

强烈推荐-A (首次)

玖龙纸业 02689.HK

目标估值: 18.01 港元
 当前股价: 9.92 港元
 2017年06月08日

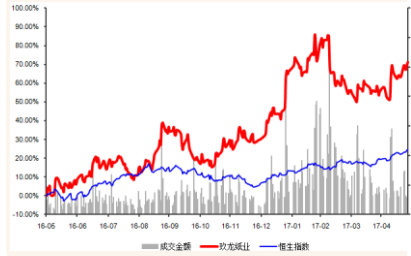
盈利稳健复苏, 壁垒优势形成

基础数据

恒生指数	26063
总股本(万股)	467422
已上市流通股(万股)	467422
总市值(亿港元)	432.37
流通市值(亿港元)	432.37
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(MRQ)	7.1
资产负债率	55.9%
主要股东	Best Result Holdings
主要股东持股比例	64.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	36	71
相对表现	5	23	47



资料来源: Wind、招商证券

相关报告

郑恺

zhengkai1@cmschina.com.cn
 S1090514040003

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
 S1090515090001

研究助理: 郭庆龙

guoqinglong@cmschina.com.cn

玖龙纸业为国内箱板瓦楞纸龙头, 拥有专业的国内外废纸回收渠道和产能沿海区位优势的地利优势, 销量和收入不断增长。我们看好公司利用成本优势逐渐整合小企业, 提升市场占有率。预计 17、18、19 财年净利润分别为 40.2、45.9、51.5 亿元, 同比增长 258%、14%、12%, 首次给予“强烈推荐-A”投资评级。

- **箱板瓦楞纸供需格局变迁, 需求端不断增长:** 伴随着我国环保政策的日益趋严, 箱板瓦楞纸供给将得到有效控制, 行业集中度将进一步增加。需求端方面, 我国的箱板瓦楞纸行业逐渐演变成国内零售、出口和快递同时拉动, 需求量快速增长, 2001-2016 年间需求量 CAGR 高达 9.1%。
- **废纸价格上涨预示造纸行情再次到来, 盈利可期。** 废纸行业的市场价格主要受到下游纸企的需求带动, 在下游厂商预计行情上涨时, 会增加对于废纸采购量从而先抬高废纸价格。2017 年二季度各类废纸价格已经开始回升上涨。随着下半年需求旺季到来, 纸厂库存消耗, 包装纸企市场信心恢复, 已经开始温和涨价, 行情有望再次到来, 盈利可期。
- **产能扩张发挥规模效应, 坐拥废纸回收渠道和沿海区位优势。** 玖龙纸业以美废回收起家, 在国内外废纸回收具有丰富经验, 废纸业务发展成熟, 其中废纸约 60%来自美国中南, 坐享美废价格低廉优势。公司抓住造纸行业的历史机遇不断扩充产能, 已经实现了四大品类、九大基地的产能布局, 2016 年末公司产能达到 1373 万吨。产能的扩张布局有利于规模效应的发挥, 同时沿海的生产区位优势有利于公司的毛利率提升和运输成本降低。
- **市场关注盈利复苏, 而我们更看好企业壁垒形成, 给予“强烈推荐-A”评级:** 我们预计 17、18、19 财年净利润分别为 40.2、45.9、51.5 亿元, 同比增长 258%、14%、12%, 对应当前股价 PE 分别为 8.2、7.2、6.4 倍, 考虑到公司相对于国内同行业公司具备明显的比价优势, 我们看好未来公司的持续发展, 鉴于企业和行业壁垒逐渐形成, 我们给予 15X 估值, 目标价 18.01 港元, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。

□ **风险提示: 造纸行业消费严重下滑, 行业格局发生巨大变化**
财务数据与估值

会计年度	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E	FY2019E
主营收入(百万元)	30224	32263	39738	44022	48515
同比增长	4%	7%	23%	11%	10%
营业利润(百万元)	3118	4115	5502	6086	6698
同比增长	-10%	32%	34%	11%	10%
净利润(百万元)	1412	1122	4019	4587	5151
同比增长	-20%	-21%	258%	14%	12%
每股收益(元)	0.73	0.58	1.05	1.20	1.35
PE	11.9	14.9	8.2	7.2	6.4
PB	0.7	0.6	1.1	1.0	0.9

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

前言：玖龙纸业——箱板瓦楞纸龙头.....	5
一 箱板纸集中度持续提升，三驾马车驱动需求增长.....	6
1.1 废纸进口量下降驱动国际废纸价格持续上行.....	6
1.1.1 2016 年下半年以来，进口废纸带动国内废纸震荡上涨.....	6
1.1.2 进口废纸浆占比持续下降.....	7
1.1.3 我国废纸回收率不断提升.....	8
1.2 产销量稳步增长，行业集中度偏低.....	9
1.3 国内零售、出口、快递三驾马车驱动需求增长.....	10
1.3.1 国内零售持续稳定增长持续提振包装纸需求.....	10
1.3.2 出口复苏间接拉动包装纸出口.....	10
1.3.3 快递的崛起占据新增需求的重要比重.....	11
1.4 纸价短期波动不改上升趋势确立.....	12
二 玖龙纸业依靠废纸资源优势持续扩张.....	14
2.1 股权比例集中，近期增持凸显对公司发展信心.....	14
2.2 多元化、多基地、抓时机的产能扩张史.....	15
2.3 产能产量不断提升，规模效应凸显.....	17
2.4 公司分红比例稳定.....	19
三 公司特色优势——进口废纸、沿海区位和大企业优势.....	20
3.1 坐享进口废纸资源优势.....	20
3.2 沿海区位优势明显，运输成本较低.....	22
3.3 排污许可证制度和自备电厂稀缺助力行业集中度提升.....	23
四 相比 A 股造纸企业，估值优势明显.....	25

图表目录

图 1：玖龙纸业产能分布图.....	5
--------------------	---

图 2: 2016 财年各类产品营收占比	5
图 3: 2016 年以来国废市场价	6
图 4: 2016 年以来美废 8 号和 11 号期货报价	6
图 5: 历年废纸浆进口量及占比	7
图 6: 废纸进口量不断下降	7
图 7: 美废进口量 2012 年见顶	7
图 8: 欧废进口量 2009 年见顶	7
图 9: 日废进口量 2009 年见顶	8
图 10: 2014 年美国、欧盟、日本占中国废纸进口比例	8
图 11: 我国废纸回收率不断上升	8
图 12: 近年箱板瓦楞纸产销量数据	9
图 13: 行业整体还是较为分散	9
图 14: 箱板瓦楞纸集中度偏低	9
图 15: 社会消费品零售总额累计值及同比	10
图 16: 出口总额累计值及同比	11
图 17: 快递业务单量累计值及同比	11
图 18: 东莞玖龙箱板瓦楞纸出厂价	12
图 19: 东莞玖龙牛皮卡纸出厂价	12
图 20: 短期内美废与瓦楞纸波动正相关	13
图 21: 玖龙纸业股权结构	14
图 22: 公司产能持续扩张, 2005/2008/2012 为产能扩张大年	15
图 23: 公司总设计产能与造纸行情	16
图 24: 公司历年总产能和总销量	17
图 25: 公司历年主要纸制品销量	17
图 26: 公司历年主营业务收入及同比	18
图 27: 公司主营业务成本结构	18

图 28: 公司历年毛利率 (%)	18
图 29: 公司历年净利润及同比	19
图 30: 公司历年吨毛利与吨净利.....	19
图 31: 公司历年股息金额及分红率	19
图 32: 2016 年前八大纸企审批进口废纸量占比集中	21
图 33: 美废比国废价格低.....	21
图 34: 玖龙、山鹰、景兴单位运输成本 (元/吨)	23
图 35: 历年造纸行业 CR8.....	24
图 36: 预测 2017 年市盈率	25
表 1: 电商纸包装市场测算	11
表 2: 刘晋嵩近期增持时间、股数和作价	15
表 3: 公司各基地各品种产能分布	17
表 4: 玖龙纸业、理文造纸和山鹰纸业废纸回收渠道对比:	22
表 5: 公路治超新规实施后, 运量下降运输成本提高	23
表 6: 可比公司平均估值在 2017 年 13X.....	25
附: 财务预测表	26

前言：玖龙纸业——箱板瓦楞纸龙头

玖龙纸业集团成立于 1995 年，是中国最大的箱板原纸产品生产商，也是世界上最大的废纸环保造纸的现代化包装纸造纸集团，生产产品涵盖包装纸、文化纸和特种纸三大类。截止到 2016 年 12 月 31 日，公司拥有总设计产能 1373 万吨（其中集团的包装纸和环保型文化用纸总设计产能 1368 万吨），其中卡纸、高强瓦楞芯纸、涂布灰底白板纸及环保型文化用纸产能分别为 723、340、260 和 45 吨。地域分布上，公司现拥有东莞、太仓、天津、重庆、泉州、河北永新、沈阳、乐山、越南九个生产基地，分别拥有产能 525、303、215、135、65、50、35、30 和 10 万吨。公司计划在 2017 年 6 月底在越南基地新增 35 万吨卡纸产能；在中国大陆的泉州、重庆、河北永新和沈阳新增 35、55、50、60 万吨卡纸产能，并计划于 2018 年四季度相继投产。

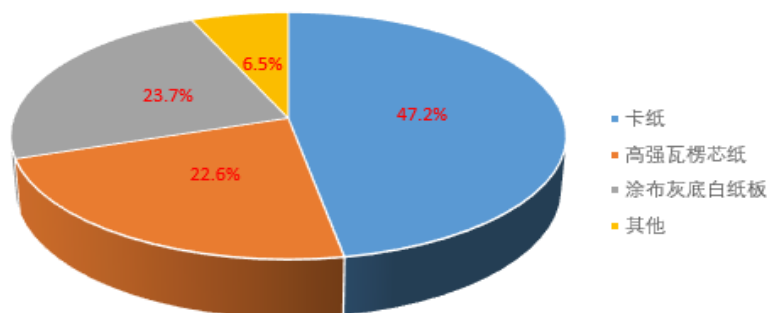
图 1：玖龙纸业产能分布图



资料来源：公司半年报、招商证券

在 2017 财年上半年，公司的各类纸制品总销量共计 710 万吨，同比增长 6.2%，销售收入实现 191.25 亿元，其中最主要的营收来源是包装纸业务，收入 179.54 亿元，占比 93.9%。2016 财年全年，公司的各类纸制品总销量一共约 1310 万吨，同比增长 7.0%，产能利用率达到 95.4%，实现营收 320.93 亿元，同比增长 6.6%。包装纸业务占比 93.5%，其中卡纸、高强瓦楞纸、涂布灰底白板纸营收分别占比 47.2%、22.6%和 23.7%。

图 2：2016 财年各类产品营收占比



资料来源：公司年报、招商证券

一 箱板纸集中度持续提升，三驾马车驱动需求增长

箱板纸以废纸为主要原材料，其中国际废纸相较于国内废纸价格优势明显，国内企业以进口废纸为主。2016 年以来废纸行业持续上涨，在短期价格波动上受到下游包装纸需求囤货影响呈现高度相关。随着国内废纸回收量和比例逐渐抬升，国外废纸进口见顶受限，利好具有国内外废纸回收渠道的大纸企。目前箱板纸与其他纸种相比集中依然不高，行业内小企业较多，未来受到环保政策淘汰落后产能将会进一步集中。需求端，国内零售、出口和快递业三家马车同时拉动包装纸需求量逐渐增长，今年以来出口数据强劲，需求引擎复苏。

1.1 废纸进口量下降驱动国际废纸价格持续上行

废纸是箱版瓦楞纸的主要原材料，是由回收使用过的纸材料得来。国际上的废纸主要是欧废、美废和日废三种，相较于国外废纸而言，我国废纸回收渠道不成熟，分类筛选粗糙，因此废纸价格也长期高于国外，造成长期以来我国的箱板纸等以废纸为原材料的造纸企业每年需要以进口废纸来补充原材料。随着我国国内对于进口固体废物限制日益趋严，海外可供出口废纸量也见顶下降，未来我国的废纸进口量将会进一步下降，拉动国际废纸价格持续上行。同时，国内废纸行业回收率不断提升，标准将逐渐规范，加上国家对于以废纸为原料的企业税收优惠，在国际和国内皆有专业废纸回收渠道的纸企将会收益。2016 年下半年以来，国内废纸受进口废纸带动价格持续上行，2017 年一季度末多数废纸价格大幅跳水又震荡反弹。

1.1.1 2016 年下半年以来，进口废纸带动国内废纸震荡上涨

2016 年下半年以来国内外废纸价格均有所上行，以东莞地区东莞玖龙的废黄板纸、废纯报纸、废书页纸采购价为例，价格经历了近一年的低位盘整后，2016 年下半年以来均出现了回升现象，下半年至今涨幅达 20%~33%。同时，由于国际运费上涨增加了国际废纸的成本，同时加上下游厂商收货力度加大，国际废纸期货价格自年初来已持续回暖又震荡下行再反弹，外商平均报价的美废 8#和美废 11#价格四月初至今涨幅分别为 18%和 11%。

图 3：2016 年以来国废市场价

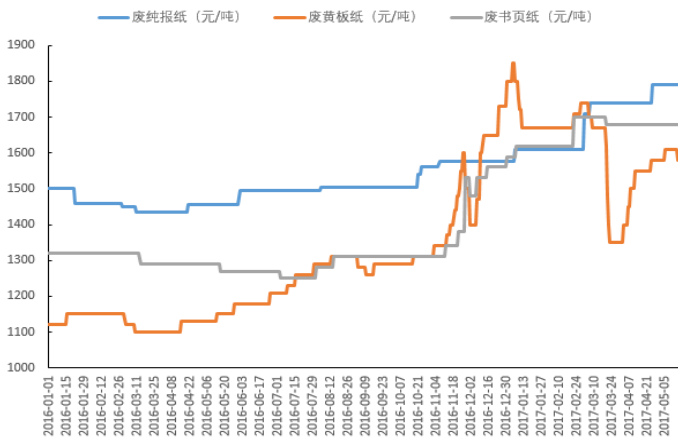
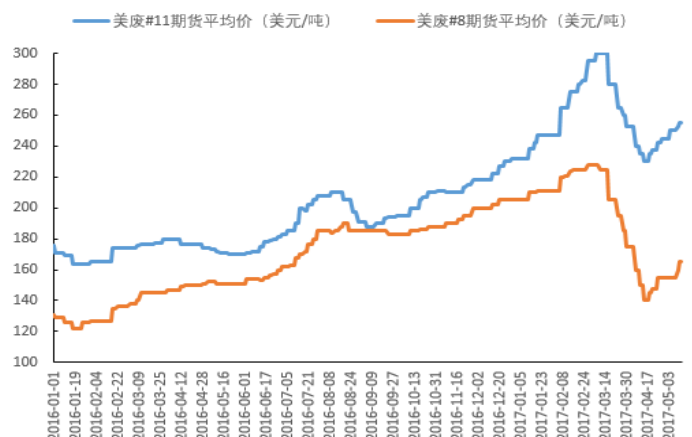


图 4：2016 年以来美废 8 号和 11 号期货报价

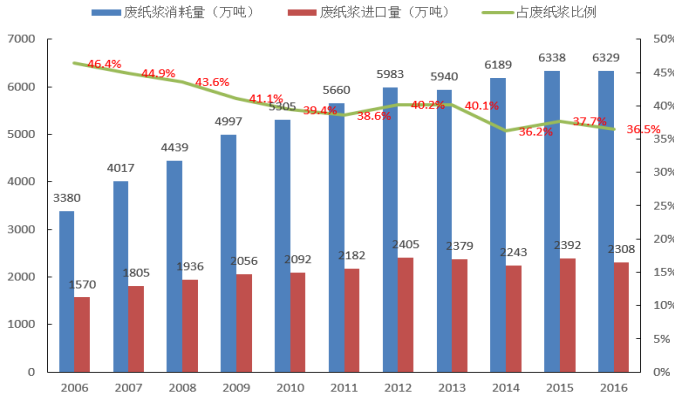


资料来源：卓创资讯、招商证券

资料来源：卓创资讯、招商证券

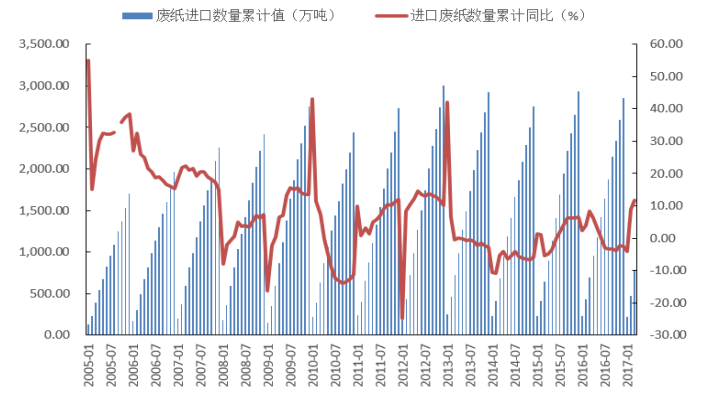
1.1.2 进口废纸浆占比持续下降

图 5：历年废纸浆进口量及占比



资料来源：中国造纸业协会、招商证券

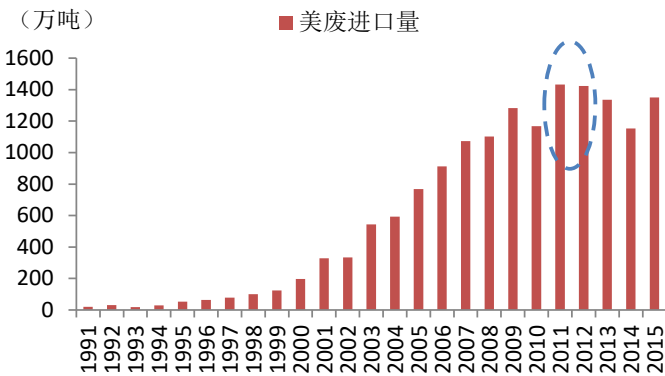
图 6：废纸进口量不断下降



资料来源：Wind、招商证券

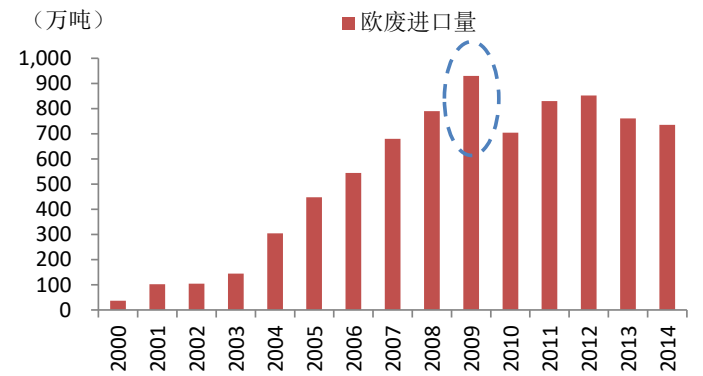
我国进口废纸浆占比从 2006 年的 46.4% 下降到 2016 年的 36.5%，我国进口废纸数量的增速放缓，2017 年 1 月增长率仅为 -4.2%，2017 年 3 月反弹提升至 11.6%，但是我国的进口废纸增长放缓的趋势依然十分明显，主要进口来源国的废纸进口量均于近年见顶，美国、欧盟和日本是中国主要废纸进口来源国，2014 年自美国、欧盟和日本进口的废纸占中国废纸进口总量的 80%。但是欧盟、日本的废纸对华出口于 2009 年见顶，美国废纸对华出口则于 2012 年见顶。受到可进口废纸资源量下降的影响，大型造纸企业失去了新增产能的依托。

图 7：美废进口量 2012 年见顶



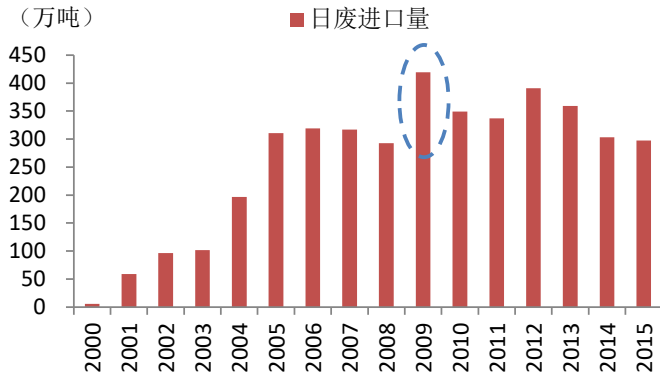
资料来源：UNcomtrade、招商证券

图 8：欧废进口量 2009 年见顶



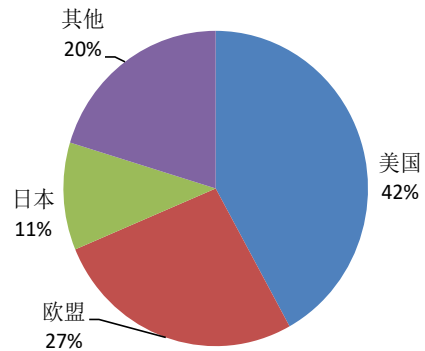
资料来源：UNcomtrade、招商证券

图 9: 日废进口量 2009 年见顶



资料来源: UNcomtrade、招商证券

图 10: 2014 年美国、欧盟、日本占中国废纸进口比例

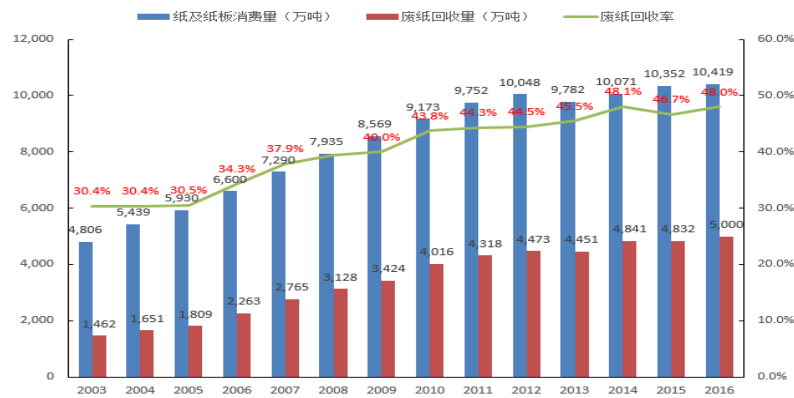


资料来源: UNcomtrade、招商证券

1.1.3 我国废纸回收率不断提升

近年来我国废纸回收量和废纸回收率保持稳步提升,我国废纸回收量由 2003 年的 1462 万吨持续增加到 2012 年的 4473 万吨, 2013 年略有下降至 4451 万吨, 但 2014 年之后持续增加到 2015 年的 4832 万吨。根据中国造纸协会最新预测, 2016 年全年我国废纸回收量将继续增长至 5000 万吨。废纸回收率方面由 2003 年的 30.4% 提高到 2013 年的 45.5%, 2014 年继续提高到 48.1%, 达到历史最高水平, 2015 年略有下降至 46.8%, 2016 年又重新回复到 48.0%, 接近历史最高水平。

图 11: 我国废纸回收率不断上升



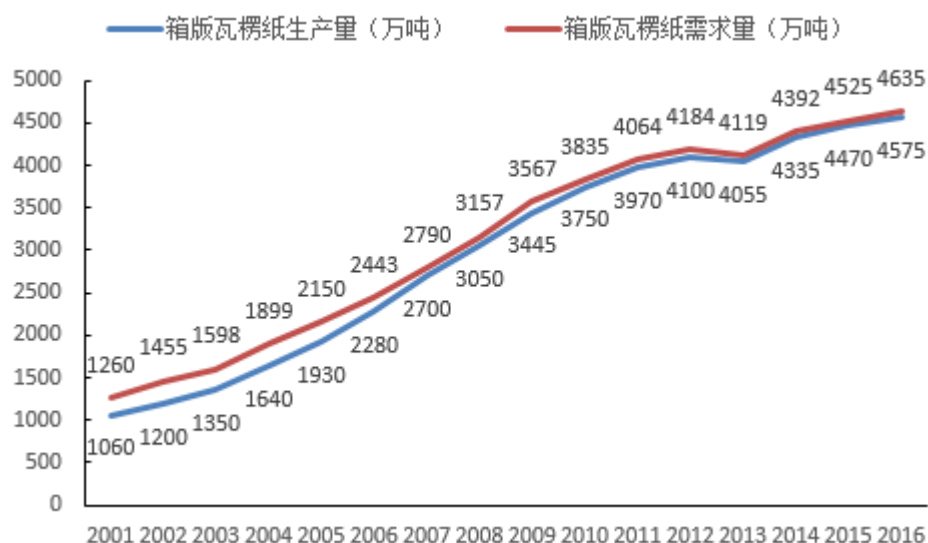
资料来源: 《中国造纸工业 2016 年度报告》、招商证券

2015 年 6 月 11 日, 财政部、国家税务总局联合下发“关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知”, 该通知自 2015 年 7 月 1 日起执行。根据通知, 利用废纸造纸的企业将获得 50% ~ 70% 的增值税返点。这是自财税〔2008〕157 号文取消废旧物资免征增值税和抵扣进项税的政策后, 再一次获得税收政策支持, 这一政策实施将帮助我国的废纸回收率继续提升, 利好那些有废纸回收资格和渠道的企业。

1.2 产销量稳步增长，行业集中度偏低

我国对于箱板瓦楞纸的需求量不断上涨,2001年-2016年期间,需求量CAGR高达9.1%。根据中国造纸业协会的统计数据,2016年国内箱纸板生产量2305万吨,同比增长2.67%;进口量94万吨,出口量35万吨,全年消费量2364万吨,同比增长2.92%。瓦楞原纸生产量2270万吨,同比增长2.02%;进口量8万吨,出口量7万吨,全年消费量2271万吨,同比增长1.93%。

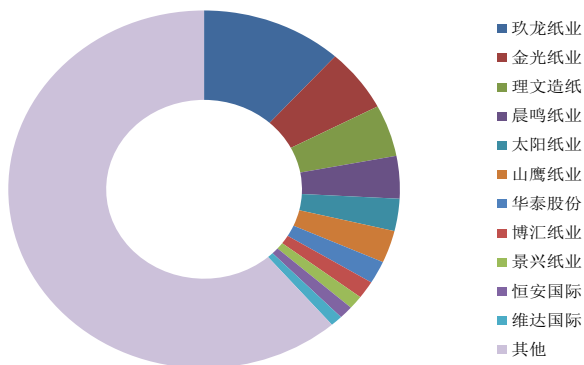
图 12: 近年箱板瓦楞纸产销量数据



资料来源: 中国造纸业协会、招商证券

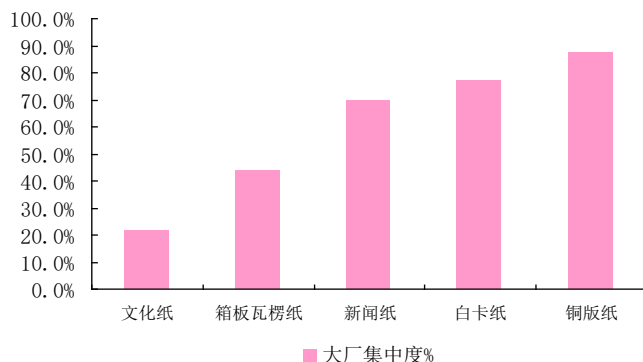
目前我国总体看,纸厂集中度偏低,CR8为35%左右。不同纸种行业集中度程度差别较大,一般而言,高端纸种市场成熟,集中度高。箱板瓦楞纸属于较为低端的包装纸种,大厂集中度略超过40%,集中度依然偏低,行业较分散,未来有进一步整合的趋势。

图 13: 行业整体还是较为分散



资料来源: Wind、招商证券

图 14: 箱板瓦楞纸集中度偏低



资料来源: Wind、招商证券

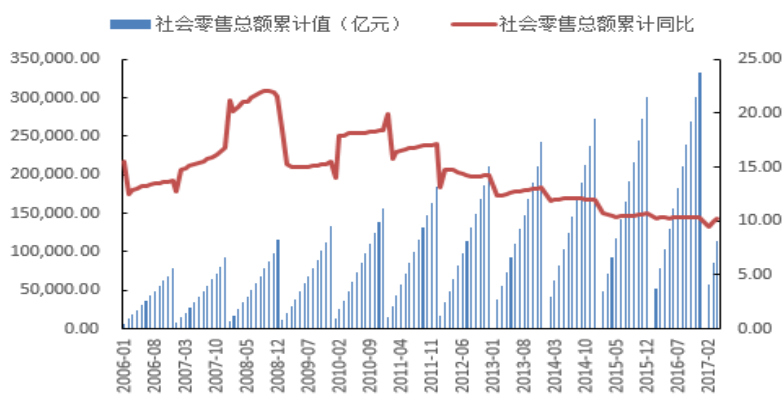
1.3 国内零售、出口、快递三架马车驱动需求增长

包装行业是包装纸（白板纸、白卡纸、瓦楞纸、箱板纸、牛皮纸等）的下游行业，包装纸的需求三驾马车是快递、出口和消费。传统上，包装纸的主要需求是通过下游消费品的消费或者出口行为衍生出来的，快递业的高速发展是近年来箱板瓦楞纸需求的新增长点，因为快递货物需要在原本包装外附加额外的瓦楞纸外包装。

1.3.1 国内零售持续稳定增长持续提振包装纸需求

国内包装纸一个主要需求来自于终端零售消费增长。而我国的社会零售额增速从 11 年的 17% 左右的累计增速回落到目前的 10% 左右，2016 年全年我国社会零售额增速为 10.4%，2017 年一季度我国社会零售额增速为 10.0%，增速已经趋于稳定。

图 15: 社会消费品零售总额累计值及同比

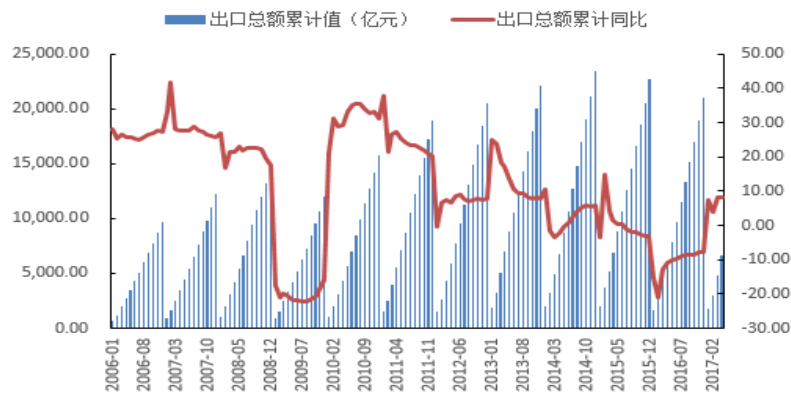


资料来源: Wind、招商证券

1.3.2 出口复苏间接拉动包装纸出口

我国纸制品多以间接出口的形式体现，如出口的家电、纺织服装、日用百货等产品以包装纸为包装材料，因此出口成为了包装纸需求的一大驱动因素。我国的出口历史上很长时间维持高速增长，是包装纸需求增长的一个很重要的拉动因素。然而 2015 年 1 月开始我国出口总额首次累计同比转负，经过了近两年的负增长，2017 年 1 月我国出口总额同比增长 7.9%，出口的复苏重新激活了包装纸需求的传统引擎。

图 16: 出口总额累计值及同比

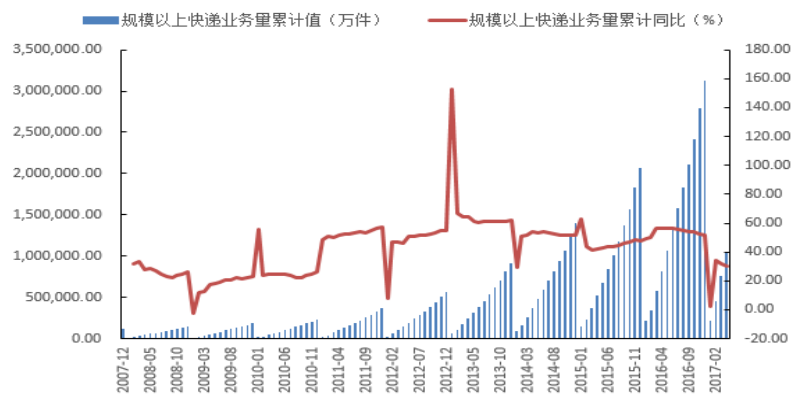


资料来源: Wind、招商证券

1.3.3 快递的崛起占据新增需求的重要比重

我国的电子商务的快速发展衍生出了快递行业的迅速崛起，2016 年全年快递业务量同比增长 43.5%。快递单量的增速持续维持在高位，对于包装纸，特别是箱版瓦楞纸的需求起到了明显的拉动作用。2011 年以来我国规模以上快递业务量出现“井喷式增长”。2010 年我国规模以上快递业务量为 23.39 亿件，到 2015 年已达 206.70 亿件，平均年同比增长 54.7%。据统计，快递业务总量中约 80% 为网购快件，其中 43% 使用纸质包装箱，假设单件快递平均重量为 0.5kg，则对应包装纸市场规模为 356 万吨；如果预计未来每年电商纸包装需求增速为 30%，则年新增包装纸需求达 107 万吨。

图 17: 快递业务单量累计值及同比



资料来源: Wind、招商证券

表 1: 电商纸包装市场测算

a	快件量 (亿件)	206.70
b	网购占比	80%
c=a*b	网购快件量 (亿件)	165.36
d	纸包装比例	43%
e=c*d	电商纸包装量 (亿件)	71.10
f	单件快递包装重量 (千克)	0.50
g=e*f	包装纸市场规模 (万吨)	356

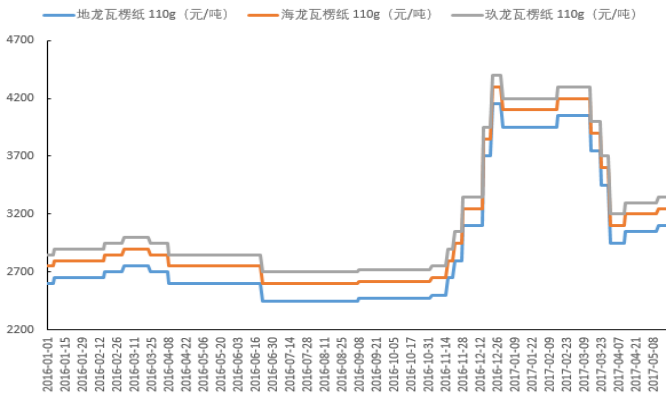
a	快件量 (亿件)	206.70
h	年均需求增长	30%
$i=g*h$	年新增包装纸需求 (万吨)	106.66

资料来源: 中国纸网, 招商证券

1.4 纸价短期波动不改上升趋势确立

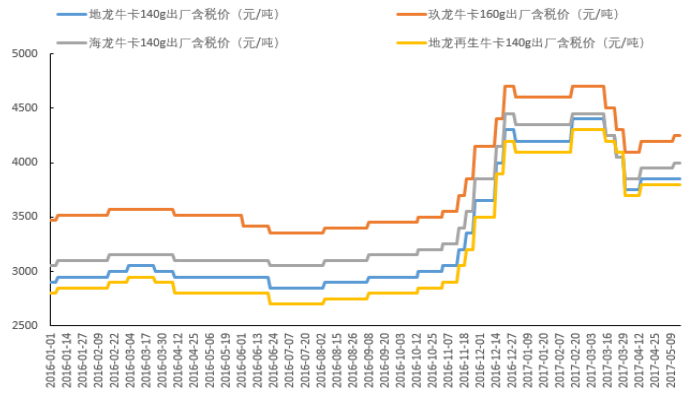
受到国内环保力度不断加大, 以及之前行业产能过剩淘汰落后纸企, 产能逐渐出清, 行业的供给吃紧, 在 2016 年年底, 以东莞玖龙为例, 其所生产的三种品牌的瓦楞芯纸和箱板纸出厂价 (含税) 价格迅速向上蹿升, 瓦楞芯纸平均上涨约 1500 元/吨, 箱板纸平均上涨 1350 元/吨。但是在今年一季度末, 短期包装需求淡, 市场观望气氛浓厚, 大型纸厂出货心态迫切, 叠加上游废纸价格下跌, 导致纸价大幅跳水。随着二季度上游废纸价格抬升, 原材料价格上涨结合纸厂库存消耗基本完毕, 包装纸企涨价信心略为恢复, 但由于下游市场消费需求寡淡, 纸企只是试探性涨价, 东莞玖龙的三种品牌瓦楞纸和箱板纸温和上涨约 150 元/吨。

图 18: 东莞玖龙箱板瓦楞纸出厂价



资料来源: 卓创资讯、招商证券

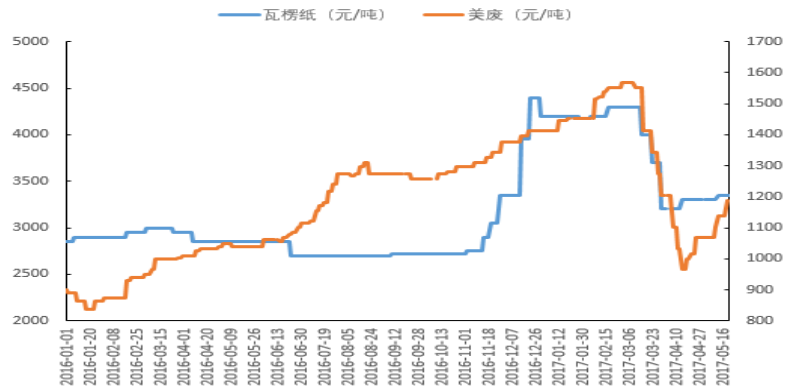
图 19: 东莞玖龙牛皮卡纸出厂价



资料来源: 卓创资讯、招商证券

短期波动来看, 纸价与上游废纸价格高度相关, 废纸价格是纸价的先导价格。由于废纸是由回收使用过纸品得来的, 短时间内废纸行业总供给基本稳定, 需求受到下游厂商带动, 因此废纸的市场价格主要受到下游影响程度大, 箱板瓦楞纸厂商在预期纸张价格上涨的情况下, 会积极采购废纸来储备库存增加采购量, 上游废纸端需求增加拉动废纸价格先行上涨。以美废和东莞玖龙瓦楞纸价格为例, 2016 年以来, 美废价格平稳抬升, 后有瓦楞纸行情暴涨, 当美废价格在 2017 年一季度末暴跌时, 瓦楞纸价格也很快随之下调。

图 20: 短期内美废与瓦楞纸波动正相关



资料来源: 卓创资讯、招商证券

二 玖龙纸业依靠废纸资源优势持续扩张

玖龙纸业为家族持股，股权结构集中，近期大股东增持彰显了对公司未来发展的信心。公司依靠美国废纸资源持续扩张产能，建立了多品类、多基地的产能布局，规模优势凸显，同时也增强了抵抗风险的能力。2016年下半年以来，公司依靠自身的龙头优势和行业持续回暖，业绩持续提升，公司2017财年上半年营收同比增长17.3%，毛利率增长至18.3%。与此同时公司股东回报机制骄傲，历年公司的分红率不低于20%，2016财年分红率更是达到54.1%。公司依靠自身在美国的成熟废纸回收渠道，持续产能扩张，已经正常成为发展成熟的箱板瓦楞纸行业当之无愧的领头羊。

2.1 股权比例集中，近期增持凸显对公司发展信心

公司股权结构以家族持股为主，股权结构集中，实际控制人为张茵及其家族。截止到2016年12月31日，张茵及其家族直接或间接的共持有公司约66.54%的股权，公司第一大股东 Best Result Holdings Limited 为张茵及其家族主要通过法国巴黎银行泽西信托公司以各种家族信托的形式全资持有。

图 21：玖龙纸业股权结构



资料来源：公司 2017 财年半年报、招商证券

在 2017 年 2 月 28 日到 3 月 20 日期间，大股东刘晋嵩（系张茵与刘名中之子）共四次增持公司股份共计 781.2 万股，共计耗资约 0.73 亿港元。公司利用股价下跌之际趁机增持公司股份，显示出公司对于未来发展的信心。

表 2: 刘晋嵩近期增持时间、股数和作价

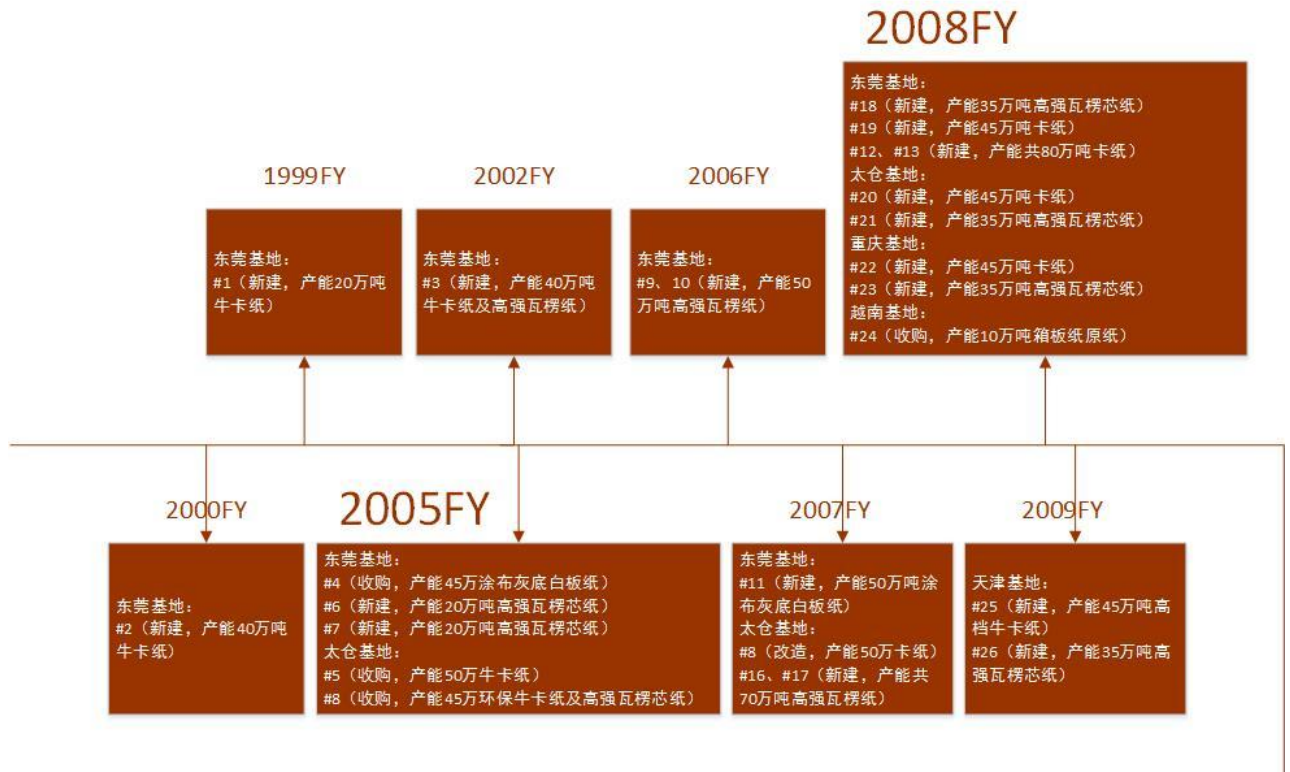
	增持股数 (万股)	每股作价 (港元/股)
2月28日	151	9.907
3月1日	130	9.834
3月9日	325	9.226
3月20日	175.2	8.56

资料来源: Wind、招商证券

2.2 多元化、多基地、抓时机的产能扩张史

公司以牛卡纸发家, 逐渐发展成为多品类、多基地的产能布局。公司深耕传统核心产品卡纸类和高强瓦楞纸类, 不断的增加在这两个包装纸品类上的产能, 同时还根据市场消费情况适当地对于原纸机进行改造以适应下游客户的需求, 并持续优化纸机以提升纸机的生产效率或延迟产能建设计划以应对行情低迷期, 但是总体来说, 公司的产能扩张是非常快速的。除了原来两大产品品类外, 公司先后增加了对于涂布灰底白板纸、木浆和特种纸的生产产能, 一方面扩大公司的销售领域给公司带来更多的营收, 另一方面也增加了公司的抗风险能力。产能布局上, 公司以东莞基地为根据地, 先后通过新建和收购在华东、西南、海外、华中、东南和华北建立了九大生产基地, 建立了覆盖全国的产能布局, 以降低运输成本和抢夺当地市场。目前公司的披露产能计划中, 均是对于卡纸类产能进行拓展, 主要是在公司产能较少的地区投放更多的卡纸类产能。

图 22: 公司产能持续扩张, 2005/2008/2012 为产能扩张大年





资料来源: 公司招股说明书、公司官网、公司年报、招商证券

从公司历年产能增速与造纸行情的关系来看, 总体上是总量扩张, 增速逐渐放缓。公司的产能大扩张时期恰好迎合了市场上 2006 年-2010 年、2013 年上半年的多次行情热点, 而产能增速放缓基本上是在行情较为不好的时候进行了产能计划的延迟。总的来说, 公司抓住了造纸行业的黄金时期积极地布局产能, 帮助公司能够迅速地先发制人, 抢夺市场, 为公司成为行业龙头奠定了基础。随着公司目前在全国布局产能的基本完善, 公司的产能扩张速度放缓, 投产计划谨慎。

图 23: 公司总设计产能与造纸行情



资料来源: 公司年报、招商证券

公司目前的产能仍是以牛卡纸为主，共计 723 万吨。东莞基地和太仓基地是最主要的卡纸类输出地；高强瓦楞纸方面，东莞基地和太仓基地提供了最主要的高强瓦楞纸货源。公司的卡纸类和高强瓦楞纸产能布局覆盖全国。对于涂布灰底白板纸和环保型文化用纸，这是公司发展的新兴业务，只分布在东莞基地、太仓基地和天津基地。未来，公司将持续在产能分布较少、销售收入贡献少的泉州、沈阳等地扩展卡纸产能以争夺当地市场，同时，由于越南地区不涉及污染限制，加上越南市场具有一定的发展前景，同理文造纸一样，公司也在越南市场扩产能以加强市场份额渗透。

表 3: 公司各基地各品种产能分布

	卡纸类		高强瓦楞芯纸		涂布灰底白板纸		环保型文化用纸		合计	
	产能(万吨)	纸机数	产能(万吨)	纸机数	产能(万吨)	纸机数	产能(万吨)	纸机数	产能	纸机数
东莞基地	225	8	125	5	150	3	25	1	525	15
太仓基地	178	4	105	3			20	1	303	8
天津基地	125	3	35	1	55	1			215	5
重庆基地	45	1	35	1	55	1			135	3
河北永新	50	2							50	2
泉州基地	65	2							65	2
乐山基地			30	1					30	1
沈阳基地	35	1							35	1
越南基地			10	1					10	1
合计	723	19	340	12	260	5	45	2	1368	38

资料来源：公司招股说明书、公司官网、公司年报、招商证券

2.3 产能产量不断提升，规模效应凸显

近五年来，公司的产能、销量及产销率不断增长。2012 财年至 2016 财年，公司的总产能达到 1373 万吨，形成了覆盖卡纸、高强瓦楞纸、涂布灰底白板纸和文化用纸四大品类的九大生产基地，销量 CAGR 高达 10.1%，2016 财年公司总销量达到 1310 万吨，产能利用率达到 95.4%。具体产品品类而言，卡纸、高强瓦楞纸和涂布灰底白板纸三类是最主要的销售品类，销售量不断增长，2012 财年至 2016 财年期间三类包装纸 CAGR 分别为 7.1%、5.1%和 24.2%，增速可观，2016 年该三类包装纸销量已经达到 618 万吨、330 万吨和 309 万吨。销量的增长助力了公司主营业务收入的增长，公司 2012 财年至 2016 财年期间销售额 CAGR 为 4.3%。2017 财年上半年，由于公司销量持续增长叠加纸价暴涨，公司的主营业务收入达到 191.3 亿元，同比增长 17.3%，业绩大幅增长。

图 24: 公司历年总产能和总销量

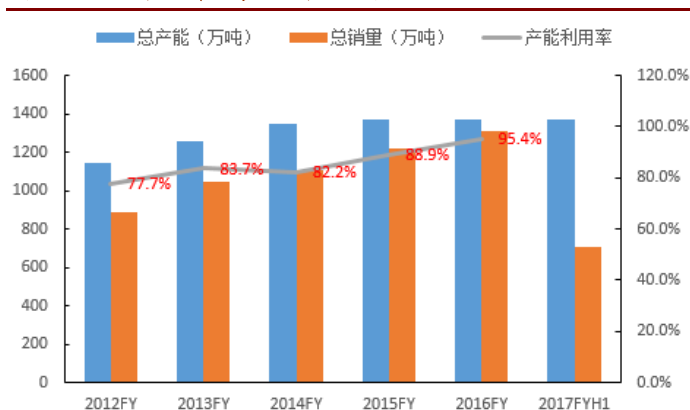
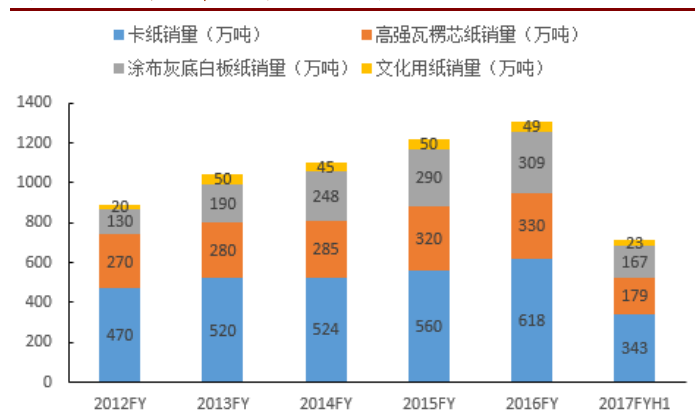


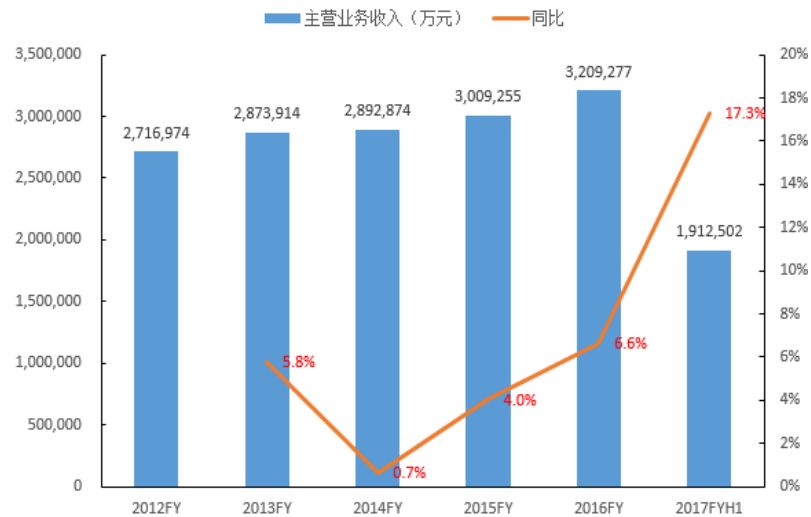
图 25: 公司历年主要纸制品销量



资料来源：公司年报、招商证券

资料来源：公司年报、招商证券

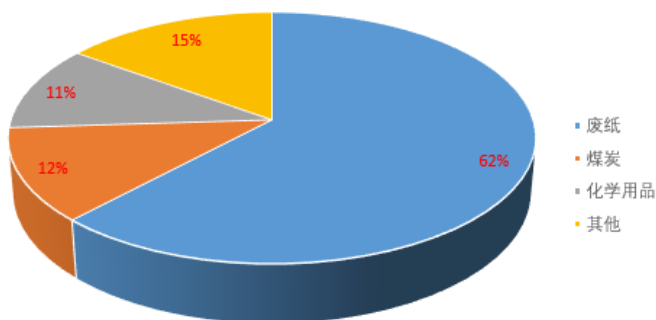
图 26: 公司历年主营业务收入及同比



资料来源：公司年报、招商证券

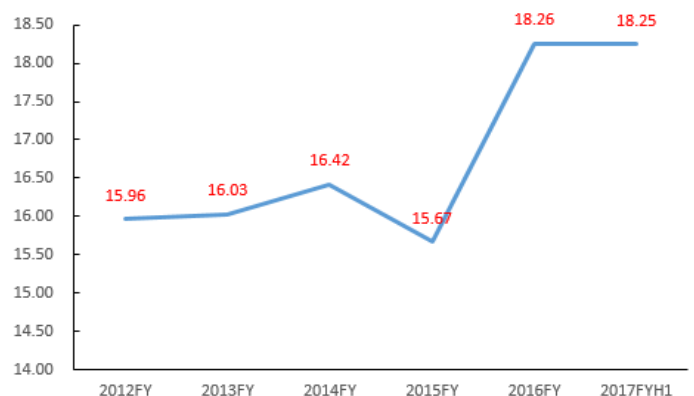
公司的主营业务成本方面，参考纸行业中双胶纸、新闻纸、白卡纸等成本结构，预计公司的原材料占比公司主营业务成本的 84%-85%左右，其中，废纸占比 62%左右，煤炭占比 11%-12%，化学用品占比约 11%。毛利率上，由于在原材料上涨时纸企可以调整价格将成本压力转移到下游，因此公司近年来的毛利率水平较为稳定，历年毛利率不低于 15.7%。受益于 2016 年上游原材料价格下跌，公司的毛利率抬升至 18.3%，虽然 2016 年底上游废纸和能源动力成本均有上涨，但由于市场行情大热，售价增幅高于成本增幅，公司的毛利率得以维持在 18.3%。

图 27: 公司主营业务成本结构



资料来源：公开资料、招商证券

图 28: 公司历年毛利率 (%)

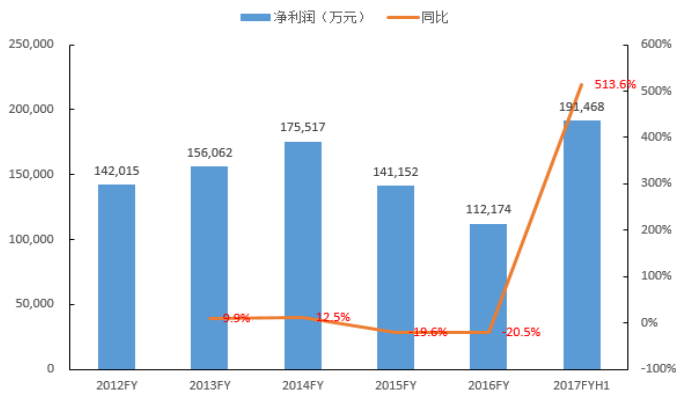


资料来源：公司年报、招商证券

公司的净利润近三年以来波动剧烈，2015 财年和 2016 财年主要是因为公司有大量的汇兑损益亏损，主要是人民币兑美元汇率波动导致，受此影响，公司的吨净利在 2015 财年和 2016 财年波动非常大。撇去公司的经营及融资汇兑损益影响，公司的营业利润和毛利近年来是非常稳定的，2012 财年至 2016 财年公司的毛利和营业利润 CAGR 分

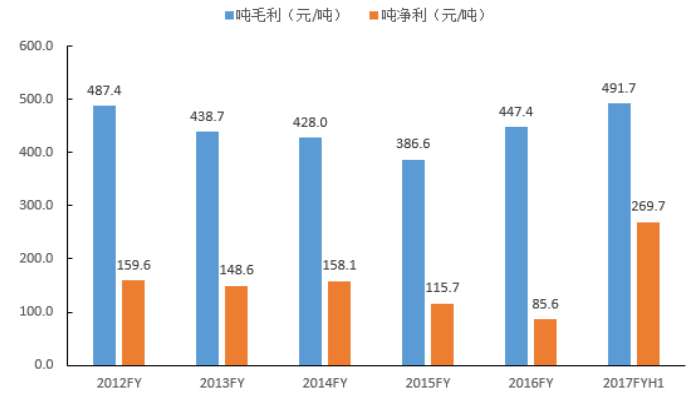
别为 7.8%和 7.9%，增速基本保持一致。2017 财年上半年公司的营业利润为 27.4 亿元，同比增长 29.5%；毛利为 34.9 亿元，同比增长 23.4%，吨毛利受到每年的销售价格和销售成本的双重影响，由于厂商可以将上游的成本变动一定程度上转移到下游，因此吨毛利长期以来较为稳定，但受到上游成本的滞后性加上上游传导影响能力有限，在行情大好时，公司吨盈利能力提升明显。

图 29：公司历年净利润及同比



资料来源：公司年报、招商证券

图 30：公司历年吨毛利与吨净利

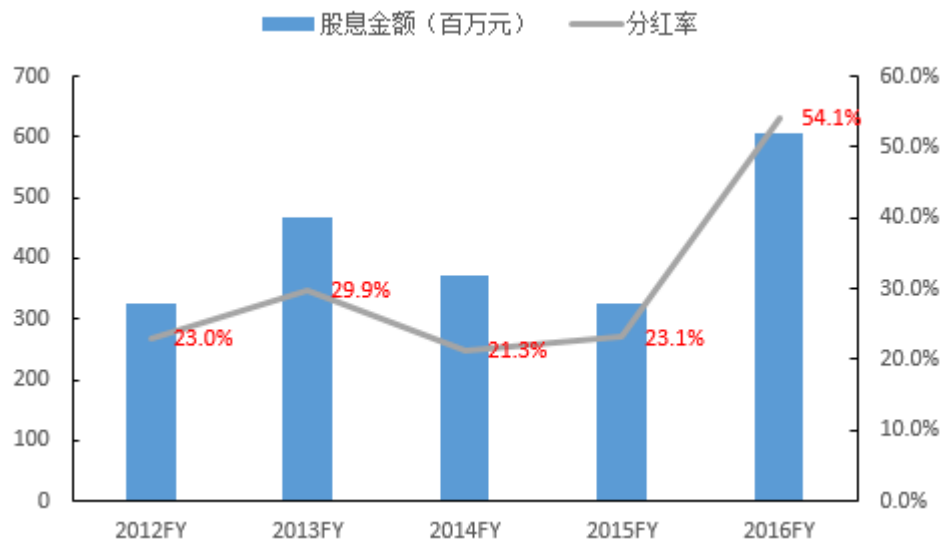


资料来源：公司年报、招商证券

2.4 公司分红比例稳定

公司常年分红率维持在 20%-30%之间，在造纸行业行情低迷的 2014、2015 年，公司的分红率不低于 21.3%，2016 年造纸行情回暖的时候，公司除了进行年中、年末派息之外，还进行了 1.40 亿元的特别股息分配，公司 2016 年分红率达到 54.1%。

图 31：公司历年股息金额及分红率



资料来源：公司年报、招商证券

三 公司特色优势——进口废纸、沿海区位和大企业优势

玖龙纸业以美废回收起家，在国内外废纸回收具有丰富经验，废纸业务发展成熟，其中废纸约 60%来自美国中南，坐享美废价格低廉优势。公司抓住造纸行业的历史机遇不断扩充产能，已经实现了四大品类、九大基地的产能布局，2016 年末公司产能达到 1373 万吨。产能的扩张布局有利于规模效应的发挥，同时沿海的生产区位优势有利于公司的毛利率提升和运输成本降低。

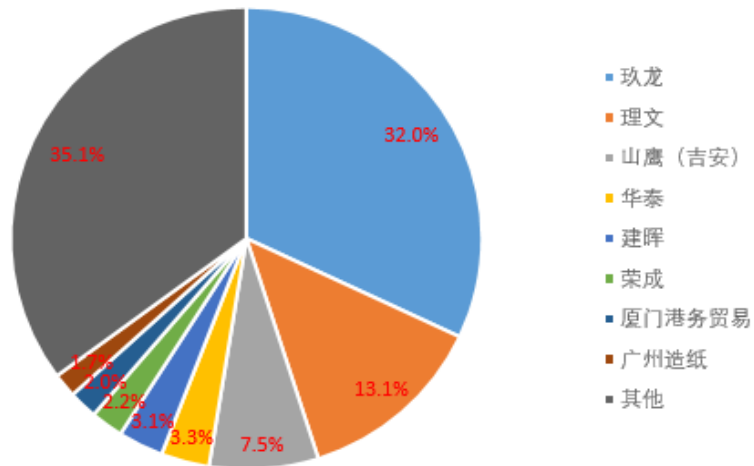
3.1 坐享进口废纸资源优势

2017 年 4 月 18 日，在中央全面深化改革领导小组第三十四次会议上，通过了《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》，会议指出国家将会分行业分种类指定禁止固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管理目录，大幅减少进口种类和数量。目前，我国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，实行严格的额度审批制。

我国纸企进口废纸，主要是需要获得两个文件：省级质检总局颁发的《国内收货人证书》和国家环保总局的《废纸进口许可证》。（目前进口废纸许可证的审批权正处于逐渐下放到地方政府的过程中）国家环保总局在《关于进口废纸审批和管理有关事项的公告》中明确指出申请进口废纸的企业不可以是年产 3.4 万吨以下草浆生产装置、年产 1.7 万吨以下化学制浆生产线或者排放不达标的年产 1 万吨以下以废纸为原料的纸厂。除此之外，水、大气和噪声污染都要长期达标，并符合污染物排放总量控制要求，固体废物处理处置符合相关规定等。环保总局在《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》中指出，申请进口固体废物数量与加工利用能力和污染防治能力相适应，并由省级环保部门审核情况后提出建议批准数量再提交给环保总局。这意味着国内的小纸企是不可以进口废纸的，只能国内购买价格较高的废纸。除此之外，大纸企由于加工利用能力和排污治理能力更强，因此会获得更多的进口废纸核定审批额度。

根据环保总局 2016 年进口废纸审批表公示情况来看，2016 年纸企行业提交的申请进口废纸量约为 4.68 亿吨，核定进口废纸量为 0.41 亿吨。核定进口废纸总量上，前五大纸企占比约 59.0%，前八大纸企占比约 64.9%，其中玖龙纸业一家独大，占据了约 32.0% 的核定进口量，大企业具备垄断优势，未来通过并购等行业整合方式有望持续提升占比。

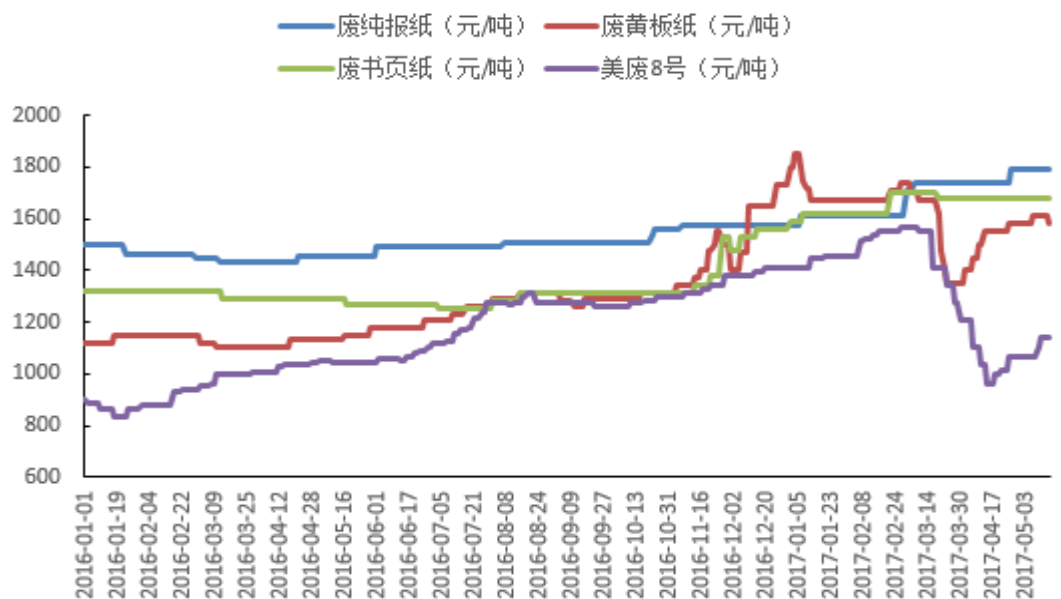
图 32: 2016 年前八大纸企审批进口废纸量占比集中



资料来源: 国家环保部固废中心官网、招商证券

随着我国对于固体废物限制进口政策越来越严格,对于小纸企而言很难获得废纸进口许可证只能从国内购买,加上发达国家也废纸也开始逐渐用于自用,我国的废纸进口资源将会越来越少,2016年我国的废纸进口量为2850万吨,同比减少2.7%。其中,美国的废纸进口量是我国废纸进口第一大国。同时,国内废纸回收量进口废纸相对于国内废纸的优势主要在于首先,西方国家有较好的废纸回收系统,废纸种类回收有相应的标准,品种分类筛选达标,而我国只是简单地废纸回收,只能被当做低端的原料。其次,国内废纸回收环节较多,国内废纸的价格也比国外废纸便宜,以美废与国废对比为例,美废8号的价格(汇率取6.89元/美元)均比国废的三种品类便宜,在2016年至今,美废的平均价格分别是国内废纯报纸的77%、废黄板纸的85%以及废书页纸的89%。因此能够掌握日益稀有便宜的美废资源对于纸企来说是一项很重要的优势。

图 33: 美废比国废价格低



资料来源: 卓创资讯、招商证券

玖龙纸业下设子公司美国中南，由张茵和刘名中间接全资持有，专门负责从美国和欧洲地区进口废纸。该公司成立于 1990 年，从成立之初，实际控制人张茵就通过美国中南将废纸倒手卖给中国、东南亚等国。经过近三十年的发展，美国中南已经是美国最大的废纸出口商和世界最大的废纸贸易商，拥有较稳定的废纸回收供应商资源和专业的渠道，再加上美国废纸价格要比国内便宜，美国中南是玖龙纸业最为倚重一种的废纸采购渠道，且美国中南以玖龙纸业为优先供应客户，公司享有原材料采购的成本优势。目前，玖龙纸业采购废纸的主要是两个子公司，美国中南和天津中南，分别负责国外废纸和国内废纸的采购。2016 财年，公司共向美国中南采购废纸 90.13 亿元，占比当期废纸回购的 65.3%；2017 财年上半年，公司向美国中南采购废纸 44.08 亿元，占比当期废纸回购的 57.1%。

表 4：玖龙纸业、理文造纸和山鹰纸业废纸回收渠道对比：

	玖龙纸业	理文造纸	山鹰纸业
国内废纸采购渠道	天津中南	有 50 多个废纸回收打包厂	马鞍山蓝天
国外废纸采购渠道	美国中南	Ralison International Inc.、	Cycle Link
2016 年核定废纸进	32.0%	13.1%	7.5%
国外废纸采购比例	60%左右	40%左右	50%左右
2016FY 销货成本	262.31	126.92	101.50
2016FY 总销量(万	1310	563	363
单位成本(元/吨)	2002.40	2254.43	2796.11
2016FY 销售毛利率	18.3%	22.2%	16.5%

资料来源：公司年报、招商证券

目前，在国内的造纸厂商中，拥有国外废纸采购的专门渠道的纸企，仅有玖龙、纸业、理文造纸和山鹰纸业三家，这三家公司均在国外设置有关联子公司以用于代理对于欧美市场废纸的收购。玖龙纸业无论是从历年的废纸进口许可核定量、还是从国外废纸采购占比，都稳坐国内废纸采购渠道大拿第一把交椅，坐享最大的进口废纸优势，单位成本低于其他两位厂商。而在毛利率上，由于玖龙的新基地建设较理文造纸和山鹰纸业更多，新的基地还没有完全发挥规模效应优势，一定程度上拉低了毛利率，且三家厂商存在纸种配比上的差别，因此，玖龙纸业的销售毛利率高于山鹰纸业，低于理文造纸。未来，在公司新基地逐渐磨合完全之后，公司的销售毛利率有望进一步降低。

3.2 沿海区位优势明显，运输成本较低

由于废纸进口需要 1-2 月的海运，同时纸制品消费旺盛区域在经济水平发达的沿海地区，而玖龙的大部分生产基地都在沿海地区设立，最主要的产能集中在珠三角和长江三角洲地区，这意味着公司在这些地区享有地理上的便利，便于公司降低运输成本。相比于在偏内地开设工厂的纸企来说，公司的吨运输费本会大大降低。

2016 年《超限运输车辆行驶公路管理规定》实施，从二轴到六轴及六轴以上车辆运载重量被限制，与此同时全面禁止双排车辆运输车进入高速公路，“单排车”整改期间暂时允许其过渡运行。运输政策的改变令运输成本显著上升，运输费用占到整体销售费用中比例最高，达到 60%~70%左右；根据测算 2016 年 9 月新规实施后运输成本增长 35%

左右。未来政策相对友好的内地区域开厂运输半径大，运输成本逐渐提高，内地开厂竞争劣势明显。

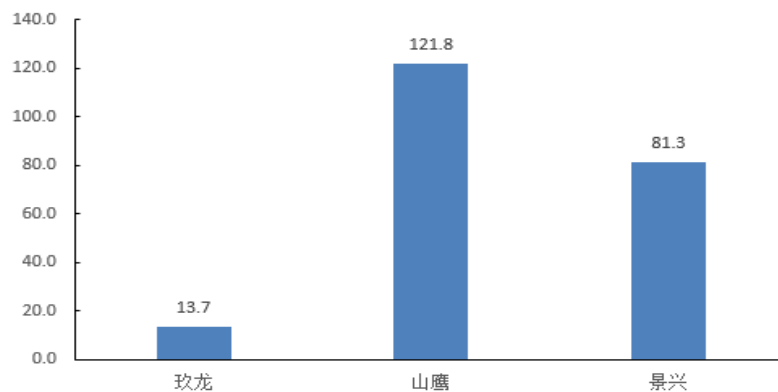
表 5: 公路治超新规实施后，运量下降运输成本提高

车货总重	二轴车辆	三轴车辆	四轴车辆	五轴车辆	六轴及以上
2004 年《开展车辆超限超载治理工作实施方案》	20t	30t	40t	50t	55t
2016 年《超限运输车辆行驶公路管理规定》	18t	25t-27t	31-36t	43t	46-49t

资料来源：数据来源：公开资料、招商证券

以玖龙纸业、山鹰纸业和景兴纸业为例，目前，玖龙纸业在全国分布有九大生产基地，且主要分布于沿海地带；山鹰纸业的生产基地位于安徽省马鞍山市和浙江省嘉兴；景兴纸业有浙江平湖一家生产基地。在单位运输成本方面，由于玖龙纸业在各大消费力强的地区都有产能布局，发挥规模效应，尽享区位优势，使得单位产品的运输成本大大降低，2016 财年单位产品运输成本优势明显，仅为景兴的五分之一，山鹰的十分之一。

图 34: 玖龙、山鹰、景兴单位运输成本 (元/吨)



资料来源：公司年报、招商证券

3.3 排污许可证制度和自备电厂稀缺助力行业集中度提升

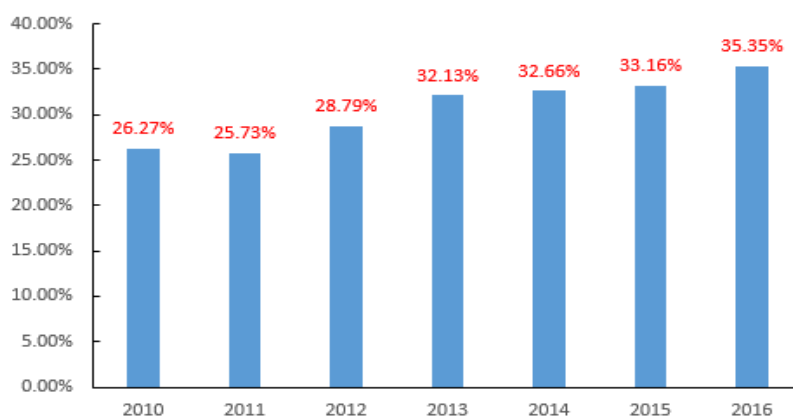
我国环保力度的不断加大将会利好大企业提高行业集中度。2015 年 1 月，我国在全国范围内推行排污许可证制度，将会建立环境质量改善和总量控制的双重体系。而总量控制制度的建立主要从两个方面利好大企业：第一，排污许可证将企业获得排污限额与企业产能挂钩。在排污限额一定的情况下，企业产能、单位产品排放量和污染物排放浓度三者相互制约。如果企业想要扩大产能，则必须购买较为昂贵的环保设备来降低单位产品污染物排放量。而该纸企若想盈亏平衡则必须扩较多的产能，这对小纸企进行了限制。第二，排污许可证制度下大生产设备能够获得更多的核定排放总量，相当于大纸企可以获得额外的排放额度。

2015 年 11 月 30 日国家发改委、国家能源局正式公布《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》中指出，自备电厂要统筹纳入火电建设规划，禁止在总量控制规模外核准。同时，严格执行项目核准程序、国家产业政策和环保标准。由于国家对于环

保标准的不断趋严，部分区域对于小火电项目甚至是所有自备电厂项目都不再予以批复，例如京津冀、长三角、珠三角三大区域。由于目前自备电厂审批非常严格，未来的大纸企若想扩充产能则通过并购扩产能是一种更为合理的途径而不是投资新厂，这将会触发行业整合，进一步提高行业集中度。

目前，我国造纸行业在经历了之前的产能过剩行情低迷叠加环保标准趋严的双重影响，落后产能持续淘汰出清。近年来的行业集中度不断抬升至 2016 年我国 CR8 的 35.35%，并有进一步集中的趋势。

图 35: 历年造纸行业 CR8

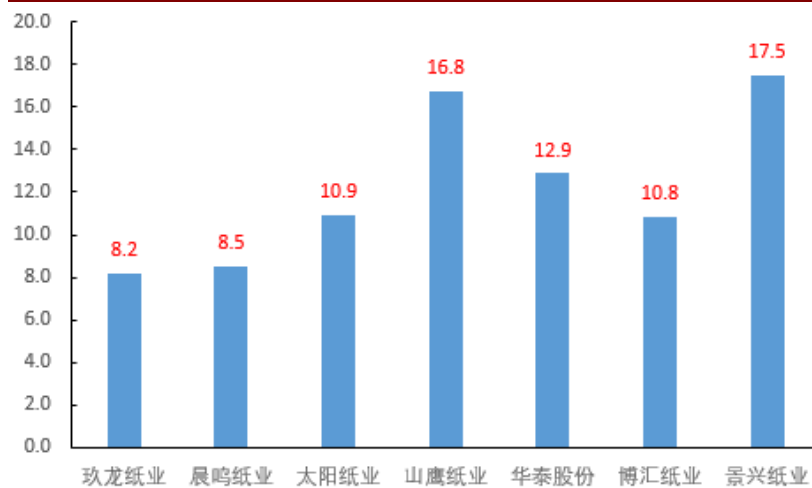


资料来源：中国产业信息网、中国造纸协会、招商证券

四 相比 A 股造纸企业，估值优势明显

玖龙纸业 2017 财年（2016 年 6 月 30 日至 2017 年 6 月 30 日）PE 预计为 8.2 倍，A 股同行业公司晨鸣纸业 8.5 倍，太阳纸业 10.9 倍，山鹰纸业 16.8 倍，华泰股份 12.9 倍，博汇纸业 10.8 倍，景兴纸业 17.5 倍，相比于同业公司比价优势明显！

图 36: 预测 2017 年市盈率



资料来源: Wind、招商证券

随着公司产能进一步扩张，国内造纸行业进一步整合规范，公司有望在国内市场进一步增加营收，我们预计 17、18、19 财年净利润分别为 40.2、45.9、51.5 亿元，同比增长 258%、14%、12%，对应当前股价 PE 分别为 8.2、7.2、6.4 倍，考虑到公司相对于国内同行业公司具备明显的比价优势，我们看好未来公司的持续发展，鉴于企业和行业壁垒逐渐形成，我们给予 15X 估值，目标价 18.01 港元，首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。

表 6: 可比公司平均估值在 2017 年 13X

公司	股价	EPS			PE			PB (LF)	ROE
	2017/5/26	15	16	17E	15	16	17E		
晨鸣纸业	11.54	0.50	0.99	1.35	23.1	11.7	8.5	1.2	10.56
太阳纸业	6.65	0.27	0.42	0.61	24.6	15.8	10.9	2.0	14.14
山鹰纸业	3.45	0.06	0.09	0.21	57.5	38.3	16.8	1.8	4.87
华泰股份	5.11	0.06	0.16	0.40	92.9	32.8	12.9	0.9	2.83
博汇纸业	4.56	0.03	0.15	0.42	158.3	30.3	10.8	1.4	5.01
景兴纸业	5.59	0.01	0.29	0.32	559.0	19.3	17.5	1.8	10.26
平均					152.6	24.7	12.9	1.5	7.94

资料来源: Wind, 招商证券

参考报告:

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
流动资产	18228	20535	25065	31185	37572
现金及现金等价物	7311	11002	13422	18314	23413
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	564	274	274	274	274
应收账款及票据	5351	4598	5679	6293	6937
其它应收款	1426	1001	1236	1370	1510
存货	3553	3606	4386	4861	5358
其他流动资产	23	54	67	74	81
非流动资产	46806	46757	45312	43929	42605
长期股权投资	64	66	66	66	66
固定资产	45011	44861	43416	42033	40709
无形资产	1724	1767	1767	1767	1767
其他	7	63	63	63	63
资产总计	65034	67292	70377	75113	80177
流动负债	17759	17842	17021	17732	18479
应付账款	3964	4098	4985	5524	6089
应交税金	423	435	435	435	435
短期借款	12188	11993	10000	10000	10000
其他	1184	1316	1601	1773	1955
长期负债	21749	23028	23028	23028	23028
长期借款	19802	20852	20852	20852	20852
其他	1947	2176	2176	2176	2176
负债合计	39508	40870	40049	40760	41507
股本	478	478	478	478	478
留存收益	14778	15543	19368	23302	27516
其他储备	10038	10100	10100	10100	10100
少数股东权益	300	348	429	520	623
归属于母公司所有者权益	25226	26074	29899	33833	38047
负债及权益合计	65034	67292	70377	75113	80177

现金流量表

单位: 百万元	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
经营活动现金流	5606	6460	6636	7476	7903
净利润	1412	1122	4019	4587	5151
折旧摊销	1838	1965	1930	1868	1809
营运资金变动	2059	1389	(938)	(517)	(542)
其他现金调整	297	1985	1624	1538	1484
投资活动现金流	(2188)	(1361)	(436)	(389)	(324)
资本性支出	(1763)	(1838)	(500)	(500)	(500)
出售固定资产等的	22	15	15	15	15
投资增减	1231	290	0	0	0
其他	137	173	49	96	161
筹资活动现金流	(4007)	(1497)	(3779)	(2196)	(2480)
债务增减	(3584)	(1060)	(1993)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	373	327	194	653	937
其他筹资	(50)	(111)	(1592)	(1543)	(1543)
其他调整	(746)	(653)	(387)	(1307)	(1875)
现金净增加额	(591)	3692	2420	4892	5099

利润表

单位: 百万元	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
营业收入	30224	32263	39738	44022	48515
主营收入	30093	32093	39638	43922	48415
营业成本	25376	26231	31909	35357	38974
毛利	4716	5861	7729	8565	9441
销售、行政及一般	1729	1916	2327	2579	2843
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	3118	4115	5502	6086	6698
利息支出	1308	1095	1592	1543	1543
利息收入	130	139	159	206	271
权益性投资损益	39	42	90	90	90
其他非经营性损益	(141)	(1984)	(200)	(200)	(200)
非经常项目损益	116	451	900	900	900
除税前利润	1955	1667	4858	5540	6217
所得税	499	518	759	861	963
少数股东损益	45	28	81	92	103
归属于普通股股东净利	1412	1122	4019	4587	5151
EPS (元)	0.73	0.58	1.05	1.20	1.35

主要财务比率

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
年成长率					
营业收入	4%	7%	23%	11%	10%
营业利润	-10%	32%	34%	11%	10%
净利润	-20%	-21%	258%	14%	12%
获利能力					
毛利率	15.6%	18.2%	19.5%	19.5%	19.5%
净利率	4.7%	3.5%	10.1%	10.4%	10.6%
ROE	5.6%	4.3%	13.4%	13.6%	13.5%
ROIC	4.0%	2.7%	7.7%	8.1%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	60.7%	60.7%	56.9%	54.3%	51.8%
净负债比率	49.2%	48.8%	43.8%	41.1%	38.5%
流动比率	1.0	1.2	1.5	1.8	2.0
速动比率	0.8	0.9	1.2	1.5	1.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	6.3	7.3	8.0	7.6	7.6
应收帐款周转率	4.3	5.2	6.4	6.0	6.0
应付帐款周转率	7.0	6.5	7.0	6.7	6.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.73	0.58	1.05	1.20	1.35
每股经营现金	2.88	3.34	1.73	1.95	2.07
每股净资产	12.96	13.46	7.82	8.84	9.95
每股股利	0.41	0.41	0.53	0.60	0.67
估值比率					
PE	11.9	14.9	8.2	7.2	6.4
PB	0.7	0.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	18.2	21.2	12.1	11.3	10.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。