

## 四季度业绩符合预期，南宁二期项目助力浆纸产能持续扩容

### 核心观点

事件：公司公告 2023 年年报，2023 年公司实现营收 395.44 亿元，同比下降 0.56%，实现归母净利润 30.86 亿元，同比增长 9.86%。单四季度公司实现营业收入 103.42 亿元，同比、环比分别增长 2.13%、4.88%；实现归母净利润 9.49 亿元，同比、环比分别增长 75.51%、7.21%。

- 四季度业绩表现亮眼，盈利水平延续改善趋势。**2023 年公司经审计后的归母净利润为 30.86 亿元，略高于前期业绩快报披露数据。全年来看，一/二/三/四季度公司分别实现归母净利润 5.7/6.9/8.9/9.5 亿元，业绩呈逐季上行趋势。其中一季度纸浆、木片成本维持高位，需求疲软下纸价表现较弱，导致盈利承压；二季度纸价受浆价快速回落影响有所下跌，但公司受益于木片、能源成本的下降，盈利实现小幅修复；三季度开始低价纸浆入库释放成本压力，下游转入传统旺季纸价企稳回升，带动盈利持续改善。2023 年四季度公司单季度年化 ROE 为 14.83%，环比提升约 0.6pct，实现净利率 9.22%，环比提升 0.2pct，盈利水平环比延续改善趋势。
- 文化纸、溶解浆价格均有上涨，带动四季度盈利环比提升。**拆分 2023H2 公司收入、毛利润结构，文化纸、牛皮箱板纸、溶解浆仍为利润贡献的前三大来源。分业务来看：（1）文化纸：浆价上涨、需求转旺支撑纸价提涨落地，四季度文化纸盈利价差环比有所提升。（2）牛皮箱板纸：需求疲软影响旺季纸价提涨，四季度高档箱板纸与废纸价差环比有小幅回落。（3）溶解浆：2023 年四季度溶解浆价格环比上涨 5%，推测盈利环比延续改善趋势。
- 春节后文化纸、溶解浆价格上涨提振盈利，南宁二期项目助力中长期发展。**春节后伴随下游逐步转入旺季，叠加外盘浆价连续报涨，文化纸价格提涨顺利落地，溶解浆价格在纸浆上涨的带动下也有上涨，文化纸、溶解浆价格上行有望提振公司一季度盈利。新建产能方面，公司南宁 30 万吨生活用纸及后加工产品，一期预计于 2024 年三季度投产。此外，公司公告南宁二期建设规划，拟建设 40 万吨特种纸、35 万吨化学浆以及 15 万吨化机浆，拟投资额不超过 70 亿元。南宁二期项目将进一步推动公司浆纸产能持续扩容、完善产品结构，实现中长期可持续发展。

### 盈利预测与投资建议

- 结合浆、纸价格走势适当调整公司收入、毛利率假设，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 36.40/39.92/44.93 亿元（此前预测 2024-2025 年归母净利润分别达 35.76/37.23 亿元），对应 BPS 分别为 10.15/11.22/12.44 元，ROE 分别达 13.4%/13.4%/13.6%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间，给予 2024 年目标估值 1.7 倍 PB，对应目标价格 17.25 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求复苏幅度不及预期的风险；公司浆纸新项目推进不达预期的风险

### 公司主要财务信息

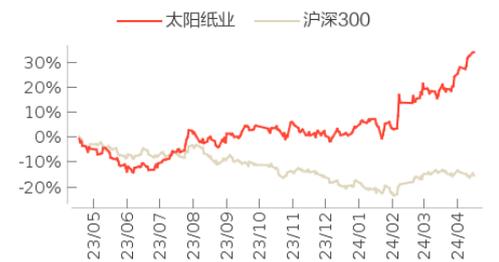
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,767	39,544	42,129	45,309	48,438
同比增长(%)	23.7%	-0.6%	6.5%	7.5%	6.9%
营业利润(百万元)	3,033	3,296	3,913	4,295	4,858
同比增长(%)	-10.0%	8.7%	18.7%	9.8%	13.1%
归属母公司净利润(百万元)	2,809	3,086	3,640	3,992	4,493
同比增长(%)	-4.1%	9.9%	18.0%	9.7%	12.5%
每股收益(元)	1.01	1.10	1.30	1.43	1.61
毛利率(%)	15.2%	15.9%	16.7%	17.1%	17.5%
净利率(%)	7.1%	7.8%	8.6%	8.8%	9.3%
净资产收益率(%)	13.4%	12.6%	13.4%	13.4%	13.6%
市盈率	15.6	14.2	12.1	11.0	9.8
市净率	1.9	1.7	1.5	1.40	1.3

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申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年04月16日）	15.7元
目标价格	17.25元
52周最高价/最低价	15.99/10.01元
总股本/流通A股（万股）	279,457/276,488
A股市值（百万元）	43,875
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024年04月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	4.32	12.95	25.1	38.6
相对表现%	4.95	14.6	18.73	52.8
沪深300%	-0.63	-1.65	6.37	-14.2



### 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

### 联系人

谢雨辰 xieyuchen@orientsec.com.cn

### 相关报告

三季度业绩表现突出，经营趋势持续向好 2023-10-28  
二季度业绩略超预期，周期底部经营稳健 2023-08-27  
三季度业绩环比回落，下游需求疲弱构成主因 2022-10-30

## 目 录

四季度业绩表现亮眼，盈利水平延续改善趋势 .....	4
文化纸、溶解浆价格均有上涨，带动四季度盈利环比提升 .....	5
春节后文化纸、溶解浆价格上涨提振盈利，南宁二期项目稳步助力中长期发展	7
投资建议 .....	8
风险提示 .....	8

## 图表目录

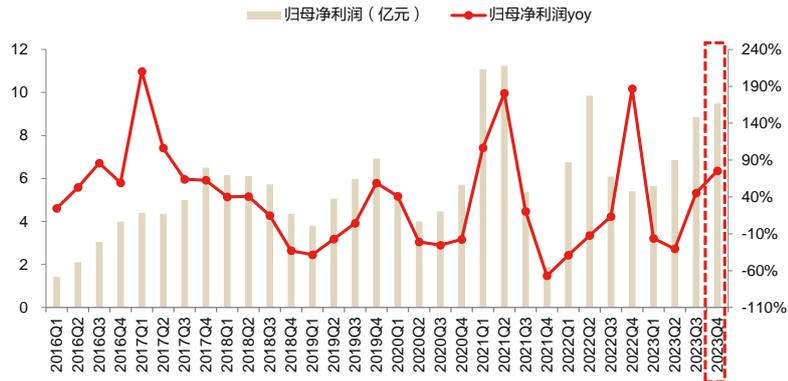
图 1: 2023 年四季度实现归母净利润 9.49 亿元，同比、环比分别增长 75.51%、7.21%.....	4
图 2: 2023 年四季度公司单季度年化 ROE 为 14.8%，环比提升约 0.6pct.....	4
图 3: 2023 年四季度盈利能力环比改善，带动 ROE 水平提升.....	4
图 4: 文化纸、牛皮箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业，2023 年下半年贡献毛利润比重分别为 42%、26%、8%.....	5
图 5: 2023 年下半年文化纸、牛皮箱板纸毛利率环比提升，溶解浆毛利率环比小幅回落.....	5
图 6: 2023 年四季度双胶纸、铜版纸价格环比上涨 10%、12%，同期阔叶浆、针叶浆外盘报价环比分别增长 18%、14%.....	6
图 7: 预计 2023 年四季度双胶纸、铜版纸纸价与纸浆原材料价差环比均有提升.....	6
图 8: 2023 年四季度箱板纸市场均价环比上涨 3%，同期国废价格环比上涨 3%、美废价格环比上涨 9%.....	6
图 9: 推测四季度高档箱板纸与废纸价差环比小幅回落、低档箱板纸与废纸价差环比有所增长.....	6
图 10: 2023 年四季度溶解浆价格环比上涨 5%.....	7
图 11: 2023 年四季度中国进口阔叶木片均价环比上涨约 4%.....	7
图 12: 公司造纸产量规模稳步扩张，测算 2024-2026 年同比增长 10%、5%、5%.....	7
图 13: 公司制浆产量规模持续提升，测算 2024-2026 年同比增长 17%、1%、10%.....	7
图 14: 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 15: 当公司单季度年化 ROE 高于 10%时，公司 PB 估值中位数在 1.7 倍以上.....	8

**事件：**公司公告 2023 年年报，2023 年公司实现营收 395.44 亿元，同比下降 0.56%，实现归母净利润 30.86 亿元，同比增长 9.86%。单四季度公司实现营业收入 103.42 亿元，同比、环比分别增长 2.13%、4.88%；实现归母净利润 9.49 亿元，同比、环比分别增长 75.51%、7.21%。

## 四季度业绩表现亮眼，盈利水平延续改善趋势

**四季度业绩表现亮眼，盈利水平延续改善趋势。**2023 年公司经审计后的归母净利润为 30.86 亿元，略高于前期业绩快报披露数据。全年来看，一/二/三/四季度公司分别实现归母净利润 5.7/6.9/8.9/9.5 亿元，业绩呈逐季上行趋势。其中一季度纸浆、木片成本维持高位，需求疲软下纸价表现较弱，导致盈利承压；二季度纸价受浆价快速回落影响有所下跌，但公司受益于木片、能源成本的下降，盈利实现小幅修复；三季度开始低价纸浆入库释放成本压力，下游转入传统旺季后纸价企稳回升，带动盈利持续改善。2023 年四季度公司单季度年化 ROE 为 14.83%，环比提升约 0.6pct，实现净利率 9.22%，环比提升 0.2pct，盈利水平环比延续改善趋势。

图 1：2023 年四季度实现归母净利润 9.49 亿元，同比、环比分别增长 75.51%、7.21%



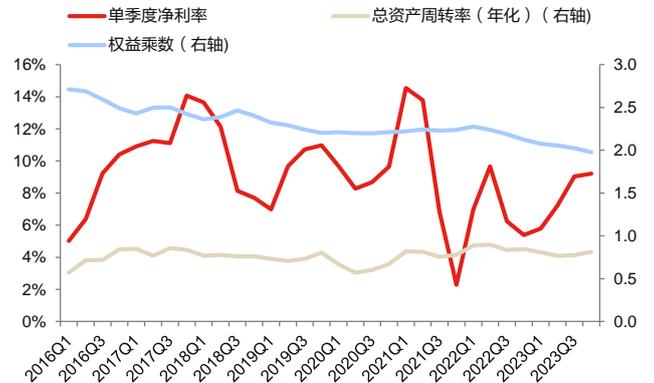
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2023 年四季度公司单季度年化 ROE 为 14.8%，环比提升约 0.6pct



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2023 年四季度盈利能力环比改善，带动 ROE 水平提升

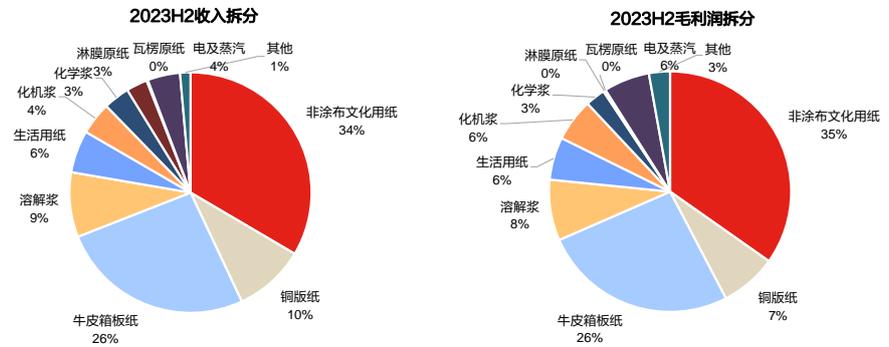


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 文化纸、溶解浆价格均有上涨，带动四季度盈利环比提升

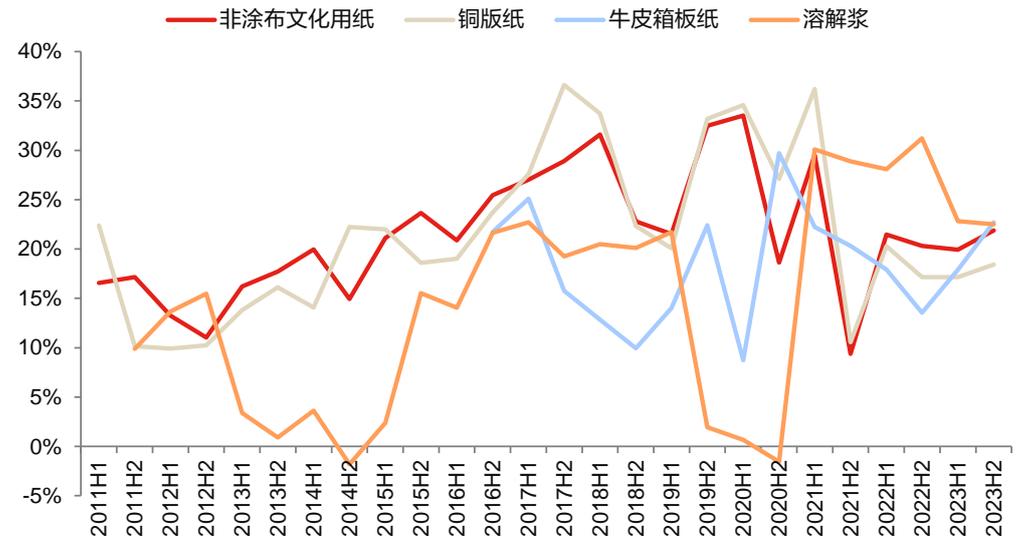
对比 2023 年上半年，2023 年下半年文化纸、牛皮箱板纸毛利率环比提升，溶解浆毛利率环比小幅回落。拆分 2023 年下半年收入、毛利结构，文化纸、牛皮箱板纸和溶解浆构成公司三大主业，2023 年下半年贡献毛利润比重分别为 42%、26%、8%。其中，2023 年下半年公司非涂布文化纸、铜版纸分别实现毛利率 17.59%、13.43%，环比分别提升 1.95pct、1.26pct；2023 年下半年牛皮箱板纸实现毛利率 16.98%，环比提升 4.82pct；同期溶解浆实现毛利率 15.91%，环比下降 0.32pct。

图 4：文化纸、牛皮箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业，2023 年下半年贡献毛利润比重分别为 42%、26%、8%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：2023 年下半年文化纸、牛皮箱板纸毛利率环比提升，溶解浆毛利率环比小幅回落



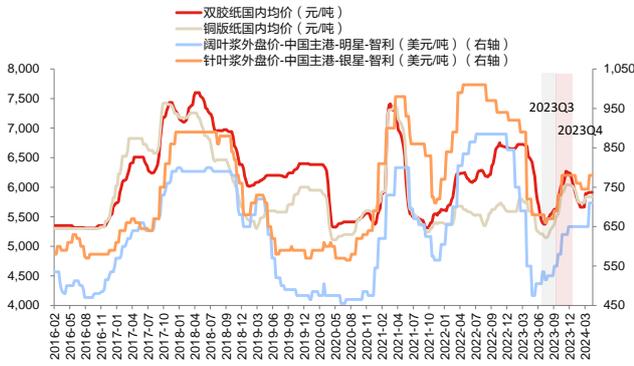
注：上图中 2020H2 至 2023H2 均已调整至历史同一口径，即运费按计入销售费用处理

数据来源：公司公告，东方证券研究所

分业务来看：

**(1) 文化纸：浆价上涨、需求转旺支撑纸价提涨，四季度文化纸盈利价差环比有所提升。**成本端，受中国市场补库需求的支撑，2023年6月以来纸浆外盘报价企稳回升，逐月提涨至历史中位水平，考虑到公司纸浆采购周期与库存周期等因素，预计2023年四季度纸浆库存成本环比上行幅度相对较小。收入端，2023年四季度文化纸进入传统旺季，需求转旺叠加纸浆上涨形成成本支撑，文化纸价格提涨顺利落地。根据卓创的统计数据，2023年四季度双胶纸、铜版纸国内均价环比分别上涨10%、12%，推测纸价提涨幅度大于成本提升幅度；根据文化纸价格及纸浆价差计算，我们推测2023年四季度双胶纸、铜版纸价格与纸浆价差环比均有提升。

图 6：2023 年四季度双胶纸、铜版纸价格环比上涨 10%、12%，同期阔叶浆、针叶浆外盘报价环比分别增长 18%、14%



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 7：预计 2023 年四季度双胶纸、铜版纸纸价与纸浆原材料价差环比均有提升



数据来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

**(2) 牛皮箱板纸：需求疲软影响旺季纸价提涨，四季度高档箱板纸与废纸价差环比有小幅回落。**箱板纸终端需求与宏观经济关联度较高，2023年9月以来伴随下游转入传统旺季，箱板纸价格逐步企稳回升，而后受2023年11月终端消费需求不及预期影响，下游放慢采购节奏、纸价有所走弱。综合来看，2023年四季度箱板纸市场均价环比上涨3%，同期国废价格环比上涨3%、美废价格环比上涨9%，推测公司牛皮箱板纸盈利环比有小幅回落。

图 8：2023 年四季度箱板纸市场均价环比上涨 3%，同期国废价格环比上涨 3%、美废价格环比上涨 9%



数据来源：卓创资讯，纸业联讯，东方证券研究所

图 9：推测四季度高档箱板纸与废纸价差环比小幅回落、低档箱板纸与废纸价差环比有所增长

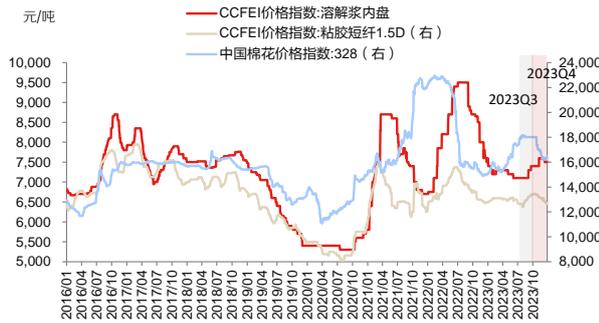


数据来源：卓创资讯，纸业联讯，wind，东方证券研究所

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。

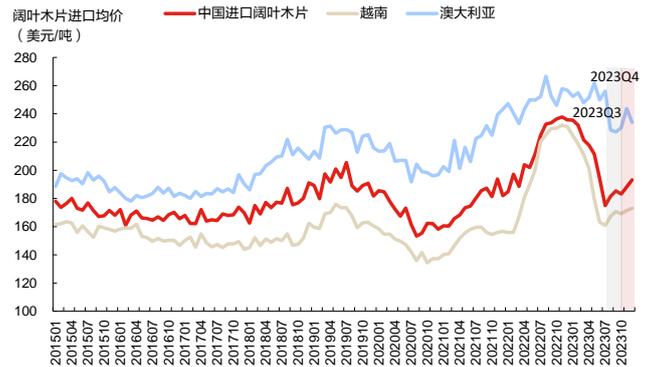
**(3) 溶解浆：2023 年四季度溶解浆价格环比上涨 5%，推测盈利环比延续改善趋势。**收入端，在纸浆价格连续提涨的带动下，溶解浆价格也有所上涨，2023 年四季度溶解浆价格环比上涨 5%。成本端，根据海关总署披露的数据，2023 年四季度中国进口阔叶木片价格环比上涨 4%，推测溶解浆价格的稳步上涨是四季度溶解浆盈利环比改善的主要原因。

图 10：2023 年四季度溶解浆价格环比上涨 5%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：2023 年四季度中国进口阔叶木片均价环比上涨约 4%

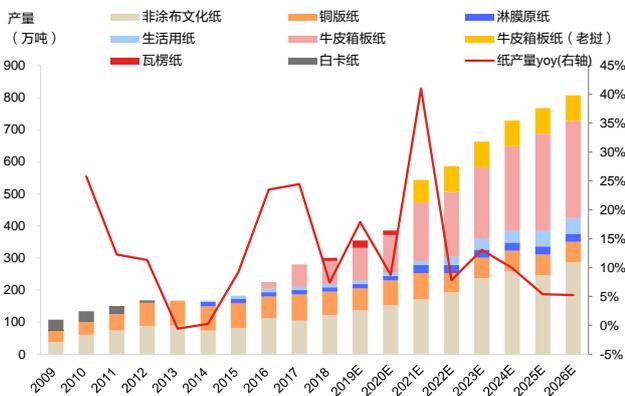


数据来源：海关总署，东方证券研究所

## 春节后文化纸、溶解浆价格上涨提振盈利，南宁二期项目助力中长期发展

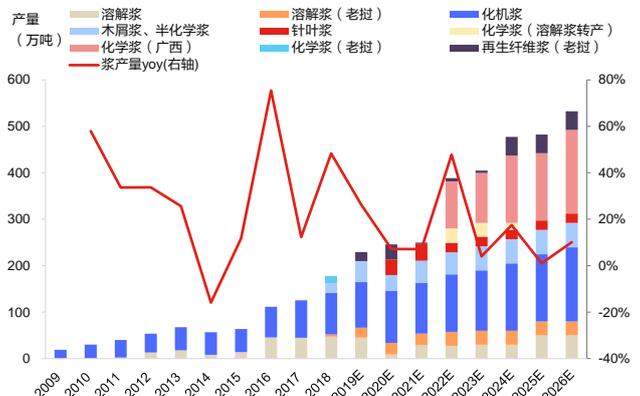
**春节后文化纸、溶解浆价格上涨提振盈利，南宁二期项目稳步助力中长期发展。**春节后伴随下游逐步转入旺季，叠加外盘浆价连续报涨，文化纸价格提涨顺利落地，溶解浆价格在纸浆上涨的带动下也有上涨，文化纸、溶解浆价格上行有望提振公司一季度盈利。新建产能方面，公司南宁 30 万吨生活用纸及后加工产品，一期预计于 2024 年三季度投产。此外，公司公告南宁二期建设规划，拟建设 40 万吨特种纸、35 万吨化学浆以及 15 万吨化机浆，拟投资额不超过 70 亿元。南宁二期项目将进一步推动公司浆纸产能持续扩容、完善产品结构，实现中长期可持续发展。

图 12：公司造纸产量规模稳步扩张，测算 2024-2026 年同比增长 10%、5%、5%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：公司制浆产量规模持续提升，测算 2024-2026 年同比增长 17%、1%、10%。

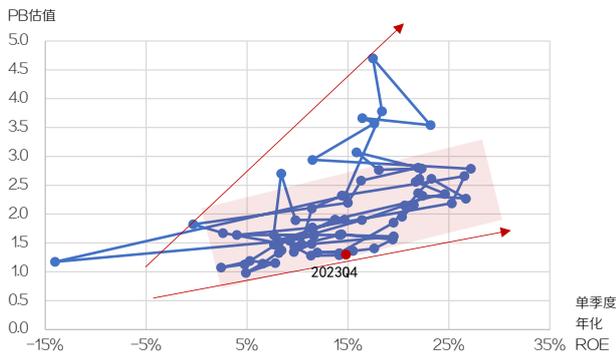


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 投资建议

结合浆、纸价格走势适当调整公司收入、毛利率假设，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 36.40/39.92/44.93 亿元（此前预测 2024-2025 年归母净利润分别达 35.76/37.23 亿元），对应 BPS 分别为 10.15/11.22/12.44 元，ROE 分别达 13.4%/13.4%/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 1.7 倍，给予 2024 年目标估值 1.7 倍 PB，对应目标价格 17.25 元，维持“买入”评级。

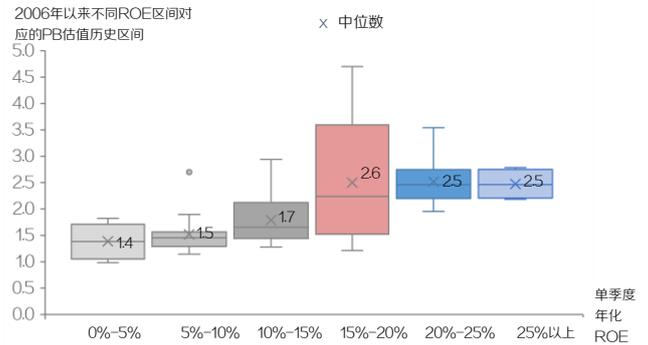
图 14：回溯公司 PB-ROE 估值历史区间，伴随 ROE 上行，公司对应的估值中枢也随之上行



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 15：当公司单季度年化 ROE 高于 10%时，公司 PB 估值中位数在 1.7 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、终端需求复苏幅度不及预期的风险：**若中国市场消费复苏弹性不及预期，造成宏观经济发生较大波动，则公司的文化纸、牛皮箱板盈利存在下滑风险，进而导致公司盈利大幅波动的风险。
- **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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,386	2,495	5,743	9,912	14,697	营业收入	39,767	39,544	42,129	45,309	48,438
应收票据及应收账款	3,856	4,511	4,806	5,169	5,526	营业成本	33,735	33,261	35,091	37,578	39,956
预付账款	664	576	613	660	705	营业税金及附加	178	220	234	252	269
存货	5,339	4,574	4,826	5,168	5,495	营业费用	153	154	164	177	189
其他	343	712	717	723	729	管理费用及研发费用	1,813	1,886	1,949	2,155	2,301
<b>流动资产合计</b>	<b>12,588</b>	<b>12,868</b>	<b>16,705</b>	<b>21,631</b>	<b>27,151</b>	财务费用	834	760	821	886	896
长期股权投资	256	277	302	327	351	资产减值损失	71	77	43	52	56
固定资产	28,874	33,966	34,276	36,068	35,482	公允价值变动收益	(6)	18	18	18	18
在建工程	3,273	573	2,499	4	4	投资净收益	22	21	21	21	21
无形资产	1,767	1,883	2,009	2,198	2,476	其他	33	70	48	48	48
其他	1,264	984	959	935	927	<b>营业利润</b>	<b>3,033</b>	<b>3,296</b>	<b>3,913</b>	<b>4,295</b>	<b>4,858</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>35,434</b>	<b>37,683</b>	<b>40,046</b>	<b>39,532</b>	<b>39,240</b>	营业外收入	39	31	31	31	31
<b>资产总计</b>	<b>48,022</b>	<b>50,551</b>	<b>56,751</b>	<b>61,163</b>	<b>66,391</b>	营业外支出	4	8	8	8	8
短期借款	8,169	8,079	8,079	8,079	8,079	<b>利润总额</b>	<b>3,068</b>	<b>3,320</b>	<b>3,937</b>	<b>4,319</b>	<b>4,881</b>
应付票据及应付账款	5,032	4,815	5,080	5,440	5,784	所得税	251	219	285	326	388
其他	4,247	3,985	4,059	4,103	4,177	<b>净利润</b>	<b>2,817</b>	<b>3,101</b>	<b>3,652</b>	<b>3,992</b>	<b>4,493</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17,448</b>	<b>16,879</b>	<b>17,217</b>	<b>17,621</b>	<b>18,040</b>	少数股东损益	8	15	12	0	0
长期借款	6,640	6,702	10,250	11,259	12,664	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,809</b>	<b>3,086</b>	<b>3,640</b>	<b>3,992</b>	<b>4,493</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.01	1.10	1.30	1.43	1.61
其他	760	814	813	813	813						
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,399</b>	<b>7,516</b>	<b>11,063</b>	<b>12,072</b>	<b>13,477</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>24,847</b>	<b>24,395</b>	<b>28,281</b>	<b>29,694</b>	<b>31,517</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	90	104	116	116	116	<b>成长能力</b>					
股本	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	营业收入	23.7%	-0.6%	6.5%	7.5%	6.9%
资本公积	3,271	3,534	3,632	3,632	3,632	营业利润	-10.0%	8.7%	18.7%	9.8%	13.1%
留存收益	16,599	19,126	21,927	24,927	28,331	归属于母公司净利润	-4.1%	9.9%	18.0%	9.7%	12.5%
其他	420	597	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>23,175</b>	<b>26,155</b>	<b>28,470</b>	<b>31,470</b>	<b>34,874</b>	毛利率	15.2%	15.9%	16.7%	17.1%	17.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>48,022</b>	<b>50,551</b>	<b>56,751</b>	<b>61,163</b>	<b>66,391</b>	净利率	7.1%	7.8%	8.6%	8.8%	9.3%
						ROE	13.4%	12.6%	13.4%	13.4%	13.6%
						ROIC	9.4%	9.1%	9.5%	9.4%	9.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	51.7%	48.3%	49.8%	48.5%	47.5%
净利润	2,817	3,101	3,652	3,992	4,493	净负债率	63.5%	55.1%	51.7%	36.7%	23.5%
折旧摊销	1,406	2,329	2,774	3,075	3,351	流动比率	0.72	0.76	0.97	1.23	1.51
财务费用	834	760	821	886	896	速动比率	0.41	0.49	0.69	0.93	1.19
投资损失	(22)	(21)	(21)	(21)	(21)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,795)	(481)	(326)	(405)	(372)	应收账款周转率	19.2	17.9	19.7	19.8	19.8
其它	1,584	929	(572)	34	37	存货周转率	7.6	6.7	7.4	7.4	7.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,824</b>	<b>6,617</b>	<b>6,327</b>	<b>7,561</b>	<b>8,384</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(5,736)	(4,727)	(5,080)	(2,537)	(3,034)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(14)	(21)	(25)	(24)	(24)	每股收益	1.01	1.10	1.30	1.43	1.61
其他	(371)	(21)	39	39	39	每股经营现金流	1.37	2.37	2.26	2.71	3.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,121)</b>	<b>(4,769)</b>	<b>(5,066)</b>	<b>(2,522)</b>	<b>(3,020)</b>	每股净资产	8.26	9.32	10.15	11.22	12.44
债权融资	397	(45)	3,547	1,009	1,405	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,472	263	98	0	0	市盈率	15.6	14.2	12.1	11.0	9.8
其他	(66)	(2,064)	(1,659)	(1,879)	(1,985)	市净率	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,803</b>	<b>(1,846)</b>	<b>1,986</b>	<b>(870)</b>	<b>(580)</b>	EV/EBITDA	10.3	8.5	7.3	6.6	6.0
汇率变动影响	5	4	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.1	13.4	11.5	10.5	9.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(490)</b>	<b>6</b>	<b>3,248</b>	<b>4,169</b>	<b>4,784</b>						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 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](http://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。