

轻工制造行业

浆价短期承压，中长期维持中枢上行判断

核心观点：

● 浆价短期市场扰动不改中长期中枢上行判断，中长期看好太阳纸业

木浆价格短期承压，木浆港库去化不及预期及贸易格局变化影响市场情绪。受近期海外大厂木浆报盘下调及港口木浆持续高库存、木浆内盘现货价格持续下跌等因素影响，国内市场大中型贸易商对后市木浆走势偏悲观，预计短期木浆价格仍存下行空间。维持中长期浆价中枢上移判断。供给侧全球木浆新产能投放有限，作为资源型原料，国内木浆需求对外依赖度高，可替代性较低，海外大厂集中度提升增强浆价话语权。需求侧受外废管控、限塑令等政策影响仍有望保持增长，且文化纸去库存或已接近尾声。成本端全球木浆生产企业各项成本相对稳定。木浆价格回落利好中顺洁柔，文化纸价格平稳走高与浆价回落剪刀差走阔，中长期看好太阳纸业。

● 行业数据更新

家居：上游原材料中，板材周度环比有升有降，五金材料价格环比下降 0.12%，五金零部件价格环比下降 0.01%。周度新房成交环比下降 4.3%，其中一线城市环比下降 10.3%，二线城市环比上升 5.3%，三线城市环比下降 13.4%；13 城二手房成交量环比下降 10.0%，其中一线城市环比下降 5.7%，二三线城市环比下降 11.7%。

造纸：木浆系纸种价格相对平稳，废纸系纸种价格均有所回落。文化印刷纸市场行情盘整为主，纸厂订单情况一般，经销商销售平淡，普遍对后市信心不足，大多维持中低库存。白卡纸 6 月 1 日起部分规模纸厂预计上调接单价 200 元/吨，因需求端动力不足，涨价幅度有限，市场交投多为刚需采购。废纸系纸种方面，瓦楞及箱板纸市场呈现稳中局部小幅震荡走势，规模纸企报盘平稳，但原料价格走低，下游需求不足令纸价承压。原材料方面，国废价格周内止跌企稳，进口木浆外盘承压，叠加中美贸易争端影响业者预期，现货价格周内累计下跌 50-300 元/吨，纸厂原纸出货情况一般。

包装及文娱：社会零售总额同比增长放缓，烟草复苏趋势企稳，白酒、啤酒、软饮料 4 月产量同比及环比均下跌，文具办公用品零售额有所回升。本周包装原材料均出现不同程度下跌，塑料包装原材料 LLDPE 出厂价同比下跌 19.59%，金属包装不同规格镀锡板卷价格周环比下降约 1.5%，全国主要城市玻璃包装价格周环比下降 0.19%。

● 风险提示

数据存在滞后；地产持续低迷，家居竞争更激烈；造纸需求下滑超预期，供给大量释放；包装成本下滑中小企业复苏，经济下行外包量减少。

行业评级

买入

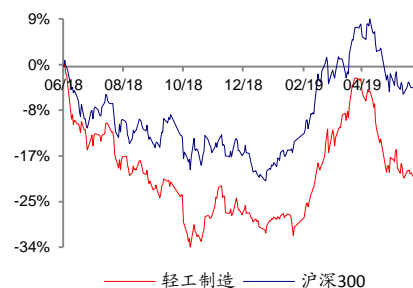
前次评级

买入

报告日期

2019-06-10

相对市场表现



分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005



SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@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：月观点：拥抱通胀 2019-06-02

主线标的，家具增速平稳后
续分化

轻工制造行业：贸易格局变动 2019-05-20

对轻工行业的一阶与二阶影
响

轻工制造行业：各板块增速回 2019-05-14

落，减税+竣工+提价支撑后
续基本面反转

联系人：陆逸 021-60750604

gfluyi@gf.com.cn

联系人：徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
002191.SZ	劲嘉股份	RMB	11.06	2019/4/25	买入	15.00	0.60	0.74	18.4	14.9	16.6	13.3	12.2	13.0
603899.SH	晨光文具	RMB	39.25	2019/4/29	买入	42.90	1.1	1.36	35.7	28.9	25.8	21	24.2	24.1
002511.SZ	中顺洁柔	RMB	10.33	2019/4/25	买入	13.12	0.44	0.54	23.5	19.1	17.4	14.0	14.5	15.3
002078.SZ	太阳纸业	RMB	6.10	2019/4/29	买入	8.90	0.89	0.97	6.9	6.3	5.8	4.8	15.6	14.6
603833.SH	欧派家居	RMB	114.93	2019/5/9	买入	121.00	4.49	5.45	25.6	21.1	17.3	13.8	20.0	19.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、浆价短期市场扰动不改中长期中枢上行判断	7
1.1 外盘浆价调整带动内盘现货价格下跌	7
1.2 供给端：全球木浆新产能投放有限，中长期价格中枢上移	10
1.3 需求端：受外废管控、限塑令等政策影响有望保持长期增长	12
1.4 成本端：成本端全球木浆生产企业各项成本相对稳定	14
二、行业数据跟踪	18
2.1 家居板块：板材价格有升有降，周度商品房销售下降	18
2.1.1 上游原材料价格跟踪	18
2.1.2 下游需求跟踪：周度新房、二手房	19
2.1.3 家具月度数据	20
2.1.4 海内外家具公司估值对比	21
2.2 造纸板块：文化用纸市场行情盘整为主，箱板瓦楞纸价格下跌	22
2.2.1 上游价格跟踪	22
2.2.2 主要纸品价格跟踪	24
2.3 包装文娱板块：下游消费增速有所放缓	25
2.3.1 下游需求跟踪	25
2.3.2 上游原材料价格跟踪	28
2.3.3 文娱板块	29
风险提示	29

图表索引

图 1: 木浆全球生产商库存天数 4 月依然维持高位	8
图 2: 欧洲木浆主要港口库存 4 月依然处于历史高位.....	8
图 3: 5 月末国内木浆港库依然处于历史高位	8
图 4: 国内纸浆贸易地区调研信息显示市场悲观预期加重	10
图 5: 国内纸浆消耗严重依赖进口 (2017 年)	10
图 6: 国内纸浆消耗依赖进口 (2018 年)	10
图 7: 巴西鸚鵡和金鱼合并成为全球第一大浆厂	11
图 8: 2017 年鸚鵡和金鱼木浆出口量全球占比 16.15%.....	11
图 9: 2019-2020 年全球主要浆厂均无新增产能投放 (万吨)	11
图 10: 印度尼西亚湿地面积下滑.....	12
图 11: 2018 年木浆表观消费量同比增长 4.74%.....	12
图 12: 2019 年 1-4 月份废纸同比下滑 17.38%	12
图 13: 造纸行业正处于去库存周期.....	13
图 14: 文化纸下游行业有望于 2019 年三季度前后进入补库存周期.....	14
图 15: 主要阔叶浆产地至欧洲 CIF 现金成本 (美元/吨)	14
图 16: 主要阔叶浆产地至欧洲 CIF 现金成本 (美元/吨)	14
图 17: Stora Enso 纸浆生产总成本	15
图 18: Fibria 木浆现金生产成本.....	15
图 19: 软木原木价格与国际漂白针叶浆价格走势	15
图 20: 硬木原木价格领先国际漂白阔叶浆价格波动	15
图 21: Stora Enso 纤维成本波动幅度较小 (欧元/吨)	16
图 22: 波罗的海干散货指数处于相对低位	16
图 23: 进口阔叶浆价与人民币汇率走势.....	17
图 24: 中纤板价格指数	18
图 25: 刨花板价格指数	18
图 26: 细木工板价格指数.....	18
图 27: 指接板价格指数	18
图 28: 五金材料价格指数.....	19
图 29: 五金零部件价格指数	19
图 30: 4 大一线城市新房周成交	19
图 31: 12 个二线城市新房周成交	19
图 32: 21 个三线城市新房周成交	19
图 33: 2 大一线城市二手房周成交.....	19
图 34: 11 个二三线城市二手房周成交	20
图 35: 13 城市二手房周成交.....	20
图 36: 家具行业零售额及同比	20
图 37: 家具行业出口额及同比	20
图 38: 商品房销售面积及同比	20
图 39: 商品房销售额及增速	20

图 40: 购置土地面积及同比	21
图 41: 商品房新开工面积及同比	21
图 42: 商品房施工面积及同比	21
图 43: 商品房竣工面积及同比	21
图 44: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	21
图 45: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	21
图 46: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	22
图 47: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	22
图 48: 国废价格周内止跌企稳	23
图 49: 木浆国内现货市场价格承压下跌	23
图 50: 5 月末木浆港口库存量维持高位	23
图 51: 溶解浆价格回落至 2016 年以来低位	23
图 52: 包装纸种白板白卡价格平稳, 箱板瓦楞纸价格下跌 (元/吨)	24
图 53: 本周箱板瓦楞纸库存量整体维持小幅增加趋势	24
图 54: 双胶纸和铜版纸价格维持稳定 (元/吨)	24
图 55: 生活用纸市场价格延续下行	25
图 56: 社会零售总额: 当月值	26
图 57: 社会零售总额: 累计值	26
图 58: 白酒产量	26
图 59: 啤酒产量	26
图 60: 软饮料产量	26
图 61: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	26
图 62: 烟草产量	27
图 63: 烟草销量结构占比	27
图 64: 卷烟工商库存	27
图 65: 卷烟商业库存	27
图 66: 消费电子—智能手机	27
图 67: 消费电子—平板电脑	27
图 68: 消费电子—PC	28
图 69: 消费电子总出货量—3C	28
图 70: 家电—空调产量	28
图 71: 家电—家用冰箱产量	28
图 72: 包装原材料价格—纸类 (元/吨)	28
图 73: 包装原材料价格—塑料 (元/吨)	28
图 74: 包装原材料价格—金属 (元/吨)	29
图 75: 包装原材料价格—玻璃 (元/吨)	29
图 76: 文具办公用品零售额累计值	29
图 77: 文具办公用品零售额单月值	29

表 1: 海外大厂 2019 年 6 月降价政策	7
--------------------------------	---

表 2: 6-8 月为主要木浆系纸品需求淡季	9
表 3: 全球部分国家和地区限塑令相关政策	13
表 4: 重点公司净利润人民币汇率影响占比情况	17

一、浆价短期市场扰动不改中长期中枢上行判断

木浆价格短期承压，木浆港库去化不及预期及贸易格局变化影响市场情绪。受近期海外大厂木浆报盘下调及港口木浆持续高库存、木浆内盘现货价格持续下跌等因素影响，国内市场大型贸易商对后市木浆走势偏悲观，根据卓创资讯数据，纸厂库存维持中低位刚需采购，6-8月为木浆系纸种下游需求淡季，预计短期木浆价格仍存下行空间。

维持中长期浆价中枢上移判断。供给侧全球木浆新产能投放有限，作为资源型原料，国内木浆需求对外依赖度高，可替代性较低，海外大厂集中度提升增强浆价话语权。需求侧受外废管控、限塑令等政策影响仍有望保持增长，且文化纸去库存或已接近尾声。成本端全球木浆生产企业各项成本相对稳定。

木浆价格回落利好中顺洁柔。生活用纸成本中木浆原料占比50%-60%，浆价下跌扩大毛利空间，且4月增值税降低+4月通胀提升，终端定价能力强、行业格局较好的必选消费品品类有望获得超额利润。行业延展性强、空间大，对比海外消费升级趋势明显，公司产品结构持续升级，估值有望维持。

文化纸价格平稳走高与浆价回落剪刀差走阔，中长期看好太阳纸业。Q2文化纸利润有望在纸浆下行与提价传导中实现修复，5月PMI数据显示企业有试探性主动补库存，全行业在经历Q1利润触底后，随着纸浆价格的回落和纸种涨价落地逐步生效，整体造纸部分利润有所回暖抬高全年利润预期。太阳纸业未来随着上游原料端项目投产产业链净利率有望提升，由于浆比纸利润性更好，未来ROE有望持续抬升，对标美国国际纸业20%ROE，4%股息率下的PB仍有较大提升空间，利润预期有望在Q3有超预期表现，中长期仍看好太阳纸业。

1.1 外盘浆价调整带动内盘现货价格下跌

从大厂远期报价、港口库存和下游需求情况来看，短期浆价仍有下调空间。根据卓创资讯数据，国内木浆现货价格由3月1日5652.5元/吨下跌至6月6日4710.0元/吨，累计下跌幅度16.67%，国内市场贸易商及下游纸企对浆价短期预期偏悲观。

海外大厂6月木浆报价整体呈下调趋势，致短期市场预期偏空。根据卓创资讯数据，6月海外主要浆厂木浆报价普遍下调，继3月份集中上调报价稳定市场预期后，本次下调或体现对欧洲及亚洲港库去化不及预期的担忧。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短期效果并不明显。

表1: 海外大厂2019年6月降价政策

生产企业	规格型号	价格条件	现价(美元/吨)	外盘报涨幅度(美元/吨)
智利阔叶浆	明星	CFR	630	-60
乌拉圭阔叶浆	明星	CFR	630	-60
俄罗斯针叶浆	乌斯奇	CFR 海运	630	-95
俄罗斯针叶浆	乌斯奇	DAF 铁运	590	-95
加拿大针叶浆	月亮	CFR	650	-50
加拿大针叶浆	虹鱼	CFR	650	-80
加拿大针叶浆	凯利普	CFR	650	-50
加拿大针叶浆	北木	CFR	670	-60

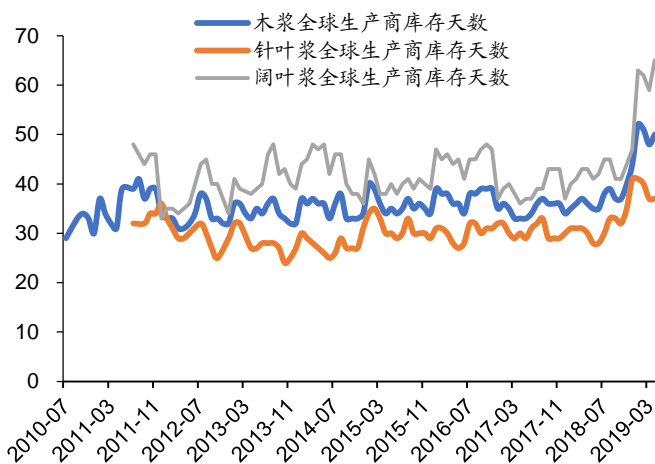
资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

全球木浆生产商及主要港口木浆库存普遍处于高位压制大厂提价及减量供应效果。全球木浆主要生产商库存天数由1月份52天高位下降至4月份的50天，但仍处于2010年以来高位，阔叶浆生产商库存升幅较大。

欧洲与中国是全球商品木浆主要净流入地区。欧洲木浆主要港口库存4月份仍处于历史新高，欧盟委员会将2019年欧元区GDP增速预期下调至1.2%，下游去化不畅导致供给侧产品港口积压。

图1：木浆全球生产商库存天数4月依然维持高位

图2：欧洲木浆主要港口库存4月依然处于历史高位

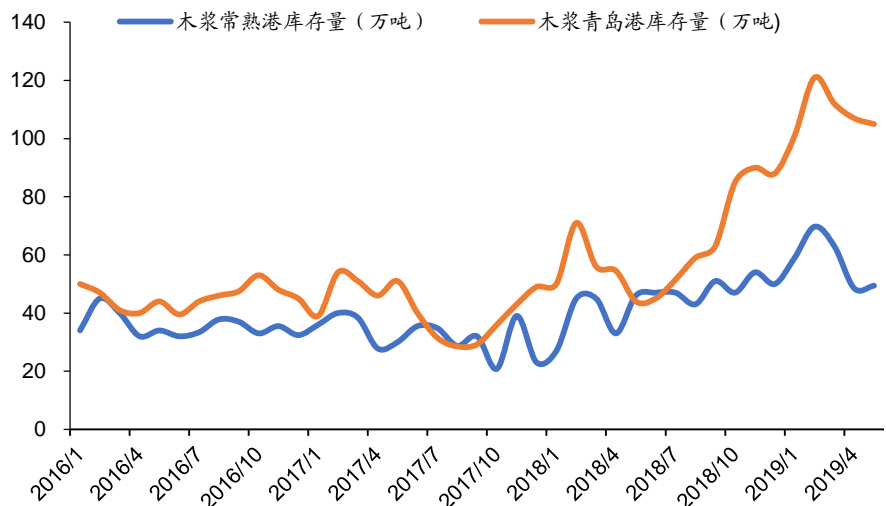


数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

数据来源：wind 资讯、广发证券发展研究中心

国内主要港口木浆库存去化缓慢。卓创资讯数据显示，2019年5月末青岛港、常熟港木浆库存依然处于历史高位，国内木浆港口库存量持续大幅增长，货源充足，且木浆进口无政策性限制，高库存令国内木浆现货价格承压。

图3：5月末国内木浆港库依然处于历史高位



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

6-8月为主要木浆系纸品需求淡季，下游需求淡季加重市场悲观预期。纸产品下游消费市场季节性波动，尤其文化纸需求具有显著周期性，6、7月份因啤酒旺季即将到来，酒标铜版纸需求旺盛；3-4月与10-12月期间为香烟旺季，用于制作烟包的单铜纸需求量增加；双铜纸、双胶纸淡旺季分布基本一致，驱动因素略有不同。3、4月份春季展销会、9-12月年前促销使得宣传单用量较大，双铜纸需求有所增加；3-5月学生秋季教材备货、9-12月学生春季教材备货催生大量双胶纸需求。

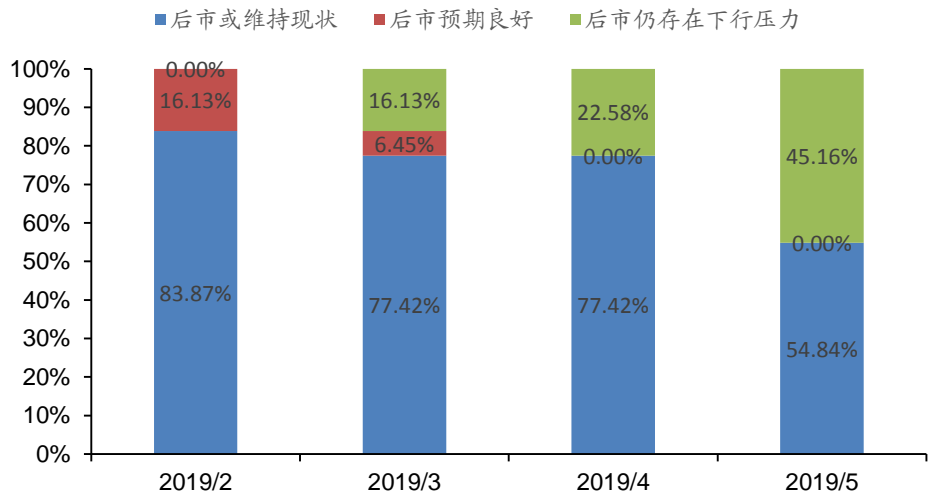
表2：6-8月为主要木浆系纸品需求淡季

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		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				
双胶纸	平	淡季	旺季	旺季	旺季	平	平	淡季	旺季	旺季	旺季	前旺后平
	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			

数据来源：中纸联、广发证券发展研究中心

国内市场大中型贸易商对后市木浆走势偏悲观。纸厂维持低原料库存策略，需求面迟迟未有效放量，浆市成交平淡港口去库进度低于预期。根据卓创资讯对六大主要纸浆贸易地区近31个大中型贸易商调研显示，5月共54.84%业者认为后市或维持现状，较上月下降22.58个百分点，45.16%业者预期后市下行压力较大。

图4: 国内纸浆贸易地区调研信息显示市场悲观预期加重

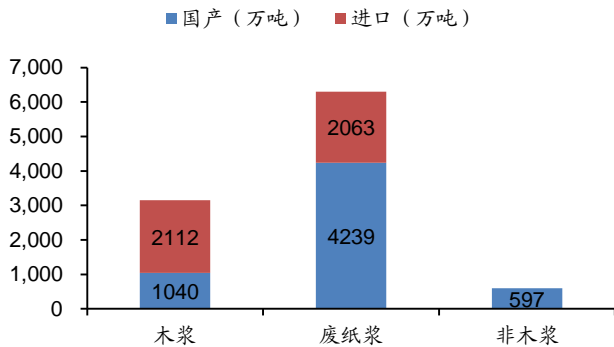


数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

1.2 供给端: 全球木浆新产能投放有限, 中长期价格中枢上移

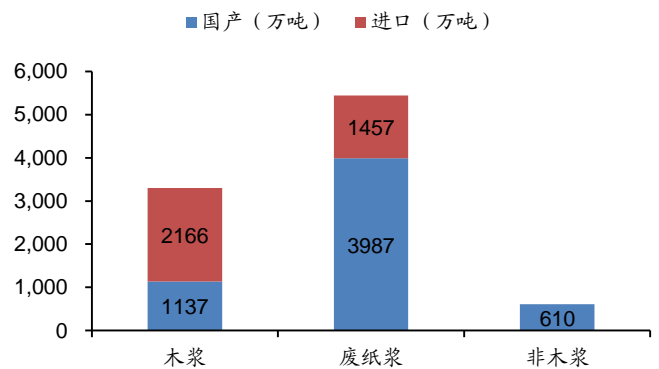
受木纤维资源禀赋不足影响, 国内木浆消耗对外依赖度高, 因此应在全球视角下分析木浆市场供给。中国是全球最大纸和纸板生产国, 同时也是全球最大消费国, 但纸浆年产量仅为美国的33.38%, 原材料高度依赖海外。根据中国造纸协会数据, 2018年全年进口木浆总量2166万吨, 同比增长2.61%, 国产木浆总量1137万吨, 国产自给率仅34.42%, 虽为全球木浆需求大国, 但原材料定价权较弱。

图5: 国内纸浆消耗严重依赖进口 (2017年)



数据来源: 中国造纸协会、广发证券发展研究中心

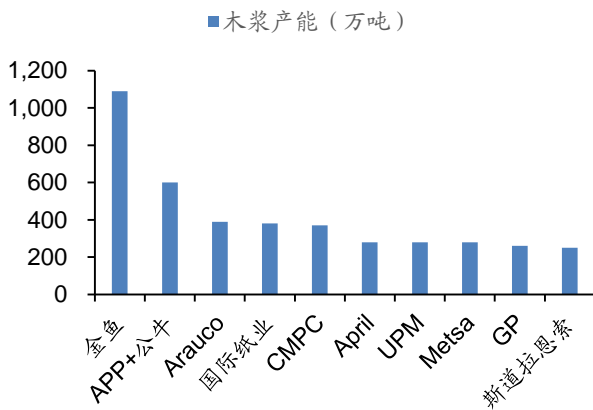
图6: 国内纸浆消耗依赖进口 (2018年)



数据来源: 中国造纸协会、广发证券发展研究中心

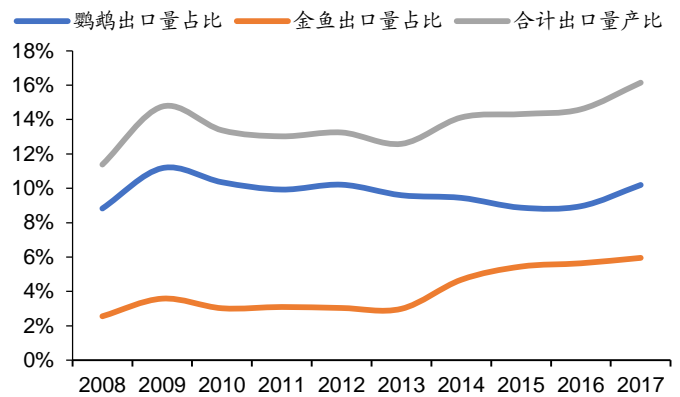
全球商品浆市场集中度高, 大厂掌握定价话语权。需求端涉及众多行业相对分散, 对于越来越集中的供给端而言, 在较长时间内需求端只能被动接受浆价波动。从全球主要木浆生产企业产能数据来看, 巴西鹦鹉和金鱼合并后成为全球第一大浆厂, 根据其2017年年报数据, 当年出口木浆总量为879.1万吨, 占当年全球木浆贸易量的16.15%, 全球商品阔叶浆市场集中度相对较高。

图7: 巴西鸚鵡和金鱼合并成为全球第一大浆厂



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

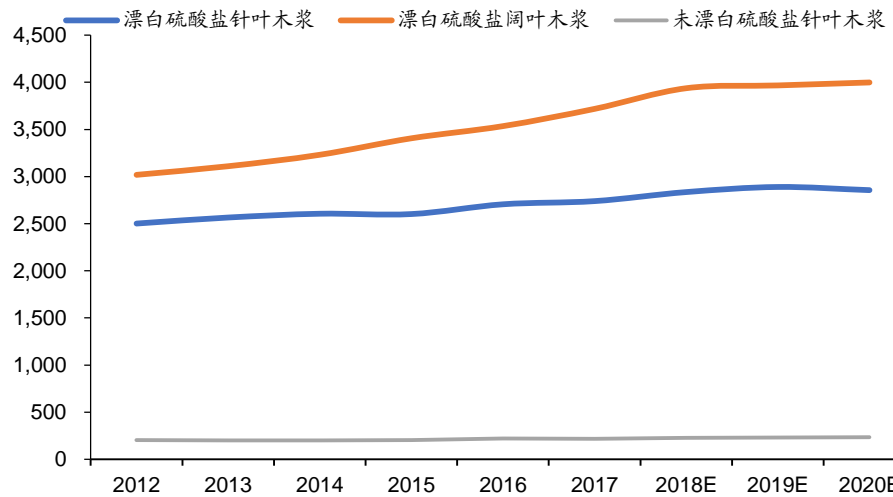
图8: 2017年鸚鵡和金鱼木浆出口量全球占比16.15%



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

海外大厂中长期新增产能有限。根据RISI、Hswkins Wright数据, 继印尼OKI浆厂2017年、巴西金鱼旗下Horizonte 2项目2018年投产外, 2019-2020年全球主要浆厂几乎无新增产能投放, 智利林业公司阿劳科的新纸浆工厂3号线预计将在2021年之前投产, 3号浆线纸浆生产能力为156万吨。国内市场无新增商品浆规划产能, 行业龙头集中度提升叠加新增产能有限, 中长期木浆价格中枢或将持续上移。

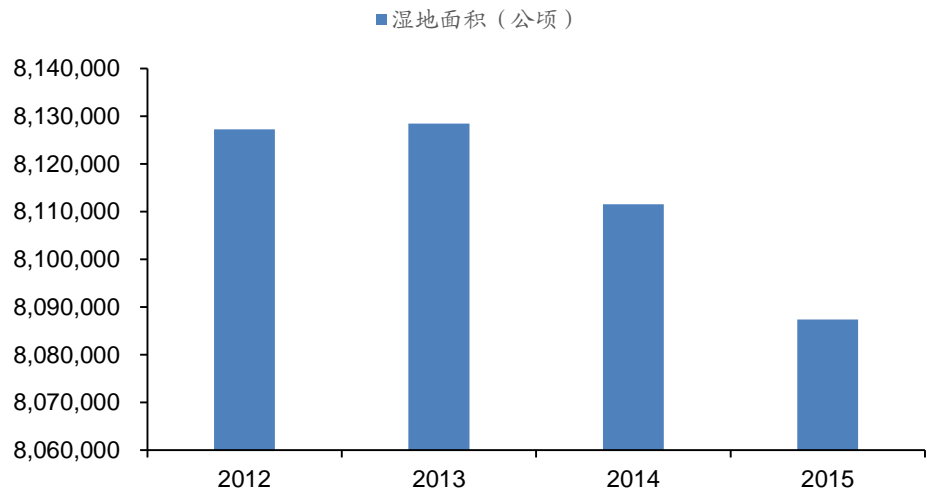
图9: 2019-2020年全球主要浆厂均无新增产能投放 (万吨)



数据来源: RISI、Hswkins Wright、广发证券发展研究中心

印尼湿地保护政策及巴西森林限制采伐进一步限制中长期全球木浆产能增量。印度尼西亚政府2016年1月颁发总统令, 设立了泥炭地恢复机构(BRG), 该机构致力于恢复退化的泥炭地生态系统, 目标是在5年内恢复约200万公顷退化的泥炭地。巴西已经承诺将其温室气体排放量削减到低于预期的水平, 并为亚马逊和塞拉多地区设定限制森林砍伐的国内目标, 根据PPPC数据, 巴西漂白阔叶浆产能约1750万吨, 约占全球漂白阔叶商品浆的45%, 长期来看全球阔叶木浆产能增长有限。

图10: 印度尼西亚湿地面积下滑

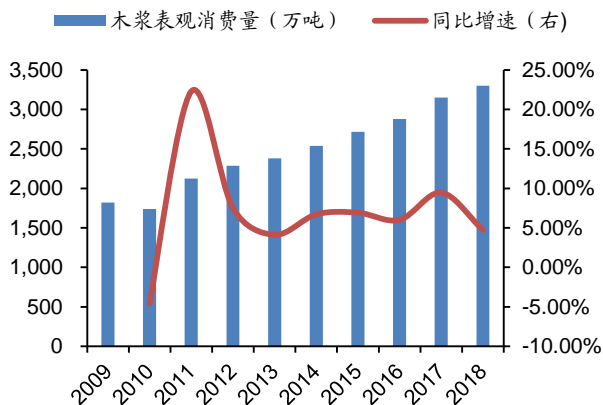


数据来源: 印度尼西亚统计局、广发证券发展研究中心

1.3 需求端: 受外废管控、限塑令等政策影响有望保持长期增长

木浆表观消费量持续增长, 2018年同比增长4.74%, 废纸原料替代或持续带来木浆增量需求。中国政府计划于2020年实现外废零进口, 2018年国内废纸进口1703万吨同比下滑33.79%, 较2017年进口量减少869万吨, 2019年废纸进口量继续回落, 1-4月份实际进口量423万吨, 同比下降17.38%。大型包装纸生产企业纷纷通过海外并购方式拓展原材料来源渠道或寻找原料替代, 若不考虑纸种生产流程及原材料配比变化影响, 我们预计未来废纸零进口后或将带来400-500万吨木浆增量需求。

图11: 2018年木浆表观消费量同比增长4.74%



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图12: 2019年1-4月份废纸同比下滑17.38%



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

限塑令席卷全球, 纸包装替代塑料制品使用带来增量木浆需求。2018年10月欧盟议会压倒性优势通过禁塑法提案, 该提案计划在2021年前禁止欧盟范围内国家使用一次性餐具、饮管、搅拌棒、棉棒和气球棒等十种拥有替代物的一次性塑料产品, 希望成员国能遵守塑胶品使用规范, 同时世界其他国家和地区(如中国、美

国、澳大利亚、印度、肯尼亚等) 虽未必像欧盟禁塑令般严格, 但也在颁布或调整限塑、禁塑法令。

表3: 全球部分国家和地区限塑令相关政策

国家或地区	限塑令、禁塑令内容
中国	2007 年底发布限塑令, 要求从 2008 年 6 月 1 日起在全国范围内禁止生产、销售、使用厚度小于 0.025 毫米的塑料购物袋, 商场零售场所实行塑料购物袋有偿使用的制度。
欧盟	2018 年 10 月审议通过禁塑法提案, 计划在 2021 年前禁止欧盟范围内国家使用一次性餐具、吸管、搅拌棒、棉棒和气球棒等十种拥有替代物的一次性塑料产品
印度	2018 年 3 月宣布在马哈拉施特拉邦实行禁塑令, 禁止生产、使用、销售、分发和存储塑料产品, 包括一次性袋子、汤匙、盘子、聚酯塑料瓶子等, 违者将面临罚款甚至三个月徒刑。计划 2022 年将这项法令扩散至印度全境
澳大利亚	除新南威尔士州外, 其他各州已颁布禁塑政策, 全面禁止大型零售商使用一次性塑料袋
美国	美国加利福尼亚州、马萨诸塞州等部分州早已有限塑法令, 纽约州州长办公室 2018 年 4 月宣布, 未来不排除在纽约州实施禁用塑料袋的法令
肯尼亚	2017 年颁布了极为严苛的禁塑令, 全面禁止使用、生产及进口塑料袋, 违者将处以最高 4 年监禁, 或处以 4 万美元的罚款

资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

文化纸去库或已接近尾声, 中观数据显示下半年有望叠加需求旺季迎来补库周期。从造纸及纸制品业产成品存货数据来看, 2018 年二、三季度为被动补库存周期, 供给侧改革带来的行业景气度提升, 盈利改善, 部分纸企推出产能扩张方案, 新增产能逐步落地。影响需求的不利因素逐步消化并在造纸产业链中反应, 行业逐渐进入去库存周期, 根据工信部最新数据, 2019 年 4 月造纸及纸制品行业产成品库存同比增长 11.70%, 受低基数影响增速环比上升 10.8pct。

图 13: 造纸行业正处于去库存周期



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

文化纸行业去库或已接近尾声, 2019 年 3 季度前后可能进入补库周期。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, 考虑产业链传导时滞, 侧面印证前述造纸行业有望进入去库存周期判断, 根据下游行业库存变化数据线性外推, 预计 2019 年 3 季度前后文化纸行业有望

进入补库周期，2019年4月产成品存货同比变化数据为低基数影响，全年文化纸整体走势或呈现前低后高格局，我们对下半年文化纸行业并不悲观。

图14: 文化纸下游行业有望于2019年三季度前后进入补库存周期

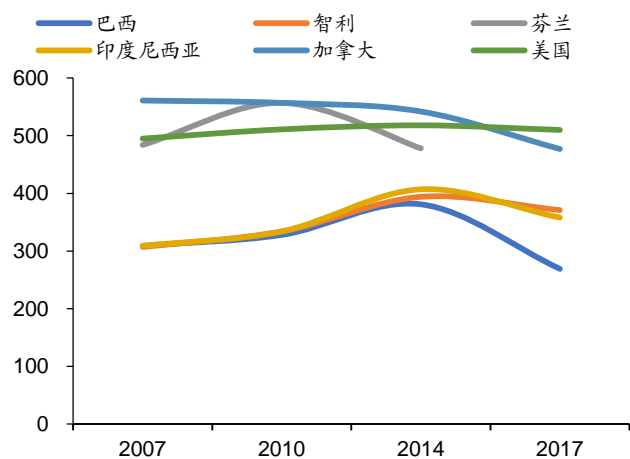


数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

1.4 成本端: 成本端全球木浆生产企业各项成本相对稳定

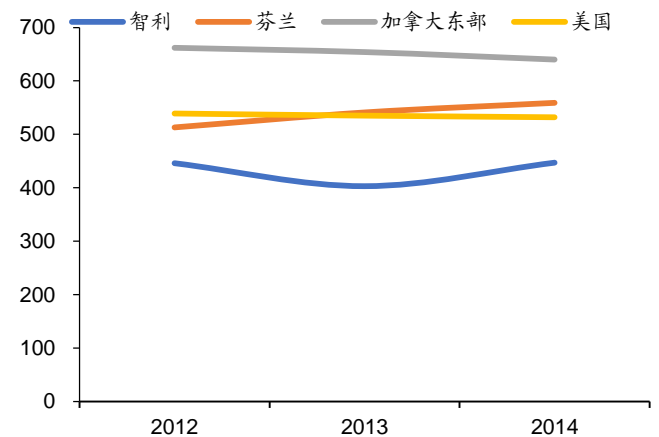
近十年主要针叶浆、阔叶浆产地至欧洲地区CIF运输吨浆现金成本波动较小。根据suzano年报,若不考虑远距离运输费用,木浆生产现金成本影响因素包括原材料木片价格、能源成本、其他辅料成本及本币汇率波动。

图15: 主要阔叶浆产地至欧洲CIF现金成本(美元/吨)



数据来源: Bloomberg、Hawkins Wright、广发证券发展研究中心

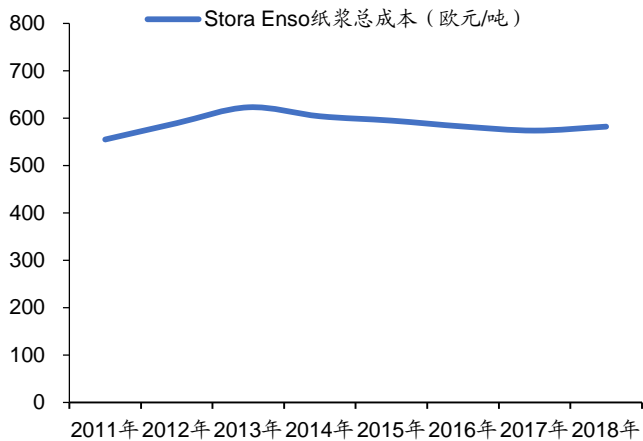
图16: 主要阔叶浆产地至欧洲 CIF 现金成本(美元/吨)



数据来源: Bloomberg、Hawkins Wright、广发证券发展研究中心

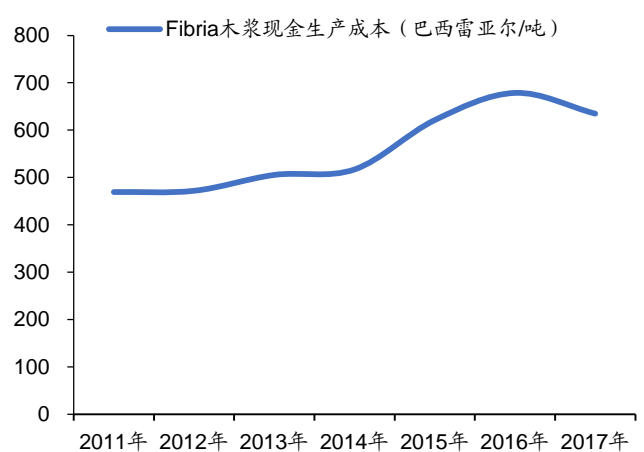
海外上市木浆生产企业成本历史数据亦表明木浆生产成本波动较小。以芬兰 Stora Enso和巴西Fibria为例,2011年以来,除去汇率变动影响,木浆成本整体平稳。且根据2007年和2010年世界各地木浆生产成本对比可知,木浆生产成本变化较小。

图 17: Stora Enso 纸浆生产总成本



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

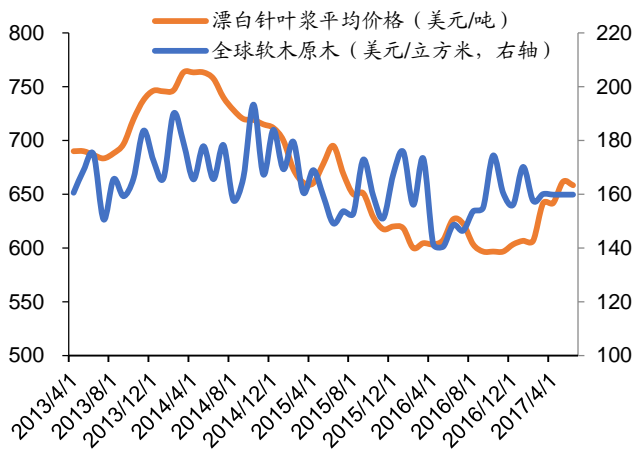
图 18: Fibria 木浆现金生产成本



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

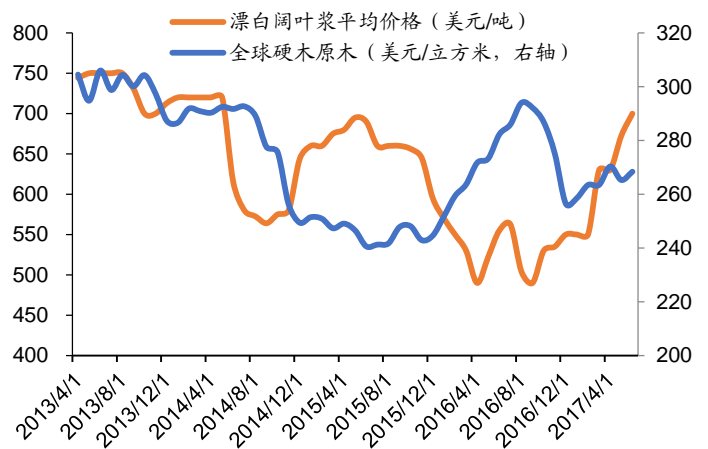
硬木原木价格领先漂白阔叶浆价格波动，软木价格对浆价无明显影响。由于纤维是生产木浆的重要原料，木片价格是浆价的影响因素之一，就历史数据来看，硬木原木价格领先阔叶浆价格约1年左右时间。针叶浆价格与软木价格未呈现明显相关性，以Stora Enso为例，木片价格波动幅度较小，因此木片价格对整体浆价影响有限。

图 19: 软木原木价格与国际漂白针叶浆价格走势



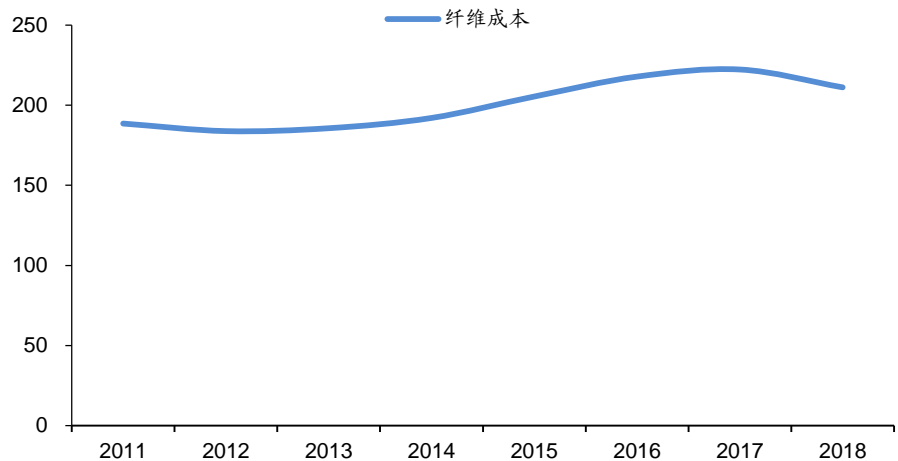
数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图 20: 硬木原木价格领先国际漂白阔叶浆价格波动



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图21: Stora Enso纤维成本波动幅度较小 (欧元/吨)



资料来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

运输成本短期内对浆价影响有限。由于进口海外浆厂木浆需要远距离运输，运输成本对木浆价格具有一定的影响，以Stora Enso为例，运输成本占其总成本的10%左右。2018年9月以来，由于全球贸易不确定性加强，BDI指数整体呈下降趋势。全球贸易总量减少背景下，运输成本大幅上涨可能性较小，因此运输成本短期内对木浆价格影响有限。

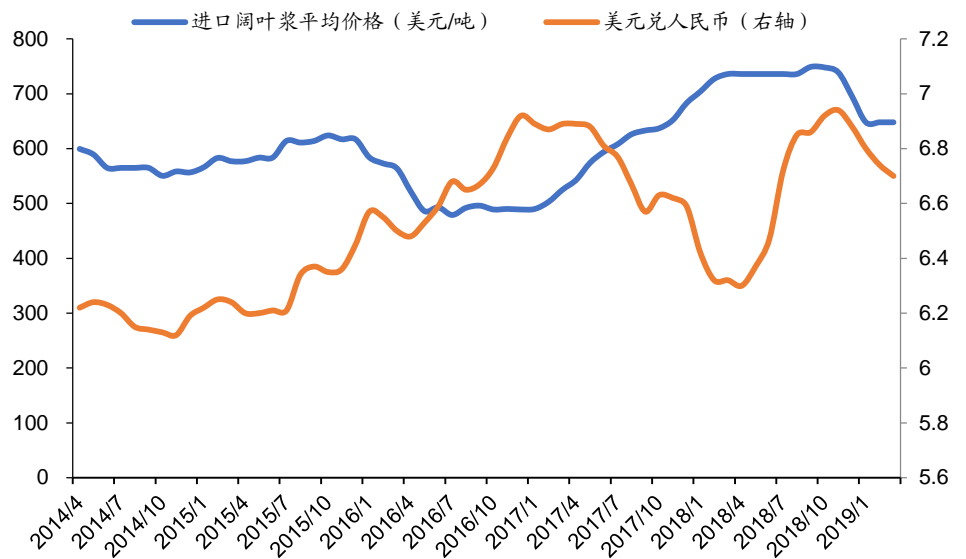
图22: 波罗的海干散货指数处于相对低位



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

人民币贬值增加国内木浆进口企业生产成本，与外盘木浆报价下跌对冲。汇率波动影响出口国浆厂成本的同时，也对进口国用浆企业造成影响，中国进口阔叶浆价与人民币汇率走势存在一定负相关性，进口企业原料成本受人民币汇率变动和国际浆价变动双因素影响。近期汇率市场波动较大，若2019年人民币兑美元汇率中枢较2018年出现贬值趋势，且纸企不因汇兑损失提高产品价格，则大型纸企均将受到原料进口成本上升影响。

图23: 进口阔叶浆价与人民币汇率走势



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

根据上市公司年报及债券评级报告书等信息披露, 给予下表所示假设, 且根据人民银行披露2019年1-4月份汇率均值, 假设人民币兑美元汇率中枢2019年为6.7376, 龙头纸企均可能因汇率变化导致汇兑损失, 按照当期上市公司归母净利润计算影响比例大多在1%-5%。

表4: 重点公司净利润人民币汇率影响占比情况

股票代码	股票名称	汇率影响 (亿元)	2018 年归母净利润 (亿元)	当期净利润影响占比
000488.SZ	晨鸣纸业	-1.05	25.10	-4.18%
002078.SZ	太阳纸业	-0.80	22.38	-3.58%
600567.SH	山鹰纸业	-0.82	32.04	-2.56%
02689.HK	玖龙纸业	-1.30	78.48	-1.65%
600308.SH	华泰股份	-0.58	7.19	-8.01%

资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

说明: 假设 1: 2017 年木浆进口平均价格 4300 元/吨

假设 2: 2017 年废纸进口平均价格 250 美元/吨

假设 3: 2018 年废纸进口平均价格 200 美元/吨

假设 4: 包装纸原料系数为 1.1, 文化纸原料木浆系数 0.7

假设 5: 假设 2019 年人民币汇率年均值为 6.7376

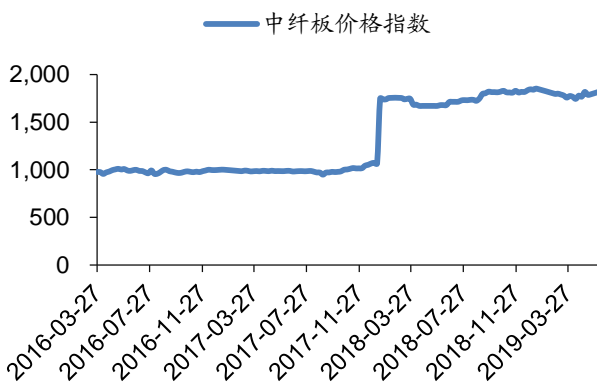
二、行业数据跟踪

本周家居数据主要变化：上游原材料中，板材周度环比有升有降，中纤板、刨花板分别环比上升 1.40%、0.07%；指接板、细木工板分别环比下降 1.09%、0.04%。五金材料价格环比下降 0.12%，五金零部件价格环比下降 0.01%；周度新房成交环比下降 4.3%，其中一线城市环比下降 10.3%，二线城市环比上升 5.3%，三线城市环比下降 13.4%；13 城二手房成交量环比下降 10.0%，其中一线城市环比下降 5.7%，二三线城市环比下降 11.7%。

2.1 家居板块：板材价格有升有降，周度商品房销售下降

2.1.1 上游原材料价格跟踪

图24：中纤板价格指数



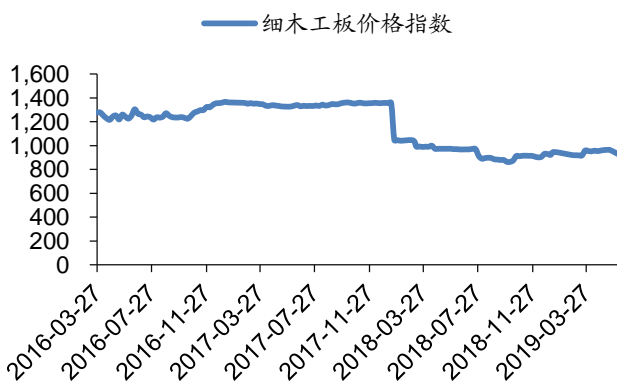
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图25：刨花板价格指数



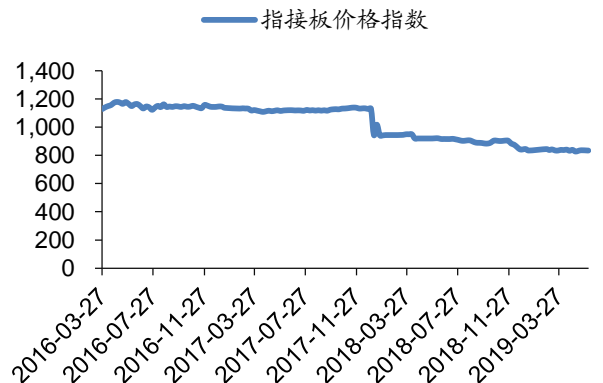
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图26：细木工板价格指数



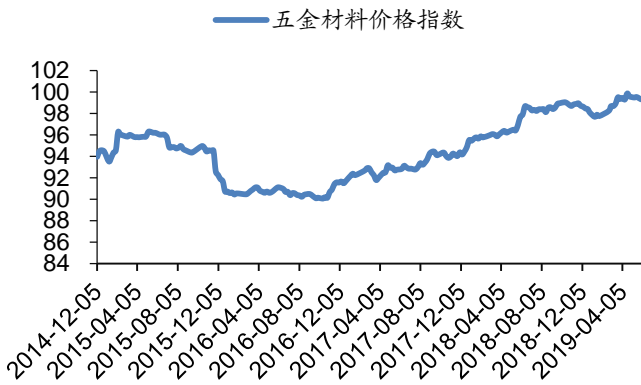
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图27：指接板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图28: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

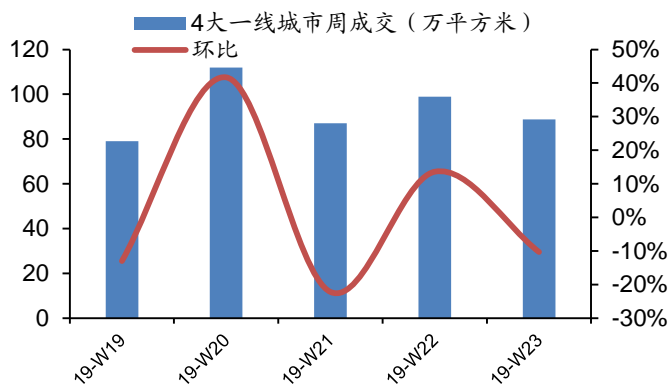
图29: 五金零部件价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

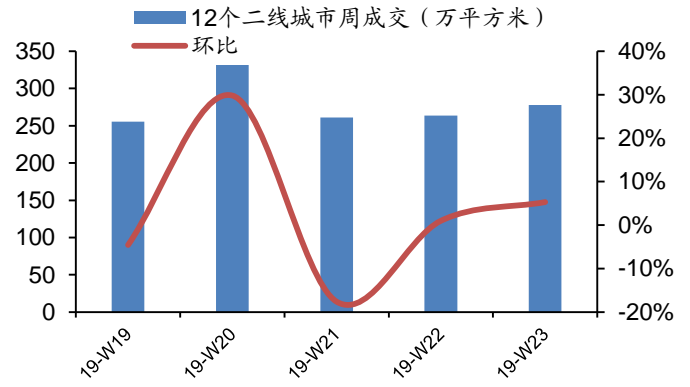
2.1.2 下游需求跟踪:周度新房、二手房

图30: 4大一线城市新房周成交



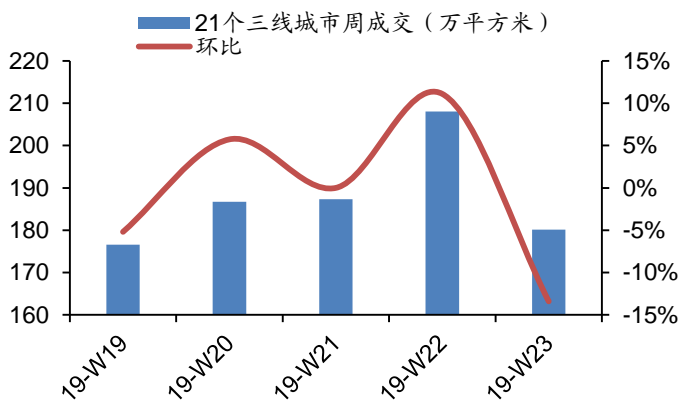
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 12个二线城市新房周成交



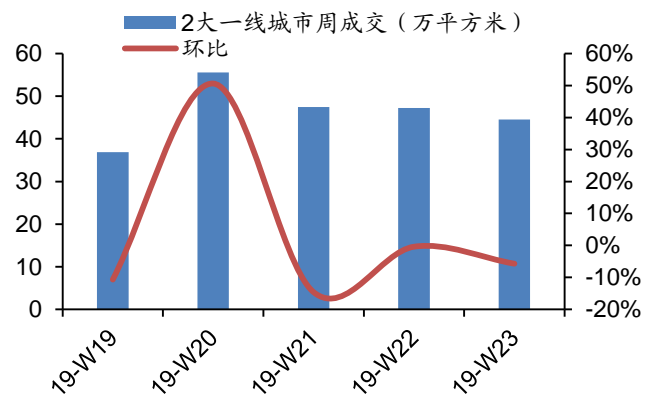
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图32: 21个三线城市新房周成交



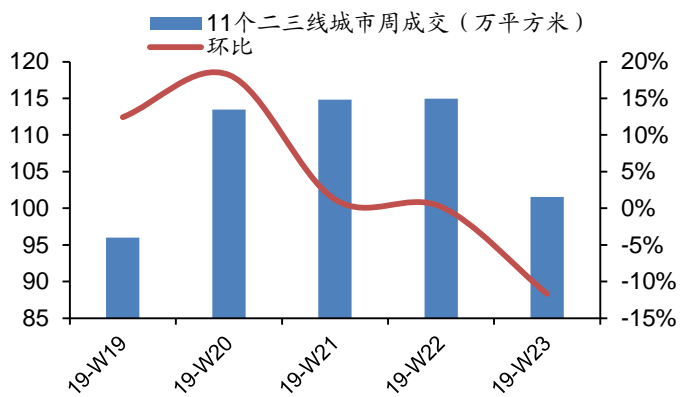
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 2大一线城市二手房周成交



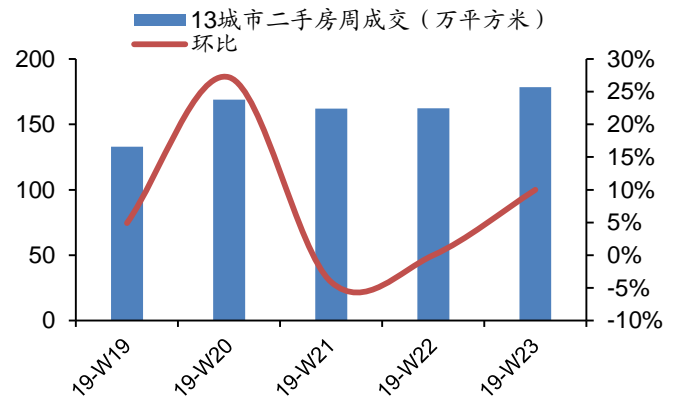
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图34: 11个二三线城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

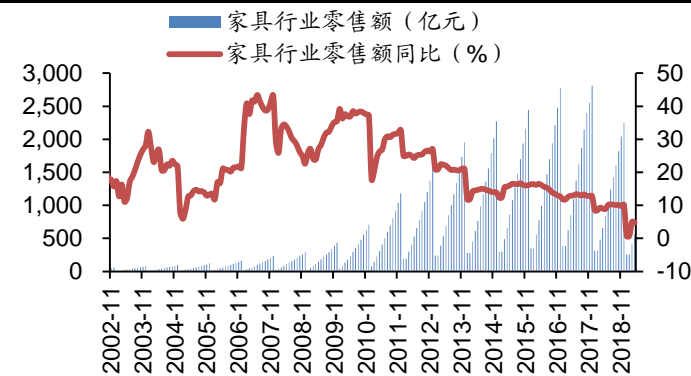
图35: 13城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

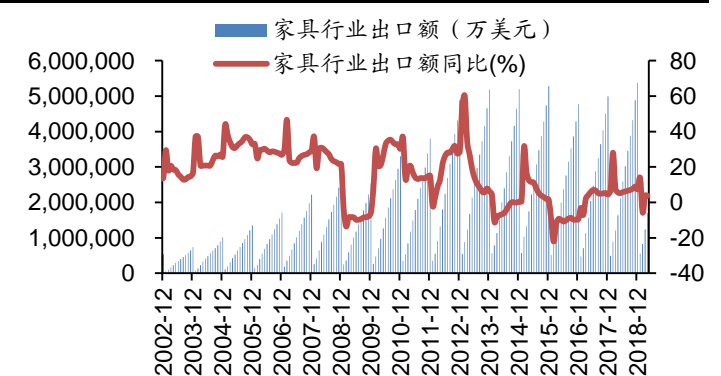
2.1.3家具月度数据

图36: 家具行业零售额及同比



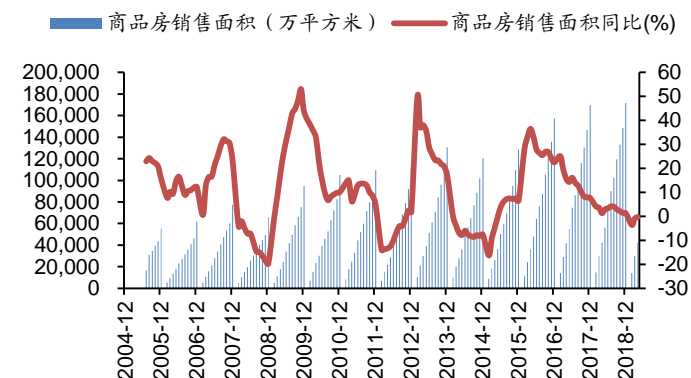
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 家具行业出口额及同比



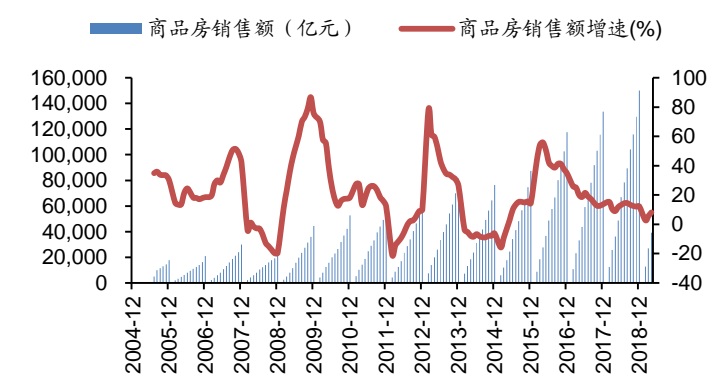
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图38: 商品房销售面积及同比



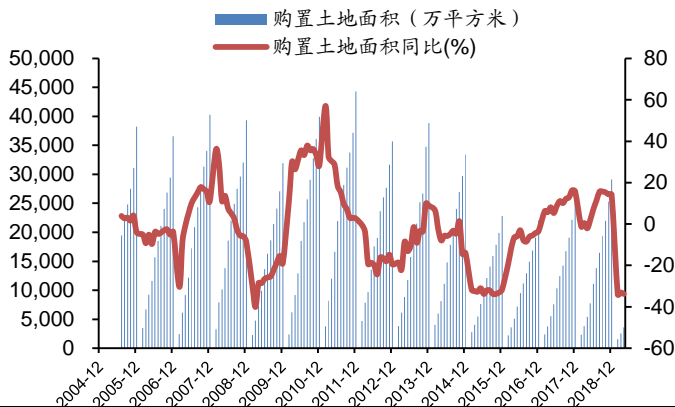
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图39: 商品房销售额及增速



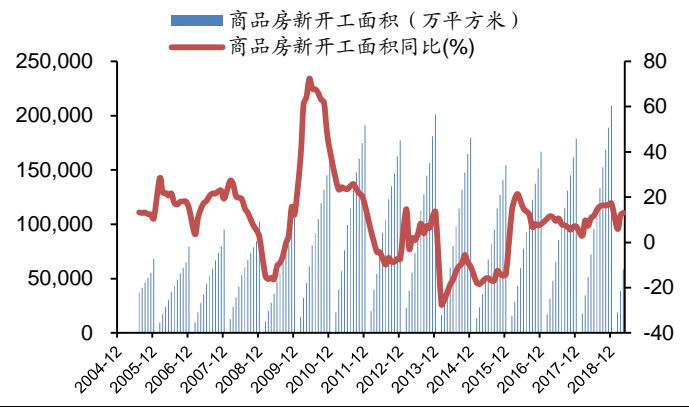
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图40: 购置土地面积及同比



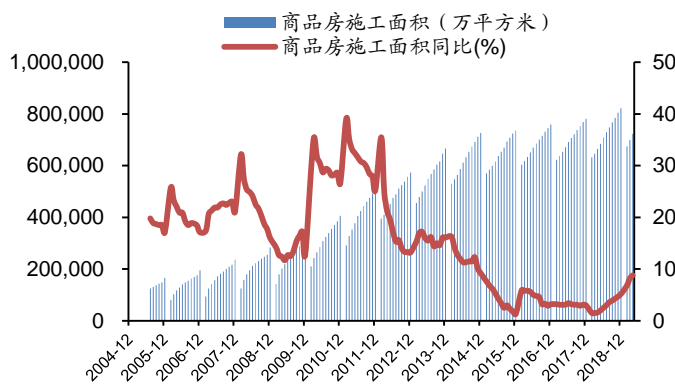
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 商品房新开工面积及同比



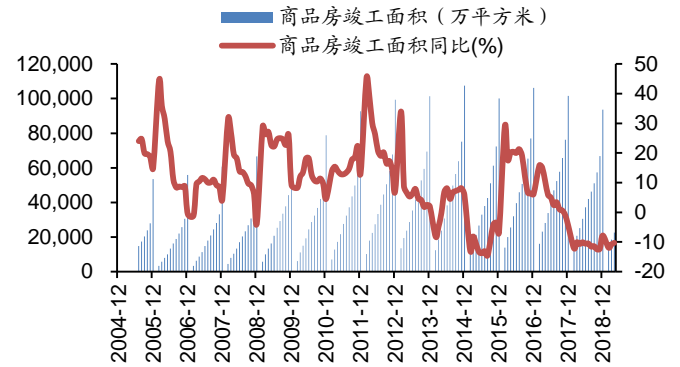
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图42: 商品房施工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

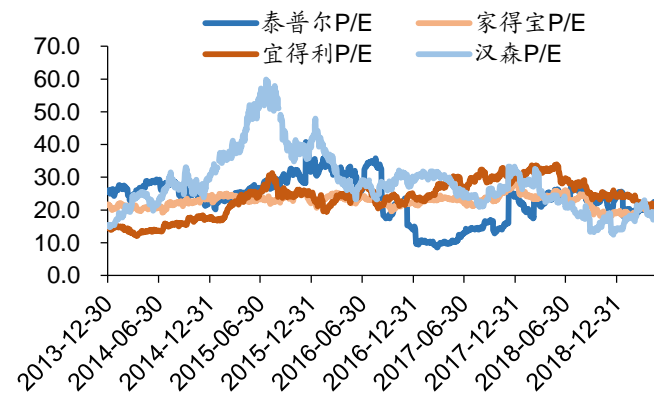
图43: 商品房竣工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

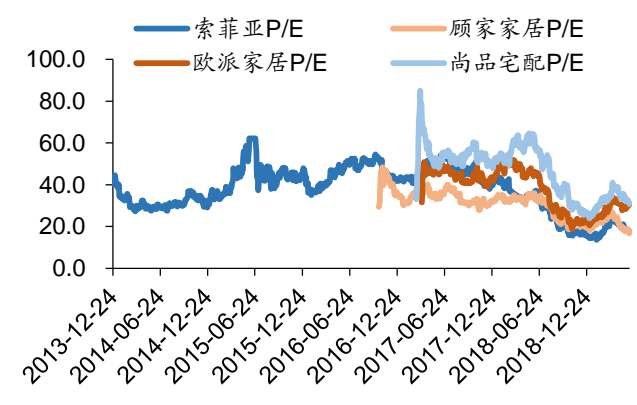
2.1.4海内外家具公司估值对比

图44: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



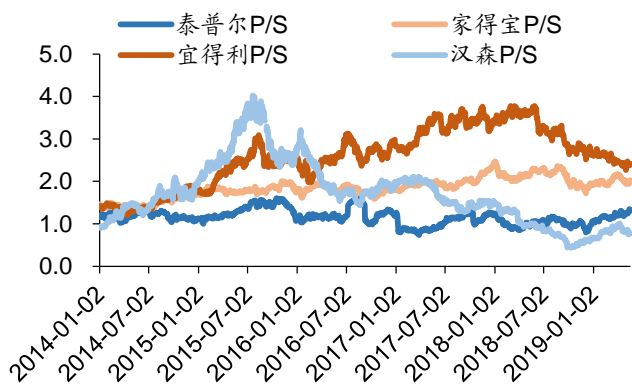
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图45: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



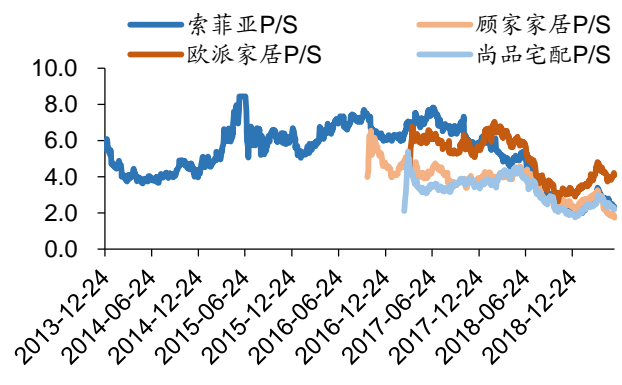
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图46: 国外家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图47: 国内家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.2 造纸板块: 文化用纸市场行情盘整为主, 箱板瓦楞纸价格下跌

总体情况: 本周(6月1日至6月7日)木浆系纸种价格相对平稳, 废纸系纸种价格均有所回落。木浆系纸种方面, 文化印刷纸市场行情盘整为主, 纸厂订单情况一般, 经销商销售平淡, 普遍对后市信心不足, 大多维持中低库存; 白卡纸市场行情暂无明显变动, 6月1日起部分规模纸厂预计上调接单价200元/吨, 因需求端动力不足, 涨价幅度有限, 市场交投多为刚需采购。废纸系纸种方面, 本周瓦楞及箱板纸市场呈现稳中局部小幅震荡走势, 规模纸企报盘平稳, 广东地区部分中小纸企上调瓦楞纸价格50-100元/吨, 其余地区多数报价维稳, 个别实单成交略有松动, 由于近期市场行情持续表现不佳, 行业开工下滑较为明显, 包括东莞玖龙、太仓玖龙及浙江山鹰等纸企均有进行停机检修; 白板纸市场行情平稳为主, 仅浙江、江西地区部分纸厂价格小幅下滑50元/吨, 上周五玖龙纸业部分工厂发布6月份停机计划, 东莞玖龙纸业4#机器在6月4-6日停机2天, 市场观望情绪较浓。生活用纸市场延续下行趋势, 受周内漂针浆价格持续下跌, 进口木浆现货市场下调影响, 木浆生活用纸市场纷纷报跌, 竹浆、甘蔗浆纸企小幅跟跌, 进口木浆现货市场价格不稳, 利好支撑有限。

原材料方面, 本周国废黄板纸价格止跌企稳, 国废书本纸价格整体稳定, 国废报纸价格维持稳定运行。进口木浆外盘承压, 叠加中美贸易争端影响行业预期, 纸浆内盘价格持续下挫, 周内累计下跌50-300元/吨。下游需求方面, 纸厂原纸出货情况一般, 原料消耗速度放缓。根据卓创资讯对六大主要纸浆贸易地区近31个中大型贸易商调研显示, 本周54.84%的业者认为后市或维持现状, 45.16%业者预期后市下行压力较大。

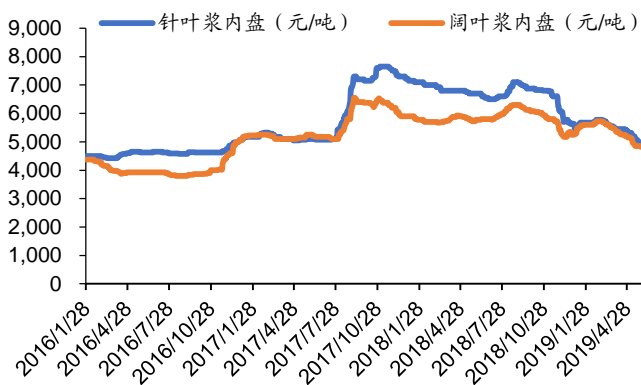
2.2.1 上游价格跟踪

图48: 国废价格周内止跌企稳



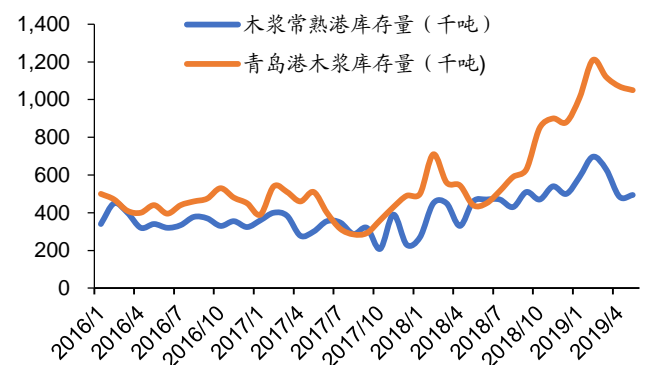
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图49: 木浆国内现货市场价格承压下跌



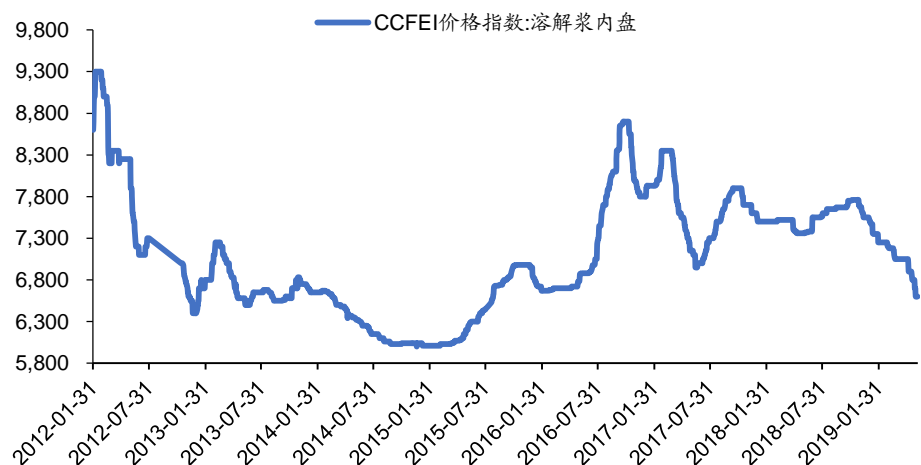
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图50: 5月末木浆港口库存量维持高位



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

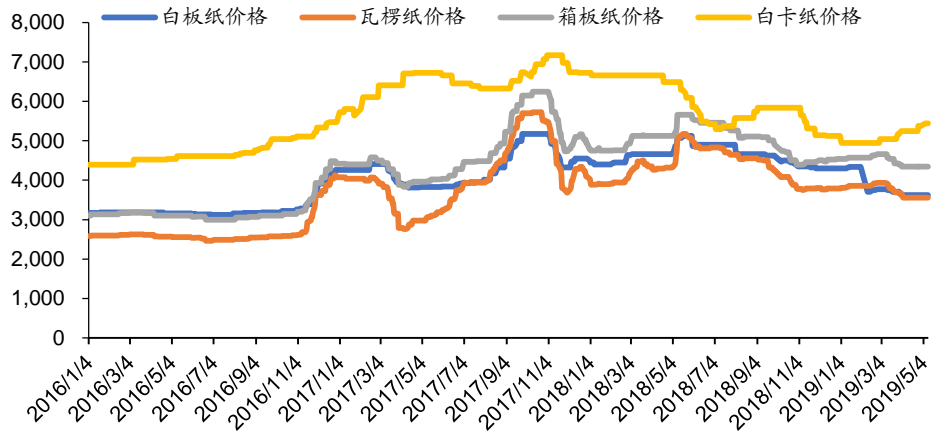
图51: 溶解浆价格回落至2016年以来低位



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

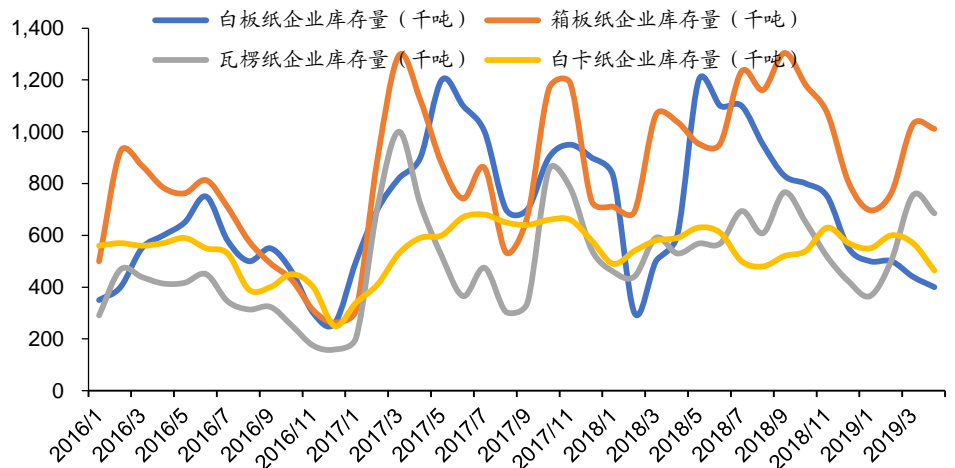
2.2.2 主要纸品价格跟踪

图52: 包装纸种白板白卡价格平稳, 箱板瓦楞纸价格下跌 (元/吨)



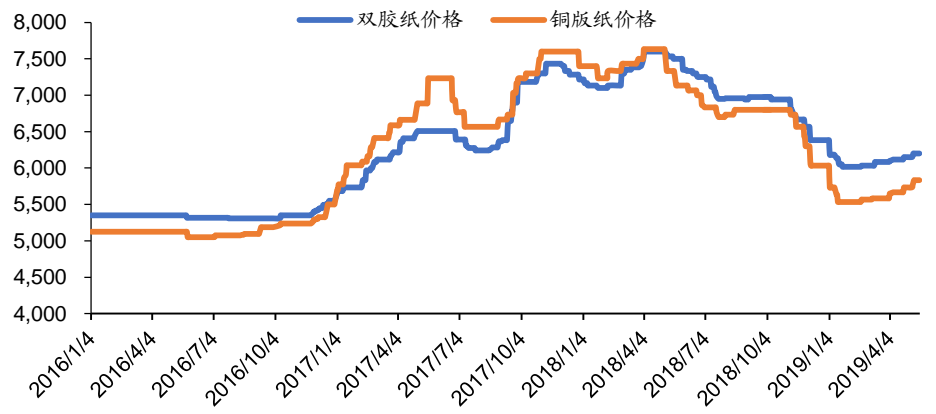
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图53: 本周箱板瓦楞纸库存量整体维持小幅增加趋势



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图54: 双胶纸和铜版纸价格维持稳定 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图55: 生活用纸市场价格延续下行



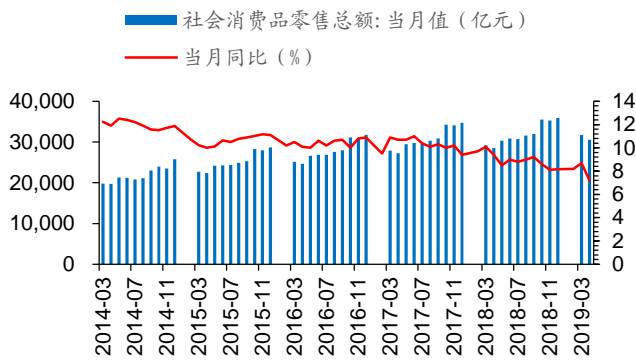
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

2.3 包装文娱板块: 下游消费增速有所放缓

社会零售总额同比增长有所放缓, 烟草复苏趋势企稳, 白酒、啤酒、软饮料 4 月产量同比及环比均明显下跌, 家用电器产量增速维持稳定, 文具办公用品零售额有所回升。2019 年 4 月份社会零售总额当月值为 30586.10 亿元, 同比增长 7.2%; 2019 年 4 月烟草产量 1784.2 亿支, 当月同比增长 2.3%, 累计同比增长 6.6%; 2019 年 4 月文具办公用品零售额 241.90 亿元, 同比增长 3.6%。2019 年 1-4 月, 白酒产量为 268.00 万千升, 同比增长 1.10%; 啤酒累计产量为 1128.80 万千升, 同比增长 0.80%; 软饮料累计产量为 4855.40 万千升, 同比增长 3.90%; 2019 年 1-4 月, 空调产量为 75.47 百万台, 同比增长 12.50%; 家用冰箱累计产量为 26.15 百万台, 同比增长 4.10%。根据 6 月 6 日数据, 本周包装原材料均出现不同程度下跌, 塑料包装原材料 LLDPE 出厂价同比下跌 19.59%, HDPE 出厂价同比下跌 24.36%, 金属包装原材料方面, 不同规格镀锡板卷价格周环比下降约 1.5%, 全国主要城市玻璃包装价格周环比下降 0.19%。

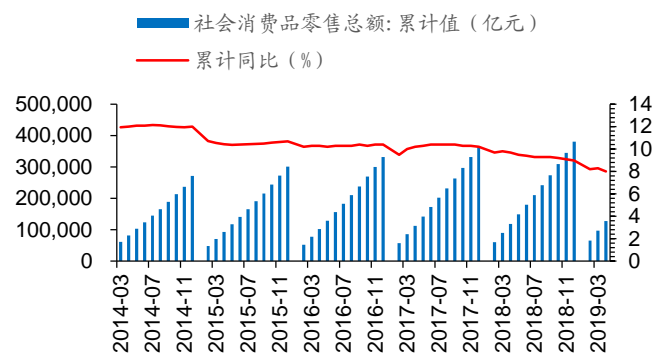
2.3.1 下游需求跟踪

图56: 社会零售总额: 当月值



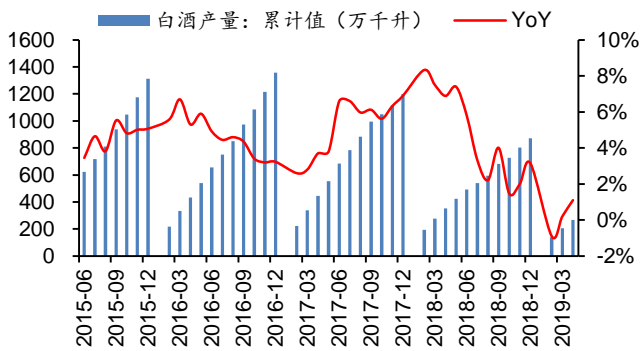
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图57: 社会零售总额: 累计值



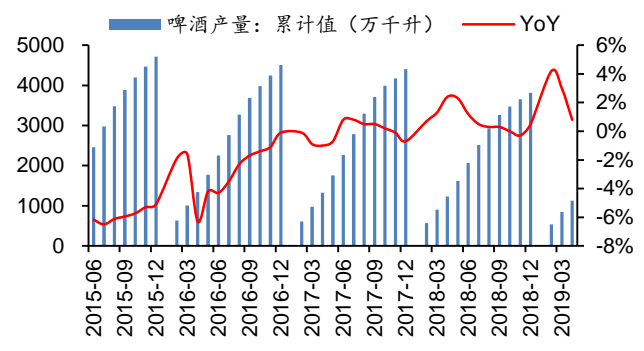
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图58: 白酒产量



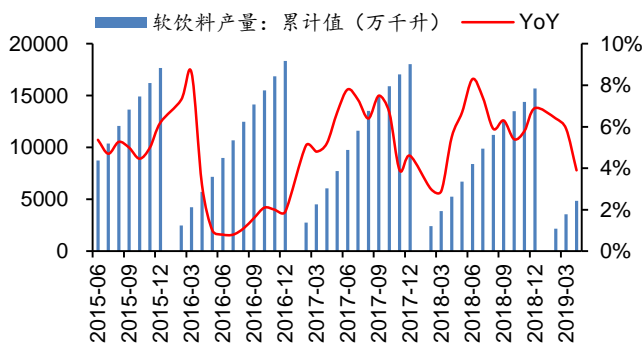
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图59: 啤酒产量



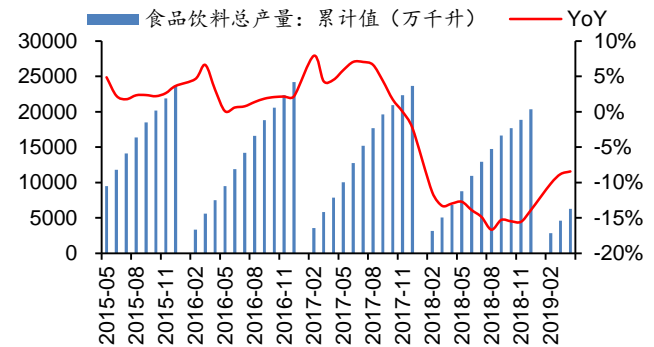
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图60: 软饮料产量



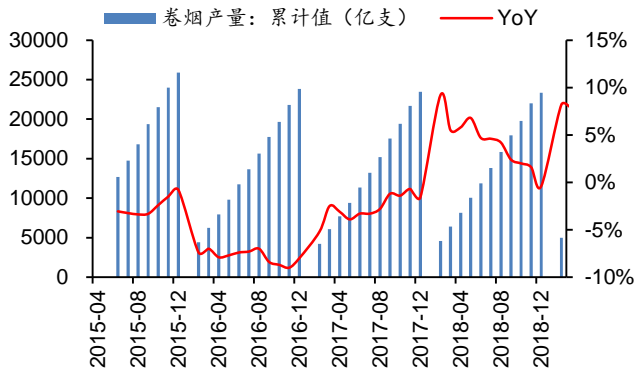
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图61: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)



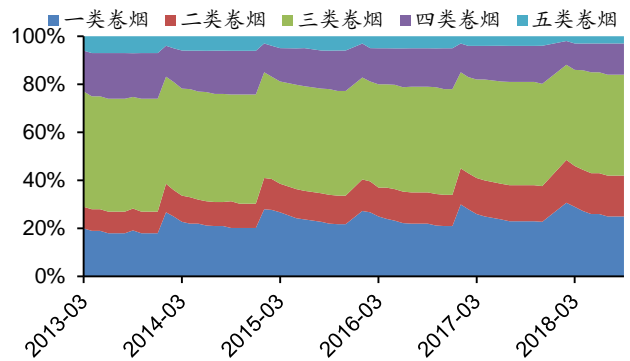
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图62: 烟草产量



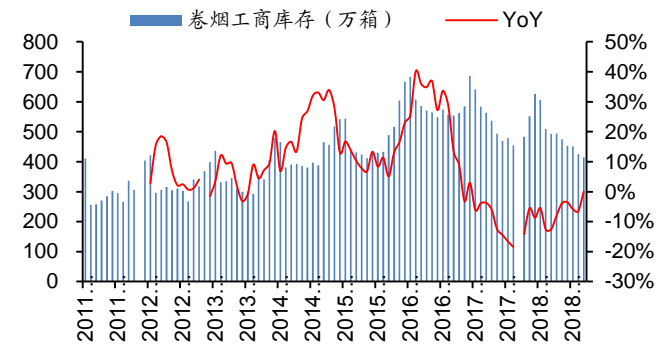
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图63: 烟草销量结构占比



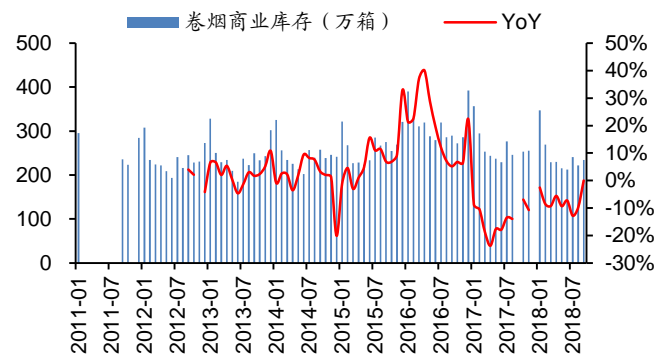
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图64: 卷烟工商库存



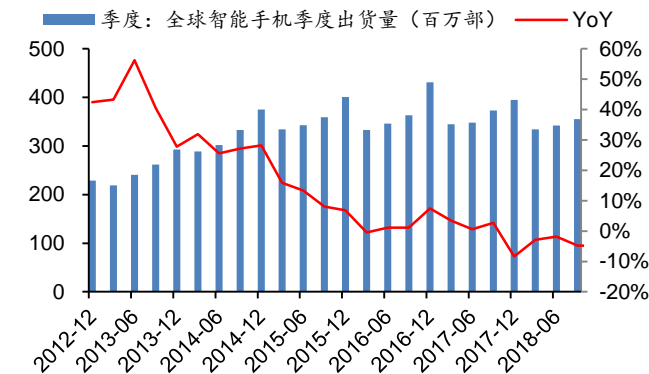
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图65: 卷烟商业库存



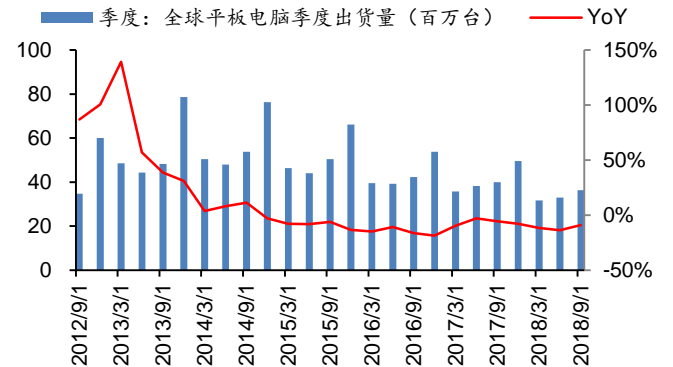
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图66: 消费电子—智能手机



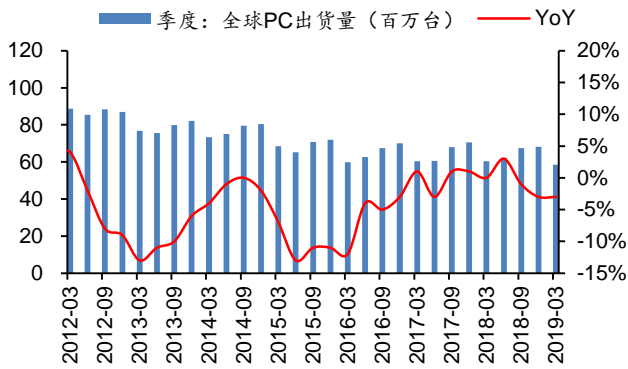
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图67: 消费电子—平板电脑



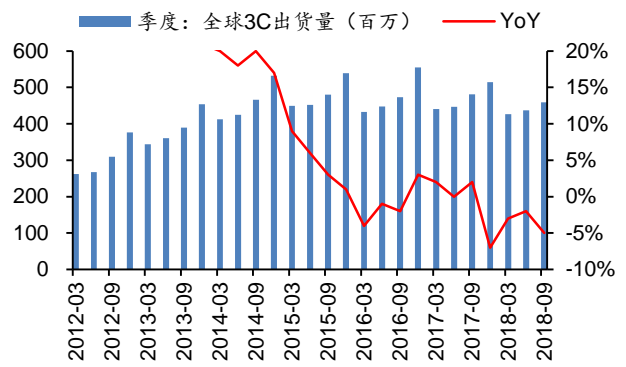
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图68: 消费电子—PC



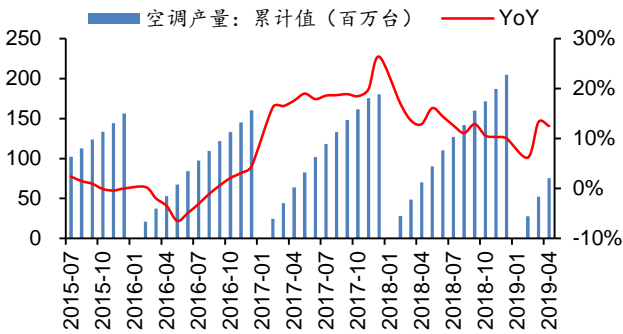
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图69: 消费电子总出货量—3C



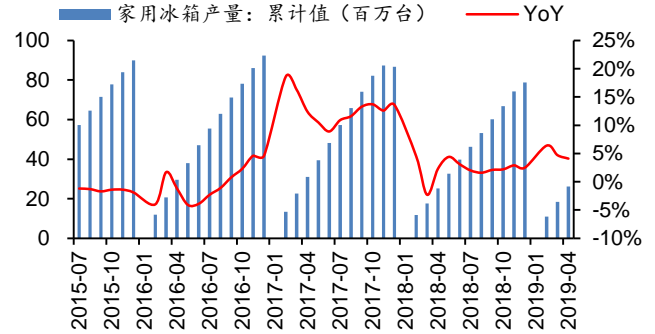
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图70: 家电—空调产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

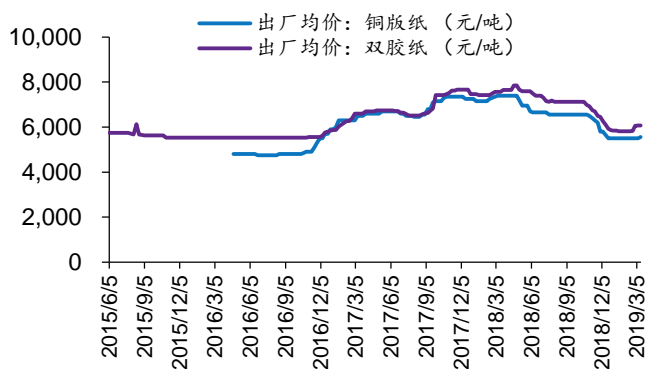
图71: 家电—家用冰箱产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

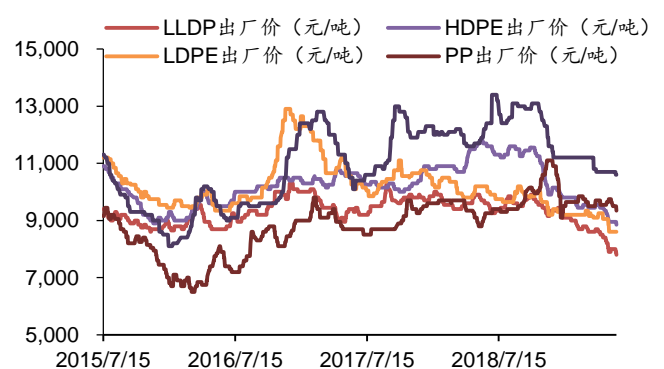
2.3.2 上游原材料价格跟踪

图72: 包装原材料价格——纸类（元/吨）



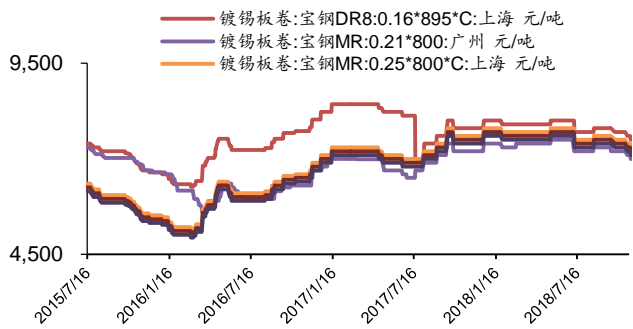
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图73: 包装原材料价格——塑料（元/吨）



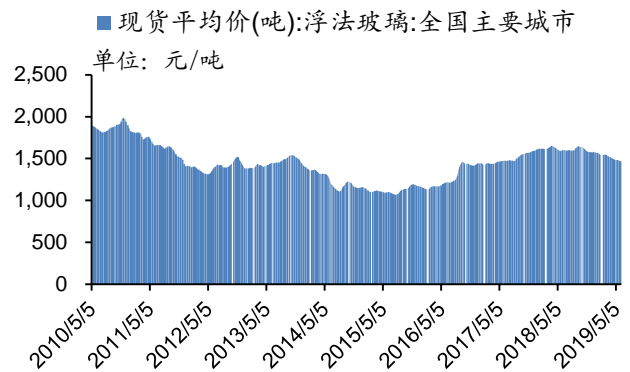
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图74: 包装原材料价格——金属 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

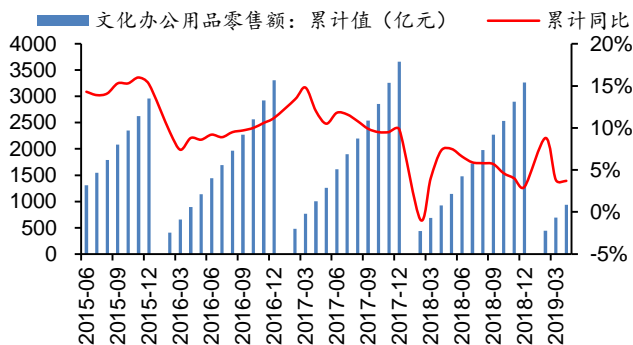
图75: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

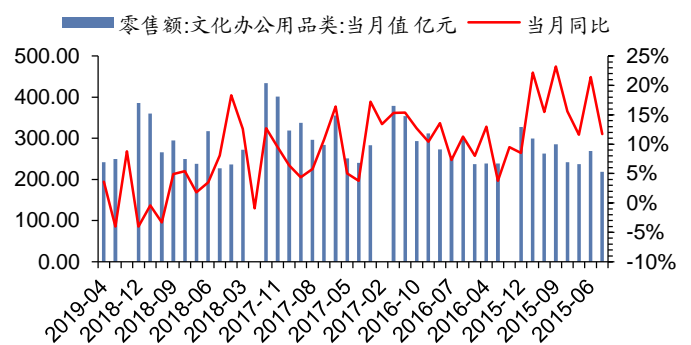
2.3.3 文娱板块

图76: 文具办公用品零售额累计值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图77: 文具办公用品零售额单月值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

三、风险提示

数据跟踪: 相关渠道披露的数据存在滞后性。

家居板块: 房地产行业政策调控力度加大; 重点城市供给改善不及预期; 三四线成交热度快速下行; 库存累积快于预期; 房企融资持续收紧; 地产历史经验与实际情况出现背离; 家具行业竞争压力加大; 多元渠道拓展低于预期; 公司投资并购事项受阻; 收购承诺利润可能不达预期; 原材料价格上涨影响盈利水平; 产能投放不及预期; 同业竞争风险加剧。

造纸板块: 经济波动影响导致下游需求增速不及预期, 社会库存增加。造纸行业供给端新增产能超预期释放, 中小产能淘汰过程受到经济增速下行影响力度下降, 小产能复产导致供需面恶化, 产能出清受阻。原材料木浆及废纸价格持续高位导致行业盈利能力回落。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降, 国废供需失衡。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。

包装及文娱：文具行业格局变化，市场竞争加剧；原材料价格上涨影响产品毛利率；行业头部企业布局的精品文创业务、办公物资业务拓展不达预期。包装行业落后产能淘汰速度不及预期；原材料价格持续维持高位，或反弹上涨，导致包装企业净利润水平再次被压缩；烟包装、酒包装、食品饮料包装、医药包装、化妆品奢侈品包装等领域，客户依赖过往的供应体系，导致行业头部企业多元化拓展不及预期。

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。