

基本面触底，盈利改善可期

事件：公司公告 2021 年三季报，2021 年单三季度实现收入 79.02 亿元，同比增长 51.65%，环比下降 3.28%；实现归母净利润 5.37 亿元，同比增长 20.43%，环比下降 52.22%。

核心观点

- **三季度盈利能力回落至历史底部，纸价低迷、能耗成本抬升构成主因。**公司单三季度实现归母净利润 5.37 亿，处于前期业绩预告增速区间中值，在周期底部、行业内小企业普遍亏损的艰难情形下，公司领先于同行的竞争优势愈发凸显。公司 2021Q3 单季度年化 ROE 环比回落 13.7pct 至 11.5%，净利率环比下降 7.0pct 至 6.8%，目前盈利能力整体处于历史低位，主要源于：①收入端，4 月以来主业文化纸价格快速下行至历史底部，三季度纸价整体低迷；②成本端，木浆成本高企、煤价上涨带来的能耗成本快速抬升均为浆纸业务盈利承压的重要成因，参考煤价涨幅，测算将导致含电、蒸汽在内的吨纸能源动力成本抬升约 200 元/吨；与此同时，电力供应紧张背景下，自备电与外购电之间的切换亦将损失运营效率、增加成本。
- **文化纸基本面触底，箱板纸、溶解浆盈利推测处于历史中位数水平。**文化纸三季度价格较为疲弱，推测盈利整体处于历史约 10% 以下的较低分位水平，吨盈利现已触底回升；三季度外废价格持续走高，推测公司箱板纸盈利环比仍有回落，当前整体处于历史中位数水平；溶解浆价格、盈利环比小幅回落，当前仍处于历史中位水平。
- **三季度基本面底部确认，四季度新项目投产叠加周期向上修复，稳步修复可期。**①主业文化纸方面，当前纸价、盈利处于历史约 10% 以下分位，近期纸价小幅提涨落地、盈利修复可期。②10 月以来箱板纸价格显著提涨、外废价格见顶回落，公司箱板纸吨盈利有望稳步扩张。③成本端，政策强势发力调控煤炭价格，能耗成本压力有望缓解。四季度新项目投产在即叠加周期向上修复，成长确定性较高，经营拐点已经显现。

财务预测与投资建议

- 结合前三季度实际价格走势及公司新项目进展，按保守情形进行盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别达 31.84/34.07/35.65 亿元，对应的每股净资产分别为 7.29、8.40、9.56 元，ROE 分别达 17.8%/16.2%/14.8%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间及周期景气位置，给予公司 2021 年 2.4 倍 PB 估值（较中位水平折价 5%），对应目标价 17.50 元，维持“买入”评级

风险提示

- 经济增速放缓、终端需求下滑超预期；公司浆纸新项目推进不达预期风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	31,829	34,744	34,744
同比增长(%)	4.6%	-5.2%	47.4%	9.2%	0.0%
营业利润(百万元)	2,503	2,322	3,837	4,177	4,385
同比增长(%)	-7.0%	-7.2%	65.2%	8.9%	5.0%
归属母公司净利润(百万元)	2,178	1,953	3,184	3,407	3,565
同比增长(%)	-2.7%	-10.3%	63.0%	7.0%	4.7%
每股收益(元)	0.81	0.73	1.18	1.27	1.33
毛利率(%)	22.5%	19.4%	20.6%	20.5%	20.8%
净利率(%)	9.6%	9.0%	10.0%	9.8%	10.3%
净资产收益率(%)	16.0%	12.7%	17.8%	16.2%	14.8%
市盈率	13.6	15.2	9.3	8.7	8.3
市净率	2.0	1.8	1.5	1.32	1.2

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10月27日)	11.06 元
目标价格	17.50 元
52周最高价/最低价	21.58/10.92 元
总股本/流通A股(万股)	268,700/261,271
A股市值(百万元)	29,718
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年10月28日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.12	-11.8	-4.32	-11.83
相对表现	-0.63	-16.41	-4.93	-15.55
沪深300	-1.49	4.61	0.61	3.72



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

证券分析师

吴瑾

021-63325888*6088

wujin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080001

相关报告

三季度基本面触底，四季度有望温和复苏： 2021-10-14

二季度业绩符合预期，当前基本面触底、向上弹性可期

基本面见底，下有安全边际，上有弹性空间： 2021-08-20

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

Q3 盈利能力回落至历史底部，纸价低迷、能耗成本抬升构成主因	4
Q3 文化纸基本面触底，箱板纸、溶解浆盈利推测处于历史中位数水平	5
三季度触底，四季度新项目投产叠加周期向上修复，稳步修复可期.....	7
盈利预测与投资建议	8
风险提示.....	9

图表目录

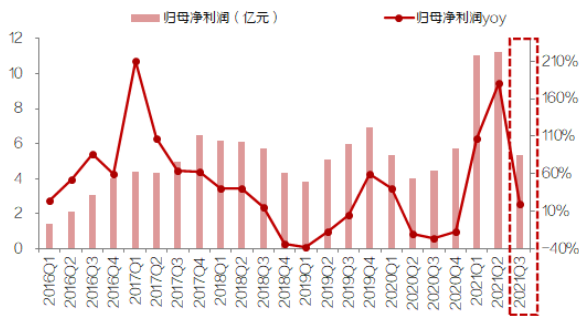
图 1: 公司单三季度实现归母净利润 5.4 亿, 业绩现已触底	4
图 2: 2021Q3 公司单季度年化 ROE 为 11.5%.....	4
图 3: 历史同一可比口径下, 2021Q3 公司盈利能力整体处于历史低位水平.....	5
图 4: 2021 年 8 月以来动力煤期货价格快速提涨至历史高位	5
图 5: 2021Q3 双胶纸、铜版纸市场价环比分别下跌 19%、21%; 阔叶浆、针叶浆均价环比下跌 16%、10%	6
图 6: 根据纸价与木浆价差测算, 2021Q3 文化纸盈利已处于历史约 10%以下的较低分位水平, 现已触底回升.....	6
图 7: 2021Q3 箱板纸、国废、美废价格环比分别上涨 3%、4%、12%	6
图 8: 根据箱板纸与废纸价差测算, 推测 2021Q3 全部采用国废生产的企业盈利环比基本持平 ..	6
图 9: 2021Q3 溶解浆内盘价环比下跌 11%, 价格、盈利当前处于历史中位以上	7
图 10: 广西一期浆纸项目投产在即, 预计公司产能将相比 2021 年 3 月末新增 187 万吨, 增幅约 23%	8
图 11: 回溯公司 PB-ROE 估值历史区间, 伴随 ROE 上行, 公司对应的估值中枢也随之上行	9
图 12: 当公司单季度年化 ROE 高于 15%时, 公司 PB 估值中位数在 2.5 倍以上	9

事件：公司公告 2021 年三季报，2021 年前三季度实现收入 237.15 亿元，同比增长 51.64%；实现归母净利润 27.68 亿元，同比增长 100.28%。其中，单三季度实现收入 79.02 亿元，同比增长 51.65%，环比下降 3.28%；实现归母净利润 5.37 亿元，同比增长 20.43%，环比下降 52.22%。

Q3 盈利能力回落至历史底部，纸价低迷、能耗成本抬升构成主因

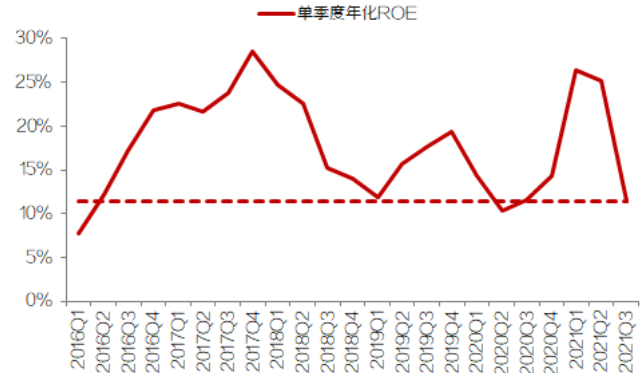
三季度盈利能力回落至历史底部，纸价低迷、能耗成本抬升构成主因。公司单三季度实现归母净利润 5.37 亿，处于前期业绩预告增速区间中值，在周期底部、行业内小企业普遍亏损的艰难情形下，公司领先于同行的竞争优势愈发凸显。公司 2021Q3 单季度年化 ROE 环比回落 13.7pct 至 11.5%，净利率环比下降 7.0pct 至 6.8%，目前盈利能力整体处于历史低位，主要源于：①收入端，4 月以来主业文化纸价格快速下行至历史底部，三季度纸价整体低迷；②成本端，木浆成本高企、煤价上涨带来的能耗成本快速抬升均为浆纸业务盈利承压的重要成因，参考煤价涨幅，测算将导致含电、蒸汽在内的吨纸能源动力成本抬升约 200 元/吨；与此同时，电力供应紧张背景下，自备电与外购电之间的切换亦将损失运营效率、增加成本。

图 1：公司单三季度实现归母净利润 5.4 亿，业绩现已触底



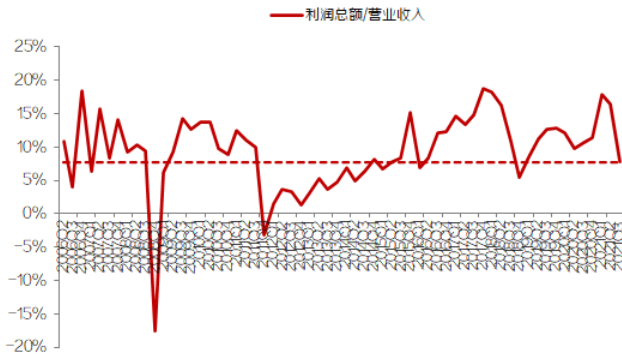
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2021Q3 公司单季度年化 ROE 为 11.5%



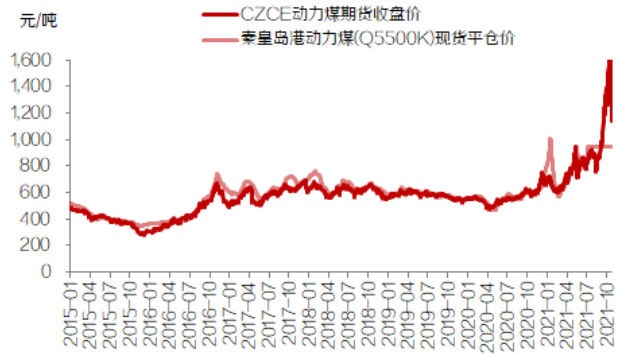
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：历史同一可比口径下，2021Q3 公司盈利能力整体处于历史低位水平



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2021 年 8 月以来动力煤期货价格快速提涨至历史高位

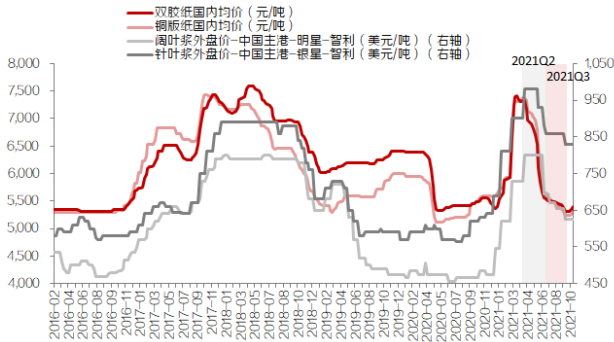


资料来源：Wind，东方证券研究所

Q3 文化纸基本面触底，箱板纸、溶解浆盈利推测处于历史中位数水平

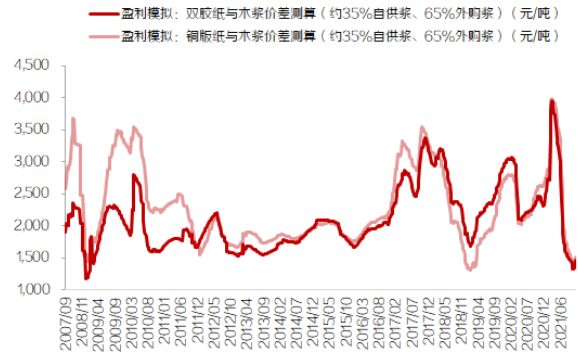
文化纸：Q3 价格较为疲弱，盈利现已触底回升。伴随广西 55 万吨文化纸项目于 9 月底投产，截至三季度末公司在运营的文化纸产能达 300 万吨。回顾来看，2021 年 4 月中旬起，进口冲击下文化纸价格自前期高点快速回落，三季度以来海外需求仍较为疲弱、供给端进口压制仍存，需求端传统淡季叠加“双减”政策拖累，文化纸价格持续探底，2021Q3 双胶纸、铜版纸市场均价环比分别下跌 19%、21%；成本端，2021Q3 阔叶浆、针叶浆市场均价环比下跌 16%、10%，幅度小于纸价降幅，浆价仍处于历史中位以上水平；根据文化纸及木浆价差测算，我们推测双胶纸、铜版纸三季度盈利整体处于历史约 10% 以下的较低分位水平；随着近期文化纸价格小幅提涨落地，吨盈利现已触底回升。

图 5：2021Q3 双胶纸、铜版纸市场价环比分别下跌 19%、21%；阔叶浆、针叶浆均价环比下跌 16%、10%



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

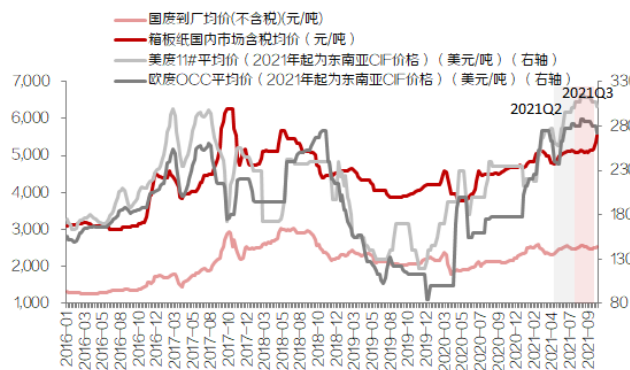
图 6：根据纸价与木浆价差测算，2021Q3 文化纸盈利已处于历史约 10% 以下的较低分位水平，现已触底回升



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

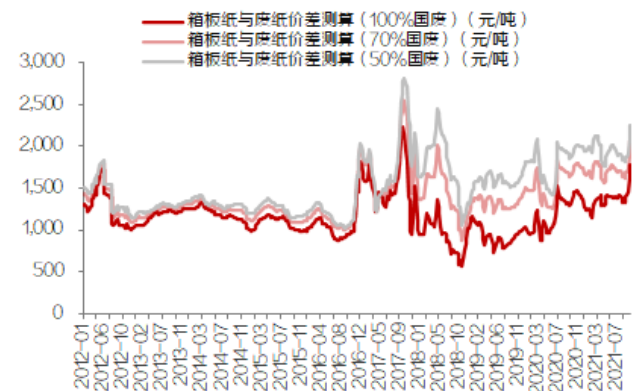
箱板纸：Q3 外废价格持续走高，推测箱板纸盈利环比仍有回落。公司当前在运营的牛皮箱板纸产能达 240 万吨（其中国内、老挝分别达 160 万吨、80 万吨），我们测算公司当前箱板纸原材料成本中约 60% 的部分由外废价格直接决定，受疫情后欧美废纸回收受限、海运成本上升等因素影响，三季度外废价格持续走高，于 8 月底见顶后小幅回落，当前仍处于历史较高分位水平，根据纸业联讯统计的东南亚主港美废 11# 到岸价，2021Q3 美废均价环比上涨 12%，同期国内箱板纸市场均价、国废均价环比上涨 3%、4%，推测公司箱板纸盈利环比仍有回落，当前整体处于历史中位数水平。

图 7：2021Q3 箱板纸、国废、美废价格环比分别上涨 3%、4%、12%



资料来源：卓创资讯，纸业联讯，东方证券研究所

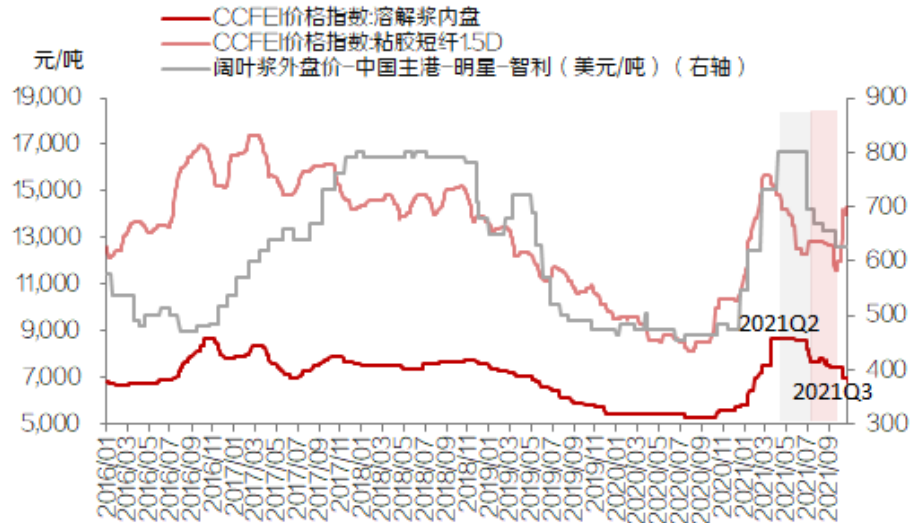
图 8：根据箱板纸与废纸价差测算，推测 2021Q3 全部采用国废生产的企业盈利环比基本持平



资料来源：卓创资讯，纸业联讯，Wind，东方证券研究所

溶解浆：Q3 价格、盈利环比小幅回落，当前仍处于历史中位水平。溶解浆价格自 2020 年四季度由底部位置快速提涨至历史高位水平，7 月以来下游纺织服装产业链需求转淡，导致溶解浆价格有所回落，2021Q3 溶解浆内盘价环比下跌 11%，推测吨盈利相应回落、当前仍处于历史中位数水平。

图 9：2021Q3 溶解浆内盘价环比下跌 11%，价格、盈利当前处于历史中位以上



资料来源：wind，东方证券研究所

三季度触底，四季度新项目投产叠加周期向上修复，稳步修复可期

(1) 当前时间点公司基本面触底，经营拐点有望显现。

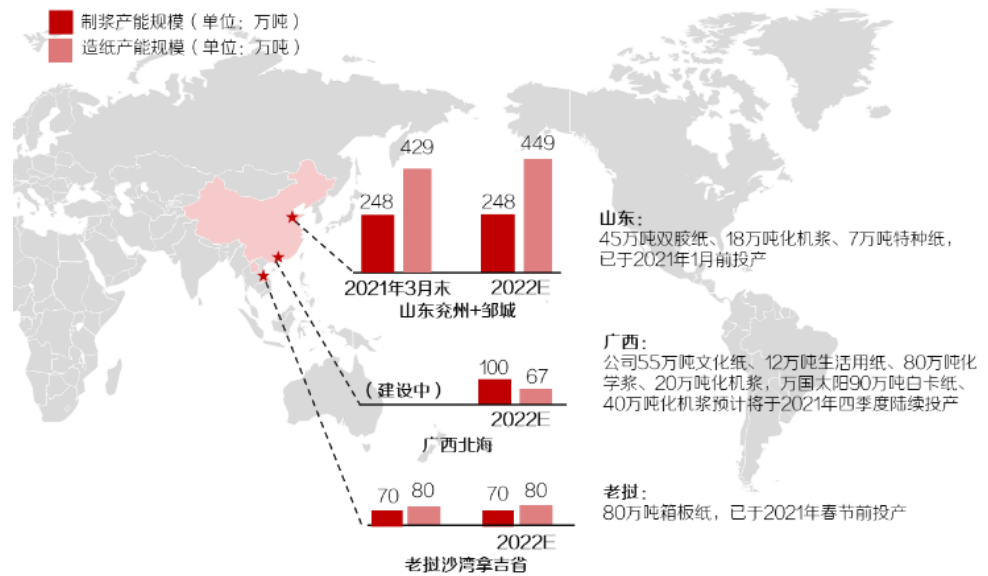
①主业文化纸方面，当前纸价、盈利处于历史约 10%以下分位，近期纸价小幅提涨落地、盈利修复可期。供给端，限电限产背景下江苏、山东等地部分文化纸产能轮流停产（按停机通知，推测影响文化纸供给约 5%），叠加能耗成本快速上行等压力，目前文化纸市场价已小幅提涨 100 元/吨，盈利有望于底部温和修复。

②10 月以来箱板纸价格显著提涨、外废价格见顶回落，公司箱板纸吨盈利有望稳步扩张。9 月以来外废价格现已见顶逐步回落，伴随未来全球航运周转恢复，公司原材料环节依托国废与外废价差享有的成本优势将愈发突出；受益于需求回暖、外废进口受限下高品质纤维稀缺性愈发凸显，10 月以来箱板纸市场价快速提涨逾 400 元/吨，公司作为行业内原材料布局优势突出的箱板纸企业，吨盈利有望稳步扩张。

③成本端，政策强势发力调控煤炭价格，能耗成本压力有望缓解。伴随煤炭保供稳价的政策组合拳密集出台，煤炭价格有望企稳并回归合理区间，公司浆纸业务能耗成本压力或将相应缓解。

(2) 四季度新项目投产在即叠加周期向上修复，成长确定性较高。公司广西一期项目 55 万吨文化纸、6 万吨生活用纸已于 9 月底、10 月底投产，其余 6 万吨生活用纸、80 万吨化学浆、20 万吨化机浆将于 2021 年年底陆续投产，全部投产后预计将相比 2021 年 3 月末新增 187 万吨浆纸产能，增幅约 23%，中性情形下预计将支撑约 40 亿的利润体量。伴随 10 月传统旺季的到来，公司主营业务盈利水平有望回暖，稳步改善可期。

图 10：广西一期浆纸项目投产在即，预计公司产能将相比 2021 年 3 月末新增 187 万吨，增幅约 23%

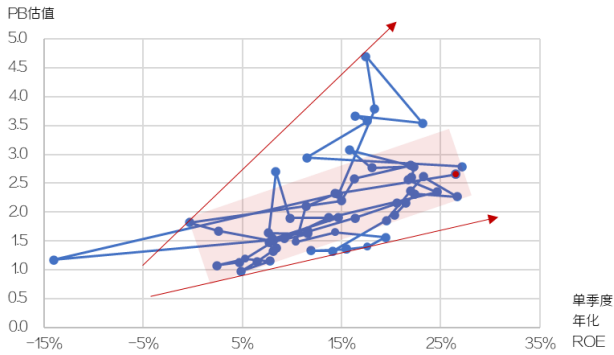


资料来源：wind，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

结合前三季度实际价格走势及公司新项目进展，按保守情形进行盈利预测（假设 2021 年四季度文化纸价格将温和提涨至历史约 20% 分位），预计公司 2021-2023 年归母净利润分别达 31.84/34.07/35.65 亿元（此前预测为 31.84/34.07/36.40 亿元），对应的每股净资产分别为 7.29、8.40、9.56 元，ROE 分别达 17.8%/16.2%/14.8%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间，当公司单季度年化 ROE 位于 15% 以上时，与其相对应的 PB 估值中位数为 2.5 倍；考虑到当前周期仍处于历史底部、保守预测下盈利将温和改善至历史中低位水平，公司估值水平或存在一定折价，给予公司 2021 年 2.4 倍 PB 估值（较中位水平小幅折价 5%），对应目标价格 17.50 元，维持“买入”评级。

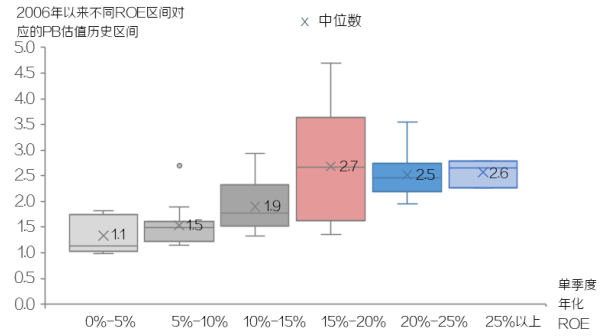
图 11: 回溯公司 PB-ROE 估值历史区间, 伴随 ROE 上行, 公司对应的估值中枢也随之上行



注: 此处 PB 估值计算公式为“季度内每日收盘价对应的市值平均值/季度期初和期末的净资产平均值”

资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 12: 当公司单季度年化 ROE 高于 15%时, 公司 PB 估值中位数在 2.5 倍以上



注: 此处 PB 估值计算公式为“季度内每日收盘价对应的市值平均值/季度期初和期末的净资产平均值”; 以上箱体代表 25%分位值至 75%分位值

资料来源: Wind, 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:** 若海外疫情再次爆发, 造成宏观经济增速发生较大波动, 则文化纸供给端仍将存在较高度度的进口压制; 若国内终端需求下滑幅度超预期, 则成品纸价也将存在下跌风险, 公司盈利存在大幅波动的风险。
- **公司浆纸新项目推进不达预期的风险:** 若公司新建项目推进不达预期, 公司盈利提升将受限, 或将面临盈利不达预期的风险。

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	2,535	2,970	6,483	9,579	12,876	营业收入	22,763	21,589	31,829	34,744	34,744
应收票据及应收账款	5,140	3,249	4,789	5,228	5,228	营业成本	17,631	17,392	25,274	27,605	27,513
预付账款	418	346	510	556	556	营业税金及附加	114	106	160	174	174
存货	2,456	2,897	4,209	4,598	4,582	营业费用	942	103	124	136	136
其他	684	540	576	586	586	管理费用及研发费用	976	1,063	1,768	1,884	1,806
流动资产合计	11,233	10,001	16,567	20,547	23,829	财务费用	573	533	661	754	741
长期股权投资	155	204	226	248	270	资产减值损失	71	91	15	23	(0)
固定资产	16,696	20,954	23,333	22,762	26,967	公允价值变动收益	8	(18)	(18)	(18)	(18)
在建工程	2,542	2,435	3,525	5,594	543	投资净收益	22	17	17	17	17
无形资产	862	1,023	1,102	1,191	1,290	其他	18	23	12	12	12
其他	807	1,249	89	92	93	营业利润	2,503	2,322	3,837	4,177	4,385
非流动资产合计	21,062	25,866	28,274	29,887	29,163	营业外收入	93	66	66	66	66
资产总计	32,295	35,866	44,841	50,434	52,993	营业外支出	3	9	9	9	9
短期借款	8,936	7,764	7,764	7,764	7,764	利润总额	2,594	2,378	3,893	4,233	4,441
应付票据及应付账款	2,635	2,881	4,187	4,573	4,558	所得税	396	410	690	807	856
其他	2,675	3,756	4,352	4,706	4,757	净利润	2,198	1,968	3,203	3,426	3,586
流动负债合计	14,246	14,402	16,303	17,044	17,080	少数股东损益	19	15	19	20	20
长期借款	1,653	3,209	6,961	8,811	9,033	归属于母公司净利润	2,178	1,953	3,184	3,407	3,565
应付债券	1,038	830	830	830	0	每股收益(元)	0.81	0.73	1.18	1.27	1.33
其他	659	1,187	1,019	1,019	1,019						
非流动负债合计	3,349	5,226	8,810	10,661	10,052	主要财务比率					
负债合计	17,595	19,628	25,114	27,704	27,131		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	108	127	146	166	186	成长能力					
股本	2,591	2,625	2,687	2,687	2,687	营业收入	4.6%	-5.2%	47.4%	9.2%	0.0%
资本公积	1,570	1,851	2,310	2,310	2,310	营业利润	-7.0%	-7.2%	65.2%	8.9%	5.0%
留存收益	9,969	11,663	14,585	17,567	20,678	归属于母公司净利润	-2.7%	-10.3%	63.0%	7.0%	4.7%
其他	461	(28)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	14,700	16,239	19,728	22,730	25,861	毛利率	22.5%	19.4%	20.6%	20.5%	20.8%
负债和股东权益总计	32,295	35,866	44,841	50,434	52,993	净利率	9.6%	9.0%	10.0%	9.8%	10.3%
						ROE	16.0%	12.7%	17.8%	16.2%	14.8%
						ROIC	10.5%	8.3%	11.2%	10.2%	9.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	54.5%	54.7%	56.0%	54.9%	51.2%
净利润	2,198	1,968	3,203	3,426	3,586	净负债率	67.7%	63.1%	53.1%	40.6%	20.6%
折旧摊销	1,234	600	1,778	1,991	2,293	流动比率	0.79	0.69	1.02	1.21	1.40
财务费用	573	533	661	754	741	速动比率	0.61	0.49	0.76	0.93	1.13
投资损失	(22)	(17)	(17)	(17)	(17)	营运能力					
营运资金变动	(2,487)	2,465	(1,167)	(167)	51	应收账款周转率	13.6	12.4	14.8	12.9	12.4
其它	3,190	1,067	1,246	42	18	存货周转率	7.5	6.4	7.1	6.2	6.0
经营活动现金流	4,686	6,616	5,704	6,030	6,673	总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7
资本支出	(3,193)	(4,888)	(5,327)	(3,582)	(1,548)	每股指标(元)					
长期投资	167	(47)	(22)	(22)	(22)	每股收益	0.81	0.73	1.18	1.27	1.33
其他	(1,086)	(1,326)	(191)	(1)	(1)	每股经营现金流	1.81	2.52	2.12	2.24	2.48
投资活动现金流	(4,112)	(6,261)	(5,540)	(3,605)	(1,571)	每股净资产	5.43	6.00	7.29	8.40	9.56
债权融资	(465)	2,390	3,751	1,850	(609)	估值比率					
股权融资	29	315	521	0	0	市盈率	13.6	15.2	9.3	8.7	8.3
其他	516	(3,092)	(923)	(1,179)	(1,195)	市净率	2.0	1.8	1.5	1.3	1.2
筹资活动现金流	80	(387)	3,348	672	(1,804)	EV/EBITDA	9.4	11.7	6.4	5.8	5.4
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.1	14.1	9.0	8.2	7.9
现金净增加额	657	(31)	3,513	3,096	3,297						

资料来源：东方证券研究所

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，太阳纸业(002078) 资产管理、私募业务合计持有占发行量 1%以上

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