

浆纸一体化布局落地，包装纸龙头厚积薄发

核心观点

- 行业沉浮三十余年，包装纸龙头期待厚积薄发。**公司 1998 年进入中国包装纸板行业，经过近 30 年的高速增长，公司目前已成为亚洲最大的包装纸生产商，截至 2024 年中，公司已建成 2167 万吨造纸产能、超 500 万吨纸浆产能。2024 财年公司营业收入达 594.96 亿元，受益于海内外产能规模的持续扩张，公司过去十年收入复合增速达 7%。2024 财年公司实现归母净利润 7.51 亿元，盈利同比转正。
- 箱板瓦楞纸扩产节奏放缓，供需改善有望带动景气度修复。**2022 年开始箱板瓦楞纸行业进入下行周期，原材料国废、原纸价格单向下行，从供需角度分析：①供给端，2022 年行业进入产能密集投放阶段，每年在境内投放的产能增速达 5%-10%；同时箱板瓦楞纸进口关税下调至 0%，国内企业在东南亚的箱板纸产能大量进口至中国市场，导致国内实际供应量进一步增加。②需求端，箱板瓦楞纸需求与终端消费密不可分，2022 年终端需求疲软，2023 年需求虽有恢复，但无法抵消前期供给增量，导致供需恶化、纸价下跌。展望后续，我们认为未来三年行业新增供给增速将明显回落，一方面扩产节奏放缓、另一方面进口量增量已较为有限，需求的稳步增长将逐步消化前期过剩产能，供需关系的改善有望逐步修复行业整体景气度。
- 原纸产能规模优势突出，上游原材料布局日益完备。**公司目前拥有 10 座国内生产基地、3 座海外生产基地，产能布局已基本辐射国内各大主要市场，大部分基地配有自备电厂，部分核心市场的重要基地配备码头，有效降低了能源以及运输成本，彰显自身规模优势。同时公司在禁废令正式落地后积极布局纸浆产能、优化产品结构，并持续增强自身对木片资源的获取能力（如将纸浆产能落位林木资源较为丰富的广西省附近、配备自有木片船），深化自制纸浆的成本优势。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 FY2025-2027 归母净利润为 9.90/16.56/20.30 亿元，BPS 为 9.84/10.19/10.62 元，对应 ROE 水平分别为 2.1%/3.5%/4.1%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间，同时考虑到行业景气度处于历史较低分位，给予 2025 财年目标估值 0.4 倍 PB（折价 30%），对应目标价格 4.26 港元，给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求复苏幅度不及预期的风险；公司浆纸新项目推进不达预期的风险；行业竞争加剧的风险。

公司主要财务信息

	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	56739	59496	63456	74879	76678
同比增长(%)	-12.1%	4.9%	6.7%	18.0%	2.4%
归属母公司净利润(百万元)	-2383	751	990	1656	2030
同比增长(%)	-172.8%	131.5%	31.8%	67.3%	22.6%
每股收益(元)	-0.51	0.16	0.21	0.35	0.43
毛利率(%)	2.7%	9.6%	10.8%	11.5%	12.0%
净利率(%)	-4.2%	1.3%	2.2%	2.8%	3.3%
净资产收益率(%)	-5.3%	1.7%	2.1%	3.5%	4.1%
市盈率(倍)	-6.7	21.1	16.0	9.6	7.8
市净率(倍)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（首次）

股价（2024 年 11 月 20 日）	3.28 港元
目标价格	4.26 港元
52 周最高价/最低价	4.88/2.72 港元
总股本/流通 H 股（万股）	469,222/469,222
H 股市值（百万港币）	15,390
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 11 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.2	-6.82	12.33	-19.41
相对表现%	-0.6	-1.54	-0.2	-30.25
恒生指数%	-0.6	-5.28	12.53	10.84



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124
谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090001

目录

1 玖龙纸业：行业沉浮三十余年，包装纸龙头期待厚积薄发	5
2 箱板瓦楞纸扩产节奏放缓，供需改善有望带动景气度修复	8
2.1 供给端：新增产能减少、进口增量空间有限，供应整体增速放缓	8
2022-2023 年行业产能集中投放，后续投产节奏有所放缓	8
进出口：再生箱板纸进口增量相对有限，瓦楞纸进口量与纸价关联较大	11
2022 年后国废、外废价差收缩，短期海外箱板纸产能不具备成本优势	14
2.2 箱板瓦楞纸需求与消费密切相关，近五年增长稳健	15
3 原纸产能规模优势突出，上游原材料布局日益完备	16
3.1 公司国内外多区位产能布局完备，规模优势突出	16
3.2 纸浆布局陆续落地，木片获取能力居于行业前列	18
盈利预测与投资建议	21
盈利预测	21
投资建议	22
风险提示	22

图表目录

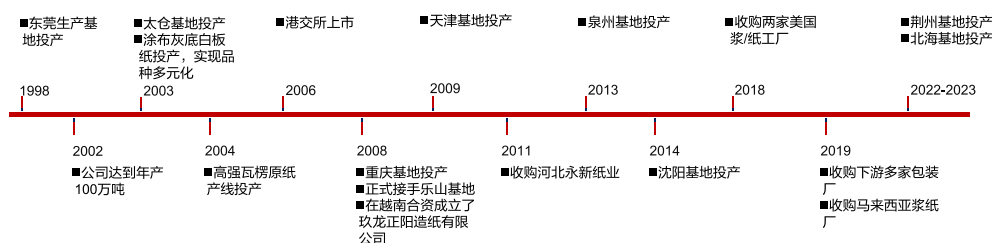
图 1：行业沉浮三十余年，包装纸龙头期待厚积薄发.....	5
图 2：2024 财年公司营业收入为 594.96 亿元，过去十年收入复合增速达 7%	6
图 3：2023 财年公司首次亏损，2024 财年盈利转正	6
图 4：卡纸、高强瓦楞芯纸以及白板纸是公司收入的主要来源（以 2024 财年为例）	7
图 5：2024 财年公司 ROE 水平由负转正	7
图 6：当前玖龙纸业净债务对总权益比率处于历史高位	8
图 7：2022-2023 财年是公司资本开支高峰期，预期未来资本开支节奏或有所放缓	8
图 8：2022 年下半年开始国废价格持续下跌，目前处于 2018 年以来最低水平	8
图 9：2022 年下半年箱板纸价格持续回落	8
图 10：2018-2023 年中国箱板纸产量复合增速为 6%.....	9
图 11：2018-2023 年中国瓦楞纸产量复合增速为 7%.....	9
图 12：中国箱板纸产能主要集中在华东、华南、华北以及华中区域（以 2023 年为例）	9
图 13：中国瓦楞纸产能主要集中在华东、华南、华北以及华中区域（以 2023 年为例）	9
图 14：中国箱板瓦楞纸行业集中度仍相对较低，CR5 约为 47%（2023 年产能口径）	10
图 15：2023 年中国箱板纸、瓦楞纸新增产能密集投产，未来两年预计行业新增产能增速放缓	10
图 16：2016-2023 年中国箱板纸、瓦楞纸合计淘汰产能分别为 526 万吨、503 万吨	11
图 17：2016 年-2023 年中国瓦楞纸淘汰产能以 30 万吨以下的小产能为主	11
图 18：2017 年以来中国再生箱板纸进口量大幅增加，2023 年占中国箱板纸消费量的比重已达 12%.....	11
图 19：2023 年中国牛皮箱板纸进口量 160 万吨，占当年中国箱板纸消费量的比重为 5%	11
图 20：2023 年中国再生箱板纸主要进口自马来西亚、老挝、越南	12
图 21：2023 年中国牛皮箱板纸主要进口自美国、俄罗斯、澳大利亚.....	12
图 22：2023 年中国瓦楞纸进口量约 359 万吨，占当年瓦楞消费量的比重为 11%.....	12
图 23：2023 年中国瓦楞纸主要进口自印度尼西亚、越南、韩国、中国台湾以及韩国.....	12
图 24：2023 年初至今中国再生箱板纸进口量始终处于历史高位.....	13
图 25：瓦楞纸进口纸与国内原纸的价差对中国瓦楞纸进口量有较大的影响	13
图 26：禁废令以来进口废纸浆在中国废纸纤维中的占比持续走低.....	14
图 27：2018 年以来高档箱板纸与低档箱板纸之间的价差中枢提升	15
图 28：高档箱板纸的盈利溢价主要来自于产品溢价以及原材料价差	15
图 29：2022 年底开始国废、外废价差持续收窄.....	15
图 30：2020 年之后东南亚集装箱运价指数中枢大幅抬升	15
图 31：2018-2023 年中国箱板纸消费量复合增速达 8%	16
图 32：2018-2023 年中国瓦楞纸消费量复合增速达 8%	16
图 33：箱板瓦楞纸终端需求主要来自于食品饮料、家电电子等行业	16

图 34：箱板纸消费量增速与居民消费性支出、GDP 增速等宏观指标均被较强的关联性	16
图 35：玖龙纸业年产量始终居于全国第一，2023 年产量接近 1800 万吨.....	17
图 36：当前煤炭价格较 2022-2023 年有较大幅度的回落	18
图 37：2021 财年以来公司吨纸耗用标准煤的量明显下降	18
图 38：预计 2026 财年，公司将拥有 342 万吨化学浆产能以及 200 万吨化机浆产能.....	18
图 39：公司木纤维产能已达 227 万吨.....	18
图 40：经过多年规划、布局，公司目前原材料结构更为多元、自供比例有所提升	19
图 41：广西林木资源丰富，原木木材产量占全国比重超 30%	19
图 42：过去二十年广西桉树林面积大幅增加，2020 年已有超 4000 万亩桉树林	19
图 43：回溯公司 PB-ROE 估值历史区间，伴随 ROE 上行，公司对应的估值中枢也随之上行 ...	22
图 44：当公司单季度年化 ROE 处于 5% 以下时，公司 PB 估值中位数为 0.6 倍	22
表 1：公司管理层在具备丰富的造纸企业运营管理经验（截至 2024 年 6 月 30 日）	6
表 2：2023 年再生箱板纸、瓦楞纸进口关税税率下调幅度为近年最大值	13
表 3：2018 年至今中国头部造纸企业在东南亚地区已投放接近 380 万吨箱板纸产能	14
表 4：公司目前拥有 10 座国内生产基地以及 3 座海外生产基地，大多国内基地拥有自备电厂 ...	17

1 玖龙纸业：行业沉浮三十余年，包装纸龙头期待厚积薄发

行业沉浮三十余年，包装纸龙头期待厚积薄发。董事长张茵以废纸回收业务起家，于 1995 年成立玖龙纸业，1998 年公司东莞生产基地投产，正式进入中国包装纸板生产行业，2003 年公司太仓基地落地、率先卡位长三角市场，经过十年的高速发展，公司于 2006 年在港交所主板上市。上市后公司加速落地国内产能布局，先后建成重庆、天津、泉州、乐山、沈阳、河北、荆州和北海基地，并在美国、马来西亚、越南等海外市场设有生产基地。目前公司已是亚洲最大的包装纸生产商，截至 2024 年中，公司已建成 2167 万吨造纸产能。2021 年以后，为获取更多优质原料，公司加速上游布局，目前公司已拥有约 240 万吨木浆、70 万吨再生浆以及 206 万吨木纤维产能。

图 1：行业沉浮三十余年，包装纸龙头期待厚积薄发



数据来源：公司官网，东方证券研究所

管理层具备丰富的造纸企业运营管理经验。公司核心创始人张茵、刘名中、张成飞均具备 20 多年的造纸企业运营管理经验，对行业以及公司未来发展路径具备明晰而深刻的认知。同时公司高管团队大多在造纸行业拥有 20-30 年的工作经验，深谙造纸行业运行逻辑。

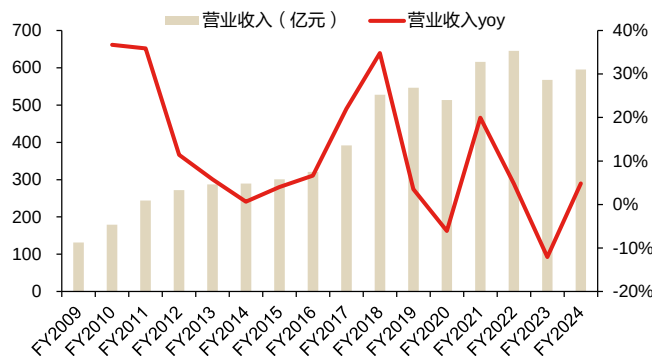
表 1：公司管理层在具备丰富的造纸企业运营管理经验（截至 2024 年 6 月 30 日）

姓名	职务	简历
张茵	董事长	负责整体公司发展及本集团策略规划， <u>拥有逾 27 年的造纸经验和超过 37 年的废纸回收和国际贸易经验。</u>
刘名中	副董事长、行政总裁	负责本集团的整体公司管理及规划、新生产技术的开发、引进生产设备及人力资源管理， <u>拥有 32 年以上的国际贸易经验，在公司管理拥有 24 年以上的营运经验。</u>
张成飞	副董事长、副行政总裁	负责本集团的整体营运和业务，包括对市场推广、财务、采购、销售及资讯科技等部门的管理， <u>拥有逾 29 年的采购营销经验。</u>
Ken Liu	副董事长	<u>2016 年开始于美国中南（公司最大废纸供应商之一）担任副主席</u> ，责监督其公司发展、市场推广策略及整体管理；目前负责公司北美洲业务。
刘晋嵩	执行董事	负责本集团的对外联络，智能化生产技术设施及管理，及有关能源板块的事务， <u>拥有逾 14 年采购营销及公司管理经验。</u>
张连鹏	执行董事	2017 年被委任为非执行董事，次年调任为执行董事，目前负责管理本集团销售部及包装业务。
张元福	执行董事	出任本集团财务总监，负责财务及投资者关系事务， <u>拥有逾 37 年审核、会计及企业融资的经验。</u>
张连茹	执行董事	2020 年进入公司，目前担任公司副财务总监，负责财务管理及内部监控营运事宜。
耿光林	副董事长特别助理	<u>在大型造纸行业拥有超 30 年的生产管理工作经验</u> ，负责全集团制浆、造纸生产监督管理工作。
张笃令	销售经理	<u>于中国造纸业的销售及市场推广方面拥有约 27 年经验</u> ，1998 年即加入公司，分管公司销售管理及运营工作。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

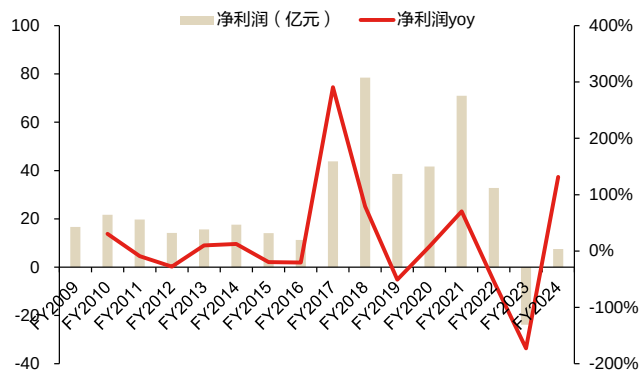
营收规模持续扩张，2024 财年盈利转正。伴随公司产能规模的扩张，公司营收规模持续增长，2024 财年公司营业收入达 594.96 亿元，过去十年收入复合增速达 7%。利润端，2022-2023 财年公司净利润呈下滑趋势，主要系公司主要产品箱板瓦楞纸、白板纸价格持续下跌；2024 财年受益于公司产能利用率的提升、原材料布局逐步释放成本红利以及行业景气度的小幅改善，公司盈利转正，实现净利润 7.51 亿元。

图 2：2024 财年公司营业收入为 594.96 亿元，过去十年收入复合增速达 7%



注：FY2024 对应时间区间为 2023 年 7 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日，下同
 数据来源：公司公告，东方证券研究所

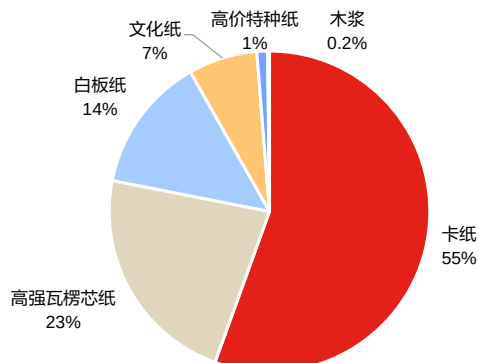
图 3：2023 财年公司首次亏损，2024 财年盈利转正



数据来源：公司公告，东方证券研究所

包装纸是公司收入的主要来源，文化纸亦贡献小部分。收入分品类拆分来看，包装纸是公司收入的主要来源，2024 财年贡献收入比重超 90%，其中卡纸、高强瓦楞芯纸、白板纸三大品类贡献收入比重分别达 55%、23%、14%。除包装纸外，文化纸亦贡献部分收入，2024 财年公司文化纸公司占收入的比重达 7%。

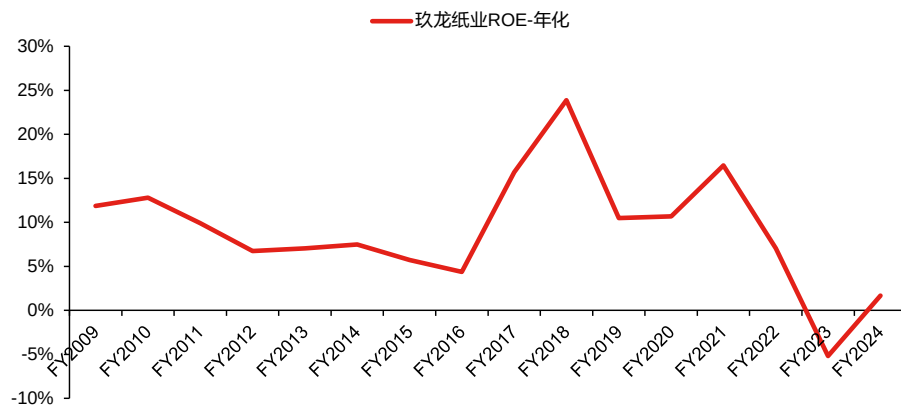
图 4：卡纸、高强瓦楞芯纸以及白板纸是公司收入的主要来源（以 2024 财年为例）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2024 财年公司盈利转正，但仍处于历史偏低分位。2022 财年以来公司盈利水平由历史中高分位回落，主要系 2022 年以来受消费需求疲软、行业新增产能集中投放以及纸厂成品纸库存偏高等因素的影响，箱板瓦楞纸、白板纸价格大幅回落，导致公司盈利受损，2023 财年出现历史首次亏损。2024 财年公司盈利转正，但当前吨纸净利润仍低于 2011-2016 财年的盈利低点，处于历史偏低分位。

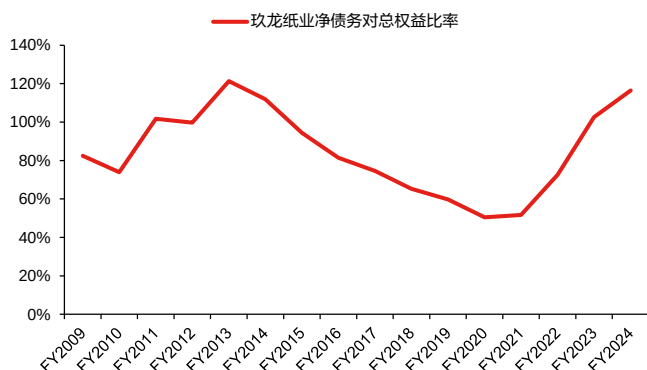
图 5：2024 财年公司 ROE 水平由负转正



数据来源：公司公告，东方证券研究所

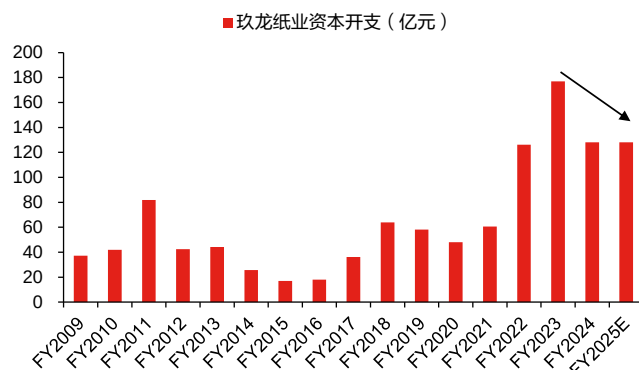
当前公司净负债率处于历史高位，资本开支节奏放缓有望带动公司资产结构改善。2022-2023 财年公司大力推进北海、湖北等基地的浆纸一体化产能布局，资本开支密集投放，两大财年合计投放资本开支超 300 亿元；同期公司受行业景气度影响盈利持续走低。大规模的资本开支叠加盈利能力的疲软导致公司净负债率持续提升，截至 2024 财年，公司净负债率达 116%，处于历史高位。展望未来，公司预期资本开支规模逐步收缩，2024 财年资本开支同比减少近 50 亿元，叠加行业景气度逐渐修复，资产结构有望开始改善。

图 6：当前玖龙纸业净债务对总权益比率处于历史高位



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2022-2023 财年是公司资本开支高峰期，预期未来资本开支节奏或有所放缓



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2 箱板瓦楞纸扩产节奏放缓，供需改善有望带动景气度修复

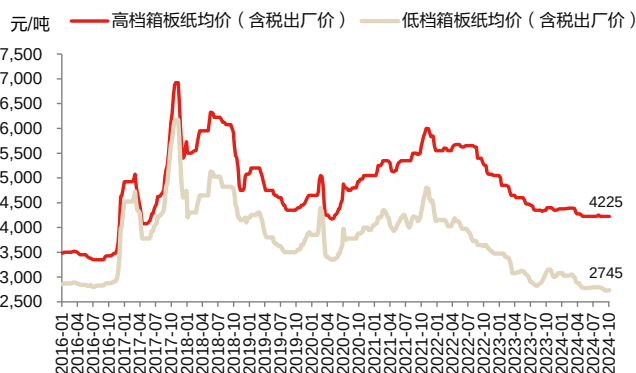
2022 年下半年开始箱板瓦楞纸行业景气度走低，国废、原纸价格持续回落。2022 年下半年开始伴随前期新增产能的集中释放、叠加消费需求的相对疲软，箱板瓦楞纸行业景气度开始走弱，这一点在国废、原纸价格层面体现的尤为明显。2022 年下半年开始国废、箱板纸价格均处于单边下行趋势，目前国废价格以及箱板纸价格均处于 2018 年以来的历史低位水平。

图 8：2022 年下半年开始国废价格持续下跌，目前处于 2018 年以来最低水平



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 9：2022 年下半年箱板纸价格持续回落



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

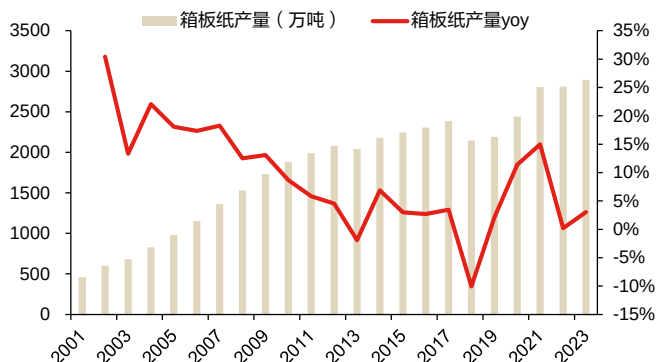
2.1 供给端：新增产能减少、进口增量空间有限，供应整体增速放缓

2022-2023 年行业产能集中投放，后续投产节奏有所放缓

行业产量规模稳步扩张，过去 5 年中国箱板纸、瓦楞纸产量复合增速分别为 6%、7%。在内需消费需求稳健增长的背景下，箱板瓦楞纸产量规模持续扩张，根据造纸工业协会的统计数据，2023 年中国箱板纸、瓦楞纸产量分别达 2895、2915 万吨，过去 5 年产量复合增速分别达 6%、7%。

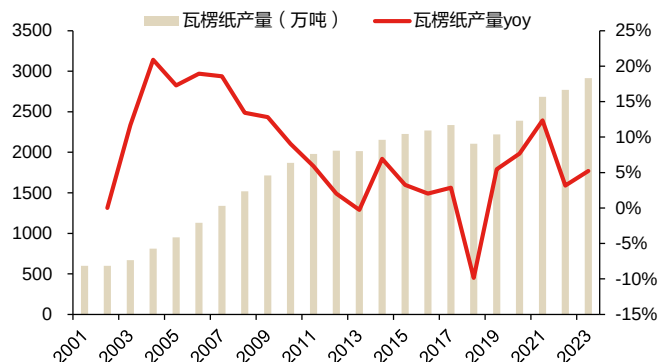
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 10：2018-2023 年中国箱板纸产量复合增速为 6%



数据来源：造纸工业协会，东方证券研究所

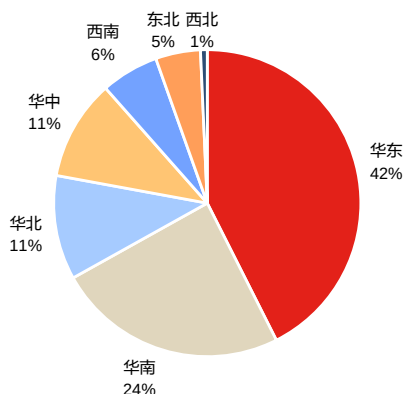
图 11：2018-2023 年中国瓦楞纸产量复合增速为 7%



数据来源：造纸工业协会，东方证券研究所

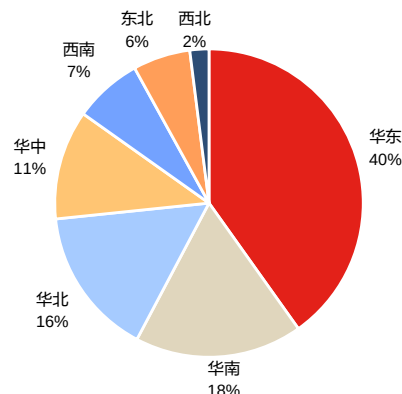
中国箱板瓦楞纸产能主要集中在华东、华南区域。箱板瓦楞纸单价较低，存在一定运输半径，同时箱板瓦楞纸下游需求与内需消费、出口息息相关，因此中国箱板瓦楞纸产能主要集中在华东、华南等经济发达地区。根据卓创资讯的统计数据，2023 年中国箱板纸华东、华南地区产能占全国的比重分别为 42%、24%。同时近几年来头部企业加大了华北、华中地区的产能投放，2023 年华北、华中区域箱板纸产能占全国的比重分别为 11%、11%。

图 12：中国箱板纸产能主要集中在华东、华南、华北以及华中区域（以 2023 年为例）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

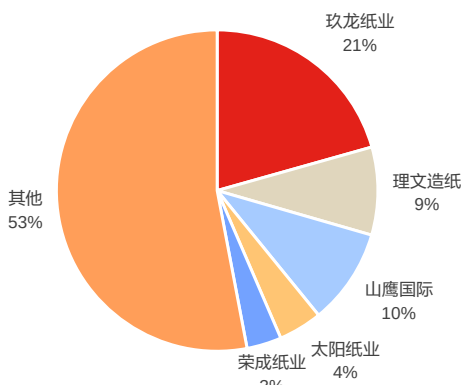
图 13：中国瓦楞纸产能主要集中在华东、华南、华北以及华中区域（以 2023 年为例）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

中国箱板瓦楞纸行业 CR5 达 47%，行业集中度仍相对较低。由于箱板瓦楞纸行业在原材料、投资规模方面的壁垒相对较低，同时产品运输半径特征突出，因此行业内中小企业相对较多。近年来伴随龙头企业持续推进全国化产能布局、叠加中小企业长期亏损，行业集中度有所提升。根据公司公告及卓创公布的最新行业及公司产能数据推算，我们预计 2023 年中国箱板瓦楞纸行业产能规模 CR5 达 47%，较 2018 年提升约 10pct。

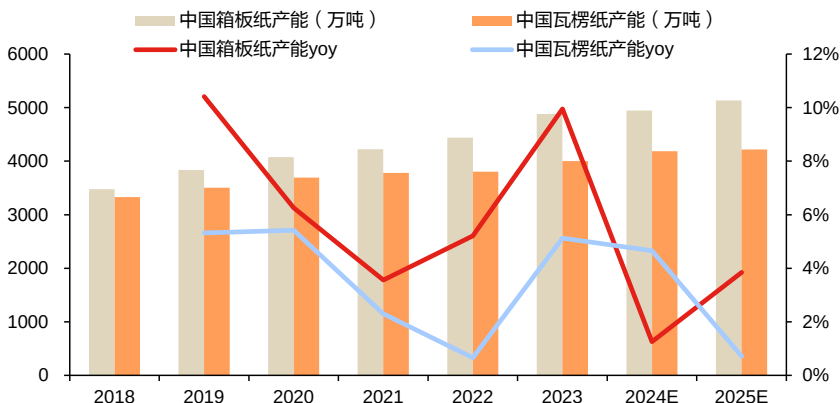
图 14：中国箱板瓦楞纸行业集中度仍相对较低，CR5 约为 47%（2023 年产能口径）



数据来源：卓创资讯，公司公告，造纸工业协会，东方证券研究所

2023 年中国箱板瓦楞纸新增产能密集投产，未来两年新增供给增速有所放缓。2023 年中国箱板瓦楞纸行业产能密集投产，太阳纸业、玖龙纸业、理文造纸以及山鹰纸业等头部企业均有新产能落地。根据测算，2023 年箱板纸、瓦楞纸新增产能约 442 万吨、195 万吨，对应新增供给增速为 10%、5%。根据目前各家公司披露的投产规划，未来两年行业新增供给增速有所放缓，预计 2024-2025 年国内箱板瓦楞纸新增产能约 247 万吨、220 万吨，对应新增供给增速约 3%、2%，且新项目投产主体以龙头纸企为主，供给压力边际有所改善。

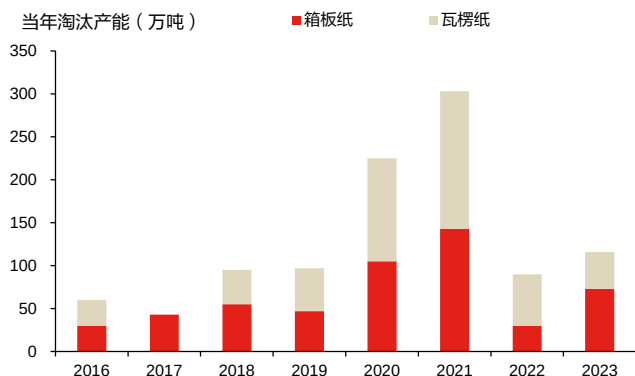
图 15：2023 年中国箱板纸、瓦楞纸新增产能密集投产，未来两年预计行业新增产能增速放缓



数据来源：卓创资讯，公司公告，东方证券研究所

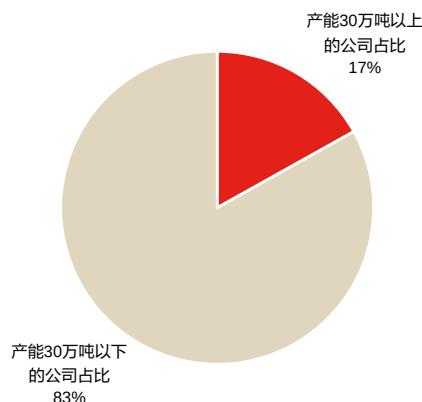
2016-2023 年中国箱板瓦楞纸合计淘汰产能超 1000 万吨，主要以小产线为主。中国箱板瓦楞纸行业处于缓慢出清的过程，根据卓创资讯的统计数据，2016-2023 年中国箱板纸淘汰产能分别为 526 万吨、503 万吨，每年出清产能占比约 1%-2%。细分来看，淘汰产能主要以小产能为主，2016-2023 年中国瓦楞纸淘汰产能中约有 83% 为 30 万吨以下的产线。

图 16：2016-2023 年中国箱板纸、瓦楞纸合计淘汰产能分别为 526 万吨、503 万吨



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 17：2016 年-2023 年中国瓦楞纸淘汰产能以 30 万吨以下的小产能为主

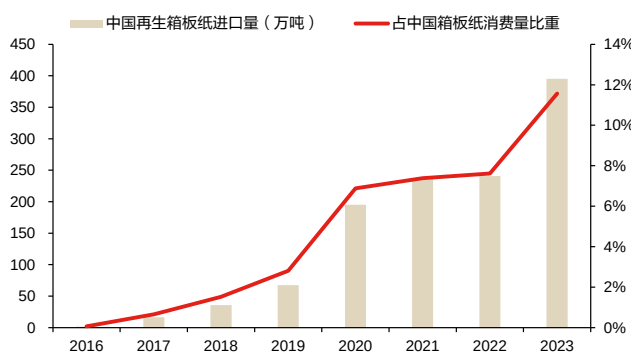


数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

进出口：再生箱板纸进口增量相对有限，瓦楞纸进口量与纸价关联较大

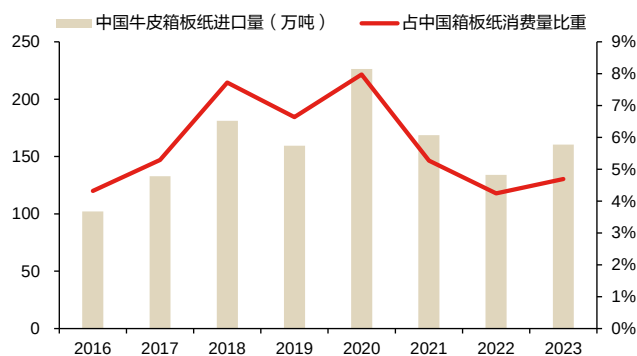
2017 年禁废令以来箱板纸进口量大幅提升，2023 年进口量创历史新高。2017 年国内禁废令实行导致高品质纤维原材料短缺，推动箱板纸行业净进口量自 2017 年起逐步上涨。2023 年在进口关税下调的驱动下，再生箱板纸进口量大幅提升、创历史新高，2023 年中国再生箱板纸进口量达 395 万吨，占中国箱板纸消费量的比重已达 12%，较 2017 年提升约 11pct；同期牛皮箱板纸进口量达 160 万吨，占中国箱板纸消费量的比重达 5%。

图 18：2017 年以来中国再生箱板纸进口量大幅增加，2023 年占中国箱板纸消费量的比重已达 12%



数据来源：海关总署，造纸工业协会，东方证券研究所

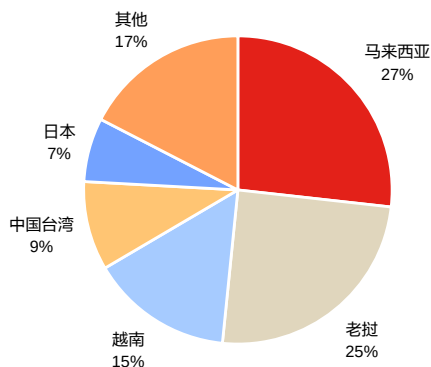
图 19：2023 年中国牛皮箱板纸进口量 160 万吨，占当年中国箱板纸消费量的比重为 5%



数据来源：海关总署，造纸工业协会，东方证券研究所

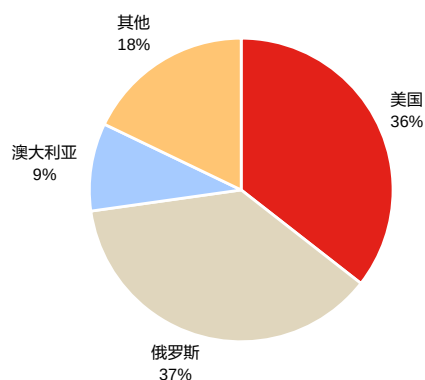
中国再生箱板纸主要进口自东南亚，牛皮箱板纸主要进口自美国、俄罗斯。拆分进口国别来看，中国再生箱板纸主要进口自马来西亚、老挝、越南，2023 年中国进口自马来西亚、老挝以及越南的再生箱板纸占整体进口量的比重为 27%、25%、15%。牛皮箱板纸则主要进口自木材资源相对丰富的国家，如美国、俄罗斯，2023 年中国进口自美国、俄罗斯的牛皮箱板纸占整体进口量的比重分别为 36%、37%。

图 20：2023 年中国再生箱板纸主要进口自马来西亚、老挝、越南



数据来源：海关总署，东方证券研究所

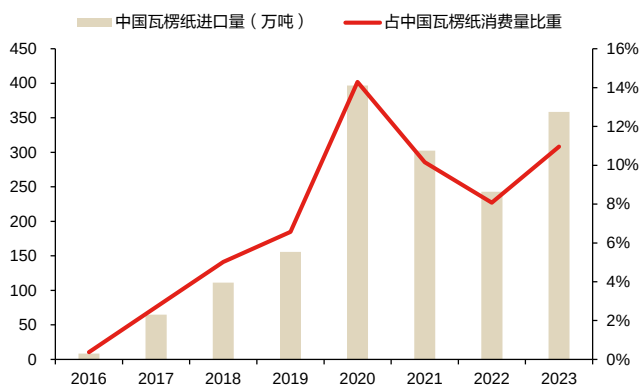
图 21：2023 年中国牛皮箱板纸主要进口自美国、俄罗斯、澳大利亚



数据来源：海关总署，东方证券研究所

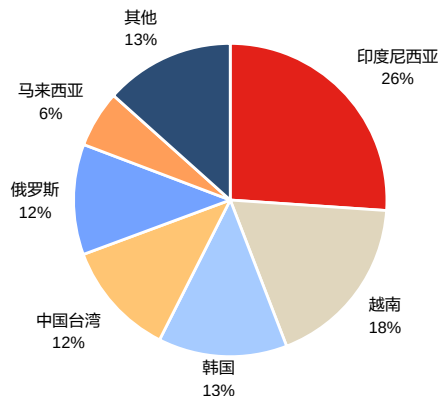
2023 年中国瓦楞纸进口量接近 360 万吨，主要进口自印尼、越南。自禁废令颁布以来，在外废纤维短缺的背景下部分优质瓦楞产品需求通过进口的方式来满足，使得中国瓦楞纸进口量明显增加，叠加进口关税取消的影响，2023 年中国瓦楞纸进口量达 359 万吨，占当年瓦楞纸消费量的比重为 11%。拆分进口国别来看，中国瓦楞纸主要进口自印尼、越南、韩国，2023 年分别贡献进口量比重 26%、18%、13%。

图 22：2023 年中国瓦楞纸进口量约 359 万吨，占当年瓦楞纸消费量的比重为 11%



数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 23：2023 年中国瓦楞纸主要进口自印度尼西亚、越南、韩国、中国台湾以及韩国



数据来源：海关总署，东方证券研究所

2023 年中国再生箱板纸、瓦楞纸进口关税下调，2024 年零关税政策依然延续。2023 年中国关税税则委员会下调再生箱板纸和瓦楞纸进口关税税率，下调幅度达 5-6pct，为近六年最大降幅。2023 年税率下调仅涉及再生箱板纸品类（不涉及牛皮箱板纸品类）以及所有的瓦楞纸品类。2024 年进口关税政策维持不变，海外再生箱板纸、瓦楞纸进口自国内的关税依然为 0%。

表 2：2023 年再生箱板纸、瓦楞纸进口关税税率下调幅度为近年最大值

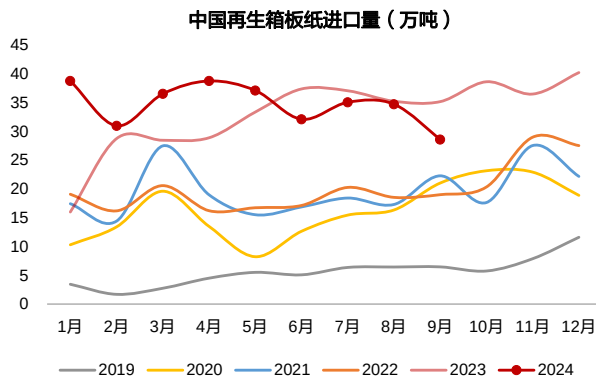
进口环节从价税率 变动值（pct）		2019	2020	2021	2022	2023	2024
纸种	税则号						
再生箱板纸	48052400	-2	0	0	0	-6	0
	48052500	-2	0	0	0	-6	0
瓦楞纸	48051100	-2	0	0	0	-6	0
	48051200	-2	0	0	0	-6	0
	48051900	-2	-1	0	0	-5/0*	0
	48081000	-2	-1	0	-5	0	0

注：2022 年进口量中 21%来自印尼，应按照东盟协定税率 5%收取进口关税，从其他国家进口关税税率按照暂定汇率 0% 计算，下调幅度分别为-5pct、0pct。

数据来源：海关总署，东方证券研究所

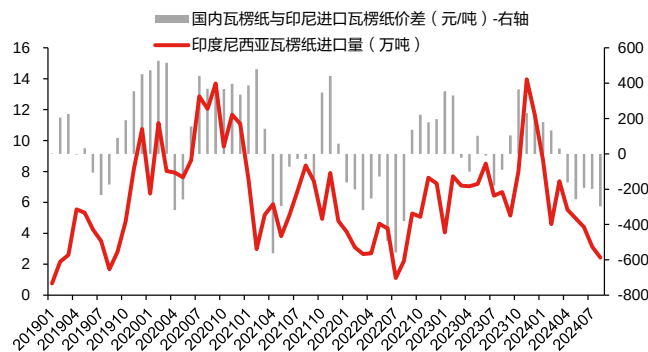
2024 年中国再生箱板纸进口量维持高位，瓦楞纸进口量明显收缩。2024 年中国箱板瓦楞纸行业景气度偏低，纸价持续走低，导致瓦楞纸进口量明显收缩，2024 年 1-9 月中国瓦楞纸进口量同比下降 17%；同期再生箱板纸进口量依旧维持历史高位，推测主要系中国进口的再生箱板纸主要由国内企业在海外的箱板纸产能供应，具备一定供给刚性。我们预计 2018 年至今中国头部造纸企业在东南亚地区已新建约 380 万吨箱板纸产能，推测零关税政策执行后，这部分产能大多直接发运到国内市场。

图 24：2023 年初至今中国再生箱板纸进口量始终处于历史高位



数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 25：瓦楞纸进口纸与国内原纸的价差对中国瓦楞纸进口量有较大的影响



数据来源：海关总署，东方证券研究所

表 3：2018 年至今中国头部造纸企业在东南亚地区已投放接近 380 万吨箱板纸产能

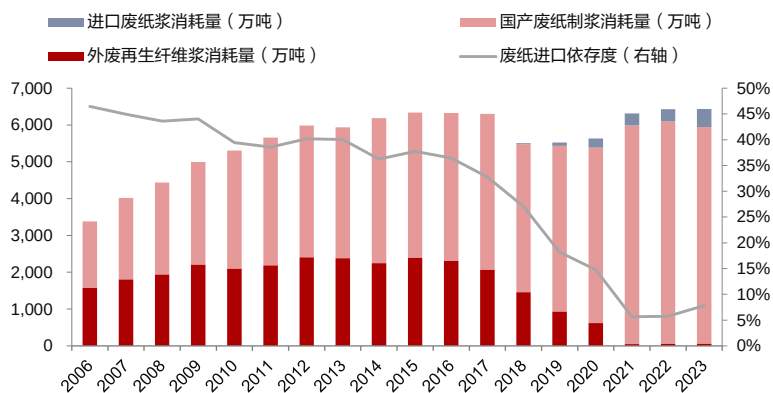
	公司	地点	纸种	产能（万吨）	投产时间
箱板纸	玖龙纸业	越南	牛皮箱板纸	45	2018 年 1 月
	理文造纸	马来西亚	箱板纸	35	2020 年 11 月
	理文造纸	越南	箱板纸	55	2020 年底
	太阳纸业	老挝	箱板纸	40	2020 年 12 月
	太阳纸业	老挝	箱板纸	40	2021 年 1 月
	理文造纸	马来西亚	箱板纸	35	2021 年 4 月
	理文造纸	马来西亚	箱板纸	35	2022 年 8 月
	玖龙纸业	马来西亚	牛皮箱板纸	60	2023Q1
	理文造纸	马来西亚	箱板纸	35	2023 年上半年
	合计			380	

数据来源：公司公告，卓创资讯，东方证券研究所

2022 年后国废、外废价差收缩，短期海外箱板纸产能不具备成本优势

禁废令如期执行，当前中国废纸纤维结构中外废占比较低。外废政策执行以来，中国废纸进口量逐年递减，当前中国废纸进口量为已不足 60 万吨（2016 年为 2850 万吨）。国内对废纸浆的需求结构方面，外废再生纤维浆消耗量持续减量，占废纸浆整体需求的比重逐年下降，2023 年仅为 8%，较 2016 年的 36% 下滑显著，国产废纸制浆及进口废纸浆消耗量占比近年显著提升。

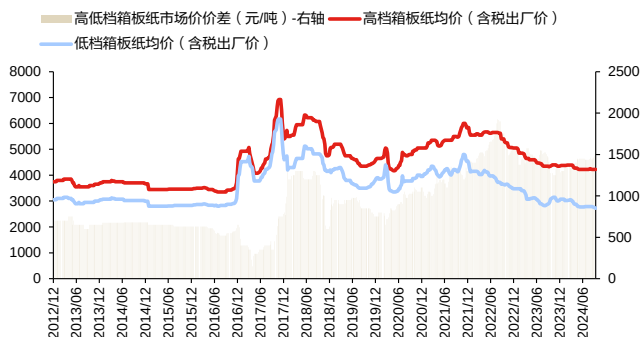
图 26：禁废令以来进口废纸浆在中国废纸纤维中的占比持续走低



数据来源：造纸工业协会，东方证券研究所

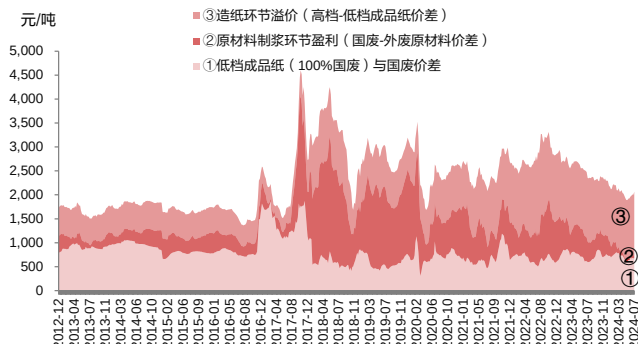
在外废进口受限的背景下，高品质纤维稀缺性持续凸显。在外废进口大幅减少的背景下，造纸环节优质纤维原料的稀缺性愈发凸显，以 AAA 级牛卡高档箱板纸、低档再生箱板纸市场价为例，二者之间价差明显提升，由 2017 年下半年之前的 600 元/吨上升至接近 1500 元/吨，未来高档箱板纸相对低档箱板纸的产品溢价预计仍将延续。

图 27：2018 年以来高档箱板纸与低档箱板纸之间的价差中枢提升



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

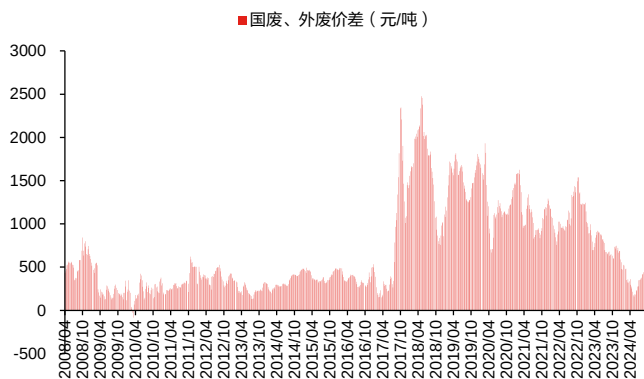
图 28：高档箱板纸的盈利溢价主要来自于产品溢价以及原材料价差



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

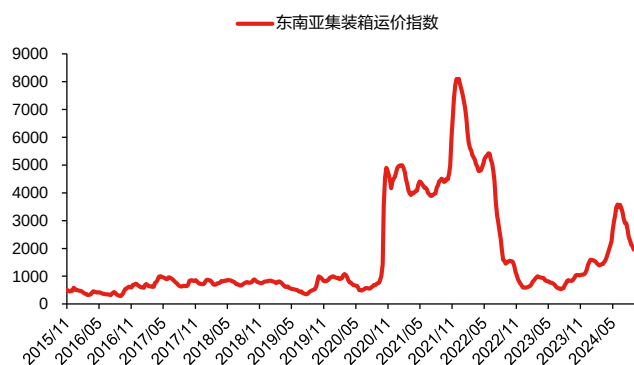
国废、外废价差持续收缩，海运价格抬升，短期海外箱板纸产能成本优势降低。禁废令颁布后，外废价格大幅回落、国废价格快速上涨至 2000 元/吨以上，国废、外废价差明显拉大，因此 2022 年以前头部企业在海外布局产能既能获取优质原料、亦能通过原材料价差赚取超额利润。2022 年下半年开始，伴随美废价格逐步上涨至 200 美元/吨、国废价格持续突破历史新低，叠加海运价格大幅上涨，预计当前海外箱板纸产能较国内箱板纸产能的成本优势已相对较弱。

图 29：2022 年底开始国废、外废价差持续收窄



注：此处为 1.25 吨国废与 1.1 吨外废（50%美废#11+50%欧废 A5）的价差
数据来源：卓创资讯，纸业联讯，东方证券研究所

图 30：2020 年之后东南亚集装箱运价指数中枢大幅抬升

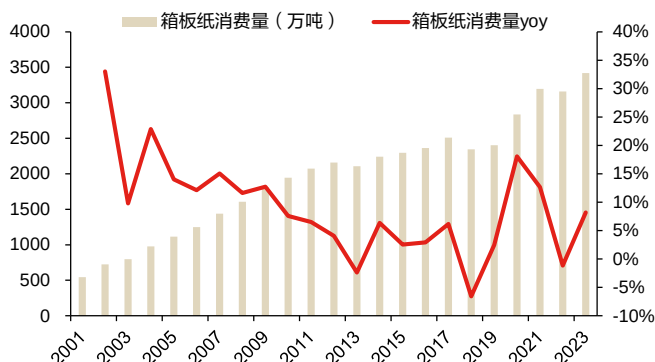


数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2 箱板瓦楞纸需求与消费密切相关，近五年增长稳健

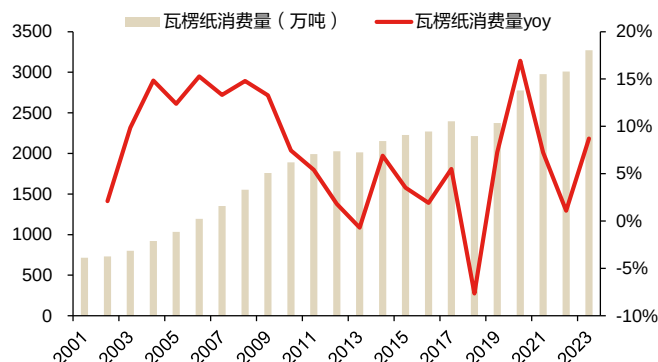
箱板瓦楞纸行业需求量近年增长稳健。根据造纸年鉴公布的箱板瓦楞纸消费量数据，2023 年国内箱板纸、瓦楞纸的消费总量分别为 3418 万吨、3272 万吨，近五年（2018-2023）年均复合增速均为 8%，行业整体需求稳健增长。

图 31：2018-2023 年中国箱板纸消费量复合增速达 8%



数据来源：造纸工业协会，东方证券研究所

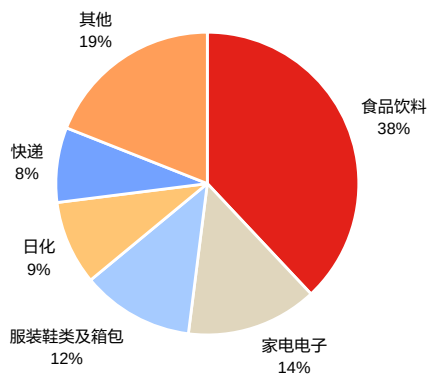
图 32：2018-2023 年中国瓦楞纸消费量复合增速达 8%



数据来源：造纸工业协会，东方证券研究所

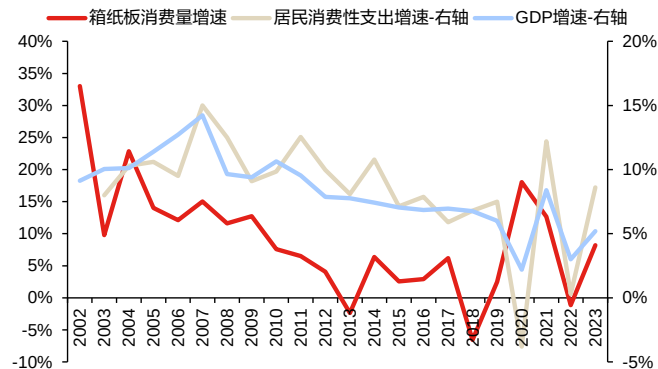
箱板瓦楞纸需求主要来自于消费行业，与宏观经济、居民消费相关性较高。箱板瓦楞纸终端需求结构方面，根据华经产业研究院的统计数据，来自食品饮料、家电电子、服装鞋类级箱包、日化、快递物流板块需求分别占整体需求的 38%、14%、12%、9%、8%。箱板瓦楞纸下游需求主要场景涉及日常消费重点品类，因此行业整体需求受内需景气度影响较大，我们回溯历史数据发现，箱板瓦楞纸消费量同比增速与居民消费总支出和 GDP 同比增速的波动相关性较强。

图 33：箱板瓦楞纸终端需求主要来自于食品饮料、家电电子等行业（以 2022 年为例）



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

图 34：箱板纸消费量增速与居民消费性支出、GDP 增速等宏观指标均被较强的关联性



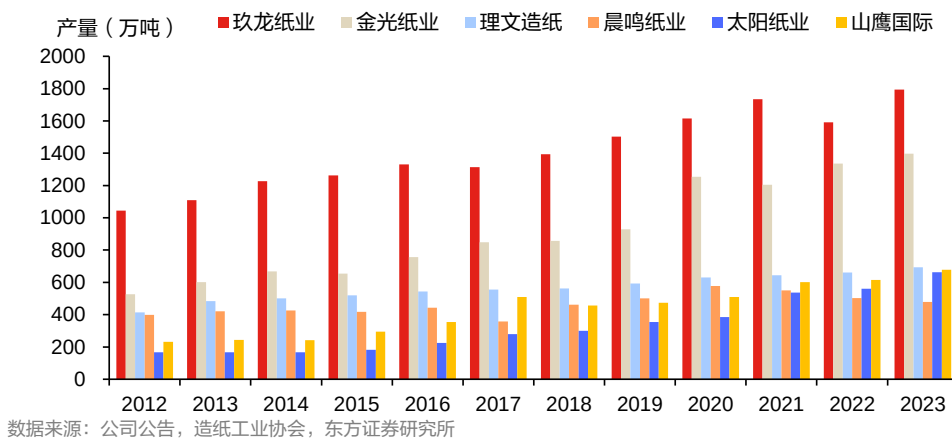
数据来源：Wind，东方证券研究所

3 原纸产能规模优势突出，上游原材料布局日益完备

3.1 公司国内外多区位产能布局完备，规模优势突出

玖龙纸业原纸产量常年居于全国第一，2023 年产量规模已接近 1800 万吨。公司作为亚洲包装纸龙头企业，原纸产量常年位居全年第一、规模效应突出，根据造纸工业协会的统计数据，2023 年公司原纸产量达 1794 万吨，2012-2023 年产量 CAGR 达 5%。

图 35：玖龙纸业年产量始终居于全国第一，2023 年产量接近 1800 万吨



公司目前拥有 10 座国内生产基地、3 座海外生产基地，产能布局已基本辐射国内各大主要市场。公司目前在国内已拥有 10 座生产基地，遍布全国的产能布局使得公司在一定程度上突破了运输半径的限制，更好地辐射华南、华东、华北、西南、东北等国内主要箱板瓦楞纸消费市场，提升公司在箱板瓦楞纸市场的全国影响力。同时公司东莞、太仓、重庆、北海以及荆州等主要基地均配备相邻的自有/公有码头，原材料以及成品纸的运输成本大幅降低。

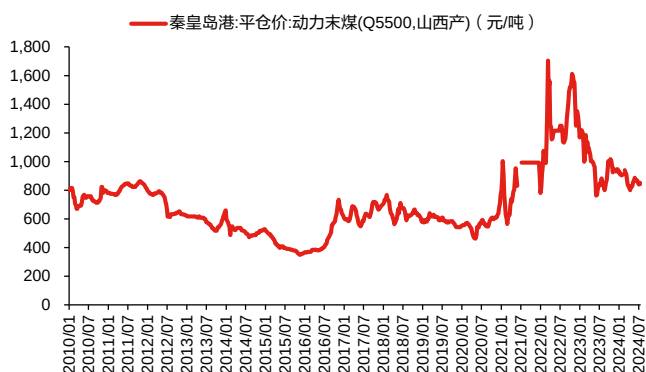
表 4：公司目前拥有 10 座国内生产基地以及 3 座海外生产基地，大多国内基地拥有自备电厂

单位：万吨	造纸产能-2024E					制浆产能-2024E				是否自备电厂
	卡纸	高强瓦楞芯纸	涂布灰底白板纸/白卡	文化纸	特种纸	再生浆	化学浆	化机浆	木纤维	
东莞基地	285	125	150	25			30	30	21	是
太仓基地	183	100		20					36	是
天津基地	125	35	55						10	是
重庆基地	100	35	55				30	20	21	是
泉州基地	100								21	是
河北基地	100								21	
沈阳基地	160						32		24	是
乐山基地		35								
荆州基地	120						60		21	是
北海基地	80		120	55			110	80	21	是
越南基地	45								10	
马来西亚基地	60	30				48			21	
美国基地				67	22	22	15			
合计	1358	360	380	167	22	70	277	130	227	

数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

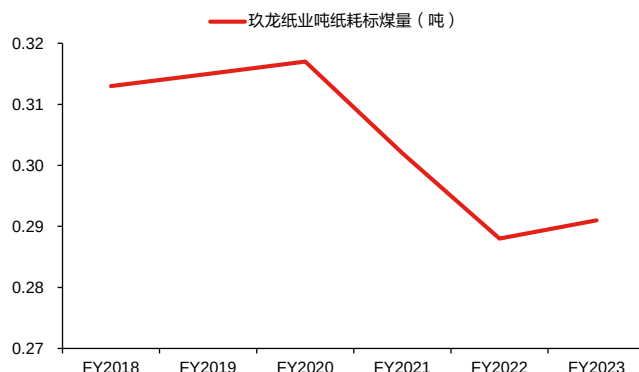
公司国内产能大多配有自备电厂，煤价走低有助于公司能源优势释放。公司国内主要生产基地均有自备电厂，实现电与蒸汽的大比例自供，与中小企业相比具备一定能源优势；同时公司亦在不断优化发电效率，2021 财年以来公司吨纸耗用标准煤的数量明显下降。由于公司大部分自备电厂以煤为原料来发电，因此我们认为公司相较于中小企业的能源优势主要受煤价影响，在煤价相对较低的时候，公司发电、生产蒸汽的成本亦相对较低，较外来电、蒸汽的成本优势更为突出。

图 36：当前煤炭价格较 2022-2023 年有较大幅度的回落



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 37：2021 财年以来公司吨纸耗用标准煤的量明显下降



数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 纸浆布局陆续落地，木片获取能力居于行业前列

公司全面发力上游原材料布局，纸浆产能将在未来两年逐步落地。禁废令落地后，公司为升级产品结构、降低生产成本投入了大量资本开支用于上游纸浆原材料的布局，截至 2024 财年末公司已拥有 167 万吨化学浆、70 万吨化机浆以及 227 万吨木纤维，伴随广西、荆州基地规划产能的落地，预计 2026 财年，公司将拥有 342 万吨化学浆产能以及 200 万吨化机浆产能。

图 38：预计 2026 财年，公司将拥有 342 万吨化学浆产能以及 200 万吨化机浆产能

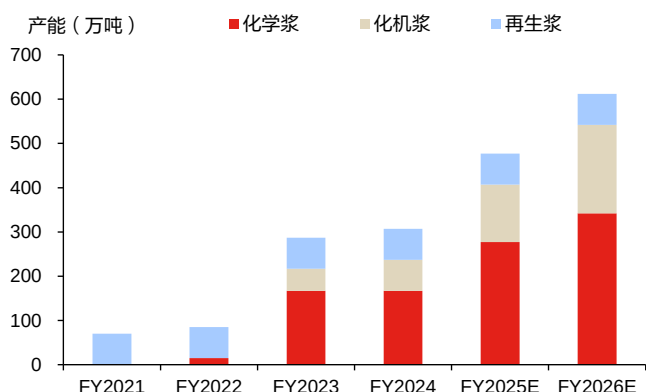
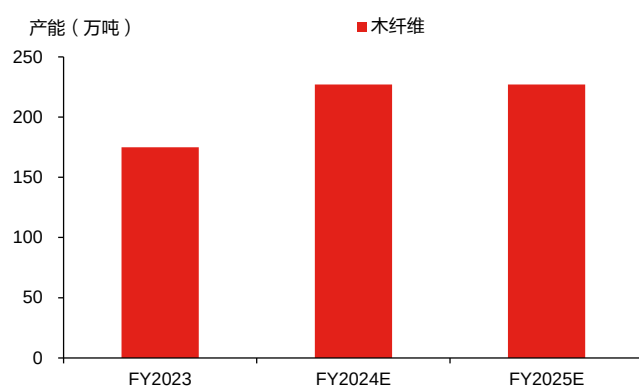


图 39：公司木纤维产能已达 227 万吨



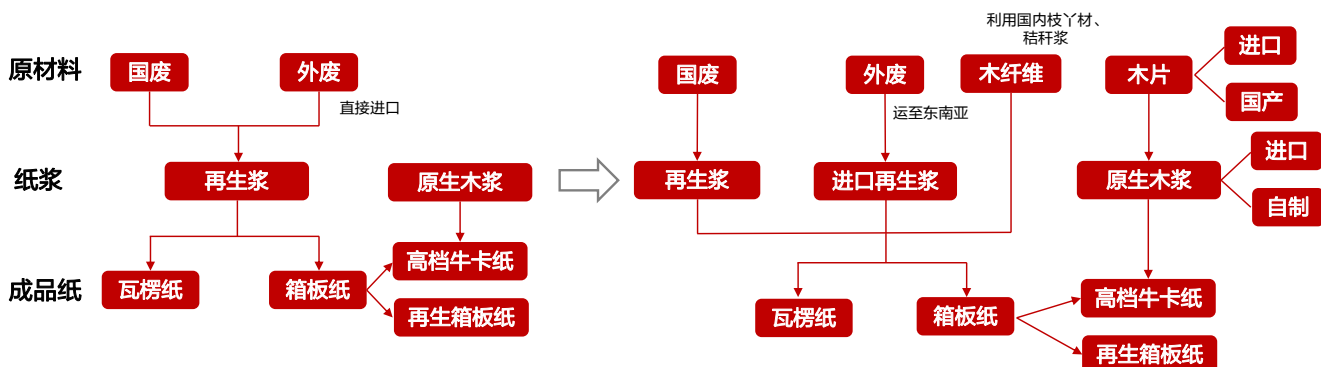
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司目前原材料结构更为多元、自供比例有所提升。拆分公司原材料结构来看，禁废令执行之前公司主要以外采进口废纸为主、国内废纸，并且会外购一些原生木浆来作为高档牛卡纸的补充原料。禁废令落地初期，公司原材料主要以国废为主，同时通过海外产能获取少量外废，2023 财年开始伴随公司自制化机浆、化学浆以及木纤维等产能投产，公司原料结构变得更为多元，原生纤维在公司原材料结构中的权重有所提升。

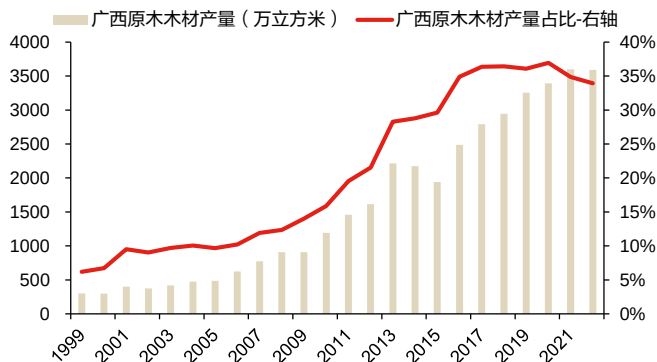
图 40：经过多年规划、布局，公司目前原材料结构更为多元、自供比例有所提升



数据来源：公司公告，卓创资讯，东方证券研究所

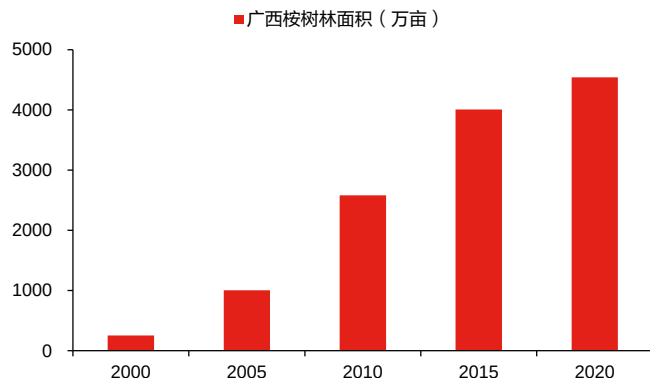
公司化学浆产能落位广西，同时配备自有木片船，木片获取能力突出。公司化学浆产能主要落位于广西地区，广西是全国林木资源最为丰富的区域，原木产量占全国比重超 30%，同时拥有大量适合生产阔叶化学浆的桉树林，公司广西、广东基地受益于自身区位优势能够更加直接并以更低的成本（节省木片运往外省的运费成本）获取当地木片资源。同时公司与交银租赁开展了 8 艘木片船的融资租赁业务，成为行业内少数几家自备专用木片船的企业，增强了自身对于东南亚木片的获取能力。

图 41：广西林木资源丰富，原木木材产量占全国比重超 30%



数据来源：中国林业年鉴，东方证券研究所

图 42：过去二十年广西桉树林面积大幅增加，2020 年已有超 4000 万亩桉树林



数据来源：广西林科院，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-2027 财年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入端，我们认为文化纸、白卡纸产能的陆续投放是带动公司收入增长的主要动力，同时伴随行业供需的改善，预计 FY2026 之后纸价亦有一定程度的修复，我们预计 FY2025-FY2027 公司白板纸的收入增速分别为 26.7%/37.4%/0%，同期文化纸的收入增速为 44.0%/29.9%/21.1%。由于公司放缓了箱板纸、瓦楞纸的产能投放节奏，预计未来几年传统优势业务收入增速保持稳健增长态势，预计 FY2025-FY2027 公司卡纸收入同比分别增长 0.5%/3.0%/3.0%，同期瓦楞纸收入同比分别-4.0%/+3.0%/+3.0%。
- 2) 我们预计公司 FY2025-FY2027 毛利率分别为 10.8%/11.5%/12.0%。一方面伴随公司上游纸浆的逐步投产，自备原材料将逐步降低公司生产成本、提升毛利率水平；另一方面伴随箱板瓦楞纸行业供需关系的修复，我们预计行业整体盈利能力或有逐步改善。
- 3) 我们预计公司 FY2025-FY2027 销售费用率稳定在 3.93%，管理费用率稳定在 3.2%。管理费用率较 FY2024 有所下降主要系公司加大了内部降本力度。
- 4) 公司 FY2025-FY2027 年的所得税率维持 15%。

收入分类预测表

	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
包装纸-卡纸					
销售收入（百万元）	28,065	33,035	33,200	34,196	35,222
增长率	-11.81%	17.71%	0.50%	3.00%	3.00%
包装纸-高强瓦楞芯纸					
销售收入（百万元）	14,450	13,425	12,891	13,278	13,676
增长率	-11.65%	-7.09%	-3.98%	3.00%	3.00%
包装纸-白板纸					
销售收入（百万元）	8,494	8,148	10,321	14,182	14,182
增长率	-27.67%	-4.07%	26.67%	37.42%	0.00%
文化纸					
销售收入（百万元）	4,700	4,134	6,291	12,469	12,843
增长率	15.30%	15.60%	44.00%	29.90%	21.10%
高价特种纸					
销售收入（百万元）	675	642	642	642	642
增长率	1.99%	-4.95%	0.00%	0.00%	0.00%
木浆					
销售收入（百万元）	355	112	112	112	112
增长率	19.25%	-68.51%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	56,739	59,496	63,456	74,879	76,678
增长率	-12.08%	4.86%	6.66%	18.00%	2.40%
综合毛利率	2.70%	9.60%	10.82%	11.48%	11.98%

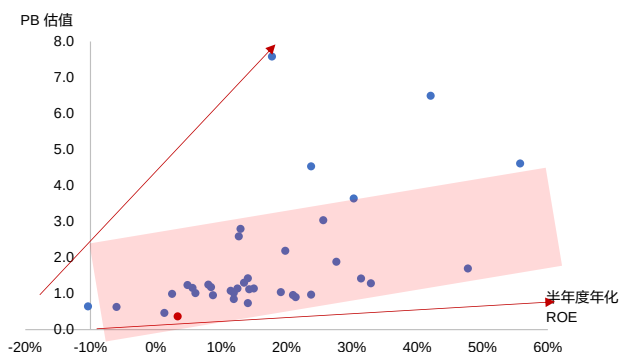
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

我们预计公司 FY2025-2027 归母净利润为 9.90/16.56/20.30 亿元，BPS 为 9.84/10.19/10.62 元，对应 ROE 水平分别为 2.1%/3.5%/4.1%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间，当公司单季度年化 ROE 在 5% 以下时，与其相对应的 PB 估值中位数为 0.6 倍，同时考虑到行业景气度处于历史较低分位，给予 2025 财年目标估值 0.4 倍 PB（折价 30%），同时结合当前港币汇率水平（1 港币 = 0.9242 人民币），给予目标价格 4.26 港元，给予“买入”评级。

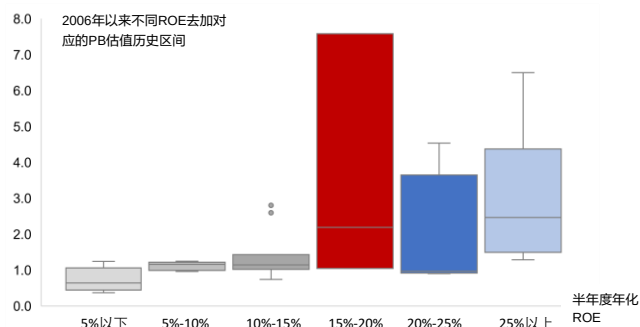
图 43：回溯公司 PB-ROE 估值历史区间，伴随 ROE 上行，公司对应的估值中枢也随之上行



注：此处 PB 估值计算公式为“季度内每日收盘价对应的市值平均值/季度期初和期末的净资产平均值”

数据来源：wind，东方证券研究所

图 44：当公司单季度年化 ROE 处于 5% 以下时，公司 PB 估值中位数为 0.6 倍



注：此处 PB 估值计算公式为“季度内每日收盘价对应的市值平均值/季度期初和期末的净资产平均值”

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求复苏幅度不及预期的风险：**若中国市场消费复苏弹性不及预期，造成宏观经济发生较大波动，则公司的包装纸、文化纸盈利存在下滑风险，进而导致公司盈利大幅波动的风险。
- **公司浆纸新项目推进不达预期的风险：**若公司新建项目推进不达预期，公司盈利提升将受限或将面临盈利不达预期的风险。
- **行业竞争加剧的风险：**造纸行业过去几年新增产能较多，若行业竞争进一步加强，则有可能导致包装纸、文化纸等纸种盈利下滑，导致公司盈利大幅波动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位：百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	单位：百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
货币资金	10431	10693	6346	7488	7668	营业额	56739	59496	63456	74879	76678
应收贸易账款以及应收票据	4460	8482	9047	10675	10932	销售成本	55209	53785	56592	66287	67495
其他应收款项及预付款	5556	6806	7259	8565	8771	其他费用	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	2124	2339	2494	2943	3014
存货	8856	10169	10700	12533	12762	管理费用	2577	2150	2031	2396	2454
其他流动资产	152	162	167	182	184	财务费用	926	1461	2172	2247	2229
流动资产总计	29454	36313	33519	39444	40317	其他经营损益	0	0	0	0	0
于联营公司及一间合营企业的投资	175	196	196	196	196	投资收益	-32	8	0	0	0
物业、厂房及设备	86557	95463	97992	102683	103284	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	6400	2500	2500	营业利润	-4129	-231	167	1007	1486
使用权资产及无形资产	3320	5640	5076	4512	3948	其他非经营损益	1403	1469	1469	1469	1469
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	-2726	1238	1636	2476	2955
其他非流动资产	1144	760	760	760	760	所得税	-355	444	245	371	443
非流动资产合计	91197	102059	110424	110651	110688	税后利润	-2371	794	1391	2104	2512
资产总计	120651	138371	143943	150095	151005	归属于非控制股东利润	13	22	401	449	481
短期借款	13593	14852	17790	18837	16833	归属于母公司股东利润	-2383	772	990	1656	2030
应付账款	9648	11266	11854	13885	14138	EBITDA	1983	6133	8243	9495	10147
其他流动负债	4830	5091	5418	6387	6536	NOPLAT	-2786	789	1989	2766	3158
流动负债合计	28071	31209	35061	39109	37507	EPS(元)	-0.51	0.16	0.21	0.35	0.43
长期借款	43181	52327	52655	52655	52655	主要财务比率					
其他非流动负债	4263	6351	6351	6351	6351	FY2023A FY2024A FY2025E FY2026E FY2027E					
非流动负债合计	47444	58678	59006	59006	59006	成长能力					
负债合计	75515	89887	94067	98115	96513	营收额增长率	-12%	5%	7%	18%	2%
股本	481	481	481	481	481	EBIT增长率	-147%	250%	41%	24%	10%
储备	44171	44685	44685	44685	44685	EBITDA增长率	-71%	209%	34%	15%	7%
留存收益	0	0	990	2646	4676	税后利润增长率	-172%	133%	75%	51%	19%
归属于母公司股东权益	44652	45166	46155	47811	49842	盈利能力					
归属于非控制股东权益	485	3319	3720	4169	4650	毛利率	3%	10%	11%	11%	12%
权益合计	45136	48484	49875	51980	54491	净利率	-4%	1%	2%	3%	3%
负债和权益合计	120651	138371	143943	150095	151005	ROE	-5%	2%	2%	3%	4%
BPS(元)	9.52	9.63	9.84	10.19	10.62	ROA	-2%	1%	1%	1%	1%
现金流量表						ROIC	-3%	1%	2%	2%	3%
单位：百万元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E	估值倍数					
税后经营利润	-3563	-153	142	856	1263	P/E	-6.2	19.8	15.0	9.0	7.3
折旧与摊销	3783	3434	4435	4773	4963	P/S	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
财务费用	926	1461	2172	2247	2229	P/B	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
其他经营资金	5778	-5536	-638	-1783	-291	资本结构					
经营性现金净流量	6924	-794	6111	6093	8164	资产负债率	63%	65%	65%	65%	64%
投资性现金净流量	-17424	-12656	-11551	-3751	-3751	流动比率	1.0	1.2	1.0	1.0	1.1
筹资性现金净流量	11136	13666	1093	-1199	-4233	速动比率	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7
现金流量净额	637	216	-4347	1142	180						

数据来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。