

## 造纸行业分化趋势逐步显现，龙头纸企竞争优势稳步提升

东方证券  
ORIENT SECURITIES

2018年下半年造纸行业经历景气下滑后，现阶段行业盈利仍处于历史相对低位。在此背景下，造纸行业内的中小企业经营现状如何？造纸行业竞争格局正如何演变？事实上，当前市场对于造纸行业的研究主要基于上市公司层面，但由于未将中小企业涵盖在内，往往难以展现行业全貌。本篇报告中，我们将纸企分为龙头上市公司（即“大型纸企”）和行业其他公司（即“小型纸企”）两大类，分别从盈利能力、营运能力、偿债能力等维度，针对2006年以来上述两类纸企的经营情况展开对比分析。结果表明，造纸行业盈利正向大型纸企逐步集中，大型纸企的盈利能力整体高于小型纸企；与此同时，小型纸企的营运能力自2017年二季度明显下降，偿债风险正在增加，未来造纸行业集中度有望提升。

## 核心观点

- **2012年以来造纸行业集中度提升，以龙头公司为代表的大型纸企盈利能力逐步向好。**根据国家统计局公布的造纸及纸制品行业财务数据，现阶段龙头纸企营业收入占行业营收的比重约为15%，盈利占行业盈利的比重达40%-50%，龙头纸企盈利能力整体较强；同时，以上占比自2012年以来逐步提升，行业盈利正向龙头纸企逐步集中。以“毛利率”、“利润总额/营业收入”表征纸企盈利能力，可以看到：（1）以龙头公司为代表的大型纸企盈利能力整体高于小型纸企；（2）2012年以来大型纸企盈利能力呈提升趋势，2018年下半年大型纸企盈利能力有所下滑，但仍远高于小型纸企，且其较自身上一轮周期的盈利底部也有所抬升。未来行业盈利有望改善，大型纸企依托于原材料自供优势，盈利能力有望持续提升。
- **行业营运能力分化，大型纸企营运能力稳步提升，小型纸企营运能力自2011Q2起逐步回落、2017Q2起加速下滑。**以“应收账款周转率”指标为例，大型纸企2015Q1以来营运能力显著提升，小型纸企则于2011Q2起营运能力逐步下降，且2017Q2以后加速下滑，营运能力明显降低。2017Q2以来，大型纸企应收账款周转水平超越小型纸企，大型纸企的相对优势持续体现，造纸行业营运能力分化趋势愈发明显。
- **2015Q3以来大型纸企偿债能力整体提升，小型纸企偿债风险正在增加。**造纸行业作为典型的重资产行业，平均资产负债率达60%，杠杆水平整体较高，因此偿债能力亦是度量纸企经营情况的重要指标。以“利息保障倍数”为例，2015Q3以来大型纸企偿债能力整体提升，并于2017Q1超过小型纸企；小型纸企偿债能力则自2011年起逐步回落，2017Q3起回落速度加快，偿债风险有所增加。2018Q1以来，小型纸企利息保障倍数已有连续6个季度低于2009Q1对应的历史最低值，偿债压力加大；考虑到当前小型纸企盈利仍处于历史低位，若以18个月作为现金流储备极限，未来1-2个季度小型纸企很可能将面临较大的债务违约风险，行业洗牌或将在所难免，行业集中度有望提升。

## 投资建议与投资标的

- 与小型纸企相比，龙头纸企在盈利能力、营运能力、偿债能力等多维度均具备较为明显的竞争优势，且以上优势正逐步扩大。未来造纸行业集中度有望提升，利好具备原材料自供优势、盈利能力行业领先的龙头纸企，建议关注太阳纸业(002078, 买入)，同时关注晨鸣纸业(000488, 未评级)、玖龙纸业(02689, 未评级)、理文造纸(02314, 未评级)、山鹰纸业(600567, 未评级)。

## 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

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

造纸轻工行业

报告发布日期

2019年09月29日

## 行业表现



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

本周成品纸价格均有提涨，盈利持续提升： 2019-09-22

——造纸产业链数据每周速递

(2019/09/22)

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

1 盈利能力：行业集中度稳步提升，大型纸企盈利能力逐步向好 .....	4
1.1 2012 年以来，造纸行业盈利正向龙头纸企逐步集中 .....	4
1.2 大型纸企盈利能力整体高于小型纸企，且呈逐步提升趋势 .....	6
1.3 预计行业盈利将持续改善，大型纸企依托原材料供应优势、盈利能力有望持续提升 ...	7
2 营运能力：行业分化趋势明显，中小纸企营运能力显著回落 .....	10
3 偿债能力：2015Q3 以来大型纸企偿债能力整体提升，小型纸企偿债风险正在加大 .....	12
投资建议 .....	13
风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 2017Q4 以来造纸行业单季度营收同比增速回落.....	5
图 2: 2018 年下半年造纸行业景气下滑，盈利收缩明显.....	5
图 3: 2019Q2 造纸行业盈利水平仍处于历史相对低位.....	5
图 4: 龙头纸企营业收入占行业营收的比重约 10%-20%.....	6
图 5: 龙头纸企利润总额占行业利润总额的比重约 40%-50%.....	6
图 6: 大型纸企盈利能力呈提升态势，且整体高于小型纸企（以毛利率指标为例）.....	7
图 7: 大型纸企盈利能力呈提升态势，且整体高于小型纸企（以“利润总额/营业收入”指标为例）.....	7
图 8: 预计 2019Q3、Q4 双胶纸盈利逐步改善，大型纸企盈利能力有望持续提升.....	8
图 9: 预计 2019Q3、Q4 铜版纸盈利逐步改善，大型纸企盈利能力有望持续提升.....	8
图 10: 近五年箱板瓦楞纸需求量年均复合增速约为 2%.....	10
图 11: 外废配比高的大型纸企具备成本优势，盈利差正扩大.....	10
图 12: 以应收账款周转率为例，大型纸企整体稳步提升，小型纸企 2011Q2 起逐步下降.....	11
图 13: 以总资产周转率表征营运能力，大型纸企整体稳步提升，小型纸企 2011Q2 起逐步回落.....	11
图 14: 造纸行业平均资产负债率达 60%左右.....	12
图 15: 2015Q3 以来大型纸企偿债能力整体提升，小型纸企则自 2017Q3 起显著回落.....	13
表 1: 本文将从盈利能力、营运能力、偿债能力三方面，对造纸行业内大型、小型纸企的经营情况展开对比分析.....	4
表 2: 2019-2021 年明确计划投产的箱板瓦楞纸项目达 1030 万吨，大部分来自于大型纸企.....	9

造纸行业自 2006 年以来共经历了三轮景气周期，最新一轮自 2018 年下半年行业景气下滑，当前行业盈利仍处于历史相对低位。在此背景下，造纸行业内的中小企业经营现状如何？造纸行业竞争格局正如何演变？事实上，当前市场对于造纸行业的研究主要基于上市公司层面，但由于未将中小纸企涵盖在内，往往难以展现行业全貌。本篇报告中，我们将依据国家统计局公布的造纸及纸制品行业相关财务指标、上市公司披露的财务数据，将纸企分为 A 股、H 股上市的龙头公司（即“大型纸企”）和行业内其他公司（即“小型纸企”）两大类，分别从盈利能力、营运能力、偿债能力等维度，对 2006 年以来以上两大类纸企的经营情况展开对比分析，以期通过更全面的分析视角把握行业整体发展趋势。通过对对比分析，我们发现，造纸行业盈利正向大型纸企逐步集中，龙头纸企的盈利能力整体高于行业内其他企业；与此同时，中小纸企的营运能力自 2017 年二季度明显下降，偿债风险正在增加，行业洗牌或将在所难免，未来行业集中度有望提升。

**表 1：本文将从盈利能力、营运能力、偿债能力等维度，对造纸行业内大型、小型纸企的经营情况展开对比分析**

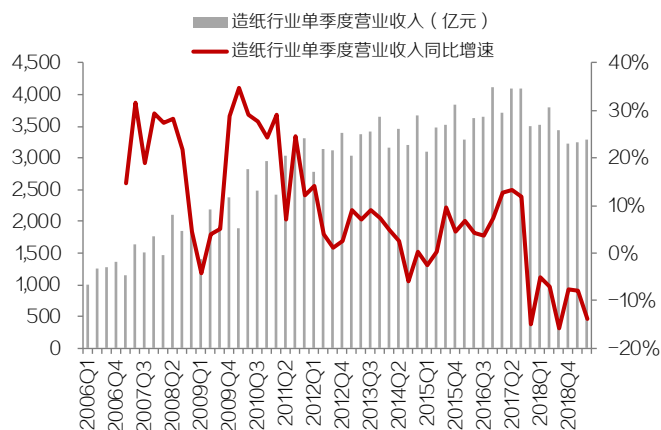
财务分析角度	财务指标
①盈利能力	利润总额/营业收入
	毛利率
②营运能力	应收账款周转率
	总资产周转率
③偿债能力	利息保障倍数

资料来源：东方证券研究所

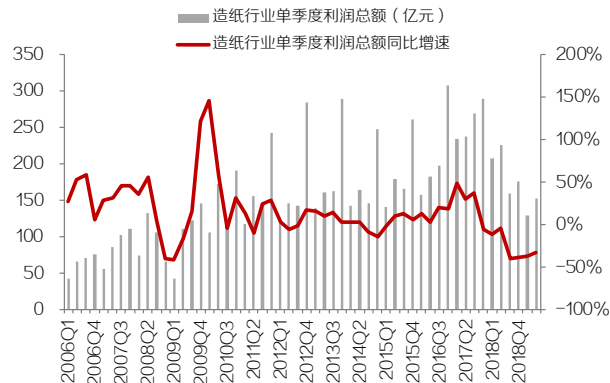
## 1 盈利能力：行业集中度稳步提升，大型纸企盈利能力逐步向好

### 1.1 2012 年以来，造纸行业盈利正向龙头纸企逐步集中

现阶段造纸行业盈利水平正处于历史相对低位。造纸行业最新一轮周期启动于 2016 年，2018 年下半年受下游需求下滑超预期影响，造纸行业景气转折向下。根据国家统计局公布的造纸及纸制品业营业收入及利润总额数据，2018 年下半年造纸行业盈利收缩明显，行业单季度利润总额自 2018Q3 起出现同比负增长，2019Q1 以来降幅收窄，2019Q2 环比回暖。以“利润总额/营业收入”指标表征盈利能力，2019Q2 造纸行业盈利能力与 2016 年初的对应的水平相当，当前行业盈利仍处于历史较低位置。在此背景下，通过财务分析了解行业内中小型纸企的经营现状，对于判断未来行业竞争格局的走向则显得尤为重要。本篇报告将以此为出发点，分别针对大型纸企与小型纸企进行对比分析，进而形成对于行业未来竞争格局的趋势性判断。

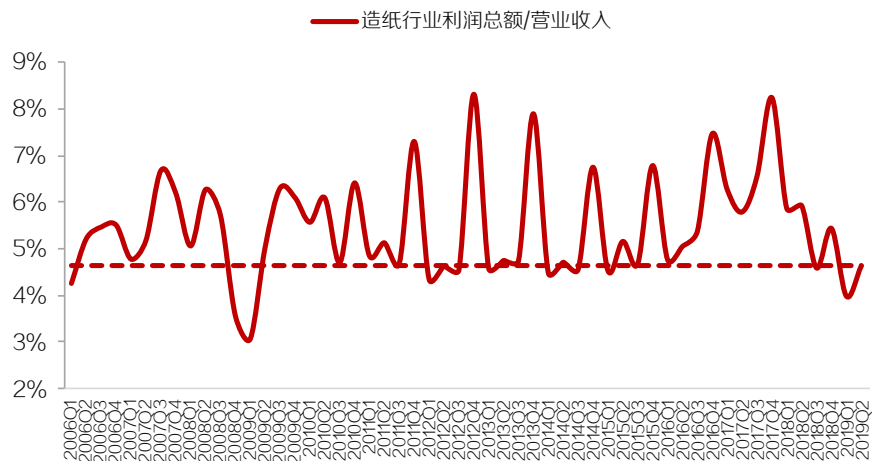
**图 1：2017Q4 以来造纸行业单季度营收同比增速回落**


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

**图 2：2018 年下半年造纸行业景气下滑，盈利收缩明显**


注：2010-2014 年单四季度行业利润总额披露数据存在异常值，此处为还原数据全貌，未作处理

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

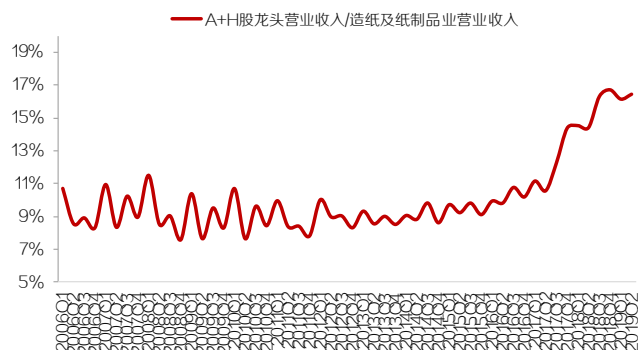
**图 3：2019Q2 造纸行业盈利水平仍处于历史相对低位**


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

**造纸行业自 2012 年以来集中度逐步提升，龙头纸企市占率稳步提高。**这里我们将行业内的造纸企业分为 A 股、H 股上市的龙头公司（即“大型纸企”）和行业其他公司（即“小型纸企”）两大类进行对比分析，其中，龙头公司共计 10 家，含 6 家 A 股上市公司（晨鸣纸业、太阳纸业、山鹰纸业、博汇纸业、华泰股份、中顺洁柔）和 4 家 H 股上市公司（玖龙纸业、理文造纸、恒安国际、维达国际）。分别以营业收入、利润总额表征纸企收入、盈利水平，可以看到，现阶段龙头纸企营业收入占行业营收的比重约为 15%，盈利占行业盈利的比重达 40%-50%，龙头纸企盈利能力整体

较强；同时，以上占比自 2012 年以来逐步提升，行业盈利正向龙头纸企逐步集中，造纸行业集中度呈现较为明显的稳步提升态势。

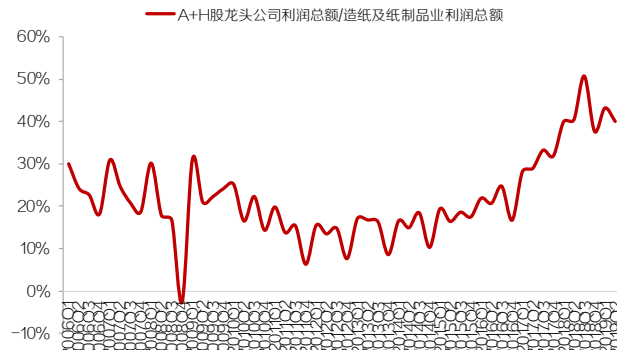
图 4：龙头纸企营业收入占行业营收的比重约 10%-20%



注：由于港股上市公司仅披露半年度财务数据，因此这里假设其半年度数据均匀分布、Q3 与 Q4 季度数据均匀分布，下同

资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

图 5：龙头纸企利润总额占行业利润总额的比重约 40%-50%



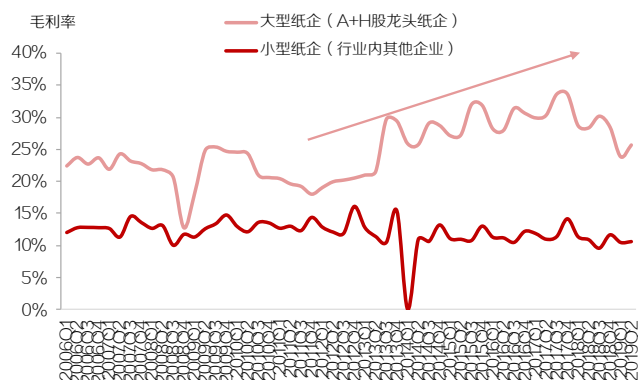
注：由于港股上市公司仅披露半年度财务数据，因此这里假设其 Q1 与 Q2、Q3 与 Q4 季度数据均匀分布，下同

资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

## 1.2 大型纸企盈利能力整体高于小型纸企，且呈逐步提升趋势

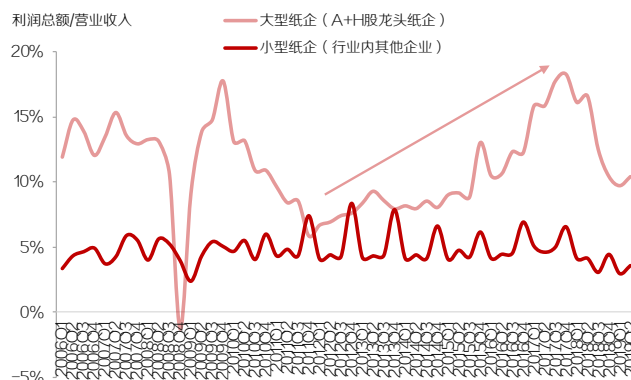
2012 年以来，以龙头公司为代表的大型纸企盈利能力呈提升趋势，且整体高于行业内其他中小型纸企。根据国家统计局公布的造纸及纸制品业营业收入、营业成本、利润总额等数据，我们选取了“毛利率”、“利润总额/营业收入”作为表征纸企盈利能力的两大财务指标。通过对比大型纸企（以龙头公司为代表）及小型纸企（行业内其他纸企）盈利能力的变化趋势，可以看到：（1）以龙头公司为代表的大型纸企盈利能力整体高于行业内其他中小型纸企；（2）2012 年以来大型纸企盈利能力呈提升趋势，2018 年下半年行业景气下行背景下，大型纸企盈利能力下滑，但 2019Q1 盈利拐点已现，2019Q2 环比改善明显。以“利润总额/营业收入”为例，大型纸企自 2012Q1 起盈利能力逐步提升，与小型纸企的差距逐步拉大；受行业景气下滑影响，2019Q1 大型纸企盈利触底，“利润总额/营业收入”指标回落至 10%附近，但仍远高于小型纸企（约 3%），较自身上一轮周期的盈利底部（约 6%）也有所抬升，大型纸企盈利能力整体提升。

**图 6：大型纸企盈利能力呈提升态势，且整体高于小型纸企（以毛利率指标为例）**



资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

**图 7：大型纸企盈利能力呈提升态势，且整体高于小型纸企（以“利润总额/营业收入”指标为例）**

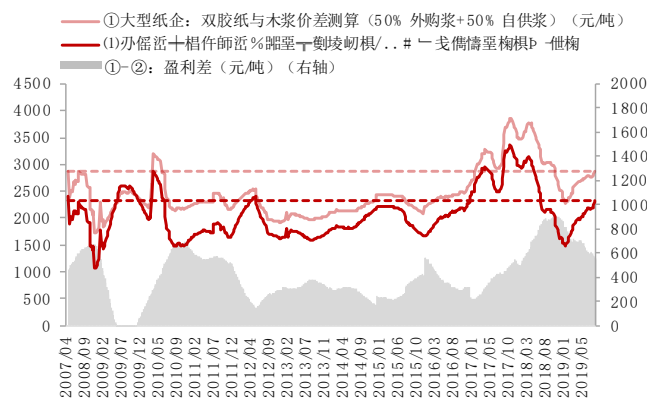


资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

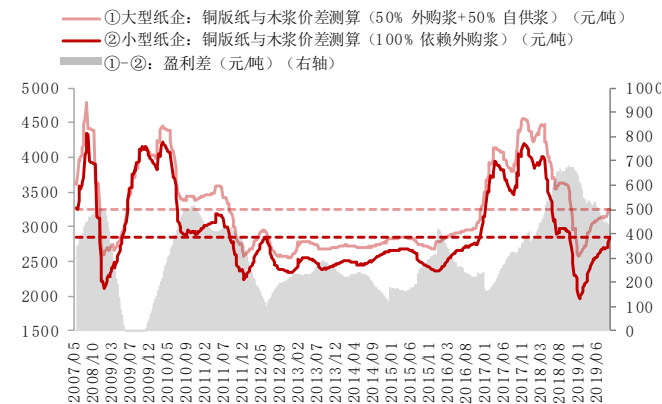
### 1.3 预计行业盈利将持续改善，大型纸企依托原材料供应优势、盈利能力有望持续提升

**2019 年三、四季度木浆系纸品盈利逐步改善，大型纸企盈利能力有望持续提升。**对于木浆系纸企而言，三季度木浆价格仍呈下跌走势，考虑到船期以及原材料库存周期带来的滞后效应，低价浆将持续反映至纸企成本端，2019 年三、四季度纸企原材料成本仍将逐季下降；收入端，由于文化纸淡季已过、渠道库存仍处低位，旺季到来背景下，9 月文化纸提价已顺利落地，以文化纸为代表的木浆系纸品盈利有望持续扩张。大型纸企由于享有原材料自供优势，预计盈利能力仍将整体高于原材料全部依赖外购的小型纸企，且未来行业盈利改善、大型纸企盈利能力有望持续提升。



**图 8：预计 2019Q3、Q4 双胶纸盈利逐步改善，大型纸企盈利能力有望持续提升**


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

**图 9：预计 2019Q3、Q4 铜版纸盈利逐步改善，大型纸企盈利能力有望持续提升**


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

**预计 2019 年三、四季度箱板瓦楞纸分化趋势仍将持续，大型纸企依托外废配额红利享有成本优势，盈利有望改善。**2019 年以来，箱板瓦楞纸供需关系不佳，纸价整体相对低迷。由于未来箱板瓦楞纸新增供给压力仍较大（约 25%），且与宏观经济、出口贸易高度相关的终端需求存在较大不确定性（近 5 年需求复合增速约 2%），箱板瓦楞纸供需不佳格局或将延续，行业层面盈利大幅改善存在较大难度，预计行业盈利分化趋势将持续，具备原材料优势的大型纸企存在盈利改善空间。短期内，由于大型纸企仍享有外废配额红利，若 2019 年四季度外废价格进一步下跌、国废与外废价差扩大，大型纸企箱板瓦楞纸盈利有望改善，与小型纸企相比的盈利差或将拉大。

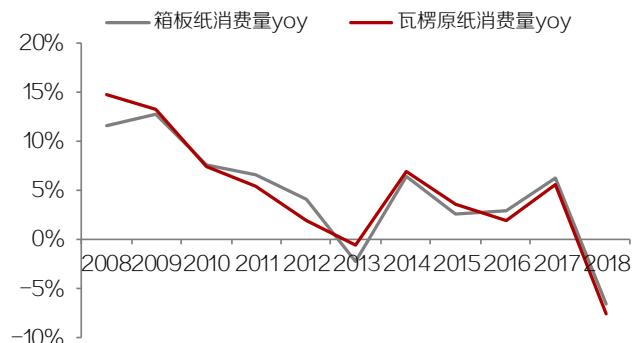


**表 2：2019-2021 年明确计划投产的箱板瓦楞纸项目达 1030 万吨，大部分来自于大型纸企**

公司名	纸种	产能（万吨）	地址	投产时间
玖龙纸业	箱板纸	55	重庆	2019 年 1 月已投产
	箱板纸	35	泉州	2019 年四季度
	箱板纸	60	沈阳	2019 年四季度
	箱板纸	60	东莞	2020 年一季度
	箱板纸	50	河北	2020 年一季度
	箱板纸	55	马来西亚	2021 年
理文造纸	箱板纸	50	越南	2019 年底
山鹰纸业	低定量瓦楞原纸/T 纸	42	湖北	2019 年下半年
	高定量瓦纸	38	湖北	2019 年年底
	低定量 T2/T 纸	47	湖北	2020 年年初
	PM25 红杉/高定量瓦纸	44	湖北	2020 年后
太阳纸业	PM26 银杉/红杉	49	湖北	2020 年后
	箱板纸	80	老挝	2021 年上半年
博汇纸业	牛皮箱板纸	50	山东	2019 年 6 月已投产
	高强瓦楞纸	50	山东	2019 年 3 月已投产
荣成纸业	箱板瓦楞纸	30	湖北	2019 年 5 月已投产
	箱板瓦楞纸	40	湖北	2019 年
世纪阳光华迈纸业	低克重瓦楞原纸	40	山东	2019 年下半年
	低克重瓦楞原纸	40	山东	2019 年底
江苏利民	高强瓦楞纸原纸	25	江苏	2019 年 6 月已投产
	箱板纸	待定	江苏	2019 年 10 月
顺发实业	箱板纸	20	河北	2019 年 6 月已投产
重庆润民纸业	瓦楞纸	12	重庆	2019 年 8 月已投产
贵州鹏昇(集团)纸业	箱板纸	35	贵州	2019 年 10 月
	瓦楞纸	25	贵州	2019 年 10 月

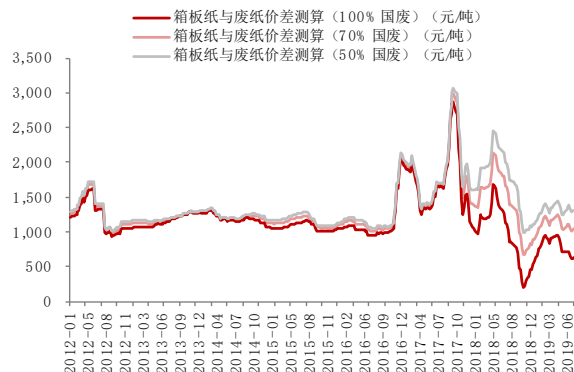
资料来源：公司公告，纸业内参，中华纸业，RISI，东方证券研究所

图 10：近五年箱板瓦楞纸需求量年均复合增速约为 2%



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 11：外废配比高的大型纸企具备成本优势，盈利差正扩大

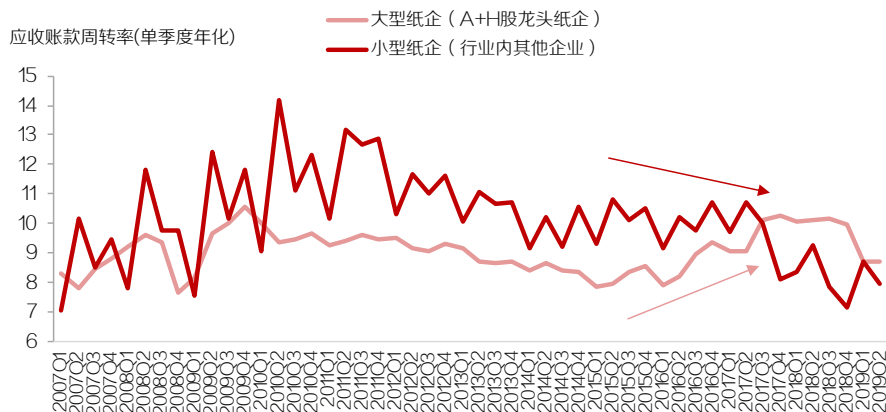


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

## 2 营运能力：行业分化趋势明显，中小纸企营运能力显著回落

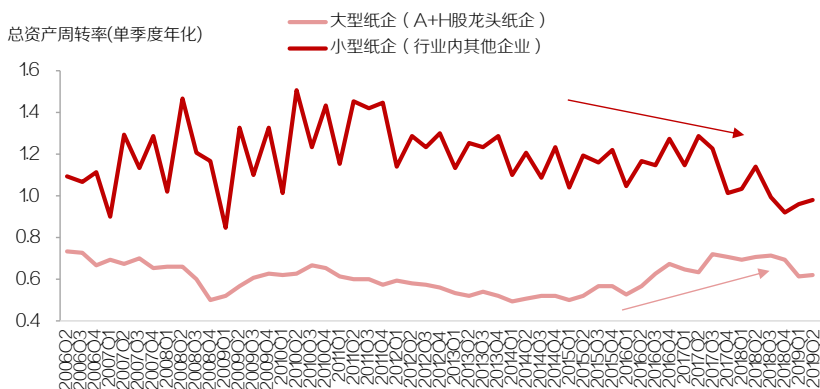
大型纸企营运能力逐步提升，小型纸企营运能力自 2011Q2 起逐步回落、2017Q2 起加速下滑。这里分别以“应收账款周转率”、“总资产周转率”指标表征纸企的营运能力，与前文方法一致，将行业内的纸企分为大型纸企（以 A+H 股龙头企业为代表）和小型纸企（行业内其他企业）两类，分别针对上述指标展开分析。（1）以应收账款周转率为例，大型纸企 2015Q1 以来营运能力显著提升，行业其他公司则于 2011Q2 起营运能力逐步下降，且 2017Q2 以后加速下滑，营运能力明显降低。2017Q2 以来，大型纸企应收账款周转率超过小型纸企，大型纸企在营运能力方面的相对优势持续体现。（2）以总资产周转率为例，同样可以印证以上结论，即大型纸企营运能力正稳步提升，小型纸企营运能力自 2011Q2 起逐步回落，造纸行业在营运能力方面的分化趋势愈发明显。

**图 12：以应收账款周转率为例，大型纸企整体稳步提升，小型纸企 2011Q2 起逐步下降**



资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

**图 13：以总资产周转率表征营运能力，大型纸企整体稳步提升，小型纸企 2011Q2 起逐步回落**



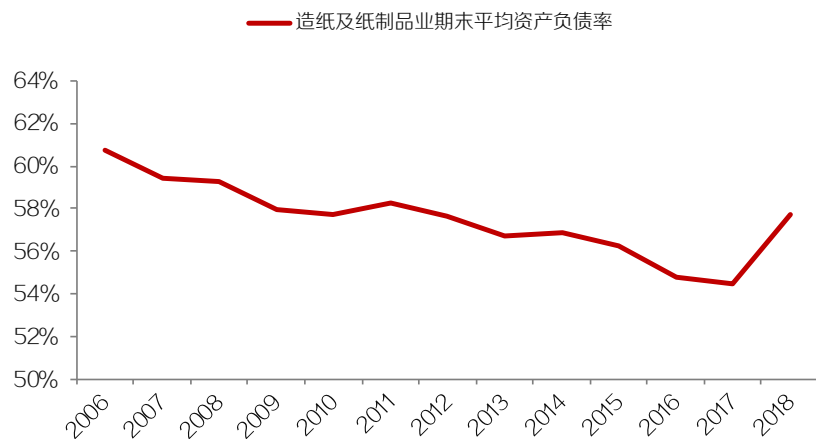
注：由于晨鸣纸业融资租赁业务资产占总资产比重约 20%，占营收比重仅 8%，导致总资产周转率较低；因此这里针对龙头纸企总资产周转率的分析，对晨鸣纸业作剔除处理

资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

### 3 偿债能力：2015Q3 以来大型纸企偿债能力整体提升，小型纸企偿债风险正在加大

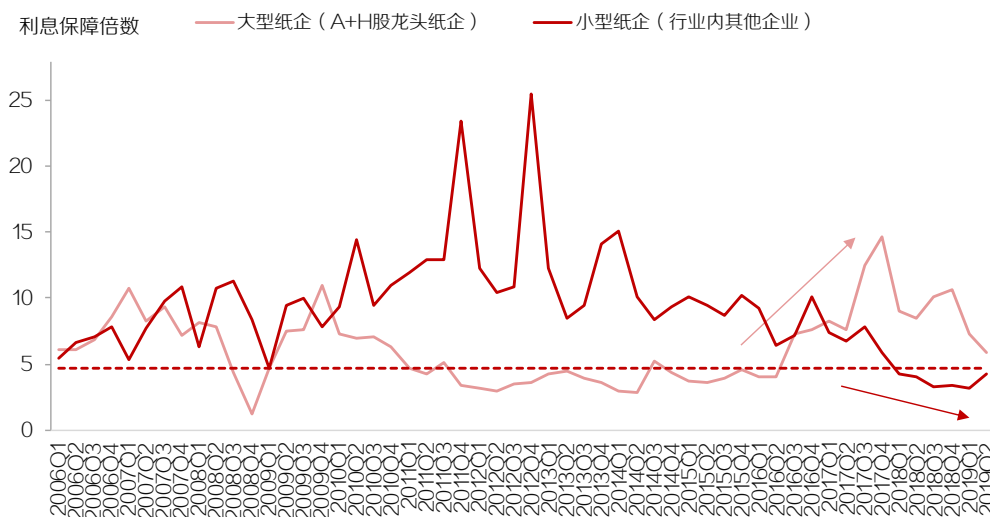
造纸行业平均资产负债率达 60%，杠杆水平整体较高。造纸行业作为典型的重资产行业，资产负债率较高是其突出特征之一。根据国家统计局公布的造纸及纸制品业总资产、总负债数据，我们发现造纸行业 2006 年以来资产负债率有所下降，但整体仍高达 55%-60%，2018 年造纸行业平均资产负债率同比快速提升至 58%，行业杠杆水平整体较高，因此，偿债能力同样也是观测造纸企业经营情况的重要风向标。

图 14：造纸行业平均资产负债率达 60%左右



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

2015Q3 以来大型纸企偿债能力整体提升，小型纸企则自 2017Q3 起显著回落。根据国家统计局公布的造纸及纸制品业利润总额、财务费用指标，以及上市公司的相应数据，我们将通过“利息保障倍数”这一指标对比分析大型纸企与小型纸企的偿债能力差异。可以看到，2015Q3 以来大型纸企偿债能力整体提升，并于 2017Q1 超过小型纸企；而小型纸企，即行业内其他公司的利息保障倍数自 2011 年起逐步回落，2017Q3 起回落速度加快，偿债风险有所提升。

**图 15：2015Q3 以来大型纸企偿债能力整体提升，小型纸企则自 2017Q3 起显著回落**


\*注：由于晨鸣纸业融资租赁业务偏向重资产，导致公司资产负债率较高，财务负担较重，因此这里针对龙头纸企利息保障倍数的分析，对晨鸣纸业作剔除处理；

\*\*注：由于统计局公布的 2010-2014 年单四季度行业利润总额本身存在异常值，导致上图中小型纸企的利息保障倍数存在异常值

资料来源：公司公告，国家统计局，东方证券研究所

中小纸企偿债风险正在增加，未来 1-2 个季度小型纸企或将集中面临债务违约风险。2018Q1 以来，小型纸企利息保障倍数已有连续 6 个季度低于 2009Q1 对应的历史最低值（4.6 倍），偿债风险正在加大；当前小型纸企盈利仍处于历史低位，若以 18 个月作为现金流储备极限，据此可以推测未来 1-2 个季度小型纸企或将集中面临较为严峻的债务违约风险，行业洗牌或将在所难免，未来造纸行业集中度有望提升。

## 投资建议

与小型纸企相比，龙头纸企在盈利能力、营运能力、偿债能力等多维度均具备较为明显的竞争优势，且以上优势正逐步扩大。未来造纸行业集中度有望提升，利好具备原材料自供优势、盈利能力行业领先的龙头纸企，**建议关注行业内原材料布局、成本控制能力最具优势的综合性龙头纸企——太阳纸业(002078, 买入)**，同时关注晨鸣纸业(000488, 未评级)、玖龙纸业(02689, 未评级)、理文造纸(02314, 未评级)、山鹰纸业(600567, 未评级)。

## 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：**若国内宏观经济增速发生较大波动，终端需求下滑幅度超预期，成品纸价格将存在下跌风险，造纸行业盈利或将存在大幅波动的风险。

## 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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

