

## 轻工制造行业

### 去库尾声纸价否极泰来，推荐文化纸龙头

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-04-07

#### 核心观点：

##### ● 库存周期视角：去库存接近尾声

2012年后文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右，本轮印刷行业去库启动于2018年初，去库存已接近底部区域，3月份下游行业需求旺季来临，文化纸涨价预期逐步落实，与我们3月11日外发报告《全球视角浆价判断，太阳纸业估值重构》论述文化纸行业有望于2019H2进入补库存周期时间节点吻合。

##### ● 原材料价格视角：浆价止跌，中长期中枢上移

海外大厂4月木浆价格继续报涨，全球木浆生产商及中国港口木浆库存高位回落，对短期外盘木浆价格上涨构成支撑，市场价格悲观预期逐步修复，国内木浆贸易商情绪相对平稳。中长期考虑全球木浆新增产能有限，木浆价格有望维持中枢上移趋势，文化纸下游需求相对稳定，铜版纸、双胶纸等主要纸种集中度好于其他纸种，原材料价格上涨可传导转嫁至下游，并提升吨纸盈利。

##### ● 企业盈利与估值视角：盈利与估值均在底部，景气回升带动估值回归

根据我们构建的行业吨纸毛利测算模型，双胶纸、铜版纸行业毛利率均处于历史底部区域，若考虑造纸行业10-15%期间费用率，目前双胶、铜版纸行业处于盈亏平衡线附近。剔除箱板纸、溶解浆业务后，18Q4太阳纸业吨纸毛利约为426元/吨，处于历史低位，太阳纸业拥有部分木浆自产供应，且公司生产运营管理行业内领先，其低吨纸毛利印证文化纸行业当前运营处于盈亏平衡线附近，19Q2文化纸提价逐步落实有望提升公司吨纸盈利。

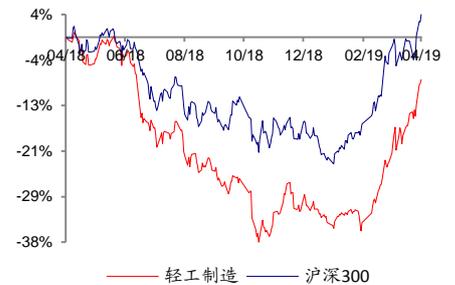
##### ● 核心推荐标的：太阳纸业

公司资产盈利稳定性强，依靠公司造纸行业内多元化产业发展，净利润依然逐年提升，新业务方向纸浆及箱板纸行业注重上游原材料资源整合，向上游延伸有望从产业一体化角度增强资产盈利能力，对应2019年PB有望从当前1.5倍向1.8倍估值中枢回归。

##### ● 风险提示

木浆主产国因政策变动或生产事故导致供给超预期收缩，新产能投放进度不及预期；经济增速下滑导致下游需求低于预期；行业价格战激烈。

#### 相对市场表现



#### 分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

#### 分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

轻工制造行业：烟草专题：全球视野观察，下行周期具韧性，成长节奏看创新	2019-02-18
【广发轻工】2019年度策略：白马待胜而后求战，成长循环结构性变化	2018-12-02
纸浆期货上市专题：流动性定生死，定价权望回归	2018-11-25

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/4/4	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
太阳纸业	002078.SZ	买入	RMB	8.22	8.90	0.86	0.89	9.56	9.24	4.49	4.72	18.5	16.4
晨鸣纸业	000488.SZ	买入	RMB	7.14	8.17	0.86	0.91	4.72	7.85	7.13	9.53	10.00	12.60
山鹰纸业	600567.SH	买入	RMB	4.28	4.90	0.70	0.70	4.45	6.11	5.19	8.12	24.30	19.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

1 去库临近尾声，纸价看涨利好文化纸龙头 .....	5
2 库存周期视角：去库存接近尾声 .....	7
3 原材料价格视角：浆价止跌，中长期中枢上移 .....	9
4 企业盈利与龙头估值视角：盈利与估值均在底部 .....	11
5 风险提示 .....	14

## 图表索引

图 1: 去库接近尾声, 纸价看涨利好文化纸龙头 .....	6
图 1: 2012 年以来双胶纸表观消费量年化增长 1.77% .....	7
图 2: 2010 年以来铜版纸表观消费量年化增长-0.07% .....	7
图 3: 2012 年后文化纸价格领先下游行业产成品存货 4 个月左右 .....	7
图 4: 文化印刷用纸企业及贸易商对后市文化纸价格预期逐步好转 .....	9
图 5: 2019 年 1-2 月份中国木浆进口同比下滑 5.67% .....	10
图 6: 木浆全球生产商库存天数 2 月份有所回落 .....	11
图 7: 3 月末国内主要港口木浆库存量高位回落 .....	11
图 8: 国内木浆贸易商情绪相对平稳 .....	11
图 9: 双胶纸、铜版纸行业毛利率均处于历史底部区域 .....	12
图 10: 18Q4 太阳纸业剔除箱板纸、溶解浆业务后吨纸毛利已接近历史低位 .....	12
图 11: 太阳纸业 PB 估值有望向 1.8x 左右历史中枢回归 .....	13
表 1: 4 月份规模纸企文化纸产品价格报涨 .....	8
表 2: 纸产品需求淡旺季分布明显 .....	8
表 3: 海外大厂 2019 年 4 月提价政策继续报涨 .....	9
表 4: 相关可比公司估值表 .....	13

## 1 去库接近尾声，纸价看涨利好文化纸龙头

本文从库存周期、原材料价格传导、企业盈利与龙头估值视角剖析文化纸价格走势。我们认为当前文化纸行业去库存已接近尾声，产品价格有望随二季度下游需求旺季逐步反弹，企业盈利改善，当前造纸行业PB估值低于历史中枢，龙头纸企凭借优异管理效率，盈利修复确定性强。

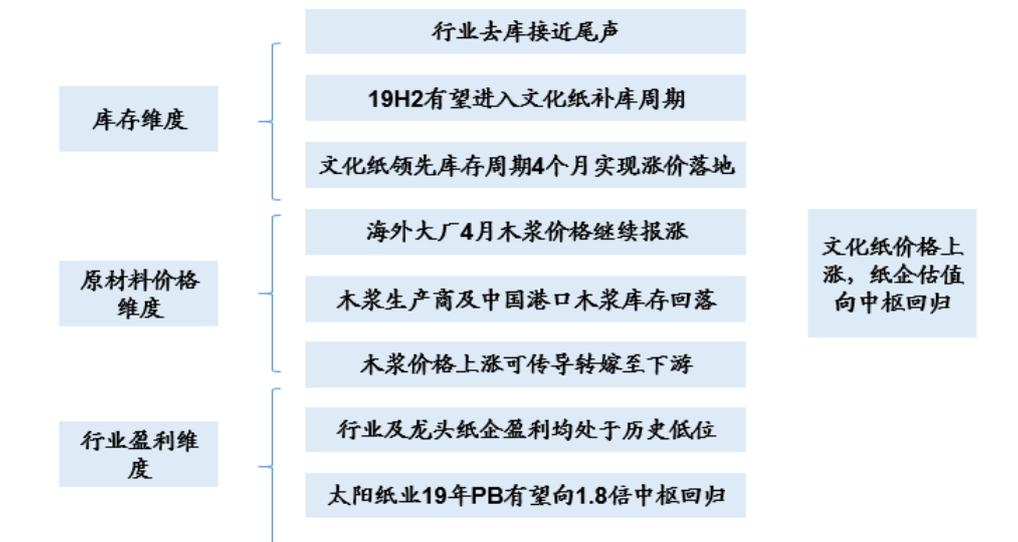
**库存周期视角：去库存接近尾声。**我们以文化纸下游行业产成品存货变化表征文化纸库存周期。2012年后文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右，本轮印刷行业去库启动于2018年初，去库存已接近底部区域，3月份下游行业需求旺季来临，文化纸涨价预期逐步落实，与我们3月11日外发报告《全球视角浆价判断，太阳纸业估值重构》论述文化纸行业有望于2019H2进入补库存周期时间节点吻合。

**原材料价格视角：浆价止跌，中长期中枢上移，龙头纸企可实现成本转嫁提升吨纸盈利。**海外大厂4月木浆价格继续报涨，全球木浆生产商及中国港口木浆库存高位回落，对短期外盘木浆价格上涨构成支撑，市场价格悲观预期逐步修复，国内木浆贸易商情绪相对平稳。中长期考虑全球木浆新增产能有限，木浆价格有望维持中枢上移趋势，文化纸下游需求相对稳定，铜版纸、双胶纸等主要纸种集中度好于其他纸种，原材料价格上涨可传导转嫁至下游，并提升吨纸盈利。

**企业盈利与龙头估值视角：盈利与估值均在底部，行业景气回升有望带动估值向历史中枢回归。**根据我们构建的行业吨纸毛利测算模型，双胶纸、铜版纸行业毛利率均处于历史底部区域，若考虑造纸行业10-15%期间费用率，目前双胶、铜版纸行业处于盈亏平衡线附近。剔除箱板纸、溶解浆业务后，18Q4太阳纸业吨纸毛利约为426元/吨，处于历史低位，太阳纸业拥有部分木浆自产供应，且公司生产运营管理行业内领先，其低吨纸毛利印证文化纸行业当前运营处于盈亏平衡线附近，19Q2文化纸提价逐步落实有望提升公司吨纸盈利。

**核心推荐标的太阳纸业估值处于底部区间，PB逻辑看公司估值中枢回归。**公司资产盈利稳定性强，依靠公司造纸行业内多元化产业发展，净利润依然逐年提升，新业务方向纸浆及箱板纸行业注重上游原材料资源整合，向上游延伸有望从产业一体化角度增强资产盈利能力，对应2019年PB有望从当前1.5倍向1.8倍估值中枢回归。

图1: 去库接近尾声, 纸价看涨利好文化纸龙头



数据来源: wind 资讯、卓创资讯、广发证券发展研究中心

## 2 库存周期视角：去库存接近尾声

以文化纸下游行业产成品存货变化表征文化纸库存周期。主要文化纸种近几年表观消费量保持相对稳定，以当期铜版纸产量+进口量-出口量核算纸种表观消费量，我们发现双胶纸及铜版纸近几年表观消费量波动幅度较小，2012年以来双胶纸表观消费量年化增长1.77%，2010年以来铜版纸表观消费量年化增长-0.07%。考虑数据可得性及下游行业产品结构升级等因素对产品附加值/行业社零数据影响，用下游行业产成品存货数据替代“库存量变化/消费量变化”分析文化纸行业库存周期。

图2：2012年以来双胶纸表观消费量年化增长1.77%

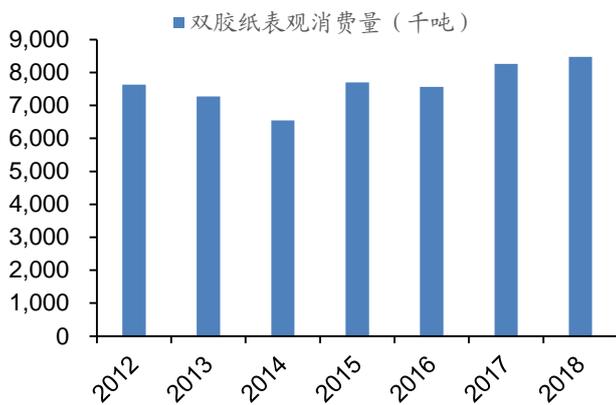
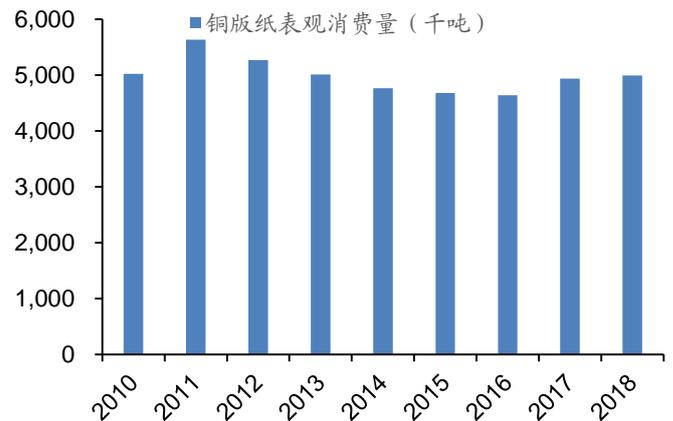


图3：2010年以来铜版纸表观消费量年化增长-0.07%

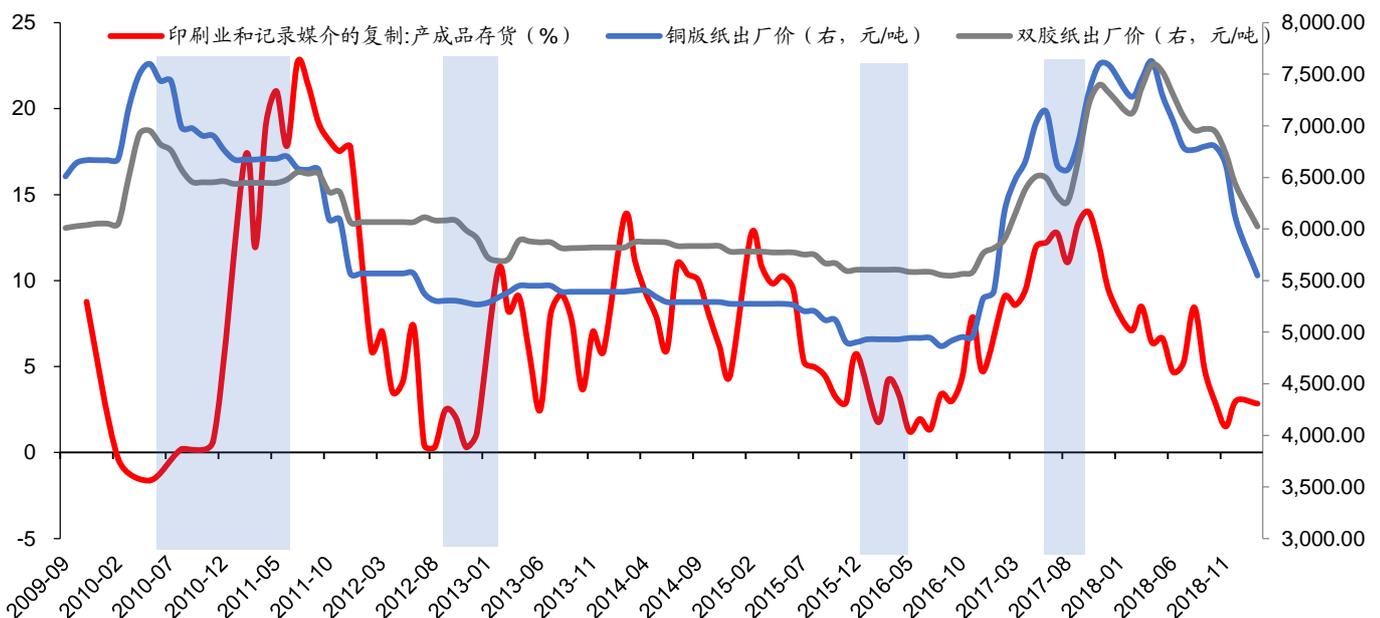


数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

2012年后文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右。受四万亿投资造纸产能集中释放预期影响，2012年之前文化纸价格领先库存周期约一年左右下跌。随着落后行业产能逐步出清，市场预期传导顺畅，文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右。

图4：2012年后文化纸价格领先下游行业产成品存货4个月左右



数据来源：wind 资讯、卓创资讯、广发证券发展研究中心

本轮印刷行业去库存启动于2018年初，去库存已接近底部区域，3月份开始涨价预期逐步落实。从主要文化纸价格来看，根据卓创资讯数据，3月份龙头纸企提价基本落实，4月份规模纸企价格报涨，落地情况有待进一步观察。根据文化纸下游行业产成品库存同比数据，由于去库存启动时间较早，下游行业去库存已接近尾声，根据下游行业库存变化数据线性外推，预计2019年6月前后文化纸行业有望进入补库周期进一步推动文化纸价格上涨，具体逻辑参照我们3月11日外发报告《全球视角浆价判断，太阳纸业估值重构》。

**表1：4月份规模纸企文化纸产品价格报涨（元/吨）**

纸种	厂家	品牌	克重	3月28日报价	4月4日报价	周涨跌	付款方式
铜版纸	江苏金东纸业	长鹤	128g/157g	5600	5700	100	承兑到货
	山东晨鸣纸业	雪兔	128g/157g	5500	5600	100	承兑到货
	山东太阳纸业	天阳	128g/157g	5500	5600	100	承兑到货
	山东华泰纸业	牡丹	128g/157g	5400	5500	100	承兑到货
双胶纸	山东晨鸣纸业	云镜	70-100g	6200	6300	100	承兑到货
	山东太阳纸业	华夏太阳 23#	70-100g	6200	6300	100	现金到货
	山东泉林纸业	泉林	70-100g	6200	6300	100	现金到货
	山东银河纸业	瑞雪	70-100g	6200	6300	100	现金到货
	河南白云纸业	云时代	70-100g	6200	6300	100	承兑到货

数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

去库存尾声叠加二季度文化纸需求旺季到来，带动纸企提价函落地。纸产品尤其文化纸需求具有显著周期性，双铜纸、双胶纸淡旺季分布基本一致，驱动因素略有不同，二季度展销会以及学生秋季教材备货增加下游文化纸消费需求。

**表2：纸产品需求淡旺季分布明显**

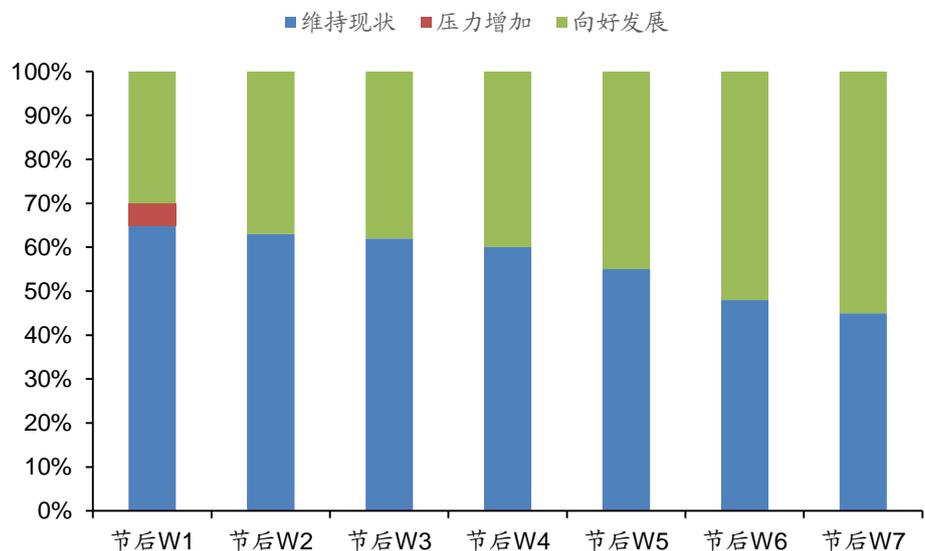
月份 纸种	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
单铜纸 (酒标)	平	平	旺季	旺季	旺季	旺季	前旺后平	平	平	趋旺	旺	平
	春节期间印厂放假，年底劳动力成本高 临近5-9月啤酒旺季，经销商提前备货 经销商提前备货导致7-9月酒标需求减少 临近春节，白酒消耗量增加											
单铜纸 (烟包)	平	平	旺季	旺季	趋淡	淡季	淡季	平	平	旺季	旺季	旺季
	春节期间印厂放假，年底劳动力成本高 节日香烟消耗量大，3-5月备货导致需求增长 雨季来临，烟包需求减少 8月下旬烟包需求逐步回归 临近春节，香烟需求量增加											
双铜纸	旺季	淡季	旺季	旺季	平	平趋淡	淡季	平	旺季	旺季	旺季	旺季
	节日宣传画、促销单、价格单用量较大 春节 年后为保证印厂正常运作，大量进货，春季展销会较多，宣传单用量增加。 因初夏农忙，大部分印厂工人放假 商品销售和年前促销大量印制广告及传单，春季教材封面备货及印刷											

	平	淡季	旺季	旺季	旺季	平	平	淡 季	旺季	旺季	旺季	前旺后平
双胶纸	节日期间双胶用量减少		3-5月为学生秋季教材备货及开印期，双胶纸需求加大			秋季教辅材料扫尾期			9-12月为学生春季教材备货及开印期			春季教辅材料扫尾期

数据来源：卓创资讯、中纸联、广发证券发展研究中心

文化印刷用纸企业及贸易商对后市文化纸价格预期逐步好转。春节后国内纸企对文化印刷用纸市场预期逐步转好，年前部分纸企信心不足，存在销售压力，节后在外盘报涨的情况下，目前暂无业者认为文化印刷用纸市场压力增加。下游教材教辅、党政期刊、儿童图书、办公印刷纸需求相对刚性，纸厂提价相对容易落实，节后第七周认为下周市场向好发展的从业者比例上升至55%，市场供应量稍显紧张，后期价格上调可能性较大。

图5：文化印刷用纸企业及贸易商对后市文化纸价格预期逐步好转



资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

### 3 原材料价格视角：浆价止跌，中长期中枢上移

海外大厂4月木浆价格继续报涨，市场价格悲观预期逐步修复，短期价格止跌。国内木浆对外依赖度接近70%，被动接受海外大厂价格政策，根据卓创资讯数据，继3月份海外浆厂报价上调后，4月份木浆报价再次上调。全球第一大阔叶浆生产厂商巴西Suzano减少对亚洲地区的市场供给，通过提价及减少供给方式维持市场价格，海外木浆生产厂商普遍采取上调木浆报价或减少木浆供给，防止市场出现持续供过于求局面，国内木浆价格悲观预期逐步得到修复。

表3：海外大厂2019年4月提价政策继续报涨

生产企业	规格型号	价格条件	3月报价 (美元/吨)	4月报价 (美元/吨)
智利阔叶浆	明星	CFR	680	720
俄罗斯阔叶浆	乌斯奇、布拉茨克	DAF 铁运	630	660
俄罗斯阔叶浆	乌斯奇、布拉茨克	CFR 海运	650	680

识别风险，发现价值

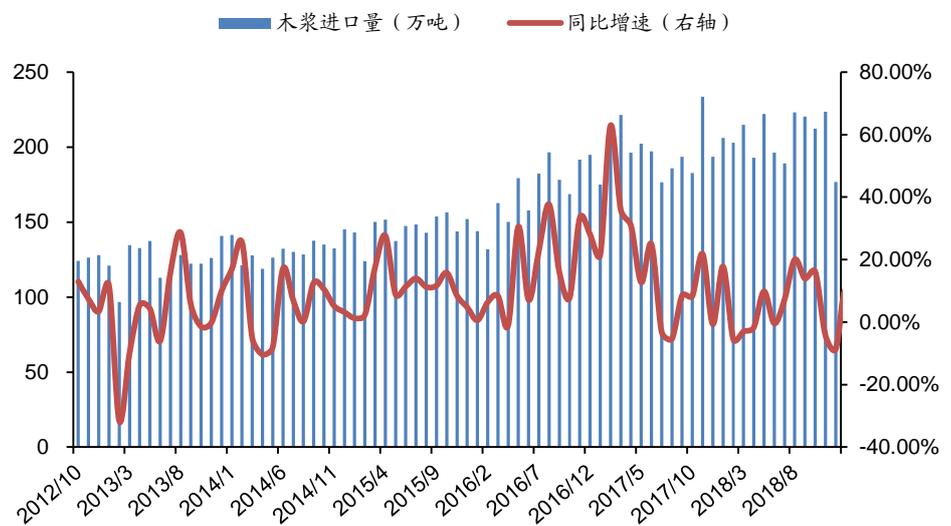
请务必阅读末页的免责声明

Catelyst 针叶	金狮	CFR	730	740
Catelyst 针叶	雄狮	CFR	720	730
智利针叶	银星	CFR	710	730
加拿大针叶	凯利普	CFR	700	720
俄罗斯针叶	乌针、布针	DAF 铁运	665	685
俄罗斯针叶	乌针、布针	CFR 海运	695	715

资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

**2018年四季度以来木浆进口已有所放缓。**2018年11月起木浆进口量整体呈下降趋势，考虑春节假期影响，2019年1-2月份中国木浆进口385.9万吨，同比下滑5.67%，已连续4个月进口负增长。

图6：2019年1-2月份中国木浆进口同比下滑5.67%

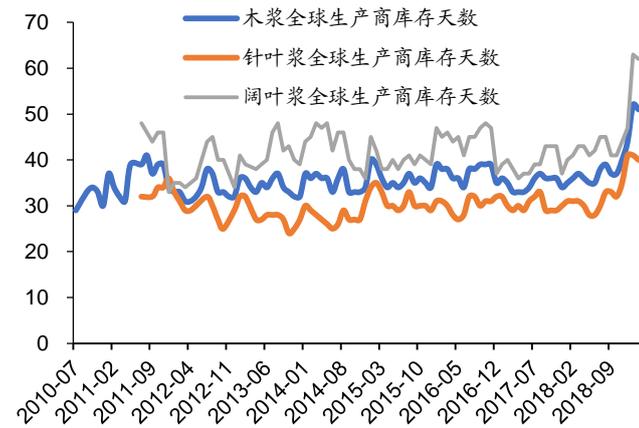


数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

**全球木浆生产商库存高位回落，对短期外盘木浆价格上涨构成支撑。**全球木浆主要生产商库存天数2月份为51天，较前高有所回落，阔叶浆、针叶浆生产商库存不同程度下降。

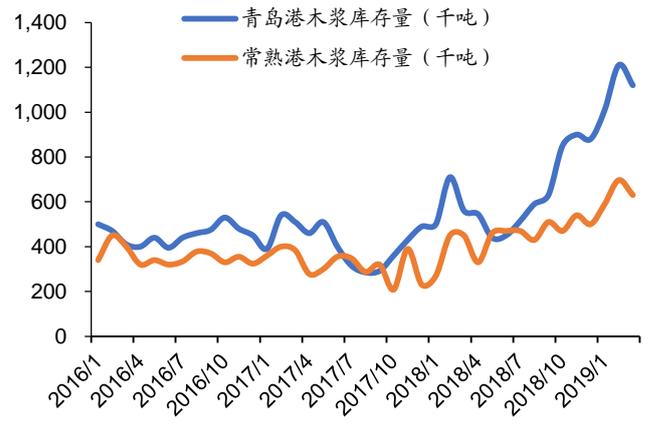
**国内主要港口木浆库存均高位回落。**卓创资讯数据显示，2019年3月末青岛港、常熟港木浆库存均高位回落，木浆常熟港库存量63.0万吨，青岛港库存量112.0万吨，港口库存量合计达175.0万吨，同比增长73.27%，环比下滑8.23%。国内木浆港口库存量回落，随着二季度下游需求旺季到来，我们认为木浆港口高库存有望逐步消化。

图7: 木浆全球生产商库存天数2月份有所回落



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

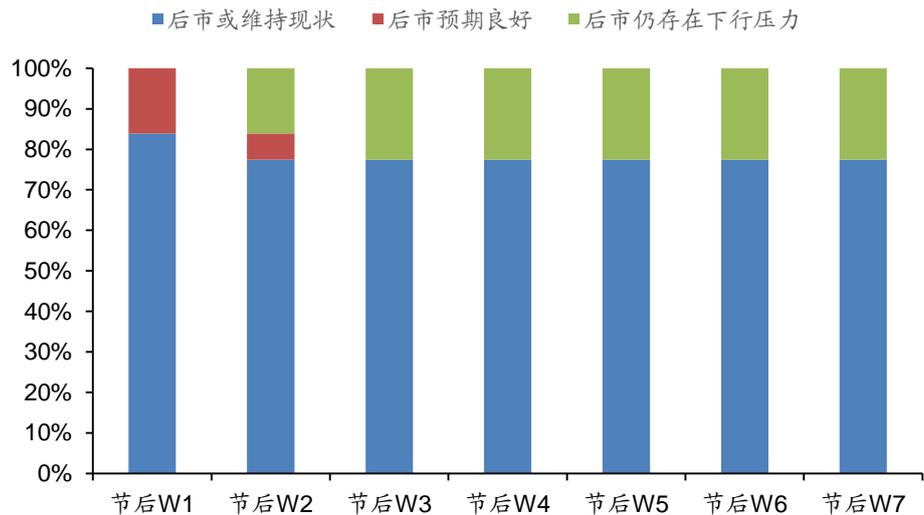
图8: 3月末国内主要港口木浆库存量高位回落



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

国内木浆贸易商情绪相对平稳。春节后国内主要浆企对后市预期整体下行，木浆现货价格震荡回落，随着外盘报价维稳减量，贸易商及下游纸厂逐步进入观望状态，节后偏悲观预期消除短期成交以偏刚需为主。

图9: 国内木浆贸易商情绪相对平稳



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

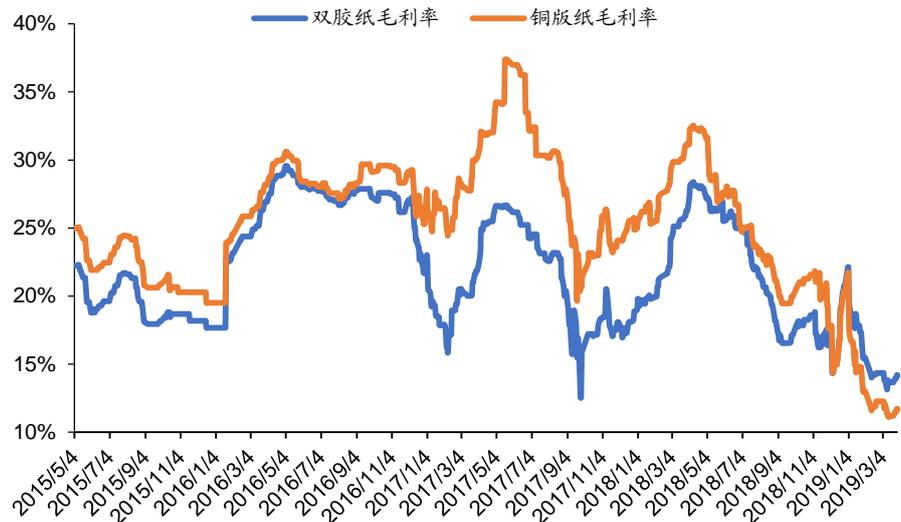
参照我们3月11日外发报告《全球视角浆价判断，太阳纸业估值重构》结论，中长期考虑全球木浆新增产能有限，木浆价格有望维持中枢上移趋势。文化纸下游需求相对稳定，铜版纸、双胶纸等主要纸种集中度好于其他纸种，原材料价格上涨可传导转嫁至下游，并提升吨纸盈利。

## 4 企业盈利与龙头估值视角：盈利与估值均在底部

根据我们构建的行业吨纸毛利测算模型，双胶纸、铜版纸行业毛利率均处于历史底部区域。根据卓创资讯，按照0.52吨阔叶浆+0.16吨针叶浆+0.12吨化机浆及辅料生产1吨双胶纸、0.45吨阔叶浆+0.15吨针叶浆+0.15吨化机浆及辅料生产1吨铜版纸，并考虑能源成本、折旧及原材料库存等时滞因素构建行业吨纸毛利模型，4月4日双胶纸行业毛利率为14.20%、铜版纸行业毛利率为11.72%，若考虑造纸行业10-

15%期间费用率，目前双胶、铜版纸行业处于盈亏平衡线附近。

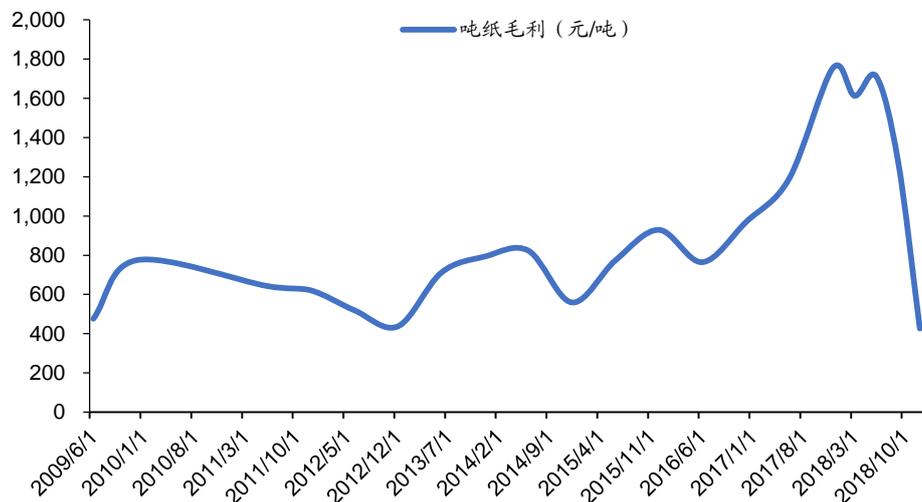
图10: 双胶纸、铜版纸行业毛利率均处于历史底部区域



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

文化纸行业龙头太阳纸业吨纸毛利18Q4达到历史低位。剔除箱板纸、溶解浆业务后，18Q4太阳纸业吨纸毛利约为426元/吨，处于历史低位，太阳纸业拥有部分木浆自产供应，且公司生产运营管理行业内领先，其低吨纸毛利印证文化纸行业当前运营处于盈亏平衡线附近。铜版、双胶纸行业集中度较高，文化纸下游需求旺季有望带动龙头纸企吨纸盈利逐步提升。

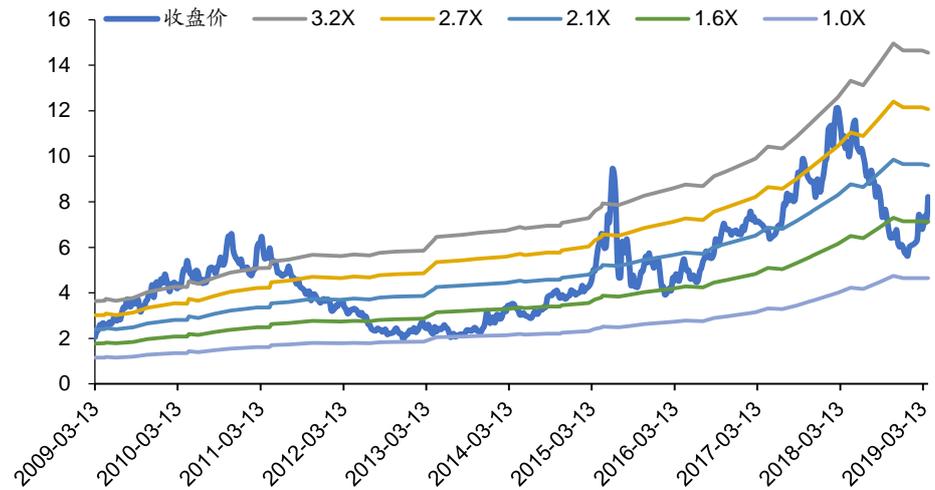
图11: 18Q4太阳纸业剔除箱板纸、溶解浆业务后吨纸毛利已接近历史低位



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

核心推荐标的太阳纸业估值处于底部区间，PB逻辑看公司估值中枢回归。从PB历史数据来看公司目前处于估值底部，文化纸行业有望于2019H2进入补库周期，行业盈利改善提升PB。公司资产盈利稳定性强，依靠公司造纸行业内多元化产业发展，净利润依然逐年提升，新业务方向纸浆及箱板纸行业注重上游原材料资源整合，向上游延伸有望从产业一体化角度增强资产盈利能力，以公司2018年三季度末财报净资产为基数，考虑2018年四季度公司新增固定资产投入及归母净利润预期，对应2019年PB有望从当前1.5倍向1.8倍估值中枢回归。

图12: 太阳纸业PB估值有望向1.8x左右历史中枢回归



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

公司2019年增量主要来自于新增产能利用率提升。兖州20万吨特种纸项目、邹城基地80万吨高档箱板纸和老挝30万吨化学浆等2018年建成投产项目有望于2019年逐步释放产能。原材料端若木浆价格大幅上涨,老挝年产30万吨化学浆项目可适时转产,增强公司盈利稳定性,文化纸涨价落实带动龙头纸企净利率向8%合理水平回归,2018年4月底投产的木屑浆生产线以及2018年8月份投产的半化学浆生产线降低公司牛皮箱板纸对国废的依赖度,牛皮箱板纸吨纸净利率有望保持在6%左右水平。考虑人民币汇率升值影响,其2017木浆采购金额41.51亿元,汇率变化有望增厚公司业绩2.15亿元,占当年公司归母净利润的10.63%,人民币升值利润弹性较大。

基于公司产能投产计划,预计2018-2020年公司营业收入分别为216.5、239.3、253.3亿元,归母净利润分别为22.3、22.9、24.5亿元,当前股价对应2018年9.3xPE,我们认为原材料成本优势有望不断增强抗风险能力,参考申万造纸行业分类上市公司,若剔除特种纸及亏损企业,平均PE(TTM)为10.0倍,估值仍存提升空间。

表4: 相关可比公司估值表

股票代码	公司简称	单位	当前股价				EPS (元)			PE (x)		
			(2019/4/4)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002078.SZ	太阳纸业	人民币	8.22	0.78	0.86	0.89	11.89	9.56	9.24			
000488.SZ	晨鸣纸业	人民币	7.14	1.95	0.86	0.91	8.56	6.49	7.85			
02689.HK	玖龙纸业	港元	7.69	0.94	1.68	1.08	10.02	4.58	7.12			
02314.HK	理文造纸	港元	6.87	1.11	1.10	1.00	8.29	6.24	6.87			
IP.N	国际纸业	美元	47.37	5.19	4.85	5.13	17.26	9.77	9.23			
STERV.FH	斯道拉恩索	美元	11.99	1.02	1.65	1.31	16.73	7.27	9.15			

数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

注: 表中 A 股标的盈利预测均来自 Wind 一致预测, EPS 单位为人民币元; 港股、美股标的盈利预测来自 Bloomberg 一致预测, 港股 EPS 单位为港币, 美股 EPS 单位为美元, 美股标的为 4 月 4 日收盘价对应数据

## 5 风险提示

木浆主产国因政策变动或生产事故导致供给超预期收缩，新产能投放进度不及预期；经济增速下滑导致下游需求低于预期；行业价格战激烈，主要纸种价格大幅回落；其他原材料替代需求增长。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降，固废供需失衡。贸易纠纷导致海外出口不确定性增加，影响随出口品出口的包装用纸需求。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大，新产能海外扩张受政策、管理等方面制约；消费用纸方面：新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期

## 广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。