本周木浆系纸品价格均有小幅回落

——造纸产业链数据每周速递（2022/12/17）

行业评级	看好（维持）
国家/地区	中国
行业	造纸轻工行业
报告发布日期	2022 年 12 月 17 日



证券分析师
李雪君 021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001
香港证监会牌照：BSW124
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
谢雨辰 xieyuchen@orientsec.com.cn

相关报告

11 月家具出口额延续同比负增长：——地产后周期产业链数据每周速递（2022/12/10） 2022-12-10
双胶纸价格维稳，其他纸种价格均有下跌：——造纸产业链数据每周速递（2022/12/10） 2022-12-10
本周金属类原材料价格上涨，软体家具、塑料类原材料价格下跌：——地产后周期产业链数据每周速递（2022/12/5） 2022-12-05

核心观点

行情回顾

- **本周轻工制造行业指数下跌 1.15%，跑输大盘 0.05pct；造纸子板块上涨 2.32%，跑赢大盘 3.42pct。**本周沪深 300 指数下跌 1.10%，轻工制造(申万)指数下跌 1.15%，跑输沪深 300 指数 0.05pct，在 28 个申万一级行业中位列第 12 位；二级行业中，造纸子板块上涨 2.32%，跑赢大盘 3.42pct。本周轻工四大子板块按涨幅由大至小排列依次为造纸、包装印刷、文娱用品和家具板块，造纸板块上涨 2.32%，包装印刷、文娱用品和家具板块分别下跌 1.15%、1.94%、2.91%。

产业链数据跟踪

- **本周国废到厂价下跌，外废价格下跌；阔叶木浆、针叶木浆外盘报价维稳；阔叶木浆、针叶木浆现货价格均有下跌；溶解浆价格上涨。**（1）本周国废到厂价（不含税）下跌 72 元/吨；美废、欧废、日废 OCC 东南亚主港 CIF 价格下降 5-18 美元/吨；（2）本周阔叶木浆、针叶木浆外盘报价维稳；本周阔叶木浆现货价格下跌 30 元/吨，针叶木浆现货价格下跌 10 元/吨；2022 年 11 月下旬中国三大港口木浆库存合计 165 万吨，环比下降 5.9%；（3）本周溶解浆价格上涨 100 元/吨。
- **本周木浆系纸品价格均有下降，废纸系纸品价格维稳。**根据卓创资讯统计的成品纸含税市场均价，本周双胶纸价格下跌 15 元/吨，铜版纸价格下跌 24 元/吨，白卡纸价格下跌 20 元/吨；高档、低档箱板纸出厂价维稳。
- **本周木浆系纸品盈利水平下降，废纸系纸品盈利水平分化。**以成品纸与原材料价差指标表征盈利水平，本周双胶纸盈利水平较上周下降约 19 元/吨；铜版纸盈利水平较上周下降约 8-27 元/吨；白卡纸盈利水平较上周下降约 13-22 元/吨；废纸系纸品盈利水平分化，高档箱板纸下降约 22 元/吨，低档箱板纸增加约 18 元/吨。
- **2022 年 10 月机制纸及纸板制造业产成品库存环比减少 1.1%。**（1）机制纸及纸板 2022 年 1-10 月累计产量 11294 万吨，同比增加 1.2%；（2）经剔除价格因素影响，2022 年 10 月机制纸及纸板制造业产成品库存（测算值）同比增加 16.7%，环比减少 1.1%；（3）纸及纸板进口量方面，2022 年 1-10 月累计同比下降 28.1%；出口量方面，1-10 月累计同比增加 69.7%。

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；海外新项目推进不达预期的风险

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申明。

目 录

1、行情回顾（2022/12/12-2022/12/18）.....4

2、产业链数据跟踪： 本周木浆系纸品价格均有小幅回落 5

2.1 原材料：本周国废到厂价下跌，外废价格下跌；阔叶木浆、针叶木浆外盘报价维稳；阔叶木浆、针叶木浆现货价格均有下跌；溶解浆价格上涨.....6

2.2 成品纸：本周木浆系纸品价格均有下降，废纸系纸品价格维稳 8

2.3 盈利水平：本周木浆系纸品盈利水平下降，废纸系纸品盈利水平分化.....9

2.4 2022 年 10 月机制纸及纸板制造业产成品库存环比减少 1.1%.....10

风险提示..... 11

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申明。

图表目录

图 1：本周轻工制造行业指数下跌 1.15%，造纸子板块上涨 2.32% 4
图 2：本周轻工制造板块表现在各行业中排名第 12 位 4
图 3：本周轻工四大子板块按涨幅由大至小排列依次为造纸、包装印刷、文娱用品和家具板块 ...4
图 4：本周美废、欧废、日废 OCC 东南亚主港 CIF 价格下降 5-18 美元/吨（更新日期 2022/12/16，双周更新）....7
图 5：本周国废到厂均价（不含税）下跌 72 元/吨（更新日期 2022/12/16）....7
图 6：本周以美元计价的阔叶木浆、针叶木浆外盘报价维稳（更新日期 2022/12/16）....7
图 7：本周以人民币计价的阔叶木浆现货价格下跌 30 元/吨，针叶木浆现货价格下跌 10 元/吨（更新日期 2022/12/16）....7
图 8：2022 年 11 月下旬中国三大港口木浆库存合计 165 万吨，环比下降 5.9%（更新日期 2022/11/30）....8
图 9：本周溶解浆价格上涨 100 元/吨，粘胶短纤价格下跌 100 元/吨，棉花价格指数上涨 74 元/吨（更新日期 2022/12/16）....8
图 10：本周双胶纸市场均价下跌 15 元/吨（更新日期 2022/12/16）....8
图 11：本周铜版纸市场均价下跌 24 元/吨（更新日期 2022/12/16）....8
图 12：本周白卡纸市场均价下跌 20 元/吨（更新日期 2022/12/16）....9
图 13：本周高档、低档箱板纸出厂均价维稳（更新日期 2022/12/16）....9
图 14：本周双胶纸盈利水平较上周下降约 19 元/吨（更新日期 2022/12/16）....9
图 15：本周铜版纸盈利水平较上周下降约 8-27 元/吨（更新日期 2022/12/16）....9
图 16：本周白卡纸盈利水平较上周下降约 13-22 元/吨（更新日期 2022/12/16）....10
图 17：本周废纸系纸品盈利水平分化，高档箱板纸下降约 22 元/吨，低档箱板纸增加约 18 元/吨（更新日期 2022/12/16）....10
图 18：2022 年 1-10 月机制纸及纸板产量累计同比增加 1.2% 11
图 19：剔除价格因素影响，2022 年 10 月机制纸及纸板制造业产成品库存（测算值）同比增加 16.7%，环比减少 1.1% 11
图 20：2022 年 10 月纸及纸板当月进口量同比下降约 17.9% 11
图 21：2022 年 10 月纸及纸板当月出口量同比增加约 44.7% 11

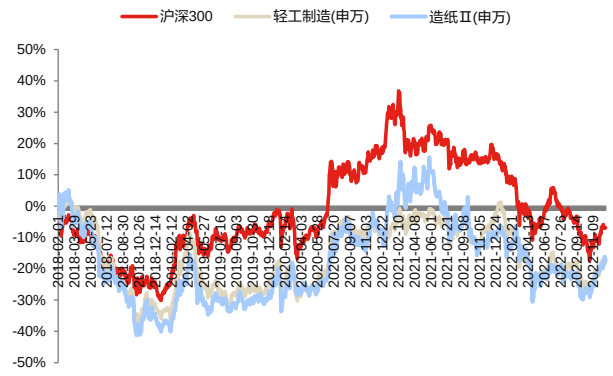
表 1：造纸产业链周度跟踪数据（更新日期 2022/12/16）....5
表 2：造纸产业链月度跟踪数据（更新日期 2022/12/16）....5

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申明。

1、行情回顾（2022/12/12-2022/12/18）

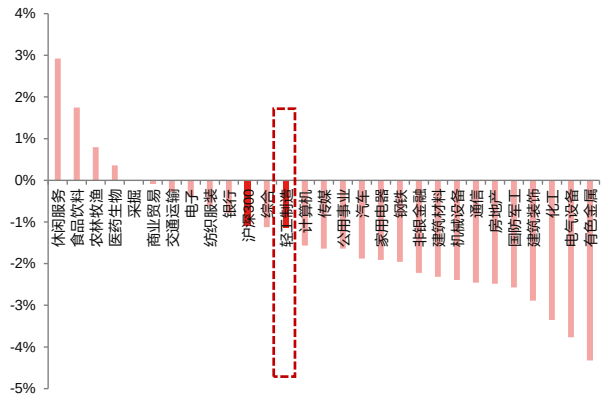
本周轻工制造行业指数下跌 1.15%，跑输大盘 0.05pct；造纸子板块上涨 2.32%，跑赢大盘 3.42pct。本周沪深 300 指数下跌 1.10%，轻工制造(申万)指数下跌 1.15%，跑输沪深 300 指数 0.05pct，在 28 个申万一级行业中位列第 12 位；二级行业中，造纸子板块上涨 2.32%，跑赢大盘 3.42pct。本周轻工四大子板块按涨幅由大至小排列依次为造纸、包装印刷、文娱用品和家具板块，造纸板块上涨 2.32%，包装印刷、文娱用品和家具板块分别下跌 1.15%、1.94%、2.91%。

图 1：本周轻工制造行业指数下跌 1.15%，造纸子板块上涨 2.32%



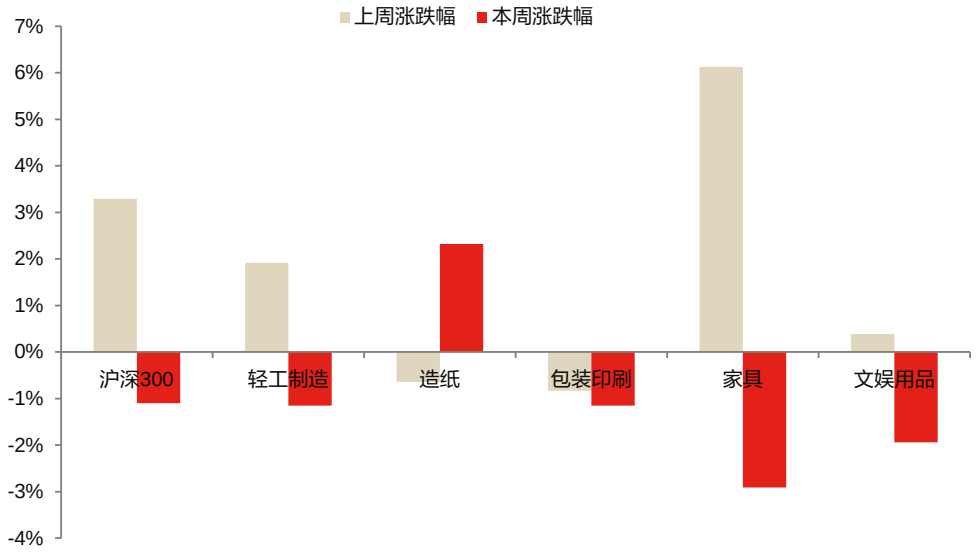
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：本周轻工制造板块表现在各行业中排名第 12 位



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列依次为造纸、包装印刷、文娱用品和家具板块



资料来源：Wind，东方证券研究所

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申明。

2、产业链数据跟踪： 本周木浆系纸品价格均有小幅回落

表 1：造纸产业链周度跟踪数据（更新日期 2022/12/16）

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
原材料	废纸进口	2020 年进口废纸许可数量	万吨	675	-	-	-
		2020 年进口废纸数量	万吨	689	-	-	-
	外废	美废 OCC(11#)-东南亚主港 CIF	美元/吨	170	-2.9%	-2.9%	-35.8%
		欧废 OCC(90/10)-东南亚主港 CIF	美元/吨	135	-11.5%	-11.5%	-44.9%
		欧废 OCC(95/5)-东南亚主港 CIF	美元/吨	140	-11.1%	-11.1%	-45.1%
		日废 OCC(11#)-东南亚主港 CIF	美元/吨	165	-4.3%	-4.3%	-37.1%
	国废	国废到厂价(不含税):黄板纸:广东:A 级	元/吨	1921	-3.6%	-3.7%	-18.9%
	木浆	阔叶浆外盘:国际价:中国主港:明星:智利	美元/吨	885	持平	持平	46.3%
			元/吨	6177	0.3%	-1.1%	60.2%
		针叶浆外盘:国际价:中国主港:银星:智利	美元/吨	940	持平	持平	22.1%
			元/吨	6560	0.3%	-1.1%	33.7%
		阔叶浆现货:山东地区:木浆:明星（含税）	元/吨	6490	-0.5%	-1.5%	26.3%
		针叶浆现货:山东地区:木浆:银星（含税）	元/吨	7280	-0.1%	-0.2%	20.7%
		2022 年 11 月下旬中国三大港口木浆库存	万吨	165	-	-5.9%	6.0%
	动力煤	秦皇岛港:平仓价:动力煤(Q5500K)	元/吨	813	持平	持平	9.7%
成品纸、溶解浆	成品纸均价	双胶纸均价（含税市场价）	元/吨	6673	-0.2%	-0.2%	18.9%
		铜版纸均价（含税市场价）	元/吨	5606	-0.4%	-1.3%	4.2%
		白卡纸均价（含税市场价）	元/吨	5230	-0.4%	-1.1%	-10.9%
		高档箱板纸均价（含税出厂价）	元/吨	5050	持平	-0.1%	-9.0%
		低档箱板纸均价（含税出厂价）	元/吨	3475	持平	-0.3%	-16.0%
		瓦楞纸均价（含税出厂价）	元/吨	3256	-0.1%	-0.6%	-16.2%
	溶解浆	CCFEI 价格指数:溶解浆内盘	元/吨	7700	1.3%	-3.8%	14.9%

资料来源：环保部，海关总署，国家统计局，纸业联讯，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 2022/12/16）

指标	指标	单位	2022 年 10 月当月值	当月同比（计算值）	2022 年 1-10 月累计值	累计同比（计算值）
产量	机制纸及纸板产量	万吨	-	-	11294	1.2%
库存	造纸及纸制品业：产成品存货	亿元	724	16.9%	-	-
	造纸及纸制品业：产成品存货（测算值）	万吨	1018	16.7%	-	-
进出口	进口数量:纸及纸板(未切成形的)	万吨	72	-17.9%	714	-28.1%
	出口数量:纸及纸板(未切成形的)	万吨	78	44.7%	702	69.7%

资料来源：环保部，海关总署，国家统计局，纸业联讯，Wind，卓创资讯，东方证券研究所

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申明。

2.1 原材料：本周国废到厂价下跌，外废价格下跌；阔叶木浆、针叶木浆外盘报价维稳；阔叶木浆、针叶木浆现货价格均有下跌；溶解浆价格上涨

（1）本周国废到厂价（不含税）下跌 72 元/吨；美废、欧废、日废 OCC 东南亚主港 CIF 价格下降 5-18 美元/吨。国废原材料方面，根据卓创资讯的统计，本周国废到厂价（不含税）为 1921 元/吨，较上周下跌 72 元/吨，跌幅为 3.6%。外废原材料方面，根据纸业联讯统计的数据，本周美废 OCC(11#)东南亚主港 CIF 价格为 170 美元/吨，较上周下跌 5 美元/吨，跌幅为 2.9%；欧废 OCC(90/10)东南亚主港 CIF 价格为 135 美元/吨，较上周下跌 18 美元/吨，跌幅为 11.5%；欧废 OCC(95/5)东南亚主港 CIF 价格为 140 美元/吨，较上周下跌 18 美元/吨，跌幅为 11.1%；日废 OCC(11#)东南亚主港 CIF 价格为 165 美元/吨，较上周下跌 8 美元/吨，跌幅为 4.3%。

（2）本周阔叶木浆、针叶木浆外盘报价维稳；本周阔叶木浆现货价格下跌 30 元/吨，针叶木浆现货价格下跌 10 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 885 美元/吨，较上周持平；针叶木浆外盘报价 940 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 6177 元/吨，较上周上涨 18 元/吨；针叶木浆外盘价（不含税）为 6560 元/吨，较上周上涨 19 元/吨。本周阔叶木浆现货价格为 6490 元/吨，较上周下跌 30 元/吨，跌幅为 0.5%；本周针叶木浆现货价格为 7280 元/吨，较上周下跌 10 元/吨，跌幅为 0.1%。

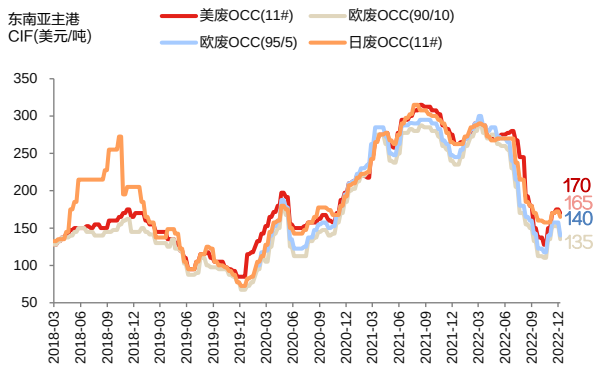
（3）2022 年 11 月下旬中国三大港口木浆库存合计 165 万吨，环比下降 5.9%。2022 年 11 月下旬中国三大港口木浆库存合计 165 万吨，环比下降 10 万吨，降幅为 5.9%，其中：青岛港木浆库存约 113 万吨，环比下降 12 万吨，降幅为 9.9%；常熟港木浆库存约 48 万吨，环比增加 1 万吨，增幅为 2.1%；保定港木浆库存约 4 万吨，环比增加 1 万吨，增幅为 38.2%。

（4）动力煤价格：本周动力煤价维稳。本周秦皇岛港动力煤(Q5500K)平仓价为 813 元/吨，较上周持平。

（5）本周溶解浆价格上涨。本周溶解浆内盘价格 7700 元/吨，较上周上涨 100 元/吨；本周粘胶短纤 1.5D 价格为 12700 元/吨，较上周下跌 100 元/吨；本周中国棉花价格指数 328 为 14989 元/吨，较上周上涨 74 元/吨。

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申明。

图 4：本周美废、欧废、日废 OCC 东南亚主港 CIF 价格下降 5-18 美元/吨（更新日期 2022/12/16，双周更新）



资料来源：纸业联讯，东方证券研究所

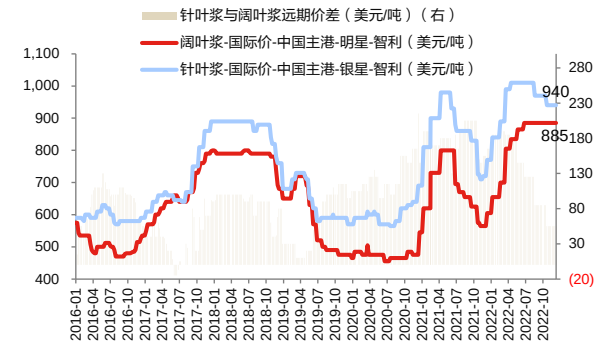
图 5：本周国废到厂均价（不含税）下跌 72 元/吨（更新日期 2022/12/16）



注：卓创资讯近期统计口径有所变更，已针对历史数据进行回溯

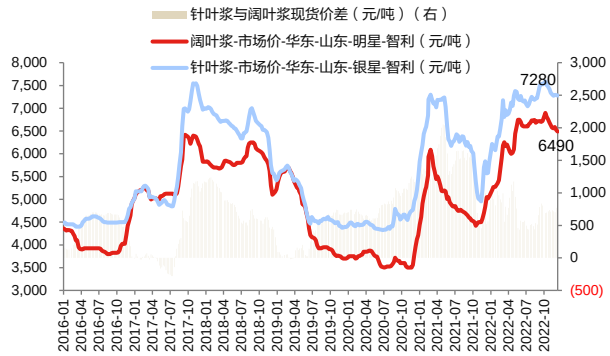
资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 6：本周以美元计价的阔叶木浆、针叶木浆外盘报价维稳（更新日期 2022/12/16）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

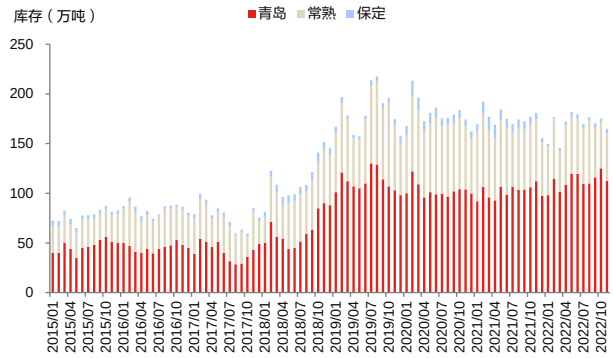
图 7：本周以人民币计价的阔叶木浆现货价格下跌 30 元/吨，针叶木浆现货价格下跌 10 元/吨（更新日期 2022/12/16）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

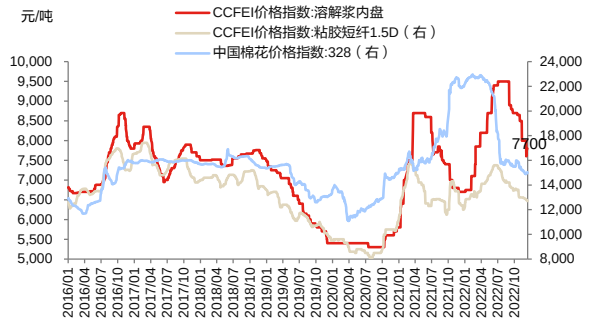
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 8：2022 年 11 月下旬中国三大港口木浆库存合计 165 万吨，环比下降 5.9%（更新日期 2022/11/30）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 9：本周溶解浆价格上涨 100 元/吨，粘胶短纤价格下跌 100 元/吨，棉花价格指数上涨 74 元/吨（更新日期 2022/12/16）



资料来源：Wind，东方证券研究所

2.2 成品纸：本周木浆系纸品价格均有下降，废纸系纸品价格维稳

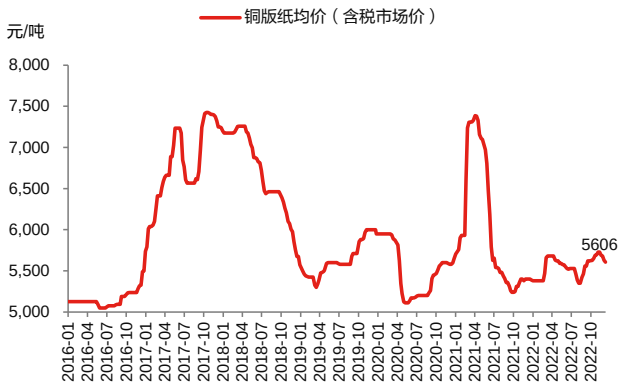
根据卓创资讯统计的成品纸含税市场均价，本周双胶纸价格下降 15 元/吨，铜版纸价格下跌 24 元/吨，白卡纸价格下跌 20 元/吨；高档、低档箱板纸出厂价维稳。（1）双胶纸：本周双胶纸市场均价为 6673 元/吨，较上周下降 15 元/吨，跌幅为 0.2%；（2）铜版纸：本周铜版纸市场均价为 5606 元/吨，较上周下跌 24 元/吨，跌幅为 0.4%；（3）白卡纸：本周白卡纸市场均价为 5230 元/吨，较上周下跌 20 元/吨，跌幅为 0.4%；（4）箱板纸：本周高档箱板纸均价为 5050 元/吨，较上周持平；低档箱板纸均价为 3475 元/吨，较上周持平。

图 10：本周双胶纸市场均价下跌 15 元/吨（更新日期 2022/12/16）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 11：本周铜版纸市场均价下跌 24 元/吨（更新日期 2022/12/16）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

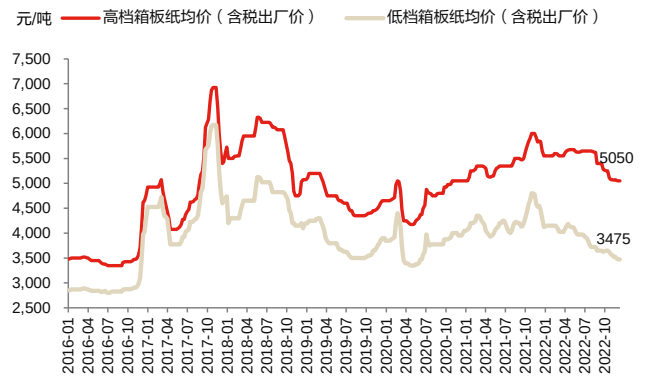
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 12：本周白卡纸市场均价下跌 20 元/吨（更新日期 2022/12/16）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 13：本周高档、低档箱板纸出厂均价维稳（更新日期 2022/12/16）



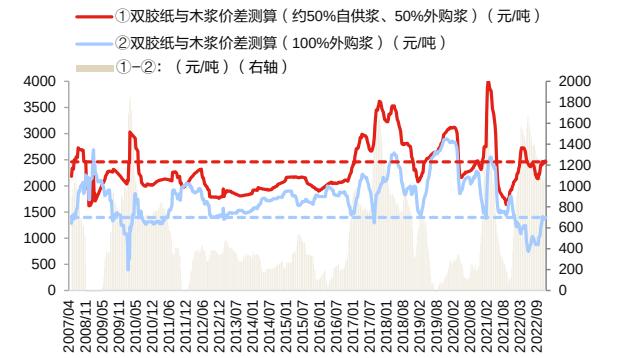
注：卓创资讯近期统计口径有所变更，已针对历史数据进行回溯

资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

2.3 盈利水平：本周木浆系纸品盈利水平下降，废纸系纸品盈利水平分化

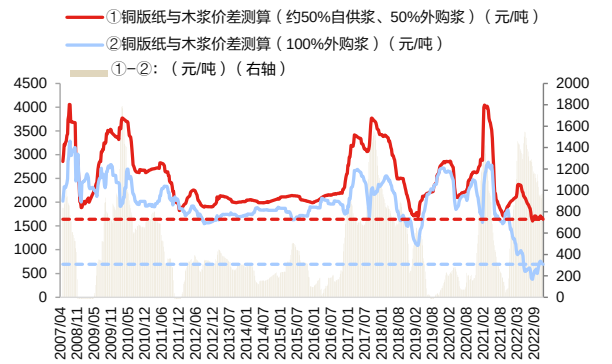
本周木浆系纸品盈利水平下降，废纸系纸品盈利水平分化。以成品纸与原材料价差指标表征盈利水平，本周双胶纸盈利水平较上周下降约 19 元/吨；铜版纸盈利水平较上周下降约 8-27 元/吨；白卡纸盈利水平较上周下降约 13-22 元/吨；废纸系纸品盈利水平分化，高档箱板纸下降约 22 元/吨，低档箱板纸增加约 18 元/吨。

图 14：本周双胶纸盈利水平较上周下降约 19 元/吨（更新日期 2022/12/16）



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

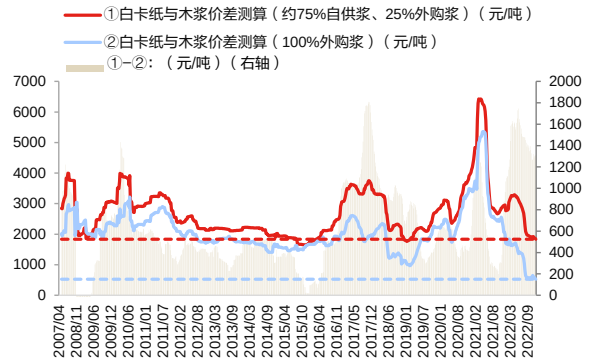
图 15：本周铜版纸盈利水平较上周下降约 8-27 元/吨（更新日期 2022/12/16）



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

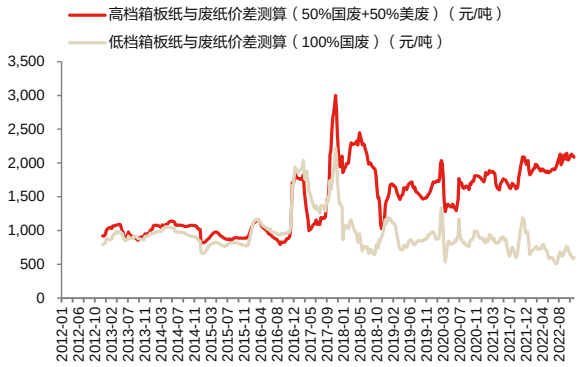
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 16：本周白卡纸盈利水平较上周下降约 13-22 元/吨（更新日期 2022/12/16）



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 17：本周废纸系纸品盈利水平分化，高档箱板纸下降约 22 元/吨，低档箱板纸增加约 18 元/吨（更新日期 2022/12/16）



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

2.4 2022 年 10 月机制纸及纸板制造业产成品库存环比减少 1.1%

（1）机制纸及纸板 2022 年 1-10 月累计产量 11294 万吨，同比增加 1.2%。机制纸及纸板 2022 年 1-10 月累计产量 11294 万吨，同比增加 1.2%；2022 年 10 月产量 1151.5 万吨，同比增加 4.6%。

（2）库存：2022 年 10 月机制纸及纸板制造业产成品库存环比减少 1.1%。经剔除价格因素影响，2022 年 10 月机制纸及纸板制造业产成品库存（测算值）同比增加 16.7%，环比减少 1.1%。

（3）进出口：进口量 2022 年 1-10 月累计同比下降 28.1%；出口量 1-10 月累计同比增加 69.7%。纸及纸板进口量方面，2022 年 1-10 月累计同比下降 28.1%；出口量方面，1-10 月累计同比增加 69.7%。2022 年 1-10 月机制纸及纸板累计进口量占产量比重约为 6.3%，与去年同期相比有所下降；1-10 月累计出口占产量比重约为 6.2%，与去年同期相比有所增加。

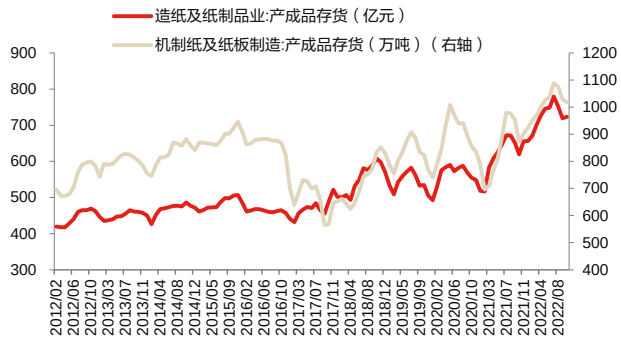
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 18：2022 年 1-10 月机制纸及纸板产量累计同比增加 1.2%



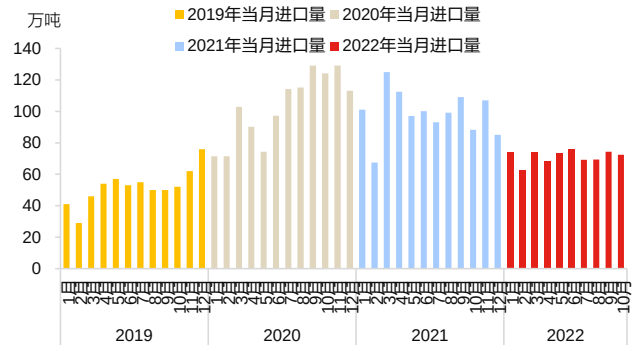
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 19：剔除价格因素影响，2022 年 10 月机制纸及纸板制造业产成品库存（测算值）同比增加 16.7%，环比减少 1.1%



资料来源：国家统计局，卓创资讯，东方证券研究所

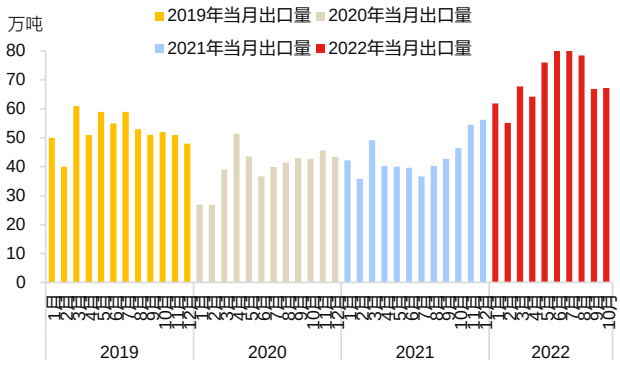
图 20：2022 年 10 月纸及纸板当月进口量同比下降约 17.9%



注：2020 年海关总署仅披露 1-2 月累计数据，此处假设 1 月、2 月当月进口量一致

资料来源：海关总署，东方证券研究所

图 21：2022 年 10 月纸及纸板当月出口量同比增加约 44.7%



注：2020 年海关总署仅披露 1-2 月累计数据，此处假设 1 月、2 月当月出口量一致

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。
- **海外新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。

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申明。

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。

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申明。

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

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。