

多元化布局收成效，21 年石膏板量价齐升

——2020 年报点评

核心观点

- **业绩符合预期，龙骨/防水贡献主要业绩增量。**20 年公司营收/归母净利润/扣非净利润 168/28.6/27.8 亿元，YOY+26.1%/548.3%/17%，由于 19 年诉讼案导致 18.3 亿的非经常性损益，扣非净利润增速具备可比性。分业务看，石膏板业务收入 109.4 亿元，YOY-0.6%，销量 20.2 亿平，YOY+2.5%，单价 5.43 元/平，YOY-3%，价格下滑主要由于低端产品占比有所提升；防水业务 20 年首次完全并表，实现收入 32.9 亿；龙骨实现收入 19.6 亿，YOY+26.6%，我们预计销量 YOY+26%。
- **毛利率提升，防水拖累费用率/现金流。**整体毛利率 33.7%，同比提升 1.8pct，一方面石膏板毛利率回升，另一方面防水卷材毛利率较高（36.7%），且首次并表。期间费用率同比提升 1.9pct 至 13%，销售/管理/财务费用率同比提升 0.7/1/0.3pct，主要由于防水业务拓展和整合支出增加。经营性净现金流 18.4 亿，YOY-7.4%，收现比下降 7.1pct 至 104%，预计防水业务需要部分垫资，应收账款 19.3 亿，YOY+53%，对比其他防水企业来看属于正常变动。
- **预计 21 年石膏板/龙骨/防水业务净利润 32/3/4 亿元。**我们预计，竣工需求带动下，石膏板销量 YOY+13%，纸价上涨，保守估计全年提价 0.6 元/平，21 年净利润有望提升至 1.4 元/平，石膏板业务净利润将达 32 亿。利用石膏板销售渠道，龙骨配套率将持续提升，预计 21 年收入 30 亿元，净利润 3 亿。防水内生外延并举下稳健增长，预计 21 年收入 41 亿元，净利润 4 亿。
- **推进防水业务平台整合，石膏板结构有望趋向高端化。**公司公告拟设立投资和运营防水业务的平台，整合后有望充分发挥协同效应，进一步提升运营效率、增强市场竞争力。随着消费升级以及“碳中和”背景下落后产能退出，未来高端石膏板的占比将不断提升，长期看公司盈利中枢有望继续上移。

财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 为 2.32/2.71/3.17 元（原 21-22 年 EPS 为 2.04/2.42 元），主要调增石膏板销量及价格。可比公司 21 年平均 PE 25X，我们认可给予公司 25X PE，对应目标价 58.00 元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产宏观调控政策、低端产能出清不及预期、防水整合不及预期

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,323	16,803	21,471	24,917	29,090
同比增长(%)	6.0%	26.1%	27.8%	16.1%	16.7%
营业利润(百万元)	2,698	3,303	4,660	5,420	6,328
同比增长(%)	-10.9%	22.4%	41.1%	16.3%	16.8%
归属母公司净利润(百万元)	441	2,860	3,923	4,572	5,353
同比增长(%)	-82.1%	548.3%	37.2%	16.6%	17.1%
每股收益(元)	0.26	1.69	2.32	2.71	3.17
毛利率(%)	31.9%	33.7%	34.9%	34.2%	34.2%
净利率(%)	3.3%	17.0%	18.3%	18.4%	18.4%
净资产收益率(%)	3.1%	18.7%	21.1%	20.2%	19.5%
市盈率	177.1	27.3	19.9	17.1	14.6
市净率	5.6	4.7	3.8	3.1	2.6

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，

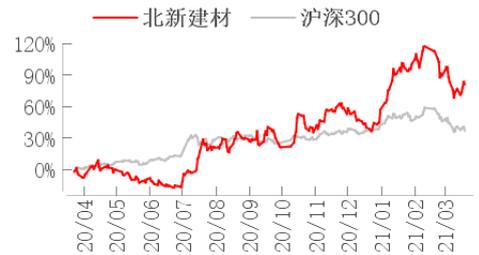


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月19日)	46.25 元
目标价格	58 元
52周最高价/最低价	57/20.97 元
总股本/流通A股(万股)	168,951/168,951
A股市值(百万元)	78,140
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年03月21日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.53	-14.83	30.98	81.45
相对表现	1.66	-9.43	20.78	54.33
沪深300	0.87	-5.4	10.2	27.12



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

相关报告

业绩上修，石膏板近期有望提价	2021-01-13
巩固石膏板龙头地位，完善防水布局	2021-01-03
石膏板稳定增长，防水贡献业绩增量	2020-10-30

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。

预计 21 年竣工需求带动销量 YOY+13%。石膏板需求受地产竣工的影响较大，随着 2015-2016 年地产新开工高峰逐步向竣工端传导，且疫情影响下 20 年地产竣工面积仍为负增长，因此我们认为地产竣工高峰推迟带来 21 年持续性的需求有望使石膏板市场周期复苏。我们采用如下方法对 21 年公司石膏板销量进行预测：

- ① 公司石膏板销量=行业产销量×公司市占率=地产竣工面积×单平米石膏板用量×公司市占率；
- ② 21 年竣工面积的预测：市场 6 家研究机构对 21 年竣工面积增速的预测在 7%-15%之间，我们取平均值约为 11%；
- ③ 单平米石膏板用量的预测：近几年由于石膏板在家装应用场景扩宽（如更多家庭对石膏板隔墙接受度提升），单位面积的石膏板用量逐年提升，我们预计 21 年将进一步提升至 3.7 平米；
- ④ 公司市占率的预测：近几年随着公司的渠道拓展以及中高低端全面发力，市占率稳步提升，我们预计 21 年进一步提升至 61%；
- ⑤ 根据竣工面积、单位面积用量以及公司市占率预测数据，可以得到 21 年公司销量约为 22.85 亿平米，YOY+13%。

图 1：2012-2020 年公司石膏板销量



资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：2021 年公司石膏板销量预测

时间	竣工面积 (万平方米)	石膏板总产量 (亿平米)	单平米石膏 板用量	公司市占率	公司销量 (亿平米)	YOY
2016	106128	29.4	2.77	55.61%	16.35	13%
2017	101486	31.4	3.09	57.99%	18.21	11%
2018	93550	32.1	3.43	58.22%	18.69	3%
2019	95942	33.2	3.46	59.22%	19.66	5%

2020	91218	33.5	3.67	60.15%	20.15	2%
2021E	101252	37.5	3.70	61%	22.85	13%

资料来源：Wind，统计局，公司公告，东方证券研究所

表 2：研究机构对于 21 年竣工面积增速的预测（不完全统计）

机构	竣工面积增速（%）
西部证券	10
国盛证券	10-15
东北证券	7
克而瑞证券	10
申万宏源	11.9
华安证券	6.5

资料来源：Wind，东方证券研究所

国废价格上涨带动石膏板提价，估计公司已执行的平均提价幅度为 0.6 元/平米。2020 年 11 月国家发改委、生态环境部、商务部、海关总署共同发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》，明确自 2021 年 1 月 1 日起禁止以任何方式进口固体废物，废纸“零进口”下纸厂纷纷增加原料库存，带动废纸价格在 21 年持续上涨。截至 2021 年 3 月 18 日，国废价格达到 2459 元/吨，较去年同期上涨 18%。护面纸是石膏板的重要原材料，今年来随着纸价上涨博汇等主要护面纸厂商普遍将护面纸价格上调 1300 元/吨，公司为了消化成本的上涨、在石膏板终端产品上也进行了两轮提价，累计提价幅度在 0.5-0.7 元/平米，其中北新龙牌和非泰山牌提价 0.7 元/平米，泰山牌提价 0.5 元/平米，我们取平均值为 0.6 元/平米。

图 2：2016-2021 年国废价格



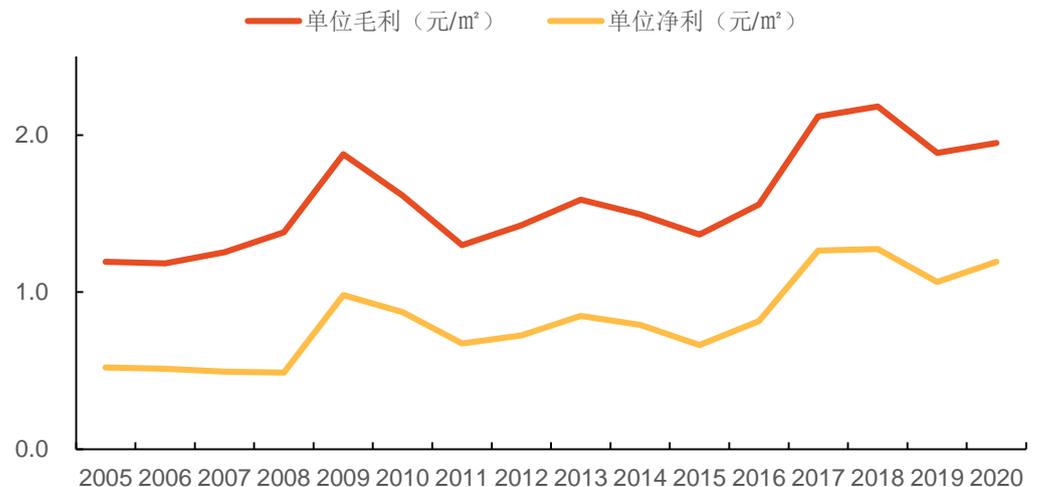
资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

表 3：2021 年公司石膏板涨价时间表

	发布时间	公司	提价幅度（元/平米）	执行时间
第一轮	1月8日	北新建材	0.3	1月15日
	1月18日	泰山石膏（非泰山牌）	0.3	1月25日
	1月22日	泰山石膏（泰山牌）	0.2	1月29日
第二轮	2月26日	泰山石膏（非泰山牌）	0.4	3月1日
	2月26日	泰山石膏（泰山牌）	0.3	3月1日
	2月28日	北新建材	0.4	3月5日

资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

预计 21 年石膏板单平净利润提升至 1.4 元，总盈利达到 32 亿元。市场价格方面 21 年护面纸已累计提价 1300 元/吨，假设公司护面纸 50%可自供、且自供部分成本比外购低 400 元/吨，则对于公司而言实际护面纸上漲幅度为 1100 元/吨，以护面纸单耗 0.34kg/m² 计算¹，护面纸涨价将使公司石膏板成本上涨约 0.37 元/平米，按石膏板平均提价幅度 0.6 元/平米计算，税前盈利增加 0.23 元/平米，假设 21 年平均所得税率与 20 年相同（9.5%），则净利增加 0.21 元/平米，我们测算 20 年公司单平净利润约为 1.19 元，则 21 年单平净利润达到 1.4 元。按照前文预测的销量推算，21 年石膏板业务的净利润将达到 32 亿元。

图 3：2005-2020 年公司石膏板单平盈利水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

¹ 数据来源于唐国磊（2018）《提高石膏板护面纸用废纸浆性能的研究与实践》：“泰和纸业护面纸，上纸定量为 160g/m²，下纸定量为 180 g/m²。”

预计龙骨/防水 21 年净利润达到 3/4 亿。龙骨方面，预计 21 年销量/收入 YOY+50%/54%，由于配套的高端产品占比提升，预计毛利率小幅提升至 25%，净利润为 3.03 亿；防水方面，预计 21 年收入 YOY+25%至 41 亿，由于沥青成本上涨、预计毛利率小幅下滑至 33.5%，净利润为 4.24 亿。综合各项业务，得到详细盈利预测拆分如下表所示。

表 4：公司各业务收入及净利润贡献拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E
税金及附加	1.43%	1.17%	1.10%	1.10%	1.10%
期间费用率（含研发）	10.90%	11.12%	13.03%	13.00%	13.00%
所得税率	11.90%	10.00%	9.50%	10.00%	10.00%
扣非净利润（亿元）	25.49	23.72	27.76	38.03	44.97
少数股东损益	0.15	0.15	1.64	1.81	2.15
石膏板					
收入（亿元）	109.33	110.05	109.42	136.95	144.88
毛利率	37.30%	33.70%	35.91%	38.00%	37.59%
净利润（亿元）	24.05	21.61	23.98	32.00	36.31
龙骨					
收入（亿元）	11.30	15.51	19.64	30.27	44.16
毛利率	23.00%	23.80%	24.70%	25.00%	25.00%
净利润（亿元）	1.06	1.61	1.77	3.03	4.33
防水					
收入（亿元）		2.05	32.87	41.09	53.41
毛利率		31.00%	34.10%	33.50%	34.00%
净利润（亿元）	0.00	0.35	3.25	4.24	5.88
其他					
收入（亿元）	5.01	5.61	6.10	6.40	6.72
毛利率	20.10%	18.40%	24.00%	24.00%	24.00%
净利润（亿元）	0.34	0.31	0.40	0.57	0.60

资料来源：Wind，东方证券研究所

注：假设 2021-2022 年少数股东损益全部来源于收购的防水公司

投资建议

公司是石膏板行业的绝对龙头，受益于竣工回暖，需求将保持稳定增长；通过外延内生并举，公司在石膏板领域的成本和规模优势将更加稳固，未来有望掌握较强的定价权；由于公司未来在石膏板、防水等业务上仍将持续扩产，资本开支较大，且未来包工包料会产生部分垫资施工，因此报表的现

现金流不能真实反映公司实际的盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值给与公司 21 年 25X PE，对应目标价 58.00 元。由于石膏板行业中公司一家独大，没有其他主营石膏板的上市公司，因此我们选择与石膏板类似的防水、涂料、管材等消费类建材龙头作为可比公司，2021 年经过调整后可比公司平均 PE 估值为 25X。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.32/2.71/3.17 元/股。目前公司股价对应 PE 分别为 19.9/17.1/14.6X，参考可比公司平均估值水平给予公司 2021 年 25X PE，对应目标价为 58.00 元，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值

公司名称	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
三棵树	603737	187.27	1.51	1.87	2.88	3.93	124.02	100.06	65.13	47.68
东方雨虹	002271	47.42	0.88	1.42	1.72	2.13	53.89	33.32	27.51	22.27
伟星新材	002372	23.17	0.62	0.78	0.88	1.00	37.37	29.75	26.39	23.13
兔宝宝	002043	11.01	0.51	0.52	0.79	1.02	21.59	21.08	13.92	10.80
科顺股份	300737	24.30	0.59	1.33	1.70	2.22	41.19	18.21	14.25	10.93
凯伦股份	300715	41.78	0.79	1.64	2.75	4.25	52.89	25.45	15.18	9.82
坚朗五金	002791	156.49	1.37	2.54	3.65	5.05	114.23	61.71	42.89	30.99
调整后平均							63.59	34.26	25.25	19.62

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为朝阳永续一致预期，最新价格为 2021 年 3 月 19 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

风险提示

房地产行业宏观调控政策不确定性：公司产品主要应用于商业地产和住宅市场，营收与房屋竣工高度相关。国家对房地产行业的政策调控存在不确定性，如未来房地产行业投资出现较大波动，公司的经营业绩存在波动风险。

新建产能释放不及预期：公司在十四五期间将在全球展开新一轮石膏板产业布局，扩产过程中若投产进度及产能爬坡不及预期，对当年的经营业绩会造成一定的影响。

防水业务整合不及预期：公司以收购的方式进入防水行业，需要进行业务整合，企业间整合进度存在不确定性，与石膏板业务的协同效果或不及预期。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	623	590	821	5,083	10,052	营业收入	13,323	16,803	21,471	24,917	29,090
应收票据、账款及款项融资	1,408	2,157	2,619	3,040	3,549	营业成本	9,079	11,143	13,980	16,391	19,148
预付账款	312	179	429	498	582	营业税金及附加	157	184	236	274	320
存货	1,612	1,746	2,377	2,622	3,064	营业费用	377	586	751	847	989
其他	2,380	2,183	2,846	2,915	2,998	管理费用及研发费用	1,078	1,528	1,825	1,944	2,269
流动资产合计	6,335	6,856	9,092	14,159	20,244	财务费用	26	75	95	77	40
长期股权投资	182	184	193	203	213	资产、信用减值损失	17	40	43	40	31
固定资产	9,055	10,830	10,950	10,984	10,951	公允价值变动收益	(10)	(18)	10	5	5
在建工程	2,766	1,762	1,584	1,459	1,371	投资净收益	64	28	70	50	20
无形资产	2,034	2,145	2,095	2,045	1,996	其他	54	47	40	20	10
其他	1,091	1,139	719	716	713	营业利润	2,698	3,303	4,660	5,420	6,328
非流动资产合计	15,129	16,060	15,541	15,407	15,243	营业外收入	50	90	50	50	50
资产总计	21,464	22,915	24,633	29,566	35,488	营业外支出	2,091	52	150	150	150
短期借款	1,580	1,329	1,329	1,462	1,609	利润总额	657	3,341	4,560	5,320	6,228
应付票据及应付账款	1,598	1,589	1,957	2,131	2,489	所得税	200	317	456	532	623
其他	3,029	1,967	(315)	(287)	(254)	净利润	457	3,024	4,104	4,788	5,605
流动负债合计	6,207	4,885	2,971	3,306	3,844	少数股东损益	15	164	181	215	252
长期借款	236	120	120	120	120	归属于母公司净利润	441	2,860	3,923	4,572	5,353
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.26	1.69	2.32	2.71	3.17
其他	479	455	121	121	121						
非流动负债合计	714	575	241	241	241	主要财务比率					
负债合计	6,921	5,461	3,212	3,547	4,085		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	591	788	968	1,184	1,436	成长能力					
实收资本(或股本)	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690	营业收入	6.0%	26.1%	27.8%	16.1%	16.7%
资本公积	3,141	3,141	3,141	3,141	3,141	营业利润	-10.9%	22.4%	41.1%	16.3%	16.8%
留存收益	9,117	11,839	15,623	20,005	25,137	归属于母公司净利润	-82.1%	548.3%	37.2%	16.6%	17.1%
其他	4	(2)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	14,542	17,455	21,421	26,019	31,403	毛利率	31.9%	33.7%	34.9%	34.2%	34.2%
负债和股东权益总计	21,464	22,915	24,633	29,566	35,488	净利率	3.3%	17.0%	18.3%	18.4%	18.4%
						ROE	3.1%	18.7%	21.1%	20.2%	19.5%
						ROIC	11.6%	17.1%	20.3%	19.5%	18.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	32.2%	23.8%	13.0%	12.0%	11.5%
净利润	457	3,024	4,104	4,788	5,605	净负债率	10.3%	6.0%	3.8%	0.0%	0.0%
折旧摊销	448	561	611	644	674	流动比率	1.02	1.40	3.06	4.28	5.27
财务费用	26	75	95	77	40	速动比率	0.76	1.05	2.26	3.49	4.47
投资损失	(64)	(28)	(70)	(50)	(20)	营运能力					
营运资金变动	1,104	(1,218)	(2,347)	(644)	(756)	应收账款周转率	19.7	10.5	9.9	9.5	9.5
其它	14	(576)	143	35	26	存货周转率	6.3	6.6	6.8	6.6	6.7
经营活动现金流	1,985	1,839	2,536	4,850	5,569	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
资本支出	(2,832)	(1,377)	(500)	(500)	(500)	每股指标(元)					
长期投资	155	(14)	(9)	(10)	(10)	每股收益	0.26	1.69	2.32	2.71	3.17
其他	1,277	325	(1,548)	55	25	每股经营现金流	1.17	1.09	1.50	2.87	3.30
投资活动现金流	(1,399)	(1,065)	(2,057)	(455)	(486)	每股净资产	8.26	9.87	12.11	14.70	17.74
债权融资	36	(256)	(14)	1	0	估值比率					
股权融资	0	(0)	0	0	0	市盈率	177.1	27.3	19.9	17.1	14.6
其他	(526)	(527)	(234)	(134)	(115)	市净率	5.6	4.7	3.8	3.1	2.6
筹资活动现金流	(490)	(784)	(248)	(133)	(115)	EV/EBITDA	24.4	19.6	14.4	12.6	11.0
汇率变动影响	0	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	28.4	22.9	16.3	14.1	12.1
现金净增加额	97	(4)	231	4,262	4,969						

资料来源：东方证券研究所

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