

基本面底部已过，逐季修复可期

核心观点

事件：公司公告 2021 年年报，全年实现营业收入 319.97 亿元，同比增长 48.21%；实现归母净利润 29.57 亿元，同比增长 51.39%。单四季度，公司实现营业收入 82.82 亿元，同比、环比分别增长 39.19%、4.81%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比、环比分别下降 66.98%、64.88%。

- **受进口压制、煤价上涨等因素影响，Q4 盈利能力回落至历史底部水平。**2021Q1、Q2、Q3、Q4 公司分别实现归母净利润 11.1/11.2/5.4/1.9 亿元，其中，受益于年初木浆价格上行带来的成本推动叠加供需改善，2021Q1 公司主业盈利快速提升至历史高位水平；随着 2021 年 4 月中旬起文化纸供给端进口增加压制价格，2021 年 8 月起煤价大幅上涨抬升能源成本，下半年公司浆纸业务盈利整体承压，单季度归母净利润于 2021Q4 回落至历史底部，2021Q4 公司年化 ROE、单季度净利率分别达 4.0%、2.3%，盈利能力亦处于历史底部水平。然而，在 2021Q4 能源成本快速上行、部分上市纸企利润已出现亏损的情形下，公司仍能取得优于行业平均盈利水平的业绩，公司依托成本优势构筑的 alpha 于报表端持续验证。
- **2021 年下半年文化纸毛利率显著回落至历史底部，牛皮箱板纸、溶解浆盈利仍维持历史中位以上水平。**拆分 2021H2 公司收入、毛利润结构，牛皮箱板纸、溶解浆、文化纸仍为利润贡献的前三大来源。2021H2 文化纸毛利率环比显著回落至历史底部，牛皮箱板纸、溶解浆毛利率则维持历史中位以上水平，部分抵消了同期文化纸盈利能力的下滑。其中，2021 年文化纸盈利呈前高后低走势，进出口因素构成价格压制主因；外废价格持续上涨导致下半年箱板纸吨盈利回落，当前仍处于历史中位水平；溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，盈利处于历史中位以上。
- **2022 年初以来基本面自底部稳步向上修复，逐季改善可期。**受芬兰 UPM 罢工、欧洲纸价高企等因素影响，近期国内进口纸边际减少、国产纸出口亦有增加，供需改善叠加成本上涨推动，2 月底以来文化纸市场价已累计提涨 300-400 元/吨，考虑到海外罢工时间持续延长、物流受阻等，春季小旺季（2022 年 3-5 月）进一步提价仍可期。中长期，公司山东、广西、北海三大基地战略布局形成，成长性充足。

盈利预测与投资建议

- 适当上调浆价及能源成本假设，按保守情形预测 2022-2024 年归母净利润达 30.13/31.40/37.40 亿元（此前预测 2022-2023 年为 30.85/32.29 亿元），对应 BPS 分别为 8.37/9.53/10.93 元，ROE 达 14.6%/13.1%/13.6%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间，给予 2022 年目标估值 1.9 倍 PB，对应目标价 15.90 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,589	31,997	36,652	38,464	41,975
同比增长(%)	-5.2%	48.2%	14.5%	4.9%	9.1%
营业利润(百万元)	2,322	3,399	3,677	3,836	4,583
同比增长(%)	-7.2%	46.4%	8.2%	4.3%	19.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,953	2,957	3,013	3,140	3,740
同比增长(%)	-10.3%	51.4%	1.9%	4.2%	19.1%
每股收益(元)	0.73	1.10	1.12	1.17	1.39
毛利率(%)	19.4%	17.4%	17.1%	16.6%	17.3%
净利率(%)	9.0%	9.2%	8.2%	8.2%	8.9%
净资产收益率(%)	12.7%	17.0%	14.6%	13.1%	13.6%
市盈率	16.5	10.9	10.7	10.3	8.6
市净率	2.0	1.7	1.4	1.26	1.1

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。

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。

投资评级

买入（维持）

股价（2022年04月15日）	11.99 元
目标价格	15.90 元
52 周最高价/最低价	16.86/10.4 元
总股本/流通 A 股（万股）	268,700/261,481
A 股市值（百万元）	32,217
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2022 年 04 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.58	11.44	3.45	-18.31
相对表现	1.04	-5.41	15.2	6.96
沪深 300	-1.62	16.85	-11.75	-25.27



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001
吴瑾	021-63325888*6088 wujin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080001 香港证监会牌照：BRW772

联系人

黄宗坤	huangzongkun@orientsec.com.cn
-----	-------------------------------

相关报告

15 亿元收购开启南宁布局，525 万吨新项	2022-02-28
目进一步打开成长天花板	
四季度业绩低于市场预期，煤炭价格快速	2022-01-27
上涨或为主因	
基本面触底，盈利改善可期	2021-10-28

目 录

受进口压制、煤价上涨等因素影响，四季度盈利能力回落至历史底部水平	4
2021H2 文化纸毛利率回落至历史底部水平，箱板纸、溶解浆盈利维持历史中位 以上	4
2022 年初以来基本面自底部稳步向上修复，逐季改善可期	7
投资建议	8
风险提示	9

图表目录

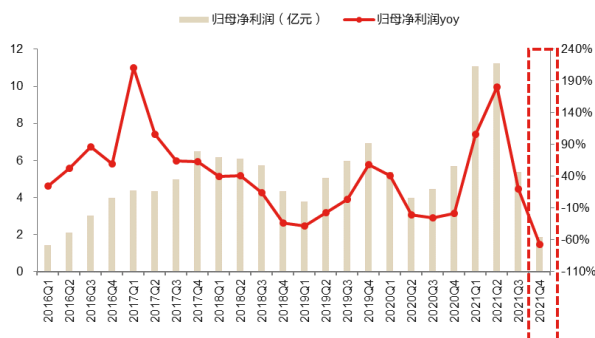
图 1：2021Q4 公司单季度归母净利润回落至历史底部水平	4
图 2：2021Q4 公司单季度盈利能力回落至历史底部水平	4
图 3：文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业，2021 年下半年贡献毛利润比重分别为 52%、20%、12%	5
图 4：2021H2 文化纸毛利率显著回落至历史底部，牛皮箱板纸、溶解浆毛利率仍维持历史中位以上水平	5
图 5：2021 年双胶纸、铜版纸市场均价同比分别上涨 5%、9%，同期阔叶浆、针叶浆外盘价同比上涨幅度达 42%	5
图 6：根据纸价与水浆价差测算，推测 2021 年下半年双胶纸、铜版纸盈利整体处于历史底部水平	5
图 7：2021 年箱板纸价格同比上涨 17%，国废、美废价格同比上涨 18%、33%	6
图 8：根据箱板纸与废纸价差测算，推测 2021 年下半年箱板纸盈利整体处于历史中位水平	6
图 9：溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，当前价格、盈利处于历史中位以上	7
图 10：2022 年 2 月双胶纸重回净出口特征，年初以来净进口量占需求比重下滑约 5pct	7
图 11：公司造纸产量规模稳步扩张，测算 2022 年同比增速达 16%	8
图 12：公司制浆产量规模持续提升，测算 2022 年同比增速达 22%	8
图 13：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	8
图 14：当公司单季度年化 ROE 高于 10% 时，公司 PB 估值中位数在 1.9 倍以上	8

事件：公司公告 2021 年年报，全年实现营业收入 319.97 亿元，同比增长 48.21%；实现归母净利润 29.57 亿元，同比增长 51.39%。单四季度来看，公司实现营业收入 82.82 亿元，同比、环比分别增长 39.19%、4.81%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比、环比分别下降 66.98%、64.88%。

受进口压制、煤价上涨等因素影响，四季度盈利能力回落至历史底部水平

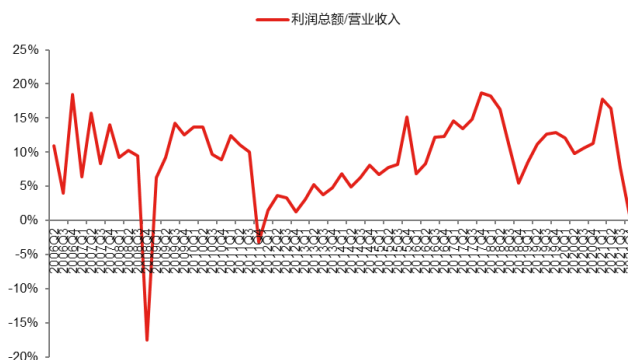
受进口压制、煤价上涨等因素影响，四季度盈利能力回落至历史底部水平。2021 年度公司经审计后的归母净利润为 29.6 亿元，略高于前期业绩快报披露数据。全年来看，2021Q1、Q2、Q3、Q4 公司分别实现归母净利润 11.1/11.2/5.4/1.9 亿元，其中，受益于年初木浆价格上行带来的成本推动叠加供需改善，2021 年一季度公司主业盈利快速提升至历史高位水平；随着 2021 年 4 月中旬起文化纸供给端进口增加压制价格，2021 年 8 月起煤价大幅上涨抬升能源成本，下半年公司浆纸业务盈利整体承压，单季度归母净利润于 2021Q4 回落至历史底部，2021Q4 公司年化 ROE、单季度净利率分别达 4.0%、2.3%，盈利能力亦处于历史底部水平。然而可以看到，在 2021Q4 能源成本快速上行、部分上市纸企利润已出现亏损的情形下，公司仍能取得优于行业平均盈利水平的业绩，公司依托成本优势构筑的 alpha 于报表端持续验证。

图 1：2021Q4 公司单季度归母净利润回落至历史底部水平



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2021Q4 公司单季度盈利能力回落至历史底部水平

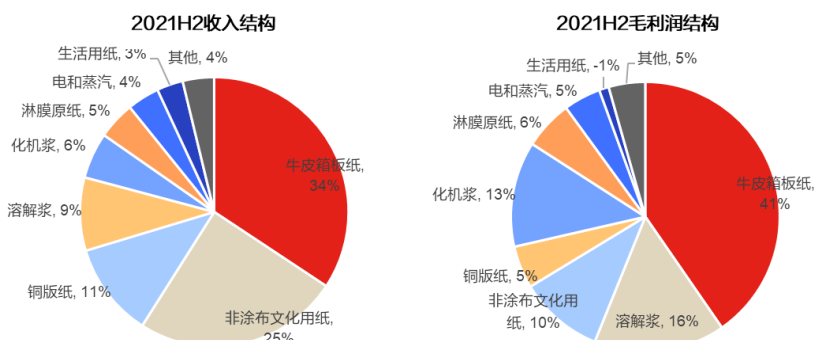


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2021H2 文化纸毛利率回落至历史底部水平，箱板纸、溶解浆盈利维持历史中位以上

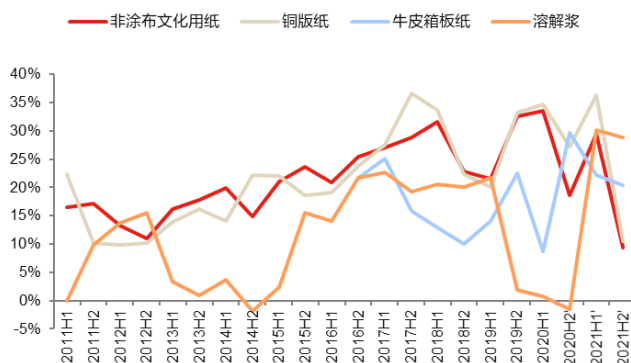
2021 年下半年文化纸毛利率显著回落至历史底部，牛皮箱板纸、溶解浆盈利仍维持历史中位以上水平。拆分 2021H2 公司收入、毛利润结构，牛皮箱板纸、溶解浆、文化纸仍为利润贡献的前三大来源，2021H2 毛利润占比分别为 41%、16%、15%。同一口径下，2021 年下半年公司浆及纸制品业务毛利率同比、环比分别下滑 2.56pct、11.00pct 至 11.71%，电及蒸汽业务毛利率同比、环比分别下滑 22.56pct、8.93pct 至 14.26%，煤价上涨造成公司能源成本高企、压制整体盈利。浆纸各品类中，2021H2 文化纸毛利率环比显著回落至历史底部，牛皮箱板纸、溶解浆毛利率则维持历史中位以上水平，部分抵消了同期文化纸盈利能力的下滑。

图 3：文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业，2021 年下半年贡献毛利润比重分别为 52%、20%、12%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2021H2 文化纸毛利率显著回落至历史底部，牛皮箱板纸、溶解浆毛利率仍维持历史中位以上水平



注：上图中 2020H2 至 2021H2 均已调整至历史同一口径，即运费按计入销售费用处理

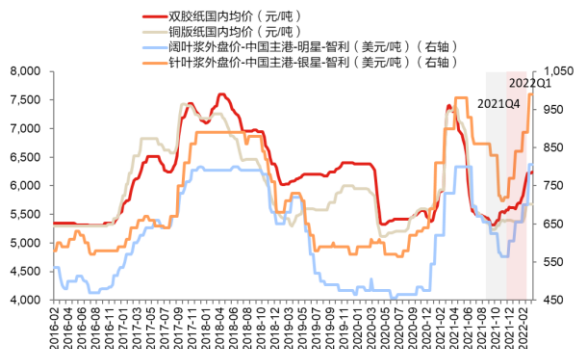
数据来源：公司公告，东方证券研究所

分业务来看：

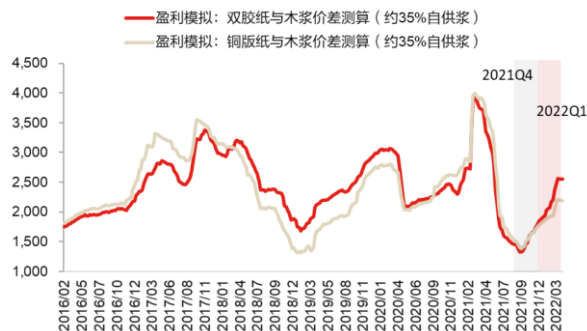
（1）2021 年文化纸盈利呈前高后低走势，进出口因素构成价格压制主因。伴随广西 55 万吨文化纸项目于 2021 年 9 月底投产，截至 2021 年末公司在运营的文化纸产能约 290 万吨。回顾来看，2021 年 4 月中旬起，进口冲击下文化纸价格自前期高点快速回落，下半年由于海外需求仍较为疲弱、供给端进口压制仍存，需求端传统淡季叠加“双减”政策拖累，供需关系不佳导致木浆原材料及能源成本上行压力无法顺畅传导至纸价，文化纸价格持续探底，盈利整体下滑。2021 年双胶纸、铜版纸市场均价同比分别上涨 5%、9%，同期阔叶浆、针叶浆外盘价同比涨幅达 42%，纸价涨幅远小于浆价涨幅；根据文化纸及木浆价差测算，并考虑能源成本因素，我们推测双胶纸、铜版纸吨盈利已于 2021Q4 触底，2022 年以来稳步修复。

图 5：2021 年双胶纸、铜版纸市场均价同比分别上涨 5%、9%，同期阔叶浆、针叶浆外盘价同比上涨幅度达 42%

图 6：根据纸价与木浆价差测算，推测 2021 年下半年双胶纸、铜版纸盈利整体处于历史底部水平



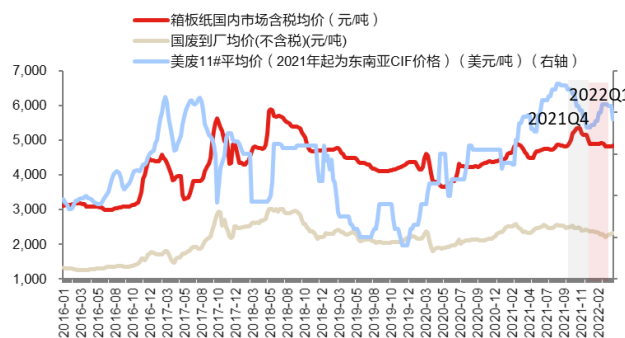
数据来源：卓创资讯，东方证券研究所



数据来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

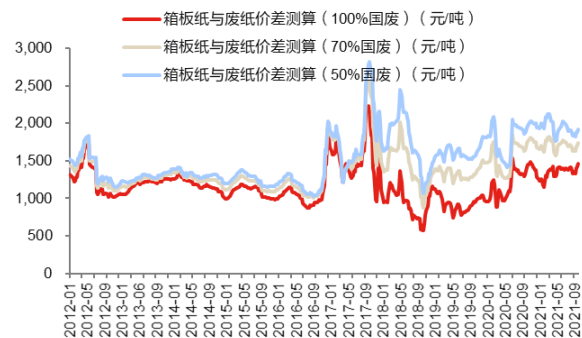
（2）外废价格持续上涨导致下半年箱板纸吨盈利回落，当前仍处于历史中位水平。伴随2021年春节前后老挝80万吨箱板纸投产，公司当前在运营的牛皮箱板纸产能达240万吨。受疫情后欧美废纸回收受限、海运成本上升等因素影响，2021年以来外废价格持续走高，于8月底见顶后小幅回落，当前仍处于历史较高分位水平。2021年箱板纸均价同比上涨17%，同期国废、美废价格同比上涨18%、33%，推测2021年下半年公司牛皮箱板纸毛利率环比小幅回落，整体处于历史中位水平。考虑到公司依托于老挝废纸浆、本色针叶浆等原材料布局，国内箱板纸原材料结构中优质纤维占比已提升至60%以上，产品结构相应优化升级，原材料端具备成本优势的同时，高品质纤维原料将带来高档产品溢价提升，盈利能力显著提升至行业领先水平。伴随未来全球航运周转效率逐步恢复、海运价格回调，外废价格有望下行，原材料环节外废相对国废的成本优势将愈发突出。

图7：2021年箱板纸价格同比上涨17%，国废、美废价格同比上涨18%、33%



数据来源：卓创资讯，纸业联讯，东方证券研究所

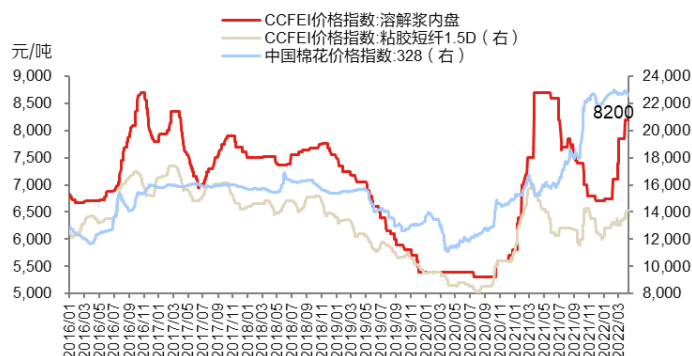
图8：根据箱板纸与废纸价差测算，推测2021年下半年箱板纸盈利整体处于历史中位水平



数据来源：卓创资讯，纸业联讯，Wind，东方证券研究所

（3）溶解浆：溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，盈利处于历史中位以上。公司当前已形成80万吨溶解浆产能规模，位居全球第三。溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，自2020年四季度由底部位置快速提涨至历史高位水平，2021年7月以来下游纺服产业链需求转淡，导致溶解浆价格有所回落，2022年2月以来小幅提涨，当前价格、盈利整体仍处于历史中位水平以上。

图 9：溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，当前价格、盈利处于历史中位以上

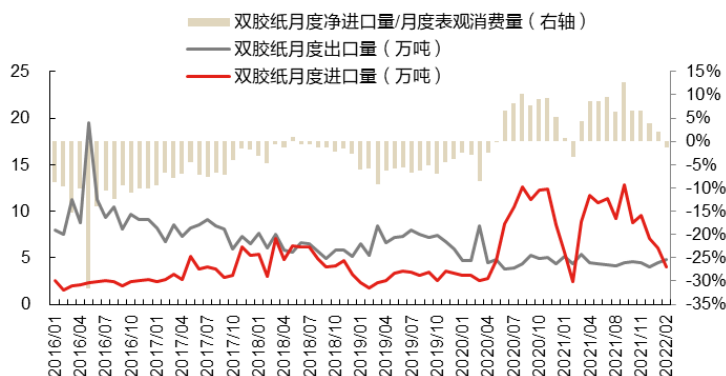


数据来源：Wind，东方证券研究所

2022 年初以来基本面自底部稳步向上修复，逐季改善可期

供需改善叠加成本上涨推动，公司基本面自底部稳步向上修复。当前阶段决定公司盈利的关键变量仍是文化纸的进出口量。受芬兰 UPM 罢工、欧洲纸价高企等因素影响，近期国内进口纸边际减少、国产纸出口亦有增加，2022 年 2 月双胶纸重回净出口特征，表征进出口影响的指标“单月净进口量/消费量”自 2021 年底的 4%逐步下降至-1%。供需改善叠加成本上涨推动，2 月底以来文化纸市场价已累计提涨 300-400 元/吨，考虑到海外罢工时间持续延长、物流受阻等，未来文化纸供给端进出口因素仍有改善空间，春季小旺季（2022 年 3-5 月）进一步提价仍可期。

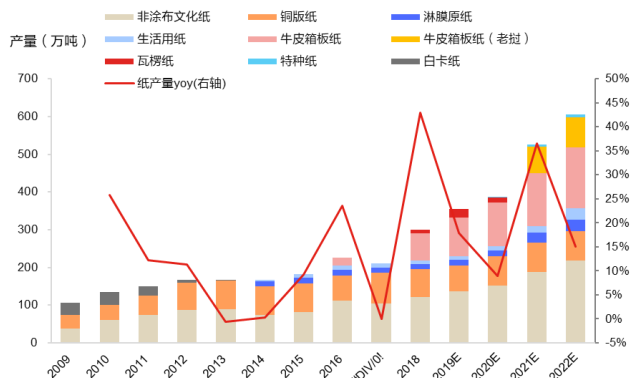
图 10：2022 年 2 月双胶纸重回净出口特征，年初以来净进口量占需求比重下滑约 5pct



数据来源：海关总署，东方证券研究所

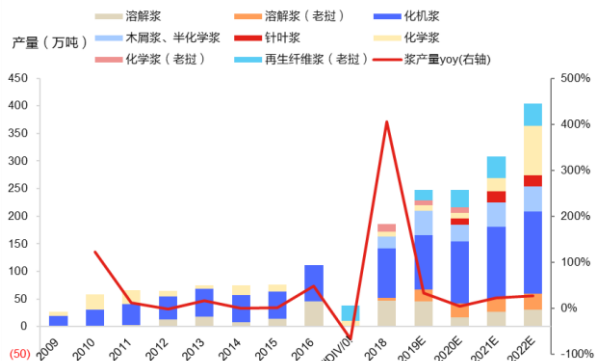
山东、广西、北海三大基地战略布局形成，中长期成长性充足。公司广西一期项目（167 万吨浆纸产能，含 55 万吨文化纸、12 万吨生活用纸、80 万吨化学浆、20 万吨化机浆）已于 2021 年底前陆续投产，此外，山东宏河 3.4 万吨超高强度特种纸、广西北海 15 万吨生活用纸一期项目均计划于 2022 年下半年投产，新产能释放有望为 2022 年贡献增量。2022 年 2 月底，公司公告拟通过 15 亿元收购开启南宁布局，拟投资 200 亿元新建 525 万吨林浆纸一体化项目，南宁基地有望进一步打开公司成长天花板，与山东、广西北海和老挝三大基地形成协同，未来可期。

图 11：公司造纸产量规模稳步扩张，测算 2022 年同比增速达 16%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：公司制浆产量规模持续提升，测算 2022 年同比增速达 22%

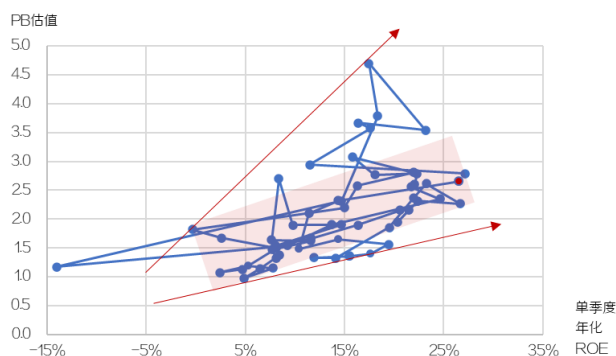


数据来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

按保守情形进行盈利预测（假设 2022 年文化纸价格将维持历史约 30-40% 分位，浆价维持历史高位水平），预计公司 2022-2024 年归母净利润分别达 30.13/31.40/37.40 亿元（此前预测 2022-2023 年为 30.85/32.29 亿元），对应每股净资产分别为 8.37、9.53、10.93 元，ROE 分别达 14.6%/13.1%/13.6%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间，当公司单季度年化 ROE 位于 10% 以上时，与其相对应的 PB 估值中位数为 1.9 倍，给予 2022 年目标估值 1.9 倍 PB，对应目标价格 15.90 元，维持“买入”评级。

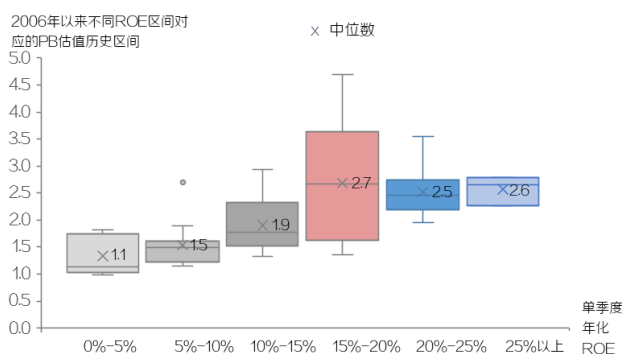
图 13：回溯公司 PB-ROE 估值历史区间，伴随 ROE 上行，公司对应的估值中枢也随之上行



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”

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：当公司单季度年化 ROE 高于 10% 时，公司 PB 估值中位数在 1.9 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”

数据来源：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程度的进口压制；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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,970	3,468	9,655	13,696	18,333	营业收入	21,589	31,997	36,652	38,464	41,975
应收票据及应收账款	3,249	2,922	3,347	3,513	3,833	营业成本	17,392	26,438	30,395	32,093	34,693
预付账款	346	555	636	668	728	营业税金及附加	106	139	160	168	183
存货	2,897	3,506	4,031	4,257	4,601	营业费用	103	136	156	164	179
其他	540	799	821	829	846	管理费用及研发费用	1,063	1,352	1,558	1,531	1,663
流动资产合计	10,001	11,251	18,490	22,962	28,342	财务费用	533	565	725	714	704
长期股权投资	204	241	270	299	329	资产减值损失	91	31	36	14	27
固定资产	20,954	27,922	26,751	27,519	27,323	公允价值变动收益	(18)	(8)	(8)	(8)	(8)
在建工程	2,435	294	1,395	74	74	投资净收益	17	43	43	43	43
无形资产	1,023	1,274	1,359	1,455	1,563	其他	23	30	22	22	22
其他	1,249	1,756	213	202	191	营业利润	2,322	3,399	3,677	3,836	4,583
非流动资产合计	25,866	31,487	29,988	29,549	29,479	营业外收入	66	39	39	39	39
资产总计	35,866	42,737	48,479	52,511	57,821	营业外支出	9	60	60	60	60
短期借款	7,764	7,698	7,698	7,698	7,698	利润总额	2,378	3,379	3,657	3,816	4,563
应付票据及应付账款	2,881	5,105	5,869	6,197	6,699	所得税	410	412	631	659	802
其他	3,756	5,072	5,180	5,222	5,303	净利润	1,968	2,967	3,026	3,158	3,760
流动负债合计	14,402	17,875	18,747	19,117	19,700	少数股东损益	15	10	13	18	21
长期借款	3,209	5,391	6,651	7,156	8,122	归属于母公司净利润	1,953	2,957	3,013	3,140	3,740
应付债券	830	0	0	0	0	每股收益（元）	0.73	1.10	1.12	1.17	1.39
其他	1,187	657	506	506	506	主要财务比率					
非流动负债合计	5,226	6,049	7,157	7,662	8,628		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	19,628	23,924	25,904	26,779	28,328	成长能力					
少数股东权益	127	81	94	112	133	营业收入	-5.2%	48.2%	14.5%	4.9%	9.1%
股本	2,625	2,687	2,687	2,687	2,687	营业利润	-7.2%	46.4%	8.2%	4.3%	19.5%
资本公积	1,851	1,906	2,426	2,426	2,426	归属于母公司净利润	-10.3%	51.4%	1.9%	4.2%	19.1%
留存收益	11,663	14,354	17,368	20,507	24,247	获利能力					
其他	(28)	(215)	0	0	0	毛利率	19.4%	17.4%	17.1%	16.6%	17.3%
股东权益合计	16,239	18,814	22,575	25,733	29,493	净利率	9.0%	9.2%	8.2%	8.2%	8.9%
负债和股东权益总计	35,866	42,737	48,479	52,511	57,821	ROE	12.7%	17.0%	14.6%	13.1%	13.6%
现金流量表						ROIC	8.3%	10.8%	9.7%	9.0%	9.5%
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
净利润	1,968	2,967	3,026	3,158	3,760	资产负债率	54.7%	56.0%	53.4%	51.0%	49.0%
折旧摊销	600	1,706	2,208	2,366	2,575	净负债率	63.1%	67.5%	34.4%	16.4%	1.9%
财务费用	533	565	725	714	704	流动比率	0.69	0.63	0.99	1.20	1.44
投资损失	(17)	(43)	(43)	(43)	(43)	速动比率	0.49	0.43	0.77	0.98	1.20
营运资金变动	2,465	1,122	(217)	(75)	(187)	营运能力					
其它	1,067	(1,388)	1,832	23	36	应收账款周转率	12.4	17.6	18.0	17.3	17.6
经营活动现金流	6,616	4,929	7,531	6,142	6,846	存货周转率	6.4	8.2	8.0	7.7	7.8
资本支出	(4,888)	(6,846)	(2,213)	(1,898)	(2,476)	总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
长期投资	(47)	(36)	(29)	(29)	(29)	每股指标（元）					
其他	(1,326)	(344)	(155)	34	34	每股收益	0.73	1.10	1.12	1.17	1.39
投资活动现金流	(6,261)	(7,226)	(2,398)	(1,892)	(2,471)	每股经营现金流	2.52	1.83	2.80	2.29	2.55
债权融资	2,390	2,480	1,259	505	966	每股净资产	6.00	6.97	8.37	9.53	10.93
股权融资	315	117	520	0	0	估值比率					
其他	(3,092)	199	(725)	(714)	(704)	市盈率	16.5	10.9	10.7	10.3	8.6
筹资活动现金流	(387)	2,796	1,054	(209)	263	市净率	2.0	1.7	1.4	1.3	1.1
汇率变动影响	1	11	-0	-0	-0	EV/EBITDA	13.0	7.9	6.8	6.5	5.7
现金净增加额	(31)	511	6,188	4,041	4,637	EV/EBIT	15.7	11.3	10.2	9.8	8.5

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，东证资管、私募业务合计持有太阳纸业(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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn