

晨鸣纸业(000488)

深度报告

行业公司研究——造纸 II 行业——

证券研究报告

浆价上涨最大受益者！

——晨鸣纸业深度报告

✎ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 ☎ 联系人：傅嘉成、姜文轶
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

纸浆自给率 90%，浆价上涨最大受益者！融资租赁逐步剥离，资产优化！

投资要点

□ 盈利出现向上拐点，综合纸企一“鸣”惊人

2018/2019 年造纸景气下行&融资租赁拖累，盈利表现不佳；站在当前视角，我们认为公司盈利迎来拐点，1)浆价上涨有望延续至 21Q4，晨鸣木浆自给率 90%，浆价上涨传导到纸价上涨，直接兑现为公司盈利提升；2)造纸板块景气向上，细分产品供需情况较好，渠道库存健康，预期浆价向纸价传导顺畅；3)融资租赁板块逐步剥离，财务费用&经营风险明显下降。

□ 浆纸一体化布局完成，成本优势突出

至 2019 年底公司拥有造纸能力 680 万吨，自制木浆产能 430 万吨，拥有湛江、黄冈、寿光三大浆厂，通过近年来生产基地调正，基本实现三地“浆纸一体化”，湿浆造纸省去中间烘干、运输及损耗等成本，成本端拥有绝对优势。受全球再通胀、供需紧平衡等影响，当前针叶浆、阔叶浆价格分别从 574、469 美元上涨至 815、585 美元，直接拉动终端文化、铜板、白卡上涨 820、587、2773 元/吨，受益于浆纸一体化，晨鸣完全可以享受纸价上涨带来的盈利。

□ 白卡&文化：供需平衡&格局优化、景气向上

白卡纸：供需平衡有望延续至 2022 年，竞争格局优化促景气向上。从竞争格局来看，APP+博汇+晨鸣合计市占率达 70%（APP、博汇、晨鸣市产能分别为 355、215、196 万吨），企业定价权发生明显变化。从供需来看，供给端仅太阳和 APP 合计 160 万吨产能 2021Q4 落地；需求端海内外自然修复，且富阳白板纸去产能叠加限塑令持续加码背景下，预计供需关系稳定局面有望持续延续至 2022 年；综合库存低位，白卡景气有望继续向上。

文化纸：供需平衡，党建贡献增量需求，当前价格仍在底部，涨价潮即将到来。考虑刊物印刷需求预期较好叠加党建增量需求、且行业增量产能较为有限（行业 CR3 为 45%，晨鸣、华泰、太阳分别为 183、178、130 万吨），供需持续平衡。卓创资讯显示双胶纸厂周库存连续环比下降、且草根调研显示渠道库存消化相对充分。综上所述，我们判断文化纸景气上行延续。

□ 造纸强景气&融资租赁压缩，资产逐步优化

聚焦主业，逐步剥离融资租赁：只收不放，2019 年净回收资金 59 亿元，规模压缩至 136 亿元，且 2020/2021 年预期压缩至 100/65 亿。

强造纸景气，资产负债表逐步优化：1)造纸板块景气向上，预期净经营性现金

评级

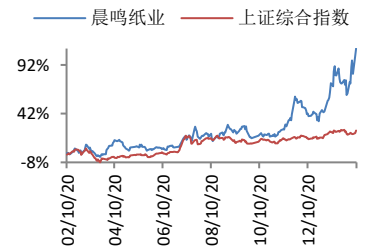
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 9.28

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.19
2Q/2020	0.15
1Q/2020	0.07
4Q/2019	0.22



公司简介

林浆纸一体化综合纸企

相关报告

- 1 《【浙商轻工】晨鸣三季报点评：盈利环比改善，融资租赁业务压缩，现金流表现靓丽》2020.10.26
- 2 《【浙商轻工】晨鸣纸业：收入结构优化，看好下半年盈利改善 200811》2020.08.11

报告撰写人：马莉、史凡可
 联系人：傅嘉成、姜文轶

流表现靓丽，可用于归还借款；2) 融资租赁板块压缩；3) 前期投产项目逐步落地，资本开支减少。

□ 盈利预测及估值

我们预计20-22年分别实现营收306.13 /376.41 /387.83亿元，同增0.72% /22.96% /3.03%；归母净利17.64 /40.96 /47.46亿元，同增6.50% /132.15% /15.89%。当前股价对应PE为14.72X /6.34X /5.47X，明显低于可比公司10X以上估值，给予“买入”评级。

□ 风险提示

纸浆提涨低于预期，行业竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	30395.43	30613.13	37641.18	38782.61
(+/-)	5.26%	0.72%	22.96%	3.03%
净利润	1656.57	1764.20	4095.59	4746.47
(+/-)	-34.00%	6.50%	132.15%	15.89%
每股收益(元)	0.57	0.61	1.41	1.63
P/E	15.68	14.72	6.34	5.47

正文目录

1. 盈利出现向上拐点，综合纸企一“鸣”惊人.....	5
2. 浆纸一体化布局完成，成本优势突出.....	6
2.1. 浆纸一体化布局，产品结构多元化.....	6
2.2. 浆价上行周期，晨鸣盈利弹性充分释放.....	6
3. 白卡&文化：供需平衡&格局优化、景气向上.....	8
3.1. 白卡纸：供需平衡有望延续至 2022 年，竞争格局优化促景气向上.....	8
3.2. 文化纸：供需平衡，党建需求贡献增量需求.....	11
4. 造纸强景气&融资租赁压缩，资产逐步优化.....	13
4.1. 聚焦主业，逐步剥离融资租赁.....	13
4.2. 强造纸景气，资产负债表逐步优化.....	14
5. 盈利预测与投资建议.....	15
6. 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 营业收入及增速.....	5
图 2: 归母净利润及增速.....	5
图 3: 晨鸣纸业利润率.....	5
图 4: 晨鸣纸业费用率.....	5
图 5: 晨鸣纸业产能分布.....	6
图 6: 晨鸣纸业产能地图.....	6
图 7: 细分产品产销量情况.....	6
图 8: 各国 PMI 数据.....	7
图 9: 针叶浆价格.....	7
图 10: 供需平衡表.....	7
图 11: 铜版纸毛利率对比.....	8
图 12: 双胶纸毛利率对比.....	8
图 13: 分纸种吨纸耗浆.....	8
图 14: 自制浆&外购浆成本对比.....	8
图 15: 白卡产能及产能利用率.....	9
图 16: 产能利用率/社零增速对比.....	9
图 17: 禁塑令细则.....	9
图 18: 白板产能.....	9
图 19: 白卡未来产能投放.....	10
图 20: 白卡库存环比.....	10
图 21: 白卡纸竞争格局.....	10
图 22: 纸浆价格.....	11

图 23: 白卡价格.....	11
图 24: 文化新增产能.....	11
图 25: 铜版纸竞争格局.....	12
图 26: 双胶纸竞争格局.....	12
图 27: 在校学生人数统计.....	12
图 28: 2018 年和 2019 年阅读率.....	12
图 29: 马列主义毛泽东思想类图书数量.....	12
图 30: 图书、报纸、期刊总印数.....	12
图 31: 文化纸每日平均企业价格(元/吨).....	13
图 32: 双胶纸厂库存天数环比(%).....	13
图 33: 融资规模&期限结构.....	13
图 34: 租赁合同数量和金额.....	13
图 35: 应收账款结构.....	14
图 36: 融资租赁行业分布.....	14
图 37: 可比公司资产负债率.....	14
图 38: 晨鸣纸业现金流.....	14
图 39: 晨鸣纸业资产负债表变化.....	15
图 40: 晨鸣纸业总体债务情况.....	15
图 41: 21 年盈利拆分.....	15
图 42: 可比公司估值.....	16

1. 盈利出现向上拐点，综合纸企一“鸣”惊人

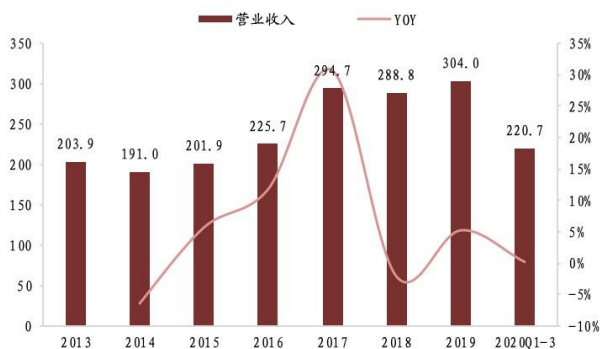
2018/2019 年造纸景气下行&融资租赁拖累，盈利表现不佳。2018 年由于行业产能投放较多引发价格战，造纸景气下行且浆价持续低迷，2017-2019 年公司双胶/铜板/白卡纸销售价格从 5543/5215/5258 元/吨下滑至 5141/4696/4299 元/吨，带动毛利率自 33.1% 下滑至 28.4%。此外，由于融资成本上升，公司 2019 年融资租赁计提损失 5.24 亿元，影响公司利润。站在当前视角，我们认为公司盈利迎来拐点，

1) 浆价上涨有望延续至 21Q4: 目前全球货币政策放松、处于再通胀阶段，且我们通过建立详细供需平衡表，同时考虑全球木浆库存下降明显，我们预期整体木浆 21 年供需平衡，价格向上趋势延续至 21Q4; 晨鸣造纸板块木浆自给率 90%，充分受益浆价上涨。

2) 造纸板块景气向上: 目前双胶/铜板/白卡销售价格分别为 5912/5930/7950 元/吨，较 20 年低点上涨 11.02%/16.05%/53.57%；目前细分产品供需情况较好、渠道库存健康，预期浆价向纸价传导顺畅，2 月铜板/双胶/白卡提价 300-500 元/吨已落地，3 月仍有 500 元/吨提涨预期。

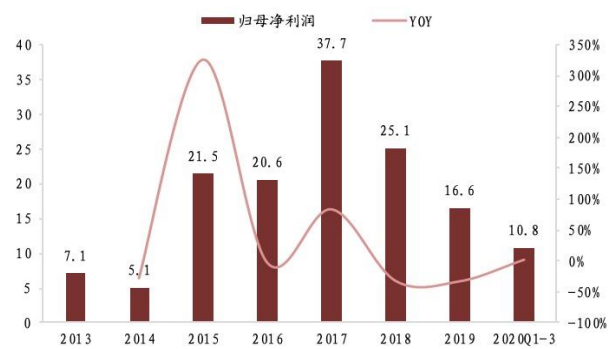
3) 融资租赁逐步剥离，财务费用&经营风险下降: 2018 年开始，公司逐步剥离融资租赁业务，只收不放，重新聚焦造纸主业，2019 年融资租赁业务净回收资金 59 亿元，规模压缩至 136 亿元，2020/2021 年底预计压缩至 100/65 亿以内，财务费用&经营风险下降。

图 1：营业收入及增速



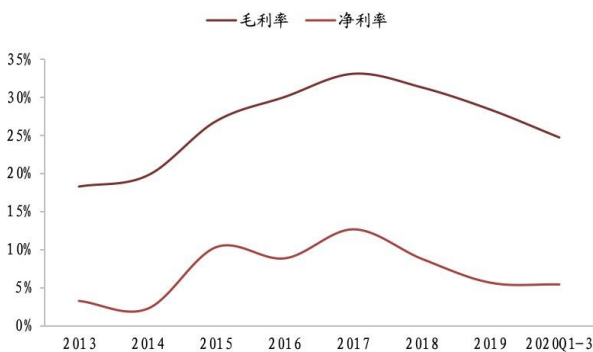
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：归母净利润及增速



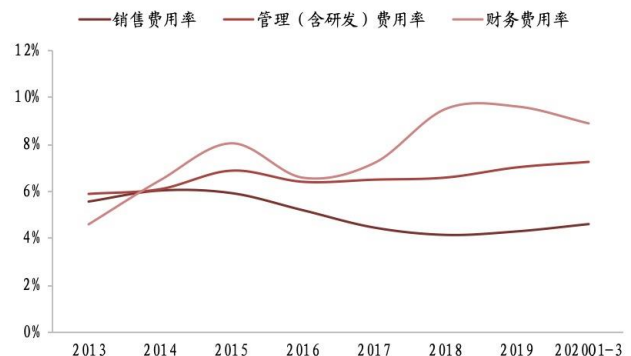
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：晨鸣纸业利润率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：晨鸣纸业费用率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 浆纸一体化布局完成，成本优势突出

2.1. 浆纸一体化布局，产品结构多元化

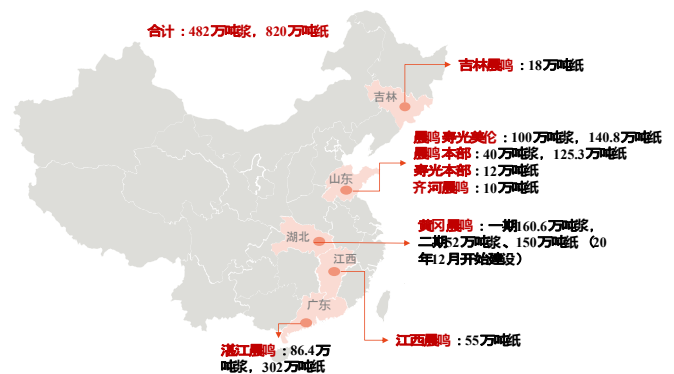
自 2001 年，晨鸣纸业开启林浆纸一体化战略布局，至 2019 年底公司拥有造纸能力 680 万吨，自制木浆产能 430 万吨，拥有湛江、黄冈、寿光三大浆厂，成为国内首家浆纸产能基本匹配的造纸企业，浆价上涨背景下成本端拥有绝对优势；并且湿浆造纸保持质量稳定性，有利于晨鸣纸业生产高端纸品，毛利率较高。此外，公司产品结构多元化，覆盖双胶、白卡纸、铜版纸、生活纸等，主要产品市场占有率位于全国前列。

图 5：晨鸣纸业产能分布

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	
	纸	液体包装纸/白卡纸项目	60/120	
		高级文化纸项目	19	
		纸杯原纸项目	18	
寿光美伦	浆	高级文化纸项目	30	浆: 100; 纸: 140.8
		浆纸项目	70	
	纸	文化纸项目	45	
		化学浆项目	100	
		生活用纸项目	9.8	
江西晨鸣	纸	高级包装纸项目	51	纸: 55
		低定量涂布纸项目	35	
晨鸣本部	浆	低定量涂布纸项目	20	浆: 40; 纸: 125.3
		化学浆项目	40	
	纸	铜版纸项目	15.3	
		超级压光纸项目	30	
		涂布白板纸项目	30	
黄冈晨鸣	浆	新闻纸改建文化纸项目	50	浆: 160.6
		林浆纸一体化项目	130.6	
吉林晨鸣	纸	化学木浆项目	30	纸: 18
		低定量涂布纸项目	18	
齐河晨鸣	纸	文化纸项目	10	纸: 10
		低定量涂布纸项目	10	
寿光美伦	纸	文化纸项目	12	纸: 12
		美术涂布印刷纸项目	12	
2019年合计		浆约420+万吨，纸约670+万吨		
2020E		浆约430万吨，纸约680万吨		
拟建工程	浆/纸	项目	产能/万吨	合计产能
黄冈晨鸣二期 (2020.12开始建设)	纸	4套年产150万吨纸生产线(包含文化纸、白卡纸等品种,该项目全部采用原生浆造纸)	150	纸: 150
		浆	配套建设年产52万吨机械浆生产线	52
未来产能规划		浆约482万吨，纸约820万吨		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：晨鸣纸业产能地图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：细分产品产销量情况

	产能 (万吨)				产量 (万吨)				产能利用率			
	2016A	2017A	2018A	2019A	2016A	2017A	2018A	2019A	2016A	2017A	2018A	2019A
白卡纸	82.0	203.0	204.0	196.4	68.0	142.0	130.0	154.0	82.9%	70.0%	63.7%	78.4%
双胶纸	118.0	109.0	115.0	182.8	112.0	115.0	111.0	143.2	94.9%	105.5%	96.5%	78.3%
铜版纸	130.0	129.0	129.0	128.2	103.0	107.0	92.0	74.7	79.2%	82.9%	71.3%	58.3%
静电纸	38.0	44.0	46.0	97.3	38.0	43.0	44.0	50.7	100.0%	97.7%	95.7%	52.1%
防粘原纸	19.0	22.0	22.0	24.1	23.0	22.0	21.0	23.8	121.1%	100.0%	95.5%	98.8%
生活纸	10.0	10.0	12.0	11.6	11.0	11.0	10.0	9.7	110.0%	110.0%	83.3%	83.6%
轻涂纸	14.0	11.0	8.0	2.3	10.0	8.0	4.0	2.0	71.4%	72.7%	50.0%	87.0%
新闻纸	34.0	35.0	-	-	28.0	17.0	-	-	82.4%	48.6%	-	-
其他机制纸	52.0	57.0	43.0	38.8	43.0	46.0	45.0	42.8	82.7%	80.7%	104.7%	110.3%
合计	497.0	621.0	577.0	681.2	436.0	511.0	457.0	500.9	87.7%	82.3%	79.2%	73.5%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 浆价上行周期，晨鸣盈利弹性充分释放

多重因素叠加推动浆价快速拉涨，浆价上涨有望延续至 21Q4。全球针叶浆、阔叶浆价格短期提升至 815、585 美元/吨，较低点上涨 42%、29%；此外，针叶浆期货强势提涨至 6598 元/吨，较低点上涨 50.6%，创历史新高。根据我们纸浆专题报告，我们通过建立详细供需平衡表判断，整体木浆 21 年供需平衡，上涨趋势有望延续至 21Q4，且由于针叶浆长期供需紧平衡，涨幅更优。

全球再通胀：全球主要央行扩表，12月份美联储、欧央行与日本央行扩表幅度分别为2.6%、1.5%和0.9%；对应全球制造业PMI至4月底部连续环比向上，12月达55.2，后续PMI保持向上预期。考虑疫情的不确定性，预期宽松货币延续，大宗价格普遍上涨。

供给端：19-20年全球商品浆的增量供应较少，合计仅230万吨；叠加20年下半年南美疫情爆发、成本抬升等原因导致20年供应减少130万吨（阔叶浆减产约65万吨、针叶浆减产约55万吨），短期全球木浆的供应量较少、库存消化情况乐观；21年新增供给较多，但主要为Q4投产（21年Arauco的130万吨、Bracell的150万吨等），实际新增产量较少。

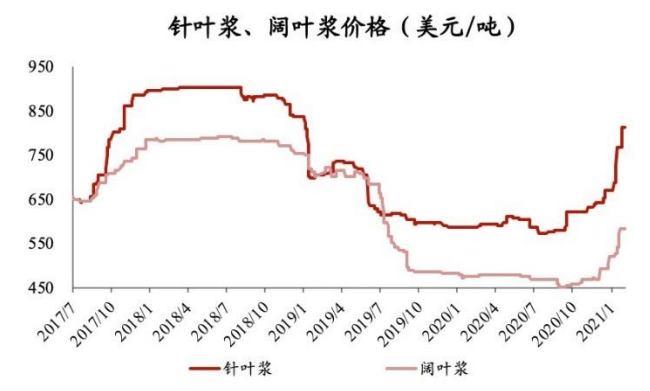
需求端：木浆下游需求以生活纸（36%）、白卡纸（24%）、双胶（22%）、铜板（13%）为主；以中国为代表的经济体复苏拉动需求，我国纸浆年度累计进口量达3063万吨，表观需求同比增长12.6%。

图 8：各国 PMI 数据

制造业PMI(%)	20-12	20-11	20-10	20-09	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12
全球	55.2	53.7	53	52.4	51.8	50.6	47.9	42.4	39.6	47.3	47.1	50.4	50.1
美国Markit	56.5	56.7	53.4	53.2	53.1	50.9	49.8	39.8	36.1	48.5	50.7	51.9	52.4
欧元区	55.5	53.8	54.8	53.7	51.7	51.8	47.4	39.4	33.4	44.5	49.2	47.9	46.3
德国	58.6	57.8	58.2	56.4	52.2	51	45.2	36.6	34.5	45.4	48	45.3	43.7
法国	51.1	49.6	51.3	51.2	49.8	52.4	52.3	40.6	31.5	43.2	49.8	51.1	50.4
意大利	52.8	51.5	53.8	53.2	53.1	51.9	47.5	45.4	31.1	40.3	48.7	48.9	46.2
日本	50	49	48.7	47.7	47.2	45.2	40.1	38.4	41.9	44.8	47.8	48.8	48.4
英国	57.3	55.6	53.7	54.1	55.2	53.3	50.1	40.7	32.6	47.8	51.7	50	47.5
中国	51.9	52.1	51.4	51.5	51	51.1	50.9	50.6	50.8	52	35.7	50	50.2
印度	56.4	56.3	58.9	56.8	52	46	47.2	30.8	27.4	51.8	54.5	55.3	52.7
巴西	61.5	64	66.7	64.9	64.7	58.2	51.6	38.3	36	48.4	52.3	51	50.2
越南	51.7	49.9	51.8	52.2	45.7	47.6	51.1	42.7	32.7	41.9	49	50.6	50.8
南非	49.1	58.7	63.4	58.2	53.8	48.5	50.3	44	30	42.1	40.7	41.3	42.6

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：针叶浆价格



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 10：供需平衡表

商品浆整体(万吨)	2020	2021	2022	2023
产能扩张	130	400	340	165
停机检修	-120	-60	-40	-40
综合供给增量	10	340	300	125
中国需求增量	300	390	340	340
欧美需求增量	-200	-270	-240	-240
其他国家需求增量	80	80	80	80
综合需求增量	180	200	180	180
供需关系	供需平衡	供需平衡	供需一般	供需一般

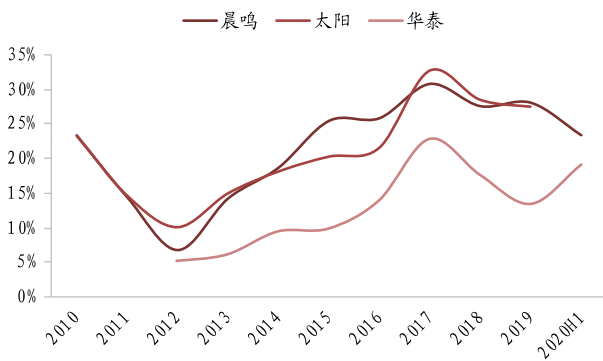
针叶浆(万吨)	2020	2021	2022	2023
产能扩张	0	63	25	85
停机检修	-55	-28	-18	-18
综合供给增量	-55	35	7	67
中国需求增量	90	117	102	102
欧美需求增量	-60	-81	-72	-72
其他国家需求增量	24	24	24	24
综合需求增量	54	60	54	54
供需关系	供需平衡	供需平衡	供需平衡	供需平衡

阔叶浆(万吨)	2020	2021	2022	2023
产能扩张	140	300	315	85
停机检修	-65	-32	-22	-22
综合供给增量	75	328	293	63
中国需求增量	210	273	238	238
欧美需求增量	-140	-189	-168	-168
其他国家需求增量	56	56	56	56
综合需求增量	126	140	126	126
供需关系	供需相对平衡	供需相对平衡	供需一般	供需一般

资料来源：浙商证券研究所

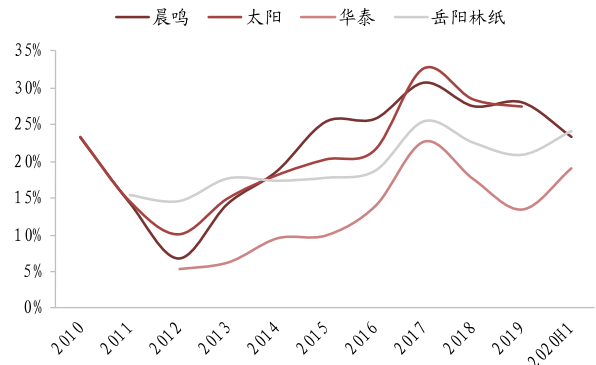
晨鸣纸浆自给率可达90%，充分受益浆价上涨。公司19年机制纸销量525万吨，20年预计达580万吨，木浆产量约430万吨，木浆自给率可达90%。同外购木浆相比，自制浆成本优势显著，保障公司纸品毛利率水平持续领先同行，2019年双胶纸/铜版纸毛利率分别为25.8%/28.0%，明显高于同行华泰股份和岳阳林纸。根据我们测算，目前公司自给成本约3200元/吨（化学浆成本约4267元/吨），而外购化学浆成本约5500元/吨，成本优势超1200元/吨，浆价上涨背景下公司充分享受纸浆高自给率带来的盈利弹性。

图 11：铜版纸毛利率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：双胶纸毛利率对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：分纸种吨纸耗浆

	造纸产能造纸产量		吨纸耗浆(吨)				木浆总需求估计(万吨)			
	(万吨)	(万吨)	阔叶浆	针叶浆	化机浆	小计	阔叶浆	针叶浆	化机浆	小计
双胶纸	183.00	170.00	0.55	0.15	0.10	0.80	93.50	25.50	17.00	136
白卡纸	196.00	160.00	0.30	0.10	0.40	0.80	51.00	17.00	68.00	136
铜版纸	128.00	110.00	0.45	0.15	0.15	0.75	76.50	25.50	25.50	127.5
其他纸	174.00	140.00				0.80				139.2
合计	681.00	580.00					221.0	68.0	110.5	538.7

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 14：自制浆&外购浆成本对比

主要产品	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
针叶浆	5,388	6,449	4,830	4,300	5,700	5,700
阔叶浆	4,834	5,296	4,638	3,800	5,500	5,500
外购木浆价格	5,056	5,787	4,674	4,000	5,580	5,580
自制化学浆生产成本	3,483	3,609	3,888	4,000	4,267	4,267
自制浆生产成本	2,612	2,707	2,916	3,000	3,200	3,200
化学浆成本价差	1,573	2,177	786	0	1,313	1,313

备注：假设自制浆生产成本是自制化学浆的0.75倍

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 白卡&文化：供需平衡&格局优化、景气向上

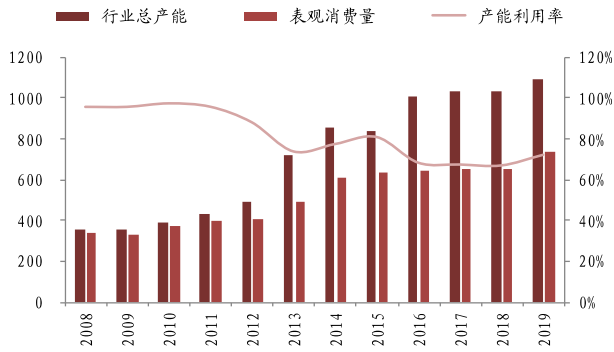
3.1. 白卡纸：供需平衡有望延续至 2022 年，竞争格局优化促景气向上

需求：卡纸下游对接社零，需求具韧性、预期表现稳健。白卡纸下游主要对接药品、香烟、食品包装等消费领域，根据用途可分为社会卡、食品卡及烟卡等，三者规模占比约为 60%/25%/15%。复盘发现，历年白卡产能利用率与社零总额增速走势接近，体现白卡下游需求与社零总额相关性较强，而社零具有韧性，预期白卡未来需求保持稳健增长态势。根据卓创资讯统计，白卡纸行业的表观消费量从 2008 年的 340 万吨增长至 2019 年的 740 万吨，CAGR 达 7.33%。

增量需求一：2020 年新版“限塑令”推动白卡纸需求增长约 250-300 万吨。根据测算，预计新版“限塑令”中长期将推动食品级白卡需求增长近 130 万吨，环保餐盒市场增长 150 万吨。

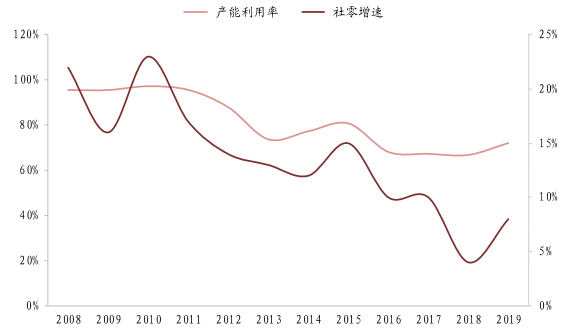
增量需求二：富阳白板清退带来替代需求约 100-200 万吨。根据《富阳区造纸业改造提升方案(2017-2020)》，2020 年底富阳区将全面完成造纸园区企业腾退转型，预期累计关停产能 780 万吨，触发白卡替代需求。数据来看，19 年行业白板产能缩减为 1133 万吨、减少 157 万吨；20 年 798 万吨，全年减少 335 万吨。

图 15：白卡产能及产能利用率



资料来源：卓创资讯，Wind，浙商证券研究所

图 16：产能利用率/社零增速对比



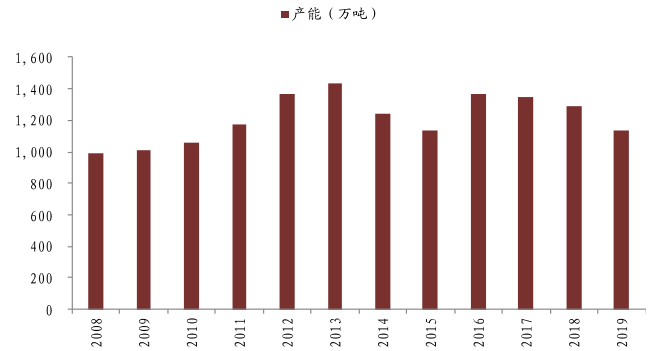
资料来源：卓创资讯，Wind，浙商证券研究所

图 17：禁塑令细则

规定	描述
禁止生产、销售的塑料制品	禁止生产和销售厚度小于0.025毫米的超薄塑料购物袋，厚度小于0.01毫米的聚乙烯农用地膜。禁止以废塑料为原料制造塑料制品。全面禁止废塑料进口。到2020年底，禁止生产和销售一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签；禁止生产含塑料微珠的日化产品。到2022年底，禁止销售含塑料微珠的日化产品。
禁止、限制使用的塑料制品	<ol style="list-style-type: none"> 【不可降解塑料餐盒】到2020年底，直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动，禁止使用不可降解塑料餐盒，集贸市场规范和限制使用不可降解塑料餐盒；到2022年底，实施范围扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区。到2025年底，上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料餐盒。 【一次性塑料餐具】到2020年底，全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管；地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具。到2022年底，实施范围扩大至县城建成区、景区景点餐饮堂食服务。到2025年，地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降30%。 【宾馆、酒店一次性塑料用品】到2022年底，全国范围星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品；到2025年底，实施范围扩大至所有宾馆、酒店、民宿。 【快递塑料包装】到2022年底，北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点，先行禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等，降低不可降解的塑料胶带使用量，到2025年底，扩大到全国范围实施。

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

图 18：白板产能



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

供给端：行业新增产能多于 2023 年后落地。2008-2019 年行业产能从 356 万吨增长至 1092 万吨，CAGR 为 10.7%，17-18 年产能投放密集，产能利用率小幅下降，19-22 年的龙头产能投放节奏更为理性，19 年 8 月博汇纸业江苏盐城 75 万吨产能投产，后续 21 年四季度太阳纸业 90 万吨、APP130 万吨产能投产，但考虑到 APP 宁波基地 20 年 2 月底搬迁减少 60 万吨产能。此外，联盛、亚太森博、江苏博汇新增产能预期 2023 年后才能逐步落地，因此新增产能处于合理范围。

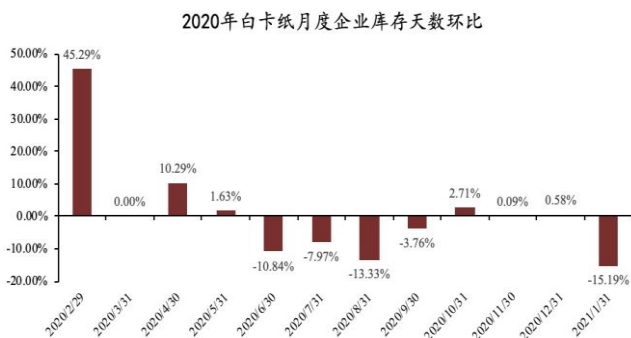
图 19：白卡未来产能投放

公司名称	地点	年产能/万吨	计划投产时间
APP	广西钦州	120	2021H1
	浙江宁波	150	规划中
太阳纸业	广西北海	90	2022
玖龙纸业	湖北荆州	60	2022
	广西北海	240	规划中
新亚纸业	河南新乡	40	在建
晨鸣纸业	湖北黄冈	174	规划中
博汇纸业	江苏盐城	100	规划中
理文造纸	广西防城港	160	规划中
联盛纸业	福建漳州	100	规划中
仙鹤纸业	广西来宾	60	规划中
亚太森博	广西北海	200	规划中
	江苏如皋	100	规划中
合计		1714	

资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

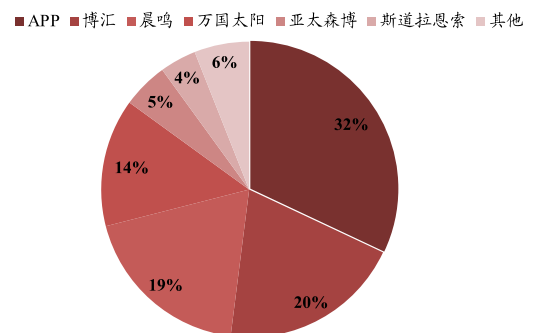
供需关系稳定&竞争格局优异，白卡景气有望继续向上。从竞争格局来看，APP+博汇合计市占率达 52%，企业定价权发生明显变化。从供需来看，供给端仅太阳和 APP 合计 160 万吨产能 2021Q4 落地；需求端海内外自然修复，且富阳白板纸去产能叠加限塑令持续加码背景下，预计供需关系稳定局面有望延续至 2022 年。从库存来看，21 年 1 月企业库存环比下降 15.19%；目前晨鸣纸业、博汇纸业、金光纸业等龙头纸企库存约 1-1.5 个月。考虑供需稳定、库存低位，且竞争格局优异，白卡景气有望继续向上。

图 20：白卡库存环比



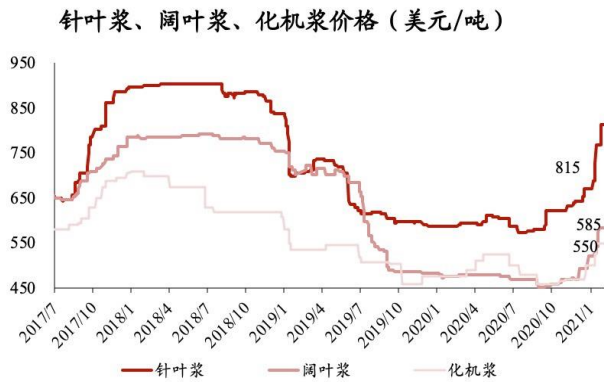
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 21：白卡纸竞争格局



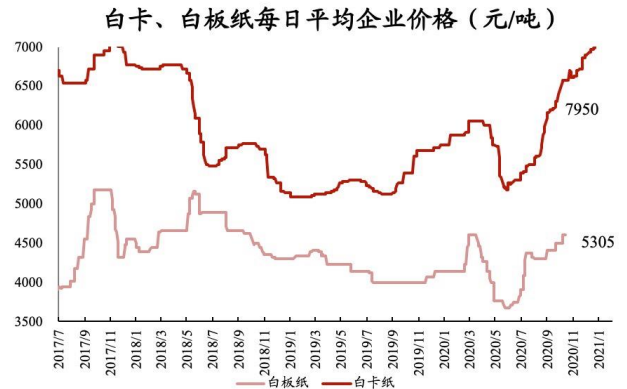
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 22：纸浆价格



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 23：白卡价格



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

3.2. 文化纸：供需平衡，党建需求贡献增量需求

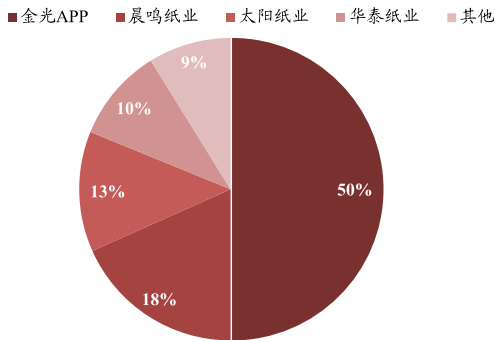
供给端：20-21 年新增产能有限，中期双胶纸集中度上行。梳理文化纸后续产能投放，我们判断 20-21 年供给平稳，20 年仅有太阳纸业本部兖州 45 万吨文化纸、五星纸业 30 万吨文化纸 Q4 投产；21 年仅有太阳纸业广西北海 55 万吨下半年投产，21-23 年新增产能以产业龙头扩张为主。我们认为，13-19 年双胶纸的产业集中度由 36.1% 升至 43.9%、提升态势明确，中期伴随龙头产能扩张、集中度有望继续上行。

图 24：文化新增产能

厂家	项目内容	新增产能(万吨)	地点	预计投产时间
五星纸业	文化纸	30	江西九江	2020年
太阳纸业	文化纸+特种文化纸	52	山东济宁	2020年
	文化纸	55	广西北海	2021年
博汇纸业	静电复印纸	45	山东淄博	2021年
岳阳林纸	非涂布文化纸+特种文化纸	70	湖南岳阳	2023年
晨鸣纸业	文化纸	53	湖北黄冈	规划中
玖龙纸业	文化纸	55	广西北海	规划中
联盛纸业	文化纸	40	福建漳州	规划中
泰盛集团	文化纸	20	四川乐山	规划中
		30	福建南平	规划中
亚太森博	文化纸	180	广东江门	规划中
		100	江苏如皋	规划中
合计		730		

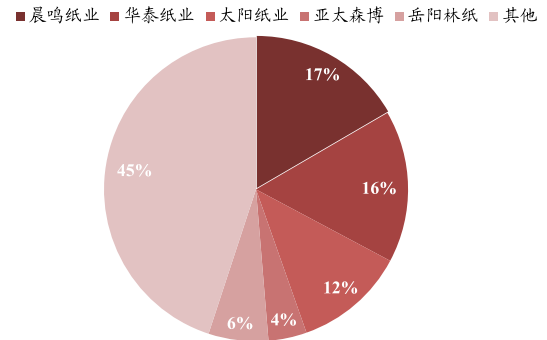
资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 25：铜版纸竞争格局



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

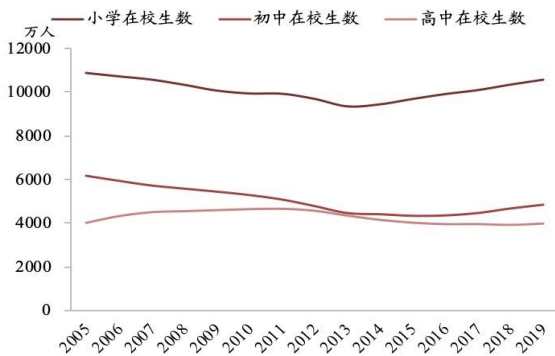
图 26：双胶纸竞争格局



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

需求端：历史需求维稳，党刊需求或贡献增量。双胶纸需求量与图书印刷量（含课本和书籍两大类）高度相关。由于中国学生人数及人均纸质图书阅读量均十分稳定：1) 小学/初中/高中合计在校人数 14-19 年 CAGR 为 1.48%；2) 人均纸质图书阅读量 19 年为 4.65 本（2018 年为 4.67 本）；因此对应造纸业协会披露的双胶纸 13-19 年消费量 CAGR 为 1.2%。近两年考虑建党、建国周年刊物印刷消费（19 年建国 70 周年对应 18 年马列主义马泽东思想类图书出版量较过去 5 年平均出版量增长约 1000 万册、从而贡献 20 年印刷增量，预计该逻辑同样适用于 21 年建党 100 周年），我们对文化纸需求维持乐观判断。

图 27：在校学生人数统计



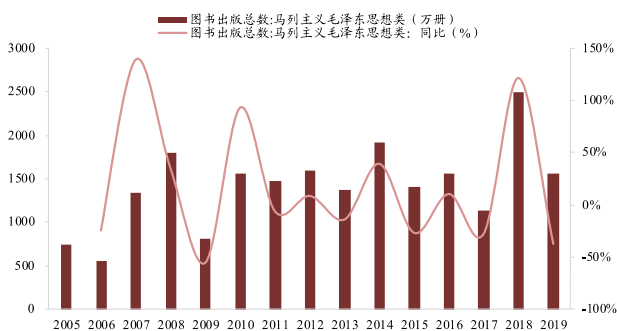
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 28：2018 年和 2019 年阅读率



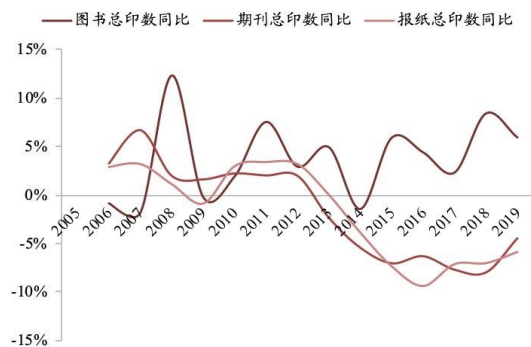
资料来源：全国国民阅读调查报告，浙商证券研究所

图 29：马列主义毛泽东思想类图书数量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

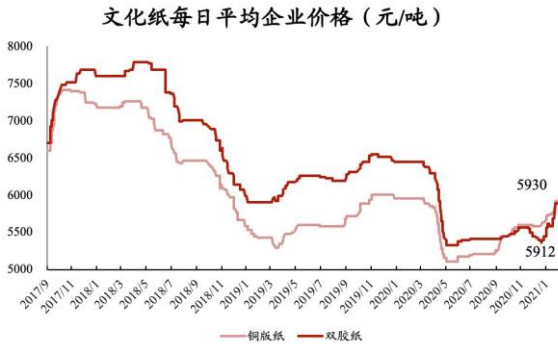
图 30：图书、报纸、期刊总印数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

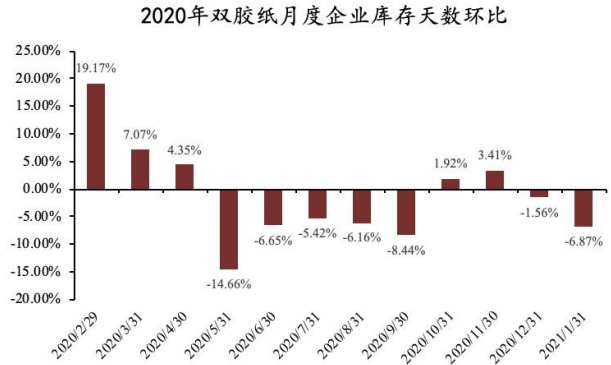
供需平衡、库存下行，仍存布局机遇。考虑刊物印刷需求预期较好叠加党建增量需求、且20-21年行业增量产能较为有限，供需持续平衡。卓创资讯显示双胶纸厂周库存环比下降明显(21年1月环比下降6.9%)，且草根调研显示渠道库存消化相对充分。综上所述，我们判断文化纸景气上行。

图 31：文化纸每日平均企业价格(元/吨)



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 32：双胶纸厂库存天数环比(%)



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

4. 造纸强景气&融资租赁压缩，资产逐步优化

4.1. 聚焦主业，逐步剥离融资租赁

融资租赁业务规模持续下滑，财务风险可控。晨鸣融资租赁主要为售后回租业务，随行业去杠杆&租赁行业强监管，晨鸣融资租赁业务承压，目前公司推进融资租赁业务剥离，2019年该业务收入18.2亿元，同比减少17.6%，净回收资金59亿元，规模压缩至136亿元，且2020/2021年预期压缩至100/65亿。从报表口径，2017-2019年公司融资租赁业务资产占总资产的比重由25%下降到14%，长期应收款同比减少84.85%。

期限结构合理，客户多以政府平台企业为主。从业务期限结构上看，主要以3年内为主，2019年底时1年以内占40.1%、约54.8亿元，1-3年占42.1%、约57.5亿元，剩余3-5年期限的仅占17.7%、约24.21亿元；期限结构支持公司2021年继续压缩35亿元。2019年底现存的业务中，城市基础设施占比16.45%，钢铁及其他制造业21.26%，房地产开发仅占19.01%。总结来看，目前公司融资租赁规模压缩卓有成效，客户以政府平台类企业为主；此外，根据我们草根调研，公司逾期项目本身有租赁物，所有权归晨鸣租赁所有，其次还有政府平台或其他第三方担保等，目前已重新商定还款计划，财务风险可控。

图 33：融资规模&期限结构

期限	2016		2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1年以内	120.07	47.70%	102.77	31.14%	91.11	42.38%	54.79	40.14%
1-3年	88.06	35.20%	129.66	39.29%	66.43	30.90%	57.51	42.13%
3-5年	43.06	17.11%	97.59	29.57%	57.44	26.72%	24.21	17.73%
合计	251.71	100.00%	330.02	100.00%	214.98	100.00%	136.51	100.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 34：租赁合同数量和金额

	2016	2017	2018	2019
签订租赁合同数量(个)	55	93	14	8
签订合同本金(亿元)	115.58	237.23	73.57	19.73
实际投放租赁合同数量(个)	55	93	14	8
实际投放租赁金额(亿元)	115.58	237.23	73.57	19.73

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 35：应收账款结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 36：融资租赁行业分布

行业	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市基础设施	83.95	25.44%	48.21	22.43%	22.46	16.45%
造纸	65.08	19.72%	26.95	12.53%	2.75	2.02%
化学原料及化学制品制造业	17.39	5.27%	12.55	5.84%	5.3	3.89%
煤炭、能源	7.09	2.15%	5.7	2.65%	5.66	4.14%
木业	8.08	2.45%	6.57	3.06%	3.9	2.85%
房地产开发	53.63	16.25%	32.05	14.91%	25.96	19.01%
钢铁制造业	35.17	10.66%	38.6	17.96%	29.02	21.26%
其他	59.63	18.06%	44.35	20.63%	41.47	30.38%
总计	330.02	100.00%	214.98	100.00%	136.51	100.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2. 强造纸景气，资产负债表逐步优化

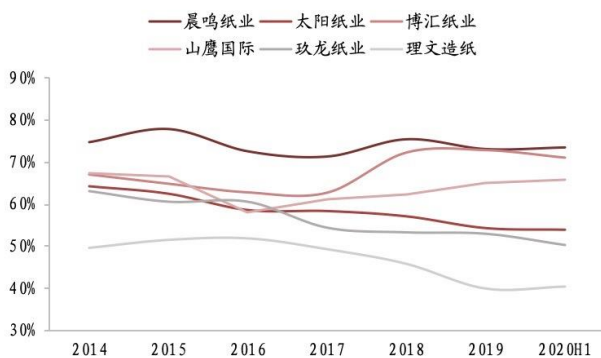
多重因素叠加，资产负债表迎来修复。截止 2019 年底晨鸣资产负债率 73.1%，明显高于可比上市公司 50-60%，且短期负债比例高，债务结构不理想；主要系公司股权融资较少，且融资租赁占用较多资金。站在当前视角，我们预期资产负债率有望明显修复，

1) 造纸板块景气向上：21 年浆价提涨背景下，公司造纸板块盈利弹性充分释放，预期净经营性现金流表现靓丽，可用于归还借款；

2) 融资租赁板块压缩：目前只收不放，2021 年公司计划净回收 35 亿元，融资租赁本金投放余额下降到 65 亿元，收回现金均用于归还借款；

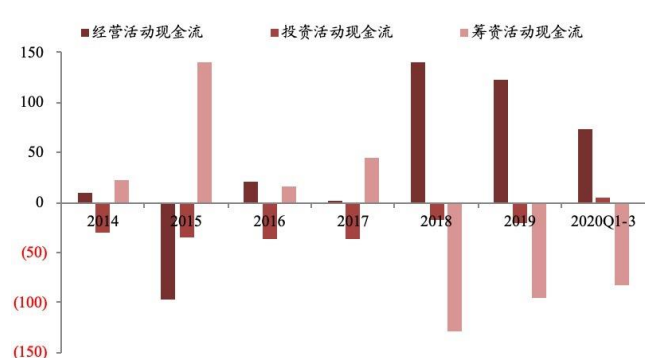
3) 前期投产项目逐步落地，资本开支减少：公司前期投资项目落地，包括美伦 100 万吨化学浆、美伦 51 万吨文化纸项目、黄冈 30 万吨化学浆等项目，后续资本开支减少。

图 37：可比公司资产负债率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 38：晨鸣纸业现金流



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 39：晨鸣纸业资产负债表变化

单位：亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总资产	期末余额					
机制纸资产	496.8	527.9	543.5	631.7	637.5	626.1
银行承兑汇票保证金	15.9	26.5	24.5	48.2	93.3	118.0
其他受限货币	29.1	44.5	56.8	68.2	75.8	45.4
投资性房地产	0.2	0.2	0.1	48.1	48.4	50.8
融资租赁本金	26.2	180.6	197.9	260.0	198.1	139.3
小计	568.2	779.7	822.8	1056.2	1053.1	979.6
总负债						
贴现借款	29.4	57.3	94	141.7	216.3	215.9
其他短期借款	175.3	190.2	184.7	209.3	186.0	153.0
一年内到期的非流动负债	11.0	54.7	62.4	36.3	72.2	56.6
长期借款	43.8	51.7	69.4	76.5	78.0	91.4
应付债券	57.8	37.9	-	22.0	21.0	12.6
其他负债	107.5	215.2	186.7	267.9	221.1	186.7
小计	424.8	607.0	597.2	753.7	794.6	716.2
净资产	143.4	172.7	225.6	302.5	258.5	263.4
贴现借款保证金率	54.2%	46.2%	26.1%	34.0%	43.1%	54.6%
资产负债率	74.7%	77.9%	72.6%	71.3%	75.4%	73.1%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 40：晨鸣纸业总体债务情况

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019A
财务费用	1818.6	2496.6	2741.5	2916.0
其中：				
利息支出	2163.9	2484.8	3667.2	3780.4
银行手续费	167.4	188.7	241.6	256.9
利息收入	-	606.4	692.4	836.5
利息资本化金额	207.1	191.7	318.6	206.5
汇兑损益	22.5	241.9	-156.4	-78.3
小计	1818.6	2117.3	2741.5	2916.0
有息负债				
短期借款	27875.5	35096.6	40228.0	36883.2
一年内到期的非流	6237.0	3625.4	4484.3	3424.3
动有息负债				
长期借款	6935.6	7646.1	7798.9	9140.3
应付债券	-	2196.3	2097.6	1258.3
租赁负债	-	-	-	59.7
合计	41048.1	48564.4	54608.7	50765.8
货币资金	10109.9	14443.5	19292.8	19306.5
净债务	30938.2	34120.9	35315.9	31459.3
净债务变化	-	3182.7	1195.0	-3856.7

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

公司目前拥有湛江、黄冈、寿光三大浆厂，年产能超过 430 万吨（造纸产能约 670 万吨），浆纸一体化优势突出，浆价上涨背景下盈利弹性充分释放。我们预计 20-22 年分别实现营收 306.13 /376.41 /387.83 亿元，同增 0.72% /22.96% /3.03%；归母净利润 17.64 /40.96 /47.46 亿元，同增 6.50% /132.15% /15.89%。当前股价对应 PE 为 14.72X /6.34X /5.47X，明显低于可比公司 10X 以上估值，给予“买入”评级。

图 41：21 年造纸板块盈利拆分

2020年(元)	双胶	白卡	铜板	其他	2021年(元)	双胶	白卡	铜板	其他	2022年(元)	双胶	白卡	铜板	其他
纸价	6000	5800	5800	5800	纸价	7100	8000	6900	6500	纸价	7100	8000	6900	6500
吨纸成本拆分	吨纸成本拆分													
原材料	2520	2263	2344	2200	原材料	3372	3061	3142	2900	原材料	3372	3061	3142	2900
化工	600	600	600	600	化工	650	650	650	650	化工	650	650	650	650
折旧	150	300	150	150	折旧	150	300	150	150	折旧	150	300	150	150
人工成本	60	60	60	60	人工成本	60	60	60	60	人工成本	60	60	60	60
能源动力	500	500	500	500	能源动力	500	500	500	500	能源动力	500	500	500	500
其他	300	300	300	300	其他	300	300	300	300	其他	300	300	300	300
单吨毛利	1871	1777	1846	1990	单吨毛利	2069	3129	2098	1940	单吨毛利	2069	3129	2098	1940
吨费用	1600	1600	1600	1600	吨费用	1600	1600	1600	1600	吨费用	1600	1600	1600	1600
税率	13%	13%	13%	13%	税率	13%	13%	13%	13%	税率	13%	13%	13%	13%
吨净利润	239	157	218	345	吨净利润	415	1353	441	301	吨净利润	415	1353	441	301
产量(万吨)	170	160	110	140	产量(万吨)	170	160	110	140	产量(万吨)	180	170	110	150
净利润(亿元)	4.07	2.51	2.39	4.83	净利润(亿元)	7.05	21.65	4.85	4.21	净利润(亿元)	7.46	23.00	4.85	4.51
合计(亿元)	13.80				合计(亿元)	37.76				合计(亿元)	39.83			

备注：假设铜板浆生产成本3000，针叶浆3300，化机浆2100，外购木浆4000

备注：假设铜板浆生产成本4000，针叶浆4300，化机浆2800，外购木浆5500

备注：假设铜板浆生产成本4000，针叶浆4300，化机浆2800，外购木浆5500

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 42：收入拆分

汇总 (亿元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	295	289	304	306	376	388
毛利率	33.1%	31.3%	28.4%	29.7%	34.3%	34.2%
机制纸	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	263	243	259	267	340	354
收入占比	89.2%	84.2%	85.2%	87%	90%	91%
毛利率	29.1%	26.6%	24.9%	28.6%	34.3%	34.8%
① 双胶纸	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	64	62	77	82	96	104
收入占比	21.6%	21.3%	25.4%	27%	26%	27%
毛利率	26.5%	26.6%	25.8%	24.5%	24.9%	25.3%
② 白卡纸	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	69	64	69	80	118	119
收入占比	23.4%	22.3%	22.7%	26%	31%	31%
毛利率	30.9%	16.2%	16.7%	32.2%	47.2%	47.8%
③ 铜版纸	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	55	47	38	34	47	49
收入占比	18.6%	16.3%	12.4%	11%	13%	13%
毛利率	30.7%	27.5%	28.0%	25.8%	27.7%	28.0%
④ 静电纸	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	24	24	33	27	31	32
收入占比	8.0%	8.3%	10.8%	9%	8%	8%
毛利率	36.6%	40.1%	29.8%	29.4%	30.0%	30.4%
⑤ 防尘原纸	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	12	12	12	13	14	14
收入占比	4.1%	4.2%	4.1%	4%	4%	4%
毛利率	34.1%	39.7%	31.6%	37.4%	35.7%	36.1%
⑥ 生活纸	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	7	7	6	6	7	7
收入占比	2.3%	2.6%	2.0%	2%	2%	2%
毛利率	8.0%	6.1%	16.9%	13.9%	16.2%	18.9%
⑦ 其他机制纸	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	32	26	24	26	27	29
收入占比	11.0%	9.2%	7.8%	8%	7%	7%
毛利率	25.2%	37.4%	33.0%	32.0%	31.9%	35.3%
融资租赁	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	23	22	18	12	8	5
收入占比	8.0%	7.6%	6.0%	4%	2%	1%
毛利率	88.0%	92.4%	93.4%	91.2%	92.3%	92.3%
其他业务收入	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	8	24	27	27	28	29
收入占比	2.9%	8.2%	8.8%	9.0%	7.5%	7.5%
毛利率	2.2%	22.9%	17.6%	14.2%	18.2%	16.7%

资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 43：可比公司估值

代码	公司名称	市值 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E
002078.SZ	太阳纸业	506.82	23.27	24.41	18.59	17.11
000488.SZ	晨鸣纸业	220.10	13.28	12.12	4.45	3.96
600963.SH	岳阳林纸	82.67	26.39	17.90	13.62	11.41
600966.SH	博汇纸业	245.98	183.57	23.63	15.90	12.66

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 风险提示

纸价提涨低于预期，行业竞争加剧

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	44952	46264	48047	48292
现金	19307	16961	17520	16923
交易性金融资产	0	31	10	14
应收账款	2525	5210	5184	5054
其它应收款	2204	1610	2410	2445
预付账款	604	1225	1056	1084
存货	4774	6644	6468	7072
其他	15539	14583	15397	15701
非流动资产	53006	51816	51418	50596
金额资产类	0	818	273	363
长期投资	3606	1494	1862	2321
固定资产	34440	35252	36338	37611
无形资产	1781	1797	1675	1570
在建工程	5467	4734	3321	916
其他	7712	7721	7949	7815
资产总计	97959	98081	99464	98888
流动负债	52699	50583	47874	42514
短期借款	36883	30421	27005	22270
应付款项	5866	6886	8332	7883
预收账款	0	84	35	47
其他	9949	13192	12502	12313
非流动负债	18920	19297	19197	19138
长期借款	9140	9140	9140	9140
其他	9780	10157	10057	9998
负债合计	71619	69880	67071	61652
少数股东权益	1170	1267	1363	1460
归属母公司股东权	25170	26934	31030	35776
负债和股东权益	97959	98081	99464	98888
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12233	7231	8869	10544
净利润	1753	1861	4192	4843
折旧摊销	1914	2323	2504	2723
财务费用	2916	2755	3312	2909
投资损失	(174)	(10)	(7)	(8)
营运资金变动	6070	2917	(2158)	(7)
其它	(246)	(2616)	1026	85
投资活动现金流	(2026)	(35)	(1601)	(2586)
资本支出	(131)	(2338)	(2123)	(1534)
长期投资	(3359)	1464	143	(584)
其他	1464	838	379	(468)
筹资活动现金流	(9487)	(8821)	(6189)	(8136)
短期借款	(3345)	(6462)	(3416)	(4735)
长期借款	1341	0	0	0
其他	(7484)	(2359)	(2773)	(3400)
现金净增加额	720	(1626)	1079	(178)

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	30395	30613	37641	38783
营业成本	21774	21533	24727	25534
营业税金及附加	276	257	328	339
营业费用	1297	1447	1684	1733
管理费用	2128	2158	2597	2617
研发费用	993	1056	1292	1323
财务费用	2916	2755	3312	2909
资产减值损失	(1155)	700	500	400
公允价值变动损益	27	(20)	(20)	(20)
投资净收益	174	10	7	8
其他经营收益	532	0	0	0
营业利润	1584	1752	4480	5240
营业外收支	465	427	424	425
利润总额	2048	2174	4898	5659
所得税	295	313	706	815
净利润	1753	1861	4192	4843
少数股东损益	97	97	97	97
归属母公司净利润	1657	1764	4096	4746
EBITDA	8579	5161	11085	11961
EPS (最新摊薄)	0.57	0.61	1.41	1.63
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	5.26%	0.72%	22.96%	3.03%
营业利润	-45.51%	10.65%	155.67%	16.95%
归属母公司净利润	-34.00%	6.50%	132.15%	15.89%
获利能力				
毛利率	28.36%	29.66%	34.31%	34.16%
净利率	5.77%	6.08%	11.14%	12.49%
ROE	6.35%	6.47%	13.52%	13.63%
ROIC	6.85%	3.10%	9.24%	9.98%
偿债能力				
资产负债率	73.11%	71.25%	67.43%	62.34%
净负债比率	72.17%	64.49%	63.03%	60.30%
流动比率	0.85	0.91	1.00	1.14
速动比率	0.76	0.78	0.87	0.97
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.31	0.38	0.39
应收帐款周转率	10.25	10.47	10.45	10.08
应付帐款周转率	5.12	4.92	5.23	4.99
每股指标(元)				
每股收益	0.57	0.61	1.41	1.63
每股经营现金	4.21	2.49	3.05	3.63
每股净资产	8.67	9.27	10.68	12.32
估值比率				
P/E	15.68	14.72	6.34	5.47
P/B	1.03	0.96	0.84	0.73
EV/EBITDA	6.10	11.93	5.26	4.51

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>