

Q1 表现符合预期，浆系造纸延续景气 买入 (上调)

2020 年 04 月 14 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	30,395	31,343	33,402	36,017
同比 (%)	5.3%	3.1%	6.6%	7.8%
归母净利润 (百万元)	1,657	2,103	2,405	2,770
同比 (%)	-34.0%	26.9%	14.4%	15.2%
每股收益 (元/股)	0.33	0.49	0.59	0.72
P/E (倍)	9.12	7.18	6.28	5.45

投资要点

- 公司发布 20 年一季度业绩预告：Q1 期间预计实现归母净利润 2-2.1 亿** (19Q1 为 3822 万)，同比增长 423%-449%。疫情期间，除黄冈晨鸣、武汉晨鸣停产抗疫外，其他主要生产基地全部正常生产，期内产量同比增长，但销售端受到一定的物流运输阻力。整体上公司营收仍然保持了同比正增长，且毛利率水平同比上升。
- Q1 纸价维持高位、浆价弱勢，利好公司盈利水平提升，看好 Q2 景气：**20Q1 期间公司主要纸种白卡纸/双胶纸/铜版纸单吨均价分别为 5889 元/6380 元/6167 元，同比增长 18.2%/4.9%/10.1%，同时原材料木浆成本降低，20Q1 针叶浆/阔叶浆/内盘价单吨均价分别同比下滑 18.7%/33.4%/26.6%，带动公司毛利率提升。展望 Q2：铜版纸受益于竞争格局较好，4 月纸企联合限产保价；双胶纸考虑学汛需求教辅类刊物修复，而下半年党政刊物需求即将开启；白卡纸行业格局优化、“限塑令”催化需求，看好持续提价动力；木浆因全球疫情影响需求不振预期延续弱勢。综合来看，我们认为 Q2 浆纸系纸价景气有望维稳，公司吨盈利水平能够回归高位（我们测算 19H2 吨净利 541 元/吨，Q1 受疫情预计下滑至 200 元/吨左右）。
- 产品结构优化，浆纸一体化构造成成本竞争力，助推毛利率持续提升：**(1) 19Q1 公司本部新闻纸改文化纸产线正式投产，预期贡献 50 万吨高端文化纸产能，此外于 6 月在寿光美伦投产 51 万吨高档文化纸，对应 20Q1 公司高毛利率产品销售比重提升。(2) 纸浆原料布局来看，公司黄冈晨鸣 30 万吨化学浆项目实际已于 2018 年四季度正常运转，寿光美伦 100 万吨化学木浆项目于 19 年 5 月投产，公司现有总计纸浆产能超过 420 万吨，成为国内首家实现造纸与纸浆产能相平衡的造纸企业，由于制浆原料木片的价格相对稳定，大宗物资采购优势和配套物流服务的投入使用，大幅降低原材料及产成品的物流运输成本，使公司的成本优势和稳定性大幅提升，当前市场浆价约为 4100 元/吨，已处于历史低位，据测算公司自制浆成本仍可节约 500-700 元左右，保障公司纸品的毛利率水平持续同业领先。

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

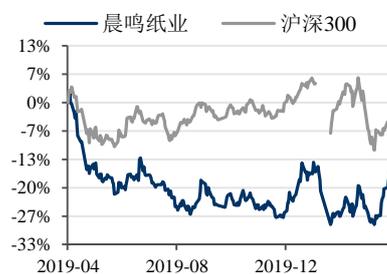
执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.20
一年最低/最高价	4.41/7.41
市净率(倍)	0.60
流通 A 股市值(百万元)	8628.55

基础数据

每股净资产(元)	8.66
资产负债率(%)	73.11
总股本(百万股)	2904.61
流通 A 股(百万股)	1659.34

相关研究

- 1、《晨鸣纸业 (000488)：19 下半年造纸盈利大幅改善，收缩融资租赁回归主业，困难期基本度过》2020-03-29
- 2、《晨鸣纸业 (000488)：业绩环比向好，产能释放巩固增长》2019-10-28
- 3、《晨鸣纸业 (000488)：Q2 业绩环比大幅改善，估值处于底部》2019-07-04

■ **盈利预测与投资评级：**公司是国内最大上市浆纸龙头，现有浆纸总产能超过1100万吨，是首家实现自有浆纸产能完全匹配的纸企，预期持续带来高于行业的盈利水平，且近年来公司加大回款速度，持续缩减融资租赁规模，回归主业造纸，期待浆纸龙头王者归来。我们预计20-22年分别实现营收313.43/334.02/360.17亿，同增3.1%/6.6%/7.8%；归母净利润21.03/24.05/27.70亿，同增26.9%/14.4%/15.2%。当前股价对应PE为7.18X/6.28X/5.45X，考虑到公司业绩已经逐步进入向上修复期，上调至“买入”评级。

■ **风险提示：**纸价波动风险，原材料价格波动，融资租赁风险

图1：晨鸣纸业季度财务表现

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入	7,241.81	8,309.52	7,941.43	5,382.99	6,159.84	7,188.81	8,665.53	8,381.26
YOY	15.42%	11.16%	-2.92%	-28.64%	-14.94%	-13.49%	9.12%	55.70%
归母净利润	782.50	1,002.13	696.53	28.67	38.22	471.57	557.96	588.81
YOY	11.39%	-3.92%	-27.90%	-97.29%	-95.12%	-52.94%	-19.89%	1953.67%
扣非归母净利润	733.12	804.78	645.79	-229.99	-23.65	326.80	447.51	-48.33
YOY	19.11%	-20.15%	-30.38%	-126.29%	-103.23%	-59.39%	-30.70%	78.99%
毛利率	35.21%	33.00%	30.67%	24.21%	23.03%	30.27%	27.49%	31.54%
期间费用率	21.19%	19.07%	20.88%	18.82%	24.15%	22.54%	18.89%	19.70%
其中：销售费用	270.90	334.56	324.61	260.43	287.38	303.20	373.17	333.44
销售费用率	3.74%	4.03%	4.09%	4.84%	4.67%	4.22%	4.31%	3.98%
其中：管理费用	495.31	477.55	230.96	242.04	272.20	290.22	246.10	326.21
研发费用	0.00	0.00	245.10	206.76	192.76	238.72	274.21	286.62
管理+研发费用率	6.84%	6.26%	6.17%	6.57%	7.55%	6.88%	6.88%	7.00%
其中：财务费用	768.65	730.18	844.01	398.65	735.01	781.84	667.77	731.41
财务费用率	10.61%	8.79%	10.63%	7.41%	11.93%	10.88%	7.71%	8.73%
归母净利率	10.81%	12.06%	8.77%	0.53%	0.62%	6.56%	6.44%	7.03%
存货	6,632.67	6,429.32	6,497.16	6,771.49	5,777.03	6,100.36	4,804.14	4,774.43
较上年同期增减	22.50%	6.14%	20.14%	12.43%	-12.90%	-5.12%	-26.06%	-29.49%
存货周转天数	121.38	109.23	107.21	116.04	119.09	118.76	97.44	95.45
较上年同期增减	13.11	2.07	12.46	16.73	-2.28	9.53	-9.77	-20.60
应收票据	3,916.25	3,414.86	1,471.18	1,213.12	1,564.42	750.84	783.62	442.92
较上年同期增减	1876.46	1169.73	-3196.27	-3007.12	-2351.83	-2664.02	-687.56	-770.20
应收账款	3,869.96	3,771.97	3,653.55	3,404.49	3,660.08	3,505.81	3,568.51	2,525.08
较上年同期增减	76.70	4.26	-296.29	-261.38	-209.88	-266.17	-85.04	-879.40
应收账款周转天数	46.83	43.04	42.06	44.07	51.61	46.59	42.76	35.11
较上年同期增减	-8.88	-7.63	-6.72	-2.59	4.78	3.55	0.70	-8.96
应付账款及应付票据	4,741.44	5,358.70	5,081.70	8,369.20	8,186.75	6,832.06	5,775.87	5,866.14
较上年同期增减	281.96	944.97	280.84	3076.87	3445.31	1473.36	694.18	-2503.06
经营性现金流净额	1,267.68	3,477.36	4,328.32	5026.34	1,424.69	1,275.09	3,799.45	5,733.48
较上年同期增减	3,067.61	5,790.36	1,828.52	3,389.43	157.00	-2,202.27	-528.87	707.14
筹资性现金流净额	-134.54	-3,443.09	-1,410.89	-7,864.64	104.04	-885.02	-3,705.87	-5,000.58
较上年同期增减	-2,147.66	-6,455.35	-1,244.53	-7,482.75	238.57	2,558.07	-2,294.98	2,864.06
资本开支	591.97	1,017.08	1,533.80	465.85	176.75	200.18	549.59	185.66
较上年同期增减	207.35	654.73	421.30	72.36	-415.22	-816.89	-984.22	-280.19
ROE	2.77%	3.55%	2.64%	0.11%	0.15%	1.90%	2.28%	1.24%
YOY (±)	-0.35%	-1.02%	-1.27%	-3.78%	-2.62%	-1.65%	-0.36%	1.12%
资产负债率	71.92%	72.95%	74.76%	75.43%	75.51%	76.25%	75.81%	73.11%
YOY (±)	-1.51%	-1.83%	2.09%	4.10%	3.59%	3.30%	1.05%	-2.32%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：晨鸣纸业半年度收入拆分表现

单位：百万元	2018H1	2018H2	2018H3	2018H4	2019H1	2019H2	2019H3	2019H4
营业总收入	14,483.62	16,619.04	15,882.86	10,765.98	12,319.68	14,377.62	17,331.06	16,762.52
YOY	15.42%	11.16%	-2.92%	-28.64%	-14.94%	-13.49%	9.12%	55.70%
归母净利润	1,565.00	2,004.26	1,393.06	57.34	76.44	943.14	1,115.92	1,177.62
YOY	11.39%	-3.92%	-27.90%	-97.29%	-95.12%	-52.94%	-19.89%	1953.67%
扣非归母净利润	1,491.88	1,609.56	1,271.58	-271.69	-46.05	653.60	994.62	1,129.29
YOY	19.11%	-20.15%	-30.38%	-126.29%	-103.23%	-59.39%	-30.70%	78.99%
毛利率	35.21%	33.00%	30.67%	24.21%	23.03%	30.27%	27.49%	31.54%
期间费用率	21.19%	19.07%	20.88%	18.82%	24.15%	22.54%	18.89%	19.70%
其中：销售费用	541.80	669.12	649.22	520.86	574.76	606.40	746.34	666.88
销售费用率	3.74%	4.03%	4.09%	4.84%	4.67%	4.22%	4.31%	3.98%
其中：管理费用	990.62	955.10	461.92	484.08	544.40	580.44	492.21	652.42
研发费用	0.00	0.00	496.18	413.72	385.52	471.44	548.42	573.24
管理+研发费用率	6.84%	6.26%	6.17%	6.57%	7.55%	6.88%	6.88%	7.00%
其中：财务费用	1,537.30	1,460.36	1,688.09	797.30	1,465.01	1,563.64	1,335.56	1,462.81
财务费用率	10.61%	8.79%	10.63%	7.41%	11.93%	10.88%	7.71%	8.73%
归母净利率	10.81%	12.06%	8.77%	0.53%	0.62%	6.56%	6.44%	7.03%
存货	13,265.34	12,858.64	12,994.32	13,542.98	11,554.06	12,200.72	9,608.28	9,548.86
较上年同期增减	22.50%	6.14%	20.14%	12.43%	-12.90%	-5.12%	-26.06%	-29.49%
存货周转天数	121.38	109.23	107.21	116.04	119.09	118.76	97.44	95.45
较上年同期增减	13.11	2.07	12.46	16.73	-2.28	9.53	-9.77	-20.60
应收票据	7,832.50	6,829.72	2,942.36	2,426.24	3,128.84	1,501.68	1,567.24	885.84
较上年同期增减	1876.46	1169.73	-3196.27	-3007.12	-2351.83	-2664.02	-687.56	-770.20
应收账款	7,738.01	7,543.94	7,307.10	6,808.98	7,225.56	7,011.62	7,113.66	5,051.16
较上年同期增减	76.70	4.26	-296.29	-261.38	-209.88	-266.17	-85.04	-879.40
应收账款周转天数	46.83	43.04	42.06	44.07	51.61	46.59	42.76	35.11
较上年同期增减	-8.88	-7.63	-6.72	-2.59	4.78	3.55	0.70	-8.96
应付账款及应付票据	9,482.88	10,718.40	10,163.40	16,738.40	16,313.50	13,664.12	11,551.64	11,732.28
较上年同期增减	281.96	944.97	280.84	3076.87	3445.31	1473.36	694.18	-2503.06
经营性现金流净额	2,535.36	6,954.72	8,656.64	10,052.68	2,849.38	2,550.18	7,598.90	11,466.96
较上年同期增减	3,067.61	5,790.36	1,828.52	3,389.43	157.00	-2,202.27	-528.87	707.14
筹资性现金流净额	-269.08	-6,877.18	-2,821.78	-15,729.28	208.08	-1,770.04	-7,411.84	-10,001.16
较上年同期增减	-2,147.66	-6,455.35	-1,244.53	-7,482.75	238.57	2,558.07	-2,294.98	2,864.06
资本开支	1,183.94	2,034.02	3,067.60	931.70	353.50	400.36	1,099.18	371.32
较上年同期增减	207.35	654.73	421.30	72.36	-415.22	-816.89	-984.22	-280.19
ROE	2.77%	3.55%	2.64%	0.11%	0.15%	1.90%	2.28%	1.24%
YOY (±)	-0.35%	-1.02%	-1.27%	-3.78%	-2.62%	-1.65%	-0.36%	1.12%
资产负债率	71.92%	72.95%	74.76%	75.43%	75.51%	76.25%	75.81%	73.11%
YOY (±)	-1.51%	-1.83%	2.09%	4.10%	3.59%	3.30%	1.05%	-2.32%

(百万元)	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1	2017H2	2017	2018H1	2018H2	2018	2019H1	2019H2	2019
营业总收入	9718.70	10523.21	20241.91	10606.36	12300.76	22907.12	13749.24	16102.51	29851.74	15551.33	13324.43	28875.76	13348.65	17046.79	30395.43
YOY	7.01%	5.03%	5.97%	9.13%	16.89%	13.17%	29.63%	30.91%	30.32%	13.11%	-17.25%	-3.27%	-14.16%	27.94%	5.26%
白卡纸	874.20	1040.96	1915.15	1060.23	1755.47	2815.70	2931.62	3974.46	6906.08	3487.00	2953.25	6440.25	3693.72	3215.18	6908.90
YOY	-7.03%	-0.99%	-3.84%	21.28%	68.64%	47.02%	176.51%	126.40%	145.27%	18.94%	-25.69%	-6.75%	5.93%	8.87%	7.28%
占比	9.00%	9.89%	9.46%	10.00%	14.27%	12.29%	21.32%	24.68%	23.13%	22.42%	22.16%	22.30%	27.67%	18.86%	22.73%
毛利率	22.21%	24.72%	23.57%	23.20%	25.21%	24.45%	32.18%	30.02%	30.94%	18.50%	50.50%	33.18%	16.31%	17.15%	16.70%
双胶纸	2180.96	2279.48	4460.44	2354.83	2611.33	4966.16	2692.69	3676.21	6368.90	3324.86	2830.78	6155.64	3213.18	4515.70	7728.88
YOY	51.34%	49.32%	50.30%	7.97%	14.56%	11.34%	14.35%	40.78%	28.25%	23.48%	-23.00%	-3.35%	-3.36%	59.52%	25.56%
占比	22.44%	21.66%	22.04%	22.20%	21.23%	21.68%	19.58%	22.83%	21.34%	21.38%	21.25%	21.32%	24.07%	26.49%	25.43%
毛利率	23.99%	25.33%	24.67%	22.97%	27.03%	25.10%	26.56%	26.46%	26.50%	30.68%	23.59%	27.42%	23.38%	27.52%	25.80%
铜版纸	2096.63	2269.26	4365.89	2070.30	2357.86	4428.16	2588.29	2901.57	5489.86	2574.54	2122.64	4697.18	1556.42	2223.07	3779.49
YOY	-4.06%	1.16%	-1.41%	-1.26%	3.90%	1.43%	25.02%	23.06%	23.98%	-0.53%	-26.85%	-14.44%	-39.55%	4.73%	-19.54%
占比	21.57%	21.56%	21.57%	19.52%	19.17%	19.33%	18.82%	18.02%	18.39%	16.56%	15.93%	16.27%	11.66%	13.04%	12.43%
毛利率	23.71%	26.90%	25.37%	25.19%	26.24%	25.75%	28.95%	32.19%	30.66%	30.65%	42.14%	35.84%	20.46%	33.23%	27.97%
静电纸	730.62	850.28	1580.90	925.98	1181.51	2107.49	1063.22	1308.22	2371.44	1209.74	1194.63	2404.37	1121.38	2148.69	3270.06
YOY	-13.07%	-5.70%	-9.25%	26.74%	38.96%	33.31%	14.82%	10.72%	12.52%	13.78%	-8.68%	1.39%	-7.30%	79.86%	36.01%
占比	7.52%	8.08%	7.81%	8.73%	9.61%	9.20%	7.73%	8.12%	7.94%	7.78%	8.97%	8.33%	8.40%	12.60%	10.76%
毛利率	31.49%	36.13%	33.98%	30.58%	-23.96%	0.00%	0.00%	66.33%	36.59%	42.02%	30.09%	36.09%	26.68%	31.43%	29.80%
融资租赁	293.15	791.71	1084.86	1202.01	1137.91	2339.93	1128.08	1219.10	2347.17	1271.71	930.35	2202.06	947.17	868.29	1815.46
YOY	-	-	-	310.03%	43.73%	115.69%	-6.15%	7.13%	0.31%	12.73%	-23.69%	-6.18%	-25.52%	-6.67%	-17.56%
占比	3.02%	7.52%	5.36%	11.33%	9.25%	10.21%	8.20%	7.57%	7.86%	8.18%	6.98%	7.63%	7.10%	5.09%	5.97%
毛利率	96.42%	85.15%	88.22%	87.74%	93.67%	90.62%	82.01%	93.48%	87.97%	88.52%	100.93%	93.77%	89.11%	98.06%	93.39%
净利润	-	-	-	-	-	918.52	247.91	627.89	875.80	467.62	134.13	967.05	210.10	115.92	326.02
归母净利润	276.39	744.84	1021.22	939.16	1124.82	2063.99	1745.51	2023.81	3769.33	1784.63	725.20	2509.83	509.80	1106.77	1616.57
YOY	13.99%	183.48%	102.14%	239.80%	51.02%	102.11%	85.86%	79.92%	82.62%	2.24%	-64.17%	-33.41%	-71.43%	52.62%	-35.59%
净利润(剔除融资租赁)	-	-	-	-	-	1145.47	1497.61	1395.92	2893.52	1317.01	591.07	1542.78	299.70	990.85	1290.54
销量/万吨	-	-	415	209	243	452	244	252	496	227	205	432	239	286	525
吨净利/元(剔除融资租赁)	-	-	-	-	-	253	614	554	583	579	289	357	125	346	246

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

图 3: 晨鸣纸业造纸业务实际吨净利

单位: 百万元	2019H1	2019H2	2019A
归母净利润	509.80	1146.77	1656.57
信用减值损失	-83.46	1117.33	1033.87
资产减值损失	62.44	58.55	120.99
非经常性损益(出售子公司)	0.00	364.60	364.60
融资租赁净利润	210.10	115.92	326.02
造纸板块预估净利润	283.93	1548.17	1832.10
销量/万吨	239	286	525
吨净利/元(调整后)	119	541	349

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所测算

图 4: 晨鸣纸业子公司造纸利润表现

单位: 百万元	净利润	机制纸产能	总体产能利用率	预期产量	吨净利
湛江晨鸣	1210.68	302	77%	233	521
寿光美伦	264.13	140	77%	108	245
其他	357.29	235	77%	181	197

注: 本部造纸净利润为预估值、产能利用率按整体估算

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所测算

图 5: 晨鸣纸业产能布局

--

子公司	浆/纸	项目	产能/万吨	合计产能
湛江晨鸣	浆	机械浆项目	16.425	浆:86.4 纸:302
		木浆项目	70	
		液体包装纸/白卡纸项目	60/120	
	纸	高级文化纸项目	19	
		纸杯原纸项目	18	
		高级文化纸项目	30	
		浆纸项目	70	
	文化纸项目	45		
寿光美伦	浆	化学浆项目(2019年5月投产)	100	浆:100 纸:140.8
		高档文化纸项目(2019年6月投产)	51	
	纸	高档铜版纸项目	80	
		生活用纸项目	9.8	
江西晨鸣	纸	高档包装纸项目	35	纸:55
		低定量涂布纸项目	20	
晨鸣本部	浆	化学浆项目	40	浆:40 纸:125.3
		铜版纸项目	15.3	
	纸	超级压光纸项目	30	
		涂布白板纸项目	30	
		新闻纸改建文化纸项目(2019Q1投产)	50	
黄冈晨鸣	浆	林浆纤纱一体化项目	130.6	浆:160.6
		化学木浆项目(2018Q4投产)	30	
吉林晨鸣	纸	低定量涂布纸项目	18	纸:18
齐河晨鸣	纸	文化纸项目	10	纸:10
寿光本部	纸	美术涂布印刷纸项目	12	纸:12
合计		截至19年末合计:浆约420+万吨;纸约670+万吨		

数据来源: Wind, 公司公告, 债券跟踪报告书, 东吴证券研究所整理

晨鸣纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	44952	50060	54369	60883	营业收入	30395	31343	33402	36017
现金	19307	25287	29349	35952	减:营业成本	21774	22900	24682	26723
应收账款	2525	3744	2329	2473	营业税金及附加	276	285	303	327
存货	4774	2859	3312	2033	营业费用	1297	1341	1380	1484
其他流动资产	18346	18171	19379	20425	管理费用	2065	2032	2187	2348
非流动资产	53006	57877	58845	59801	财务费用	2916	2586	2317	2220
长期股权投资	3606	3606	3606	3606	资产减值损失	-121	62	35	-8
固定资产	34440	39444	43210	44976	加:投资净收益	174	10	7	8
在建工程	5467	5169	2169	1169	其他收益	562	0	0	0
无形资产	1781	2569	2728	2887	营业利润	1584	2148	2505	2931
其他非流动资产	7712	7089	7131	7163	加:营业外净收支	465	427	424	425
资产总计	97959	107937	113214	120684	利润总额	2048	2569	2923	3349
流动负债	52699	60322	62931	67638	减:所得税费用	295	370	421	483
短期借款	36883	37612	40083	43220	少数股东损益	97	97	97	97
应付账款	4351	5415	6926	7920	归属母公司净利润	1657	2103	2405	2770
其他流动负债	11465	17296	15922	16498	EBIT	5260	5071	5153	5461
非流动负债	18920	19242	19803	20278	EBITDA	7060	6426	6536	6853
长期借款	9140	9597	10077	10581					
其他非流动负债	9780	9645	9726	9697	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	71619	79565	82734	87916	每股净收益(元)	0.33	0.49	0.59	0.72
少数股东权益	1170	1260	1354	1456	每股净资产(元)	8.67	9.33	10.03	10.78
归属母公司股东权益	25170	27112	29126	31312	发行在外股份(百万股)	2905	2905	2905	2905
负债和股东权益	97959	107937	113214	120684	ROIC(%)	6.1%	5.6%	5.4%	5.3%
					ROE(%)	6.3%	7.7%	8.2%	8.8%
					毛利率(%)	28.4%	26.9%	26.1%	25.8%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	5.8%	7.0%	7.5%	8.0%
经营活动现金流	12233	6457	4424	5701	资产负债率(%)	73.1%	73.7%	73.1%	72.8%
投资活动现金流	-2026	-2571	-2757	-2903	收入增长率(%)	5.3%	3.1%	6.6%	7.8%
筹资活动现金流	-9487	2094	2396	3806	净利润增长率(%)	-34.0%	26.9%	14.4%	15.2%
现金净增加额	509	5980	4062	6603	P/E	9.12	7.18	6.28	5.45
折旧和摊销	1906	1424	1451	1461	P/B	0.60	0.56	0.52	0.48
资本开支	1112	2200	2201	2201	EV/EBITDA	5.98	6.85	6.95	7.60
营运资本变动	5701	-2516	1701	1807					

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>

