

APP收购博汇纸业，白卡纸行业竞争格局改善

——造纸行业深度报告

证券分析师：周海晨 A0230511040036 屠亦婷 A0230512080003

研究支持：柴程森，周迅，丁智艳

2020.1.14



投资要点：APP收购博汇纸业，白卡纸行业竞争格局改善

- **金光纸业将受让博汇集团100%股权，通过直接和间接持有博汇纸业48.84%股权成为博汇纸业实际控制人，推动白卡纸行业进一步整合**
- **白卡纸需求：受益消费升级，及对灰底白纸板的替代，稳定增长**
 - 内生需求：下游食品、日化、3C等消费品的增速回升带动社会卡需求增长；外卖纸推动食品卡需求增长；预计白卡纸内生需求将维持5-10%左右增速
 - 替代需求：环保趋严、原材料紧缺及价格上行加速白卡对灰底白的替代效应
- **白卡纸供给：行业短期无新产能压力，行业整合推动竞争格局改善**
 - 收购完成后，白卡纸行业实现进一步整合，龙头纸企之间协同性有望提升
 - 行业短期内无新增产能压力，存量供给整合，供给格局明显改善
- **过去几年无序竞争的状态将成为历史，行业有望进入平稳发展期**
 - 由于行业龙头之间为抢占市场纷纷扩建产能，使得行业盈利波动性较大
 - 收购完成后，白卡纸行业盈利有望稳定向上修复，白卡纸盈利弹性将逐步显现
- **推荐关注白卡纸标的博汇纸业、晨鸣纸业，建议关注浆纸龙头太阳纸业**

目录

1. APP将成博汇纸业实控人
2. 行业供给格局优化，需求稳定增长
3. APP是国内最大的浆纸企业
4. 推荐关注：博汇纸业、晨鸣纸业、太阳纸业

1、APP将成博汇纸业实控人

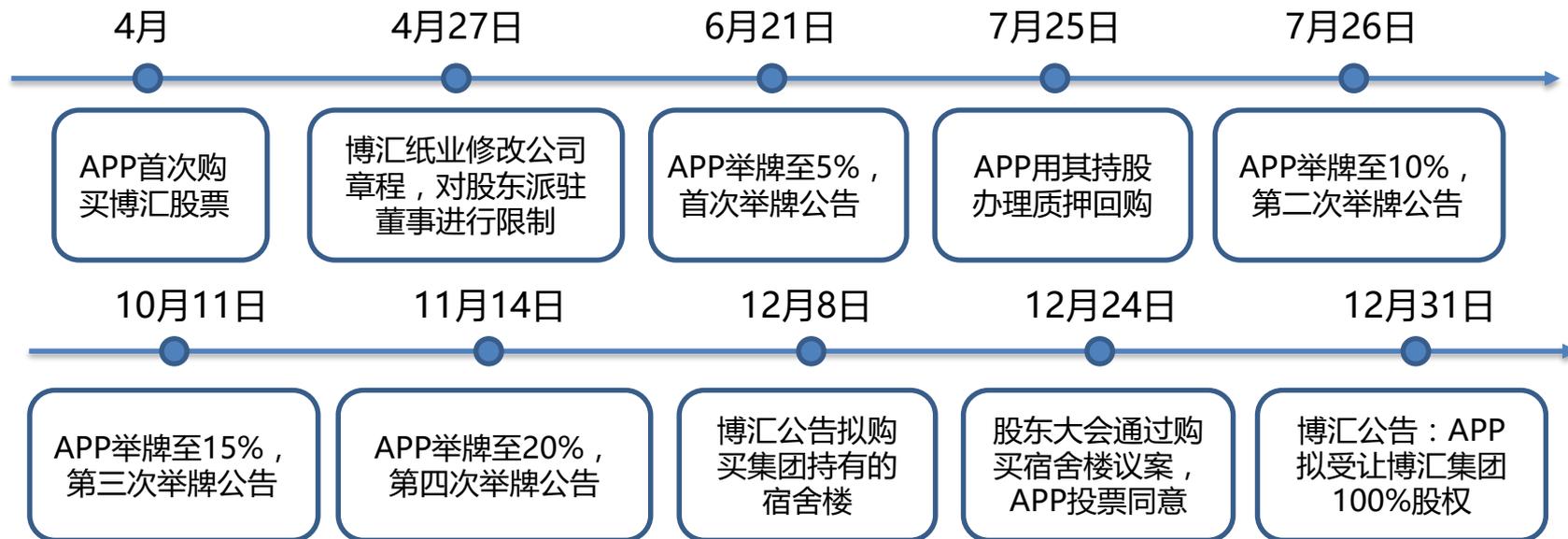
1.1 APP举牌博汇纸业，并受让博汇集团100%股权



■ APP收购博汇纸业进程：

- 4月，APP首次在二级市场购买博汇纸业股票，之后连续四次举牌至持股20%
- 11月，博汇集团由于债务水平不断提高，资金压力不断增大，主动寻求控制权转让机会
- 12月底，APP凭借其管理经验、产业规模和资金实力获得博汇集团认可，受让博汇集团100%股权

2019年

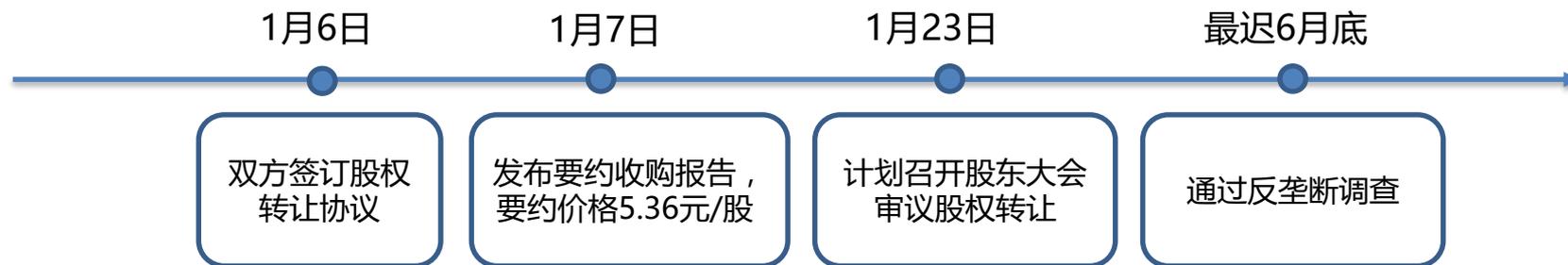


1.2 双方积极推进博汇集团股权交割

■ 2020年1月，双方拟签署股权转让协议后，积极推进股权交割事宜

- **股东大会**：公司公告将在1月23日召开临时股东大会审议收购议案
- **反垄断调查**：反垄断调查自公告日起可申请。执法机构对经营者集中实施两阶段审查制：第一阶段为初步审查，时限为30日内；第二阶段审查期限为90日内；如果出现特殊情况延长审查期限的，最长不得超过60日。
- **发改委外商投资安全审查、商务部门备案**
- **正式交割**：双方承诺在审查结束后5个工作日内完成交割
- **要约收购**：向其他股东发起要约收购，要约收购价5.36元/股，有效期为自要约收购公告日起30个自然日

2020年

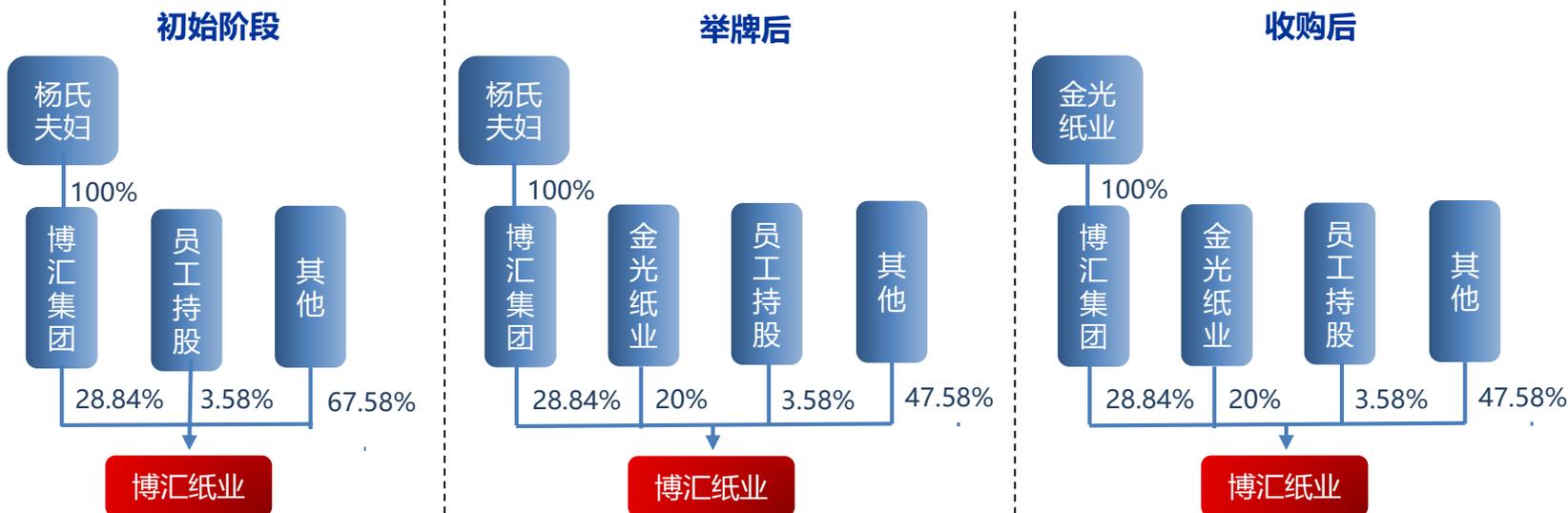


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 金光纸业将成为博汇纸业实际控制人

- 此次交割完成后，金光纸业及其一致行动人将获得博汇纸业28.84%股权，加上前期举牌获得的20%股份，合计持有博汇纸业48.84%股份
- 金光纸业通过收购将获得上市公司体内造纸资产及所属集团的配套热电厂
 - 博汇集团除上市公司外资产包括：全资控股山东天源热电及江苏丰源热电两个热电厂，为上市公司配套热电；全资控股山东国金化工，主要产品包括氢氧化钠、液氯、盐酸、硫酸；其他贸易公司、投资公司及部分参股公司

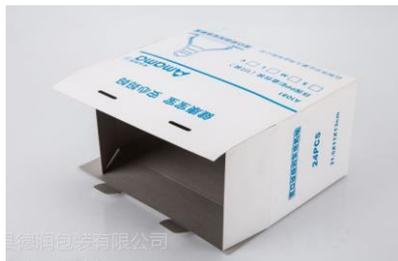
博汇纸业股权变化图



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

2、行业供给格局优化，需求稳定增长

2.1 白卡纸用途定位于高档内包装

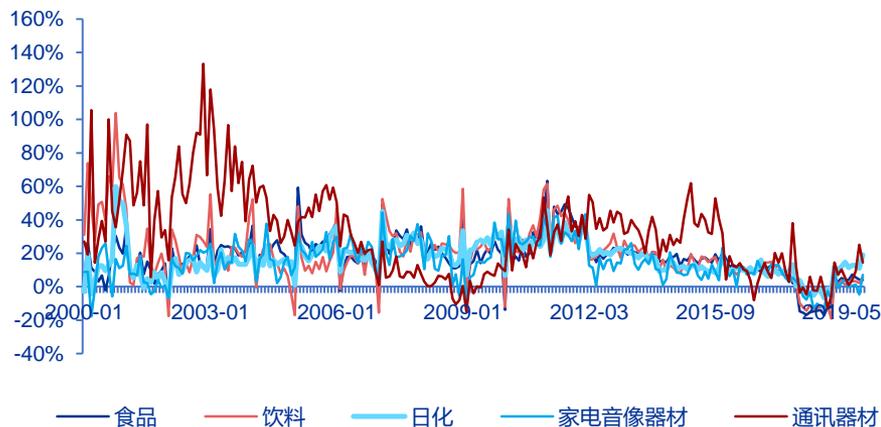
用途分类	原纸	主要用途	当前主流价格	纤维原料	代表纸厂	产品形态
内包装	白卡纸	高档消费品的内包装	5700-6200元/吨	木浆	金光、博汇、万国、太阳、晨鸣	 
	灰底白板纸	中低端消费品的内包装	4000-4700元/吨	废纸	玖龙、建晖等	 
外包装	箱板纸、瓦楞纸	运输包装、外包装箱	箱板纸： 4000-5000元/吨 瓦楞纸： 3500-4000元/吨	废纸	玖龙、理文、山鹰等	 

2.2 内生需求：包装纸伴随下游需求稳定自然增长

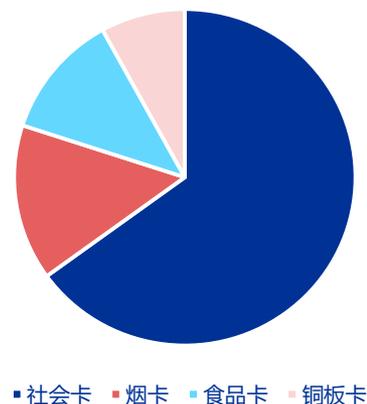
■ 社会卡及食品卡需求带动白卡纸需求增长

- 社会卡：下游食品、日化、3C等消费品的增速回升带动社会卡需求稳定增长
- 食品卡：根据艾瑞咨询：2020年在线外卖行业行业规模将增长14.2%，叠加禁塑令的影响，外卖纸包装需求增长将推动食品卡需求增长
- 烟卡：国内烟草销量基本稳定，预计烟卡需求稳定
- 预计白卡纸内生需求（不考虑替代需求）将维持5-10%左右增长

下游消费品增速有所回升



社会卡为白卡纸最主要需求



2.3 替代需求：白卡纸逐步替代灰底白，带动需求增长

■ 白卡纸对灰底白纸板的替代将是行业趋势

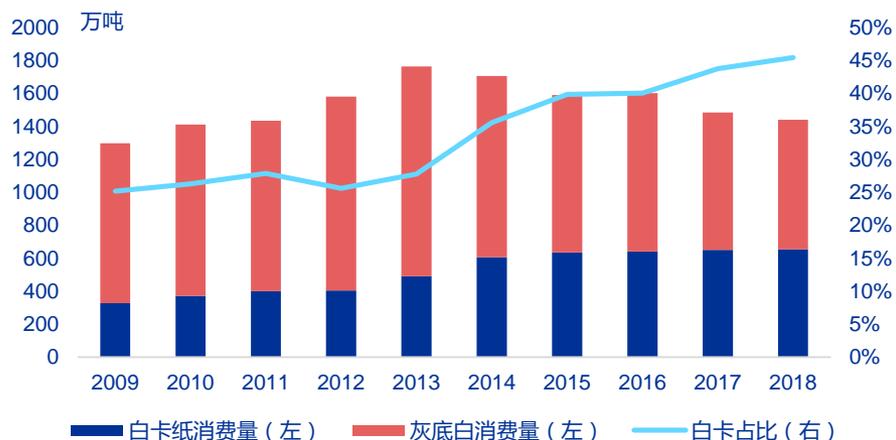
- 白卡纸在白度、平滑度、光泽度和着墨性多方面均优于灰底白，包装效果更精美
- 伴随消费升级及消费品对包装重视度提升，白卡对灰底白的替代将是行业趋势

■ 外废进口禁令，推升灰底白纸价，加速替代效应

- 灰底白原材料为废纸，外废政策收紧背景下，国废供给紧张推涨国废价格，灰底白纸板将因成本上行价格上涨，白卡纸与灰底白价差收窄将加速替代效应

■ 2018年灰底白/白卡纸消费量786/655万吨，若可实现对灰底白当前消费量一半的替代，白卡纸需求将增长60%

白卡逐步实现对灰底白板纸的替代



两者价差收窄催化白卡对灰底白的替代



2.3 替代需求：环保趋严及原材料紧缺加速灰底白产能出清

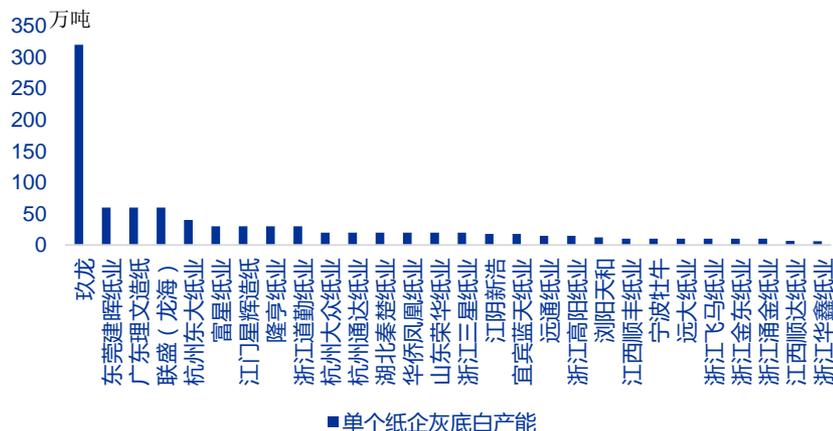
■ 灰底白行业呈现一家独大，行业多为中小产能，且多分布在富阳地区

- 根据卓创资讯统计，国内产能超过50万吨的灰底白纸企仅4家
- 灰底白板纸产能多分布在浙江富阳，根据《杭州市大气环境质量限期达标规划》2020年关停区域内115家造纸厂，到2021年，完成富阳区造纸行业关停搬迁

■ 原材料紧缺，废纸系将加速中小产能出清

- 由于外废政策收紧，国废供需紧张，中小灰底白纸企将因原材料短缺退出市场

灰底白板纸行业纸厂产能多为50万吨以下



杭州市在2020年计划关停115家造纸企业

序号	区域	项目名称	项目类型	实施时间	
1	杭州经济开发区	1家环保高科技企业	合成车间关停	2019年	
2		1家化工企业	合成车间关停	2019年	
3		1家生物科技企业	关停	2019年	
4		1家食品企业	关停	2019年	
5		1家橡胶企业	非子午胎产能关停	2020年	
6		1家医药企业	合成车间关停	2021年	
7		1家橡胶企业	关停	2021年	
8	杭州大江东产业集聚区	3家化工企业	关停并转	2019年	
9	萧山区	4家化工企业(中心区)	关停并转	2021年	
10		4家铸造企业(绕城以内)	关停	2019年	
11		11家电镀企业(绕城以内, 园区外)	关停	2019年	
12		1家热电企业(绕城以内)	关停	2019年	
13		4家印染企业(绕城以内)	搬迁	2020年	
14		32家A、B类化工企业(绕城以内, 钱塘江沿岸)	搬迁	2020年	
15		24家印染企业(绕城以外)	搬迁	2022年	
16		8家再生纤维企业全部	关停	2021年	
17		余杭区	4家水泥粉磨站	关停	2020年
18		富阳区	115家造纸企业	关停	2020年
19		富阳区	4家热电企业(部分垃圾污泥焚烧处置锅炉除外)	关停	2020年
20	41家化工企业		关停	2020年	
	35家铸造企业		关停	2020年	
21		3家水泥企业产能合并	搬迁	2020年	

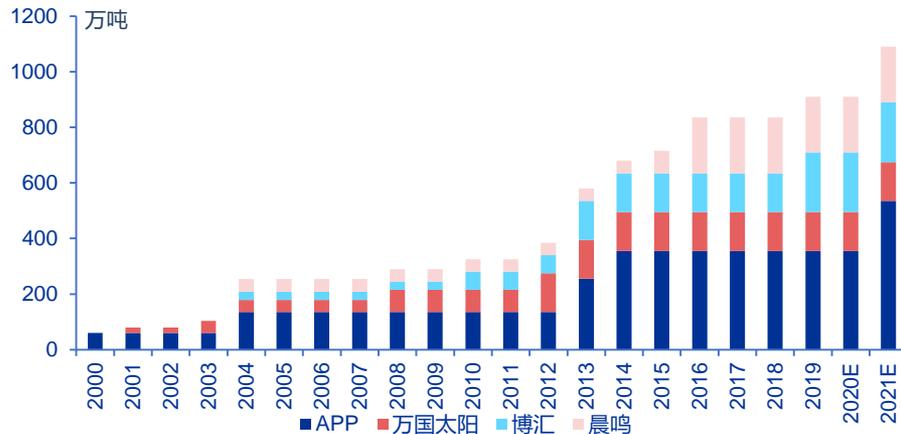
2.4 白卡纸已经过行业出清，存量产能均为大中型产能

区域	省份	纸厂名称	产品	品牌	纸机单产能 (万吨)	单厂产能 (万吨)	单厂市占率
华东地区	山东省	山东太阳纸业股份有限公司	白卡纸、铜板卡、纸杯原纸、食品卡、液包原纸、烟卡	万国骄阳、华夏太阳、金太阳	20	140	13%
					24		
					36		
					60		
	山东省	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	白卡纸、铜板卡、扑克牌纸	白杨、白玉	45	45	4%
		亚太森博(山东)浆纸有限公司	白卡纸、纸杯原纸、食品卡、液包原纸	金博、银博、博旺	17	52	5%
	35						
	山东省	山东博汇纸业股份有限公司	食品卡、烟卡		30	65	6%
			白卡纸、食品卡、铜板卡	博汇	35		
	江苏省	江苏博汇纸业有限公司	白卡纸	丹顶鹤、白鸥	75	150	14%
白卡纸			丹顶鹤、白鸥	75			
浙江省	宁波中华纸业有限公司	白卡纸、铜板卡、烟卡		32	62	6%	
		烟卡		30			
	宁波亚洲浆纸业有限公司	白卡纸、铜板卡	酋长、亚洲之星 金丽、金采	75 75	150	14%	
华南地区	广东省	珠海红塔仁恒纸业有限公司	白卡纸、烟卡、液包原纸	红塔、红梅	7	30	3%
					23		
		珠海华丰纸业有限公司				30	30
	湛江晨鸣浆纸有限责任公司	白卡纸	丽品、丽致、丽盈	120	120	11%	
广西省	广西金桂浆纸业有限公司	白卡纸	金蝶兰、富桂、帝王松	120	120	11%	
江西省	江西晨鸣纸业有限公司	白卡纸		35	35	3%	
华中地区	河南省	新乡新亚纸业集团股份有限公司	白卡纸	新辉煌	25	35	3%
			纸杯原纸		10		

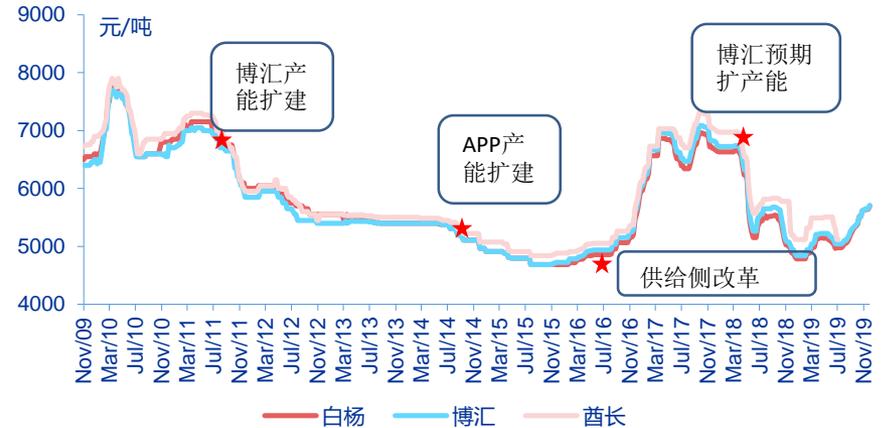
2.5 历史回顾：白卡纸行业由于行业龙头抢市场，盈利波动性大

- 白卡纸行业虽然集中度高，但龙头积极扩建产能，抢占市场份额，协同稳定性不强，导致行业盈利波动性大

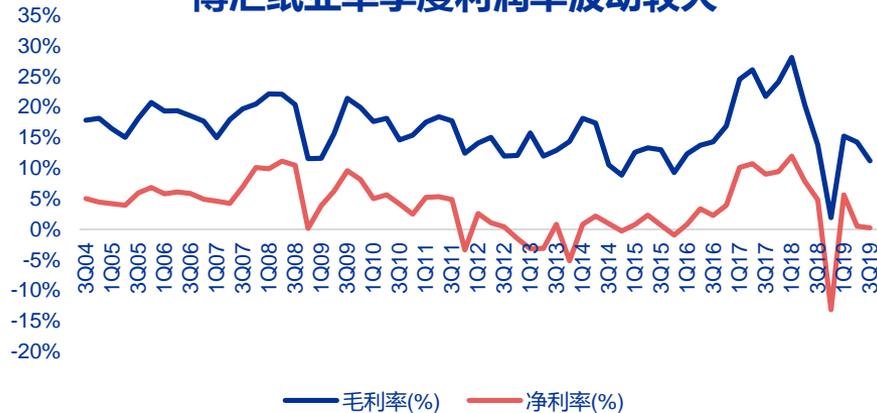
四大白卡纸厂产能扩张历程



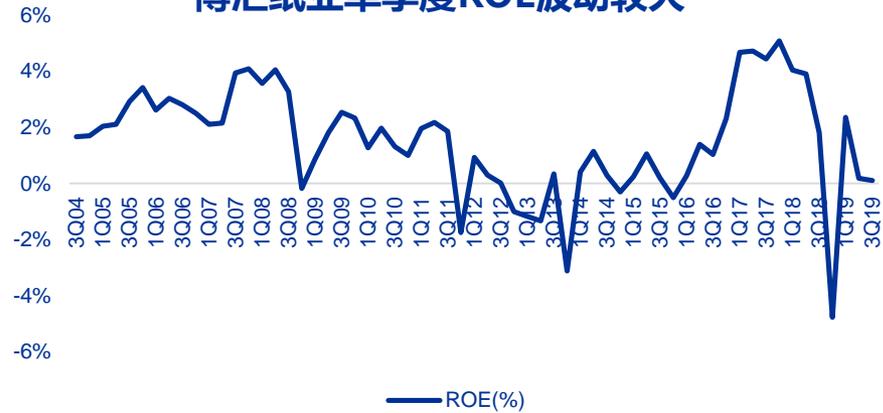
白卡纸历史价格波动较大



博汇纸业单季度利润率波动较大



博汇纸业单季度ROE波动较大

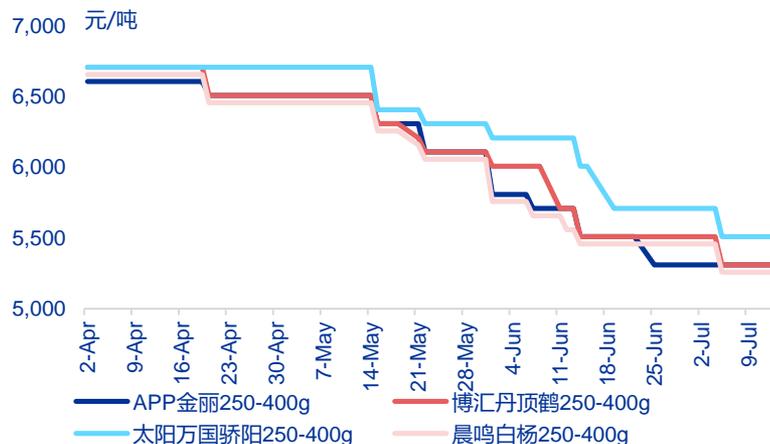


2.5 历史回顾：行业龙头抢占市场份额，引发2018年白卡纸价格战

■ 龙头抢占市场份额，行业爆发价格战

- 2018年初，博汇纸业推进江苏75万吨白卡纸项目，并筹划江苏三期项目（100万吨白卡纸），两期项目落地后产能将超过APP成为国内最大白卡纸企业
- 为抢占市场份额，行业价格战爆发。APP、博汇、晨鸣大幅降价，太阳跟随降价；期间出现先发货后定价现象，对于经销商恶意抛货，纸厂默许并高额返利。4月中旬至7月中旬累计降价1200-1400元/吨
- 2018Q4博汇单季度亏损2.54亿，为上市以来最大单季度亏损

2018年白卡纸行业价格战



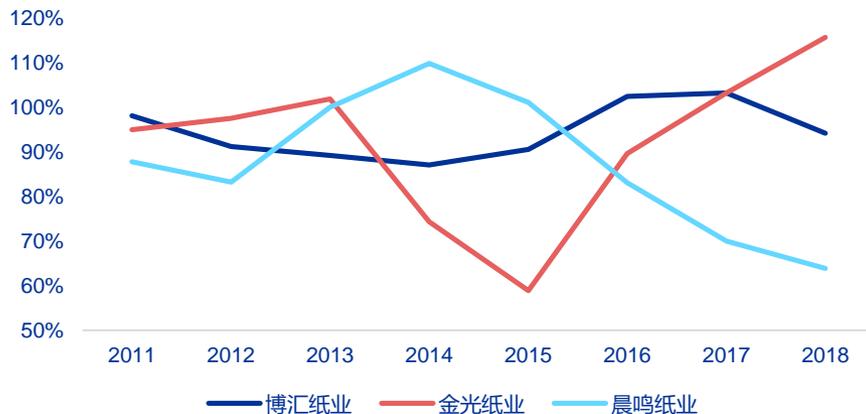
2018年白卡纸行业价格战进程梳理



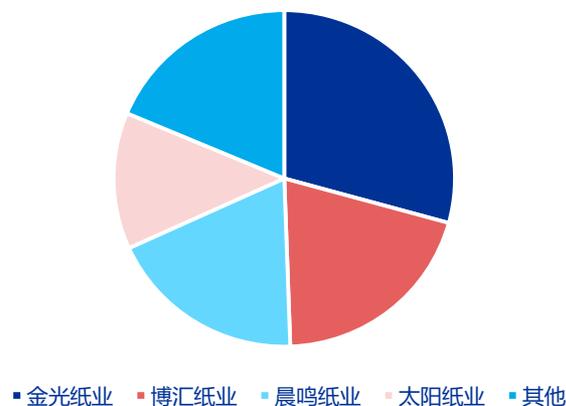
2.6 APP收购博汇，行业进一步整合，提升龙头协同性

- **白卡纸行业集中度高**：根据卓创资讯统计，我国白卡纸产能1109万吨，金光纸业、博汇纸业、晨鸣纸业和万国太阳现有产能分别为312万吨、215万吨、200万吨和140万吨，四大纸厂合计市占率81%
- **行业短期内并无新增产能投放，供给格局将明显改善**
 - 金光纸业广西金桂新建180万吨白卡纸产能，预计最早投产时间为2021年Q4

白卡纸产能利用率差异



白卡纸行业CR4达到81%



3、APP为国内最大浆纸工厂

3. APP是国内最大的浆纸系企业

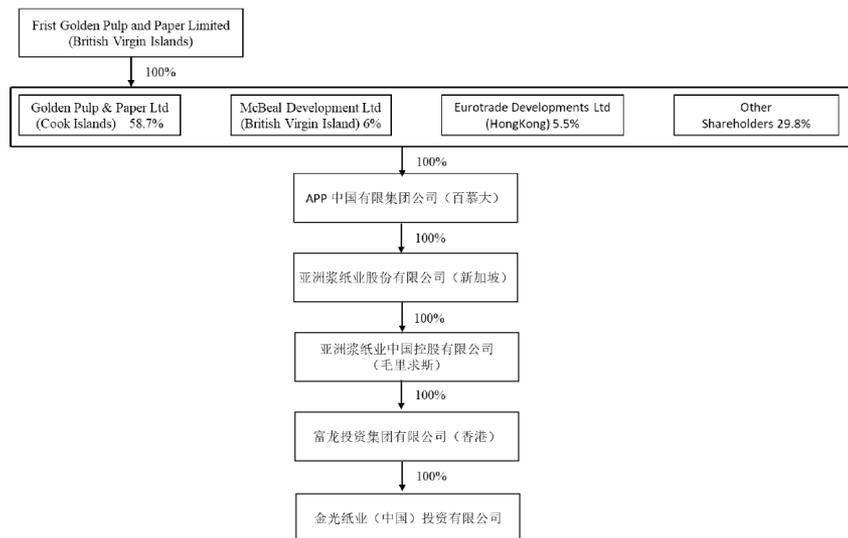
■ APP是国内最大的浆纸系纸企，覆盖纸种全、生产规模大

- 金光纸业是全球领先的侨资造纸企业，自20世纪90年代进入中国市场，截止2019年Q3末，金光纸业（中国）总资产达到1750亿元（其中账面现金311亿元）
- 金光纸业白卡纸、铜版纸和生活用纸产能均为国内最大，2018年拥有浆纸产能1074万吨
- 2018年实现收入589.50亿元，对应净利润23.37亿元

金光纸业国内主要生产基地（万吨）

产品	工厂	位置	主要产品	年产能
浆	金海浆	海南	漂白硫酸盐桉木浆	135
	金桂浆	广西	桉木化机浆	75
文化纸	金东纸业	江苏	铜版纸	200
	金海浆	海南	铜版纸	100
	金华盛	江苏	无碳复写纸、双胶纸等	67
白卡纸	宁波中华	浙江	白纸板、白卡纸	62
	亚洲浆	浙江	白纸板、白卡纸	150
	金桂浆	广西	白卡纸、食品级白卡	100
生活纸	金红叶	江苏	卫生纸、厨房用纸等	137
纸制品	其他工厂	-	各类纸制品	48
-	合计		-	1,074

金光纸业（中国）股权架构



3. APP是国内最大的浆纸系企业

2018年金光纸业实现收入589.50亿元



2018年金光纸业实现净利润23.37亿元



金光纸业近三年产销情况 (万吨)

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
纸浆	产能	210.00	210.00	210.00
	产量	217.00	227.10	246.00
	产能利用率	103%	108%	117%
	销量	200.00	196.06	204.00
	产销率	92%	86%	83%
文化纸	产能	365.00	367.00	367.00
	产量	379.00	376.00	353.00
	产能利用率	104%	102%	96%
	销量	376.00	378.00	349.00
	产销率	99%	101%	99%
白卡纸	产能	260.00	312.00	312.00
	产量	233.00	322.00	361.00
	产能利用率	90%	103%	116%
	销量	234.00	318.00	363.00
	产销率	100%	99%	101%
生活纸	产能	132.00	137.00	137.00
	产量	104.00	112.00	102.00
	产能利用率	78%	82%	74%
	销量	99.00	107.00	104.00
	产销率	95%	96%	102%
其他纸	产能	73.00	48.00	48.00
	产量	42.00	37.00	40.00
	产能利用率	58%	77%	83%
	销量	43.00	40.00	46.00
	产销率	102%	108%	115%

4、估值及盈利预测

4.1 白卡纸吨盈利弹性——以博汇纸业为例

- 根据测算，对应当前白卡纸售价5810元/吨及浆价，博汇纸业单吨白卡纸吨净利270元/吨
- 白卡纸每提价200元/吨，吨纸净利可提升133元
- 如果当前浆价维持稳定，白卡纸价格达到6000元/吨，吨纸净利可达到396元/吨

博汇纸业白卡纸单吨净利测算模型

单位：元/吨		吨纸含税售价						
		5400	5600	5810	6000	6200	6400	6600
吨纸综合用浆价格	3300	353	486	625	751	884	1017	1150
	3500	247	380	519	645	778	911	1043
	3700	141	274	413	539	672	804	937
	3900	35	167	307	433	566	698	831
	3969	-2	131	270	396	529	662	794
	4100	-72	61	200	327	459	592	725
	4300	-178	-45	94	220	353	486	619
	4500	-284	-151	-12	114	247	380	512

单位：元/吨	含税价	不含税价
售价	5810	5142
阔叶浆价格（明星）	3750	3319
针叶浆价格（银星）	4500	3982
化机浆价格（佳维）	4000	3540
综合用浆成本	3969	2810
吨纸化学品		500
累计折旧		267
人工成本		50
能源动力		533
其他制造费用		80
吨毛利		902
税金及附加		19
销售费用		211
管理费用		82
财务费用		230
吨税前利润		360
吨税后利润		270

注1：吨纸原材料、人工、折旧、制造费用为2014-2018年博汇白卡纸吨纸成本的平均值

注2：吨纸化学品成本假设为500元/吨

注3：吨纸费用参考博汇纸业2014-2018年吨纸费用平均值

注4：吨纸纤维成本按照吨纸使用0.4吨化机浆、0.3吨阔叶浆和0.1吨针叶浆计算，对应浆品牌选取佳维、明星、银星

注5：增值税税率为13%、所得税税率为25%

4.2 白卡纸上市公司盈利弹性大

- 当前大厂非涂布文化纸吨净利约1000元/吨，白卡纸吨净利有较大修复空间。
- 假设白卡纸吨净利2020-2021年分别为400元和800元，博汇纸业盈利将体现出较大弹性

博汇纸业2020-2021年单吨盈利模型

博汇纸业	产能-万吨		吨净利-元/吨		净利-亿元	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
白卡纸	215	215	400	800	8.6	17.2
箱板瓦楞纸	60	60	100	100	0.6	0.6
文化纸	50	50	400	400	2.0	2.0
合计					11.5	19.8

晨鸣纸业2020-2021年单吨盈利模型

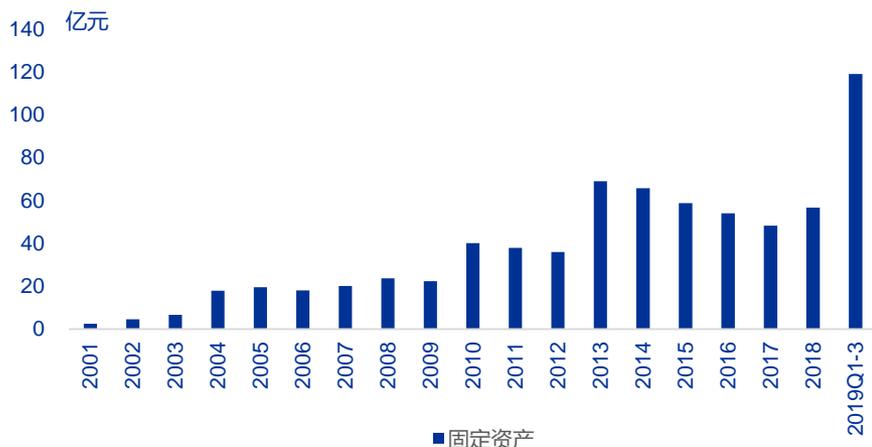
晨鸣纸业	产能-万吨		吨净利-元/吨		净利-亿元	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
轻涂纸	8	8	500	500	0.4	0.4
双胶纸	215	215	700	700	15.0	15.0
书写纸	3	3	700	700	0.2	0.2
铜版纸	129	129	500	500	6.4	6.4
白卡纸	204	204	600	1000	8.5	16.3
静电纸	46	46	700	700	3.2	3.2
其他机制纸	74	74	400	400	2.9	2.9
融资租赁					4	2
合计					40.8	46.5

4.3 博汇纸业：纯正白卡标的，要约收购提供安全边际

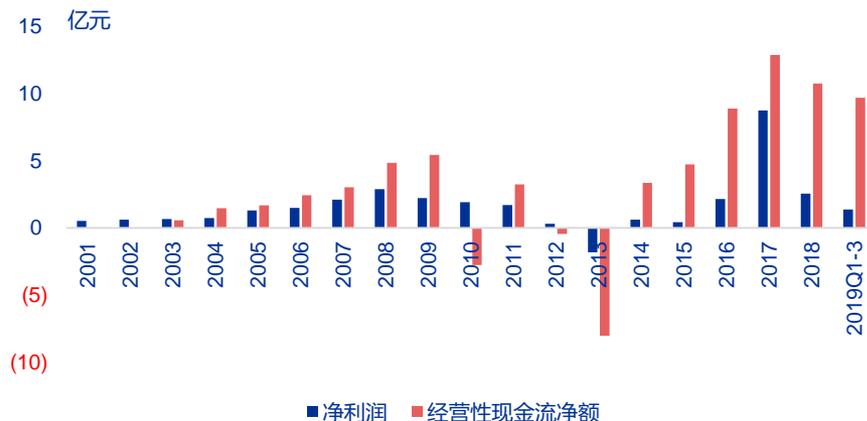
■ 博汇纸业以白卡纸为主业，业绩弹性最强

- 2019年扩产后，公司白卡纸产能达到215万吨，白卡纸盈利弹性最强
- 2019年新建100万吨箱板瓦楞纸产能（其中50万吨瓦楞纸已转产文化纸），产能进一步扩张，整体盈利有望突破前期单季度高点
- 公司前期部分设备已完成折旧，经营性现金流持续好于净利润
- APP要约收购5.36元/股提供安全边际（有效期为要约收购公告日起30个自然日）

2019年公司新产能密集投放



公司经营净现金流持续高于净利润



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

4.3 晨鸣纸业：白卡纸及文化纸盈利改善，剥离其他资产回归造纸主业

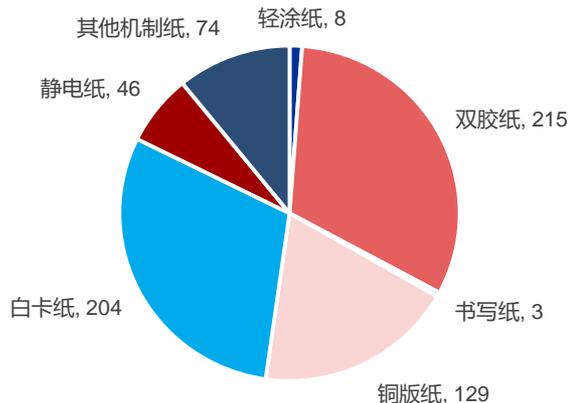
■ 白卡纸、文化纸盈利显著改善，2020-2021年业绩弹性将显现

- 白卡纸产能204万吨，竞争格局改善，提供盈利弹性
- 文化纸产能约400万吨，淡季价格稳定，年后有望提价，行业景气度维持高位

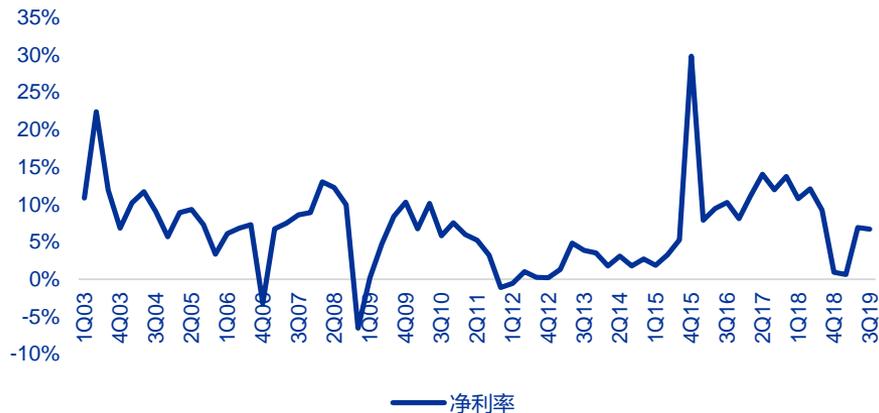
■ 逐步剥离非造纸业务，纸浆自给率显著高于行业均值

- 公司逐步剥离矿业（2019年8月已完成）、融资租赁等非造纸资产
- 公司浆纸产能为国内龙头，伴随寿光、黄冈浆线达产，纸浆自给率显著高于行业水平；重新聚焦造纸主业，浆纸龙头有望重新起航

晨鸣纸业2020年产能（万吨）



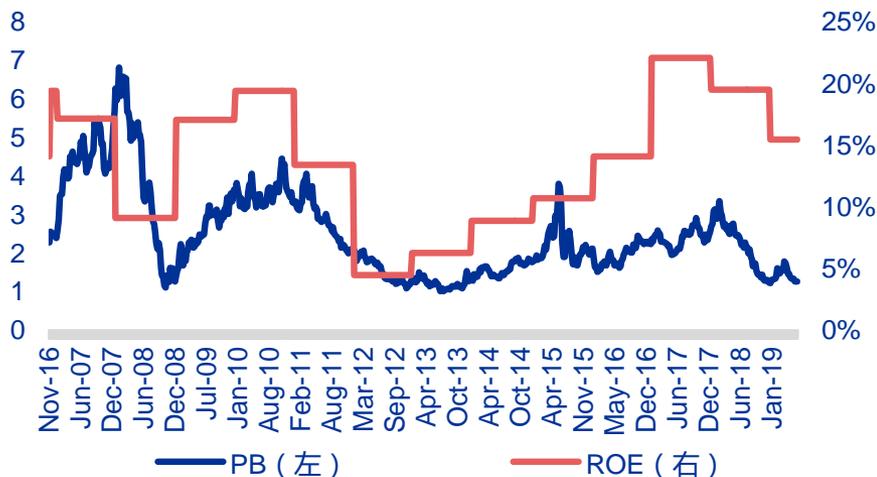
公司净利率水平有望得到进一步修复



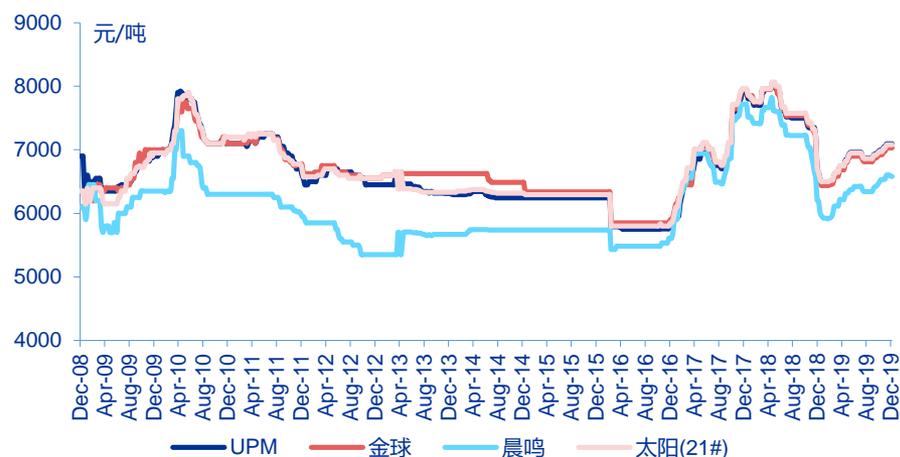
4.3 太阳纸业：文化纸管理标杆，原材料结构愈加完善

- **造纸龙头：公司管理能力和激励水平为行业标杆，具有成长属性的造纸龙头**
- **浆纸系龙头协同性整体增强，吨纸盈利盈利能力逐步改善**
- **2019-2020年新增产能逐步投放，原料自给率逐步提升**
 - 废纸原材料：国内木屑浆/半化学浆/本色浆项目+老挝废纸浆项目，改善箱板瓦楞纸原料结构
 - 纸：2020年Q4山东45万吨文化纸、2021Q1老挝80万吨箱板瓦楞纸
- **太阳控股集团全资控股子公司万国太阳拥有140万吨白卡纸产能同样受益**

公司当前PB处历史底部区间



双胶纸价格年内稳步持续提涨

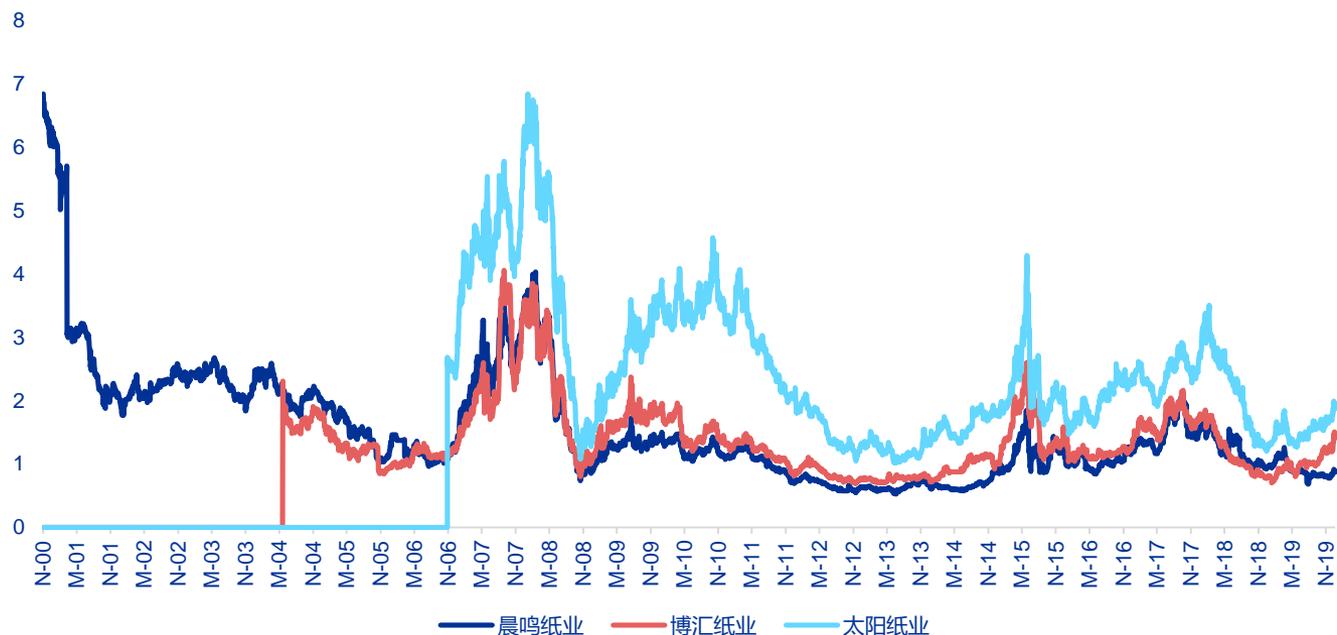


4.4 白卡纸重点公司盈利预测及估值

重点造纸公司盈利预测及估值

	2020/1/13 市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE			PB
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
博汇纸业	80	2.92	11.2	19.8	27.4	7.1	4.0	1.52
晨鸣纸业	127	18.18	40.8	46.5	7.0	3.1	2.7	0.89

晨鸣纸业PB估值处历史底部，格局改善有望带动博汇纸业估值中枢上行



信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

周海晨
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷
tuyt@swsresearch.com