

本周文化纸价格提涨，包装纸价格平稳

——造纸产业链数据每周速递（2019/11/17）

东方证券
ORIENT SECURITIES

行情回顾

- 本周轻工制造行业指数下跌 2.65%，跑输大盘 0.24pct；造纸子板块下跌 2.34%，跑赢大盘 0.07pct。本周沪深 300 指数下跌 2.41%，轻工制造(申万)指数下跌 2.65%，跑输沪深 300 指数 0.24pct，在 28 个申万一级行业中位列第 8 位，排名靠前；二级行业中，造纸 II(申万)指数下跌 2.34%，跑赢沪深 300 指数 0.07pct。本周轻工四大子板块按跌幅由小至大排名依次为：文娱用品、造纸、家具、包装印刷，分别下跌 0.02%、2.34%、3.15%、3.58%。

产业链数据跟踪

- 原材料方面，进口废纸持续减量，国废到厂价稳中有涨；欧废、美废到岸价维稳，美废到岸价略有下降；木浆外盘价维稳。（1）2019 年前十四批进口废纸许可已公布，共 79 家企业获批，进口许可数量合计 1074 万吨，与 2018 年相比下滑 41%；2019 年 1-9 月废纸进口量 812 万吨，与 2018 年同期相比减少 30%；（2）本周欧废、日废到岸价维稳，美废到岸价下跌 3 美元/吨；本周国废到厂均价（不含税）江浙沪、山东地区上涨 20-30 元/吨，福建、广东地区维稳；（3）本周阔叶木浆、针叶木浆外盘价维稳；阔叶浆、针叶浆现货价格分别上涨 10 元/吨、5 元/吨；2019 年 10 月下旬中国三大港口木浆库存合计 196 万吨，环比增加 2.9%。
- 本周文化纸价格提涨 50-70 元/吨，包装纸价格平稳。本周双胶纸价格上涨 70 元/吨，铜版纸价格上涨 50 元/吨，白卡纸价格维稳；箱板瓦楞纸价格维稳；溶解浆价格维稳。
- 本周木浆系、废纸系纸品盈利均有小幅提升。以成品纸与原材料价差指标表征盈利水平，本周双胶纸、铜版纸、白卡纸盈利与上周相比增加约 18-36 元/吨、14-27 元/吨、16-32 元/吨；废纸系纸品盈利增加约 12-20 元/吨。
- 机制纸及纸板 10 月当月产量同比延续正增长，9 月产成品库存环比小幅下降。（1）机制纸及纸板 2019 年 10 月当月产量 1071 万吨，同比增长 11.2%；1-10 月累计产量 10346 万吨，同比增长 6.3%。（2）经剔除价格因素影响，2019 年 9 月机制纸及纸板制造业产成品库存（测算值）同比增长 6.4%，环比下降 5.7%。（3）纸及纸板进口量方面，2019 年 9 月当月同比减少 18.0%；出口量方面，9 月当月同比增加 10.9%。

风险提示

- 宏观经济增速放缓的风险
- 海外项目推进不达预期的风险

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 11 月 17 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

中高档包装纸价格提涨，木浆系纸品盈利持续改善：——造纸产业链数据每周速递（2019/11/10）	2019-11-10
造纸逐季改善如期兑现，家具收入、利润增速放缓延续：——轻工造纸行业 2019 年三季度总结	2019-11-04
造纸行业分化趋势逐步显现，龙头纸企竞争优势稳步提升：	2019-09-29

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、行情回顾（2019/11/11-2019/11/15）	4
2、产业链数据跟踪：本周文化纸价格提涨，包装纸价格平稳	5
2.1 原材料：废纸进口持续减量，国废价格维稳，外废价格下跌，木浆外盘报价平稳	6
2.2 成品纸、溶解浆：本周中高档包装纸价格提涨，其余纸种价格平稳，溶解浆价格小幅下跌	8
2.3 盈利水平：木浆系、废纸系纸品盈利均有小幅提升	10
2.4 机制纸及纸板产量、库存、进出口：机制纸及纸板产量 10 月当月延续正增长，9 月机制纸产成品库存环比下降	11
风险提示	12

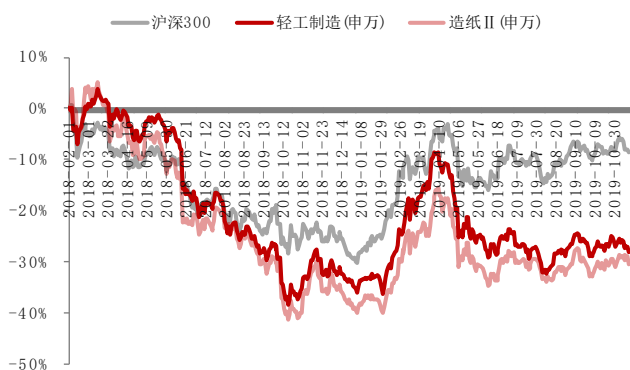
图表目录

图 1: 本周轻工制造行业指数下跌 0.68%，造纸子板块上涨 0.02%	4
图 2: 本周轻工制造板块表现在各行业中排名靠前	4
图 3: 本周轻工四大子板块按涨幅由大至小排名依次为：家具、造纸、包装印刷、文娱用品	4
图 4: 2019 年至今（前 14 批）进口废纸累计批准 1074 万吨，较 2018 年许可量同比下滑 41%	7
图 5: 2019 年 1-9 月废纸累计进口量同比减少 30%	7
图 6: 本周欧废、日废到岸价维稳，美废到岸价下跌 3 美元/吨、4 美元/吨(更新日期 2019/11/15)	7
图 7: 本周国废到厂均价（不含税）基本维稳，江浙沪、山东地区上涨 20-30 元/吨（更新日期 2019/11/13）	7
图 8: 本周以美元计价的阔叶木浆、针叶木浆外盘价维稳（更新日期 2019/11/15）.....	8
图 9: 本周以人民币计价的阔叶木浆、针叶木浆外盘价基本维稳（更新日期 2019/11/15）.....	8
图 10: 本周国内阔叶浆、针叶浆现货价格分别上涨 10 元/吨、5 元/吨（更新日期 2019/11/15）.....	8
图 11: 2019 年 10 月下旬中国三大港口木浆库存合计 196 万吨，环比小幅增加 2.9%(更新日期 2019/10/31)	8
图 12: 本周双胶纸价格上涨 70 元/吨（更新日期 2019/11/13）.....	9
图 13: 本周铜版纸价格上涨 50 元/吨(更新日期 2019/11/13)	9
图 14: 本周白卡纸价格维稳(更新日期 2019/11/13)	9
图 15: 本周箱板纸价格维稳(更新日期 2019/11/13)	9
图 16: 本周瓦楞纸价格维稳(更新日期 2019/11/13)	10
图 17: 本周溶解浆价格维稳，粘胶短纤价格下跌 100 元/吨，棉花价格指数上涨 31 元/吨(更新日期 2019/11/15)	10
图 18: 本周双胶纸盈利水平增加约 18-36 元/吨(更新日期 2019/11/15)	10
图 19: 本周铜版纸盈利水平增加约 14-27 元/吨(更新日期 2019/11/15)	10
图 20: 本周白卡纸盈利水平增加约 16-32 元/吨(更新日期 2019/11/15)	11
图 21: 本周箱板纸盈利水平增加约 12-20 元/吨(更新日期 2019/11/15)	11
图 22: 2019 年 1-10 月机制纸及纸板产量累计同比增加 6.3%	12
图 23: 剔除价格因素影响，2019 年 9 月机制纸及纸板制造业产成品库存(测算值)同比增长 6.4%，环比下降 5.7%	12
图 24: 2019 年 9 月纸及纸板当月进口量同比减少 18.0%	12
图 25: 2019 年 9 月纸及纸板当月出口量同比增加 10.9%	12
表 1: 造纸产业链周度跟踪数据（更新日期 2019/11/17）	5
表 2: 造纸产业链月度跟踪数据（更新日期 2019/11/17）	5

1、行情回顾（2019/11/11-2019/11/15）

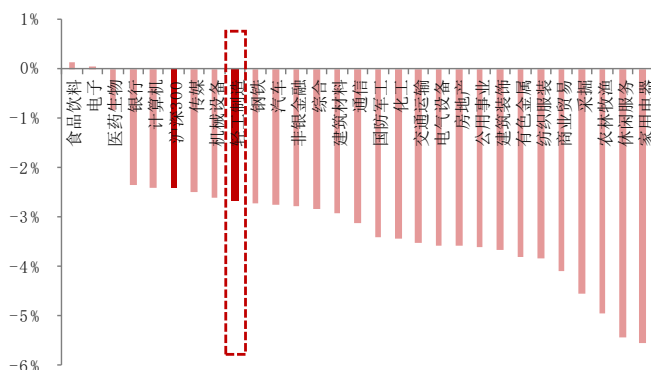
本周轻工制造行业指数下跌 2.65%，跑输大盘 0.24pct；造纸子板块下跌 2.34%，跑赢大盘 0.07pct。本周沪深 300 指数下跌 2.41%，轻工制造(申万)指数下跌 2.65%，跑输沪深 300 指数 0.24pct，在 28 个申万一级行业中位列第 8 位，排名靠前；二级行业中，造纸 II (申万)指数下跌 2.34%，跑赢沪深 300 指数 0.07pct。本周轻工四大子板块按跌幅由小至大排名依次为：文娱用品、造纸、家具、包装印刷，分别下跌 0.02%、2.34%、3.15%、3.58%。

图 1：本周轻工制造行业指数下跌 0.68%，造纸子板块上涨 0.02%



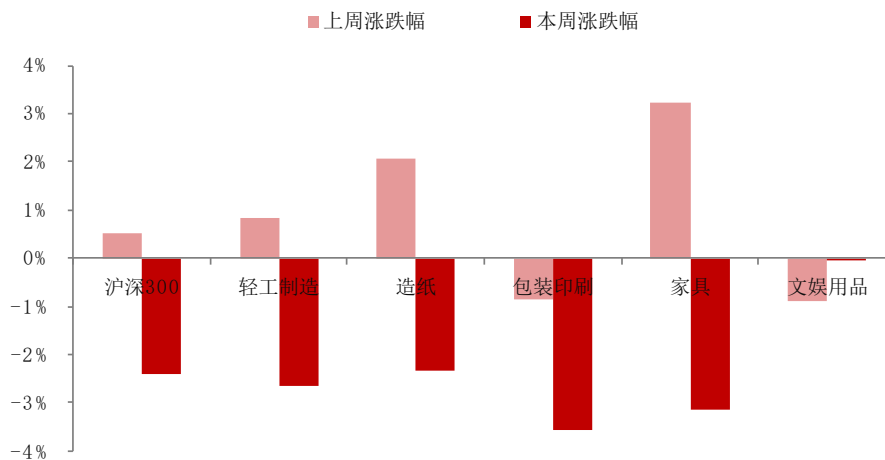
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：本周轻工制造板块表现在各行业中排名靠前



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 3：本周轻工四大子板块按涨幅由大至小排名依次为：家具、造纸、包装印刷、文娱用品



资料来源：Wind，东方证券研究所

2、产业链数据跟踪：本周文化纸价格提涨，包装纸价格平稳

表 1：造纸产业链周度跟踪数据（更新日期 2019/11/17）

指标		单位	价格/数量	较上周环比变化	月初至今变化	年初至今变化	年初至今较去年同期累计同比*	
原材料	废纸进口	2019 年至今进口废纸许可数量	万吨	1074	-	-	-40.8%	
		2019 年 1-9 月进口废纸数量	万吨	812	-	-	-29.5%	
	外废	进口废纸到岸价：美废 11#	美元/吨	94	-2.9%	-13.0%	-52.7%	-38.6%
		进口废纸到岸价：UKOCC	美元/吨	113	持平	持平	-47.7%	-38.8%
		进口废纸到岸价：日废 11#	美元/吨	93	持平	-3.6%	-63.0%	-40.2%
	国废	国废到厂价(不含税):黄板纸:广东:A 级	元/吨	2100	持平	持平	2.4%	-22.6%
	木浆	阔叶浆外盘:国际价:中国主港:明星:智利	美元/吨	475	持平	持平	-26.9%	-25.2%
			元/吨	3329	0.2%	-0.5%	-25.3%	-22.2%
		针叶浆外盘:国际价:中国主港:银星:智利	美元/吨	590	持平	持平	-13.2%	-26.5%
			元/吨	4135	0.2%	-0.5%	-11.3%	-23.4%
		阔叶浆现货:山东地区:木浆:明星(含税)	元/吨	3765	0.3%	-0.4%	-27.9%	-20.8%
		针叶浆现货:山东地区:木浆:银星(含税)	元/吨	4500	0.1%	0.6%	-16.9%	-25.6%
	2019 年 10 月下旬中国三大港口木浆库存	万吨	196	-	2.9%	34.5%	81.0%	
能源	秦皇岛港:平仓价:动力煤(Q5500K)	元/吨	560	-1.8%	-1.8%	-1.8%	1.0%	
成品纸、溶解浆	成品纸均价	双胶纸:上海:瑞雪(70g-100g)	元/吨	6650	1.1%	1.1%	12.7%	-15.7%
		铜版纸:上海:长鹤(128g/157g)	元/吨	6250	0.8%	0.8%	10.9%	-17.6%
		白卡纸:上海:博汇:山东博汇(250g)	元/吨	5600	持平	持平	9.8%	-15.0%
		箱板纸:广东:地龙(130g/140g)	元/吨	3830	持平	持平	-13.9%	-17.1%
		瓦楞纸:广东:地龙(120g)	元/吨	3600	持平	持平	-8.5%	-17.6%
	溶解浆	CCFEI 价格指数:溶解浆内盘	元/吨	5700	持平	-1.7%	-24.0%	-12.6%

注：即年初至今累计数量较去年同期累计同比，或年初至今均价与去年同期均价同比变化

资料来源：环保部，海关总署，国家统计局，Wind，卓创资讯，东方证券研究所

表 2：造纸产业链月度跟踪数据（更新日期 2019/11/17）

指标	指标	单位	2019 年 10 月 当月值	当月同比 (计算值)	2019 年 1-10 月 月累计值	累计同比 (计算值)
产量	机制纸及纸板产量	万吨	1071	11.2%	10346	6.3%
库存	造纸及纸制品业：产成品存货*	亿元	533	-9.4%	-	-
	造纸及纸制品业：产成品存货（测算值）*	万吨	809	6.4%	-	-
进出口	进口数量:纸及纸板(未切成形的)*	万吨	50	-18.0%	435	-11.2%
	出口数量:纸及纸板(未切成形的)*	万吨	51	10.9%	479	11.1%

注*：10月数据暂未公布，此处仍为9月数据

资料来源：国家统计局，海关总署，卓创资讯，东方证券研究所

2.1 原材料：废纸进口持续减量，国废价格维稳，外废价格下跌，木浆外盘报价平稳

(1) 废纸进口：2019年至今进口废纸许可量较2018年同比下滑41.1%；2019年1-9月废纸进口量812万吨，与2018年同期相比减少30%。废纸进口许可方面，2019年前十四批进口废纸许可已公布，共79家企业获批，进口许可数量合计1074万吨，与2018年相比下滑41%；废纸实际进口方面，2019年1-9月废纸进口量812万吨，与2018年同期相比减少30%。

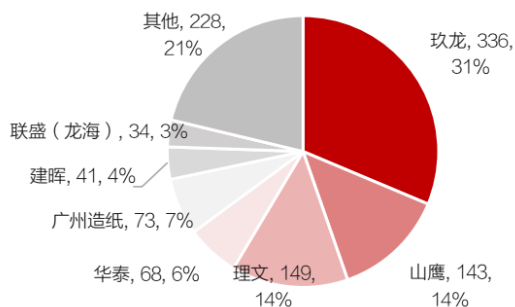
(2) 废纸价格：本周欧废、日废到岸价维稳，美废到岸价下跌3美元/吨；本周国废到厂均价（不含税）江浙沪、山东地区上涨20-30元/吨，福建、广东地区维稳。本周美废11#到岸价为94美元/吨，较上周下跌3美元/吨，跌幅为3.1%；UKOCC到岸价113美元/吨，较上周持平；日废11#到岸价93美元/吨，较上周持平。国废到厂均价（不含税）整体维稳，广东地区黄板纸回收到厂价2100元/吨，较上周持平。

(3) 木浆价格：本周阔叶木浆、针叶木浆外盘价维稳；阔叶浆、针叶浆现货价格分别上涨10元/吨、5元/吨。外盘方面，以智利“明星”牌阔叶木浆、“银星”牌针叶木浆为例，本周阔叶木浆外盘报价475美元/吨，较上周持平；针叶木浆外盘报价590美元/吨，较上周持平；本周以人民币计价的阔叶木浆外盘价（不含税）为3329元/吨，较上周上涨7元/吨，涨幅为0.2%，针叶木浆外盘价（不含税）为4135元/吨，较上周上涨8元/吨，跌幅为0.2%。现货市场方面，本周山东地区“明星”阔叶木浆现货价格（含税价）为3765元/吨，较上周上涨10元/吨，涨幅为0.3%；本周山东地区“银星”针叶木浆现货报价（含税价）为4500元/吨，较上周上涨5元/吨，涨幅为0.1%。

(4) 木浆库存：2019年10月下旬中国三大港口木浆库存合计196万吨，环比增加2.9%。2019年10月下旬中国三大港口木浆库存合计196万吨，环比上涨5万吨，环比涨幅约2.9%，其中：青岛港木浆库存约107万吨，环比减少7万吨，环比下降6.1%；常熟港木浆库存约84万吨，环比增加12万吨，环比增幅16.7%；保定港木浆库存约5万吨，环比增加9.3%。

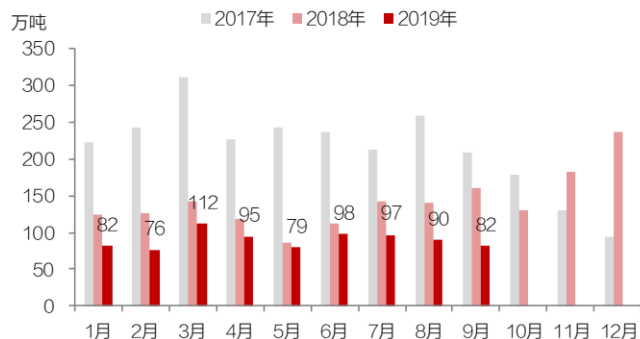
(5) 动力煤价格：本周动力煤价格维稳。本周秦皇岛港动力煤(Q5500K)平仓价为570元/吨，较上周小幅下跌5元/吨。

图 4：2019 年至今（前 14 批）进口废纸累计批准 1074 万吨，较 2018 年许可量同比下滑 41%



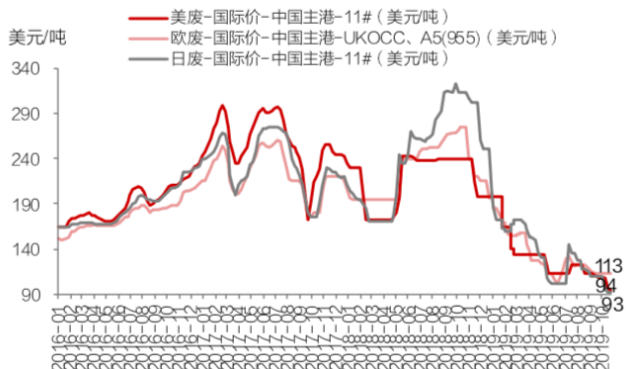
资料来源：环保部，东方证券研究所

图 5：2019 年 1-9 月废纸累计进口量同比减少 30%



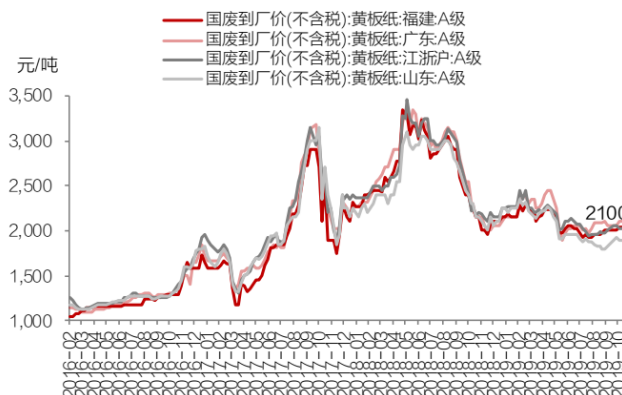
资料来源：海关总署，东方证券研究所

图 6：本周欧废、日废到岸价维稳，美废到岸价下跌 3 美元/吨、4 美元/吨(更新日期 2019/11/15)

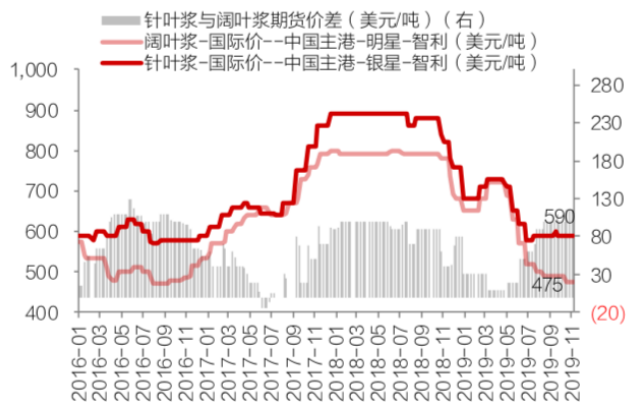


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

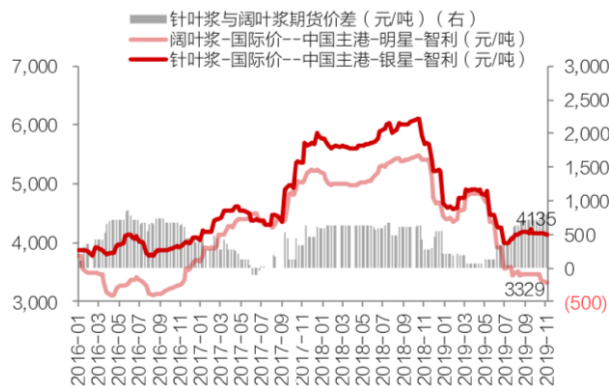
图 7：本周国废到厂均价（不含税）基本维稳，江浙沪、山东地区上涨 20-30 元/吨（更新日期 2019/11/13）



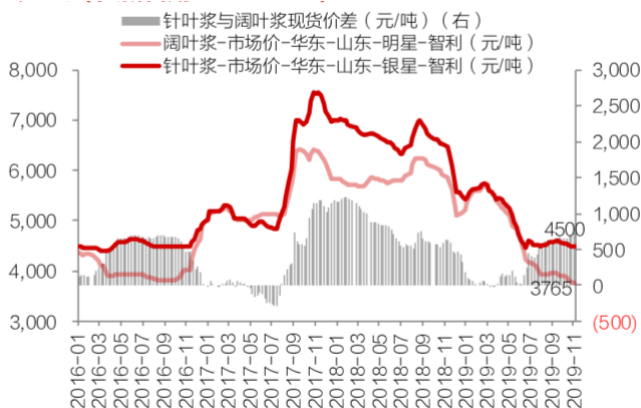
资料来源：Choice，东方证券研究所

图 8：本周以美元计价的阔叶木浆、针叶木浆外盘价维稳（更新日期 2019/11/15）


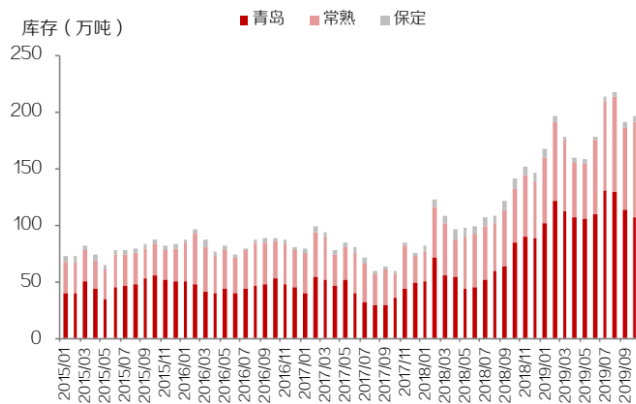
资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 9：本周以人民币计价的阔叶木浆、针叶木浆外盘价基本维稳（更新日期 2019/11/15）


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 10：本周国内阔叶浆、针叶浆现货价格分别上涨 10 元/吨、5 元/吨（更新日期 2019/11/15）


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 11：2019 年 10 月下旬中国三大港口木浆库存合计 196 万吨，环比小幅增加 2.9%（更新日期 2019/10/31）


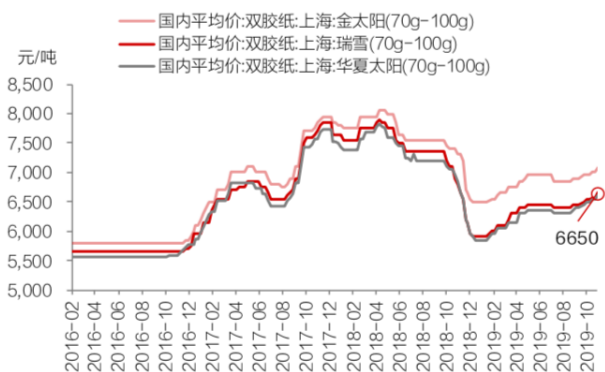
资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

2.2 成品纸、溶解浆：本周中高档包装纸价格提涨，其余纸种价格平稳，溶解浆价格小幅下跌

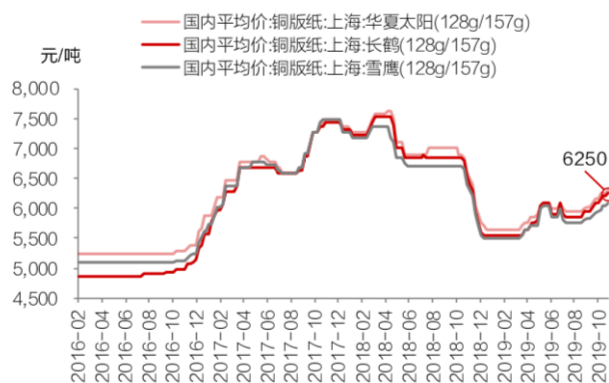
本周双胶纸价格上涨 70 元/吨，铜版纸上涨 50 元/吨，白卡纸价格维稳；箱板纸价格维稳，瓦楞纸价格维稳；溶解浆价格维稳。（1）双胶纸价格上涨，以瑞雪(70g-100g)双胶纸为例，本周上海地区均价 6650 元/吨，较上周上涨 75 元/吨，涨幅为 1.1%；（2）铜版纸价格上涨，以长鹤(128g/157g)

铜版纸为例，本周上海地区均价 6250 元/吨，较上周上涨 50 元/吨，涨幅为 0.8%；（3）白卡纸价格维稳，以山东博汇(250g)白卡纸为例，本周上海地区均价 5600 元/吨，较上周持平；（4）箱板纸价格维稳，以地龙(130g/140g)箱板纸为例，本周广东地区均价 3830 元/吨，较上周持平；（5）瓦楞纸价格维稳，以地龙(120g)瓦楞纸为例，本周广东地区均价 3600 元/吨，较上周持平。

本周溶解浆价格维稳，粘胶短纤价格下跌 100 元/吨，棉花价格指数上涨 31 元/吨。本周溶解浆内盘价格 5700 元/吨，较上周价格不变；本周粘胶短纤 1.5D 价格为 10500 元/吨，较上周下跌 100 元/吨；本周中国棉花价格指数 328 为 13077 元/吨，较上周上涨 31 元/吨。

图 12：本周双胶纸价格上涨 70 元/吨 (更新日期 2019/11/13)


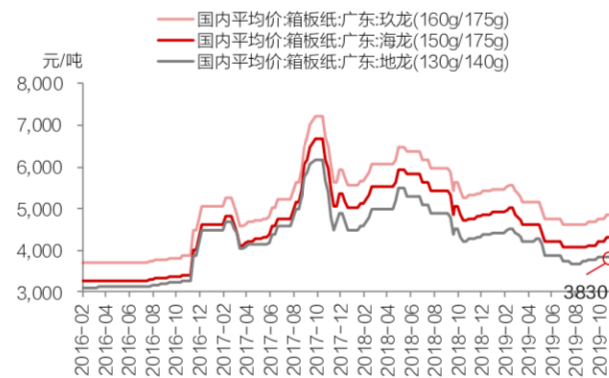
资料来源：Choice，东方证券研究所

图 13：本周铜版纸价格上涨 50 元/吨(更新日期 2019/11/13)


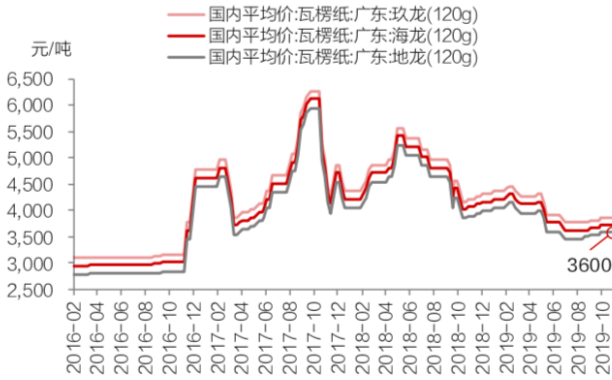
资料来源：Choice，东方证券研究所

图 14：本周白卡纸价格维稳(更新日期 2019/11/13)

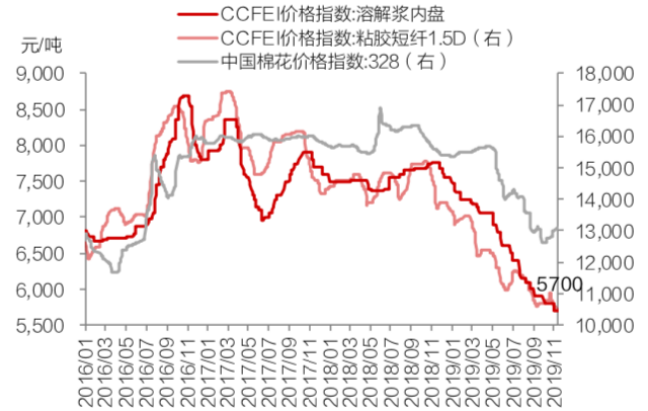

资料来源：Choice，东方证券研究所

图 15：本周箱板纸价格维稳(更新日期 2019/11/13)


资料来源：Choice，东方证券研究所

图 16：本周瓦楞纸价格维稳(更新日期 2019/11/13)


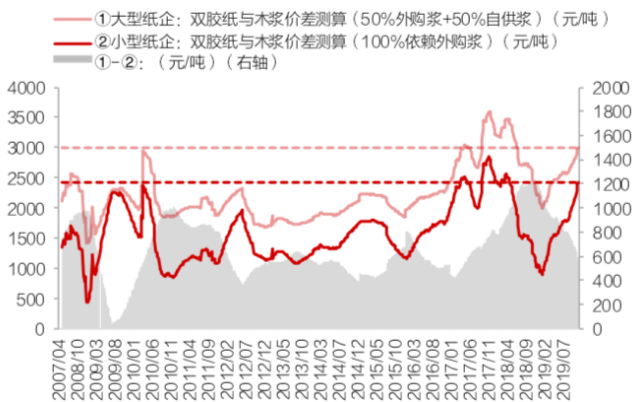
资料来源：Choice，东方证券研究所

图 17：本周溶解浆价格维稳，粘胶短纤价格下跌 100 元/吨，棉花价格指数上涨 31 元/吨(更新日期 2019/11/15)


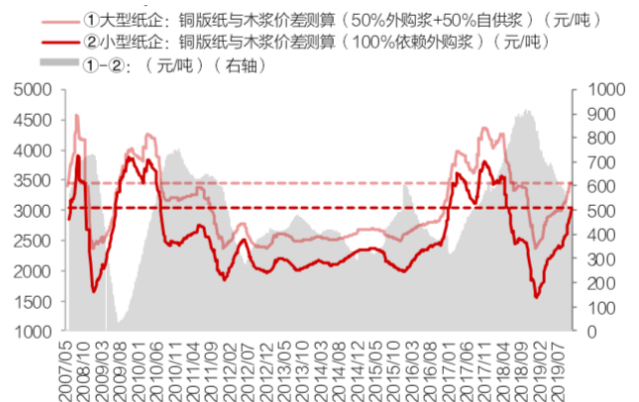
资料来源：Wind，东方证券研究所

2.3 盈利水平：木浆系、废纸系纸品盈利均有小幅提升

本周木浆系、废纸系纸品盈利均有小幅改善。以成品纸与原材料价差指标表征盈利水平，本周双胶纸、铜版纸、白卡纸盈利与上周相比增加约 18-36 元/吨、14-27 元/吨、16-32 元/吨；废纸系纸品盈利增加约 12-20 元/吨。

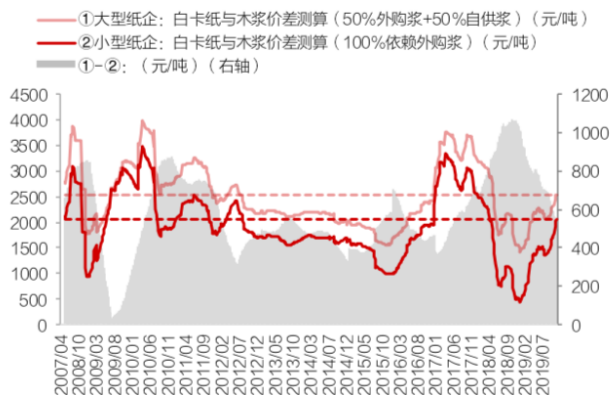
图 18：本周双胶纸盈利水平增加约 18-36 元/吨(更新日期 2019/11/15)


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 19：本周铜版纸盈利水平增加约 14-27 元/吨(更新日期 2019/11/15)


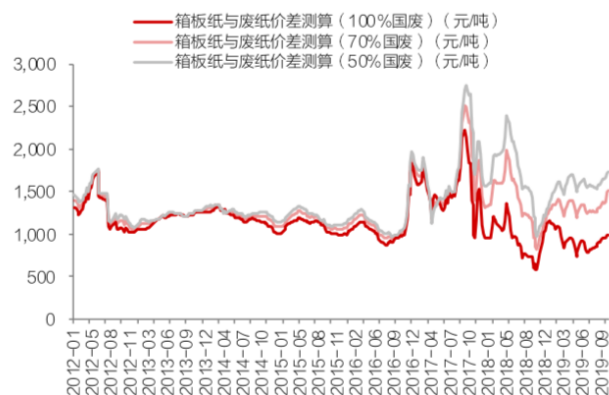
资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 20: 本周白卡纸盈利水平增加约 16-32 元/吨(更新日期 2019/11/15)



资料来源: 卓创资讯, Wind, 东方证券研究所

图 21: 本周箱板纸盈利水平增加约 12-20 元/吨(更新日期 2019/11/15)



资料来源: 卓创资讯, Wind, 东方证券研究所

2.4 机制纸及纸板产量、库存、进出口：机制纸及纸板产量 10 月当月延续正增长，9 月机制纸产成品库存环比下降

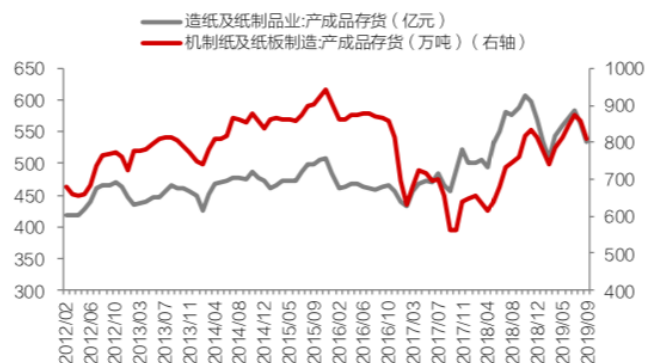
(1) 产量：10 月机制纸及纸板当月产量同比增长 11.2%。机制纸及纸板 2019 年 10 月当月产量 1071 万吨，同比增长 11.2%；1-10 月累计产量 10346 万吨，同比增长 6.3%。

(2) 库存：9 月机制纸及纸板产成品库存环比下降 5.7%。经剔除价格因素影响，2019 年 9 月机制纸及纸板制造业产成品库存(测算值)同比增长 6.4%，环比下降 5.7%。

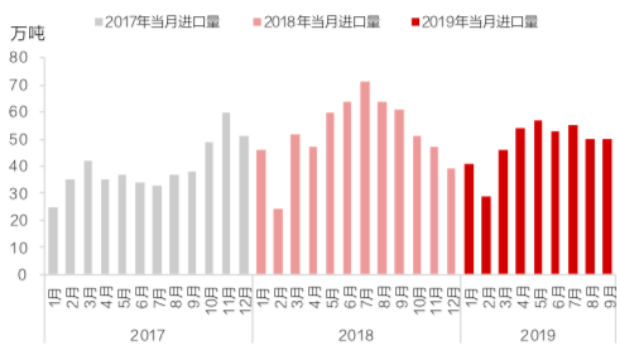
(3) 进出口：9 月机制纸及纸板当月进口量同比减少 18.0%，当月出口量同比增加 10.9%。纸及纸板进口量方面，2019 年 9 月当月同比下滑 18.0%，1-9 月累计同比下降 11.2%；出口量方面，9 月当月同比增加 10.9%，1-9 月累计同比增加 11.1%。2019 年 1-9 月机制纸及纸板累计进、出口量占产量比重分别为 4.7%、5.2%，对国内市场的影响相对有限。

图 22：2019 年 1-10 月机制纸及纸板产量累计同比增加 6.3%


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 23：剔除价格因素影响，2019 年 9 月机制纸及纸板制造业产成品库存(测算值)同比增长 6.4%，环比下降 5.7%


资料来源：国家统计局，卓创资讯，东方证券研究所

图 24：2019 年 9 月纸及纸板当月进口量同比减少 18.0%


资料来源：海关总署，东方证券研究所

图 25：2019 年 9 月纸及纸板当月出口量同比增加 10.9%


资料来源：海关总署，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。
- **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，若海外项目推进不达预期，行业盈利提升将受限，造纸企业将面临盈利不达预期的风险。

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

Email: wangjunfei@orientsec.com.cn

