

新产能释放叠加低成本红利，公司单二季度业绩创新高

事件：公司公告 2020 年半年报，单二季度实现收入 11.29 亿元，同比、环比分别增长 3.61%、24.93%；实现归母净利润 1.78 亿元，同比、环比分别增长 87.05%、70.04%。

核心观点

- Q2 单季度业绩创历史新高，盈利能力同比、环比均有提升。公司单二季度实现归母净利润 1.78 亿元，创下自身单季度业绩历史新高。受益于浆价低成本红利，公司 2020Q2 毛利率达 24.16%，同比、环比分别提升 0.99pct、0.63pct，盈利能力稳步改善。
- 产销规模扩大，原材料低成本红利持续释放，改善公司盈利能力。①收入端，公司新项目如期投产，叠加疫情相关的食品与医疗包装用纸需求增加，实现收入端以量补价；②成本端，2020 年上半年进口木浆价格延续历史低位价格，2020H1 阔叶浆、针叶浆外盘均价同比降幅分别达 28%、15%，低成本浆价红利持续释放，贡献公司盈利能力改善空间。
- 未来三年公司新增产能持续释放，浆价低成本红利延续，公司业绩稳健增长可期。预计公司常山 22 万吨项目将于 2020 年底前全部投产，同时公司计划投资 12 亿元建设 30 万吨高档纸基材料项目，预计未来三年公司产量年均复合增速达 33%（不含夏王）；成本端当前进口木浆外盘价处于历史约 20% 以下的较低分位，低成本红利有望延续，未来成长可期。

财务预测与投资建议

- 考虑上半年公司受疫情影响有限，低成本红利延续带来盈利稳步改善，叠加新增产能对未来业绩的贡献，上调 2020-2022 年归母净利润预测至 5.90、6.83、8.64 亿元（原预测分别为 5.38、5.65、5.73 亿元），对应的 EPS 分别为 0.88、1.02、1.29 元。公司是目前国内规模最大的特种纸企业之一，未来产能扩张步伐稳健，稳步贡献业绩增量；成本端原材料价格处于低位带来盈利改善空间，公司作为特种纸领军企业有望受益。结合 DCF 绝对估值法，我们给予公司 DCF 目标估值 25.57 元，下调至“增持”评级。

风险提示

- 原材料价格上涨超过预期的风险；新建产能建设不达预期的风险

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,098	4,567	5,126	7,087	8,988
同比增长(%)	34.5%	11.5%	12.2%	38.2%	26.8%
营业利润(百万元)	332	504	678	784	993
同比增长(%)	-24.7%	52.1%	34.4%	15.7%	26.6%
归属母公司净利润(百万元)	292	440	590	683	864
同比增长(%)	-26.7%	50.4%	34.2%	15.6%	26.5%
每股收益(元)	0.44	0.66	0.88	1.02	1.29
毛利率(%)	17.2%	18.7%	20.9%	19.6%	19.4%
净利率(%)	7.1%	9.6%	11.5%	9.6%	9.6%
净资产收益率(%)	10.5%	12.5%	14.7%	15.0%	16.2%
市盈率	55.7	37.0	27.6	23.9	18.9
市净率	5.0	4.3	3.9	3.3	2.8

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，

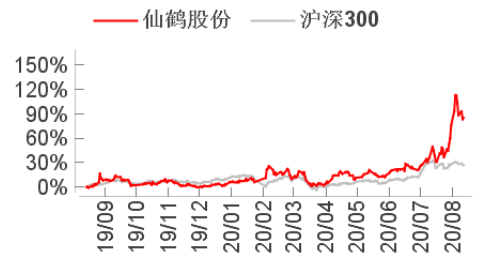


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (下调)

股价(2020年08月12日)	24.32元
目标价格	25.57元
52周最高价/最低价	27.96/13.36元
总股本/流通A股(万股)	67,007/12,745
A股市值(百万元)	16,296
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2020年08月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.83	36.17	53.15	81.90
相对表现	-10.12	38.39	35.79	56.26
沪深300	-2.71	-2.22	17.36	25.64



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001

证券分析师 吴瑾
021-63325888*6088
wujin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080001

相关报告

多品类布局构筑核心优势，产能扩张助力仙鹤腾飞： 2020-04-08

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。

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。

目 录

Q2 单季度业绩创历史新高，公司盈利能力显著提升	4
增量、降本双重驱动，增厚公司利润空间.....	5
未来产能扩张步伐稳健，稳步贡献业绩增量.....	6
盈利预测与投资建议	7
风险提示.....	9

图表目录

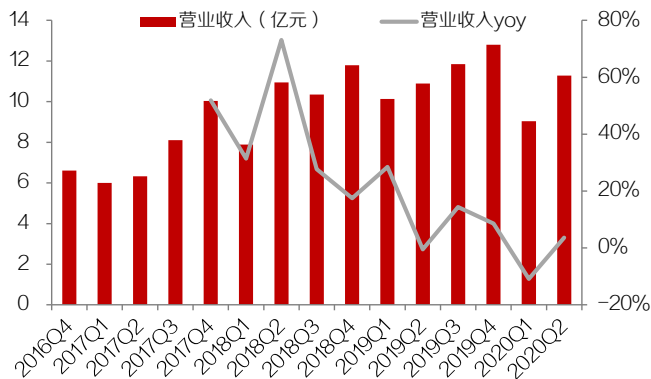
图 1：仙鹤股份 2020Q2 实现营业收入 11.29 亿元，同比增速达 3.61%.....	4
图 2：仙鹤股份 2020Q2 实现归母净利润 1.78 亿元，同比增速达 87.05%.....	4
图 3：夏王纸业 2020H1 营业收入同比下降 19.87%，归母净利润同比增长 7.99%.....	5
图 4：2019 年以来仙鹤股份盈利能力稳步改善.....	5
图 5：公司 2020H1 产销量分别为 27.8 万吨、24.3 万吨，同比分别增长 15.51%、6.59%.....	5
图 6：2020 年上半年进口木浆价格持续维持低位.....	6
图 7：公司未来几年加大新产能投入，生产规模持续扩大.....	7
表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 25.57 元.....	7
表 2：盈利预测调整表.....	8

事件：公司公告 2020 年半年报，2020H1 实现营业收入 20.32 亿元，同比下降 3.36%；实现归母净利润 2.82 亿元，同比增长 116.00%。其中单二季度实现收入 11.29 亿元，同比增长 3.61%，环比增长 24.93%；实现归母净利润 1.78 亿元，同比增长 87.05%，环比增长 70.04%。

Q2 单季度业绩创历史新高，公司盈利能力显著提升

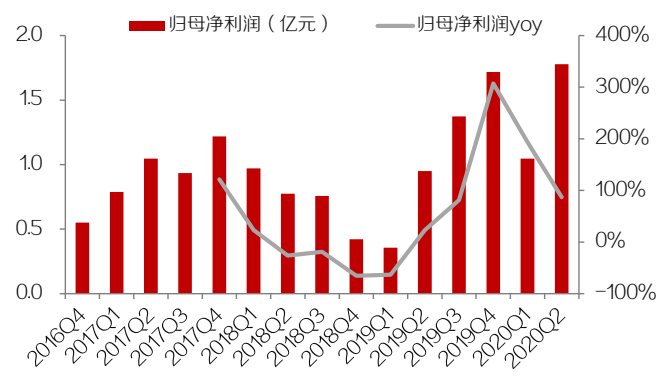
Q2 单季度业绩创公司历史新高，盈利能力同比、环比均有提升。2020 年上半年公司新产能逐步释放，在价格有所回落的情形下实现以量补价，收入同比仅小幅下降 3%，受疫情影响有限；成本端，木浆等原材料价格处于历史低位使得成本降幅高于售价降幅，公司上半年归母净利润得以实现显著增长，其中，2020H1 公司对合营企业夏王纸业确认的投资收益为 0.47 亿元（夏王纸业 2020H1 实现净利润 0.95 亿元，同比增长 7.99%），贡献公司归母净利润的比重为 16.71%。分季度来看，2020Q2 公司实现归母净利润 1.78 亿元，同比增速达 87.05%，创公司单季度业绩历史新高；盈利能力显著提升，Q2 实现毛利率 24.16%，同比、环比分别提升 0.99pct、0.63pct；实现净利率 15.81%，同比、环比分别提升 2.42pct、4.20pct。

图 1：仙鹤股份 2020Q2 实现营业收入 11.29 亿元，同比增速达 3.61%

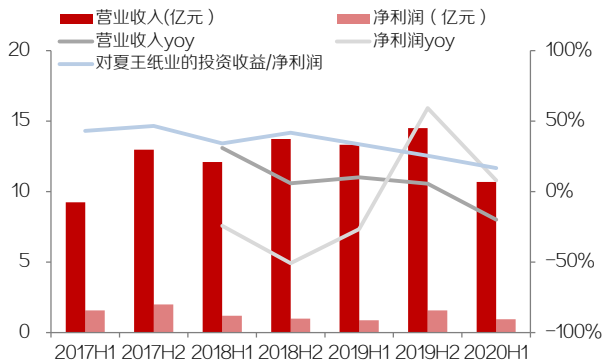


资料来源：公司公告，东方证券研究所

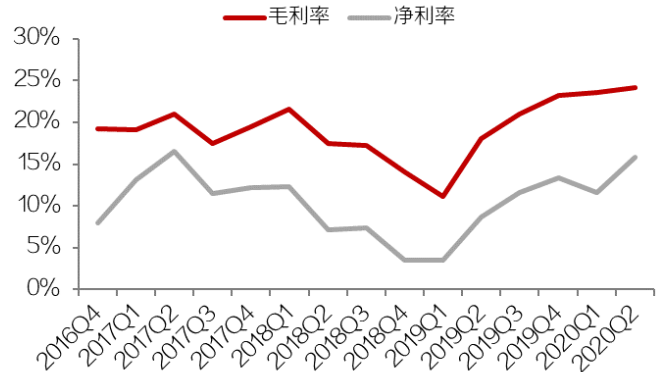
图 2：仙鹤股份 2020Q2 实现归母净利润 1.78 亿元，同比增速达 87.05%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：夏王纸业 2020H1 营业收入同比下降 19.87%，归母净利润同比增长 7.99%


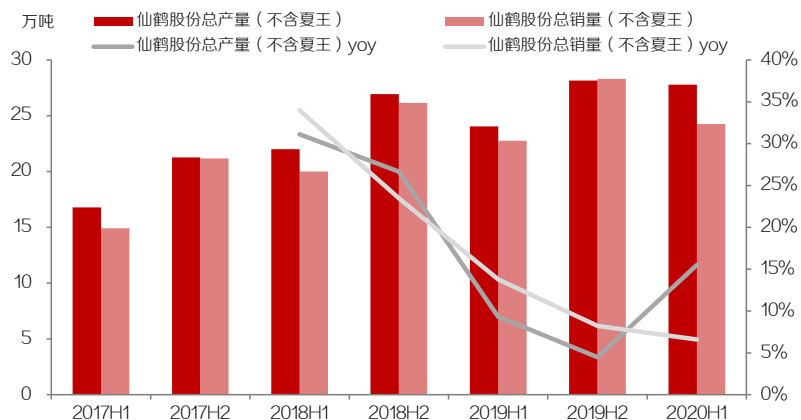
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2019 年以来仙鹤股份盈利能力稳步改善


资料来源：公司公告，东方证券研究所

增量、降本双重驱动，增厚公司利润空间

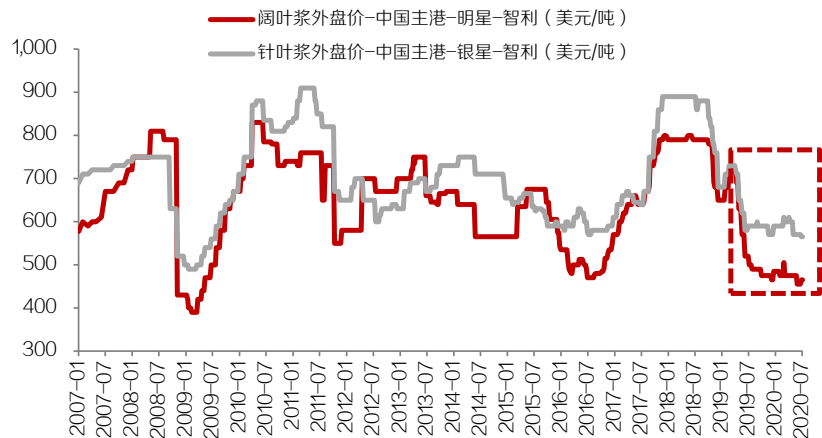
新项目如期投产叠加疫情相关产品需求增加，实现收入端以量补价。受疫情影响，公司 2020H1 综合口径产品售价约 8377 元/吨，同比下降 9.33%；与此同时公司产销规模有所扩大，实现以量补价，2020H1 公司产、销量分别达 27.78 万吨、24.26 万吨，同比分别增长 15.51%、6.59%，主要来源于两方面原因：（1）新项目如期投产贡献增量，东港生产基地 PM25 年产 3.5 万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸项目已于今年年初投产，年产 22 万吨高档纸基新材料项目中的 PM6 已于今年 3 月份投产，新增产能逐步释放；（2）与疫情相关的产品需求量显著增长，如口罩包装、一次性食品包装纸等需求增加，推动公司 2020H1 食品与医疗包装用纸收入同比增长 49.06% 至 3.35 亿元，占公司主营业务收入比重同比提升 5.41pct 至 17.07%。

图 5：公司 2020H1 产销量分别为 27.8 万吨、24.3 万吨，同比分别增长 15.51%、6.59%


资料来源：公司公告，东方证券研究所

成本端，木浆价格维持历史低位，低成本红利持续释放。木浆是公司的主要原材料，占总成本的比重接近 50%；进口阔叶木浆、针叶木浆价格自 2019 年 4 月起持续下跌至历史低位，2020 年以来需求疲弱导致木浆原材料价格延续弱势，2020H1 阔叶浆、针叶浆外盘均价同比降幅分别达 28%、15%，低成本浆价红利持续释放，贡献公司盈利能力改善空间。

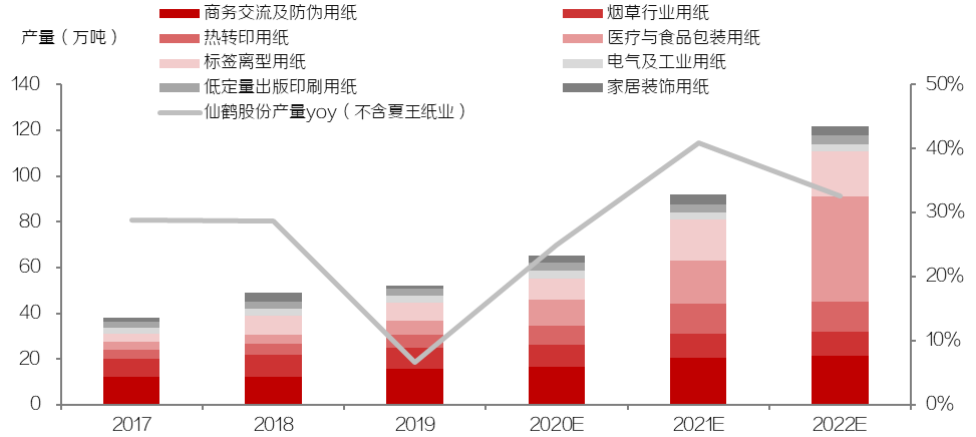
图 6：2020 年上半年进口木浆价格持续维持低位



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

未来产能扩张步伐稳健，稳步贡献业绩增量

未来三年公司新增产能持续释放，成本端浆价低成本红利延续，公司业绩稳健增长可期。公司新增产能将于未来 1-2 年持续释放，预计常山 22 万吨项目将于年底前陆续投产，其中 PM5（10 万吨格拉辛纸）预计将于 2020 年 8 月投入生产，PM7、PM8 将于 2020 年底投入运行；此外公司计划投资 12 亿元建设 30 万吨高档纸基材料项目（高克重食品卡纸），有望于 2021 年底前投产，预计未来三年公司产量年均复合增速达 33%（不含夏王纸业）。成本端，当前阔叶浆、针叶浆外盘价均处于 20% 以下的历史分位，考虑到木浆港口库存仍处于高位、需求侧欧美市场疲弱态势延续，预计浆价短期仍将维持低位水平，低成本红利有望延续，伴随新增产能逐步释放，公司未来成长可期。

图 7：预计未来三年公司产量年均复合增速达 33%（不含夏王纸业）


注：此处家居装饰用纸产量不包含夏王纸业

资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

考虑到上半年公司受疫情影响有限，浆价低成本红利下盈利能力稳步改善，叠加新增产能对未来业绩的贡献，上调 2020-2022 年归母净利润预测至 5.90 亿元、6.83 亿元、8.64 亿（原预测分别为 5.38、5.65、5.73 亿元），对应的 EPS 分别为 0.88、1.02、1.29 元。公司是目前国内规模最大的特种纸企业之一，未来三年产能扩张步伐稳健，稳步贡献业绩增量；成本端原材料价格处于低位带来盈利改善空间，公司作为特种纸领军企业有望受益。结合 DCF 绝对估值法，我们给予公司 DCF 目标估值 25.57 元，下调至“增持”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 25.57 元

目标价敏感性分析							估值假设	
WACC (%)	永续增长率 Gn(%)						所得税税率 T	25.00%
	25.57	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	永续增长率 Gn(%)	3.00%
	7.10%	29.40	33.79	40.34	51.09	72.09	无风险利率 Rf	2.96%
	7.60%	26.75	30.31	35.43	43.39	57.47	无杠杆影响的β系数	0.9578
	8.10%	24.47	27.41	31.49	37.57	47.57	考虑杠杆因素的β系数	1.2334
	8.60%	22.50	24.95	28.26	33.02	40.42	市场收益率 Rm	10.34%
	9.10%	20.78	22.84	25.57	29.37	35.02	公司特有风险	0.00%
	9.60%	19.27	21.01	23.28	26.37	30.80	股权投资成本 (Ke)	11.43%
	10.10%	17.92	19.41	21.33	23.87	27.40	债务比率 D/(D+E)	30.00%
	10.60%	16.72	18.00	19.63	21.74	24.62	债务利率 rd	4.90%
	11.10%	15.64	16.75	18.14	19.92	22.29	WACC	9.10%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	2020E	调整前 2021E	2022E	2020E	调整后 2021E	2022E
分产品盈利预测						
商务交流及防伪用纸						
销售收入	1,234	1,234	1,234	1,261	1,277	1,277
变动幅度				2.2%	3.5%	3.5%
毛利率	17.00%	15.90%	15.90%	18.76%	18.76%	18.76%
变动幅度				1.8%	2.9%	2.9%
烟草行业用纸						
销售收入	670	730	730	749	829	829
变动幅度				11.8%	13.7%	13.7%
毛利率	25.60%	24.40%	24.40%	33.5%	33.5%	33.5%
变动幅度				7.9%	9.1%	9.1%
热转印用纸						
销售收入	720	1,077	1,077	766	1,169	1,169
变动幅度				6.4%	8.5%	8.5%
毛利率	19.1%	17.5%	17.5%	23.9%	23.9%	23.9%
变动幅度				4.8%	6.4%	6.4%
食品与医疗包装用纸						
销售收入	817	1,458	1,473	603	868	2,640
变动幅度				-26.2%	-40.5%	79.2%
毛利率	22.10%	22.10%	22.10%	24.95%	24.95%	21.19%
变动幅度				2.8%	2.8%	-0.9%
标签离型用纸						
销售收入	585	1,189	1,312	733	1,816	1,945
变动幅度				25.2%	52.8%	48.3%
毛利率	7.70%	6.80%	6.80%	10.88%	10.87%	10.87%
变动幅度				3.2%	4.1%	4.1%
电气及工业用纸						
销售收入	275	281	281	275	281	281
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	23.80%	23.80%	23.80%	23.8%	23.8%	23.8%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
低定量出版印刷用纸						
销售收入	269	275	275	269	275	275
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	24.30%	24.30%	24.30%	24.3%	24.3%	24.3%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
家居装饰用纸						
销售收入	308	410	410	308	409	409
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	4.40%	4.40%	4.40%	4.44%	4.44%	4.44%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他业务						
销售收入	162	144	128	162	162	162
变动幅度				0.0%	12.7%	26.8%
毛利率	15.20%	15.50%	15.90%	15.20%	15.20%	15.20%
变动幅度				0.0%	-0.3%	-0.7%
销售收入合计	5,041	6,796	6,919	5,126	7,087	8,988
变动幅度				1.7%	4.3%	29.9%
综合毛利率	18.10%	16.80%	16.60%	20.87%	19.58%	19.41%
变动幅度				2.8%	2.8%	2.8%

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,041	6,796	6,919	5,126	7,087	8,988
变动幅度				1.7%	4.3%	29.9%
营业利润	617	648	658	678	784	993
变动幅度				9.9%	21.0%	50.8%
归属母公司净利润	538	565	573	590	683	864
变动幅度				9.8%	20.9%	50.7%
每股收益（元）	0.88	0.92	0.94	0.88	1.02	1.29
变动幅度				0.1%	10.8%	37.1%
毛利率(%)	18.10%	16.80%	16.60%	20.87%	19.58%	19.41%
变动幅度				15.3%	16.5%	16.9%
净利率(%)	10.70%	8.30%	8.30%	11.52%	9.64%	9.61%
变动幅度				0.8%	1.3%	1.3%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

风险提示

- **原材料价格上涨超过预期的风险：**当前原材料价格整体处于相对低位，未来若出现原材料价格大幅度上涨，或将挤压公司盈利空间，导致盈利大幅下滑的风险。
- **新建产能建设不达预期的风险：**公司目前整体在建工程较多，未来若出现公司新建产能不能按时投产的情况，或将影响公司营收增速，造成业绩不达预期的风险。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	239	1,280	1,437	1,987	2,520	营业收入	4,098	4,567	5,126	7,087	8,988
应收票据及应收账款	1,123	845	949	1,312	1,663	营业成本	3,392	3,713	4,056	5,699	7,244
预付账款	48	77	86	119	151	营业税金及附加	40	44	50	69	87
存货	967	1,008	1,102	1,548	1,967	营业费用	137	147	185	250	261
其他	133	659	661	666	671	管理费用及研发费用	190	194	278	349	442
流动资产合计	2,509	3,870	4,234	5,631	6,972	财务费用	105	82	60	106	132
长期股权投资	594	600	651	705	760	资产减值损失	36	22	4	17	16
固定资产	1,809	1,808	2,312	3,199	3,900	公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
在建工程	85	342	969	1,022	322	投资净收益	118	106	152	154	154
无形资产	363	475	467	459	451	其他	15	33	33	33	33
其他	175	284	283	282	280	营业利润	332	504	678	784	993
非流动资产合计	3,026	3,509	4,683	5,668	5,713	营业外收入	14	4	4	4	4
资产总计	5,535	7,378	8,916	11,299	12,686	营业外支出	3	2	2	2	2
短期借款	1,196	1,004	1,856	3,009	3,016	利润总额	343	507	680	786	995
应付票据及应付账款	524	946	1,034	1,452	1,846	所得税	50	67	90	104	132
其他	303	306	342	470	595	净利润	293	439	590	682	863
流动负债合计	2,023	2,257	3,232	4,932	5,456	少数股东损益	0	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款	37	0	(37)	(37)	(37)	归属于母公司净利润	292	440	590	683	864
应付债券	0	1,024	1,250	1,250	1,250	每股收益(元)	0.44	0.66	0.88	1.02	1.29
其他	237	253	253	253	253						
非流动负债合计	274	1,277	1,465	1,465	1,465	主要财务比率					
负债合计	2,297	3,534	4,697	6,397	6,921		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	3	14	14	13	12	成长能力					
股本	612	612	612	612	612	营业收入	34.5%	11.5%	12.2%	38.2%	26.8%
资本公积	1,885	1,885	1,885	1,885	1,885	营业利润	-24.7%	52.1%	34.4%	15.7%	26.6%
留存收益	737	1,116	1,706	2,389	3,253	归属于母公司净利润	-26.7%	50.4%	34.2%	15.6%	26.5%
其他	0	217	2	2	2	获利能力					
股东权益合计	3,237	3,845	4,220	4,902	5,765	毛利率	17.2%	18.7%	20.9%	19.6%	19.4%
负债和股东权益总计	5,535	7,378	8,916	11,299	12,686	净利率	7.1%	9.6%	11.5%	9.6%	9.6%
						ROE	10.5%	12.5%	14.7%	15.0%	16.2%
						ROIC	9.1%	9.8%	9.7%	9.4%	10.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	41.5%	47.9%	52.7%	56.6%	54.6%
净利润	293	439	590	682	863	净负债率	30.7%	19.5%	38.7%	45.6%	29.6%
折旧摊销	231	235	285	415	576	流动比率	1.24	1.71	1.31	1.14	1.28
财务费用	105	82	60	106	132	速动比率	0.75	1.26	0.96	0.82	0.91
投资损失	(118)	(106)	(152)	(154)	(154)	营运能力					
营运资金变动	(639)	693	(88)	(317)	(307)	应收账款周转率	5.9	5.5	5.6	6.2	6.0
其它	(193)	(888)	(211)	17	16	存货周转率	4.1	3.7	3.8	4.2	4.0
经营活动现金流	(321)	456	484	749	1,126	总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
资本支出	(189)	(592)	(1,407)	(1,346)	(567)	每股指标(元)					
长期投资	(8)	65	(52)	(54)	(54)	每股收益	0.44	0.66	0.88	1.02	1.29
其他	250	257	152	154	154	每股经营现金流	-0.52	0.74	0.79	1.22	1.84
投资活动现金流	53	(270)	(1,307)	(1,246)	(467)	每股净资产	4.83	5.72	6.28	7.30	8.58
债权融资	(67)	984	188	0	0	估值比率					
股权融资	780	0	0	0	0	市盈率	55.7	37.0	27.6	23.9	18.9
其他	(381)	(45)	792	1,047	(126)	市净率	5.0	4.3	3.9	3.3	2.8
筹资活动现金流	332	940	980	1,047	(126)	EV/EBITDA	25.5	20.7	16.7	13.1	10.0
汇率变动影响	1	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	39.0	29.1	23.1	19.1	15.2
现金净增加额	66	1,128	157	550	533						

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

