



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2024年7月24日

# 纸浆的复盘、归因及展望

—— 纸浆行业深度报告

分析师：徐 偲    SAC执业证书号：S0010523120001    邮箱：xucai@hazq.com  
分析师：余倩莹    SAC执业证书号：S0010524040004    邮箱：yuqianying@hazq.com

# 目录

0

前言：核心观点

1

复盘：需求端差异致内外盘走势分化

2

展望：需多供少，24H2浆价预计总体强势

3

定量：由边际成本浅析浆价波动区间

4

标的：建议关注太阳纸业

# 核心观点

## ➤ 【预判】下半年浆价或经历下跌、上涨、稳中略降三大阶段

- 从历史复盘来看，仅凭新增产能就判断浆价下跌或有失偏颇，仍需看供给与需求端的边际变化。
- **供给端**：Q3-Q4全球范围浆厂的停机维护减产能够完全对冲新增产能。根据我们的测算，我们预计24Q3/Q4阔叶浆产能较23Q3/23Q4分别+2/-17万吨，24Q3/Q4针叶浆产能较23Q3/23Q4分别-22/-16万吨，即使有新增产能投放，24H2木浆供应仍偏紧。
- **需求端**：外盘需求边际增量源于欧洲，红海问题仍持续推动欧洲本土工厂开工率提升，而EUDR的实施有望带来边际增量，有望前置欧盟木浆和纸制品需求，根据我们的测算，若多备1-3个月的木浆库存将带来+17%~+50%的需求同比增长。内盘8月开始将迎需求旺季，原纸行业开工回升或支撑浆价走势止跌回升，新增产能提供需求支撑，根据我们的测算，Q3/Q4需求量有望同比+3.01%/+3.54%。

## ➤ 【价格】商品木浆价格在浆厂现金生产成本的0%~50%区间浮动，中枢为33%

- 根据我们的测算，2024年全球针叶浆/阔叶浆公司的边际现金生产成本或为650/596美元/吨。核心木浆公司的毛利率上限约50%，2018Q4-2024Q1平均毛利率约33%，毛利率下限为14%。由此测算，2024年，阔叶浆（CIF CHINA）的价格范围为596~894美元/吨，即4333~6499元/吨；针叶浆（CIF CHINA）的价格范围为650~975美元/吨，即4726~7088元/吨。以33%毛利率计算，阔叶浆/针叶浆的价格中枢为793/865美元/吨，即5763/6285元/吨。

## ➤ 【标的】建议关注太阳纸业

- **太阳纸业**：林浆纸一体化成本优势明显，在行业低景气阶段保持韧性，在行业上行周期释放较大业绩弹性。
- **风险提示**：全球宏观经济形势变化风险，全球需求变化的风险，行业竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险；对行业供给需求边际变化测算与行业真实情况有出入的风险。

# 目录

0

前言：核心观点

1

复盘：需求端差异致内外盘走势分化

2

展望：需多供少，24H2浆价预计总体强势

3

定量：由边际成本浅析浆价波动区间

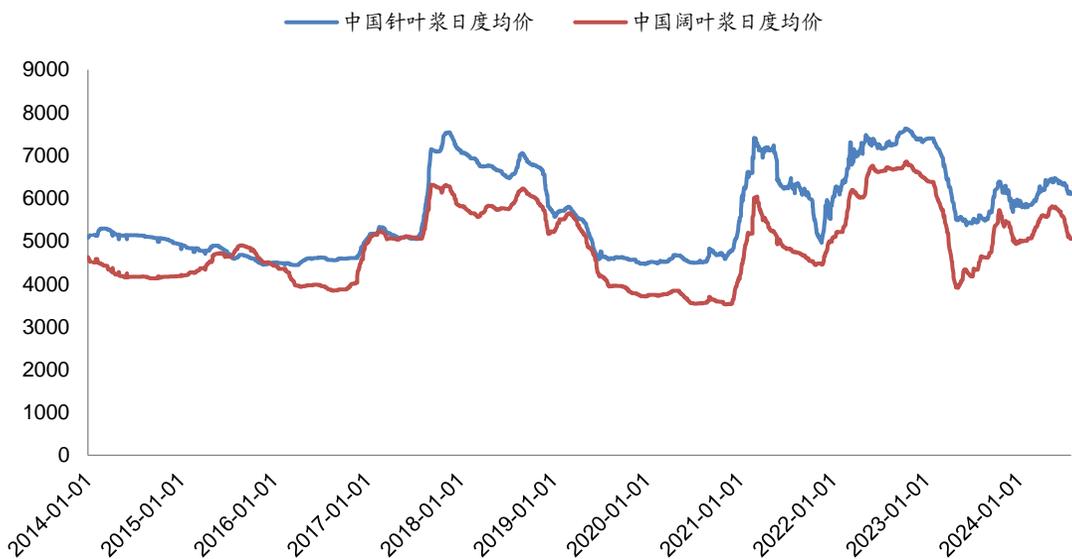
4

标的：建议关注太阳纸业

# 1.复盘：内盘价格下跌，外盘价格维稳强势

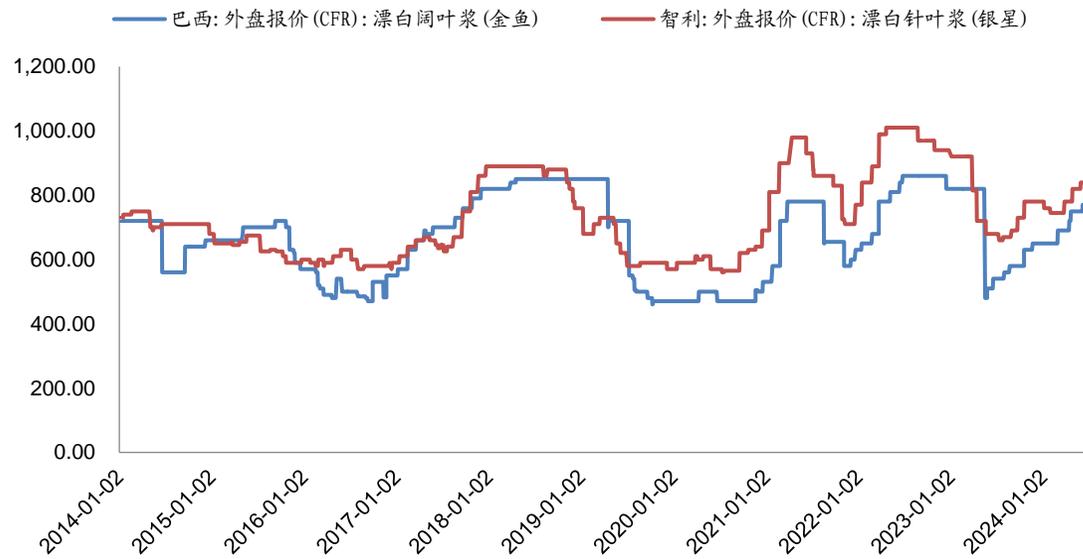
➤ 2024年3月以来内外盘木浆价格偏强势，5月末以来内盘价格下跌，外盘价格维稳强势。内盘方面，截至2024年7月22日，针叶浆/阔叶浆日度均价分别为6099.11/5047.73元/吨，内盘价格自5月末起开始下跌；外盘方面，截至2024年7月19日，针叶浆银星/阔叶浆金鱼分别为820/770美元/吨，外盘报价仍高位运行，对浆价构成支撑。

## 中国针叶浆、阔叶浆日度均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

## 外盘针叶浆、阔叶浆报价（美元/吨）



资料来源：Wind，中纸在线，华安证券研究所

# 1. 复盘：扰动消除叠加新增产能投放预期影响供给端

- **供给端：扰动消除叠加新增产能投放预期。** 1) **芬兰罢工：**芬兰政治罢工结束，芬兰所有港口从4月8日06:00开始正常运营。近几轮罢工主要起源于芬兰工会组织对23年6月上台的新一届芬兰政府实施劳动和社会保障改革不满，故组织多轮罢工，5月8日，芬兰议会批准了限制罢工权利的法案，根据新法规，工会组织被法院认定为非法的罢工将面临巨额罚款，参与此类罢工的工人个人也将被处以超过200美元的罚款，新法规将于7月1日起生效。未来来自于工人罢工对木浆生产的冲击将减弱。 2) **浆厂停机：**6月20日，芬林集团（MetsäGroup）重启了位于芬兰凯米（Kemi）的生物制品工厂并恢复生产。

## 芬兰运输工人工会罢工进展

时间	进展
3月6日	芬兰运输工人工会宣布举行政治罢工，反对该国政府对劳工立法的拟议修正案。为期两周的政治罢工将影响芬兰所有港口的运营。此外，停工也将对芬兰的工业和服务业产生广泛影响。 罢工时间为3月11日6:00至3月25日6:00。
3月21日	芬兰运输工人工会将继续罢工一周。同时，所有港口运营已关闭。 新罢工时间为3月25日06:00至4月1日06:00。
3月27日	芬兰运输工人工会将继续罢工一周。同时，所有港口运营已关闭。 新罢工时间为4月1日06:00至4月8日06:00。
4月8日	芬兰政治罢工结束，芬兰所有港口从4月8日06:00开始正常运营。

资料来源：Maersk，华安证券研究所

## 芬兰议会批准限制罢工权利的法案

Helsinki, May 8 (Prensa Latina) The right to strike will be restricted in Finland after the implementation of bills approved today by the Parliament that limit that option, the press office of the legislature reported.

May 8, 2024 13:16



The maximum duration of a political demonstration will be limited to 24 hours, while for others a maximum period of two weeks is given, after the new regulations come into force.

The regulations, which will come into force as from July 1, regulate the fines to be imposed on workers participating in unauthorized protests and specify other measures.

The context surrounding this event is marked by union protests against the Petteri Orpo government's reforms, which affect pension payments, sick pay, unemployment benefits, insurance contributions and facilitate worker dismissal.

Large-scale strikes have been held in Finland since December 2023 in various spheres, from kindergartens to industrial enterprises, according to the local press, but this alternative has not yielded the desired result so far, analysts say. [ef/abo/ro/ehl](https://www.prensa-latina.com/ef/abo/ro/ehl)

资料来源：Prensa Latina，华安证券研究所

# 1. 复盘：扰动消除叠加新增产能投放预期影响供给端

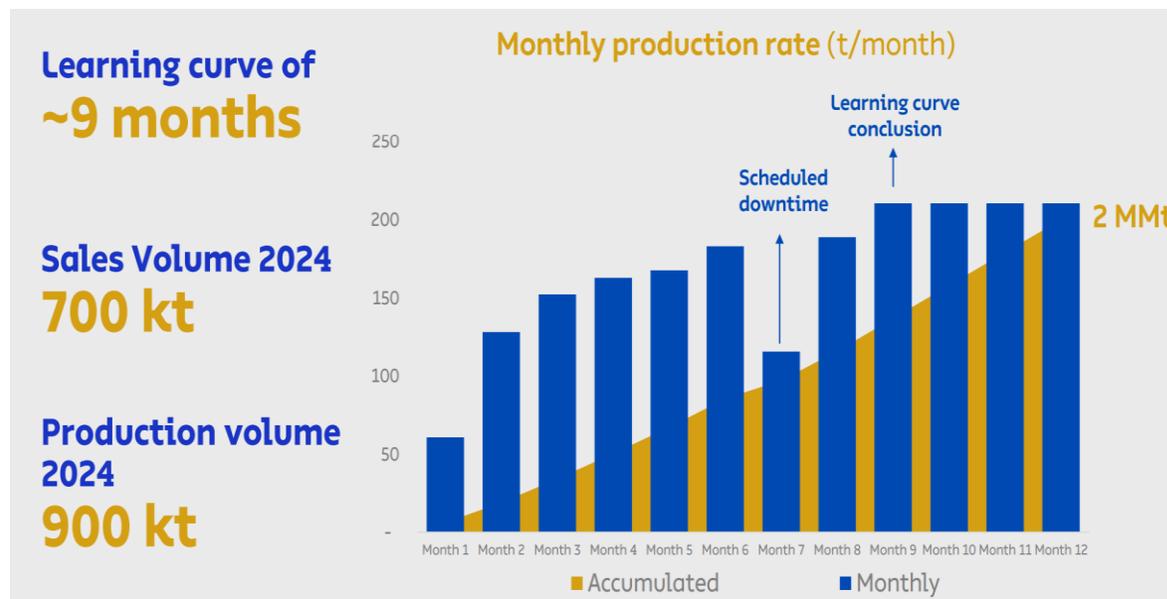
➤ 供给端：扰动消除叠加新增产能投放预期。3) 新增产能：①漳州联盛项目：于6月末顺利完成化学浆投料，正式进入试生产阶段，将新增阔叶浆产能120万吨。②Suzano巴西Cerrado项目：将于7月底投产，将新增255万吨/年商品阔叶浆产能。根据Suzano公告，新项目有9个月的产能爬坡期，将于Q3起备货，Q4向市场出货，预计2024年贡献90万吨生产量和70万吨销售量。③其他项目：2024年内，国内华泰纸业/北海玖龙/仙鹤分别有70/110/20万吨阔叶浆待投产。由于全球范围内新增产能均为阔叶浆产能，因此针阔价差扩大，针叶浆价格较阔叶浆更为坚挺。

Suzano巴西Cerrado项目规划



资料来源：Suzano，华安证券研究所

Suzano巴西Cerrado项目产能爬坡情况

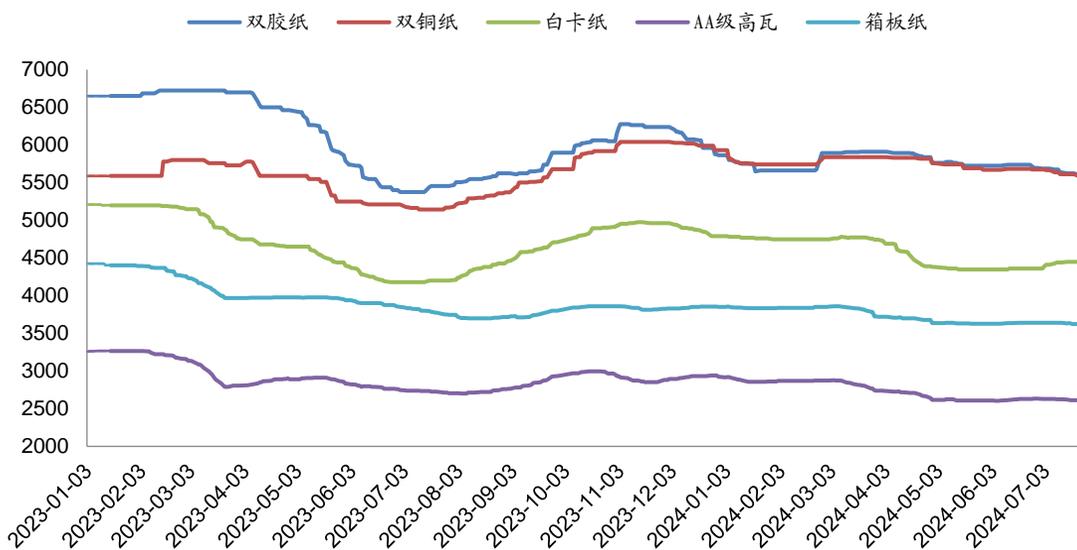


资料来源：Suzano，华安证券研究所

# 1.复盘：内盘二季度为造纸传统淡季，需求低迷

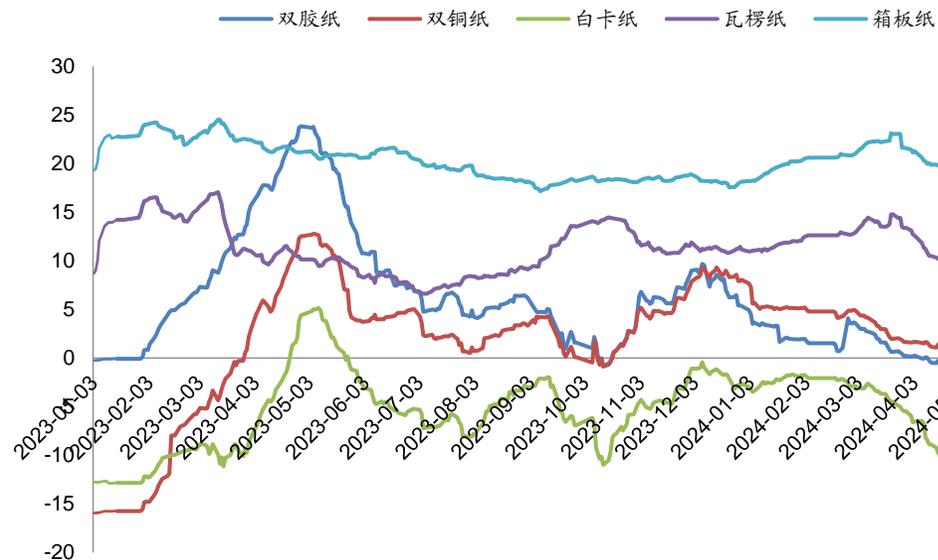
➤ 需求端：二季度为造纸传统淡季，各纸品价格下跌纸企盈利承压。4月以来，由于下游需求承压，各纸品价格下跌，截至2024年7月22日，双胶纸/铜版纸/白卡纸/AA级高瓦楞纸/箱板纸价格分别为5600/5580/4450/2611/3622元/吨，较4月1日分别-313/-260/-275/-129/-100元/吨。截至7月19日，双胶纸/铜版纸/白卡纸/瓦楞纸/箱板纸日度毛利率分别为1.01%/3.07%/-5.05%/8.10%/19.01%，毛利率仍在历史低位波动。

### 中国各纸品价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

### 中国各纸品日度毛利率（%）

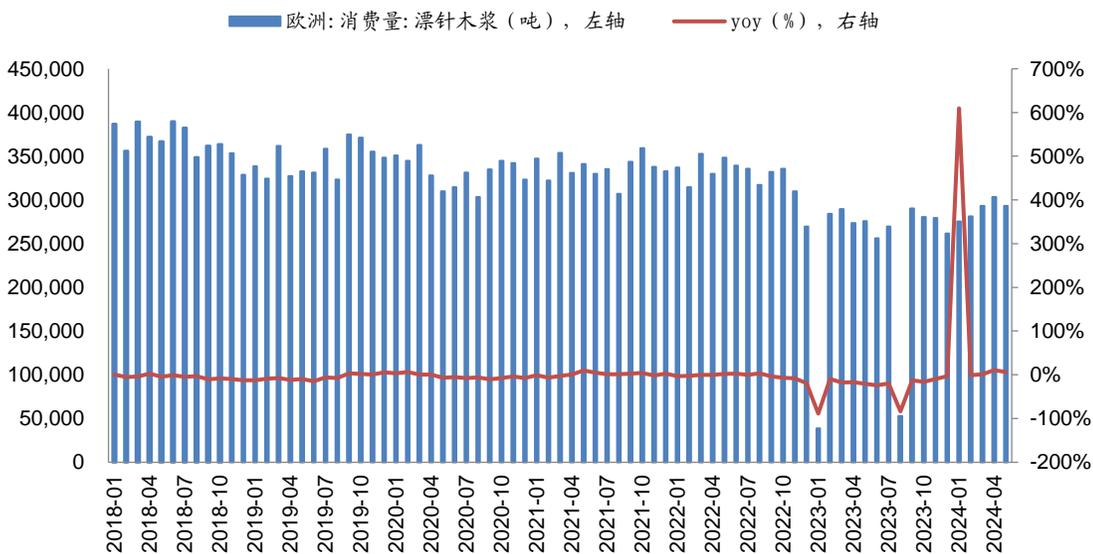


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

# 1.复盘：外盘经济复苏+替代效应+补库需求，需求强劲

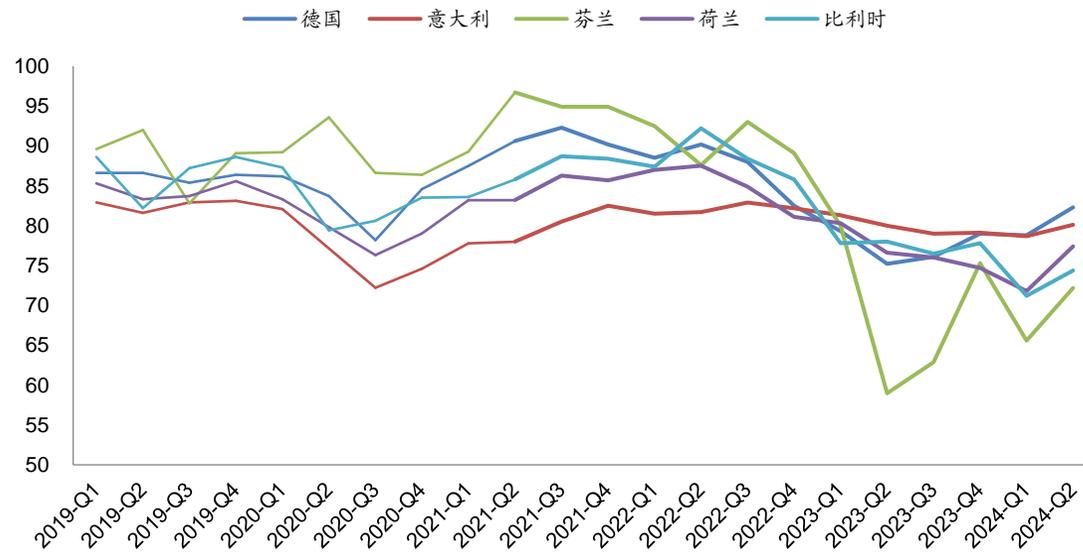
➤ 需求端：经济复苏、进口受阻下的替代效应、补库需求导致欧洲需求强劲。1) 经济复苏：23Q4随着欧洲整体经济环境的修复，纸浆需求开始逐步改善，根据Wind数据，2024年前6个月欧洲漂针木浆累计消费量173.05万吨，同比+22%，单6月消费量为28.41万吨，同比+11%。2) 替代效应：亚洲纸制品出口至北欧国家大多通过苏伊士运河运输，由于红海事件影响，亚洲纸制品出货量减少，叠加经济复苏带来的强劲需求，推动欧洲本土造纸工厂产能利用率提升。根据欧盟数据，2024Q2德国/意大利/芬兰/荷兰/比利时的纸及纸制品行业产能利用率分别同比+7.10/+0.10/+13.20/+0.80/-3.60pct，较历史平均水平仍有提升空间。

### 欧洲:消费量:漂针木浆及同比



资料来源：Wind，华安证券研究所

### 欧盟主要国家纸及纸制品行业产能利用率 (%)

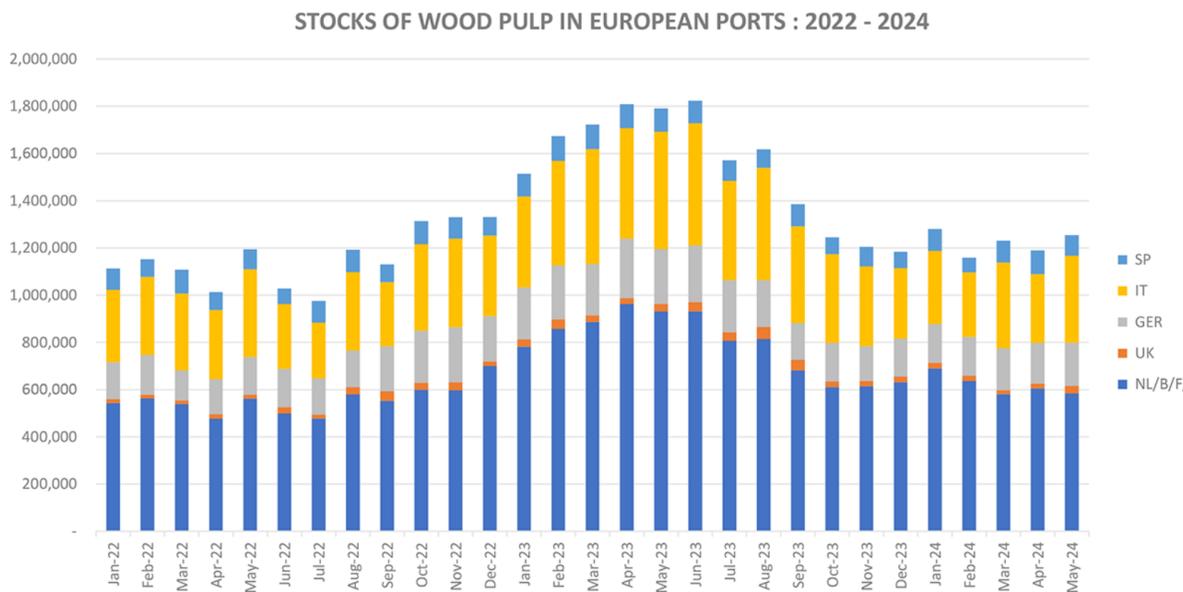


资料来源：欧盟，华安证券研究所

# 1.复盘：外盘经济复苏+替代效应+补库需求，需求强劲

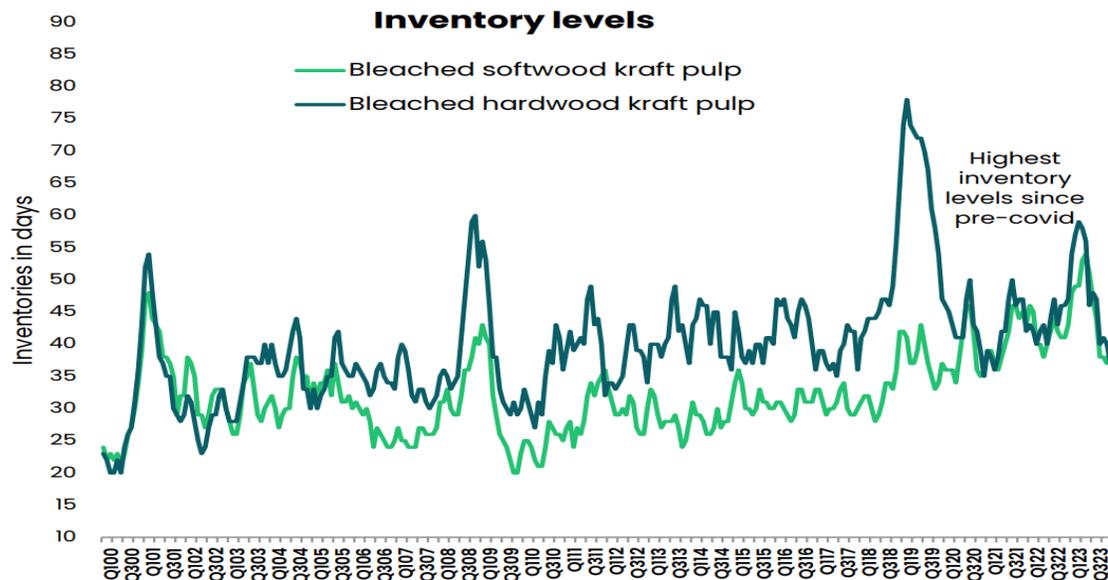
➤ 需求端：经济复苏、进口受阻下的替代效应、补库需求导致欧洲需求强劲。3) 补库需求：根据UTIPULP数据，截至24年5月，欧洲港口化学纸浆库存为66.88万吨，较23年12月下降10.5%；库存天数从23年12月的29天下降至25天。欧洲港口化学浆库存持续低于历史均值，低库存水平促进欧洲纸企补库意愿。从海外浆厂库存来看，23Q3以来浆厂库存天数已触及底部区间，海外浆厂的库存压力和销售压力较小，提价能力强。

### 欧洲港口木浆库存情况 (吨)



资料来源：Europulp，华安证券研究所

### 海外浆厂库存周转天数 (天)



资料来源：storaenso，华安证券研究所

# 目录

0

前言：核心观点

1

复盘：需求端差异致内外盘走势分化

2

展望：需多供少，24H2浆价预计总体强势

3

定量：由边际成本浅析浆价波动区间

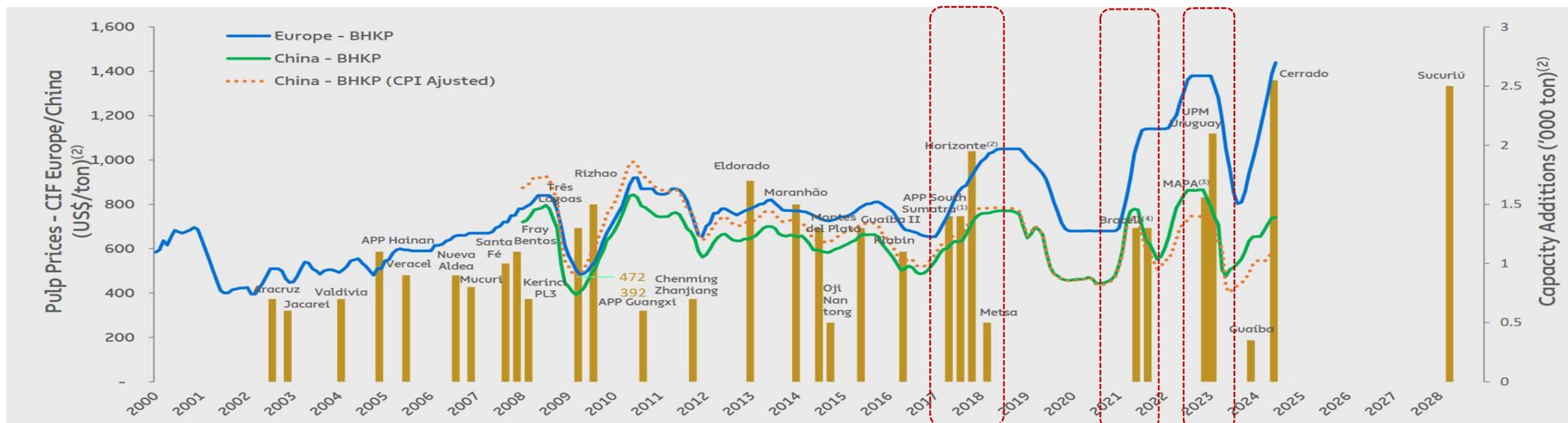
4

标的：建议关注太阳纸业

## 2. 预判：新增产能对木浆价格并非决定性因素

- 从历史复盘来看，新增产能对木浆价格并非决定性因素，还需综合需求、成本、宏观等多方面因素。复盘几次产能大增：
- 1) 2016.10-2018.08：2016.10金光集团投产140万吨阔叶浆，2016.12金光集团投产140万吨阔叶浆，2017.08 Metsa投产130万吨阔叶浆与针叶浆，2017.12 Fibria投产175万吨阔叶浆，合计585万吨，占全球消费量18%。但期间Europe-BHKP价格从648美元/吨上涨至1045美元/吨（+397美元/吨），主要系环保要求下中小型浆纸厂出清，“禁废”趋严下木浆替代部分废纸浆需求，中国市场需求旺盛。2) 2021.01-2021.12：2021.08Bracell投产140万吨阔叶浆，2021.09月Bracell投产140万吨阔叶浆合计280万吨，占全球消费量8%，但期间Europe-BHKP价格从857美元/吨上涨至1146美元/吨（+289美元/吨），主要系欧盟“禁塑令”下木浆纤维需求提升，且疫情导致供给下降。

### 木浆价格与新增产能关系



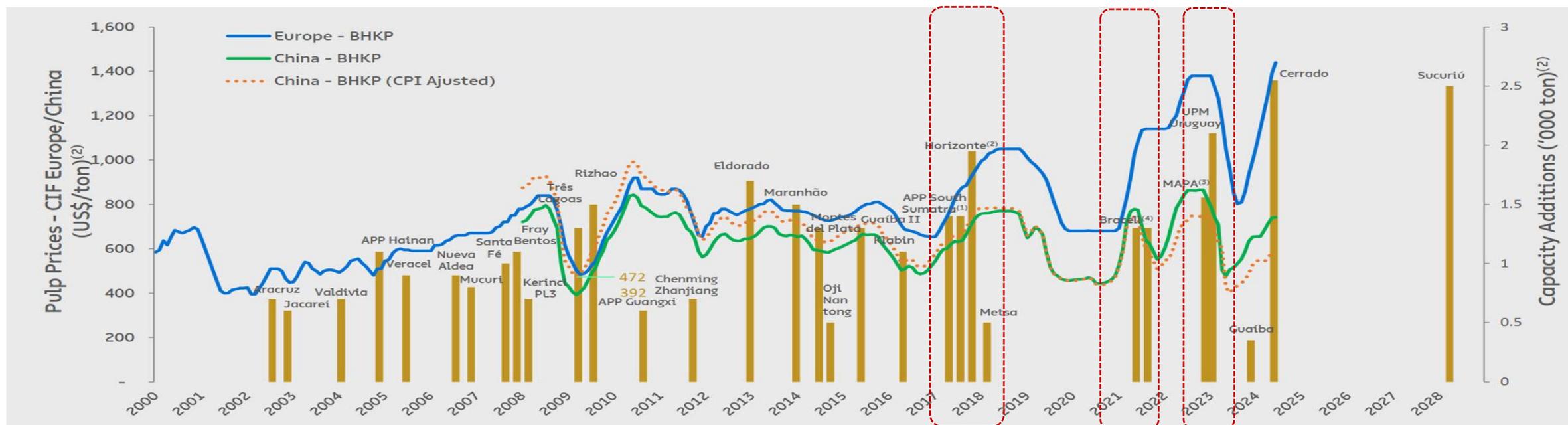
资料来源：Suzano，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2. 预判：新增产能对木浆价格并非决定性因素

- ▶ 从历史复盘来看，新增产能对木浆价格并非决定性因素，还需综合需求、成本、宏观等多方面因素。复盘几次产能大增：  
3) 2022.08-2023.08：2023.03Arauco投产156万吨阔叶浆，2023.04UPM投产210万吨阔叶浆，2023.11CMPC投产35万吨阔叶浆，合计401万吨，占全球消费量11%，期间Europe-BHKP价格从1389美元/吨下跌至815美元/吨（-574美元/吨），新增产能对浆价下跌并非主导因素，浆价的下跌更多来源于欧洲能源成本的降低令欧元区本土的木浆产能开始恢复生产，供需关系得到平衡。
- ▶ 仅凭新增产能就判断浆价下跌或有失偏颇。

### 木浆价格与新增产能关系



资料来源：Suzano，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 2. 预判：即使有新增产能投放，24H2木浆供应仍偏紧

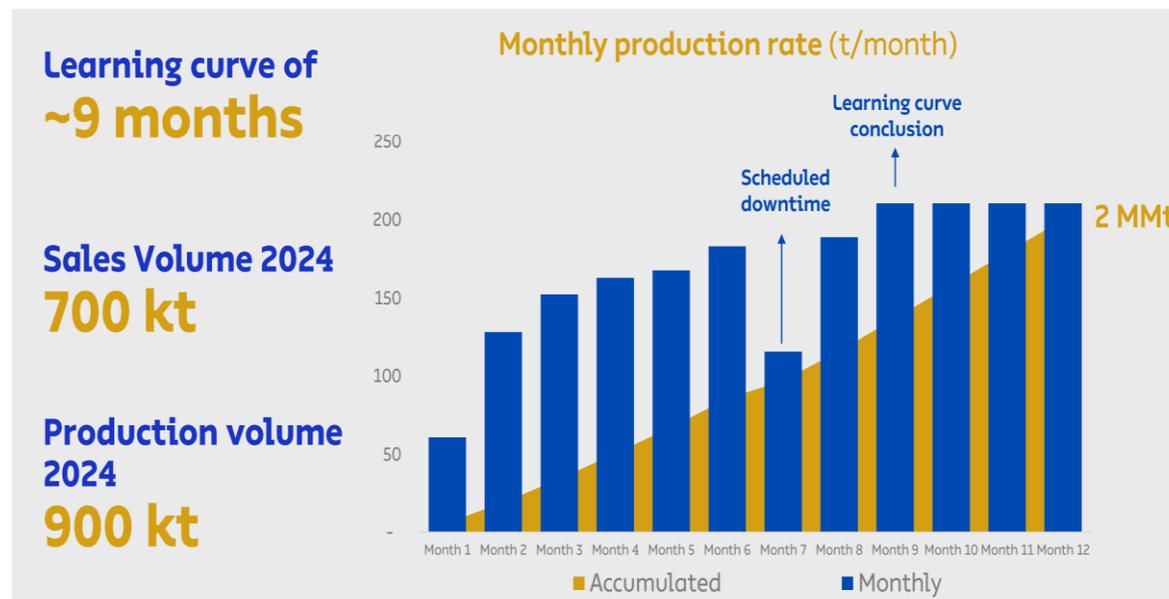
- ▶ **供给端：**阔叶浆方面，新增产能有9个月产能爬坡期，于25H1才能完全供应至市场。漳州联盛/Suzano巴西Cerrado项目分别将于6/7月末投产，新增阔叶浆年产能120/255万吨。漳州联盛的阔叶浆产能中，有部分将自用，对商品市场冲击有限，而Suzano巴西Cerrado项目，将有9个月的产能爬坡期，将于Q3起备货，Q4向市场出货，若以8月投产为期限进行测算，我们预计将于2024Q4贡献52万吨销售量，增量有限。

Suzano巴西Cerrado项目规划



资料来源：Suzano，华安证券研究所

Suzano巴西Cerrado项目产能爬坡情况



资料来源：Suzano，华安证券研究所

## 2. 预判：即使有新增产能投放，24H2木浆供应仍偏紧

- **供给端：**阔叶浆方面，Q3-Q4全球范围浆厂的停机维护减产能够完全对冲新增产能。纸浆厂大约每18个月到两年就需要停工维护一次，停工通常需要两到三周的时间。根据全球产量Top10纸浆厂的停机维护和转产规划，24Q3总计减少阔叶浆产能83万吨，24Q4总计减少阔叶浆产能61万吨，根据我们的测算，24Q3/Q4新增投产销售-减产-停机维护对产能的影响分别为-65/+12万吨。相比2023年下半年，24年下半年全球各浆厂停机维护计划更多，所带来的产能减产更多，对冲之下，24Q3/Q4预计阔叶浆产能分别为928/953万吨，较23Q3/23Q4分别+2/-17万吨。（统计公司阔叶浆产能总计2371万吨，约占全球商品阔叶浆产能的66%）

### 2024年下半年阔叶浆供给变化（百万吨）

	Q3	Q4	备注
基础产能	9.93	9.93	2023年全球阔叶浆产能3600万吨，叠加Arauco、UPM、Metsa、CMPC2023年新投产产能。假设季均分布。
新增投产销售	0.21	0.73	漳州联盛：120万吨阔叶浆，6月末投产，假设9个月产能爬坡期 Suzano：255万吨阔叶浆，7月底投产，9个月产能爬坡期，按其规划Q3备产，Q4销售，24年贡献销售70万吨，贡献生产90万吨，但投产时间延后1个月，故相应减去一个月产量
减产	-0.03	0	Bracell部分转产溶解浆，7-9月预计减产30万吨漂阔浆
	-0.05	-0.07	stora enso: Q3 Enocell (0.36mt 阔叶浆)，Veracel (0.575阔叶浆)； Q4: 无
	0	0	UPM: 无
停机维护	-0.27	-0.49	Suzano (均阔叶)：Q3Aracruz Milla (0.59mt)，Limeira (0.69mt) Suzano (0.62mt)，Veracel (0.56mt)；Q4 Imperatriz (1.65mt)，Jacare (SP) (1.1mt)，Mucuri (1.13mt)
	-0.1		eldorado: Q3 (总产能1.7阔叶浆，按历次停机维护损失销量计算)
	-0.38	-0.05	CMPC: Q3 santa Fe I (1.126阔叶)，Guaiba II (1.95阔叶)；Q4: Pacifico (0.528阔叶)；Guaiba I (0.43阔叶)
总产能	9.28	9.53	基础产能+新增投产销售-减产-停机维护

### 2023年下半年阔叶浆供给变化（百万吨）

	Q3	Q4	备注
基础产能	9.13	9.13	2022年全球阔叶浆产能3500万吨，叠加2022Q4paracel150万吨阔叶浆新增产能。假设季均分布。
新增投产销售	0.67	0.95	23年1月 Arauco 156万吨阔叶浆投产，6个月爬坡；4月 UPM 210万吨阔叶浆投产；Metsa 80万吨阔叶浆、10万吨阔叶浆Q3投产；CMPC 35万吨阔叶浆 4Q23-2Q24爬坡
减产			无
	0	-0.05	stora enso: Q3: 无，Q4 Enocell (0.36mt 阔叶浆)
	0	0	UPM: 无
停机维护	-0.48	0	Suzano (均阔叶)：Q3Mucuri (0.61mt)，tres logos (1.3mt)，tre (1.95mt)，Q4无
	0	0	eldorado: Q1
	-0.05	-0.33	CMPC: Q3Guaiba I (0.43阔叶) Q4: Laja (0.36 阔叶)，Pacifico (0.52阔叶)，Santa Fell (1.126阔叶)，Guaiba II (1.5阔叶)
总产能	9.26	9.70	基础产能+新增投产销售-减产-停机维护

资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算（全球产量Top10纸浆厂中APP+PE+Domtar、April+Bracell、Georgia Pacific未统计，Arauco未

## 2. 预判：即使有新增产能投放，24H2木浆供应仍偏紧

- ▶ **供给端：**针叶浆方面，高成本针叶浆工厂的关闭和停机维护下，供应面偏紧。2023年下半年以来，由于木材短缺和木材成本上涨，北美和欧洲的针叶浆边际产能陆续退出，关停的高成本针叶浆工厂包括Canfor PrinceGeorge、Domtar Espanola、Stora Enso Sunila、Terrace Bay，涉及针叶浆产能127.5万吨，占全球商品针叶浆产能的5.31%。根据全球产量Top10纸浆厂的规划，24Q3/Q4停产和停机维护对产能的影响分别为-25/-22万吨，根据我们的测算，24Q3/Q4预计针叶浆产能分别为595/598万吨，较23Q3/23Q4分别-22/-16万吨。（统计公司针叶浆产能总计1399万吨，约占全球商品针叶浆产能的58%）

### 2024年下半年针叶浆供给变化（百万吨）

	Q3	Q4	备注
基础产能	6.20	6.20	2023年全球针叶浆产能2400万吨，叠加Kemi 2023年新投产产能80万吨。假设季均分布。
减产	-0.16	-0.16	24年5月Canfor PrinceGeorge宣布关停减产30万吨，24年1月AV Terrace Bay宣布关停减产32万吨
停机维护	-0.09	-0.07	CMPC: Q3santa Fe I (1.126阔叶)，Guaiba II (1.95阔叶)；Q4: Pacifico (0.528针叶)；Guaiba I (0.43阔叶) Q4: 无 metsa: Q3Husum (0.73, 针叶浆)
总产能	5.95	5.98	基础产能-减产-停机维护

### 2023年下半年针叶浆供给变化（百万吨）

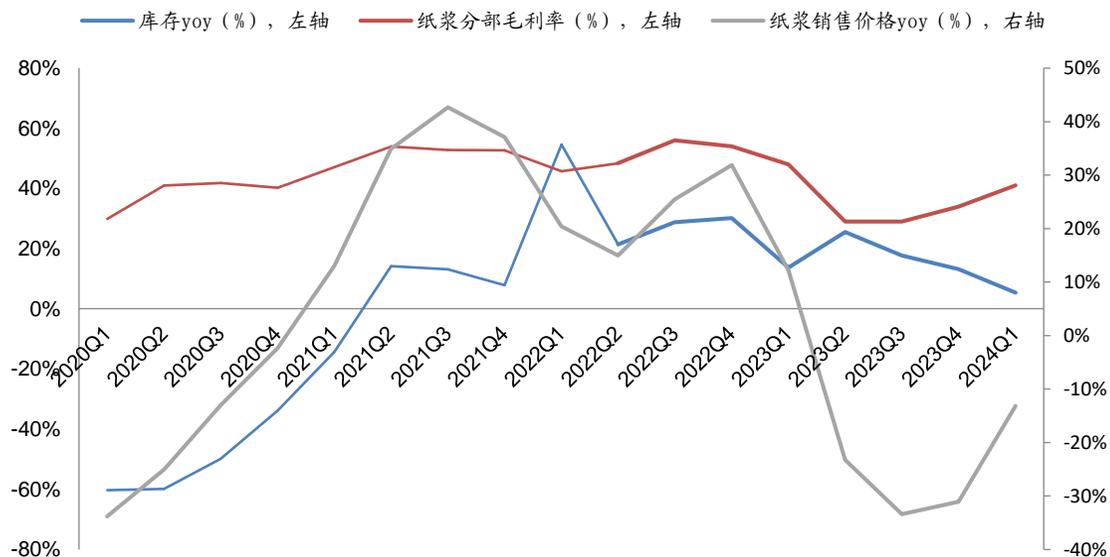
	Q3	Q4	备注
基础产能	6.35	6.41	2023年全球针叶浆产能2500万吨，假设季均分布。叠加Kemi 2023年9月20日新投产产能80万吨，假设有产能爬坡期，Q3贡献50%，Q4贡献80%
减产	-0.09	-0.16	23年9月Domtar Espanola宣布关停减产28万吨，2023年6月Stora Enso Sunila宣布关停减产37.5万吨
停机维护	-0.09	-0.11	CMPC: Q3: Guaiba I (0.43阔叶) Q4: Laja (0.36 针叶)，Pacifico (0.52针叶)，Santa Fell (1.126阔叶)，Guaiba II (1.5阔叶) metsa: Q3 Joutseno (0.69针叶)
总产能	6.18	6.14	基础产能-减产-停机维护

资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算（全球产量Top10纸浆厂中APP+PE+Domtar、April+Bracell、Georgia Pacific未统计，Arauco未披露停机维护规划。统计公司针叶浆产能总计1399万吨，占全球商品针叶浆产能的58%。假设停机维护2周）

## 2. 预判：即使有新增产能投放，24H2木浆供应仍偏紧

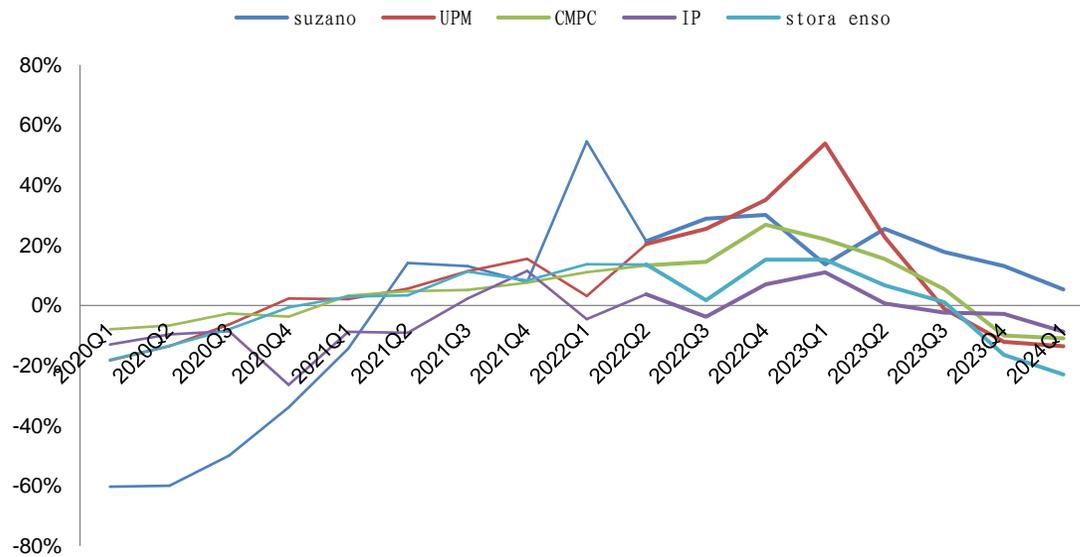
- **供给端：核心公司库存仍处于低位，库存压力和销售压力较小，提价能力强。**一般情况下，在浆价上行期，浆厂会加大生产造成库存积压，随着供给增多库存积压就会进入去库阶段，推动浆价下行，库存变化一般滞后浆价变化一个季度。浆厂的毛利率会随着库存和销售价格的变化同步在15%-50%区间波动。根据彭博数据，2024Q1，全球产量Top10的核心木浆公司suzano/UPM/CMPC/IP/Stora enso的库存分别同比+5%/-14%/-11%/-9%/-23%，处于库存低位水平，库存压力较小。2024年5月，全球针叶浆/阔叶浆经季调库存天数分别同比-10.32/-2.32天。

### suzano库存、毛利率和浆价关系



资料来源：彭博，华安证券研究所

### 核心木浆公司季度库存yoy (%)

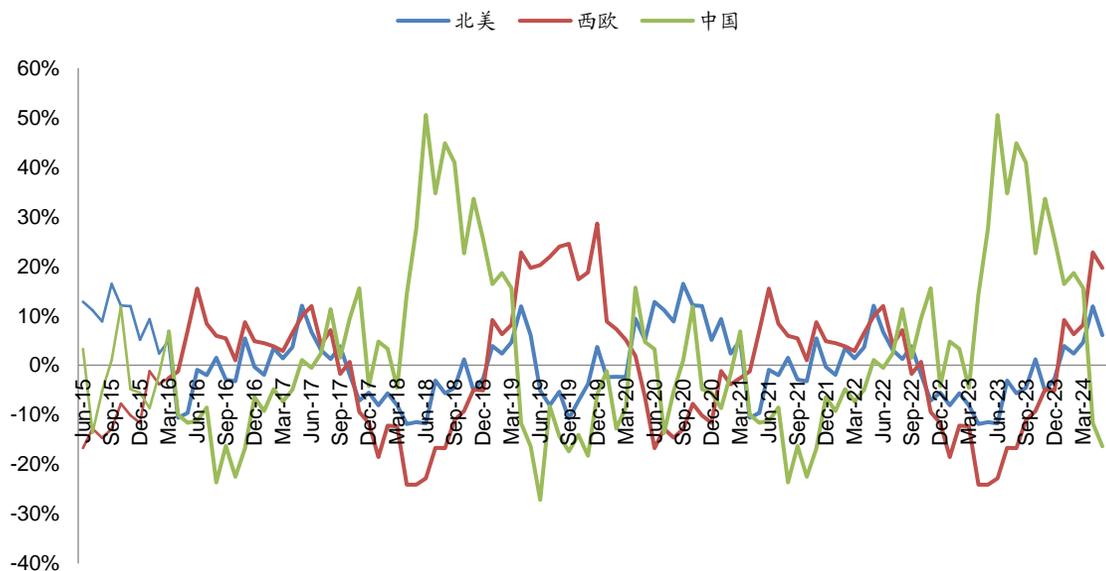


资料来源：彭博，华安证券研究所

## 2. 预判：外盘需求边际增量源于欧洲，关注EUDR实施影响

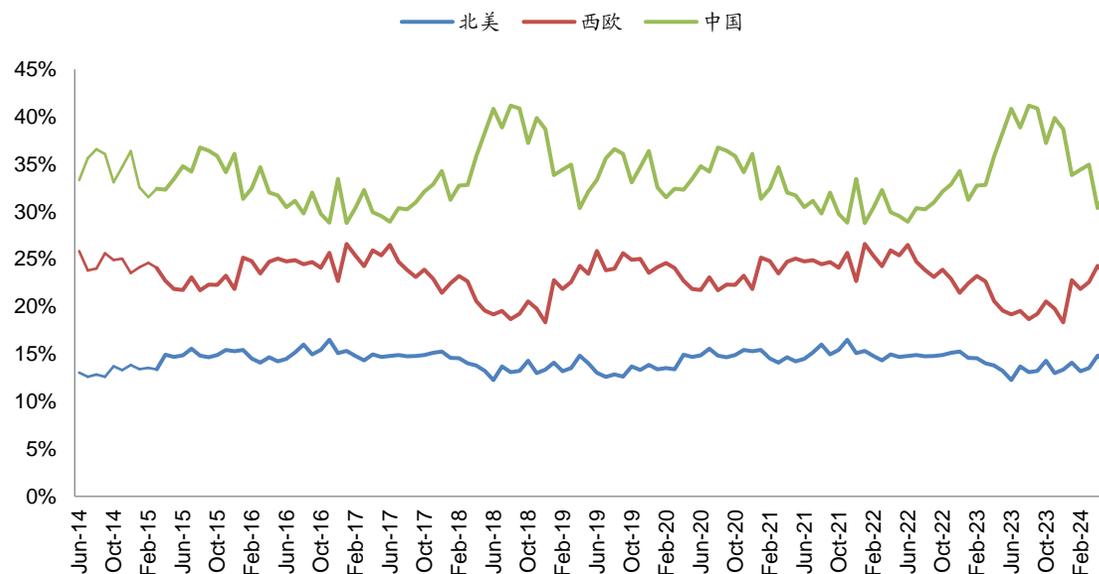
- 需求端：24年下半年木浆需求的边际增量仍在欧洲。根据Hawkins Wright，2023年北美/欧洲/中国占全球商品浆需求的比例为12%/26%/39%。此轮的浆价上涨主要由欧美需求强劲推动，2024年前5月发货至北美/西欧/中国的木浆量分别同比增长6%/13%/3%，单5月发货至北美/西欧/中国的木浆量分别同比+6%/+20%/-16%，北美/西欧/中国的木浆发货量占比分别为14.04%/23.46%/32.09%，同比+0.81/+3.86/-6.28pct。24年下半年只要欧洲需求稳住或仍有增量，则将支撑外盘木浆价格。欧洲主要纸浆消费国在商品浆进口上主要依赖南美等阔叶商品浆供应商，而这些阔叶浆供应商也是中国的主要商品浆来源，因此欧洲地区复苏强弱也将影响内盘阔叶浆价格。

### 北美、西欧、中国木浆发货量yoy (%)



资料来源：彭博，华安证券研究所

### 北美、西欧、中国木浆发货量占比 (%)

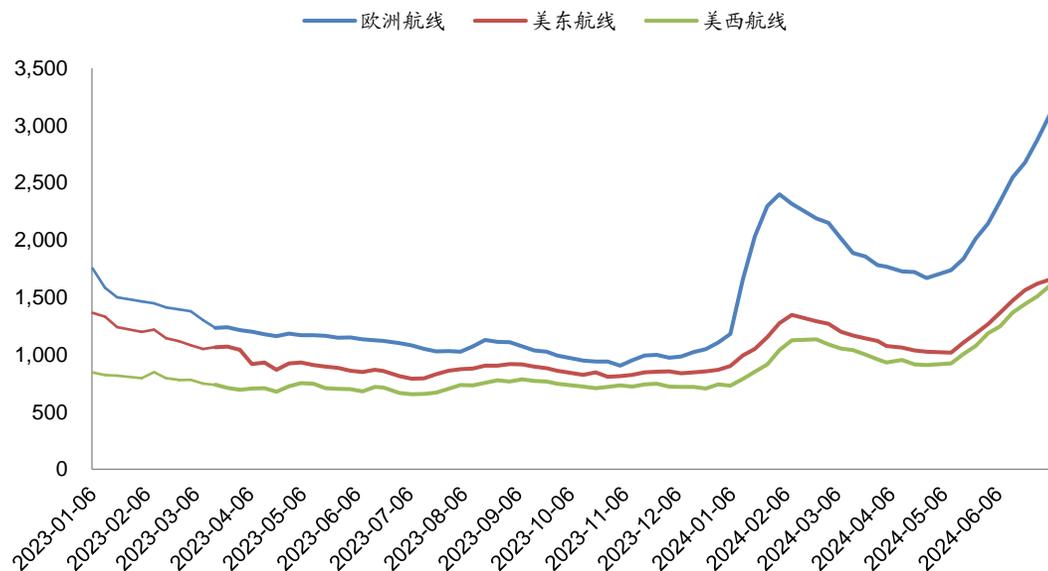


资料来源：彭博，华安证券研究所

## 2. 预判：外盘需求边际增量源于欧洲，关注EUDR实施影响

- ▶ **需求端-欧洲：红海绕行或长期化，影响纸制品进口，推动欧美工厂自给率提升。** 亚洲纸制品出口至北欧国家大多通过苏伊士运河运输，24年6月以来，黎以边境紧张局势进一步升级，冲突存扩大化的概率，苏伊士运河通行时间或继续向后推移。由于红海事件影响，现船只选择绕行好望角，时间多出5-12天不等，若假设绕行所需费用比通过苏伊士运河高出25%，运费价格占木浆成本的9%左右，运费上涨将带动浆价上涨2%。从中国向欧洲运送货物的海运费上涨，迫使中国生产商减少向这两个地区出口高级纸张、纸板和纸巾产品，从而推动欧洲的工厂自给率提升，并推动外盘木浆价格上涨。

### 中国出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，华安证券研究所

### 苏伊士运河与好望角航线对比

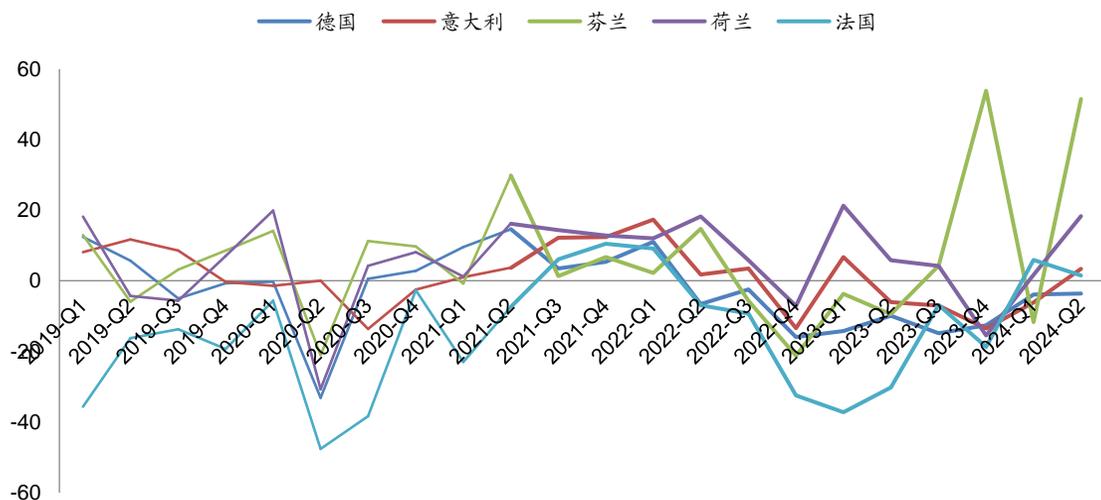


资料来源：中国大学MOOC，华安证券研究所

## 2. 预判：外盘需求边际增量源于欧洲，关注EUDR实施影响

- ▶ **需求端-欧洲：核心国家产能利用率高，未来订单量饱和。**根据EuroStat，2023年德国/意大利/荷兰/法国进口量占欧盟商品化学浆总进口量的比例为21%/20%/16%/9%，合计占比66%，商品化学浆需求量的**高低主要取决于德国、意大利、荷兰、法国等国需求的强弱**。根据欧盟数据，2024Q2德国/意大利/芬兰/荷兰/法国的纸及纸制品行业产能利用率分别同比+7.1/+0.1/+13.2/+0.8/+3.4pct，较历史平均水平仍有提升空间；相较于Q1，大部分国家认为当前生产能力紧缺；大部分国家过去一个季度中订单数量明显增长；大部分国家对于未来一个季度的出口订单乐观。

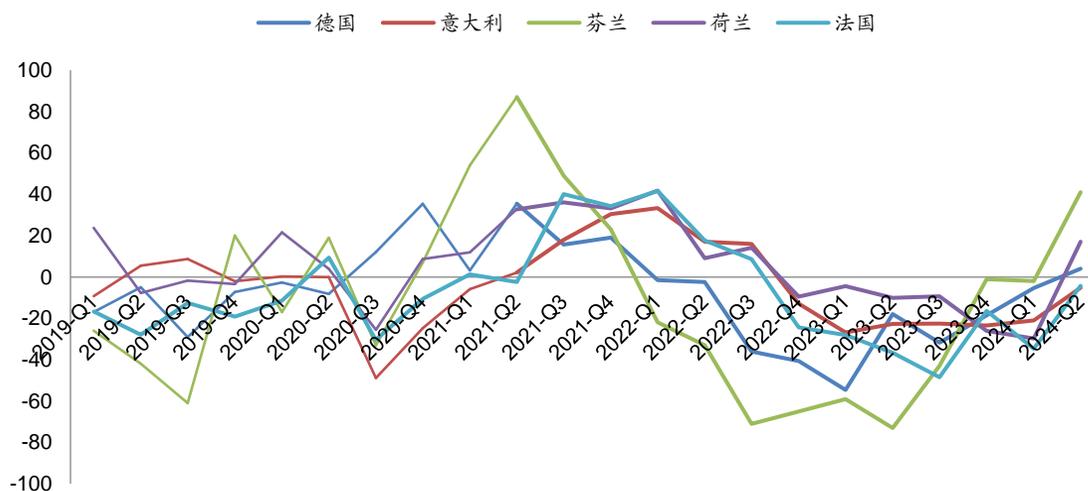
### 欧盟主要国家纸及纸制品行业出口预期



资料来源：欧盟，华安证券研究所（企业根据欧盟行业季度问卷“问题：你预计你的出口订单在未来3个月内会如何发展？”进行回答，选项为“+/-/-”，+表示增长，=表示相等，-表示下降，对所调查企业回答进行加总计算所得）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

### 欧盟主要国家纸及纸制品行业新订单情况

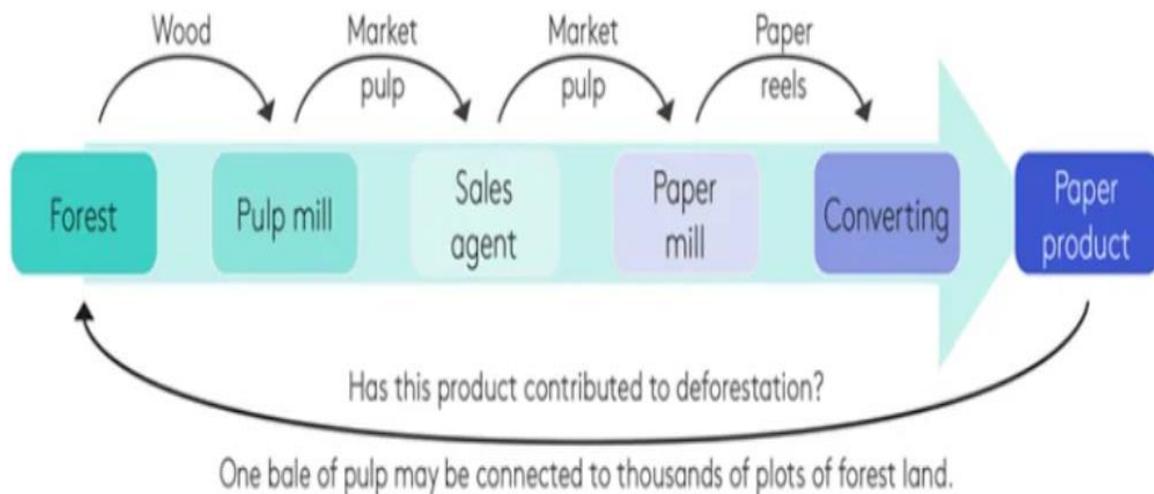


资料来源：欧盟，华安证券研究所（企业根据欧盟行业季度问卷“问题：在过去的3个月里，您的订单进展如何？”进行回答，选项为“+/-/-”，+表示增长，=表示相等，-表示下降，对所调查企业回答进行加总计算所得）

## 2. 预判：外盘需求边际增量源于欧洲，关注EUDR实施影响

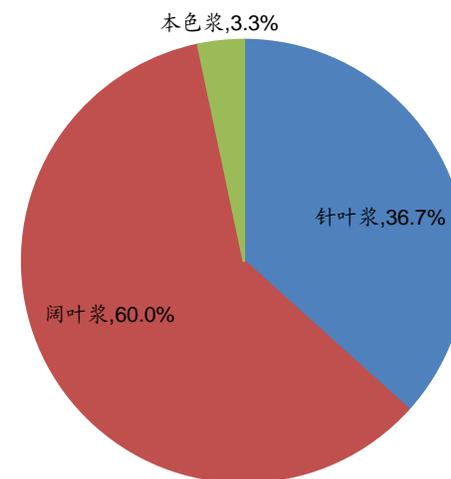
- ▶ **需求端-欧洲：** EUDR的实施会影响欧盟阔叶浆的进口和纸制品的进口。EUDR将于2024年12月30日实施，根据该法规，进口或出口纸浆、纸张和印刷产品等货物必须满足以下三个标准：1) 这些产品不涉及森林砍伐；2) 按照生产国相关法律生产；3) 有尽职调查声明作为保障。待法规全面生效后，每张纸中所含纤维都需要通过各种转换过程追溯到它们的森林来源、母卷和造纸机。每个母卷可以与多个纸浆包相关联，每个纸浆包涉及数千块土地，甚至更多。一旦被判定为违法，罚款可能至少达到年营业额的4%，货物被没收，甚至被禁止参与欧盟采购或招标。2023年欧洲占全球商品浆需求的比例为26%，意味着全球约26%的化学浆将受到EUDR的覆盖。

### EUDR验证链



资料来源：fastmarkets，华安证券研究所

### 2023年欧洲化学浆进口结构（%）



资料来源：EuroStat，华安证券研究所

## 2. 预判：外盘需求边际增量源于欧洲，关注EUDR实施影响

- **需求端-欧洲：短期EUDR或提升木浆出口至欧洲价格，并前置欧盟木浆和纸制品需求。** 1) **提升价格：**EUDR要求对原料溯源和认证，会增加木浆供应链的成本，包括但不限于原料获取成本、运营成本、认证成本，如果成本增加10%，按全球约26%的木浆受到EUDR的覆盖计算，木浆的价格增量理论中值在20美元/吨。2) **前置需求：**由于法案实施后进口成本将抬升，且会终止部分不合规的产品进口，市场供应量会下滑，会刺激欧盟市场相关经营者提前补库的热情，欧盟需求前置的概率较大，预计仍将支撑Q3Q4欧洲市场的需求。造纸公司对木浆一般备1-2个月库存，根据我们的测算，若提前补库，多备1-3个月的库存将带来130-390万吨化学浆需求增量，占23年全球化学浆消费量的2.17-6.50%。

### EUDR成本影响测算（美元/吨）

EUDR实施后木浆供应成本	+10%	+20%	+30%
当前阔叶浆外盘报价	770	770	770
当前针叶浆外盘报价	820	820	820
EUDR实施后阔叶浆理论价格	790	810	830
EUDR实施后针叶浆理论价格	840	860	880

资料来源：华安证券研究所测算

### EUDR需求量影响测算

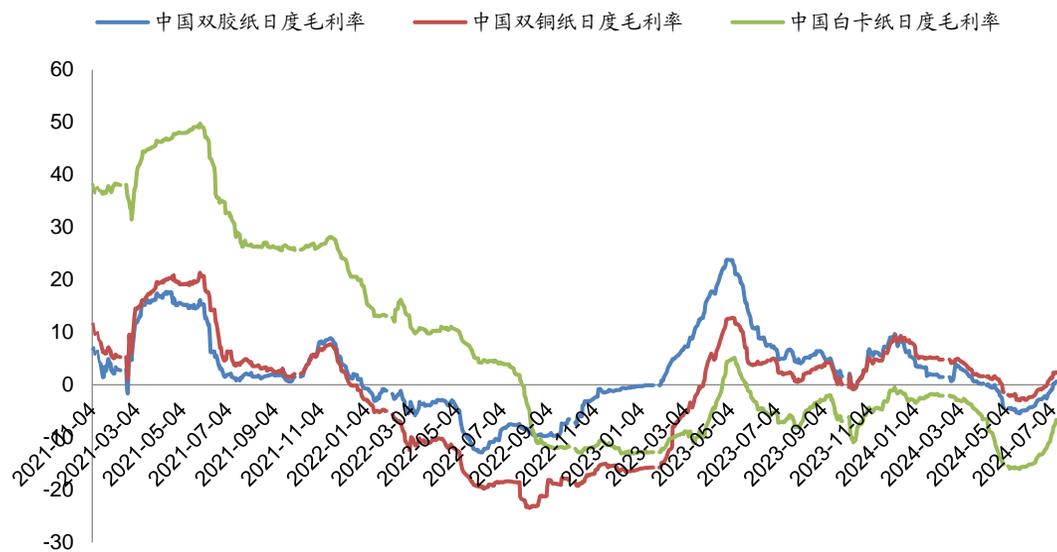
	多备1个月库存	多备2个月库存	多备3个月库存
EUDR实施后木浆需求量（万吨）	130	260	390
占23年全球消费比	2.17%	4.33%	6.50%
下半年欧洲木浆需求量yoy	16.67%	33.33%	50.00%

资料来源：华安证券研究所测算

## 2. 预判：内盘静待需求旺季，新增产能提供需求支撑

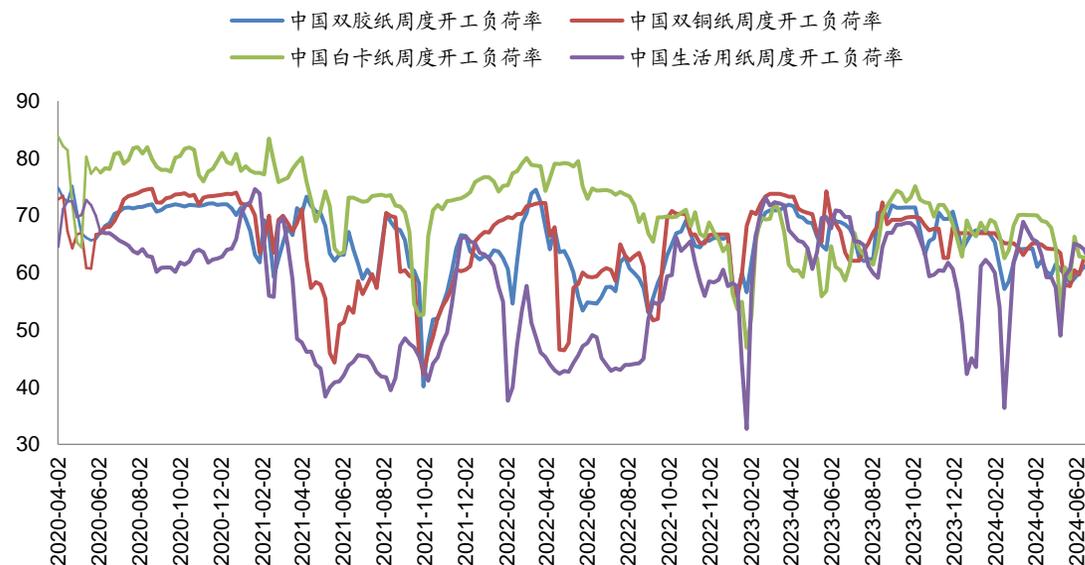
- ▶ **需求端-中国：8月开始将迎需求旺季，有望带动浆价上涨。**随着纸品需求旺季的到来，纸张需求量增加，下游原纸行业开工率和盈利改善，将为浆价提供支撑。具体到单月来看，7月为下游原纸行业淡季，企业降开工去库存将抑制浆价走势，8-9月受开学季、次年教辅教材订单、中秋订单等支撑下，原纸行业开工回升或支撑浆价走势止跌回升，四季度将进入传统消费旺季，对纸价和浆价形成利多支撑。

### 中国双胶纸/双铜纸/白卡纸毛利率 (%)



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

### 中国双胶纸/双铜纸/白卡纸/生活用纸开工率 (%)



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

## 2. 预判：内盘静待需求旺季，新增产能提供需求支撑

- **需求端-中国：新增产能提供需求支撑，港口库存处于低位。** 2024年有冠豪高新、玖龙纸业、华泰纸业、岳阳林纸等原纸新增产能释放，将提供需求支撑。根据我们的测算，新增产能将于2024年Q3贡献阔叶浆/针叶浆需求20.01/6.16万吨，合计Q3需求同比增长3.01%；Q4贡献阔叶浆/针叶浆需求24.17/7.48万吨，合计Q4需求同比增长3.54%。根据卓创资讯，6月青岛港纸浆库存处于历史中枢以下，纸厂木浆库存预计合理，当需求旺季来临，纸厂开工率提升，有望积极补库。

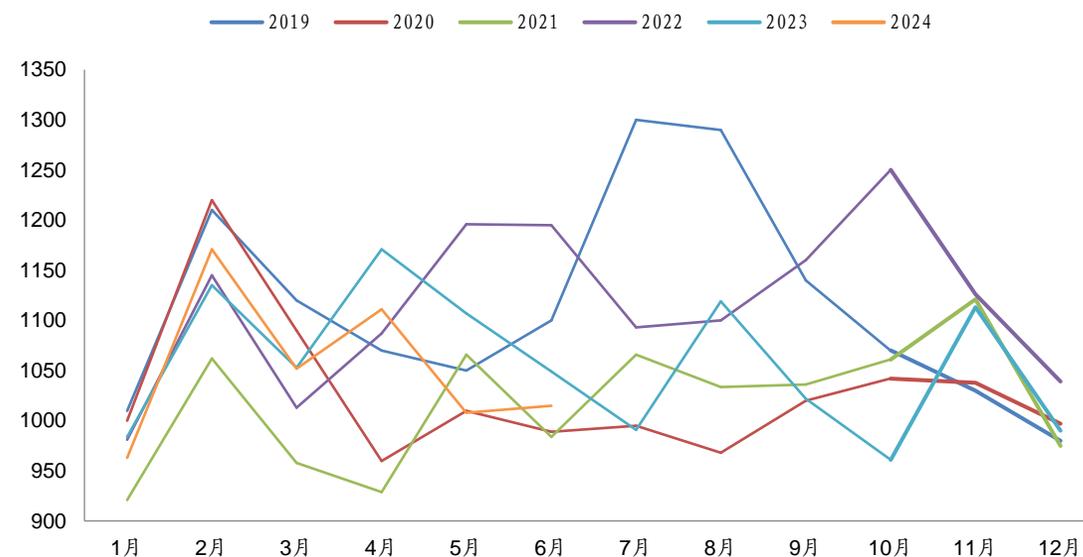
### 原纸新增产能对阔叶浆与针叶浆需求影响测算（万吨）

阔叶浆	Q3	Q4	说明
2023年表观消费量	638.20	659.92	
白卡纸新增产能	4.50	6.00	冠豪高新30万吨白卡纸2024年5月投产
	15.00	18.00	玖龙纸业120万吨白卡纸2024Q3投产
文化纸新增产能	13.75	13.75	玖龙纸业55万吨文化纸2024年1月投产
	13.00	13.00	华泰纸业52万吨双胶纸2024年1月投产
		5.63	岳阳林纸45万吨文化纸2024Q4投产
2024年表观消费量增量	20.01	24.17	假设单吨浆耗：白卡纸0.3吨，双胶纸0.56吨，双铜
yoY	3.13%	3.66%	纸0.45吨阔叶浆

针叶浆	Q3	Q4	说明
2023年表观消费量	230.18	231.75	
白卡纸新增产能	4.50	6.00	冠豪高新30万吨白卡纸2024年5月投产
	15.00	18.00	玖龙纸业120万吨白卡纸2024Q3投产
文化纸新增产能	13.75	13.75	玖龙纸业55万吨文化纸2024年1月投产
	13.00	13.00	华泰纸业52万吨双胶纸2024年1月投产
		5.63	岳阳林纸45万吨文化纸2024Q4投产
2024年表观消费量增量	6.16	7.48	假设单吨浆耗：白卡纸0.1吨，双胶纸0.16吨，双铜
yoY	2.68%	3.23%	纸0.15吨针叶浆

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所测算（假设有产能爬坡期）

### 青岛港纸浆库存情况（千吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

## 2. 预判：需多供少，24H2浆价预计总体强势

- 需多供少将支撑24年下半年木浆价格，外盘价格有望持续强势，内盘价格有望于8月企稳回升。从全球范围来看，根据我们的测算，Q3/Q4木浆需求量分别同比+10.67%/+12.04%，在供给端无明显增量的情况下，需多供少将为全球木浆价格提供支撑。从中国来看，7月为下游原纸行业淡季，导致浆价下行，内外盘差价扩大，但随着8月进入需求旺季，原纸行业开工回升或支撑浆价走势由跌回升，进入12月，25年新增产能贡献预期+EUDR实施影响供给或使浆价有所回落。

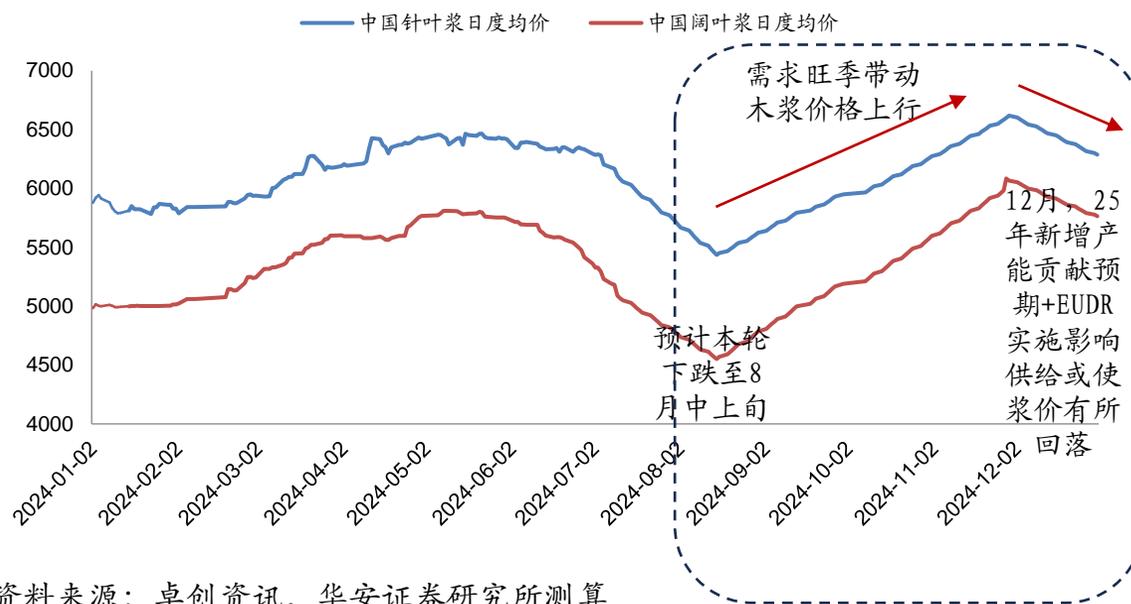
### 全球木浆需求测算

	2023年消费量占比	2024年消费量占比E	Q3消费量 yoy	Q4消费量 yoy	说明
美国	12%	15%	2.10%	2.10%	假设等于美国GDP增速预期
欧洲	26%	30%	33.33%	33.33%	假设由于EUDR多补2个月的库存
中国	39%	34%	3.01%	3.54%	假设按照新增产能贡献需求增量计
其他	23%	21%	2.50%	2.50%	假设等于PPPC未来4年的CAGR预期
整体消费量	100%	100%	10.67%	12.04%	

资料来源：华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

### 中国针叶浆/阔叶浆价格预判（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所测算

# 目录

0 前言：核心观点

1 复盘：需求端差异致内外盘走势分化

2 展望：需多供少，24H2浆价预计总体强势

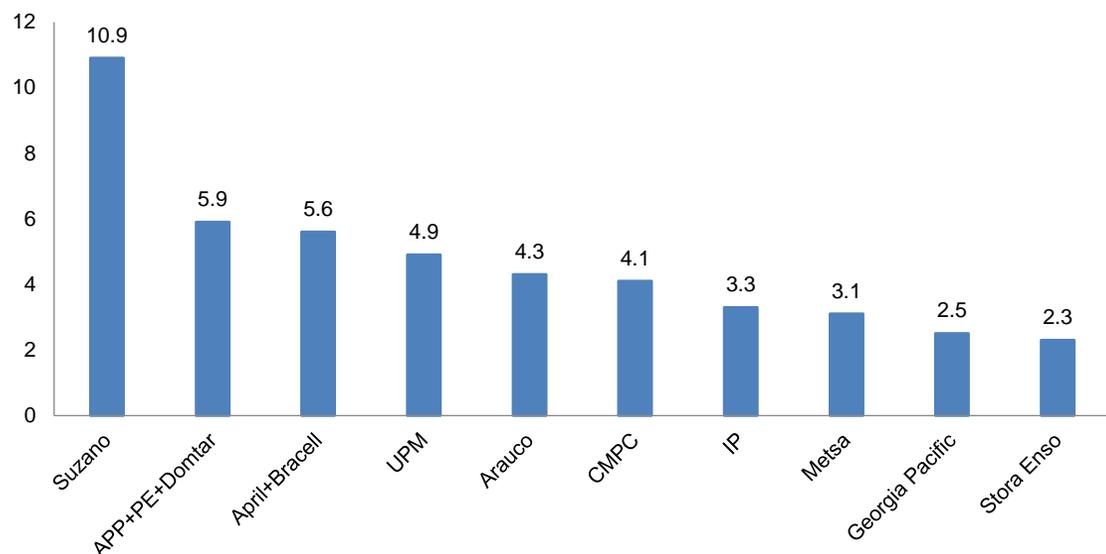
3 定量：由边际成本浅析浆价波动区间

4 标的：建议关注太阳纸业

### 3.价格：边际现金生产成本决定底线，近年来成本持续增长

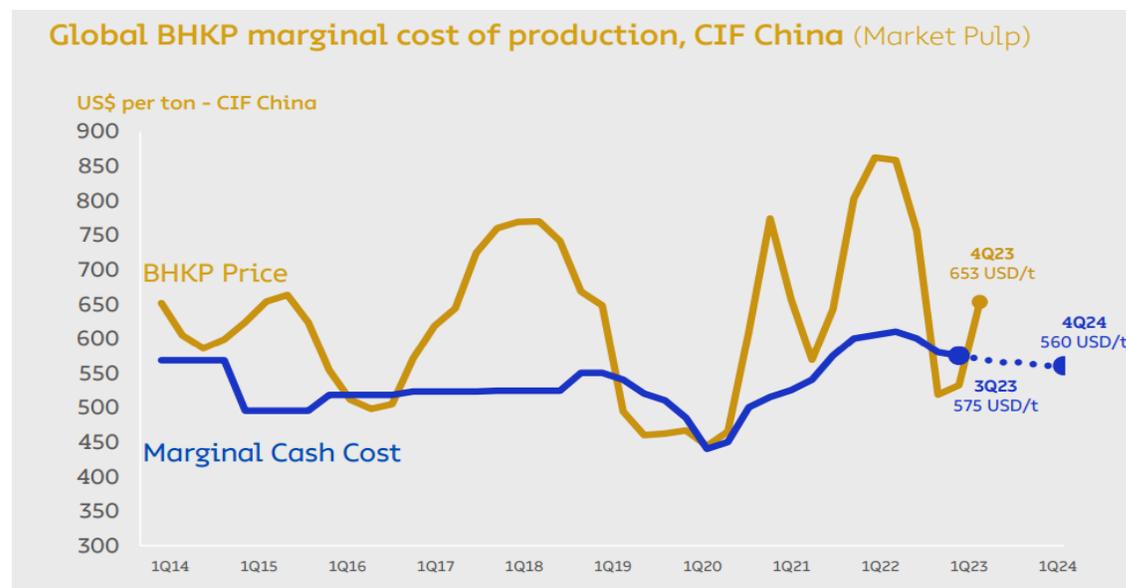
▶ 木浆公司的边际现金生产成本决定商品木浆的价格底线。化学木浆属于资本技术密集型产品，全球的木浆产能大部分集中在核心木浆企业手中，根据Suzano数据，全球产能TOP10的商品化学木浆公司的产能为4690万吨，占全球消费量的78%。高集中度决定了木浆公司议价能力较高，接近生产成本就会触发价格调整。根据Suzano的复盘，历史上全球阔叶浆价格一旦触及到木浆公司的边际现金生产成本时，浆价大多会止跌反弹，全球阔叶浆价格向上偏离边际现金生产成本的范围在0%~49%（与核心木浆企业毛利率波动范围一致），向下偏离边际现金生产成本的范围在-11%~0%。

#### 全球TOP10企业商品化学木浆年产能情况（百万吨）



资料来源：Suzano，华安证券研究所

#### 全球阔叶浆价格与边际现金成本复盘

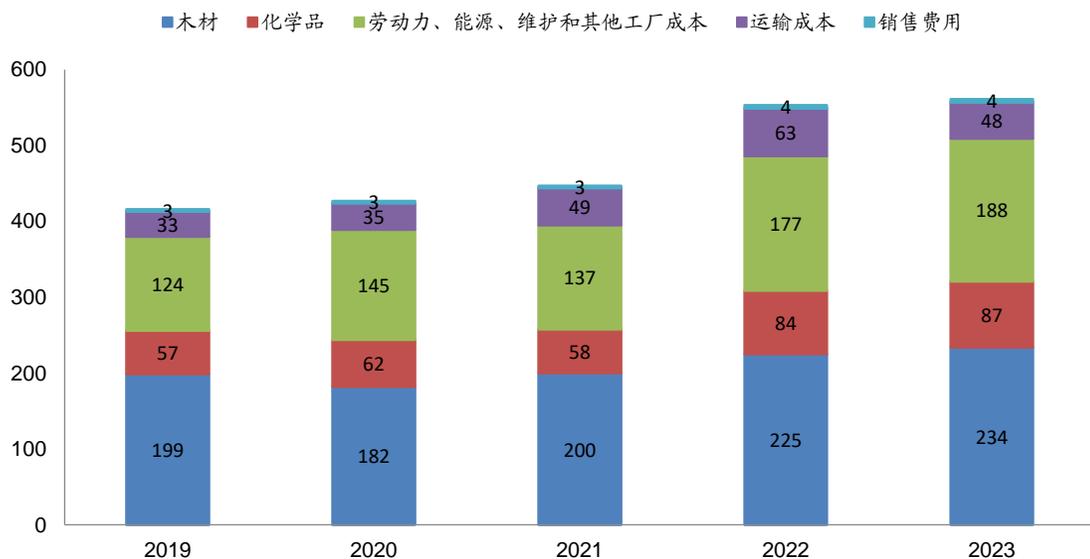


资料来源：Suzano，华安证券研究所

### 3.价格： 边际现金生产成本决定底线， 近年来成本持续增长

▶ 近年来，木材、劳动力&能源价格、运输费用上涨推动木浆边际现金生产成本持续上移。根据Arauco（年产针叶浆141万吨，占全球针叶浆需求量的6%），其在智利生产出售至中国市场的针叶浆总交付现金成本从2019年的416美元/吨上涨至2023年的560美元/吨，拆解其细分成本，2023年，木材/化学品/劳动力、能源、维护和其他工厂成本/运输成本/销售费用分别为234/87/188/48/4美元/吨，占比分别为42%/16%/34%/9%/1%。根据INE数据，以2019年=100为基数，智利前5个月木材PPI指数上涨53.35%，木浆PPI指数上涨49.40%；以2023年=100为基数，智利前5个月运输成本指数上涨3.64%，2024年前4个月劳动力成本指数上涨1.89%。

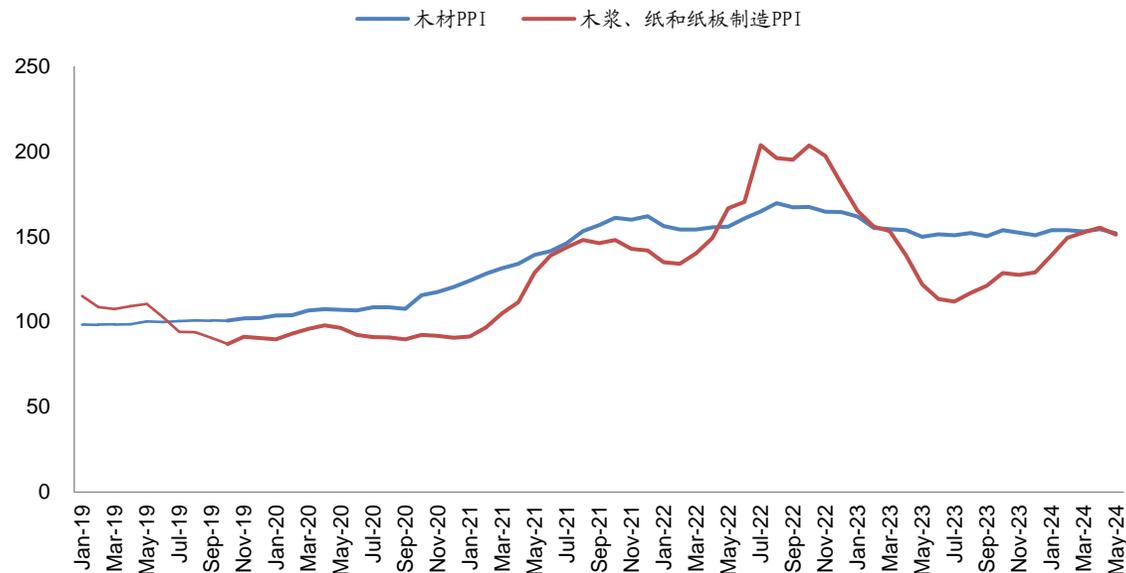
Arauco针叶浆总交付现金成本拆解（美元/吨）



资料来源：Arauco，华安证券研究所（仅为Arauco智利生产出售至中国市场的针叶浆成本）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

智利木材和木浆PPI指数

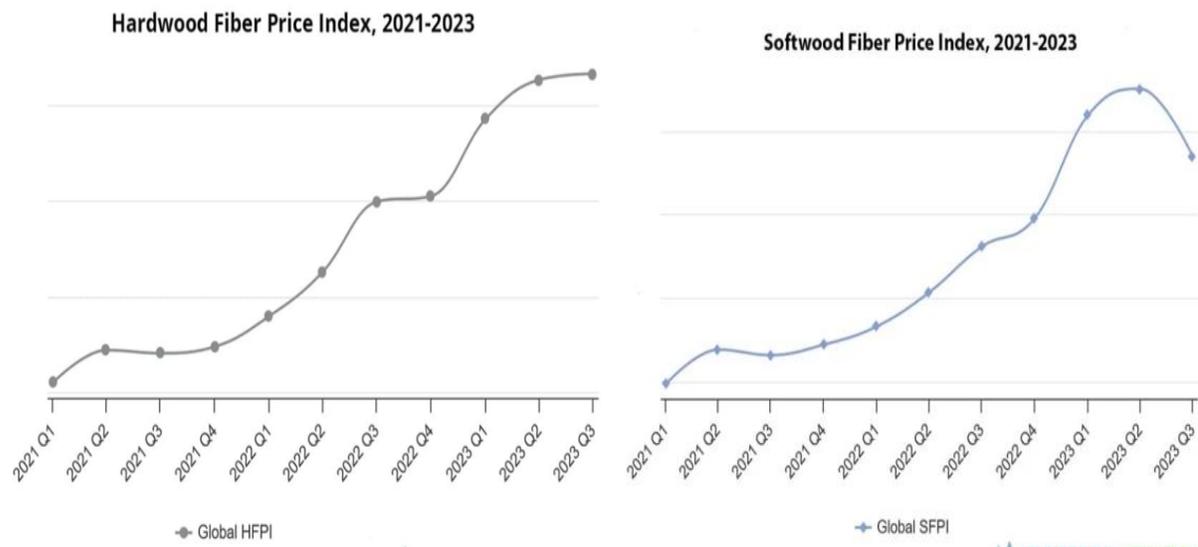


资料来源：INE，华安证券研究所（木材成本指数取针叶树或非针叶树物种的木材PPI，以2019年=100为基数）

### 3.价格：边际现金生产成本决定底线，近年来成本持续增长

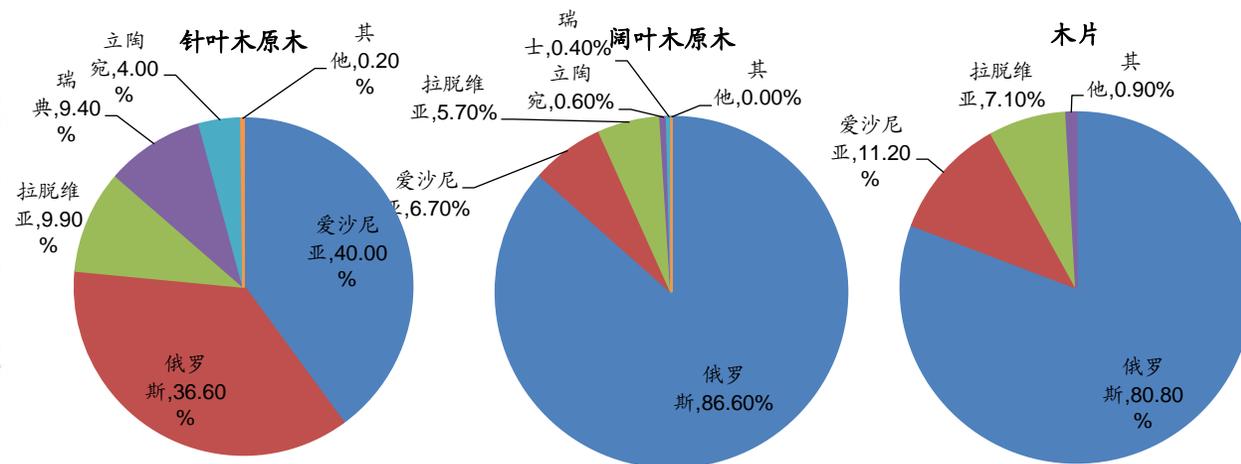
➤ 俄乌冲突下，欧盟制裁影响欧洲木材进口，木材价格仍将维持高位。芬兰占全球商品木浆出口量的6%。芬兰纸浆厂和锯木厂长期以来依赖进口木材原料满足其木纤维需求，2022年2月俄乌冲突爆发后，欧盟随即实施制裁，包括自2022年7月起全面禁止俄罗斯木材进口到欧盟，俄罗斯是芬兰最大的木片来源国，2021年占芬兰木片进口总量的80.8%，进口禁令短期内影响纸浆生产并长期推高木片价格。以2021年为例，芬兰通过进口俄罗斯木片为原料生产的木浆折算下来约106万吨，芬兰木浆年产量约1052万吨，俄罗斯木片出口禁止或将影响芬兰约10%~15%的木浆产量。

全球纸浆木材价格指数走势



资料来源：Wood Resources International，华安证券研究所

2021年芬兰针叶木原木、阔叶木原木和木片进口来源国

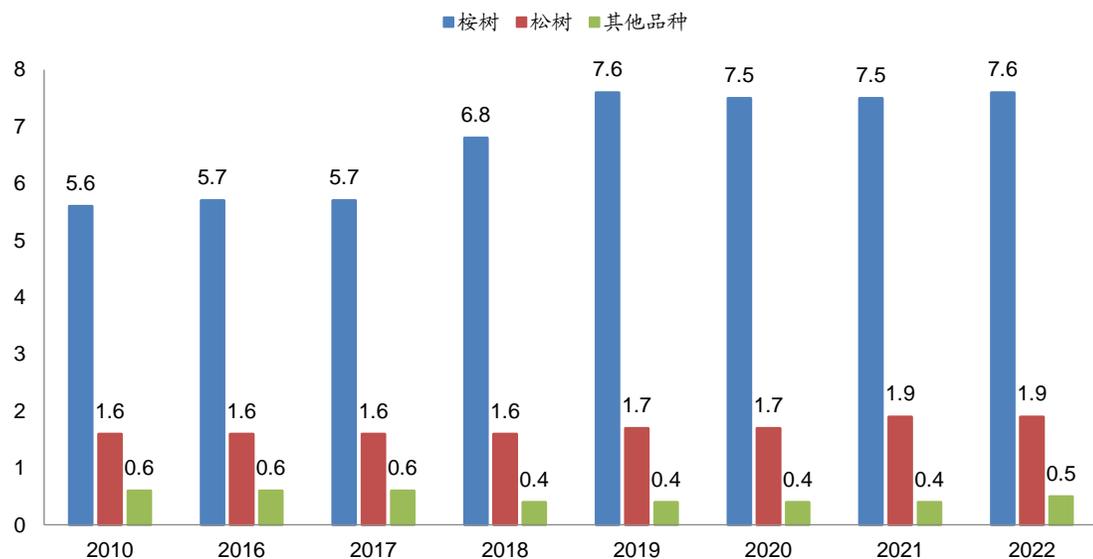


资料来源：Lesprom，华安证券研究所

### 3.价格：边际现金生产成本决定底线，近年来成本持续增长

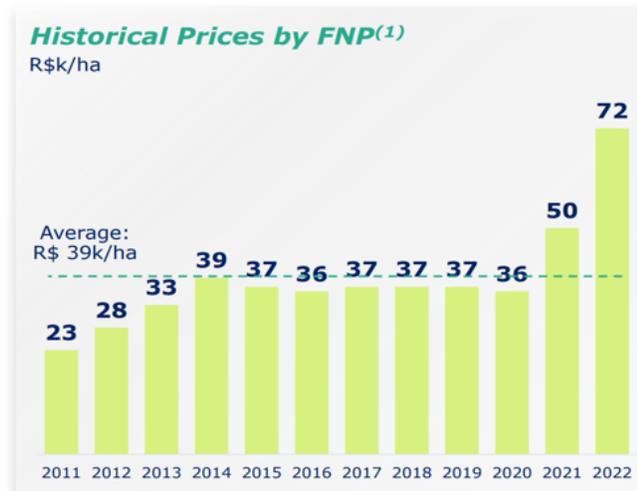
➤ 投资热潮下，巴西土地成本上涨，带动木材价格上涨。巴西占全球商品木浆出口量的28%。根据IBA数据，巴西桉树种植面积增速（2018-2021增长10%）落后于对木材的消费需求增速（2018-2021增长26%），且2019年后种植面积停滞，推动土地成本由2019年的37R\$/ha上涨到72 R\$/ha。高土地成本推动木浆木材成本持续增长，较2018年上涨99%。根据FAO数据，在过去三十年中，全球木材的消费量增长了28%，而木材资源却减少了4%，有限的森林资源难以满足增长的消费需求，或将推动木材价格持续增长。

#### 巴西种植面积（百万公顷）

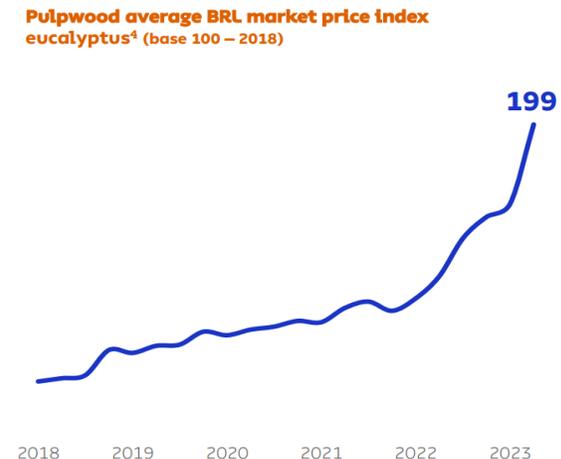


资料来源：IBA，华安证券研究所

#### 巴西土地成本和木材价格变化



资料来源：Klabin，suzano，华安证券研究所



### 3.价格：2024年全球针叶浆边际现金生产成本或在650美元/吨

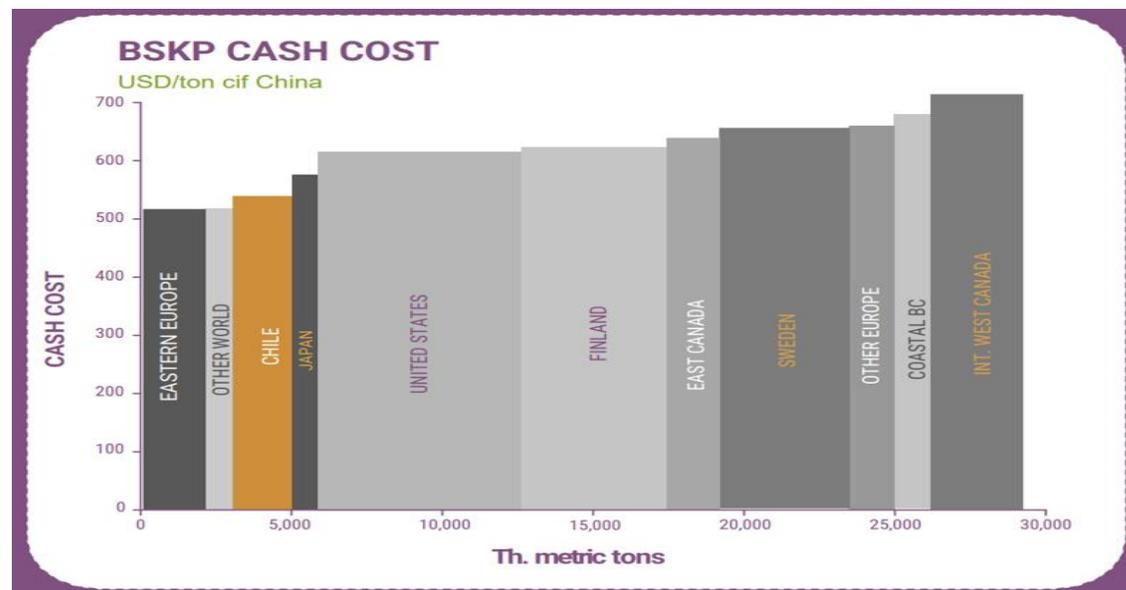
➤ 2024年全球针叶浆公司的边际现金生产成本或在650美元/吨。根据我们的测算，2024年Arauco在智利生产出售至中国市场的针叶浆总交付现金成本在569-608美元/吨，较2023年的560美元/吨高9~48美元/吨。根据CMPC，2023年日本/美国/芬兰/东加拿大/瑞典/欧洲其他地区/不列颠哥伦比亚海岸/西加拿大出售至中国市场的针叶浆总交付现金成本比智利分别高36/76/83/99/116/119/139/174美元/吨，并根据各个地区出货量占比，在悲观假设下，我们测算得全球针叶浆公司的边际现金生产成本为650美元/吨，按1美元=7.27人民币计，为4726元/吨。

2024年Arauco针叶浆总交付现金成本测算（美元/吨）

	2024-悲观	2024-中性	2024-乐观
木材	236	246	257
化学品	87	87	87
劳动力、能源、维护和其他工厂成本	192	197	207
运输成本	50	50	53
销售费用	4	4	4
总交付现金成本	569	585	608
假设-成本较2023年变化幅度			
木材	1%	5%	10%
化学品	不变	不变	不变
劳动力、能源、维护和其他工厂成本	2%	5%	10%
运输成本	4%	5%	10%
销售费用	不变	不变	不变

资料来源：Arauco, LNE, 华安证券研究所测算

全球各地区出货至中国的针叶浆交付现金成本及数量

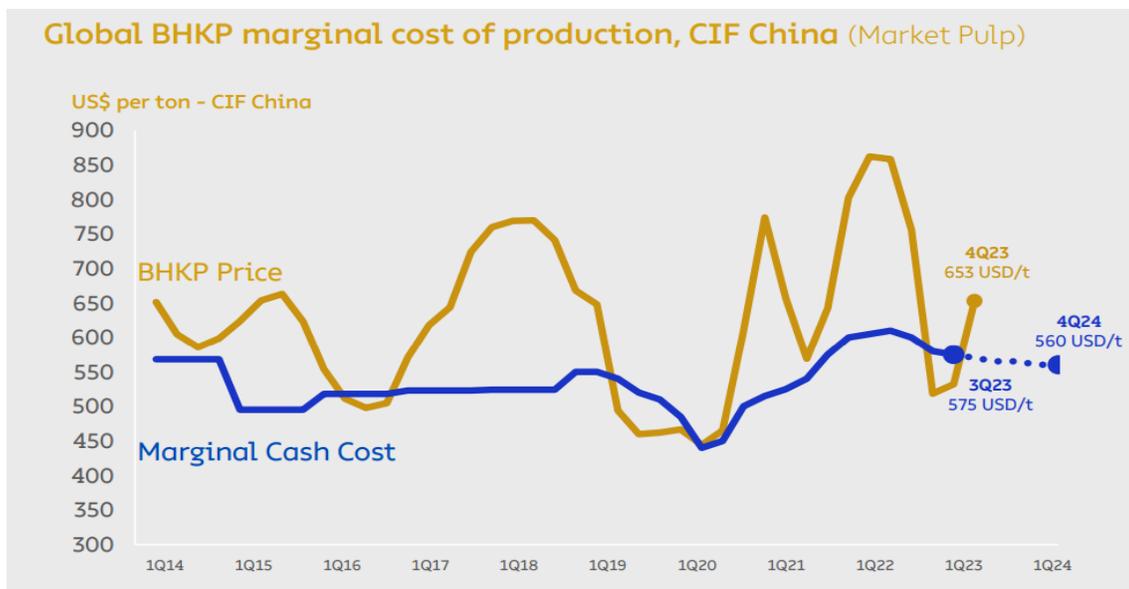


资料来源：CMPC, 华安证券研究所

### 3.价格：2024年全球阔叶浆边际现金生产成本或在596美元/吨

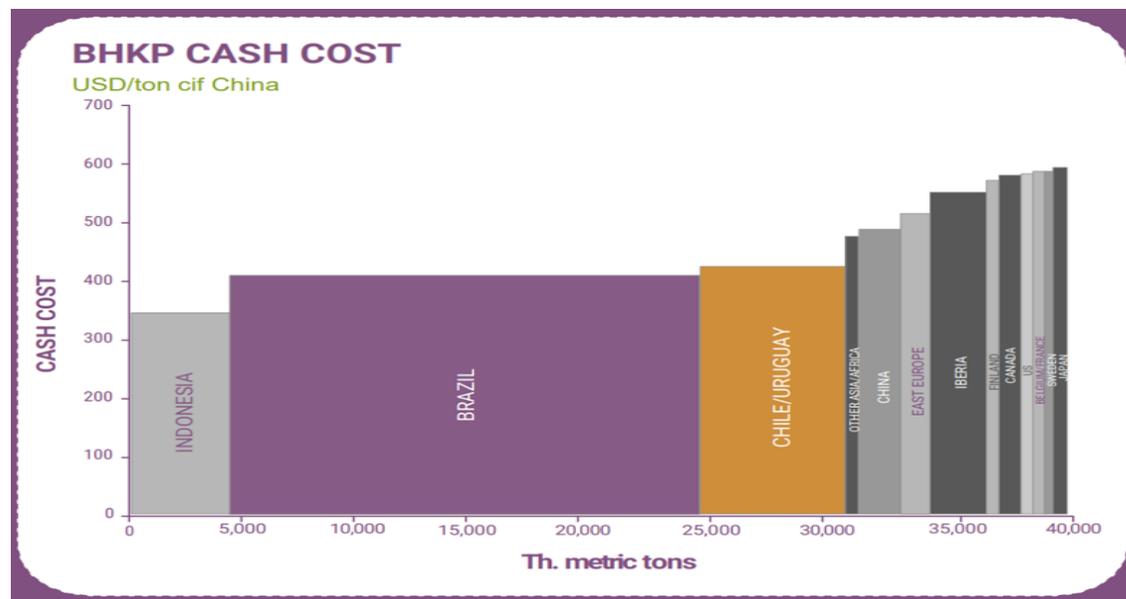
➤ 2024年全球阔叶浆公司的边际现金生产成本或在596美元/吨。Suzano年产阔叶浆1090万吨，占全球阔叶浆需求量的30%，其边际生产成本对巴西阔叶浆厂商有代表意义。根据Suzano，其在巴西生产出售至中国市场的阔叶浆总交付现金成本从2020的434美元/吨上涨至2023Q3的575美元/吨，2024Q4预计为560美元/吨，平滑预计全年为570美元/吨。根据CMPC，2023年智利/非洲/中国/东欧/伊比利亚/芬兰/加拿大/美国/比利时/瑞典/日本出售至中国市场的阔叶浆总交付现金成本比巴西分别高14/67/78/106/141/160/172/174/176/178/183美元/吨，并根据各个地区出货量占比，我们测算得全球阔叶浆公司的边际现金生产成本为596美元/吨，按1美元=7.27人民币计，为4333元/吨。

Suzano边际现金生产成本情况



资料来源：Suzano，华安证券研究所

Suzano巴西Cerrado项目产能爬坡情况

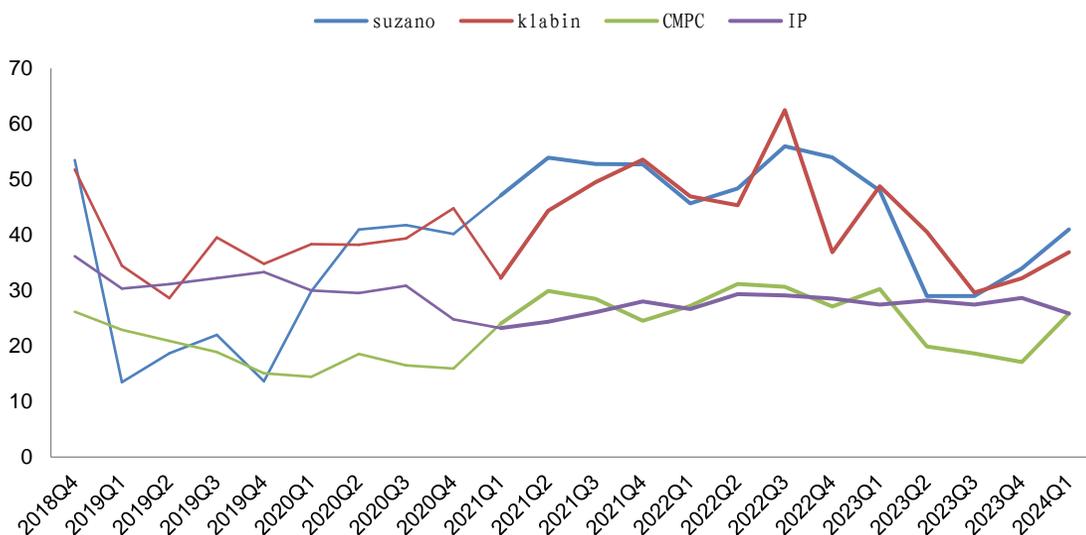


资料来源：CMPC，华安证券研究所

### 3.价格：从边际现金生产成本判断木浆价格范围

➤ 全球木浆公司的毛利率上限决定商品木浆的价格上限，现金生产成本决定商品木浆的价格下限。根据各公司公告，核心木浆公司的毛利率上限约50%，2018Q4-2024Q1平均毛利率约33%，毛利率下限为14%。由此测算，2024年，阔叶浆（CIF CHINA）的价格范围为596~894美元/吨，即4333~6499元/吨；针叶浆（CIF CHINA）的价格范围为650~975美元/吨，即4726~7088元/吨。以33%毛利率计算，阔叶浆/针叶浆的价格中枢为793/865美元/吨，即5763/6285元/吨。

核心木浆公司毛利率 (%)



资料来源：彭博，华安证券研究所（suzano以木浆业务毛利率计，其他公司以总毛利率计）

2024年阔叶浆和针叶浆价格测算

	阔叶浆 (美元/吨)	针叶浆 (美元/吨)	阔叶浆 (元/吨)	针叶浆 (元/吨)
上限 (毛利率 50%)	894	975	6499	7088
中值 (毛利率 33%)	<b>793</b>	<b>865</b>	<b>5763</b>	<b>6285</b>
下限 (毛利率 15%)	685	748	4983	5434
下限 (现金生产成本)	596	650	4333	4726
2023年现金生产成本	601	641	4369	4660

资料来源：华安证券研究所测算（以1美元=7.27人民币计，不考虑税收等其他成本）

# 目录

0 前言：核心观点

1 复盘：需求端差异致内外盘走势分化

2 展望：需多供少，24H2浆价预计总体强势

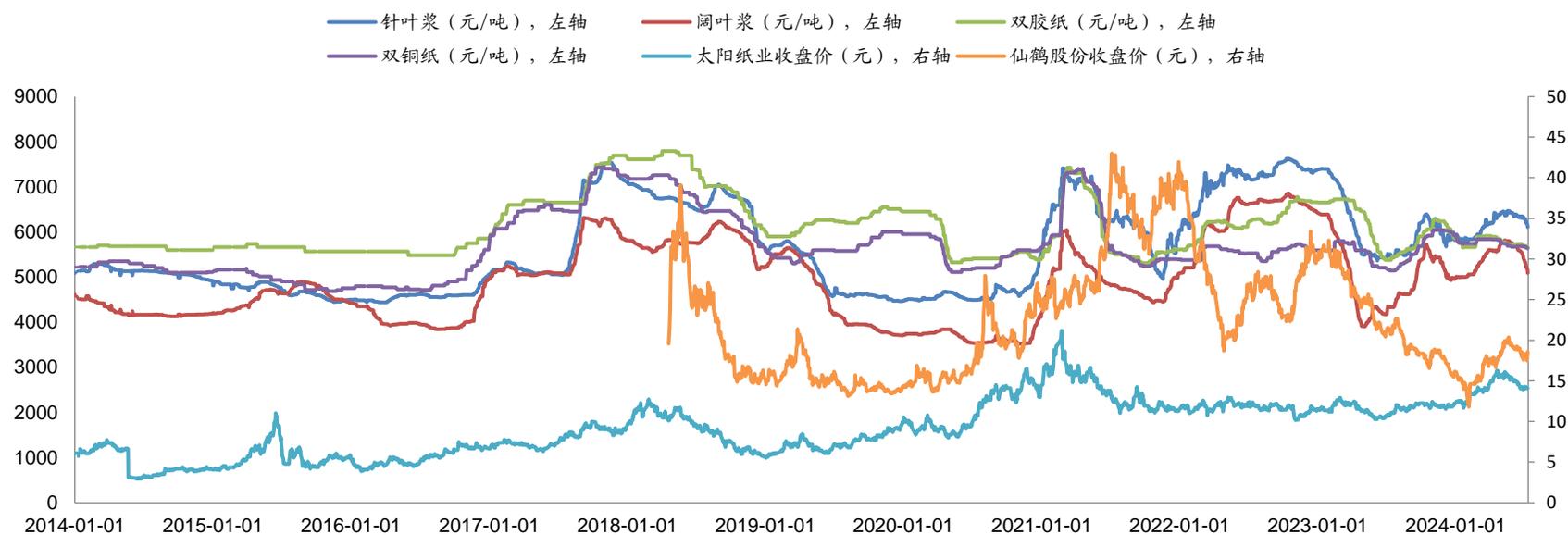
3 定量：由边际成本浅析浆价波动区间

4 标的：建议关注太阳纸业

## 4. 建议关注太阳纸业

- ▶ 本轮造纸行情共有两波，主要由浆价上行推动。1) 第一波：自2023年5月起，低价木浆激发国内造纸企业囤浆需求，中国木浆进口量持续高于历史月度进口量均值，浆价5月低点底部反弹。紧随浆价上涨，太阳纸业股价6月低点底部反弹，文化纸价格7月低点底部反弹。这一阶段股价表现最优的为太阳纸业，主要系公司的浆、纸品类均衡，平均吨盈利率先回到历史中枢水平且持续上升，带动公司股价上涨。

### 木浆价格、文化纸价格与造纸企业股价变化



区间	针叶浆	阔叶浆	双胶纸	双铜纸	太阳纸业	仙鹤股份
2023/06/26-2024/02/29	+9.71%	+25.35%	+9.14%	+12.09%	+37.09%	-26.09%
2024/02/29-2024/05/22	+8.93%	+10.67%	-2.86%	-2.57%	+8.29%	+28.81%
2023/06/26-2024/05/22	+19.50%	+38.73%	+6.02%	+9.21%	+48.46%	-4.79%

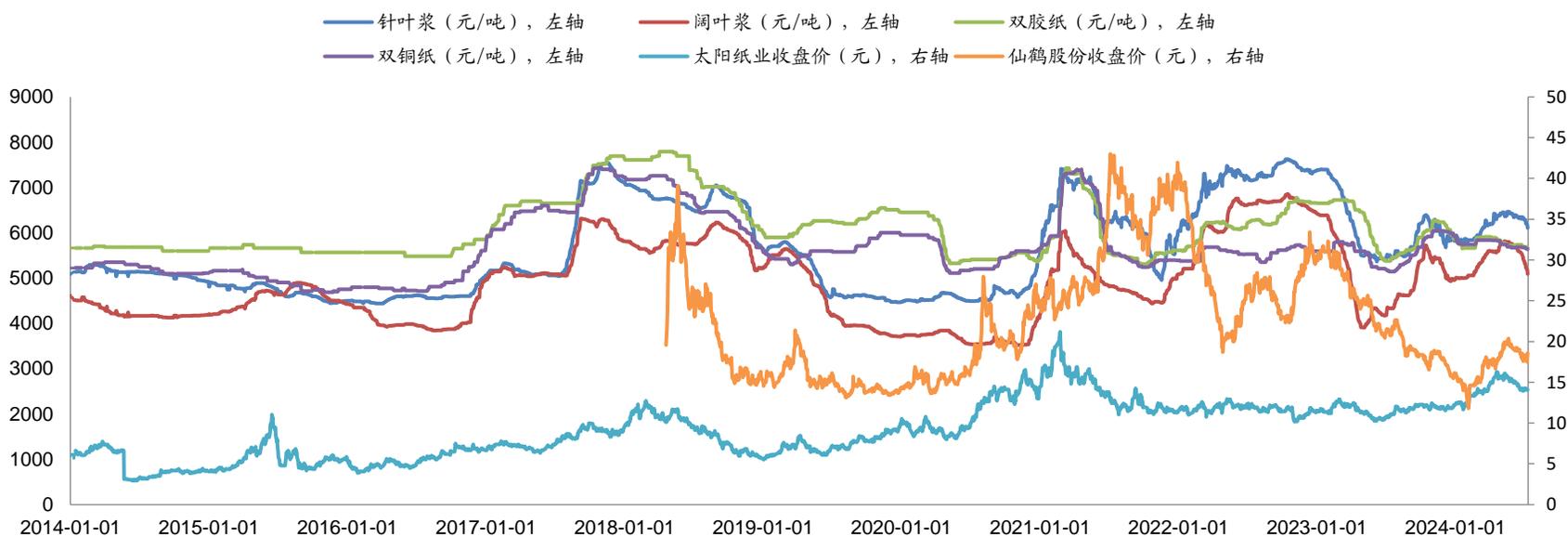
资料来源：卓创资讯，Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 4. 建议关注太阳纸业

- ▶ 本轮造纸行情共有两波，主要由浆价上行推动。2) 第二波：2024年3月起，海外罢工、浆厂检修、红海事件等导致供应面偏紧，叠加欧洲木浆需求反弹超预期，外盘阔叶浆价格历时4个月平稳运行后持续上涨，在具备成本支撑的基础上，供需和竞争格局较优的文化纸、细分特种纸品类如格拉辛纸等提价落地较好，带动太阳纸业、仙鹤股份等股价上涨。
- ▶ 近期下跌原因：Q2为传统造纸淡季，浆价下跌可能带动纸价在目前的下跌趋势上进一步下跌，导致纸品吨盈利进一步承压，进而影响纸企利润。
- ▶ 我们在后续浆价看涨预期下，建议关注太阳纸业。

### 木浆价格、文化纸价格与造纸企业股价变化



区间	针叶浆	阔叶浆	双胶纸	双铜纸	太阳纸业	仙鹤股份
2023/06/26-2024/02/29	+9.71%	+25.35%	+9.14%	+12.09%	+37.09%	-26.09%
2024/02/29-2024/05/22	+8.93%	+10.67%	-2.86%	-2.57%	+8.29%	+28.81%
2023/06/26-2024/05/22	+19.50%	+38.73%	+6.02%	+9.21%	+48.46%	-4.79%

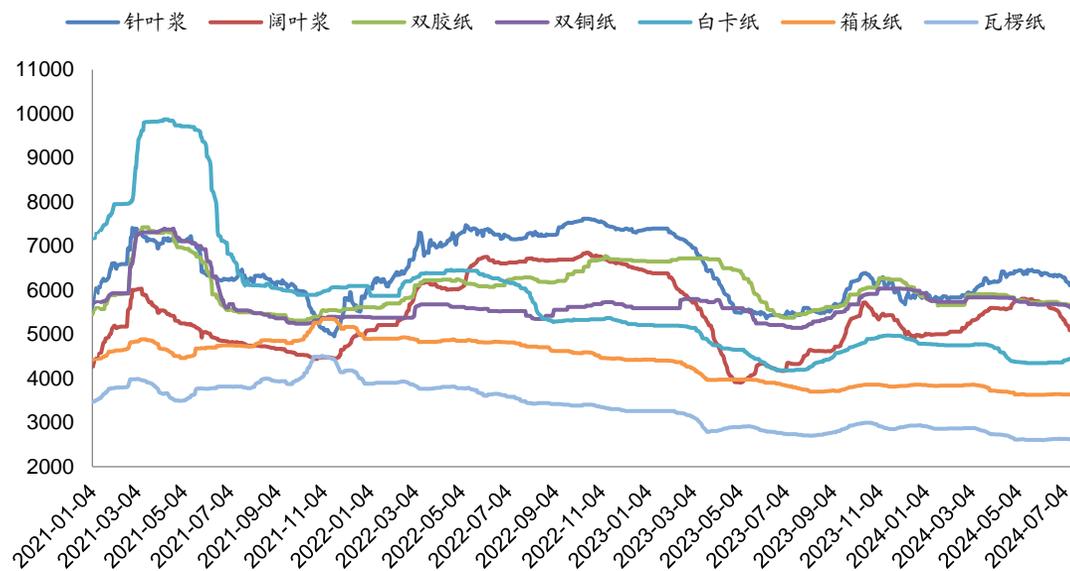
资料来源：卓创资讯，Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

## 4. 太阳纸业：横向产品多元化，纵向林浆纸一体化

- 在当前位置配置太阳纸业或能够享受下一轮浆价上涨带来的超额收益率。相较于白卡纸和箱板瓦楞纸等，文化纸的格局较优，供需关系稳定。从需求端来看，文化纸下游需求为教材教辅、社会出版、画册单页等，每年10月-次年2月为春季出版招标季，8-9月为秋季出版招标季，将迎来需求旺季。从供给端来看，双胶纸/铜版纸 CR4 分别为 46%/88%，龙头企业定价权较强，在浆价涨价时，提价函更能够顺畅落地，通常木浆价格上行区间文化纸龙头毛利率会得以改善。复盘历次浆价上行，双胶纸和铜版纸的价格跟涨都较为明显。

浆价与纸价的变动趋势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

浆价上行区间浆价与纸价的变动幅度

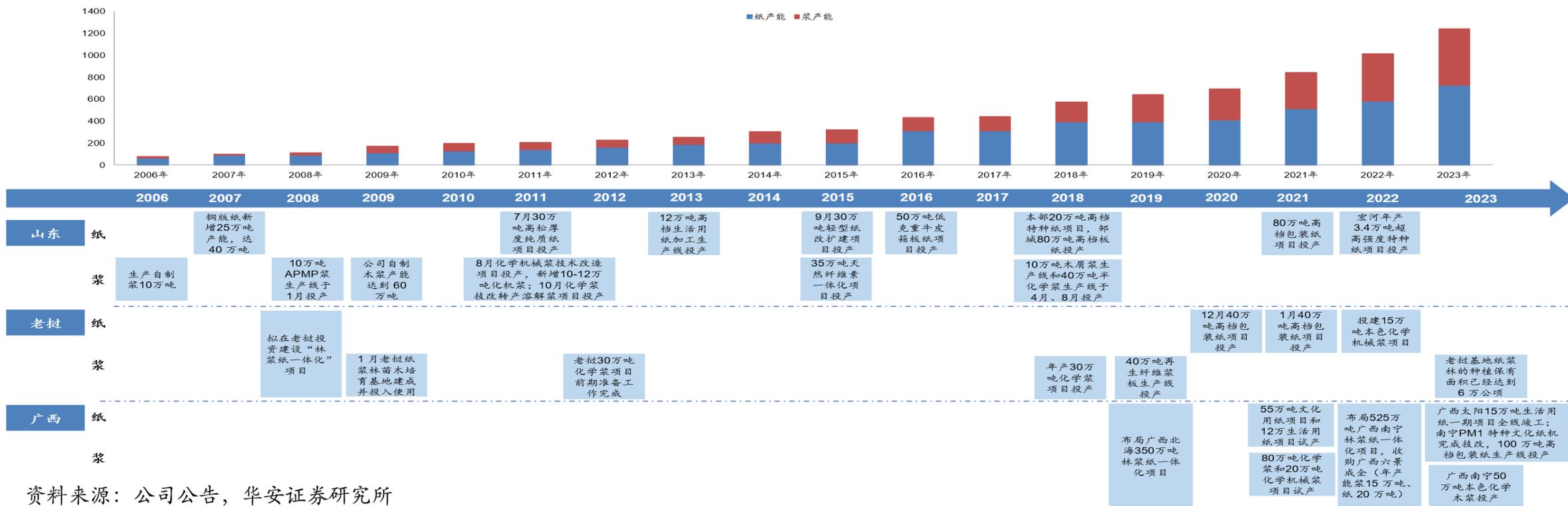
区间	针叶浆	阔叶浆	双胶纸	双铜纸	白卡纸	箱板纸	瓦楞纸
2021.01.04-2021.05.13	29%	23%	27%	25%	35%	2%	4%
2021.12.21-2022.10.20	38%	37%	19%	5%	-12%	-9%	-15%
2023/06/26-2024/02/29	10%	25%	9%	12%	14%	-1%	4%

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

# 4. 太阳纸业：横向产品多元化，纵向林浆纸一体化

▶ 长周期成长股，收入成长与产能扩张节奏匹配。上市以来，公司产能持续扩张，带动产销量稳步增长，包括2007-2011年山东基地有序拓产、2016-2018年老挝基地产能落地、2020-2021年老挝和广西北海基地陆续投产、2022年广西南宁525万吨林浆纸一体化项目启动、2024年广西南宁二期项目启动。2012-2023年公司纸浆产能从225万吨增长至1240万吨，CAGR为16.78%；营业收入从104.09亿元增长至395.44亿元，CAGR为12.90%；归母净利润从1.76亿元增长至30.86亿元，CAGR为29.72%，产能有序扩张带动产销量稳步增长，是公司成长的主要驱动力。截至2023年，公司合并纸、浆总产能已超过1200万吨，其中纸产品的年产能约为725万吨左右，浆产品的年产能约为500万吨，漂白木浆自给率达到60%左右。

公司山东、广西和老挝“三大基地”的产能情况（万吨）

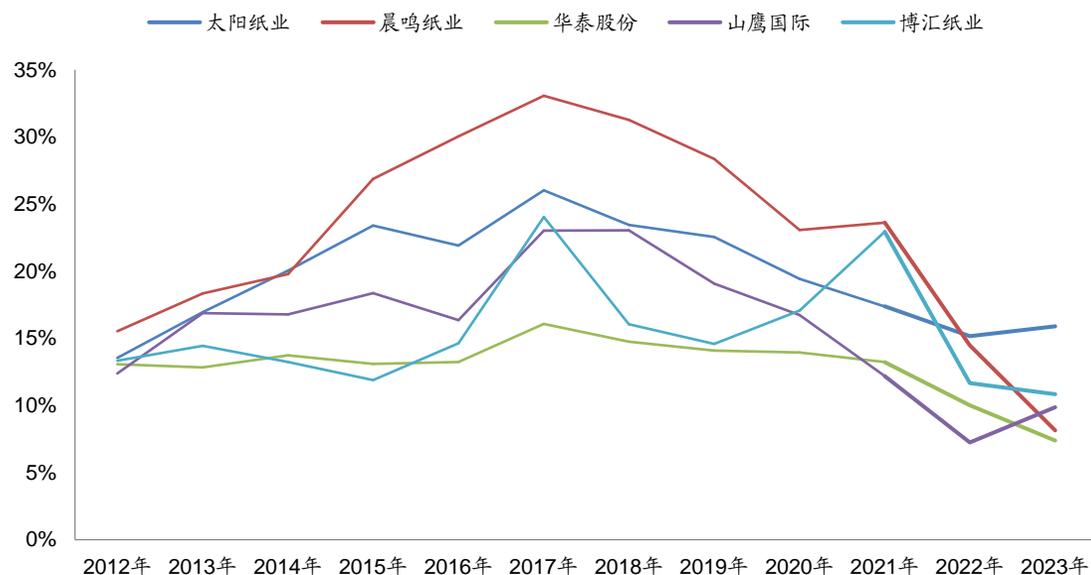


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4. 太阳纸业：横向产品多元化，纵向林浆纸一体化

- ▶ 长周期成长股，林浆纸一体化下盈利能力稳定。造纸行业的盈利状况与纸浆和纸张的价格紧密相关，因此具有显著的周期性特征。公司山东、广西和老挝“三大基地”的协同发展，稳步构建起了公司的“林浆纸一体化”全产业链，使公司具备了较强的产业链核心竞争力，更加有能力熨平行行业的周期性波动，即使在行业最悲观的时期，公司依旧能够取得稳定的盈利能力。2023年，太阳纸业/晨鸣纸业/华泰股份/山鹰国际/博汇纸业的毛利率分别为16%/8%/7%/10%/11%，净利润率分别为8%/-5%/2%/0%/1%。

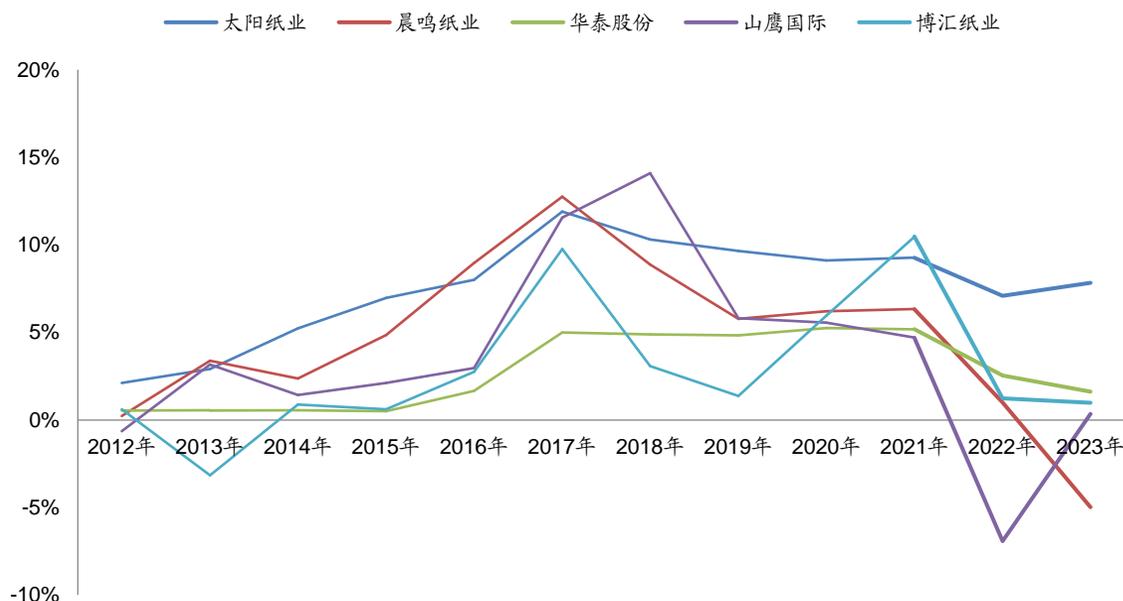
### 2012-2023年各造纸公司销售毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

### 2012-2023年各造纸公司销售净利润率情况



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

# 感谢关注!

风险提示：全球宏观经济形势变化风险，全球需求变化的风险，行业竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险；对行业供给需求边际变化测算与行业真实情况有出入的风险。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

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。市场基准指数为沪深300指数。