

主题研究

浴火重生系列之造纸篇：行业进入门槛提高，关注存量整合增效

观点聚焦

投资建议

我国造纸行业当前面临产能过剩、需求增长放缓等问题，我们认为未来行业的增量空间已较为有限，但存量整合将有较强动力。产业发展方向将更为注重结构调整与产业升级，大型纸企将持续具有横向整合与纵向整合的诉求。目前太阳、山鹰、玖龙、理文在2017年分别为2.3/2.5/2.2/2.1倍市净率，太阳仍处于历史均值以下，山鹰、玖龙和理文均已处在历史均值以上。

理由

行业供过于求，整体产能扩张缓慢：我国造纸行业已进入相对成熟阶段，近5年收入、利润复合增长率为4.20%、5.10%。与此同时，行业需求增长放缓，且产量增速高于销量增速，两者近五年复合增长率分别为1.4%、1.0%。从短期看，环保治理推动纸价提高，造纸行业本年盈利改善，但新增产能增加正导致库存累积，预计产能持续投放将在近月使纸价承压；从中长期看，环保治理及废纸进口受限驱使落后产能出清，并持续推动产业升级。

行业集中度提升，关注横向整合与纵向整合：造纸行业增量空间有限，但存量整合将有机会，因中小纸企产能落后、缺乏原料渠道、成本较高；而大型纸企具有通过整合提升自身竞争力的诉求。以包装纸为例，行业集中度较低，大型企业盈利能力远高于中小企业，使得横向整合成为可能；同时包装纸行业重视上游废纸原料掌控，通过纵向整合有助于获取成本优势。

行业门槛正在提高，龙头企业持续占优：我们提示造纸行业未来两条发展主线：1) 产能利用率提高与集中度提升：预计十三五期间行业产能利用率提升2.58个百分点至84.95%；同时中小纸企产能集中淘汰，行业门槛正在提高，利好大型纸企市占率提升；2) 产业升级，龙头具有整合动力：环保压力下大型企业扩产压力大于以往，经营思路将更为聚焦品质提升与成本控制，使其有动力通过横向整合与纵向整合实现版图扩张与盈利提升。

风险

宏观经济下滑，原材料成本大幅上升，纸价大幅下跌。

分析员

孙扬

SAC 执业编号：S0080516050001
Yang3.Sun@cicc.com.cn

分析员

袁霏阳

SAC 执业编号：S0080511030012
SFC CE Ref: AIZ727
feiyang.yuan@cicc.com.cn

相关研究报告

- 浴火重生：产能过剩行业的改革已走到哪里？(2017.10.26)
- 浴火重生系列之煤炭篇：去产能、优化效益、提高集中度(2017.10.26)
- 浴火重生系列之钢铁篇：继续产能出清，推进兼并重组(2017.10.26)
- 浴火重生系列之水泥篇：区域协同支撑行业景气，中长期看去产能(2017.10.26)
- 浴火重生系列之有色篇：聚焦环保及供给侧改革(2017.10.26)
- 浴火重生系列之电力篇：多元化途径完成去杠杆(2017.10.26)
- 浴火重生系列之化工篇：整合重组加速，行业集中度提升(2017.10.26)
- 浴火重生系列之造纸篇：行业进入门槛提高，关注存量整合增效(2017.10.26)



目录

造纸行业：进入门槛提高，关注存量整合增效	3
行业供过于求，整体产能扩张缓慢	3
行业集中度提升，关注横向整合与纵向整合	6
案例分析：山鹰纸业与吉安集团资产重组，强强联合实现双赢	8
行业展望：行业门槛正在提高，龙头企业持续占优	10

图表

图表 1: 造纸行业收入及增速	3
图表 2: 造纸行业利润及增速	3
图表 3: 纸及纸板盈利能力持续下滑	3
图表 4: 大中型企业贡献规模纸企的大部分利润	3
图表 5: 纸及纸板产量和消费量情况	4
图表 6: 纸及纸板人均年消费量情况	4
图表 7: 纸企库存周转天数	4
图表 8: 2017 年箱板纸新产能计划及完成情况	4
图表 9: 淘汰落后产能情况	5
图表 10: 造纸行业企业数量及增速	5
图表 11: 造纸行业就业人数及增速	5
图表 12: 行业环保政策梳理	5
图表 13: 2016 年纸及纸板产量分布	6
图表 14: 2001-2016 纸及纸板各细分子类变化	6
图表 15: 细分种类产量增速	6
图表 16: 造纸业固定资产投资总额增速 vs GDP 增速	6
图表 17: 包装纸行业主要上市公司盈利情况	7
图表 18: 2016 年包装纸行业主要公司产量占比	7
图表 19: 箱板纸成本拆分	8
图表 20: 国内废纸回收情况	8
图表 21: 国内废纸（浆）利用率变化	8
图表 22: 交易结构图	9
图表 23: 收入增长情况	9
图表 24: 利润增长情况	9
图表 25: 整合后成本率及利润率改善明显	10
图表 26: 费用率短期无明显改善，长期改善明显	10
图表 27: 造纸行业产能利用率测算	10
图表 28: 国内造纸企业数量	10
图表 29: 国内各龙头企业市场份额变化	10

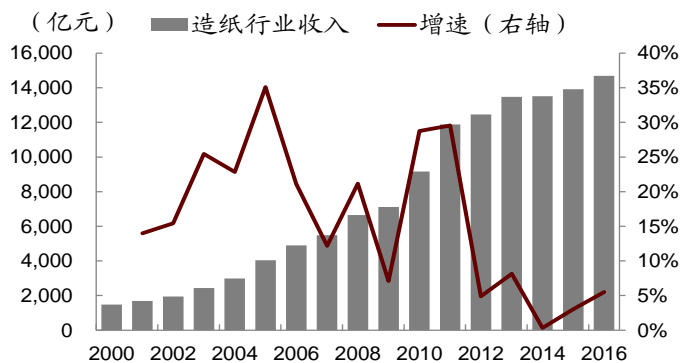


造纸行业：进入门槛提高，关注存量整合增效

行业供过于求，整体产能扩张缓慢

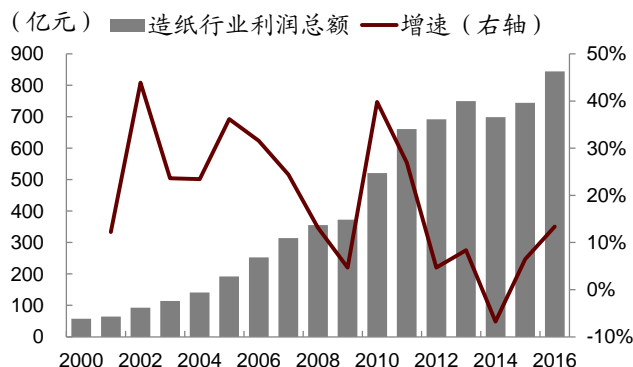
收入增长缓慢，盈利能力下滑：我国造纸行业已进入相对成熟阶段，行业收入及利润低速增长，2016年行业收入、利润总额分别为14,687.4亿元、844.1亿元，近5年复合增长率为4.20%/5.10%。与此同时，行业盈利能力不断下滑，平均毛利率、税前利润率分别从2010年的13.94%、11.9%下滑至2016年的12.92%、8.3%，行业亏损面达11.74%。盈利能力下降主要源于：1) 产能过剩，价格低位徘徊：2016年前箱板纸、瓦楞纸价格长期位于3,400、3,000元/吨以下的低位水平；2) 结构不合理，中小纸企产能低效且成本高企，拉低行业利润空间：行业中共有6,720家纸企，其中规模以上造纸企业仅2,791家，占比41.53%；而在规模以上纸企中，中大纸企占比仅18.52%，却贡献了规模以上纸企66.28%的收入及65.77%利润总额。

图表1：造纸行业收入及增速



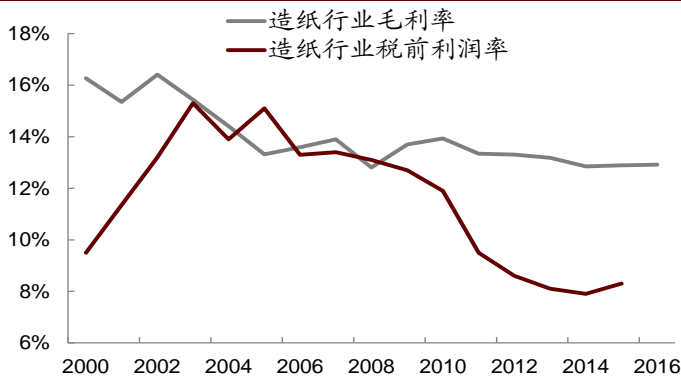
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表2：造纸行业利润及增速



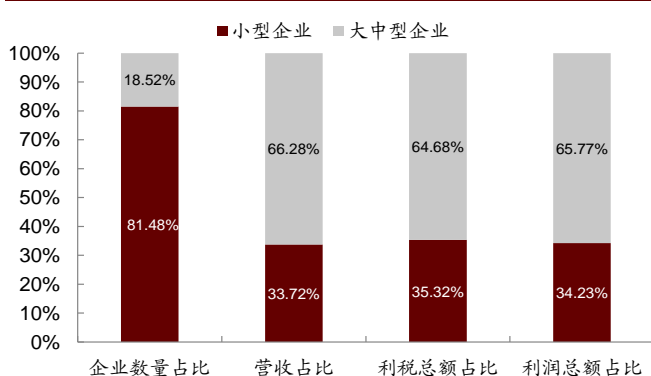
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表3：纸及纸板盈利能力持续下滑



资料来源：国资委，中金公司研究部

图表4：大中型企业贡献规模纸企的大部分利润

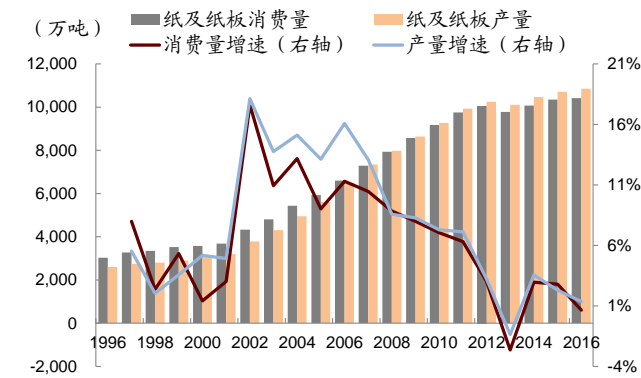


资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

需求端增长放缓，五年复合增速1.0%：2012年前，我国人均纸及纸板年消费量持续上升，至2012年达到74千克，2012至今人均消费量基本稳定。从消费总量上看，2016年，我国纸及纸板消费量为1.0419亿吨，近五年复合增长率仅为1.0%。细分品种上，受益于消费升级，生活用纸需求仍有增长，2016年消费量同比4.53%；受益于电商发展，箱板纸、瓦楞纸增速也高于行业平均，2016年消费量分别同比2.92%、1.93%；而因互联网的普及，新闻纸增速持续下行，2016年消费量同比-11.37%。

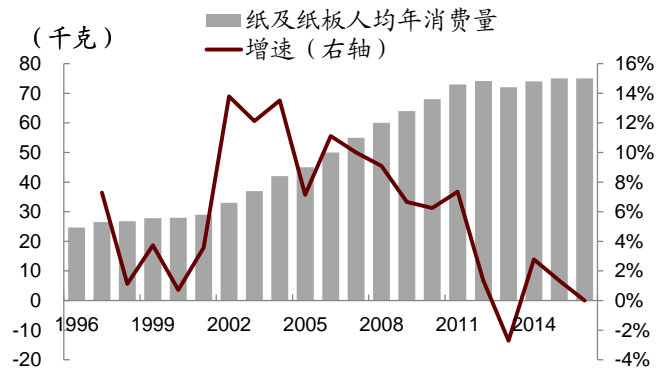


图表 5: 纸及纸板产量和消费量情况



资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

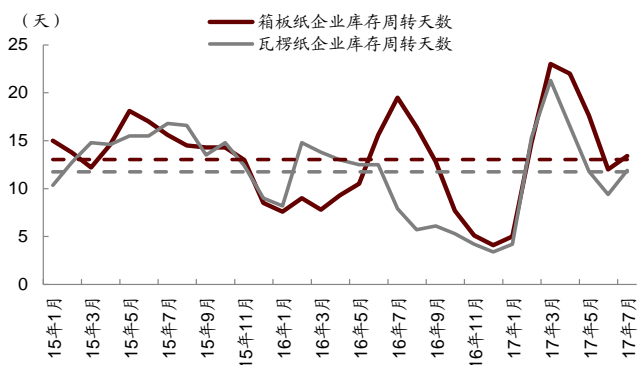
图表 6: 纸及纸板人均年消费量情况



资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

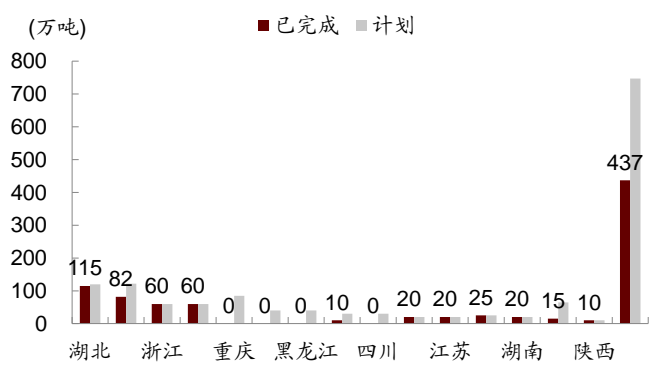
产量增速快于需求，行业库存有累积风险：我国纸及纸板产量增速略高于消费量增速，两者近五年复合增长率分别为 1.4%、1.0%，行业库存方面基本稳定。但本年伴随产能大增，库存开始累积，以箱板瓦楞纸为例，今年年初至 7 月，国内箱板瓦楞纸产量 3,181.82 万吨，同比增 6.21%；我们乐观假设本年箱板纸销量同比增加 3.00%，在此假设下，年初至 7 月销量 2,722.47 万吨，产销差高达 459.35 万吨，占到总产量 14.44%，暗示行业库存正在迅速攀升。从库存天数看，今年的箱板纸、瓦楞纸企业库存周转天数远高于过去三年 13.0/11.8 天的均值。我们认为纸价攀升与库存上行共存的局面或与厂家控量报价策略有关。但向前看，本年新增产能已达 437 万吨，且年底仍有 310 万吨产能投放，价格联盟或因年底前新增产能大量涌出的压力下不攻而破。

图表 7: 纸企库存周转天数



资料来源：卓创资讯，中金公司研究部

图表 8: 2017 年箱板纸新产能计划及完成情况

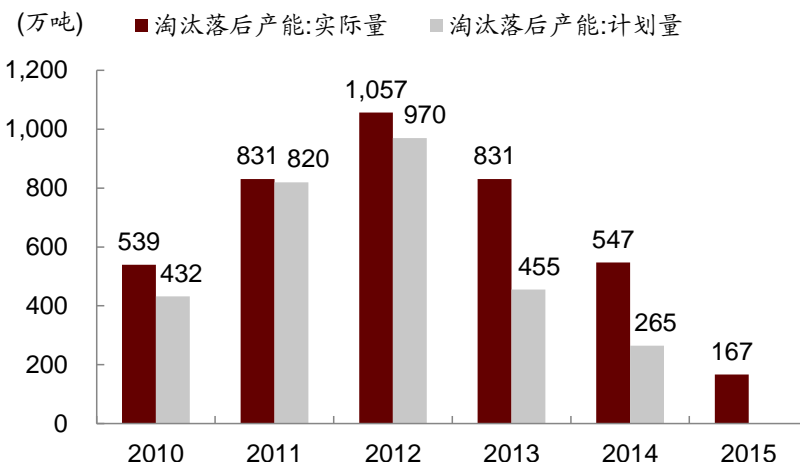


资料来源：RISI，中国纸网，中金公司研究部

环保政策加码，落后产能出清，推动产业升级：造纸作为高污行业受到环保政策重点监管，“十二五”期间环保监管对草浆、较大污染源点和重点流域制浆造纸企业进行了有效防治，2011-2015 年造纸行业共计淘汰落后生产线 2,100 多条，淘汰落后产能 3,433 万吨，超出计划 1,000 多万吨，企业数量及从业人数均有所下降。当前，环保监管主要通过排放标准等指标进行限制，关停不合规的小厂，推动落后产能出清。同时，通过提升企业环保成本，推动产业升级。以限制固废进口政策为例，新版《进口废物管理目录》于今年八月中旬颁布，自 2017 年 12 月 31 日开始实施，预计影响进口废纸 600 万吨，占总进口量约 20%。这使得废纸进口难度增加，并抬升国产废纸价格。同时当前环保督查力度加大，中小纸企难以拿到环保保证，缺乏废纸进口配额，成本随之上升。而反观中大型纸企，虽同样面临进口废纸难度增加的局面，但后续一旦环保审批放开，进口废纸额度仍将集中在中大型纸企手中，成本也将显著低于中小纸企。

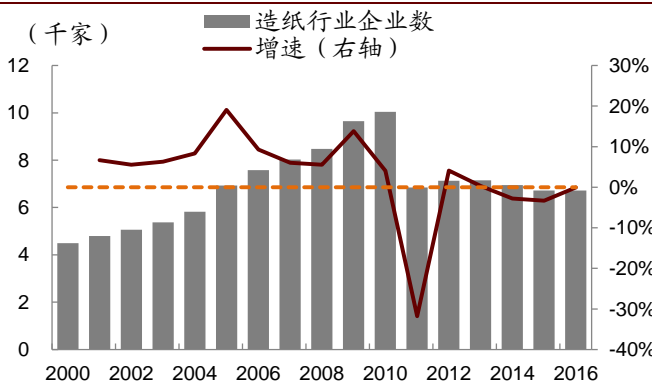


图表9: 淘汰落后产能情况



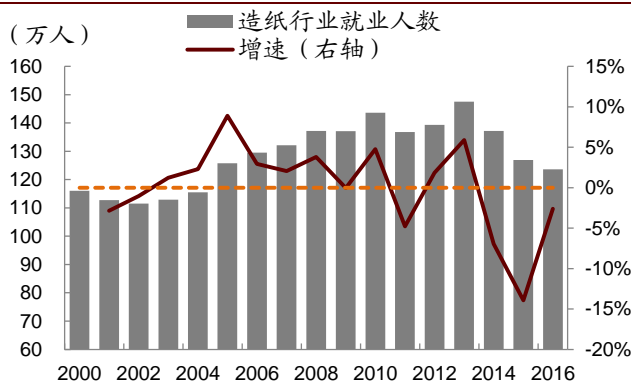
资料来源: 工业和信息化部, 中金公司研究部

图表10: 造纸行业企业数量及增速



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表11: 造纸行业就业人数及增速



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表12: 行业环保政策梳理

时间	政策	要点
2008.07	制浆造纸工业水污染物排放标准	列明制浆企业水污染排放限量值, 以及相关的监测和监控要求
2011.11	国务院关于加强环境保护重点工作的意见	对污染物排量进行严控
2011.12	国家环境保护“十二五”规划的通知	加大落后产能淘汰率
2013.02	循环经济发展战略及近期行动计划的通知	对落后产能的逐步清盘, 将小制浆和小造纸等企业逐步改善成上下游产业一体化的发展流程
2014.11	关于加强环境监督执法的通知	对环境违法经营零容忍, 对此实施终生责任追究制度, 加强和落实环境保护法
2015.01	中华人民共和国环境保护法	规定了任何企事业单位和个人不允许生产、销售、转移和使用对环境有严重污染的工艺设备, 被称为“史上最严”环保法案
2015.04	水污染防治行动计划	“水十条”重点整治造纸企业, 提升了对污水处理和饮用水安全的治理程度
2015.12	关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见	强调新建燃煤自备电厂项目要统筹纳入火电建设规划, 禁止在总量控制规模外核建
2016.12	关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知	明确要求2017年6月30日前, 完成火电、造纸行业企业排污许可证申请与核发工作, 之后必须持证排污, 按规定建立自行检测、信息公开等报告制度
2016.12	“十三五”生态环境保护规划	对于造纸行业, 规划中提到要建立重污染产能退出和过剩产能化解机制, 对长期超标排放的企业、无治理能力且无治理意愿的企业, 依法予以关闭淘汰
2016.12	关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知	要求到2017年底, 造纸行业各类工业污染源持续保持达标排放, 环境治理体系更加健全, 环境守法成为常态
2017.04	关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案	不允许进口特种废纸, 对于其它纸种废纸的进口也严格限制进口, 实行严格额度审批制度
2017.08	造纸工业污染防治技术政策	造纸工业应坚持绿色低碳发展;开展废水、废气和固体废物的综合防治, 构建全防全控污染防治体系

资料来源: 环保部官网, 中金公司研究部

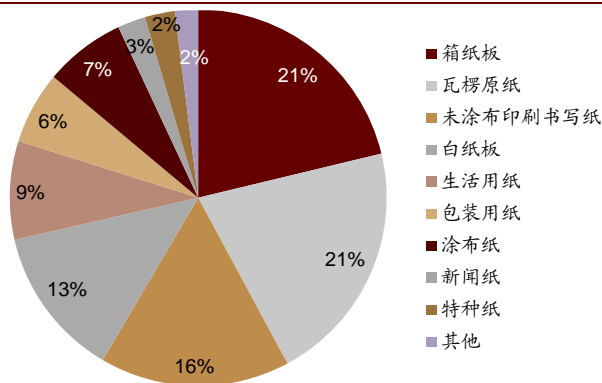


行业集中度提升，关注横向整合与纵向整合

大型纸企具有整合动力，包装纸机会较大：在我国造纸市场增长空间有限，行业利润率下降的背景下，小企业成本较高且缺乏竞争力，未来产能将逐步出清。而环保约束下，大企业新建产能面临诸多审批流程，欲想实现盈利能力及市占率的提升，纵向兼并与横兼并将是一条可行之路。在细分市场中，文化纸整体集中度已经较高、生活纸则更多依靠品牌提升产品溢价，而包装纸领域整合机会相对较大，这源于：1) 市场较大，且需求增速相比较较高；2) 集中度低，市场分散，具有横向整合动力；3) 对上游废纸原料的掌控尤为重要，具备纵向整合动力。

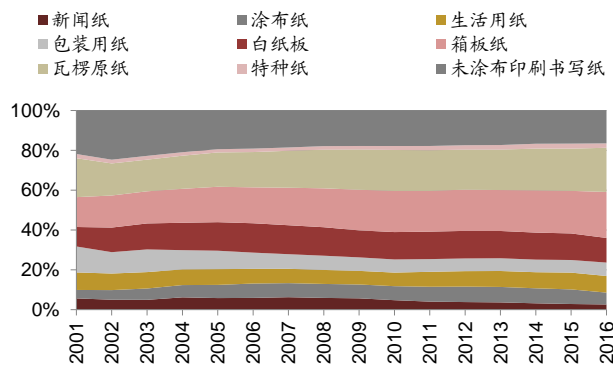
包装产量大且增速较高：包装纸包括箱板纸、瓦楞纸及白卡纸等品类。从产量上看，箱板纸和瓦楞纸是造纸行业里最大的两个细分品类，2015年二者产量分别占总产量21.2%、20.9%，且年均增速维持在2.0%-4.0%。箱板纸及瓦楞纸的主要需求分为两类，一类为传统食品饮料、家电以及日化用品等包装，另外一类为由网购和快递发展所推动的二次包装，2016年规模以上快递业务量为312.83亿件，同比51.4%，假设其中50%为箱板瓦楞纸包装的网购需求，平均单件包装重0.3kg，则二次包装消费量为469.2万吨，假设未来五年快递业务量复合增速为25%，则每年包装纸新增需求为117.3万吨，占目前箱板瓦楞纸需求2.59%。故我们认为，受益于下游消费端需求好转及电商推动，箱板纸及瓦楞纸未来具备上升空间。

图表 13: 2016 年纸及纸板产量分布



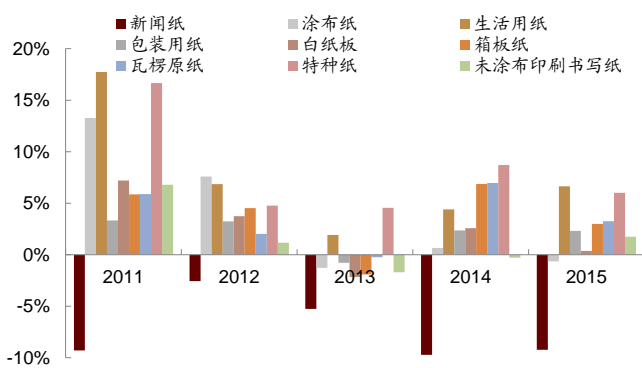
资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

图表 14: 2001-2016 纸及纸板各细分子类变化



资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

图表 15: 细分种类产量增速



资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

图表 16: 造纸业固定资产投资总额增速 vs GDP 增速



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

包装纸集中度低，中小企业多，具备横向整合空间：包装纸产能的 CR3 为 37.7%，较发达国家 50%-70% 的集中度还存在较大差距。同时，行业内存在大量低小企业，占总产能 45.2%。行业的主要企业类型中，国有企业占比 2.26%，相应贡献利税 4.38%，三资企业占比 10.78%，贡献利税 24.99%，集体及其他企业占比 86.96%，贡献利税 70.62%。前五大公司中，玖龙纸业、理文造纸和金光纸业为外资公司，市占率分别为 21.6%、8.6% 和 7.5%，山鹰纸业和太阳纸业为民营企业，市占率分别 5.0%、3.7%，其中，玖龙、理文费用率较低，源于融资成本便宜，且理文纸业的负债率相比较低；相比下山鹰股份优势在



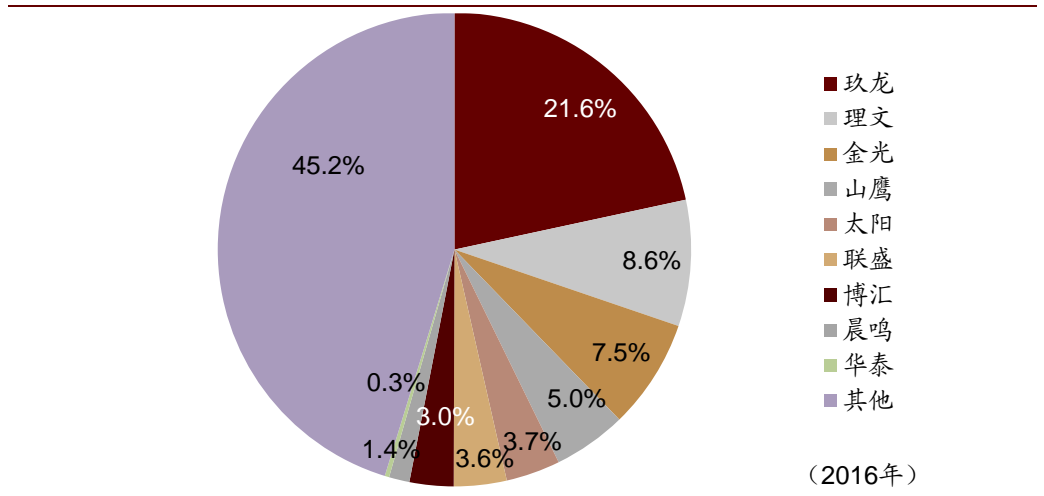
于储备项目较多，增长具备活力。我们认为，龙头市占率较低及大量低效小企业的存在，使得行业内未来仍有横向整合的空间，大型纸厂通过整合可以获取明显优势，一方面对上下游议价能力强，另一方面大型纸企通过扩大产能，也可摊薄单位产能的不变成本，带动整体利润率的提高。

图表 17: 包装纸行业主要上市公司盈利情况

公司	销售收入 (百万美元)	归母净利 (百万美元)	毛利率	净利率
玖龙纸业	4,865.37	16,916.00	18.3%	3.6%
理文造纸	2,396.65	369.14	22.3%	15.4%
山鹰纸业	1,746.07	50.76	16.4%	3.0%
景兴纸业	529.65	45.88	13.9%	8.6%
博汇纸业	1,121.80	28.97	14.6%	2.8%
太阳纸业	2,079.99	152.06	21.9%	8.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 18: 2016 年包装纸行业主要公司产量占比

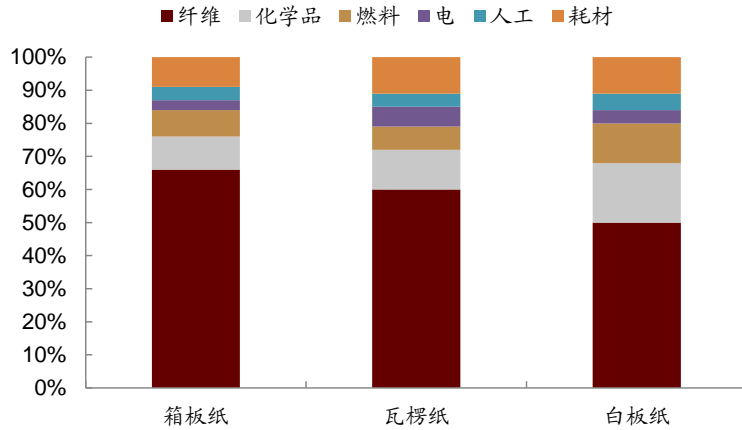


资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

包装纸重视上游原料掌控，具有纵向整合动力：包装纸板以纤维为主要原料，大型纸企主要使用废纸纤维，而小纸厂由于缺乏废纸收购渠道，部分会加入木浆。在废纸渠道上，进口废纸具有性价比，进口价格较低，同时纤维品质也好于国内废纸。2014年全球废纸总出口量约5,500万吨，以中国进口2,752万吨计，占全球总出口量月50%。从包装纸板行业前四大龙头来看，进口废纸占废纸用量70%，其余30%采用国产废纸。因此，包装纸企对废纸渠道的把控直接关系到自身竞争力水平，也是纵向整合的重要动力。如纸企能通过兼并收购获取低价废纸渠道，不仅将增强自身生产的稳定性，也有利于整体成本的降低。

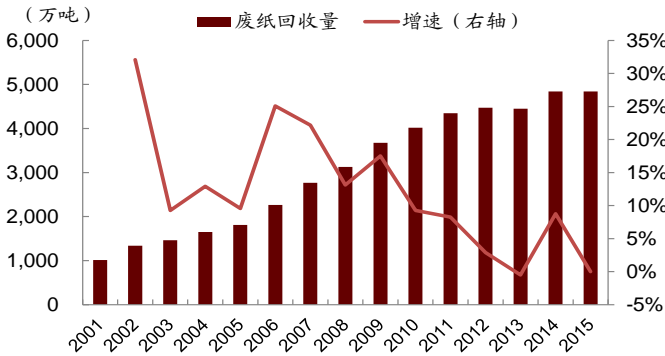


图表 19: 箱板纸成本拆分



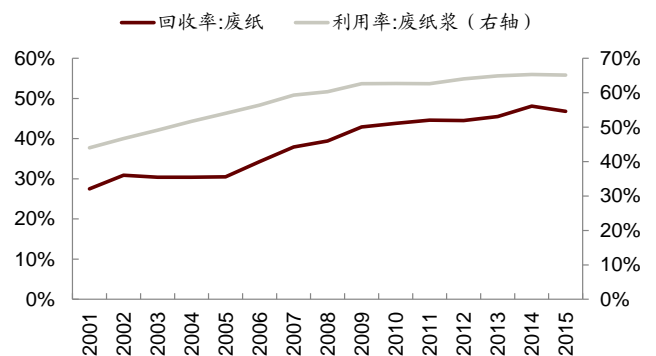
资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

图表 20: 国内废纸回收情况



资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

图表 21: 国内废纸(浆)利用率变化



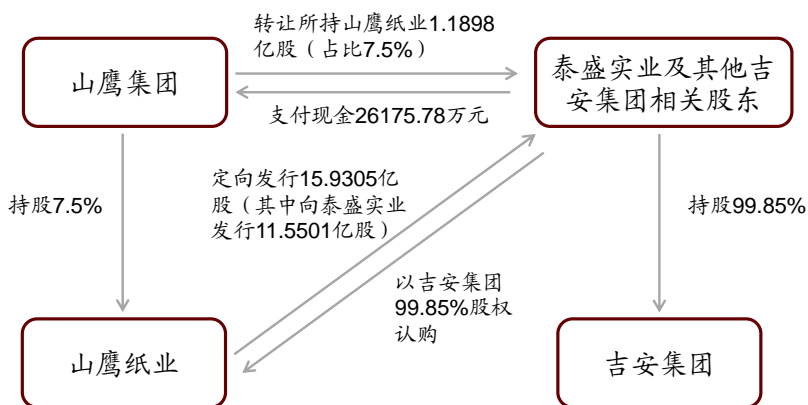
资料来源：中国造纸年鉴，中金公司研究部

案例分析：山鹰纸业与吉安集团资产重组，强强联合实现双赢

与吉安进行重组，实现双赢：安徽山鹰纸业股份有限公司 1999 年成立，2001 年在上交所上市，是安徽省最大的包装纸板生产企业，公司主营较为单一，主营“山鹰牌”各类包装纸板、纸箱，但整体盈利水平较低，2012 年经营出现亏损，归母净利大幅下滑 177.26%。2013 年，吉安集团与山鹰纸业进行了重大资产重组，山鹰纸业通过向包含泰盛实业在内的吉安集团股东定向发行股份，收购吉安集团 99.85% 股份，将吉安集团注入上市公司，同时山鹰纸业控股股东山鹰集团向吉安集团控股股东泰盛实业协议转让 7.5% 的山鹰纸业股份。重组完成后，山鹰纸业实际控制人由马鞍山市政府变更为吴明武、徐丽凡夫妇，泰盛实业控股比例上升至 40.1%，成为上市公司控股股东。重组公司在产能、渠道、竞争力上具有明显改善，强强联合实现双赢。



图表 22: 交易结构图



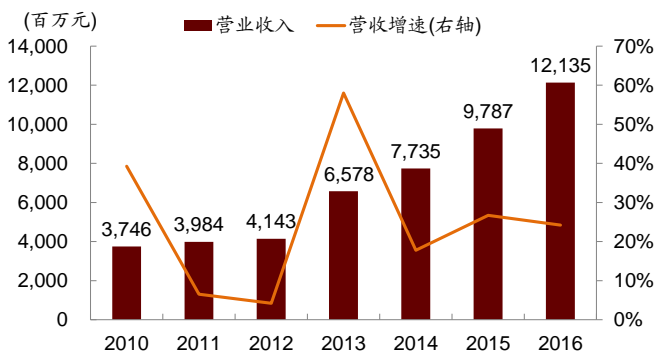
资料来源：山鹰纸业收购报告书，中金公司研究部

产能扩大，跃居国内第四大包装纸板生产商：整合前，山鹰与吉安产量分别为 89.36 万吨和 69.62 万吨，整合后公司产能迅速扩张，目前山鹰纸业总造纸产能约 324 万吨，市占率 3.0%，位于造纸行业第六；包装纸产能 305 万吨，市占率 5.1%，位于包装纸行业第四。同时公司还拥有 10 亿平方米中高档包装纸箱的产能，为第二大包装纸生产商，仅次于合兴包装。

掌控国外废纸渠道，有利于获取成本优势：重组前，吉安拥有年产 135 万吨包装用纸及 4 亿平方米中高档包装纸箱的生产能力，且是国内为数不多的拥有国外废纸回收渠道的公司，通过在香港专设公司实现海外废纸采购，在成本控制上具有明显优势。而重组公司在产业链一体化上的优势进一步增强，形成废纸收购、原纸生产、纸板纸箱制造与印刷的完整一体化产业链，各环节质量控制能力均有所提高，且产品线更加丰富，覆盖涂布白板纸、白面牛卡纸、箱板纸、高强瓦楞纸、新闻纸和胶印书刊纸等。

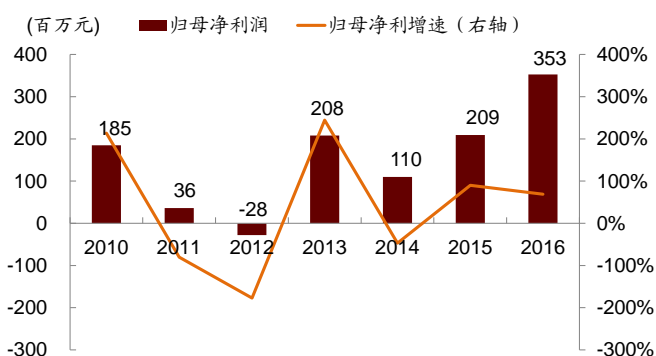
盈利能力改善，由地方走向全国：重组后，公司性质由国企变成民营企业，在治理效率、成本利用、企业活力上均有明显改善，其中盈利能力与成本控制有大幅提升，毛利率由 2012 年的 12.37% 上升为 16.87%，净利率由 -0.65% 上升为 3.17%。2013 年，重组公司营业收入为 65.78 亿元，同比增长 57.81%，且顺利实现扭亏为盈，归母净利润约为 2.08 亿元，同比增长 244.4%。同时，上市公司通过重组实现了生产基地大幅增加，从一家地方性纸业企业转变为全国性纸业企业，行业内话语权显著得到增强。

图表 23: 收入增长情况



资料来源：公司报表，中金公司研究部

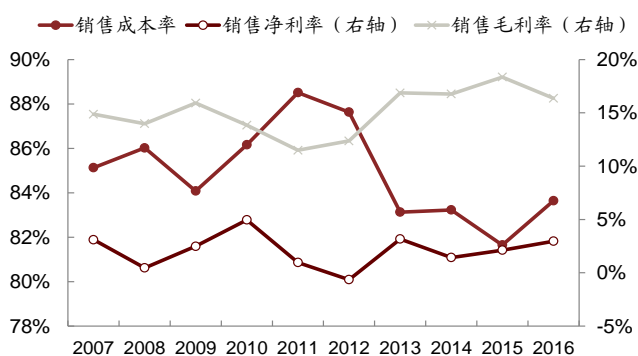
图表 24: 利润增长情况



资料来源：公司报表，中金公司研究部

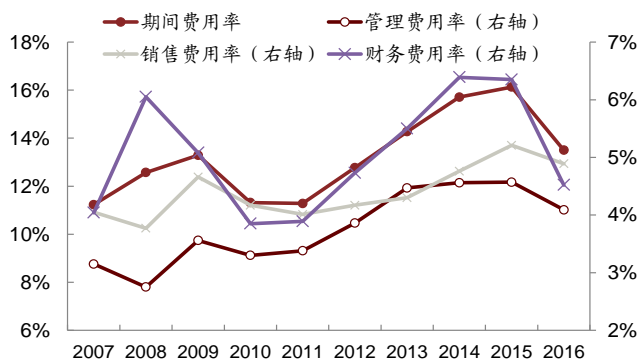


图表 25: 整合后成本率及利润率改善明显



资料来源：公司报表，中金公司研究部

图表 26: 费用率短期无明显改善，长期改善明显



资料来源：公司报表，中金公司研究部（注：以当年产量计算）

行业展望：行业门槛正在提高，龙头企业持续占优

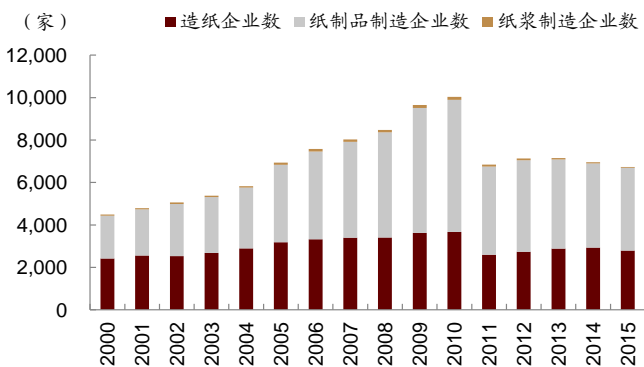
政策推动利用率提高，集中度持续提升：“十二五”期间落后产能持续出清，国内造纸业的企业数量由 2010 年的 10,261 家下降至 2015 年的 6,737 家，前十大龙头合计市场份额从 2011 年的 28.2% 上升为 2016 年为 39.3%。虽然行业仍相对分散，但大企业的市场份额持续小幅攀升，特别是 2015 年，广东省东莞市政府关停 530 万吨造纸产能，直接利好当地龙头公司玖龙和理文，大幅提高了当地市场集中度。向前看，根据十三五规划，全国纸板消费量年均增长 1.4%，行业产能则小幅提升 600 万吨至 13,600 万吨，故行业产能利用率将稳步提高，至 2020 年上升至 84.96%，高于 2015 年 2.58 个百分点；同时，十三五期间，行业将淘汰现有落后产能约 800 万吨，我们认为出清产能集中于中小纸企，大型纸业份额则继续扩大，带动行业集中度持续提升。

图表 27: 造纸行业产能利用率测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
产能	13000	13120	13240	13360	13480	13600
产量	10710	10887	11050	11216	11384	11555
产能利用率	82.38%	82.98%	83.46%	83.95%	84.45%	84.96%
消费量	10352	10497	10644	10793	10944	11100
消费量增速	2.80%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%

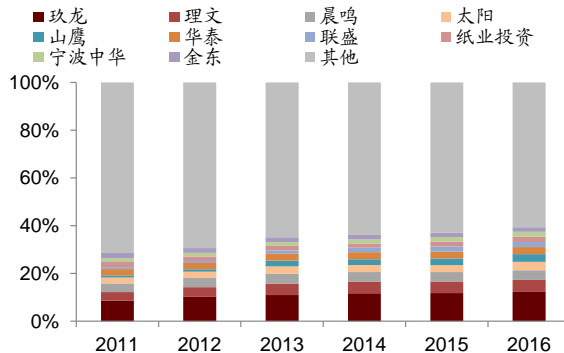
资料来源：中国造纸年鉴，纸业联讯，十三五规划，中金公司研究部

图表 28: 国内造纸企业数量



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 29: 国内各龙头企业市场份额变化



资料来源：造纸协会，中金公司研究部（注：以当年产量计算）



产业升级势在必行，大型企业持续具有整合动力：向前看，我国造纸行业体量仅有小幅提升空间，根据十三五规划，到 2020 年末，全国纸及纸板消费总量预计达到 11,100 万吨，年均增长 1.4%，纸及纸板总产量预计达到 11,555 万吨，年均增长 1.5%。故我们认为行业已进入平稳发展期，未来发展方向上，一方面行业致力迈向中高端，以提高效率、降低能耗、减少污染为核心，实现产业的不断升级；另一方面，大型纸业大量新建产能将面临难环保压力大，消费端难以消化的问题，而在存量市场中寻找优势标的，通过兼并收购实现版图扩大与产业链协同将成为发展方向之一，横向整合与纵向整合将成为行业重要的发展趋势。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

