

山鹰纸业 (600567) /造纸

造纸的暖冬,看“鹰”击长空

评级: 增持 (首次)

市场价格: 5.48 元

目标价格: 6.4 元

分析师: 笃慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人: 徐稚涵

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

感谢研究员蒋正山对本报告的支持

感谢实习生孙悦、徐德对本报告的支持

基本状况

总股本(百万股)	4551.25
流通股本(百万股)	4551.25
市价(元)	5.48
市值(百万元)	24940.87
流通市值(百万元)	24940.87

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	9,787	12,135	16,930	18,157	20,402
增长率 yoy%	26.5%	24.0%	39.5%	7.2%	12.4%
净利润	209	353	1,942	2,071	2,194
增长率 yoy%	90.1%	68.8%	450.6%	6.6%	5.9%
每股收益 (元)	0.06	0.08	0.43	0.46	0.48
每股现金流量	0.56	0.29	0.72	0.83	0.91
净资产收益率	3.4%	4.2%	10.5%	9.4%	8.8%
P/E	68.5	46.7	12.8	12.0	11.4
PEG	0.76	0.68	0.03	1.82	1.92
P/B	1.50	1.39	0.96	0.80	0.71

备注:

投资要点

- **瓦楞箱板纸景气度持续向上。**2016 年以来, 环保政策趋严、环保督查导致大量小企业遭遇关停限产, 箱板瓦楞纸产能持续收缩, 一月之内箱板纸均价由 3 200 元/吨暴涨至 4600 元/吨。从 2016 年 9 月开始, 受 G20 峰会召开、原材料价格上涨的影响, 收缩预期叠加成本支撑下, 箱板瓦楞纸价格紧追废纸价格大幅上涨; 后进入造纸旺季, 成品纸价格加速上扬, 涨势超越原料端废纸的上涨, 纸企开始出现暴利行情。进入 2017 年, 经过一轮快速提价期之后, 受到主要厂商库存增加、废纸价格回落、春节后下游需求转淡的影响, 箱板瓦楞纸价格在 3 月出现明显回调。自 4 月发布《实施方案》后, 废黄板纸从 4 月份的不到 1400 元/吨上涨到当前的 2400 元/吨, 涨幅达 70%。供求紧平衡叠加成本价格不断上涨, 箱板纸价格创出了历史新高。
- **山鹰纸业是 A 股稀缺全产业链一体化布局标的。**当前内外废价格倒挂 800 元, 拥有外废资质的公司将享有更低的原材料成本, 盈利能力会高于没有外废配额的小厂; 另一方面, 2017 年 7 月中旬中国向 WTO 申请禁止进口混废, 一旦禁令开启, 下游对混废的需求会转移到国废上, 国废的价格长期看涨, 而大厂由于信用度和现金流都好于小厂, 打包站会优先供给给大厂, 导致小厂的原材料的可得性受限。稳定的废纸收购渠道、进口废纸资质与配额成为龙头企业的核心竞争力。公司面向国内外建立了完善的回收网络, 同时也通过改良工艺降低木浆使用水平。2016 年, 公司废纸采购量 410 万吨, 较 2015 年增长 13.4%, 由于国外废纸采购价格较低且纤维长质量好, 公司国外废纸采购量较 2015 年增长 26.3%。
- **产能加速扩张, 布局欧洲, 加密国内。**公司已形成年产 354 万吨包装用纸和 1 1.61 亿平方米中高档包装纸箱的生产能力, 其中新闻纸 19 万吨, 箱板瓦楞纸 335 万吨。2017 年 9 月, 公司变更 2016 年募投项目为“年产 42 万吨低定量瓦楞原纸/T 纸生产线项目、年产 38 万吨高定量瓦纸和年产 47 万吨低定量 T2/T 纸生产线项目, 产线投产后公司包装纸产能将扩张到 481 万吨, 与理文造纸目前 563 万吨/年产能差距进一步缩小。同时, 公司通过全资控股公司 Gold cup 瑞典公司收购北欧纸业 100% 股权, 产品上新增的防油纸、特种牛皮纸、高强度纸袋纸等新纸种有利于拓展欧洲和北美市场, 加快推进公司业务国际化战略; 收购将进一步优化公司全球供应链和销售网络, 可为国际化的纸品用户提供优质的纸品和包装解决方案, 达到业绩增厚与协同发展一箭双雕的效果。
- **下游包装: 原纸涨价日, 包装整合时。**原纸的加速上涨会导致部分包装企业无法顺利且及时进行价格传导, 导致资金链断裂从而退出市场, 而在包装行业洗牌时, 产业链一体化的企业更能抵御市场的波动, 提高市占率。公司目前拥有 14 家包装子公司, 分别布局于全国几大经济圈, 便于公司为客户提供一体化的包装服务, 有利于客户的开拓和保持客户的稳定性。公司拥有产业链一体化优势+区位优势。此外, 公司包装毛利率仅为 12.13%, 显著低于同行业, 由于公司包装的原材料部分自给, 包装毛利率有较大的提升空间。
- **盈利预测: 我们预估山鹰纸业 2017-2019 年销售收入为 169、182、204 亿元, 同比增长 39.5%、7.2%、12.4%; 归属于母公司净利润为 19.4、20.7、21.9 亿元, 同比增长 450.6%、6.6%、5.9% (不考虑北欧纸业并表业绩); 对应 EPS 为 0.43、0.46、0.48 元。目前股价对应 2017、2018、2019 PE 分别为 12.8、12.0、11.4 倍。给予 2017 年 15 倍 PE, 对应目标价 6.4 元, 给予“增持”评级**
- **风险提示: 汇率波动风险、原材料价格波动风险、募投项目不达预期、利率大幅上升风险**

内容目录

瓦楞箱板纸景气度持续向上	- 4 -
小产能加速淘汰，供给持续收缩，新增产能落地受限	- 4 -
需求维持景气，箱板瓦楞纸进入旺季	- 6 -
成本端持续上移，原纸价格受支撑	- 8 -
山鹰纸业：A 股稀缺全产业链一体化布局标的	- 10 -
大厂成本端优势更为明显，集中度提升带动议价能力增强	- 13 -
产能加速扩张，布局欧洲，加密国内	- 15 -
下游包装：原纸涨价日，包装整合时	- 17 -
盈利预测与投资建议	- 19 -
风险提示	- 21 -
汇率波动风险	- 21 -
原材料价格波动风险	- 21 -
募投项目不达预期	- 21 -
利率大幅上升风险	- 21 -

图表目录

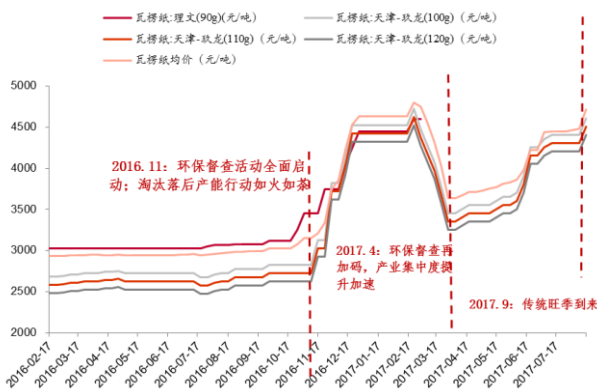
图表 1：瓦楞纸价格走势及事件	- 4 -
图表 2：箱板纸价格走势	- 4 -
图表 3：环保事件梳理	- 5 -
图表 4：箱板瓦楞纸 17~19 主要计划新增产能	- 5 -
图表 5：箱板瓦楞纸下游需求占比 (%)	- 6 -
图表 6：箱板瓦楞纸产业链	- 6 -
图表 7：箱板瓦楞纸需求量	- 7 -
图表 8：规模以上快递业务量	- 7 -
图表 9：出口交货值	- 7 -
图表 10：造纸行业淡旺季一览	- 8 -
图表 11：混废进口情况	- 9 -
图表 12：外废及国废价格走势	- 9 -
图表 13：美元兑人民币外汇走势	- 9 -
图表 14：山鹰纸业股权结构图	- 10 -
图表 15：山鹰纸业子公司产业链模拟图	- 11 -
图表 16：“稳增长”一览	- 11 -
图表 17：公司近期财务费用	- 12 -
图表 18：公司股权激励计划	- 12 -
图表 19：内外废纸价格 (元/吨)	- 14 -

图表 20: 内外废纸价差 (元/吨)	- 14 -
图表 21: 国废、外废采购单价 (左) 及采购量 (右)	- 14 -
图表 22: 木浆采购量 (左) 及采购单价 (右)	- 14 -
图表 23: 2016 年山鹰纸业&景兴纸业单吨成本对比	- 15 -
图表 24: 公司箱板瓦楞纸分布及新增产能情况 (万吨)	- 15 -
图表 25: 2016 年公司业务拆分	- 16 -
图表 26: 2017 年上半年公司业务拆分	- 16 -
图表 27: 公司近三年产销数据	- 16 -
图表 28: 历年公司主营业务毛利率 (%)	- 16 -
图表 29: 原项目及现项目募集资金用途	- 17 -
图表 30: 北欧纸业往年业绩	- 17 -
图表 31: 公司包装毛利率显著低于同行业	- 18 -
图表 32: 包装事件梳理	- 19 -
图表 33: 山鹰纸业三大财务报表	- 20 -

瓦楞箱板纸景气度持续向上

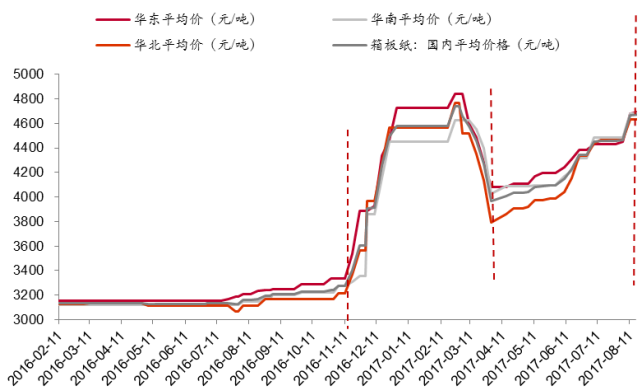
- 2016 年以来，环保政策趋严、环保督查导致大量小企业遭遇关停限产，箱板瓦楞纸产能持续收缩，一月之内箱板纸均价由 3200 元/吨暴涨至 4600 元/吨。从 2016 年 9 月开始，受 G20 峰会召开、原材料价格上涨的影响，收缩预期+成本支撑下，箱板瓦楞纸价格紧追废纸价格大幅上涨；后进入造纸旺季，成品纸价格加速上扬，涨势超越原料端废纸的上涨，纸企开始出现暴利行情。进入 2017 年，经过一轮快速提价期之后，受到主要厂商库存增加、废纸价格回落、春节后下游需求转淡的影响，箱板瓦楞纸价格在 3 月出现明显回调。但从 4、5 月开始，受规范废纸进口文件及环保限产的影响，叠加市场对后市供给的悲观预期，市场一时“洛阳纸贵”、箱板瓦楞纸价格再次上涨。

图表 1：瓦楞纸价格走势及事件



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：箱板纸价格走势



来源：Wind，中泰证券研究所

小产能加速淘汰，供给持续收缩，新增产能落地受限

- 环保督查停产去产，改善供给格局。**2017 年 7 月底，第四批中央环保督查全面启动，组建 8 个中央环境保护督察组，对吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆(含新疆生产建设兵团)等省(区)进行督察。截至 9 月 4 日，第四批中央环保督察的 8 个督察组均已完成第二阶段下沉督察任务，并已启动第三阶段督察，8 地处罚金总额超 2.8 亿。其中，针对用电用水用气大户造纸企业，8 月 23 日环保局公开发布《关于加快推进环保装备制造发展的指导意见(征求意见稿)》；24 日通报 2017 年上半年《水污染防治行动计划》重点任务进展情况；此次督导行动对环保设备不达标的纸企全面进行核查、停产。未拿到排污许可证小产能的退出及停产检查提升了造纸行业集中度、促使纸价的又一波上涨；另外，对新产能审批制度的加强、环保设备要求投入使行业准入门槛越来越高、中小纸企环保成本大幅提升，致使行业集中度有望进一步提升。

图表 3: 环保事件梳理

时间	事件
2016.11.10	国务院办公厅印发《控制污染物排放许可制实施方案》，根据方案将分行业推进排污许可管理，逐步实现排污许可证全覆盖。在2017年6月30日前，完成全国火电和造纸行业企业排污许可证申请与核发，试点北京市、保定市、廊坊市的钢铁、水泥高架源排污许可证申请与核发。从2017年7月1日起，上述行业企业应持证排污，建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。在2017年底前，将核发造纸、印染等行业的排污许可证，建成全国排污许可证管理信息平台。2020年全国基本完成排污许可证核发，实现“一企一证”。
2016.11.25	2016年第二批环境保护督察工作全面启动，已组建7个中央环境保护督察组，分别负责对北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃等7个省(市)开展环境保护督察工作。
2016.12	《水污染防治法》时隔8年再修订，与新修订的环保法相衔接，进一步加大对企业超标、超总量排放等的处罚力度，违法排污企业将面临更高罚金。
2017.4	《国家环境保护标准“十三五”发展规划》提出完善造纸等行业水污染物排放标准技术内容。开展造纸等重点行业及通用工序最佳可行技术指南编制，明确基于排放标准的各污染物达标可行技术及管理要求。
2017.4.19	中央深改组审议通过《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》：完善固体废物进口管理制度，分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管理目录，大幅减少进口种类和数量。要加强固体废物回收利用管理，发展循环经济。
2017.7.1	2017年7月1日，环保部开始进行打击进口废物加工利用企业环境违法行为专项行动。
2018.1.1	《环保税法》将于2018年年初正式实施，将实现排污费制度向环保税制度的平衡转移。纳税人在我国领域和管辖海域直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者，征税对象则为大气污染物、水污染物、固体废物和噪声。

来源：中泰环保，中泰证券研究所

- **新增产能受限。**造纸行业设备投产运行周期在1~2年，我们根据新闻整理并对主要纸厂新增产能计划进行了不完全统计，结果表明未来三年箱板瓦楞纸主要投产产能分别约为400万吨、471万吨和327万吨。但考虑到目前新增产能环保检查严格、审批困难，配套设备建设计划推迟或取消，实际落地产能有待商榷。

图表 4: 箱板瓦楞纸 17~19 主要计划新增产能

	2017	2018	2019	投产地点
玖龙纸业		200		永新、沈阳、泉州
理文造纸	40			江西
太阳纸业		40	40	山东
台湾荣成	20	30	80	湖北
琦祥纸业	20	50		吉林
山鹰纸业			127	湖北
金凤凰纸业	10	30	30	湖北
重庆简氏	60			重庆
祥兴纸业	30	40	30	湖北
金田纸业	30	30	20	江苏
联盛纸业	45			福建
荣晟环保	20			浙江
江西柯美	20			江西
秦楚纸业		11		湖北
荣成环科	85			湖北
浦发纸业	20	40		河南
合计	400	471	327	

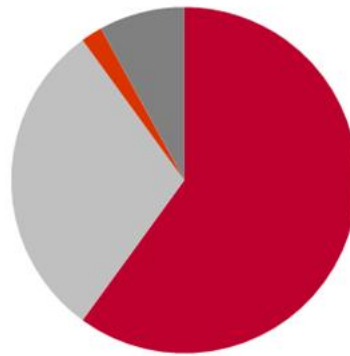
来源：根据新闻整理，中泰证券研究所

需求维持景气，箱板瓦楞纸进入旺季

- **电商物流驱动，下游持续景气。**箱板瓦楞纸供给纸箱厂，纸箱厂下游涵盖国内消费（主要为食品饮料及日化用品、家电电子等，占比分别为60%、30%左右）及物流运输及出口包装。一方面，电商、物流业的迅速发展、规模以上快递单数的指数型增长带来大量箱板瓦楞纸新增需求；另一方面，消费升级，家用电器、建材等需纸箱包装的产品销量提升及出口贸易景气，间接包装使用纸箱数目增加。箱板瓦楞纸下游稳增难减。

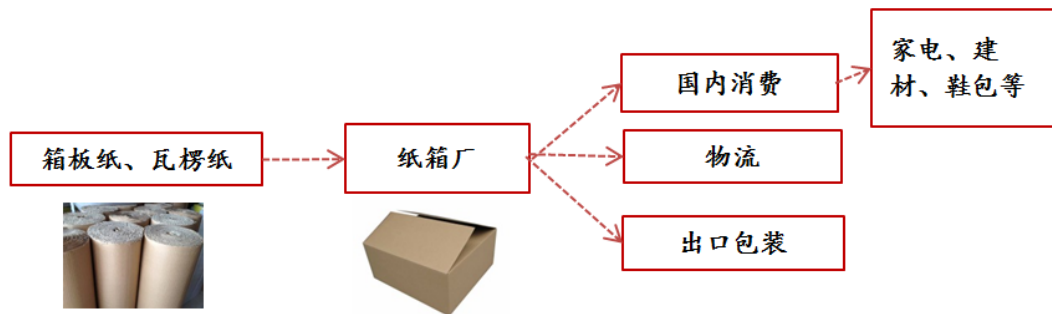
图表 5：箱板瓦楞纸下游需求占比（%）

■ 食品饮料、日化用品 ■ 家电、电子 ■ 快递 ■ 其他



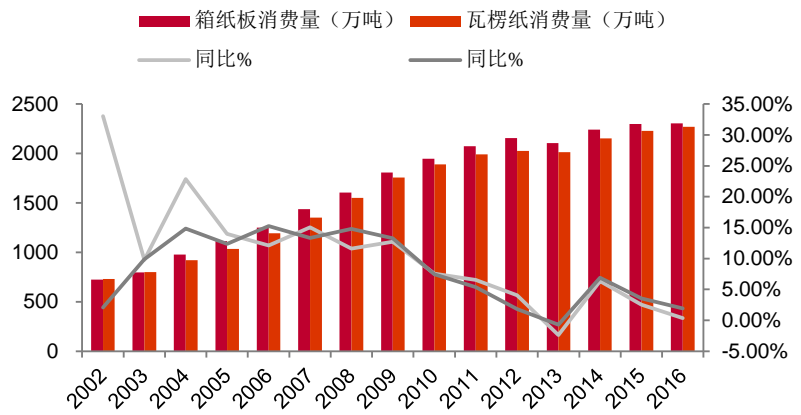
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：箱板瓦楞纸产业链



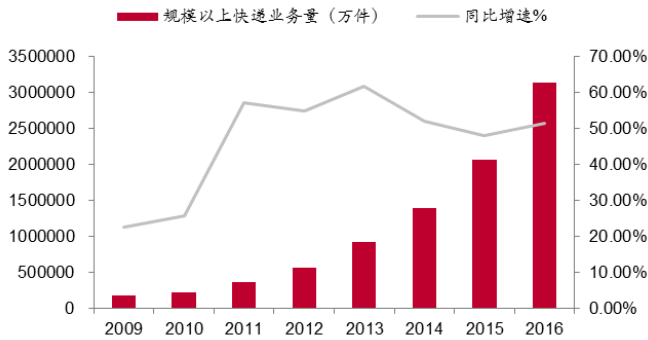
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：箱板瓦楞纸需求量



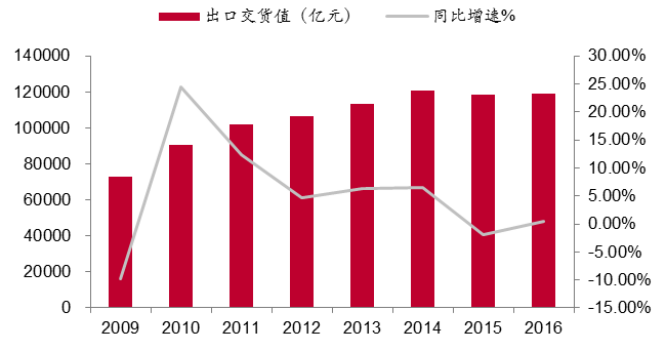
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：规模以上快递业务量



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9：出口交货值



来源：Wind，中泰证券研究所

- **旺季更旺，“二春”可期。**4~5月夏季到来电子产品红利减弱，箱板瓦楞纸为传统淡季，但2017年在环保行动的驱动下，箱板瓦楞纸在4月提前进入涨价周期；7-8月市场稍冷却并经历盛夏企业停机保价期，纸价上涨态势缓和；而9月起，为备货下半年国庆、“双十一”等下游需求，箱板瓦楞纸旺季即将到来。在二季度淡季不淡的情况下，我们看好9月起的旺季造纸企业吨净利再上新台阶。

图表 10: 造纸行业淡旺季一览

月份/纸种	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	周期敏感性	
文化用纸	新闻纸	平	平	淡	淡	淡	平	平	平	旺	旺	旺	旺	低
		节后用工广告准备		消费趋淡, 广告需求下滑			下游行业备货需求逐渐加大			消费行业旺季, 广告需求刺激发行量。				
	铜版纸	平	淡	旺	旺	旺	平	淡	淡	趋旺	旺	旺	旺	烟包用单铜低, 其他高
		双铜因节日促销宣传增多		春节放假		春季展销会拉动需求。			夏季开工率低, 部分厂停机检修		下半年是消费旺季, 双十一等刺激期刊、单页发行			
	双胶纸	平	淡	旺	旺	旺	平	平	淡季	旺	旺	旺	旺趋平	低
		节假日用量减少		教材备货开印期, 复印量亦增加			教材扫尾期			春季教材备货开印期		春季教材扫尾期		
包装用纸	白卡纸	旺	渐平	平	淡	淡	淡	淡	平	渐旺	旺	旺	旺	低
		下游补货期		节后消费降低		夏季、雨季消费需求减少				节假日集中时间段, 下游香烟, 食品用纸需求上升				
箱板纸、瓦楞纸	渐平	平	旺	渐淡	淡	回暖	回暖	平	渐旺	旺	旺	旺	高	
	春节是下游旺季, 但下游从十一开始适当备货		空调、冰箱、啤酒旺季到来		夏季降温电子产品红利减弱		夏季解暑饮料需求增加		出口业、洗衣机、彩电旺季		传统消费旺季, 下游需求提振			
生活用纸	纸尿裤	渐平	平	平	较旺	淡	淡	淡	趋旺	旺	旺	旺	旺	低
		纸尿裤大包可用1-2月, 后续天气转暖			电商618大促对纸尿裤销售拉动大		天气炎热出汗多, 纸尿裤需求减少		九月开始天气转凉, 纸尿裤进入传统旺季					
卫生纸、卫生巾	无明显季节性变化												低	

来源: Wind, 中泰证券研究所

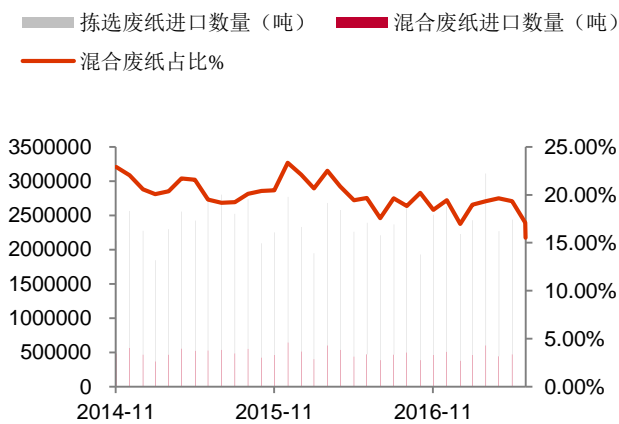
成本端持续上移, 原纸价格受支撑

- 根据现行造纸工艺, 箱板纸芯填充使用废纸为原料, 并根据要求强度决定废纸使用品种, 挂面及底层使用木浆为原料 (其中白板使用阔叶浆, 牛板使用针叶浆), 木浆及废纸使用比例在 2: 8 左右; 瓦楞纸则全部使用废纸为原料。
- 2016 年全国纸浆消耗总量 9797 万吨, 较上年增长 0.68%。其中废纸浆 6329 万吨, 占纸浆消耗总量 65%, 之中包含进口废纸制浆 24%、国产废纸制浆 41%; 外废使用占有所有废纸的 36.47%。
- “混废” 风声未过, 外废危机又来。2017 年 4 月 18 日, 中央全面深化改革领导小组第 34 次会议审议通过了《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》; 2017 年 7 月 18 日, 环保部正式向世贸组织 (WTO) 提交文件, 提出“为保护中国的环境安全和民众健康, 我们要紧急调整进口固体废物清单, 禁止高污染固体废物的进口。”这份固体废物清单中包括造纸行业重要低成本原材料混合废纸, 混合废纸是灰底白板纸的重要原材料, 也是部分低品质箱板瓦楞纸的芯填充原材料, 在进口废纸中占比在 20% 左右。我国每年进口废纸约 3000 万吨, 其中混废进口约为 500-600 万吨 (海关总署统计数据)。混废的退出意味着这部分原材料需要用其它废纸原料替代。国内大型厂商纷纷转型, 减少芯填充材料中混废的使用, 混废进口数量持续下降。2017 年 6 月, 混废进口 40.7 万吨, 同比下降 13.4%。与此同时, 国废作为替代品价格应声而

起，自4月发布《实施方案》后，废黄板纸从4月份的不到1400元/吨上涨到当前的2400元/吨，上涨高达1000元/吨，涨幅达70%以上。

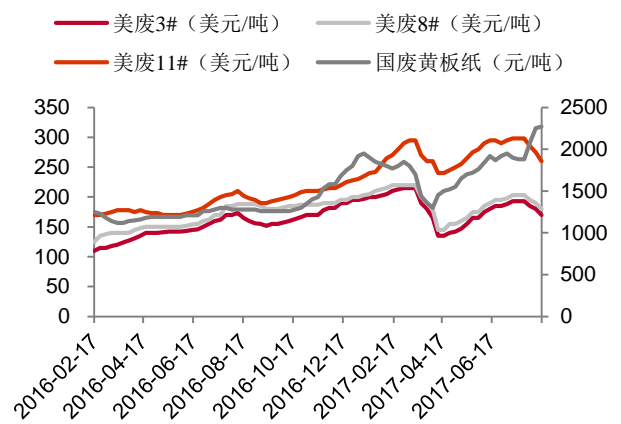
- 目前外废价格不升反降，叠加汇率上行影响，国外废剪刀差不断拉大。其一方面是由外废供需短期内波动，另外由于环保因素下外废批条迟迟不下，国内市场需求的短期缩紧。中长期来看，由于高压环保下厂家拿到外废批条的困难度提升，拥有外废资质的公司将享有更低的原材料成本，盈利能力会高于没有外废配额的小厂。行业内大厂的环保投入大，外废配额的持续性和稳定性高。我们认为，未来行业集中度和龙头的议价权将会明显提升。

图表 11: 混废进口情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 外废及国废价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 美元兑人民币外汇走势

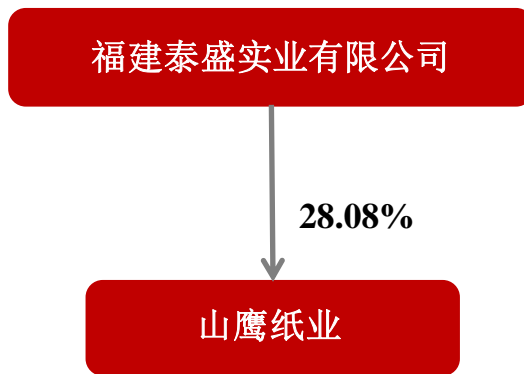


来源: Wind, 中泰证券研究所

山鹰纸业：A 股稀缺全产业链一体化布局标的

- 山鹰国际控股股份公司，原名为安徽山鹰纸业有限公司，前身是 1999 年成立的马鞍山市山鹰造纸有限责任公司。公司原控股股东为马鞍山市政府，自 2013 年 10 月吉安集团完成反向并购借壳上市，当前公司控股股东由马鞍山市政府变为泰盛实业，实际控制人为吴明武、徐丽凡夫妇。目前，吴明武及其一致行动人直接或间接持有公司 28.08% 的股权。

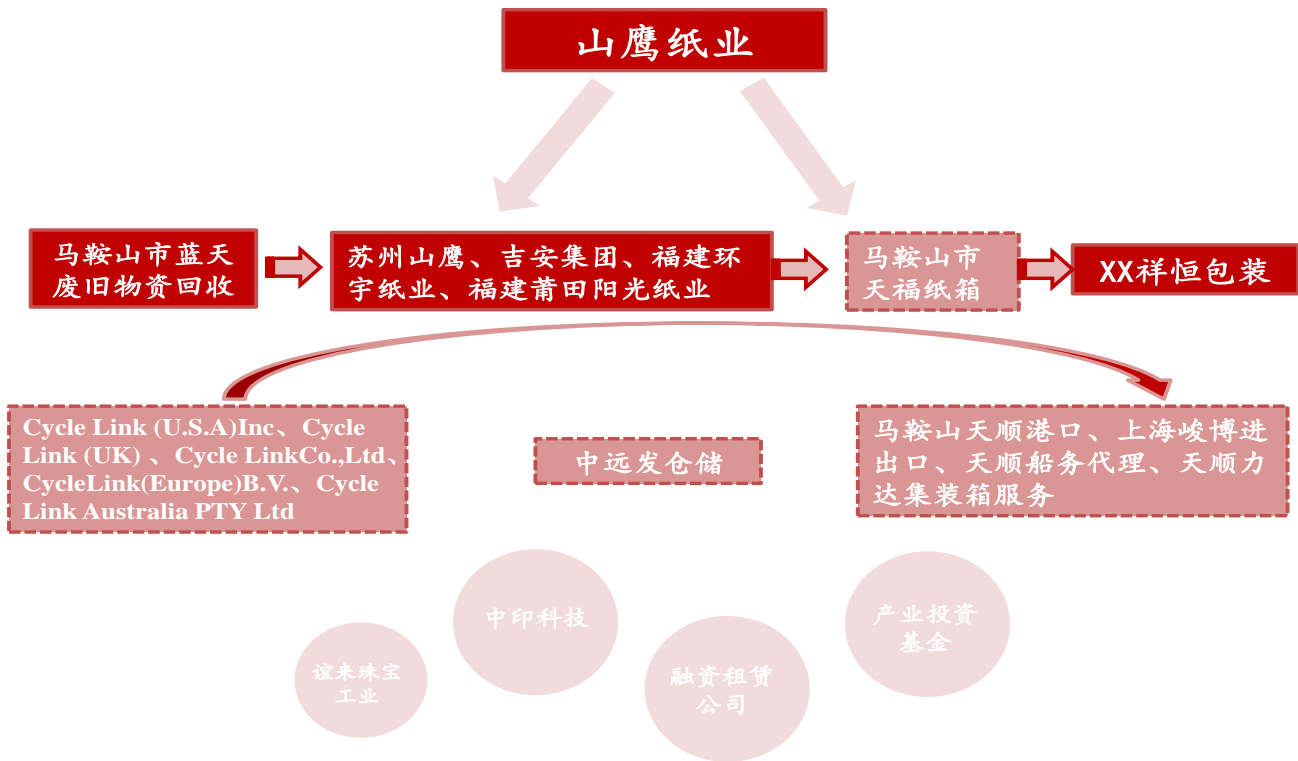
图表 14：山鹰纸业股权结构图



来源：Wind，中泰证券研究所

- **完善的产业链结构，四位一体全布局。**公司主营“山鹰牌”各类包装纸板、纸箱、新闻纸及其它纸制品的生产和销售，主导产品为箱纸板、瓦楞纸、瓦楞箱板纸箱等包装纸和新闻纸、胶印书刊纸等文化纸，其中主要产品箱板瓦楞纸产能占公司全部产能的 90% 以上，产品广泛用于家电、纺织、医药、电子、水果饮料等多种商品的外包装和报纸书刊。公司在发展造纸的同时持续扩大纸箱经营规模，实现“四位一体”——上游覆盖全球的废纸回收的网络，中端造纸、下游包装产业及覆盖十余个城市的原料回收网络和铁路专用线、水运专用码头及自备电站等一系列配套设施体系。2016 年公司并表子公司 54 家，实现全产业链覆盖。

图表 15: 山鹰纸业子公司产业链模拟图



来源: Wind, 中泰证券研究所

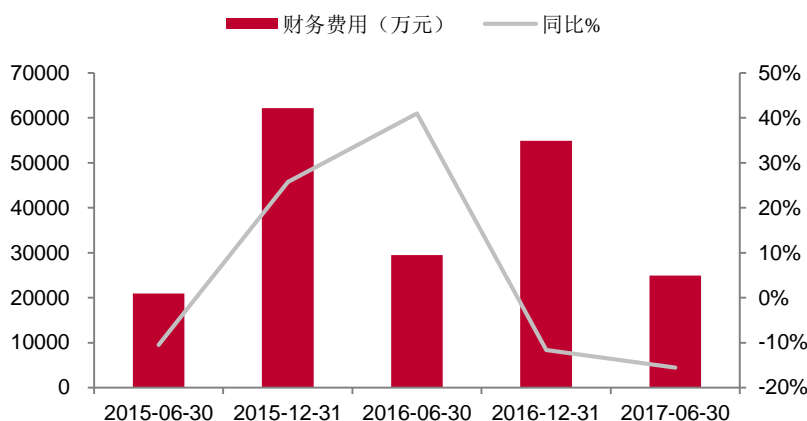
- 协同主业稳增长。**近年来,公司造纸业务产量与营业收入规模稳定增长,2013 年与吉安集团成功兼并重组,营业收入规模达 77.35 亿元,同比增长 58.8%。当年机制纸产量 243 万吨,同比增长 140.9%;2015 年 3 月马鞍山基地 80 万吨新产能正式投产,公司 2015 年机制纸产量 294 万吨,同比增长 21.49%,当年实现营业收入 97.9 亿元,同比增长 26.52%。随着 80 万吨新产能的逐步释放,叠加公司不断对生产线技术改造的投入力度,公司 2016 年生产能力继续提升,公司 2016 年全年生产机制纸 354 万吨,同比增长 20.41%,同年实现营业收入 121.35 亿元,同比增加 24%;

图表 16: “稳增长”一览

	营业收入 (万元)	同比%	机制纸产量 (万吨)	同比%	事件
2013	657,806.05	58.76%	243.00	140.90%	与吉安集团重组
2014	773,538.80	17.59%	242.00	-0.41%	
2015	978,699.56	26.52%	294.00	21.49%	3月年产80万吨造纸项目投产
2016	1,213,481.08	23.99%	354.00	20.41%	
2017年1-6月	746,148.06	38.10%	176.91	0.75%	

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **转换融资结构，拓展净利空间。**公司 2016 年以来持续改善自身融资结构，利息支出由 15 年的 5.15 亿元减少至 4.41 亿元；另一方面，公司通过非公开发行进行股权融资，财务费用率降至 4.52%，同比下降 1.83 个百分点；2017 年以来公司积极适用超短融、中期票据等融资工具降低公司财务费用，2017 年上半年公司财务费用同比下降 15.55%。

图表 17：公司近期财务费用


来源：Wind，中泰证券研究所

- **股权激励管理层，业绩向好添保障：**公司于 2016 年 9 月发布股票期权计划，拟向公司董事、高管、中层管理人员及业务骨干等 82 人实施股权激励，合计授予 6543 万份股票期权，其中首次授予 5823 万份，预留 720 万份，股票期权行权价为 2.93 元/股。首次授予的股票期权自授权日起满 12 个月之后，按照 40%、30%、30% 的比例分三期分别行权。在预留股票期权行权期内的 3 个会计年度，以公司扣非后净利润增长率作为预留股票期权激励对象的行权条件，具体以 2015 年扣非后净利润为基数，2016-2018 年的净利润增长率不低于 50%、200%、400%，对应公司 2016-2018 年扣非净利分别为 2.13 亿元、4.27 亿元和 7.12 亿元。股权激励计划表明管理层看好未来主营业务及利润的增长，通过进行业绩捆绑，为公司未来发展增添坚实保障。

图表 18：公司股权激励计划

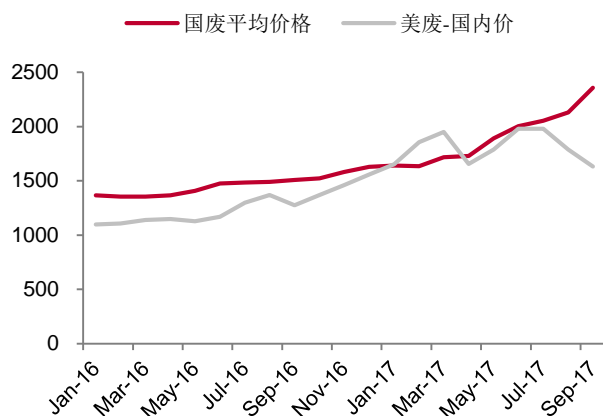
行权安排	行权条件	对应净利 (亿元)
首次授予的股票期权第一个行权期	以 2015 年扣费后年净利润为基数，2016 年净利润增长率不低于 50%	2.13
首次授予的股票期权第二个行权期	以 2015 年扣费后年净利润为基数，2016 年净利润增长率不低于 200%	4.27
首次授予的股票期权第三个行权期	以 2015 年扣费后年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 400%	7.12

来源：Wind，中泰证券研究所

大厂成本端优势更为明显，集中度提升带动议价能力增强

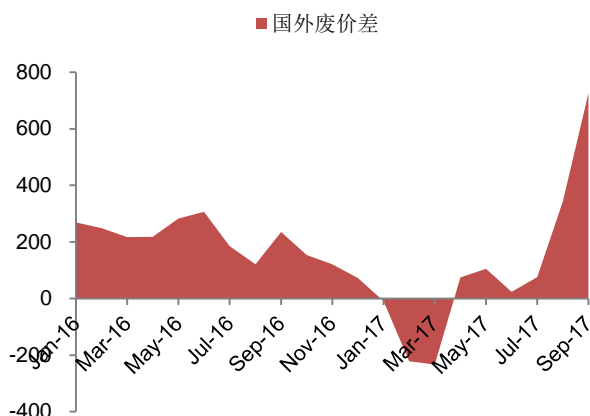
- **成本端因素一：外废配额。**纸制品主要原材料为废纸、木浆、化学品及电力等辅助材料，其中，废纸、木浆等原材料占比 80%。出于对成本和环保因素的考量，废纸浆成为生产箱板纸等精度要求不高的产品的主要原料。废纸浆废纸根据来源分为国废和外废，由于国外资源充裕，一手纸箱多由木浆生产，故相比较国废，外废质优价高，成为生产高品质箱板瓦楞纸的重要原材料，目前山鹰纸业废纸进口比例接近 60%。
- **稳定的废纸收购渠道、进口废纸资质与配额成为龙头企业的核心竞争力。**废纸的配额是由不同企业的环保水平以及往年申请的外废额度来决定的。小企业由于环保设备不完备等原因，只有部分企业能拿到废纸配额；而大厂则是由于历年的环保投入加之一如既往的外废申请，因此外废进口额度较为稳定。
- **内外废价格倒挂明显，外废的重要性愈加凸显。**2017 年 4 月，中央通过了《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，国废价格应声而起，2017 年 7 月中旬中国向 WTO 申请禁止进口混废更是加重了国内外废纸价格倒挂。废黄板纸从 4 月份的不到 1400 元/吨上涨到当前的 2400 元/吨，上涨高达 1000 元/吨，涨幅达 70%以上。而同期的美废 11#在 6 月份见顶后回落，当前价格约为 1600 元/吨，与 4 月份的价格相当。当前内外废价格倒挂 800 元左右，因此拥有外废资质的公司将享有更低的原材料成本，盈利能力会高于没有外废配额的小厂。另一方面，由于从 18 年开始国家禁止进口混合废纸，而每年约有 500-600 万吨的混废应用于瓦楞箱板纸和灰底白板纸上，一旦禁令开启，下游对混废的需求会转移到国废上，国废的价格长期看涨，而大厂由于信用度和现金流都好于小厂，打包站会优先供给给大厂，导致小厂的原材料的可得性受限。
- **小厂由于缺乏成本优势会自然出清，集中度提升是大势所趋。**由于原材料成本攀升，瓦楞箱板纸价格更是连创新高。箱板纸含税价格已经从 4 月份的 3900 元/吨涨至目前的 5900 元/吨，瓦楞纸由于全废纸生产，价格上涨更为明显，其价格从 4 月份的 2800 元/吨涨至 5500 元/吨。我们认为，原纸目前上涨过快，但是涨幅会边际递减，小厂在外废配额的受限的前提下，成本会明显高于大厂，且部分小厂或出现原材料受限而导致无法生产的情况，盈利能力受到压缩会导致小厂淘汰，行业的集中度进一步提升，大厂的议价能力增强。

图表 19: 内外废纸价格 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

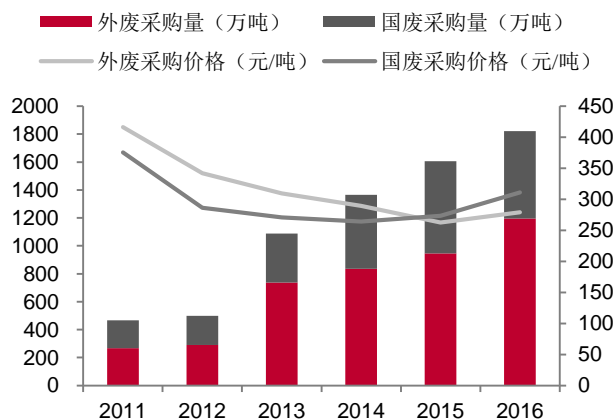
图表 20: 内外废纸价差 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

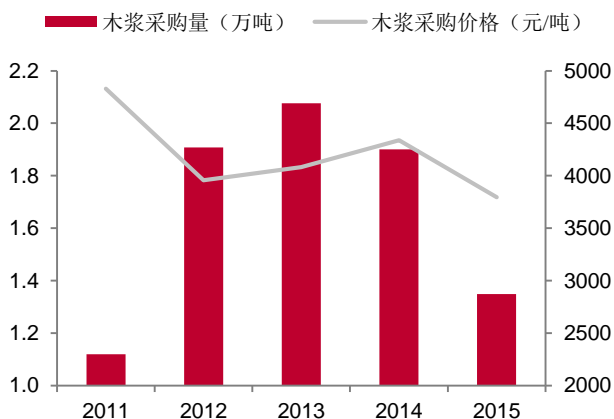
- 公司面向国内外建立了完善的回收网络。**在废纸采购方面, 公司拥有国内外原料采购网络, 即国外纤维原料采购平台及国内纤维原料收购平台。国内废纸主要由子公司浙江泰兴纸业有限公司、福建省莆田市阳光纸业有限公司和马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司面向江苏、浙江、安徽、上海、湖北等省市废品回收站、个体户进行收购, 多年来已形成较为稳定的回收网络, 公司本部也于 2017 年 2 月起开始向个体户进行废纸收购; 公司在国外设立 6 家子公司, 专门从事废纸收购业务, 目前公司国外采购网络主要涵盖美国、英国、澳大利亚、日本等国家。2016 年, 公司废纸采购量 410 万吨, 较 2015 年增长 13.4%, 由于国外废纸采购价格较低且纤维长质量好, 公司国外废纸采购量较 2015 年增长 26.3% 至 269 万吨, 国内废纸采购量较 2015 年减少 5.1% 至 141 万吨。公司从成本端把控风险, 扩充来源, 积极布局海内外废纸收购渠道形成产业链规模效应, 采购价格优势凸显。

图表 21: 国废、外废采购单价 (左) 及采购量 (右)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: 木浆采购量 (左) 及采购单价 (右)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 成本端因素二: 自备电厂环保降本。**包装纸的制造过程中有多道烘干手续, 需耗费大量的蒸汽, 此外大型造纸机械对电力的消耗也非常大。如果电力和蒸汽全部对外采购, 能源的高成本将大幅降低企业的盈利能力。

公司马鞍山造纸基地和海盐造纸基地均自建电厂，马鞍山基地在 16 年末已经完全实现电厂自备，吉安基地由于浙江省环保要求更为严格，目前仍有 20% 产能仍需吸收上网。根据我们的模拟数据，而自备电厂成本约为 0.25~0.3 元/吨，吸收上网电价约为 0.6 元/吨，以吨纸生产消耗 500 度电测算，自备电厂相较完全不自备电厂节约吨纸成本约为 150 元。此外，发电过程中产生的热蒸汽可以传输至造纸车间设备烘干进行烘干，多余的蒸汽对外供应产生利润。公司进行的热电联产降低了造纸的能源成本，提高了公司的盈利能力。

图表 23：2016 年山鹰纸业&景兴纸业单吨成本对比

	山鹰纸业			景兴纸业		
	总额 (元)	占比	单吨成本 (元)	总额 (元)	占比	单吨成本 (元)
原材料	6,082,726,599	91%	1749	2,181,057,551	84%	1776
人工费用	97,526,695	1%	28	51,668,673	2%	42
制造费用	499,657,313	7%	144	371,839,396	14%	303
合计	6,679,910,608	100%	1921	2,604,565,620	100%	2121

来源：Wind，中泰证券研究所

产能加速扩张，布局欧洲，加密国内

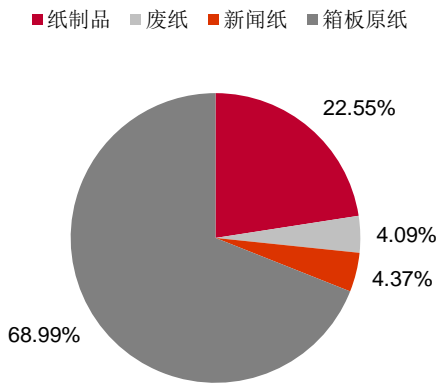
- 公司主营造纸行业，规划产能仅 305 万吨，但通过不断的技改和产品结构搭配，目前公司已形成年产 354 万吨包装用纸（箱板原纸和新闻纸）和 11.61 亿平方米中高档包装纸箱（纸制品）的生产能力，其中新闻纸 19 万吨，箱板瓦楞纸 335 万吨，但是公司会根据市场的需求情况调整生产线，部分新闻纸生产线也可用作生产箱板瓦楞纸。

图表 24：公司箱板瓦楞纸分布及新增产能情况 (万吨)

产能 (万吨)	产品	2017 年	2019 年	新增产能
马鞍山	箱板/牛卡纸	125	125	0
	瓦楞纸	25	25	0
	新闻纸	19	19	0
	涂布白板纸	1	1	0
海盐	箱板/牛卡纸	45	45	0
	轻涂白面牛卡纸	60	60	0
	瓦楞纸	30	30	0
湖北荆州	瓦楞纸	0	80	80
	低定量 T2/T 纸	0	47	47
合计		305	432	127

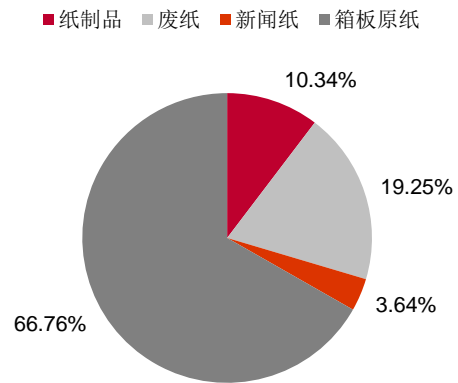
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 25：2016 年公司业务拆分



来源：Wind，中泰证券研究所

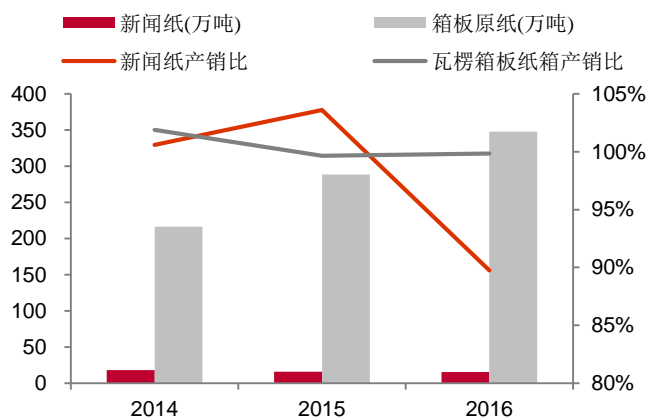
图表 26：2017 年上半年公司业务拆分



来源：Wind，中泰证券研究所

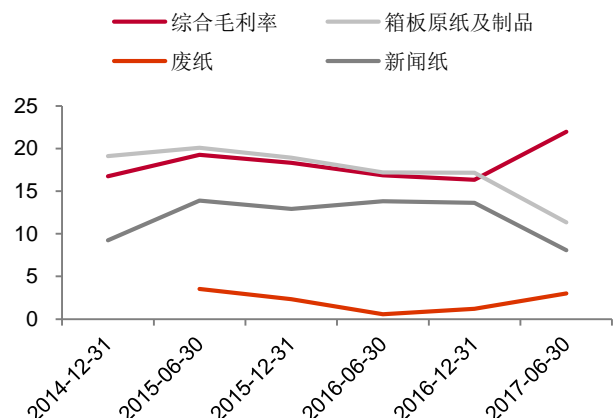
- **公司近年来持续满产。**从产量情况来看，2016 年，公司箱板原纸产量较上年增长 22.5%至 340 万吨；新闻纸产量较上年下降 16.2%至 14 万吨；纸制品产量较上年增长 23.25%至 11.61 亿平方米。2016 年，受行业景气度上升、下游需求稳定影响，公司包装用纸和中高档包装纸箱产能利用率分别为 99.92%和 100.00%，较上年大幅提高，公司产能利用率处于行业较高水平。
- **公司箱板纸创收营收持续上升，**2017 年上半年公司箱板纸实现营收 57 亿元，同比增长 38.1%。2017 年 6 月公司造纸业务毛利率 24.93%，同比增长 6.43%，其他业务毛利率也有所增长，公司综合毛利率同比提升 5.22%，营收和毛利率的大幅提升助力公司实现上半年亮眼业绩。

图表 27：公司近三年产销数据



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 28：历年公司主营业务毛利率 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

- **定增项目扩产能，比肩理文追玖龙。**公司目前共有两个生产基地，分别位于安徽省马鞍山市和浙江省海盐县，共拥有 9 条包装纸生产线，产能规模仅次于玖龙和理文，位居国内第三位。2017 年 9 月，公司变更 2016 年募投项目为“年产 42 万吨低定量瓦楞原纸/T 纸生产线项目、年产 38 万吨高定量瓦纸和年产 47 万吨低定量 T2/T 纸生产线项目，产线投产后

公司包装纸产能将扩张到 481 万吨，与理文造纸目前 563 万吨/年产能仅差 82 万吨。公司预计年产 42 万吨低定量瓦楞原纸/T 纸生产线项目达产后，预计年销售收入为 12.74 亿元，净利润 1.83 亿元；年产 38 万吨高定量瓦纸和年产 47 万吨低定量 T2/T 纸生产线项目达产后，预计年销售收入为 25.98 亿元，净利润 3.49 亿元。

图表 29：原项目及现项目募集资金用途

	项目名称	实施主体	实施地点	投资总额 (万元)	拟适用募筹资 金(万元)	实际募集资金 金额(万元)
原项目	年产 50 万吨低定量强韧牛卡纸、43 万吨低定量高强瓦楞纸、27 万吨渣浆纱管原纸生产线建设项目	吉安集团	浙江省嘉兴市海盐县经济开发区杭州湾大桥新区	277,372	200,000	197,048.26
新项目	年产 42 万吨低定量瓦楞原纸/T 纸生产线项目	华中山鹰	湖北省荆州市公安县青吉工业园	161,898	197,048.26	48,600
	年产 38 万吨高定量瓦纸和年产 47 万吨低定量 T2/T 纸生产线项目			288,899		148,448.26
	合计			450,797		197,048

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 外延并购促发展：**公司全资控股公司 Goldcup 瑞典公司收购 HBB 公司，持有 Nordic 公司 61.2% 的股权，Petek 公司持有 Nordic 公司 38.8% 的股权，本次收购是公司实施国际化发展战略的重要举措之一，使公司进入了高盈利的特种纸细分领域。产品上新增加的防油纸、特种牛皮纸、高强度纸袋纸等新纸种有利于拓展欧洲和北美市场，加快推进公司业务国际化战略步伐；收购将进一步优化公司全球供应链和销售网络，可为国际化的纸品用户提供优质的纸品和包装解决方案，达到业绩增厚与协同发展一箭双雕的效果。

图表 30：北欧纸业往年业绩

单位：亿克朗	2016	2015	yoy
销售净额	25.27	25.22	0.2%
其他经营收入	0.19	0.10	93.9%
合计	25.46	25.32	0.5%
经营业绩	3.37	4.05	-16.8%
净利润	2.35	2.88	-18.5%

来源：Wind，中泰证券研究所

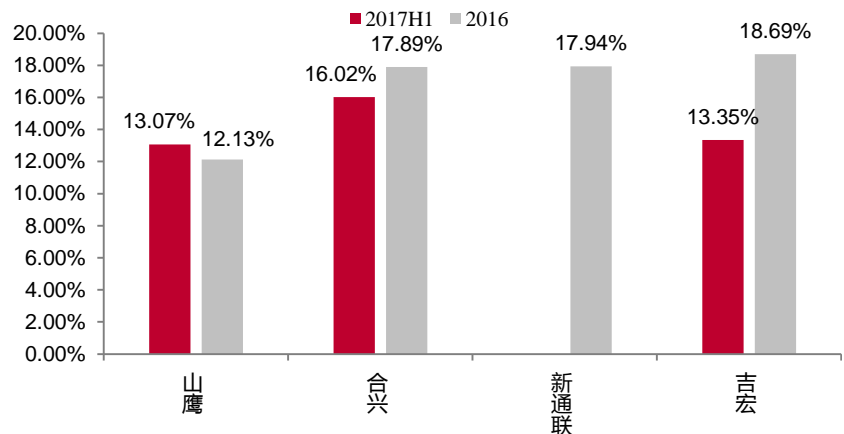
下游包装：原纸涨价日，包装整合时

- 包装企业处于洗牌阶段。**瓦楞箱板纸包装整个产业链处于涨价通道，而包装企业由于面对的上下游行业集中度都较高，而包装行业内小企业较多且分散，在产业环节上议价能力相对较弱，因此在价格传导的时间和

力度上都处于弱势。17 年上半年原纸价格疯涨，公司的产业链一体化优势使公司包装毛利率不降反升，公司 17 年上半年包装毛利率环比上涨接近 1 个百分点，而同行业毛利率都出现了不同程度的下滑。我们认为，原纸的加速上涨会导致部分包装企业无法顺利且及时进行价格传导，导致资金链断裂从而退出市场，而在包装行业洗牌时，对于产业链一体化的企业更能抵御市场的波动，抢占更多的订单，提高市占率。

- **公司拥有产业链一体化优势+区位优势。**公司是瓦楞箱板纸产业链废纸+原纸+包装产业链一体化的企业，吉安更是以包装起家，前身是吉安纸容器。公司目前拥有 14 家包装子公司，分别布局于全国几大经济圈，毗邻国内各大重要客户，便于公司为客户提供一体化的包装服务，有利于客户的开拓和保持客户的稳定性。同时，公司的造纸业务最佳销售半径正好覆盖上海、浙江、江苏、安徽等地区，区域内箱板纸、瓦楞原纸的需求量旺盛，且废纸产生量大，也是良好的原料市场。
- **包装盈利能力提升空间大。**公司包装的原材料部分自给，但公司 2016 年包装毛利率仅为 12.13%，显著低于同行业，可见公司的包装毛利率有较大的提升空间。

图表 31：公司包装毛利率显著低于同行业



来源：Wind，中泰证券研究所

注：新通联 2017 年上半年该数据未披露

- 公司通过一系列内外整合、合作，从下游客户需求出发，致力为客户提供如融通资金服务、包装设计、材料研发、物流优化等增值定制化服务，形成日益强大的包装产业体系。

图表 32：包装事件梳理

日期	事件
2016 年	设立中印科技，开发智能包装
2016 年	与青岛海尔零部件采购签订为期 6 年的 4 亿/年的采购份额
2017 年	设立国家级包装研究院和检测中心
2017 年	祥恒创意包装有限公司通过自主研发方式共获得 9 项国家实用新型专利证书
2017 年	公司包装 SAP 二期实施，10 家包装企业 SAP 系统顺利上线，并启动包装 SAP 三期项目的实施

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们预计今年造纸业高景气行情将助推山鹰纸业业绩高速增长，公司全产业链一体化布局，产能扩张和海外市场拓展则有望提升公司盈利的持续性。不考虑北欧纸业并表业绩的情况下，我们预估山鹰纸业 2017-2019 年销售收入为 169、182、204 亿元，同比增长 39.5%、7.2%、12.4%；归属于母公司净利润为 19.4、20.7、21.9 亿元，同比增长 450.6%、6.6%、5.9%；对应 EPS 为 0.43、0.46、0.48 元。公司目前股价对应 2017、2018、2019 PE 分别为 12.8、12.0、11.4 倍。我们给予 2017 年 15 倍 PE，对应目标价 6.4 元，给予“增持”评级。

图表 33：山鹰纸业三大财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,735	9,787	12,135	16,930	18,157	20,402
增长率	17.59%	26.5%	24.0%	39.5%	7.2%	12.4%
营业成本	-6,438	-7,991	-10,150	-12,777	-13,634	-15,500
%销售收入	83.2%	81.6%	83.6%	75.5%	75.1%	76.0%
毛利	1,297	1,796	1,985	4,153	4,523	4,903
%销售收入	16.8%	18.4%	16.4%	24.5%	24.9%	24.0%
营业税金及附加	-40	-65	-107	-127	-142	-161
%销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%
营业费用	-368	-509	-594	-661	-726	-816
%销售收入	4.8%	5.2%	4.9%	3.9%	4.0%	4.0%
管理费用	-353	-447	-496	-508	-545	-612
%销售收入	4.6%	4.6%	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	536	774	788	2,857	3,110	3,314
%销售收入	6.9%	7.9%	6.5%	16.9%	17.1%	16.2%
财务费用	-494	-621	-549	-530	-592	-665
%销售收入	6.4%	6.4%	4.5%	3.1%	3.3%	3.3%
资产减值损失	-33	-26	-37	-41	-43	-44
公允价值变动收益	8	-5	5	-19	-9	-3
投资收益	1	2	-4	3	3	4
%税前利润	0.9%	0.6%	—	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	17	124	203	2,271	2,471	2,605
营业利润率	0.2%	1.3%	1.7%	13.4%	13.6%	12.8%
营业外收支	98	170	246	196	209	211
税前利润	115	294	450	2,467	2,680	2,815
利润率	1.5%	3.0%	3.7%	14.6%	14.8%	13.8%
所得税	-5	-86	-91	-507	-587	-596
所得税率	3.9%	29.4%	20.2%	20.6%	21.9%	21.2%
净利润	111	208	359	1,960	2,093	2,219
少数股东损益	1	-2	6	18	21	26
归属于母公司的净利润	110	209	353	1,942	2,071	2,194
净利润率	1.4%	2.1%	2.9%	11.5%	11.4%	10.8%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,262	2,015	2,197	3,436	4,651	5,913
应收款项	2,051	2,457	2,605	3,441	3,828	4,356
存货	1,628	1,784	1,686	2,275	2,428	2,760
其他流动资产	745	292	973	988	1,009	1,028
流动资产	6,686	6,547	7,461	10,140	11,916	14,057
%总资产	36.1%	35.6%	37.2%	39.4%	40.7%	43.0%
长期投资	103	118	271	271	271	271
固定资产	10,508	10,466	11,179	14,186	16,010	17,269
%总资产	56.8%	56.8%	55.8%	55.2%	54.7%	52.9%
无形资产	922	1,059	1,030	1,003	989	965
非流动资产	11,814	11,866	12,588	15,567	17,378	18,613
%总资产	63.9%	64.4%	62.8%	60.6%	59.3%	57.0%
资产总计	18,500	18,413	20,049	25,707	29,295	32,670
短期借款	7,195	6,925	6,153	768	768	768
应付款项	1,696	1,546	1,638	2,403	2,463	2,782
其他流动负债	944	1,823	1,115	1,323	1,259	1,304
流动负债	9,836	10,294	8,906	4,494	4,490	4,853
长期贷款	1,609	1,003	818	818	818	818
其他长期负债	980	856	1,814	1,814	1,814	1,814
负债	12,424	12,153	11,538	7,126	7,122	7,485
普通股股东权益	6,033	6,205	8,460	18,513	22,083	25,070
少数股东权益	42	55	51	68	90	116
负债股东权益合计	18,500	18,413	20,049	25,707	29,295	32,670

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.04	0.09	0.11	0.60	0.64	0.68
每股净资产 (元)	2.46	2.53	2.61	5.71	6.81	7.74
每股经营现金净流 (元)	0.59	0.56	0.29	0.72	0.83	0.91
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.03	0.03	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	1.8%	3.4%	4.2%	10.5%	9.4%	8.8%
总资产收益率	0.6%	1.1%	1.8%	7.6%	7.1%	6.7%
投入资本收益率	3.9%	4.2%	4.3%	12.5%	11.8%	11.7%
增长率						
营业总收入增长率	17.6%	26.5%	24.0%	39.5%	7.2%	12.4%
EBIT增长率	3.0%	44.5%	1.9%	262.5%	8.9%	6.5%
净利润增长率	-47.1%	90.1%	68.8%	450.6%	6.6%	5.9%
总资产增长率	2.2%	-0.5%	8.9%	28.2%	14.0%	11.5%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.7	51.7	45.0	44.0	45.0	45.0
存货周转天数	95.1	77.9	62.4	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	82.0	67.7	52.2	62.3	59.8	59.4
固定资产周转天数	355.9	333.6	296.2	230.4	247.3	234.9
偿债能力						
净负债/股东权益	120.8%	107.3%	76.4%	-0.6%	-6.0%	-10.3%
EBIT利息保障倍数	1.1	1.2	1.4	5.4	5.3	5.0
资产负债率	67.2%	66.0%	57.6%	27.7%	24.3%	22.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	111	208	359	1,960	2,093	2,219
少数股东损益	0	0	0	18	21	26
非现金支出	663	791	887	1,090	1,291	1,455
非经营收益	379	626	574	-181	-203	-211
营运资金变动	290	-241	-876	-548	-484	-516
经营活动现金净流	1,442	1,383	943	2,339	2,718	2,973
资本开支	1,322	343	1,019	332	301	334
投资	28	-114	-159	-1,132	-1,532	-1,832
其他	235	11	11	-16	-5	0
投资活动现金净流	-1,059	-446	-1,167	-1,480	-1,838	-2,166
股权募资	4	0	1,973	0	0	0
债权募资	-733	-987	-14	398	438	482
其他	90	-40	-840	0	-81	0
筹资活动现金净流	-639	-1,027	1,119	398	357	482
现金净流量	-257	-89	895	1,256	1,236	1,288

来源：中泰证券研究所

风险提示

汇率波动风险

- 山鹰纸业原材料涉及海外采购，业务扩张和横向并购均涉及海外市场，若未来汇率出现大幅波动，可能对报表业绩产生影响。

原材料价格波动风险

- 箱板瓦楞纸成本中原材料占比在 80%以上，目前废纸和木浆受政策面影响波动较为明显，若未来原材料价格持续上涨且公司在价格传导过程中出现困难，可能影响盈利能力。

募投项目不达预期

- 公司未来产能扩张情况取决于募投项目执行预期，若项目执行不达预期，可能影响公司业绩，建议予以关注。

利率大幅上升风险

- 公司融资成本与利率关联显著，若未来利率出现大幅上调，可能导致财务成本大幅上升，从而影响盈利预期。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。