

太阳纸业跟踪报告：看好盈利回升&估值修复， 精细化管理奠定中长期竞争壁垒

分析师：朱悦 执业证书编号：S1220519050001

联系人：钟天皓

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

太阳纸业多年来通过优秀的经营管理&产能扩张实现业绩稳健增长，虽然2019H1受景气影响而业绩承压，但我们认为基本面从2019Q2开始触底回升，短期业绩趋势向好，而中长期则可看文化纸行业需求好转带来的产业链提价及自供浆带来的利润释放。

1) 公司看点：①**精细化管理奠定中长期竞争力。**太阳纸业ROE近年来表现优于同行，一方面得益于优秀的管理能力，推动产能稳步有序扩张，另一方面得益于成本精细化管理（直接原材料的成本占比高于同行）；②**吨净利环比持续修复。**浆、纸价格走势背离，造纸利润修复，太阳吨利润预计于2019Q2实现触底回升；③**ROE仍处相对高位，估值有修复空间。**我们测算太阳2019年ROE维持在2016年的水平，历史PB中枢在1.9X左右，目前PB为1.69X，仍具修复空间。

2) 文化纸：①**供需格局相对良好（19-20年新产能较少），且市场集中度高，传导成本能力强；**②**太阳目前主要通过自产化机浆满足部分木浆需求（约40万吨，生产成本预计3000-4000元/吨），同时老挝亦有30万吨化学浆产能，进一步优化成本结构；**③**老挝项目复制难度大，奠定中长期壁垒；广西45万吨特种文化纸项目推进持续落实“林浆一体化”战略。**

3) 箱板纸：①**需求不佳&新增产能投产预期压制行业景气，成本优势壁垒成破局主力；**②**公司目前拥有160万吨包装纸产能，2021年预计老挝80万吨产能投产，成为重要业绩增量。与此同时，公司通过半化学浆、老挝废纸浆等方式优化成本（预计较国废成本低300元/吨）。**

投资建议：太阳为造纸行业制造管理能力领先公司，且我们认为2019年景气度将逐季改善，预计公司2019-2021年EPS为0.76/0.77/0.91元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：上游库存持续高企影响造纸行业提价；国际环境需求恶化，带动产业链需求下行。

盈利预测

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	21768.40	21635.00	22075.00	24222.00
(+/-) (%)	15.21	-0.61	2.03	9.73
净利润	2237.61	1974.46	1994.16	2359.93
(+/-) (%)	10.54	-11.76	1.00	18.34
EPS (元)	0.86	0.76	0.77	0.91
P/E	8.92	11.08	10.97	9.27

一

太阳纸业：立足精细化管理运营的国内造纸龙头

二

文化纸：供需格局稳定，太阳林浆一体化打造成本壁垒

三

箱板纸：博弈行业产能投放节奏，太阳专注成本端优势

四

盈利预测与投资建议



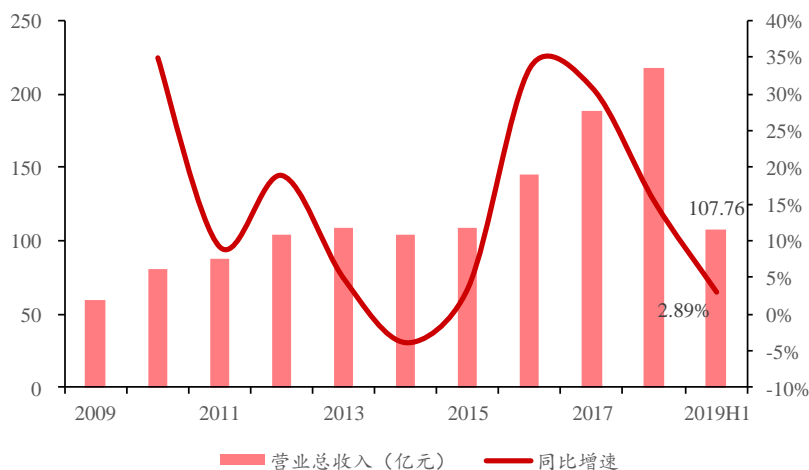
太阳纸业：立足精细化管理运营的国内造纸龙头

1.1 公司简介：国内造纸龙头，受行业景气影响而业绩有所承压

专注造纸主业，立足林浆一体化构建成本壁垒。太阳纸业是我国造纸行业龙头，拥有浆纸产能合计670万吨，近年来稳步推进林浆一体化发展战略（老挝项目逐步投产、规划广西分公司等），构建中长期竞争壁垒。同时，箱板纸领域布局逐步迎来收获期，随着半化学浆、废纸浆产能释放，成本有望迎来优化。

景气下滑，业绩短期承压。受行业景气下滑&浆纸价格下跌时滞影响，2019年H1太阳纸业营收增速大幅下降，仅为2.89%（2016-2018年复合增速为26.36%），而归母净利润则同比下滑27.8%。但分季度看，得益于产业链利润再分配，二季度毛利率明显回升（环比增加4.1pct），盈利能力预计将持续修复。

图：太阳纸业营收增长情况



图：太阳纸业净利润增长情况

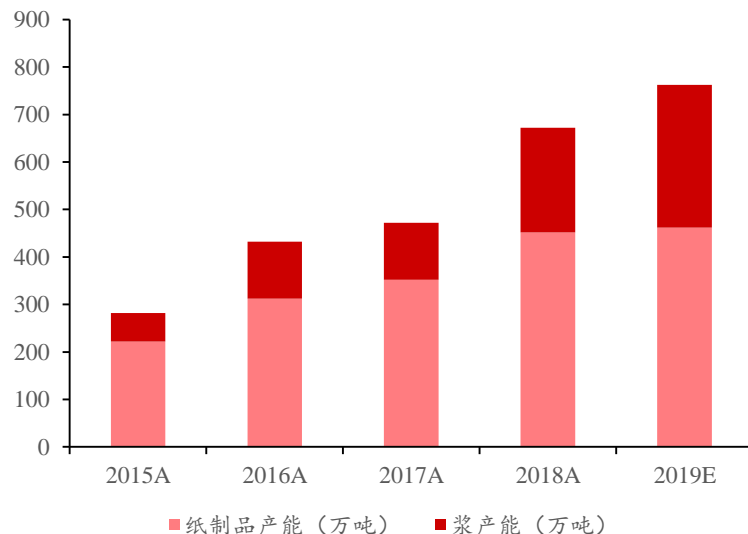


1.1 公司简介：股权结构稳定，产能稳步扩张

股权结构稳定，股东回购显发展信心。公司实际控制人为李洪信及其家族，通过山东太阳控股集团有限公司持有公司股份47.66%。在行业景气下滑拖累公司股价期间，大股东于2018年11月-2018年12月累计增持公司股份786.85万股，累计增持金额5010万元，增持均价为6.37元/股，表明大股东对公司价值的认可与中长期发展信心。

产能扩张贡献业绩增量，注重林浆一体化构建成本竞争优势。公司多年来持续推动产能扩张，实现市场份额稳步提升，与此同时，关注成本优势的构建，通过自有林场、老挝项目等方式提高自供浆比例，从而实现成本优势。

图：公司浆纸产能情况



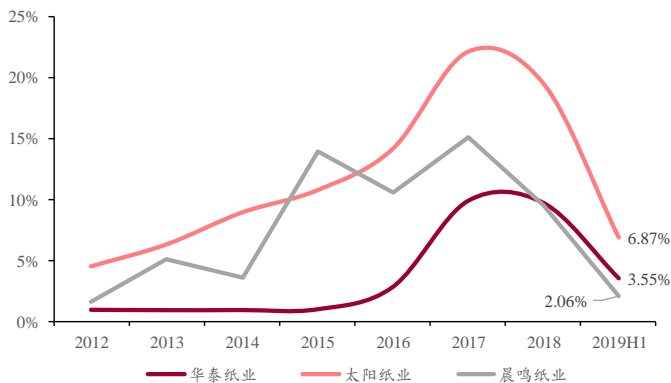
图：后期产能扩张计划统计

新增产能品类	新增产能	预计投产时间
高档包装纸（老挝）	两条各年产40万吨的生产线	2021年上半年
特色文化用纸	年产45万吨	未开工，等待政府批文，预计工期18个月
广西分公司	结合当地资源推进“林浆纸一体化”	公司2019年7月12日已取得执照，工期不明

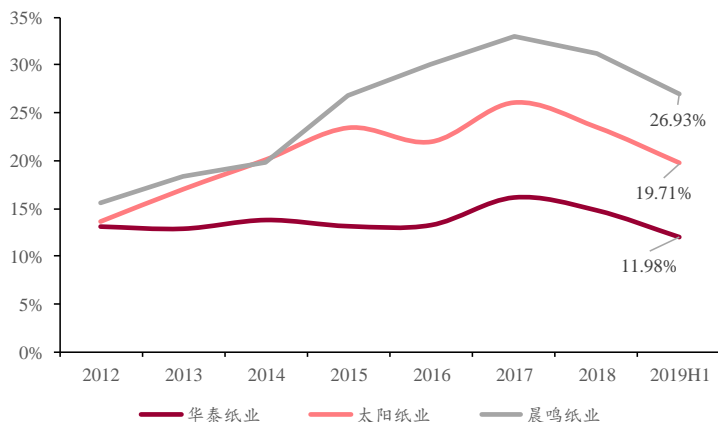
1.2.1 公司看点 (1) : 高效管理助力龙头表现超越同侪

提升运营效率，保持竞争优势。 太阳纸业ROE近年来表现均优于同行，这一方面得益于林浆一体化战略下成本优势明显（毛利率表现优异，17-18年毛利率提升较慢主因箱板纸产能投放初期毛利率较低），另一方面则得益于公司强调精细化管理运营。

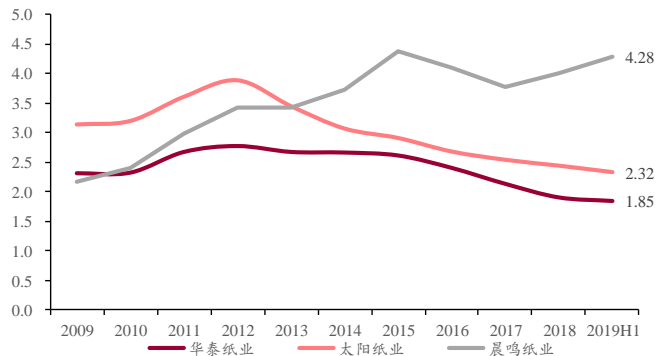
图：净资产回报率对比



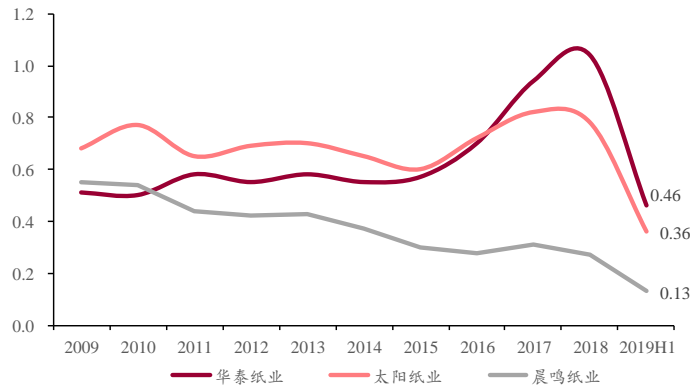
图：毛利率对比



图：资产周转率对比



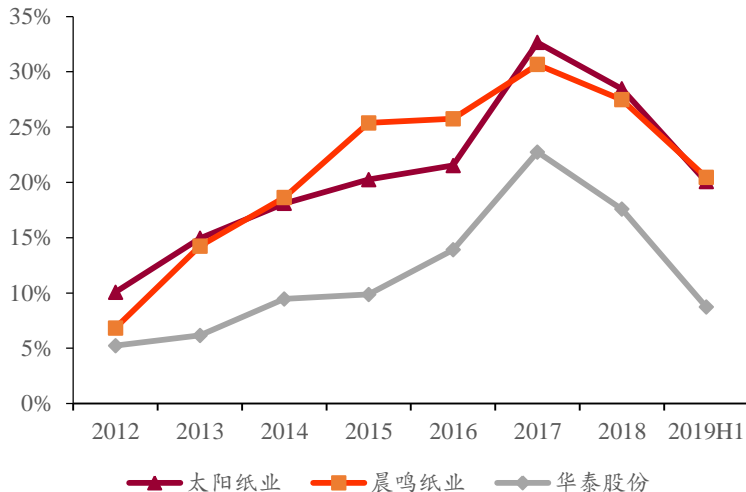
图：权益系数对比



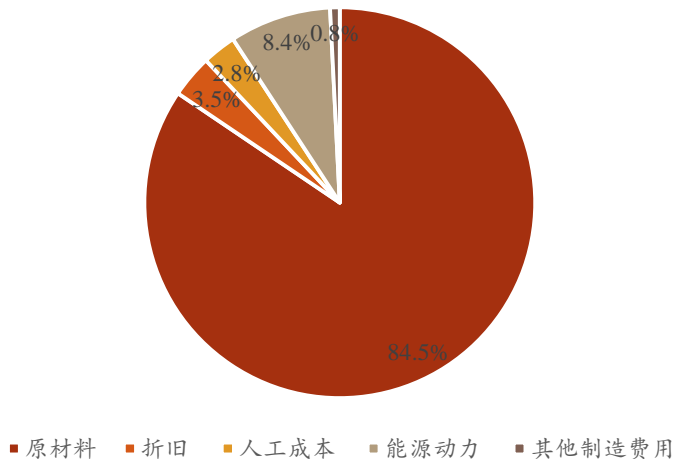
1.2.1 公司看点（1）：注重生产成本管控，盈利能力领先行业

太阳盈利能力领先行业。以铜版纸为例，虽然太阳的自供浆比例没有晨鸣纸业高，但整体毛利率水平仍与晨鸣相近，且远高于其他龙头。从成本拆分角度看，这主要是得益于公司注重成本的精细化运营，能源成本占比远低于晨鸣（太阳为8.4%，晨鸣为11.03%）。

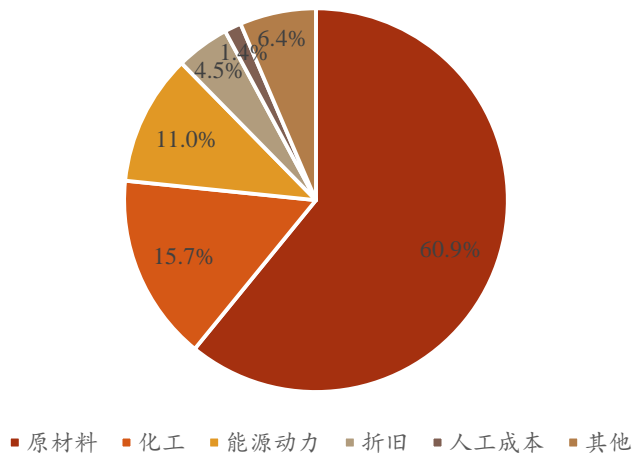
图：各龙头铜版纸毛利率对比



图：太阳纸业机制纸成本结构



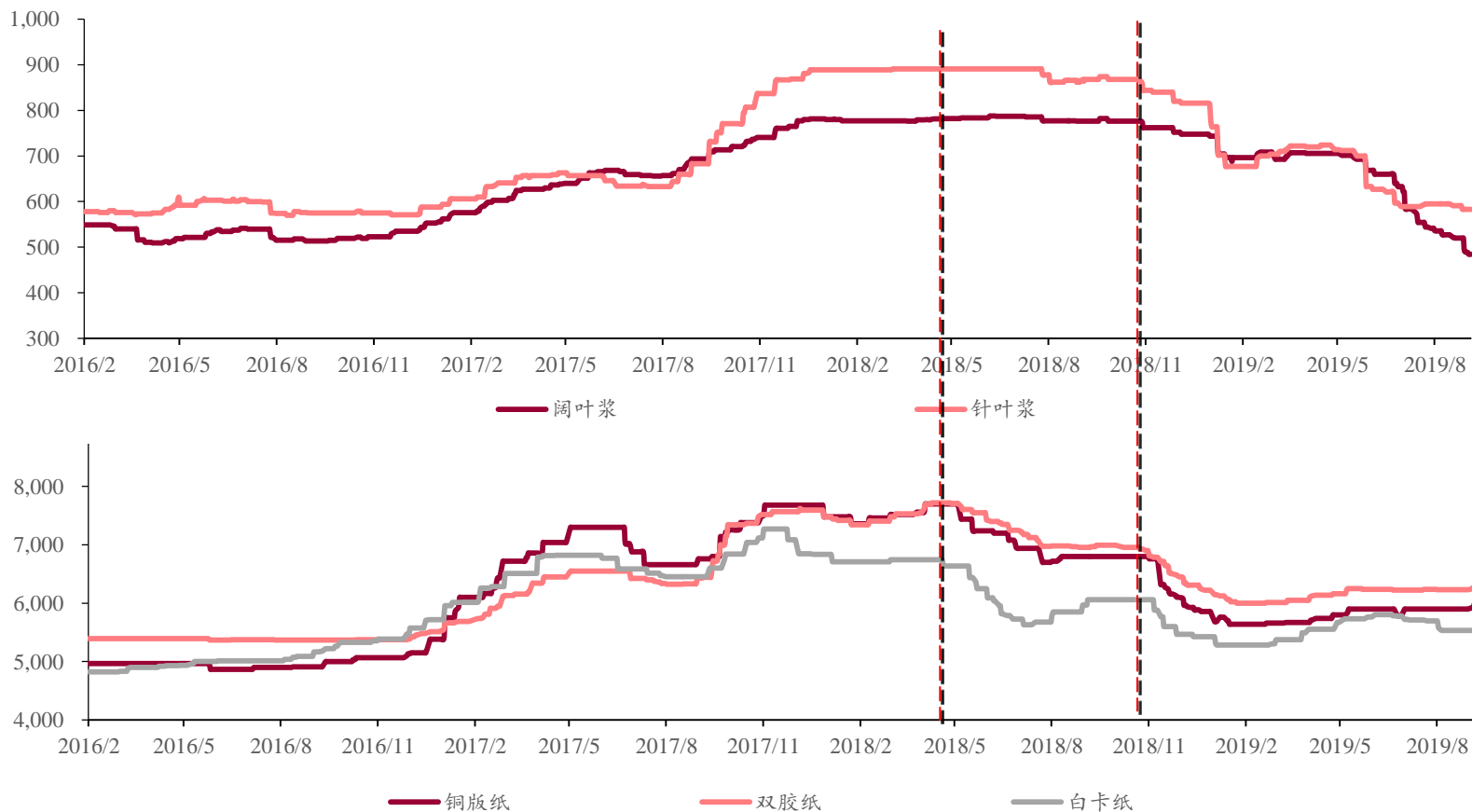
图：晨鸣纸业机制纸成本结构



1.2.2 公司看点（2）：调价时滞，造纸利润受压制

纸浆价格走势分化，上下游利润变动时滞。从终端价格看，文化纸&白卡纸价格从2018年5月开始快速下行，而浆价则从2018年10月才开始明显下跌，同时，受造纸企业自身库存的成本确认周期影响，浆厂、造纸厂的利润走势出现分化。

图：木浆价格&文化纸价格走势

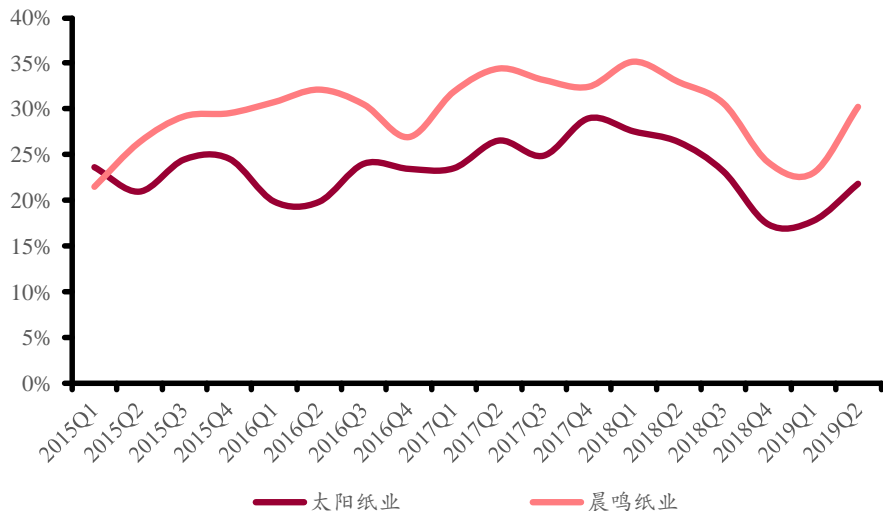


1.2.2 公司看点（2）：利润往下游修复，产业链利润再均衡

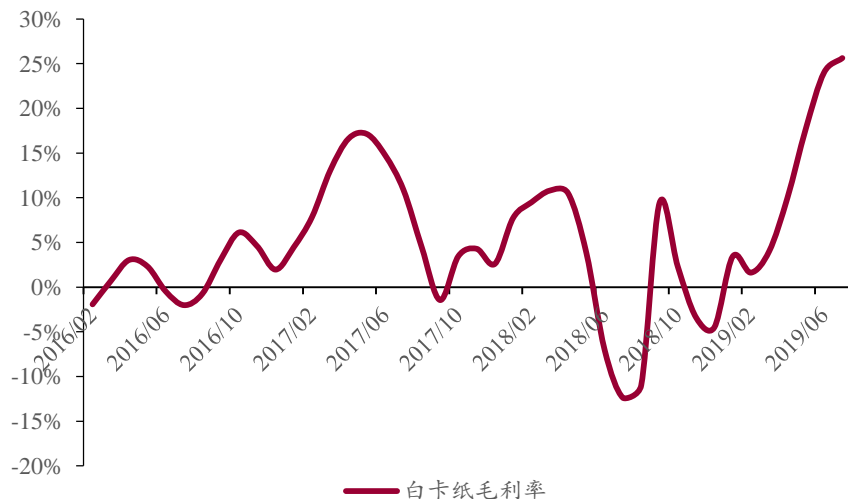
文化纸盈利&库存下滑，纸价企稳、浆价下跌修复造纸企业利润。在利润快速下滑情况下，造纸企业持续出清库存，考虑到下游文化纸真实需求并没有明显下滑（主要受行业库存影响），而行业年内新增产能较少，供需格局恢复平衡，纸价于2019年3月企稳并有所回升；相较之下，浆价直至2019年7月开始触底震荡，从而推动造纸企业盈利持续修复。

从我们的测算来看，下游造纸行业得益于产业链利润转移、库存时滞等影响，预计仍有利润修复的空间，产业链利润分配逐步走向均衡。

图：太阳纸业分季度毛利率

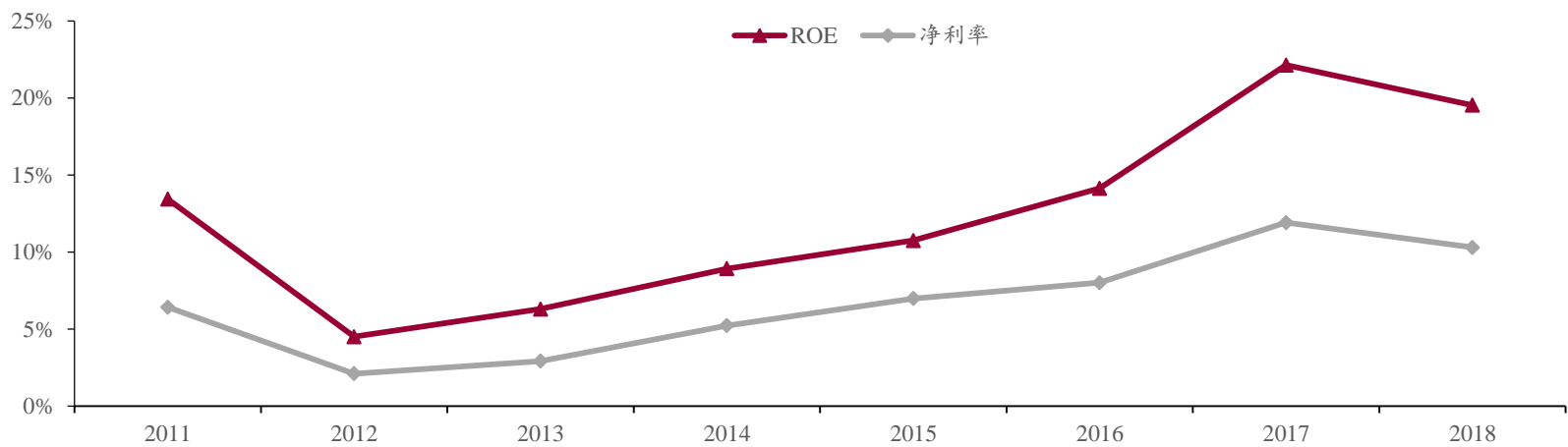


图：白卡纸行业利润水平

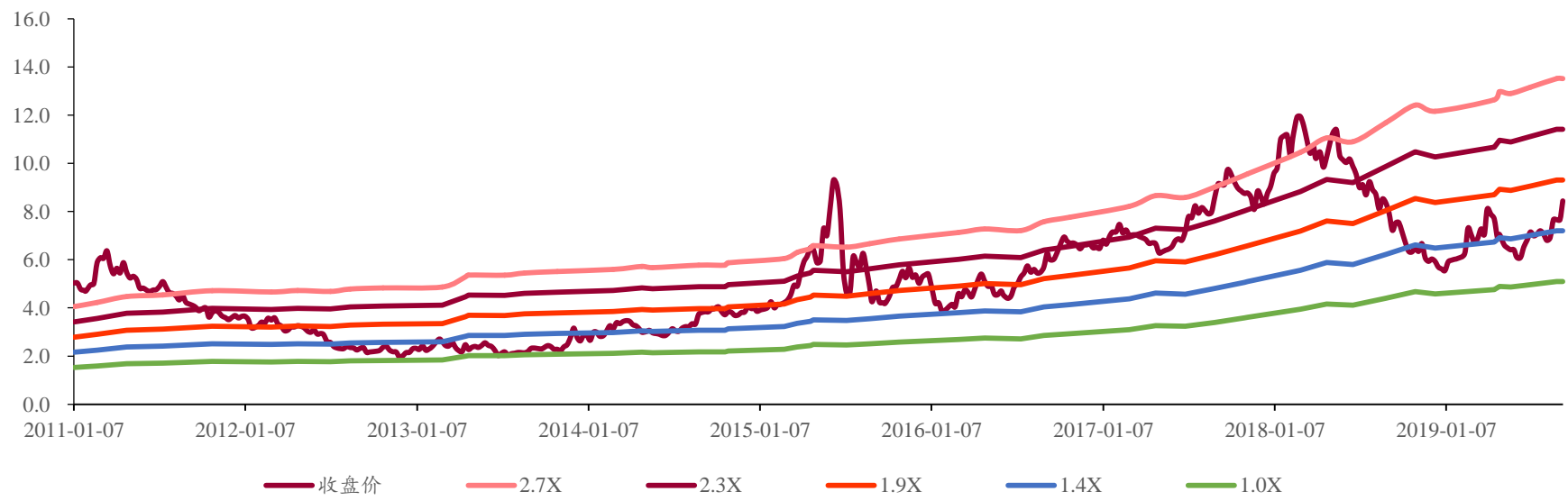


1.2.2 公司看点 (3) : ROE维持高位, 估值具备修复空间

图：太阳纸业ROE&净利率



图：太阳纸业PB BAND



1.2.2 公司看点（3）：ROE维持高位，估值具备修复空间

复盘近十年的太阳纸业估值及ROE走势情况：

1) 2012-2013年：四万亿投资刺激下，前期行业新规划产能逐步进入投产阶段，供需格局持续恶化带动公司业绩下滑，ROE在2012年触底，在此背景下，公司PB估值亦在1.0-1.4X之间波动，亦是近十年底部。

2) 2014-2018年：行业供需格局逐步修复，公司新产能不断投放，ROE进入稳步提升阶段，PB亦跟随性上涨。整体来看，剔除15年大牛市、17年供给侧改革等特殊情况下（在供给侧改革所推动的行业景气高点阶段，PB最高可达11X以上），这个阶段PB中枢在1.9X左右。

3) 2019年至今：近期受行业周期下行影响，公司估值亦再度回落至1.4-1.6X之间，据我们测算，2019年公司ROE有望维持在2016年的水平，对应估值区间在1.9X左右，而太阳目前PB为1.69X，仍具有修复空间。

图：造纸行业固定资产投资增速（累计同比）





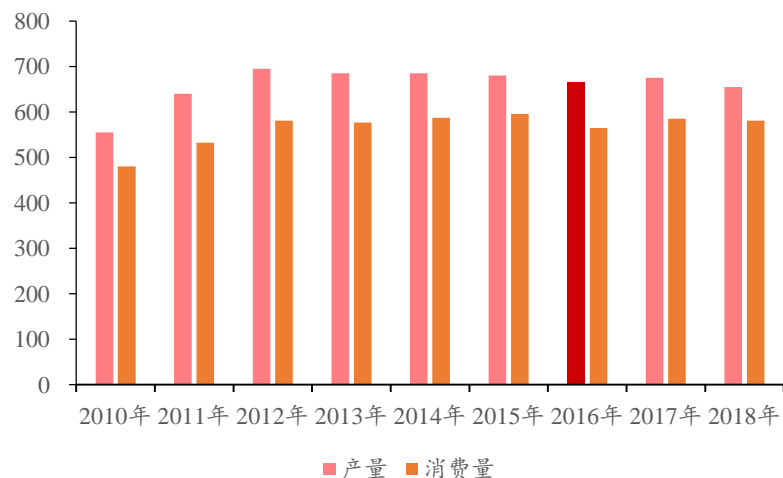
文化纸：供需格局稳定，太阳林浆一体化打造成本壁垒

3.1 文化纸：供需格局相对稳定，市场竞争格局良好

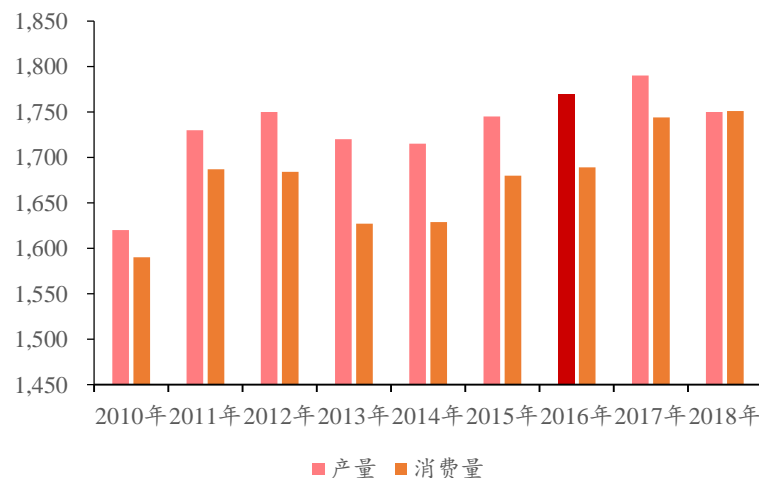
近两年无大型产能投放，终端需求平稳。从需求端看，文化纸的需求与经济相关性相对较小，铜版纸、双胶纸、白卡纸近几年整体保持平稳（铜版纸受终端无纸化趋势影响，需求有所下滑，而双胶纸使用量保持低速增长，白卡纸随受包装景气影响而有波动，但中长期对白板纸的替代趋势有望进一步提升其市场空间），而从供给端看，文化纸近两年没有明显的产能投放，供需格局良好。

竞争格局良好，纸厂议价能力强。相较于箱板纸，文化纸市场集中度相对较高（铜版纸/双胶纸/白卡纸CR4分别为91%/48%/81%），对下游议价能力强，这也是造纸企业利润水平与上游浆厂能实现同步波动的重要原因。

图：铜版纸产量、消费量情况（吨）

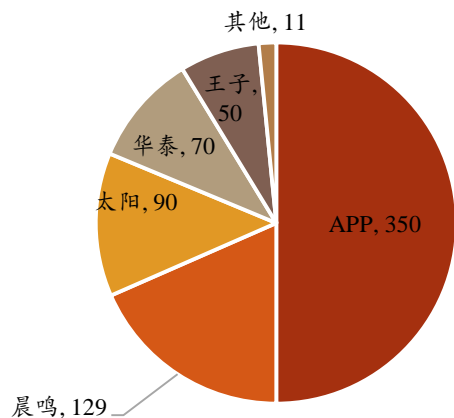


图：双胶纸产量、消费量情况（吨）

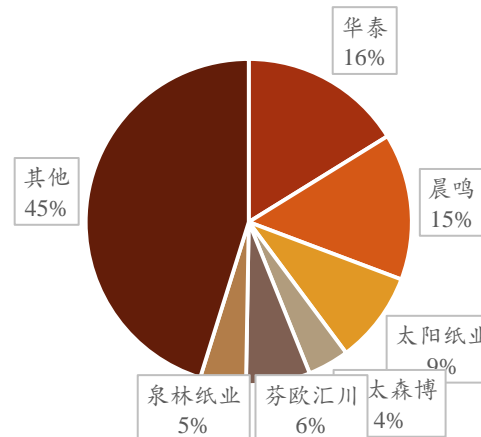


3.1 文化纸：供需格局相对稳定，市场竞争格局良好

图：铜版纸市场竞争格局（2017）



图：双胶纸市场竞争格局（2017）



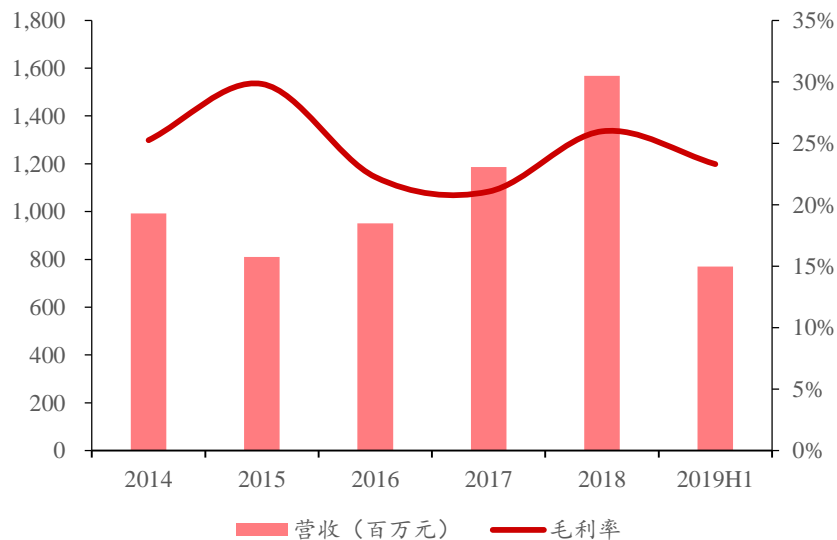
图：文化纸新增产能统计（部分）

公司名称	产能大小 (万吨)	投产地区	进展
太阳纸业股份有限公司	45	山东	投资20.16亿元在山东本部（太阳新材料产业园内）建设年产45万吨特色文化用纸项目，项目预计2020年12月投产
晨鸣纸业	14	武汉	晨鸣纸业也将武汉晨鸣14万吨新闻纸机转产文化纸，寿光本部新闻纸改文化纸项目持续投入。
	51	山东	拟在原 60 万吨牛卡纸生产线厂 房内新建一条年产 51 万吨高档文化纸的生产线，寿光美伦 51万吨高档文化纸项目已于2018年8月底投产；
博汇纸业	45	山东	2019年6月公告，公司拟拆除现有14万吨文化纸项目所有生产设备和车间，投资建设年产45万吨高档信息用纸项目，项目产品为静电复印纸，以商品木浆为主要原料，建设期2年，预计项目投资17.19亿。

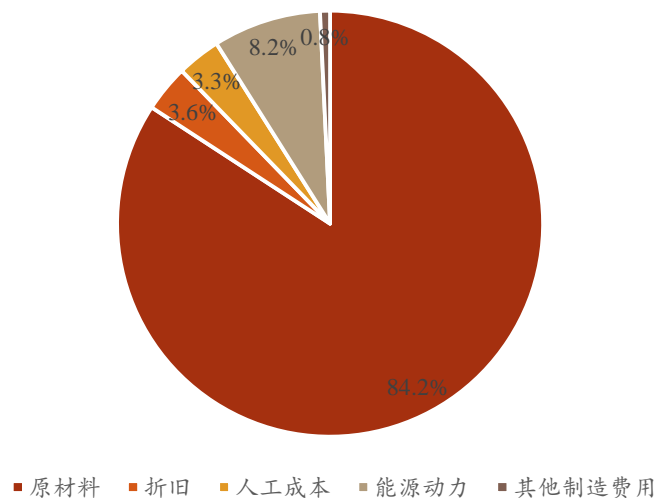
3.2 太阳纸业：林浆一体化构建成本壁垒，竞争优势明显

木浆自供潜力大，成本优势明显。除了外购的进口浆外，太阳的木浆需求主要通过化机浆满足——2018年预计公司自用机械浆产能大约在40万吨（通过自有林地等方式获取木片，预计木片成本大约在1300元/吨），成本约3000-4000元/吨，相较对外采购化机浆的成本优势约500元/吨（预计对应成品纸成本优化100-150元/吨）。与此同时，老挝30万吨化学浆产能于2018年投产（目前主要做溶解浆），木浆生产成本亦较国产木浆有优势，实现成本优化。

图：太阳化机浆业务情况



图：太阳纸业文化纸成本结构（2018年）



3.3 太阳纸业：老挝项目奠定中长期竞争壁垒，新产能持续规划

老挝项目经济效益明显。公司老挝项目目前主要由30万吨化学浆以及120万吨造纸项目（40万吨再生纤维板项目已于2019.5开始试生产，另有两条合计80万吨高档包装纸项目预计将于2021年上半年试生产）构成：

1）化学浆（溶解浆）项目：成本优势在于一方面是当地的优惠税收政策，另一方面则是当地直接生产木片转化为化学浆，可以节省木片运输成本（大约300元/吨，2.2-2.5吨木片生产1吨化学浆）。

2）120万吨造纸项目：40万吨再生纤维板项目主要通过美废进行生产，从而在外废禁止进口的大背景下获取稳定的废纸浆产能来源（预计比国废成本低40-50美元/吨），目前该废纸浆主要运回国内生产使用，后续随着当地包装纸产能投产，直接用于满足当地生产需求。

在自供浆打造成本壁垒的情况下，太阳近期再度开启文化纸领域的新一轮产能扩张周期：

1）年产45万吨特色文化用纸项目：公司拟在山东本部建立45万吨特色文化用纸项目，预计投入20.16亿元，每年实现营收27.45亿元，实现利润总额3.09亿元，项目建设周期为18个月。该项目为高端文化纸项目，有利于产品结构丰富和优化。

2）投资设立广西太阳纸业公司：太阳拟在广西北海市设立广西太阳纸业有限公司（名字暂定），注册资本为5亿元，预计将充分利用广西丰富的林木资源以及北海市铁山港区的物流优势，一方面继续落实“林浆一体化”战略，另一方面则推进与老挝项目的协同效应。



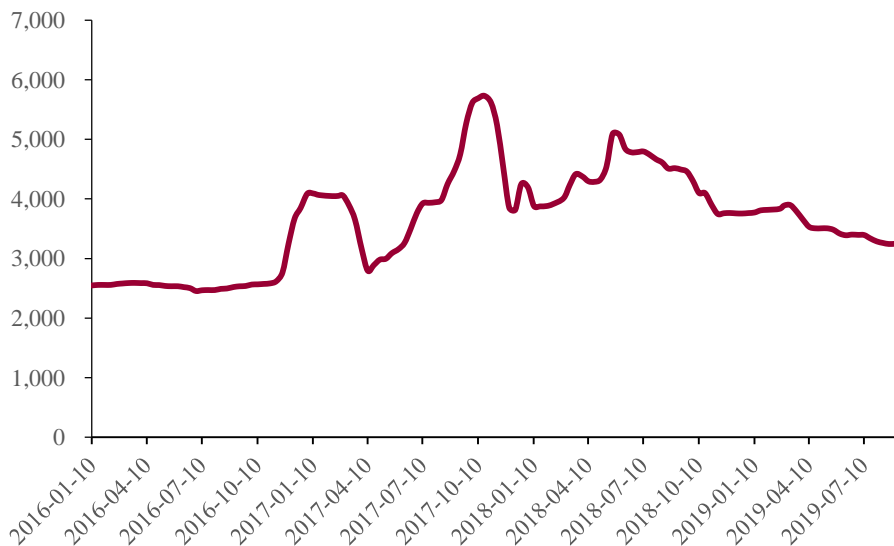
箱板纸：博弈行业产能投放节奏，太阳专注成本端优势

3.1 行业：下游需求不佳压制景气，中长期成长空间看好

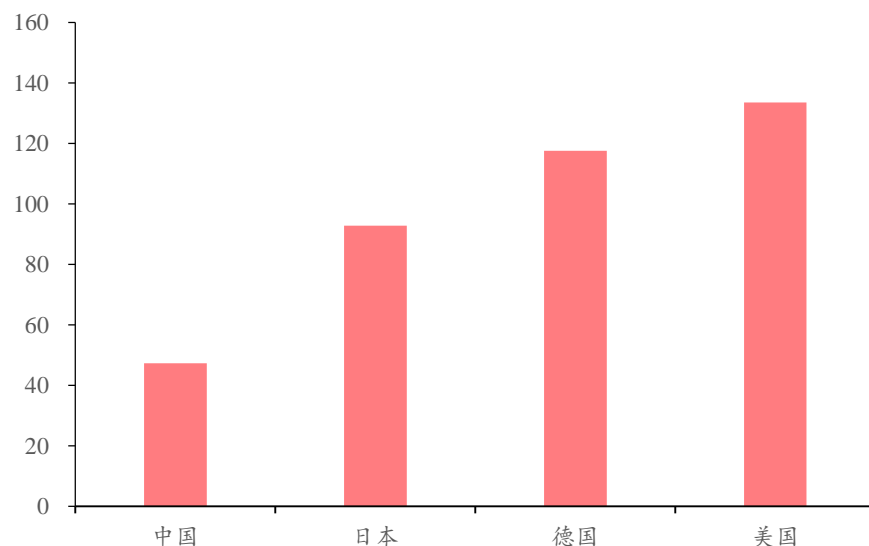
下游需求不佳，箱板纸价格持续寻底。包装纸下游涉及日化/汽车/快递等领域，此外还有20%+的包装纸用于商品出口领域，在整体经济偏弱、出口承压的情况下，箱板纸终端需求不佳。与此同时，箱板纸竞争格局分散，2017年CR4约33%，终端竞争激烈。受此影响，箱板纸价格目前仍处寻底阶段。

中长期看箱板纸需求仍具较大的成长空间。横向比较发达国家人均箱板纸消费量看，我们国家人均箱板纸消费量与发达国家仍有较大差距，后续随电商、快递业务的进一步发展有望打开市场空间。此外，我国包装纸也有望逐步推动产品结构升级。

图：瓦楞纸价格走势（元/吨）



图：部分国家人均箱板纸消费量（KG/人/年）



3.1 行业：产能规划较多，博弈原材料缺口对投产节奏的影响

受前两年行业高景气影响，行业新增产能规划较多，不完全统计预计超900万吨，而目前需求整体不佳，诱发市场对后续供需格局恶化的担忧，纸价持续承压。

外废政策或影响新产能投产节奏。随着我国开始限制外废进口，外废配额持续减少，造纸企业寻求国废替代从而大幅抬升国废价格。考虑到2020年外废进口额度将进一步减少&目前行业利润水平还处于相对低位，原材料紧缺格局或将影响部分新纸机的投产时间或开工率。

图：2019年箱板瓦楞纸新增产能统计（部分）

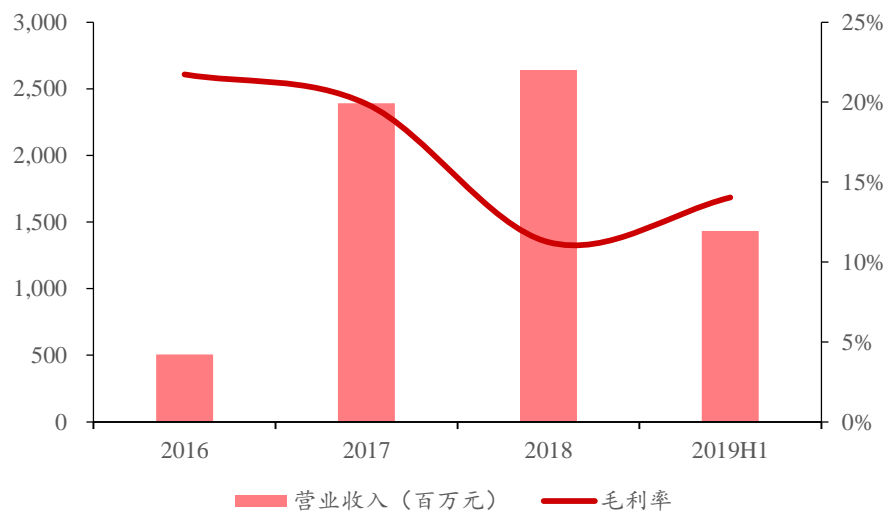
公司名称	产能大小（万吨）	投产地区	进展
太阳纸业股份有限公司	20	山东	20万吨本色高得率生物质纤维项目将于19年四季度投产
	40	老挝	40万吨再生浆纸，2019年6月试点
	80	老挝	80万吨高档包装纸，预计于2021年上半年进入试生产阶段
玖龙纸业控股公司	35	泉州	预计2019年第二季投产卡纸
	55	重庆	预计2019年年初投产
	60	沈阳	预计2019年第二季投产箱板纸
	50	永新	60万吨箱板纸预计2019年第二季
	60	东莞	预计2019年第三季投产箱板纸
山鹰纸业	50	泉州	预计投产时间未公布
	220	湖北	2019-2020年在湖北扩建产能220万吨
江西理文	10	江西	6台纸机将于2019年年底前悉数开机投产，新增产能近10万吨
	50	越南	50万吨箱板纸，预计于2019年第四季投产
博汇纸业	100	淄博	淄博一期100万吨箱板瓦楞纸，2019年底投产
	50	淄博	淄博二期50万吨箱板瓦楞纸，2020年投产
广东汇洲纸业有限公司	50	广东	拟建（20万吨瓦楞纸，30万吨箱板纸）

3.2 公司：注重成本优势构建，新产能陆续投产

箱板纸项目成为未来的重要业绩增量。太阳从2016年开始进入箱板纸行业，随着邹城80万吨高档包装纸项目于2018年三季度投产，公司目前拥有160万吨包装纸产能，后续随着老挝项目的80万吨产能于2021年投放，公司将拥有240万吨包装纸产能，并贡献业绩增量。

通过自建纤维来源，实现成本优化。如前文所述，包装纸行业供给端压力较大，且龙头均选择逆势扩张产能抢占市场份额，预计短期内行业将处于通过成本优势出清中小落后产能的阶段。针对该情况，太阳主要通过**对原材料的把控实现成本优化**——一方面在国内已投产木屑浆（10万吨产能）、半化学浆（40万吨产能）生产线，后续还将于4季度投产20万吨本色浆项目；另一方面在老挝建造40万吨以外废为原料的废纸浆生产线（2019.6开始试运行），以满足国内原料需求。

图：太阳纸业箱板纸业务情况



图：箱板纸原料供应来源

	项目	产能/需求 (万吨)
原料需求	箱板纸产能	160
	对应废纸浆需求	190
自供	半化学浆产能	50
	老挝废纸浆产能	40
外购	国废	80
	针叶浆	20

备注：由于公司生产的包装纸有较大比例为中高档的牛卡纸（预计达50%），所以对应的废纸浆需求比例高

3.2 公司：注重成本优势构建，新产能陆续投产

针对50万吨半化学浆&40万吨废纸浆的成本优化测算：

1) **半化学浆**：半化学浆主要通过木屑和木片生产，原材料价格相对稳定，单吨半化学浆成本约1600-1700元/吨，较目前国废价格低300元/吨左右，即可实现成本优化1.5亿元。

2) **废纸浆**：目前主要是现在老挝生产废纸浆（老挝箱板纸产能尚未投产），后运至国内用作原材料，成本的优化主要是通过美废、国废价差实现。目前国废、美废价差约1000元/吨，考虑运费&当地加工费后每吨废纸浆较国废大约低300元/吨左右，即可实现成本优化1.2亿元。

综合来看，假定太阳终端产品单价在3500元/吨（出厂含税），随着自有浆产能完全达产，预计可提升毛利率5pct以上。

图：成本优化测算

项目	金额（元/吨）
半化学浆成本	1600
老挝废纸浆成本	1700
国废均价	2000
每吨箱板纸成本节约	200
假设条件	1) 国废与外废价差1000元/吨； 2) 吨纸耗浆1.2吨



盈利预测与投资建议

从短期而言，文化纸需求边际趋势性改善。文化类报刊印刷需求在Q3出现边际改善，且文化纸经销商库存已经降至30天，相较于高点的50-60天水平。我们判断短期需求改善将有利于价格提升，这也是Q2以来市场逐步出现涨价函落地的原因。

从长期来看，造纸行业从2019Q1基本触底，处于逐步改善的过程，整个产业链也出现了利润的重新分配。目前整个产业链只有上游浆厂的库存较高，处于库存消耗阶段，造纸行业库存较低，产业链处于利润再分配阶段。对于太阳纸业而言，我们看好公司的抗风险能力，在把握自身库存、生产效率以及长远的产能布局方面，公司都具有前瞻性精细化管理能力。且太阳的越南产线提升自供浆比例，有效对冲成本上升时候的影响，也有利于公司将盈利能力更强的制浆环节利润保留公司体内。

投资建议：太阳为造纸行业制造管理能力领先公司，且我们认为2019年景气度将逐季改善，预计公司2019-2021年EPS为0.76/0.77/0.91元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：上游库存持续高企影响造纸行业提价；国际环境需求恶化，带动产业链需求下行。

盈利预测

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	21768.40	21635.00	22075.00	24222.00
(+/-) (%)	15.21	-0.61	2.03	9.73
净利润	2237.61	1974.46	1994.16	2359.93
(+/-) (%)	10.54	-11.76	1.00	18.34
EPS (元)	0.86	0.76	0.77	0.91
P/E	8.92	11.08	10.97	9.27

4. 盈利预测与投资建议

图：太阳纸业资产负债表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	10671.85	13653.38	13293.29	15685.49
现金	1970.89	4712.21	4300.66	5829.06
应收账款	1605.73	1904.20	1911.95	2119.77
其他应收款	0.00	106.05	87.63	107.44
预付账款	731.27	672.14	724.16	767.19
存货	2167.86	1759.10	1860.03	1988.68
其他	4196.10	4499.69	4408.87	4873.35
非流动资产	18740.46	20118.41	21332.33	22197.26
长期投资	355.86	365.72	371.83	379.26
固定资产	17254.38	18562.15	19651.57	20382.55
无形资产	909.34	969.67	1088.05	1214.58
其他	220.88	220.88	220.88	220.88
资产总计	29412.31	33771.80	34625.62	37882.75
流动负债	8194.74	10574.87	9429.57	10320.91
短期借款	5216.00	5216.00	5216.00	5216.00
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2978.75	5358.87	4213.58	5104.92
非流动负债	2931.43	2931.43	2931.43	2931.43
长期借款	1793.84	1793.84	1793.84	1793.84
其他	1137.59	1137.59	1137.59	1137.59
负债合计	11126.17	13506.30	12361.00	13252.34
少数股东权益	55.63	60.53	65.49	71.35
股本	2591.55	2591.55	2591.55	2591.55
资本公积	1540.37	1540.37	1540.37	1540.37
留存收益	8050.48	10024.94	12019.10	14379.03
归属母公司股东权益	18230.51	20204.97	22199.13	24559.06
负债和股东权益	29412.31	33771.80	34625.62	37882.75

4. 盈利预测与投资建议

图：太阳纸业利润表（百万元）

利润表	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	21768.40	21635.00	22075.00	24222.00
营业成本	16663.31	17070.02	17395.10	18941.60
营业税金及附加	138.34	150.17	152.83	163.25
营业费用	750.24	786.95	779.31	856.99
管理费用	556.17	540.88	551.88	605.55
财务费用	719.77	698.56	788.91	805.37
资产减值损失	10.39	10.41	2.24	20.38
公允价值变动收益	12.26	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.34	9.85	6.11	7.44
营业利润	2691.70	2396.01	2421.01	2848.99
营业外收入	36.94	30.03	33.49	48.00
营业外支出	9.08	25.26	29.76	27.51
利润总额	2719.57	2400.78	2424.74	2869.48
所得税	477.38	421.42	425.62	503.69
净利润	2242.19	1979.36	1999.12	2365.79
少数股东损益	4.58	4.91	4.95	5.86
归属母公司净利润	2237.61	1974.46	1994.16	2359.93
EBITDA	4544.13	4635.16	5006.34	5805.96
EPS(元)	0.86	0.76	0.77	0.91

图：太阳纸业现金流量表（百万元）

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4477.85	6030.22	2980.38	4894.17
净利润	2242.19	1979.36	1999.12	2365.79
折旧摊销	1151.20	1548.17	1810.45	2151.36
财务费用	494.59	377.40	377.40	377.40
投资损失	-6.34	-9.85	-6.11	-7.44
营运资金变动	591.12	2129.51	-1198.99	7.16
其他	5.09	5.64	-1.49	-0.11
投资活动现金流	-3037.80	-2911.50	-3014.53	-2988.37
资本支出	-3025.51	-2911.50	-3014.53	-2988.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-12.29	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-2530.79	-377.40	-377.40	-377.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-110.07	-137.83	-148.07
其他	-2530.79	-267.33	-239.57	-229.33
现金净增加额	-1090.74	2741.32	-411.55	1528.40

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层
11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China