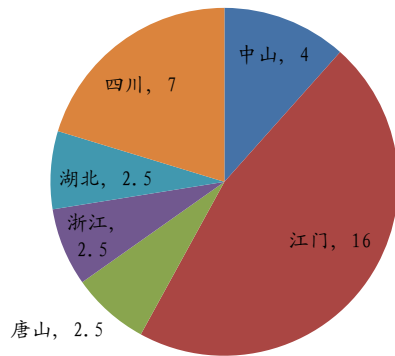
力及渠道优势，结合产能释放情况，我们预计洁柔未来两年收入有望继续保持 30%-40% 增长。

- 目前一、二线城市生活用纸普及率已相对较高，已进入稳定增长期。但由于消费水平的提高催生了对高端产品需求量的增长，从而导致产品结构的变化。一方面是全木浆产品替代非木浆产品；另一方面高档全木浆产品需求量的上升，因此一、二线城市虽然增量贡献有限，但由于产品的涨价，销售额增速依然较快，同时也是盈利较好的市场。
- 而三、四线城市由于消费基数低，人均消费量仅 1-3 千克，经过近几年的市场培育，三、四线城市对全木浆产品的接受度明显上升，市场进入爆发增长期，贡献了主要的市场增量。

图表15：公司产能进入释放期

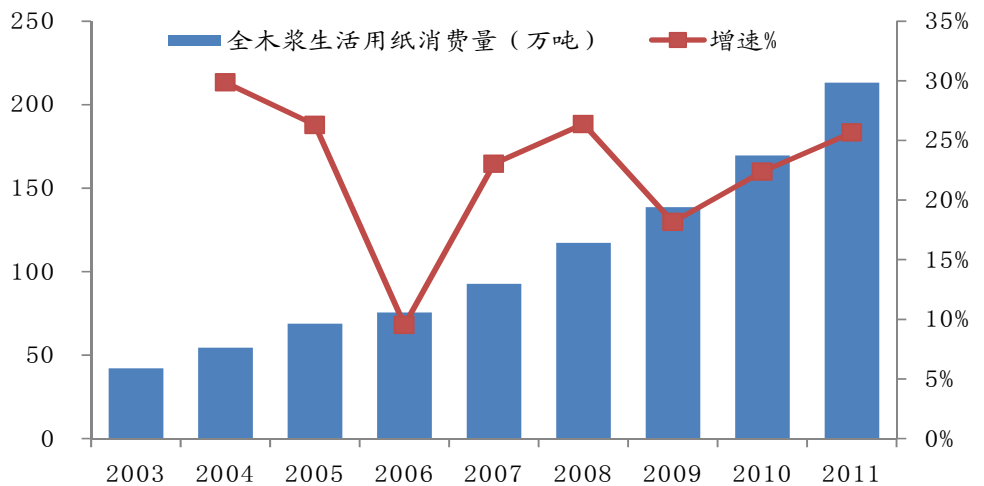


图表16：公司产能分布 (2012 年底)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表17：中国全木浆生活用纸处于快速增长期



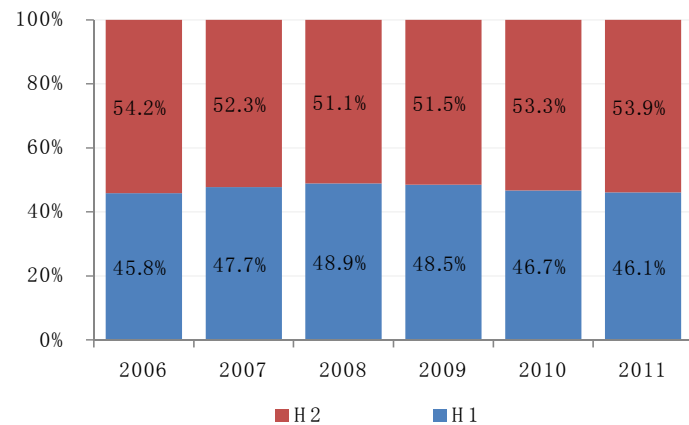
来源：生活用纸协会、国金证券研究所

今年业绩基本锁定

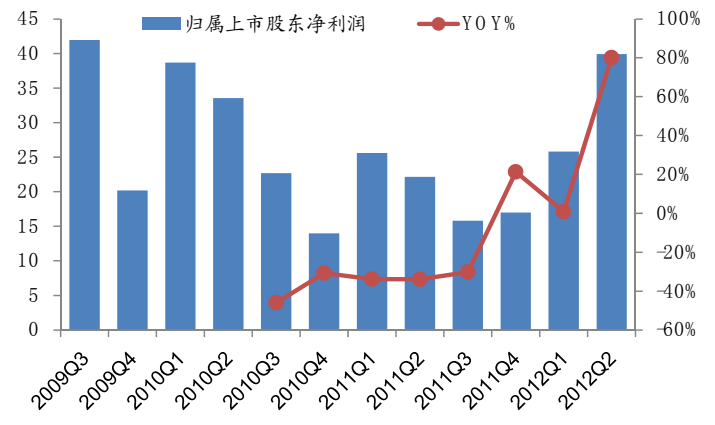
- 生产与销售。公司目前开工基本是满生产，为了满足市场需求，公司甚至需委托外部工厂进行代工；在销售方面，目前公司产品供不应求，为此公司更多生产毛利相对较高的非卷纸类产品，这也造成公司卷纸类产品存在一定缺货。
- 上半年公司非卷纸比重较去年上升 3 个百分点，达到 45.3%，这也从侧面验证了公司目前良好的销售情况（供应偏紧，更多生产高毛利产品）。

- 近期我们草根某大润发超市，据营业员反馈：洁柔产品二季度合计销售约 25 万元，而三季度合计销售 37 万元，环比增长近 50% 左右。
- 产品价格与销售费用率。今年以来公司产品价格（以吨纸计）基本保持稳定，公司会定期对单类产品进行降价促销，但总体价格及毛利率变化不大。此外我们预计下半年销售费用率与二季度水平差不多，全年预计 15.5% 左右。
- 基于行业景气及基数方面的考虑，公司今年业绩高增长确定性强，全年业绩翻番的概率较大。
  - 下半年是生活用纸的销售旺季，从维达的历史数据看，下半年销售收入较上半年高 20% 左右。而公司下半年还有 12 万吨的募投产能释放，下半年高增长是有保证的。
  - 受高价原料的影响，公司去年下半年净利润基数较低。
  - 此外，公司年底还会有购买木浆的返点收入。
  - 我们预计公司前三季度将增长 65%-70%。

图表18：下半年是生活用纸行业消费旺季（维达）



图表19：中顺洁柔去年下半年基数较低（百万元）



来源：公司报表、国金证券研究所

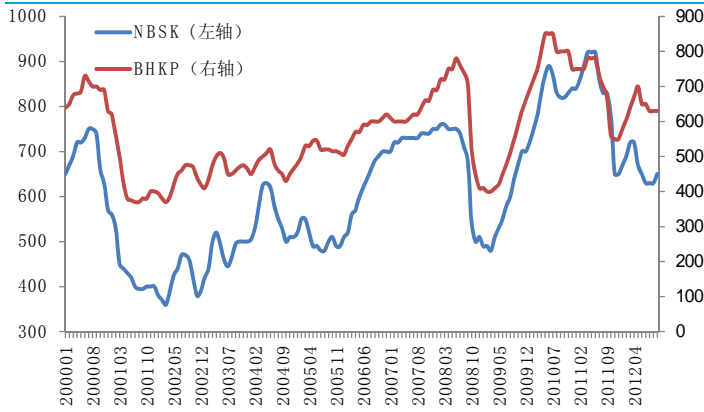
## 市场关注的一些问题

### 浆价趋势

- 关于浆价趋势，我们在以往的报告已多次阐明我们的观点。我们看淡未来未来 2 年浆价，预计浆价将维持相对低位，期间不排除因为需求的阶段性走弱，再次出现下跌。主要逻辑在于新产能释放，而需求仅微弱复苏，因此全球浆市供求关系将趋于恶化。我们判断未来 2012-2013 年浆价区间：针叶浆 550-700 美元/吨；阔叶浆 550-700 美元/吨。
- 新的项目包括：ILIM 70 万吨针叶浆，投产期 2013 年初；巴西公牛 150 万吨桉木浆，投产期 2012Q4；STORAENSO/ARAUCO 130 万吨桉木浆，投产期 2013Q3；SUZANO 150 万吨桉木浆，投产期 2013Q4。
- 需求方面，目前全球木浆消费增量主要来自中国，由于中国经济的减速，我们预计中国对木浆消费增速将不可避免的下行；而欧美地区继续受困于经济的疲软及新媒体的替代，仍将呈下行趋势。
- 供应商对中国市场报价年初以来有所反弹，但 5 月份后再次下滑。9 月份针叶浆供应商报价 600-630 美元/吨；阔叶浆实际接单价 590-600 美元/吨（巴西桉木浆表面报价仍达 670 美元，但大客户实际接单价 600-610 美元/吨）。10 月份供应商报价普遍上涨 20 美元，上涨的主要动力来自需求的阶段性恢复，首先欧美工厂假期结束后，开工有所上升；其次中国工厂也开始补库，尤其是 9 月份浆价下滑到相对低位，工厂加大了购买量。

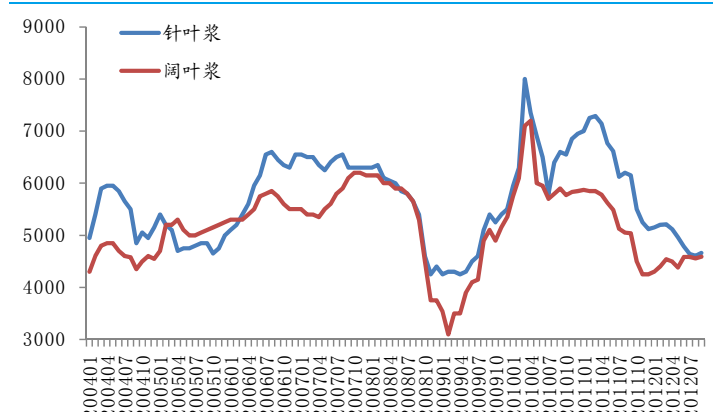
■ 我们认为此次浆价上涨不具有持续性，后市仍将维持稳定。一方面，目前木浆需求尤其是中国市场仍较疲软，在纸价低位的背景下，浆价上行空间有限；另一方面全球木浆库存仍维持高位，尤其是阔叶浆，此外新项目即将投产也将压制浆价上行空间。

图表20: 海外供应商对中国市场木浆报价 (美元/吨)

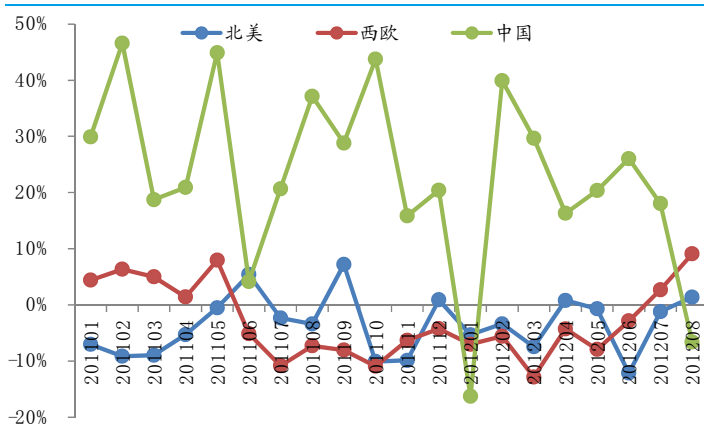


来源: RISI、国金证券研究所

图表21: 中国国内市场木浆价格 (元/吨)

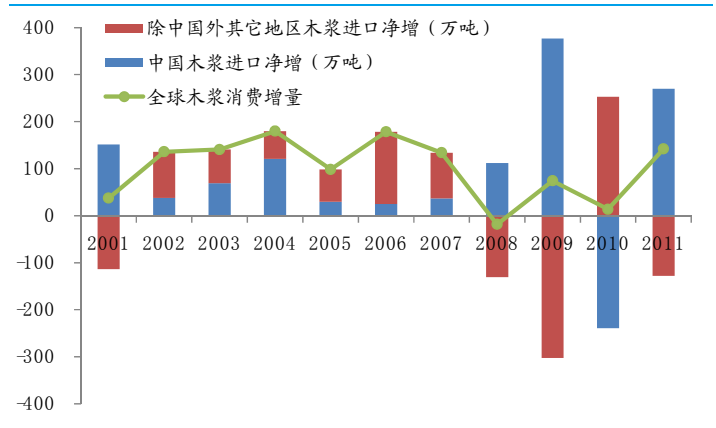


图表22: 中国木浆进口快速回落

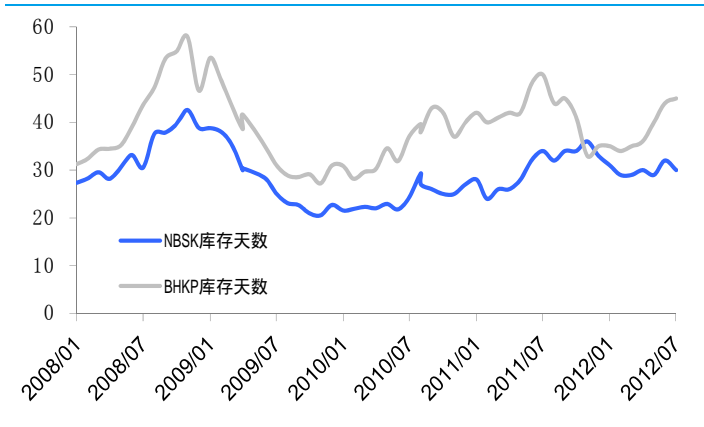


来源: RISI、国金证券研究所

图表23: 近几年全球木浆消费增量基本都来自中国

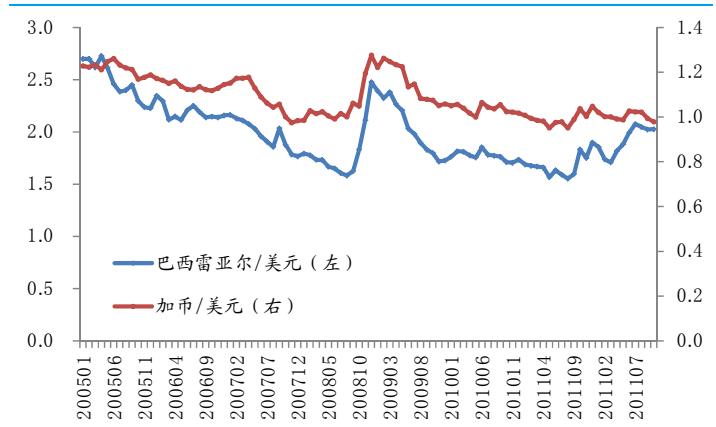


图表24: 全球阔叶浆库存呈上升趋势



来源: RISI、WIND、国金证券研究所

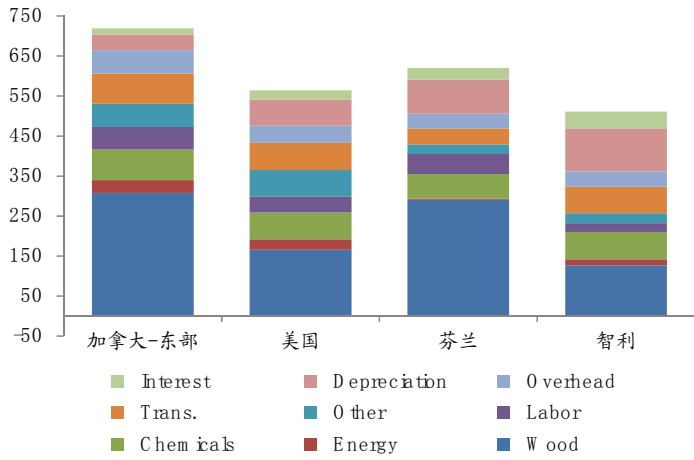
图表25: 主要产浆国汇率变化



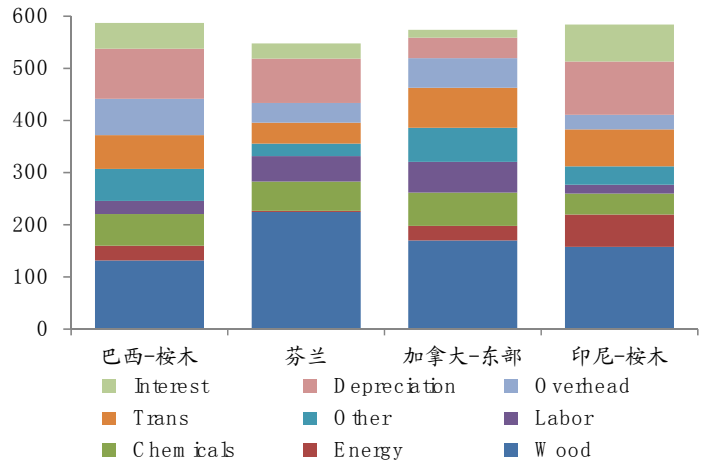
■ 此外，QE3 对全球浆价的冲击，我们认为影响不大。木浆是大宗商品中的小众产品，对投机炒作类资金吸引力不大；从以往历史看，木浆价格的决定因素是供求关系，QE 可能通过汇率的方式来影响浆价走势。木浆贸易是美元计价，如果产浆国的货币升值，可能会向下游转嫁成本，但目前按

木浆最大供应商巴西雷亚尔近期兑美元呈贬值趋势。总的来说，我们预计QE对浆价的影响不大，供求关系将决定浆价趋势。

图表26: 针叶浆成本(美元/吨)



图表27: 阔叶浆成本(美元/吨)

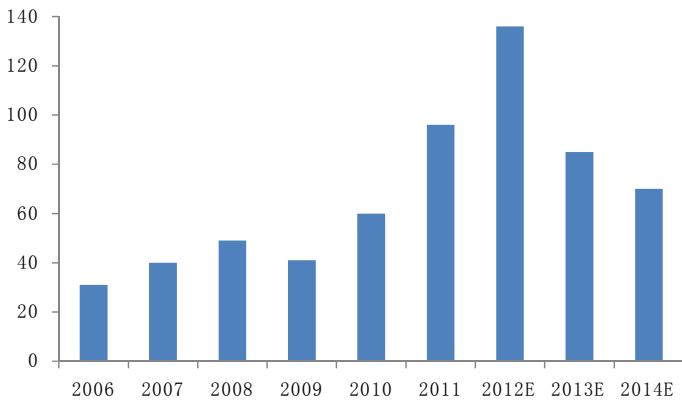


来源: RISI、国金证券研究所

### 产能过剩风险及价格战

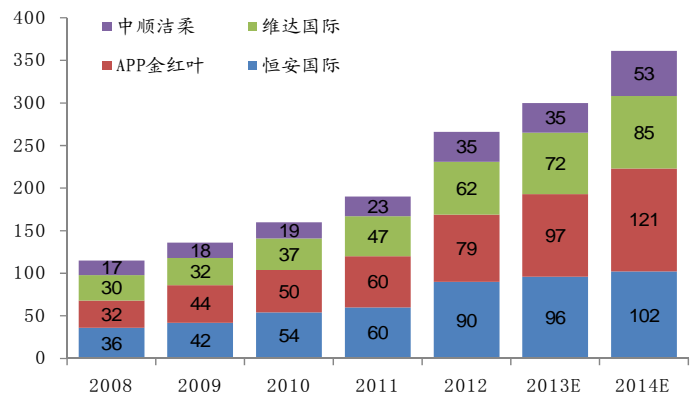
- 从我们统计数据看，2012-2014 年新增产能确实较前几年要多，初步统计近 300 万吨，其中前四家企业占新增产能占比近 60%，行业竞争将趋于激烈，但对于产能过剩是否会带来恶性价格战，我们认为不用太悲观，但部分时间段及部分地区促销力度可能会加大。
- 首先生活用纸是消费品，品牌及渠道对产品销售具有非常大的影响，不要以看待其它传统纸张如铜版纸、文化纸的眼光看待它，新增产能对市场的影响并不像其它纸种那么大，而且各企业竞争力差别较大，受影响程度也会不一。
- 其次，生活用纸属于体积大、重量轻的低值易耗品，存在合理的运输半径（500 公里），因此各区域市场竞争情况区别较大，不能一概而论。从新增产能的区域看，有一半是在内地市场（如华中、西南、东北），属于覆盖性产能，这些地区生产全木浆产品企业很少，这些新产能的主要竞争对手是当地的非木浆产品。
- 第三，单从供求关系来看，目前我国生活用纸年消费增量大约 60 万吨，未来三年新增消费量 180 万吨，再加上落后产能的淘汰以及市场竞争导致的退出，我们认为产能过剩并不会想象的那么严重。
  - 据我们测算国内落后生活用纸产能约 150-200 万吨，在经济转型、产业结构调整的大背景下，落后产能的淘汰是大概率事件。
  - 根据工信部规划，2012 造纸业落后产能淘汰近 1000 万吨，我们预计三年内生活用纸淘汰产能预计可达 50-100 万吨。
- 此外，生活用纸的核心渠道是商超，而目前商超的主要品牌一般为 5-6 家（包括前四家企业+区域性品牌），因此前四家企业对市场拥有较强的话语权，一般会保持合理的利润率水平。而且从恒安/维达近期反馈来看，目前状况仍相当好，恒安仍处于缺货状况，维达部分区域也是缺货的，而且两家企业也表态不会参与价格战。
- 最后，拉长周期看我国生活用纸仍处于高速增长阶段，市场远未成熟。从人均消费角度看，目前我国人均生活用纸消费量 3.5 千克/人，显著低于欧美等国以及我国香港、台湾等地区，我们认为在经济快速发展及居民可支配收入稳步增长的背景下，随着城镇化率的提升所带来居民生活习惯的改变，我国生活用纸市场规模在目前基础上将翻番，因此产能过剩只是短期、阶段性的，不用太悲观。

图表28: 生活用纸新增产能 (万吨)

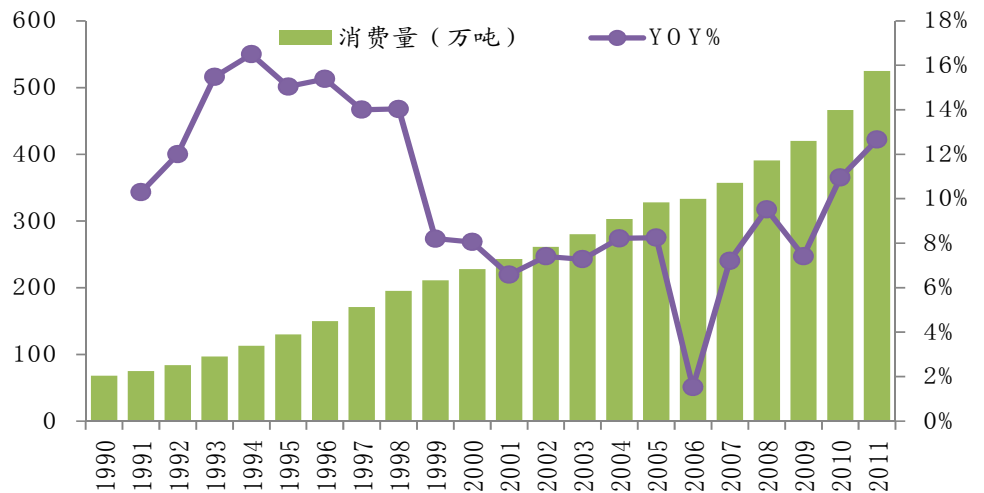


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表29: 2012-2014 年前四家企业产能合计增长 90%



图表30: 中国生活用纸年消费增量 60 万吨左右



来源: 生活用纸协会、国金证券研究所

### 盈利预测及投资建议

- 我们调整了公司盈利预测, 预计 2012-2014 年营业收入 24.15 亿元、32.11 亿元、42.51 亿元, 归属母公司股东净利润 1.57 亿元、2.13 亿元、3.27 亿元, 对应 EPS 为 0.75 元、1.05 元、1.57 元。公司最近三年净利润复合增速近 60%, 我们给予公司中期目标价 27 元, 对应明年业绩 25.7 倍 PE, 较目前有 40% 上涨空间。
- 我们认为 2012 年将是公司成长及改善的起点, 成本逻辑将驱动公司今年业绩爆发增长。而从中期看, 管理改善所带来的盈利力的上升也是公司重要看点, 我们建议长线投资者积极买入。

**图表31: 主营业务收入按产品预测**

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>卷纸</b>							
平均售价 (元/吨)	10,120.72	9,439.48	10,027.95	10,020.00	9,620.00	9,700.00	9,800.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-6.73%	6.23%	-0.08%	-3.99%	0.83%	1.03%
销售数量 (千吨)	84.70	104.00	102.00	105.96	142.00	190.00	250.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	22.79%	-1.92%	3.88%	34.01%	33.80%	31.58%
销售收入 (百万元)	857.23	981.71	1,022.85	1,061.72	1,366.04	1,843.00	2,450.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	14.52%	4.19%	3.80%	28.66%	34.92%	32.94%
毛利率	20.99%	32.50%	25.87%	21.65%	25.60%	25.30%	25.50%
销售成本 (百万元)	677.29	662.65	758.24	831.86	1,016.33	1,376.72	1,825.25
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-2.16%	14.43%	9.71%	22.18%	35.46%	32.58%
毛利 (百万元)	179.93	319.05	264.61	229.86	349.71	466.28	624.75
增长率 (YOY)	#REF!	77.32%	-17.06%	-13.13%	52.14%	33.33%	33.99%
占总销售额比重	59.63%	60.73%	58.63%	57.70%	56.57%	57.39%	57.63%
占主营业务利润比重	51.98%	56.20%	49.45%	47.97%	47.93%	48.58%	48.75%
<b>非卷纸</b>							
平均售价 (元/吨)	12,347.13	12,645.22	13,749.37	14,098.00	13,675.06	13,796.94	13,944.80
增长率 (YOY)	#DIV/0!	2.41%	8.73%	2.54%	-3.00%	0.89%	1.07%
销售数量 (千吨)	47.00	50.20	52.50	55.20	75.50	98.00	128.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	6.81%	4.58%	5.14%	36.78%	29.80%	30.61%
销售收入 (百万元)	580.32	634.79	721.84	778.21	1,032.47	1,352.10	1,784.93
增长率 (YOY)	#DIV/0!	9.39%	13.71%	7.81%	32.67%	30.96%	32.01%
毛利率	28.64%	39.17%	37.47%	32.04%	36.80%	36.50%	36.80%
销售成本 (百万元)	414.10	386.12	451.34	528.87	652.52	858.58	1,128.08
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-6.76%	16.89%	17.18%	23.38%	31.58%	31.39%
毛利 (百万元)	166.21	248.67	270.50	249.34	379.95	493.52	656.86
增长率 (YOY)	#DIV/0!	49.61%	8.78%	-7.82%	52.38%	29.89%	33.10%
占总销售额比重	40.37%	39.27%	41.37%	42.30%	42.76%	42.10%	41.99%
占主营业务利润比重	48.02%	43.80%	50.55%	52.03%	52.07%	51.42%	51.25%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>1437.54</b>	<b>1616.50</b>	<b>1744.69</b>	<b>1839.93</b>	<b>2398.51</b>	<b>3195.10</b>	<b>4234.93</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>1091.39</b>	<b>1048.77</b>	<b>1209.58</b>	<b>1360.73</b>	<b>1668.85</b>	<b>2235.30</b>	<b>2953.33</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>346.15</b>	<b>567.72</b>	<b>535.12</b>	<b>479.20</b>	<b>729.65</b>	<b>959.80</b>	<b>1281.61</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>24.08%</b>	<b>35.12%</b>	<b>30.67%</b>	<b>26.04%</b>	<b>30.42%</b>	<b>30.04%</b>	<b>30.26%</b>

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,619	1,779	1,856	2,415	3,211	4,251	货币资金	248	1,715	953	934	694	400
增长率		9.9%	4.4%	30.1%	33.0%	32.4%	应收款项	230	255	260	359	478	632
主营业务成本	-1,051	-1,244	-1,377	-1,685	-2,252	-2,987	存货	267	412	509	554	740	982
%销售收入	64.9%	69.9%	74.2%	69.8%	70.1%	70.3%	其他流动资产	18	45	105	69	92	121
毛利	567	535	479	730	960	1,264	流动资产	763	2,427	1,827	1,917	2,004	2,136
%销售收入	35.1%	30.1%	25.8%	30.2%	29.9%	29.7%	%总资产	51.5%	74.9%	64.8%	54.6%	51.7%	44.9%
营业税金及附加	-7	-6	-9	-12	-16	-21	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	632	721	897	1,519	1,801	2,549
营业费用	-295	-261	-272	-374	-482	-595	%总资产	42.7%	22.2%	31.8%	43.3%	46.5%	53.6%
%销售收入	18.3%	14.7%	14.7%	15.5%	15.0%	14.0%	无形资产	70	72	72	69	68	67
管理费用	-82	-89	-103	-130	-161	-213	非流动资产	717	814	994	1,592	1,871	2,618
%销售收入	5.1%	5.0%	5.6%	5.4%	5.0%	5.0%	%总资产	48.5%	25.1%	35.2%	45.4%	48.3%	55.1%
息税前利润 (EBIT)	183	178	95	213	301	435	<b>资产总计</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,821</b>	<b>3,509</b>	<b>3,875</b>	<b>4,754</b>
%销售收入	11.3%	10.0%	5.1%	8.8%	9.4%	10.2%	短期借款	499	767	404	0	0	374
财务费用	-32	-30	-5	-16	-29	-47	应付款项	368	416	344	416	554	732
%销售收入	2.0%	1.7%	0.3%	0.7%	0.9%	1.1%	其他流动负债	26	22	-18	29	39	51
资产减值损失	-1	-7	8	0	0	0	流动负债	892	1,205	730	445	592	1,157
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	57	36	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	5	2	13	830	830	830
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>954</b>	<b>1,244</b>	<b>743</b>	<b>1,275</b>	<b>1,422</b>	<b>1,988</b>
营业利润	149	141	98	196	273	388	<b>普通股股东权益</b>	<b>433</b>	<b>1,994</b>	<b>2,074</b>	<b>2,231</b>	<b>2,449</b>	<b>2,763</b>
营业利润率	9.2%	7.9%	5.3%	8.1%	8.5%	9.1%	少数股东权益	92	3	3	3	3	3
营业外收支	5	3	13	18	23	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,479</b>	<b>3,241</b>	<b>2,821</b>	<b>3,509</b>	<b>3,875</b>	<b>4,754</b>
税前利润	154	144	111	214	296	418	<b>比率分析</b>						
利润率	9.5%	8.1%	6.0%	8.9%	9.2%	9.8%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-26	-24	-30	-58	-77	-105	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.7%	16.8%	27.4%	27.0%	26.0%	25.0%	每股收益	0.920	0.680	0.503	0.753	1.052	1.509
净利润	128	120	81	157	219	314	每股净资产	3.608	12.460	12.963	13.942	15.309	17.271
少数股东损益	18	11	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.833	0.544	-0.231	1.871	1.130	1.623
归属于母公司的净利润	110	109	81	157	219	314	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	6.8%	6.1%	4.3%	6.5%	6.8%	7.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	25.51%	5.46%	3.88%	7.02%	8.93%	11.36%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	7.47%	3.36%	2.85%	4.46%	5.65%	6.60%
净利润	128	120	81	157	219	314	投入资本收益率	14.08%	5.28%	2.78%	5.07%	6.80%	8.22%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	46	57	52	90	119	153	主营业务收入增长率	11.95%	9.90%	4.35%	30.09%	32.99%	32.38%
非经营收益	35	27	22	43	23	28	EBIT增长率	78.64%	-2.81%	-46.49%	124.12%	41.60%	44.30%
营运资金变动	10	-117	-192	11	-180	-235	净利润增长率	117.25%	-1.41%	-26.03%	94.39%	39.76%	43.41%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>220</b>	<b>87</b>	<b>-37</b>	<b>299</b>	<b>181</b>	<b>260</b>	总资产增长率	2.08%	119.05%	-12.95%	24.38%	10.44%	22.69%
资本开支	-85	-187	-306	-694	-376	-870	<b>资产管理能力</b>						
投资	-1	-100	0	-1	0	0	应收账款周转天数	55.0	46.9	43.2	45.0	45.0	45.0
其他	2	0	0	0	0	0	存货周转天数	94.8	99.6	122.1	120.0	120.0	120.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-84</b>	<b>-286</b>	<b>-306</b>	<b>-695</b>	<b>-376</b>	<b>-870</b>	应付账款周转天数	56.9	47.5	53.1	53.0	53.0	53.0
股权募资	0	1,467	0	0	0	0	固定资产周转天数	138.4	144.6	154.8	225.0	155.7	181.9
债权募资	1	247	-394	413	0	375	<b>偿债能力</b>						
其他	-30	-207	-64	-36	-46	-58	净负债/股东权益	58.79%	-45.66%	-26.42%	-4.67%	5.56%	29.08%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-29</b>	<b>1,507</b>	<b>-458</b>	<b>377</b>	<b>-46</b>	<b>317</b>	EBIT利息保障倍数	5.7	6.0	17.7	12.9	10.5	9.3
<b>现金净流量</b>	<b>107</b>	<b>1,308</b>	<b>-801</b>	<b>-19</b>	<b>-241</b>	<b>-294</b>	资产负债率	64.51%	38.38%	26.35%	36.33%	36.70%	41.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	4	6
增持	0	2	3	14	27
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.83	1.79	1.85

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-01-09	增持	16.92	N/A
2 2012-02-28	增持	18.38	N/A
3 2012-04-16	增持	17.31	N/A
4 2012-04-18	增持	17.01	N/A
5 2012-05-27	增持	15.99	N/A
6 2012-08-01	买入	16.10	N/A
7 2012-08-09	买入	19.50	N/A
8 2012-09-06	买入	20.80	N/A

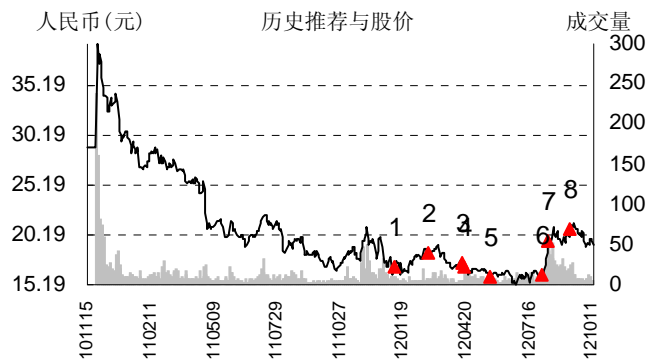
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B