

2月提价落实顺利，装饰纸龙头业绩触底向上

投资要点：

- 下游需求维持高增长，行业供需格局有所改善。**齐峰是装饰原纸的龙头企业，主要产品包括可印刷装饰原纸（20万吨）、素色装饰原纸（10万吨）、表层耐磨纸（2万吨）、无纺布壁纸原纸（3万吨）。从供给端来看，2016年装饰原纸市场（包括可印刷装饰原纸、素色装饰原纸、表层耐磨纸）年供给约85万吨（齐峰32、夏王18、华旺10），行业集中度较高（CR3约达到75%）。从需求端看，装饰原纸下游包括刨花板、纤维板、强化木地板等人造板。随着实木替代和定制家居兴起，人造板需求快速增长，装饰原纸的市场需求由2008年的30万吨增至2015年的72.8万吨，预计近年来年均增速将达到10%以上。2015年底，由于齐峰、夏王、华旺新增产能集中投放（各5万吨），导致2016年行业供需格局较差，企业盈利能力受到拖累，催化小产能加速退出。在下游需求高增长的背景下，目前行业供需格局有所改善。
- 2月提价落实顺利，对冲成本上涨不利影响。**公司装饰原纸的原料成本主要是钛白粉、木浆（生产1吨的装饰原纸需要0.3吨钛白粉、0.7吨木浆）。2016年钛白粉价格由年初的10000元/吨上涨至目前的17000元/吨，针叶浆、阔叶浆上半年价格下跌但10月后价格略有上涨（具体见下图），综合导致公司原料吨成本上涨约2100元/吨。而产品价格方面，去年年初在供需压力下公司产品略有下调（下调6%），去年11-12月产品价格两次提价合计1600元/吨，实际落实仅1000元/吨，导致公司2016年盈利能力下滑严重。2017年2月，公司装饰原纸产品再提价1000元/吨，到目前为止已经全部落实，将有效对冲成本上涨的不利影响。公司目前的产品吨净利润水平在400元左右，净利率在4%-5%，处于历史底部（历史平台期在1000元/吨左右，净利率在11%），未来公司产品的吨利润水平具有较大的向上空间。
- 大股东全额参与定增，无纺布壁纸具有成长空间。**2016年9月，公司发布预案拟向一致行动人李安东、李润生定向发行股票5482万股，募集金额不超过5亿元，用于子公司淄博欧木特种纸业年产5万吨素色装饰原纸、3万吨无纺布壁纸原纸项目。如果定增顺利，预计3万吨无纺布壁纸将于18年投产、5万吨素色装饰原纸将于19年投产。其中，无纺布壁纸具有良好的成长空间，由2011年的3万吨增至2017年预计的12万吨，未来市场容量有望发展至百万吨级。公司目前无纺布壁纸产能3万吨，定增顺利投产后将达到6万吨，2017年预计市场份额达到50%。
- 盈利预测及投资建议。**目前行业供需格局向好，公司装饰原纸提价顺利。预计公司2017年产能40万吨（2017年装饰原纸投产5万吨），平均吨净利润600元/吨；2018年产能43万吨（2018年无纺布壁纸投产3万吨），平均吨净利润1000元/吨，对应2017/2018年的PE分别为2.4亿、4.3亿，对应PE约为23倍、13倍。考虑到公司业绩改善具有较大弹性，给予“推荐”评级。

齐峰新材（002521.SZ）

推荐 评级

分析师

马莉 轻工制造首席分析师

✉: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢:

汤军

✉: (0755) 8283 9715

✉: tangjun_jg@chinastock.com.cn

郝帅

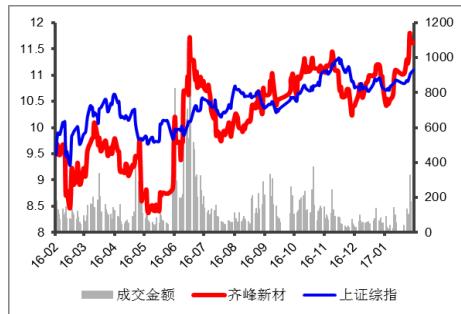
✉: (8610) 8357 1374

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2017.2.13
A股收盘价（元）		11.36
A股一年内最高价（元）		11.88
A股一年内最低价（元）		9.92
上证指数		3217
市净率		1.67
总股本（亿股）		4.95
实际流通A股（亿股）		4.95
流通A股市值（亿元）		48.85

相对上证综指表现图



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

附录：前期交流纪要

一、产能情况

1. 公司的产能规划是什么样的？

公司目前有 35 万吨的产能（30 万吨可印刷和素色、2 万吨表层耐磨、3 万吨无纺布壁纸），还有 5 万吨可印刷装饰原纸的产能正在兴建，预计今年就能够投产了。如果定增顺利的话，明年会有 3 万吨的无纺布壁纸原纸生产，后年再会有 5 万吨素色装饰原纸生产，也就是说到 2019 年时，大约会有 48 万吨的产能总量。

2. 公司对产能扩张的态度？

公司是 2010 年 12 月上市，当时的市场总产能是 30 万吨，公司原有产能 11 万吨，募投 11.8 万吨，因此预计的总产能就是 23 万吨，当时市占率超过 50%。这几年公司每年上项目的时候都详细考虑市场是否能够把新增产能消化掉，对待上新增产能的项目态度谨慎。目前市场增长了近 2 倍（30 万吨-85 万吨），公司市占率还没有达到 50%（32 万吨）。

3. 产能扩张主要在国内还是国外？

对于国内市场，公司不会盲目扩张产能，但认为无纺布壁纸前景较好，因此会投资一些。对于国外市场，公司基数还比较小，今年只有 2 万吨左右，出口的市场为印度、中东等地，他们的发展水平可能和中国 2003 年左右的水平差不多。所以可能需要等待国外市场爆发，再做投资打算。

4. 除了我们公司 5 万吨的新增项目，其他公司的新建项目情况如何？我们 5 万吨的产能完全开工需要多久？

根据目前掌握的情况，除了公司其他外其他大的生产项目（2 万吨以上）投建基本是没有的。产能的消化快的话需要 1-2 个月，最多 3 个月左右。公司的 5 万吨今年三季度如果顺利的话就可以建成投产了。

5. 目前行业产能是否饱和？

相较之发达国家，欧洲现在有 50 万吨的市场，4 家企业，利润率高于国内的企业。而国内的企业有 20 多家，虽然前几家集中度比较高（总产能 85 万吨，前三大齐峰 32 万吨、夏王 18 万吨、华旺 10 万吨，CR3 达到 75%），但是领先的企业都在暗暗较劲，这会影响到盈利的水平。

二、成本 vs 价格

1. 近期公司产品价格上调的主要原因？环保高压下关停小企业有没有影响？

公司去年下半年的提价的原因是成本上涨，行业供过于求的根本状况没有改变（2015 年底产能过剩 20%、2016 年底产能过剩 5%）。装饰纸中国的情况比较特别，85 万吨的产能总共有 20 几家企业在生产，而 80% 的产能集中在我前四家的龙头企业中，所以关停小企业对于行业来说没有特别的影响。

2. 原材料今年的趋势？

还会上涨，钛白粉预计会再涨 2000 元左右。木浆本来是一个供需相对平衡的行业，但是因为今年许多造纸企业开工比较早且开工率高，导致木浆价格上涨。

3. 钛白粉的供应商是国内的供应商吗？全球最大的钛白粉供应商宣布在亚太地区上调 150 美元/吨，会不会对国内价格有影响？

钛白粉供应商大概有 90% 左右都是国内的。但国际价格上调也会有影响的，我们也预计钛白粉价格会上涨 2000 元左右。

4. 产品均价最高位是在什么水平(2015年-2016年是一个去产能的过程,产品的价格甚至有所下跌,现在又回升了)?
现在10000元左右的均价已经算是一个高位了。历史均价最高可以参照2011年的情况,钛白粉从12000元涨到了20000元,公司当时调整了价格,但是利润也下降了50%。不过这需要结合当时的市场情况,当时公司扩张新的领域,而市场还处于一个比较供求平衡的情况,这样就造成了产能的过剩。

5. 我们这次提了价格,竞争对手提价水平如何?

竞争对手一般是同步提价,我们提价的时候不会和竞争对手商量的。

6. 公司目前的净利润?其他的造纸企业是什么水平?

公司的单吨净利润目前在400元左右,其他企业没有这么高。表层耐磨我们有30%左右的毛利,无纺壁纸原纸我们有20%左右的毛利,素色装饰原纸的毛利率也很高,但是我们的可印刷原纸今年基本没有挣钱,所以说大多数企业其实也是不赚钱的。

7. 历史上吨净利润比较高的时候是多少?

现在的吨净利润和去年差不多在400元/吨左右。去年我们总共生产了34万吨,主营产品有20多万吨,每吨下降700元,一下子就降低了近1.4亿元,利润下降了40-60%(前年利润2.7亿)。公司产品历史高位的吨净利润在1000元以上。

8. 去年第一季度的利润比前年低是因为成本(如木浆、钛白粉)涨价?

主要是因为2016年一季度销量少,同时费用集中。2015年第一季度比较特殊销售情况很好,我们现在的历史销售最高月也还是在2015年3月。

9. 去年三四季度的成本为什么会差不多?

去年第一季度时钛白粉比较便宜,而当三月份钛白粉往上调整的时候我们还有三个月的库存。因此两个季度的成本差距不大,特别是第二季度,在成本没有上调的情况下,销售比第一季度好许多,因此第二季度的利润情况比起第一季度好了许多。但是到了第三个季度之后,成本上涨价格没有提高,销量和第二季度差不多,所以经营状况变差。

10. 自建发电设备建设情况?

已经建成了三台锅炉和一台机组,还有一台机组正在建设,预计今年中期建设完成。现在一台机组发电量1亿度,如果两台机组都建成的话,那么基本可以满足公司一年的发电量(去年的用电量为2.2亿度)。自己发电成本会比外部电便宜一些,大约1度电能省2-3毛(外部电目前的价格为7毛左右),目前的发电水平在7000多度。

11. 公司原料和产品的库存情况?

钛白粉的库存基本是3个月,木浆库存1个月左右,产成品库存1个月内。目前公司产品库存2万吨左右,处于较低水平,维持安全库存(产成品库存低于2万吨会无法保证供应)。

三、产品 vs. 销售

1. 三大纸类(无纺壁纸原纸、表层耐磨纸、可印刷装饰原纸)的发展情况如何?

(1) 装饰原纸:主要用在板材上,2012年之前市场容量大约是40万吨,2012年之后这个产品也可以用在胶合板了,而且胶合板的量非常大,所以12-14年行业的产能从40万吨到75万吨左右。2015年以后,应用到胶合板的原纸扩张

基本饱和。2016年需求的增长也比较好，不是来源于销售和应用领域的扩张，而是房地产销售比较好，人们的需求增加了。对于2017年，我们认为需求会是一个个位数的增长，不会很快。(2)表层耐磨纸：唯一应用领域就是强化木地板，起到减少摩擦的作用。它的利润率比较高，但是这个市场比较小。去年全国产能就2万吨，公司占到了80%以上，增长空间整体有限。(3)无纺壁纸原纸：2011年公司研发成功，当时是300吨，到2016年是3万吨，并且公司定增再扩建3万吨的生产线，如果顺利明年总共有6万吨的产能。2017年预计这个市场需求量在12万吨左右，而2011年这个数字仅为3万吨。所以我们还是比较看好这个市场，按照中国的墙面装饰率的话，逐步发展应该是可以达到百万吨级别的。

2. 公司有没有新产品推出？

公司一直都有新产品推出。一方面是产品本身的升级更新。因为行业一直处于一个不断更新的过程，不同的市场不同的客户对产品的要求不一样，使得每一个品种的需求都不一样，所以每一个产品的提升都是推陈出新的过程。第二个方面是产品品种的升级。我们现在一共有4大品种的产品，推出一个品种可能需要4-5年的时间。比如无纺布壁纸我们2011年就推出了，当时只有200-300吨，而现在我们有3万吨了。

3. 对无纺布壁纸的看法？

我们2011年与另外一家公司进行无纺布壁纸的竞争，对方2013年从3000吨发展到3万吨，而我们2013年还只有1万吨，说明行业发展非常快。目前我们对无纺布壁纸的前景十分期待，并且在我们的定增项目当中我们也准备投入3万吨的无纺布壁纸的生产，如果成功的话，无纺布壁纸的成本还能够降低1000元。

4. 装饰原纸替代趋势（板材家居替代实木家居）是否可行？

这个逻辑无法讲通，板材家居的好处大家都能够看得到，但是实木家居的销售量并未因此下降，说明还是有需求的。虽然人造板的增速为16.8%，但是增速可能大部分是来源于定制家居。

5. 我们的产销模式是什么？与客户的合同是多久一签？

采取直销模式。一般与客户在年初时签订一个总体的框架协议，包括每月用量、价格（随行就市），如果需要涨价/降价会发涨价函/降价函。

四、其他

1. 负债率如何？

公司的负债率不到20%。

2. 应收账款情况？

应收账款比以前差很多。2014年是1个月，现在差不多是2个月了。原因在于：1)下游的账期在延长；2)15年下半年到16年，行业发生了转变，从供需基本平衡转到了供过于求，我们的竞争对手还有5万吨的产能闲置，所以下游企业有很大的议价权。

3. 我们的价格与包装纸、文化纸等纸价的变化有关系吗？

完全没有关系，是独立的领域。

4. 房地产的固定资产投资与我们的行业关系？

从产品的应用领域大多在家装方面来讲，地产的影响肯定是最大的：1)对于装饰原纸而言，除了一手房需要以外，二

手房装饰同样需要，而二手房不受房地产固定资产投资变化制约。2) 对于壁纸而言，海外壁纸的墙面装饰率大约有50%以上，日韩有70%，国内不到10%，所以国内的壁纸领域还有很大成长空间。

5. 三年以内，公司会向行业上下游延伸的方向考虑吗？

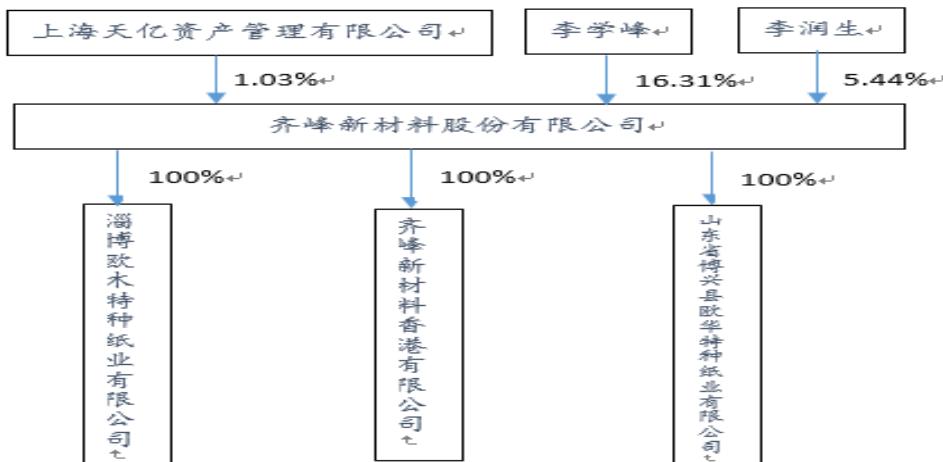
没有这个考虑，因为下游的产能太分散了，现在我们下游最大的客户年需求也只有1万多吨。下游的分散性主要是因为进入门槛比较低，市场一好利润一高，就会有很多企业生产。

(一) 公司基本资料及股权结构

齐峰新材成立于2001年6月25日，2010年12月在深交所上市，前身是淄博第二造纸厂。公司主要从事装饰原纸（可印刷装饰原纸、素色装饰原纸、表层耐磨原纸、无纺布壁纸）的研发、生产和销售，在特种纸行业中处于龙头地位。2016年前三季度，公司营收累计19.37亿元，同增11.52%，净利0.94亿元，同降48.38%。

公司当前总市值56.25亿，实际控制人是李学峰家族。目前公司第一大股东李学峰持有公司股份16.31%、李润生持有公司股份5.44%。李学峰之子李安东担任公司总经理，实际负责公司各项业务的运营。

图：公司股权结构（截至2016年3季报）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 历史业绩：2011年、2016年处于业绩底部

公司自上市来规模持续扩张，2010-2014年营业收入的年增速保持在20%左右。2015年，由于行业供大于求及新增产能投放（2015年需求72.8万吨，齐峰、夏王、华旺均有5万吨产能投放），公司的营收出现近五年来的首次下滑。2016年，下游地产销售回暖和原料成本上

涨带动公司量价齐升，但是由于成本价格上涨幅度高于产品价格上涨（1吨原纸用0.3吨钛白粉和0.7吨木浆，钛白粉价格由2016年1月的10000元/吨上涨至目前的17000元/吨，因此吨成本上涨2100元；而产品价格去年11-12月两次提价1600元，仅落地1000元，今年1月再提价1000元，全部落地（合计提价2000元/吨），公司净利润下滑严重。2016年前三季度，公司实现收入19.36亿元，同增11.52%；净利润9448万元，同减48.38%。同时，公司预计2016年全年净利润为1.08-1.62亿元，同比下滑40%-60%。

表：公司历年业绩总览（单位：百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
营业收入	1353	1578	1770	2108	2538	2356	1937
yoy (%)	37.01%	16.63%	12.15%	19.10%	20.39%	-7.19%	11.52%
净利润	147	78	144	189	273	270	94
yoy (%)	23.79%	-46.80%	84.28%	31.07%	44.47%	-1.01%	-48.38%
销量（万吨）	12.09	15.59	18.22	21.93	27.03	28.00	
吨价格（元/吨）	11193	10124	9715	9613	9389	8413	-
吨成本（元/吨）	8680	8697	7907	7579	7102	6544	-
吨毛利（元/吨）	2513	1427	1808	2034	2288	1869	-
吨净利（元/吨）	1216	502	791	861	1010	965	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

盈利能力方面，公司2012-2015年的毛利率水平维持在20%上下（高于同行），其中表层耐磨原纸、无纺壁纸原纸、素色装饰原纸的毛利率较高（表层耐磨30%+），而可印刷装饰原纸相对较低（2015年16%）。公司的三费率较为稳定，合计维持在10%上下。净利率方面，由于原料价格波动较大，公司的净利率在2011年和2016年达到低点（2011年钛白粉价格由12000元/吨上涨至20000元/吨），约为5%，而在2015年高点约为11%。

表：公司历年盈利能力总览

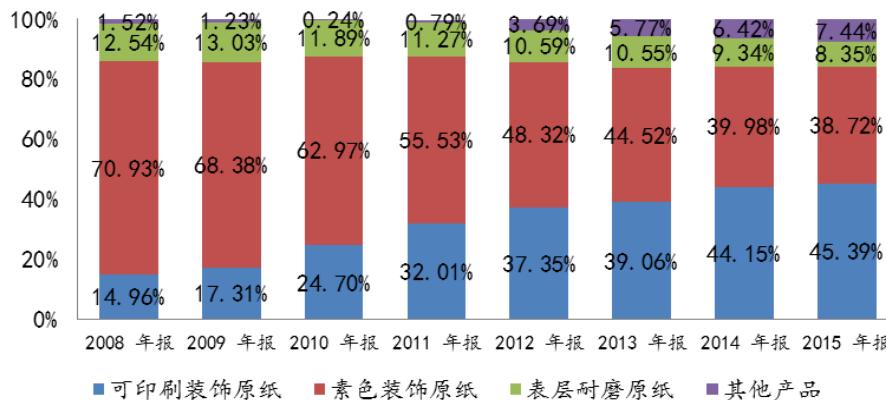
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
毛利率	22.46%	14.10%	18.61%	21.16%	24.37%	22.21%	16.74%
净利率	10.86%	4.95%	8.14%	8.96%	10.75%	11.47%	4.87%
销售费用率	3.21%	3.19%	2.87%	3.87%	3.35%	2.88%	3.14%
管理费用率	6.17%	5.80%	5.73%	5.70%	5.88%	5.81%	6.51%
财务费用率	1.12%	-0.74%	0.14%	0.75%	1.50%	1.15%	0.36%
三费率	10.50%	8.25%	8.74%	10.32%	10.73%	9.84%	10.01%

资料来源：wind，中国银河证券研究部

公司的主营产品以装饰原纸为主，其中包括可印刷装饰原纸、素色装饰原纸、表层耐磨原纸、壁纸原纸及其他。上市之初，公司主要生产素色装饰原纸，随后公司可印刷装饰原纸的收入占比逐渐提升。截至2016上半年，公司装饰原纸业务实现总销售收入12.35亿元，其

中可印刷装饰原纸占比 48.93%，素色装饰原纸占比 34.8%，表层耐磨原纸占比 6.95%，其他产品占比 9.20%。

图：公司历年收入结构（%）



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图：公司历年收入结构（单位：百万元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016H1
可印刷装饰原纸						
收入	505.17	661.15	823.47	1120.44	1069.16	604.39
成本	445.76	543.87	658.50	876.71	889.06	546.89
毛利	59.41	117.28	164.97	243.73	180.10	57.5
毛利率(%)	11.76	17.74	20.03	21.75	16.85	9.51
素色装饰原纸						
收入	876.48	855.32	938.49	1014.68	912.15	430.09
成本	754.57	715.07	750.24	762.02	674.54	327.29
毛利	121.92	140.25	188.25	252.66	237.61	102.80
毛利率(%)	13.91	16.40	20.06	24.90	26.05	23.90
表层耐磨原纸						
收入	177.81	187.38	222.49	236.93	196.63	86.94
成本	137.92	135.27	158.52	163.08	136.30	61.64
毛利	39.89	52.11	63.97	73.84	60.33	25.31
毛利率(%)	22.43	27.81	28.75	31.17	30.68	29.11
其他产品						
收入	12.53	65.27	121.72	162.99	175.19	113.72
成本	11.59	45.83	93.24	116.68	130.07	85.22
毛利	0.95	19.44	28.48	46.31	45.12	28.50
毛利率(%)	7.54	29.78	23.40	28.41	25.75	25.06
壁纸原纸						
收入	8.68	61.19	120.11	161.78		4.90

成本	8.11	42.37	91.25	115.80	4.14
毛利	0.58	18.81	28.86	45.98	0.76
毛利率(%)	6.65	30.75	24.03	28.42	15.49
平衡原纸					
收入	3.85	4.08	1.61	1.21	7.56
成本	3.48	3.46	1.99	0.88	6.19
毛利	0.37	0.62	-0.38	0.33	1.37
毛利率(%)	9.56	15.26		26.97	18.13

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

(三) 产能: 装饰原纸为主, 无纺壁纸原纸加速扩张

公司目前拥有先进水平的 18 条纸机生产线, 已形成年产各类装饰原纸 35 万吨的生产能力, 具体包括可印刷装饰原纸及素色装饰原纸 30 万吨, 表层耐磨原纸 2 万吨, 无纺壁纸原纸 3 万吨, 是国内装饰纸生产的龙头企业。此外, 公司通过可转债募资投资 4.4 亿元, 正在建设 6.8 万吨的高性能环保装饰板材饰面材料项目, 预计 2017 年 8 月可以投产。

表: 公司产能建设进度

	产能	备注
2007 年	素色装饰原纸、可印刷装饰原纸等 9.9 万吨, 表层耐磨原纸 1.1 万吨, 合计产能 11 万吨	-
2010 年	新增 5 万吨装饰原纸, 合计产能 16 万吨	新增 5 万吨装饰原纸
2011 年	新增高清晰度耐磨纸 1.5 万吨, 合计产能 17.5 万吨	新增高清晰度耐磨纸 1.5 万吨, 投资 1.5 亿元
2012 年	新增新型装饰材料 5 万吨, 合计产能 22.5 万吨	新增新型装饰材料 5 万吨, 投资 1.6 亿元
2013 年	新增三聚氰胺浸渍装饰原纸 5 万吨, 合计产能 27.5 万吨	已建成三聚氰胺浸渍装饰原纸项目第一期, 新增三聚氰胺浸渍装饰原纸 5 万吨, 项目总投资 4.9 亿元
2014 年	新增 2.5 万吨, 合计产能 30 万吨	-
2015 年	新增三聚氰胺浸渍装饰原纸 5 万吨, 合计产能 35 万吨	已建成三聚氰胺浸渍装饰原纸项目第二期, 新增三聚氰胺浸渍装饰原纸 5 万吨, 项目总投资 4.9 亿元
2016 年	可印刷装饰原纸及素色装饰原纸 30 万吨, 表层耐磨原纸 2 万吨, 无纺壁纸原纸 3 万吨	-

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

2016 年 9 月, 公司拟向公司一致行动人李安东、李润生发行股票 5482 万股, 募集金额不超过 5 亿元, 用于子公司淄博欧木特种纸业年产 5 万吨素色装饰原纸、3 万吨无纺(布)壁纸

原纸项目。

表：定增预案募投项目

项目	投资总额 (万元)	拟用募集资金投资额 (万元)
年产 5.0 万吨素色装饰原纸、 3.0 万吨无纺(布)壁纸原纸项目	51606.03	50000.00
合计	51606.03	50000.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉 轻工制造行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn