

20年业绩符合预期，高景气度下21年业绩有望再创新高

太阳纸业(002078)

事件概述

太阳纸业发布2020年年报，2020年公司实现营收215.89亿元，同比下滑5.16%；归母净利润19.53亿元，同比下滑10.33%；扣非后净利为19.23亿元，同比下滑8.36%。Q4单季度公司实现营收59.50亿元，同比下滑6.47%，归母净利润5.71亿元，同比下滑17.62%；扣非后净利为5.96亿元，同比下滑6.96%。2020年，公司实现EPS0.75元/股。公司业绩符合我们的预期。

分析判断：

► 收入端：受疫情影响有所下滑。

报告期内，公司营收同比下滑5.16%，主要还是因为受到公共卫生事件的影响，文化纸市场的供需平衡被进口纸打破以及溶解浆市场整体处于供大于需的情。不过随着公共卫生事件逐步得到控制，公司的营收也呈现出逐季好转的态势。分产品看，公司非涂布文化用纸、铜版纸、电及蒸汽、化机浆、溶解浆、生活用纸、淋膜原纸、牛皮箱板纸分别实现营收72.09、35.09、7.95、17.87、21.78、7.86、8.26、41.72亿元，同比分别增长-2.39%、1.34%、-1.35%、12.86%、-39.27%、-4.59%、-5.55%、24.06%。

► 利润端：同口径下浆与纸制品的毛利率有所提升。

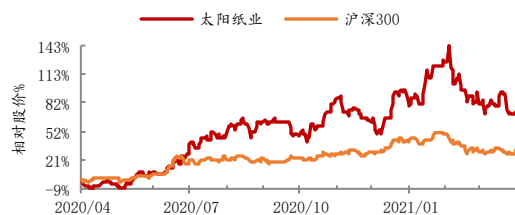
公司2020年实现归母净利润19.53亿元，同比下滑10.33%。成本方面，公司整体毛利率为19.44%，同比下滑3.11pct，主要系由于新会计准则将运费由销售费用调整至成本所致。分行业看，公司浆与纸制品的毛利率为18.83%，同比下滑3.55pct，如果剔除运费的影响，浆与纸制品的毛利率为22.98%，同比提升了0.61pct。费用方面，2020年公司的期间费用率为7.87%，同比下降3.07pct。其中销售/管理/财务费用率分别为0.48%/3.02%/2.47%，同比提升了-3.66/0.55/-0.05pct。若考虑运费的影响，2020年公司的销售费用率为4.49%，同比上升0.35pct。公司研发费用率同比提升0.09pct至1.90%。

► 其他重要财务指标

2020年公司持有货币资金29.70亿元人民币，同比增长17.13%。公司经营活动产生的现金流量净额同比增长41.19%，主要原因是本期销售商品提供劳务收到的现金比去年同期有所减少以及本期购买商品、接受劳务支付的现金比去年同期有所减少大

评级及分析师信息

| | |
|-------------|------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 买入 |
| 目标价格： | |
| 最新收盘价： | 14.97 |
| 股票代码： | 002078 |
| 52周最高价/最低价： | 21.75/7.82 |
| 总市值(亿) | 392.91 |
| 自由流通市值(亿) | 391.12 |
| 自由流通股数(百万) | 2,612.67 |



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002
联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001
联系电话：

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520080001
联系电话：

相关研究

- 1.【华西轻工】太阳纸业(002078)：股权激励落地彰显公司信心，文化纸景气上行助力盈利改善
2021.03.26

于销售商品收到的现金。公司投资活动现金流入小计同比增长 84.69%，投资活动现金流出小计同比增长 52.67%，投资活动产生的现金流量净额同比减少 52.28%，主要原因是理财产品收回致使投资活动现金流入增加；而公司新项目支付的现金增加，致使投资产生的现金流出增加。

► 公司发布 2021 年 1 季度业绩预告，同比大幅增长。

公司发布 2021 年 1 季度业绩预告，预计 2021 年第一季度实现归属于上市公司股东的净利润为 10.72 亿元 - 11.26 亿元，同比增长 100%-110%，较 2019 年同期增长 182%-196%。公司 2021 年第一季度主要纸产品的产量、销量及收入、利润同比均实现大幅增长主要是因为 2020 年三季度以来，公司山东基地、老挝基地的六台纸机相继顺利投产，产能实现较大幅度的释放。同时，国内溶解浆产品的市场景气度恢复，产品售价提升，致使公司溶解浆产品盈利能力大幅提升。

投资建议

考虑到文化纸价格涨幅超出预期，同时溶解浆市场回暖，公司有望持续受益。目前公司文化纸产能位居全国前列，而随着公司北海基地的开工建设，未来有望继续提高其市场占有率。考虑到公司的龙头地位以及文化纸价格持续上涨，我们上调公司 2021 年和 2022 年的盈利预测，收入由 312.99/357.57 亿元上调至 323.55/370.88 亿元，归母净利润由 30.16/35.20 亿元上调至 36.56/41.42 亿元，我们预计公司 2023 年将实现收入 402.99 亿元，归母净利润为 45.88 亿元。2021 年-2023 年的 EPS 为 1.39/1.58/1.75 元/股。对应 10.75/9.49/8.56X PE，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 木浆价格见顶回落后拉低纸价。
- 2) 原材料大幅上涨导致溶解浆利润降低。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 22,763 | 21,589 | 32,355 | 37,088 | 40,299 |
| YoY (%) | 4.6% | -5.2% | 49.9% | 14.6% | 8.7% |
| 归母净利润(百万元) | 2,178 | 1,953 | 3,656 | 4,142 | 4,588 |
| YoY (%) | -2.7% | -10.3% | 87.2% | 13.3% | 10.8% |
| 毛利率 (%) | 22.5% | 19.4% | 22.0% | 21.6% | 22.9% |
| 每股收益 (元) | 0.83 | 0.74 | 1.39 | 1.58 | 1.75 |
| ROE | 14.9% | 12.1% | 18.7% | 17.7% | 16.6% |
| 市盈率 | 18.04 | 20.12 | 10.75 | 9.49 | 8.56 |

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 1. 事件概述..... | 4 |
| 2. 收入端：受疫情影响有所下滑..... | 4 |
| 3. 利润端：同口径下浆与纸制品的毛利率有所提升..... | 5 |
| 4. 其他重要财务指标..... | 7 |
| 5. 公司发布 2021 年 1 季度业绩预告，同比大幅增长..... | 7 |
| 6. 投资建议..... | 7 |
| 7. 风险提示..... | 7 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 图 1 公司营业收入..... | 4 |
| 图 2 公司单季度营业收入..... | 4 |
| 图 3 双胶纸价格走势（元/吨）..... | 5 |
| 图 4 公司浆和纸制品产品生产量与销售量（万吨）..... | 5 |
| 图 5 国内木浆价格走势（元/吨）..... | 6 |
| 图 6 针叶浆/阔叶浆市场价格走势（元/吨）..... | 6 |
| 图 7 公司归母净利润..... | 6 |
| 图 8 公司单季度归母净利润..... | 6 |
| 图 9 公司毛利率与净利率..... | 6 |
| 图 10 公司各项费用率..... | 6 |

1. 事件概述

太阳纸业发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 215.89 亿元，同比下滑 5.16%；归母净利润 19.53 亿元，同比下滑 10.33%；扣非后净利为 19.23 亿元，同比下滑 8.36%。Q4 单季度公司实现营收 59.50 亿元，同比下滑 6.47%，归母净利润 5.71 亿元，同比下滑 17.62%；扣非后净利为 5.96 亿元，同比下滑 6.96%。2020 年，公司实现 EPS0.75 元/股。

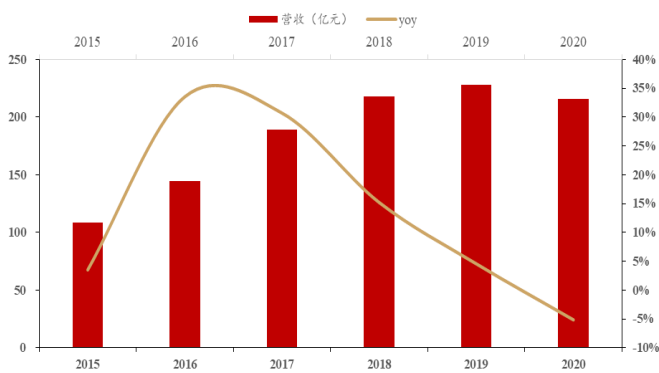
分季度看，公司 2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 55.52/48.76/52.10/59.50 亿元，同比增长 1.86%、-8.34%、-7.37%和-6.47；分别实现归母净利润 5.36/4.00/4.46/5.71 亿元，同比增长 40.97%、-20.93%、-25.52%和-17.62%。公司业绩符合我们的预期。

2. 收入端：受疫情影响有所下滑

报告期内，公司营收同比下滑 5.16%，主要还是因为受到公共卫生事件的影响，大量进口纸涌入国内，打破了市场供需平衡，文化纸价格在 2020 年 2 季度大幅度下跌，对公司的营收造成了较大的负面影响。同时，溶解浆市场整体处于供大于需的情况，国内溶解浆市场景气度较为低迷也导致了公司营收整体有所下滑。不过随着公共卫生事件逐步得到控制，公司的营收也呈现出逐季好转的态势。

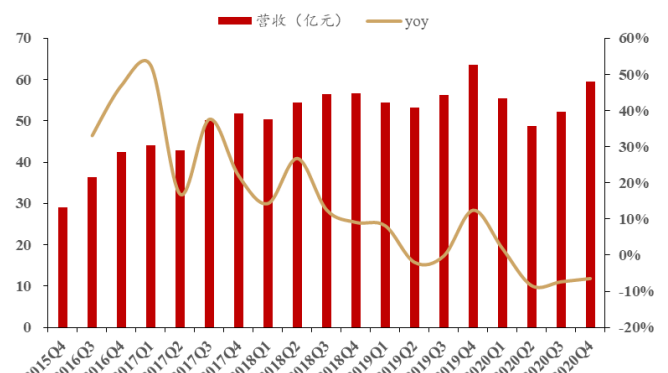
报告期内，公司共生产、销售纸制品 385/380 万吨，同比提升 8.76%/4.97%。共生产、销售浆 89/97 万吨，同比下滑 16.82%/11.01%。分产品看，公司非涂布文化用纸/铜版纸/电及蒸汽/化机浆/溶解浆/生活用纸/淋膜原纸/牛皮箱板纸分别实现营收 72.09/35.09/7.95/17.87/21.78/7.86/8.26/41.72 亿元，同比分别增长 -2.39%/1.34%/-1.35%/12.86%/-39.27%/-4.59%/-5.55%/24.06%。

图 1 公司营业收入



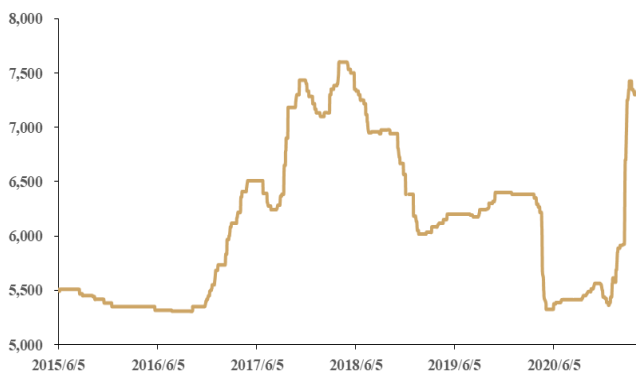
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



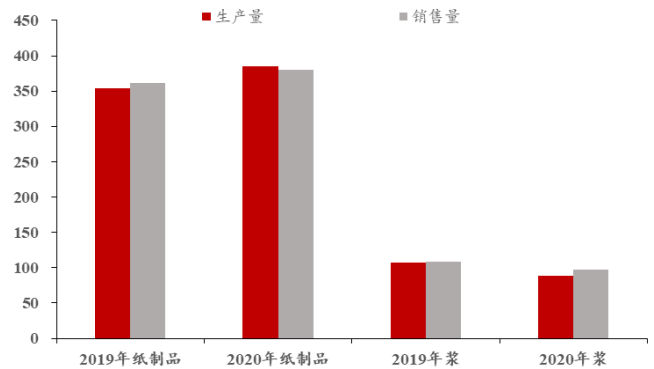
资料来源：Wind，华西证券研究所

图3 双胶纸纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图4 公司浆和纸制品产品生产量与销售量（万吨）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

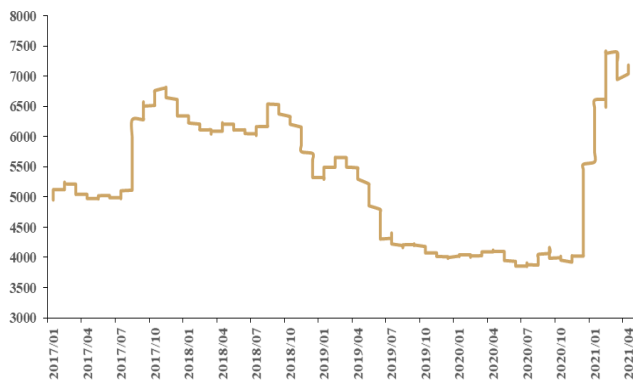
3. 利润端：同口径下浆与纸制品的毛利率有所提升

公司2020年实现归母净利润19.53亿元，同比下滑10.33%。其中Q4实现归母净利润5.71亿元，同比下滑17.62%。不过相较于Q3归母净利润同比下滑25.52%大幅好转。主要系进入2020年Q4后，文化纸进入旺季，纸价有所回升，公司利润率有所提升。

成本方面，公司整体毛利率为19.44%，同比下滑3.11pct，主要系由于新会计准则将运费由销售费用调整至成本所致。分行业看，公司浆与纸制品的毛利率为18.83%，同比下滑3.55pct，如果剔除掉运费的影响，浆与纸制品的毛利率为22.98%。同比提升了0.61pct。**费用方面**，2020年公司的期间费用率为7.87%，同比下降3.07pct。其中销售/管理/财务费用率分别为0.48%/3.02%/2.47%，同比提升了-3.66%/0.55%/-0.05pct。若考虑运费的影响，2020年公司的销售费用率为4.49%，同比上升0.35pct。公司研发费用率同比提升0.09pct至1.90%。

2020年Q4，公司毛利率为9.20%，同比下滑16.99pct，环比下滑13.36pct。净利率为9.65%，同比下滑1.33pct，环比增长0.96pct。公司2020年Q4的期间费用率为-4.08%，同比下降16.40pct，环比下滑16.10pct。其中销售费用率为-10.71%，同比下滑16.00pct，主要系2019年运费计入销售费用科目，2020年运费计入营业成本科目，从而导致的销售费用下滑所致。管理费用率为2.57%，同比下滑0.09pct。研发费用率为1.75%，同比下滑0.54pct。财务费用率为2.30%，同比增长0.24pct。

图 5 国内木浆价格走势（元/吨）



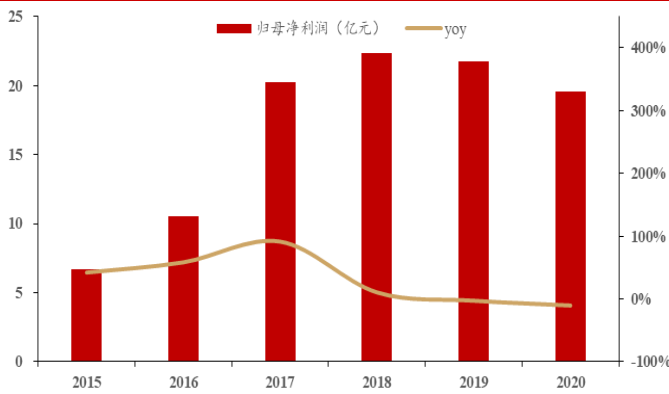
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 6 针叶浆/阔叶浆市场价格走势（元/吨）



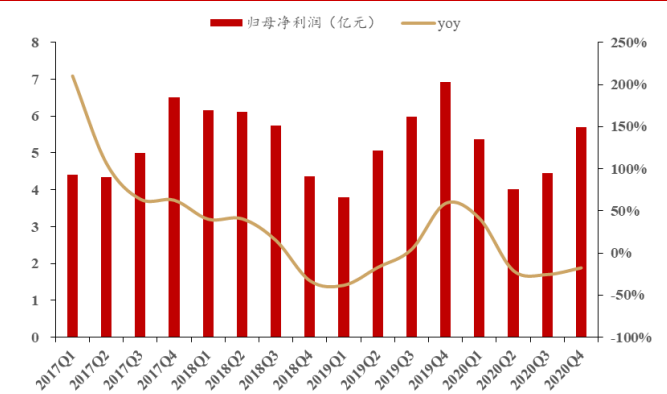
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 7 公司归母净利润



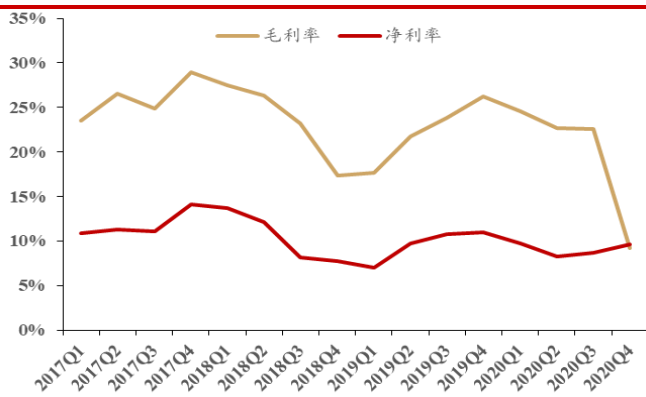
资料来源：wind，华西证券研究所

图 8 公司单季度归母净利润



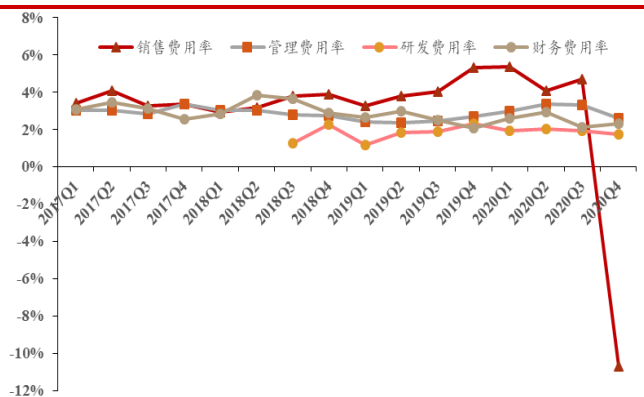
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 公司毛利率与净利率



资料来源：wind，华西证券研究所

图 10 公司各项费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2020 年公司持有货币资金 29.70 亿元人民币，同比增长 17.13%。公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 41.19%，主要原因是本期销售商品提供劳务收到的现金比去年同期有所减少以及本期购买商品、接受劳务支付的现金比去年同期有所减少大于销售商品收到的现金。公司投资活动现金流入小计同比增长 84.69%，投资活动现金流出小计同比增长 52.67%，投资活动产生的现金流量净额同比减少 52.28%，主要原因是理财产品收回致使投资活动现金流入增加；而老挝 120 万吨造纸项目、颜店 45 万吨特色文化用纸项目及 7 万吨特种纸项目、广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目支付的现金增加，致使投资产生的现金流出增加。

5. 公司发布 2021 年 1 季度业绩预告，同比大幅增长

公司发布 2021 年 1 季度业绩预告，预计 2021 年第一季度实现归属于上市公司股东的净利润为 10.72 亿元 - 11.26 亿元，同比增长 100%-110%，较 2019 年同期增长 182%-196%。公司 2021 年第一季度主要纸产品的产量、销量及收入、利润同比均实现大幅增长主要是因为 2020 年三季度以来，公司山东基地、老挝基地的六台纸机相继顺利投产，产能实现较大幅度的释放。同时，国内溶解浆产品的市场景气度恢复，产品售价提升，致使公司溶解浆产品盈利能力大幅提升。

6. 投资建议

考虑到文化纸价格涨幅超出预期，同时溶解浆市场回暖，公司有望持续受益。目前公司文化纸产能位居全国前列，而随着公司北海基地的开工建设，未来有望继续提高其市场占有率。考虑到公司的龙头地位以及文化纸价格持续上涨，我们上调公司 2021 年和 2022 年的盈利预测，收入由 312.99/357.57 亿元上调至 323.55/370.88 亿元，归母净利润由 30.16/35.20 亿元上调至 36.56/41.42 亿元，我们预计公司 2023 年将实现收入 402.99 亿元，归母净利润为 45.88 亿元。2021 年-2023 年的 EPS 为 1.39/1.58/1.75 元/股。对应 10.75/9.49/8.56X PE，继续给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) 木浆价格见顶回落后拉低纸价。
- 2) 原材料大幅上涨导致溶解浆利润降低。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 21,589 | 32,355 | 37,088 | 40,299 | 净利润 | 1,968 | 3,686 | 4,174 | 4,624 |
| YoY (%) | -5.2% | 49.9% | 14.6% | 8.7% | 折旧和摊销 | 1,435 | 808 | 738 | 761 |
| 营业成本 | 17,392 | 25,226 | 29,071 | 31,052 | 营运资金变动 | 2,659 | -195 | 24 | -30 |
| 营业税金及附加 | 106 | 161 | 183 | 199 | 经营活动现金流 | 6,616 | 4,631 | 5,371 | 5,923 |
| 销售费用 | 103 | 178 | 189 | 383 | 资本开支 | -6,291 | 30 | -989 | -29 |
| 管理费用 | 653 | 1,181 | 1,231 | 1,531 | 投资 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 533 | 325 | 354 | 388 | 投资活动现金流 | -6,261 | 46 | -971 | -9 |
| 资产减值损失 | -59 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 17 | 16 | 19 | 20 | 债务募资 | 13,598 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 营业利润 | 2,322 | 4,670 | 5,314 | 5,926 | 筹资活动现金流 | -387 | 1,346 | 1,256 | 1,166 |
| 营业外收支 | 57 | 55 | 38 | 3 | 现金净流量 | -31 | 6,024 | 5,657 | 7,080 |
| 利润总额 | 2,378 | 4,725 | 5,352 | 5,929 | | | | | |
| 所得税 | 410 | 1,040 | 1,177 | 1,304 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | 1,968 | 3,686 | 4,174 | 4,624 | 成长能力 (%) | | | | |
| 归属于母公司净利润 | 1,953 | 3,656 | 4,142 | 4,588 | 营业收入增长率 | -5.2% | 49.9% | 14.6% | 8.7% |
| YoY (%) | -10.3% | 87.2% | 13.3% | 10.8% | 净利润增长率 | -10.3% | 87.2% | 13.3% | 10.8% |
| 每股收益 | 0.74 | 1.39 | 1.58 | 1.75 | 盈利能力 (%) | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 19.4% | 22.0% | 21.6% | 22.9% |
| | | | | | 净利率 | 9.1% | 11.4% | 11.3% | 11.5% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 总资产收益率 ROA | 5.4% | 8.4% | 8.2% | 8.0% |
| 货币资金 | 2,970 | 8,994 | 14,650 | 21,730 | 净资产收益率 ROE | 12.1% | 18.7% | 17.7% | 16.6% |
| 预付款项 | 346 | 501 | 578 | 617 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 存货 | 2,897 | 4,201 | 4,842 | 5,172 | 流动比率 | 0.69 | 0.99 | 1.16 | 1.35 |
| 其他流动资产 | 3,789 | 4,654 | 5,035 | 5,293 | 速动比率 | 0.47 | 0.74 | 0.91 | 1.11 |
| 流动资产合计 | 10,001 | 18,351 | 25,105 | 32,812 | 现金比率 | 0.21 | 0.49 | 0.68 | 0.90 |
| 长期股权投资 | 204 | 204 | 204 | 204 | 资产负债率 | 54.7% | 54.7% | 53.3% | 51.3% |
| 固定资产 | 20,954 | 21,671 | 21,458 | 21,721 | 经营效率 (%) | | | | |
| 无形资产 | 1,023 | 1,014 | 1,009 | 1,001 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.75 | 0.74 | 0.70 |
| 非流动资产合计 | 25,866 | 25,073 | 25,355 | 24,610 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 35,866 | 43,424 | 50,460 | 57,422 | 每股收益 | 0.74 | 1.39 | 1.58 | 1.75 |
| 短期借款 | 7,764 | 9,764 | 11,764 | 13,764 | 每股净资产 | 6.14 | 7.43 | 8.91 | 10.56 |
| 应付账款及票据 | 2,881 | 4,179 | 4,816 | 5,144 | 每股经营现金流 | 2.52 | 1.76 | 2.05 | 2.26 |
| 其他流动负债 | 3,756 | 4,589 | 5,073 | 5,342 | 每股股利 | 0.00 | 0.10 | 0.10 | 0.10 |
| 流动负债合计 | 14,402 | 18,532 | 21,654 | 24,251 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 3,209 | 3,209 | 3,209 | 3,209 | PE | 20.12 | 10.75 | 9.49 | 8.56 |
| 其他长期负债 | 2,017 | 2,017 | 2,017 | 2,017 | PB | 2.35 | 2.01 | 1.68 | 1.42 |
| 非流动负债合计 | 5,226 | 5,226 | 5,226 | 5,226 | | | | | |
| 负债合计 | 19,628 | 23,758 | 26,880 | 29,477 | | | | | |
| 股本 | 2,625 | 2,625 | 2,625 | 2,625 | | | | | |
| 少数股东权益 | 127 | 156 | 189 | 225 | | | | | |
| 股东权益合计 | 16,239 | 19,665 | 23,580 | 27,945 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 35,866 | 43,424 | 50,460 | 57,422 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

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，8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，5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。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

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：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。