

# 开学季姗姗来迟，这次还有机会吗？

## ——文化纸行业专题报告

行业深度

◆**吨毛利可以作为预测造纸行业上市公司股价的核心指标**：造纸作为一个中游行业，行业的盈利水平主要受到原材料成本和终端价格的影响，且将最终反映在股价上。我们回溯文化纸行业的吨毛利和上市公司的股价走势，发现总体而言，吨毛利与股价同向变动的频率较高。而当吨毛利处在极端水平时，股价可能存在过度反应：即，吨毛利处在高位，股价有过度上涨现象；吨毛利处在低位，股价有过度下跌现象。

我们认为目前文化纸行业的分析框架是“短期看需求，长期看供给。”

◆**需求端：迎开学季，纸价有望重启上涨通道**：短期内文化纸的价格将受益于需求的回升。由于文化纸主要下游需求是图书期刊等，一年两次的开学给行业带来了明显的季节性。通常来讲，三月份和九月份开始，需求逐步走高，库存同步增长，产品价格向上。但2020年新冠疫情的来临扰乱了开学的节奏，导致需求延后，库存高企。随着开学季的重新开启，行业将快速地去库存，重新进入需求上升的周期，纸价有望重启上涨通道。

◆**成本端：木浆价格受库存高企影响，海外疫情影响木浆需求**：由于海外疫情存在不确定性，全球商品浆需求量可能出现同比下滑。未来一段时间全球的木浆供求都处于较为紧缩的状态，核心的影响因素要看库存。全球生产商的针叶浆、阔叶浆库存均居历史中高位，仍有继续维持趋势。在高库存“压迫”下，浆价上行动力不足。预计在接下来的文化纸需求回暖阶段，浆价仍将维持低位震荡。

◆**供给端：长期看，行业集中度还有提升空间**：短期内文化纸产能趋稳，长期看新增的产能应该集中于头部公司，龙头通过不断地增加产能扩充销量，从而抢占市场份额。据2019年产能数据，双胶纸CR4为35.69%，而双铜纸CR4已达73.70%。双胶纸市场的集中度还可能进一步提高，龙头长期的成长可期。

◆**估值与投资建议**：我们利用PB-ROE框架来分析国内外文化纸企的估值。我们以海外的文化纸龙头公司UPM为例，发现该企业的估值基本符合PB-ROE的框架，而目前国内的龙头企业在PB-ROE的框架下，PB存在着低估的情况，而从历史估值的角度来看这些公司也处于低位。国内造纸公司估值低位的原因跟需求疲软，周期向下有关，我们认为随着需求的回暖，吨毛利逐步回升，估值有望向PB-ROE框架下的合理估值收敛，从而带来投资机会。我们重点推荐太阳纸业，晨鸣纸业。

◆**风险分析**：原材料价格大幅波动风险；纸业需求不及预期风险；海外疫情发展超预期风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000488	晨鸣纸业	4.79	0.57	0.76	0.98	8	6	5	增持
002078	太阳纸业	8.27	0.84	0.92	1.06	10	9	8	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年05月27日

## 增持（维持）

### 分析师

黎泉宏（执业证书编号：S0930518040001）

liqh@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 研究背景

本报告为框架性报告，重点关注文化纸行业的研究框架，我们从基本面、估值、短期、长期等多个维度讨论了文化纸公司的投资思路。

### 我们区别于市场的观点

我们认为文化纸的短期价格波动可以由单一指标进行预测，即通过吨毛利来判断，历史回溯的结果表明，吨毛利对于纸价有良好的预测效果。

我们通过分析库存周期判断纸价，再通过分析木浆供求判断原材料价格，从而可以预测出未来的吨毛利走势。

疫情对于文化纸价的影响主要体现在需求端，开学季的延迟对于产品提价有严重打击，开学季来临之时，需求恢复有利于引领纸价上升。

### 投资观点

我们认为吨毛利作为单一指标，将很好地预测文化纸股价，回溯文化纸行业的吨毛利和上市公司的股价走势验证了我们的猜想。判断吨毛利，核心是要判断终端纸价和原材料价格。

短期内文化纸价格着重看需求，通常来讲，三月份和九月份开始，需求逐步走高，库存同步增长，价格向上。但 2020 年疫情的来临扰乱了开学的节奏，导致需求延后，库存高企，随着开学季的重新开启，行业将快速地去库存，重新进入需求上升的周期，纸价有望重启上涨通道。

由于海外疫情存在不确定性，全球商品浆需求量可能出现同比下滑。未来一段时间全球的木浆供求都处于较为紧缩的状态，核心的影响因素要看库存。全球生产商的针叶浆、阔叶浆库存均居历史中高位，仍有继续维持趋势。在高库存“压迫”下，浆价上行动力不足。预计在接下来的文化纸需求回暖阶段，浆价仍维持低位震荡。

我们以海外的文化纸龙头公司 UPM 为例，发现该企业的估值基本符合 PB-ROE 的框架，而目前国内的龙头企业在 PB-ROE 的框架下，PB 存在着低估的情况，而从历史估值的角度来看这些公司也处于低位。国内造纸公司估值低位的原因跟需求疲软，周期向下有关，我们认为随着需求的回暖，吨毛利逐步回升，估值有望向 PB-ROE 框架下的合理估值收敛，从而带来投资机会。我们重点推荐太阳纸业，晨鸣纸业。

## 目 录

1、 股价高低看毛利，文化纸企“有方向” .....	4
1.1、 太阳纸业股价与吨毛利关联紧密 .....	4
1.2、 吨毛利真的能预测股价吗？ .....	4
2、 疫情当前，纸价何去何从？ .....	6
2.1、 库存周期带动价格周期，主动补库支撑纸价 .....	7
2.2、 需求“虽迟但到”，文化纸价回升有望 .....	8
3、 原材料需求疲软，预期浆价低位震荡 .....	12
3.1、 木浆价格目前处历史低位 .....	12
3.2、 遭疫情需求受阻，高库存“压迫”浆价 .....	13
4、 从长期角度理解文化纸龙头成长逻辑 .....	14
4.1、 行业集中度还有提升空间 .....	14
4.2、 估值居低位，龙头长期成长可期 .....	15
5、 投资建议 .....	18
5.1、 太阳纸业：基本面稳健，看好长期投资价值 .....	18
5.2、 晨鸣纸业：夯实主业实力，压缩融资租赁 .....	19
6、 风险分析 .....	20

# 1、股价高低看毛利，文化纸企“有方向”

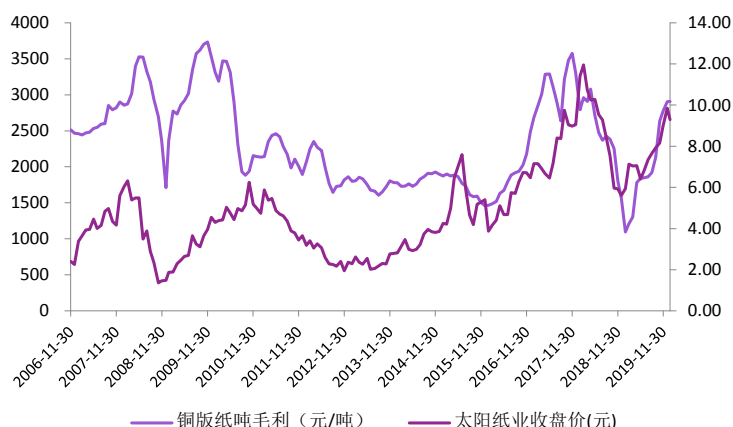
## 1.1、太阳纸业股价与吨毛利关联紧密

如需寻找一个指标来预测文化纸上市公司的股价走势，我们认为吨毛利是可以参考的。造纸行业作为一个中游行业，行业的盈利水平主要受到原材料成本和终端价格的影响。

在上市公司遴选方面，我们选择了太阳纸业。太阳纸业作为文化纸企业的龙头，占据了重要的行业地位。而其他文化纸龙头公司存在着业务不纯粹的瑕疵（如从事金融等其他业务），股价并不完全受文化纸行业的行业因素影响，所以我们以太阳纸业作为文化纸行业的代表性个股。

我们对太阳纸业的股价和铜版纸吨毛利指标（铜版纸吨毛利、双胶纸吨毛利两者变化趋势几乎相同）进行了分析。由下图可知，自 2006 年上市以来至 2020 年 1 月（吨毛利的数据更新到 2020 年 1 月），太阳纸业股价与铜版纸吨毛利水平变化趋势呈较高的一致性，一定程度上说明二者密切相关。

图表 1：太阳纸业收盘价（右轴）与铜版纸吨毛利变化趋势高度一致



资料来源：Wind，卓创资讯，光大证券研究所（截止至 2020 年 1 月）

吨毛利水平涉及到行业的基本运营情况，吨毛利较高时，表明行业盈利水平高，发展态势良好。吨毛利较低时，行业利润偏薄。可以看出，除 2010 年左右和 2015 年 A 股市场大幅走低时期外，太阳纸业股价与铜版纸吨毛利变化的大方向及拐点基本一致。

## 1.2、吨毛利真的能预测股价吗？

### 1.2.1、太阳纸业各阶段股价与吨毛利变化趋势的原因分析

综合上述二者的变动情况来看，将太阳纸业 2006 年上市至今划分为以下六个阶段，考虑宏观、行业到企业各内外部因素，对股价与吨毛利变化趋势的一致性进行分析：

1) 第一阶段（2006 年 11 月-2008 年 12 月）：吨毛利跟随宏观经济的景气而逐渐上升，股价随着大盘牛市迅速上涨，遭遇 2008 年金融危机后，A 股市场走低，股价及吨毛利均大幅受挫；

2) 第二阶段(2009年1月-2010年10月): 随着经济复苏, 行业激励政策、环保新规等发布, 行业经营环境得到改善, 吨毛利达到高位; 公司产能扩张, 林浆纸业务拓展, 业绩快速增长带来股价攀升, 二者变动方向一致。但2010年6月-10月, 吨毛利下降而公司股价反升的原因在于, 2010年下半年开始, 行业新增产能较多, 导致行业景气度回落, 但公司业绩仍保持良好, 产能扩张带来的收入抵减了行业不景气的消极影响, 新增文化纸项目于2010年3月成功试产, 下半年稳定运行, 因此带来公司2010年三季度营收同比增长47.5%; 此外自2009年投产后自制浆产能约60万, 公司生产成本控制较好;

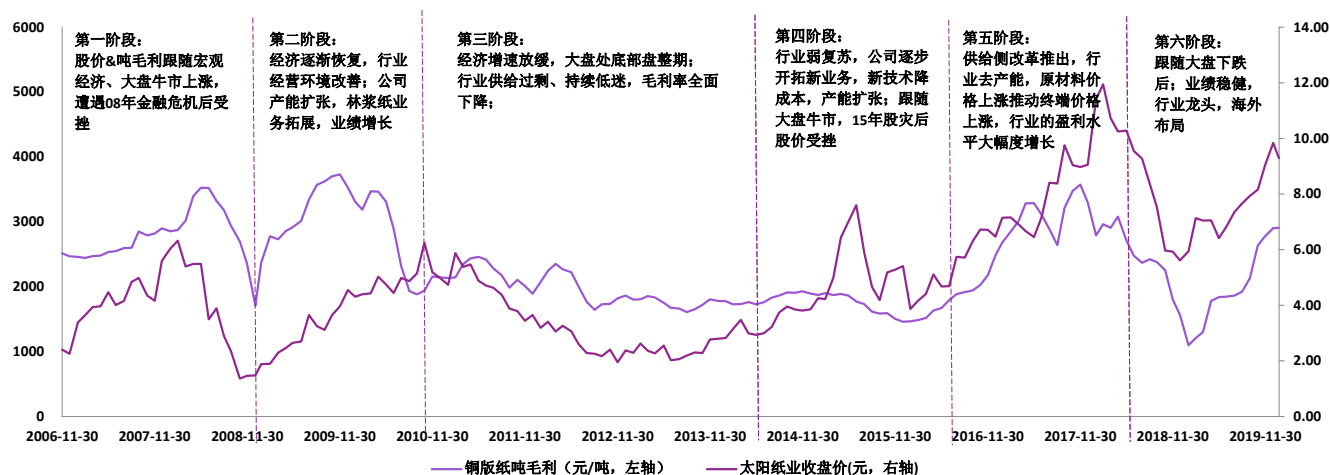
3) 第三阶段(2010年11月-2014年5月): 经济增速放缓, 大盘处于底部盘整期, 公司股价也一度下降到低位; 随着行业供给过剩、持续低迷, 毛利率也全面下降;

4) 第四阶段(2014年6月-2016年6月): 纸行业开始走向弱复苏, 吨毛利底部调整; 公司逐步开拓新业务, 新技术降成本, 产能扩张, 股价跟随大盘上涨后受挫, 受大盘影响此时二者的变动趋势差距较大;

5) 第五阶段(2016年7月-2018年5月): 供给侧改革推出, 行业去产能, 供给收缩, 原材料价格上涨推动终端价格上涨, 行业的盈利水平大幅度增长。

6) 第六阶段(2018年6月-2020年1月): 跟随大盘下跌后, 由于公司业绩稳健, 居行业龙头, 且逐渐布局海外, 股价及吨毛利均快速回升。

图表 2: 六阶段中太阳纸业收盘价及铜版纸吨毛利变化趋势的原因分析



资料来源: Wind, 卓创资讯, 光大证券研究所 (截止至2020年1月)

由上述可知, 公司股价及吨毛利的变动, 刨去部分宏观经济事件及大盘行情的极端影响, 二者变化趋势及拐点达到较高程度的重合性, 吨毛利对于股价变动有指向作用, 未来可依据吨毛利变化预测股价变动情况。

### 1.2.2、吨毛利与股价较高频率呈同向变化

基于以上分析, 从统计学角度来看, 通过计算吨毛利与收盘价月度同涨同跌频度数据, 我们发现二者存在以下联系:



1) 总体而言,吨毛利与股价同向变动的频率较高。暂除去受到行业环境及大盘行情因素影响的第三阶段和第五阶段,在吨毛利与股价同阶以及滞前一阶的情况下,各个阶段二者同时涨跌的频率全部超过 50%,且在第六阶段,2018 年 6 月至今二者同时涨跌的频率高达 75%,表明二者高度的同向变化;

2) 当吨毛利处在极端水平时,股价可能存在过度反应现象。观察第三阶段及第五阶段,虽然所处环境因素大不相同,第三阶段末吨毛利受行业不景气影响而大幅下滑,第五阶段,供给侧改革导致吨毛利高企。但这两个阶段文化纸吨毛利均居于历史极端水平,当吨毛利水平很高时,意味着文化纸企盈利空间较大,股价表现均一路攀升、呈持续上涨趋势,可能产生过度反应。当行业吨毛利水平较低时,龙头公司股价下挫,一路疲软,哪怕吨毛利已经企稳甚至回升,股价还在继续下跌,由此导致二者同向变化频率较低。

3) 股价的波段性变动特点给同时涨跌频率带来一定干扰。无论上涨还是下跌的股价总体趋势,都是由分阶段的波浪形趋势组成,短期的回调或回撤会造成非同涨同跌,但事实上二者总体趋势一致。

综合考虑以上因素,可以看出,一定程度上吨毛利对股价起到“风向标”作用,可以通过吨毛利变化预测太阳纸业股价的未来走向。

图表 3: 铜版纸吨毛利与太阳纸业股价同向变动频率基本超 50%

阶段	时间	同阶	吨毛利滞前一阶
1	2006.11-2008.12	61.54%	53.85%
2	2009.01-2010.10	63.64%	59.09%
3	2010.11-2014.05	55.81%	44.19%
4	2014.06-2016.06	56.00%	68.00%
5	2016.07-2018.05	39.13%	43.48%
6	2018.06-2020.01	75.00%	75.00%

资料来源:光大证券研究所测算

## 2、疫情当前,纸价何去何从?

要判断文化纸纸价,首先要了解文化纸的特性。文化纸是指用于传播文化知识、资讯信息等的书写、印刷纸张,其细分纸种主要有以下三大类别:新闻纸、未涂布印刷书写纸以及涂布印刷纸。未涂布印刷书写纸以双胶纸(又称胶版纸)为主,还包括书写纸、轻型纸等;涂布印刷纸以铜版纸为主,还包括轻量涂布纸等。

图表 4: 文化纸各类细分纸种性质及用途

项目	种类	定义	性质	用途
新闻纸	新闻纸	又称白报纸,报刊及书籍的主要用纸	纸质松轻、有较好弹性;吸墨性强,有一定机械强度;不透明性强,不宜长期存放	报纸、期刊、连环画等正文用纸等
未涂布印刷书写纸	双胶纸	将胶料涂敷在纸的表面以改善其表面物性的纸	伸缩性小,油墨吸收均匀,平滑度好、质地紧密不透明,抗水性强	各类书籍及教科书、本册、期刊和封面等
	书写纸	用于表格、练习本、账簿等的书写用纸	色泽洁白、两面平滑、质地紧密、书写不洇水	练习本、日记本、表格、账簿等
	轻型纸	轻型胶版纸,质优量轻,不含荧光增白剂,高机械浆含量	颜色自然、纸张表面细腻光滑、寿命长且环保	图书印刷
涂布印刷纸	铜版纸	原纸涂布白色涂料制成的高	厚薄均匀,伸缩性小,强度较高,抗	期刊、画册、挂历、插图、彩色商

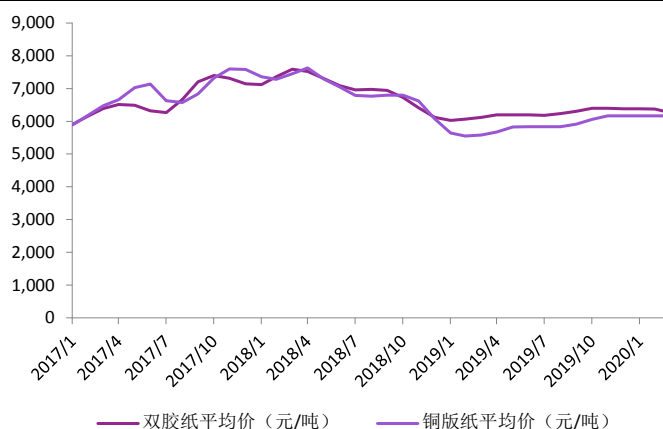
	级印刷纸	水性好	标、书籍封面等
轻量涂布纸	克重较低的涂布加工纸,一般在 40-90g/m <sup>2</sup>	不透明度、平滑度、光泽度和印刷透性好,成本低,耐久性小	期刊、广告、商品目录等

资料来源:中国纸业网,智研咨询,光大证券研究所

## 2.1、库存周期带动价格周期,主动补库支撑纸价

文化纸价具备一定的周期性波动特征,主要与纸企库存量相关。根据卓创资讯数据(如下图),2017-18 年双胶纸、铜版纸价格周期变化明显,2019 年也有小幅度波动,与前两年周期性基本一致,均大约在每年 4 月及 10 月迎来纸价峰值。那么纸价是否呈季节性变动呢?我们判断,文化纸价主要是随库存周期变动。2019 年纸价基本稳定,与 2017-18 年的明显波动迥异,实际是因 2019 年行业需求相对疲弱,纸企库存整体下滑,纸价随之下降后趋稳,可知过往文化纸价呈现的季节性变动,主要由库存带动。

图表 5: 文化纸价(月)周期性变化较显著

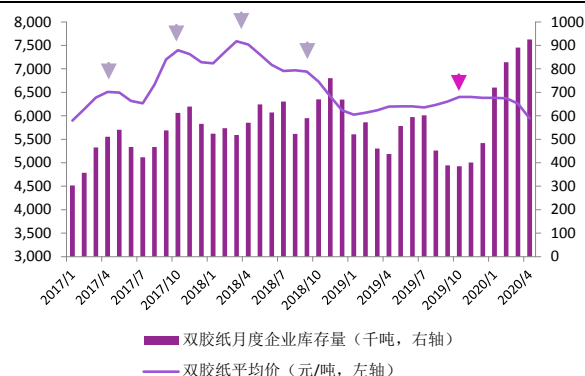


资料来源:Wind,卓创资讯,光大证券研究所

文化纸库存与需求季节性有密切关系,也将带动纸价的周期性涨跌。文化纸库存周期时长约半年,即 6 个月,包括一旺季一淡季,由此形成年内文化纸两次短期涨价潮:

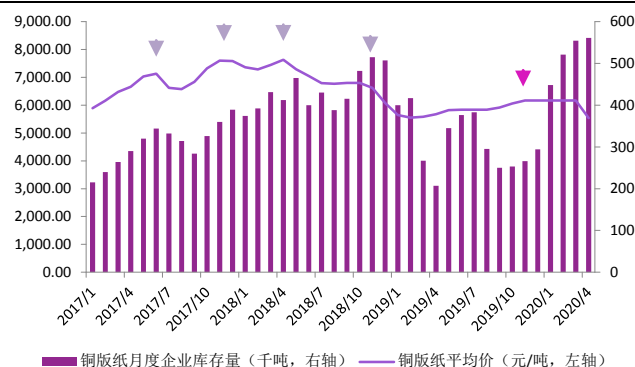
- 1) 旺季(3-5 月、9-11 月): 约 3 个月时间、主动补库、纸价上升;
- 2) 淡季(6-8 月、12-2 月): 约 3 个月时间、被动去库、纸价下调。

图表 6: 2017 年 1 月至今双胶纸库存与价格变动情况



资料来源:卓创资讯,光大证券研究所

图表 7: 2017 年 1 月至今双铜纸库存与价格变动情况



资料来源:卓创资讯,光大证券研究所

如图所示，2017-18 年：1) 约 3-5 月时期开启一波库存的增长，实际是由于下游教辅资料等的需求增加而处于“主动”补库存的阶段；6-8 月则受限于较低的淡季需求水平，“被动”库存下降；2) 9-11 月重新进入主动补库的阶段，动力仍然来自于文化纸需求旺季，教材备货及年前促销展会带来纸企的补库需求，12-2 月库存降低。以上库存周期变动中，纸价也随之同向波动、略有滞后。

**但 2019 年情况略有不同：**由于行业整体需求走弱、产业链去库，行业库存整体偏低。需求旺季而企业库存处于低位，补库有所延后，使得纸价较为稳定。但库存周期变动的预期仍在，19Q3 双胶双铜纸库存居底部，补库预期使得旺季小幅提价落地通畅。

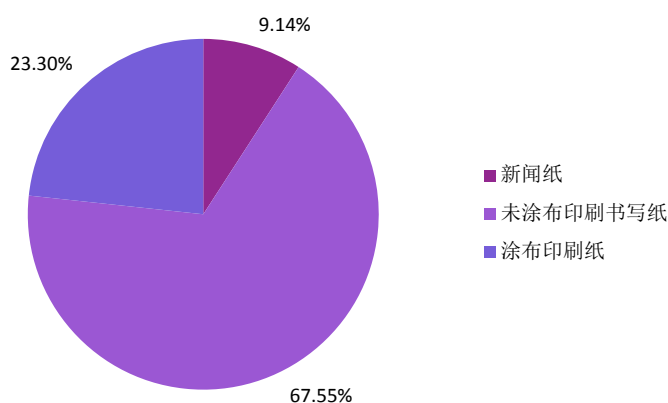
2020 年 1 月以来，受疫情影响下游需求不足，文化纸企订单稀疏，库存高企，已居历史最高位，纸价下降趋势显现。但部分文化纸企的减产调控措施将有效控制库存量，使其回归历史正常水平；加上复学驱动需求，我们认为文化纸将快速去库存，然后进入新一轮的主动补库阶段，纸价将触底回升，进入新的上涨周期。

## 2.2、需求“虽迟但到”，文化纸价回升有望

### 2.2.1、文化纸下游的需求结构

文化纸需求主要由未涂布印刷书写纸和涂布印刷纸贡献。根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业 2018 年报告》，2018 年文化纸消费总量为 2592 万吨。其中，未涂布印刷书写纸的消费量为 1751 万吨，占比达 67.55%；涂布印刷纸消费量 604 万吨，占比 23.30%，二者总共占据文化纸超九成的消费量。由此可见，未涂布印刷书写纸和涂布印刷纸在文化用纸中占据了主要地位。

图表 8：2018 年文化纸细分纸种需求结构（消费量口径）



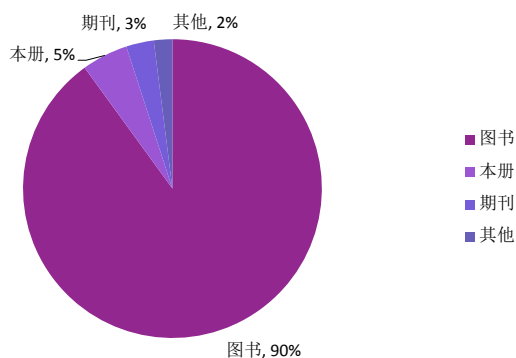
资料来源：中国造纸协会，光大证券研究所

由于新闻纸占比较小，我们主要从未涂布印刷书写纸和涂布印刷纸角度看文化纸下游消费结构。卓创资讯数据显示，2019 年双胶纸下游需求 90% 由图书贡献，即各类书籍及教科书等印刷用纸；铜版纸主要包括双铜纸，用于期刊及画册印刷，2019 年双铜纸需求中 66% 来自期刊，25% 来自画册（可



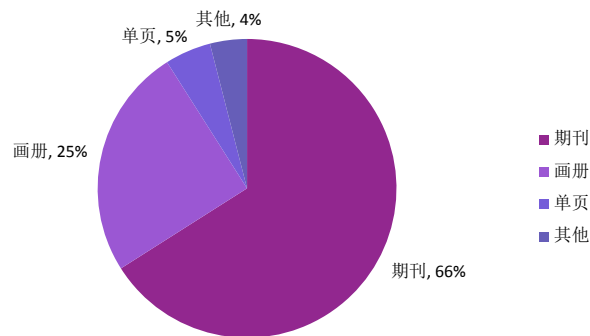
用于展销会、促销宣传等），总共占比达 91%。铜版纸还包括单铜纸等，其需求相对较少且单一，主要用于烟标、酒包制作等。

图表 9：2019 双胶纸下游需求主要为图书



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 10：2019 双铜纸下游需求主要为期刊、画册

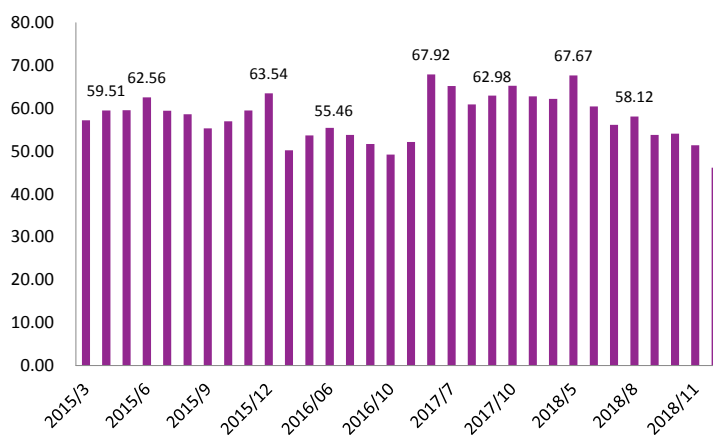


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

## 2.2.2、文化纸需求季节性特征较显著

根据 Wind 数据，未涂布印刷书写纸的需求呈周期性变动，季节性特征较明显。由图可见，每年 3 月份以及 9 月份开始，未涂布印刷书写纸消费量几乎都有一定幅度的攀升。实际上，由于未涂布印刷书写纸的主要需求来自于图书及本册，上述两个时间段正值学生教材春季、秋季教材及辅导资料等备货，使得未涂布印刷书写纸消费量呈季节性增长，其对文化纸消费量影响较大，从而也将带动文化纸的需求变化。

图表 11：未涂布印刷书写纸表观消费量呈季节性变动（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算 注：表观消费量=产量-出口量+进口量，截止至 2018 年 12 月

另一方面，3-4 月份春季展销会、9-12 月年前促销等因素使得宣传画册用量较大，双铜纸需求因此有所增加，而上述两个时间段与未涂布印刷书写纸的淡旺季分布有较大的重合。因此，文化纸的需求季节性特征较显著，接下来的文化纸传统旺季，可以期待文化纸需求会有一定的增长可能。

### 2.2.3、供给稳定，复学拉动需求修复

文化纸供给方面目前仍比较稳定，2019 年双胶纸产能 11740 千吨/年，产能增长率已逐年下降至 0.95%，而双铜纸产能更是已经连续三年保持 6920 千吨/年的水平。中短期来看，部分纸企减产主要目的是控库存，对供给影响较小，如 3 月 23 日中国纸网新闻显示，国内规模纸企纷纷发函针对 4 月份铜版纸进行减产，如晨鸣集团美伦工厂自 4 月 15 日起停机 10 天，铜版纸工厂自 4 月 20 日起停机 7 天，太阳纸业也减少供应，估计上述企业在 4 月的减产行为将降低铜版纸供应约 9 万吨，仅占年产能的 0.01%。

随着我国疫情控制的形势逐步趋稳，各地已陆续开展学生的返校工作安排。4 月 7 日后，约有 20 省市的高三初三毕业年级返校，且部分省市如云南、青海等的中小學生也将返校。5 月 12 日教育部召开发布会表示，截至 5 月 11 日，开学复课学生总数是 10779.2 万，占学生总数近 40%，其中中学生超五千万，各地基本均已开学；小学已经返校 4384.4 万，包括了 22 地；高校大学生 290.7 万；预计 5 月底复课学生将达 1.5 亿至 2 亿。至 5 月 19 日，除湖北外，各省份均已宣布高校返校时间；全国 20 省市的幼儿园已经开学或明确于近期开学。3 月 31 日，教育部发布通知，2020 年全国高考推迟至 7 月 7 日-8 日，这是 17 年来高考首次推迟 1 个月。综上考虑，今年的教辅资料需求推动的文化纸价周期旺季也可能相应延后 1-2 月，即推迟为 5-7 月迎来文化纸价的回涨。

新一年的需求旺季，新一轮的主动补库，将给纸价带来较有力的支撑，预计纸价较大可能回归疫情前 19Q4 水平。同时，原材料木浆价格有望低位震荡，文化纸吨毛利水平可期，利好文化纸企盈利能力及股价的提升。

图表 12：全国各地开学时间（更新至 5 月 24 日）

省市	小学及以下	中学	高校
北京	六年级：6 月 1 日 四-五年级：6 月 8 日	高三：4 月 27 日 初三：5 月 11 日 其他年级：6 月 1 日	毕业年级：6 月 6 日起
天津	四-六年级：5 月 18 日 一-三年级：6 月 2 日	高三初三：4 月 20 日 其他年级：5 月 18 日	毕业年级：5 月 6 日 非毕业年级：5 月 15 日后
河北	六年级：6 月 1 日 四-五年级：6 月 8 日	高三：4 月 23 日 初三及中职毕业班：5 月 7 日 其他年级：6 月 1 日	毕业年级：6 月 6 日
山西	四-六年级：5 月 18 日	高三：3 月 25 日 初三及中职毕业班：4 月 25 日 其他年级：5 月 11 日	高校本硕博毕业年级：4 月 10 日 高职、高专毕业班：4 月 15 日 非毕业年级：5 月 18 日后
内蒙古	四-六年级：5 月 7 日	高三初三：3 月 30 日 其他年级：4 月 23 日	毕业年级：5 月 7 日 非毕业年级：5 月 13 日后
辽宁		高三：4 月 15 日	5 月 8 日
吉林		高三及中职毕业班：4 月 7 日	毕业年级：5 月 11 日
黑龙江		高三及中职毕业班：4 月 7 日 初三：4 月 13-17 日陆续（哈尔滨、牡丹江推迟）	毕业年级：6 月 1-7 日

上海	四-五年级: 5月18日 一-三年级: 6月2日	高三初三: 4月27日 高二初二: 5月6日 其他年级: 5月18日	毕业年级: 4月27日 非毕业年级: 5月6日起
江苏	4月7日	高三初三: 3月30日 其他年级: 4月7日	4月13日起
浙江	四-六年级: 4月26日后 一-三年级: 4月20日后	高三初三: 4月13日 其他年级: 4月20日后	4月26日-5月10日
安徽	4月20日	高三: 4月7日 初三: 4月13日 其他年级: 4月20日	毕业年级: 5月6日
福建	三-六年级: 5月11日 一-二年级: 6月2日	高三: 4月7日 其他年级: 5月11日	毕业年级: 5月6日 非毕业年级: 5月20日后
江西	5月18日	高三初三及中职毕业班: 4月7日 其他年级: 5月11日	毕业年级: 4月23日 非毕业年级: 5月7日
山东	三-六年级: 5月18日-28日 一-二年级: 6月上旬	高三及中职毕业班: 4月15日 初三: 顺延一周(4月22日) 其他年级: 5月18日-28日	毕业年级: 5月16日 非毕业年级: 5月18日-28日
河南	5月11日	高三: 4月7日 高中其他年级: 4月27日 初三: 4月13日 初中其他年级: 5月6日	毕业年级: 4月25日 非毕业年级: 5月6日
湖南	4月20日	高三初三: 4月7日 其他年级: 4月13日	毕业年级: 5月6日-26日
广东	5月11日	高三初三: 4月27日 其他年级: 5月11日	毕业年级: 5月11日 非毕业年级: 5月18日后
广西	四-六年级: 4月14日	高三初三: 4月7日 其他年级: 4月14日	毕业年级: 4月14日 非毕业年级: 4月21日后
海南	4月20日	高三初三: 4月7日 其他年级: 4月13日	毕业年级: 5月9日 非毕业年级: 5月16日后
重庆	四-六年级: 4月27日 一-三年级: 5月7日	高三初三及中职毕业班: 4月20日 其他年级: 4月27日	毕业年级: 5月11日 非毕业年级: 5月18日后
四川	4月20日	高三: 4月1日 初三: 4月7日 其他年级: 4月13日	毕业年级: 5月6日
贵州	5月15日-30日	高三初三: 3月16日 其他年级: 4月28日	毕业年级: 4月21日 非毕业年级: 5月15日-30日
云南	3月30日	高三初三: 3月23日 其他年级: 3月30日	毕业年级: 5月6日 非毕业年级: 5月11日起
西藏	3月下旬起全省陆续错时错峰开学		
陕西	四-六年级: 4月27日 一-三年级: 5月11日	高三: 3月30日 初三及中职毕业班: 4月7日 其他年级: 4月13日	毕业年级: 4月27日 非毕业年级: 5月6日
甘肃	4月13日	高三及中职毕业班: 4月9日 其他年级: 4月13日	毕业年级: 4月13日 非毕业年级: 4月20日后
青海	3月25日-31日	高中: 3月9日-13日 初中: 3月16日-20日	4月1日-15日
宁夏	四-六年级: 5月27日 一-三年级: 5月31日	高三初三: 3月25日 其他年级: 5月11日-18日	毕业年级: 4月20日
新疆	3月23日	高三初三及中职毕业班: 3月16日 其他年级: 3月23日	4月8日

其他	待定
----	----

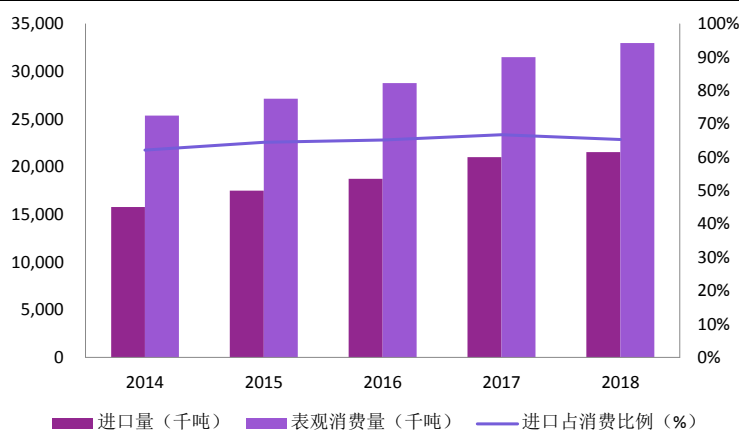
资料来源：人民日报，央视新闻，光大证券研究所整理

### 3、原材料需求疲软，预期浆价低位震荡

#### 3.1、木浆价格目前处历史低位

文化纸主要纸种双铜纸、双胶纸的上游原材料为木浆，主要包括阔叶浆、针叶浆及化机浆等。目前我国木浆供给主要依赖进口，据卓创资讯数据，2018年我国木浆表观消费量 32,991.65 千吨，其中国内产量 11,470 千吨，仅约占三分之一；2014-18 年我国木浆进口量占表观消费量比例一直稳定在 65% 左右，消费量大部分由进口弥补。

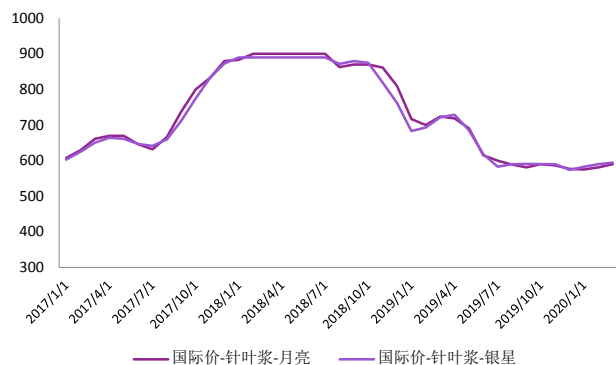
图表 13：2014-18 年木浆进口量占表观消费量维持 65% 左右



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所测算 注：表观消费量=产量-出口量+进口量

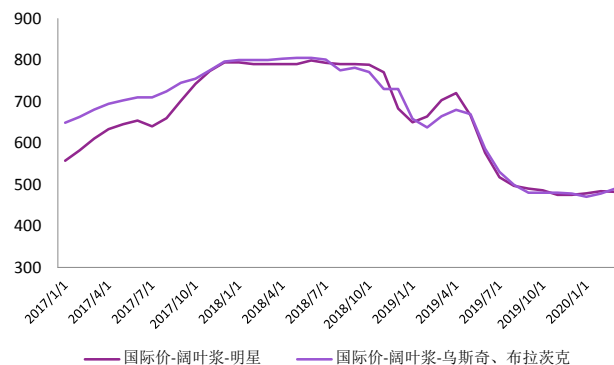
因此国际、国内木浆价格变动都将对我国木浆下游的文化纸行业产生重要影响。目前国内外浆价均处于历史低位。自 2019Q4 以来，国际浆价一直呈低位盘整状态；国内浆价现已处约 4000 元/吨的低水平，对文化纸厂商而言是盈利空间较佳的阶段。

图表 14：国际针叶浆价格处历史低位（美元/吨）



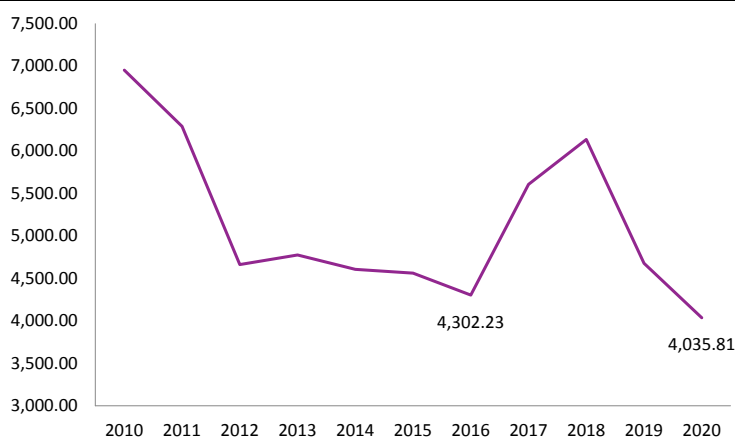
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 15：国际阔叶浆价格处历史低位（美元/吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 16：木浆国内参考价目前处于约 4000 元/吨低水平（元/吨）

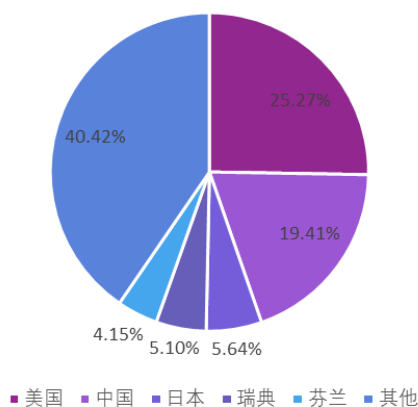


资料来源：卓创资讯，光大证券研究所（截止至 2020 年 3 月）

### 3.2、遭疫情需求受阻，高库存“压迫”浆价

我们判断木浆价格走势，首先要判断未来的木浆需求。按照下图所示，国际木浆需求中国占比 19.41%（2017 年按消费量计算），排名全球第二，是重要的一部分。面对疫情，国内企业存在需求延后的问题，积压了较高度度的库存。国内三大港口木浆库存量自 1 月后快速增长，目前均处历史高位。目前国内需求低迷，后续随着开学和经济恢复逐步回归正常。

图表 17：全球木浆需求分布（2017 年按消费量计算）

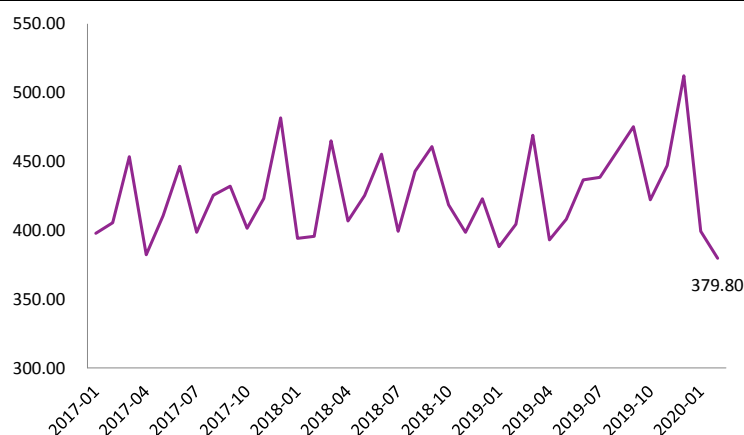


资料来源：paperonweb，光大证券研究所

除了中国之外，美国，日本，欧洲也是木浆的重点需求区域。随着海外疫情愈加严峻，叠加经济形势受疫情影响下行压力进一步加大，全球市场恐慌情绪蔓延，国际木浆需求同样受较大影响。全球木浆的发运量自 2020 年 1-2 月持续下滑，低于历史水平。我们判断这一趋势短期内还将持续。



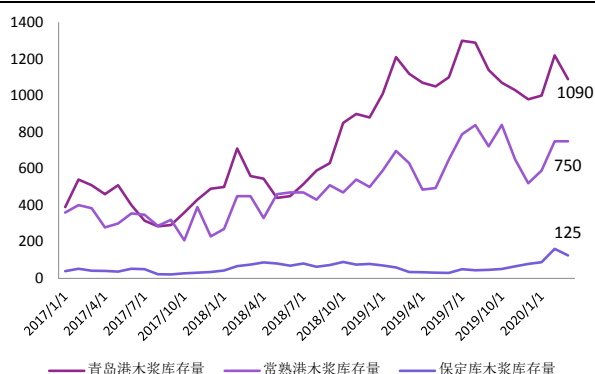
图表 18：2020 年 1-2 月全球木浆的发运量持续下滑（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

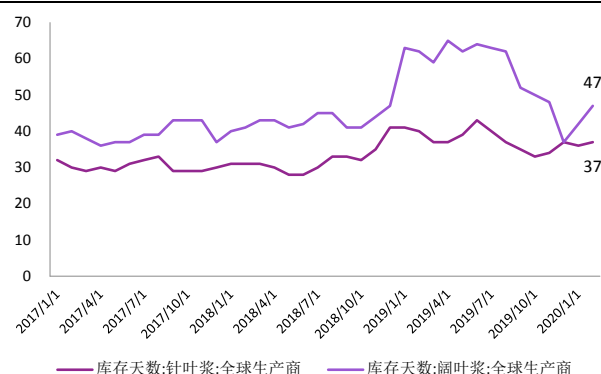
我们认为，由于海外疫情存在不确定性，在疫情的悲观预估情况下，全球商品浆需求量可能出现下滑。国外部分浆厂停产或延长停机检修时间，法国、意大利、印度等国部分纸厂 3 月下旬停产 2-3 周不等。未来一段时间全球的木浆供求都处于较为紧缩的状态，核心的影响因素要看库存。全球生产商的针叶浆、阔叶浆库存均居历史中高位，仍有继续维持趋势。在高库存“压迫”下，浆价上行动力不足，预计在接下来的文化纸需求回暖阶段，浆价仍维持低位震荡。

图表 19：国内三大港口木浆库存居高（千吨）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 20：全球生产商针、阔叶浆库存具增长趋势（天）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

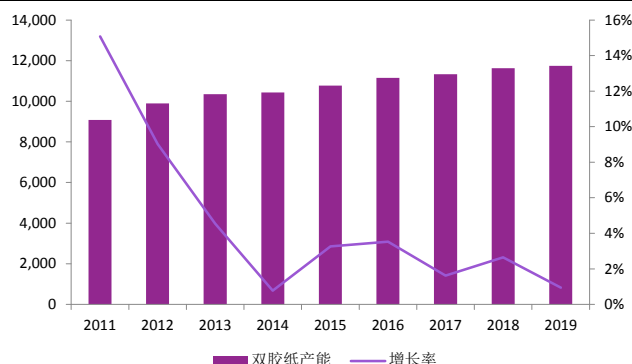
## 4、从长期角度理解文化纸龙头成长逻辑

### 4.1、行业集中度还有提升空间

我们认为文化纸的分析框架短期看需求，长期看供给。据卓创资讯数据，2011 年以来，双胶纸、双铜纸产能逐渐趋于稳定。二者产能增长率均经历了一个迅速下降后接近于 0 的过程，双铜纸产能增长率在 2013-16 年期间甚至为负，2017 年至今，双胶纸产能增长率处 2%左右的低位并呈下降趋势，而双铜纸产能已连续三年维持 6920 千吨的水平不变。由此可见，短期文化纸产能趋稳，长期来看，龙头可以通过不断地增加产能扩充销量，从而抢占市场份额，提升市场集中度。

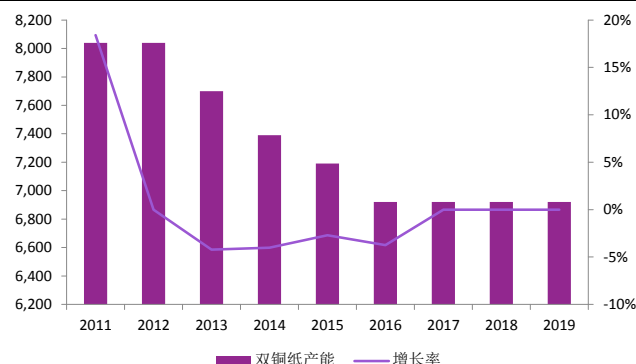
双胶纸、双铜纸产能竞争格局目前较为集中，但仍有提升空间。据 2019 年产能数据，双胶纸 CR4 为 35.69%，而双铜纸 CR4 已达 73.70%。相比而言，双胶纸市场的集中度还可能进一步提高，龙头长期的成长可期。

图表 21：2010-19 年双胶纸产能增长渐趋缓（千吨）



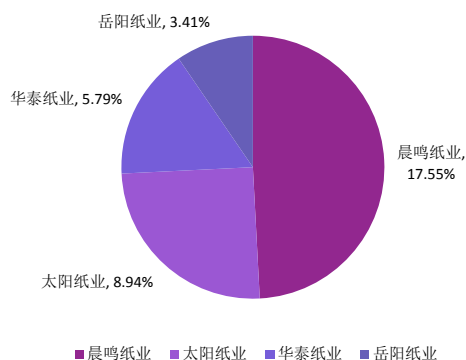
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 22：2010-19 年双铜纸产能下降趋稳（千吨）



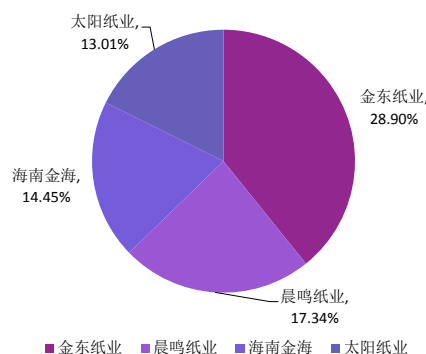
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 23：双胶纸 CR4 分布（2019 年产能口径）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 24：双铜纸 CR4 分布（2019 年产能口径）



资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

## 4.2、估值居低位，龙头长期成长可期

我们能够找到的最可比的文化纸国际龙头是 UPM（芬欧汇川）集团，作为百年历史的世界第三大纸和纸制品生产商，UPM 是全球领先的文化用纸生产企业，其核心产品主要包括杂志纸、新闻纸等文化纸以及标签类产品等。根据《印刷技术》论文数据，2009 年 UPM 印刷纸产能居世界第二，其杂志纸产量居世界第一，占世界杂志纸市场的五分之一，新闻纸在欧洲的市场占有率也达 20%。

我们试图通过 PB-ROE 的框架来分析文化纸公司的合理估值。首先对比一下国内外纸企的 ROE 的情况，通过太阳纸业、晨鸣纸业及 UPM 的 ROE 对比，可以看出，2016-19 年，太阳纸业 ROE 均高于 UPM，且 2019 年太阳纸业 ROE 为 16.4% 大幅超过 UPM 的 10.69%，可见太阳纸业的盈利能力较强，晨鸣纸业 ROE 水平相对偏低为 6.60%，这跟其业务的分散化有关系，随着公司专注主业，未来业务有进一步的提升空间。

根据杜邦分析法：

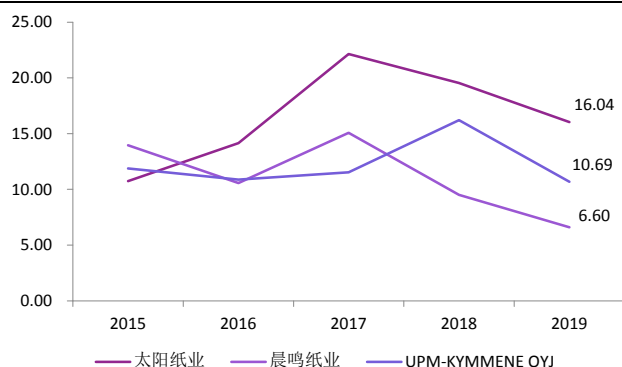
1) 从盈利能力角度来看,国内外龙头文化纸企 2017 年来营业净利率均有所下降,2019 年,太阳纸业净利率略低于 UPM,但差距较小,净利率变动趋势更为平稳,晨鸣纸业盈利能力相对偏弱;

2) 从杠杆角度来看,国内两家文化龙头权益乘数均偏高且基本保持稳定,说明其相比 UPM 更为充分地利用财务杠杆扩张公司经营,且有效地控制了公司资本结构的变动风险;

3) 从营运角度来看,太阳纸业资产周转能力较强,与 UPM 基本相当,企业生产资料的运转效率较高,晨鸣纸业运营水平相对较低。

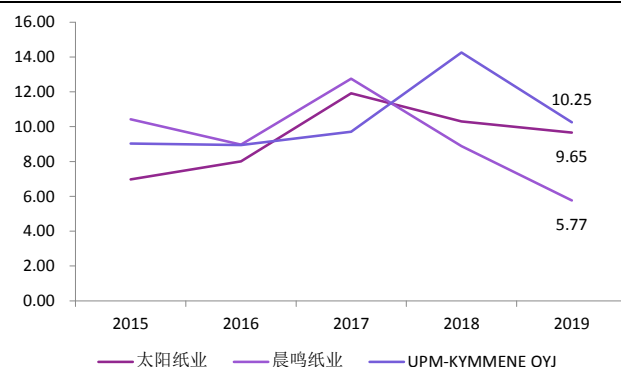
从成长性的角度来看,历史数据表明,相较国际领先的文化纸企,国内文化纸龙头具有较高的成长性,按营业收入计算,2015-19 年太阳纸业、晨鸣纸业 CAGR 高达 16.0%、8.4%,UPM 的 CAGR 为 1.9%,尤其太阳纸业成长性最佳;未来由于存在行业集中度提升的逻辑,目前国内文化纸龙头仍居相对低位,长期成长可期。

图表 25: 太阳纸业 ROE 大幅高于 UPM 集团 (%)



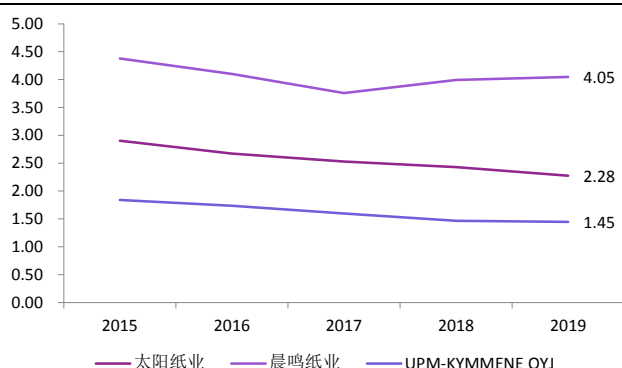
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 26: 国内外龙头净利率均有所下滑 (%)



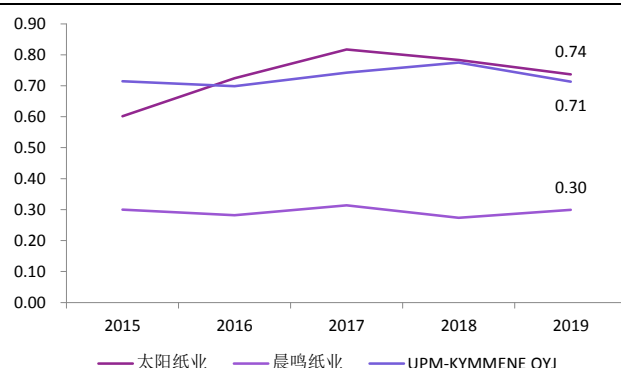
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 27: 太阳、晨鸣权益乘数均高于 UPM



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 28: 太阳纸业与 UPM 资产周转水平相当



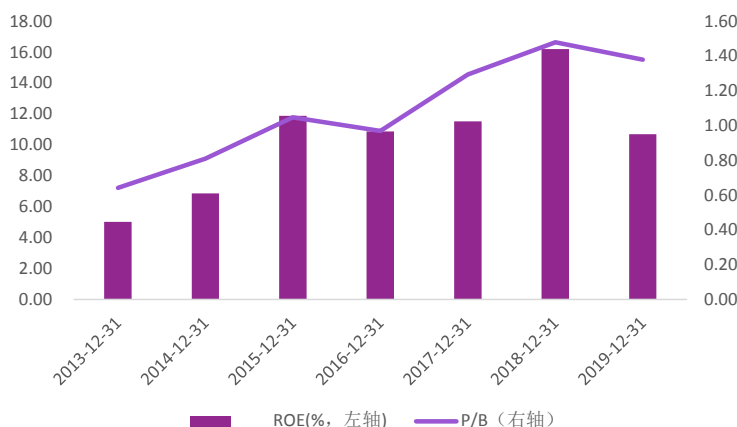
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

基于 PB-ROE 框架对太阳纸业、晨鸣纸业的价值进行再探讨: PB-ROE 分析框架背后的逻辑为未来现金流的折现。简单来看, 根据股利折现模型,  $P = D1 / (r - g)$ , 其中 D1 为下一期股利, r 为对应股票折现率, g 为稳定永续增长率。进一步进行展开, 不难得到:  $P = B0 * ROE * (1 - b) / (r - g)$ , 其中 b

为公司稳定经营的再投资率，简单变形： $P/B_0 = PB = (ROE - ROE \cdot b) / (r - g) = (ROE - g) / (r - g)$ 。

UPM 集团 PB 估值与 ROE 走势一致度较高，PB 反映市场给予企业净资产的溢价，高 ROE 意味着净资产创造收益能力强，从而 PB 也会更高。以海外造纸龙头的数据为例，UPM 的 PB 走势与 ROE 涨跌基本一致。

图表 29：UPM 集团 PB-ROE 走势图

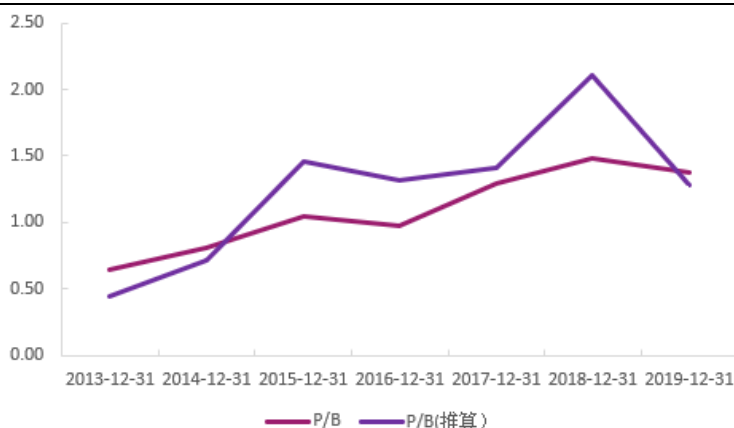


资料来源：Wind，光大证券研究所

**海外视角下的 PB-ROE，模型定量拟合效果良好：**以 UPM 集团 2010~2019 年的营收复合增速作为其长期成长率，UPM 约为 2%。折现率方面，给予赫尔辛基证券交易市场综合收益率 5.64% (近似为芬兰 OMX 全指近 34 年来的平均综合收益率)，无风险利率为 2.17% (近似为欧元区十年期公债平均收益率)，UPM 的 beta 系数为 1.9，则对应折现率  $r$  为 8.76%。

从图形来看，根据理论公式的  $PB = (ROE - g) / (r - g)$  推算出的 PB 与实际市场 PB 走势一致程度较高。

图表 30：UPM 集团拟合 PB 走势（根据 ROE 拟合）



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

**PB-ROE 估值框架下的太阳纸业合理 PB 应为 1.86 倍，较当前存在提升空间：**定量来看，如果对于太阳纸业也采取上文类似的估值方法，我们设定无风险利率为 3% (中国十年期国债利率)，市场风险溢价为 6% (沪深 300 指数 2004 年以来的年化收益率约为 9%，减去无风险利率)，太阳纸业的 beta 系数为 1.005 (将过去 12 年 Wind 里太阳纸业的 beta 值取平均)，

则折现率为 9.03%，按照 2020 年的 ROE（摊薄）的预测值（详见图表 33）14.24%，永续增长率取 3%，则得出太阳纸业合理 PB 为 1.86 倍。ROE 和永续增长率的敏感性测算结果如表 31 所示。截止 2020 年 5 月 27 日收盘，太阳纸业 19 年的净资产对应的 PB 为 1.47 倍，与测算结果中的合理 PB 值相比，存在充足提升空间。

图表 31：PB-ROE 框架下太阳纸业合理 PB 敏感性测算

		ROE				
		10.24%	12.24%	14.24%	16.24%	18.24%
永续增长率	2.00%	1.17	1.46	1.74	2.03	2.31
	2.50%	1.19	1.49	1.80	2.10	2.41
	3.00%	1.20	1.53	1.86	2.20	2.53
	3.50%	1.22	1.58	1.94	2.30	2.67
	4.00%	1.24	1.64	2.04	2.43	2.83

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

**PB-ROE 估值框架下的晨鸣纸业合理 PB 应为 0.88 倍，较当前存在提升空间：**定量来看，如果对于晨鸣纸业也采取上文类似的估值方法，我们设定无风险利率为 3%（中国十年期国债利率），市场风险溢价为 6%（沪深 300 指数 2004 年以来的年化收益率约为 9%，减去无风险利率），晨鸣纸业的 beta 系数为 0.98（将过去 18 年 Wind 里晨鸣纸业的 beta 值取平均），则折现率为 8.90%，按照 2020 年的 ROE（摊薄）的预测值（详见图表 34）8.20%，永续增长率取 3%，则得出晨鸣纸业的合理 PB 估值为 0.88 倍。ROE 和永续增长率的敏感性测算结果如表 32 所示。截止 2020 年 5 月 27 日收盘，晨鸣纸业 19 年净资产对应的 PB 为 0.55 倍，与测算结果中的合理 PB 值相比，存在提升空间。

图表 32：PB-ROE 框架下晨鸣纸业合理 PB 敏感性测算

		ROE				
		4.20%	6.20%	8.20%	10.20%	12.20%
永续增长率	2.00%	0.32	0.61	0.90	1.19	1.48
	2.50%	0.27	0.58	0.89	1.20	1.52
	3.00%	0.20	0.54	0.88	1.22	1.56
	3.50%	0.13	0.50	0.87	1.24	1.61
	4.00%	0.04	0.45	0.86	1.27	1.67

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

## 5、投资建议

我们认为，疫情的影响给文化纸行业带来了短期的负面影响，开学季的推迟使得需求短暂承压，纸价处于疲软状态，但随着国内疫情得到控制，开学恢复，生产生活秩序重回正轨，文化纸的需求大概率恢复正常，需求的回升将引领纸价重新进入涨价周期，此外海外疫情的疲软给浆价造成压力，从而使得吨毛利有望提升，从而给行业带来投资机会，我们推荐文化纸的龙头太阳纸业、晨鸣纸业。

### 5.1、太阳纸业：基本面稳健，看好长期投资价值

**公司业绩稳健。**2019 年公司实现营业收入 227.63 亿元，同比增长 4.57%；归母净利润 21.78 亿元，同比下降 2.66%；扣非后的归母净利润 20.98



亿元，同比下降 5.08%；经营活动产生的现金流量净额为 46.86 亿元，同比增长 4.65%。2020 年一季度公司实现营收 55.52 亿元，同比增长 1.86%，归母净利润 5.36 亿元，同比增长 40.97%。业绩增长基本符合预期。

**短期受疫情影响，看好需求恢复后的业绩抬升。**公司为文化纸领军企业，产能规划清晰且原材料一体化程度高，具备长期增长动力。短期来看，疫情对于商业活动中的宣传单等文化纸需求有负面影响，2020 年上半年部分学校的停课也会影响书本需求。随着开学的恢复，以及下半年经济的回暖，公司的经营将回归正常。长期来看，公司逐步扩充产能，提升市场份额，作为基本面最优秀的文化纸龙头，看好长期投资价值。

**盈利预测与投资建议：**我们维持 2020-2022 年的 EPS 预测为 0.92、1.06、1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 9X、8X、7X，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅波动风险；纸业需求不及预期风险。

图表 33：太阳纸业业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,768	22,763	24,360	26,485	27,867
营业收入增长率	15.21%	4.57%	7.02%	8.72%	5.22%
净利润（百万元）	2,238	2,178	2,380	2,746	3,092
净利润增长率	10.54%	-2.66%	9.29%	15.37%	12.61%
EPS（元）	0.86	0.84	0.92	1.06	1.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.80%	14.93%	14.24%	14.32%	14.09%
P/E	9	10	9	8	7
P/B	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 05 月 27 日

## 5.2、晨鸣纸业：夯实主业实力，压缩融资租赁

**公司 2020 年一季度业绩回升明显。**2019 年公司实现营业收入 303.95 亿元，同比增长 5.26%；归母净利润 16.57 亿元，同比下降 34%。2020 年一季度公司实现营收 60.85 亿元，同比下降 1.21%，归母净利润 2.03 亿元，同比增长 430.55%。2019 年的利润低于我们预期，跟 2019 全年的纸价较 2018 年下滑、毛利率有较大的幅度的下降有关。随着木浆价格保持低位，而终端纸价同比去年一季度上涨，2020 年一季度业绩回暖明显。

**主业竞争力增强，融资租赁规模继续压缩。**随着公司四大浆纸项目（寿光美伦高档文化纸、寿光本部文化纸改造、黄冈晨鸣、寿光美伦化学浆项目）的全面投产，公司浆纸一体化优势持续凸显，造纸主业业绩稳定性有望进一步增强。而造成拖累的融资租赁规模一直在收缩，2020 年融资租赁在资产中的比重将进一步下降，金融业务的负担将逐步剔除。

**盈利预测与投资建议：**考虑到 2019 年业绩低于预期，而 2020 年文化纸需求受到疫情的影响，我们下调 20、21 年的 EPS 预测为 0.76（-0.14）、0.98（-0.04）元，增加 22 年 EPS 预测为 1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 6X、5X、4X，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅波动风险；纸业需求不及预期风险；金融业务减负不及预期的风险。

图表 34：晨鸣纸业业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	28,876	30,395	31,653	33,136	34,875
营业收入增长率	-2.02%	5.26%	4.14%	4.69%	5.25%
净利润（百万元）	2,510	1,657	2,204	2,857	3,272
净利润增长率	-33.41%	-34.00%	33.06%	29.61%	14.53%
EPS（元）	0.86	0.57	0.76	0.98	1.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.02%	6.58%	8.20%	9.79%	10.31%
P/E	6	8	6	5	4
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 05 月 27 日

## 6、风险分析

### 原材料价格大幅波动风险

对于造纸包装印刷等制造行业，原材料价格的波动会导致企业经营成本的上升，影响企业的盈利能力。

### 纸业需求不及预期风险

宏观经济的下行会对于居民的消费能力造成影响，由此产生的财富效应会使得所有的消费品需求承受压力，文化纸的需求也可能因此受到影响。

### 海外疫情发展超预期风险

虽然文化纸的出口占比非常小，但海外疫情的发展如果超出预期，对于原材料价格的变化有影响，对于成品纸的终端价格也会有间接影响。

## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券 代码	公司 名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000488	晨鸣纸业	4.79	0.57	0.76	0.98	8	6	5	0.55	0.52	0.48	增持
002078	太阳纸业	8.27	0.84	0.92	1.06	10	9	8	1.47	1.27	1.1	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 05 月 27 日

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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曾与、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。

## 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。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼