

行业研究/深度研究

2018年09月02日

行业评级：

轻工制造

增持（维持）

陈羽锋 执业证书编号：S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

张前 执业证书编号：S0570517120004
研究员 0755-82492080
zhang_qian@htsc.com

倪娇娇 执业证书编号：S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

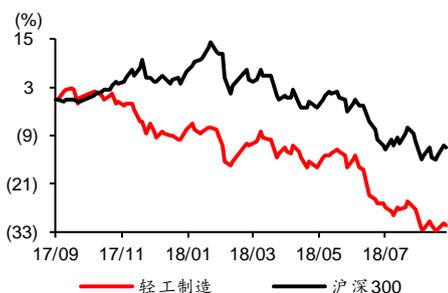
相关研究

1《**索菲亚(002572,增持): 渠道优化加速, 橱柜步入盈利期**》2018.08

2《**太阳纸业(002078,增持): 盈利能力持续提升, 产能建设稳步推进**》2018.08

3《**喜临门(603008,买入): 品牌渠道齐发力, 中报延续高增长**》2018.08

一年内行业走势图



资料来源：Wind

行业分化加剧，龙头强者恒强

轻工行业 2018 年中报综述

2018 年上半年轻工行业增长小幅放缓，行业分化加剧

A 股轻工板块（申万分类）123 家企业 2018 年上半年共实现营收 2331 亿元，同比增长 22%，实现归母净利润 173 亿元，同比增长 12%，收入与利润增速均有小幅放缓。我们建议沿两条主线布局家居细分龙头，造纸板块长期看好龙头，包装看好基本面边际改善行情。

家居：地产压力略有显现，龙头表现优于行业

地产调控持续加压，叠加精装政策对新房市场结构带来的影响，家居行业经营压力有所增大，A 股 27 家家居企业 18H1 共实现营收 408 亿元，同比增长 19%；归母净利 33 亿元，同比增长 1%，营收与业绩增速均有下滑。我们选取的 13 家代表性企业上半年营收、归母净利增速分别达 29%、25%，明显优于行业；盈利方面，行业竞争加剧、原材料价格同比所处高位等影响下，毛利率略有下行；企业给予经销商授信支持力度加大，预收账款增速放缓；定制企业工装业务占比提升，应收账款周转率有所下行。向前看，我们认为具有渠道、产品、品牌优势的龙头企业发展仍具可持续性。

造纸：原材料支撑纸价高位震荡，盈利有所下滑

2018 年以来废纸进口政策持续趋紧，助推国废价格大幅上涨，而成品纸价格上涨幅度相对较小，造纸行业盈利略有下滑。2018 年上半年 A 股 21 家造纸企业共实现营收 712 亿元，同比增长 23%；实现归母净利 72 亿元，同比增长 32%；毛利率平均为 22%，同比下降 0.7 个百分点。随着中国对美废等产品加征 25% 政策开始实行、人民币持续贬值，国废及纸浆价格有望进一步上涨，对纸价形成支撑。但考虑到今年包装纸新增产能较多，预计包装纸价格上涨幅度难以超越 2017 年涨幅；文化纸方面，全年看木浆新增需求基本能够覆盖新增产能，全年价格中枢有望将持平于 2017 年。

包装：基本面边际改善，盈利有望企稳

2018 年上半年 35 家包装印刷企业共实现营收 413 亿元，同比增长 27%；实现归母净利 37 亿元，同比增长 14%；因原材料价格同比仍处高位，毛利率均值同比下滑 1.2pct 至 25%。目前，原材料价格上涨、汇兑损失增加等阶段性的负面因素已经开始逐步改善；长期来看，横向并购、下游客户集中度提高等多重因素将促进行业整合，龙头企业有望借此机会进一步扩大企业规模、提升市场占有率。

投资建议：布局家居细分龙头，造纸板块长期看好龙头

家居建议沿 C 端消费升级集中度提升、B 端精装放量两条主线布局细分龙头，重点推荐**顾家家居**、**喜临门**、**帝欧家居**、**美克家居**。造纸方面，考虑到年内新增产能较多、下游需求疲软，我们预计纸价在成本支撑下涨幅仍较为有限，板块盈利或将下行，中长期看好具备成本及产能优势的**太阳纸业**、**包装纸龙头山鹰纸业**以及产品渠道持续优化的生活用纸企业中**顺洁柔**。包装板块推荐经营边际改善的**裕同科技**，建议关注电子烟主题的**劲嘉股份**。

风险提示：环保执行不及预期；地产销售低于预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603008	喜临门	15.95	买入	0.72	1.01	1.44	1.98	22.15	15.79	11.08	8.06
603816	顾家家居	50.19	买入	1.92	2.51	3.28	3.79	26.14	20.00	15.30	13.24
002798	帝欧家居	32.12	买入	0.24	1.70	2.23	3.06	133.83	18.89	14.40	10.50
002078	太阳纸业	8.49	增持	0.79	1.09	1.34	1.49	10.75	7.79	6.34	5.70

资料来源：华泰证券研究所

正文目录

增长小幅放缓，行业分化加剧.....	5
家居：地产压力略有显现，龙头表现优于行业.....	7
造纸：原材料支撑纸价高位震荡，盈利有所下滑.....	14
包装：基本面边际改善，盈利有望企稳.....	18
投资建议：家居两条主线布局龙头，造纸长期看好龙头优势.....	21

图表目录

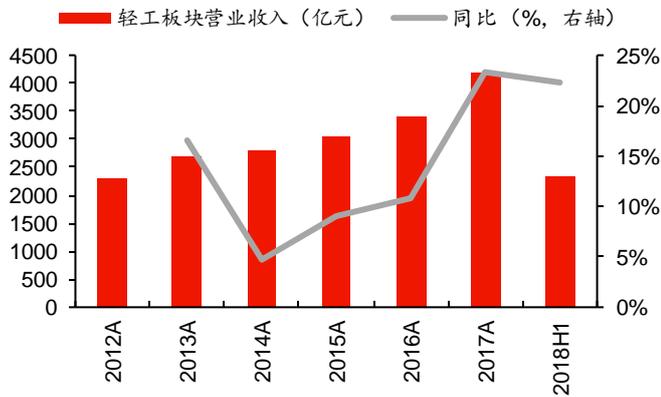
图表 1: 轻工板块营业收入合计 (申万分类)	5
图表 2: 轻工板块归母净利合计 (申万分类)	5
图表 3: 轻工板块营业收入合计 (申万分类)	5
图表 4: 轻工板块归母净利合计 (申万分类)	5
图表 5: 轻工板块盈利能力 (申万分类)	6
图表 6: 轻工板块三项费用率 (申万分类)	6
图表 7: 轻工板块资产负债率均值 (申万分类)	6
图表 8: 轻工板块经营性现金流净额占营收比重 (申万分类)	6
图表 9: 家具制造业主营业务收入累计值及同比增速	7
图表 10: 家具制利润总额累计值及同比增速	7
图表 11: 家居板块 (申万三级分类) 企业营业收入合计	7
图表 12: 家居板块 (申万三级分类) 企业归母净利润合计	7
图表 13: 住宅商品房销售面积增速自 2017 年开始下滑	8
图表 14: 索菲亚定制套餐 (每平方米 799/1111 元)	8
图表 15: 尚品宅配智享 518 拎包入住概念	8
图表 16: 欧派全屋定制套餐活动	8
图表 17: 代表性家居企业营业收入合计	9
图表 18: 代表性家居企业归母净利润合计	9
图表 19: 代表性家居企业营业收入同比增速情况	9
图表 20: 代表性家居企业盈利指标均值	10
图表 21: 定制及成品家居企业毛利率均值差异	10
图表 22: 代表性家居企业费用率均值	10
图表 23: 代表性家居企业销售费用率均值	10
图表 24: 代表性家居企业存货周转率情况	10
图表 25: 代表性家居企业应收账款周转率情况	10
图表 26: 代表性家居企业经营活动产生的现金流占营收比重	11
图表 27: 代表性家居企业销售商品提供劳务收到的现金占营收比重	11
图表 28: 代表性家居企业预收账款情况	11
图表 29: 家用轻工行业各季度公募基金重仓持股仓位情况	12
图表 30: 家用轻工行业各季度超配比例	12
图表 31: 2018 年二季度公募基金家具板块持股情况	12
图表 32: 代表性家居企业门店数量 (单位: 家)	13
图表 33: 我国精装房渗透率情况 (截至 2018H1)	13
图表 34: 2018 年第 1-18 批废纸限制进口许可证审批情况	14
图表 35: 进口废纸价格走势 (美元/吨)	14
图表 36: 国内废纸到厂价 (不含税) (元/吨)	14
图表 37: 箱板瓦楞纸价格走势 (元/吨)	14
图表 38: 文化纸价格走势 (元/吨)	14
图表 39: 造纸板块营业收入合计 (申万分类)	15

图表 40: 造纸板块归母净利合计 (申万分类)	15
图表 41: 造纸板块盈利指标 (申万分类)	15
图表 42: 造纸板块三项费用率 (申万分类)	15
图表 43: 造纸板块资产负债率均值.....	16
图表 44: 造纸板块现金流情况.....	16
图表 45: 代表性企业资本开支占投资支出比重均值.....	16
图表 46: 代表性造纸企业 2018 年上半年主要财务指标.....	17
图表 47: 造纸行业各季度公募基金重仓持股仓位情况	17
图表 48: 造纸行业各季度超配比例.....	17
图表 49: 2018 年二季度公募基金造纸板块持股情况	17
图表 50: 包装印刷板块营业收入合计 (申万分类)	18
图表 51: 包装印刷板块归母净利合计 (申万分类)	18
图表 52: 包装印刷板块盈利能力 (申万分类)	18
图表 53: 包装印刷板块三项费用率 (申万分类)	18
图表 54: 代表性包装印刷企业 2018 年上半年主要财务指标.....	19
图表 55: 包装行业各季度公募基金重仓持股仓位情况	19
图表 56: 包装行业各季度超配比例.....	19
图表 57: 2018 年二季度公募基金包装板块持股情况	19
图表 58: 国内箱板纸均价 (元/吨)	20
图表 59: 国内瓦楞纸均价 (元/吨)	20
图表 60: 2015 年至今我国包装行业部分并购整合案例.....	20

增长小幅放缓，行业分化加剧

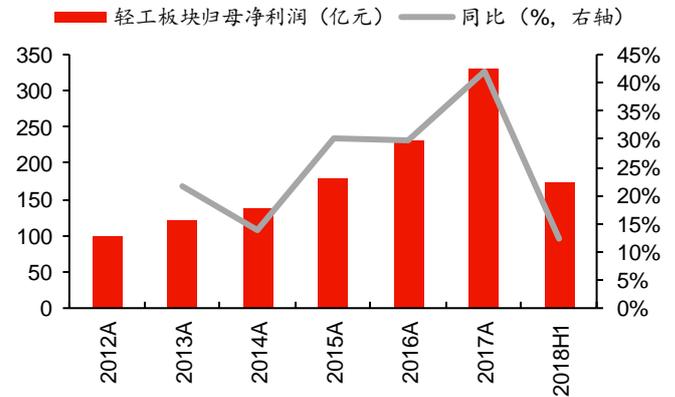
截至2018年8月30日，2018年中报均已披露完毕，A股轻工板块（申万分类）123家企业2018年上半年共实现营收2331亿元，同比增长22%，实现归母净利润173亿元，同比增长12%。分季度看，18Q1/18Q2单季度分别实现营收1128/1202亿元，同比增速分别为22.4%/22.2%，单季度归母净利润分别为68/75亿元同比增速分别为10.2%/14.0%。

图表1：轻工板块营业收入合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

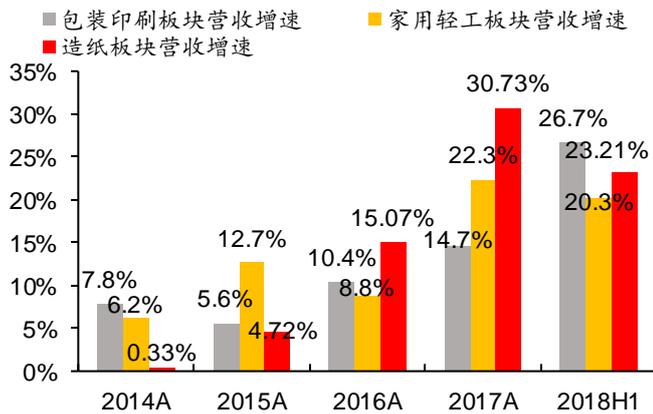
图表2：轻工板块归母净利润合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

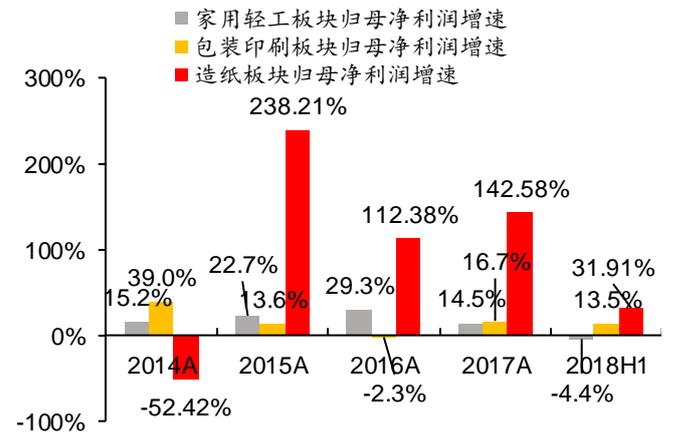
分板块看，上半年家用轻工板块尽管受地产景气度下行等因素影响增速略有放缓，但整体仍保持了较为稳健的增长，上半年营收同比增长20.3%，归母净利润同比下降4.4%，主要系珠宝首饰行业（申万三级分类）归母净利润同比出现负增长所致；造纸板块在原材料价格高涨背景下盈利能力略有下滑，上半年营收同比增长23%，归母净利润同比增长32%；包装板块上半年营收同比增长27%，受原材料箱板瓦楞纸价格较去年同期相比仍处高位影响，盈利能力下滑，归母净利润同比增长13.5%。

图表3：轻工板块营业收入合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

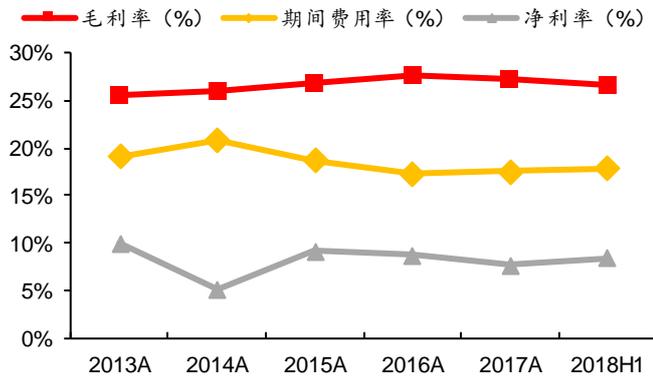
图表4：轻工板块归母净利润合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

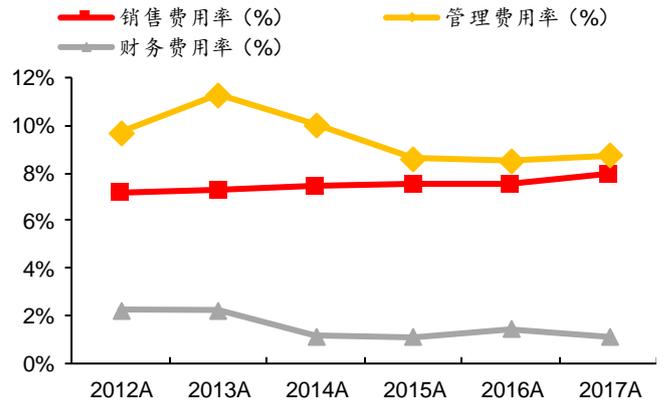
2018年上半年轻工行业平均毛利率为26.5%，较2017H1下滑0.9个百分点；行业平均期间费用率为17.8%，较上年同期上升0.4个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为8.0%/8.7%/1.1%，较上年同期分别提升0.4/0.3/-0.3个百分点；净利率为8.8%，同比下降0.8个百分点。

图表5: 轻工板块盈利能力 (申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

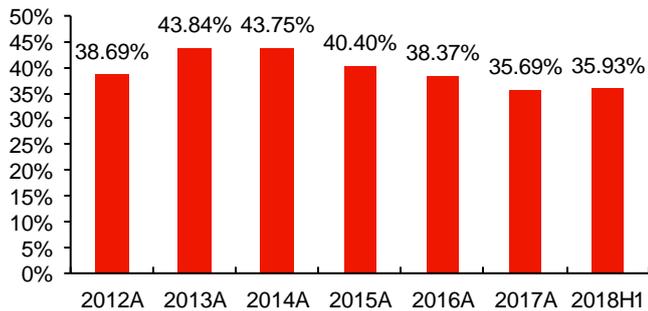
图表6: 轻工板块三项费用率 (申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

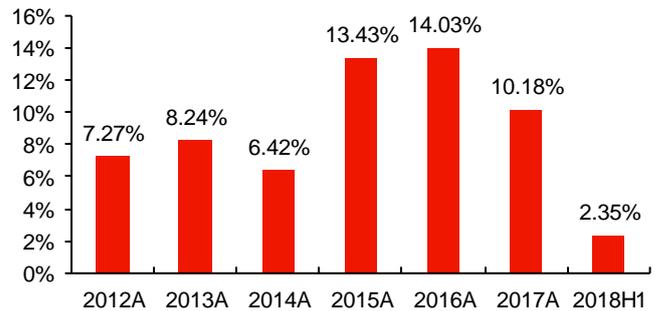
从资产结构看, 2018年上半年行业平均资产负债为 35.9%, 同比提升 0.4 个百分点。现金流方面, 2017年轻工板块经营性现金流净额占营收比重为 2.4%, 较上年同期下降 2.4 个百分点。

图表7: 轻工板块资产负债率均值 (申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 轻工板块经营性现金流净额占营收比重 (申万分类)

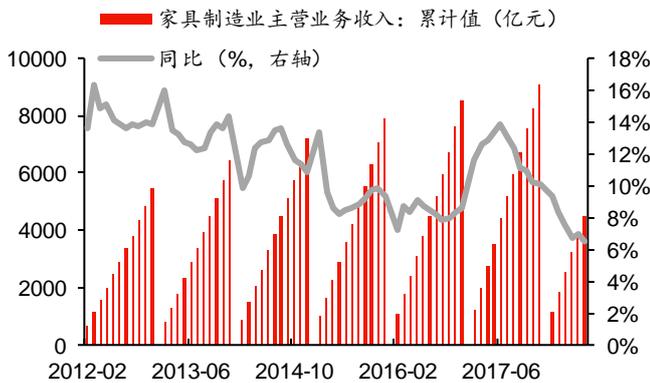


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

家居：地产压力略有显现，龙头表现优于行业

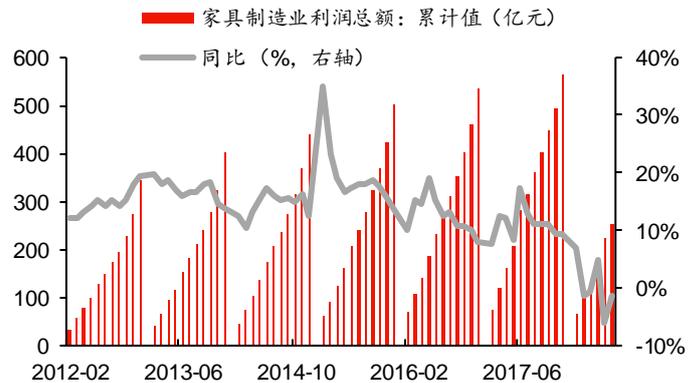
据国家统计局数据，截至2018年6月底我国家具企业累计实现营收4520亿元，同比增长6.5%，较2017年两位数增速有显著下滑；家具企业累计实现利润253亿元，同比下滑1.2%，为2004年以来首次出现负增长情况。证券市场角度看，根据申万三级分类，目前A股上市家居企业共27家，2018年上半年实现营业收入合计为408亿元，同比增长19.2%，实现归母净利润合计为33亿元，同比增长1.3%。

图表9：家具制造业主营业务收入累计值及同比增速



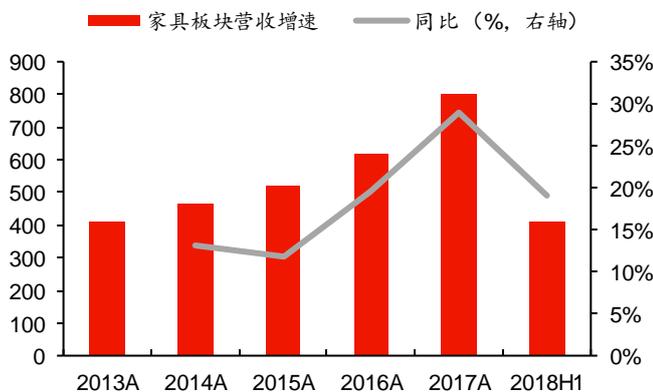
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表10：家具制利润总额累计值及同比增速



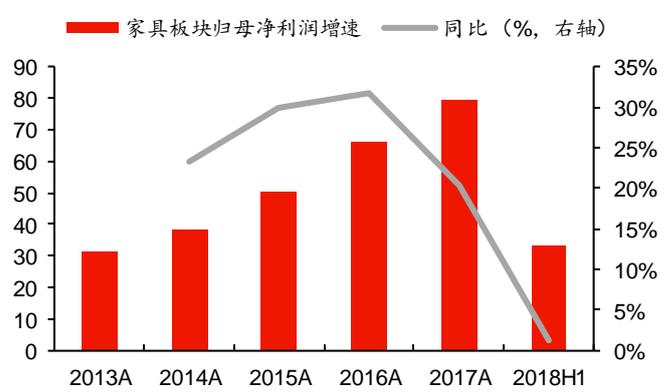
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表11：家居板块（申万三级分类）企业营业收入合计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

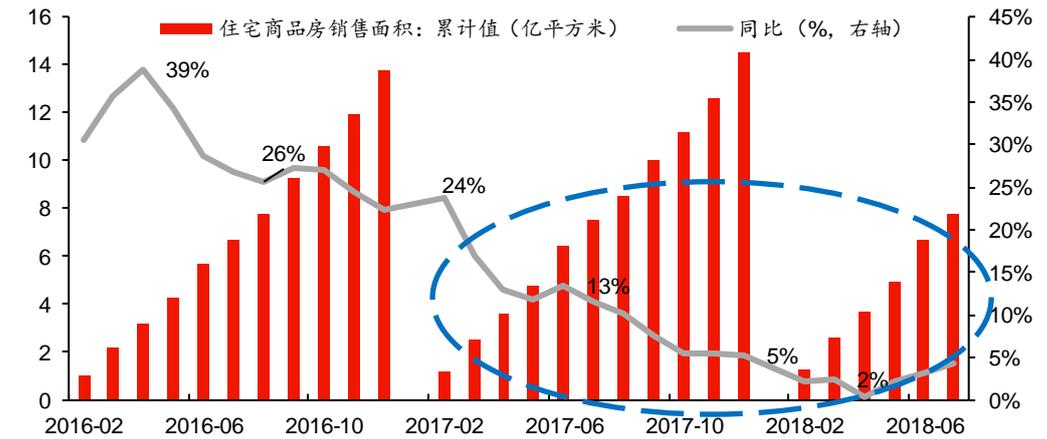
图表12：家居板块（申万三级分类）企业归母净利润合计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为造成家居行业收入增速整体出现下滑主要有两点原因：**1) 地产调控持续加压，叠加精装政策对新房市场结构带来的影响**：2017年3月以来住宅商品房销售面积增速由持续下行，一度由2017年2月24%的高增速水平降至2018年4月的0.4%，地产景气度下行逐渐传导至地产后周期的相关行业，使得今年以来家居企业销售压力渐显。同时，在精装房政策推进下，新房市场结构出现变化，精装房交付比例快速提升，给家居零售需求带来一定冲击。**2) 行业竞争持续加剧**：2017年家居企业密集上市，欧派家居、尚品宅配等7家大型家居企业登陆资本市场，募集资金多用于产能建设、渠道扩张，使得家居企业在生产制造、终端竞争等方面竞争压力不断加大。可以观察到，2018年以来家居行业，尤其是定制家具出现价格战趋势，尚品宅配推出“518元/平”套餐、索菲亚推出“799元/平”套餐等，各大品牌加大促销力度以增强获客能力，对企业盈利造成一定影响。

图表 13: 住宅商品房销售面积增速自 2017 年开始下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 14: 索菲亚定制套餐 (每平方米 799/1111 元)

定制无“俗套”
全屋·1111元自由定制

无平方限制 无定额消费 无多余捆绑

全屋自由定 ¥1111/m²
1m²起定, 不花多余钱

799元/m²
千挑万选 不如经典

799/m²衣柜全面升级
千挑万选 不如经典

资料来源: 索菲亚衣柜官网、华泰证券研究所

图表 15: 尚品宅配智享 518 拎包入住概念

2018全新全屋定制套餐
智享套餐518元/m²起
全屋定制 拎包入住

实用型拎包入住套餐 · 平米计价明白消费 · 现场设计方案带回家

资料来源: 尚品宅配官网、华泰证券研究所

图表 16: 欧派全屋定制套餐活动

经典 不过时

18m² 19800

无醛添加 更爱家

16m² 19800

品质 筑新家

20m² 23800

实木 也不贵

18m² 36800

轻奢 超有范

20m² 26800

欧式 更尊贵

20m² 36800

22m² 全屋定制普及套餐
19800

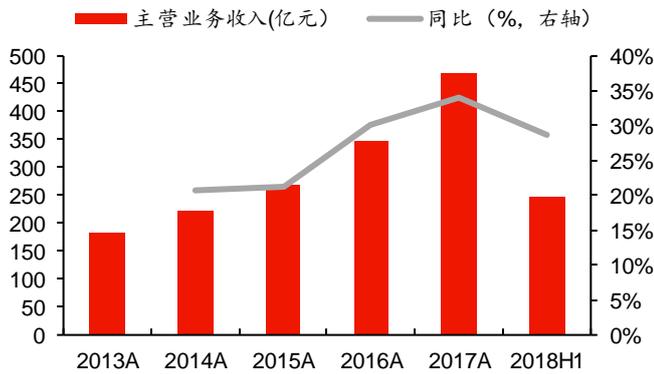
空间plus: 比18m²多4m²
品质plus: 精选奥地利原装进口五金
选择plus: 六大空间随心配
环保plus: 超E0现代时尚系列

自由搭·装满家

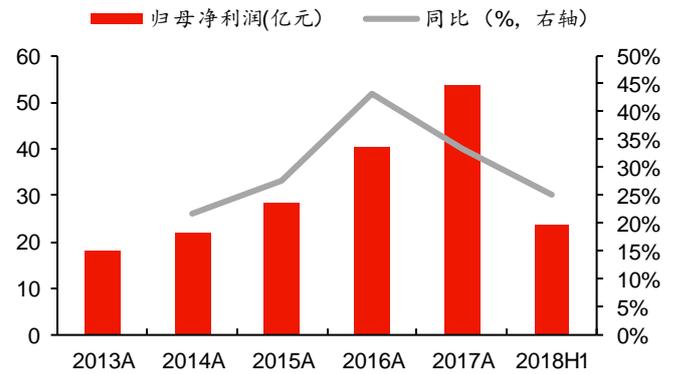
资料来源: 欧派橱柜官网、华泰证券研究所

我们选取 13 家家居上市企业（欧派家居、索菲亚、尚品宅配、好莱客、我乐家居、皮阿诺、志邦股份、金牌橱柜共 8 家定制家居企业，顾家家居、喜临门、梦百合、美克家居、曲美家居共 5 家成品家居企业）作为代表性样本，对家居行业企业的业绩表现进行进一步总结回顾。从 13 家代表性上市公司层面看，2018 年上半年 13 家代表性企业合计实现营收 248.3 亿元，同比增长 29%，实现归母净利润 23.7 亿元，同比增长 25%，收入与利润增速较此前均有所下滑。其中，成品家居上半年营收增速为 33%，高于定制家具企业 26% 的营收增速，主要系美克家居、喜临门等企业所收购的公司今年开始并表，带来一定收入增量。

图表 17: 代表性家居企业营业收入合计



图表 18: 代表性家居企业归母净利润合计



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

分季度看, 代表性家居企业 18Q1/18Q2 分别实现营收 103/145 亿元, 同比分别增长 35%/24%, 二季度营收增速普遍放缓, 地产端压力与行业竞争压力影响逐步显现。

图表 19: 代表性家居企业营业收入同比增速情况

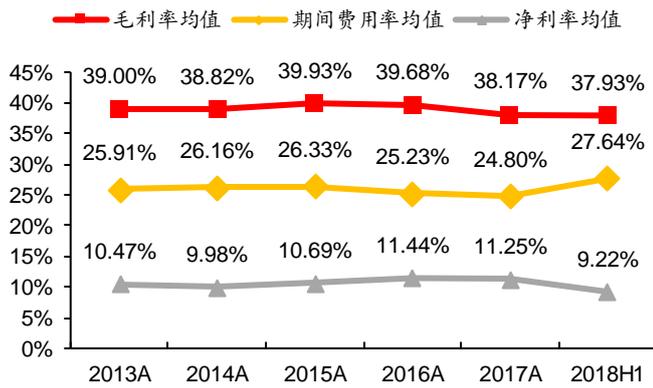
分类	证券代码	证券简称	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18H1
定制家居	603833.SH	欧派家居	20%	45%	41%	34%	32%	21%	25%
	002572.SZ	索菲亚	48%	49%	35%	23%	30%	14%	20%
	300616.SZ	尚品宅配	28%	32%	33%	34%	39%	31%	34%
	603898.SH	好莱客	35%	36%	26%	28%	31%	23%	26%
	603801.SH	志邦股份	38%	41%	31%	42%	38%	19%	26%
	603180.SH	金牌厨柜	43%	10%	67%	22%	26%	9%	15%
	603326.SH	我乐家居	103%	28%	36%	24%	26%	27%	26%
002853.SZ	皮阿诺	-	-	-	-	74%	24%	41%	
成品家居	603816.SH	顾家家居	54%	55%	40%	18%	34%	27%	30%
	603008.SH	喜临门	39%	60%	37%	43%	84%	36%	56%
	603313.SH	梦百合	30%	39%	38%	35%	27%	20%	23%
	600337.SH	美克家居	10%	30%	19%	21%	33%	46%	40%
	603818.SH	曲美家居	38%	25%	23%	24%	15%	7%	10%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利能力方面, 2018 年上半年代表性家居企业平均毛利率为 37.9%, 同比下降 0.35pct; 其中定制家具受益于规模效应显现、生产效率提升等因素, 在行业竞争加剧、低价套餐频出的环境下平均毛利率同比仍小幅提升 0.60pct 至 37.9%; 成品家居, 尤其是软体家居, 受原材料价格同比上涨(据 Wind 数据, 主要原材料 TDI 上半年现货均价同比上涨 18%) 等因素影响, 平均毛利率同比下滑 1.85pct 至 38.0%。

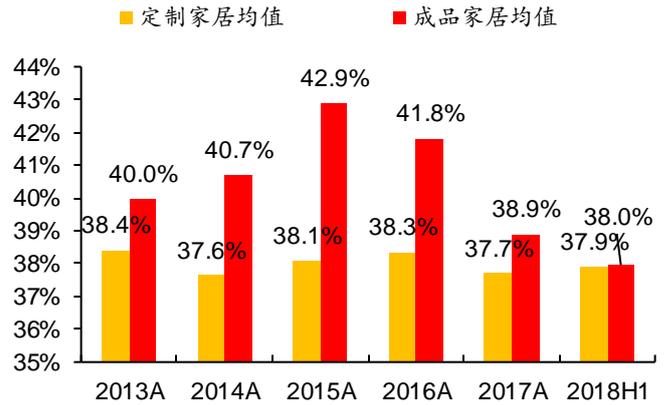
费用率方面, 2018 年上半年代表性家居企业平均期间费用率为 27.6%, 同比上升 0.97 个百分点, 其中销售/管理/财务费用率分别为 18.6%/8.9%/0.14%, 较上年同期分别提升 0.45/0.58/-0.06 个百分点; 销售费用率上行主要系行业竞争加剧, 家居企业普遍加大广告宣传、渠道拓展等费用所致; 管理费用率上行原因各有不同, 部分企业主要受股权激励费用摊销影响管理费用增长较多。上半年代表性家居企业平均净利率为 9.2%, 同比下滑 0.23 个百分点。

图表 20: 代表性家居企业盈利指标均值



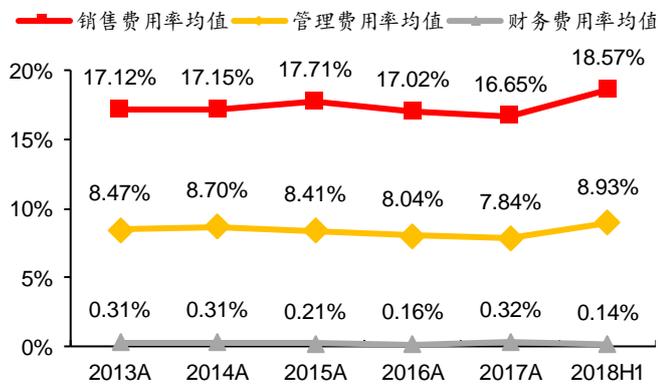
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 21: 定制及成品家居企业毛利率均值差异



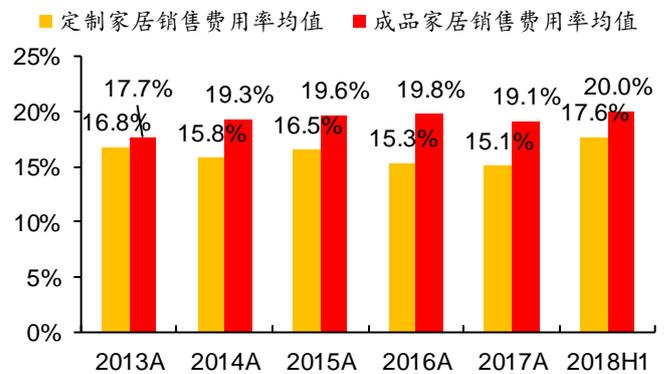
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 22: 代表性家居企业费用率均值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

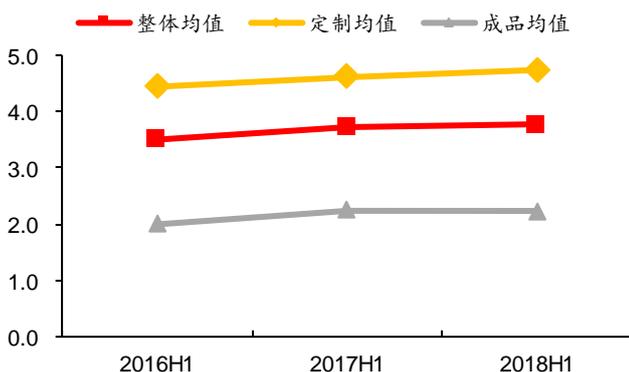
图表 23: 代表性家居企业销售费用率均值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

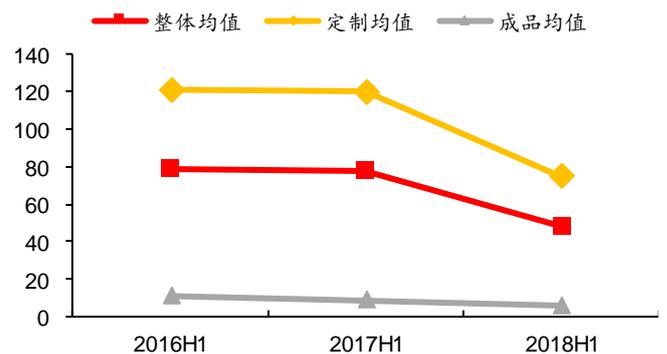
营运能力方面, 2018年上半年存货周转率平均为3.77次, 较去年同期有小幅提升; 定制家居受益于先订单后生产的模式, 存货周转率显著高于成品家居, 上半年存货周转率均值4.74次, 同比提高了0.12次; 成品家居上半年存货周转率平均为2.23次, 同比基本持平。应收账款方面看, 上半年13家代表性家居企业应收账款周转率同比下降29次至48次, 定制家居中尚品宅配、好莱客主要系对部分符合公司授信政策的经销商给予授信支持导致应收账款周转率下降较为明显, 索菲亚、我乐家居等应收账款周转率下降主要系公司与地产商合作拓展精装业务, 账期与零售模式相比较长所致。

图表 24: 代表性家居企业存货周转率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

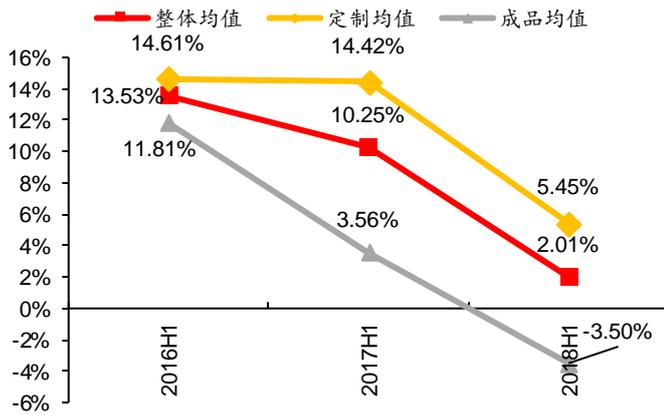
图表 25: 代表性家居企业应收账款周转率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

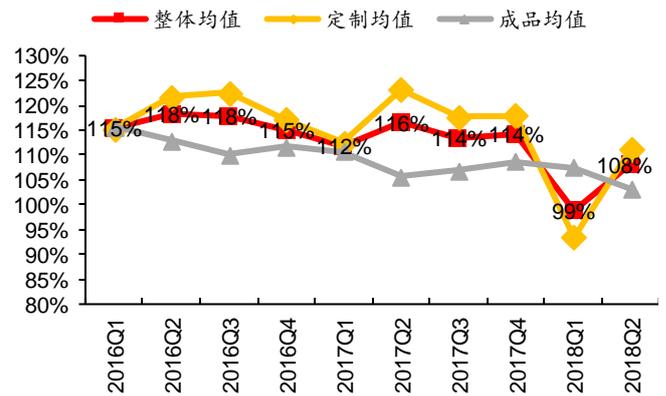
现金流方面，2018年上半年家居企业现金流状况有所走弱，代表性家居企业经营性现金流净额占营收比重均值同比下降8.24pct至2.0%，销售商品提供劳务收到的现金占营收比重均值同比下降8.32pct至108%，尽管较一季度99%水平有所回升，但仍处于历史低位。预收账款角度看，2018年二季度代表性家居企业预收账款合计为48.7亿元，同比增长6%，低于收入增速，我们认为预收账款降低一方面是由于定制企业工装业务占比提升、收款模式发生变化所致，另一方面是由于企业周转加速，订单预付款周期缩短所致。

图表 26: 代表性家居企业经营活动产生的现金流占营收比重



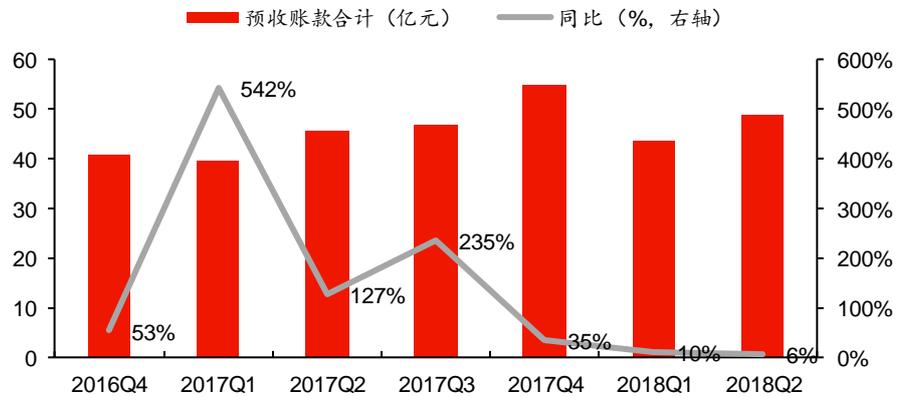
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 27: 代表性家居企业销售商品提供劳务收到的现金占营收比重



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 28: 代表性家居企业预收账款情况

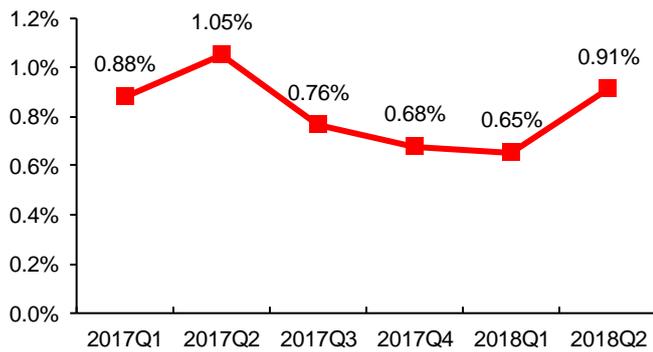


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

注: 2017Q1-Q3 高增长主要因 17 年欧派家居等定制家居企业上市, 口径发生变化; 2016Q1 及 2017Q4 以后均为可比口径数据

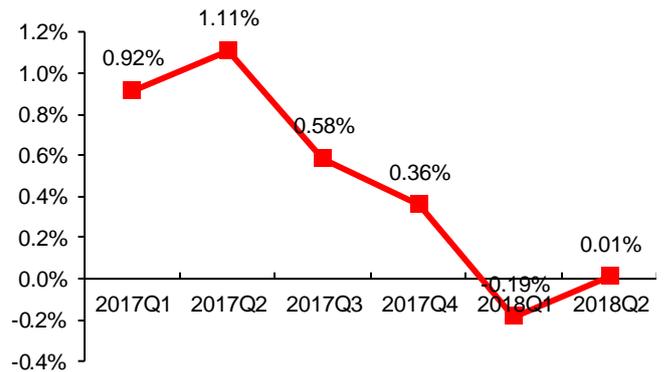
从机构持仓角度看, 家用轻工板块二季度公募基金持仓占基金股票投资比重出现较大提升, 18Q2 持仓占比 0.91%, 环比 18Q1 提高 0.26pct, 超配比例为 0.01%。从个股来看, 索菲亚为家居行业 (申万三级) 中持股数量最多 (52 家)、公募基金持股占流通股比例最高 (0.27%) 的企业, 其次为喜临门 (持股 34 家, 公募基金持股占流通股比例 0.06%)。

图表 29: 家用轻工行业各季度公募基金重仓持股仓位情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 30: 家用轻工行业各季度超配比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 31: 2018 年二季度公募基金家具板块持股情况

代码	公司	申万三级行业	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (百万元)	持股占基金 净值比 (%)	持股占基金 股票投资 (%)
002572.SZ	索菲亚	家具	52	11323	-419	17.74	364354	0.18	0.27
603008.SH	喜临门	家具	34	4229	1749	13.42	83642	0.04	0.06
600337.SH	美克家居	家具	15	12928	5297	8.86	75758	0.04	0.06
300616.SZ	尚品宅配	家具	6	673	185	10.06	73407	0.04	0.05
000910.SZ	大亚圣象	家具	30	3373	542	6.38	57012	0.03	0.04
600978.SH	宜华生活	家具	3	354	184	0.24	2417	0.00	0.00
002240.SZ	威华股份	家具	1	78	78	0.16	1014	0.00	0.00

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

整体而言,在当前地产景气度下行、家居行业竞争加剧的环境中,家居销售面临一定压力,但上市企业表现仍较为稳健。向前看,我们认为家居龙头凭借品牌、产品以及渠道优势仍可维持较高收入增速,对冲地产波动影响:

(1) **品牌方面**,随着行业竞争加剧,品牌知名度的企业在获客方面将更具优势,同时有望凭借品牌地位提升定价能力,维持较好的盈利水平。

(2) **产品方面**,品类拓展、产品矩阵完善是企业提高客单价的重要途径,目前定制家居企业正积极由橱柜、衣柜等品类向木门、卫浴、墙饰等品类进行拓展,成品家居也在从产品品类、风格、定位等多维度不断完善产品矩阵,随着新品类逐渐发展成熟,未来有望成为企业收入新增长点。

(3) **渠道方面**,根据我们在 20180323 深度报告《新零售风口,再看家居渠道融合》中的测算,3750 家门店或是单品类门店上限,当前阶段家居行业仍处在渠道红利期,企业可以通过加密与下沉方式进一步扩大品牌覆盖范围,为企业带来收入增量;同时,发展购物中心店、新零售等新型门店形式也不失为企业应对地产下行期传统家居卖场客流量建设、提高获客能力的重要渠道。据各企业公告,上半年主要家居企业门店数量仍维持了较高增长,后期随着新开门店逐渐成熟,有望带来较大收入增量。

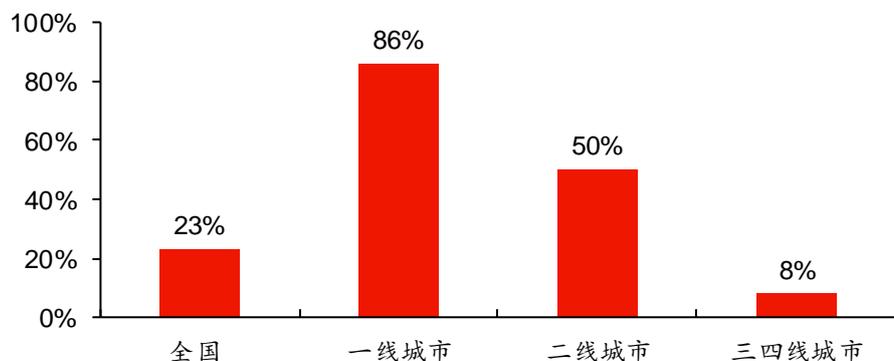
图表 32: 代表性家居企业门店数量 (单位: 家)

公司简称	门店类型	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H1
欧派家居	经销					2088 (橱柜) 1394 (独立衣柜) 1247 (其他)	2150 (橱柜) 1872 (独立衣柜) 839 (欧铂丽品牌) 443 (卫浴) 634 (木门) 373 (墙饰)	2208 (橱柜) 2015 (独立衣柜) 975 (欧铂丽品牌) 403 (卫浴) 739 (木门) 371 (墙饰)
	直营			16	16	19	(未披露直营数据)	
索菲亚	经销	1000	1200	1450	1600	1900	2200 (索菲亚) 720 (司米) 95 (米兰纳) 20 (大家居融合)	2388 (索菲亚) 766 (司米) 159 (米兰纳) 22 (大家居融合)
	直营						(直营销售占比4%)	
好莱客	经销	587	691	842	1174	1300	1500	1700
	直营	22	23	15			(未披露直营数据)	
高品宅配	经销	627	785	901	994	1081	1557	1755
	直营	31	45	68	79	76	85	93
金牌橱柜	经销			497	578	764	1130 (橱柜) 120 (桔家)	1303 (橱柜) 232 (桔家)
	直营					42	(未披露直营数据)	
曲美家居	经销	529	552	624	663	758	861 (经销) 67 (你+) 15 (居+)	967 (经销) 103 (你+) 43 (居+)
	直营			8	11	14	14	16
美克家居	经销				54	78	117	148
	直营				95	103	129	未披露
顾家家居	经销	1827	2169	2361	2783	3000	3500	3980
	直营	170	161	233	240		(未披露直营数据)	
喜临门	自主品牌						1450	1700
	M&D						180	300

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

(4) 定制家居企业可适度拓展精装业务: 在精装修政策推动下, 精装房交付比例不断提升, 给地产后周期的家居行业带来结构性机遇。据奥维云网 300 城监测数据, 截至 2018 年上半年全国精装房渗透率已达到 23%, 其中一、二线城市精装房渗透率已超 50%, 精装房放量已成为当前房地产行业最显著的变化趋势。18 年上半年江山欧派着力拓展精装业务, 工程渠道客户销售收入增长带动整体营收增长加速; 欧神诺凭借多年工装经验, 形成了碧桂园、万科、恒大等国内房地产龙头企业为主体的优质客户群, 18 年上半年实现收入 16.3 亿元, 同比增速高达 81%, 大幅超过家居行业平均表现。未来随着精装修政策的持续推进, 工装业务将有望持续放量, 我们继续看好具备工装渠道优势的品牌企业。

图表 33: 我国精装房渗透率情况 (截至 2018H1)



资料来源: 奥维云网, 华泰证券研究所

造纸：原材料支撑纸价高位震荡，盈利有所下滑

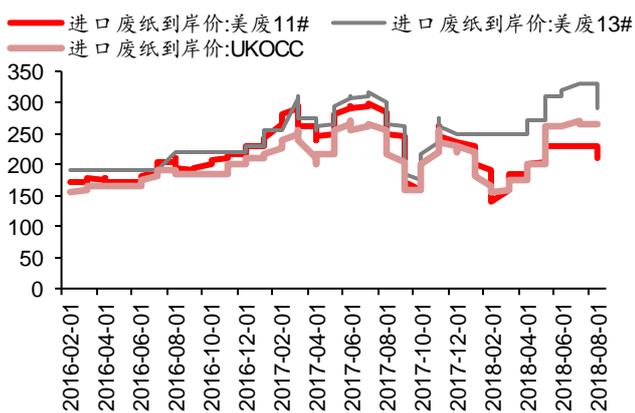
2018年以来，在禁止混合废纸进口、废纸含杂率标准提升至0.5%、进口限制趋严等因素共同影响下，废纸进口数量出现大幅下滑。截至目前，2018年1-18批限制许可证共核定进口废纸1432.88万吨，仅为2017年度废纸审批额度的66%。在废纸原材料趋紧背景下，国废价格大幅上涨，对纸价形成一定支撑。但由于今年以来造纸需求略显疲软，成品纸涨价幅度低于2017年，企业盈利状况略有下滑。

图表34：2018年第1-18批废纸限制进口许可证审批情况

加工利用单位	2018年1-18批获批额度 获批额度占1-18批总额的 获批额度占2017年度废纸额		
	(万吨)	比重	度比重
玖龙纸业	507.33	35%	78%
山鹰(含联盛)	255.45	18%	94%
理文造纸	218.99	15%	81%
华泰纸业	90.00	6%	98%
广州造纸	75.00	5%	121%
其他纸业	286.11	20%	35%
合计	1432.88	100%	66%

资料来源：固废中心，华泰证券研究所

图表35：进口废纸价格走势(美元/吨)



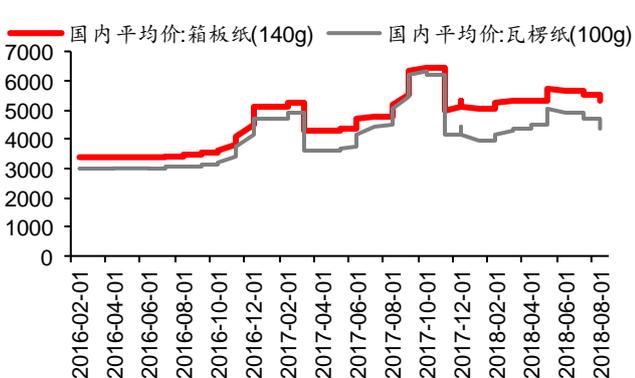
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36：国内废纸到厂价(不含税)(元/吨)



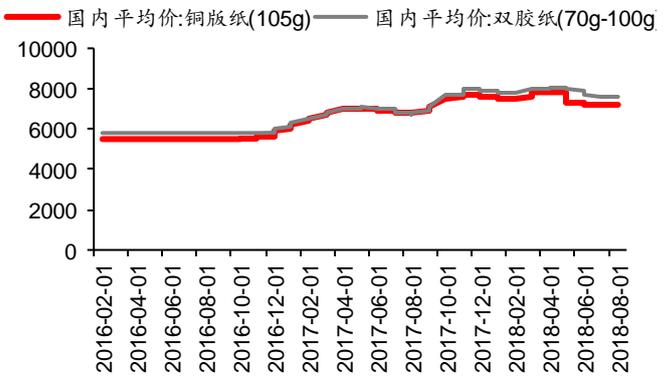
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37：箱板瓦楞纸价格走势(元/吨)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

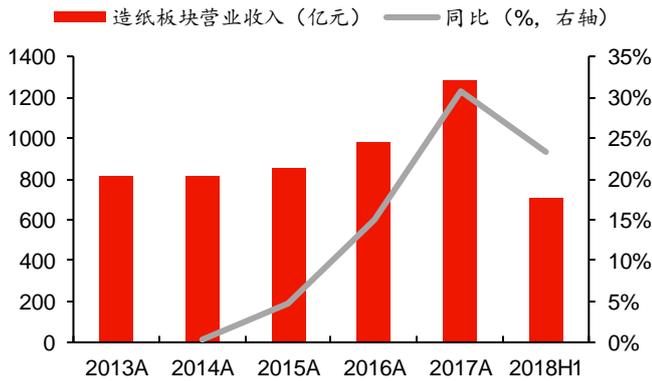
图表38：文化纸价格走势(元/吨)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

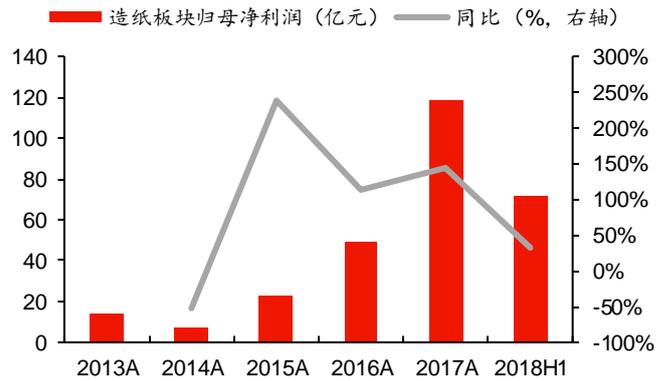
2018年上半年造纸板块21家企业共实现营收712亿元，同比增长23%；实现归母净利润72亿元，同比增长32%。分季度看，18Q1/18Q2分别实现营收331.2/380.5亿元，同比增速为20.5%/25.7%，实现归母净利润30.9/40.8亿元，同比增速分别为30.2%/33.2%。

图表39: 造纸板块营业收入合计 (申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

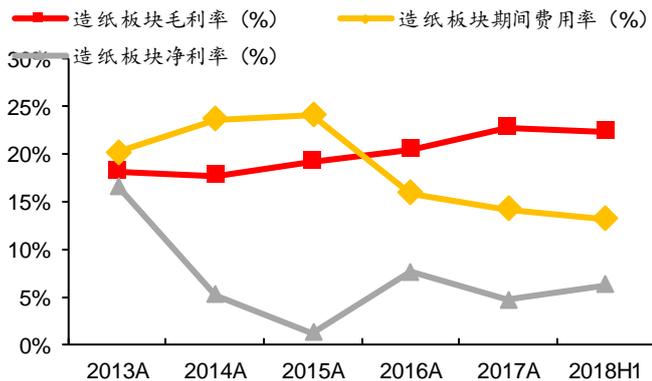
图表40: 造纸板块归母净利润合计 (申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

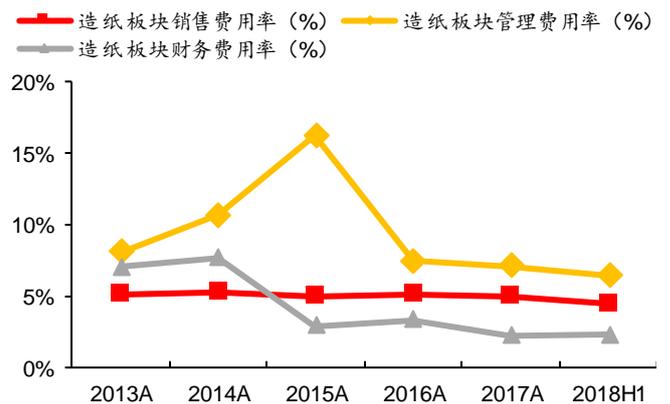
盈利能力方面, 2018年上半年造纸板块毛利率平均为 22.2%, 同比小幅下降 0.65 个百分点; 行业平均期间费用率为 12.1%, 较上年同期下降 1.5 个百分点, 其中销售/管理/财务费用率分别为 4.5%/6.4%/2.3%, 较上年同比下降 0.6/0.6/0.2 个百分点; 实现净利率 9.81%, 与去年同期基本持平。

图表41: 造纸板块盈利指标 (申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

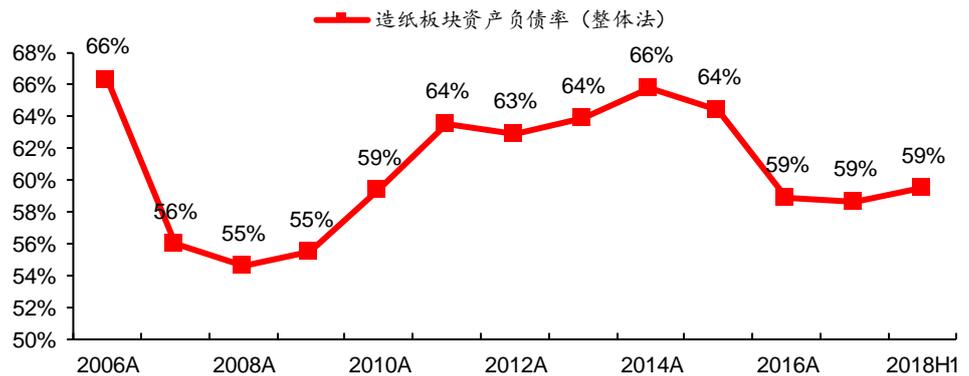
图表42: 造纸板块三项费用率 (申万分类)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

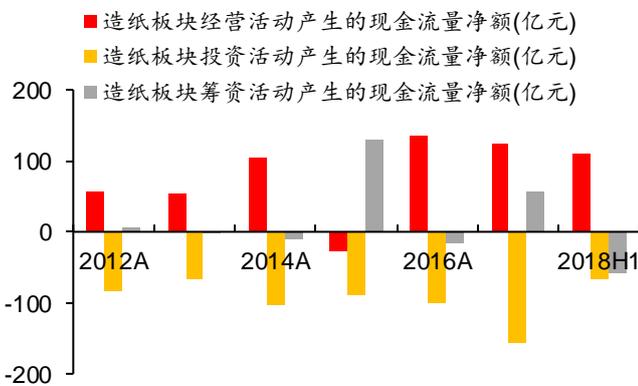
板块资产负债率相对稳定, 投资性现金流净流出额增加。2018年上半年造纸板块资产负债率为 59%, 较 2017年同期小幅提升 0.2 个百分点。现金流方面, 2017年板块经营现金净流入 110 亿元, 同比由负转正; 投资性现金净流出 66.4 亿元, 同比增加 64%, 投资性现金净流出增加显著的有山鹰纸业、晨鸣纸业和景兴纸业。2018年上半年代表性企业资本开支占投资支出比重提升 14 个百分点至 60%。

图表43：造纸板块资产负债率均值



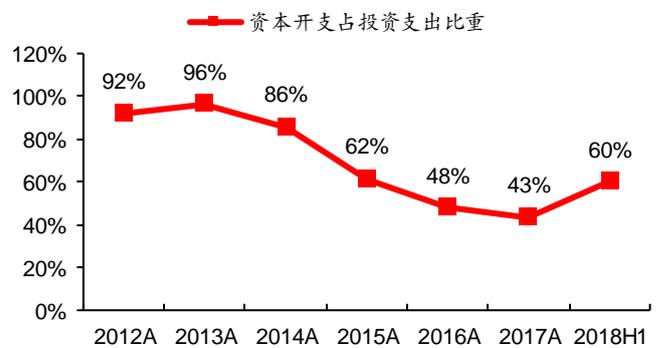
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44：造纸板块现金流情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45：代表性企业资本开支占投资支出比重均值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

个股层面，太阳纸业、包装纸龙头山鹰纸业以及生活用纸企业中顺洁柔中报表现依然出色：

- **太阳纸业：**公司上半年实现营收 104.7 亿元，同比增长 20%；归母净利润 12.3 亿元，同比增长 40%；尽管原材料价格有所上涨，但公司通过产品提价仍维持了较好盈利能力，18H1 公司毛利率同比提升 2.0pct 至 27%。目前各产能建设项目有序进行，2018 年上半年年产 20 万吨高档特种纸项目、邹城 36 号纸机、木屑浆生产线、老挝年产 30 万吨项目陆续建成投产，老挝年产 30 万吨化学浆配套项目也在按计划推进，未来公司原材料自给率有望进一步提升。在当前贸易摩擦加剧、人民币贬值趋势下，进口木浆价格或将持续上涨，公司原材料自给率较高，有望持续受益于成本红利，盈利能力或将进一步提升。
- **山鹰纸业：**公司上半年实现营收 119.5 亿元，同比增长 60%，剔除联盛纸业、Nordic Paper 并表影响（两者上半年分别贡献收入 16 亿元、12 亿元），山鹰纸业 18H1 收入同比增长 23%。公司上半年实现归母净利润 17.1 亿元，同比增长 107%，剔除联盛纸业、Nordic Paper 并表影响（两者上半年分别贡献利润 1.5 亿元、14.0 亿元），公司归母净利润同比增长 70%，盈利能力处行业高位。在废纸进口趋严环境下，山鹰作为包装纸龙头拥有较高龙头配额，并积极拓展海外再生资源渠道，规模效应及成本优势有望进一步凸显。
- **中顺洁柔：**公司上半年实现营收 25.9 亿元，同比增长 22%；归母净利润 2.0 亿元，同比增长 28%；在主要原材料纸浆价格仍维持高位，公司及时实施紧缩促销力度+产品提价的策略，缓解成本端压力，销售毛利率同比提升 0.3pct 至 36.5%。未来，随着自然木高端产品销售占比不断提升、KA/GT/AFH/EC 四大渠道全面发力，渠道建设不断完善，公司销售规模有望持续扩大。

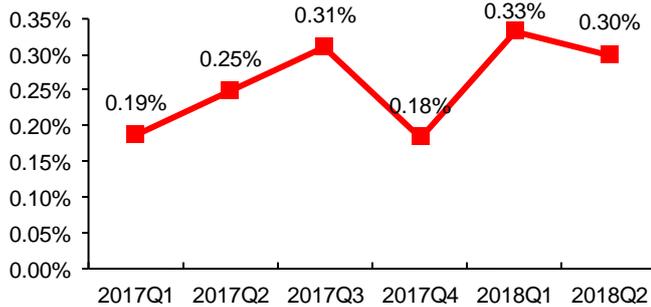
图表46: 代表性造纸企业 2018年上半年主要财务指标

公司代码	公司简称	营业收入 (亿元)	营收同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速 (%)	ROE	毛利率	净利率	期间费用率
600567.SH	山鹰纸业	119.54	60%	17.06	106%	16%	23%	14%	10%
600793.SH	宜宾纸业	6.96	41%	2.18	65%	86%	17%	31%	16%
600963.SH	岳阳林纸	33.98	36%	2.96	263%	4%	24%	9%	13%
002511.SZ	中顺洁柔	25.86	22%	2.00	28%	6%	36%	8%	26%
600103.SH	青山纸业	15.45	22%	1.27	100%	4%	22%	9%	11%
002078.SZ	太阳纸业	104.74	20%	12.28	40%	11%	27%	13%	9%
002067.SZ	景兴纸业	28.12	20%	2.48	5%	6%	15%	9%	9%
600308.SH	华泰股份	74.21	18%	3.72	26%	5%	15%	5%	9%
000488.SZ	晨鸣纸业	155.51	13%	17.85	2%	6%	34%	11%	20%
600966.SH	博汇纸业	43.64	8%	4.11	2%	8%	23%	9%	10%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

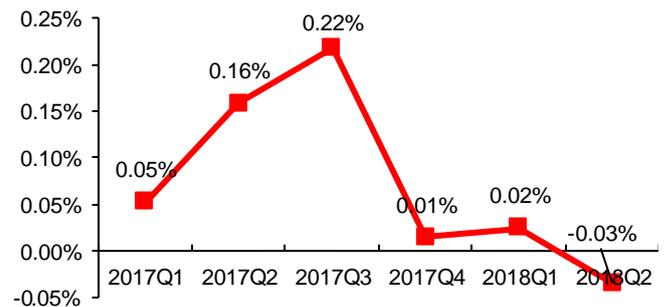
从机构持仓角度看, 造纸板块二季度公募基金持仓占基金股票投资比重环比下滑 0.03pct 至 0.3%, 超配比例降至-0.03%。从个股来看, 太阳纸业为造纸行业中持股数量最多(71家)、公募基金持股占流通股比例最高(0.23%)的企业, 华泰股份、晨鸣纸业、山鹰纸业以及生活用纸的中顺洁柔受关注度均较高。

图表47: 造纸行业各季度公募基金重仓持股仓位情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表48: 造纸行业各季度超配比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表49: 2018年二季度公募基金造纸板块持股情况

代码	公司	申万三级行业	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (百万元)	持股占基金 净值比 (%)	持股占基金 股票投资 (%)
002078.SZ	太阳纸业	造纸 III	71	32600	-1122	12.88	315,897	0.15	0.23
600308.SH	华泰股份	造纸 III	6	5294	-3673	4.53	26,366	0.01	0.02
000488.SZ	晨鸣纸业	造纸 III	6	1895	383	1.71	24,477	0.01	0.02
002511.SZ	中顺洁柔	造纸 III	21	2478	1356	1.97	23,343	0.01	0.02
600567.SH	山鹰纸业	造纸 III	8	2727	825	0.60	10,525	0.01	0.01
600966.SH	博汇纸业	造纸 III	4	1290	1280	0.97	5,560	0.00	0.00
600963.SH	岳阳林纸	造纸 III	1	191	-68	0.18	989	0.00	0.00
002235.SZ	安妮股份	造纸 III	1	63	21	0.13	384	0.00	0.00

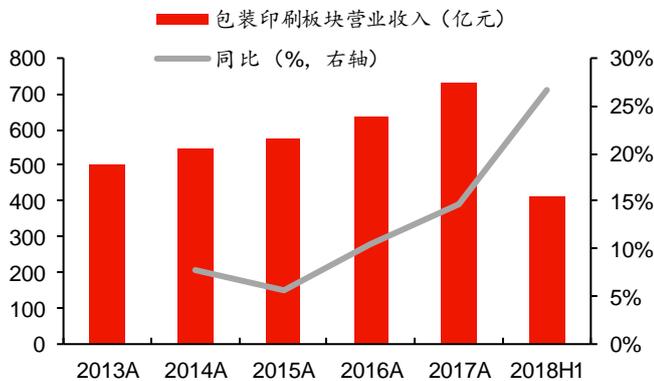
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

包装纸方面, 今年以来外废进口监管持续趋严, 废纸进口量大幅减少, 随着中国对美废等产品加征 25% 政策开始实行, 国废黄板纸价格有望进一步上涨, 包装纸价格在成本端支撑下有望维持高位震荡。下半年箱板瓦楞纸新增产能有望陆续投产, 对废纸原材料需求进一步增长, 叠加下游需求旺季回暖趋势, 国废有望迎来新一轮涨价。但考虑到今年行业新增产能较多, 预计纸价上涨幅度有限, 难以超越 2017 年涨幅。**文化纸方面**, 短期看, 受人民币持续贬值影响, 纸浆进口成本迅速提升, 叠加传统旺季来临, 国内纸浆及文化纸价格均呈现上涨趋势; 全年看木浆新增需求基本能够覆盖新增产能, 整体供需格局仍有望维持紧平衡, 2018 年价格中枢有望将持平于 2017 年。

包装：基本面边际改善，盈利有望企稳

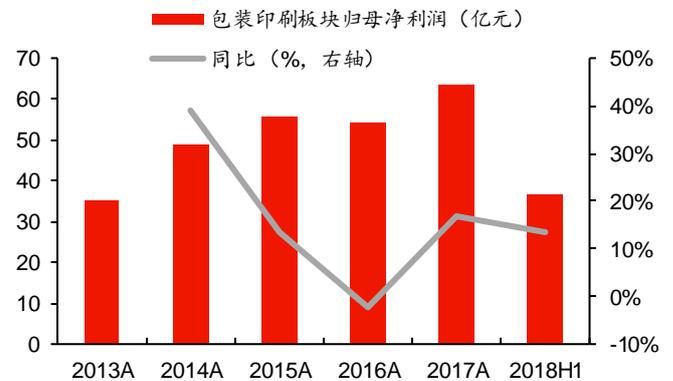
2018年上半年35家企业共实现营收413亿元，同比增长27%；实现归母净利润37亿元，同比增长14%。分季度看，18Q1/18Q2分别实现营收194.7/218.4亿元，同比增速为27.0%/26.3%，实现归母净利润15.8/21.0亿元，同比增速分别为-8.4%/38.5%。

图表50：包装印刷板块营业收入合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

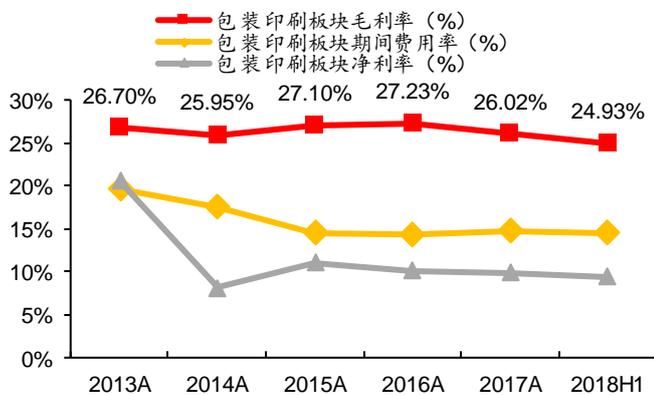
图表51：包装印刷板块归母净利润合计（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

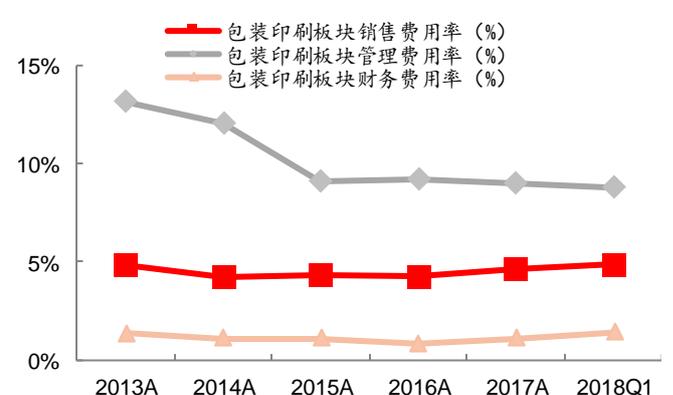
受2017年三季度以来箱板瓦楞纸价格大幅上涨等因素影响，包装印刷板块毛利率持续走低，2018年上半年均值同比下滑1.2pct至24.9%；行业平均期间费用率为14.6%，较上年同期上下降0.2个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为4.8%/8.9%/0.95%，较上年同期变化+0.4/-0.4/-0.2个百分点；实现净利率9.4%，同比下滑1.0个百分点。

图表52：包装印刷板块盈利能力（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表53：包装印刷板块三项费用率（申万分类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

个股来看，裕同科技是我国纸包装龙头，公司在电子包装优势基础上积极向智能家居、烟酒、大健康、化妆品等多个领域拓展业务，新增了诸多优质客户，公司对单一客户的依赖逐步降低，业绩的稳定性得以加强；公司海外销售占营收的60%以上，主要采用美元等外币结算，2018年2季度以来，人民币进入贬值通道，公司今年汇兑损失同比有望减少。合兴包装上半年实现营业收入48.2亿元，同比增长90%，其中纸箱/纸板/缓冲包材分别实现收入27.2/11.4/1.5亿元，同比分别增长53%/98%/151%；上半年实现归母净利润4.1亿元，同比增长476%；公司预计2018年1-9月实现归母净利润4.3亿元至4.8亿元，同比增长320%至370%。劲嘉股份上半年实现营收16亿元，同比增长13%，其中包装印刷/镭射包装材料分别实现收入14.7/3.2亿元，同比分别增长14%/18%；公司实现归母净利润3.8亿元，同比增长25%；公司预计2018年1-9月实现归母净利润5.2-5.6亿元，同比增长20%-30%。

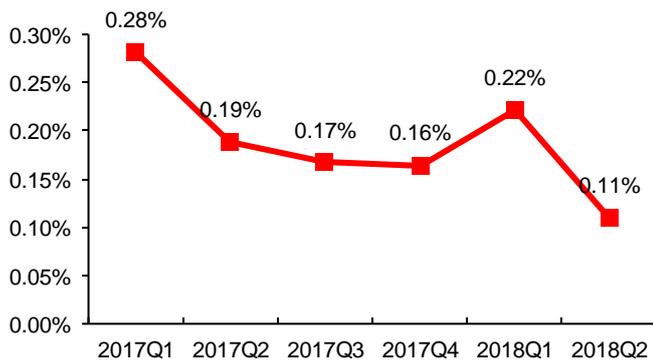
图表54: 代表性包装印刷企业2018年上半年主要财务指标

公司代码	公司简称	营业收入 (亿元)	营收同比增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增速 (%)	ROE	毛利率	净利率	期间费用率
002228.SZ	合兴包装	48.20	90%	4.10	476%	17%	12%	9%	7%
002831.SZ	裕同科技	32.86	23%	2.66	-14%	5%	25%	8%	17%
002701.SZ	奥瑞金	40.40	21%	4.61	11%	8%	28%	11%	13%
002014.SZ	永新股份	10.48	17%	0.91	10%	5%	21%	9%	11%
002117.SZ	东港股份	8.38	16%	1.32	32%	9%	39%	16%	19%
002303.SZ	美盈森	14.23	15%	1.74	21%	4%	34%	12%	18%
002191.SZ	劲嘉股份	16.09	13%	3.79	25%	6%	44%	26%	14%
601515.SH	东风股份	16.28	11%	3.58	1%	9%	38%	22%	13%
600210.SH	紫江企业	47.23	10%	2.97	-48%	7%	20%	7%	13%
002565.SZ	顺灏股份	9.25	10%	0.45	170%	2%	25%	5%	20%
002243.SZ	通产丽星	6.23	10%	0.29	15%	2%	21%	5%	14%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

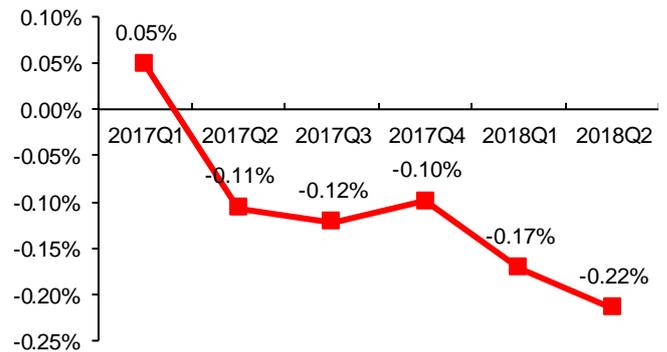
从机构持仓角度看, 包装印刷板块二季度公募基金持仓占基金股票投资比重环比下滑0.11pct至0.11%, 超配比例为-0.22%。从个股来看, 裕同科技为包装印刷行业中公募基金持股占流通股比例最高的企业, 占比达到0.03%; 其次为创新股份、双星新材等。

图表55: 包装行业各季度公募基金重仓持股仓位情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表56: 包装行业各季度超配比例



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

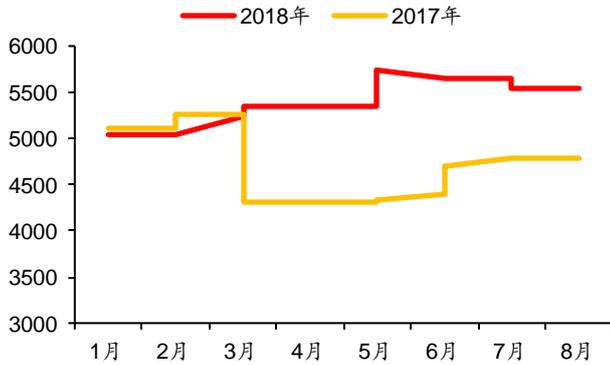
图表57: 2018年二季度公募基金包装板块持股情况

代码	公司	申万三级行业	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (百万元)	持股占基金 净值比 (%)	持股占基金 股票投资 (%)
002831.SZ	裕同科技	包装印刷III	6	928	841	7.77	46,420	0.02	0.03
002812.SZ	创新股份	包装印刷III	20	857	584	6.82	42,103	0.02	0.03
002585.SZ	双星新材	包装印刷III	5	6,002	1,564	7.04	32,016	0.02	0.02
002599.SZ	盛通股份	包装印刷III	2	1,193	84	6.27	12,440	0.01	0.01
002117.SZ	东港股份	包装印刷III	2	693	93	1.91	10,283	0.01	0.01
002228.SZ	合兴包装	包装印刷III	2	1,004	1,004	0.97	4,791	0.00	0.00
002522.SZ	浙江众成	包装印刷III	4	501	130	0.59	3,243	0.00	0.00
002803.SZ	吉宏股份	包装印刷III	1	25	0	0.54	847	0.00	0.00
601515.SH	东风股份	包装印刷III	1	48	48	0.04	371	0.00	0.00
002191.SZ	劲嘉股份	包装印刷III	1	20	12	0.02	149	0.00	0.00
002303.SZ	美盈森	包装印刷III	1	8	-1,472	0.01	44	0.00	0.00
002799.SZ	环球印务	包装印刷III	1	0	0	0.00	3	0.00	0.00

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

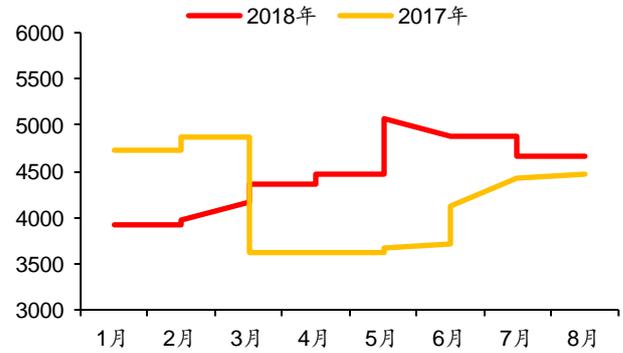
短期看，原材料成本上涨、汇兑损益增加等阶段性负面因素将逐步改善。纸价上涨是影响包装板块股价表现的核心因素之一，根据卓创数据，对比2017年同期，当前箱板瓦楞纸价格仍然维持在高位。由于环保限产、外废进口政策依然趋严，箱板瓦楞纸成本端仍有支撑。但我们认为，政策对于纸价的边际影响在减弱，且下半年产能将陆续投放，纸价继续大幅上涨的空间并不大。同时，去年9-11月份是全年纸价高点，我们认为三、四季度包装企业利润率同比或将有所改善。

图表 58: 国内箱板纸均价 (元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 59: 国内瓦楞纸均价 (元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

长期看，我国包装行业集中度提升将是大势所趋。和大企业相比，中小企业的抗风险能力更差。2017年由于原材料供应的收缩，部分中小纸包装厂无法承受纸价的上涨，甚至出现原材料断货的情况，加速了行业过剩产能的出清。下游客户集中度的提升也将倒逼包装供应商的集中。此外，大企业利用资金、管理等优势，进行横向收购兼并，也将加速行业整合的过程。

图表 60: 2015 年至今我国包装行业部分并购整合案例

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	交易总价值(万元)
2017-08-28	西安吉客印 100%股权	吉宏股份(002803.SZ)	互联网零售	-
2017-03-08	庆谊医药 100%股权	海顺新材(300501.SZ)	医疗保健用品	2,938
2017-02-11	创星互娱 20%股权	昇兴股份(002752.SZ)	互联网软件与服务	500
2016-09-21	安庆华鹏 30%的股权	山东华鹏(603021.SH)	金属与玻璃容器	1,200
2016-09-09	博德科技 70%股权	昇兴股份(002752.SZ)	纸包装	19,390
2016-09-06	壹玖壹玖 0.60%股权	山东华鹏(603021.SH)	白酒与葡萄酒	1,934
2016-08-19	多凌药包 68%股权	海顺新材(300501.SZ)	金属与玻璃容器	4,675
2016-05-24	广东昌胜 51%股权	昇兴股份(002752.SZ)	家用器具与特殊消费品	2,550
2016-01-13	永新股份 4.92%股权	奥瑞金(002701.SZ)	金属与玻璃容器	29,573
2015-11-10	中粮包装 27%股权	奥瑞金(002701.SZ)	金属与玻璃容器	132,553
2015-08-14	维康科技 19.64%股权	合兴包装(002228.SZ)	互联网软件与服务	220
2015-04-30	千层纸 40%股权	合兴包装(002228.SZ)	纸制品	1,400
2015-04-30	佳信明华 100%股权	合兴包装(002228.SZ)	商业印刷	212
2015-04-29	泰兴特纸 15%股权	顺灏股份(002565.SZ)	纸包装	15,000
2015-04-29	19 项电子烟业务相关的专利权	顺灏股份(002565.SZ)	--	2,090
2015-02-06	北京金鹰 61.60%股权	合兴包装(002228.SZ)	纸包装	--

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

投资建议：家居两条主线布局龙头，造纸长期看好龙头优势

家居方面，在地产景气度下行、行业竞争加剧环境下，我们认为家居龙头企业依靠在渠道、品牌、产品等方面优势，有望快速提升市场份额，对冲地产下行波动带来的影响，内生增长仍然具有可持续性，重点推荐**顾家家居**、**喜临门**，建议关注**欧派家居**。同时，在精装修政策推进下，工装业务放量有望为地产后周期行业带来结构性机遇，具备渠道优势及资金实力的优质家居企业收益显著，重点推荐**帝欧家居**。

造纸方面，我们判断2018年供需仍将维持紧平衡，周期高低落差有望收窄。短期看原材料价格上涨将支持纸价高位震荡，但考虑到下游需求略有疲软、年内新增产能投放较多，我们预计纸价涨幅难以超越2017年，板块盈利或将进一步缩窄。当前时点，重点推荐具备成本及产能优势的**太阳纸业**、包装纸龙头**山鹰纸业**以及产品结构不断优化、渠道建设稳步推进的生活用纸龙头**中顺洁柔**。

包装印刷方面，原材料价格上涨、汇兑损失增加等阶段性的负面因素已经开始逐步改善；长期来看，横向并购、下游客户集中度提高等多重因素将促进行业整合，龙头公司有望加速提升市场，推荐经营边际改善的**裕同科技**，建议关注电子烟主题的**劲嘉股份**。

风险提示：

环保执行不及预期

若环保执行不及预期，将影响到行业内中小产能出清速度，进而将影响纸企市场份额提升程度与盈利能力。

地产销售低于预期

家用轻工属于地产后周期消费品种，虽然地产销售到家居品消费存在4-6个季度的滞后，但是如果地产销售增速超预期下滑，势必将影响家居收入高增长的可持续性。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com