恩捷股份 002812.SZ

隔膜业务短期不及预期，盈利下滑，传统业务增长亮眼！

东方证券 ORIENT SECURITIES

中报点评

核心观点

- **中报业绩下滑 17.36%，基本符合预期。**公司上半年实现收入 14.4 亿元，同比增长 4.54%，实现归母净利润 3.21 亿元，同比下滑 17.36%，扣非后为 2.67 亿元，同比下滑 17.14%，非经常损益主要为政府补助；上半年公司综合毛利率同比下降 4.12 个百分点至 39.93%，净利率同比下降 6.89 个百分点至 24.27%，整体盈利水平有所下滑；此外受苏州捷力并表影响，公司上半年应收账款和存货规模均有所增加，周转率也有所下降。
- **锂电隔膜盈利能力有所下降，但相比行业竞争对手仍有显著优势。（1）**上半年公司锂电隔膜出货量超 4 亿平，市场份额继续保持领先，同时完成了对苏州捷力的收购，但受新冠疫情影响，隔膜业务收入约为 7.83 亿元（包括捷力并表），同比下滑约 5.96%；**（2）**上半年公司隔膜平均单价约 1.96 元/平，成本约 0.89 元/平，单平毛利维持 1 元以上，单平净利约为 0.74 元/平，价格和盈利水平均有一定程度下滑，但同行业竞争对手上半年仍处于盈亏平衡阶段，无论是价格、成本还是盈利端，恩捷仍具有明显的优势；（3）展望下半年，随着国内疫情恢复以及海外新能源车起量，公司隔膜出货量、产品和客户结构均有望得到改善，隔膜盈利水平有望进入修复过程。
- **传统业务抓住市场机遇，收入大幅提升，表现亮眼。**上半年公司针对传统业务积极调整策略，快速响应客户需求，烟标、无菌包装、特种纸等业务收入均实现大幅提升，BOPP 膜有所下滑，整体传统板块收入 5.44 亿元，同比增长 12.66%，表现较为亮眼，部分弥补了锂电隔膜低预期带来的影响。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.43、1.71、2.05 元（原预测值分别为 1.42/1.71/2.04 元，略上调原因为对隔膜价格进行了微调），估值方面可比公司平均估值为 51.8 倍，考虑行业高壁垒、公司高毛利等因素，继续给予 20%估值溢价（请参考正文投资建议部分），对应 2020 年约 62.2 倍市盈率，对应目标价 88.95 元，维持增持评级！

风险提示：

新冠疫情影响，公司新产能投放不及预期；竞争对手进行隔膜价格战等。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,457	3,160	4,686	5,596	6,530
同比增长(%)	*101.4%*	*28.6%*	48.3%	*19.4%*	*16.7%*
营业利润(百万元)	778	1,063	1,458	1,737	2,082
同比增长(%)	*331.2%*	*36.6%*	37.2%	*19.1%*	*19.9%*
归属母公司净利润(百万元)	518	850	1,153	1,377	1,654
同比增长(%)	*232.5%*	*63.9%*	35.6%	*19.5%*	*20.1%*
每股收益（元）	0.64	1.06	1.43	1.71	2.05
毛利率(%)	42.0%	45.2%	43.5%	43.9%	44.3%
净利率(%)	21.1%	26.9%	24.6%	24.6%	25.3%
净资产收益率(%)	18.9%	20.3%	22.6%	21.8%	21.1%
市盈率	121.5	74.1	54.6	45.7	38.1
市净率	16.4	13.8	11.2	9.0	7.3

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，

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 **(维持)**

股价(2020 年 08 月 25 日)	78.2 元
目标价格	88.95 元
52 周最高价/最低价	83.2/29.95 元
总股本/流通 A 股（万股）	80,537/52,513
A 股市值（百万元）	62,980
国家/地区	中国
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2020 年 08 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.73	12.40	39.64	139.88
相对表现	-0.67	6.71	15.29	115.25
沪深 300	-1.06	5.69	24.35	24.63

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888*6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515100003

证券分析师 李梦强
021-63325888*4034
limengqiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100003

联系人 顾高臣
021-63325888*6119
gugaochen@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期，境外收入大幅提升，2020 年仍有望快速增长！	2020-03-19
成本优势突出，受益于涂布、海外占比提升，2020 年盈利进入快车道！	2019-12-29

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申明。

目 录

一、恩捷股份锂电隔膜经营情况.....3
二、恩捷股份原包装业务、BOPP 膜经营情况.....5
三、恩捷股份其他经营指标情况.....7
四、恩捷股份境外收入情况.....8
五、投资建议.....8

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。

一、恩捷股份锂电隔膜经营情况

2020 年上半年公司湿法隔膜出货量超 4 亿平方米，市场份额继续保持行业领先水平，同时完成了对苏州捷力 100%股权的收购，但因受新冠疫情影响，公司湿法隔膜收入整体约为 7.83 亿元，同比略有下滑。其中上海恩捷合并营业收入为 5.77 亿元，同比下滑 30.74%，净利润为 2.24 亿元，同比下滑 44.86%；苏州捷力上半年实现收入 3.3 亿元，实现净利润 1744 万元，而公司购买日为 2 月 29 日，购买日至期末收入为 2.52 亿元，购买日至期末净利润达 7092 万元，相比去年大额亏损，苏州捷力已经迎来盈利拐点。

从单位价格来看，我们测算恩捷股份上半年锂电隔膜单平价格为 1.96 元，同比环比均有大幅下降，但考虑到同行业竞争对手如星源材质上半年隔膜均价同比从 2.05 元/平降至 1.23 元/平、中材科技由 2.05 元/平降至 1.26 元，恩捷隔膜降价符合行业趋势，同时跌价幅度也小于行业竞争对手。成本端恩捷股份隔膜持续降本，同比从 0.95 元/平降至 0.89 元/平，单平毛利仍维持在 1 元以上，单平净利下滑至 0.74 元/平，同比环比也有一定幅度下降，进而使得毛利率、净利率分别降至 54.4%额 37.7%。但与同行业竞争对手相比，主要竞争对手上半年处于盈亏平衡阶段，无论是价格、成本还是盈利端，恩捷股份仍具备明显的优势。

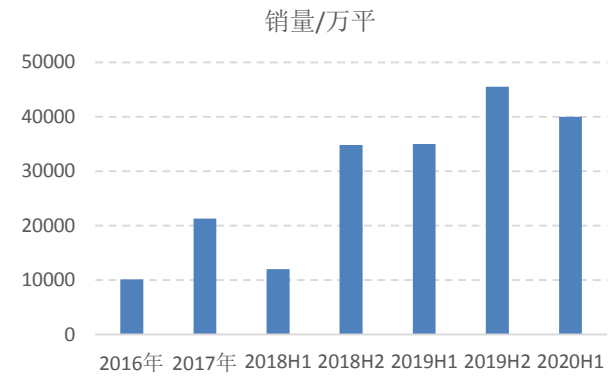
表 1：恩捷股份锂电隔膜盈利情况测算

恩捷股份	2016 年	2017 年	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
销量/万平	10126	21282	12015	34844	35000	45500	40000
营业收入/百万元	499	894	463	872	833	1110	783
营业成本/百万元	193	313	166	365	334	491	357
毛利润/百万元	306	582	297	508	499	618	426
单平价格/元	4.93	4.20	3.85	2.50	2.38	2.44	1.96
单平成本/元	1.90	1.47	1.38	1.05	0.95	1.08	0.89
单平毛利/元	3.02	2.73	2.47	1.46	1.43	1.36	1.06
毛利率	61.4%	65.0%	64.2%	58.2%	60.0%	55.7%	54.4%
净利润/扣非	196	387	222	416	408	456	295
净利率	39.4%	43.3%	47.9%	47.7%	49.0%	41.1%	37.7%
单平净利/元	1.94	1.82	1.84	1.20	1.17	1.00	0.74

数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

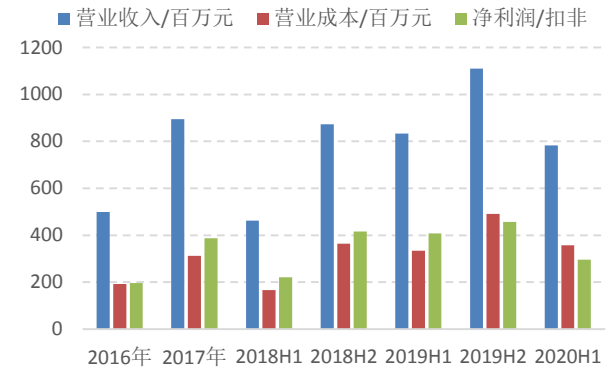
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 1：恩捷股份锂电隔膜出货量情况（单位：万平）



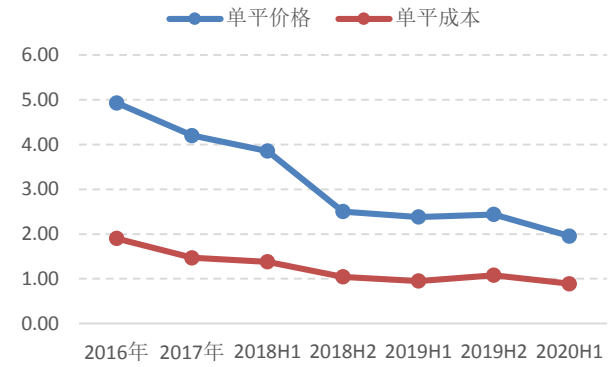
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 2：恩捷股份隔膜收入、成本及净利润（单位：百万元）



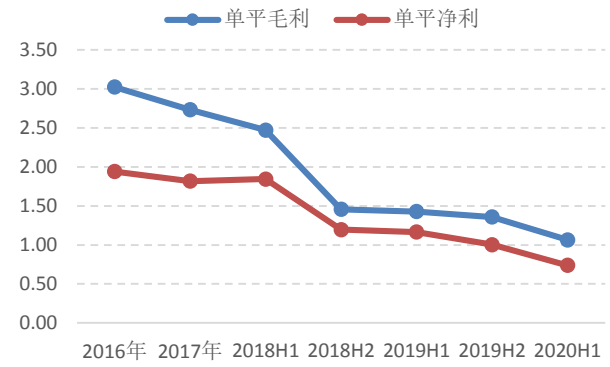
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 3：恩捷股份湿法隔膜单平价格及成本情况（单位：元）



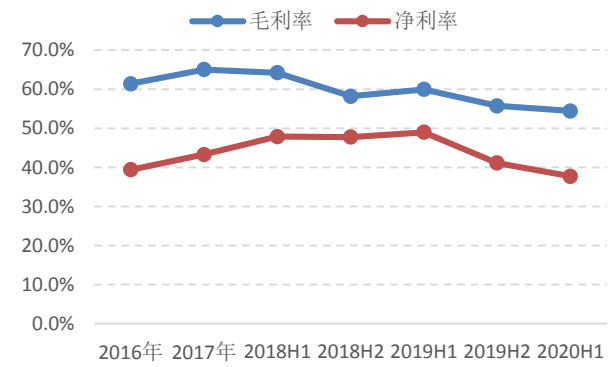
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 4：恩捷股份湿法隔膜单平毛利及净利情况（单位：元）



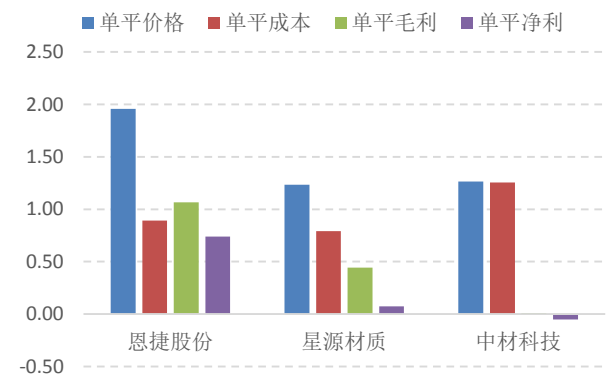
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 5：恩捷股份湿法隔膜毛利率、净利率情况



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

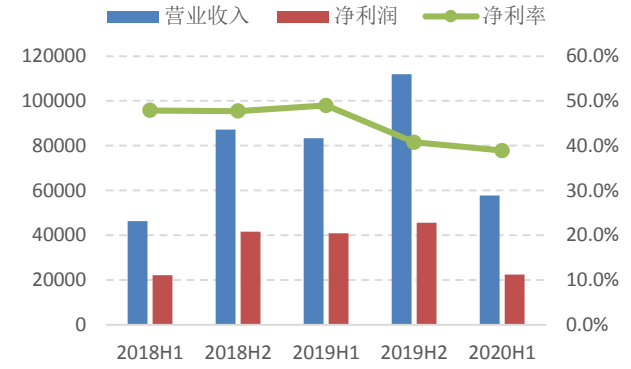
图 6：恩捷上半年隔膜与主要对手测算比较（单位：元）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

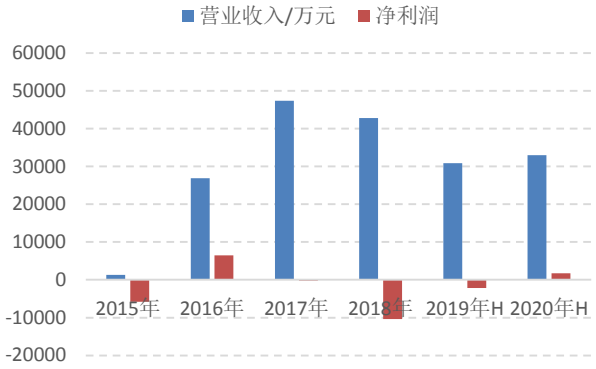
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 7：上海恩捷半年度收入及利润情况（单位：万元）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 8：苏州捷力收入及利润情况（单位：万元）

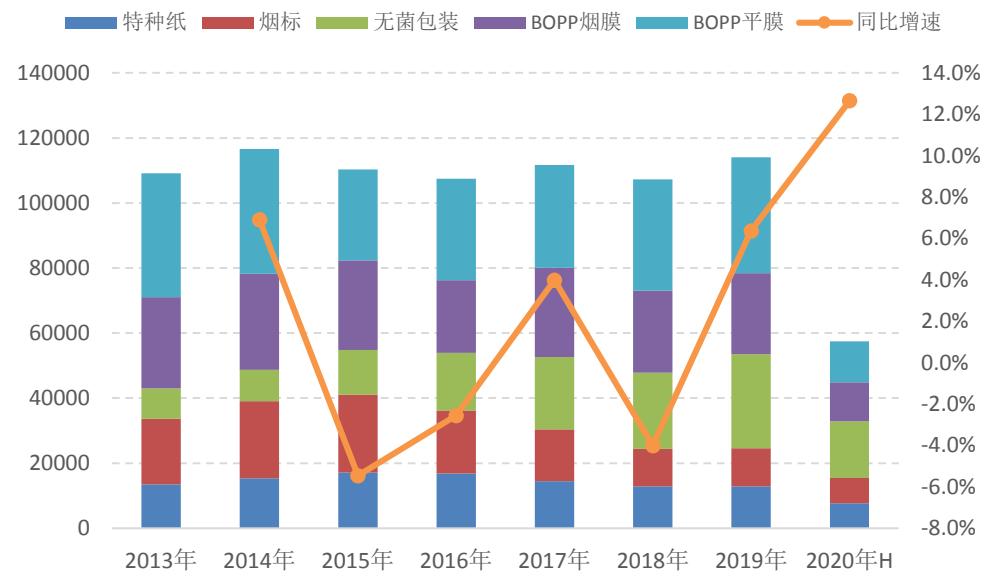


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

二、恩捷股份原包装业务、BOPP 膜经营情况

2020 年上半年公司烟标、无菌包装、特种纸等业务通过积极调整策略，快速响应客户需求，抓住市场机遇，业务增速均大幅提升，叠加 BOPP 膜业务后，上半年公司传统业务实现收入 5.44 亿元，同比增长 12.66%，表现较为亮眼。

图 9：恩捷股份传统业务收入及增速情况（单位：万元）



数据来源：Wind、公司公告、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。

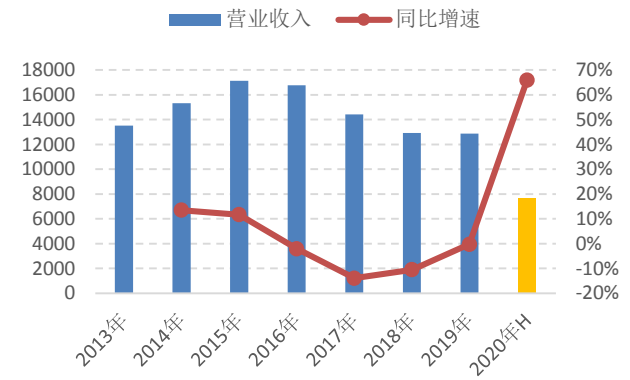
烟标：上半年受疫情对国内物流运输影响，公司部分客户烟标产品供不应求，公司抓住市场机遇，迅速调整生产和销售策略，快速响应客户需求，上半年烟标销量增长明显，收入达 7847 万元，同比增长 46.76%。

无菌包装：公司产能提升并持续开发新产品，为客户提供定制化及个性化的包装服务，持续推进大客户关系管理，加强与大型乳品企业合作，整体竞争力进一步提升，上半年营业收入达 1.74 亿元，同比增长 37.51%。

特种纸：下游客户主要为烟草配套企业，因疫情对国内物流运输的影响，公司部分客户烟标产品供应不足，公司抓住市场机遇，迅速调整生产和销售策略，快速响应客户需求，上半年收入达 7625 万元，同比增长 65.82%。

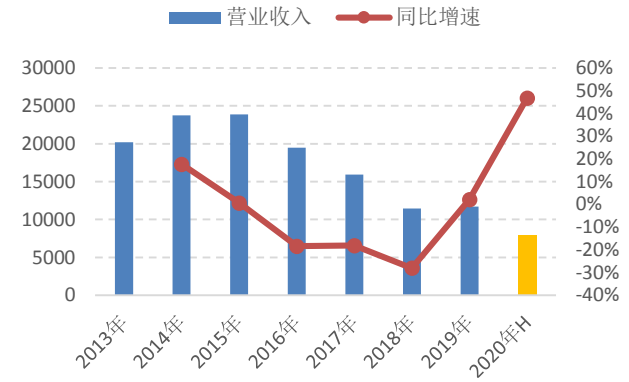
BOPP 膜产品：上半年烟膜销量增长明显，营收达 1.2 亿元，同比增长 29.26%，同时由于公司已是满负荷生产，BOPP 烟膜产量的增加必然导致 BOPP 平膜产量下降，同时今年以来原油导致原材料价格大幅下降，使得平膜售价有所下降，上半年平膜收入 1.26 亿元，同比下滑 34.2%。

图 10：特种纸营收同比大幅增长（单位：万元）



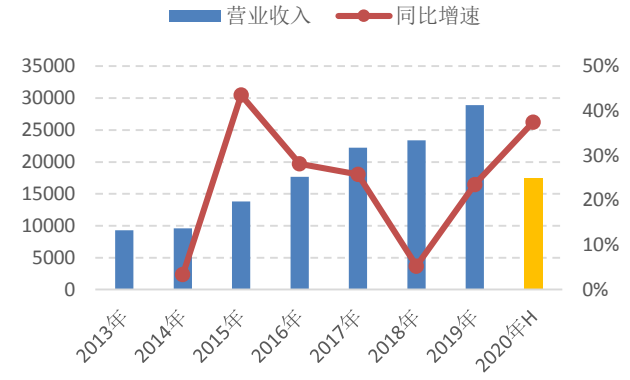
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 11：烟标营收同比大幅增长（单位：万元）



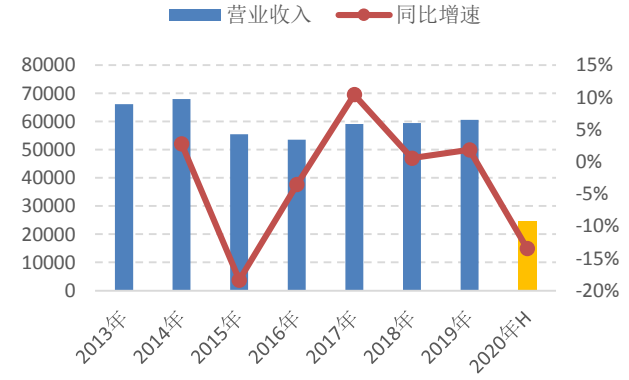
数据来源：Wind、公告公告、东方证券研究所

图 12：无菌包装营收同比大幅增长（单位：万元）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

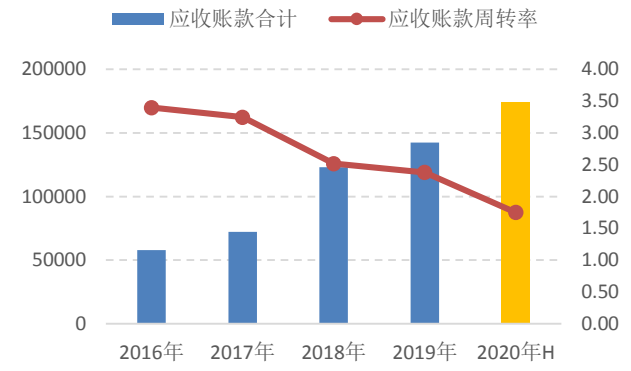
图 13：BOPP 膜营收有所下滑（单位：万元）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

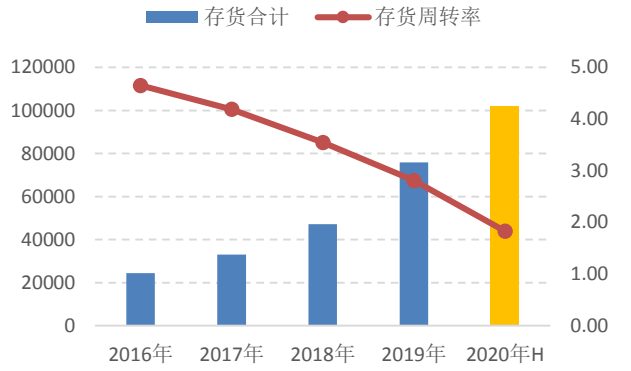
三、恩捷股份其他经营指标情况

图 14：恩捷股份应收账款及周转率情况（单位：万元）



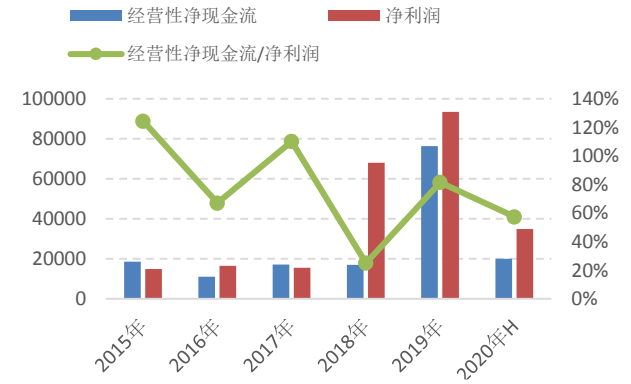
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 15：恩捷股份存货及周转率情况（单位：万元）



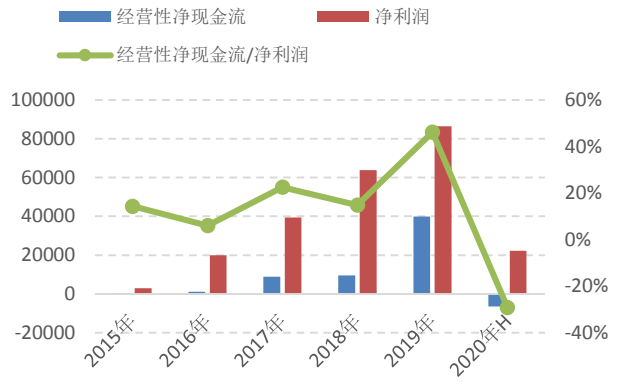
数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 16：恩捷股份经营性现金流情况（单位：万元）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 17：上海恩捷经营性现金流情况（单位：万元）

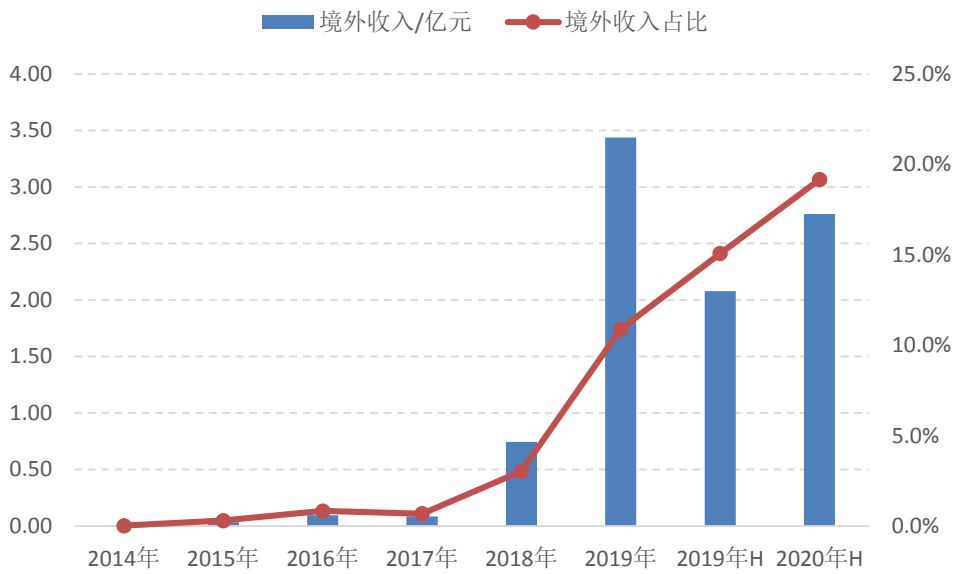


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

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。

四、恩捷股份境外收入情况

图 18：恩捷股份境外收入即占比情况（单位：亿元）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

五、投资建议

在锂电四大材料中，我们认为隔膜行业壁垒最高，包括进入的资金壁垒、调试开车的技术壁垒、下游客户的认证壁垒以及最终面对的盈利难点（规模效应、产品良率、客户实力等），因此我们虽然看到前两年大量企业被隔膜的高盈利所吸引并切入隔膜行业，但最终实现盈利的寥寥无几，大部分企业连续亏损，难以为继。即使截止到 2020 年上半年，上市公司中也基本只有恩捷股份、星源材质等少数企业实现了盈利，相比于正极负极材料、电解液行业，隔膜行业的壁垒更高。而我们建议关注的恩捷股份目前已经是隔膜行业中的领军者，国内和全球市场份额均位居第一，下游客户涵盖 CATL、比亚迪、LG Chem、松下、三星 SDI 等国内外高端客户。凭借深厚的技术积累和快速的产能扩张，恩捷一方面与下游主流电池客户牢牢绑定，建立起稳固的合作关系，另一方面凭借规模优势，迅速建立成本优势和壁垒，率先掌握价格主动权。从长远来看，由于行业普遍亏损，隔膜行业的竞争格局将不断优化，虽然长期看基膜降价趋势难免，但恩捷股份一方面受益于自身成本的持续下降，一方面受益于涂布膜比例、海外收入占比的持续提升，公司盈利端反而将进入快车道，利润有望持续增长。

从估值角度来看，公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.43 元、1.71 元、2.05 元（原预测值分别为 1.42 元、1.71 元和 2.04 元，预测值略有调整主要是对隔膜均价做了微调），可比公司（星源材质、宁德时代、璞泰来、新宙邦和天赐材料）前期对应 2020 年平均估值水平约为 51.8 倍，考虑锂电隔膜行业的特殊性（格局最优、壁垒最高、盈利能力最高）、公司在隔膜行业中的龙头地位（全球产能/份额第一、长期成本优势显著、进入海外供应链）以及公司相较其他公司更高的毛利率和净利率水平，我们继续给予公司 20%估值溢价，对应 2020 年约合 62.2 倍市盈率，对应目标价 88.95 元，维持增持评级！

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 19：恩捷股份可比公司估值水平

		2020/8/25	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
星源材质	300568	19.90	0.30	0.38	0.52	0.75	65.57	52.98	38.53	26.70
宁德时代	300750	199.92	1.96	2.27	3.04	3.95	102.12	87.95	65.67	50.57
璞泰来	603659	97.13	1.50	1.76	2.52	3.24	64.93	55.23	38.47	29.94
新宙邦	300037	57.38	0.79	1.22	1.56	2.02	72.51	47.08	36.83	28.43
天赐材料	002709	41.11	0.03	1.21	1.34	1.55	1374.92	34.03	30.64	26.57
	最大值						1374.92	87.95	65.67	50.57
	最小值						64.93	34.03	30.64	26.57
	平均数						336.01	55.45	42.03	32.44
	调整后平均						80.07	51.8	37.9	28.4

数据来源：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。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	314	1,012	1,265	1,511	1,763
应收票据及应收账款	1,571	1,610	2,343	2,798	3,265
预付账款	58	105	141	168	196
存货	472	759	874	1,036	1,201
其他	369	1,537	1,754	1,981	2,215
流动资产合计	**2,783**	**5,023**	**6,376**	**7,494**	**8,640**
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	3,175	4,937	5,503	6,163	7,111
在建工程	1,037	1,546	1,801	1,982	1,558
无形资产	264	299	294	288	283
其他	440	385	11	11	11
非流动资产合计	**4,919**	**7,170**	**7,612**	**8,448**	**8,966**
资产总计	**7,702**	**12,193**	**13,988**	**15,942**	**17,606**
短期借款	930	2,670	3,130	3,476	3,226
应付票据及应付账款	507	905	1,059	1,256	1,455
其他	560	654	659	662	665
流动负债合计	**1,997**	**4,229**	**4,848**	**5,394**	**5,346**
长期借款	784	1,968	1,968	1,968	1,968
应付债券	0	0	0	0	0
其他	849	1,115	1,080	960	840
非流动负债合计	**1,633**	**3,083**	**3,048**	**2,928**	**2,808**
负债合计	**3,630**	**7,312**	**7,896**	**8,322**	**8,153**
少数股东权益	241	330	461	612	791
股本	474	805	805	805	805
资本公积	2,148	1,866	1,894	1,894	1,894
留存收益	1,209	1,880	2,932	4,309	5,963
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	**4,072**	**4,881**	**6,092**	**7,620**	**9,453**
负债和股东权益总计	**7,702**	**12,193**	**13,988**	**15,942**	**17,606**

现金流量表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	680	936	1,283	1,529	1,832
折旧摊销	300	286	392	466	560
财务费用	25	99	89	94	93
投资损失	(9)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(948)	(1,154)	(952)	(686)	(695)
其它	123	598	295	(107)	(116)
经营活动现金流	**171**	**763**	**1,105**	**1,294**	**1,672**
资本支出	(4,203)	(2,584)	(1,208)	(1,302)	(1,078)
长期投资	1	0	10	0	0
其他	3,054	(490)	47	2	2
投资活动现金流	**(1,148)**	**(3,074)**	**(1,151)**	**(1,300)**	**(1,076)**
债权融资	951	1,471	1	0	0
股权融资	1,509	49	28	0	0
其他	(1,677)	1,261	271	252	(343)
筹资活动现金流	**784**	**2,781**	**300**	**252**	**(343)**
汇率变动影响	0	0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(193)**	**470**	**254**	**246**	**252**

利润表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,457**	**3,160**	**4,686**	**5,596**	**6,530**
营业成本	1,424	1,730	2,647	3,140	3,639
营业税金及附加	20	15	23	28	33
营业费用	50	67	98	118	137
管理费用及研发费用	251	278	389	464	542
财务费用	25	99	89	94	93
资产减值损失	10	(5)	9	13	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	2	2	2	2
其他	91	85	27	(3)	(3)
营业利润	**778**	**1,063**	**1,458**	**1,737**	**2,082**
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	**778**	**1,062**	**1,458**	**1,737**	**2,082**
所得税	98	126	175	208	250
净利润	**680**	**936**	**1,283**	**1,529**	**1,832**
少数股东损益	162	86	131	151	179
归属于母公司净利润	**518**	**850**	**1,153**	**1,377**	**1,654**
每股收益（元）	0.64	1.06	1.43	1.71	2.05

主要财务比率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	101.4%	28.6%	48.3%	19.4%	16.7%
营业利润	331.2%	36.6%	37.2%	19.1%	19.9%
归属于母公司净利润	232.5%	63.9%	35.6%	19.5%	20.1%
获利能力					
毛利率	42.0%	45.2%	43.5%	43.9%	44.3%
净利率	21.1%	26.9%	24.6%	24.6%	25.3%
ROE	18.9%	20.3%	22.6%	21.8%	21.1%
ROIC	18.5%	12.9%	12.6%	12.8%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	47.1%	60.0%	56.4%	52.2%	46.3%
净负债率	38.3%	83.5%	70.3%	57.5%	41.0%
流动比率	1.39	1.19	1.32	1.39	1.62
速动比率	1.16	1.01	1.13	1.20	1.39
营运能力					
应收账款周转率	3.0	2.4	2.8	2.7	2.7
存货周转率	4.3	2.8	3.2	3.3	3.3
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
每股指标（元）					
每股收益	0.64	1.06	1.43	1.71	2.05
每股经营现金流	0.36	0.95	1.37	1.61	2.08
每股净资产	4.76	5.65	6.99	8.70	10.76
估值比率					
市盈率	121.5	74.1	54.6	45.7	38.1
市净率	16.4	13.8	11.2	9.0	7.3
EV/EBITDA	60.8	46.3	34.6	29.2	24.5
EV/EBIT	83.5	57.7	43.3	36.6	30.8

资料来源：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。

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。

东方证券
ORIENT SECURITIES

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