

家具增速趋缓，包装景气向上，造纸符合预期

投资要点

- 上周行业主要数据回顾：**出口：家具出口（以人民币计）7月同比增长**6.7%**；1-7月全国家具出口额（以人民币计）同比增长**6.2%**；**造纸原材料：**美废13#上周均价为**322.5**美元/吨（+0美元/吨）；漂白针叶浆-加拿大月亮上周均价**850**美元/吨（-50美元/吨）；漂白阔叶浆-巴西鸚鵡上周均价**820**美元/吨（+40美元/吨）；化机浆-佳维上周均价**610**美元/吨（+0美元/吨）；**原纸：**灰底白板纸上周市场均价**4662.5**元/吨（+0元/吨）；白卡纸上周市场均价**5643.33**元/吨（+66.66元/吨）；瓦楞纸上周市场均价**4557.5**元/吨（+0元/吨）；铜版纸上周市场均价**6800**元/吨（+0元/吨）；双胶纸上周市场均价**6955**元/吨（-3.33元/吨）；**房地产及家具：**前七月份商品房销售面积累计增长**4.20%**，家具零售累计同比增长**10.30%**；**金银珠宝：**7月金银珠宝当月同比**+8.2%**，累计同比**+7.5%**。
- 复盘情况：**上周上证指数收**2,725.25**（-4.18），周涨幅**-0.15%**。上周轻工制造板块涨幅**-0.77%**，跑输大盘**0.61pp**。**轻工制造：**上周包装印刷板块涨幅**1.16%**，跑赢大盘**1.31pp**；家用轻工板块涨幅**-1.32%**，跑输大盘**1.17pp**；造纸以及珠宝首饰子板块涨幅分别为**-1.69%**、**-0.66%**。
- 行业中报总结：**家居板块，受房地产后周期影响，行业竞争加剧，18Q2增速普遍下行。从开店情况看，大部分家具企业均加大开店力度，但客户数的增速仍有所趋缓，表明开店的边际效用有所降低。从客单价来看，在推出各大套餐系列后，龙头家具企业的客单价仍较快提升，体现出龙头在多品类布局上的先发优势，为其在行业下行期平滑减弱风险。从预收款情况来看，定制家具企业的预收款增速普遍下滑，预示未来接单情况仍将趋缓，但由于Q2是基数高点，Q3增速环比或好转。造纸方面，收入增速符合预期，利润率处于上升通道。上半年整体纸价较去年底有所回调，同比涨幅有限，但龙头公司均有新增产能释放，收入仍维持较快增长。当前纸企主要比拼上游原材料成本优势，龙头公司能够在原料端有自主生产能力和全球灵活采购渠道，利润率仍处上升期。从季节波动来看，今年整体旺季比去年弱，一是今年整体需求端偏弱，二是去年Q4大幅补库导致厂家和渠道库存积累，上半年处于消库存的状态，我们预计全年纸企业绩难超预期。包装方面，集中度提升+原材料价格企稳，板块处于上升期。在过去两年纸价上涨迅猛，供给偏紧，小厂原材料压力加大，订单流失严重，客户迅速向大厂集中；但包装的提价滞后原材料涨价，因此收入增速明显快于净利润增速，净利率回落。但今年原材料价格企稳，利润率进入修复期，预计下半年包装厂业绩将进一步好转。值得注意的另外一个趋势是，包装在经历过去环保出清和盈利能力出清的两个阶段后，中大型包装厂进入收购整合阶段，行业集中度提升的趋势加快，板块整体处于上升期。
- 风险提示：**家具企业受地产限购影响营收下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险。

西南证券研究发展中心

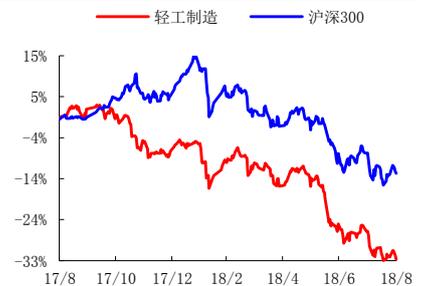
分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 股票家数 | 123 |
| 行业总市值(亿元) | 7,283.86 |
| 流通市值(亿元) | 7,125.69 |
| 行业市盈率 TTM | 20.14 |
| 沪深300市盈率 TTM | 11.1 |

相关研究

- 轻工行业周报(8.20-8.26)：继续推荐工程业务和包装 (2018-08-26)
- 轻工行业周报(8.13-8.19)：建议关注工程业务和包装 (2018-08-20)
- 轻工行业周报(8.6-8.12)：美废加税，造纸需求几何？ (2018-08-12)
- 轻工行业周报(7.30-8.5)：短期看造纸反弹，家居看好工程业务标的 (2018-08-05)
- 轻工行业周报(7.23-7.29)：造纸渐入旺季，文化纸率先提价，迎涨价行情 (2018-07-30)
- 轻工行业周报(7.16-7.22)：继续推荐工程业务标的 (2018-07-23)

目 录

| | |
|------------------|----|
| 1 行业主要数据回顾 | 1 |
| 2 行业资讯 | 1 |
| 3 复盘情况 | 2 |
| 4 中报总结 | 3 |
| 5 推荐标的 | 9 |
| 6 上周组合回顾 | 10 |
| 7 风险提示 | 10 |

图 目 录

| | |
|--|---|
| 图 1: 轻工制造行业涨跌幅前十的公司 (%) | 3 |
| 图 2: 家具板块 2013-18H1 营业收入及增速 | 3 |
| 图 3: 家具板块 2013-18H1 净利润及增速 | 3 |
| 图 4: 家具板块 2013-18H1 毛利率和净利率情况 | 4 |
| 图 5: 家具板块 2013-18H1 三费率情况 | 4 |
| 图 6: 2018H1 家具企业新增门店数量 | 4 |
| 图 7: 家具板块 2013-18H1 预收账款及增速 | 4 |
| 图 8: 2013-18H1 TOP5 房企销售面积及增速 | 5 |
| 图 9: 2013-18H1 TOP10 房企销售面积及增速 | 5 |
| 图 10: 2013-2017 年 TOP5/TOP10 房企拿地金额 (亿元) 及占比 | 5 |
| 图 11: 2016 年至今海宁皮革价格指数 | 6 |
| 图 12: 2016 年至今 TDI 价格走势 | 6 |
| 图 13: 木浆系纸价走势 (元/吨) | 6 |
| 图 14: 废纸系纸价走势 (元/吨) | 6 |
| 图 15: 造纸板块营业收入 (百万元) 及增速 | 7 |
| 图 16: 造纸板块净利润 (百万元) 及增速 | 7 |
| 图 17: 造纸板块 2013-18H1 毛利率和净利率变动情况 | 7 |
| 图 18: 造纸板块 2013-18H1 三费率变动情况 | 7 |
| 图 19: 季度产量同比变化情况 | 8 |
| 图 20: 季度销量同比变化情况 | 8 |
| 图 21: 库存比年初增长情况 | 8 |
| 图 22: 包装板块 2013-18H1 营业收入及增速 | 9 |
| 图 23: 包装板块 2013-18H1 净利润及增速 | 9 |
| 图 24: 包装板块 2013-18H1 毛利率及净利率变动情况 | 9 |
| 图 25: 包装板块 2013-18H1 三费率变动情况 | 9 |

表 目 录

| | |
|---------------------|----|
| 表 1: 轻工制造板块回顾 | 2 |
| 表 2: 组合回顾 | 10 |

1 行业主要数据回顾

出口：家具出口（以人民币计）7月同比增长6.7%；1-7月全国家具出口额（以人民币计）同比增长6.2%；

软饮料：2018年7月软饮料生产累计同比+7.4%；

卷烟：2018年7月卷烟生产累计同比+4.6%；

造纸原材料：美废13#上周均价为322.5美元/吨（+0美元/吨）；漂白针叶浆-加拿大月亮上周均价850美元/吨（-50美元/吨）；漂白阔叶浆-巴西鸚鵡上周均价820美元/吨（+40美元/吨）；化机浆-佳维上周均价610美元/吨（+0美元/吨）；

原纸：灰底白板纸上周市场均价4662.5元/吨（+0元/吨）；白卡纸上周市场均价5543.33元/吨（+66.66元/吨）；瓦楞纸上周市场均价4557.5元/吨（+0元/吨）；铜版纸上周市场均价6800元/吨（+0元/吨）；双胶纸上周市场均价6955元/吨（-3.33元/吨）；

房地产及家具：2018年8月25日到2018年8月31日，30大中城市商品房成交套数36538套，环比变动+13.66%；其中一、二、三线城市分别成交8764/16601/11173套，环比变动分别为+47.79%/+13.78%/-3.90%。30大中城市商品房成交面积385.36万平方米，环比变动+17.89%；其中一、二、三线城市分别成交95.20/178.37/111.8万平方米，环比变动+54.8%/+17.0%/-1.0%。前七月份商品房销售面积累计增长4.20%，家具零售累计同比增长10.30%；

金银珠宝：7月金银珠宝当月同比+8.2%，累计同比+7.5%。

2 行业资讯

【宏观】7月份，消费者价格指数（CPI）同比增长2.10%，较上月增长0.20个百分点。7月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上升4.60%，较上月下降0.10个百分点。

7月末，狭义货币（M1）余额53.66万亿元，同比增长5.10%，增速环比下降1.50个百分点，同比下降10.20个百分点。广义货币（M2）余额177.62万亿元，同比增长8.50%，增速环比下降0.50个百分点，同比下降0.40个百分点。

8月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.30%，较上月上升0.10个百分点；中国非制造业商务活动指数为54.20%，较上月上升0.20个百分点。

【造纸】工信部公布数据显示，2018年1-6月，全国造纸行业累计主营业务收入4285.1亿元，累计同比增长12.5%；累计利润总额272.4亿元，累计同比增长16.6%。

数据显示，1-6月，机制纸及纸板累计生产量为5985.9万吨，累计同比下降0.7%。全国造纸行业累计出口交货值139.2亿元，累计同比下降6.1%；累计产销率97.4%，累计同比增长0.2个百分点。

【地产】2018年8月，受季节性因素影响市场销售情况较为平稳。本月，TOP100房企合计实现销售金额7758亿元，与7月的业绩规模基本持平，仅环比微增1.3%。虽然7、

8 两月的业绩较 6 月超万亿的销售规模相比处于低位，但较之去年同期，TOP100 房企 8 月单月业绩的同比增幅仍达到 52.2%

上半年，房企盈利能力继续提升。TOP10 房企中，大部分房企营业收入增速低于净利润增速，表明企业盈利能力较强。其中，恒大以 530.3 亿元净利润居首，超过碧桂园、万科、保利、绿地等四家房企之和。TOP10 房企中，碧桂园、融创、华润、新城的净利润增幅超过 90%，万科、保利、绿地、龙湖也在 30% 以上。

【家居】截止 8 月 31 日，定制类家居均公布了 2018 年半年报，它们分别是欧派家居、好莱客、尚品宅配、志邦股份、金牌厨柜、皮阿诺、顶固集创、我乐家居。

根据半年报数据显示，欧派营收与净利最高，报告期内，实现营业收入 48.45 亿元，净利 5.5 亿元。在增长方面，营业收入同比增长最高的是皮阿诺，增幅超过 40%，其次是尚品宅配增幅超过 30%；净利润增长超过 50% 的分别是好莱客、尚品宅配、顶固集创、我乐家居，其中，顶固集创增幅超过 300%；

在营收方面，排名前三的分别是欧派、尚品宅配、志邦股份；在净利润方面，位列前三的分别是欧派、好莱客、尚品宅配。

3 复盘情况

上周上证指数收 2,725.25 (-4.18)，周涨幅-0.15%。上周轻工制造板块涨幅-0.77%，跑输大盘 0.61pp。

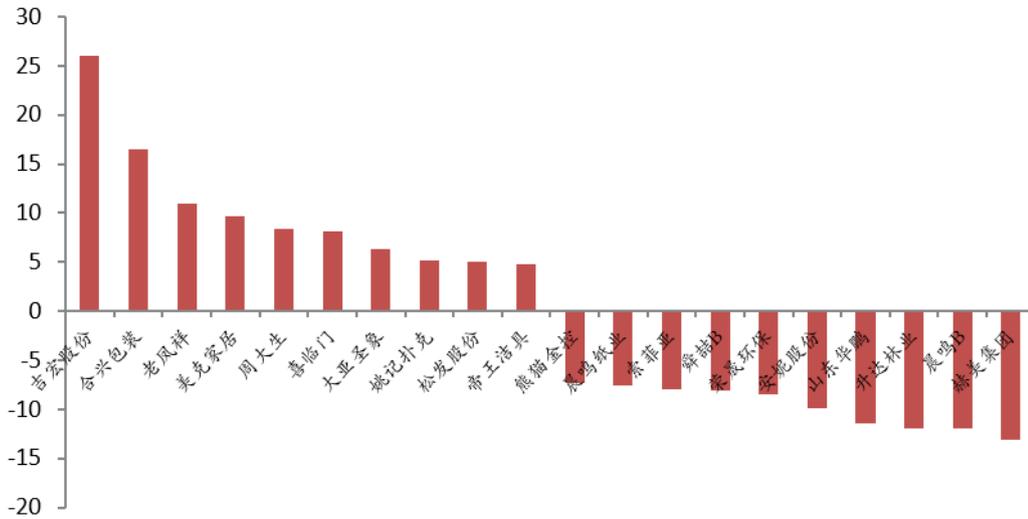
轻工制造：上周包装印刷板块涨幅 1.16%，跑赢大盘 1.31pp；家用轻工板块涨幅-1.32%，跑输大盘 1.17pp；造纸以及珠宝首饰子板块涨幅分别为-1.69%、-0.66%。

表 1：轻工制造板块回顾

| 子板块 | 前一周涨幅% | 上周涨幅% | 本月涨幅% | 本年涨幅% |
|------------|--------|--------|---------|---------|
| SW 造纸 II | -1.69% | -1.69% | -8.06% | -24.93% |
| SW 珠宝首饰 | -0.66% | -0.66% | -7.63% | -31.22% |
| SW 家用轻工 | -1.32% | -1.32% | -11.46% | -31.53% |
| SW 包装印刷 II | 1.16% | 1.16% | -4.66% | -20.74% |
| SW 轻工制造 | -0.77% | -0.77% | -8.88% | -27.33% |
| 上证综指 | -0.15% | -0.15% | -5.25% | -17.60% |

数据来源：Wind，西南证券整理

图 1：轻工制造行业涨跌幅前十的公司（%）



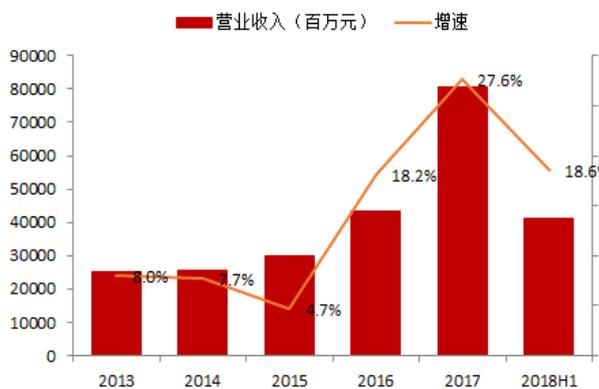
数据来源：Wind、西南证券整理

4 中报总结

家居：零售放缓，工程业务标的逆势增长

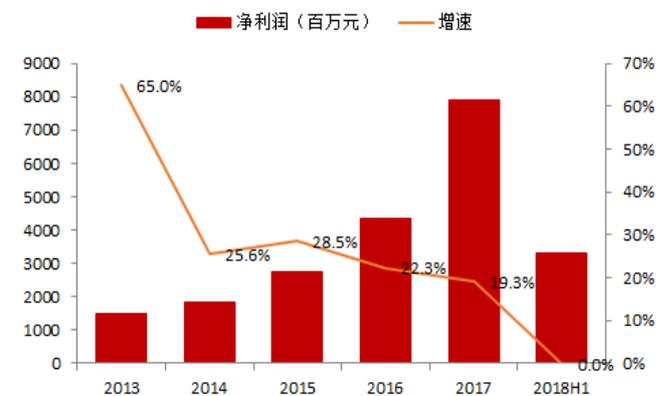
零售家具企业：下半年增速仍趋缓，但已过基数高点。受房地产后周期影响，行业竞争加剧，且去年 Q2 基数较高，18Q2 增速普遍下行。从开店情况看，大部分家具企业均加大开店力度，但客户数的增速仍有所趋缓，表明开店的边际效用有所降低。从客单价来看，在推出各大套餐系列后，龙头家具企业的客单价仍较快提升，体现出龙头在多品类布局上的先发优势，为其在行业下行期平滑减弱风险。从预收款情况来看，定制家具企业的预收款增速普遍下滑，预收款作为衡量订单增长的先行指标，增速下滑意味着跟之前我们判断行业增速下行的情况一致。由于从去年 Q3 开始增速下行趋势逐渐显现，过了 Q2 基数高点，今年 Q3 的增速我们认为或有所好转。

图 2：家具板块 2013-18H1 营业收入及增速

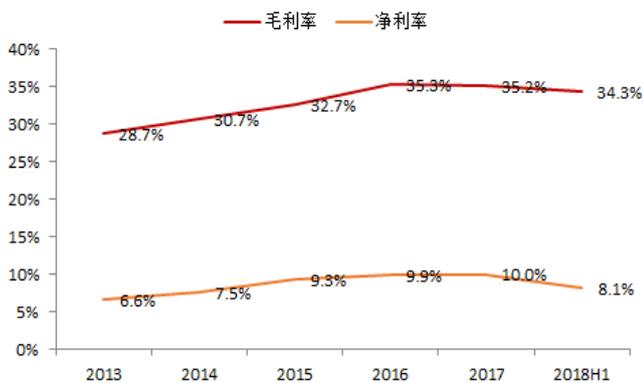


数据来源：WIND、西南证券整理

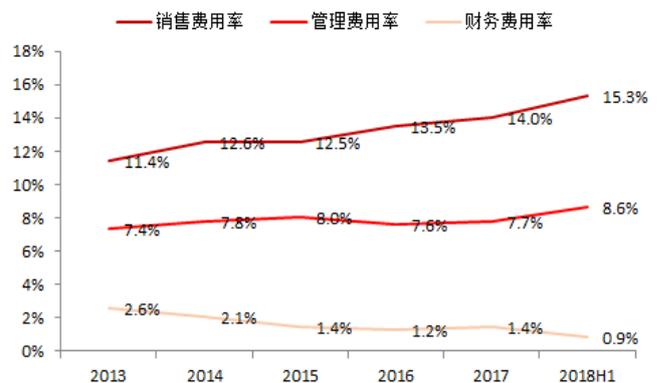
图 3：家具板块 2013-18H1 净利润及增速



数据来源：WIND、西南证券整理

图 4：家具板块 2013-18H1 毛利率和净利率情况


数据来源：WIND、西南证券整理

图 5：家具板块 2013-18H1 三费率情况


数据来源：WIND、西南证券整理

毛利率和净利率在 2017 年达到相对高位，18H1 也出现明显回落趋势。值得注意的是销售费用率在上半年创新高，这与行业在地产下行期竞争加剧、大品牌竞相开店、广告宣传加强、获客成本提高有关，我们判断费用率在未来一段时间仍将处于提升的状态。管理费用率小幅提升与人工成本增加、行业处于变革期信息化投入增多有关。

图 6：2018H1 家具企业新增门店数量


数据来源：WIND、西南证券整理

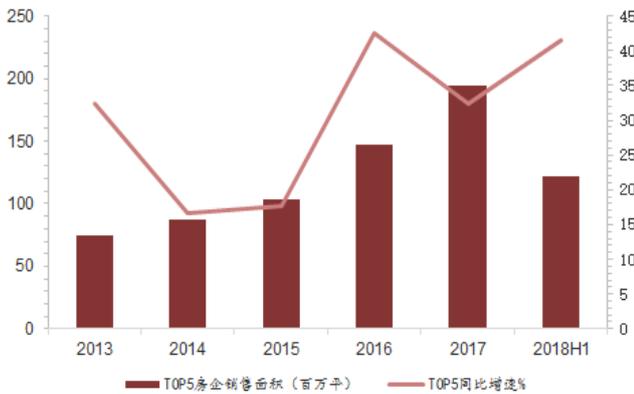
图 7：家具板块 2013-18H1 预收账款及增速


数据来源：WIND、西南证券整理

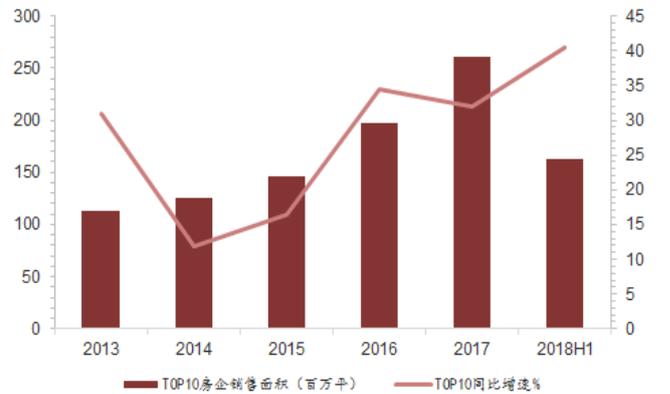
作为研究定制家具接单量的先行指标，预收账款增速可以作为未来 1-2 个季度接单情况的参考。我们按当年定制家具上市公司平均预收账款作为观测值，18H1 预收账款增速出现明显回落，增长率为 8.4%，预计下半年订单增速情况仍然趋缓。

工程业务：下半年仍能维持快速增长，关注现金流变化情况。做工程的家具企业逆势增长，这主要受益于过去几年房地产龙头销售放量，精装房占比快速提升。我们一直强调工程业务将是未来几年增长最快、确定性最强的细分领域，判断的依据主要是三个方面：1) 龙头从 16 年至今销售面积的增速攀升迅猛，TOP5 和 TOP10 房企 2018H1 销售面积增速分别为 41.6%和 40.4%，仍保持了很快的增长速度。工程业务增速基本滞后于销售面积增长率一年左右的时间，因此从 17、18 年销售面积增长情况可以判断工程业务 18、19 年增速，工程业务在未来两年仍处爆发期。2) 拿地集中度的快速提升。拿地到销售一般需要一年半左右，到建材家具类销售需要 2 年到 2 年半，因此龙头房企拿地的增速可以作为提前两年的先行指标。从下图前五大和前十大拿地金额集中度远高于销售金额集中度也预示着未来两年强

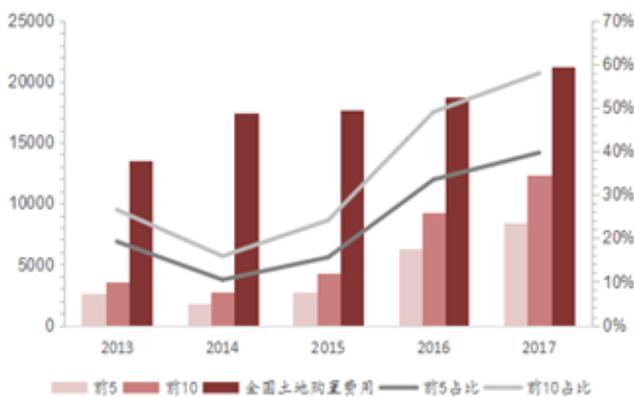
者愈强效应会继续凸显。3) 龙头房企的精装房占比远高于行业平均。根据我们统计, 前五大龙头房企的精装房占比已经达到 80%, 龙头房企销售速度提升也必然预示着未来几年精装房渗透率仍处于快速提升的通道。

图 8: 2013-18H1 TOP5 房企销售面积及增速


数据来源: WIND、西南证券整理

图 9: 2013-18H1 TOP10 房企销售面积及增速


数据来源: WIND、西南证券整理

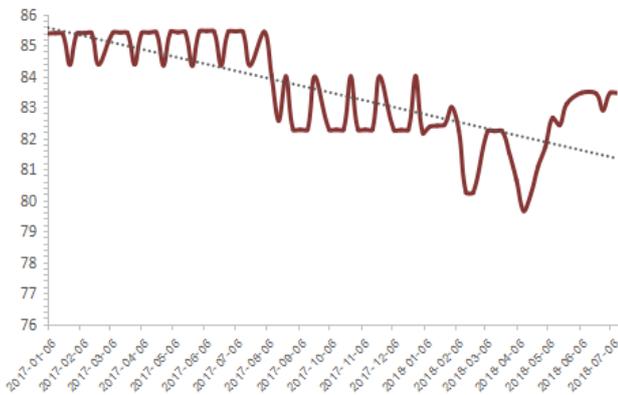
图 10: 2013-2017 年 TOP5/TOP10 房企拿地金额 (亿元) 及占比


数据来源: WIND、西南证券整理

从中报表现来看, 帝欧家居的欧神诺子公司营业收入和净利润增速均高达约 80%; 欧派的大宗业务增速达 70%, 志邦大宗业务增速达到 50%。

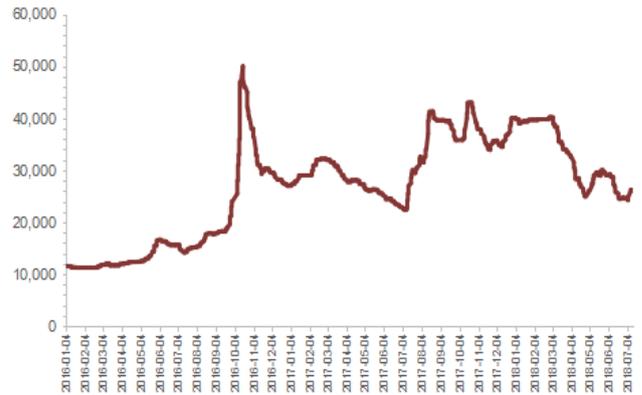
软体家具: 下半年内销收入仍趋缓, 外销波动幅度看贸易战实际影响, 但利润率将改善。受去年 Q3 开始原材料涨价影响, 18H1 利润率同比下滑幅度较大, 但随着逐渐进入下半年, 原材料成本相比去年同期变化不大 (TDI 回落), 利润率的同比趋势将有所改善。加上软体家具有较高的出口规模占比, 在人民币汇率大幅贬值的情况下, 预计下半年有较高的汇兑收益。

图 11：2016 年至今海宁皮革价格指数



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2016 年至今 TDI 价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

造纸板块：收入增速符合预期，利润增速超收入增速，利润率处于上升通道

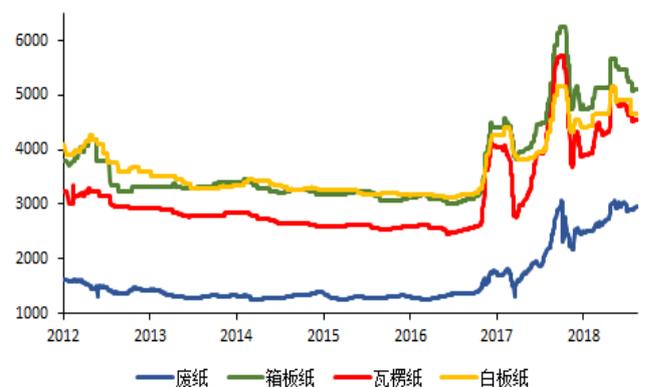
上半年整体纸价较去年底有所回调，同比涨幅有限，但龙头公司均有新增产能释放，收入仍维持较快增长。当前纸企主要比拼上游原材料成本优势，龙头公司能够在原料端有自主生产能力和全球灵活采购渠道，利润率仍处上升期。从季节波动来看，今年整体旺季比去年弱，一是今年整体需求端偏弱，二是去年 Q4 大幅补库导致厂家和渠道库存积累，上半年处于消库存的状态。

图 13：木浆系纸价走势（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：废纸系纸价走势（元/吨）



数据来源：Wind，西南证券整理

造纸板块营收增速和净利润增速同比去年有所回落。

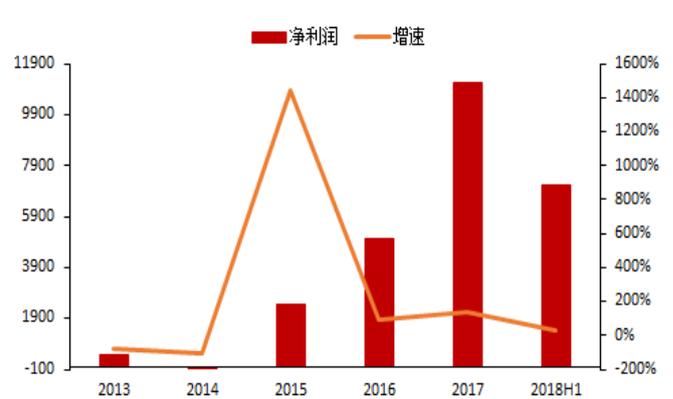
图 15: 造纸板块营业收入 (百万元) 及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

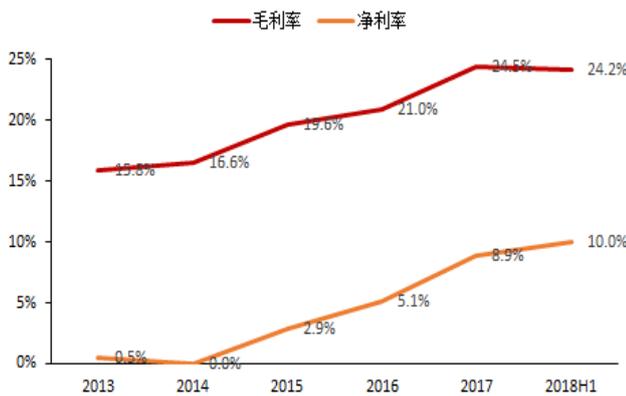
利润率持续提升, 再创新高, 成本比较优势凸显。

图 16: 造纸板块净利润 (百万元) 及增速



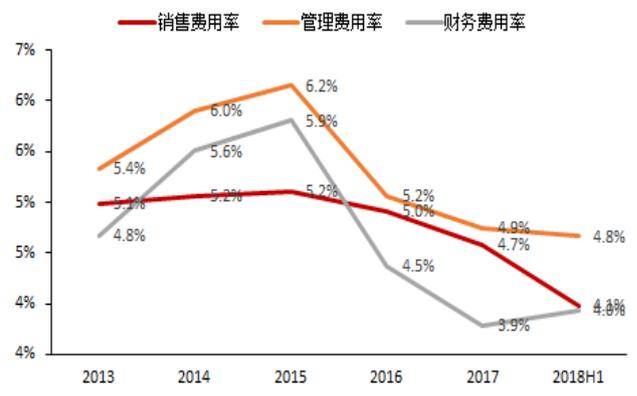
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 造纸板块 2013-18H1 毛利率和净利率变动情况



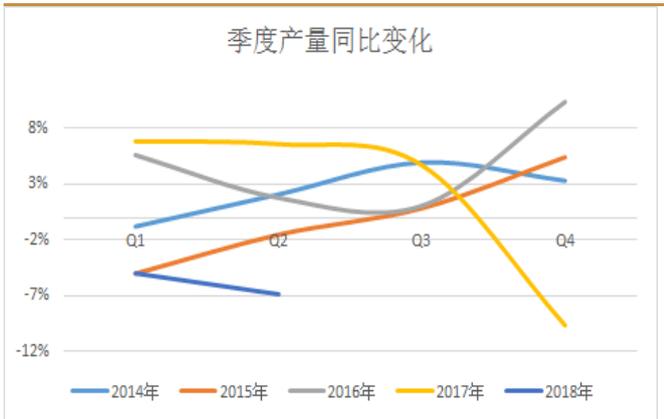
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 造纸板块 2013-18H1 三费率变动情况

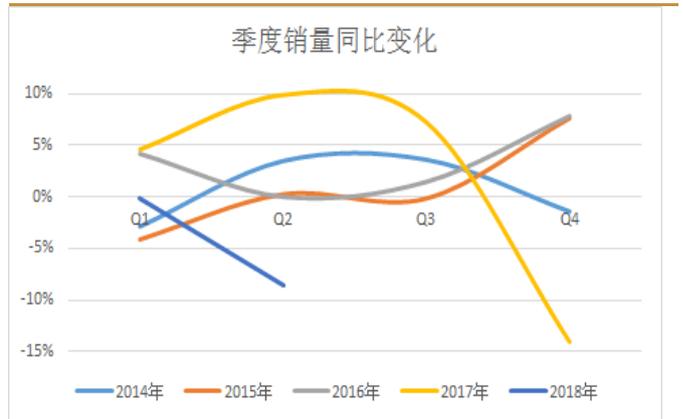


数据来源: Wind, 西南证券整理

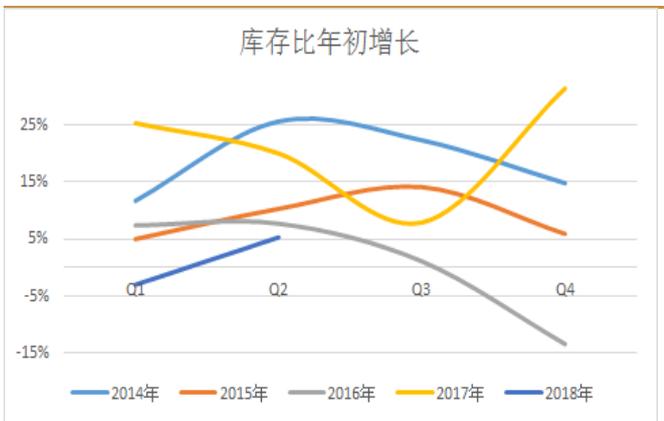
市场通过分析未来产能投放进度对供需匹配情况进行过统计, 我们从另一个角度, 即产量、销量、库存情况来分析目前需求。可以看出在 17Q4 季度产量/销量下滑的情况下, 库存还在快速上升, 表明需求在去年 Q4 出现明显下滑 (可能是 Q3 大幅备货所致), 这一趋势跟过去三年都大不同, 奠定了上半年需求偏弱的基础。但通过今年 Q1/Q2 将产量维持低位, 库存得以消化, 今年上半年库存都维持在相对低位。值得注意的是, 在今年 Q2 产销量进一步回落的基础上, 库存 Q2 有所回升, 表明今年 Q2 需求比去年弱, 这也部分解释了今年旺季有所滞后且备货力度有所减弱的原因, 我们预计全年纸企业绩难超预期。

图 19: 季度产量同比变化情况


数据来源: 中国产业网、西南证券整理

图 20: 季度销量同比变化情况


数据来源: 陶瓷信息网, 西南证券整理

图 21: 库存比年初增长情况


数据来源: 中国产业网、西南证券整理

包装: 集中度提升+原材料价格企稳, 板块处于上升期。

在过去两年纸价上涨迅猛, 供给偏紧, 小厂原材料压力加大, 订单流失严重, 客户迅速向大厂集中; 但包装的提价滞后原材料涨价, 因此收入增速明显快于净利润增速, 净利率回落。但今年原材料价格企稳, 利润率进入修复期, 预计下半年包装厂业绩将进一步好转。值得注意的另外一个趋势是, 包装在经历过去环保出清和盈利能力出清的两个阶段后, 中大型包装厂进入收购整合阶段, 行业集中度提升的趋势加快, 板块整体处于上升期。

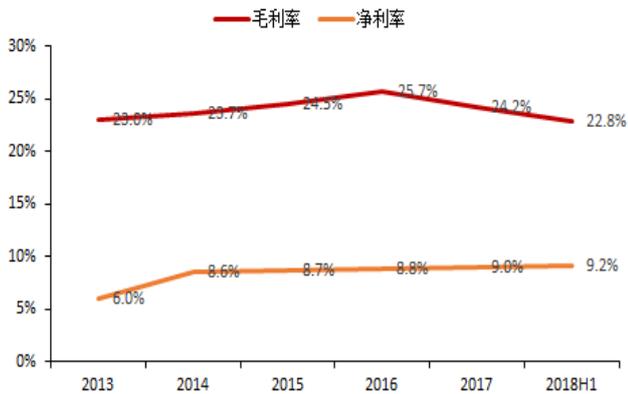
图 22: 包装板块 2013-18H1 营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

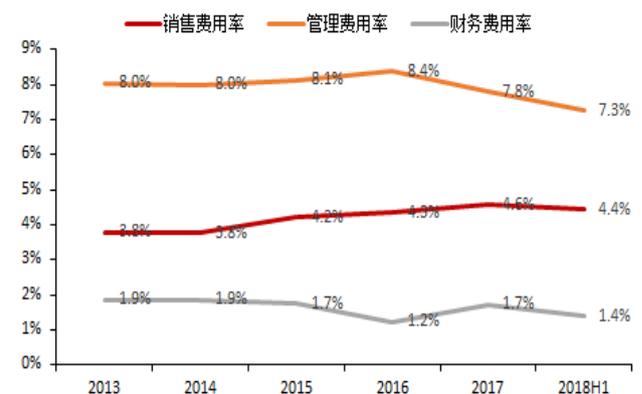
图 23: 包装板块 2013-18H1 净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

行业集中度提升, 收入和净利润均快速增长, 但由于包装产品提价有所滞后, 利润率短期受到一定影响。随着纸价基本企稳, 预计下半年利润率将明显改善。值得注意的是, 包装行业集中度提升是从上游推动, 并不需要包装企业花费大量资源去营销获取客户, 因此销售费用增速明显慢于营收增速, 费用率持续下降, 景气度仍处上升期。

图 24: 包装板块 2013-18H1 毛利率及净利率变动情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 25: 包装板块 2013-18H1 三费率变动情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 推荐标的

帝欧家居 (002798): 1) 产能扩张+营销网络优化, 上市后开店速度明显加快, 洁具业务保持稳健增长; 2) 收购瓷砖巨头欧神诺, 丰富公司在高端建材领域布局, 渠道上充分协同, 发挥欧神诺工程销售渠道拓展精装房市场的优势; 3) 欧神诺工程业务占比 50% 以上, 与碧桂园、万科、恒大等有深入合作基础, 将充分受益房企龙头集中度提升趋势, 工程业务未来三年都有望保持高速增长。同时公司在广西、江西新建产能, 预计 2020 年完全投产, 年产量将达到 5000 万方, 产能大幅扩容, 产能瓶颈消除。

欧派家居 (603833): 1) 橱柜、衣柜、木门、卫浴等多品类产品线已逐渐成熟, 开始全面发力, 推动客单价持续提升, 且橱柜在购买顺序中靠前, 能帮助其他品类引流, 拥有流量入口优势; 2) 渠道布局完善, 公司目前各品牌门店数 6300 多家, 渠道布局的广泛性和下

沉力度均为定制家具之最，在三、四、五线市场的先发优势帮助企业平滑一二线房地产市场波动的风险；3) 工程业务和电商表现非常亮眼，工程业务成为业绩增长重要驱动之一。

尚品宅配 (300616)：1) 全屋定制龙头，先发优势明显；公司作为最早进入全屋定制的企业，在设计模型、制造精度、交付能力等方面优势突出，多品类连带销售提升客单价，减弱地产周期影响；2) 购物中心、C店、O店等多业态布局，渠道优势突出，加盟今年大幅开店，渠道结构改善净利率快速提升；3) 推出整装云延伸家装环节；公司以圆方软件的信息化技术、云计算、大数据应用为驱动，推出整装云赋能家装公司，为后端家居环节导流。

裕同科技 (002831)：1) 公司在深化与消费电子龙头合作的基础上积极拓展新领域的合作机会，业务已拓展至高档烟酒、大健康、化妆品、食品和奢侈品等行业，客户资源进一步扩充；2) 今年公司主要原材料白卡纸和箱板瓦楞纸价格企稳，毛利率压力同比去年有所减弱；3) 海外收入占比 60% 以上，人民币汇率贬值对公司业绩有较大利好。

6 上周组合回顾

轻工制造板块上周涨-0.77%。上周组合中的个股，裕同科技涨 0.79%，欧派家居跌 4.09%，尚品宅配跌 6.37%，帝欧家居涨 4.73%。组合单周收益-1.24%，跑输行业 0.47 个百分点。

表 2：组合回顾

| 公司名称 | 占比 | 20 日涨跌幅 | 周涨跌幅 | 市值 | 收盘价 (元, 8/31) |
|------|-----|---------|--------|---------|---------------|
| 裕同科技 | 25% | 1.04% | 0.79% | 194 亿 | 48.60 |
| 尚品宅配 | 25% | -9.58% | -6.37% | 163 亿 | 82.28 |
| 欧派家居 | 25% | -8.79% | -4.09% | 403 亿 | 95.77 |
| 帝欧家居 | 25% | 3.61% | 4.73% | 72.82 亿 | 32.12 |

数据来源：西南证券整理

7 风险提示

家具企业受地产限购影响终端销售下滑的风险；各类纸品价格出现大幅波动的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|--------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 汪文沁 | 机构销售 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 机构销售 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 机构销售 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 陈乔楚 | 机构销售 | 18610030717 | 18610030717 | cqc@swsc.com.cn |
| | 刘致莹 | 机构销售 | 010-57758619 | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn |
| | 贾乔真 | 机构销售 | 18911542702 | 18911542702 | jqz@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 机构销售 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 机构销售 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |