

## 变更募集资金投向，产能区位优势更加优化 买入（维持）

2020 年 01 月 11 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002  
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 24,367 | 22,535 | 29,791 | 31,613 |
| 同比（%）      | 39.5%  | -7.5%  | 32.2%  | 6.1%   |
| 归母净利润（百万元） | 3,204  | 1,803  | 2,115  | 2,316  |
| 同比（%）      | 59.0%  | -43.7% | 17.3%  | 9.5%   |
| 每股收益（元/股）  | 0.70   | 0.39   | 0.46   | 0.51   |
| P/E（倍）     | 5.29   | 9.41   | 8.02   | 7.32   |

### 投资要点

■ **事件：**公司于 2020 年 1 月 10 日公告，原计划使用 2018 年可转债所募集资金投资金额 10 亿元投资项目年产 220 万吨高档包装纸板项目（三期），为优化产能投放进度，完善公司区域布局，公司本次拟变更为山鹰纸业（广东）有限公司“100 万吨高档箱板纸”，项目总投资人民币 25.96 亿元，变更募集资金全部用于新项目建设，不足部分将由公司自筹资金解决。

■ **优先投建华南基地，完善全国区域布局：**作为工业包装纸重点消费区域的华南片区，公司现有产能尚未形成足量规模。公司全资子公司广东山鹰地处粤中肇庆，在经济发达、水陆交通便利、人口稠密的地区，区域内箱板纸、瓦楞原纸的需求量旺盛、客户集中度高，其产能辐射珠三角经济区，中南和西南地区，具备建设造纸基地的区位和交通优势。考虑优化产能投放进度，完善公司区域布局，公司优先建设位于广东肇庆华南基地高档箱板纸扩建项目，新项目总规模 100 万吨，包含年产 54 万吨高档箱板纸和年产 46 万吨高档箱板纸两条生产线。随华南基地此项目投产落地后公司将完善华南产能区域布局，未来公司的国内各造纸基地相互协同，规模优势和区位优势进一步凸显，促进公司加快完善产业布局地图，扩大全国销售市场，降低运输费用，提高华南、中南与西南地区营收规模及盈利水平。

■ **原纸产能投放有序，未来成长路径清晰：**公司通过自建和并购在国内布局主要集中于浙江、福建、安徽的华东地区，随华中基地 127 万吨/年产能相继于 2019 年四季度投产及北美凤凰纸业技改完成后，截至 2019 年底公司国内箱板瓦楞落地总产能达到近 600 万吨，国际特种/牛卡纸产能达到 62 万吨。公司对未来产能投放规划有序，此次募投资金改变后将首先于广东建设 100 万吨高档箱板纸产能，预计 2021 年投产；此外公司规划 2022 年于浙江海盐/湖北华中基地再投建 100 万吨箱板瓦楞纸产能，至 22 年底公司落地产能将达到 800 万吨，未来成长路径清晰。

■ **包装规模体量偏小，对标国际巨头增长空间大：**公司发布 2019 年经营数据显示产业互联网（云印）GMV 大增 396.55%至 28.8 亿元，持续看好公司包装业务持续发力。山鹰纸业是目前行业内成功实现产业链下游延伸至包装的箱板瓦楞纸企业，和国际巨头国际纸业发展路径相同，其已实现 80%自产箱板瓦楞原纸用于企业包装，山鹰纸业目前下游包装板块体量仍然较小，2018 年包装业务营收约 40 亿，只占到自身箱板纸产量的 1/5，公司生产原纸如果全部用于自给预计将实现 200 亿以上营收规模，持续推进下游纸箱的生产，包装板块成长可期。

■ **盈利预测与投资评级：**山鹰纸业原纸及包装内延外生明晰有序，是造纸周期板块中具备长期成长属性的优质资产，预计 19-21 年公司营收实现 225.35/297.91/316.13 亿元（同比 -7.5%/+32.2%/+6.1%），归母净利 18.03/21.15/23.16 亿元（同比 -43.7%/+17.3%/+9.5%），对应 PE 为 9.41X/8.02X/7.32X，维持“买入”评级！

■ **风险提示：**纸价涨幅低于预期，产能投放不达预期

### 股价走势



### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 3.70      |
| 一年最低/最高价      | 3.00/4.40 |
| 市净率(倍)        | 1.20      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 16963.48  |

### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 3.09    |
| 资产负债率(%)    | 63.42   |
| 总股本(百万股)    | 4584.72 |
| 流通 A 股(百万股) | 4584.72 |

### 相关研究

- 1、《山鹰纸业（600567）：19 年经营数据略超预期，满产满销彰显龙头实力》2020-01-08
- 2、《山鹰纸业（600567）：业绩走势短空长多，禀赋掌控助力公司成长》2019-10-31
- 3、《山鹰纸业（600567）：吨净利环比改善，产业互联生态平台可期》2019-09-01

表 1: 山鹰纸业产能布局一览

|    | 产品种类                 | 位置        | 设计产能/万吨 | 落地产能/万吨 |
|----|----------------------|-----------|---------|---------|
| 国内 | 箱板瓦楞纸                | 安徽马鞍山     | 170     | 200     |
|    | 箱板瓦楞纸                | 福建漳州      | 75      | 94      |
|    | 箱板瓦楞纸                | 浙江海盐      | 135     | 165     |
|    | 箱板瓦楞纸（2019年Q4投产）     | 湖北荆州      | 127     | 127     |
|    | 特种纸（2019年底投产）        | 广东肇庆      | 12      | 12      |
|    | 箱板瓦楞纸（筹建中，预计2021投产）  | 广东肇庆      | 100     | 100     |
|    | 箱板瓦楞纸（筹建中，预计2022年投产） | 浙江海盐/湖北荆州 | 100     | 100     |
|    | 现有产能合计               |           | 519     | 598     |
|    | 20E/21E新增产能          |           |         | 0/100   |
| 国际 | 北欧纸业特种纸              | 瑞典/芬兰     |         | 50      |
|    | 北欧纸业针叶浆              | 瑞典/芬兰     |         | 40      |
|    | 凤凰纸业牛卡/木浆（2019年底投产）  | 北美        |         | 36      |
|    | 凤凰纸业再生浆（2019年底投产）    | 北美        |         | 12      |
|    | 现有产能合计               |           |         | 178     |
|    | 20E/21E新增产能          |           |         | 0/0     |

注：公司国内生产基地均为超设计满产，落地产能指公司基地实际产量

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表 2：山鹰纸业产能投放一览

| 单位: 万吨  | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 箱板瓦楞纸   | 305  | 354  | 354  | 459  | 586   | 586   | 686   |
| 特种纸     |      |      |      |      | 12    | 12    | 12    |
| 芬兰针叶浆   |      |      | 40   | 40   | 40    | 40    | 40    |
| 瑞典特种纸   |      |      | 50   | 50   | 50    | 50    | 50    |
| 北美牛卡/木浆 |      |      |      |      | 36    | 36    | 36    |
| 北美再生浆   |      |      |      |      | 12    | 12    | 12    |

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表 3：山鹰纸业季度财务数据一览

| 单位: 百万元   | 2017Q1   | 2017Q2   | 2017Q3   | 2017Q4   | 2018Q1   | 2018Q2   | 2018Q3   | 2018Q4   | 2019Q1   | 2019Q2   | 2019Q3   |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入     | 3,374.20 | 4,087.29 | 4,922.66 | 5,085.54 | 5,418.91 | 6,535.11 | 5,983.85 | 6,428.67 | 5,216.39 | 5,953.46 | 5,964.12 |
| YOY       | 37.32%   | 38.76%   | 60.64%   | 38.66%   | 60.60%   | 59.89%   | 21.56%   | 26.41%   | -3.74%   | -8.90%   | -0.33%   |
| 归母净利润     | 432.88   | 393.35   | 604.58   | 583.70   | 605.40   | 1,100.61 | 611.11   | 886.75   | 458.10   | 467.06   | 399.48   |
| YOY       | 615.46%  | 339.70%  | 959.64%  | 300.39%  | 39.85%   | 179.80%  | 1.08%    | 51.92%   | -24.33%  | -57.56%  | -34.63%  |
| 扣非归母净利润   | 430.18   | 374.70   | 598.68   | 596.76   | 489.22   | 996.59   | 452.75   | 738.21   | 344.71   | 460.77   | 273.96   |
| YOY       | 953.37%  | 391.97%  | 1688.26% | 357.16%  | 13.72%   | 165.97%  | -24.38%  | 23.70%   | -29.54%  | -53.77%  | -39.49%  |
| 毛利率       | 25.33%   | 19.19%   | 24.91%   | 22.71%   | 21.27%   | 24.73%   | 20.26%   | 25.45%   | 19.78%   | 20.87%   | 17.40%   |
| 期间费用率     | 11.21%   | 10.39%   | 10.40%   | 12.16%   | 11.42%   | 8.63%    | 11.90%   | 19.55%   | 13.39%   | 13.83%   | 13.57%   |
| 其中: 销售费用  | 142.34   | 164.23   | 174.15   | 215.18   | 239.84   | 185.99   | 212.07   | 327.24   | 234.90   | 196.82   | 290.44   |
| 销售费用率     | 4.22%    | 4.02%    | 3.54%    | 4.23%    | 4.43%    | 2.85%    | 3.54%    | 5.09%    | 4.50%    | 3.31%    | 4.87%    |
| 其中: 管理费用  | 129.55   | 117.91   | 135.00   | 239.57   | 187.45   | 195.70   | 237.88   | 235.82   | 234.42   | 272.56   | 287.54   |
| 管理费用率     | 3.84%    | 2.88%    | 2.74%    | 4.71%    | 3.46%    | 2.99%    | 3.98%    | 12.87%   | 7.36%    | 7.16%    | 6.99%    |
| 其中: 财务费用  | 106.41   | 142.71   | 202.77   | 163.80   | 191.58   | 182.46   | 261.96   | 102.24   | 79.82    | 200.40   | 101.77   |
| 财务费用率     | 3.15%    | 3.49%    | 4.12%    | 3.22%    | 3.54%    | 2.79%    | 4.38%    | 1.59%    | 1.53%    | 3.37%    | 1.71%    |
| 归母净利率     | 12.83%   | 9.62%    | 12.28%   | 11.48%   | 11.17%   | 16.84%   | 10.21%   | 13.79%   | 8.78%    | 7.85%    | 6.70%    |
| 存货        | 2,481.12 | 2,214.93 | 2,201.73 | 2,327.72 | 2,494.30 | 2,740.94 | 3,396.31 | 2,475.45 | 2,715.42 | 2,704.20 | 2,446.72 |
| 较上年同期增减   | 25.26%   | 18.29%   | 16.13%   | 38.05%   | 0.53%    | 23.75%   | 54.26%   | 6.35%    | 8.87%    | -1.34%   | -27.96%  |
| 应收账款      | 1,518.47 | 1,874.20 | 1,420.79 | 947.63   | 925.91   | 513.68   | 397.29   | 491.22   | 525.22   | 480.32   | 426.16   |
| 较上年同期增减   | 876.00   | 1206.92  | 677.01   | -29.89   | -592.56  | -1360.53 | -1023.50 | -456.41  | -400.68  | -33.36   | 28.87    |
| 应收账款      | 1,788.79 | 1,953.87 | 2,167.01 | 2,207.76 | 2,743.25 | 2,947.45 | 2,786.85 | 2,944.91 | 2,730.11 | 2,851.70 | 2,925.87 |
| 较上年同期增减   | 148.34   | 128.79   | 410.70   | 662.94   | 954.46   | 993.58   | 619.83   | 737.15   | -13.14   | -95.75   | 139.02   |
| 应付账款及应付票据 | 1738.98  | 1804.83  | 1782.60  | 2155.91  | 2106.17  | 3246.34  | 4191.94  | 2750.24  | 3321.56  | 3865.97  | 4462.57  |
| 较上年同期增减   | 320.26   | 330.45   | 317.43   | 670.70   | 367.19   | 1441.51  | 2409.34  | 594.33   | 1215.39  | 619.62   | 270.63   |
| 预收账款      | 96.38    | 84.87    | 119.37   | 94.73    | 123.18   | 115.83   | 241.75   | 91.28    | 104.08   | 97.81    | 161.66   |
| 较上年同期增减   | 16.74    | 33.38    | 42.95    | 6.73     | 26.81    | 30.96    | 122.38   | -3.45    | -19.10   | -18.01   | -80.09   |
| 经营性现金流净额  | -507.07  | 236.56   | 851.33   | 2199.04  | -65.08   | 2487.43  | 848.88   | -23.23   | -399.46  | 947.36   | 1823.36  |
| 较上年同期增减   | -821.28  | 293.05   | 351.64   | 2013.54  | 441.99   | 2250.87  | -2.46    | -2222.27 | -334.38  | -1540.07 | 974.48   |
| 筹资性现金流净额  | 323.68   | 1512.22  | -862.10  | 1691.15  | 1509.78  | -2036.68 | -714.36  | 2107.97  | 2019.14  | -1000.74 | -1316.72 |
| 较上年同期增减   | 208.61   | 895.06   | -1225.94 | 1619.92  | 1186.10  | -3548.90 | 147.75   | 416.82   | 509.36   | 1035.95  | -602.36  |
| 资本开支      | 46.86    | 70.95    | 177.54   | 498.95   | 265.62   | 471.48   | 333.01   | 610.14   | 457.50   | 1,020.09 | 548.24   |
| 较上年同期增减   | -210.34  | -341.68  | -77.73   | 402.71   | 218.76   | 400.53   | 155.47   | 111.19   | 191.88   | 548.62   | 215.23   |
| ROE       | 5.04%    | 4.39%    | 6.42%    | 5.81%    | 5.67%    | 9.82%    | 5.20%    | 7.03%    | 3.42%    | 3.40%    | 2.85%    |
| YOY (±)   | 4.05%    | 2.95%    | 5.63%    | 4.05%    | 0.64%    | 5.43%    | -1.22%   | 1.21%    | -2.25%   | -6.42%   | -2.35%   |
| 资产负债率     | 58.54%   | 60.82%   | 58.17%   | 61.21%   | 64.49%   | 64.16%   | 63.63%   | 62.30%   | 64.30%   | 63.89%   | 63.42%   |
| YOY (±)   | -8.38%   | -6.66%   | -0.51%   | 3.25%    | 5.95%    | 3.34%    | 5.46%    | 1.09%    | -0.19%   | -0.27%   | -0.21%   |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 4: 山鹰纸业分区域收入

| 单位: 百万元  | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016     | 2017     | 2018     |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 中国大陆: 收入 | 3725.50 | 3965.18 | 4109.56 | 6335.37 | 7522.58 | 9399.85 | 11319.38 | 16632.21 | 21353.43 |
| 毛利率      | 13.86%  | 11.45%  | 12.49%  | 16.75%  | 0.00%   | 18.54%  | 17.28%   | 23.00%   | 22.63%   |
| 占比       | 99.45%  | 99.53%  | 99.18%  | 96.31%  | 97.25%  | 96.04%  | 93.28%   | 95.21%   | 87.63%   |
| 其中: 华东收入 | 2650.50 | 2735.99 | 3189.40 | 4995.26 | 5316.87 | 6800.85 | 8735.30  | 12639.63 |          |
| 毛利率      | 14.16%  | 10.05%  | 13.08%  | 17.94%  | 0.00%   | 21.06%  | 18.92%   | 25.55%   |          |
| 占比       | 71.14%  | 69.00%  | 77.61%  | 78.85%  | 70.68%  | 72.35%  | 77.17%   | 75.99%   |          |
| 其中: 华中收入 | 635.73  | 679.01  | 596.97  | 548.28  | 900.48  | 1492.80 | 1686.29  | 2459.55  |          |
| 毛利率      | 13.11%  | 14.55%  | 10.44%  | 11.03%  | 0.00%   | 12.20%  | 12.15%   | 15.09%   |          |
| 占比       | 17.06%  | 17.12%  | 14.53%  | 8.65%   | 11.97%  | 15.88%  | 14.90%   | 14.79%   |          |
| 其中: 华南收入 | 99.92   | 83.25   | 35.45   | 325.85  | 649.95  | 426.10  | 249.50   | 738.81   |          |
| 毛利率      | 13.11%  | 14.55%  | 10.44%  | 11.09%  | 0.00%   | 9.56%   | 9.89%    | 12.44%   |          |
| 占比       | 2.68%   | 2.10%   | 0.86%   | 5.14%   | 8.64%   | 4.53%   | 2.20%    | 4.44%    |          |
| 其中: 华北收入 | 243.49  | 351.85  | 149.20  | 260.60  | 540.29  | 383.50  | 392.12   | 470.67   |          |
| 毛利率      | 13.11%  | 14.55%  | 10.44%  | 12.54%  | 0.00%   | 12.09%  | 9.85%    | 17.22%   |          |
| 占比       | 6.54%   | 8.87%   | 3.63%   | 4.11%   | 7.18%   | 4.08%   | 3.46%    | 2.83%    |          |
| 其中: 西南收入 | 47.96   | 43.18   | 66.43   | 68.58   | 76.69   | 171.54  | 135.67   | 157.12   |          |
| 毛利率      | 13.11%  | 14.55%  | 10.44%  | 16.38%  | 0.00%   | 13.87%  | 12.79%   | 13.54%   |          |
| 占比       | 1.29%   | 1.09%   | 1.62%   | 1.08%   | 1.02%   | 1.82%   | 1.20%    | 0.94%    |          |
| 其中: 东北收入 | 18.64   | 36.30   | 25.75   | 108.84  | 8.79    | 69.56   | 85.89    | 122.92   |          |
| 毛利率      | 13.11%  | 14.55%  | 10.44%  | 19.04%  | 0.00%   | 18.67%  | 17.10%   | 19.65%   |          |
| 占比       | 0.50%   | 0.92%   | 0.63%   | 1.72%   | 0.12%   | 0.74%   | 0.76%    | 0.74%    |          |
| 其中: 西北收入 | 29.27   | 35.61   | 46.35   | 27.95   | 29.50   | 55.51   | 34.61    | 43.50    |          |
| 毛利率      | 13.11%  | 14.55%  | 10.44%  | 14.39%  |         | 9.02%   | 8.49%    | 14.22%   |          |
| 占比       | 0.79%   | 0.90%   | 1.13%   | 0.44%   | 0.39%   | 0.59%   | 0.31%    | 0.26%    |          |
| 海外收入     | 20.73   | 18.57   | 33.88   | 242.69  | 212.81  | 387.14  | 815.43   | 837.48   | 3013.11  |
| 毛利率      | 9.75%   | 19.23%  | 0.00%   | 7.33%   |         | 6.73%   | 3.28%    | 27.08%   | 26.06%   |
| 占比       | 0.55%   | 0.47%   | 0.82%   | 3.69%   | 2.75%   | 3.96%   | 6.72%    | 4.79%    | 12.37%   |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

山鹰纸业三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)        | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 利润表(百万元)         | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>       | 12034        | 10740        | 13611        | 15007        | <b>营业收入</b>      | 24367        | 22535        | 29791        | 31613        |
| 现金                | 3522         | 3606         | 3605         | 4710         | 减:营业成本           | 18749        | 18009        | 24188        | 25478        |
| 应收账款              | 2945         | 2573         | 3810         | 3931         | 营业税金及附加          | 258          | 239          | 316          | 335          |
| 存货                | 2475         | 2032         | 2934         | 3389         | 营业费用             | 965          | 870          | 1108         | 1175         |
| 其他流动资产            | 3091         | 2530         | 3263         | 2977         | 管理费用             | 1448         | 531          | 696          | 730          |
| <b>非流动资产</b>      | 23873        | 25548        | 28468        | 30149        | 财务费用             | 738          | 972          | 1148         | 1300         |
| 长期股权投资            | 1046         | 1246         | 1446         | 1646         | 资产减值损失           | -95          | 34           | 58           | 53           |
| 固定资产              | 12836        | 13798        | 16527        | 18111        | 加:投资净收益          | -8           | -10          | -13          | -15          |
| 在建工程              | 3567         | 4365         | 4077         | 3738         | 其他收益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产              | 1413         | 1427         | 1660         | 1884         | <b>营业利润</b>      | 3339         | 1870         | 2265         | 2527         |
| 其他非流动资产           | 5011         | 4713         | 4759         | 4771         | 加:营业外净收支         | 577          | 277          | 267          | 272          |
| <b>资产总计</b>       | 35906        | 36288        | 42080        | 45157        | <b>利润总额</b>      | 3916         | 2147         | 2531         | 2799         |
| <b>流动负债</b>       | 15114        | 15708        | 19897        | 21303        | 减:所得税费用          | 480          | 263          | 310          | 343          |
| 短期借款              | 9194         | 9368         | 10674        | 10426        | 少数股东损益           | 233          | 82           | 107          | 140          |
| 应付账款              | 2558         | 1560         | 4103         | 5704         | <b>归属母公司净利润</b>  | 3204         | 1803         | 2115         | 2316         |
| 其他流动负债            | 3362         | 4780         | 5121         | 5173         | EBIT             | 3204         | 3125         | 3799         | 4230         |
| <b>非流动负债</b>      | 7257         | 5929         | 6017         | 6066         | EBITDA           | 4055         | 4175         | 5098         | 5708         |
| 长期借款              | 3645         | 3645         | 3645         | 3645         |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债           | 3612         | 2283         | 2372         | 2421         |                  |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>       | 22371        | 21637        | 25914        | 27369        | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 少数股东权益            | 354          | 631          | 907          | 1184         | 每股收益(元)          | 0.70         | 0.39         | 0.46         | 0.51         |
|                   |              |              |              |              | 每股净资产(元)         | 2.88         | 3.06         | 3.33         | 3.62         |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | 13181        | 14021        | 15258        | 16604        | 发行在外股份(百万股)      | 4571         | 4585         | 4585         | 4585         |
| <b>负债和股东权益</b>    | 35906        | 36288        | 42080        | 45157        | ROIC(%)          | 9.6%         | 9.2%         | 10.3%        | 11.0%        |
|                   |              |              |              |              | ROE(%)           | 27.2%        | 13.3%        | 14.4%        | 14.5%        |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | 毛利率(%)           | 23.1%        | 20.1%        | 18.8%        | 19.4%        |
| 经营活动现金流           | 3248         | 5047         | 4803         | 6623         | 销售净利率(%)         | 14.1%        | 8.4%         | 7.5%         | 7.8%         |
| 投资活动现金流           | -3827        | -7728        | -8391        | -7128        | 资产负债率(%)         | 62.3%        | 59.6%        | 61.6%        | 60.6%        |
| 筹资活动现金流           | 867          | 2765         | 3587         | 1610         | 收入增长率(%)         | 39.5%        | -7.5%        | 32.2%        | 6.1%         |
| 现金净增加额            | 217          | 84           | -1           | 1106         | 净利润增长率(%)        | 59.0%        | -43.7%       | 17.3%        | 9.5%         |
| 折旧和摊销             | 851          | 1050         | 1299         | 1478         | P/E              | 5.29         | 9.41         | 8.02         | 7.32         |
| 资本开支              | 1680         | 7661         | 8325         | 7061         | P/B              | 1.29         | 1.21         | 1.11         | 1.02         |
| 营运资本变动            | 75           | -1888        | -1318        | -10          | EV/EBITDA        | 8.83         | 8.38         | 7.70         | 6.94         |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

