消费升级与娱乐研究中心

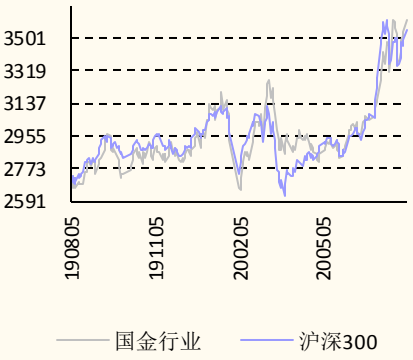
造纸行业研究 买入（维持评级）

行业研究

旺季来临，平衡打破，提价重启

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金造纸指数	3653
沪深 300 指数	4719
上证指数	3381
深证成指	13321
中小板综指	12727



相关报告

1.《8 月白卡进入加速提价期，推荐博汇纸业-白卡纸行业点评》，2020.8.19

2.《淡季不淡的文化纸-轻工行业周报-淡季不淡的文化纸》，2020.7.12

3.《浆价还有继续下跌的空间吗？有！-浆价还有继续下跌的空间吗？有...》，2020.7.9

4.《浆价续跌，文化、白卡景气持续改善-浆价续跌，文化、白卡景气持...》，2020.7.5

事件

- **8 月 19 日，APP 发布涨价函，宣布自 9 月 1 日起对白卡纸提价 500 元/吨（含税），此轮提价是自 APP 宣布收购博汇后首次大幅提价。随后，晨鸣、博汇、万国太阳纷纷发布等幅提价函跟随提价。值得一提的是，晨鸣、博汇同时发布了铜版纸提价函，提价幅度同样为 500 元/吨（含税）。**

行业观点

- **白卡纸进入加速提价期，文化纸涨价在即，验证前期推演逻辑。**前期我们于 6 月份发布的太阳纸业深度报告、7 月份发布的博汇纸业深度报告中进行了文化纸、白卡纸价格逻辑推演，基于供求关系的分析，坚定认为 8 月下旬白卡纸和文化纸会进入加速提价时间窗口，目前白卡和铜版纸的提价已经启动，我们判断双胶纸有望在一周之内开启提价。

- **文化纸：开工率逐渐提升，库存稳步下行，旺季来临，供求矛盾将激化。**8 月 19 日双胶纸均价 5783 元/吨（含税），较 5 月底小幅提涨 2.5%；铜版纸均价 5464 元/吨（含税），较 5 月底提涨 4.3%。开工率角度，双胶纸 7 月行业开工负荷率达到 71.4%，较 5 月+5.3pcts，2018 年双胶纸景气高点之时，行业开工率峰值为 83%，文化纸在四季度开工率提升的弹性较小，同时根据行业草根调研，文化纸龙头的开工率在 7 月就已满产，并且库存水平维持在一周。我们认为开学在即，文化用品市场将再度进入旺季，文化纸供求关系的矛盾将被激化，预计双胶纸有望将在一周之内开始提价。

- **白卡纸：目前开工率已接近上一轮景气峰值，高集中度助力提价扎实落地。**8 月 19 日白卡纸均价 6011 元/吨（含税），较 5 月底小幅提涨 10.4%。目前行业开工负荷 81.1%，2017 年景气高点时行业开工负荷率峰值为 84%，当前开工率已接近峰值，白卡纸供给侧缺乏弹性。且目前行业库存已进入下行周期，随消费转旺，我们判断白卡行业供求矛盾加速演绎。我们预计白卡纸价格仍有 500 元/吨的提升潜力，预计纸价有望在年底之前稳定在 6500-7000 元/吨之间。

投资建议

- **太阳纸业：**太阳纸业短期受益于文化纸景气度的回暖，中长期老挝&北海项目加快公司从周期股向成长股的进化。公司受益于老挝和北海项目的布局，2019 年公司文化纸自供浆比例为 50.8%，预计 2023 年公司自供浆比例将提升至 78%。老挝和北海项目将进一步强化公司成本领先战略，令太阳纸业获取更高的盈利水平以及更为稳定的盈利性，降低太阳纸业周期属性，强化公司的成长能力，提升公司合理的估值水平。当前公司 2021 年 PE 为 12.1 倍，维持买入评级。

- **博汇纸业：**2019 年底公司发布 APP 要约收购公告，当前并购已通过反垄断审查。博汇纳入 APP 体系之后，有望做大 APP 市场份额，进一步优化行业竞争格局。假设收购完成后，基于消除同业竞争和减少关联交易的角度，APP 有机会将自身 360 万吨白卡资产注入博汇，博汇有望成为白卡纸行业巨无霸。当前公司 2021 年 PE 为 11.3 倍，维持买入评级。

风险提示

- 下游需求不及预期；产能过度扩张导致纸价大幅下跌的风险；新增产能投放进度不达预期的风险；原料价格大幅波动的风险。

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

内容目录

1、宏观景气度：PMI、PPI 呈环比修复，造纸行业景气度提升 3
2、固定资产投资完成额增速下滑，预示未来 2 年新增产能较少 3
3、文化纸：开工率上行，库存下行，8 月底纸价有望开始加速提价 5
4、白卡纸：开工率已接近峰值，高集中度确保提价扎实落地 9
5、重点标的推荐：太阳纸业、博汇纸业 11
太阳纸业 11
博汇纸业 11
风险提示 12

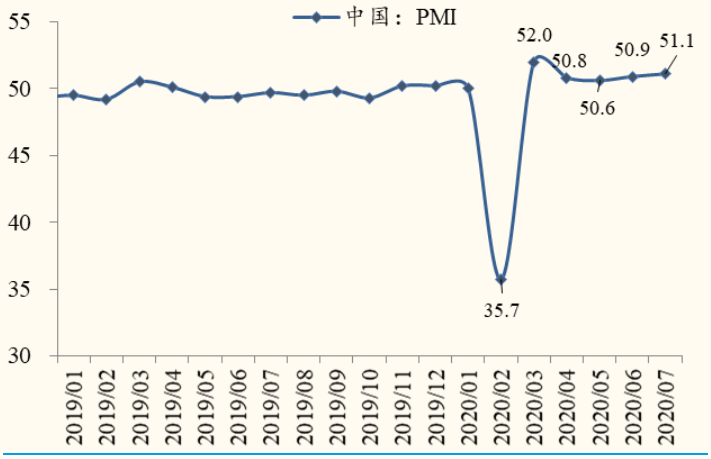
图表目录

图表 1：3 月起 PMI 持续位于荣枯线以上 3
图表 2：6 月起 PPI 同比降幅收窄 3
图表 3：2019 年起造纸业固定投资完成额累计同比持续为负 3
图表 4：2020-2021 年国内各个细分纸种新增产能的占比 4
图表 5：白卡纸供求有望保持良性循环 4
图表 6：双胶纸价格及吨毛利（元/吨） 5
图表 7：铜版纸价格及吨毛利（元/吨） 5
图表 8：2017 年双胶纸行业景气度高点时的开工负荷率为 82.0% 5
图表 9：2017 年铜版纸行业景气度高点时的开工负荷率为 85.8% 6
图表 10：双胶纸月度企业库存（万吨） 6
图表 11：铜版纸月度企业库存（万吨） 6
图表 12：双胶纸月度企业库存天数（天） 7
图表 13：铜版纸月度企业库存天数（天） 7
图表 14：双胶纸企业库存天数周度环比变化 7
图表 15：铜版纸企业库存天数周度环比变化 7
图表 16：全国各省份学校秋季开学时间 7
图表 17：8 月是文化用品传统的季节消费拐点 8
图表 18： 党建出版物进一步支撑文化纸需求与消费量 8
图表 19：白卡纸价格及吨毛利（元/吨） 9
图表 20：2020 年 4 月以来白卡纸开工负荷率持续提升 9
图表 21：我国白卡纸库存天数 5 月以来进入下行区间 10
图表 22：白卡纸周度开工负荷率环比变化 10
图表 23：白卡纸企业库存天数周度变化 10
图表 24：白卡纸下半年消费量好于上半年 11
图表 25：四季度一般为白卡纸消费旺季 11
图表 26：可比公司估值 12

1、宏观景气度：PMI、PPI 呈环比修复，造纸行业景气度提升

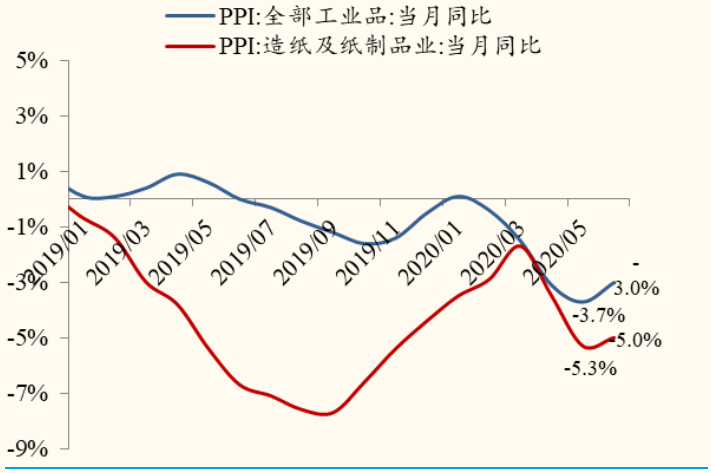
PMI、PPI 呈环比修复，景气度呈向好趋势。从 PMI 指标看，3 月以来中国 PMI 持续位于荣枯线以上，7 月 PMI 环比+0.2 至 51.1。从 PPI 指标看，6 月同比下降 3%，结束连续 4 个月降幅扩大趋势，其中造纸及纸制品 PPI 当月同比下降 5%（前值降 5.3%），同比降幅有所收窄。

图表 1：3 月起 PMI 持续位于荣枯线以上



来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：6 月起 PPI 同比降幅收窄



来源：WIND，国金证券研究所

2、固定资产投资完成额增速下滑，预示未来 2 年新增产能较少

2019 年国内造纸行业固定资产投资完成额增速为-11.4%，2020 年 1-7 月累计增速同比下滑 16.4%，预示 2020-2022 年国内造纸新增产能较少，行业供给端压力较小。

图表 3：2019 年起造纸业固定投资完成额累计同比持续为负



来源：国家统计局，国金证券研究所

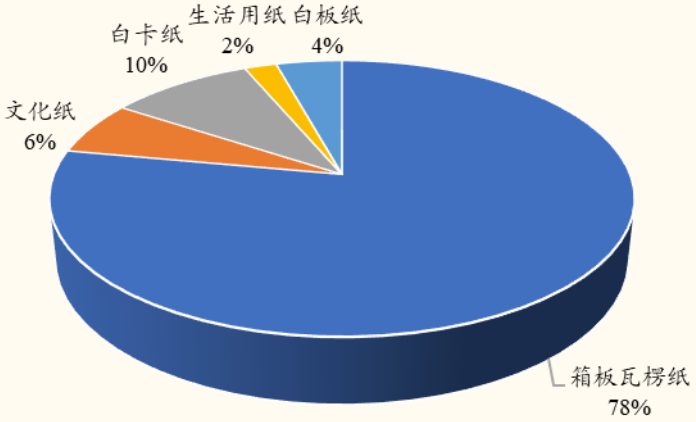
细分纸种看，产能新增主要集中于箱板瓦楞纸，而文化纸和白卡纸占新增产能扩张比例分别为 6%和 10%。

文化纸新增产能：通过对国内 2020-2021 年投产的具体造纸项目统计（含部分 2019 年四季度投产项目），文化纸新增产能为 131 万吨，占整个造纸新增产能比例为 6.3%。以产能利用率 90%计算，对应 2019 年销量的增速为 5.1%，平均年化增速为 2.6%，即 2020-2021 年国内文化纸年均消费增速达到 2.6%，即

能消化新增产能。考虑国内文化纸出口市场将随着“一带一路”的推进而增加，以及今年疫情和市场竞争令部分文化纸产能退出市场，我们判断未来两年国内文化纸仍将保持良性的供求关系。

白卡纸：2020-2021 年主要是 APP 广西金桂的 180 万吨新增产能，预计第一条线 90 万吨将在 4Q2021 投产，第二条 90 万吨生产线预计将在 2022 年投产，按照白卡纸每年 100 万吨的增量需求看，我们认为白卡行业在 2021 和 2022 年将保持良好的供求关系。

图表 4：2020-2021 年国内各个细分纸种新增产能的占比



来源：RISI，国金证券研究所

图表 5：白卡纸供求有望保持良性循环

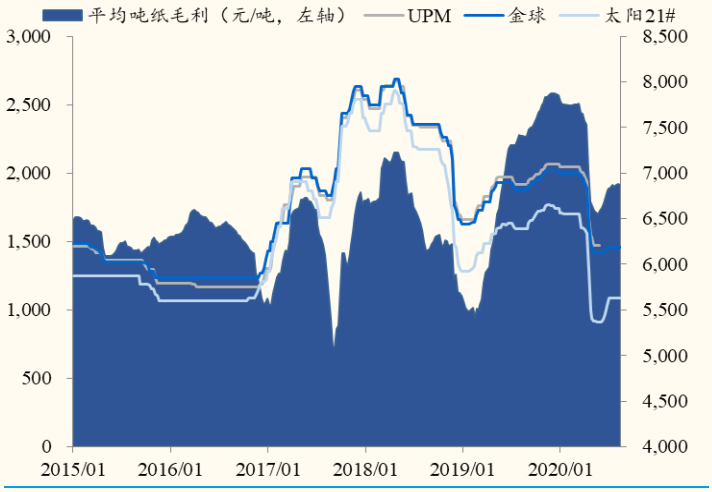
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
需求端：						
白卡纸表观消费量（测算）（万吨）	781	858	935	1019	1110	1210
需求增长率	*3.0%*	*9.7%*	*9.0%*	*9.0%*	*9.0%*	*9.0%*
新增需求测算（万吨）		76	77	84	92	100
供给端：						
理论新增产能供给（万吨）		120	0	90	90	90
新增产能开工率		90%	90%	90%	90%	90%
实际新增产能供给（万吨）		108	0	81	81	81
供需关系测算：						
Δ需求-Δ供给		-32	77	3	11	19
累计（Δ需求-Δ供给）		-32	45	48	59	78

来源：国金证券研究所测算

3、文化纸：开工率上行，库存下行，8 月底纸价有望开始加速提价

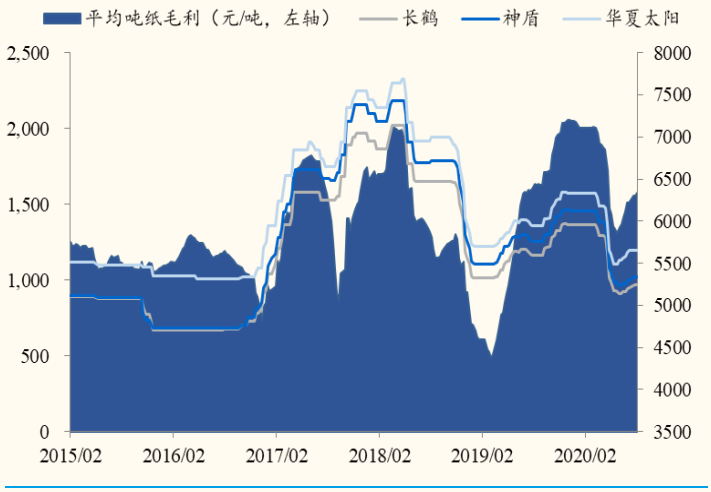
8 月 19 日双胶纸均价 5783 元/吨（含税），较 5 月底小幅提涨 2.5%；铜版纸均价 5464 元/吨（含税），较 5 月底提涨 4.3%。

图表 6：双胶纸价格及吨毛利（元/吨）



来源：RISI，国金证券研究所

图表 7：铜版纸价格及吨毛利（元/吨）

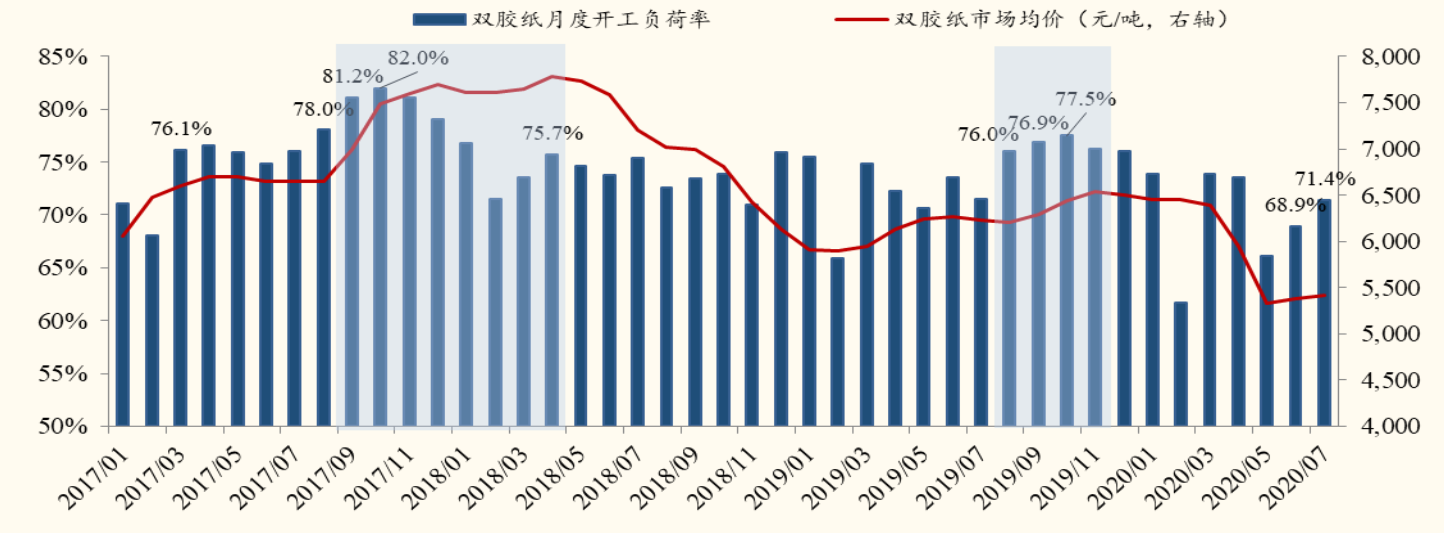


来源：RISI，国金证券研究所

开工率角度，双胶纸 7 月行业开工负荷率达到 71.4%，较 5 月+5.3pcts，2018 年双胶纸景气高点之时，行业开工率峰值为 83%，文化纸在四季度开工率提升的弹性较小，同时根据行业草根调研，文化纸龙头的开工率在 7 月就已满产，并且库存水平维持在一周。我们认为开学在即，文化用品市场将再度进入旺季，文化纸供求关系的矛盾将被激化，预计双胶纸有望将在一周之内开始提价。

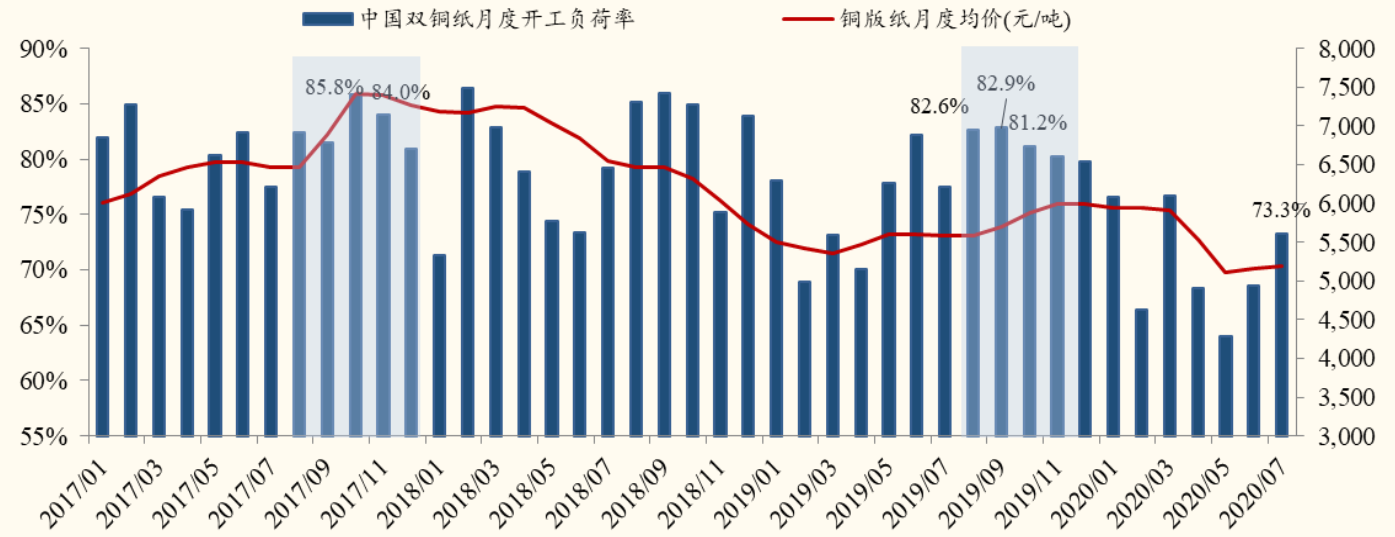
7 月铜版纸行业开工负荷率达到 73.3%，较 5 月+9.3pcts，2017 下半年铜版纸景气高点之时，行业开工负荷率峰值为 85.8%；**目前晨鸣纸业和博汇纸业的铜版纸已经开始提价 500 元/吨。**

图表 8：2017 年双胶纸行业景气度高点时的开工负荷率为 82.0%



来源：卓创资讯，国金证券研究所

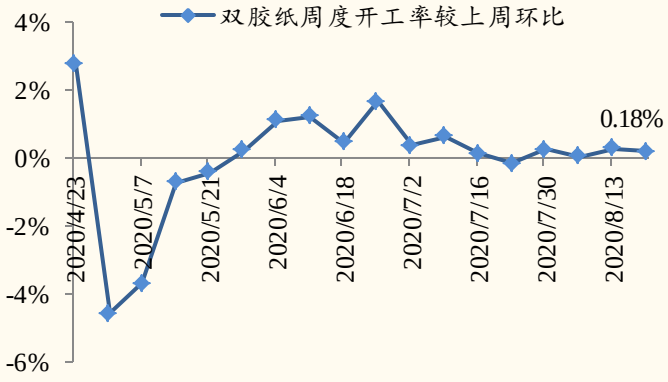
图表 9：2017 年铜版纸行业景气度高点时的开工负荷率为 85.8%



来源：卓创资讯，国金证券研究所

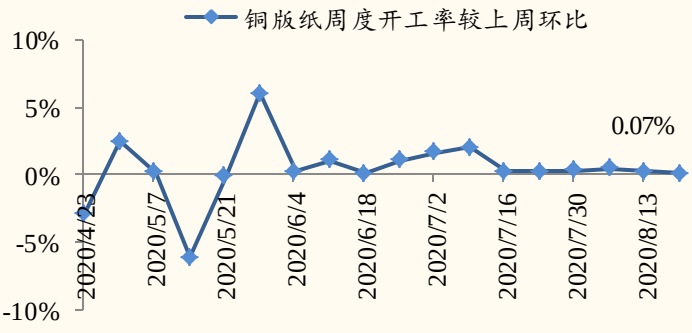
从开工率的周度数据看，8 月双胶纸近三周开工率环比+0.04%/0.26%/0.18%，铜版纸近三周开工率环比+0.44%/0.25%/0.07%。

图表 5：双胶纸周度开工率环比变化



来源：卓创资讯，国金证券研究所

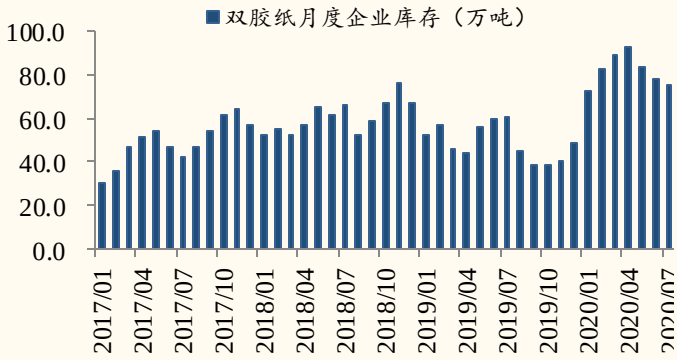
图表 6：铜版纸周度开工率环比变化



来源：卓创资讯，国金证券研究所

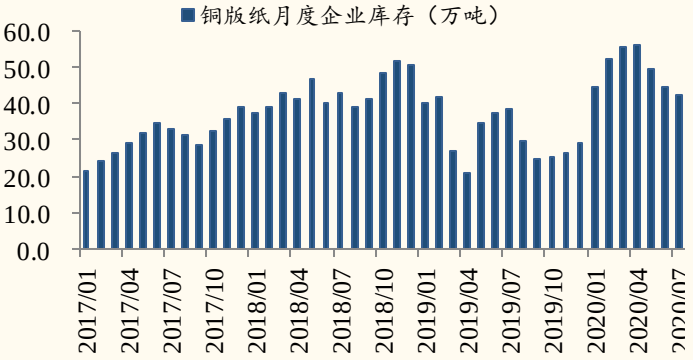
4 月以来文化纸库存持续环比下滑，2020 年 4 月双胶纸的库存天数为 33.8 天，7 月降至 25.5 天，铜版纸 4 月的库存天数为 34.4 天，7 月降至 25.7 天。

图表 10：双胶纸月度企业库存（万吨）



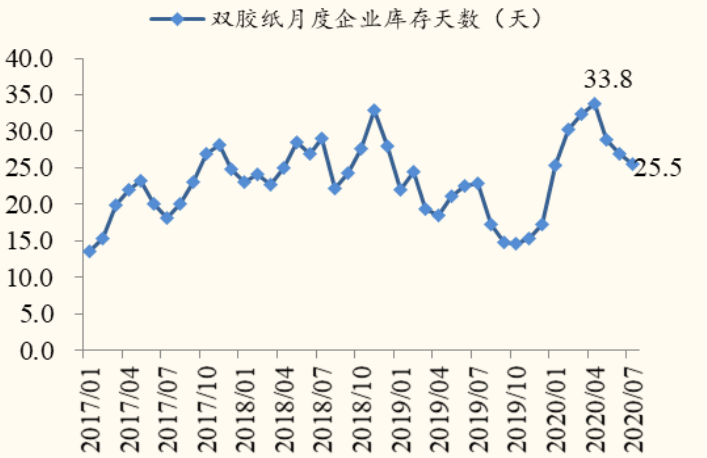
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 11：铜版纸月度企业库存（万吨）



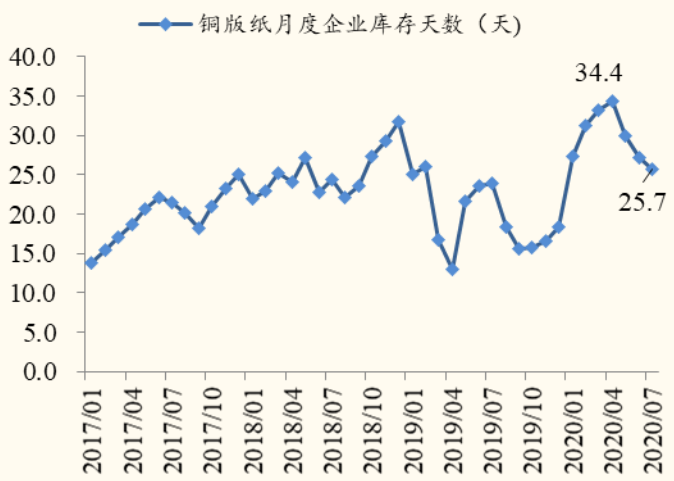
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 12：双胶纸月度企业库存天数（天）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

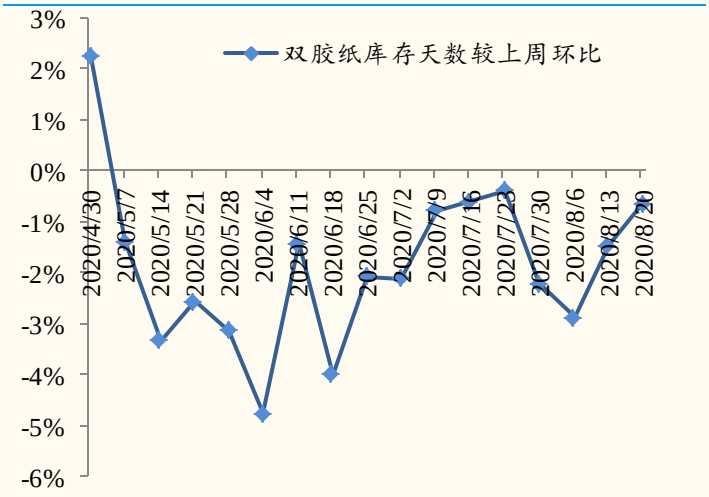
图表 13：铜版纸月度企业库存天数（天）



来源：卓创资讯，国金证券研究所

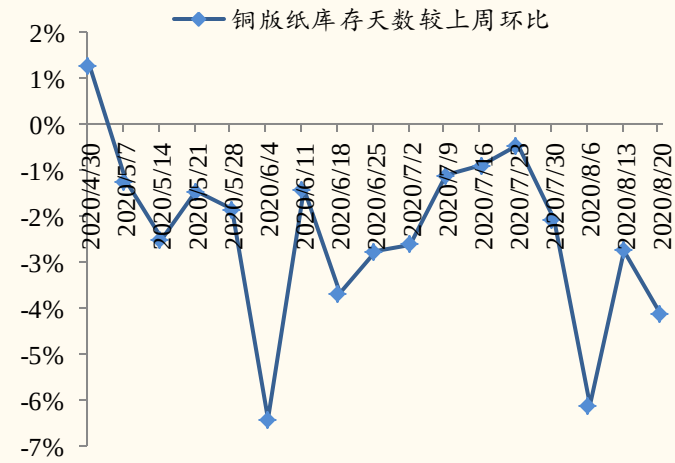
从库存天数周度数据看，近三周双胶纸企业库存天数环比分别下滑 2.88%/1.48%/0.65%，铜版纸企业库存天数环比分别下滑 6.13%/2.76%/4.13%。

图表 14：双胶纸企业库存天数周度环比变化



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 15：铜版纸企业库存天数周度环比变化



来源：卓创资讯，国金证券研究所

伴随 9 月开学季到来以及传统四季度的消费旺季，下半年行业的需求将环比增加；另一方面，2021 年为建党 100 周年，我们预计 2020 年 9 月起党政刊物的增量出版发行订单有望进一步支撑文化纸消费量。因此，我们看好下半年至 2021 年上半年国内文化纸景气回暖的趋势。

图表 16：全国各省份学校秋季开学时间

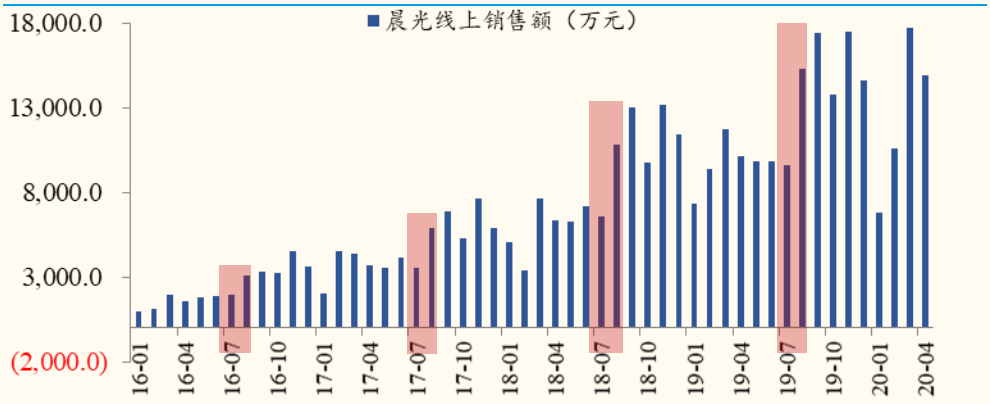
省份	小学、特殊教育学校	初中	高中、中职	高校、高职
内蒙古自治区	9/7	9/7	8/31	9 月初至中旬
黑龙江省	9/1	9/1	8/21	9 月初至中旬
甘肃省	8/25	8/25	8/25	9 月初至中旬
云南省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
广西壮族自治区	8/31	8/31	8/31	9 月初至中旬
湖南省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
陕西省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
河北省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬

吉林省	8/19	8/19	8/19	9 月初至中旬
广东省	8/30	8/30	8/30（部分城市新高三 8 月 10 日开学）	9 月初至中旬
河南省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
江西省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
山东省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
山西省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
辽宁省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
安徽省	8/31	8/31	8/24	9 月初至中旬
福建省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
江苏省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
浙江省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
重庆市	9/2	9/2	9/2	9 月初至中旬
宁夏回族自治区	9/4	9/4	9/4	9 月初至中旬
海南省	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
北京市	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
天津市	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬
上海市	9/1	9/1	9/1	9 月初至中旬

来源：国金证券研究所

我们从晨光文具的线上消费数据可以看出，每年 8 月是文具消费的传统季节性拐点，且下半年消费量显著高于上半年，我们认为图书、杂志期刊作为文化消费品，亦存在这样的消费规律，因此我们判断 8 月底 9 月初将成为文化纸需求回暖的节点，且下半年需求环比将逐渐增加。

图表 17：8 月是文化用品传统的季节消费拐点



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：党建出版物进一步支撑文化纸需求与消费量

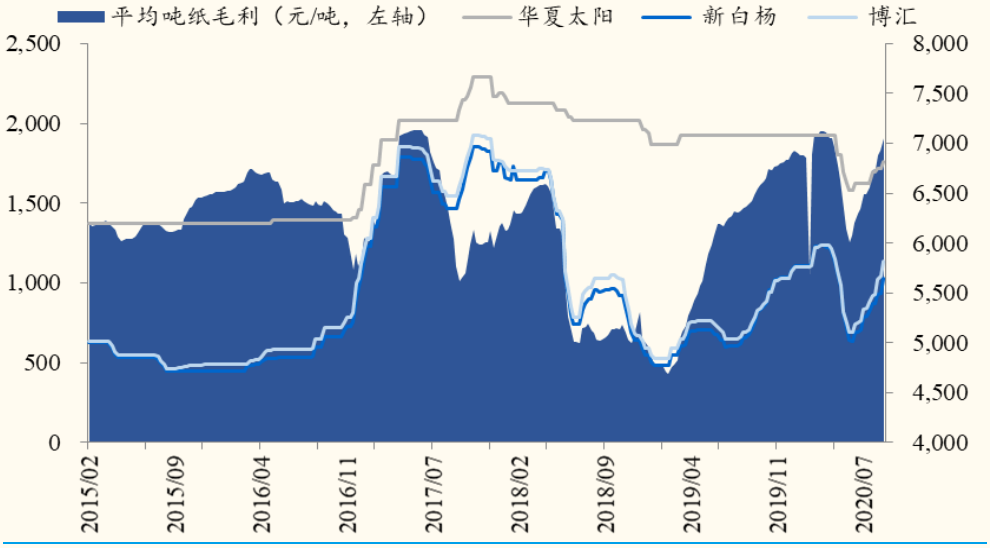
重要事件	出版物名称	页码数	发行量
建党 90 周年	《中国共产党历史（第一卷）》	756	80 万套
	《中国共产党历史（第二卷）》	1074	108 万套
	《红色精神》	392	80 多万册
	《历史的轨迹：中国共产党为什么能？》	264	30 多万册
建党 95 周年	《中国共产党的九十年》	1022	100 多万套

来源：新闻出版总署，国金证券研究所

4、白卡纸：开工率已接近峰值，高集中度确保提价扎实落地

8 月 19 日白卡纸均价 6011 元/吨（含税），较 5 月底小幅提涨 10.4%。目前行业开工负荷 81.1%，2017 年景气高点时行业开工负荷率峰值为 84%，当前开工率已接近峰值，白卡纸供给侧缺乏弹性。

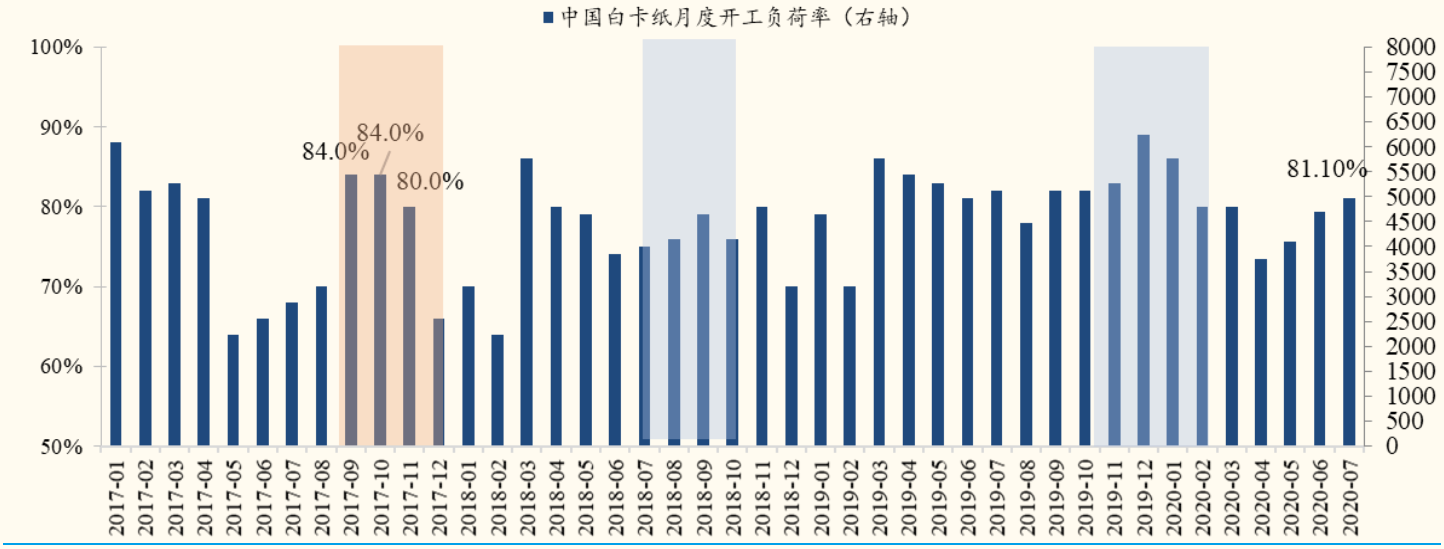
图表 19：白卡纸价格及吨毛利（元/吨）



来源：RISI，国金证券研究所

2020 年白卡纸行业的开工负荷率从 4 月底的 73.5%提升至 7 月 81.1%，提升幅度为 7.6pcts。结合 2017 年白卡景气高峰之时，行业开工负荷率为 84%，我们认为当前开工率已接近峰值，白卡产能供给缺乏弹性。

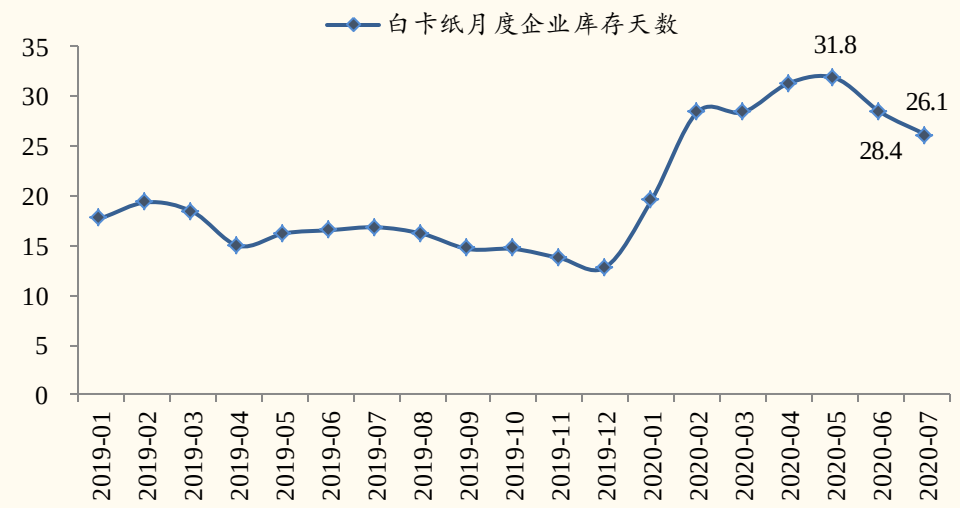
图表 20：2020 年 4 月以来白卡纸开工负荷率持续提升



来源：卓创资讯，国金证券研究所

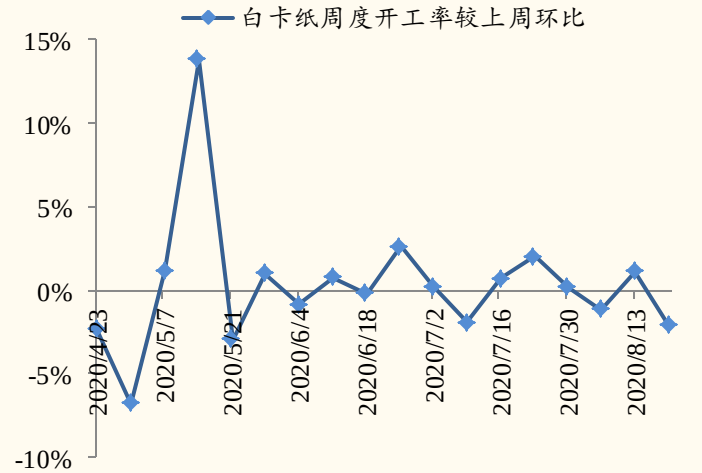
库存角度，白卡企业库存天数于 5 月见此轮累库峰值 31.8 天，7 月已降至 26.1 天，从 8 月周度库存数据看，白卡纸的库存仍延续 7 月环比下降的趋势。

图表 21：我国白卡纸库存天数 5 月以来进入下行区间（单位：天）



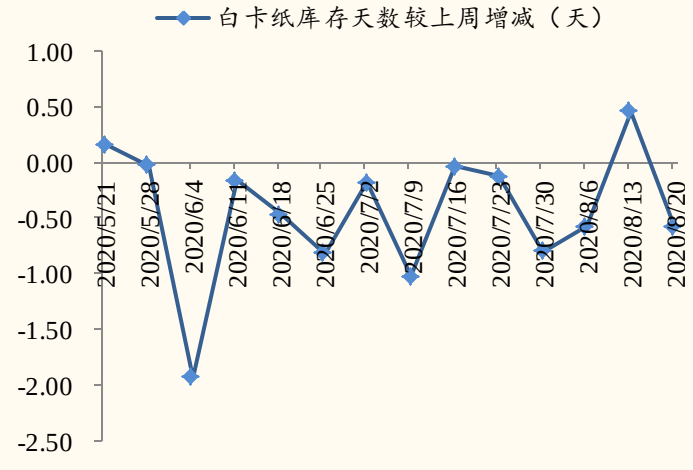
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 22：白卡纸周度开工负荷率环比变化



来源：卓创资讯，国金证券研究所

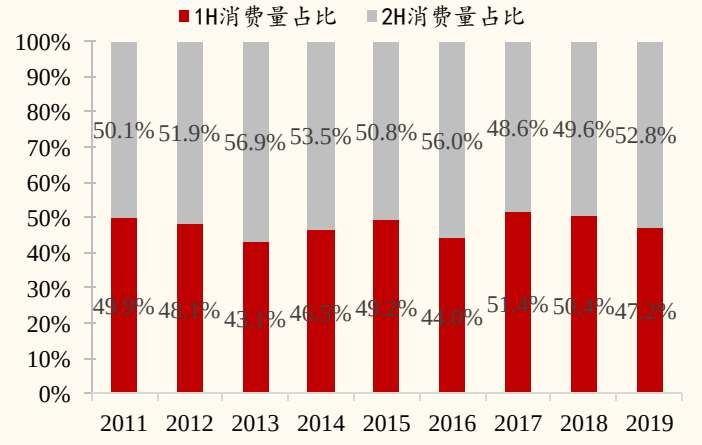
图表 23：白卡纸企业库存天数周度变化



来源：卓创资讯，国金证券研究所

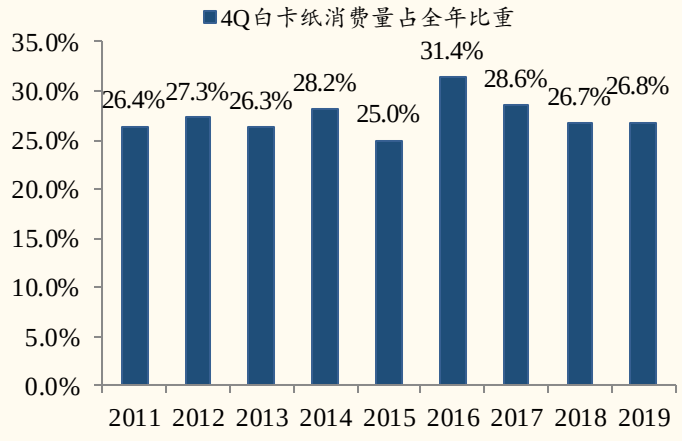
通过对白卡纸过往时段消费占比以及价格联动复盘看，白卡纸涨价时段多出现于下半年，主要由于 8 月起伴随开学季、中秋、国庆、出口订单驱动，需求逐月回暖。鉴于白卡目前供给缺乏弹性，库存亦进入下行周期，且受益于白卡纸行业本身集中度高以及 APP 收购博汇加速集中度提升，市场提价协同性强，我们认为此轮提价的落实情况好于前期，且提价的可持续性较强。

图表 24：白卡纸下半年消费量好于上半年



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 25：四季度一般为白卡纸消费旺季



来源：卓创资讯，国金证券研究所

5、重点标的推荐：太阳纸业、博汇纸业

太阳纸业

太阳纸业三十年深耕造纸主业穿越多轮周期，横向扩品类+纵向产业链延伸，成就全球造纸 50 强。30 余年来，公司立足造纸业，凭借管理层长远的战略眼光、优秀的管理与执行能力，通过横向的品类扩张与向上游林、浆产业链的战略布局，打造出造纸产能近 400 万吨，制浆产能超过 250 万吨。待广西北海 350 万吨项目投产，公司将迈入千万量级序列，成为全球的造纸龙头。

短期受益于文化纸景气度的回暖。中长期来看，老挝&北海项目推进，加快公司从周期股向成长股进化的步伐。受益于老挝和北海项目的布局，2019 年公司文化纸自供浆比例为 50.8%，预计 2023 年公司自供浆比例将提升至 78%。2018 年公司箱板瓦楞纸国内产能的原料自给率为 30.6%，预计 2020 年将提升至 91.7%。老挝和北海项目将进一步强化公司成本领先战略，令太阳纸业获取更高的盈利水平以及更为稳定的盈利性，降低太阳纸业周期属性，强化公司的成长能力，提升公司合理的估值水平。

我们预测 2020-2022 年公司 EPS 为 0.9/1.09/1.3 元，当前股价对应 PE 为 14.6/12.1/10.2 倍，维持买入评级。

博汇纸业

短期看，伴随内需和出口逐月恢复，白卡景气逐步回升。2020 年白卡行业的开工负荷率于 4 月见底，5-6 月持续环比提升，目前达到 79.3%，已十分接近 2017 年底景气高点时的开工率峰值 84%，我们认为四季度国内白卡供给端弹性很小，并且目前行业库存已进入下行周期，随着四季度需求旺季来临，供求矛盾有望激化，驱动白卡价格加速上行。

中长期看，消费升级+白板替代+限塑令三大因素将驱动白卡行业继续增长。我们预计未来 5 年白卡需求复合增速 9%。供给端，白卡未来三年新增产能 270 万吨，从供求关系计算结果看，白卡行业将保持良好的供求关系。并且，未来三年国内白卡产能扩张以现有龙头为主，且 APP 在增量产能中占据近 70%的比重，APP 对白卡行业的话语权将进一步增强，即整个行业供给端的秩序将继续改善。国内白卡行业中长期将持续处于良性循环之中。

博汇纳入 APP 体系，有望实现 1+1>2 的协同效应。博汇纳入 APP 体系之后，一方面将做大 APP 市场份额，进一步优化国内白卡行业的竞争格局，降低白卡价格和盈利能力的波动率；其次还将在生产、研发、融资等方面全面提升，在新的体系下产生巨大的协同效应，达到“1+1>2”的效果。对于 APP 而言，其掌握的核心技术、渠道资源（尤其海外）则拥有更大的产能加以变现。假设收购完成后，APP 有机会将自身 360 万吨白卡资产注入博汇，则博汇预计拥有 650 万吨白卡产能，有望成为白卡纸行业巨无霸。

我们预测 2020-2022 年公司 EPS 为 0.86/1.21/1.52 元，当前股价对应 PE 为 16.0/11.3/9.0 倍，维持买入评级。

图表 26：可比公司估值

公司	股价	EPS				PE				评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
太阳纸业	13.18	0.84	0.90	1.09	1.30	11.7	14.6	12.1	10.2	买入
博汇纸业	13.67	0.10	0.86	1.21	1.52	53.1	16.0	11.3	9.0	买入

来源：WIND,国金证券研究所；时间截止为 2020.8.20

风险提示

国内新增产能投放进度不达预期的风险：如果国内新增产能释放的进度低于预期，将影响公司未来业绩的释放。

产能过度扩张导致纸价大幅下跌的风险：若未来纸品盈利较高，且保持稳定水平，其他纸种龙头企业涉足该领域，将存在重新引发价格竞争的风险。

原料价格大幅波动的风险：若上游浆企大量停工减产导致港存加快去库，纸浆供给不足导致价格上涨，将抬升白卡纸生产成本、降低白卡纸吨毛利。

限塑令推进落地不及预期的风险：新版限塑令于 2020 年 1 月发布，该政策涉及范围广泛，需要各地方政府出台具体实施细则进行进一步落地实施，若后续落实不及预期，导致白卡纸需求增长不及预期。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH