

造纸：短期关注旺季行情，长期看好供需优化，龙头确定性受益

► **文化纸终端纸价四季度看涨，行业存在阶段性盈利机会。** 各大纸厂存在价格默契，年初以来频发提价函，铜版纸累计上涨 300-400 元/吨，双胶纸累计上涨 200-300 元/吨，预计后续仍会有提价函发布落地。产量上看，1 至 8 月份铜版纸、双胶纸累计产量分别同比下降 7%/5%，目前各大纸厂开工负荷率已处高位，如太阳纸业、某头部纸业等，自今年二季度起双胶纸开工率均是满产。同时原材料价格较高位下降大约 200-300 美元/吨，9 月份青岛港库存量同比增加 81%，全球纸浆库存周转天数约 50 天，处于历史高位，我们预计纸浆库存未来不会有大幅波动，原材料价格四季度继续底部徘徊。文化纸吨盈得到修复，行业存在阶段性盈利机会。

► **中长期看，行业供需优化。** 各大纸厂对文化纸产能投放比较谨慎，未来两年内，仅太阳纸业于 2021 年投放 45 万吨产能，文化纸总产能约 1700 万吨。而在需求端，我们预计教材、教辅、党建图书等需求增长将导致未来文化纸整体需求保持 2~4% 左右增速。文化纸供需关系得到优化，纸厂盈利能力有望向好。

► **行业竞争格局利好龙头企业。** 2014 年以来造纸行业在环保监管严控政策下，落后产能相继退出，纸厂数由 2962 家减少至 2018 年 2657 家，市场集中度由 2014 年 36% 提升至 2017 年 40%。我们预计未来行业仍处环保严控之下，中小企业难以进入，落后产能持续淘汰，同时大纸厂与大出版社强强联合，小纸厂生存空间进一步压缩。文化纸市场集中度将继续提升，竞争格局利好龙头企业。

► **投资建议：**文化纸行业进入旺季后，市场供需格局良好，在纸价后市看涨的情况下，行业存在阶段性盈利机会，首次覆盖给予“推荐”评级。个股方面重点推荐太阳纸业(002078.SZ)，行业龙头强者恒强，目标价 9.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。文化纸行情走高，受益标的岳阳林纸(600963.SH)、华泰股份(600308.SH)。

风险提示：产能投放过多，需求增长不及预期，提价函落地效果不佳。

盈利预测与估值

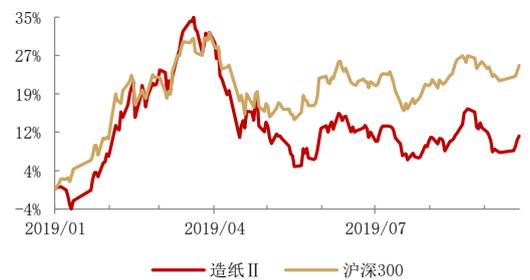
重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002078.SZ	太阳纸业	7.82	买入	0.86	0.82	0.94	1.02	9.06	9.57	8.36	7.70

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



首席分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：17701086910

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：13651997419

正文目录

1. 快速读懂文化纸行业	5
1.1. 文化纸产业链及产品介绍	5
1.2. 存量时代，文化纸结构出现分化	6
2. 文化纸：集中度提升，短期供需调整，长期竞争格局看好.....	8
2.1. 复盘行业发展，集中度逐步提升	8
2.2. 四季度展望：后市看涨，存在阶段性盈利机会	13
2.3. 中长期展望：供需关系良好，龙头企业竞争受益	18
3. 投资建议：龙头确定性受益，强者恒强	21
3.1. 太阳纸业：Q2 季度盈利明显改善，后市重点关注	21
3.2. 岳阳林纸：国资背景助力业务腾飞	25
3.3. 华泰股份：成本减压，盈利修复	26
4. 风险提示	28

图表目录

图 1	文化纸产业链	5
图 2	造纸行业供需趋于均衡	6
图 3	2018 年纸制品进口量同比上升 34%	6
图 4	我国人均用纸量仍较低	7
图 5	文化纸产量占比约四分之一	7
图 6	18 年新闻纸产量消费量大幅下滑	7
图 7	非涂布印刷纸产消趋于均衡	7
图 8	2018 年铜版纸产量同比下降 3%	8
图 9	2010 至 2018 双胶纸表观消费量复合增长率 4%	8
图 10	2018 年铜版纸出口量同比下降 14%	8
图 11	2017 至 2018 双胶纸进口量年均增速约 44%	8
图 12	2014 年至今行业已减少 305 家企业	9
图 13	2017 年 CR10 约 40%	9
图 14	年初文化纸价格上涨	12
图 15	年初以来双铜纸差价回调	12
图 16	年初以来双胶纸差价回调	13
图 17	铜版纸 CR4 约为 87%	14
图 18	双胶纸 CR4 约为 65%	14
图 19	文化纸库存仍处低位	15
图 20	港口木浆库存位于高位	16
图 21	全球来看库存周转速度放缓	16
图 22	纸浆期货价底部徘徊	16
图 23	木浆现货价继续走弱 (单位: 美元/吨)	16
图 24	库存期货纸浆大幅攀升	17
图 25	纸浆可用库容量 9 月中下旬企稳	17
图 26	铜版纸下游需求主要来自期刊	18
图 27	双胶纸下游需求主要来自图书	18
图 28	新东方在线学生总人次持续增加	19
图 29	课外培训市场不断扩大	19
图 30	在学人数持续增加	19
图 31	纸质书回暖人均购书突破 5.5 册	19
图 32	高中统编三科教材	20
图 33	党政类图书销量走俏	20
图 34	太阳纸业营收增速放缓	21
图 35	太阳纸业归母净利润出现下滑	21
图 36	费用率略微上升	22
图 37	毛利率变动情况	22
图 38	太阳纸业营收结构	22
图 39	文化纸利润贡献显著	22
图 40	岳阳林纸营收受价格影响出现下滑	25
图 41	岳阳林纸归母净利润上半年承压	25
图 42	费用率企稳	25
图 43	成本端承压利润率下滑	25
图 42	费用率企稳	26
图 45	营收出现下滑	27
图 46	归母净利润承压出现下滑	27
图 47	费用率有所下降	27
图 48	成本端承压利润率小幅下滑	27
图 49	华泰股份文化纸占比约 58%	27

表格目录

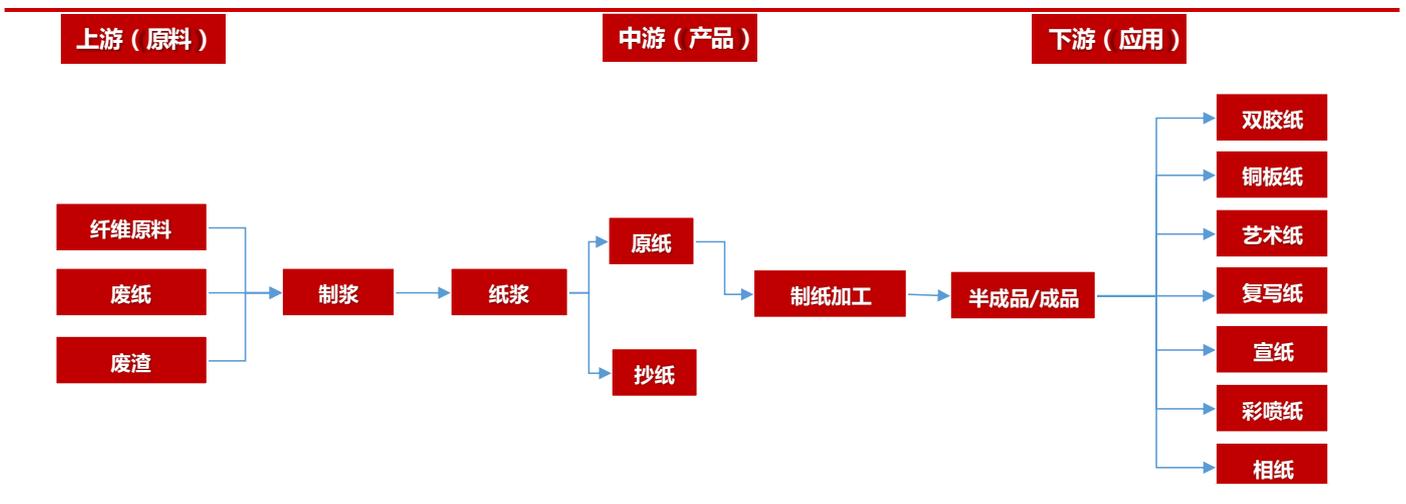
表 1 文化纸产品矩阵	6
表 2 2012 年前纸企大量上市	9
表 3 监管政策密集发布	10
表 4 产业链延伸	11
表 5 上半年提价函发布情况	12
表 6 文化纸需求用途	14
表 7 下半年提价函持续发布	15
表 8 大厂既有产能和未来投产统计	18
表 9 太阳纸业各纸种预计未来三年产能（单位：万吨）	23
表 10 太阳纸业财务指标预测	23
表 11 太阳纸业主要业务收入拆分	24
表 12 太阳纸业财务指标预测	24
表 13 国资背景股东合计持股约 44%	26

1. 快速读懂文化纸行业

1.1. 文化纸产业链及产品介绍

造纸行业为我国重要的中游产业，上游连接林业和纸浆业，下游对接包装印刷等产业，目前主要有文化用纸、包装用纸、生活用纸、特种纸四大类。文化纸作为造纸业子版块，近年来受到广泛关注。文化纸的产业链比较简单，上游主要为纤维原料（木材和非木材）、废纸和废渣等原料，通过制浆产生纸浆（木浆、非木浆和废纸浆），纸浆经过造纸机处理，初步成品后再经除渣、干燥、施胶等流程，形成不同用途的纸张并入库。

图 1 文化纸产业链



资料来源：公开资料，华西证券研究所

文化纸主要分为新闻纸、非涂布文化纸和涂布文化纸三大类，其中非涂布文化纸包括双胶纸、书写纸、轻型纸、高度研光纸（SC 纸）、静电复印纸和打印纸等。涂布文化纸包括低轻量涂布纸和铜版纸等，铜版纸消费量占涂布文化纸约在 90%。铜版纸常见品类有单面或双面涂布铜版纸、布纹铜版纸、镜面铜版纸、轻质铜版纸等等。

表 1 文化纸产品矩阵

纸种	定量/g.m ²	用途	性能
新闻纸	45~48	报纸、期刊等正文用纸	纸质松轻、弹性、吸墨性、不透明性等
双胶纸	60~180	彩色画报、图片、插图、商标、宣传画和封面等	表面强度、尺寸稳定性、吸墨性、耐折度、尘埃以及色差等
书写纸	55~80	练习本、日记本、表格和账簿等	平滑度、耐折度、白度、色差、两面性、尘埃及施胶度等
轻型纸	50~120	图书、期刊、画册、课本等	松厚度、不透明度、表面强度等
静电复印纸	70~80	复印件复印、计算机打印、传真等	挺度、带静电情况、平整性、表面强度、尘埃等
高度研光纸	39~80	杂志、广告、商品目录、报纸彩色插页等	表面强度、光泽度、尺寸稳定性、干燥热阻性、油墨吸收性等
低定量涂布纸	45~80	期刊、广告、商品目录等	印刷光泽度、吸墨性、表面强度、粗糙度、厚度均一性等
铜版纸	80~250	挂历、张贴画、插图、美术图书、画册等	纸面平整性、光泽度、表面强度、油墨吸收性、白度等

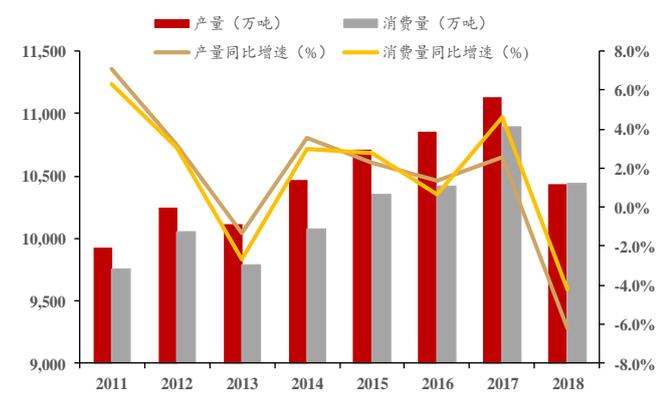
资料来源：中国产业信息网、华西证券研究所

1.2. 存量时代，文化纸结构出现分化

行业产消趋于弱均衡。2018 年造纸行业产量 10435 万吨，同比下降 6.2%，消费量 10439 万吨，同比下降 4.2%，供需趋于弱均衡。出口量 618 万吨，同比下降 11.6%，进口量 622 万吨，同比增加 33.5%，进出口逆差缩小。

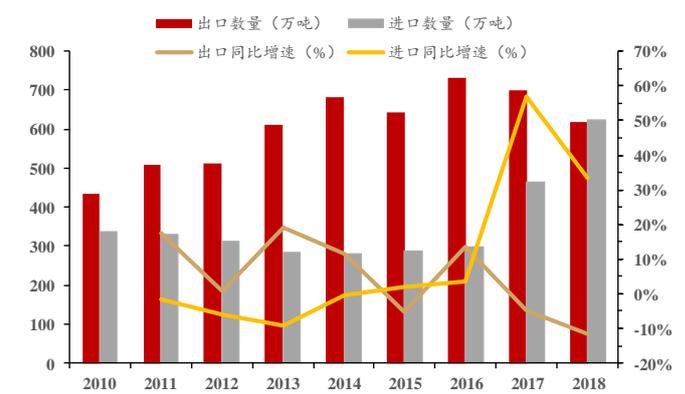
人均耗纸量仍较低。从需求端来看，2017 年全球人均耗纸量 54.7kg/年，欧洲和北美国家是消费的主力军。西欧人均消费量 178.7kg/年，北美为 229kg/年。与发达国家相比，我国 17 年人均用纸量 75kg/年，大幅低于发达国家人均用纸量，中国的人均耗纸量仍有很大提升空间。随着我国经济的发展，人均用纸量会向发达国家水平看准，行业仍有上升空间。

图 2 造纸行业供需趋于均衡



资料来源：造纸业协会，华西证券研究所

图 3 2018 年纸制品进口量同比上升 34%



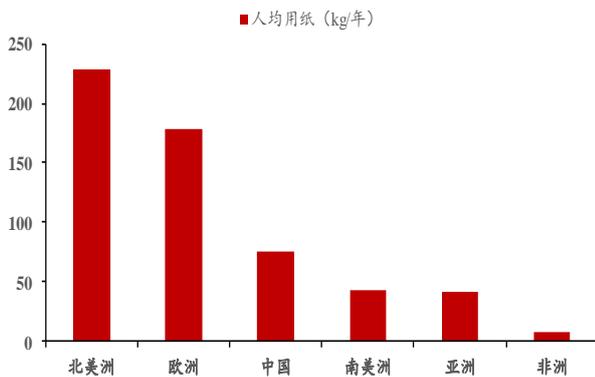
资料来源：造纸业协会，华西证券研究所

文化纸行业占比较高，不同纸种产消结构出现分化。从纸种来看，铜版纸产量从2008年460万吨增加至2018年655万吨，年均复合增长率4.5%，同期表观消费量从460万吨增加至499万吨，年均复合增长率1.0%；非涂布印刷纸产量从2010年1620万吨增长至2018年1750万吨，年均复合增长率为1.0%，而双胶纸产量从2010年648万吨增加至2018年861万吨，年均复合增长率达3.6%，同期表观消费量从613万吨增加至848万吨，年均复合增长率达4.1%。双胶纸表观消费量增速高于同期铜版纸。

就2018年而言，文化纸总体产量2645万吨，同比下降5.2%，产量占比25.3%；消费量2592万吨，同比下降2.0%，消费量占比24.8%。其中新闻纸产量190万吨，同比下滑19.2%，消费量237万吨，同比下滑11.2%，铜版纸产量同比下滑3%，表观消费量同比上升1.2%；双胶纸产量同比下滑1.4%，表观消费量同比上升2.6%，新闻纸的大幅下滑拖累行业产量消费量双双下降。

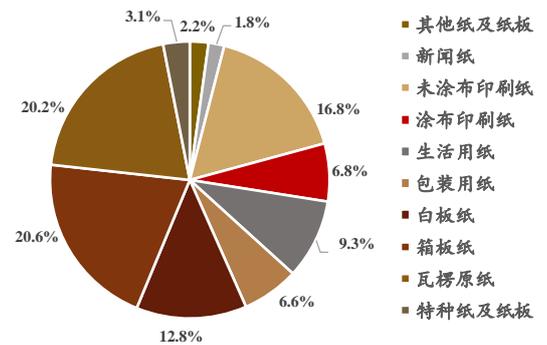
从外贸量来看，铜版纸出口量18年同比下降14%，年初印度否定反倾销对出口有一定利好，双胶纸进口量近两年来则以年均44%复合增长率高速增长。在数量级上，当前外贸进出口对国内市场影响较小。

图4 我国人均用纸量仍较低



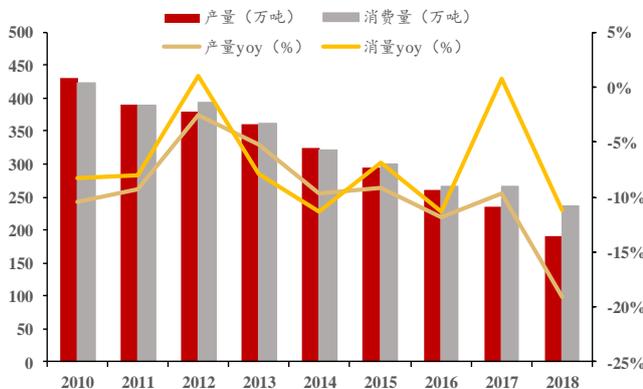
资料来源：智研资讯，华西证券研究所

图5 文化纸产量占比约四分之一



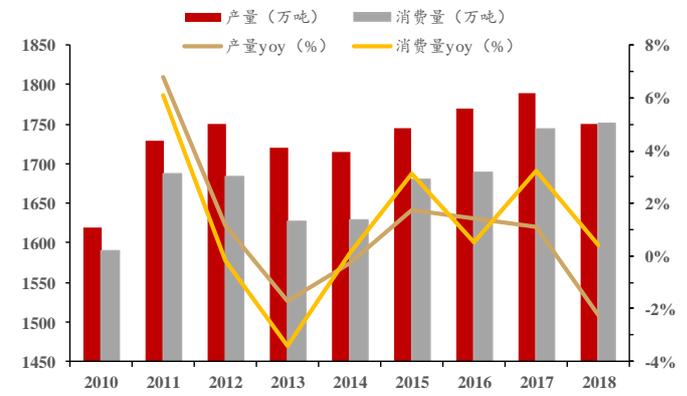
资料来源：造纸业协会，华西证券研究所

图6 18年新闻纸产量消费量大幅下滑



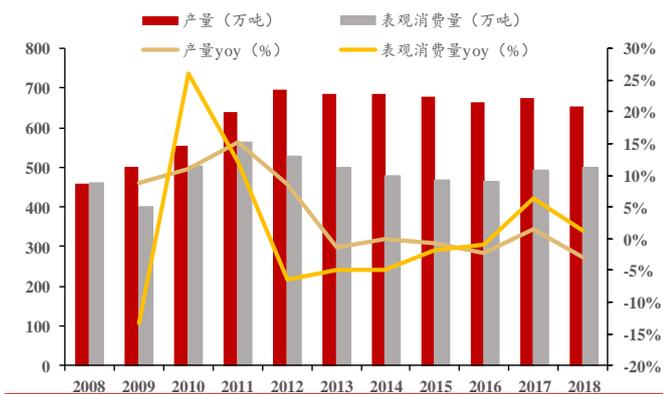
资料来源：造纸业协会，华西证券研究所

图7 非涂布印刷纸产消趋于均衡



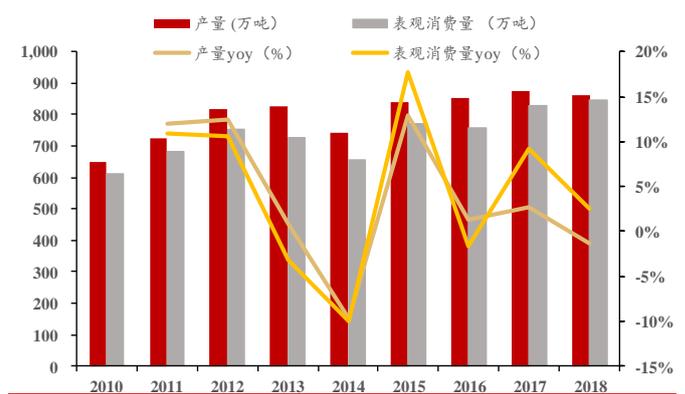
资料来源：造纸业协会，华西证券研究所

图 8 2018 年铜版纸产量同比下降 3%



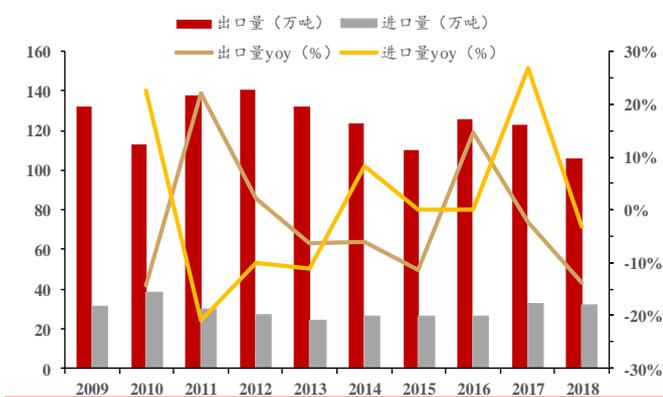
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 9 2010 至 2018 双胶纸表观消费量复合增长率 4%



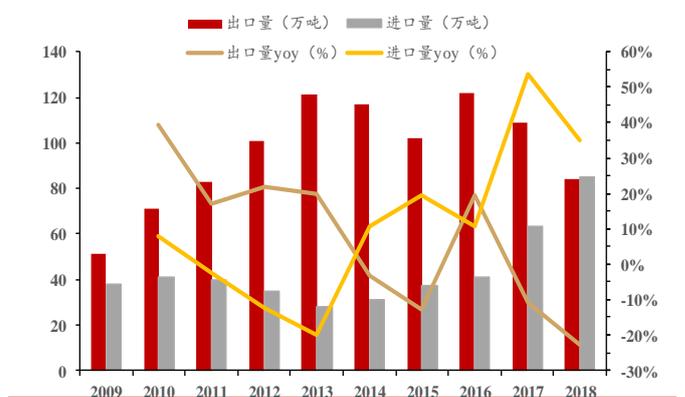
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 10 2018 年铜版纸出口量同比下降 14%



资料来源：造纸业协会，华西证券研究所

图 11 2017 至 2018 双胶纸进口量年均增速约 44%



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

2.文化纸：集中度提升，短期供需调整，长期竞争格局看好

2.1.复盘行业发展，集中度逐步提升

行业发展历程：环保监管加强，集中度逐步提升。造纸行业在需求拉动下 2004 至 2012 年纸产量以年均复合增长率 9.5%高速增长，这一期间，纸企大量上市。2015 年行业开始遭遇环保严监管，大量企业亏损，落后产能退出推动。造纸企业从 2014 年的 2962 家下降至 2018 年的 2657 多家，降幅达 11.5%。受益环保监管，如“水十条”要求 16 年底取缔小型造纸厂，加强违规企业罚款，提高行业标准等重拳出击，迫使一部分中小企业不得不退出，行业集中度不断提升，2017 年 CR10 约 40%，较 2010 年上升 11pct，CR5 约 29%，较 2010 年上升 9pct。2018 年，在市场旺季需求不及预期情况下，纸价持续下跌，纸企营收增速回落，利润承压，行业集中度提升进一步提升。

表 2 2012 年前纸企大量上市

股票代码	公司简称	上市时间	股票代码	公司简称	上市时间	股票代码	公司简称	上市时间
600793.SH	宜宾纸业	1997	600567.SH	山鹰纸业	2001	002511.SZ	中顺洁柔	2010
600103.SH	青山纸业	1997	600433.SH	冠豪高新	2003	002521.SZ	齐峰新材	2010
000815.SZ	美利云	1998	600963.SH	岳阳林纸	2004	603165.SH	荣晟环保	2017
600235.SH	民丰特纸	2000	600966.SH	博汇纸业	2004	603733.SH	仙鹤股份	2018
200986.SZ	粤华包B	2000	002067.SZ	景兴纸业	2006	603863.SH	松炆资源	2019
600308.SH	华泰股份	2000	002078.SZ	太阳纸业	2006			
600356.SH	恒丰纸业	2001	002235.SZ	安妮股份	2008			

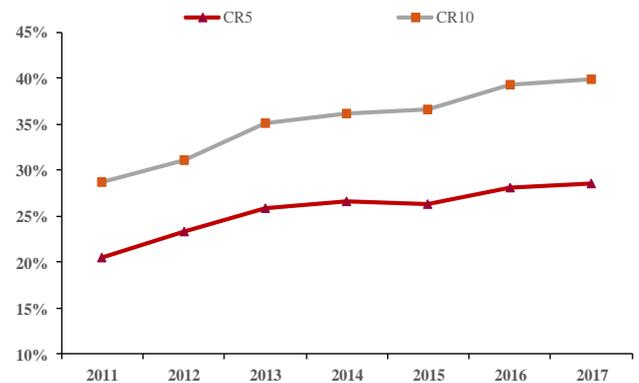
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 2014 年至今行业已减少 305 家企业



资料来源: 造纸业协会, 华西证券研究所

图 13 2017 年 CR10 约 40%



资料来源: 卓创资讯, 华西证券研究所

表 3 监管政策密集发布

时间	部门	事件	内容
2015.1.1	环保部	新《环保法》正式实施	对违法行为实施按日计罚；对超标、超总量行为实施限产、停产整治；对未批先建、无证排污、违法排污等行为责任人处以拘留；构成环境犯罪的追究其刑事责任。
2015.4.16	国务院	《水污染防治行动计划》（水十条）	2016年底前取缔重污染的小型造纸厂等“十小”企业，“十小”即小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目。
2015.5.26	工信部等	《高耗水工艺、技术和装备淘汰目录（第一批）》	涉及三项制浆造纸工艺和设备，2017年底之前全部淘汰。
2016.1.1	人大常委会	新《大气污染防治法》正式实施	具体的处罚行为和种类接近90种，取消原先对造成大气污染事故企事业单位罚款“最高不超过50万元”的封顶限额。
2016.12.13	环保部	《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》	要求到2017年底，钢铁、火电、水泥、煤炭、造纸、印染、污水处理厂、垃圾焚烧厂等8个行业达标计划实施取得明显成效。
2016.12.19	环保部	《水污染防治法修正案》草案提请审议	全面落实水十条制度措施：将把罚金提高到二十万元以上一百万元以下。
2016.12.25	人大常委会	《环境保护税法》审议通过	2018年1月1日起将对税法列明的大气污染物、水污染物、固体废物和工业噪声4大类污染物征税
2017.1.5	环保部	《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可证管理工作的通知》	2017年6月30日前，完成全国火电和造纸行业排污许可证申请与核发，试点北京市、保定市、廊坊市的高铁、水泥高架源排污许可证申请与核发。从2017年起，上述行业应持证排污，建立自行检测、信息公开、记录台账及定期报告制度。
2017.4	环保部	国家环境保护标准“十三五”发展规划	完善造纸等行业水污染物排放标准技术内容；修订污水综合排放标准，完善工业源水污染物控制指标和要求；制修印刷包装等行业大气污染物排放标准。修订一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准，完善防扬散、防流失、防渗漏等控制要求等。
2017.8	环保部	《造纸工业污染防治技术政策》	对纸企在生产过程污染防控、污染治理及综合利用、二次污染防治等方面提出政策指引
2018.1.1	人大常委会	《水污染防治法》正式实施	为排污许可证制度的具体实施提供了保证，进一步明确了排污单位主体责任。排污单位必须持证排污，依证排污，禁止无证排污。
2018.1	环保部	《制浆造纸工业污染防治可行技术指南》	《制浆造纸工业污染防治可行技术指南》规定了制浆造纸业工业废气、废水、固体废物和噪声污染防治可行技术，包括污染预防技术、污染治理技术和污染防治可行技术。新标准将于2018年3月1日起实施。
2018.2	环保部	《环境保护综合名录（2017年版）》	综合名录从全生命周期角度提出“高污染、高环境风险”产品，为政府部门、企业、社会组织和公众参与环境治理工作，提供了科学有效的参考。制浆造纸行业中，半化学纸浆（产品代码：22010102、22010201）仍然属于“双高”产品。

资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

产业链：向上延伸，打造林浆纸一体化。“十三五”规划中，国家明确提出要引导企业到境外建设大型造纸原料林基地，引导企业使用从国外进口木材、木片在国内适宜地区建设大型商品纸浆及造纸的林纸一体化项目。国家政策目前鼓励企业投放海外产能，自建林地，进而更好的控制原材料端，实现生产规模化。

太阳纸业 2008 年开始布局海外纸浆厂，在老挝建设纸浆林基地和年产 30 万吨漂白阔叶木浆厂，18 年增资建设年产 40 万吨再生纤维浆纸板生产线和两条年产 40 万吨包装纸生产线，19 年投资广西 350 万吨林浆纸项目；某林浆纸龙头则在 11 年投产湛江木浆项目，18 年投产黄冈化学木浆项目，19 年投产寿光化学浆项目，基本实现木浆自给自足；华泰股份在 12 年试运行安徽林浆纸一体化项目；岳阳林纸在 2010 年则通过收购湖南骏泰纸浆厂，实现产业链延伸。

表 4 产业链延伸

企业	项目	完成情况
太阳纸业	老挝纸浆林基地和年产30万吨漂白阔叶木浆厂	已投产
	老挝120万吨造纸项目	
	第一期：年产80万吨漂白化学阔叶浆+45万吨文化用纸	
	第二期：年产60万吨化机浆+50万吨特种纸+年产15万吨生活用纸+90万吨白卡纸	建设中
华泰股份	年产30万吨针叶浆厂，180万亩林基地	已投产
岳阳林纸	收购骏泰浆纸公司	已完成

资料来源：公司公告，华西证券研究所

年初回顾：

上半年提价超预期成功落地。预期方面，年初预期 18 年延迟投放的产能将在 19 年进入密集释放期，同时考虑到宏观经济仍有压力，下游需求持续疲软，市场预期节后旺季提价难以实质性落地。但实际上，2019 年春节以来，铜版纸、双胶纸连发多轮提价函，一方面年初铜版纸、双胶纸盈利能力承压，纸厂提涨意愿强烈，另一方面产业链库存较低以及行业高集中度高协同性保驾护航，纸价提涨顺利落地，整体涨幅超出市场预期。

旺季需求恢复、供给偏紧推动价格上涨。年初市场旺季，交投活跃度提升。纸厂提价函落地，价格稳中有进。4 月份，受华南部分企业停机检修影响，供给面偏紧，文化纸价格继续上行。此后文化纸价格进入整理阶段，小幅波动。9 月份，出版党建设期刊需求增多，供给量受环保等因素影响略显不足，月底再发提价函，价格上涨。

分纸种来看：

铜版纸：高集中度（CR4 约 87%）高协同性，成本压力之下纸厂涨价意愿强烈，纸价年后累计提涨 300-400 元/吨，淡季出厂价稳中微降。

双胶纸：由于新增产能投放迟于预期，纸价累计上涨 200-300 元/吨，进入淡季后价格未明显下跌，整体表现平稳。

从产品原料差价来看：我们假设文化纸吨纸耗浆量为 0.8 吨，并作为衡量吨盈的一个参考指标。

铜版纸：年初以来铜版纸木浆价格一度出现倒挂，吨盈到达低点，随后价格发生背离，吨盈修复至历史中枢水平。

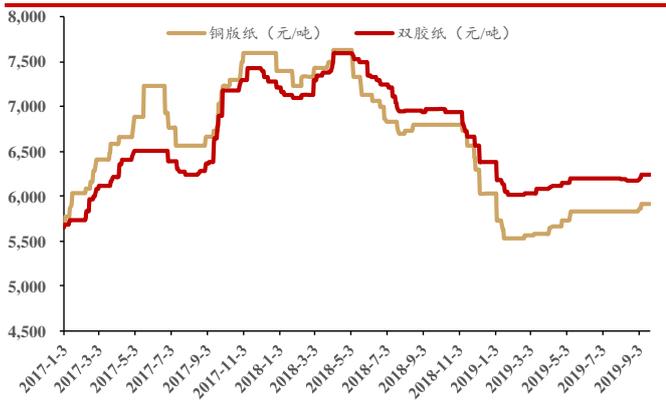
双胶纸：双胶纸价格走强，木浆价格走弱，年初以来双胶纸吨盈有所波动，但整体来看吨盈持续提升。

表 5 上半年提价函发布情况

发布时间	纸厂	纸种	上调幅度 (元/吨)
1月中旬至2月初	某头部纸业	全木浆双胶纸	200
	华泰纸业	文化纸	200
春节后至3月初	某头部纸业	白卡纸及铜版卡纸	200
	APP	白卡纸	200
3月中旬至4月初	某头部纸业	热敏纸	300
	某头部纸业	铜版纸	200
	太阳纸业	涂布纸	200
	华泰纸业	铜版纸	200
4月中旬至5月初	APP	铜版纸	200-300
	某头部纸业	铜版纸	200
	太阳纸业	涂布纸	200
	华泰纸业	铜版纸	200
	某头部纸业	文化纸	200

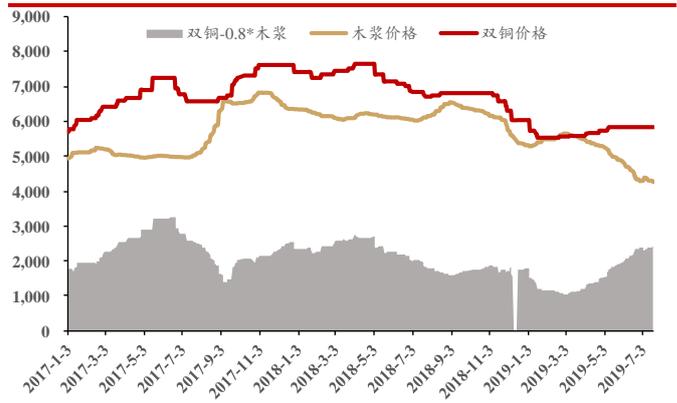
资料来源：各公司提价函，华西证券研究所

图 14 年初文化纸价格上涨



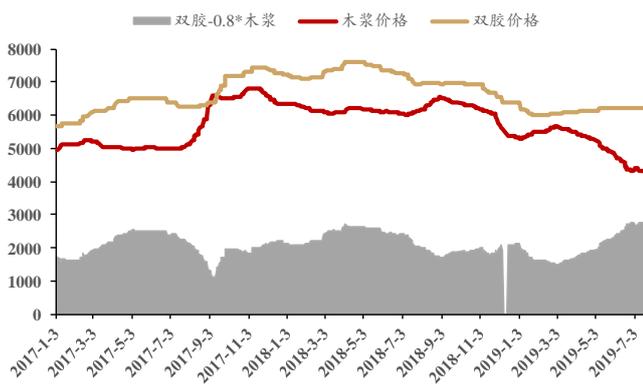
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 15 年初以来双铜纸差价回调



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 16 年初以来双胶纸差价回调



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

2.2. 四季度展望：后市看涨，存在阶段性盈利机会

四季度展望：终端纸价后市看涨，原材料木浆价格仍处低位，行业存在阶段性盈利机会。

终端纸价：淡季纸价平稳，9月价格小幅提涨，节后价格热度仍在，后市有望进一步提涨。淡季核心大厂对于市场投放仍采取相对谨慎的态度，8月铜版纸、双胶纸库存明显回落，9月末小幅提涨成功落地，对下游经销商造成一定压力，部分纸厂供不应求，目前处于超负荷接单状态。

供给端：纸企态度谨慎，增产可能性不大。

2019年1-8月份国内铜版纸产量累计约385万吨，同比下降7%，双胶纸产量累计约927万吨，同比下降约5%。铜版、双胶产量均出现同比下滑，核心大厂订单充足，如太阳纸业、某头部纸企自今年二季度起双胶纸开工率均是满产，预计后市开工率边际改善可能性不大，产量难以大幅提升。

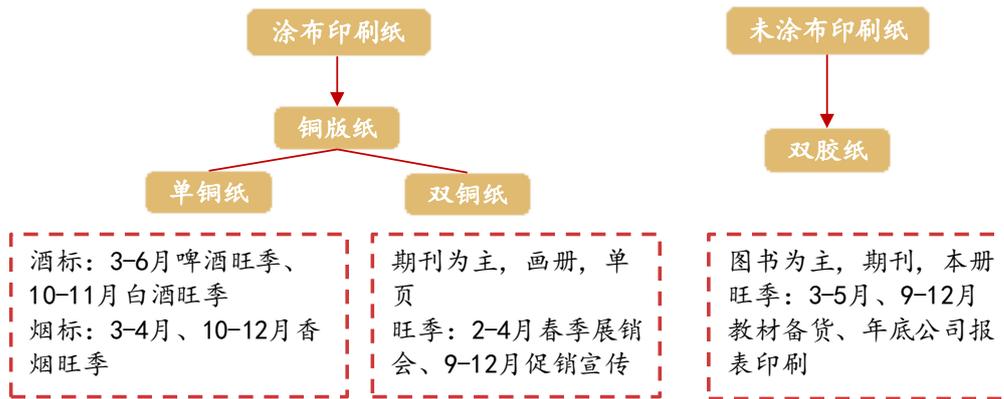
存量产能上，某林浆纸龙头去年100万吨生产线成功投产，但前期开工不稳定，市场实际投产不及预期，新增产能有限。国内大型铜版纸企业金东纸业部分铜版纸生产线转产双胶纸力度加大，铜版纸产量出现下滑，市场供给面趋紧。

新增产能来看，根据各大纸厂项目披露计划，Q4季度文化纸项目短时间内无法落地，19年产能变动主要是各生产线转产导致。

需求端：旺季来临，后续仍有提价函落地

文化纸行业整体进入旺季，需求增长具有稳定支撑。铜版纸需求主要是来自年终促销印刷广告以及教材封面备货，双胶纸需求主要来自春季教材、教辅和年底各企业报表备货印刷等，需求比较稳定。

表 6 文化纸需求用途

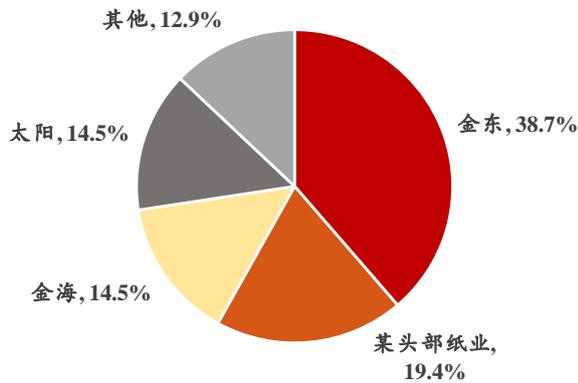


资料来源: 中国报告网, 华西证券研究所

提价函: 后续仍有提价函发布落地

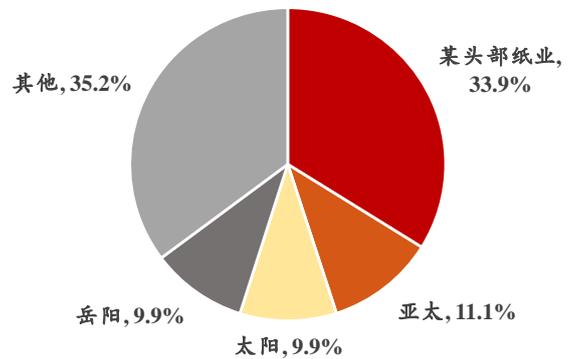
年初至今提价函落地良好, 每月各大纸厂陆续发布提价函, 铜版纸产业集中度高, 双胶纸大厂集中度超过 50%, 各大纸厂在供给偏紧, 库存低位情况下达成价格默契, 后市价格有支撑, 预计 10 月底, 仍有提价函落地, 价格继续上涨。

图 17 铜版纸 CR4 约为 87%



资料来源: 卓创资讯, 华西证券研究所

图 18 双胶纸 CR4 约为 65%



资料来源: 卓创资讯, 华西证券研究所

表 7 下半年提价函持续发布

发布时间	纸厂	纸种	上调幅度 (元/吨)
6月底至7月初	亚太森博	双胶纸及静电复印原纸	100
	太阳纸业	普通类涂布及胶版纸	100
	岳阳林纸	文化纸	100
	APP	铜版纸及双胶纸	100
	华泰纸业	铜版纸	100
8月底至9月初	亚太森博	双胶纸及静电复印原纸	100
	APP	中低档复印纸	100
9月底至10月初	华泰纸业	文化纸	100
		铜版纸	200
	美利云	文化纸	100
	岳阳林纸	文化纸	100
	APP	铜版纸及双胶纸	200

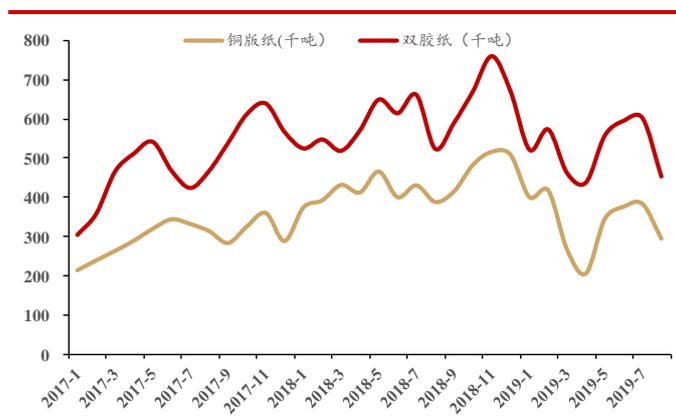
资料来源：各公司提价函，华西证券研究所

库存方面：库存低位，未来供应偏紧

铜版纸：年初以来铜版纸库从 400 万吨跌至 8 月份 295 万吨，低于 18 年同期水平 388 万吨。据纸业联讯调查，多数地区反映铜版纸供应偏紧，尤其是低克重铜版纸。叠加铜版转产影响，铜版纸库存未来仍无大幅提升可能性，整体库存将保持低位调整状态。

双胶纸：年初以来双胶纸库存一直保持在低位，8 月份库存 452 万吨，较 18 年同期 523 万吨库存出现大幅下滑。据卓创数据显示，近期纸厂库存周转天数多位于 15 天左右，需求端迎来传统旺季，尤其是今年党建期刊类订单支撑，旺季订单比较充足，供给面不高，库存消耗较快。

图 19 文化纸库存仍处低位



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

原材料：库存出现松动迹象，但仍在高位，预计浆纸价格未来仍将底部徘徊。

木浆库存端：处于高位，全球周转速度放缓

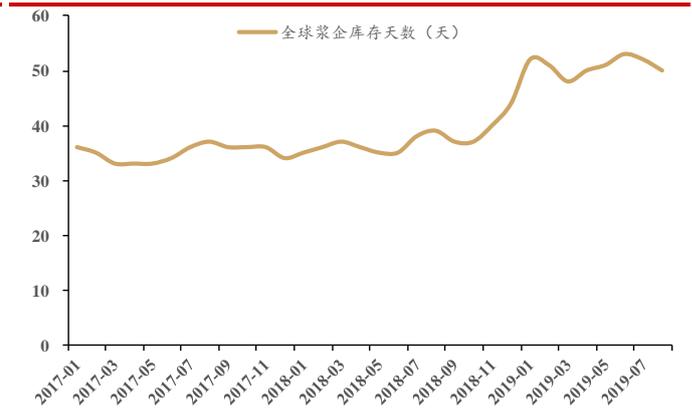
青岛港9月份木浆库存1140千吨，环比减少约13%，同比增加约81%，常熟港9月份木浆库存722千吨环比减少约16%，同比增加约42%，库存出现松动迹象，但从历史区间来看仍处于高位。全球纸浆库存方面，年初以来库存周转天数增加至50天以上，目前来看尚无加快周转因素出现，未来周转天数仍以区间调整为主。

图 20 港口木浆库存位于高位



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 21 全球来看库存周转速度放缓

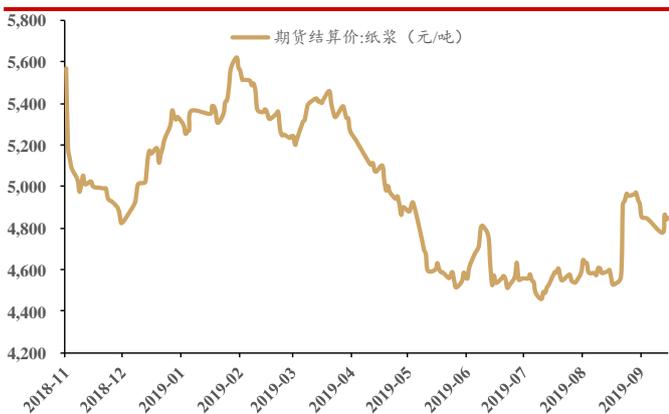


资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

纸浆价格端：高库存施压，价格底部继续徘徊

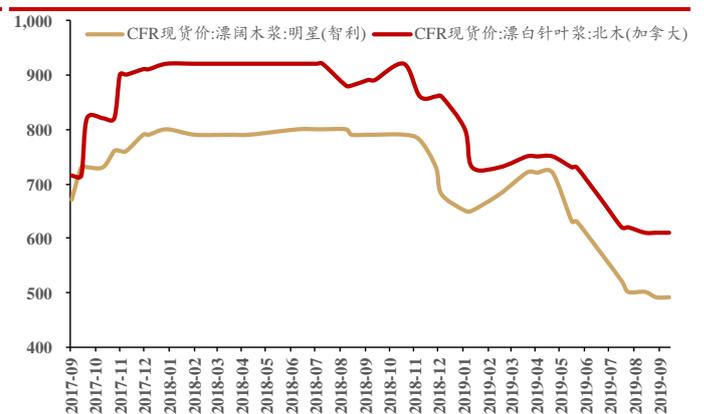
期货方面：受库存高位影响，目前纸浆期货价格位于历史底部。9月30日纸浆期货交割价格4848元/吨，环比增加约6%。从目前已有的库存期货纸浆量来看，国内库存仍在累积趋势，可用库容量企稳，核心企业备货态度谨慎，预计纸浆库存仍处高位，浆纸价格承压。在下游文化纸需求拉动下，浆纸价格可能出现震荡，但仍将底部徘徊。

图 22 纸浆期货价底部徘徊



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 木浆现货价继续走弱（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，华西证券研究所

现货价方面：明星和北木 9 月均价分别约为 490 和 610 美元/吨，较年初均出现大幅下滑。下游旺季现货价格有所回暖，目前下游纸厂需求比较稳定，木浆厂提价能力不强，预计价格未来底部调整或继续走弱。

图 24 库存期货纸浆大幅攀升



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 25 纸浆可用库容量 9 月中下旬企稳



资料来源：Wind，华西证券研究所

木浆厂在当前供给面偏高，库存周转慢，下游需求无重大利好，未来纸浆价格仍将走弱。企业实际生产过程，由于运输周期、库存时间、成本计提方式等因素影响，生产成本相较木浆价格具有滞后性。前期木浆价格低位，企业四季度成本压力小，存在阶段性盈利机会。若木浆价格持续底部徘徊，一季度企业利润仍比较乐观。

2.3. 中长期展望：供需关系良好，龙头企业竞争受益

供给端：集中度提升，产能有序增加

大厂继续投放产能：双胶纸产能持续增加，2018年净增加55万吨至1031万吨。双胶纸盈利能力较高，集中度较低，产能仍有空间。铜版纸产能前期扩建过剩后，自2012年持续下降，2018年产能660万吨，未实现增长，加之部分企业铜版转产，因此未来铜版产能仍有下滑。根据目前各大纸企扩建计划，太阳纸业45万吨文化纸项目年底开工，博汇纸业45万吨静电复印纸预计2021年投产，产能有序增加。

盈利空间压缩，落后产能退出。从宏观经济发展来看，未来我国对环境治理继续保持高压，企业废物处理成本较高，盈利空间被进一步压缩。铜版纸集中度较高，小企业难以进入，双胶纸集中度也呈提升趋势，未来部分产能也会被挤出。

表 8 大厂既有产能和未来投产统计

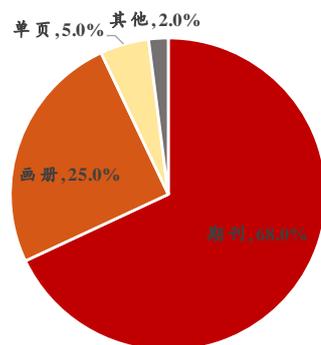
企业名称	现有产能（万吨）		未来投产
	双胶纸	铜版纸	
某头部纸业	274	120	
太阳纸业	80	90	21年投产45万吨文化纸
岳阳林纸	80		
华泰纸业	80	70	
博汇纸业	25		21年投产45万吨静电复印纸

资料来源：公司公告，华西证券研究所

需求端：支撑稳定，仍具备增长空间，竞争格局利好龙头纸企

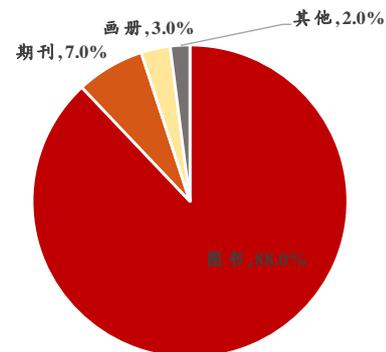
需求稳中有进：文化纸下游需求主要为教材、教辅、图书、期刊、烟酒标为主，需求较为稳定，对宏观经济敏感度较低。

图 26 铜版纸下游需求主要来自期刊



资料来源：中国报告网，华西证券研究所

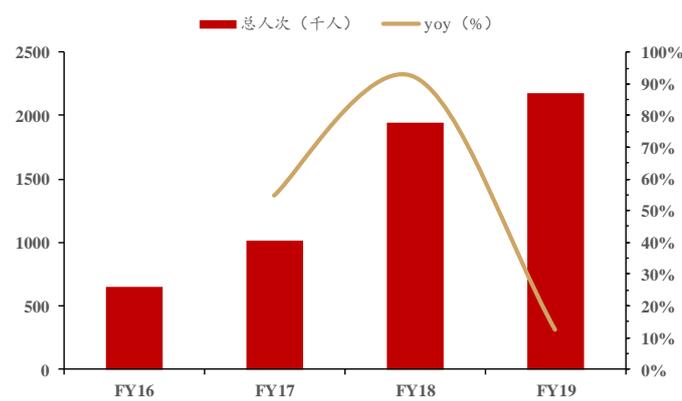
图 27 双胶纸下游需求主要来自图书



资料来源：中国报告网，华西证券研究所

在学和培训机构人数持续增加：我国高等教育人数和毛入学率不断提升，2018年在学人数突破 3800 万人，毛入学率约为 48%。2020 年国内有望普及高等教育，毛入学率将突破 50%，在学人数持续增加。从教育机构来看，培训机构学生数量不断增加，2019 年新东方在线学生总人次达 2100 万，同比增加约 12%，K12（指幼儿园至高中教育）课外培训市场规模持续攀升，2018 年达到 5200 亿元。在教学过程中，对文化纸的需求主要是教材、教辅以及复印资料等，随着人数的增加，此类需求也将持续增长，且更加具有刚性。

图 28 新东方在线学生总人次持续增加



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

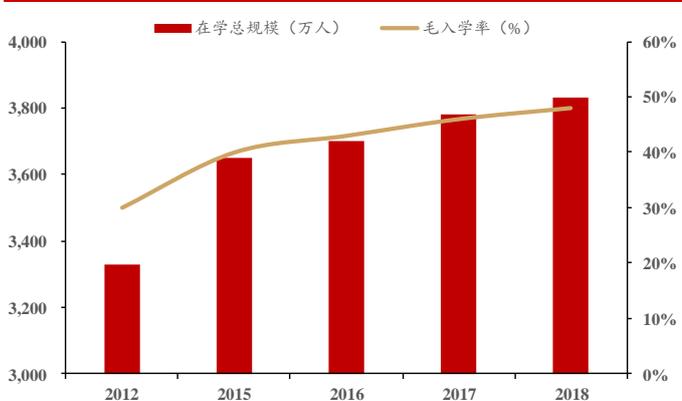
图 29 课外培训市场不断扩大



资料来源：Frost&Sullivan，华西证券研究所

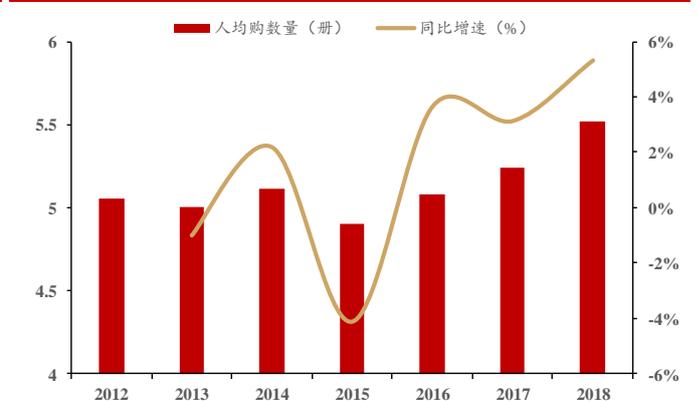
纸质书回暖，人均购书量稳健增长：近年来互联网和电子书对纸质书籍的冲击已经趋向温和，2019 年纸质书增速企稳。按 2018 年年末人口计算，我国人均购书 5.5 册，同比增长 5.3%。我国社会正步入全民阅读时代，阅读普及率的提升将极大提升书籍销售量，未来需求仍可以保持个位数中高速增长，换算成总购书量，预计图书总量将突破 100 亿册。图书方面，儿童图书销售增速迅猛，增速超过市场整体同比增速。2018 年童书销售规模同比上升 1.6%，其中新书销售规模同比增长 201.8%，高增速给予文化纸需求稳定支撑。

图 30 在学人数持续增加



资料来源：Wind，华西证券研究所

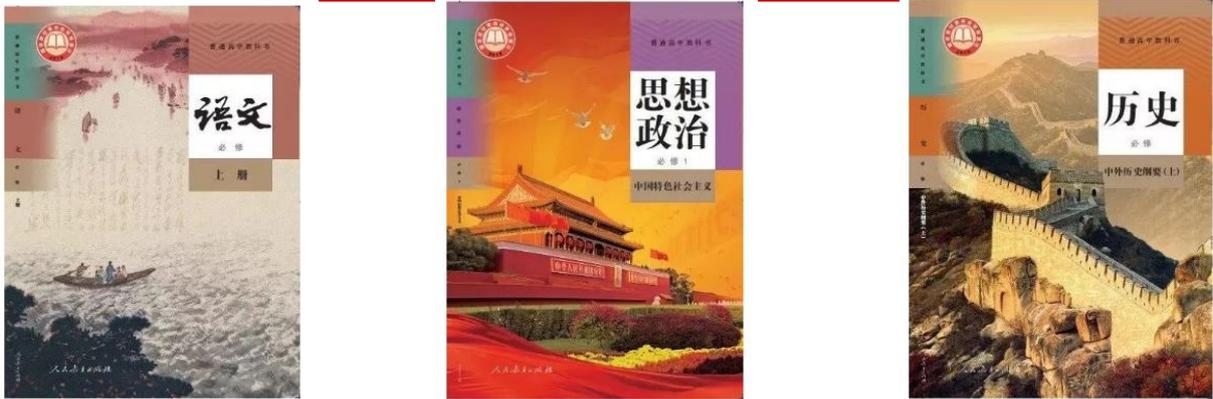
图 31 纸质书回暖人均购书突破 5.5 册



资料来源：新闻业协会，华西证券研究所

教育部加快统编教材推广。2018 年底人教社联合各出版集团发布《国家统编三科教材共同行动计划倡议书》，按照计划，2019 年中小学所有年级将全部使用统编教材。19 年 8 月教育部提出高中统编三科教材的要求，率先在北京、天津、辽宁、上海、山东、海南等 6 省市投入使用，其他省份也将陆续全面展开。我们预计后续随着中小学和高中教材推广，统编教材将覆盖整个初等到中等教育阶段，在一定程度上增加文化纸需求。

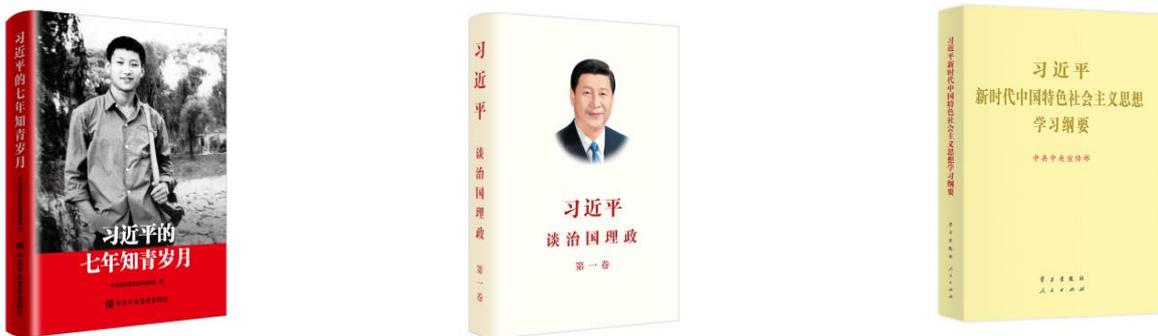
图 32 高中统编三科教材



资料来源：公开资料，华西证券研究所

党政建设需求值得关注。党中央对党政工作一直比较重视，注重加强党员教育。党的十八大以来，党中央围绕坚定理想信念、改进作风等问题，开展党的群众路线教育活动，如“两学一做”活动，“不忘初心、牢记使命”主题教育等。各大国企、机关单位等纷纷响应中央号召，举办党员学习活动。据卓创数据显示，进入 8 月份以来，规模纸厂需求订单增加，尤其是党建类订单，如《习近平的七年知青岁月》、《习近平谈治国理政》等精美图书。随着党政工作的持续推进，图书印刷量不断增加，有力地拉动了此类文化纸的需求。

图 33 党政类图书销量走俏



资料来源：公开资料，华西证券研究所

竞争格局：集中度提升，利好龙头纸企，强者恒强

从整个出版社招标情况来看，均为头部纸企，如太阳纸业、岳阳林纸等。教材、精美图书对双胶纸纸质有要求，与小型企业相比，大纸厂技术先进，产能足，资金链充足，纸质普遍好于小企业，更有竞争力。纸厂陆续与大型出版社强强联合，如太阳纸业文化用纸全系列中标中信集团出版社采购项目，华泰股份中标学习出版社供纸任务等等。头部纸企业资质更优，竞争能力强。文化纸行业结构将出现分化，大厂商将逐步压缩小厂商已有市场份额，强者恒强。

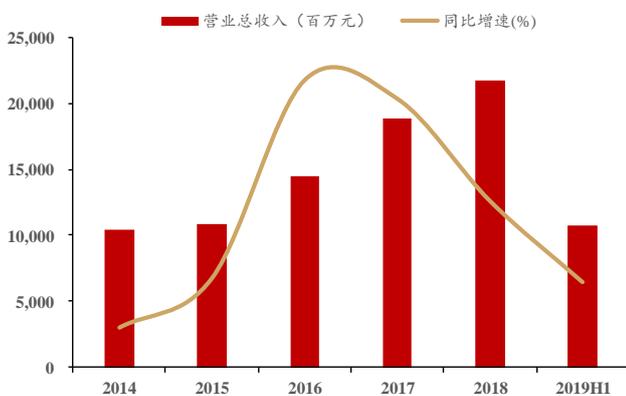
3.投资建议：龙头确定性受益，强者恒强

3.1.太阳纸业：Q2 季度盈利明显改善，后市重点关注

Q2 季度盈利环比提升。太阳纸业 2019 年上半年公司实现营收 107.8 亿元，同比上升 2.9%；实现归母净利润 8.9 亿元，同比下降 27.8%。得益于需求回暖，旺季文化纸价格上涨，Q2 季度盈利能力环比提升，单季度实现归母净利润 5.1 亿元，同比下降 17.2%，环比上升 33.2%；Q2 综合毛利率 21.8%，环比增加 4.07pct，其中铜版纸、双胶纸 Q2 毛利率分别环比增加 6.2/8.8pct。

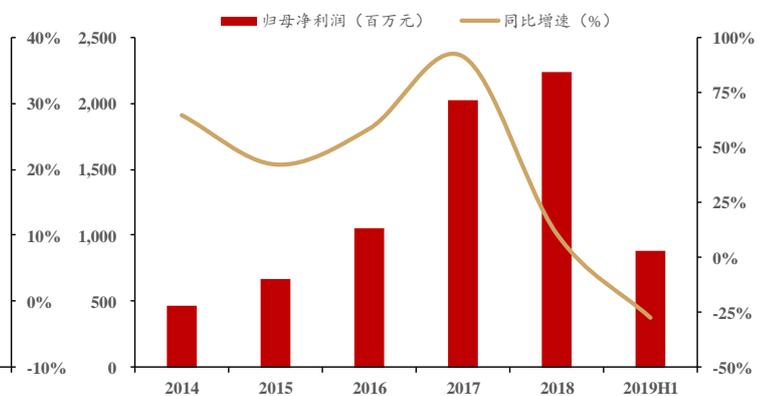
费用率略有上升。上半年公司期间综合费用率 10.2%，同比增加 0.81pct，销售费用率 3.5%，同比增加 0.48pct，管理费用率（含研发费用）3.9%，同比增加 0.87pct。

图 34 太阳纸业营收增速放缓



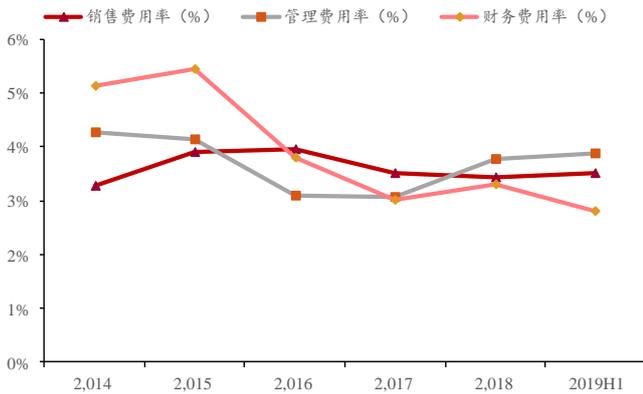
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 35 太阳纸业归母净利润出现下滑



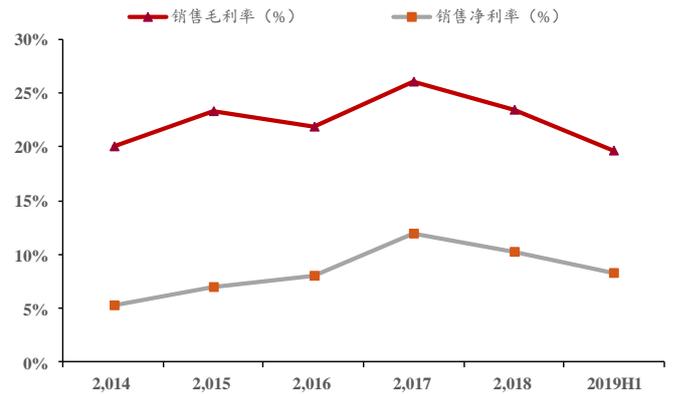
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 36 费用率略微上升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

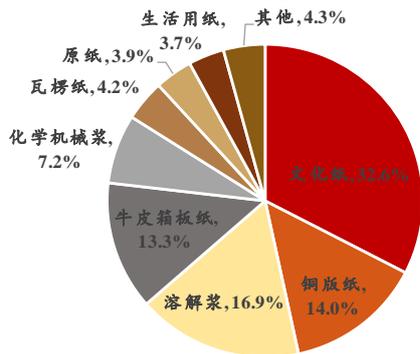
图 37 毛利率变动情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

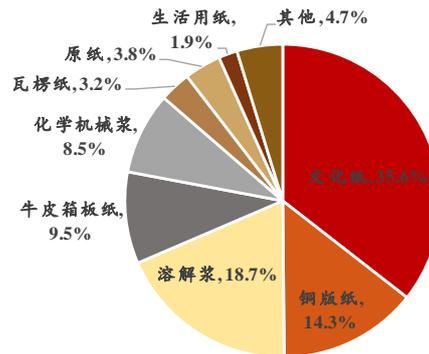
文化纸贡献显著, 后续产能继续提升。从利润结构来看, 文化纸收入占比约 47%, 毛利润占比约 50%。通过布局上游产业链, 企业成本得到较好控制, 盈利能力得到改善。

图 38 太阳纸业营收结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 39 文化纸利润贡献显著



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2019 年以来, 公司季度盈利逐渐改善, 在 Q3 季度木浆价格仍呈颓势, 文化纸迎来传统旺季需求增加, 经销商库存积极备货, 未来纸价看涨, 单季度净利有望得到进一步改善。

目前来看, 企业加大对老挝浆纸项目投资建设, 国内广西 350 万吨纸浆项目也将在 2020 年后投产, 届时将与老挝项目发挥协同作用, 纸浆产量逐步增加, 并具有成本优势; 拟在山东建设 45 万吨高端文化纸项目, 丰富已有纸种, 开启新一轮产能扩建。中长期来看, 企业逐步构筑核心竞争优势, 看好未来发展。

表 9 太阳纸业各纸种预计未来三年产能（单位：万吨）

纸种	2019	2020	2021
非涂布文化纸	120	120	165
铜版纸	90	90	90
箱板纸	160	240	240
生活用纸	12	12	12
淋膜原纸	30	30	30

资料来源：公司公告，华西证券研究所

盈利预测

基本假设：**1) 收入端：**①铜版纸和双胶纸 19-20 年保持高开工率，21 年新生产线投放开工率略有下降，价格看涨情况下，收入增速保持中高位增长②牛皮箱板纸 18 年生产线投放，后续开工率大幅上升③生活用纸和纸浆业务由于市场相对稳定，未有新产能投入，其营收规模大致保持不变。**2) 成本端：**参考同比公司成本变化及原材料成本预估成本的变动。**3) 费用端：**按照公司历史费用水平进行平均来计算。

根据以上假设，我们预测太阳纸业 2019/2020/2021 年分别实现营业收入 227.7/244.2/262.2 亿元，实现归母净利润 21.2/24.3/26.3 亿元，EPS 分别为 0.82/0.94/1.02 元，相应 PE 估值为 9.57/8.36/7.70X。参照可比公司 2020 年平均 PE 估值 11.3 倍，我们给予太阳纸业 10 倍 PE 估值，按照 2020 年 EPS，对应目标价为 9.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10 太阳纸业财务指标预测

公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			PB		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
太阳纸业	7.82	0.86	0.82	0.94	9.1	9.6	8.4	1.6	1.4	1.2
山鹰纸业*	3.16	0.70	0.40	0.44	4.5	7.9	7.2	1.1	0.8	0.7
某头部纸企*	4.89	0.86	0.67	0.78	6.5	7.3	6.3	0.8	0.6	0.5
中顺洁柔*	12.79	0.32	0.45	0.55	26.9	28.7	23.3	5.1	4.7	4.1
平均	-	-	-	-	11.8	13.4	11.3	2.1	1.9	1.6

资料来源：Wind，华西证券研究所（注：带*的为 Wind 一致预测值）

表 11 太阳纸业主要业务收入拆分

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计总收入 (亿元)	108.95	104.58	108.25	144.55	188.94	217.68	227.73	244.24	262.24
YoY		-4.0%	3.5%	33.5%	30.7%	15.2%	4.6%	7.2%	7.4%
毛利率	16.9%	20.1%	23.4%	21.9%	26.0%	23.5%	23.2%	23.8%	23.9%
非涂布文化纸收入 (亿元)	43.82	36.08	36.55	52.61	58.99	72.07	59.37	63.54	73.44
YoY		-17.7%	1.3%	44.0%	12.1%	22.2%	-17.6%	7.0%	15.6%
毛利率	17.0%	18.0%	22.5%	23.2%	28.1%	27.5%	25.8%	27.6%	27.7%
铜版纸收入 (亿元)	35.10	34.70	32.12	29.48	44.51	39.95	44.28	45.78	45.03
YoY		-1.1%	-7.4%	-8.2%	51.0%	-10.2%	10.8%	3.4%	-1.6%
毛利率	14.94%	18.10%	20.25%	21.52%	32.67%	28.46%	26.32%	29.38%	27.65%
牛皮箱板纸收入 (亿元)				5.1	23.9	26.4	47.3	48.4	64.5
YoY					372.7%	10.4%	79.0%	2.4%	33.3%
毛利率				21.7%	19.9%	11.2%	20.4%	28.8%	14.2%
淋膜原纸收入 (亿元)		6.7	7.1	6.8	7.0	8.8	7.3	7.6	7.6
YoY			6.9%	-4.9%	3.0%	26.6%	-17.4%	5.0%	0.0%
毛利率		17.4%	18.1%	19.1%	24.7%	26.2%	30.2%	33.6%	32.9%
生活用纸收入 (亿元)		1.7	6.1	7.3	7.2	8.2	7.4	7.0	7.0
YoY			259.4%	19.3%	-1.0%	13.5%	-9.6%	-5.3%	0.0%
毛利率		11.8%	12.6%	14.4%	15.9%	14.7%	25.9%	21.8%	34.0%
溶解浆收入 (亿元)	9.4	6.2	9.0	26.1	27.0	31.7	39.4	38.4	40.7
YoY		-34.1%	44.7%	191.7%	3.1%	17.4%	24.3%	-2.5%	6.0%
毛利率	2.5%	1.1%	10.3%	18.2%	21.0%	20.3%	13.9%	4.6%	10.9%
化机浆收入 (亿元)	10.5	9.9	8.1	9.5	11.9	15.7	13.2	13.5	13.5
YoY		-5.0%	-18.4%	17.4%	24.8%	32.1%	-15.6%	2.4%	0.0%
毛利率	17.0%	25.3%	29.9%	22.3%	21.1%	26.0%	13.4%	13.5%	11.6%

资料来源: Wind, 公司公告, 华西证券研究所

表 12 太阳纸业财务指标预测

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18894.29	21768.40	22773.11	24423.66	26224.47
YoY (%)	30.71%	15.21%	4.62%	7.25%	7.37%
归母净利润(百万元)	2024.23	2237.61	2117.79	2425.19	2631.35
YoY (%)	91.55%	10.54%	-5.36%	14.52%	8.50%
毛利率 (%)	26.03%	23.45%	23.16%	23.75%	23.89%
每股收益 (元)	0.78	0.86	0.82	0.94	1.02
ROE	19.61%	17.80%	14.80%	14.72%	13.96%
市盈率	10.01	9.06	9.57	8.36	7.70

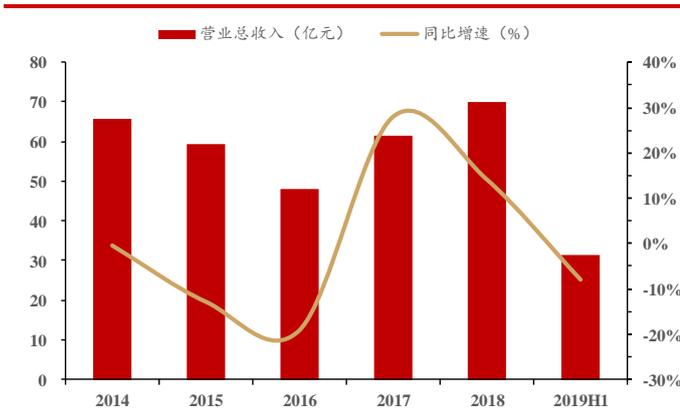
资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.2. 岳阳林纸：国资背景助力业务腾飞

成本端拖累，利润上半年承压。岳阳林纸 2019 年上半年公司实现营收 31.3 亿元，同比下降 7.9%，实现归母净利润 2901 万元元，同比下降 90.2%。上半年受原材料价格波动、市场行情等多因素影响，公司产品生产成本增加，市场销售价格同比下降，归母净利润出现大幅下滑，毛利率 14.7%，净利率 0.9%，均大幅下滑。

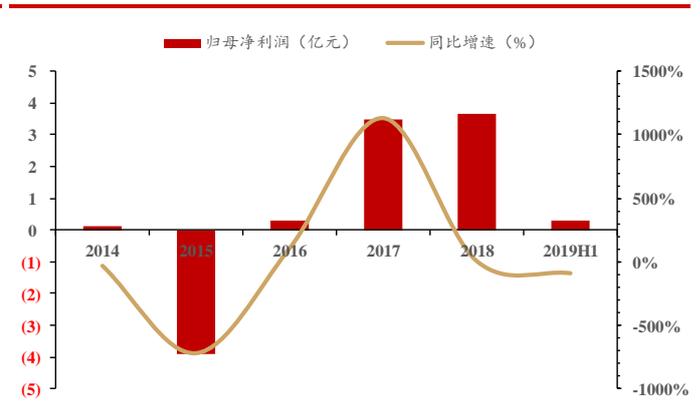
公司费用率比较稳定。公司归母净利率 8.2%，期间综合费用率 13.3%，同比减少 0.08pct；销售费用率 4.7%，同比增加 2.4pct；管理费用率 6.8%，同比减少 0.85pct；财务费用率 1.8%，同比增加 0.51pct。

图 40 岳阳林纸营收受价格影响出现下滑



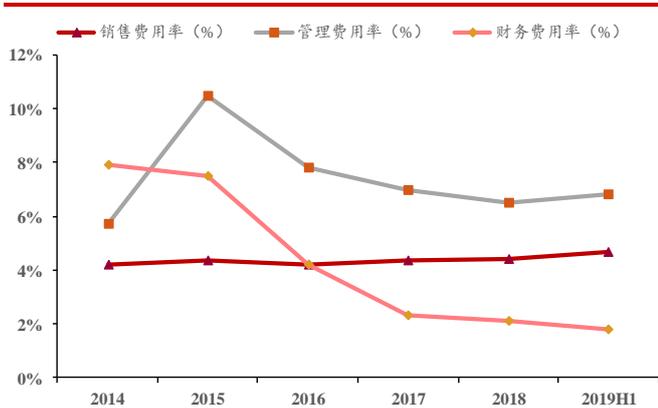
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 41 岳阳林纸归母净利润上半年承压



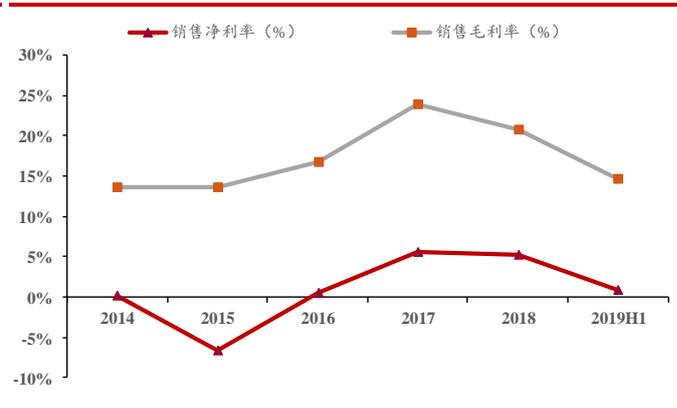
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 42 费用率企稳



资料来源：Wind，华西证券研究所

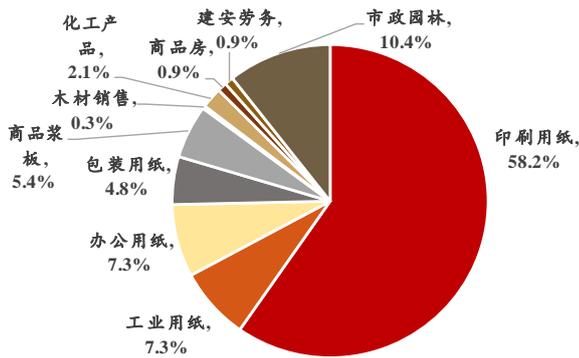
图 43 成本端承压利润率下滑



资料来源：Wind，华西证券研究所

双胶纸营收比重大，边际贡献显著。从收入结构来看，文化纸收入占比约 58%，且其产能主要为双胶纸。根据我们前面的预测，双胶纸四季度仍有涨价空间，叠加当前木浆价格走低，盈利能力有所提升。文化纸营收占比较高，边际改善有望推动整体业绩增长，盈利能力提升，四季度归母净利润也将得到改善。

图 44 费用率企稳



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 13 国资背景股东合计持股约 44%

股东名称	实际控制人	持股比例
泰格林纸集团股份有限公司	国务院国有资产监督管理委员会	27.9%
中国纸业投资有限公司	国务院国有资产监督管理委员会	14.3%
山东省国有资产投资控股有限公司	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	1.8%
国资背景股东合计持股约44%		

资料来源: Wind, 华西证券研究所

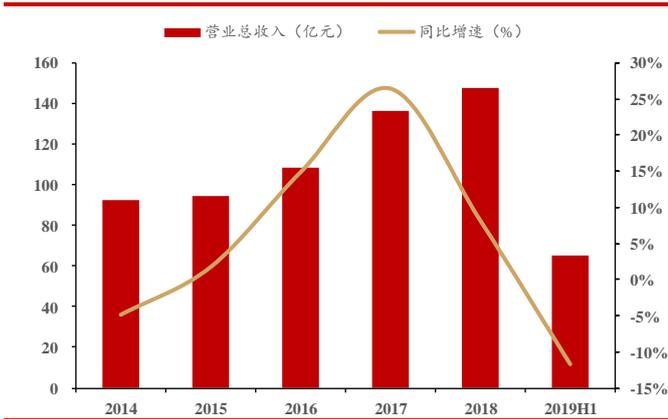
国资背景，看好业务发展。从企业股东结构来看，岳阳林纸十大股东中，泰格林纸集团、中国纸业投资有限公司、山东省国有资产投资控股有限公司都具有国资背景或省资背景，合计持股约 44%。凭借此稀缺背景公司在融资、拿单方面具有优势，业务发展具有支撑。

3.3. 华泰股份：成本减压，盈利修复

成本承压，费用下降，利润有所下滑。2019 年上半年华泰股份实现营业收入 65.5 亿元，同比下滑 11.8%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比下滑 26.3%。公司目前主要业务为造纸和化工，其中造纸主要生产新闻纸、文化纸、铜版纸和包装纸。上半年公司所产废纸脱墨系统，产品价格高，可完全替代进口。在我国新闻纸普遍质量不高的情况下，此类高质量新闻纸将极具竞争力，市场营收有望提升。

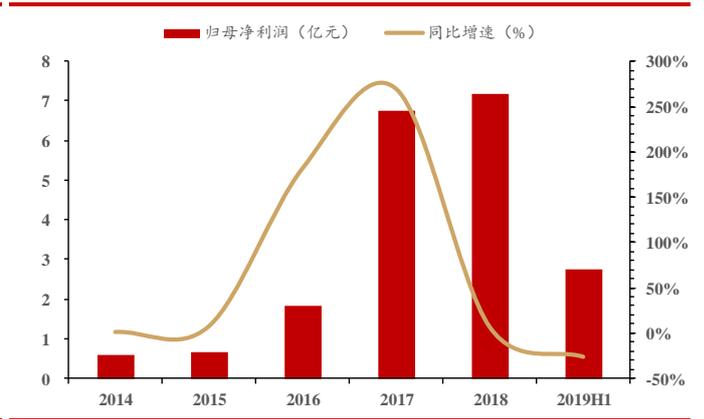
费用率整体下降，受成本影响，利润率出现下滑。上半年期间费用率 6.5%，同比减少 1.98pct；销售费用率 2.3%，同比减少 0.96pct；管理费用率（包含研发费用）2.9%，同比减少 1.03pct；财务费用率 1.4%，同比增加 0.01pct。销售毛利率 12.0%，同比减少 3.44pct；销售净利率 4.0%，同比减少 1.03pct。

图 45 营收出现下滑



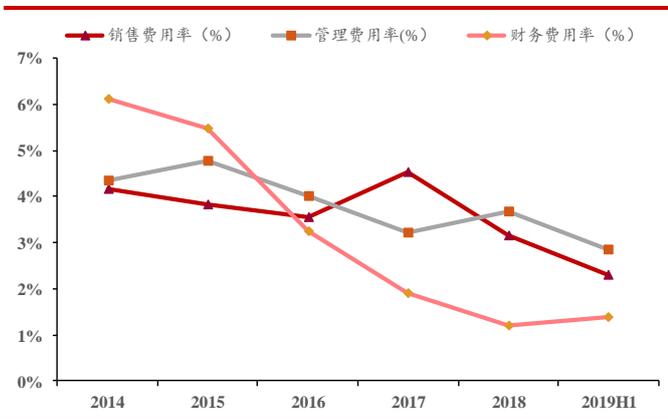
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 46 归母净利润承压出现下滑



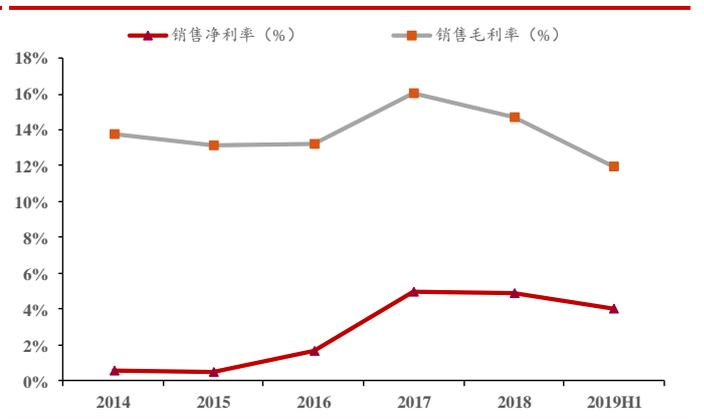
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 47 费用率有所下降



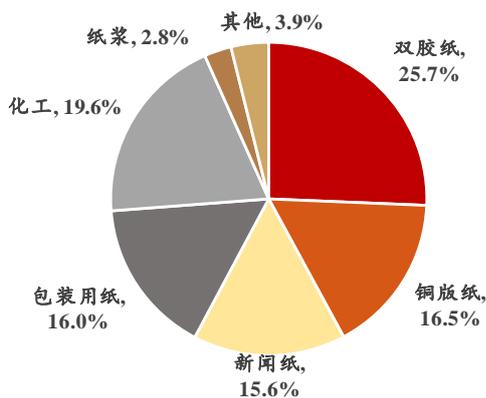
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 48 成本端承压利润率小幅下滑



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 49 华泰股份文化纸占比约 58%



资料来源：Wind，华西证券研究所

文化纸收入占比高，盈利有望修复。公司机制纸主要生产文化纸，文化纸营收占比达 57.8%，其中双胶纸占比达 25.7%，铜版纸占比达 16.5%，新闻纸占比达 15.6%。在公司费用率保持较低水平，文化纸市场后市纸价上涨，木浆价格仍底部徘徊情况下，叠加文化纸利润贡献较大，企业利润有望得到修复。

此外公司新闻纸有望在国内市场占据更大市场份额，看好后续发展。

4.风险提示

产能投放过多：需求稳定增长情况下，市场产能投放过多，叠加库存压力，将造成产品滞销，价格上涨承压。

需求增长不及预期：若后市市场需求不乐观，将极大影响文化纸价格，收入增长可能不及预期。

原材料成本上涨风险：若后市价格上涨同时，原材料成本跟随上涨或大幅波动，将挤压行业盈利空间。

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。