

华旺科技 (605377.SH)

公司深度研究
证券研究报告

中高端装饰原纸领军者，国际化&拓品类打开成长空间

投资逻辑：

深耕行业二十载，中高端装饰原纸龙头。23Q1 公司实现营业收入 9.14 亿元，同比+20.87%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比-4.4%。22 年装饰原纸产能 27 万吨，预计 23 年 8 万吨产能投放后，公司凭借 35 万吨产能成为高端装饰原纸产能龙头。预计 23/24/25 年特种纸整体产能达到 39/20/54 万吨。

定位中高端&精细化成本控制，ROE 表现行业领先。

1) 公司产品立足高端，契合当前行业高端化趋势加速成长，过去 3 年销量复合增速 16.1% 远高于行业；研发投入、多工艺节点控制、高设备投资拉大与中低端纸品品质差距，毛利率较行业平均水平高 5-10pct，产业链地位更具优势。

2) 精细化成本管理，灵活原料库存调节+费效比提升。对木浆、钛白粉等材料进行精细化库存调节管控，部分平抑成本波动，23Q1 起，木浆价格进入高位下行周期，钛白粉价格则处于底部温和复苏趋势，短期我们认为吨盈利修复有望逐步兑现，预计公司 23-25 年装饰纸毛利率分别为 26%/27.3%/27.5%（同比 +5.7/+1.2/+0.2pct）。

后续成长两大驱动——海外扩张+品类拓展。1) 高端产品受到认可，加快推进欧洲大客户合作，外销占总营收（除木浆贸易收入）比重从 2020 年的 13.1% 提升至 2022 年的 18.9%，预计未来 2-3 年外销收入保持 40% 以上成长。2) 品类拓展：医疗纸、格拉辛纸布局等打开成长空间，强化食品、医疗、工业领域细分赛道布局，保证盈利的同时，打开新成长空间，2022 年其他特种纸（医疗纸为主）营收 3436 万元，预计 23-25 年销量分别为 1.5/3.8/16.2 万吨，营收分别为 1.3/3.2/13.7 亿元，营收同比 +277%/+149%/+325%。

22 年 3 月公司进行非公开定向增发融资，募资总额 8.2 亿元，对应年产量为 8 万吨的装饰原纸项目，该产能预计 23 年中投产。

盈利预测、估值和评级

采用市盈率相对估值法，预测 23-25 年公司归母净利分别为 5.7/6.6/8.3 亿元，当前股价对应估值为 12/10/8X，考虑公司具有较强产品定价力、海外开拓、进军多品种打开成长空间，首次覆盖，给予 23 年 15X 估值，目标价 25.9 元，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险；限售股解禁；国际贸易环境变化的风险；市场竞争加剧的风险；汇率波动的风险。

轻工组

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：20.23 元

目标价（人民币）：25.90 元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,940	3,436	4,016	4,454	5,747
营业收入增长率	82.40%	16.88%	16.86%	10.90%	29.03%
归母净利润(百万元)	449	467	574	659	825
归母净利润增长率	72.53%	4.18%	22.83%	14.85%	25.19%
摊薄每股收益(元)	1.563	1.407	1.728	1.984	2.484
每股经营性现金流净额	1.84	1.62	1.61	2.37	2.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.61%	12.95%	14.08%	14.54%	16.04%
P/E	11.48	17.45	11.71	10.20	8.14
P/B	2.02	2.26	1.65	1.48	1.31

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

1 深耕行业二十载，中高端装饰原纸龙头	4
2 ROE 表现优秀的来源？——定位中高端&精细化成本控制	5
2.1 立足高端：强技术工艺优势，产业链地位较优	6
2.1.1 如何理解中高端装饰原纸成长属性强于大盘？	6
2.1.2 研发投入、多工艺节点控制拉大与中低端品质差距，提升盈利中枢	8
2.2 精细化成本管理，灵活原料库存调节+费效比提升	10
2.2.1 灵活进行原料库存，成本下行周期短期看好盈利弹性兑现	10
2.2.2 费用管控能力优秀	12
3 后续成长两大驱动——海外扩张、品类拓展	13
3.1 海外市场：产品性价比优势突出，海外高端&新兴市场双轮开拓	13
3.2 品类拓展：医疗纸、格拉辛纸布局等打开成长空间	14
4 盈利预测和投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议	17
5 风险提示	17

图表目录

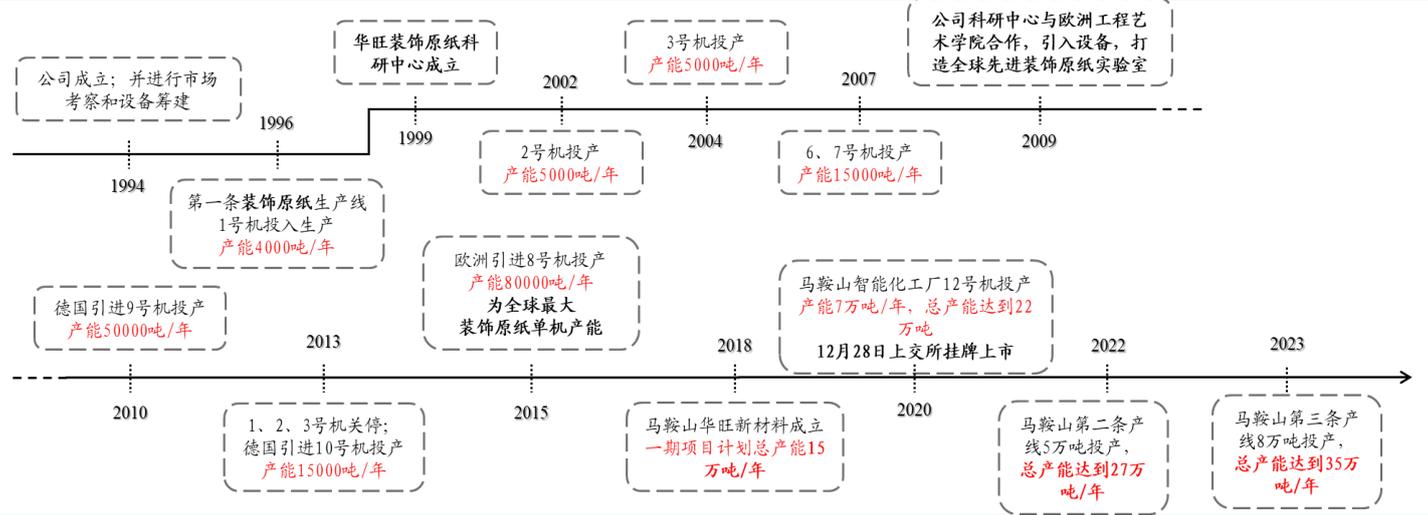
图表 1： 公司成长发展历程梳理	4
图表 2： 2018-2023Q1 营业收入（百万元）及增速	4
图表 3： 2018-2023Q1 归母净利润（百万元）及净利率	4
图表 4： 公司主营业务及产品展示	5
图表 5： 公司主营业务营业收入占比	5
图表 6： 公司海外销售占比逐年增加	5
图表 7： 同行业公司 ROE 对比	6
图表 8： 装饰原纸产业链	6
图表 9： 公司装饰原纸业务成长性高于行业和同行	7
图表 10： 林业科学研究院与夏王纸业合作进行的装饰原纸性能研究	7
图表 11： 人造板功能型饰面技术研究	8
图表 12： 2021 年国内装饰原纸市场占比格局	8
图表 13： 国内中高端装饰原纸市场呈双寡头格局	8
图表 14： 同行业研发费用率对比	9
图表 15： 同行业研发人员数量占比对比	9
图表 16： 同行业公司在建生产线扩建项目	9
图表 17： 同行业吨净利对比（元/吨）	9
图表 18： 同行业销售毛利率对比	9
图表 19： 同行业应收账款周转天数对比	10
图表 20： 同行业应付账款周转天数对比	10
图表 21： 2022 年装饰原纸业务成本拆分结构	10

图表 22: 1H2020 原材料采购金额占采购总额比重.....	10
图表 23: 19-20 年浆价下行周期, 产品价格弹性弱于成本弹性.....	11
图表 24: 木浆价格进入下行区间.....	11
图表 25: 钛白粉价格底部回升.....	11
图表 26: 2023-2026 年全球新增商品阔叶浆产能 490 万吨.....	11
图表 27: 欧洲港口局木浆进入补库周期且库存创新高.....	11
图表 28: 中国纸浆港口库存处于高位区间.....	12
图表 29: 国内钛白粉产量处于低速成长.....	12
图表 30: 2021 年钛白粉下游需求分布.....	12
图表 31: 国内钛白粉产能投放计划.....	12
图表 32: 同行业存货周转天数对比.....	12
图表 33: 原材料占存货与营业成本比重.....	12
图表 34: 同行业公司销售费用率对比.....	13
图表 35: 同行业公司管理费用率对比.....	13
图表 36: 同行业公司营收成长性对比.....	13
图表 37: 2018-2023Q1 资本性支出 (百万元) 及增速.....	13
图表 38: 公司产能预计投放情况.....	14
图表 39: 国内纸板和纤维纸出口数量 (万吨) 及增速.....	14
图表 40: 2018-2022 公司境外营业收入及占比.....	14
图表 41: 同行业公司产品多类别布局.....	14
图表 42: 医疗透析纸产品品类展示.....	15
图表 43: 医疗和食品包装原纸营业收入 (百万元) 对比.....	15
图表 44: 医疗和食品包装原纸毛利率对比.....	15
图表 45: 公司主要业务营收及毛利预测.....	17
图表 46: 可比公司估值.....	17

1 深耕行业二十载，中高端装饰原纸龙头

华旺科技成立于2009年12月，并于2020年12月在上海证券交易所上市，当前已成为国内第三大装饰原纸公司，高端装饰原纸赛道排名第二，伴随新8万吨产能投放，预计23年将成为高端装饰原纸赛道产能第一名。公司主营业务为可印刷装饰原纸和素色装饰原纸的研发、生产和销售业务，以及木浆贸易。2022年度，公司实现营业收入34.4亿元，同比+16.9%；实现归母净利润4.7亿元，同比+4.2%。伴随募投项目有序投产，公司产能保持高速增长。2022年公司合计销量达23万吨，过去3年CAGR达16.8%。

图表1：公司成长发展历程梳理

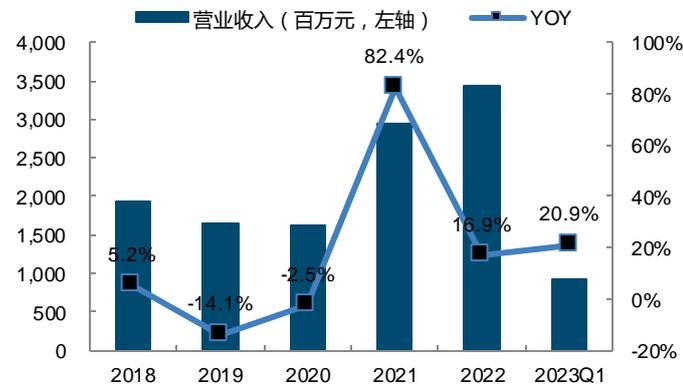


来源：公司官网，国金证券研究所

中高端装饰原纸新品推出、海外出口驱动成长，盈利能力受木浆成本影响呈周期性波动。2020年至2023Q1，公司营业收入分别为16.1/29.4/34.4/9.1亿元，同比-2.5%/+82.4%/+16.9%/+20.9%；归母净利润分别为2.6/4.5/4.7/1.1亿元，同比+52.2%/+72.5%/+4.2%/-4.4%。公司成长驱动力主要来自：

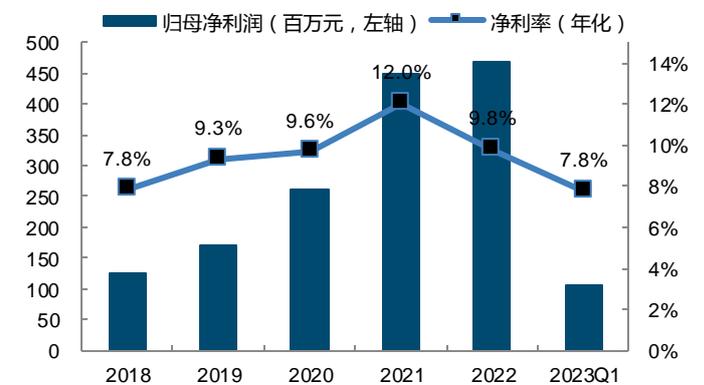
- 1) 立足高端，国内市场份额不断提升，公司凭技术工艺优势，提升在耐晒、耐磨、稳定性和印刷性能等方面优势，不断推出新型产品，有效地满足下游浸渍装饰纸与人造板制造业对匀度、遮盖力、纸张强度等高性能要求。
- 2) 外销出口贡献新增量：海外同类产品因能源及原料成本较高、设备老化等产品&价格竞争力下降，公司凭借优质产品、高性价比加速抢占海外市场，19到22年，海外原纸出口业务营收占比（不含贸易浆）从11.8%提升至18.9%，营收CAGR为40.3%。

图表2：2018-2023Q1 营业收入（百万元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：2018-2023Q1 归母净利润（百万元）及净利率



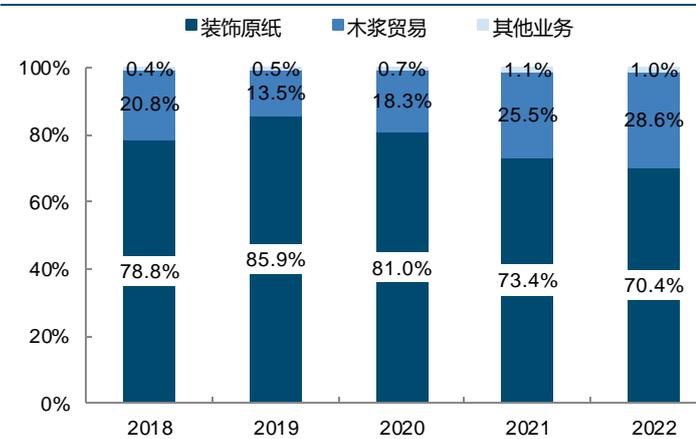
来源：公司公告，国金证券研究所

图表4: 公司主营业务及产品展示

业务类型	产品分类	产品应用图片	产品特点	22年营收占比	毛利率	20-22营收CAGR
生产业务	可印刷装饰原纸		<p>产品说明: 可印刷装饰原纸是一种用于各类基材饰面装饰的原纸, 经过印刷、三聚氰胺树脂浸渍后压贴于各类基材表面</p> <p>产品应用: 可根据个性化的需求印制各类图纹, 如: 皮纹、布纹、烤漆、石纹、木纹等, 色彩图纹丰富, 仿真性高</p>	69.4%	20.4%	35.1%
	素色装饰原纸		<p>产品说明: 素色装饰原纸是一种用于人造板饰面装饰的装饰原纸, 呈现各类单一颜色</p> <p>产品应用: 经三聚氰胺树脂浸渍后, 可直接压贴于人造板表面, 色彩鲜艳亮丽, 层次感突出</p>			
贸易业务	木浆		<p>产品说明: 木浆是以木材为原料, 经过剥皮、切片、粉碎、蒸煮和漂白等工序制成的纸浆</p> <p>产品应用: 主要用于造纸工业</p>	28.2%	14.0%	81.0%

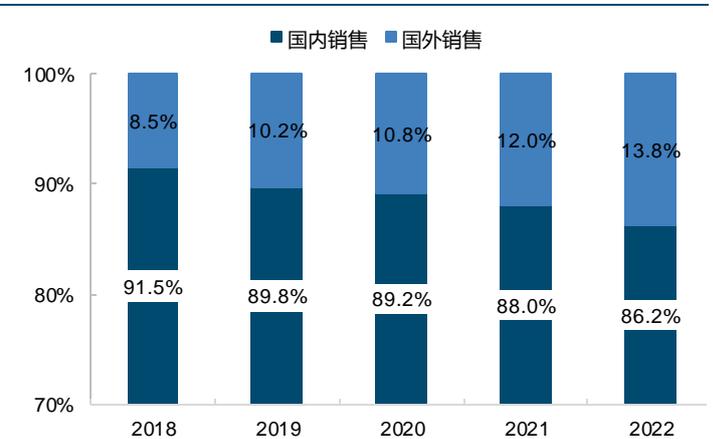
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 公司主营业务营业收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 公司海外销售占比逐年增加

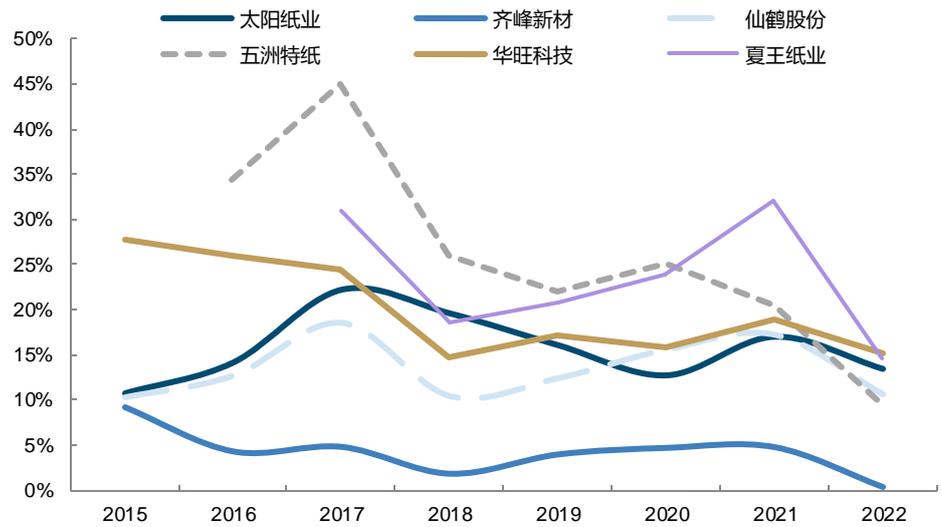


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2 ROE 表现优秀的来源? ——定位中高端&精细化成本控制

横向对比来看, 公司 ROE 处于行业领先地位。一方面, 来自高端化纸品占比较高带来的较高毛利率以及优秀的费用管控能力; 另一方面, 伴随下游高端化趋势逐步强化, 对下游企业议价能力中长期抬升、成本管控稳步优化, 中期角度 ROE 亦呈现稳中有升的态势。

图表7: 同行业公司 ROE 对比



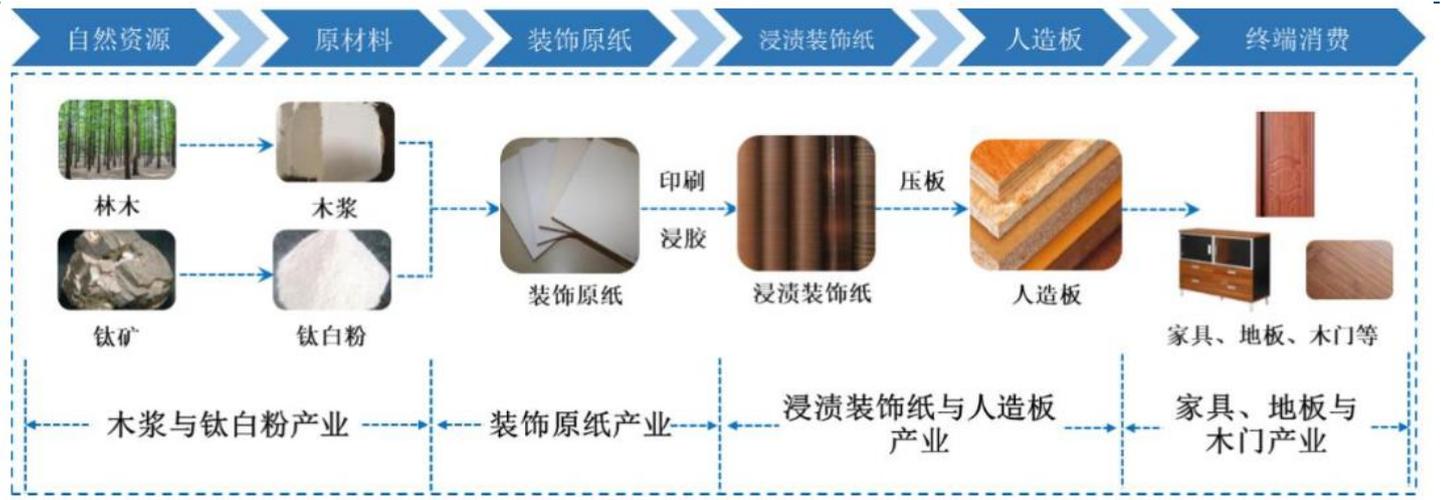
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2.1 立足高端: 强技术工艺优势, 产业链地位较优

2.1.1 如何理解中高端装饰原纸成长属性强于大盘?

行业整体稳健发展, 公司高质量逆势成长。从产品功能角度, 装饰原纸处于产业链偏上游加工环节, 经过印刷、浸渍等进行个性化花纹的加工, 经过压板置于人造板上层, 最终用于定制、成品家具领域, 终端客户包括索菲亚、欧派、大亚圣象等。根据中国林工业协会, 2022年国内人造板饰面专用原纸总销量110.11万吨, 同比下降8.65%, 主因受疫情、地产竣工节奏导致下游房地产消费短期成长节奏放缓, 公司同期销量22.7万吨, 同比+12.3%。行业过去3年销量复合增速-1.4%, 同期公司销量复合增速16.1%, 凭借强产品力成长性高于行业增速, 市场份额呈提升趋势。

图表8: 装饰原纸产业链



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表9：公司装饰原纸业务成长性高于行业和同行

装饰原纸 (万吨)	2018	2019	2020	2021	2022
人造板饰面专用原纸企业总销量	112.2	114.98	117.06	120.54	110.11
YOY	7.37%	2.48%	1.81%	2.97%	-8.65%
装饰原纸	105.5	108.52	111.33	114.97	105.69
占比	94.0%	94.4%	95.1%	95.4%	96.0%
YOY	8.54%	2.86%	2.59%	3.27%	-8.07%
其中：素色纸	34.6	31.04	28.80	31.48	27.33
占比	30.8%	27.0%	24.6%	26.1%	24.8%
YOY	0.58%	-10.29%	-7.22%	9.31%	-13.18%
印刷用原纸	70.8	77.48	82.53	83.49	78.35
占比	63.1%	67.4%	70.5%	69.3%	71.2%
YOY	12.74%	9.44%	6.52%	1.16%	-6.16%
平衡纸	5.0	5.06	4.55	4.46	3.60
占比	4.5%	4.4%	3.9%	3.7%	3.3%
YOY	-5.66%	1.20%	-10.08%	-1.98%	-19.28%
表层纸	1.7	1.40	1.18	1.11	0.82
占比	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%	0.7%
YOY	-15.00%	-17.65%	-15.71%	-5.93%	-26.13%
华旺科技装饰原纸销售量	15.07	14.53	13.85	20.25	22.74
YOY	3.89%	-3.56%	-4.73%	46.23%	12.30%
齐峰新材装饰原纸销售量	37.41	34.84	33.12	36.97	29.84
YOY	-1.59%	-6.87%	-4.94%	11.64%	-19.28%

来源：中国装饰纸专业委员会，国金证券研究所

如何理解中高端装饰原纸成长属性强于大盘？驱动因素如下：

1) 价值量占比低、终端差异可感知性直接影响消费者购买决策。装饰原纸价值在最终产品中价值占比较低，企业在双面压贴装饰原纸的人造板生产过程中，采用中高端原纸和低端原纸的单平方成本差异虽不足 2 元而最终印刷效果差异明显，并直接影响消费者购买决策。因此，在消费升级影响下，下游厂商更加偏向质量较好的中高端装饰原纸进行产品加工。在林业科学研究院与夏王纸业合作进行的装饰原纸性能研究中，自制的装饰原纸相较于国内外采购的装饰原纸表现出优秀的数码喷印色彩还原和热压饰面保真性，能够更加满足消费者的个性化定制需求，有助于实现产品设计功能并迎合市场需求。

图表10：林业科学研究院与夏王纸业合作进行的装饰原纸性能研究

研究性能	效果对比	试验材料			研究结论
		自制装饰原纸	国外采购原纸	国内采购原纸	
数码喷印色彩还原	喷刷C原色				自制装饰原纸色彩呈现效果最好，均匀性、色彩饱和度以及色彩亮度最好
	喷刷M原色				
	喷刷Y原色				
	喷刷K原色				
热压饰面保真性	板面木纹				国外采购原纸板面木纹效果最好但存在板面开裂问题，自制装饰原纸热压保真性较高更适用于数码喷印浸渍装饰纸饰面
	木纹放大100倍				

来源：《林业工程学报》，国金证券研究所

2) 相较天然纹理板材更具性价比优势。作为人造板饰面材料的装饰原纸可定制化生产木纹、石纹、布纹等纹理样式，以达到不同风格场景中的合理搭配。例如，冰火板作为一种装饰板材，表面以三聚氰胺浸渍胶膜纸为饰面材料，因其表面纹理与大理石相似，已成为传统木饰面、大理石、瓷砖等装饰材料的替代材料。由于饰面人造板和天然大理石材料的价格差异，消费者更倾向于选择性价比更高的饰面人造板进行天然纹理装饰工程，赋予饰面人造板更大的发展价值。

3) 装饰原纸研究应用领域不断拓宽。由于人们对室内环境安全性和舒适性要求的不断提高，业界对于功能型饰面人造板的研发力度也随之加大，在各种饰面技术领域均取得重大突破。以华旺为例，公司通过自主研发掌握高速浸胶专用、数码打印专用等装饰原纸生产工艺，能够满足下游厂商产品生产和消费者个性化印制需求。此外，公司具有高耐磨地板、防火板专用装饰原纸及耐燃素色纸等研发项目，积极拓宽产品研究领域和中高端装饰原纸产品应用范围，预计未来各种饰面技术的完善能够进一步推动中高端装饰原纸的需求端增长。

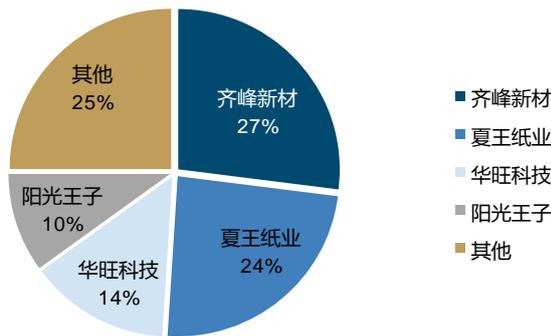
图表11: 人造板功能型饰面技术研究

功能型饰面技术	作用路径	板材功能
无醛/除醛饰面 人造板技术	使用无醛添加胶黏剂进行基材和浸渍胶膜纸生产; 添加或涂覆甲醛捕捉剂、除醛剂等	实现低醛、无醛甚至 具有净化甲醛功能
负离子饰面 人造板技术	将能产生负离子的材料添加至胶黏剂中或涂料中, 赋予胶黏剂或涂料产生负离子的功能	负离子对甲醛、氮氧化合物、大肠杆菌、 霉菌等均具有一定的降解和净化作用
抗菌/抗病毒饰面 人造板技术	将 TiO2 掺混于胶黏剂/涂料中制得改性 胶黏剂/涂料, 用于浸渍/涂饰微薄木、装饰纸等	利用光催化剂材料的光敏特性、 化学稳定性来杀灭微生物
阻燃饰面 人造板技术	表面涂覆和浸渍阻燃剂	具有较好的阻燃性能
疏水饰面 人造板技术	通过在浸渍胶膜纸的树脂中添加疏水剂; 在胶膜纸上涂覆输水物质等	具有优良的防潮抗水性能

来源:《中国人造板》, 国金证券研究所

装饰原纸市场集中度高, 中高端市场双寡头垄断。当前国内装饰原纸市场三家头部企业齐峰新材、夏王纸业、华旺科技市占率分别为 27%、24%、14%, CR3 合计可达 75%。在中高端装饰原纸市场中, 夏王纸业和华旺科技两家龙头企业形成双寡头格局, 在生产技术与市场份额方面具有绝对优势。

图表12: 2021 年国内装饰原纸市场占比格局



来源: 各公司公告, 中国林工业协会, 国金证券研究所

图表13: 国内中高端装饰原纸市场呈双寡头格局

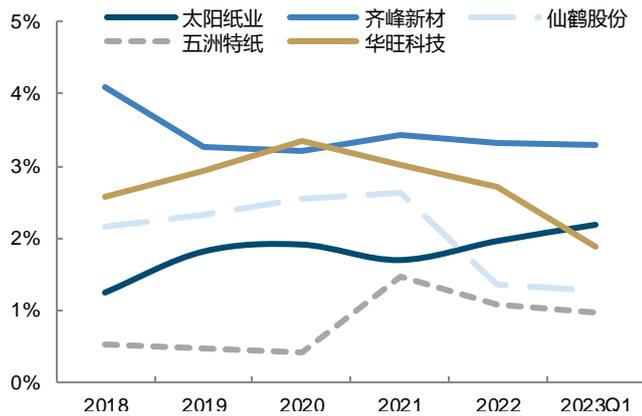
产品品类	价格带	代表企业	年产能
中高端装饰原纸	>10000元/吨	夏王纸业 KINGDECOR 夏王	33万吨
		华旺科技 HUAWON	27万吨
中低端装饰原纸	7000-8000元/吨	齐峰新材 Qifeng New Material	49.5万吨
		阳光王子	11.5万吨
低端装饰原纸	<7000元/吨	鲁南新材	6万吨
国内约20-30家			<2万吨

来源: 各公司公告, 中国林工业协会, 国金证券研究所

2.1.2 研发投入、多工艺节点控制拉大与中低端品质差距, 提升盈利中枢

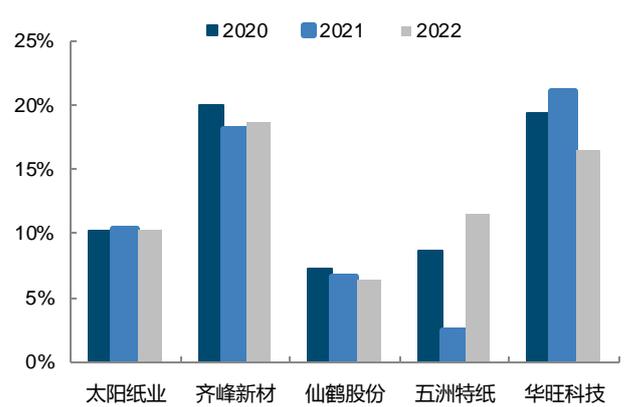
研发底蕴深厚, 各项研发指标行业领先。1) 研发人员数量、研发投入领先: 公司研发费用率在行业内处于领先地位, 研发人员数量占比近 20%居行业前列。从产出成果角度, 公司当前拥有“高速浸胶专用装饰原纸”等多项自主研发核心技术。2) 先进设备投入奠定高品质基础: 对比公司及特纸其他企业项目单吨投资额, 公司项目单吨投资额较其他企业造纸投资项目高 1500 元/吨以上, 主因引进海外高端生产、检测设备, 技术节点设置较多。

图表14: 同行业研发费用率对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表15: 同行业研发人员数量占比对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

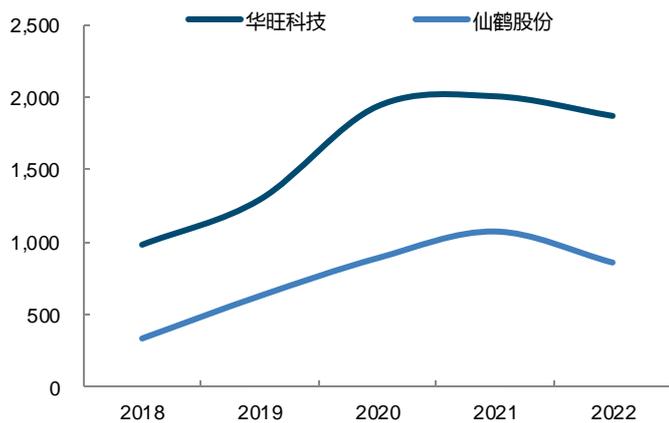
图表16: 同行业公司在建生产线扩建项目

公司	项目	投资额 (亿元)	产能 (万吨)	单吨投资额 (元/吨)
华旺科技	年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目一期	7.0	8	8764
	年产 30 万吨高性能纸基新材料项目	25.0	30	8333
仙鹤股份	年产 30 万吨高档纸基材料项目	14.1	30	4702
太阳纸业	北海特种纸项目	3.4	5	6800
齐峰新材	年产 20 万吨特种纸项目一期	15.0	20	7500

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

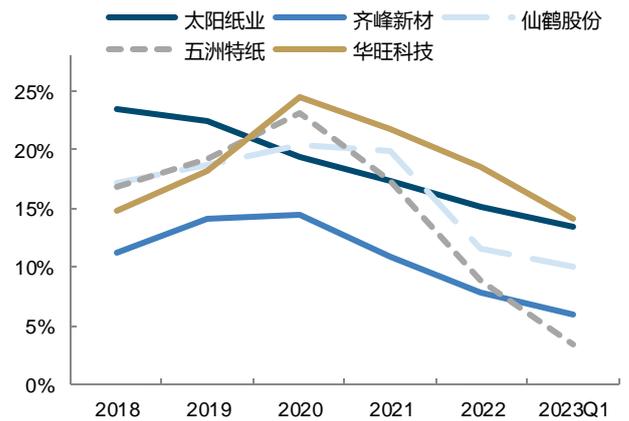
技术工艺壁垒奠定高盈利中枢, 产业链地位凸显。相较于仙鹤股份, 华旺科技单吨净利的优异表现体现出高端与中低端商品在定价上的比较优势。2020 年至 23Q1, 华旺科技销售毛利率分别为 24.6%/21.9%/18.5%/14.1%, 尽管受浆价、能源成本等高位影响 22 年毛利率有所收窄, 但在同类企业中依旧保持相对优势。从营运周转能力角度, 公司应收账款周转天数仅次于太阳纸业, 低于其他特纸公司, 且应付账款周转天数高于其他企业, 对下游产业链地位更高。

图表17: 同行业吨净利对比 (元/吨)



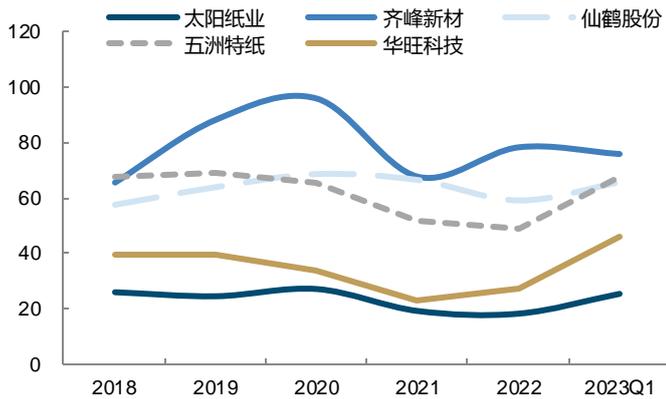
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表18: 同行业销售毛利率对比



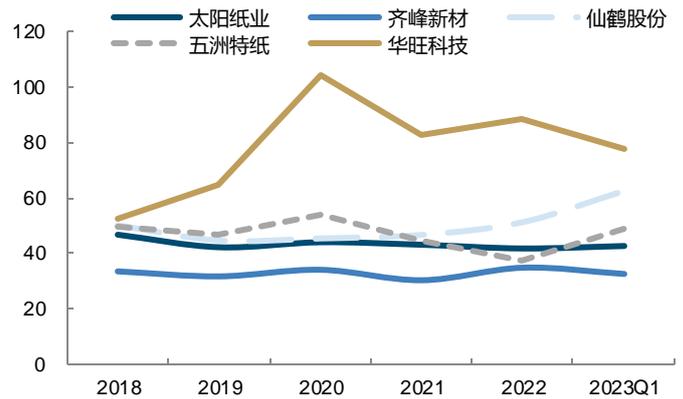
来源: 各公司公告, 国金证券研究所; 受会计政策变更影响, 太阳纸业、齐峰新材、仙鹤股份于 2020 年起将运输费用转到成本中, 五洲特纸、华旺科技于 2021 年起将运输费用转到成本中

图表19: 同行业应收账款周转天数对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表20: 同行业应付账款周转天数对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2.2 精细化成本管理, 灵活原料库存调节+费效比提升

2.2.1 灵活进行原料库存, 成本下行周期短期看好盈利弹性兑现

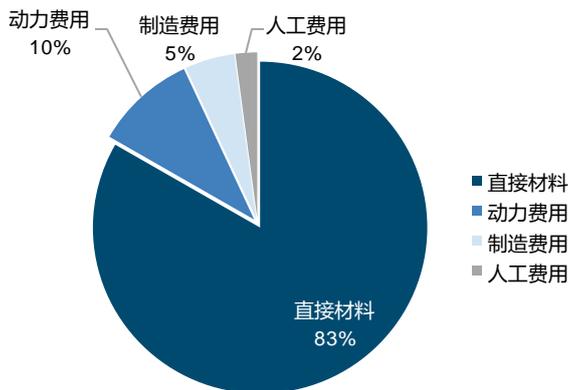
直接材料占比超 80%, 浆价进入下行周期, 钛白粉价格呈弱修复。公司装饰原纸业务直接材料成本占营业成本比重超 80%, 其中主要生产材料木浆和钛白粉占比分别为 55% 和 30%。

木浆价格判断: 23Q1 起, 伴随 Arauco156 万吨、UPM210 万吨阔叶浆产能投放, 以及海外需求下行带动港口木浆库存进入累库周期, 木浆价格当期处于下行周期, 根据 BMA 统计, 2023-2026 年全球新增商品阔叶浆产能 490 万吨, 供给端增量超过 10%, 供大于求格局下, 预计未来 2 年木浆价格中枢水平处于低位区间震荡。

钛白粉价格判断: 当前则处于底部温和复苏趋势。钛白粉下游需求以涂料为主 (占比超过 50%), 近年来行业进入低速成长期, 2023 年起钛白粉行业有望迎来投产高峰, 根据百川盈孚, 截至 2022 年底, 国内钛白粉产能约为 510 万吨, 2023 年-2025 年, 钛白粉预计将新增产能超过 160 万吨, 整体供大于求供给格局下, 伴随下游需求修复, 我们认为短期钛白粉价格温和修复, 长期保持中低位价格水平。

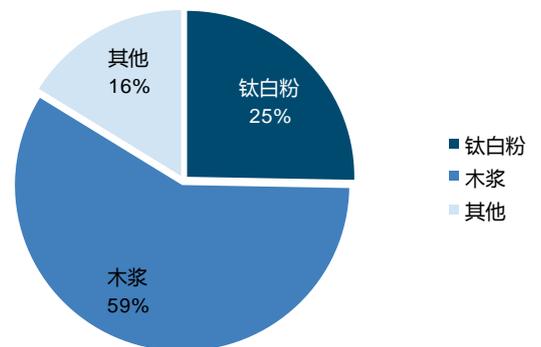
基于较好的供给端格局、23 年竣工改善带来的后周期消费需求转暖, 短期角度, 我们看好成本下行周期下公司产品价格韧性表现, 吨盈利修复有望在年内逐季兑现。

图表21: 2022 年装饰原纸业务成本拆分结构



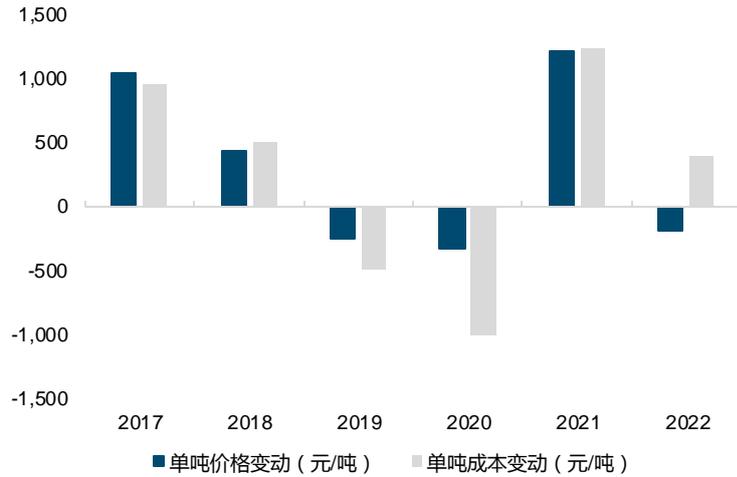
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表22: 1H2020 原材料采购金额占采购总额比重



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表23: 19-20 年浆价下行周期, 产品价格弹性弱于成本弹性



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表24: 木浆价格进入下行区间



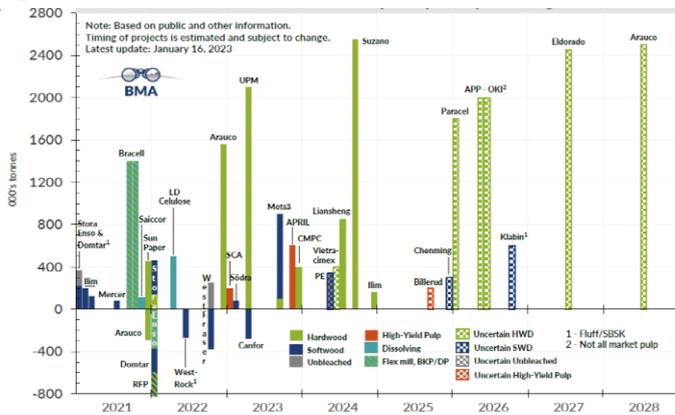
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表25: 钛白粉价格底部回升



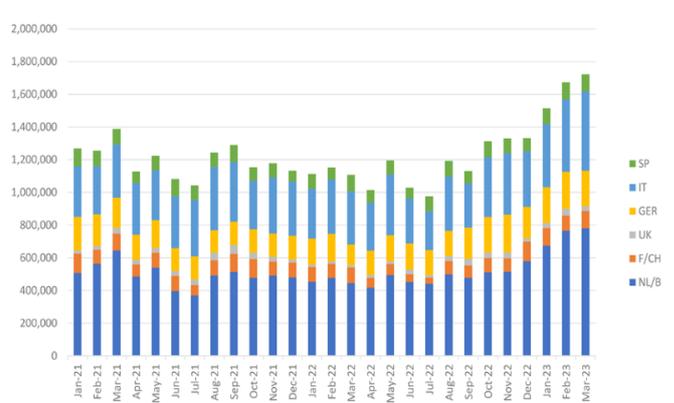
来源: WIND, 国金证券研究所

图表26: 2023-2026 年全球新增商品阔叶浆产能 490 万吨



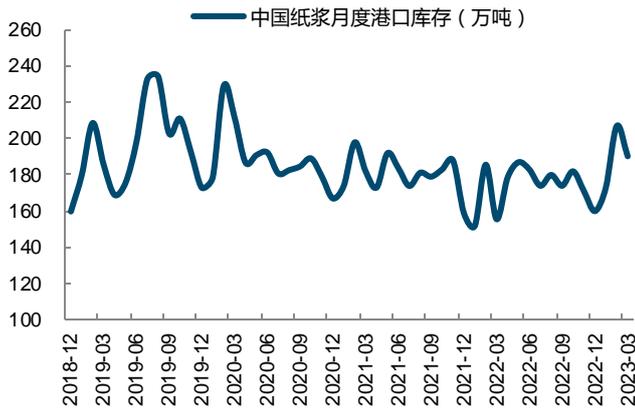
来源: BMA, 国金证券研究所

图表27: 欧洲港口局木浆进入补库周期且库存创新高



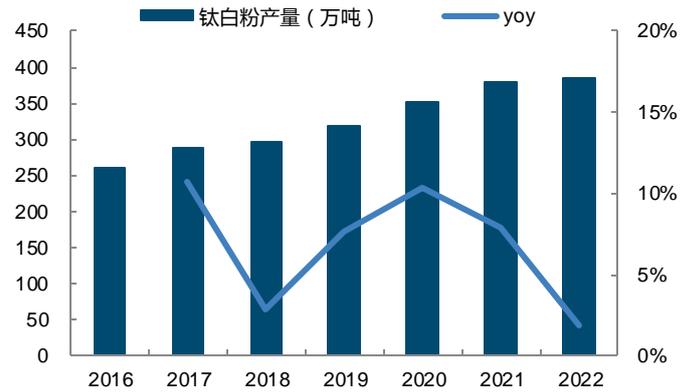
来源: Europulp, 国金证券研究所

图表28: 中国纸浆港口库存处于高位区间



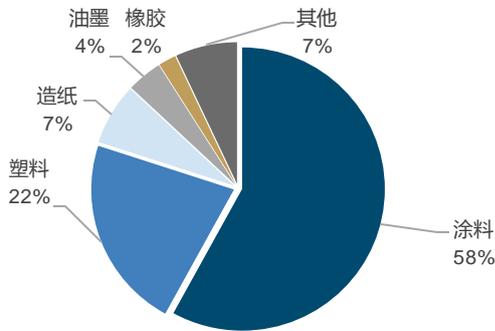
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表29: 国内钛白粉产量处于低速成长



来源: WIND, 国金证券研究所

图表30: 2021年钛白粉下游需求分布



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

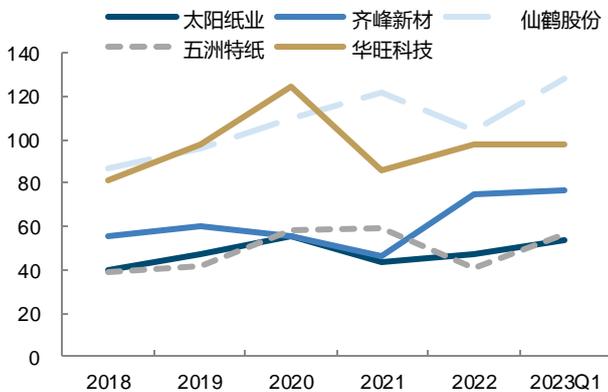
图表31: 国内钛白粉产能投放计划

企业名称	工艺	产能(万吨/年)	预计投产时间	地点
中核钛白	硫酸法	35	2023	甘肃白银
正太新材	盐酸法	20	2023	福建福州
燕钢吉诚	氯化法	16	2023	河北唐山
国城化工	硫酸法	20	2023	内蒙古巴彦淖尔
大地云天	硫酸法	10	2023	内蒙古赤峰
道恩钛业	硫酸法	11	2023	山东烟台
顺风钛业	硫酸法	12	2023	广西梧州
龙佰集团	硫酸法	20	2025	甘肃金昌
	氯化法	20	2025	攀枝花

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

对重点材料进行精细化库存调节管控, 部分平抑成本波动。公司在成本管控方面具有成熟经验, 会根据市场价格变动预测, 进行木浆、钛白粉等主要原料的储备, 同时开展木浆贸易业务。木浆作为公司主要生产材料, 账面余额占原材料库存金额近 90%。例如, 复盘历史表现, 19-20 年在木浆价格低位震荡区间, 公司基于充沛的资金实力、前瞻性价格研判提前囤积木浆原料, 在 21 年起原料上行周期拉开与中小企业用料成本差距, 强化获利空间。

图表32: 同行业存货周转天数对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表33: 原材料占存货与营业成本比重



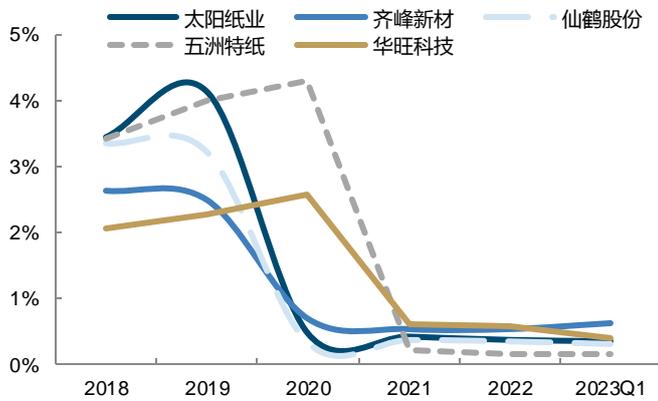
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2.2 费用管控能力优秀

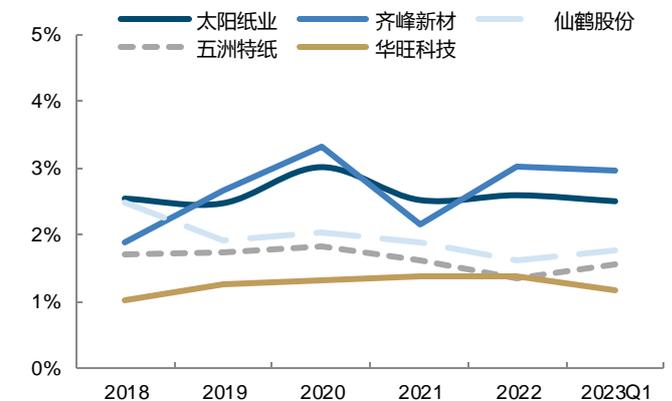
近五年公司费用率始终处于行业低位。销售费用率方面, 特种纸行业公司销售费用以

运输费用为主体，伴随营收体量快速增长销售费用率普遍较低；此外，规模效应释放与管理效率提升助力公司有效实现管理费用率控制；2022 年销售费用率、管理费用率为 0.6%、1.4%。总体来看，公司具有优秀的费用管控能力。

图表34：同行业公司销售费用率对比



图表35：同行业公司管理费用率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所；受会计政策变更影响，太阳纸业、齐峰新材、仙鹤股份于 2020 年起将运输费用转到成本中，五洲特纸、华旺科技于 2021 年起将运输费用转到成本中

来源：各公司公告，国金证券研究所

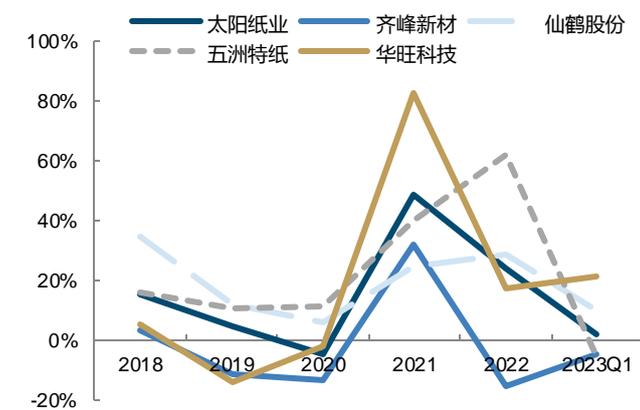
3 后续成长两大驱动——海外扩张、品类拓展

3.1 海外市场：产品性价比优势突出，海外高端&新兴市场双轮开拓

产能扩张助力公司品类拓展与营收增长，预计 24 年底产能达 50 万吨。公司利用发行新股募集资金建设 12 万吨装饰原纸生产线，并进行品类拓展布局扩建 18 万吨特种纸生产线。最近三年资本开支增速有所放缓，2020 年至 23Q1 分别同比 +101.4%/+11.8%/+6.2%/-6.8%。

22 年 3 月公司进行非公开定向增发融资，募资总额 8.2 亿元，用于年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目(一期)，对应年产量为 8 万吨的装饰原纸项目，投资总额为 7.01 亿元，该产能预计 23 年中投产。22 年 7 月公司发布《入区协议》，投资项目名称为“年产 30 万吨高性能纸基新材料项目”，计划投资 25 亿元建设年产 30 万吨的高品质食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等新型纸基材料生产线。该项目将分两期建设，目前已在进行新品类产品的开发与客户储备，首批 15 万吨产能预计 24 年底投放，预计 23/24/25 年产能分别达到 39/40/54 万吨。

图表36：同行业公司营收成长性对比



图表37：2018-2023Q1 资本性支出 (百万元) 及增速



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表38: 公司产能预计投放情况

	22A	23E	24E	25E
装饰原纸产能	27	35	35	35
变动		8	0	0
医疗纸等其他特种纸	0.5	4.0	5.3	19.0
变动		4	1	14
产能合计(万吨)	28	39	40	54

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

1) 行业角度, 国内特种纸出口数量自 2020 年起快速增长, 2020 年至 2022 年 CAGR 为 30.9%。公司依托大体量产能扩张与定制化生产工艺加速抢占海外市场, 境外营收占总营收(除木浆贸易收入)比重从 2020 年的 13.1% 提升至 2022 年的 18.9%。

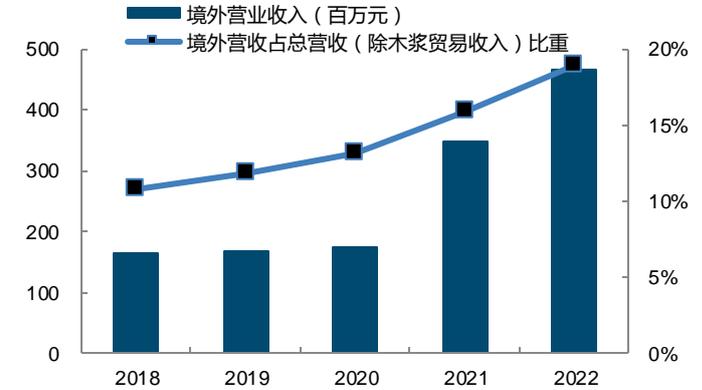
2) 印度、欧洲、韩国是重点出口国家和地区: 作为公司最大的出口贸易国, 尽管受反倾销关税影响, 1H2020 收入占境外营收比达 50.0%。欧洲作为装饰原纸发源地, 受设备老化、能源成本较高影响产能有所退出, 公司高端产品受到认可, 加快推进欧洲大客户合作, 预计未来 2-3 年出海成长路径清晰。

图表39: 国内纸板和纤维纸出口数量(万吨)及增速



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表40: 2018-2022 公司境外营业收入及占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 品类拓展: 医疗纸、格拉辛纸布局等打开成长空间

复盘头部企业发展路径, 多通过多纸种布局驱动成长。当前行业内头部公司在产品布局上大多形成多品类布局局面并深耕多条特种纸细分赛道, 能够根据下游需求灵活调整各品类产品产能以保障公司现金流的持续稳定。华旺科技作为中高端装饰原纸行业的龙头企业, 充分发挥技术工艺与规模产能双重优势, 积极进行产品品类拓展与生产线升级改造, 有助于提高公司面临下游需求变动的抗风险能力并增强公司规模化生产带来的上游生产材料议价能力。

图表41: 同行业公司产品多类别布局

公司名称	产品类别	终端产品应用	营收体量(亿元)	营收占比
五洲特纸	食品包装用纸	纸杯纸、面碗纸、餐盒纸	33.7	56.6%
	标签离型用纸	格拉辛纸	15.2	25.5%
	出版印刷用纸	描图纸、热转印纸、文化纸	3.2	5.3%
	工业包装纸	牛皮箱板纸、瓦楞原纸	7.4	12.3%
仙鹤股份	食品与医疗包装材料系列	纸吸管、咖啡滤纸袋、烧烤纸、医用透析纸、手套内衬纸、医用离型纸	15.1	19.5%
	烟草行业配套系列	过滤嘴、烟盒内衬材料包装纸	8.1	10.4%
	家居装饰材料系列	素色型、印刷型、数码打印型及预浸渍型产品	\	\
	商务交流及出版印刷材料系列	无碳打印类、防伪材料类、彩色和白色打印纸	7.7	10.0%
	电气及工业用纸系列	电解电容器纸等绝缘材料用纸、不锈钢衬纸、CTP版衬纸、玻璃间隔用纸	5.8	7.5%
恒达新材	日用消费系列	热敏应用类、热转印用纸、标签离型用纸	35.6	46.0%
	医疗包装原纸	医疗透析纸、医用淋膜纸、医用衬纸、医用密封原纸	5.8	60.7%
	食品包装原纸	防油纸、上蜡原纸、吸管纸	3.0	31.4%
	工业特种纸原纸	木纹原纸、热转印原纸	0.3	3.4%
	卷烟配套原纸	白接装原纸、高光转移接装原纸	0.04	0.4%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

品类开拓方向以医疗、格拉辛等薄纸产能为主。2022 年公司已经在其他特种纸(医疗纸为主)业务获营收 3436 万元。在稳固原有市场地位的基础上, 及时挖掘、切入高景气赛道, 保证盈利能力的同时, 打开未来成长空间。

图表42: 医疗透析纸产品品类展示

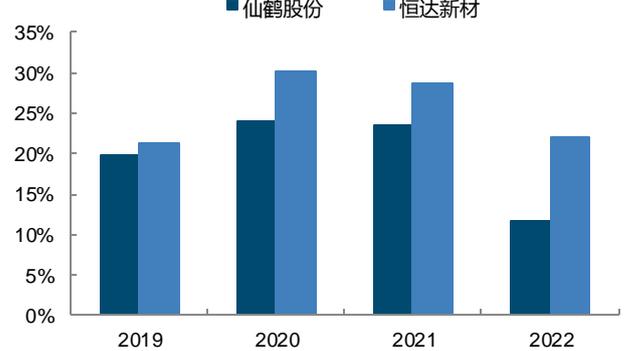
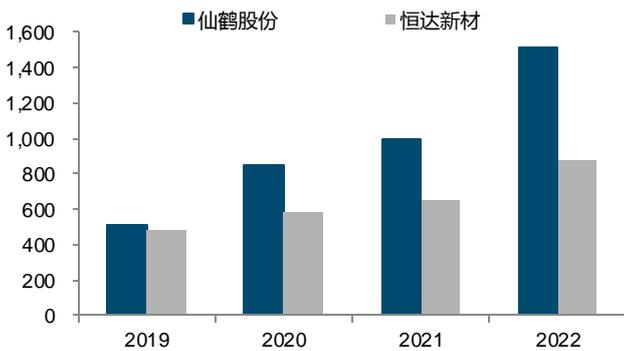
产品品类	终端产品品类	终端产品应用示意图	主要功能和用途介绍
医疗透析纸	纱布、棉签等敷料用医疗透析纸		医疗透析纸具有良好的透气性、阻菌性、生物相容性和较好的表面强度，主要用于最终灭菌医疗耗材及器械的透析性包装面
	输液器、注射器、乳胶手套用医疗透析纸		
	医用口罩、防护服、检测拭子用医疗透析纸		

来源: 恒达新材招股说明书, 国金证券研究所

医疗用纸契合国产替代趋势, 多技术节点构筑工艺壁垒。国内中高端医疗包装原纸两家龙头为仙鹤股份、恒达新材。2019年至2022年, 仙鹤股份和恒达新材医疗和食品包装原纸业务营业收入 CAGR 分别为 43.3%/21.7%, 平均毛利率分别为 19.8%/25.5%, 行业发展前景乐观。

图表43: 医疗和食品包装原纸营业收入(百万元)对比

图表44: 医疗和食品包装原纸毛利率对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

4 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

核心假设

1) 装饰原纸：国内装饰原纸市场产品中高端化趋势明显，且装饰原纸在下游产品所占价值比重较低，公司有望凭借高质量产品进一步提升装饰原纸市场份额，伴随 23 年 8 万吨装饰原纸产能投放后，装饰原纸总产能达到 35 万吨，预计 23-25 年销量分别为 30/32/33 万吨；公司作为中高端装饰原纸行业龙头，与下游客户深度绑定并具有较强的定价能力，预计装饰原纸业务营收同比+19.9%/+5.4%/+5.6%；当前主要原材料价格处于下行区间，短期毛利率弹性有望得到释放，预计 23-25 年毛利率分别为 26.0%/27.3%/27.5%（同比+5.7/+1.2/+0.2pct）。

2) 木浆贸易：2022 年受浆价高企影响，公司木浆贸易业务营收同比增长 29%。2023 年全球范围内多家工厂木浆新增产能投放导致浆价下行，毛利率预计短期呈缩窄趋势，但伴随 24 年需求端稳步修复，供需矛盾减弱，木浆贸易业务毛利率有望稳步提升，预计 23-25 年木浆贸易营收同比+0%/+9%/+7%，毛利率分别为 7%/9%/10%。

3) 其他纸种：根据公司公告，公司位于马鞍山的年产 30 万吨高性能纸基新材料项目分两期投产，预计第一期 15 万吨产能于 2024 年底投放，纸种为医疗纸、格拉辛纸、食品包装纸等。预计 23-25 年医疗等其他特种纸销量分别为 1.5/3.8/16.2 万吨，营收分别为 1.3/3.2/13.7 亿元，营收同比+277%/+149%/+325%，参考同行业仙鹤、恒达新材等医疗和食品包装纸 3 年毛利率处于 15%~25%，伴随公司产能爬坡、成本规模效应的体现，毛利率有望稳步提升，预计分别达到 12.5%/16.3%/16.9%。

费用预测：

销售费用：销售费用主要为运输费用，预计保持稳定，预计 23-25 年销售费用率为 0.6%/0.6%/0.6%。

管理费用：公司管理能力优秀，伴随规模效应、管理效率提升，我们预计 23-25 年管理费用率为 1.4%/1.4%/1.4%。

研发费用：公司持续进行生产工艺的研发与改进，不断掌握新的专利技术，预计 23-25 年研发费用率为 2.7%/2.7%/2.7%。

综上，我们预测 23-25 年公司总体营收分别为 40.2/44.5/57.5 亿元，同比+16.9%/+10.9%/+29%；归母净利润分别为 5.7/6.6/8.4 亿元，同比+22.8%/+14.9%/+25.5%。

图表45：公司主要业务营收及毛利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1654	1612	2940	3436	4016	4454	5747
1. 装饰原纸	1421	1306	2157	2383	2858	3012	3181
其中：							
产能 (万吨)	13	15	22	27	35	35	35
销量 (万吨)	15	14	20	23	30	32	33
单价 (元/吨)	9800	9464	10678	10482	9686	9536	9566
2. 木浆贸易	224	296	750	969	969	1056	1130
3. 其他纸种				34	129	322	1370
产能 (万吨)				0.5	4	5	19
销量 (万吨)				0.4	1.5	3.8	16.2
单价 (元/吨)				8931	8631	8481	8481
4. 其他	9	11	33	50	60	63	66
同比增速	-14.1%	-2.5%	82.4%	16.9%	16.9%	10.9%	29.0%
1. 装饰原纸	-6.3%	-8.1%	65.2%	10.5%	19.9%	5.4%	5.6%
2. 木浆贸易	-43.9%	32.0%	153.6%	29.2%	0.0%	9.0%	7.0%
3. 其他纸种					276.8%	148.9%	325.0%
4. 其他	2.7%	22.8%	212.3%	51.0%	20.0%	5.0%	5.0%
毛利率	18.2%	24.6%	21.9%	18.5%	20.8%	22.0%	21.4%
1. 装饰原纸	21.2%	29.0%	25.5%	20.4%	26.0%	27.3%	27.5%
2. 木浆贸易	-1.7%	4.8%	11.9%	14.0%	7.0%	9.0%	10.0%
3. 其他纸种				6.5%	12.5%	16.3%	16.9%
4. 其他	45.6%	30.3%	8.0%	23.7%	15.0%	20.0%	20.0%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

4.2 投资建议

我们采用市盈率相对估值法，根据盈利预测，当前股价对应公司 23-25 年 PE 分别为 12/10/8X。选取齐峰新材、五洲特纸、仙鹤股份和冠豪高新作为可比公司，可比公司 23/24/25 年 PE 平均值分别为 16/12/10X，考虑到装饰原纸稳定的供需格局，公司定位高端具有较强产品定价能力、海外加速开拓、进军医疗用纸、格拉辛纸等赛道积极外延打开成长空间，首次覆盖，给予公司 2023 年 15X 估值，对应目标价 25.9 元，给予“买入”评级。

图表46：可比公司估值

代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				PB (MRQ)
				21A	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
002521.SZ	齐峰新材	5.4	26.8	1.7	0.1	1.2	1.6	1.9	315.8	22.9	17.0	14.1	0.8
605007.SH	五洲特纸	17.2	69.0	3.9	2.1	5.6	7.6	8.6	33.6	12.4	9.1	8.0	3.4
603733.SH	仙鹤股份	24.2	171.1	10.2	7.1	12.0	15.5	18.7	24.1	14.2	11.0	9.1	2.6
600433.SH	冠豪高新	3.8	70.4	1.4	3.9	5.0	6.0	7.2	18.2	14.2	11.7	9.8	1.3
	平均值								97.9	15.9	12.2	10.2	2.0
	中位数								28.9	14.2	11.4	9.4	2.0
605377.SH	华旺科技	20.2	67.2	4.5	4.7	5.7	6.6	8.3	14.4	11.7	10.2	8.1	1.8

来源：Wind，国金证券研究所；股价基准日：2023 年 4 月 28 日

5 风险提示

原材料价格波动的风险。公司生产主要原材料为木浆和钛白粉，原材料成本在装饰原纸产品成本中占比超 80%，其中木浆价格在 2022 年持续走高，给公司盈利水平造成较大压力。伴随全球木浆工厂产能投放，浆价在 23Q1 出现回落，若木浆价格受气候条件、政策变动等因素出现回升，将对公司盈利水平产生不利影响。

限售股解禁。2023 年 9 月公司 1100 万股限售股解禁，解禁数量占总股本 3.31%。2023 年 12 月公司 1.52 亿股限售股解禁，解禁数量占总股本 45.6%。

国际贸易环境变化的风险。当前公司外销比例不断扩大，外销营收占总营收比例由

2020 年的 10.7% 上升至 2022 年的 13.6%，主要面向印度、欧洲等国家和地区进行产品出口，不存在对美销售情形。由于公司木浆主要从巴西等国进口，若未来公司主要原材料进口国与装饰原纸出口国贸易政策收紧，将对公司原材料采购和外销业务造成不利影响。

市场竞争加剧的风险。伴随国内市场中高端装饰原纸渗透率提高，特种纸企普遍迎合下游消费趋势，加快生产工艺研发并进行特种纸产能布局，若未来行业竞争加剧可能对公司产品定价能力和市场份额产生不利影响。

汇率波动的风险。公司进口木浆采购业务与装饰原纸外销业务主要以美元进行结算，若未来汇率出现大幅波动，将对公司经营业绩造成不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,612	2,940	3,436	4,016	4,454	5,747
增长率	82.4%	16.9%	16.9%	16.9%	10.9%	29.0%
主营业务成本	-1,216	-2,298	-2,802	-3,180	-3,472	-4,515
%销售收入	75.4%	78.1%	81.5%	79.2%	78.0%	78.6%
毛利	396	643	635	836	981	1,231
%销售收入	24.6%	21.9%	18.5%	20.8%	22.0%	21.4%
营业税金及附加	-8	-13	-12	-16	-18	-23
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-42	-18	-20	-24	-27	-34
%销售收入	2.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-21	-41	-48	-56	-62	-80
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	-54	-88	-93	-108	-120	-155
%销售收入	3.4%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	271	483	462	631	754	938
%销售收入	16.8%	16.4%	13.4%	15.7%	16.9%	16.3%
财务费用	-8	0	44	22	1	4
%销售收入	0.5%	0.0%	-1.3%	-0.6%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-3	-6	-20	0	0	0
公允价值变动收益	-2	2	-4	0	0	0
投资收益	7	17	1	3	3	6
%税前利润	2.3%	3.2%	0.2%	0.5%	0.4%	0.6%
营业利润	289	524	533	657	758	949
营业利润率	17.9%	17.8%	15.5%	16.4%	17.0%	16.5%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	289	523	532	657	758	949
利润率	17.9%	17.8%	15.5%	16.4%	17.0%	16.5%
所得税	-30	-77	-67	-83	-99	-123
所得税率	10.3%	14.7%	12.6%	12.6%	13.0%	13.0%
净利润	259	446	465	574	659	825
少数股东损益	-1	-3	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	260	449	467	574	659	825
净利率	16.1%	15.3%	13.6%	14.3%	14.8%	14.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	259	446	465	574	659	825
少数股东损益	-1	-3	-2	0	0	0
非现金支出	58	77	110	105	135	153
非经营收益	0	5	6	-9	26	24
营运资金变动	-102	-1	-43	-134	-34	-150
经营活动现金净流	215	527	539	536	786	852
资本开支	-219	-245	-234	-333	-265	-175
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-34	-49	-197	3	3	6
投资活动现金净流	-253	-295	-432	-330	-262	-169
股权募资	903	14	821	66	0	0
债权募资	41	-225	231	251	-99	145
其他	-28	-127	-371	-197	-228	-246
筹资活动现金净流	916	-337	682	121	-327	-101
现金净流量	877	-111	793	327	197	582

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,100	996	1,859	2,185	2,381	2,963
应收款项	774	1,061	1,055	1,420	1,575	2,032
存货	485	610	916	880	961	1,249
其他流动资产	184	222	438	426	427	429
流动资产	2,543	2,889	4,268	4,912	5,344	6,673
%总资产	74.6%	71.9%	77.3%	77.0%	77.0%	80.5%
长期投资	5	5	0	0	0	0
固定资产	768	1,013	1,124	1,371	1,488	1,498
%总资产	22.5%	25.2%	20.4%	21.5%	21.4%	18.1%
无形资产	69	67	79	92	105	118
非流动资产	865	1,131	1,252	1,468	1,598	1,621
%总资产	25.4%	28.1%	22.7%	23.0%	23.0%	19.5%
资产总计	3,408	4,021	5,520	6,379	6,942	8,294
短期借款	173	1	237	488	389	534
应付款项	875	1,303	1,496	1,685	1,869	2,430
其他流动负债	82	141	127	122	141	177
流动负债	1,130	1,444	1,860	2,295	2,399	3,142
长期贷款	50	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	20	46	3	2	1
负债	1,181	1,465	1,906	2,298	2,401	3,143
普通股股东权益	2,219	2,548	3,608	4,075	4,535	5,145
其中：股本	204	287	332	332	332	332
未分配利润	701	990	1,255	1,656	2,116	2,725
少数股东权益	8	8	6	6	6	6
负债股东权益合计	3,408	4,021	5,520	6,379	6,942	8,294

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.275	1.563	1.407	1.728	1.984	2.484
每股净资产	10.885	8.876	10.859	12.266	13.651	15.485
每股经营现金净流	1.054	1.836	1.622	1.614	2.366	2.565
每股股利	0.600	0.520	0.520	0.520	0.600	0.650
回报率						
净资产收益率	11.72%	17.61%	12.95%	14.08%	14.54%	16.04%
总资产收益率	7.63%	11.16%	8.47%	9.00%	9.50%	9.95%
投入资本收益率	9.90%	15.98%	10.37%	12.08%	13.30%	14.36%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.54%	82.40%	16.88%	16.86%	10.90%	29.03%
EBIT 增长率	43.45%	78.38%	-4.37%	36.78%	19.41%	24.44%
净利润增长率	52.23%	72.53%	4.18%	22.83%	14.85%	25.19%
总资产增长率	73.22%	17.96%	37.28%	15.57%	8.82%	19.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.4	23.2	27.7	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	126.5	86.9	99.4	101.0	101.0	101.0
应付账款周转天数	105.7	84.1	89.8	82.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	170.4	124.4	97.8	115.2	109.4	88.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.79%	-46.26%	-55.69%	-51.14%	-52.46%	-54.72%
EBIT 利息保障倍数	35.9	1,002.5	-10.5	-28.3	-1,060.8	-218.9
资产负债率	34.65%	36.43%	34.53%	36.02%	34.58%	37.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402