



2010.12.09

造纸：跟踪行业景气，把握供给压缩机会

——对话行业研究员系列之四

 **王成**
 021-38676820
 wangcheng6461@gtjas.com
 S0880209110653

本报告导读：

与行业研究员对话造纸行业，提炼其周期特征和投资逻辑。

摘要：

- **关于《对话行业研究员》系列报告：**我们希望通过本系列报告，采用对话的形式，站在策略角度，和行业研究员进行深入交流，挖掘行业运行本质特征，建立行业及公司的投资策略基本框架和投资逻辑。我们希望国泰君安行业研究与投资策略小组通过《对话》与您共同求索行业投资真规则。本期我们关注——造纸行业。
- **行业介绍：**需求和人均 GDP 高度相关；属于竞争较为激烈的行业，产业集中度低；主要成本纸浆主要依赖国外进口；技术成熟，在设备和技术上都处于国际领先水平；具有季节性和弱周期性。
- **把握行业周期投资机会：**造纸板块的相对表现取决于毛利的走势，因此预判毛利的变化是把握行业周期性机会的关键。近年来，行业毛利逐年降低，源于 02 年来产能集中投放导致的行业供过于求，预计未来行业毛利将保持现在的水平。对行业景气的判断，市场上常用的开工率理论上是很好的指标，但数据不可得。另外一个常用的行业固定资产投资数据也因为统计上的问题只能作为参考。
- **超越周期的成长：**经历过 00-05 年的高速发展期后，造纸行业已经由成长期逐渐过渡到成熟期，行业成长性变差。但随着行业规模优势凸显，技术迅速提升，环保成本提高，行业内中小型企业获利空间减少，逐步退出市场。造纸行业集中度逐渐提升，3-5 年内将造就 20-30 家超大型企业。
- **选股策略：**总体来看，造纸行业 2010 年业绩可实现同比大幅增长，综合淘汰落后产能、人民币升值、业绩成长及估值水平等因素，首选公司为太阳纸业，次选为晨鸣纸业、博汇纸业；较长时间来看岳阳纸业资源禀赋优异，同时具备央企资产整合平台潜质，可以期待资产注入下业绩的持续提升。纸包装行业的美盈森正在经历行业及公司的快速增长，印刷行业的东港股份逐渐进入智能卡、智能标签等高盈利领域，尽管近期在大盘影响下公司股价有所调整，但基本面没有发生变化，继续推荐，可以择机介入。

造纸行业研究员：

王峰
 0755-23976228
wangfeng@gtjas.com

策略研究员：

王成
 021-38676820
wangcheng6461@gtjas.com

江亚琴
 021-38674622
jiangyaqin008083@gtjas.com

相关报告

《策略快评——风格分化的分化》
 2010.10.20
 《策略快评——一年的策略总结和感悟》
 2010.10.18
 《策略快评——反弹已临近尾声》
 2010.08.12
 《策略快评——市场走势超出预期，下半年周期股的较大反弹出现》
 2010.07.21
 《触底、复苏和繁荣的经济回升趋势》
 2010.05.11

1. 造纸行业的基础介绍

造纸工业是重要的基础原料工业，与国民经济和人民生活息息相关。按照统计局分类，纸制品一般分为新闻纸、未涂布印刷书写纸、涂布印刷纸、白板纸、箱板纸等。

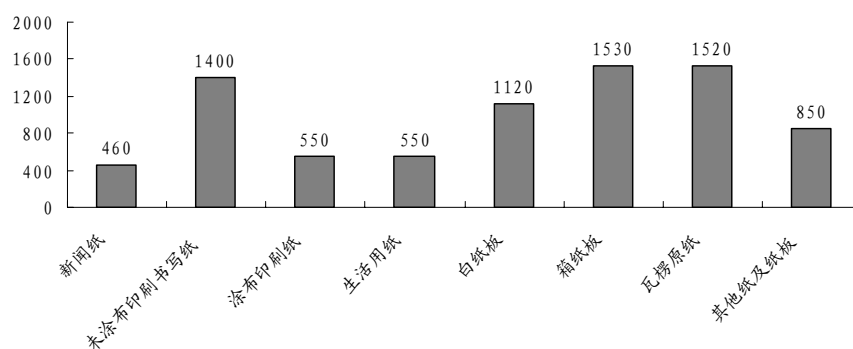
表 1 纸种分类、简介及主要厂商（上市公司）

纸品	简介	国内市场前五大供应商
新闻纸	新闻纸也叫白报纸，是报刊及书籍的主要用纸。适用于报纸、期刊、课本、连环画等正文用纸。	华泰、广纸、晨鸣、福建南纸、诺斯克龙腾
未涂布印刷书写纸	消费量很大的文化用纸，适用于表格、练习簿、账簿、记录本等，供书写用。色泽洁白致、两面平滑、质地紧密、书写时不洇水。	晨鸣、芬欧汇川、太阳、华泰、华金
涂布印刷纸	主要指铜板纸。铜版纸主要用于印刷画册、封面、明信片、精美的产品样本以及彩色商标等。	金东、晨鸣、太阳、金华盛、芬欧汇川
白板纸	一种正面呈白色且光滑，背面多为灰底的纸板，主要用于单面彩色印刷后制成纸盒供包装使用。	宁波中华、玖龙、太阳、建晖、华丰
箱板纸	主要是与瓦楞纸芯粘合后制成瓦楞纸箱，用来包装家用电器、日用百货、针棉织物、文化用品、中西成药的外包装等。	理文、玖龙、景兴、中隆、山鹰
瓦楞原纸	生产瓦楞纸板的重要组成材料之一。	玖龙、理文、贵和、金州、卢平永发
生活用纸	照顾个人居家，外出等所使用的各类卫生擦拭用纸。	金红叶、恒安、维达、中顺、晨鸣

资料来源：中国纸业网，国泰君安证券研究

图 1 各类纸种产量（2008 年）

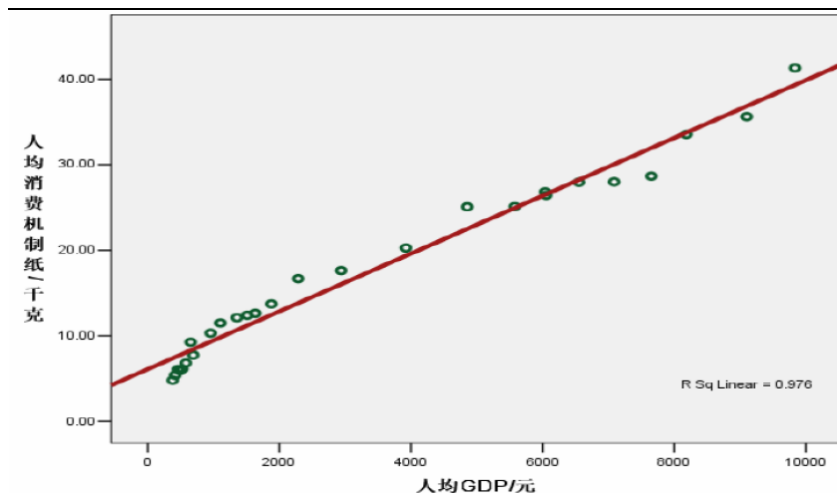
单位：万吨



数据来源：中国造纸工业报告（2008），国泰君安证券研究

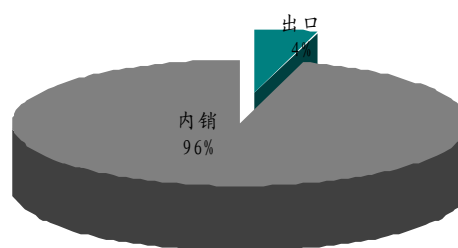
纸品需求和人均 GDP 高度相关，随着经济的持续发展，纸品需求量不断上升。2000～2008 年，纸及纸板生产量年均增长 12.78%，消费量年均增长 10.48%。根据过往的统计，纸和纸板的增长速度一般会与国民经济同步增长。根据中国造纸学会预测，2020 年，我国纸和纸板的消费量将达到 1 亿吨，届时我国将和美国、欧洲一起成为世界三大纸和纸板的主要消费市场。

图 2 纸品消费和人均 GDP 高度相关



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

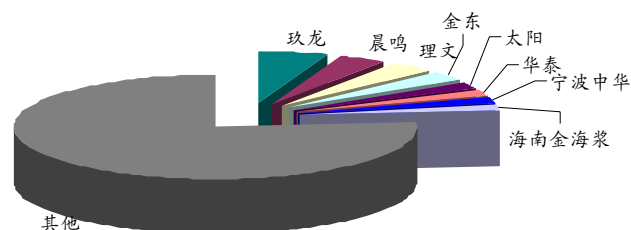
图 3 我国造纸行业主要面对国内市场



数据来源：中国造纸工业报告（2008），国泰君安证券研究

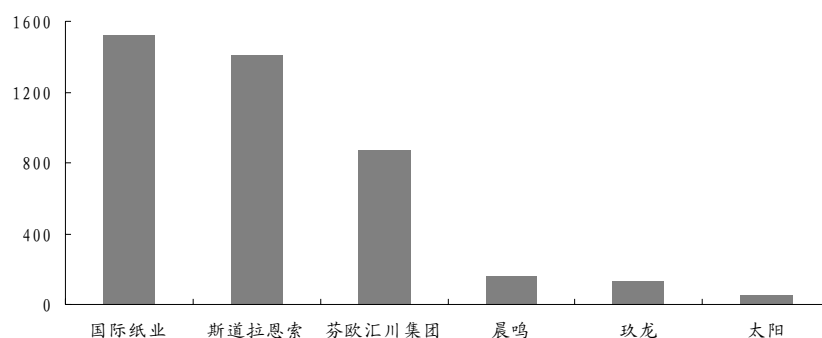
我国造纸行业属于竞争较为激烈的行业，相对于国外造纸行业，产业集中度较低。目前规模以上造纸企业有 3494 家，2008 年纸及纸板年产量超过 100 万吨的企业有 7 家，占全国纸及纸板总产量的 23%。而发达国家前十名的产量通常市场份额达 80% 以上。以美国为例，最大的国际纸业在美产量为 1300 余万吨，占全国总量的 16%。不仅如此，和美欧等国相比，生产规模差别明显。

图 4 我国造纸行业产业集中度低



数据来源：中国造纸工业报告（2008），国泰君安证券研究

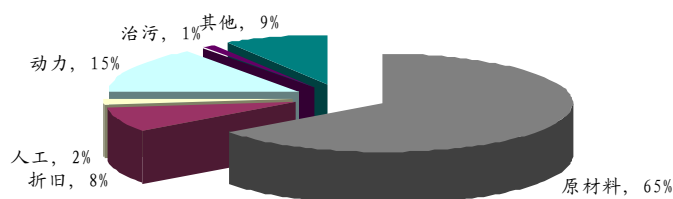
图 5 我国造纸企业营业收入和欧美等国相比，规模差别明显



数据来源：国泰君安证券研究

造纸行业成本构成中，纸浆比重最大，占到 65% 左右。

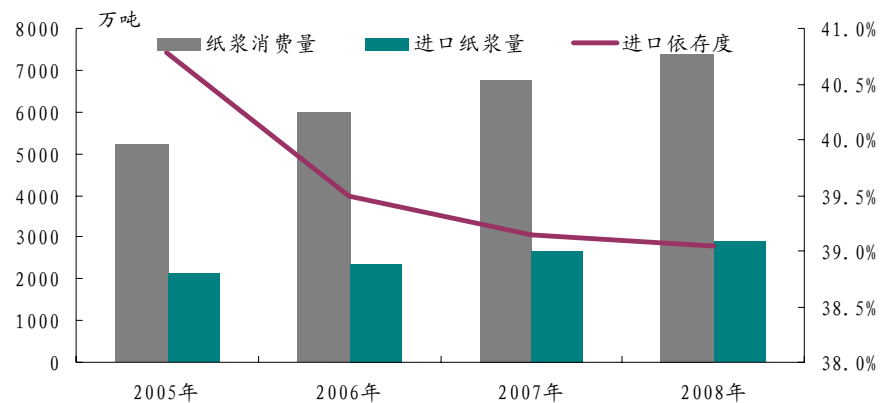
图 6 造纸行业纸浆比重最大



数据来源：国泰君安证券研究

我国是一个天然少林的国家，森林覆盖率约为 16.55%，仅为世界平均水平 29.3% 的 56.5%，林木资源稀缺，另一方面废纸回收机制落后，分类层次少，收购价格混乱，缺乏统一有效的分类标准，基本不成体系。以上状况导致优质长纤维的供应不足，长期以来严重依赖进口。纸浆主要依赖国外进口，对外依存度居高不下。我国现在已经是纸浆的主要进口国，纸浆消费量占全球比重超过一半。

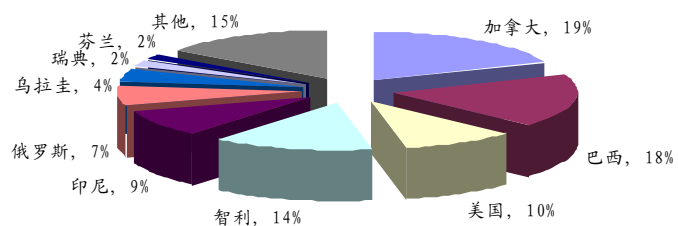
图 7 我国纸浆对外依存度为 39%左右



数据来源：中国造纸工业报告，国泰君安证券研究

我国纸浆的主要进口国为加拿大、巴西、智利、美国和印尼。

图 8 纸浆的主要出口国

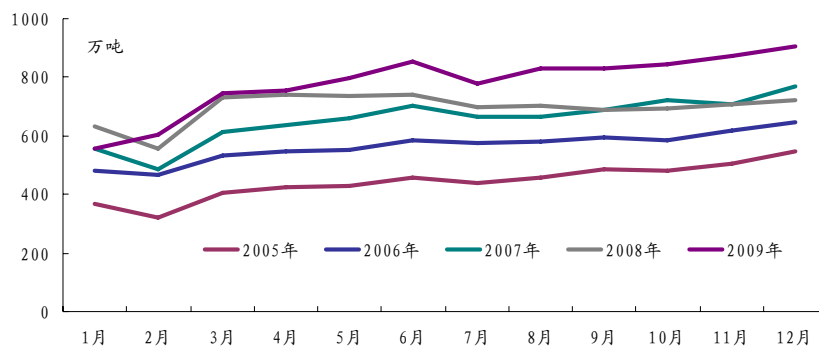


数据来源：国泰君安证券研究

造纸行业技术成熟，是重资产行业。我国造纸行业设备大部分是国外进口。由于近年来新建产能较多，我国在设备和技术上都处于国际领先水平。

造纸行业的季节性和弱周期性。造纸主要原材料是美废、木浆和麦草，美废和木浆主要依赖从国外进口，而进口的木浆受产浆地季节气候的影响，其供应价格在一年内也呈现一定的季节性波动；麦草主要在夏秋季节进行收购和储放，每年入冬前的 8-11 月份收购量全年收购量的 50% 以上。此外，包装业每年在入冬前，酒厂、烟厂对酒箱、酒盒、烟盒等的需求量较大，会出现对包装用纸需求量增加的现象。因此，造纸行业在原材料的供应时间和产品的需求时间上具有较明显的季节性。

图 9 造纸行业的季节性



数据来源：Wind，国泰君安研究

同钢铁，化工等其他基础原材料行业一样，造纸业属于周期性行业，纸的需求广泛，有着印刷、书写、包装、生活等多种用途。和钢铁、化工等较为集中使用于投资领域的基础原材料行业不同，造纸有一定的消费属性。这种消费属性淡化了其周期性特性，使其表现为弱周期性。造纸行业产能建设周期一般为 1.5 年左右。相对于其他周期性行业比较短。也在一定程度上减弱了行业的周期性。

表 2 造纸行业建设周期较短

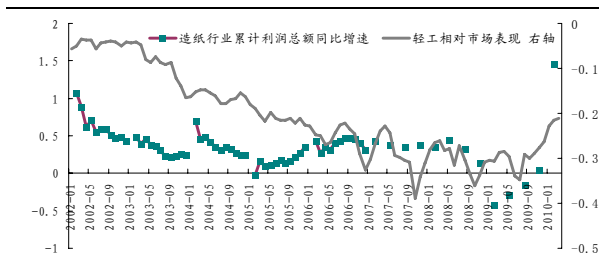
行业	项目建设周期
煤炭	3-5 年
有色	3-5 年
电力	2 年
钢铁	2-3 年
化工	2-3 年
建材	1-2 年
造纸	1.5 年

数据来源：国泰君安证券研究

2. 造纸行业投资时点的把握

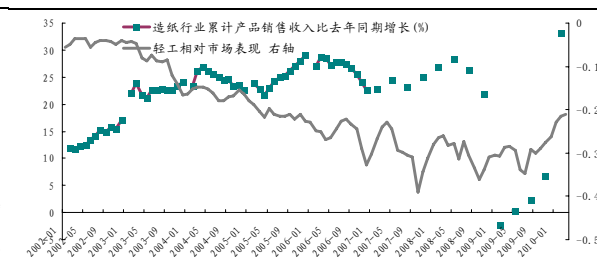
策略研究员（以下简称策略）：我们发现，和利润增速以及营收增速相比，毛利率似乎是一个更好的指标。是不是可以通过预判毛利率的变化进行投资？是不是可以这样理解，毛利率是行业景气度的指标？

图 10 利润增速和行业表现相关



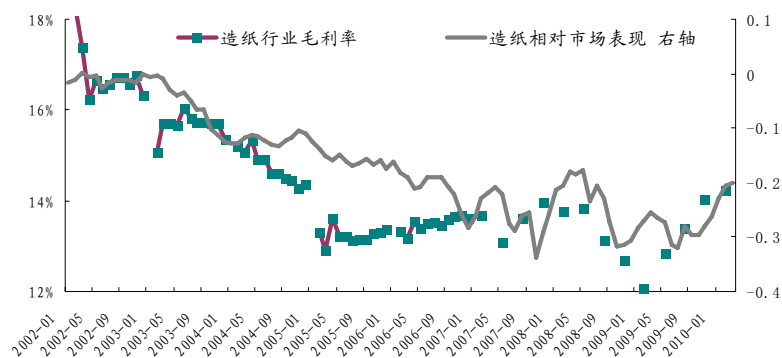
数据来源：wind, 国泰君安证券研究

图 11 销售收入和行业表现相关度不高



数据来源：wind, 国泰君安证券研究

图 12 毛利率似乎是一个更好的指标

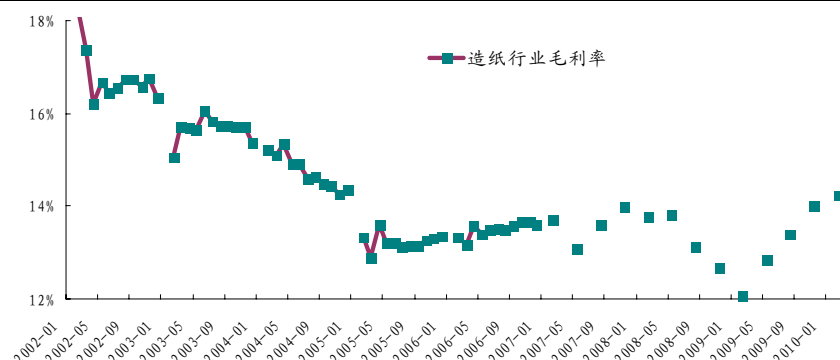


数据来源：wind, 国泰君安证券研究

行业研究员（以下简称行业）：可以这样说。

策略：我们发现从02年来，造纸行业毛利逐年降低，与02年来产能集中投放导致的行业供过于求的状况相关吗？这种情况还会持续吗？

图 13 行业毛利逐年降低

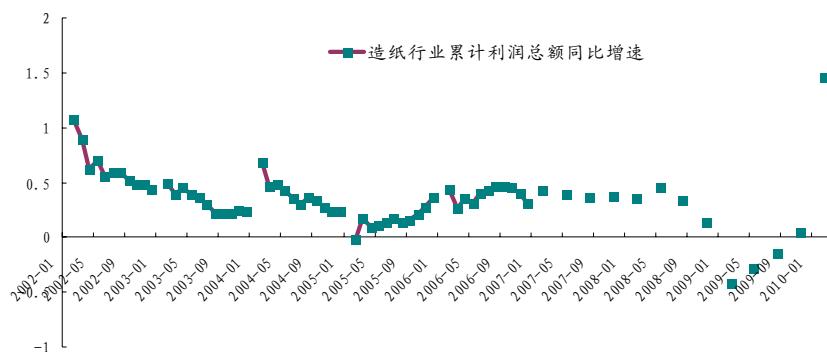


数据来源：wind，国泰君安证券研究

行业：对。但不会持续，现在上市公司毛利基本上是18-20%左右，净利润为5%，对比社会平均成本，这种毛利状况处于正常水平。也就意味着，如果毛利继续下降，相当一部分产能就会推出市场，在这种机制的调节下，行业毛利可以稳定在这个水平。

策略：和上一轮调整周期相比，造纸行业本次周期波动幅度变大，除了金融危机导致的全球需求减弱的原因外，还有什么其他的原因呢？是否意味着行业的弱周期性特性将改变？

图 14 本轮周期，造纸行业波动幅度变大

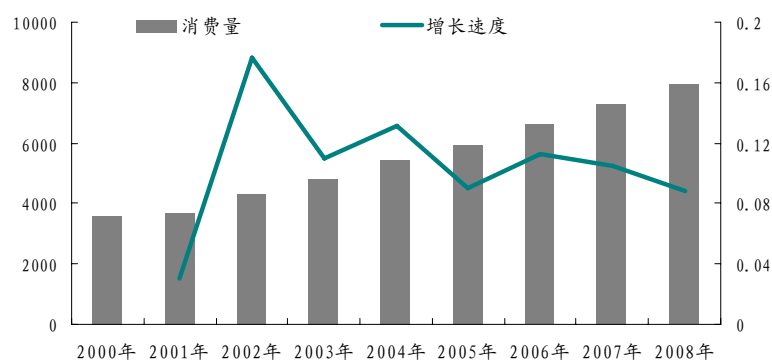


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

行业: 是全球需求下降和全行业产能过剩两个因素叠加的后果。全行业产能过剩问题还会继续影响周期波动。但随着行业集中度的提高, 大企业对市场价格的控制力增强, 对市场的研判能力增强, 行业还会回归到之前的弱周期的特性。

策略: 市场有观点认为, 由于中国纸品需求保持稳定增长, 所以造纸行业景气主要是由供给决定, 您怎么看?

图 15 我国造纸行业市场需求保持稳定增长



数据来源: 中国造纸工业报告, 国泰君安证券研究

行业: 这个问题需要分纸种分阶段来分析。以新闻纸为例, 几年前, 新闻纸需求量保持增长, 需求保持增长, 行业景气基本上是由供给决定, 但近两三年, 新闻纸需求基本上没有什么增长, 此时行业景气就不只和供给相关了。

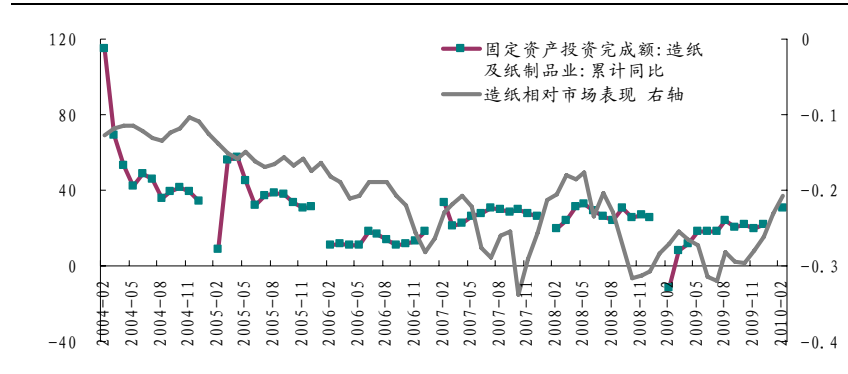
策略: 开工率上升时, 企业转嫁上游成本的能力越强, 毛利率高。我们是不是可以将开工率作为企业毛利率的先行指标?

行业: 理论上可以。但我们很难得到全行业开工率的数据。大企业的开工率数据可以通过调研得到, 但中小纸厂的数据是不可得的。在我国纸业的行业集中度低的前提下, 只了解大纸厂的开工率还是远远不够的。

策略: 现在市场上常用的固定资产投资是不是一个比较好的指标?

行业：固定资产投资可以作为参考。但是问题在于我国统计局公布的数据是将制浆和造纸的固定资产投资合并在一起公布的，预测的准确性就要打折扣了。比如说上游投资增加，行业景气度非但不会恶化，反倒可能好转。

图 16 固定资产投资可以作为参考



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

策略：那您是如何判断行业景气的？

行业：对造纸行业拐点的判断不能机械地观察对下游景气。举例来说，上轮周期，国家刺激经济的投资基本不会针对造纸行业，这就决定了造纸行业只能是跟随或者说等待国内大多数行业好转后才有可能复苏。但当时我仍然坚持 08 年底是行业最坏的时刻（参见《2008 年 4 季度可能已是最坏时刻》）。主要就是基于当时造纸行业出现全行业亏损，而且罕见地持续了几个月的时间（这种情况仅在 90 年代出现一次）。之后对企业的调研我们发现大部分企业采取了停工限产的措施，产能得到了有效的控制。对行业周期顶点的判断，个人经验是观察毛利率，行业毛利达到历史高点时是行业进入顶点的标志。今年初，行业毛利率已经到达了历史高点，纸价基本钝化，企业提价难度增大，浆价上涨接近历史最高点，此时就可以判断行业已经到达周期顶点。

由于数据的缺乏，自上而下把握造纸行业的景气度似乎比较困难。通过经验判断似乎也需要更多的技巧，下面我们试图从企业盈利的情况来验证行业的景气度。因为行业最主要的成本是纸浆，所以判断纸浆价和纸价就是预判企业毛利的核心所在。

策略：造纸行业毛利取决于纸品价格和纸浆价格，纸浆价格和纸品价格大部分时间是同向变化的，如何分析企业毛利的变化呢？

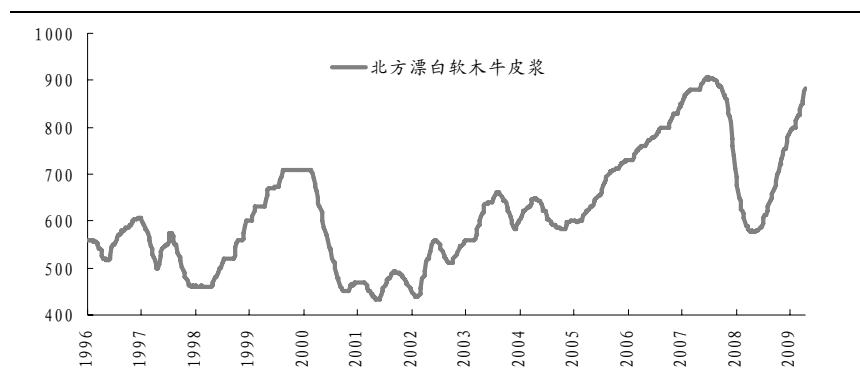
行业：周期的前半段纸品的涨幅高于纸浆，行业景气向上，周期的后半部分，当纸价进入高点时开始钝化，两者关系变反，企业盈利状况发生逆转，行业景气向下。

策略：我国纸品价格上涨往往跟随国际浆价，因此，判断行业拐点关键是预测纸浆的价格。如何预测纸浆的价格？

行业：大方向上，我们一般把握纸浆的周期。纸浆周期一般持续 4-5 年。

局部性的分析，主要结合库存、产能等进行判断。

图 17 纸浆周期一般为 4-5 年



数据来源：国泰君安证券研究

策略：如何预测纸种价格？

行业：需要分纸种分析。对于下游周期性比较强纸种，如包装纸，下游主要是轻纺工业、家电、食品、IT 通讯等，其需求波动较大，所以关键是把下游周期。对于下游周期性不强的印刷类用纸，其需求比较稳定，关键分析供求关系的变化。

策略：我国对纸浆的依存度是 39%，因此人民币升值可以减轻造纸行业的成本。是不是意味着人民币升值预期对造纸行业有系统性投资机会？

行业：个人理解，没有人民币升值行情。当然，单从币值一个因素考虑，人民币升值对造纸行业具有比较重大的影响。但考虑到实际情况时，我们发现人民币升值往往伴随着纸浆价格的上涨。如果纸浆上涨的幅度超过人民币升值的幅度，造纸行业并不见得获利。

策略：造纸行业 PB 还是 PE 估值比较合理？

行业：市场上习惯用 PE 估值。以行业的成长以及国际估值对比来看，15-20 倍是比较合理的。

表 3 造纸行业估值和国际相当

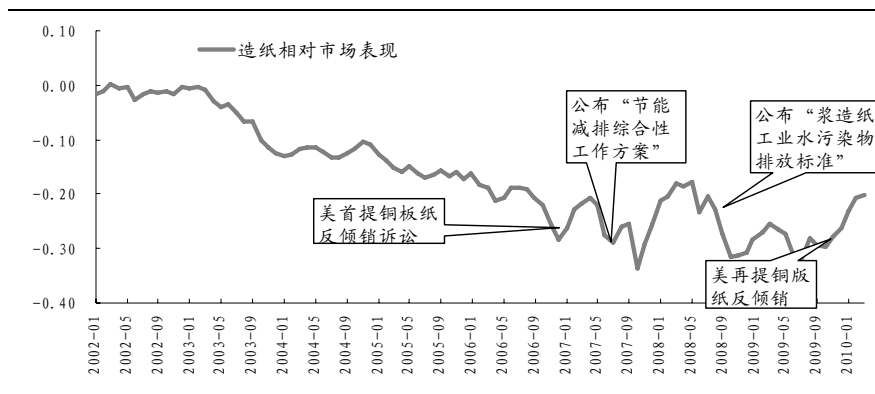
公司简称	09PE	10PE	PB
IP	16.93	12.51	1.74
UPM	8.57	12.49	0.88
STORAENSO	10.80	9.25	0.94
OJI	13.04	11.91	0.87
理文纸业	15.15	15.15	2.62
玖龙纸业	21.50	15.28	2.47
太阳纸业	12.55	17.18	3.53
晨鸣纸业	17.78	13.03	1.13

数据来源：国泰君安证券

策略：造纸板块表现是否存在事件性投资机会？由下图我们发现，似乎股价对正面事件并没有相应的表现。对一些正面事件，股价不一定要有正面反应；负面事件出来股票也不一定会跌。为什么会有这种现象？是不是这样就意味着对于造纸行业，不存在事件性投资机会呢？

行业：07 年 6 月国家公布“节能减排综合性方案”时，造纸行业走出了一波大行情。但除此之外行业基本上没有过大的事件性机会。这是由造纸行业的特点决定的。造纸是一个传统型行业（我们很难想象某一纸种需求爆发性的增长），技术比较成熟（很难有大的技术突破），政府也不太可能针对这样一个完全竞争的行业出台除环保以外的其他政策。政府的环保相关政策，从 03 年以来一直了无新意，对市场难有比较大的冲击。

图 18 造纸行业事件性投资机会少



数据来源：国泰君安证券研究

3. 超越周期的成长

策略：在经历过 00-05 年的高速发展期后，造纸行业进口替代的故事已经结束，国内市场已经饱和，而国际市场建立尚需时日。而受我国林业资源所限，行业上游整合能力较差。行业集中度不高，对下游定价能力不强。市场对该行业的成长性产生了质疑。这个行业未来的成长性在什么地方？

行业：这些就是造纸行业的现状。造纸行业是一个传统行业，需求没有爆发性的成长，也不可能有很大的技术进步。随着电子阅读的兴起，印刷纸有被替代的可能性。虽然行业未来成长性有限，但行业集中度的提高将造就一批成长型的优势企业。个人判断，行业整合将在 3-5 年内实现。主要原因在于，造纸行业规模优势逐渐凸显，技术提升迅速。10 年前，一个 10 万吨的生产线至少需要 1000 个工人。现在，一个大型企业 40 万吨的生产线只需要 200 个工人。在成本压力下，小型纸企将逐渐退出造纸行业。整合结束后，造纸行业剩下 20-30 家企业，届时消费量为 1 亿吨左右，平均下来每家 500 万吨的规模。而现在我国 A 股最大纸业公司晨鸣产能只有 300 万吨，其他公司更是不到 200 万吨。由此判断，优秀造纸企业还很大的成长空间。

策略：随着国内对环境保护的重视，使得行业污染成本提高，是否会对

行业的长期发展产生影响，对相关上市公司有不利影响吗？

行业：不会有不利影响。现在，大型企业的设备都高于国家环保要求的水平，设备落后的中小型企业受影响较大。如果标准能被严格执行，无疑将加速中小型企业的退出，促进行业的整合，对大型企业反而有利。

策略：看到你的一篇报告“国内纸业整合全面提速”，上面提到金融危机加速了造纸行业的整合步伐，现在行业整合的情况如何？我们发现上市公司大部分是通过自建提高自己的产能，为什么会有这样的现象？

行业：行业整合正在进行中，但是并购案例不多。我国大部分造纸企业并不具备整合价值。归根到底，整合的目的有三个：一是市场，二是设备，三是上游资源。第一，我国市场集中度不高，每个企业的市场份额都不高，所以并购入一家企业后并不能有效提高市场占有率；第二，小型纸厂设备比较落后，没有购入价值；第三，我国林业资源匮乏，大部分纸厂没有林（岳阳纸业是个例外，所以其整合价值比较高），没有资源优势。

策略：进口替代之后，出口会成为造纸行业的下一个增长点吗？

行业：不会。我国出口的优势在于成本。但在造纸行业，我国成本优势无法体现。造纸行业最主要的成本纸浆进口比例高达 39%，主要的设备也是国外进口。如果再考虑到运输成本，我国的纸产品根本没有任何成本优势。铜板纸是个特例，因为除纸浆外，碳酸钙也是主要的原料（1 吨铜板纸大约加入 600 公斤碳酸钙）。

策略：造纸行业进入成熟期，往往在价格方面进行激烈的竞争而且增长空间很小。改善盈利回报的比较重要的方式是通过上下游行业整合。以美国纸业公司为例，美国纸业公司在 1956 年，国际造纸公司收购了 Long-Bell 木材公司，将业务到了造纸之外的领域。国际造纸公司海外市场的扩展在 60 年代继续进行，这期间兼并了一些生产集装箱的厂家，包括意大利的 Catania，西班牙的 Bilbao，法国的 Arles 和 Mortagne 等，提高了国际造纸公司在欧洲市场的影响。六十年代晚期是国际造纸公司发展的关键时期，公司资产不断增加，进行了数目空前的合并和兼并活动。请问国内造纸行业上市公司和国际同行在上下游整合情况差距有多大？有什么进展？主要面临的瓶颈是什么？

行业：林纸一体化的尝试在 2000 年就已经开始，但从目前的情况来看，并没有实质性的进展。仅岳纸、晨鸣等企业前两年或租或买获得了一些林地产权。但去年国家出台的林权改革以后，林业产权化的难度进一步增加。林权改革的核心是将林地的产权租给农户，改变林地归集体管理的状况。对于纸厂而言，谈判对手由乡政府变成了农户群体，无疑增加了谈判成本。除了谈判成本提高外，林业产权化还有其他的问题，如一般树种需要育林 5-6 年，比较高档的树种（松树）需要育林 15-20 年。前期投入高，且租期相对较短，企业承担的成本不低，风险也比较大。所以，现在行业通行做法是和农民签订一个比较松散的协定，协定树种和收购价。因为以上原因，我国上市公司除了岳阳纸业，很难在林纸一

体化上有实质性的突破。

4. 选股策略

策略：就如之前您提到的，3-5年后，造纸行业集中度迅速提高，由20-30家公司占领市场，请问有哪些公司将在这场行业整合中获得更大的收益？

行业：可以遵循两条线索，主流公司，包括华泰、晨鸣、太阳、博汇等，这类龙头企业将受益于产业集中度提高企业规模的扩张和市场份额的扩大。被整合的公司，如美利、山鹰、景兴等，也将受益于重组带来的机会。

策略：虽然造纸行业毛利比较低，各细分市场差异比较大，寻找新的蓝海决定了造纸行业上市公司的成长必然路径，您认为现在哪个细分市场能成为行业新的增长点，现在我国哪些上市公司在差异化战略中比较成功？

行业：包装纸。但现在这个市场已经有了玖龙这样的超大型企业，空间已经不大。

策略：在高度竞争的行业，管理者的能力以及公司治理结构决定了企业的表现。在造纸行业，我们如何寻找具有优秀管理团队的公司呢？

行业：理论上可以这么说。但是我们很难从几次调研中深入了解公司领导者。

策略：你最看好哪些股票？

行业：总体来看，造纸行业2010年业绩可实现同比大幅增长，综合淘汰落后产能、人民币升值、业绩成长及估值水平等因素，首选公司为太阳纸业，次选为晨鸣纸业、博汇纸业；较长时间来看岳阳纸业资源禀赋优异，同时具备央企资产整合平台潜质，可以期待资产注入下业绩的持续提升。纸包装行业的美盈森正在经历行业及公司的快速增长，印刷行业的东港股份逐渐进入智能卡、智能标签等高盈利领域，尽管近期在大盘影响下公司股价有所调整，但基本面没有发生变化，继续推荐，可以择机介入。

表 4 造纸行业上市公司推荐

公司	PB	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	建议
美盈森	4.76	0.74	0.97	1.65	54.1	41.3	24.3	增持
合兴包装	8.63	0.31	0.36	0.52	55.9	48.2	33.4	增持
东港股份	6.74	0.67	0.71	1.00	46.2	43.6	31.1	增持
太阳纸业	4.04	0.48	0.70	0.90	25.2	17.3	13.3	增持
博汇纸业	1.45	0.40	0.40	0.52	20.9	20.6	15.8	增持
晨鸣纸业	1.17	0.41	0.56	0.70	18.3	13.3	10.6	增持
岳阳纸业	2.58	0.14	0.25	0.34	82.6	47.6	35.4	增持
景兴纸业	1.68	0.08	0.30	0.39	90.4	24.4	18.9	谨慎增持

华泰股份	1.08	1.69	0.23	0.40	6.0	43.2	25.2	谨慎增持
美利纸业	2.08	0.03	-0.18	0.12	245.9	-35.1	52.3	谨慎增持
银鸽投资	2.38	0.06	0.08	0.10	97.9	72.4	57.9	中性
山鹰纸业	1.83	0.11	0.21	0.25	49.2	25.8	21.7	中性

数据来源：国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		