

成本端影响叠加需求边际改善利好业绩回暖，造纸行业景气度拐点有待验证 ——12月行业洞察报告

核心观点

● 最新观点

1) 总量观点：相较于美国成熟市场，中国造纸行业尚处于成熟阶段初期，规模与增速受限于落后产能过剩以及经济增速放缓等因素而呈现缓慢增长的现象。作为需求导向的行业，尽管生活用纸偏向必选需求具备一定抗周期能力，但包装纸需求受经济周期影响较大且与GDP增速高度相关，因此造纸行业整体呈现出一定程度的周期性特征。

2) 结构观点：细分纸种来看，包装纸与生活用纸有望成为造纸行业的结构性亮点。首先，纸包装作为包装纸的核心产品对下游客户具有一定的不可替代性，并且近年来快递行业的快速发展在一定程度上奠定了包装用纸需求稳定增长的基础。生活用纸作为必需消费品具备了穿越经济周期的能力，并且我国居民人均生活用纸消耗量仍有较大提升空间，因此温和且较快的增长将是大概率事件。

3) 行业发展态势：从市场集中度角度看，相较于海外成熟造纸市场，我国各大纸种市场集中度均处于偏低水平，未来仍有广阔的提升空间，并且各细分纸种的龙头企业尚未形成绝对领先优势，因此市场格局尚未定型。当前行业基本特点：包装纸与文化纸的竞争格局相对明朗，生活用纸市场由于尚处于集中度提升的初期阶段，竞争较为激烈。

4) 造纸的未来：首先，把控上游原材料资源将有所缓解龙头企业受成本波动影响过大的问题，并且通过拓展上游业务形成协同效应将助其扩大领先优势，最终形成与成熟市场相似的寡头竞争格局。其次，政府环保政策逐步落实将从外部加速造纸行业完成去产能目标，从而进一步提升市场集中度，利好行业龙头企业发展。

● 投资建议

结合上游资源把控能力这一辨别造纸行业优质标的的核心要素和环保政策趋严必将利好细分行业龙头这两点，我们推荐的投资标的包括：太阳纸业（002078.SZ，浆纸系龙头，较早的布局上游产能，在老挝拥有丰富的林木资源）、晨鸣纸业（000488.SZ，浆纸系龙头，纸浆自给率达到70%以上，对进口原材料依赖程度较低，成本端优势明显）、山鹰纸业（600567.SH，箱板瓦楞纸龙头，受益于外废配额向行业龙头集中以及行业集中度的提升）。

● 核心组合

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	002078.SZ	太阳纸业	-0.33	12	233.26
	000488.SZ	晨鸣纸业	2.75	13	141.16
	600567.SH	山鹰纸业	9.23	7	162.76

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止2019年12月20日

● 风险提示

环保政策执行不及预期的风险；行业产能扩张超出预期的风险；上游纸浆价格回升的风险。

轻工行业

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯莹

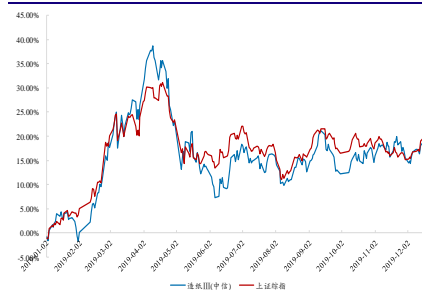
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

行业表现

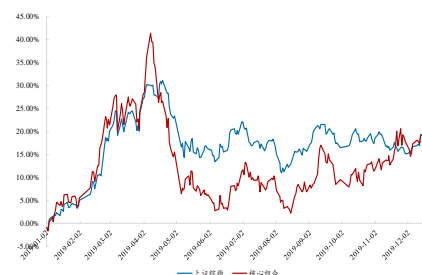
2019.12.20



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.12.20



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】行业洞察报告_轻工行业_造纸行业景气度二季度略有回升，纸浆价格回落缓解成本端压力_20190729

【中国银河研究院_李昂团队】行业洞察报告_轻工行业_造纸行业景气度缓慢抬升，去产能进入下半场_20190527

【中国银河研究院_李昂团队】行业深度_轻工行业_对上游原材料的把控度决定行业话语权_从美国成熟造纸市场看中国造纸业_20190519

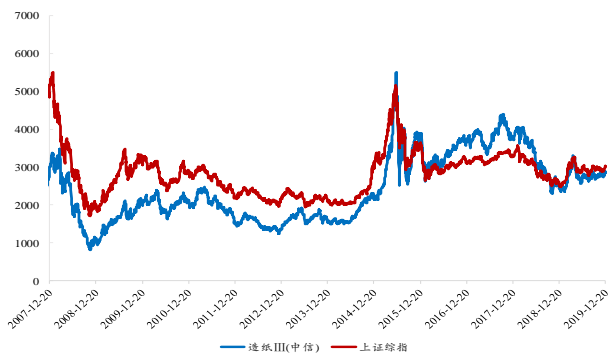
目 录

一、造纸行业景气度回暖，包装纸与生活用纸创造市场增长空间.....	4
（一）供给端：政策趋严加速淘汰落后产能促使行业集中度提升.....	4
（二）需求端：包装用纸需求增长空间巨大，可替代性较低.....	5
（三）需求端：生活用纸需求与人均收入水平同步提升.....	6
二、国际公司龙头多元全球化布局，中国聚焦国内造纸市场.....	8
（一）国际龙头拓展上下游业务，全球布局产能.....	8
（二）中国造纸行业成长看点：行业集中度较低，个别纸种市场相对成熟.....	10
（三）行业财务分析：规模与业绩降幅加速收窄，资产周转效率有待提升，销售净利率推动 ROE 抬升.....	12
三、造纸行业当前存在的问题及建议.....	15
四、造纸行业在资本市场中的表现.....	16
（一）行业累计涨跌幅跑输全市场，估值指标处于较低的历史百分位点.....	16
（二）市场情绪指标与风险指标：造纸行业处于低配状态，未来有待增持.....	16
五、投资建议.....	18
（一）配置建议.....	18
（二）十二月核心关注组合表现回顾.....	19
六、风险提示.....	20

行业导语

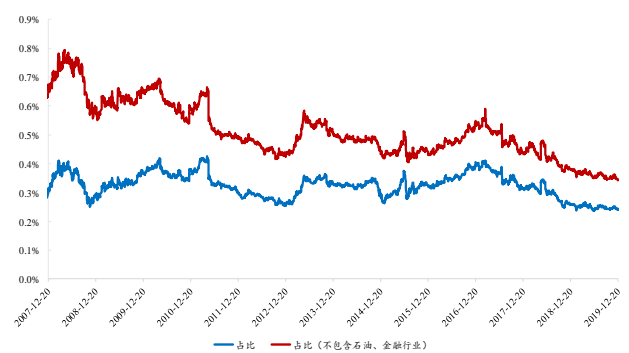
造纸行业在国民经济行业分类（GB/T4754-2017）中，指用纸浆或其他原料（如矿渣棉、云母、石棉等）悬浮在流体中的纤维，经过造纸机或其他设备成型，或手工操作而成的纸或纸板的制造。根据上游原材料不同，造纸企业可以分为木浆系和废纸系，木浆系原材料源自原木木片，而废纸系则是通过废纸回收重新制浆来进行生产制造。根据下游用途的不同，造纸企业的产品主要可以分为包装用纸、文化用纸、生活用纸以及特种纸。其中，包装用纸、文化用纸和特种纸主要偏向于应对企业端需求，包括食品饮料、家电、化妆品等企业对其产品的包装需求；生活用纸则主要偏向于应对居民消费端需求，包括各类面巾纸、卫生纸等。因此，生活用纸具有一定的必选消费品属性，而其余面向企业端的纸种则跟经济周期更加紧密关联。目前 A 股市场上市的造纸类公司有 22 家，涵盖了所有纸种；与之对应，美股分类为“容器和包装制造”，涉及上市公司合计 52 家；全球市场中主要需要关注美国上市的国际纸业（IP.N）、WestRock（WRK.N）和 Packaging Crop. of America（PKG.N）。通过对比数据可以发现，截止 2019 年 12 月 20 日，中国造纸行业公司占比全市场市值比重仅为 0.24%，扣除石油化工、金融行业高市值公司的影响之后占比为 0.34%。国内上市公司与海外龙头企业相比在市值与营收规模两个方面都存在较大的差距，考虑到未来我国经济增速以及人均收入水平仍具有一定上升空间，造纸行业龙头有望凭借自身规模优势以及原材料自给优势进一步获取更大市场份额，提升行业集中度，获取更大利润空间。

图 1：造纸指数与上证综指走势变化趋势



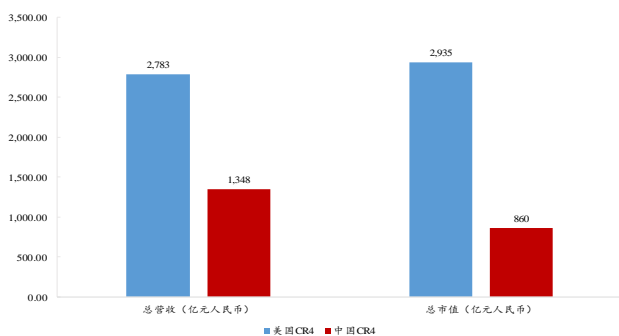
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止 2019 年 12 月 20 日

图 2：造纸上市公司占比市场总市值走势变化趋势



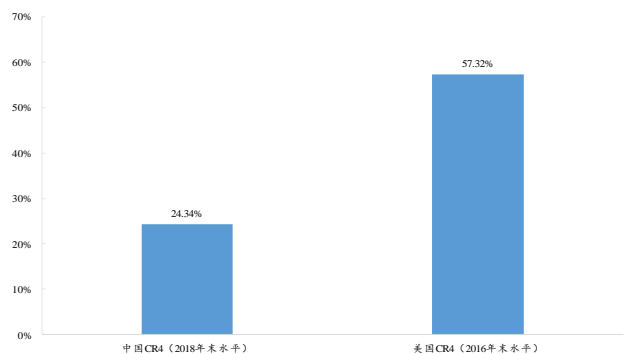
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止 2019 年 12 月 20 日

图 3：中美造纸行业 CR4 市值与营收规模对比（亿人民币）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止 2019 年 12 月 20 日

图 4：中美造纸行业 CR4 对比（按产量）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理，截止 2019 年 12 月 20 日

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

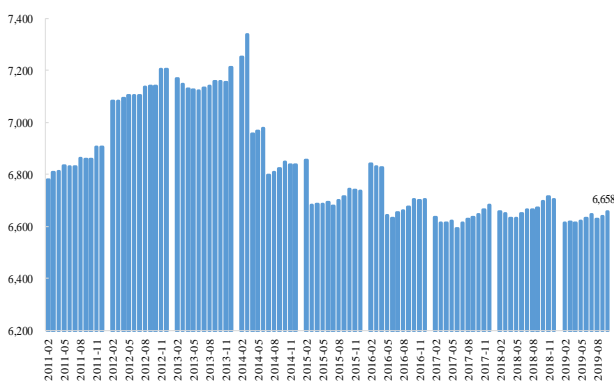
注: 美国 CR4 营收为 2020 财年三季报数据, 中国 CR4 为 2019 年 WIND 一致预测值与实际值; 市值为截止 2019 年 12 月 20 日数据。

一、造纸行业景气度回暖, 包装纸与生活用纸创造市场增长空间

(一) 供给端: 政策趋严加速淘汰落后产能促使行业集中度提升

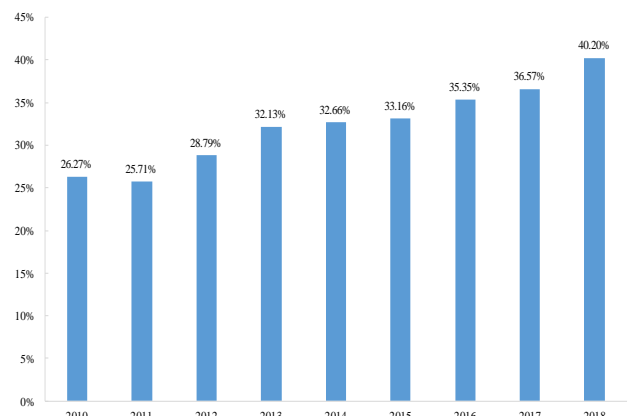
造纸行业作为一个高污染行业, 如果排放物不达标, 将会对环境造成严重影响, 并且由于造纸行业刚刚从前期产能迅速扩张时期过渡至产能与规模趋于稳定的阶段, 产能过剩问题尤为突出, 因此造纸行业顺理成章地成为供给侧改革的重点去产能行业。在前期粗放型发展方式下, 造纸行业中小企业数量多、占比大、排污不达标, 致使行业整体出现供过于求、技术水平和生产方式落后、污染严重等问题。“十二五”期间, 造纸行业共淘汰落后产能 3872 万吨, 淘汰产能占 2016 年全行业产能的 31%; “十三五”期间, 中国计划造纸行业将继续淘汰 800 多万吨落后产能。为了落实供给侧去产能的目标, 环保法规方面正在逐步趋严, 例如火电、造纸、钢铁等 15 个行业率先从 2017 年开始实行排污许可证制度。其中, 造纸和火电行业的企业更是要求在 2017 年 6 月之前取得排污许可证, 并且国家出台的《固定污染源排污许可分类管理名录(2017 年版)》中规定在 2020 年实现所有排污单位必须实行持证排污。截至 2019 年 12 月 20 日, 造纸及纸制品行业共有 3988 家企业取得排污许可证。其中, 纸浆制造企业 53 家, 造纸企业 2610 家, 纸制品制造企业 1325 家, 然而截止 2019 年 10 月份中国造纸行业(包含制浆、造纸及纸制品)共有企业单位 6658 家, 这意味着仍有将近 40% 的企业没有拿到排污许可证。因此, 随着排污许可证制度在造纸行业的全面实施以及环保系统正在推行的管理体制变革, 未来环保政策将会更加严格, 而排污许可证制度将会成为造纸行业的准入门槛, 从而实现造纸行业集中度的快速提升。

图 5: 2011-2019 年 10 月份中国造纸及纸制品企业数量(家)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 中国造纸行业集中度 CR8 逐渐提升(按产量)



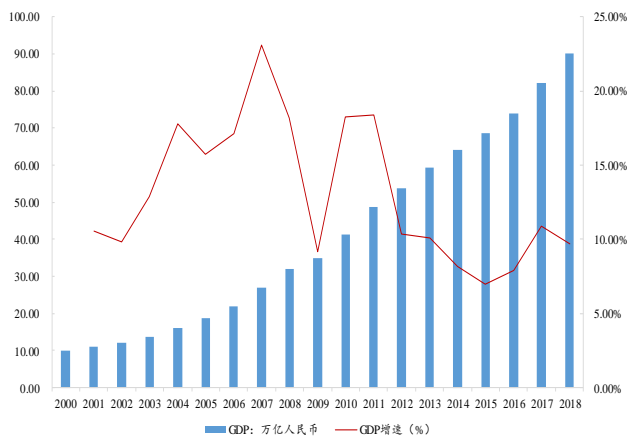
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 需求端：包装用纸需求增长空间巨大，可替代性较低

纸包装是目前市场上运用最广泛的包装，主要用于下游的食品、烟酒、快递、电子电器、日化用品等终端消费行业，应用领域广泛。根据下游客户的需求，包装纸产品又可以被细分为三类：1) 易携带、较为轻薄、主要应用于日化用品与快消食品等领域的**轻型包装**；2) 强度高、缓冲性能好、主要应用于家电电器等工业领域的**重型包装**；3) 做工精致、图案精美、针对高端客户群，主要用于礼盒、奢侈品、高档烟酒等领域的**精品包装**。轻型包装和精品包装和经济发展有着密切关系，当人们生活水平提高时，对这些物品的消费会相应的增加，相应的增加包装用纸需求；重型包装的需求则可以通过电子商务的规模进行衡量。

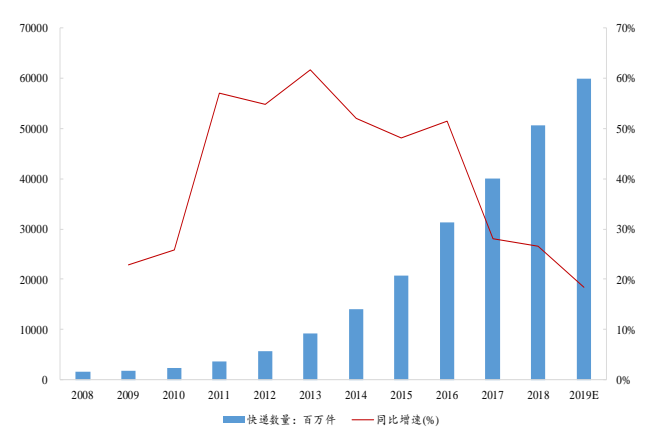
近 20 年来，中国经济快速增长，纸包装业务收入也快速增加。尽管近年来中国经济增速出现下滑，但是 6% 以上的经济增长速度在全球范围内仍然属于高速增长，经济增长对包装纸需求的拉动作用还在继续。在经济快速发展的大背景下，中国的电商快递业务从无到有，尤其是 2008 年以来，快递业务的收入规模和快递数量都呈现出井喷式增长，即便近年来增速有所下滑，但是也还是维持在 20% 以上的超高增长速度，属于行业从初期的野蛮式增长到逐渐成熟阶段的自然过渡，截止 2019 年 12 月 16 日，国家邮政局实时监测数据显示 2019 年全国快递数量突破 600 亿件。电商业务的快速发展离不开与之相配的线下物流和快递配送，受电子商务、快递物流快速发展的拉动，中国的纸包装业务收入在三种主流包装形式（纸包装、塑料包装、金属包装）中一枝独秀，也呈现出井喷式增长的态势。

图 7：中国经济仍处于快速发展阶段（万亿人民币）



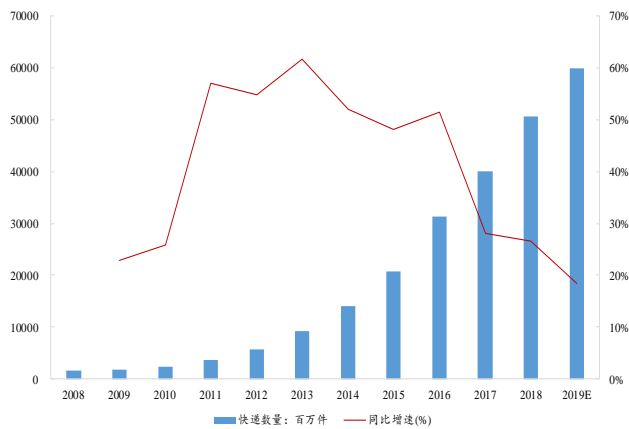
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 8：2008 年-2018 年中国快递数量（百万件）及增速（%）



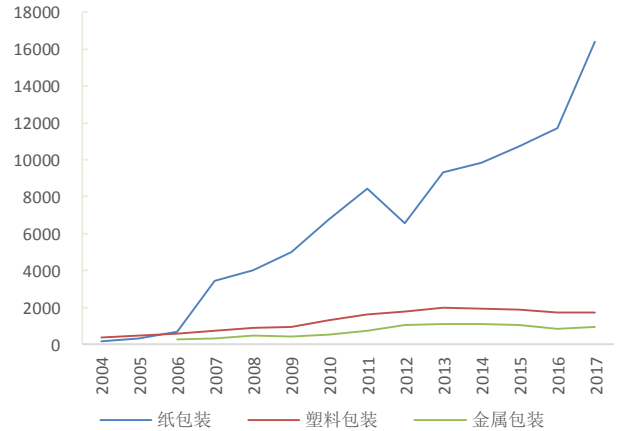
资料来源：CEIC，中国银河证券研究院整理

图 9：中国快递业务井喷式增长（亿元人民币）



资料来源：CEIC，中国银河证券研究院整理

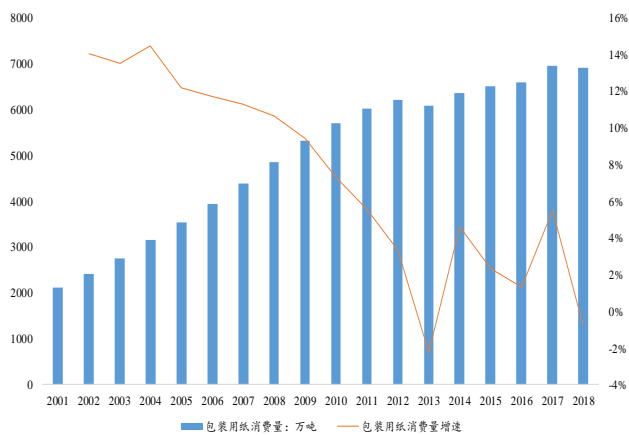
图 10：中国不同品种包装企业收入（百万美元）



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

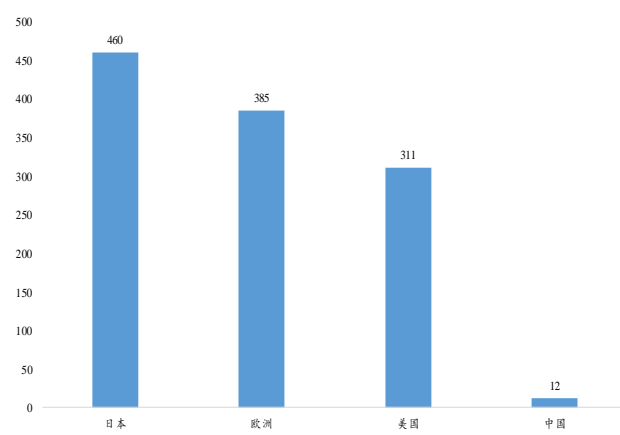
从总量的角度看，尽管中国近几年的包装纸市场发展较快，但是人均消费量仅为 12 美元/年，与全球主要国家相比仍然存在较大差距，远没有达到行业发展的“天花板”。随着人民生活水平的提高，人们对生活质量的要求也会相应的提升，包装纸行业的市场规模有望进一步扩大，并且纸包装被金属包装与塑料包装取代的可能性不高。

图 11：中国包装用纸消费量稳步提升（万吨）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

图 12：中国人均包装消费量显著低于发达国家（美元/年）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

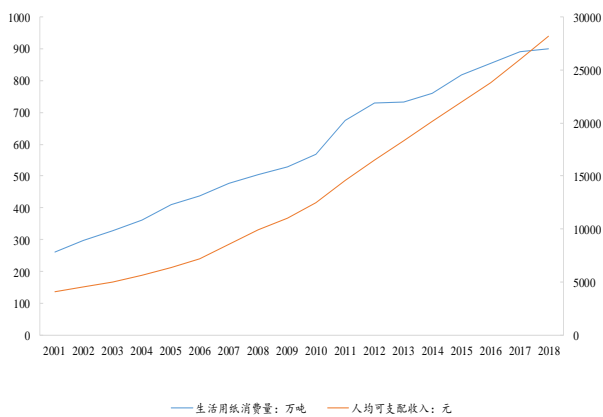
（三）需求端：生活用纸需求与人均收入水平同步提升

得益于中国经济的快速发展和人均可支配收入的快速提升，生活用纸近年保持高速发展。人们日常生活常用的卫生纸、餐巾纸、面巾纸、婴儿用的纸尿裤以及女士用的卫生巾等生活用纸在各大商超已经随处可见。由此可见，中国的消费者们已经十分认同广泛地运用生活用纸能够极大程度上方便日常生活并提升生活质量，因此生活用纸正在逐步成为与消费者关系最为密切的必选消费品之一。

从消费总量上来看，过去 17 年（2001 年-2018 年）生活用纸行业总消费量的 CAGR 达到

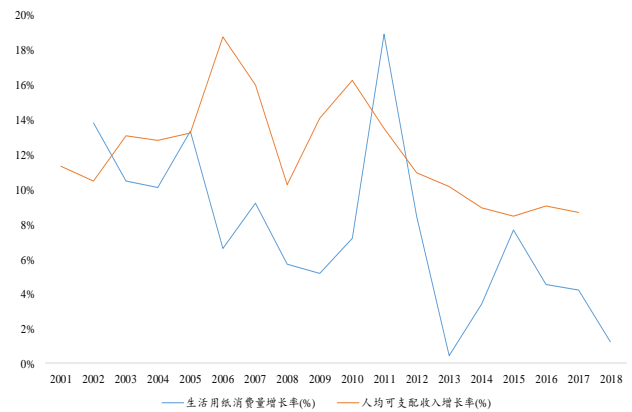
7.56%，除个别年份（2011年）因产能集中投放导致消费量增速剧增外，其余年份消费量增速总体保持稳定。生活用纸的增速发展凸显了其作为日常生活中的必需品之一具备较强的不可替代性。放眼全球，除个别年份（2013年）中国生活用纸消费量出现低增长外，中国生活用纸消费量的增速在全球范围内均居于前列：2008年-2016年期间，国内生活用纸消费量CAGR达到6.84%，北美地区仅为1.16%，欧洲地区为1.86%，亚洲其他地区为6.15%。由此可见，中国生活用纸当前消费量的增长势头比较强劲，显著优于其他国家和地区。

图 13：中国生活用纸消费量（万吨）与人均收入（元人民币）



资料来源：中国造纸年鉴、国家统计局、中国银河证券研究院整理

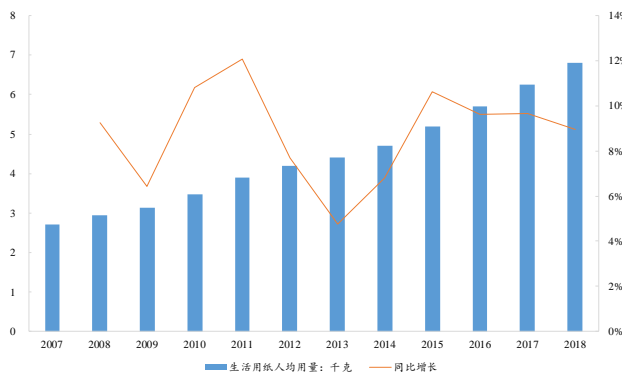
图 14：中国生活用纸消费量与人均可支配收入增速对比



资料来源：中国造纸年鉴、国家统计局、中国银河证券研究院整理

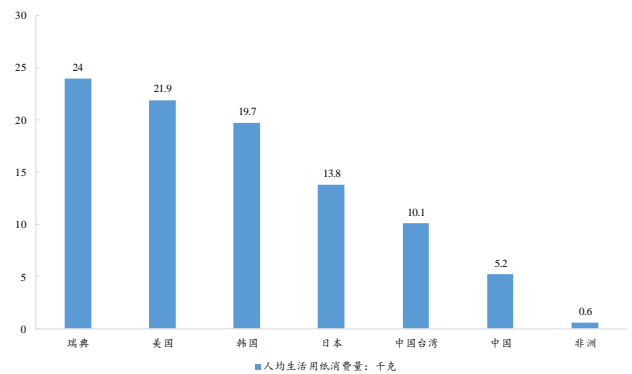
基于人均生活用纸消费量与人均可支配收入增长趋势较为相近，我们推断未来人均可支配收入的稳步增长仍将拉动中国人均生活用纸消费量逐步提升。从人均消费总量上看，以2015年的数据为例，中国5.2千克/年的人均生活用纸消费量远低于欧美成熟市场，也低于亚洲其他发达经济体，未来提升空间巨大。此外，随着人们生活水平的提高，生活用纸中细分需求可能会被市场逐渐挖掘，预计未来产品升级也将提供一定空间。综合来看，中国生活用纸消费量还有很大的增长空间，再结合生活用纸必选消费品的特质以及生活用纸被其他产品所替代的可能性极低的特征，未来将为造纸行业贡献提供可观的市场增量空间以及增速。

图 15：中国人均生活用纸消费量（千克/年）



资料来源：中国生活用纸年鉴、中国银河证券研究院整理

图 16：2015 年各国或地区人均生活用纸消费量（千克/年）



资料来源：中国生活用纸年鉴、中国银河证券研究院整理

二、国际公司龙头多元全球化布局，中国聚焦国内造纸市场

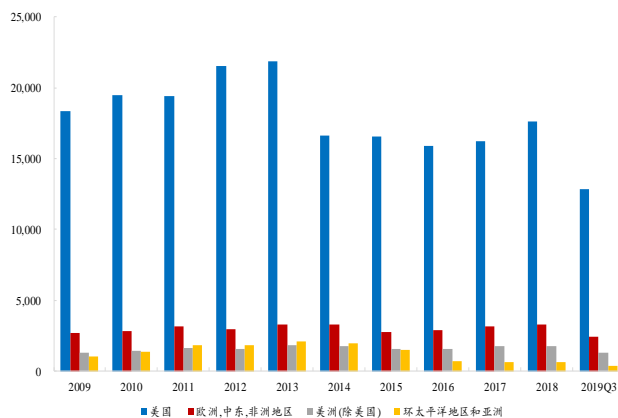
(一) 国际龙头拓展上下游业务，全球布局产能

美国聚集了全球造纸行业的龙头企业，市场最为成熟。美国造纸行业目前在业务模式上体现出两方面的特点：1) 在产业链方面，美国的造纸行业龙头已经实现了制浆、造纸、包装一体化布局；2) 在生产布局上，美国的龙头企业实现了全球布局，制纸业务遍布全球。

从多元化业务角度来看，以美国造纸行业的绝对龙头国际纸业（IPN）为例，国际纸业主营业务结构较为稳定，主要分为工业包装、全球纤维素纤维、印刷纸、消费品包装。其中，工业包装主要包括箱板瓦楞纸生产，其中部分业务涉及到下游的包装业务；全球纤维素纤维提供用于吸收型、非吸收型的专业纸浆、纤维，属于上游的制浆业务；消费品包装用于各种包装和食品服务终端用途的涂层纸板，也会涉及到下游的包装业务。

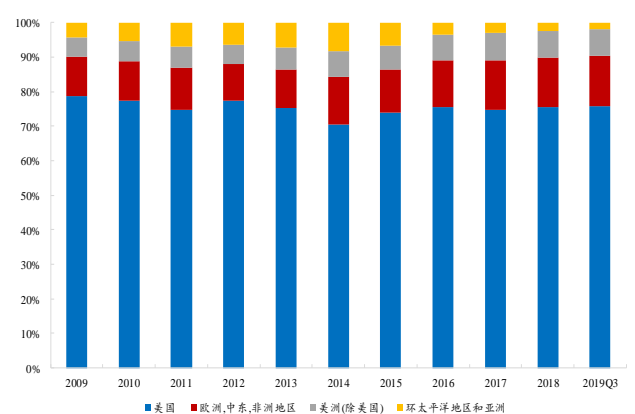
从全球业务布局角度来看，美国的造纸企业正在广泛进行全球布局，产能并不局限在美国本土。以国际纸业为例，国际纸业最初由美国东北部的 17 家纸浆造纸工厂合并而成，目前业务布局超过 20 个国家。公司的包装纸除在北美有产能外，在欧洲与巴西也广泛设厂，拥有将近 40 家大型生产厂；印刷纸方面，国际纸业有将近一半的产能分布在海外。得益于广泛的产能布局，近十年来，公司约 75% 的营业收入来自于美国本土，其他部分都来自于欧洲、美洲其他国家、亚太地区。

图 17：国际纸业分地区营收（百万美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18：国际纸业分地区营收占比（%）



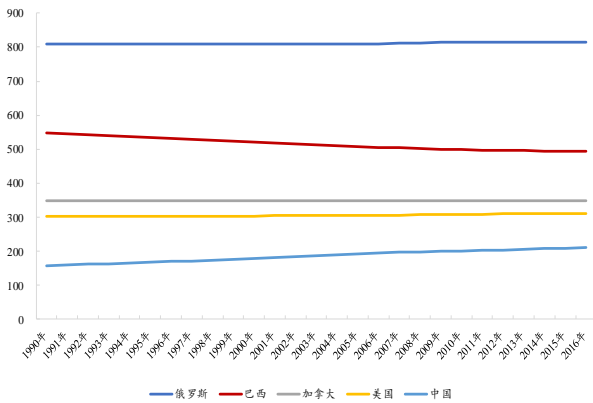
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

对比之下，中国造纸企业的多元化与全球化业务开展受限的主要原因是受国内木材与木浆等原材料的严格把控所致，基于此情况，国内造纸企业专注于中游造纸市场，并且由于缺少对上游资源的把控能力使得中国造纸企业的成本高企，以致于在全球市场中难以占得一席之地。

从多元化业务角度来看，中国的造纸企业向上游拓展较少的原因在于中国林地的匮乏和高昂的制浆成本。与世界上其他的主要造纸国家相比，中国的森林面积远远落后于这些国家，森林覆盖率比较低，仅为 22.2%，低于 31% 的世界平均水平。近几年来，受到国家对森林资源重视与保护的影响，中国的森林面积有所增长，但目前仅占美国森林面积的三分之二左右，森

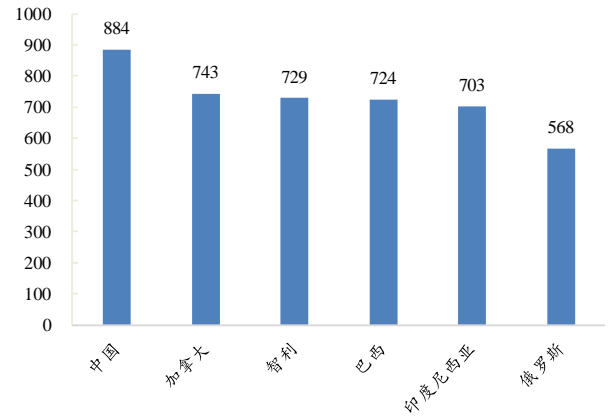
林面积仍比较小，林木资源比较匮乏。由于这种资源禀赋造成的木材资源相对缺乏，使得制浆行业的发展从根源上受到限制。

图 19：世界主要造纸国家森林面积对比（万平方公里）



资料来源：World Bank，中国银河证券研究院整理

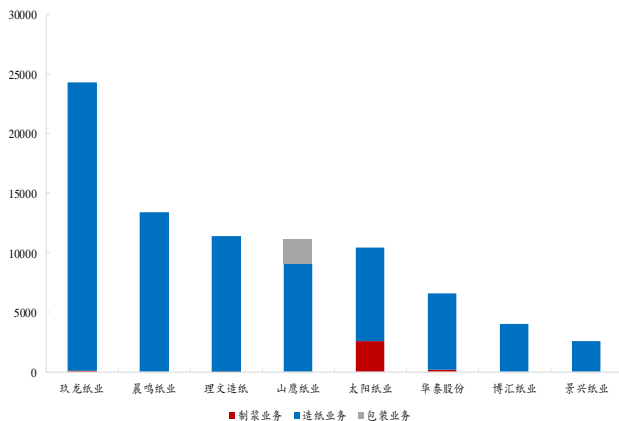
图 20：国内外纸浆出厂价比较（美元/吨）



资料来源：World Bank，中国银河证券研究院整理

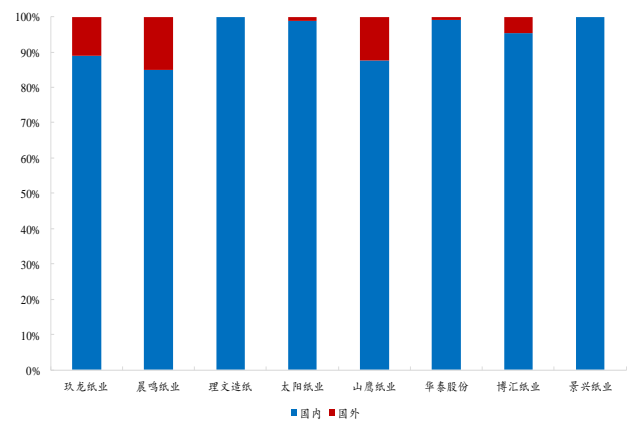
在全球产能布局上，之前虽有个别企业在海外有业务开展，但是企业的造纸厂都在国内，海外业务仅仅是涉及采购或销售业务，并不涉及生产。目前只有个别龙头企业开始尝试往造纸行业的上下游进行业务拓展，或在海外林木资源丰富的国家布局产能。如玖龙纸业在林木资源较多的越南建厂（2008年，收购越南正阳纸厂，产能10万吨；2017年，二号纸机投产，产能35万吨），并于2018年收购了美国的两家纸浆厂，标志着其业务向上游的拓展；太阳纸业在老挝设立子公司（2010年，10万公顷纸浆林项目）和布局产能（2016年投产，40万吨化学木浆项目）；山鹰纸业开始布局下游的纸包装业务等。但总体来说，国内造纸企业目前在业务上还是专注于造纸业务，较少涉及上游的制浆和下游的包装；在海外产能布局也相对较少，主要营业收入依然来自于国内。

图 21：中国龙头企业 19 年上半年按业务拆分营收（百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22：中国龙头企业 2018 年按地区细分营收占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：玖龙纸业为 2019 年年报数据，其余为 2018 年年报数据

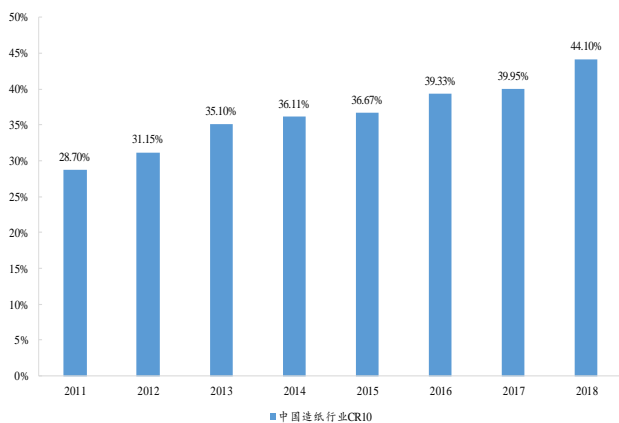
我们认为国际造纸龙头在对上下游业务拓展、上游资源把控以及全球化布局上存在明显的优势，因此中国造纸业龙头企业短时间内并不能对其地位造成撼动。然而，国内造纸企业已经意识到上游资源稀缺引发的抑制作用，并开始尝试上游资源的全球化布局，尽管短时间内难以体现出明显差异，但是长远来看，此举定将为未来实现多元化与全球化打下基础。

（二）中国造纸行业成长看点：行业集中度较低，个别纸种市场相对成熟

尽管中国造纸行业与全球其他国家造纸行业相比成熟程度偏低，但是我国目前正处于去产能与提升集中度的过程中，并且需求端仍处于稳定提升的上升通道中，因此未来推动行业成长的核心驱动因素来自于供给端，只有通过供给端的格局的优化，配合着需求端的稳定提升，行业才将逐渐迈向成熟期。

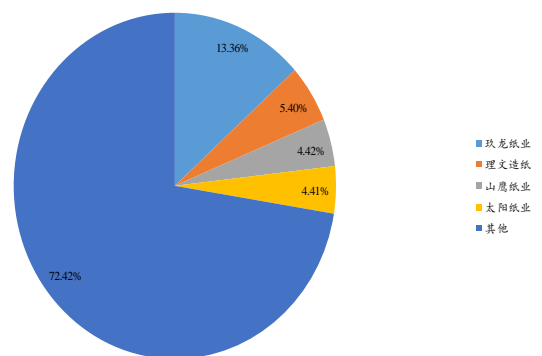
从行业整体的产销量数据来看，经过2010年以来的环保政策去产能之后，造纸行业的CR10从2011年的28.70%逐步上升到2018年的44.10%，而美国造纸行业在经历环保立法去产能及行业并购之后，CR10已经达到了90%左右。按照各公司披露的销量数据计算，玖龙纸业、理文造纸、太阳纸业、晨鸣纸业四家龙头企业于2018年的CR4已经达到27.58%，与美国造纸行业在1972年的CR4处于24%和经过“十年环保立法”后的1984年的CR4处于29%相比，仍有进一步提高空间。经过环保去产能，部分中小落后产能被淘汰，行业集中度有所提升，而随着行业龙头逐渐开始扩产能，我们认为造纸行业的集中度有望进一步提升。从中国造纸行业现阶段集中度及行业龙头扩产能状态来看，中国造纸行业目前正处于行业去产能的中后期——环保立法会进一步淘汰行业落后产能，符合环保标准的行业龙头开始扩产能抢占市场份额。

图 23：中国造纸行业 CR10



资料来源：Wind、中国造纸协会、中国银河证券研究院整理

图 24：2018 年中国造纸 CR4 市场份额



资料来源：公司年报、中国造纸协会、中国银河证券研究院整理

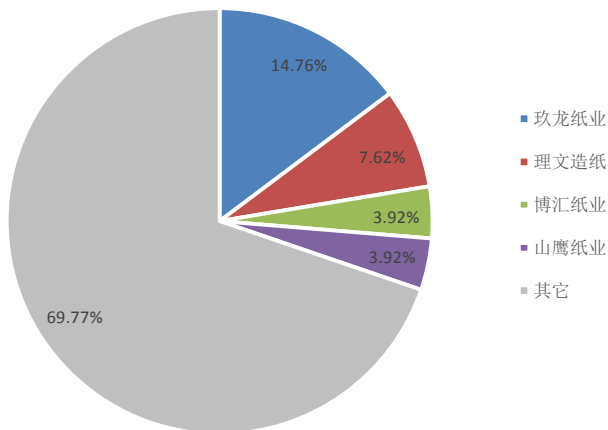
在整体行业提升集中度时，集中度尚有巨大提升空间的细分子领域将有望表现出优于行业整体的表现，因为在行业整体集中度提升的过程中，细分领域的龙头企业将迅速抢占所在市场内的份额，并巩固领先优势，在形成护城河后便可受益于马太效应。

1、包装用纸行业集中度较低

从产能方面的数据来看，包装用纸行业产能前四的公司分别是玖龙纸业、理文造纸、博汇

纸业和山鹰纸业。其中，玖龙纸业、理文造纸在港股上市，是目前国内造纸行业规模最大的两家公司；博汇纸业和山鹰纸业在 A 股上市。玖龙纸业目前有约 1408 万吨包装用纸产能，公司在广东东莞、重庆、天津等地均有设厂，产能在全国范围内布局十分广泛，牢牢占据包装用纸行业的龙头地位。而位居第二的理文造纸，也有将近 618 万吨包装用纸产能。根据 2018 年各公司的产能数据测算，包装用纸行业的 CR4 仅为 30.23%，CR8 也仅为 38.92%，行业集中度较低。

图 25：中国包装用纸 CR4 市场份额

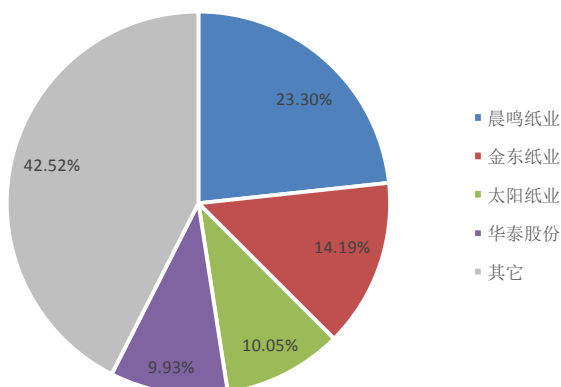


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院整理

2、文化用纸行业集中度相对较高

文化用纸的市场集中度相对较高，按照 2018 年各公司的产能数据，在行业市场份额占比的较大的公司依次是晨鸣纸业、金东纸业、太阳纸业、华泰股份，除金东纸业外，其他三家均已上市，晨鸣纸业和太阳纸业更是国内目前浆纸系的龙头企业。晨鸣纸业目前在山东、广东、湖北、江西、吉林、武汉等地均建有生产基地，年浆纸产能达到 1100 多万吨。根据 2018 年各公司的产能数据测算，文化用纸行业的 CR4 为 57.48%，CR8 为 72.74%，CR10 为 76.40%，相较于其它细分纸种，文化用纸的市场集中度相对更高。

图 26：中国文化用纸 CR4 市场份额

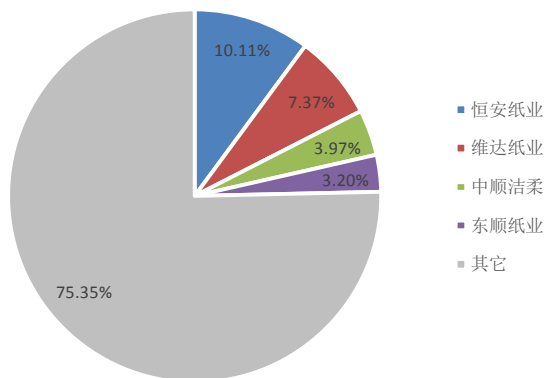


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院整理

3、生活用纸市场集中度较低

生活用纸的市场竞争比较激烈，市场集中度相对较低。根据卓创资讯的数据统计，生活用纸行业产能较大的前 52 家企业的产能之和，仅占生活用纸行业总产能的 40.44%，行业内存在着大量 10 万吨以下的小产能。按产能口径，位于前 4 的公司依次是恒安纸业、维达纸业、中顺洁柔 and 东顺纸业，除中顺洁柔外，其他三家公司均未上市。行业龙头恒安纸业是恒安国际全资事业单位，从事生活用纸产品生产，拥有“心相印”、“阿尔乐”等驰名商标，在重庆、湖南、山东等地建有造纸生产加工基地，年产能达到 140 万吨以上。根据各公司 2018 年产能数据测算，生活用纸行业的 CR4 仅为 24.65%，CR8 和 CR10 也分别仅有 30.45%和 32.13%。

图 27：中国生活用纸 CR4 市场份额



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院整理

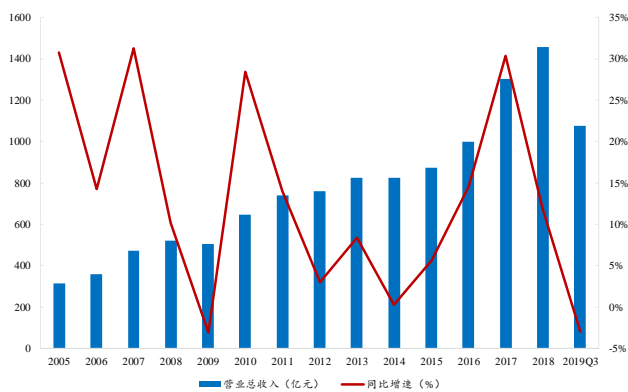
（三）行业财务分析：规模与业绩降幅加速收窄，资产周转效率有待提升，销售净利率推动 ROE 抬升

1. 利润表：营业收入与扣非净利润受成本端改善加速回暖

截止 2019 年前三季度，造纸行业合计实现总营业收入 1074.81 亿元，同比增速为-2.95%；行业合计实现归母扣非净利润为 51.82 亿元，同比增速为-41.72%，主要原因是由于造纸行业的利润受原材料价格与宏观经济进入下行周期后下游需求疲软所致。从年度表现来看，2017 年年底造纸行业的净利润同比增速高达 203%，并且自 2014 年起受环保政策强制去产能的正向影响连续 4 年保持高速正增长。然而，在进入 2018 年下半年后全球纸浆价格迅速抬升叠加贸易战等多重因素致使我国经济增速放缓，下游需求疲软，使得造纸行业在收入与成本端遭受双重压力。2019 年至今，从营业收入和净利润的表现来看，尽管一季度表现欠佳，但二、三季度内各大纸厂在上游纸浆价格从高位回落后开始对下游具有一定需求韧性的纸张实施提价，改善自身毛利率的同时，带动业绩出现边际回暖迹象。2019 年前三季度单季度分别实现营收规模 328.60/356.36/389.85 亿元，同比增长-2.38%/-8.85%/2.61%；分别实现归母扣非净利润-61.21%/-44.31%/-15.01%。从规模与业绩的季度同比表现来看，造纸行业规模已经实现单季度由负转正，业绩降幅缩窄的转暖迹象。尽管行业整体已有回暖迹象，但更多依靠的是成本端推

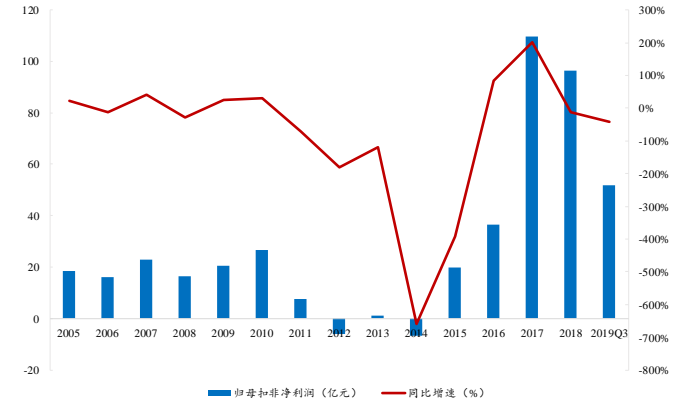
动：1) 上游原木纸浆价格持续维持在低点徘徊，使得造纸企业毛利率改善，推动业绩降幅在规模增速出现季节性回暖的情况下迅速收窄；2) 上游废纸纸浆价格受 2020 年或将全面清零废配额的政策影响出现抬升，而纸企顺势向下游韧性较强的需求端进行价格转移，利好自身业绩改善。综合来看，我们认为目前我国造纸行业正处于受成本端驱动的业绩改善阶段，可持续性相较于需求端驱动的业绩改善而言较差，预计 2019 年全年造纸行业业绩大概率仍将出现同比下滑，但降幅将较前三季度进一步缩窄，2020 年如若需求端未能出现持续回暖现象，那么受成本端驱动的业绩改善效果将被弱化。

图 28：造纸行业公司历年营收（亿元）与同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 29：造纸行业公司历年归母扣非净利（亿元）与同比增速（%）



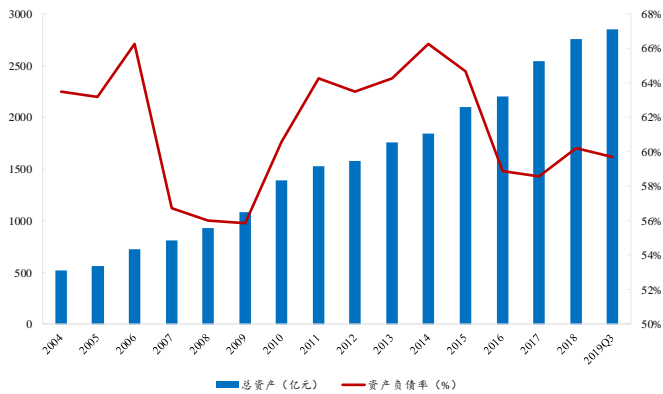
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2.资产负债表：资产结构优化效果显著，资产周转效率有待提升

截止 2019 年前三季度，造纸行业公司总资产合计为 2852.04 亿元，排除上市公司数量增加对于行业总资产数目的影响，整体保持稳定的扩张，体现了造纸行业的规模逐步扩大，生产线等固定资产日益完善稳步发展。行业总体的资产负债率从 2014 年开始逐渐呈现出下滑的趋势，截止 2019 年前三季度造纸行业的总体资产负债率为 59.69%，距离 2014 年的峰值 66.28% 下滑了 6.59 个百分点，整体资产结构得到优化，流动性有所提升。

对于造纸企业而言，固定资产总额与资产周转能力体现了公司的生产能力和资产利用效率。从这两个数据来看，资产周转率在 2015 年结束了长达 8 年的持续下滑趋势，重拾上升趋势，截止 2019 年前三季度，我国造纸行业整体资产周转率 38%，略低于去年同时 42%。至于固定资产总额，近年来龙头企业对于生产线依旧有所投入，但是相较于 2004 年-2016 年间的持续增长而言，目前整体行业对于固定资产的投入出现了停滞。预计未来在落后产能逐步退出后，龙头企业将加大固定资产投入抢占市场份额。

图 30: 造纸行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 31: 造纸行业公司历年固定资产总额 (亿元) 与资产周转率 (%)

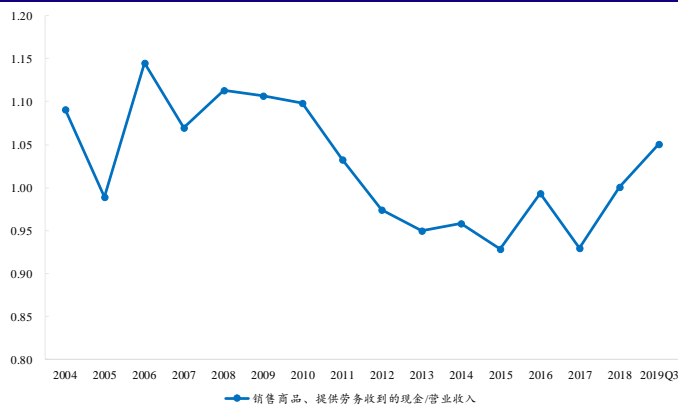


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 现金流量表: 收入现金比趋稳中有升, 经营回款效率持续改善

造纸行业的收入现金比例持续在 1.03 左右波动, 表现出造纸行业剔除了应收账款带来的风险之后, 现金流入情况与销售收入的实际情况表现基本匹配, 行业整体不仅当期收入全部现金, 并且收回前期应收账款, 盈利质量较好。

图 32: 造纸行业公司历年收入现金比例情况 (%)

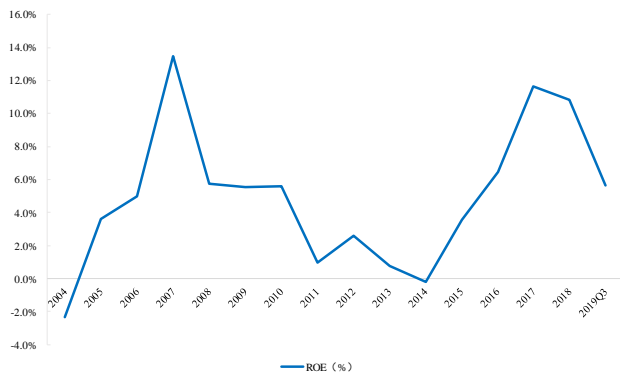


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 杜邦分析: 成本端因素推动销售净利率上升, 助力 ROE 走势转好

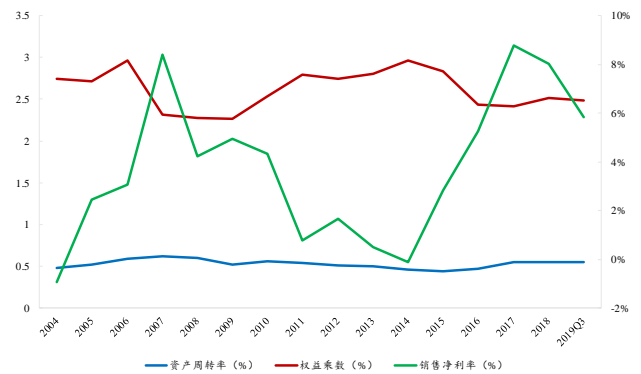
造纸行业的 ROE 整体呈现出较强的波动性, 自 2014 年开始造纸行业的 ROE 持续提升。将 ROE 进行拆分, 总资产周转率和权益乘数均表现的较为平缓; 因此, ROE 的变动更多的受到销售净利率的影响, 截止 2019 年前三季度, ROE 受原材料价格波动与需求疲软的影响下滑至 5.62%, 其中权益乘数为 2.48 倍, 总资产周转率为 0.55, 销售净利率水平回升至 5.83%。

图 33: 造纸行业公司历年 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34: 造纸行业公司历年 ROE 拆分



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、造纸行业当前存在的问题及建议

通过下表对当前造纸行业所存在面临的问题以及对应的建议进行梳理:

表 1: 造纸行业当前存在的问题及建议

问题描述	解决建议
<p>1. 市场集中度偏低, 竞争激烈</p> <p>我国造纸行业整体集中度偏低, 导致企业对上下游的议价能力偏弱, 未能形成可观的规模效应, 有效地降低成本, 增厚利润。与此同时, 企业还将在面对上下游挤压利润的同时面对竞争对手的压力, 从而加深低集中度对企业盈利能力的抑制作用, 拖累行业整体的良性发展。</p>	<p>国家政策推动淘汰落后产能, 龙头企业适时扩建产能抢占市场份额, 提升行业集中度, 形成规模效应, 提高盈利水平, 引领行业迈向良性循环发展的道理。</p>
<p>2. 上下游议价能力薄弱, 受成本波动影响严重</p> <p>上游: 我国制浆的成本较其它国家高, 纸浆木浆等严重依赖进口。造纸行业对原材料的需求较大, 现有的木浆、废纸产量远远不能满足我国造纸行业的原材料需求: 木浆的市场饱和度甚至低于 40%, 废纸市场饱和度也只有 70%左右。因此, 原材料供不应求使得中游造纸企业利润空间受挤压。</p> <p>下游: 作为一个需求导向型的行业, 供需关系直接决定了市场参与者在产业链中的议价能力。根据卓创资讯统计的中国造纸行业市场饱和度 (产量/需求量) 数据, 除包装用纸中的箱板纸外, 其他纸种的市场饱和度都在 100%以上, 市场处于供过于求的状态, 表明中国的造纸行业在与下游的议价博弈中处于相对劣势的地位, 造纸行业的议价能力较弱。</p>	<p>上游议价能力: 积极在海外布控上游原材料供应商, 以此缓解中游造纸企业对上游原材料供应议价能力偏弱的现状。</p> <p>下游议价能力: 从 2016 年开始, 多种纸张的市场饱和度都有所下降, 这 and 行业去产能的深入有着密切关系。我们预测, 随着行业落后中小产能的进一步被淘汰, 中国造纸行业与下游的议价能力有望在现有基础之上得到改善。</p>
<p>3. 境外废纸配额收紧, 采购成本将有所提升</p> <p>境外废纸配额逐步收紧对于本身木浆以及废纸原材料严重短缺的中国造纸行业将造成一定冲击。并且, 境外废纸总配额减少还将带动单价上升, 因此主要依靠境外废纸生产的企业</p>	<p>废纸系龙头企业所享受的马太效应将在此情况下变得格外重要。废纸系龙头企业必将从中获益, 尽管单价可能会有所抬升, 但是龙头企业所占</p>

将受到双重打击。

据的废纸配额将越来越多，从而逼迫中小产能被迫离场或升级生产线以适应原材料供应短缺的问题，最终实现集中度快速提升的结果。

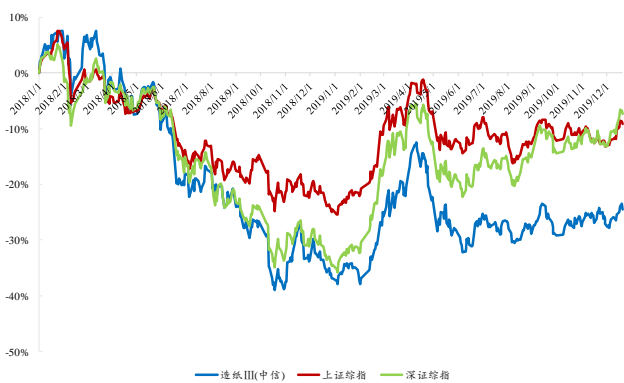
资料来源：中国银河证券研究院整理

四、造纸行业在资本市场中的表现

（一）行业累计涨跌幅跑输全市场，估值指标处于较低的历史百分位点

2018 年年初至今（20191220）中信造纸指数下滑 24.60%，跑输上证综指（-9.14%）和深证成指（-7.35%）；2019 年年初至今中信造纸指数上涨 19.42%，跑输上证综指（20.49%）和深证成指（41.30%）。造纸行业总体表现与其 PB 变化趋势较为契合，但 PB、PS 和 PE 的近期数值均低于历史均值水平，分别对应百分位水平 23.62%/30.97%/20.08%，依旧属于被市场低估的阶段。

图 35：CS 造纸指数 2018 年年初至今累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 36：CS 造纸行业指数与估值指标

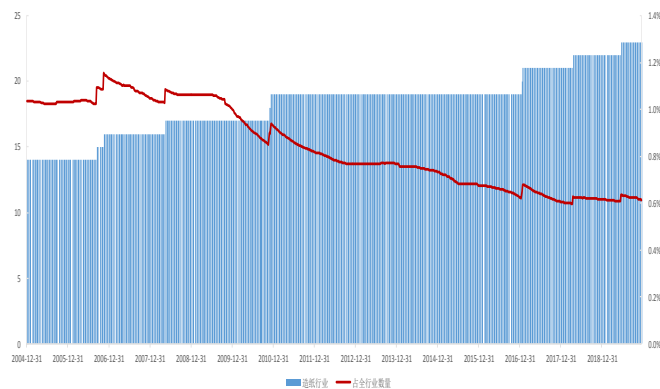


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）市场情绪指标与风险指标：造纸行业处于低配状态，未来有待增持

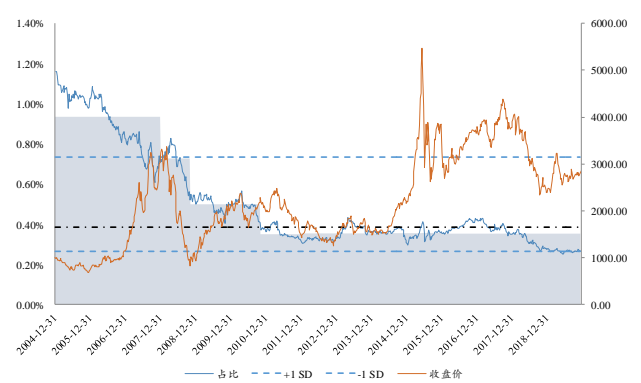
造纸行业的上市公司数量增长不及行业整体，因此造纸行业的上市公司数量占比自 2009 年开始明显处于下滑趋势，截止 2019 年 12 月，造纸行业上市公司为 23 家，占比全市场比例为 0.61%；造纸行业与全行业流通市值的比值为 0.26%，目前处于偏低的历史百分位水平，市值占比不断收缩，板块规模持续下降，当前表现不及全时间段范围的中位数水平。

图 37: CS 造纸行业上市公司数量与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: CS 造纸行业流通市值与全行业流通市值比例情况



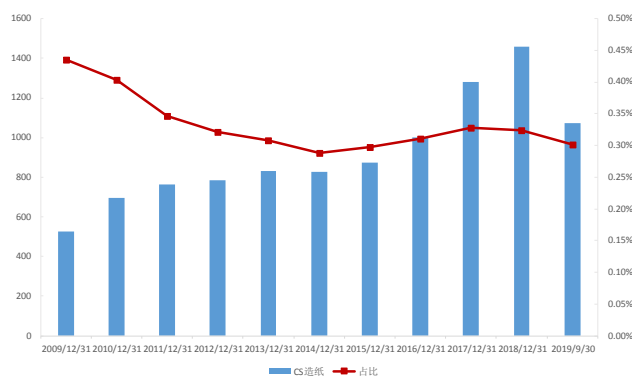
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

造纸行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比总体呈现下滑趋势，这与公司市值占比的下滑趋势基本保持一致，2019Q3 造纸行业上市公司共实现营收 1074.81 亿元，贡献全市场营收比例为 0.30%。净利润的贡献占比情况自 2014 年开始出现回升趋势，但由于行业整体净利率水平较低，截止 2019Q3，造纸行业上市公司合计贡献业绩 62.65 亿元，占比全市场仅为 0.18%。

目前（2019.12.20）造纸行业占全行业成交金额的比值分别为 0.36%，换手率与全行业的比值为 1.39 倍，二者和中位数水平相比处于较低的百分位水平。此外，我们将指数的 1/PE 处理为投资收益率，由此通过比较 1/PE 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视为投资超额收益，当前造纸行业的风险溢价为 -0.20%，处于历史均值附近，未来的下行风险较小，该指标自 2 月底触及峰值之后显现短暂的滑落趋势，于 5 月中旬左右企稳后再度向上攀升，随后一路回落至历史均值附近。

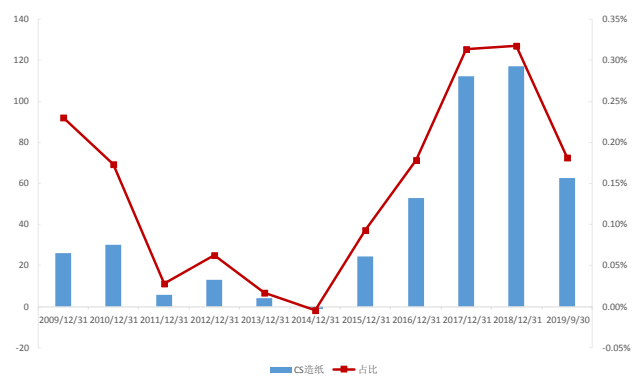
Beta 值衡量了造纸行业对市场的敏感程度，与全 A 的 beta 值进行对比后，如果比例大于 1，则说明系统性风险高于全市场；反之亦然。造纸行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1，中位数为 0.96，说明造纸行业具有一定的抗风险和抗周期能力；目前（2019.12.20）造纸行业 and 全行业 beta 值的比值为 1.07，处于相对较高水平。

图 39: CS 造纸行业营业收入与全行业比例情况



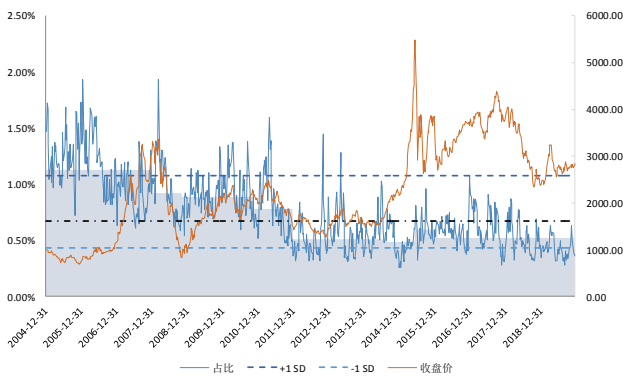
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: CS 造纸行业净利润与全行业比例情况



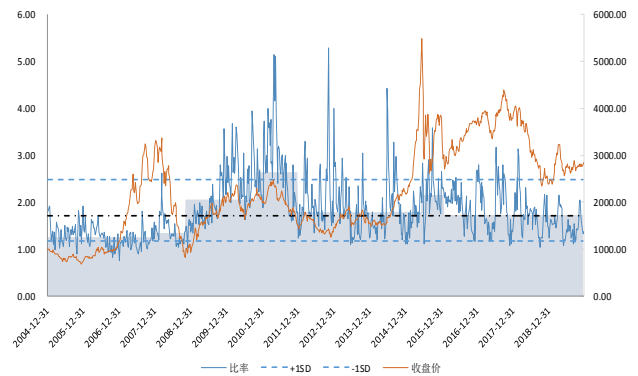
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: CS 造纸行业成交额与全行业比例情况



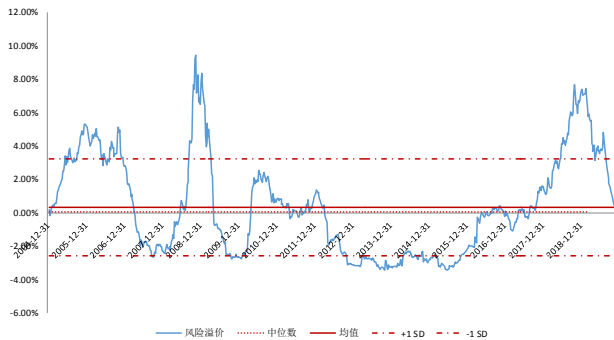
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: CS 造纸行业换手率与全行业比例情况



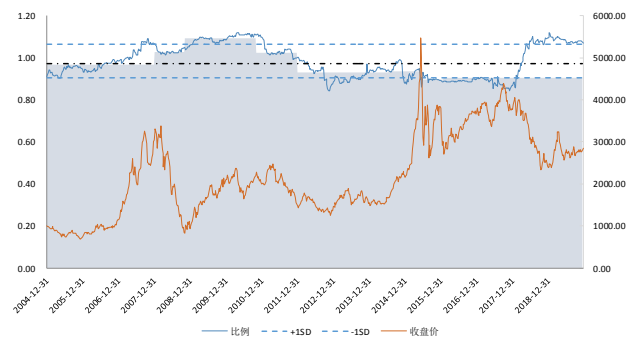
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 43: CS 造纸行业风险溢价走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: CS 造纸行业 beta 值与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 配置建议

对标美国造纸行业的发展阶段及市场特点, 中国造纸行业目前处于行业整体集中度不高、上下游议价能力较弱、对原材料依赖程度较高的状态。随着环保政策持续收紧以及进口废纸配额的进一步减少, 行业落后中小产能将会被加速出清, 对原材料的控制将成为造纸企业发展的关键, 行业龙头有望凭借自身规模优势以及原材料自给优势进一步获取更大市场份额, 提升行业集中度, 获取更大利润空间。从全球纸张消费情况来看, 中国及东亚地区的人均用纸量尚处低位, 行业仍有很大增长空间, 随着经济增长及人们生活水平的提升, 下游消费需求有望进一步提振, 利好行业发展, 看好行业龙头企业。

自 2018 年四季度以来, 在上游纸浆价格与下游需求疲软造成的双重压力之下, 自 2014 年起回暖的造纸行业遭受了些许挫折, 连续两个季度出现规模与利润同比下滑的状况。尽管在今年一季度期间, 上游纸浆价格较去年高位有所回落, 但其在一季度后半段中再度回升, 与此同时, 下游需求也并未回暖, 导致今年一季度造纸行业, 尤其是对纸浆依赖度较高的企业的业

绩造成极大的压力,多家造纸企业出现环比加速下滑的情况。但是,在进入到今年二季度以来,上游纸浆价格再度呈现快速回落的趋势,并且截止目前仍未出现任何回升迹象。基于此,造纸行业整体自二季度以来,在下游需求端尚未得到有效地持续回暖情况下,受上游成本端压力缓解与提价双重因素影响,业绩与规模降幅逐季收窄。与此同时,截止至12月,我国今年的外废进口数额与批次相较于去年分别减少40%与11批次,这一趋势符合国务院于2018年6月提出在《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》中提出的2020年全面清零外废出口的目标,使得国内废纸价格上升,致使国内废纸系造纸企业成本端压力加大。然而,面对此轮上游的价格压力,废纸系企业在下游需求弹性偏弱但韧性较强的情况下通过纸张提价顺利向下游转移原材料涨价压力,使得自身利润规模得到显著改善。

我们认为此轮造纸行业的业绩改善主要依靠的是:1)上游原木纸浆价格的持续低迷;2)废纸价格受政策影响出现上涨,导致中游造纸企业被迫提价。在造纸企业频频涨价的同时,中游的产能利用率实际并未出现显著抬升,在对冲了近年来环保政策推动的减产与限产利好同时,从侧面印证下游需求尚未回暖。至于下游需求端,生活用纸与文化用纸呈现出更多的是较强的韧性而非弹性,而行业需求端的弹性主要来自于包装用纸,但我国目前社会消费品零售总额仍处于惯性下滑趋势之中,表明下游需求的弹性尚未出现明显改善。基于上述原因,我们认为造纸行业出现行业拐点的必要因素按重要性划分为:需求回暖明显>产能出清后的产能利用率提升>成本下降或保持稳定。综合来看,我们认为此轮造纸行业业绩改善的可持续性较差,行业拐点仍有待进一步观察。

推荐投资标的包括:太阳纸业(002078.SZ,浆纸系龙头,较早的布局上游产能,在老挝拥有丰富的林木资源)、晨鸣纸业(000488.SZ,浆纸系龙头,纸浆自给率达到70%以上,对进口原材料依赖程度较低,成本端优势明显)、山鹰纸业(600567.SH,箱板瓦楞纸龙头,受益于外废配额向行业龙头集中以及行业集中度的提升)。

(二) 十二月核心关注组合表现回顾

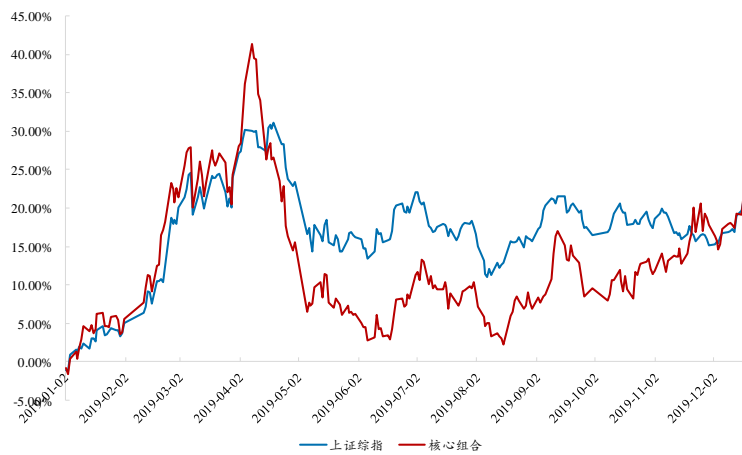
表 2: 核心关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	权重	年初至今累计涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)
002078.SZ	太阳纸业	较早布局上游产能,在老挝拥有丰富的林木资源,预计未来有望缓解上游原材料供应商对公司的强议价的情况。	33%	60.29	-0.33
000488.SZ	晨鸣纸业	公司纸浆自给率高使得对进口原材料依赖度低,从而构建了成本优势的护城河。公司未来业绩受原材料价格波动的影响相较于竞争对手将有一定收敛。	33%	-9.17	2.75
600567.SH	山鹰纸业	公司作为包装纸中箱板瓦楞纸的龙头,未来将受益于行业集中度提升所带来的马太效应。并且,基于公司主要依靠废纸进行生产以及海外废纸配额正逐	33%	13.78	9.23

步收紧，公司未来将继续扩大占比，巩固公司龙头地位。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 45：核心组合 2019 年至今收益率变动



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

六、风险提示

环保政策执行不及预期的风险；行业产能扩张超出预期的风险；上游纸浆价格回升的风险。

插图目录

图 1: 造纸指数与上证综指走势变化趋势	3
图 2: 造纸上市公司占比市场总市值走势变化趋势	3
图 3: 中美造纸行业 CR4 市值与营收规模对比 (亿人民币)	3
图 4: 中美造纸行业 CR4 对比 (按产量)	3
图 5: 2011-2019 年 10 月份中国造纸及纸制品企业数量 (家)	4
图 6: 中国造纸行业集中度 CR8 逐渐提升 (按产量)	4
图 7: 中国经济仍处于快速发展阶段 (万亿人民币)	5
图 8: 2008 年-2018 年中国快递数量 (百万件) 及增速 (%)	5
图 9: 中国快递业务井喷式增长 (亿元人民币)	6
图 10: 中国不同品种包装企业收入 (百万美元)	6
图 11: 中国包装用纸消费量稳步提升 (万吨)	6
图 12: 中国人均包装消费量显著低于发达国家 (美元/年)	6
图 13: 中国生活用纸消费量 (万吨) 与人均收入 (元人民币)	7
图 14: 中国生活用纸消费量与人均可支配收入增速对比	7
图 15: 中国人均生活用纸消费量 (千克/年)	7
图 16: 2015 年各国或地区人均生活用纸消费量 (千克/年)	7
图 17: 国际纸业分地区营收 (百万美元)	8
图 18: 国际纸业分地区营收占比 (%)	8
图 19: 世界主要造纸国家森林面积对比 (万平方公里)	9
图 20: 国内外纸浆出厂价比较 (美元/吨)	9
图 21: 中国龙头企业 19 年上半年按业务拆分营收 (百万元)	9
图 22: 中国龙头企业 2018 年按地区细分营收占比 (%)	9
图 23: 中国造纸行业 CR10	10
图 24: 2018 年中国造纸 CR4 市场份额	10
图 25: 中国包装用纸 CR4 市场份额	11
图 26: 中国文化用纸 CR4 市场份额	11
图 27: 中国生活用纸 CR4 市场份额	12
图 28: 造纸行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%)	13
图 29: 造纸行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)	13
图 30: 造纸行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)	14
图 31: 造纸行业公司历年固定资产总额 (亿元) 与资产周转率 (%)	14
图 32: 造纸行业公司历年收入现金比例情况 (%)	14
图 33: 造纸行业公司历年 ROE	15
图 34: 造纸行业公司历年 ROE 拆分	15
图 29: CS 造纸指数 2018 年年初至今累计涨跌幅	16
图 30: CS 造纸行业指数与估值指标	16
图 31: CS 造纸行业上市公司数量与全行业比例情况	17
图 32: CS 造纸行业流通市值与全行业流通市值比例情况	17
图 39: CS 造纸行业营业收入与全行业比例情况	17

图 40: CS 造纸行业净利润与全行业比例情况17
图 41: CS 造纸行业成交额与全行业比例情况18
图 42: CS 造纸行业换手率与全行业比例情况18
图 43: CS 造纸行业风险溢价走势情况18
图 44: CS 造纸行业 beta 值与全行业比例情况18
图 45: 核心组合 2019 年至今收益率变动20

表格目录

表 1: 造纸行业当前存在的问题及建议15
表 2: 核心关注组合19

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂， 商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn