

总量研究

纸浆价格有望迎来拐点，看好造纸龙头企业

——造纸行业转债梳理

要点

1、造纸行业概述

造纸行业属于中游制造业，盈利受上下游两端影响。造纸行业主要有文化纸、生活用纸、包装纸和特种纸四个大品种。造纸行业具备一定的周期性，但周期波动影响因素复杂。总体来看，造纸行业盈利能力的周期性波动由纸价与原材料之差驱动。造纸行业的格局体现为龙头优势明显，行业集中度逐步提升。

2、当前造纸行业的供需格局和竞争格局

需求端：1) 海外经济复苏，需求旺盛。海外经济体逐渐走出疫情影响，需求复苏，带动纸品消费量提高。中东地区和东南亚地区需求尤为旺盛，并且，海外供给明显不足，国内龙头厂商加大出口力度，我国纸品出口量的同比增速持续提升。2) 国内需求弱复苏：国内需求受疫情影响整体偏弱，随疫情逐步复苏，国内需求有望好转。文化纸、箱板瓦楞纸需求偏弱；白卡纸和特种纸的下游需求较好。

供给端：我国纸浆的供给约 40%是自产，约 60%的纸浆需要进口。造纸厂商自有的纸浆供给受到疫情的影响，开工率和新建产能的进度不及预期。进口纸浆的供给受到海外纸浆龙头产能供给扰动、运输因素扰动及地缘政治因素扰动。

行业集中度有望进一步提高：在纸浆价格上涨期间，龙头企业较中小企业有价格优势、产能利用优势和纸浆储备优势，并且龙头公司往往具备出口能力，可以通过出口欧洲等方式获得较高的收益。纸浆价格上涨对龙头企业利润的影响相对小，龙头厂商将占据更多的市场份额，进一步出清中小厂商的产能。

3、造纸行业后续研判

短期浆价将维持高位震荡，预计拐点在四季度。1) 短期内浆价维持高位。纸浆供给需要时间恢复，由于化工原料及木材原料供给不足很难在短期内缓解。海运运费涨价和全球大宗商品价格上涨有关，目前海运运费尚处于高位震荡区间。2) 一些突发的、短期的因素已有所缓解。例如罢工活动、极端天气等影响因素已经缓解，工厂停工检修也逐渐接近尾声。3) 新增纸浆产能逐步落地，全球各大浆厂的产销情况有所恢复，新增产能按计划推进，预计 2022 年三季度起纸浆供给逐步增多。4) 纸价和浆价持续倒挂，造纸厂商盈利已在低位，难以支撑浆价继续上涨。

4、造纸行业重点转债梳理

基于对造纸行业的分析框架及后续对造纸行业的预判，我们认为浆价短期在高位震荡，四季度末或将出现拐点，在浆价下行周期，大宗纸龙头盈利能力将得到显著修复。除此以外，我们看好造纸行业中的特种纸赛道。根据以上判断，我们选择了大宗纸龙头太阳股份对应的转债标的以及特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸对应的转债标的进行详细梳理。

5、风险提示

- 1) 上游原材料价格上涨对造纸企业利润挤压的风险；
- 2) 产能爬坡不及预期的风险；
- 3) 行业竞争加剧的风险。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebcn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwu@ebcn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebcn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebcn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebcn.com

目录

1、造纸行业概述	4
2、造纸行业的盈利驱动因素	5
3、当前造纸行业的供需格局和竞争格局	6
3.1、需求端	6
3.1.1、海外需求旺盛	6
3.1.2、国内需求弱复苏	7
3.2、供给端	8
3.3、造纸厂商竞争格局变化	9
4、造纸行业后续研判	10
4.1、短期浆价将维持高位震荡，预计拐点在四季度	10
4.2、看好大宗纸龙头和特种纸龙头企业	11
5、重点个券梳理	12
5.1、太阳转债：大宗纸龙头，纸浆一体化降低成本	12
5.2、仙鹤股份：全品类布局的特种纸龙头	14
5.3、五洲特纸：食品卡和格拉辛纸龙头	17
6、风险提示	19

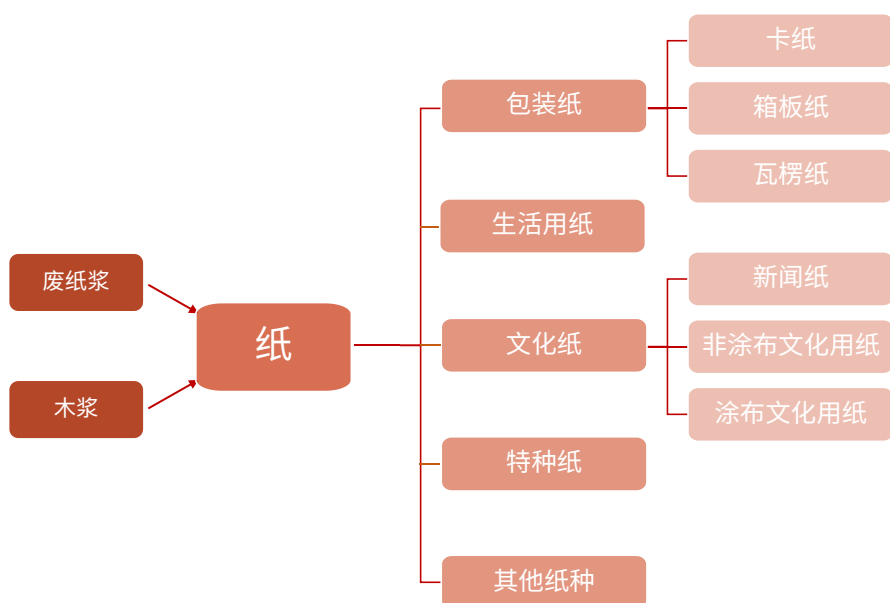
图表目录

图表 1: 造纸行业纸品分类.....	4
图表 2: 2012-2021 年中国造纸行业集中度 (CR10, 按产量) 变化.....	5
图表 3: 2021 年前 10 大造纸企业 (按产量)	5
图表 4: 造纸行业的盈利驱动框架.....	6
图表 5: 纸品出口量及同比增速.....	7
图表 6: 2012-2021 年中国国产与进口木浆消耗分布	8
图表 7: 2022 年 6 月进口纸浆(大部分为木浆)按国别占比情况.....	9
图表 8: 不同纸种盈利情况与纸浆价格的关系.....	11
图表 9: 太阳纸业主要指标一览.....	12
图表 10: 太阳转债走势	14
图表 11: 仙鹤股份主要指标一览	15
图表 12: 鹤 21 转债价格走势	17
图表 13: 五洲特纸主要指标一览.....	18
图表 14: 特纸转债价格走势	19

1、造纸行业概述

造纸行业属于中游制造业，盈利受上下游两端影响。造纸行业上游是纸浆（包括木浆和废纸浆）等原材料，通过对纸浆的加工，生产出不同类型的纸种，主要有文化纸、生活用纸、包装纸和特种纸四个大品种。其中文化纸、生活用纸、包装纸分别对应下游文化印刷、生活用纸、包装等需求。特种纸是一个较小的品类，在诸多下游领域均有应用，主要包括食品包装、医疗包装、织物印刷、建材家居等。造纸行业的盈利情况受上下游两端的影响，上游木浆、废纸等原材料影响成本，下游不同的应用场景影响不同纸种的需求。

图表 1：造纸行业纸品分类



资料来源：光大证券研究所绘制

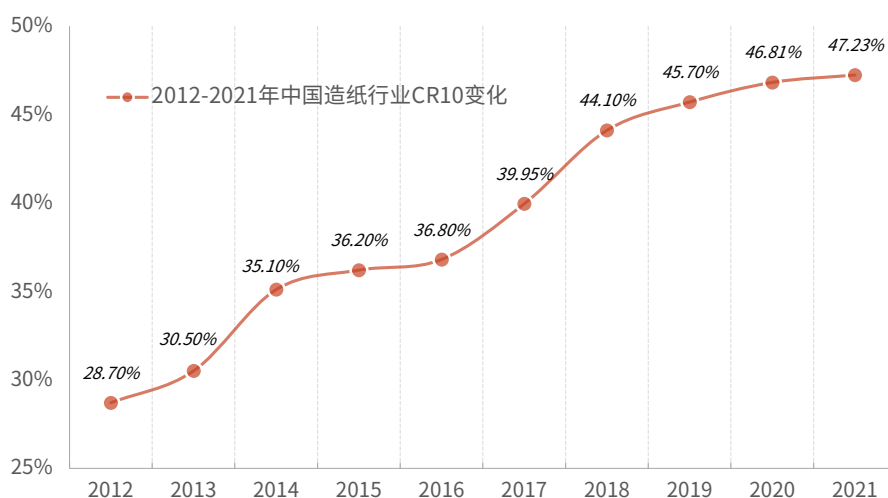
造纸行业具有周期性，造纸行业的周期性也受到上、下游周期的影响。造纸行业的下游较为分散，且多对应消费类的需求，下游周期波动大致跟随宏观经济周期。造纸行业上游是纸浆，我国造纸企业的纸浆大部分依赖进口，纸浆进口价格与全球大宗商品行情相关，影响因素也较为复杂，纸浆进口价格影响因素包括供给、需求、运费成本、季节性、纸浆龙头博弈等等。因此，造纸行业虽具备一定的周期性，但周期波动影响因素复杂，没有稳定的周期波动规律。总体来看，造纸行业盈利能力的周期性波动由纸价与原材料价格之差驱动。

造纸行业的格局体现为龙头优势明显，行业集中度逐步提升。近年来，三大因素使得龙头优势日渐明显，造纸小厂及亏损厂将逐步出清，行业集中度逐步提升：第一，造纸行业整体趋于成熟，净利润同比增速偏低，龙头企业可以较好的降低成本，提高毛利率，而中小企业难以匹敌。龙头企业可以通过和上游纸浆厂签订长协价格稳定成本、通过热电联产等方式降低能源使用成本，以及扩大生产通过规模效应降低单吨成本。第二，造纸行业属于高污染高耗能行业，能评、环评的获批难度增加，大厂相对容易获得环评和能评的通过，原先的产能也较多，而小厂则很难获得产能的扩张。第三，造纸行业下游需求分散，大厂可以扩充品类、平滑下游需求的波动，而小厂商可能仅有少量的纸品生产，一旦下游需求不振，则容易亏损。

2017 年造纸行业的 CR10（按产量计算）为 39.95%，至 2021 年 CR10 上升至 47.23%。从 CR5 来看这一趋势更加明显，2017 年造纸行业的 CR5 为 28.56%，

至 2021 年造纸行业的 CR5 上升至 35.04%。至 2021 年，从产量来看，造纸行业的龙头分别是玖龙纸业、太阳纸业、理文造纸、山鹰股份和晨鸣纸业。

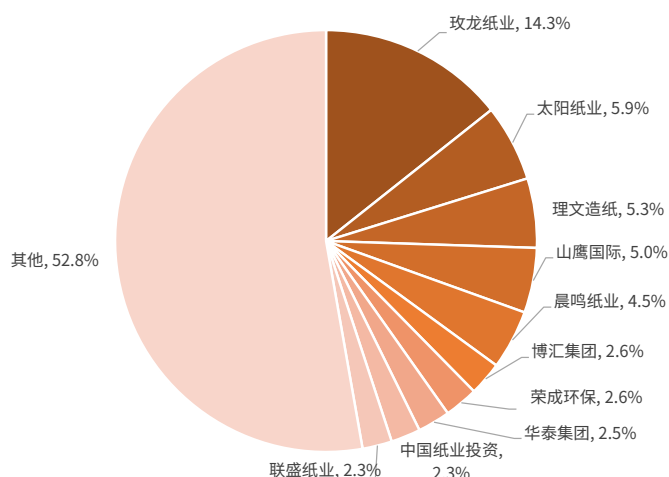
图表 2：2012-2021 年中国造纸行业集中度（CR10，按产量）变化



资料来源：中国造纸行业协会，光大证券研究所

统计区间：2012 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日

图表 3：2021 年前 10 大造纸企业（按产量）



资料来源：中国造纸行业协会，光大证券研究所

统计区间截至：2021 年 12 月 31 日

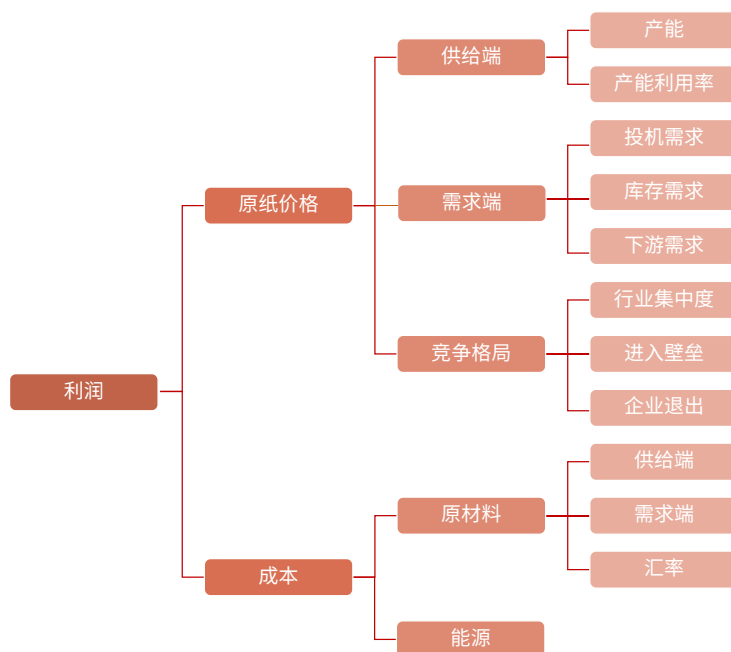
2、造纸行业的盈利驱动因素

造纸行业盈利主要由纸价和成本之差驱动。纸价方面主要受供给、需求和行业竞争格局三方面因素影响。供给端主要受产能和产能利用率影响。产能扩张一方面是由各个企业的扩产计划决定，另一方面也受到环保政策的影响。产能利用率和库存水平及下游需求相关。下游需求主要受各类纸品消费量影响。竞争格局方面，纸价会受到行业集中度的影响，行业集中度提高则造纸厂商面对上、下游将更有议价权，行业集中度提高后龙头厂商的策略也会影响纸价。

在成本端，造纸的成本大约有 60%-70% 为纸浆成本，纸浆价格受供给端影响较大，纸浆厂的扩产计划、扩产进度、产能利用率均影响纸浆供给。除此以外，由

于我国大部分的纸浆需要进口，纸浆价格还受到运费和汇率的影响。造纸成本中还有 10%-15% 为能源成本，电价成本及用电效率也影响造纸成本。

图表 4：造纸行业的盈利驱动框架



资料来源：光大证券研究所绘制

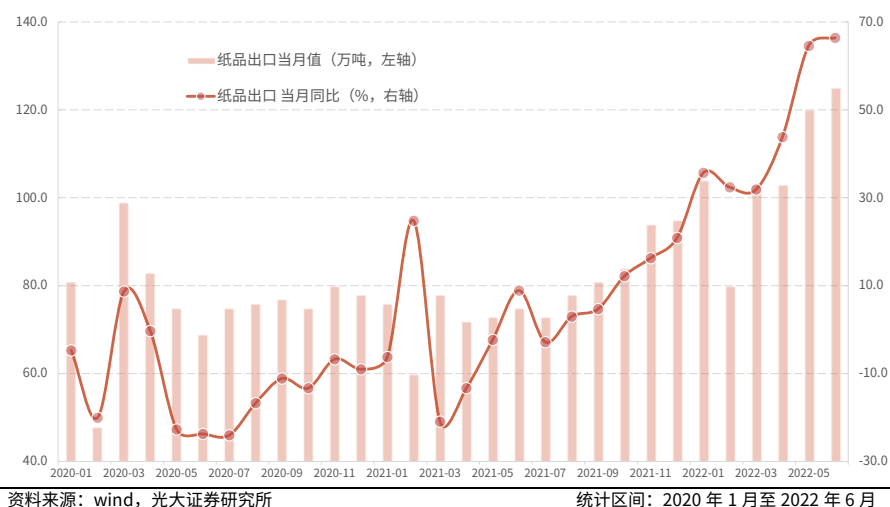
3、当前造纸行业的供需格局和竞争格局

3.1、需求端

3.1.1、海外需求旺盛

海外经济复苏，需求旺盛，海外工厂供给受限，国内纸厂出口量明显增长。海外经济体逐渐走出疫情影响，需求复苏，带动纸品消费量提高。中东地区和东南亚地区需求尤为旺盛，UPM、斯特拉恩索等海外大厂订单供不应求。海外纸价相较 2021 年底显著上涨。并且，2020 年及 2021 年，受到疫情影响部分海外纸厂关停或停工；2022 年受能源价格和纸浆价格大幅上涨的影响，不少纸厂缩减扩产计划，一些小厂已经破产，面对强劲的需求，海外供给明显不足。在此情况下，国内龙头厂商加大出口力度，2022 年年初至 6 月，我国纸品（纸浆、纸及其制品）出口数量的当月值同比增速持续提升，2022 年 6 月纸品出口数量同比增速已达 66.40%。

图表 5：纸品出口量及同比增速



3.1.2、国内需求弱复苏

国内需求受疫情影响整体偏弱，随疫情逐步复苏，国内需求有望好转。从细分行业来看：

文化纸：需求偏弱。一方面是双减政策出台后培训机构教辅订单下降，另一方面是书报杂志等被电子版取代的趋势导致文化纸需求减少。长期来看，文化纸需求呈现出收缩的趋势。

箱板瓦楞纸：下游主要是食品、饮料、电子、家电、日化的相关包装和快递盒、快递箱等。在消费尚未复苏的情形下，整体需求偏弱，受此影响下游补库意愿较差，箱板瓦楞纸价格低位震荡。

白卡纸：白卡纸下游主要包括食品、日化、香烟等消费品，需求相对稳定，并且随着 2020 年新版“限塑令”推进，“以纸代塑”将持续催化白卡需求增长。除此以外，白卡纸有望替代白板纸，替代性需求增加。

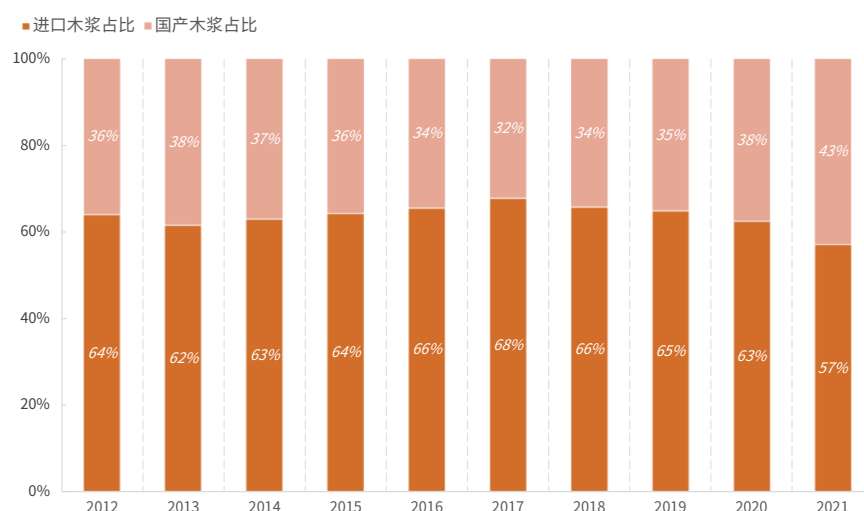
特种纸：特种纸种类丰富，下游较分散，医疗包装、食品包装、服饰织物、建材家居、军工等多个领域都需要用到特种纸。特种纸部分需求是定制化和差异化的，以直销方式对接客户，受宏观经济环境的影响相对小，需求韧性足。特种纸未来的需求主要受两方面驱动，第一，个性化需求带动部分特种纸的渗透率提升。随着消费升级，质量更高、性能更好的特种纸品种替代了原先的纸品。例如在装饰原纸领域出现了用可印刷原纸替代素色原纸的趋势，因为可印刷原纸可以针对个性化、定制化的需求进行印刷，印刷的质量也较素色原纸好。第二，新消费需求。“以纸代塑”是一个长期趋势，在这一趋势下很多食品饮料都改用食品包装纸替代塑料包装，在茶饮、外卖包装中替代明显。第三，国内特种纸企业通过技术创新在很多细分领域都可以和国外企业技术媲美，例如医疗包装纸和液体食品包装纸方面国内企业都打破了外企垄断的局面，并通过成本管理降低价格，赢得更多市场份额，加速国产替代进程并逐步扩大出口占比。

3.2、供给端

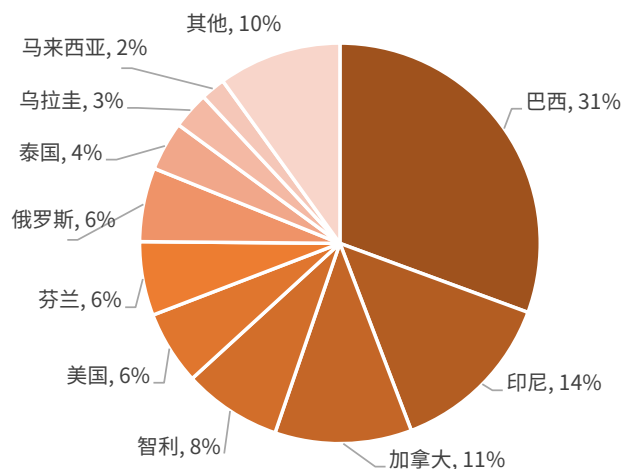
我国纸浆供给分为两部分，国产纸浆和进口纸浆，国产纸浆中大部分是废纸浆，进口纸浆中大部分是木浆。按消耗量来计算，2021 年进口纸浆消耗量约占总纸浆消耗量的 24.38%。但国产纸浆中大部分为废纸浆（2021 年我国国产纸浆中有 71.87%为废纸浆），木浆的自给率较低。因而，我国对于木浆的进口依存度较高，我国的进口纸浆中约 8 成也为木浆，非木浆和非造纸用浆占比较低。2021 年进口我国进口纸浆 2969 万吨，木浆进口 2357 万吨，占比约 79.38%，非造纸用浆和非木浆约 612 吨。2021 年国产木浆占比约 43%，进口木浆占比约 57%。

2022 年以来，造纸厂商自有的纸浆供给受到疫情的影响，开工率和新建产能的进度不及预期。进口纸浆（大部分为木浆）的供给受到海外纸浆龙头产能供给扰动、运输因素扰动及地缘政治因素扰动。根据纸业观察网统计，2022 年 6 月我国纸浆进口中木浆占比约 91%，主要纸浆（大部分为木浆）进口来源国分别为巴西、印尼、加拿大、智利、美国、芬兰、俄罗斯、泰国、乌拉圭、马来西亚等。其中，巴西牢牢位居首位，为 71.93 万吨，占比达到了 30.77%；其次为印尼，为 31.99 万吨，占比 13.68%；再次为加拿大，为 26.20 万吨，占比 11.11%。上述国家如发生产能投放扰动、运输不畅或地缘政治危机都会影响到我国的纸浆进口。

图表 6：2012-2021 年中国国产与进口木浆消耗分布



资料来源：wind，光大证券研究所 统计口径：按进口和国产木浆当年的消耗量（万吨）计算
统计区间：2012 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日

图表 7：2022 年 6 月进口纸浆(大部分为木浆)按国别占比情况


资料来源：中国纸业观察，光大证券研究所

统计日期截至：2022 年 6 月 30 日

1) 海外龙头浆厂产能投放扰动。巴西、智利、乌拉圭等多家南美洲纸浆厂停运检修，俄罗斯工厂在 5 月也开始检修活动。智利 Arauco 公司公告由于承建公司问题推迟新增产能试车。UPM 芬兰工厂公司受到罢工的影响，产销不佳。英国 Mondi 宣布其 Mondi Steti 漂白针叶浆受到化学品公司的技术故障影响，持续歇工而暂时停止交货和接单。以上事件造成了纸浆厂商产能投放推迟和交货推迟，影响了全球纸浆供给。

2) 运输因素扰动。海运运力不足及极端天气影响，导致浆厂海运发运量减少。加拿大浆厂 Canfor 受极端天气影响运力中断，海运发运量明显减少。UPM 浆厂海运发运量也出现了大幅下滑。智利受卡车司机集体抗议影响导致道路阻塞，影响交通运输。除此以外，由于全球油价、海运运费及集装箱涨价，运输成本提高也推升纸浆价格走高。

3、地缘政治扰动。俄罗斯和乌克兰是全球重要的针叶林木材供应地区，受俄乌冲突影响，全球木材贸易受阻，纸浆厂上游原材料供给不足。2022 年 5 月 6 日，全球最大浆厂巴西 Suzano 声称俄乌冲突导致木材贸易被封锁，全球纸浆库存大幅下降，或有断供风险。另外，受政治因素影响，欧盟开启对俄罗斯的贸易制裁，欧盟禁止从俄罗斯进口木材和纸浆，俄罗斯工业和贸易部发布出口禁令减少西方国家木材供给。俄罗斯木浆出口占全球约 4% 的份额，贸易制裁导致了木浆的供给缺口。

3.3、造纸厂商竞争格局变化

上游纸浆价格大幅上涨对中小厂商的影响更大。对于龙头厂商而言，通常会和上游供应商签订长协价格，长协价格通常低于目前较高的纸浆价格，只有当价格协议重新签订时，上游供应商才会对长协客户涨价。但对于小厂商而言，不具备和上游供应商签订长协价格订单的能力，通常都采用现货价格结算。因此，在纸浆价格大幅上涨后，对上游有议价优势的厂商毛利率降低的幅度小，但对于中小厂商而言，出厂纸价已经接近或低于盈亏平衡点，这一类厂商会主动缩减产能，甚至宣告破产。并且，龙头厂商还可以利用信息优势提前储备低价库存，并采取套期保值的措施，平滑纸浆上涨对利润的影响，中小厂商则很难做到这一点。除此

以外，龙头厂商的纸品种类丰富，可以及时调整产能结构，将产能向价格有优势的纸品倾斜，而中小厂商纸品种类较为单一，若个别品种需求转弱，小厂商更容易受到冲击。

能源利用效率方面，大厂商由于产量较大，用电量相应较多，通常采用热电联产等方式提高用电效率，降低成本。小厂商本身产能有限，很难采用热电联产的方式节约成本。

综上，在纸浆价格上涨及欧洲市场需求旺盛的情形下，我们认为中小厂商受到较大的损失，对龙头厂商的利润影响相对小。龙头厂商将占据更多的市场份额，进一步出清中小厂商的产能，行业集中度将进一步提高。

4、造纸行业后续研判

4.1、短期浆价将维持高位震荡，预计拐点在四季度

供给端的扰动和海运运费涨价短期内仍将支撑浆价维持高位。

供给端的扰动主要是上游化工原料及木材原料供给不足导致停工或者推迟产能投放，这类因素很难在短期内缓解。另外，全球疫情还在点状反复，对产能投放进度造成扰动。

海运运费涨价和全球大宗商品价格上涨有关，并且全球海运运力不足，导致海运运费维持高价，目前尚处于高位震荡。随着大宗商品价格的回落及海运运力供给提高，海运运费有回落趋势。

部分影响纸浆价格的因素有所缓解。

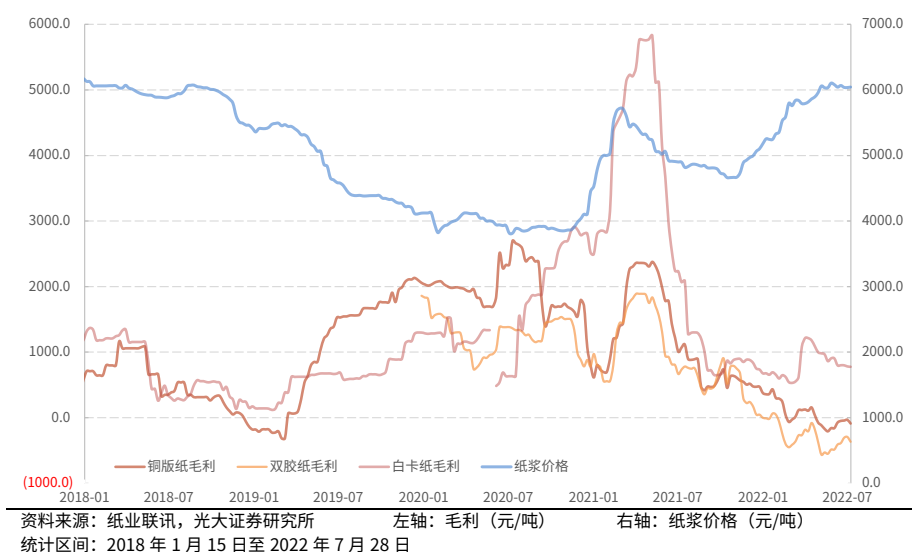
本轮纸浆价格上涨受到多重因素的扰动，一些突发的、短期的因素已有所缓解。例如 UPM 工厂受到罢工活动的影响停工，目前罢工活动已经结束。类似的情况还有智利卡车司机抗议活动导致交通堵塞，目前交通情况已有所缓解。加拿大和南美洲工厂先前受到极端天气影响停工，随着天气好转生产也在有序恢复。工厂停工检修也逐渐接近尾声。

纸价和浆价持续倒挂，造纸厂商盈利转负，难以支撑浆价继续上涨。

由于纸浆价格大幅上行，目前纸浆价格和大部分纸品的出厂价格已经倒挂，许多中小造纸厂商盈利已经转负，被迫停工。如果纸浆价格继续上涨，则使用长协价的大纸厂盈利也将逐步转负，最终停产，这将直接降低纸浆需求，倒逼纸浆价格下行。以上一轮纸浆价格下降周期为例，2017 年初至 2018 年初，造纸行业进入景气周期，纸浆价格上行，但纸浆价格上行到一定程度后，造纸企业的盈利能力开始下降，2018Q3 纸企盈利大幅下行，从纸种来看，铜版纸的盈利在 2018 年 12 月转负，白卡纸仅有微利。进入 2019 年，造纸企业继续承压，白卡纸、铜版纸毛利触底，纸浆价格开始大幅下行。

类比上一轮纸浆价格下降周期，目前造纸厂商的盈利能力已经下降至低位，大量造纸企业的盈利已在低位，在此情形下，浆价继续上涨缺乏需求端的支撑。结合我们对纸浆产能的判断，预计纸浆厂的供给在 8 月将有所恢复，新投产的产能预计在四季度中后期释放。综上所述，我们预计纸浆拐点可能在四季度中后期到来。

图表 8：不同纸种盈利情况与纸浆价格的关系



新增纸浆产能逐步落地，预计三季度末产能开始增加。

产能逐步落地，缓解供应紧张。根据纸业商会不完全统计，从 2021 年第四季度开始，智利 Arauco 和巴西 Bracell 的年产量将分别新增 127 万吨和 280 万吨。从 2022 年一季度起，巴西 LD Celulose 计划在圣保罗州启动年产 50 万吨的项目。巴拉圭 Paracel 自 2022 年第四季度投产后，年产能达 150 万吨。UMP 自 2022 年第四季度开始，纸浆年产能将新增 210 万吨，此外，UPM 投资 27 亿美元建在乌拉圭的生产线将于 2022 年底投产。

从 2023 年初开始，巴西 Suzano 的年产能将新增 220 万吨。2023 年第四季度起，巴西 Euca Energy 年产能将新增 210 万吨。

综上，2022 年至 2023 年，全球主要浆厂的新增产能按计划推进，同时罢工、极端天气等扰动因素的影响逐渐减弱，预计 2022 年三季度起纸浆供给逐步增多。

4.2、看好大宗纸龙头和特种纸龙头企业

看好大宗纸龙头企业。在纸浆价格上涨期间，龙头企业相比中小企业有以下优势：1) 龙头公司与上游厂商一般签订长协价格，在纸浆涨价周期可以先用储备的低价库存生产，而中小企业通常用现价结算，因此纸浆涨价对龙头公司利润的冲击较相对小。2) 龙头公司通常是“纸浆一体化”，有自用的纸浆储备。3) 龙头公司产品布局丰富，能够通过调整产能结构将产能集中于高毛利的品种。4) 龙头公司往往具备出口能力，尽管年初至今浆价大幅上涨，但欧洲市场需求旺盛并且能够接受相对较高的纸价，因此出口业务能够取得较好的收益。5) 在浆价下降周期龙头公司依然具备优势。龙头公司可以快速提高产能利用率扩大生产，而中小企业在上半年出现停工停产的现象，产能恢复较慢。

特种纸韧性较强，该领域龙头企业具备长期的成长性。特种纸需求较为分散，相比大宗纸而言定制化的需求更多，需求端韧性更强。特别是欧洲市场对白卡纸和格拉辛的需求旺盛，特种纸龙头年初以来出口量迅速增长。尽管受到上游纸浆价格大幅上涨的影响，特种纸企业的盈利也有所降低，但特种纸企业对下游提价顺利，成本转移顺畅。特种纸的技术壁垒高于大宗纸，竞争格局更好，单吨毛利率保持在较高水平，有足够的“利润垫”对冲上游纸浆涨价的影响。

进口替代与产品出海。随着国内特种纸厂商技术和工艺水平的提升，产品性能得到国内外客户的认可，逐步在高端纸品领域打破国外公司的垄断。并且通过控制生产成本的方式降低价格，加速进行国产替代。不仅如此，特种纸厂商还扩大出口业务量，争取海外市场份额。以仙鹤股份和五洲特纸为例，仙鹤股份和五洲特纸 2017 年的海外业务收入分别为 1.55 亿元和 1.13 亿元，至 2021 年末，两家公司的海外业务收入已经增长至 2.62 亿元和 2.80 亿元。国产替代和产品出海的进程都尚在初期，我们认为国内特种纸厂商在工艺技术和成本优势下具备长期的成长性。

5、重点个券梳理

转债市场中造纸标的众多，在包装纸、生活用纸、文化纸、特种纸等多个纸种中均有分布。我们重点关注大宗纸龙头和特种纸龙头对应的转债标的。基于对造纸行业的分析框架及后续对造纸行业的预判，我们认为浆价短期在高位震荡，四季度末或将出现拐点，在浆价下行周期，大宗纸龙头盈利能力将得到显著修复。除此以外，我们看好造纸行业中的特种纸赛道，一方面特种纸赛道需求韧性更强，对下游的议价能力优于大宗纸，在本轮浆价上涨周期受到的冲击相对小；另一方面我们看好特种纸国产替代和产品出海的趋势，特种纸有望加速成长。根据以上判断，我们选择了大宗纸龙头太阳股份对应的转债标的，以及特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸对应的转债标的进行详细梳理。

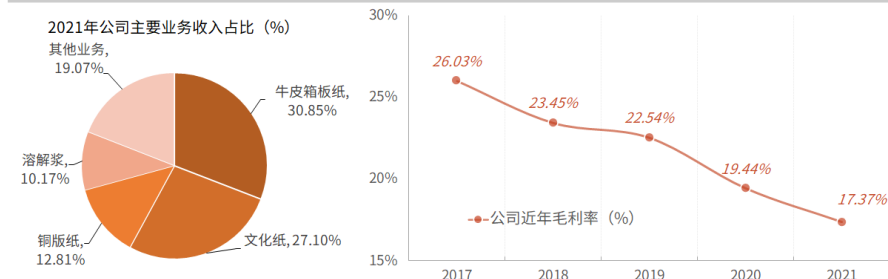
5.1、太阳转债：大宗纸龙头，纸浆一体化降低成本

太阳纸业是国内重要的综合性纸、浆产品供应商，合并纸、浆总产能达 1000 万吨。公司主要从事机制纸、纸制品、木浆、纸板的生产和销售，主要产品包括文化用纸（双胶纸、铜版纸）、包装用纸（牛皮箱板纸、瓦楞原纸）、食品纸（淋膜原纸等）、快消类产品（生活用纸、湿巾等）、特种工业纸、木浆产品（溶解浆、化学浆、化学机械浆等）。公司 2022 年一季度实现营收 96.67 亿元，同比增长 26.48%，实现归母净利润 6.75 亿元，同比减少 39.08%。

图表 9：太阳纸业主要指标一览

正股代码	正股简称	上市板	正股股价 (元)	正股近一月日均成交额 (亿元)	正股市值 (亿元)	正股 PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
002078.SZ	太阳纸业	主板	11.89	2.05	319.49	12.66	38.22	-8.00
转债代码	转债简称	主体最新评级	转债价格 (元)	转债近一月日均成交额 (亿元)	转债余额 (亿元)	转债溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
128029.SZ	太阳转债	AA+	158.70	5.34	9.09	10.12	105.18	161.60

太阳纸业是一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业。公司业务涉及造纸、化工、外贸、电力、科研、林纸、酒店、投资、纺织、食品等多个领域。主导产品有高档涂布包装纸、高级美术铜版纸、高级文化办公用纸、太阳生活用纸、特种纤维溶解浆等系列。集团拥有金太阳、华夏太阳、天阳、幸福阳光、威尔、乐考、酷印等主要品牌。根据一季报显示，公司2022年一季度实现营收96.67亿元，同比增长26.48%。



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计日期截止：2022 年 7 月 28 日

注：正股 PE 分位数采用近两年（2020 年 7 月 28 日至 2022 年 7 月 28 日）正股 PE 值计算得出

公司业务：

1) 各类纸业。公司是国内最大的民营纸业公司。公司自 2012 年以来扩展业务范围，实施多元发展的战略，从单一的文化用纸扩张到包装用纸、食品纸、生活用纸和特种工业纸，多个纸品布局不仅能够开拓更多的下游应用需求，提升产品总销售量，还能够平滑不同纸种间的盈利波动，及时调整产能分配，保持公司整体的盈利能力稳定。根据 2022 年 3 月末的数据，公司造纸总产能约 580 万吨/年，其中牛皮箱板纸、文化纸和铜版纸是公司最大的几类品种。根据 2021 年年报，牛皮箱板纸、文化纸和铜版纸的收入分别占公司总营收的 30.85%、27.1%、12.81%，三大纸种 2021 年毛利率分别为 15.43%、15.96%和 19.73%。

2、纸浆。随着纸及纸板消费的增长和现代造纸工业产能的迅猛增加，国内纤维原料供需矛盾突出，木质纤维原料尤其缺乏。国外大型造纸企业一般都直接控制或者靠近原料林，原材料自给率很高。我国林地不足，需依靠大量进口原材料。对纸浆的进口依存度高一方面容易受到上游原材料厂商的制约，容易受到原材料价格上涨的影响；另一方面如果原材料难以自供将制约企业盈利能力的提升。公司布局纸浆业务以来，纸浆业务取得了较好的发展，至 2022 年 3 月末，公司共计拥有制浆产能约 435 万吨/年，自制浆供给率约 50-60%。自制浆供给率的提高能有效控制纸类产品生产成本的波动，为公司带来成本优势。

公司优势：

1) 良好的成本管理。一方面，太阳纸业通过林纸浆一体化布局向产业链纵向延伸，提高了浆水供给率，减少了上游原材料价格上涨对公司利润的侵蚀。在用电方面，公司自备电厂并且具有完备的制造流程管理系统，在能源耗用方面亦节省了成本。另一方面，公司从 2012 年以来开启管理架构变革，开展事业部制，严抓成本管控，并在 2014 年起就开启了 EPR 信息化建设，全供应链信息化管理，降本增效明显。

2) 完善的创新体系。公司能够不断扩充品类并实现林浆纸一体化布局离不开公司长期的研发和创新。公司保持高比例的研发投入，拥有太阳纸业技术中心和太阳纸业博士后科研工作站两个国家级研发平台。目前的研发重心为产品结构调整和原材料结构调整等方面，研发投入集中在全要素成本节约上，围绕成本领先战略展开。

3) 打造差异化产品的优势，提高产品壁垒。公司持续提升文化用纸、包装纸、溶解浆等产品的行业知名度，继续打造产品的差异化优势，提升产品壁垒，积极布局开发高附加值的特种纸产品，研发并量产了高克重双面牛卡、白色防粘原纸、黄色防粘原纸、相片原纸等产品，获得了客户的认可。

公司产能情况：

已落地项目：广西基地北海园区“林浆纸一体化”项目已落地，项目包括 55 万吨/年文化用纸项目（广西 PM1 文化纸生产线）、12 万吨/年生活用纸项目（广西 PM5、PM6 生活用纸生产线）和配套的 80 万吨/年化学浆项目、20 万吨/年化学机械浆项目。公司将进一步推进达产增效工作。

生活纸后续产能规划：公司拟通过全资子公司广西太阳纸业有限公司实施年产 15 万吨生活用纸项目。广西太阳 15 万吨生活用纸项目拟分两期实施，第一期新 4 台国产 2850 生活用纸纸机，设计年产能 10 万吨，计划在 2022 年下半年陆续竣工投产。

特种纸后续产能规划：公司拟通过全资子公司山东太阳宏河纸业有限公司在邹城市实施年产 3.4 万吨超高强度特种纸项目。项目总投资 30,069.00 万元，建成后可形成年产超高强度特种纸 3.4 万吨的生产能力。

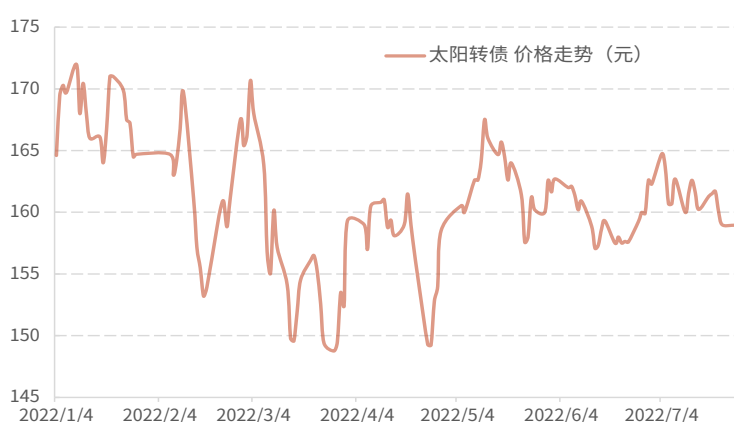
技术改造和新上纸机：公司将兴隆分公司原有的 2362 长网多缸纸机、2880 长网多缸纸机生产线进行设备升级改造,同时规划新建一条年产能 2.4 万吨的 3600 长网多缸纸机生产线。

纸浆产能规划：公司在南宁收购广西六景成全投资有限公司，拟将投资建设年产 525 万吨林浆纸一体化及配套产业园。

转债情况：

太阳转债是一只评级较高（AA+）、债底保护强的转债。截至 2022 年 7 月 28 日，太阳转债收盘价为 158.7 元，转债余额为 9.09 亿元，转债剩余年限为 0.4 年。转换价值为 144.12 元，转股溢价率 10.12%，在中高价转债中处于合理水平。太阳转债的转股溢价率位于 2021 年以来的 32.45%分位值水平。太阳转债的纯债价值为 105.18 元，债底保护强。太阳转债发生过五次转换价格调整，调整原因均为派息调整，目前太阳转债的转换价格为 8.25 元。

图表 10：太阳转债走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计区间：2022 年 1 月 4 日至 2022 年 7 月 28 日

风险提示：

- 1) 产能扩产速度不及预期的风险；
- 2) 行业竞争加剧的风险；
- 3) 下游需求不及预期的风险。

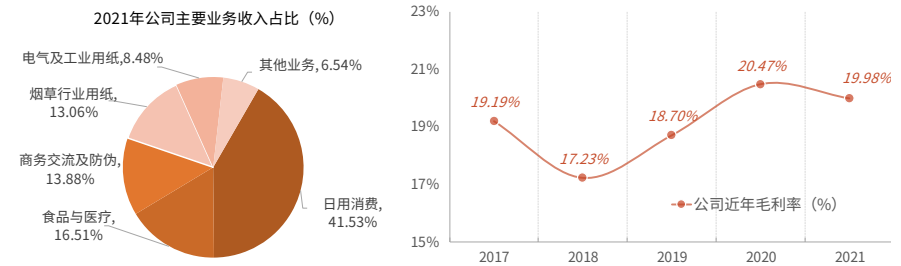
5.2、仙鹤股份：全品类布局的特种纸龙头

仙鹤股份是国内最大的专业研发和生产高性能纸基功能材料的企业之一。截至 2021 年末，公司及其合营公司、控股子公司拥有特种纸及纸制品的年生产能力已超过 100 万吨，产品涉及食品与医疗包装、商务交流及出版印刷、烟草、家居装饰、电器及工业用纸，共有超过 60 个品种，在特种纸行业中产品种类最多，布局最广。公司现有特种纸机生产线 51 条，制浆生产线 1 条，涂布、超压线 20 多条。公司 2022 年一季度实现营业收入 16.78 亿元，同比增长 9.96%，实现归母净利润 1.46 亿元，同比减少 47.81%。

图表 11：仙鹤股份主要指标一览

正股代码	正股简称	上市板	正股股价 (元)	正股近一月日均成交额 (亿元)	正股市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
603733.SH	仙鹤股份	主板	27.46	0.85	193.86	21.96	31.64	27.40
转债代码	转债简称	主体最新评级	转债价格 (元)	转债近一月日均成交额 (亿元)	转债余额 (亿元)	转债溢价率 (%)	转债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
113632.SH	鹤21转债	AA	126.45	14.86	20.50	78.39	95.18	124.18

仙鹤股份专注并致力于各类特种纸，纸浆，纸制品和相应化学助剂的开发和生产。公司致力于提供高品质的特种纸产品，包括烟草行业用纸、家居装饰用纸、商务交流及防伪用纸、食品与医疗包装用纸、标签离型用纸、电气及工业用纸、转印原纸等系列产品。公司以特种纸研发制造为核心，积极推动多元化产业的发展。根据公司2022一季报披露，公司2022年一季度实现营收16.78亿元，同比增长9.96%。



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计日期截止：2022年7月28日

注：正股 PE 分位数采用近两年（2020年7月28日至2022年7月28日）正股 PE 值计算得出。

公司业务：

1) 日用消费类纸。2021年，日用消费类纸类材料形成的营业收入占公司总营收的41.53%，为公司最为主要的收入来源。日用消费系列包括热敏纸、热转印用纸、标签离型用纸等与日常消费紧密相关的纸类材料。公司热敏类纸材料可根据客户需求定制，并可直接制作为不干胶产品，面向终端消费市场销售。公司的热敏收银纸在国内市场占有率近25%，与多家知名餐饮龙头及酒店形成长期合作关系。热转印用纸包括用于纺织品转印的转移印花材料、用于家居建材的热转移材料以及数码喷绘类转印材料等，公司在国内热转印市场的占有率超过30%。标签离型用纸系列主要包括格拉辛离型纸和高湿强标签纸，公司在国内格拉辛市场的市场率超过20%。

2) 食品与医疗包装用纸。食品与医疗包装用纸是公司目前及将来重点布局和开发的品类。食品包装用纸下游需求广泛，一方面，食品级用纸将会逐渐替代塑料包装，“以纸代塑”是不可逆的大趋势；另一方面，随着消费升级诸多消费场景和消费需求被开发出来，衍生出食品级用纸的需求。公司抓住市场机遇，已经研发出食品级防油纸、涂布纸、零食包装、液体包装等纸基材料产品，以及纸吸管、薄型包装纸袋、咖啡滤纸袋、蒸笼纸、烧烤纸、火锅纸、砧板纸等面向终端的纸产品。医疗包装材料系列主要包括医用透析纸、医用皱纹纸、手套内衬纸、医用离型纸等被应用在针管、输液器、咽拭子等一次性医用耗材的无菌屏障系统包装中。2021年食品与医疗包装用纸营收占公司总营收16.51%，仅次于日用消费系列用纸。

3) 商务交流与防伪用纸。商务交流及出版印刷材料包括无碳打印类、防伪材料类、彩色和白色打印纸类以及低定量高档出版用纸等产品。公司在低定量高档出版纸种中具有龙头优势，为国内多家大型出版社和国际知名出版社的指定用纸。公司的低定量出版印刷用纸也被应用于医药行业和电子产品行业，被用于药品说明书和电子产品说明书的印刷和制作。公司低定量高档出版纸在国内市场的市场占有率达90%。

4) 烟草行业用纸。烟草行业配套系列用纸适用于卷烟类产品（传统可燃烟及加热不燃烧新型烟草等）的过滤嘴和烟盒内衬材料的包装。公司产品清洁度高，适

用性好，公司已经和国内外知名卷烟厂都达成稳定的供应关系，在烟草行业用纸市场市占率约 45%。

5、电气及工业用纸。电气及工业用纸主要为电解电容器纸等绝缘材料用纸、不锈钢衬纸、CTP 版衬纸、玻璃间隔用纸等工业配套用纸，这类纸品主要的用途在中高端制造业，下游应用场景丰富，需求量较多并还在不断提升中，成长空间较大。电气及工业用纸也是公司未来重点研发的领域。

公司优势：

1) 行业龙头，规模优势凸显。公司是国内最大的专业研发和生产高性能纸基功能材料的企业之一，布局产品种类多，并且每一个种类的规模都较大，形成了规模效应，单吨纸生产成本低，多项产品在细分领域形成了龙头优势，市占率逐步提高。

2) 产品多元化，抗风险能力突出。公司产品涉及日用消费品、食品与医疗、商务交流与防伪用纸、烟草行业用纸、电气及工业用纸等五个大类 60 多个品种，是特种纸行业中产品最丰富的公司，公司现有特种纸机生产线 51 条，制浆生产线 1 条，涂布、超压线 20 多条，公司单条生产线能够适应至少 2-3 种纸基功能材料的稳定生产，能够在不同产品中稳定的切换，使公司能够灵活分配产能。多元化的布局不仅能够平滑下游需求的扰动，提高公司的抗风险能力，还可以为客户提供全套产品服务，一站式地解决客户对纸基材料的需求。

3) 技术优势提高核心竞争力。公司是国家高新技术企业、浙江省专利示范企业，截至 2021 年年末，公司拥有 32 项发明专利、78 项实用新型专利。公司牵头制定了字典纸的国家标准，并参与制定了无碳复写纸、冷轧金属板衬纸的国家标准、纸浆二氯甲烷抽出物测定的国家标准、真空镀铝原纸和热升华转印纸的行业标准。公司通过多年积累工艺技术领先，持续创新能力强，支撑公司不断扩充产品种类。

4) 品牌优势，下游客群稳定。公司凭借卓越的品牌优势与大量优质客户建立了长期稳定的合作关系，得到诸多优质客户的信赖。公司借助品牌优势积极开拓市场，市占率有望继续提升。

公司产能情况：

公司产能增长平稳，后续产能规划充足。现有产能包括夏王纸业 PM5 项目的 7 万吨产能；常山哲丰 PM9 项目的 4 万吨产能。另外，公司在 2021 年进行了哲丰 PM4 和仙鹤 PM27 的技术改进项目，重新恢复产能 8 万吨。

公司新建产能包括：常山 30 万吨高克重高档食品卡纸项目预计 2022 年下半年投产；广西来宾年产 250 万吨特种浆纸项目将于 2023 年下半年实现投产，一期工程 65 万吨自备浆、85 万吨特种纸及其配套的热电联产、给排水工程、水运码头等将在三年建成；湖北石首的“林浆纸一体化循环经济”项目是公司打造的大型高性能纸基新材料产业基地，利用长江中游丰富的芦苇和杨木资源，实现纸基材料的全产业链扩展。该项目预计将于 2023 年底或 2024 年初实现投产，生产的产品集中在家居装饰、食品包材等系列，建成后年产 250 万吨。

转债情况：

鹤 21 转债是一只评级较高（AA）、债底保护强的转债。截至 2022 年 7 月 28 日，鹤 21 转债收盘价为 126.45 元，转债余额为 20.5 亿元，转债剩余年限为 5.31 年。转换价值为 70.88 元，转股溢价率 78.39%，位于上市以来的 60.13%分位值水平，转股溢价率在中低价转债中偏高。2022 年 7 月 14 日仙鹤股份董事会已提议向下修正“鹤 21 转债”转股价格，并提交股东大会审议表决。鹤 21 转

债的纯债价值为 95.18 元，债底保护强。鹤 21 转债在 2022 年 7 月 5 日发生过一次转换价格调整，调整原因为派息，转换价格从 39.09 元调整为 38.74 元。

图表 12：鹤 21 转债价格走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计区间：2022 年 1 月 4 日至 2022 年 7 月 28 日

风险提示：

- 1) 新建产能爬坡不及预期的风险；
- 2) 上游原材料价格上涨挤压利润率的风险
- 3) 特种纸行业竞争加剧的风险。

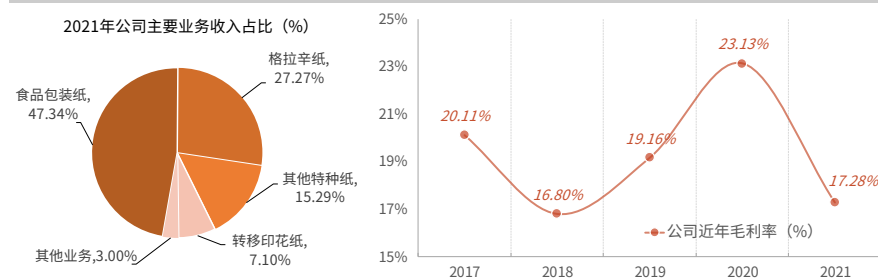
5.3、五洲特纸：食品卡和格拉辛纸龙头

五洲特纸专注于成长性较好的食品包装纸、格拉辛纸等品类的研发与生产，是国内规模较大的食品包装纸生产企业和国内重要的格拉辛纸、描图纸生产企业。公司有两大生产基地，分别在江西九江和浙江衢州。截至 2021 年末，公司已投产 8 条产线，拥有 135 万吨产能，主要生产食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸及文化纸五大系列产品，其中食品包装纸和格拉辛纸为公司最为主要的产品，2021 年度以上两类纸种营收分别占公司总营收的 47.34%和 27.27%。五洲特纸是食品包装纸细分领域最大生产厂家。2022 年一季度，公司共实现营收 13.31 亿元，同比增长 74.85%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比减少 8.74%。

图表 13：五洲特纸主要指标一览

正股代码	正股简称	上市板	正股价 (元)	正股近一月日均成交额 (亿元)	正市值 (亿元)	正股PE (TTM) (倍)	PE (TTM) 历史近两年分位数 (%)	近3个月相对上证综指涨跌幅 (%)
605007.SH	五洲特纸	主板	18.79	0.69	75.16	19.76	39.20	28.37
转债代码	转债简称	主体最新评级	转债价格 (元)	转债近一月日均成交额 (亿元)	转债余额 (亿元)	转股溢价率 (%)	纯债价值 (元)	近1月转债价格均值 (元)
111002.SH	特纸转债	AA	138.38	14.01	6.70	34.04	94.86	138.83

五洲特纸是国内规模较大的食品包装纸生产企业和国内重要的格拉辛纸、描图纸生产企业，为国内特种纸行业最大的生产商。截至2021年末，公司已建立江西九江和浙江衢州两大生产基地，合计投产8条产线，拥有135万吨产能，已拥有食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸以及文化纸五大系列产品，是食品包装纸细分领域最大生产厂家。2021年，公司共实现营收36.9亿元，同比增长40%。



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计日期截止：2022年7月28日

注：正股 PE 分位数采用近两年（2020年7月28日至2022年7月28日）正股 PE 值计算得出

公司业务：

1) 食品包装纸。食品包装纸是公司的拳头产品，也是最主要的营收来源。下游客户囊括了国内重要的容器包装厂家。公司生产的食品包装纸可分为纸杯纸、面碗纸、餐盒纸等不同种类，主要应用于休闲食品、快消品、餐饮等的包装，也可用于超市零售所需的外包装，具有防水防油、高强度、高松厚度的特点。

2) 格拉辛纸。格拉辛纸经过超压后，纸张质地致密、均匀、有很好的内结合强度和透明度，是制作包括条形码在内的各类标签、各类不干胶制品和胶带或有黏性工业用品等的常用离型材料。截至2021年末，公司共有2条格拉辛产线，拥有21万吨的生产能力，是公司仅次于食品包装纸的第二大细分纸类，公司也是目前国内最大的格拉辛纸生产企业。

公司优势：

1) 深耕特种纸赛道，规模优势凸显，能源成本较低。公司为特种纸行业产能最大的生产企业，公司已经建成8条原纸生产线，产能近135万吨，其中食品包装纸占78万吨，已是该细分板块的龙头企业，格拉辛纸21万吨，产能行业第一，规模效应凸显。公司形成了“固定纸机生产特定产品的模式”，一方面避免纸机频繁改动或切换导致的产能浪费、能耗增加，另一方面在保证小类切换的灵活性同时，实现规模效应。从生产基地布局来说，公司的江西基地贡献了近100万吨产能，江西基地配套完整，拥有自备电厂，可实现用电和蒸汽的自给自足，与外购能耗相比，可较大程度地节约能源成本。

2) 客户优质，合作稳定。公司在特种纸行业发展多年，积累了大批优质的下游客户群体，与康师傅、统一、Avery Dennison（艾利丹尼森）、冠豪高新等国内外知名企业达成深度合作，支撑公司长期发展。

公司产能情况：

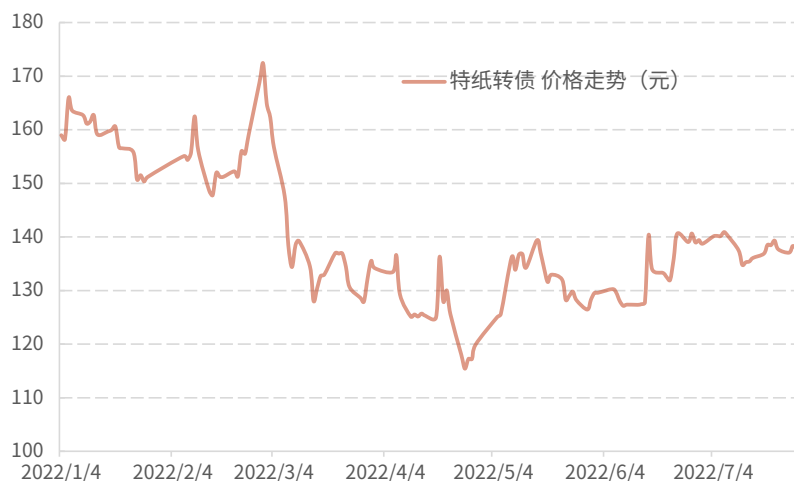
公司江西五星募投项目“50万吨食品包装纸生产基地项目”于2021年年末投产，目前已经处于满产状态。

公司与汉川市人民政府签订了《五洲特纸浆纸一体化项目投资合同书》，拟投资建设年产449万吨浆纸一体化项目，包含294万吨机制纸及155万吨浆（化机浆/化学浆）产能，预计6-8年全部投产。

转债情况：

特纸转债是一只评级较高（AA）、债底保护强的转债。截至 2022 年 7 月 28 日，特纸转债收盘价为 138.38 元，转债余额为 6.7 亿元，转债剩余年限为 5.36 年。转换价值为 103.24 元，转股溢价率 34.04%，处于上市以来的 51.44%分位值水平，特纸转债的转股溢价率在中高价转债中偏高。特纸转债的纯债价值为 94.86 元，债底保护强。特纸转债在 2022 年 6 月 23 日发生过一次转换价格调整，调整原因为派息，转换价格从 18.5 元调整为 18.2 元。

图表 14：特纸转债价格走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

统计区间：2022 年 1 月 4 日至 2022 年 7 月 28 日

风险提示：

- 1) 下游大客户销量不足的风险；
- 2) 行业竞争加剧的风险；
- 3) 海外销售量不及预期的风险。

6、风险提示

- 1) 上游原材料价格上涨对造纸企业利润挤压的风险；
- 2) 产能爬坡不及预期的风险；
- 3) 行业竞争加剧的风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE