

太阳纸业(002078)

报告日期: 2020年8月30日

盈利表现略超预期, 中期成长逻辑通顺

——太阳纸业中报点评

点评报告

行业公司研究——造纸 II 行业一

证券研究报告

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 史凡可、傅嘉成、姜文镗
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

20H1 公司实现总营收 104.28 亿(-3.23%), 归母净利润 9.36 亿(+5.61%), 扣非归母净利润 8.75 亿(+1.35%); 其中 20Q2 公司总营收 48.76 亿(-8.43%), 归母净利润 4.00 亿(-20.93%), 扣非归母净利润 3.80 亿元(-28.17%)。预计上半年公司销售机制纸约 180 万吨, 其中 Q2 销售约 100 万吨; 销售浆约 60 万吨, 其中 Q2 销售约 30 万吨; Q2 盈利表现略超市场预期。

投资要点

□ 多产品增长靓丽, 疫情不改成长

分产品来看, (1)文化纸: 20H1 营收 37.86 亿(+7.80%), 毛利率 33.51% (+11.99%); 单 20Q2 营收 17.69 亿(-3.12%), 毛利率 35.65% (+9.92%)。(2)铜版纸: 20H1 实现营收 14.66 亿(-2.94%), 毛利率 34.59% (+14.53%); 单 20Q2 营收 6.26 亿(-32.49%), 毛利率 38.21% (+15.76%)。(3)牛皮箱板纸: 20H1 实现营收 16.59 亿(+15.82%), 毛利率 8.72% (-5.32%); 单 20Q2 营收 10.12 亿(+131.34%), 毛利率 4.23% (-5.49%)。(4)溶解浆: 20H1 实现营收 13.09 亿(-28.31%), 毛利率 0.67% (-21.03%); 单 20Q2 营收 3.40 亿(-63.81%), 毛利率-35.79% (-58.31%), Q2 营收大幅下降主要系溶解浆转产化学浆。(5)化机浆: 20H1 实现营收 8.94 亿(+16.08%), 毛利率 24.75% (+1.45%); 单 20Q2 营收 4.63 亿(-8.65%), 毛利率 29.30% (+5.58%)。综合来看, 营收同比下降主要由于下游复工延后拖累需求, 叠加 4-5 月处于需求淡季、竞争对手价格策略较为激进, 纸价持续走低, 20Q2 双胶纸/铜版纸/箱板纸平均价格分别为 5569、5284、3877 元/吨, 较 20Q1 分别下降 13.4%、11.0%、9.8%; 文化纸毛利率上升主要源于成本端控制能力提升、海外木浆价格维持低位且 4 月销售的文化纸由于经销商提前下单价格仍处于高位。我们预期 Q2 为造纸景气底部, 目前公司库存处于低位(文化纸约 5 天, 箱板纸约 10-15 天), 下半年伴随国内学生开学、党建需求及海外工厂复工将推动纸价向上。

□ 木浆价格维持低位, 箱板纸原材料自给率提高, 利好盈利释放

公司主要原料针叶浆、阔叶浆 20 年 H1 单吨价格分别为 580/458 美元/吨(同比 19 年 H1-16%/-33%); 跌至目前价格分别为 576/471 美元/吨。由于疫情拖累, 需求相对低迷, 预期 20 下半年维持弱势, 且公司木浆备货充足, 利好盈利持续释放。此外, 公司箱板纸原材料自给率持续提高, 随老挝基地新增年产 40 万吨废纸浆产能系 2019 年 6 月投产、20Q1 邹城 20 万吨本色高得率生物质纤维投产, 公司包装纸原材料总产能达 100+万吨, 考虑明年箱板纸 80 万吨投产, 原材料自给率仍达约 40%, 低成本原料构筑核心优势。

□ 林浆纸一体化构筑成本优势, 2020 年纸浆产能突破 730 万吨

截至 2019 年公司机制纸年产能达 412 万吨, 其中双胶纸年产能 130 万吨、铜版纸 90 万吨、牛皮箱板纸 160 万吨; 机制浆年产能达 260 万吨, 其中化机浆产能 90 万吨, 溶解浆产能 80 万吨。公司通过老挝海外布局林浆纸一体化, 逐步实

评级

买入

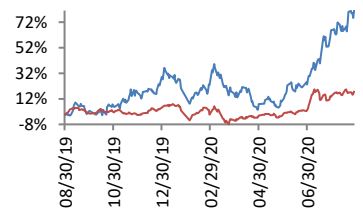
上次评级 买入
当前价格 ¥13.86

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
2Q/2020	0.16
1Q/2020	0.21
4Q/2019	0.27
3Q/2019	0.23

— 太阳纸业 — 上证综合指数



公司简介

文化纸龙头, 纸种多元化, 林浆纸一体化布局构筑成本优势

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 史凡可、傅嘉成、姜文镗

现木片自给，木浆/溶解浆生产成本相对优势显现。未来公司进一步加快造纸、制浆业务的产能建设进程，预期兖州本部 45 万吨特色文化用纸项目、14 万吨特种纸项目 2020 年四季度投产，邹城 5 万吨生活用纸 2020 年三季度投产；广西北海林浆纸一体化项目稳步推进，预期 80 万吨箱板纸 2021 年一季度投产，55 万吨文化纸 2021 年年中投产。2020 年公司机制纸和纸浆产能合计超 730 万吨，三大生产基地相关项目全部投产后，太阳纸业的总产能将突破 1000 万吨。

□ 盈利能力持续提升，费用率小幅上升

20H1 公司销售毛利率 23.72% (+4.01pct)，归母净利率 8.98% (+0.75pct)；其中 20Q2 毛利率为 22.72% (+0.95pct)，归母净利率为 8.21% (-1.30pct)，毛利率提升主要系木浆价格处于低位，且原材料自给率提升。期间费用率方面，20H1 期间费用率合计 12.62% (+2.41pct)，其中销售费用率 4.76% (+1.24pct)，系运输费用增加所致；管理+研发费用率 5.13% (+1.25pct)，主要因股权激励摊销、研发投入增加所致；财务费用率 2.73% (-0.08pct)；单 20Q2 期间费用率上升 1.44pct 至 12.38%，其中销售费用率 4.08% (+0.29pct)，管理+研发费用率 5.38% (+1.20pct)，财务费用率 2.91% (-0.05pct)。

□ Q2 现金流表现靓丽，营运效率小幅下降

从现金流表现来看，20H1 公司经营性现金流量净额 21.73 亿（环比-12.05%），其中 20Q2 经营性现金流净额 18.89 亿（环比+566.68%），现金流修复显著。从营运效率来看，20H1 应收帐款 20.29 亿（较期初增加 4.21 亿），周转天数较去年同期增加 4.64 天至 31.38 天；存货较期初增加 5.16 亿至 29.72 亿，周转天数较去年同期增加 10.35 天至 61.40 天；应付票据及帐款合计 18.28 亿（较期初减少 8.07 亿），应付帐款周转天数较去年同期减少 5.09 天至 39.46 天；在建工程 50.20 亿，环比增加 24.78 亿，主要系公司本部 45 万吨特色文化用纸项目、7 万吨特种纸项目和碱回收升级改造项目，公司子公司广西太阳北海 350 万吨林浆纸一体化（一期）项目，老挝孙公司太阳沙湾 120 万吨造纸项目等付款增加所致。

□ 盈利预测与投资评级

太阳纸业具有自下而上领跑于行业的优秀潜质，纸种多元化，林浆纸一体化布局构筑成本优势，伴随广西 350 万吨项目逐步投产，中期成长动力充足。预期公司 20-22 年分别实现营收 240.4、294.0、340.8 亿（+5.6% /+22.3% /+15.9%），归母净利 20.6、28.3、34.4 亿（-5.4% /+37.4% /+21.4%），对应 PE 为 17.43X /12.69X /10.46X，给予“买入”评级。

□ 风险提示

纸价上涨不及预期，行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	22762.70	24038.54	29404.90	34077.07
(+/-)	4.57%	5.60%	22.32%	15.89%
净利润	2178.12	2061.01	2830.86	3435.23
(+/-)	-2.83%	-5.38%	37.35%	21.35%
每股收益(元)	0.84	0.80	1.09	1.33
P/E	16.49	17.43	12.69	10.46

图 1: 太阳纸业季度数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入	5,041.29	5,432.36	5,636.21	5,658.54	5,451.08	5,325.09	5,624.83	6,361.71	5,552.36	4,875.93
YOY	14.29%	26.76%	12.51%	9.06%	8.13%	-1.97%	-0.20%	12.43%	1.86%	-8.43%
归母净利润	616.72	611.48	573.38	436.03	380.24	506.46	598.43	692.99	536.02	400.46
YOY	40.14%	40.63%	14.82%	-32.92%	-38.34%	-17.18%	4.37%	58.93%	40.97%	-20.93%
扣非归母净利润	603.87	607.19	570.01	430.07	333.87	529.63	594.83	640.39	494.74	380.45
YOY	48.03%	31.46%	15.56%	-36.32%	-44.71%	-12.77%	4.35%	48.90%	48.18%	-28.17%
毛利率	27.53%	26.37%	23.14%	17.33%	17.70%	21.77%	23.84%	26.19%	24.59%	22.72%
期间费用率	8.75%	10.00%	11.46%	11.72%	9.49%	10.94%	10.79%	12.32%	12.84%	12.38%
其中: 销售费用	147.49	171.04	213.65	218.07	177.22	202.08	225.12	337.14	296.83	199.18
销售费用率	2.93%	3.15%	3.79%	3.85%	3.25%	3.79%	4.00%	5.30%	5.35%	4.08%
其中: 管理费用	151.59	163.81	155.81	154.02	131.73	125.98	136.43	169.70	164.96	163.11
研发费用	0.00	0.00	70.91	127.43	63.79	96.57	106.06	145.81	107.78	99.19
管理+研发费用率	3.01%	3.02%	4.02%	4.97%	3.59%	4.18%	4.31%	4.96%	4.91%	5.38%
其中: 财务费用	142.18	208.33	205.43	163.83	144.77	157.84	139.32	130.90	143.13	142.07
财务费用率	2.82%	3.84%	3.64%	2.90%	2.66%	2.96%	2.48%	2.06%	2.58%	2.91%
归母净利润率	12.23%	11.26%	10.17%	7.71%	6.98%	9.51%	10.64%	10.89%	9.65%	8.21%
存货	1,656.74	1,830.05	2,158.90	2,167.86	2,439.14	2,740.31	2,783.61	2,455.97	2,711.20	2,971.60
较上年同期增减	221.44	131.67	757.35	642.96	782.39	910.26	624.71	288.10	272.06	231.29
存货周转天数	39.19	39.45	41.49	39.89	46.21	51.06	51.67	47.21	55.53	61.40
较上年同期增减	4.87	0.32	8.16	5.58	7.02	11.60	10.18	7.32	9.32	10.35
应收账款	1,832.98	1,791.32	2,126.77	1,463.73	1,976.84	1,737.75	1,831.35	1,607.40	2,617.74	2,028.62
较上年同期增减	706.98	-22.05	111.45	-180.93	143.86	-53.57	-295.42	143.67	640.90	290.87
应收账款周转天数	31.04	29.53	31.60	25.70	28.40	26.74	27.12	24.29	34.24	31.38
较上年同期增减	5.66	-3.34	-1.66	-2.94	-2.64	-2.79	-4.48	-1.42	5.84	4.64
应付账款及应付票据	4,183.18	5,534.57	6,432.15	5,520.23	6,004.57	4,984.11	4,838.50	2,635.19	2,328.70	1,828.36
较上年同期增减	1,512.56	3,127.44	3,957.33	2,302.01	1,821.40	-550.45	-1,593.65	-2,885.05	-3,675.87	-3,155.75
预收账款(合同负债)	564.26	713.47	709.07	826.10	716.03	896.14	860.74	1,153.16	1,134.58	983.19
较上年同期增减	338.67	-414.93	-323.98	-135.62	151.77	182.68	151.66	327.06	418.55	87.05
经营性现金流净额	631.79	1,448.08	1,194.86	1,203.12	2,670.16	-454.36	538.51	1,931.62	283.36	1,889.14
较上年同期增减	392.73	1,012.78	123.63	-818.06	2,038.37	-1,902.43	-656.35	728.50	-2,386.80	2,343.50
筹资性现金流净额	-815.36	107.68	-1,392.78	-430.32	-907.46	1,053.74	85.80	-151.89	481.92	305.44
较上年同期增减	-1,328.52	-607.22	-907.15	-936.39	-92.10	946.07	1,478.58	278.43	1,389.37	-748.30
资本开支	992.10	943.16	499.79	600.03	1,003.26	702.56	561.85	1,823.72	1,078.36	1,576.76
较上年同期增减	430.49	27.36	-401.61	-1,000.75	11.16	-240.61	62.06	1,223.69	75.10	874.20
ROE	5.81%	5.49%	4.88%	3.53%	2.99%	3.88%	4.40%	4.85%	3.60%	2.60%
YOY(±)	0.44%	0.40%	-0.72%	-3.14%	-2.83%	-1.61%	-0.48%	1.32%	0.61%	-1.28%
资产负债率	56.79%	59.34%	59.51%	57.23%	56.70%	56.06%	54.74%	54.48%	55.05%	54.10%
YOY(±)	-2.17%	-1.59%	0.41%	-1.23%	-0.09%	-3.28%	-4.77%	-2.74%	-1.65%	-1.96%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 2: 太阳纸业收入拆分一览

单位: 百万元	2017A	2018H1	2018H2	2018A	2019Q1	2019Q2	2019H1	19H2	2019A	2020Q1	2020Q2	2020H1
主营业务收入	18,894.29	10,473.65	11,294.75	21,768.40	5,451.08	5,325.09	10,776.17	11,986.53	22,762.70	5,552.36	4,875.93	10,428.29
YOY	30.71%	20.43%	10.76%	15.21%	8.13%	-1.97%	2.89%	6.12%	4.57%	1.86%	-8.43%	-3.23%
文化纸	5,899.15	3,683.17	3,523.48	7,206.65	1,685.99	1,826.30	3,512.29	3,872.69	7,384.98	2,017.00	1,769.38	3,786.38
占比	31.22%	35.17%	31.20%	33.11%	30.93%	34.30%	32.59%	32.31%	32.44%	36.33%	36.29%	36.31%
YOY	12.14%	38.02%	9.06%	22.16%	-4.49%	-4.78%	-4.64%	9.91%	2.47%	19.63%	-3.12%	7.80%
毛利率	28.06%	31.59%	22.79%	27.29%	16.96%	25.73%	21.52%	32.48%	27.27%	31.63%	35.65%	33.51%
铜版纸	4,450.65	2,152.82	1,841.98	3,994.80	582.99	927.71	1,510.70	1,952.01	3,462.71	840.00	626.34	1,466.34
占比	23.56%	20.55%	16.31%	18.35%	10.69%	17.42%	14.02%	16.29%	15.21%	15.13%	12.85%	14.06%
YOY	50.99%	10.19%	-26.23%	-10.24%	-50.76%	-4.26%	-29.83%	5.97%	-13.32%	44.09%	-32.49%	-2.94%
毛利率	32.66%	33.72%	22.31%	28.46%	16.26%	22.45%	20.06%	33.20%	27.47%	31.89%	38.21%	34.59%
牛皮箱板纸	2,391.68	1,186.71	1,453.50	2,640.21	994.99	437.46	1,432.45	1,930.10	3,362.55	647.00	1,012.03	1,659.03
占比	12.66%	11.33%	12.87%	12.13%	18.25%	8.22%	13.29%	16.10%	14.77%	11.65%	20.76%	15.91%
YOY	372.41%	8.85%	8.85%	10.39%	70.28%	-27.38%	20.71%	32.79%	27.36%	-34.97%	131.34%	15.82%
毛利率	19.89%	12.84%	9.94%	11.24%	15.94%	9.72%	14.04%	22.42%	18.85%	15.75%	4.23%	8.72%
溶解浆	2,696.09	1,444.54	1,721.91	3,166.45	886.97	938.60	1,825.57	1,761.13	3,586.70	969.00	339.67	1,308.67
占比	14.27%	13.79%	15.25%	14.55%	16.27%	17.63%	16.94%	14.69%	15.76%	17.45%	6.97%	12.55%
YOY	3.14%	6.01%	29.13%	17.45%	64.15%	3.80%	26.38%	2.28%	13.27%	9.25%	-63.81%	-28.31%
毛利率	21.00%	20.50%	20.12%	20.29%	20.83%	22.52%	21.70%	19.2%	11.99%	13.45%	-35.79%	0.67%
其他	1,186.85	748.43	819.59	1,568.02	263.27	507.06	770.33	812.74	1,583.07	431.00	463.20	894.20
占比	6.28%	7.15%	7.26%	7.20%	4.83%	9.52%	7.15%	6.78%	6.95%	7.76%	9.50%	8.57%
YOY	24.81%	30.89%	33.26%	32.12%	-23.19%	24.99%	2.93%	-0.84%	0.96%	63.71%	-8.65%	16.08%
毛利率	21.07%	25.88%	26.06%	25.97%	22.49%	23.72%	23.30%	21.31%	22.28%	19.86%	29.30%	24.75%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11233.11	11928.11	13744.18	14228.65
现金	2535.37	2271.31	2160.35	2178.10
交易性金融资产	7.01	2.34	3.12	4.16
应收账款	1940.50	4958.91	5222.90	5329.19
其它应收款	174.22	158.21	189.43	234.87
预付账款	417.83	630.03	758.62	791.99
存货	2455.97	2382.35	3484.49	3306.19
其他	3702.22	1524.97	1925.28	2384.15
非流动资产	21062.06	22349.93	23666.23	24672.32
金额资产类	0.00	127.16	105.97	77.71
长期投资	155.41	136.38	143.01	144.94
固定资产	16696.47	18037.55	19810.62	20443.02
无形资产	861.50	944.17	1023.21	1069.85
在建工程	2541.75	2630.67	2060.31	2340.59
其他	806.92	474.00	523.10	596.21
资产总计	32295.17	34278.04	37410.41	38900.97
流动负债	14246.33	14196.15	14632.89	12549.86
短期借款	8936.16	6668.08	5877.48	3535.39
应付款项	2635.19	4372.54	5352.25	5400.70
预收账款	1153.16	1117.87	1324.32	1615.26
其他	1521.83	2037.65	2078.84	1998.51
非流动负债	3348.97	3301.57	3146.90	3265.81
长期借款	1652.59	1652.59	1652.59	1652.59
其他	1696.37	1648.97	1494.31	1613.22
负债合计	17595.30	17497.71	17779.79	15815.68
少数股东权益	108.49	127.93	147.37	166.81
归属母公司股东权	14591.39	16652.40	19483.26	22918.49
负债和股东权益	32295.17	34278.04	37410.41	38900.97
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4685.94	4658.61	4097.68	5495.82
净利润	2197.56	2080.45	2850.30	3454.67
折旧摊销	1453.35	1143.95	1306.64	1452.94
财务费用	572.83	587.32	592.60	584.25
投资损失	(21.59)	(21.59)	(21.59)	(21.59)
营运资金变动	(1653.98)	446.59	434.51	(161.12)
其它	2137.78	421.89	(1064.78)	186.67
投资活动现金流	(4111.62)	(2734.01)	(2563.27)	(2360.03)
资本支出	(1983.85)	(2550.44)	(2484.01)	(2339.43)
长期投资	166.73	(94.94)	7.72	26.50
其他	(2294.50)	(88.62)	(86.98)	(47.09)
筹资活动现金流	80.19	(2145.45)	(1575.34)	(3034.90)
短期借款	3720.17	(2268.08)	(790.60)	(2342.09)
长期借款	(141.25)	0.00	0.00	0.00
其他	(3498.73)	122.63	(784.73)	(692.81)
现金净增加额	654.50	(220.85)	(40.92)	100.90

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	22762.70	24038.54	29404.90	34077.07
营业成本	17631.32	18449.18	22371.06	25893.78
营业税金及附加	114.20	151.01	173.04	195.19
营业费用	941.56	1154.12	1264.74	1448.66
管理费用	563.84	695.67	1020.01	1153.42
研发费用	412.23	504.81	588.10	671.43
财务费用	572.83	587.32	592.60	584.25
资产减值损失	70.96	50.82	77.65	90.76
其他经营收益	7.61	7.61	7.61	7.61
投资净收益	21.59	21.59	21.59	21.59
营业利润	18.18	8.01	10.39	12.19
营业外收入	2503.14	2482.82	3357.28	4080.98
营业外支出	90.56	75.55	83.46	83.19
利润总额	2593.71	2558.36	3440.75	4164.17
所得税	396.15	477.92	590.45	709.50
净利润	2197.56	2080.45	2850.30	3454.67
少数股东损益	19.44	19.44	19.44	19.44
归属母公司净利润	2178.12	2061.01	2830.86	3435.23
EBITDA	4628.76	4327.82	5384.92	6232.03
EPS (元)	0.84	0.80	1.09	1.33
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	4.57%	5.60%	22.32%	15.89%
营业利润	-7.14%	-0.81%	35.22%	21.56%
归属母公司净利润	-2.83%	-5.38%	37.35%	21.35%
获利能力				
毛利率	22.54%	23.25%	23.92%	24.01%
净利率	9.65%	8.65%	9.69%	10.14%
ROE	15.94%	13.09%	15.55%	16.08%
ROIC	10.13%	9.80%	11.84%	13.41%
偿债能力				
资产负债率	54.48%	51.05%	47.53%	40.66%
净负债比率	65.11%	54.71%	49.55%	39.97%
流动比率	0.79	0.84	0.94	1.13
速动比率	0.62	0.67	0.70	0.87
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.72	0.82	0.89
应收帐款周转率	14.82	14.10	15.13	14.99
应付帐款周转率	8.55	8.79	8.69	8.88
每股指标(元)				
每股收益	0.84	0.80	1.09	1.33
每股经营现金	1.81	1.80	1.58	2.12
每股净资产	5.63	6.43	7.52	8.84
估值比率				
P/E	16.49	17.43	12.69	10.46
P/B	2.46	2.16	1.84	1.57
EV/EBITDA	7.57	10.06	7.98	6.51

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>