

## 轻工制造

## 轻工行业周报

## 地产预期边际改善利好工装, 继续推荐细分龙头

**评级: 增持(维持)**

分析师: 蒋正山

执业证书编号: S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

电话: 021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理: 郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理: 徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	120
行业总市值(百万元)	722803
行业流通市值(百万元)	469516

**行业-市场走势对比**

**相关报告**
**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
中顺洁柔	9.06	0.46	0.34	0.44	0.54	19.7	26.6	20.6	16.8	0.75	买入
裕同科技	39.69	2.33	2.3	3.11	4.03	17.0	17.3	12.8	9.8	-	买入
晨光文具	28.43	0.69	0.88	1.1	1.36	41.2	32.3	25.8	20.9	1.2	买入
盈趣科技	45	2.15	1.88	2.4	3.14	20.9	23.9	18.8	14.3	0.18	买入
梦百合	19.25	0.65	0.79	1.27	1.77	29.6	24.4	15.2	10.9	0.8	买入

备注:

**投资要点**

- **本周核心组合:** 中顺洁柔、裕同科技、晨光文具、盈趣科技、梦百合
- **发改委 12 月 12 日发文支持企业债融资, 房企融资预期边际改善。**若明年地产基建超预期, 建议关注轻工板块相关标的: 工装龙头【帝欧家居】: 支持优质民企发债, 地产公司现金流出现边际改善, 带动工装企业现金流改善, 公司碧桂园等旧客户份额提升之外外新客户开拓顺利。软体龙头【顾家家居】: 底部横向并购加速, 若行业转暖显著利好公司发展; 近 3 年新品类开拓仍在快速进行中, 目前已接近 4000 家门店; 行业格局较好, 龙头公司马太效应显著。定制龙头【欧派家居】: 整装大家居卡位较好, 市场对定制较为悲观, 预期差较大。
- **浆纸下行, 中下游受益, 建议继续关注成本受益公司【中顺洁柔】**
- **木浆:** 2017-2018 年是全球木浆市场新增产能大年, 中国市场的旺盛需求却消化了绝大部分新增产能, 为浆价上涨提供了基本面支持。2010 年以后我国木浆市场消耗量增长由驱动因素不同分为三个阶段: 1) 2010-2011 年间纸种需求增长为木浆消耗的主要动能, 其中 2011 年白卡纸和铜版纸需求增速均为近年峰值, 带动下游需求繁荣, 并成为这一阶段木浆消耗增量的核心动力。2) 2012-2016 年间木浆市场消耗动能转向非木浆减量, 期间恰逢“十二五”期间供给侧改革的逐步推行, 芦苇浆、蔗渣浆、竹浆、稻草浆等掺杂减少导致木浆转化需求旺盛, 贡献了这一阶段木浆的核心需求增量。2011-2016 年, 我国非木浆消耗量由 1240 万吨快速降至 591 万吨, 年均减量 129 万吨。3) 2017 年, 由于造纸行业的繁荣, 成品纸市场价格走高, 叠加中小产能加速出清提高了纸企对产品品质的关注, 2017 年我国木浆市场需求增量转变为吨纸浆耗量驱动型。但进入当前上述三大动能均逐步减弱。
- **怎样看待 2019 木浆走势:** 从 1-7 月全球和木浆出货增速看, 数据均为 2015 年以来最低值。且国内港口库存处于高位。当前浆价未跌核心原因在于国外市场基本面坚挺且价格反向传导存在时滞。但我们认为, 今年国内造纸行业景气下滑, 企业吨盈水平难以实现 V 型反转, 将导致行业开工率下滑, 中长线看产量下行将导致对木浆需求减弱, 上游制浆企业库存抬升将被迫降低出货价格, 浆价高位格局难以维系。预计 2019 年浆价可能见顶回调。
- **若浆价下跌, 生活用纸行业成本压力有望释放。**结合我们对 2019 年木浆市场价格见顶回调的判断, 我们认为, 投资逻辑因偏向关注生活用纸行业。建议关注 A 股生活用纸龙头【中顺洁柔】: 2016 年行业前四大品牌只占约 35% 的市场份额, 行业集中度提升有较大空间。浆价高位运行有望加速行业集中度提升趋势。公司通过提价与产品结构调整良好地对冲了成本压力, 持续看好公司未来盈利能力。
- **包装板块: 继续关注产业链服务龙头公司【裕同科技】, 同时关注箱板纸公司【合兴包装】**
- **裕同科技:** (1) 公司所在彩盒包装市场空间接近 3000 亿, 裕同目前市占率仅占整体彩盒包装不到 5%, 公司市占率有较大提升空间。(2) 从 3C 到大消费, 未来公司大消费: 大 3C 比例有望达到 50:50, 我们预计公司明年在新客户上有望迎来真正的发力大年, 包括烟酒化妆品包装的放量, 及 3C 产业链服务增量。(3) 利空因素基本 price-in, 未来逐步向好, 公司单季度毛利率提升 7pct, 纸价、汇率因素均预期向好。预计未来公司在彩盒领域全产业链服务有望再上一层楼, 继续推荐。
- **软体家居板块: 贸易摩擦悬而未决, 关注中长期优质标的【顾家家居】,**

同时建议关注敏华控股、梦百合。

- 软体家居偏重标品，服务属性相较于定制整体较弱，产品属性更强。在生产端，软体家居制造工艺较为复杂，虽人均产出较高，但有部分外协。而在产品端，消费者会更多关注品牌、产品吸引力、产品功能，产品属性更强，品牌属性更强，各家公司在细分领域均有一定品牌知名度，且市占率仍有较大提升空间，如皮沙发的顾家家居；功能沙发的敏华控股；记忆棉床垫的梦百合。市场对于软体家居担忧主要在两块：（1）是贸易摩擦：G20期间中美两国领导人会晤后双方同意暂不追加关税，开启90天谈判。2019年1月1日，2000亿美元产品清单仍将以10%的税率加征，而非提升至25%，若90天内不能达成协议，对华10%的关税将提高至25%。（2）是地产后周期影响，认为地产下行时期，软体家居会滞后受到较大影响。（3）是整装业务对软体家居影响，认为整装业务对软体家居品牌化建设会有冲击。我们认为，家装行业发展多年，依然诞生了较多品牌，软体家居本身工艺制造较难，不需担忧整装影响。且从中长期行业发展看，目前软体家居发展仍处于早期，好的公司治理对一家公司发展至关重要，中长期继续看好：顾家家居、敏华控股、梦百合。
- 消费升级板块：继续关注 IQOS 核心收益标的【盈趣科技】及大文创龙头【晨光文具】
- 盈趣科技：公司前期估值下滑主要系日本市场渗透率提升遭遇阶段性瓶颈及18年渠道去库存所致。当前利空因素已经逐步消化，后续我们认为标的有望获得较大的弹性空间。
- 盈趣科技推荐核心逻辑包：1) 18Q4/19Q1 业绩向好确定性较高。伴随11月15日 IQOS3/iQOS3 multi 登陆日本市场，一方面会催生产品更新换代需求（上一波 IQOS 设备销售高峰在 2017Q2-Q4，产品单价不高，新品上市有望催生终端销量提升），另一方面，明年初 IQOS 新一代产品将在全渠道销售，铺库存需求有望大幅提升 Q1 出货量。2) 根据公司口径，向美国 FDA 提交的 PMTA（预售烟草许可申请）认证申请可能于今年年底前获得答复。我们判断 PMTA 获批可能性较高，若 FDA 放行 IQOS 进入美国市场，盈趣科技 IQOS2.4 产品产能可望重新爬坡。同时基于对未来业绩增速提升的预期，公司有望获得估值提升空间。3) 公司具备切入新大客户的智能制造潜力，公司从罗技控制部件制造起家，后续在雀巢咖啡机、雕刻机、到 IQOS 外观件，公司具备智能制造及设计潜力，未来有望通过核心竞争力切入新的大客户。
- 晨光文具：B 端 3 年发展期：C 端从渠道到产品。C 端业务方面：公司终端门店目前稳居行业第一，且产品渗透率有望继续上行。精品文创方面，公司在精品文创方面已经在培育大单品，目前大单品体量最大在千万量级，平均水平 100 万，有较大成长空间。B 端科力普方面，行业渠道发生较大变化，从之前的几千个采购点到目前集中招标。预计 2018 年科力普仍有翻倍增长空间。继续看好！
- 定制家居&成品家居板块：静静等待黎明，关注欧派家居、索菲亚、尚品宅配
- 定制家居板块受到地产后周期、精装房占比提升及行业竞争加剧影响，短期业绩环比增速放缓，我们预计 2019Q1 后各家公司有望触底反弹。建议核心关注欧派家居：公司整装业务超预期，收入利空渐兑现，同时经销商水平目前行业最佳。
- 本周核心组合：中顺洁柔、裕同科技、晨光文具、盈趣科技、梦百合
- 风险提示：原材料价格上涨风险，地产景气程度下滑风险。

## 内容目录

板块回顾.....	- 5 -
行业数据跟踪.....	- 6 -
造纸板块.....	- 6 -
家具板块.....	- 11 -
重点公司公告.....	- 13 -
风险提示.....	- 13 -
原材料价格上涨风险.....	- 13 -
地产景气程度下滑风险.....	- 14 -

## 图表目录

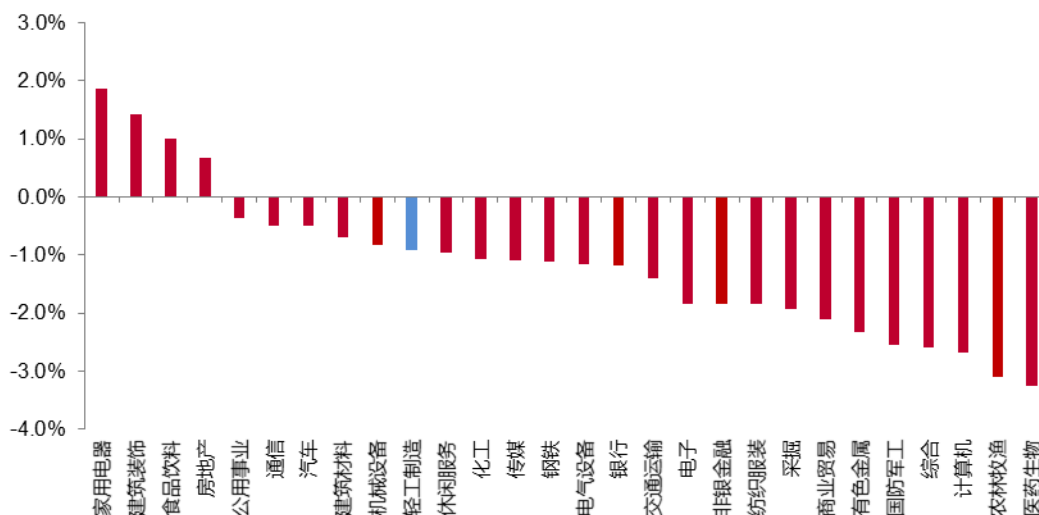
图表 1: 轻工板块涨跌幅行业排名.....	- 5 -
图表 2: 轻工二级子板块涨幅榜.....	- 5 -
图表 3: 轻工行业个股涨跌幅榜.....	- 5 -
图表 4: 中泰轻工核心组合涨跌幅排行.....	- 6 -
图表 5: 本周造纸关键数据一览.....	- 6 -
图表 6: 铜板纸价格 (元/吨).....	- 7 -
图表 7: 铜板纸吨盈利 (元/吨).....	- 7 -
图表 8: 白卡纸价格 (元/吨).....	- 8 -
图表 9: 白卡纸吨盈利 (元/吨).....	- 8 -
图表 10: 双胶纸价格 (元/吨).....	- 8 -
图表 11: 双胶纸吨盈利 (元/吨).....	- 8 -
图表 12: 瓦楞纸价格 (元/吨).....	- 8 -
图表 13: 瓦楞纸吨盈利 (元/吨).....	- 8 -
图表 14: 箱板纸价格 (元/吨).....	- 9 -
图表 15: 箱板纸吨盈利 (元/吨).....	- 9 -
图表 16: 废黄板纸价格 (元/吨).....	- 9 -
图表 17: 美废 11# (元/吨).....	- 9 -
图表 18: 美废 13# 价格 (元/吨).....	- 9 -
图表 19: 内外废价差 (元/吨).....	- 9 -
图表 20: 针叶浆价格 (元/吨).....	- 10 -
图表 21: 阔叶浆价格 (元/吨).....	- 10 -
图表 22: 青岛港木浆库存量 (万吨).....	- 10 -
图表 23: 瓦楞箱板纸库存天数.....	- 10 -

图表 24: 白板纸库存天数.....	- 10 -
图表 25: 白卡纸库存天数.....	- 11 -
图表 26: 废纸库存天数.....	- 11 -
图表 27: TDI 价格 (元/吨) .....	- 11 -
图表 28: 18 厘细木工板价格 (元/张) .....	- 12 -
图表 29: 18 厘指接板价格 (元/张) .....	- 12 -
图表 30: 18 厘刨花板价格 (元/张) .....	- 12 -
图表 31: 18 厘中纤板价格 (元/张) .....	- 12 -
图表 32: 家具零售额 (亿元) 及同比.....	- 12 -
图表 33: 住宅新开工面积 (万方) 及同比 .....	- 12 -
图表 34: 全国商品住宅竣工面积 (万方) 及同比 .....	- 12 -
图表 35: 全国商品住宅销售面积 (万方) 及同比 .....	- 13 -
图表 36: 12 大城市二手房成交套数 (套) .....	- 13 -

## 板块回顾

- 上周(2018年12月10日-2018年12月14日)轻工制造指数下跌0.92%，同期沪深300指数下跌0.49%。在28个一级行业指数中，轻工指数涨幅排名第10位；轻工二级子板块造纸、包装印刷、家用轻工指数周涨幅分别为-1.82%、0.50%、-1.40%。

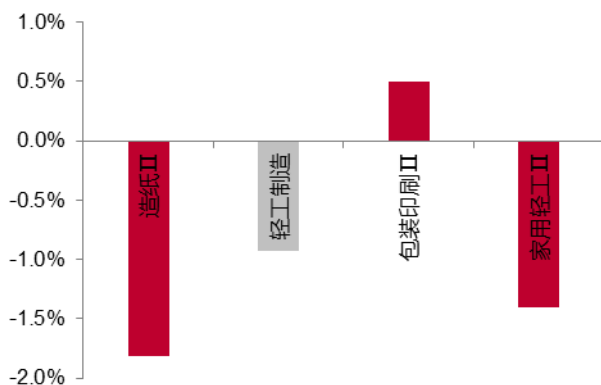
图表 1: 轻工板块涨跌幅行业排名



来源:wind、中泰证券研究所

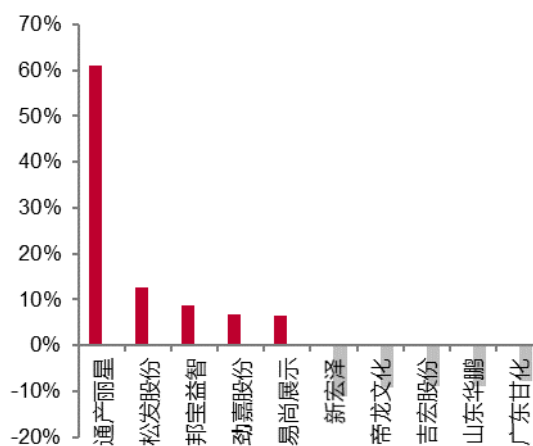
- 个股方面，周涨幅居板块前五的个股分别为：通产丽星（60.98%↑）、松发股份（12.52%↑）、邦宝益智（8.74%↑）、劲嘉股份（6.85%↑）、易尚展示（6.54%↑）；跌幅居前的个股分别为新宏泽（11.23%↓）、帝龙文化（9.31%↓）、吉宏股份（8.99%↓）、山东华鹏（8.92%↓）、广东甘化（7.68%↓）。

图表 2: 轻工二级子板块涨幅榜



来源: wind、中泰证券研究所

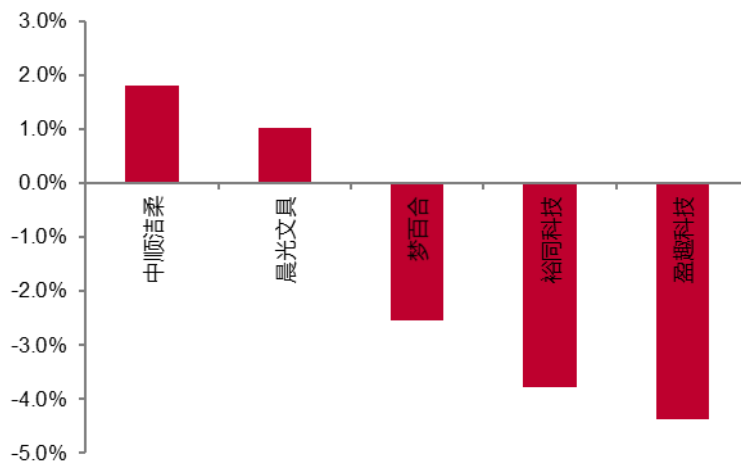
图表 3: 轻工行业个股涨跌幅榜



来源: wind、中泰证券研究所

- 本周中泰轻工核心组合：中顺洁柔、裕同科技、晨光文具、盈趣科技、梦百合。

**图表 4：中泰轻工核心组合涨跌幅排行**



来源：wind、中泰证券研究所

## 行业数据跟踪

### 造纸板块

**图表 5：本周造纸关键数据一览**

关键纸种价格				
纸种	本周价格 (元/吨)	环比	同比	年初至今涨跌幅
铜版纸	5975	-1.8%	-20.1%	-18.4%
白卡纸	5002	-0.7%	-24.4%	-23.9%
双胶纸	6275	-0.8%	-15.3%	-15.0%
瓦楞纸	3554	-0.2%	-20.1%	-8.3%
箱板纸	4403	0.3%	-10.8%	-4.9%
原材料价格				
原材料	本周价格 (元/吨)	环比	同比	年初至今涨跌幅
国废黄板纸	1840	5.0%	-12.0%	-6.4%
美废11#	190	0.0%	-19.1%	-17.4%
美废13#	250	-10.7%	0.0%	0.0%
国废与外废价差	325	140.6%	-33.1%	30.1%
针叶浆外盘	829	-0.2%	-5.9%	-6.5%
阔叶浆外盘	770	-0.4%	-4.9%	-5.1%
化机浆	4700	0.0%	2.2%	0.0%

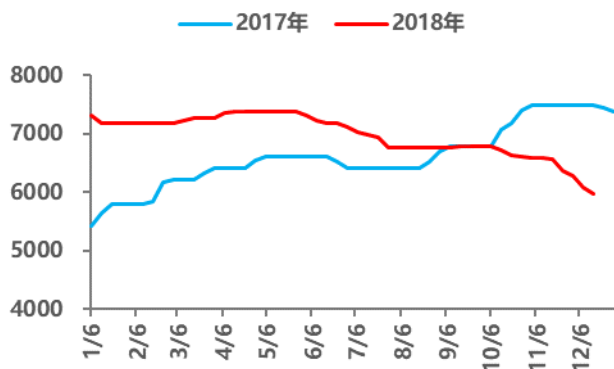
注：外盘浆价单位为美元/吨

吨纸盈利				
纸种	周吨盈利 (元/吨)	环比	月吨盈利 (元/吨)	去年月同期 (元/吨)
双铜纸	142	-15.1%	155	858
白卡纸	-105	-67.7%	-214	250
双胶纸	377	12.7%	356	537
瓦楞纸	594	55.8%	488	445
箱板纸	320	23.5%	370	556
开工率				
纸种	本月开工率 (%)	环比变化	去年同期开工率 (%)	同比变化
白卡纸	90.0	2.0	90.0	0.0
箱板纸	65.0	0.0	74.5	-9.5
瓦楞纸	54.9	1.1	74.5	-19.6
白板纸	67.0	-4.0	42.0	25.0
生活用纸	64.6	-6.1	69.6	-5.0
库存				
	本月库存	环比变化	去年同期库存	同比变化
箱板瓦楞纸库存天数	15	-3	21	-6
白板纸库存天数	20	1	35	-15
白卡纸库存天数	25	2	29	-4
废纸库存天数	6	-4	8	-3
木浆库存量 (万吨)	90	5	43	47
进出口				
	进口量 (万吨)	同比	累计值 (万吨)	累计同比
废纸进口总量	130.0	-27%	1283.0	-45%
木浆进口量	212.2	16%	2080.1	7%
阔叶浆进口量	58.4	-12%	674.0	2%
针叶浆进口量	105.8	48%	949.1	11%

来源：中泰证券研究所

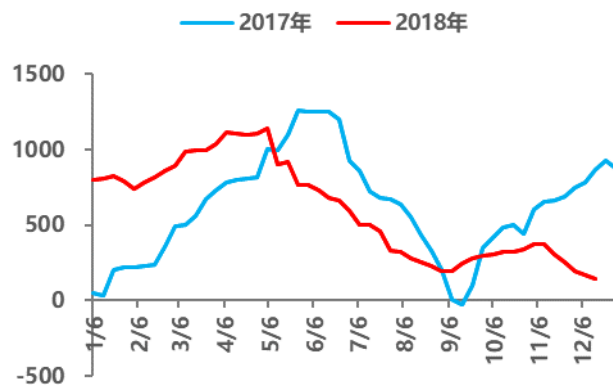
图表 6: 铜板纸价格 (元/吨)

图表 7: 铜板纸吨盈利 (元/吨)



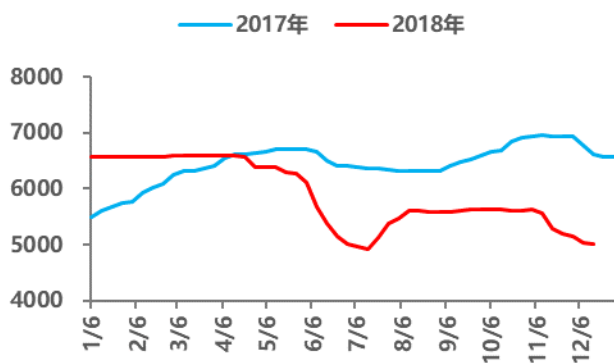
来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 8: 白卡纸价格 (元/吨)



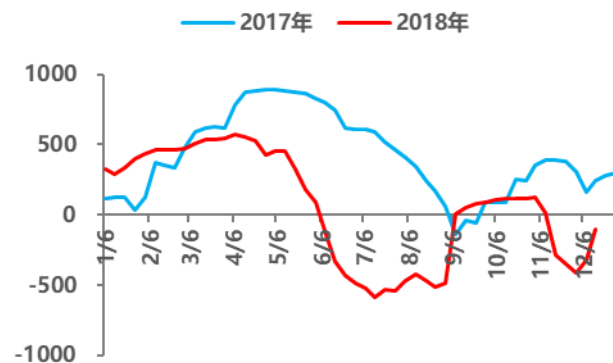
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 9: 白卡纸吨盈利 (元/吨)



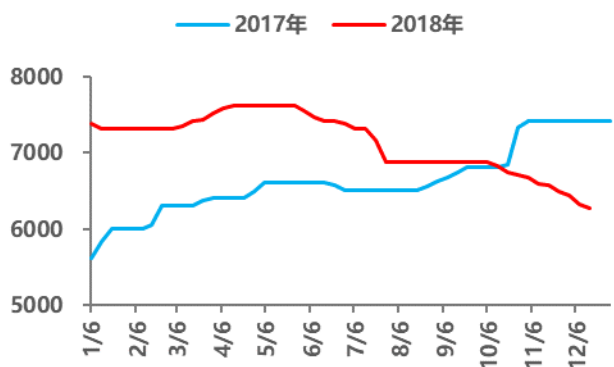
来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 10: 双胶纸价格 (元/吨)



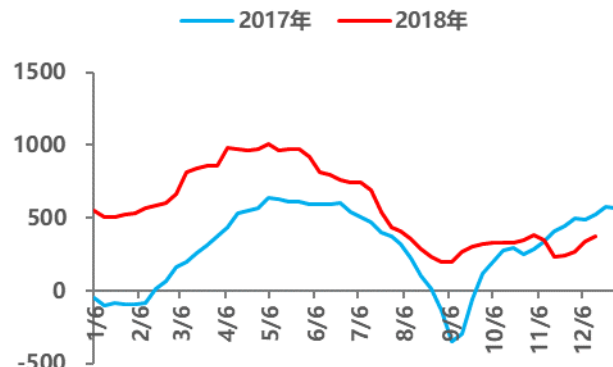
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 11: 双胶纸吨盈利 (元/吨)



来源：百川资讯、中泰证券研究所

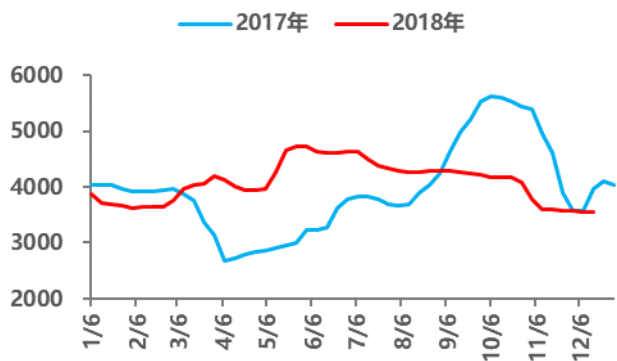
图表 12: 瓦楞纸价格 (元/吨)



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

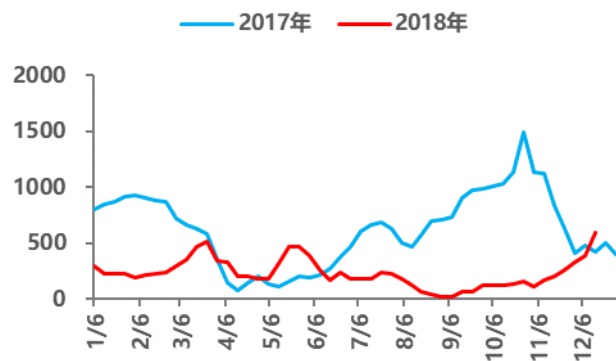
图表 13: 瓦楞纸吨盈利 (元/吨)





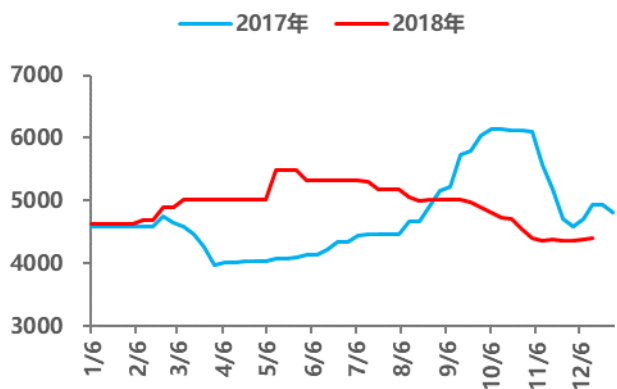
来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 14: 箱板纸价格 (元/吨)



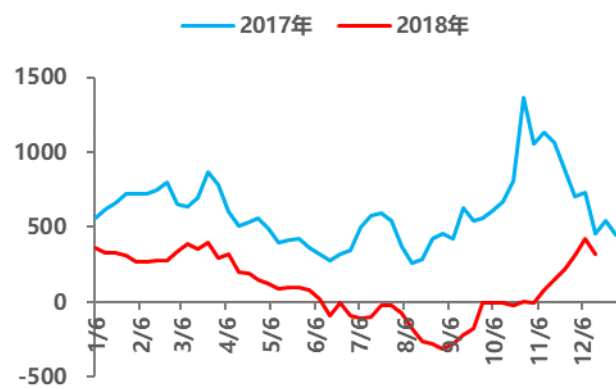
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 15: 箱板纸吨盈利 (元/吨)



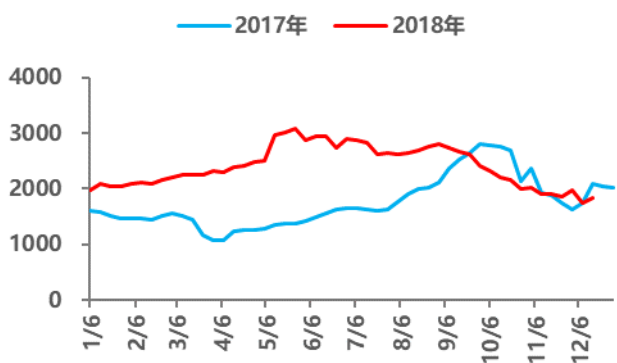
来源：wind、中泰证券研究所

图表 16: 废黄板纸价格 (元/吨)



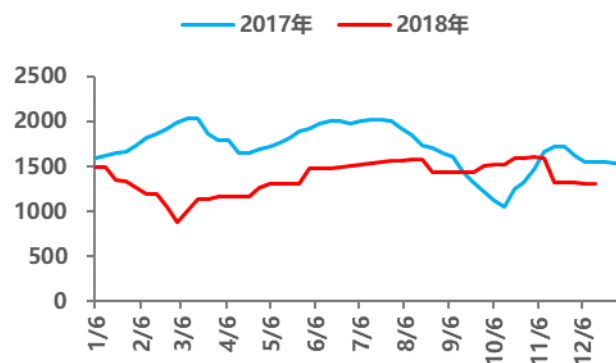
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 17: 美废 11# (元/吨)



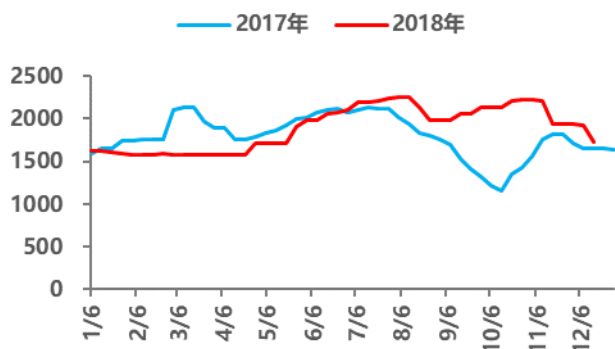
来源：wind、中泰证券研究所

图表 18: 美废 13# 价格 (元/吨)

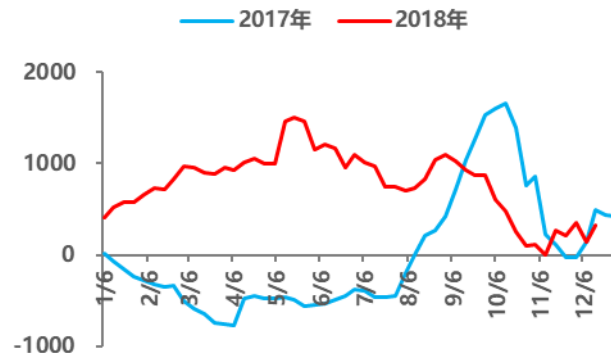


来源：wind、中泰证券研究所

图表 19: 内外废价差 (元/吨)



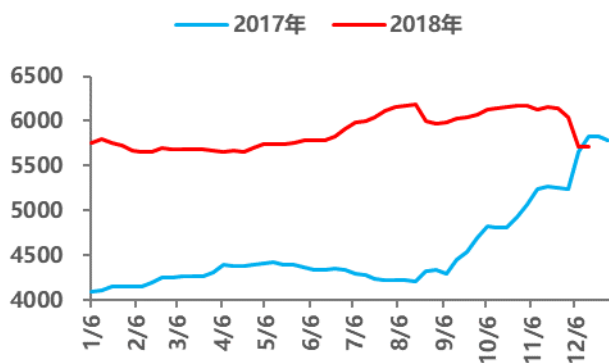
来源: wind、中泰证券研究所



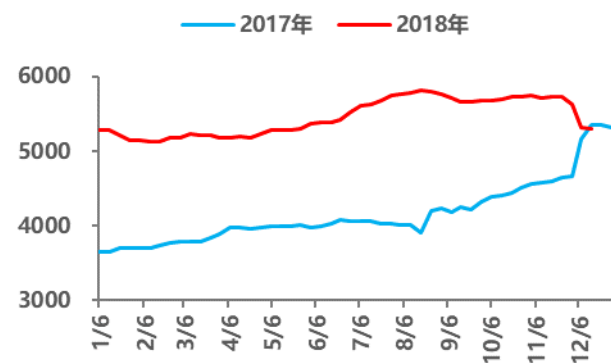
来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 针叶浆价格 (元/吨)

图表 21: 阔叶浆价格 (元/吨)

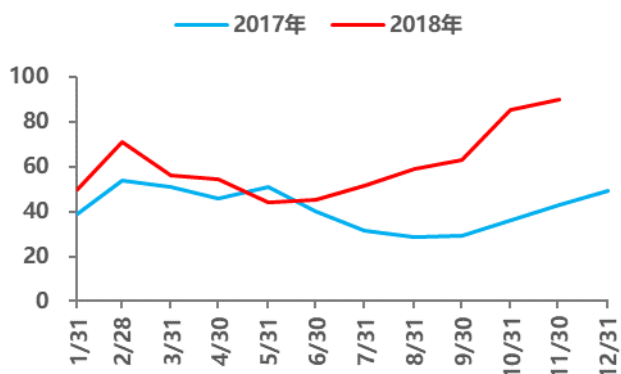


来源: 百川资讯、中泰证券研究所



来源: 百川资讯、中泰证券研究所

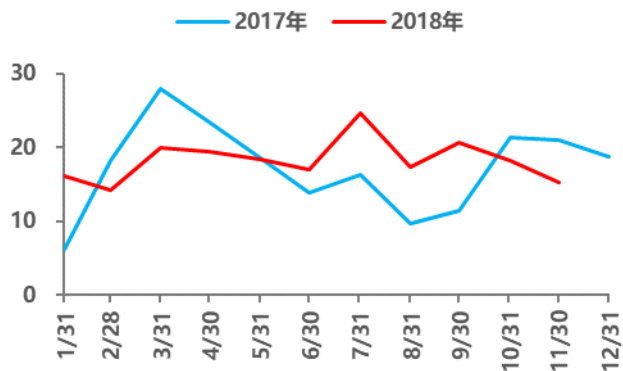
图表 22: 青岛港木浆库存量 (万吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

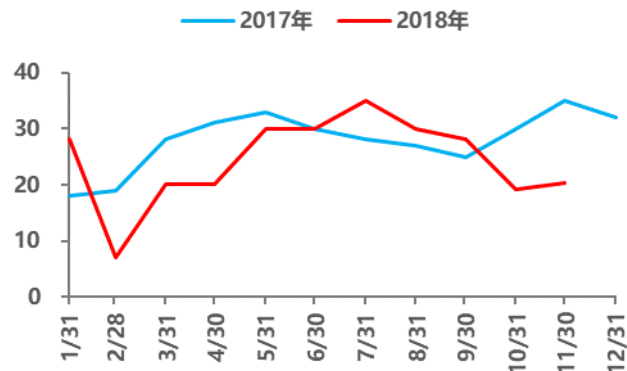
图表 23: 瓦楞箱板纸库存天数

图表 24: 白板纸库存天数



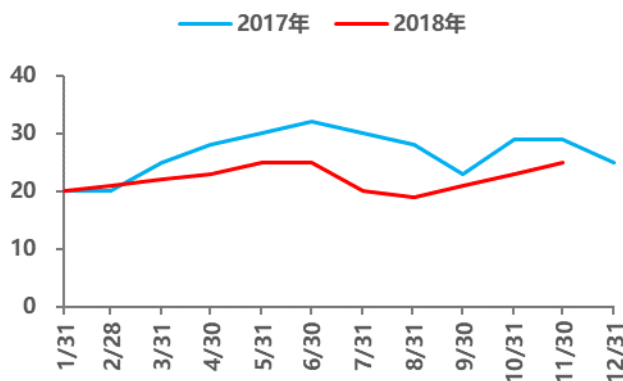
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 25: 白卡纸库存天数

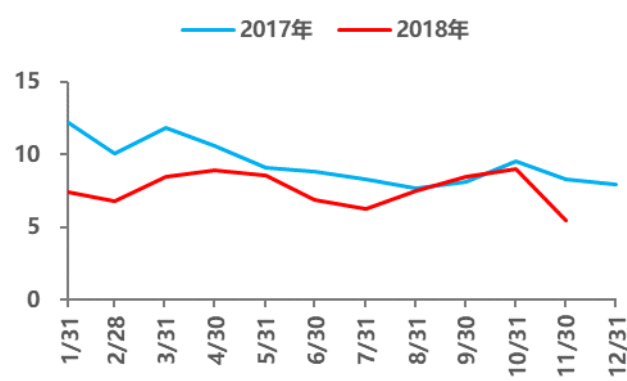


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 26: 废纸库存天数



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

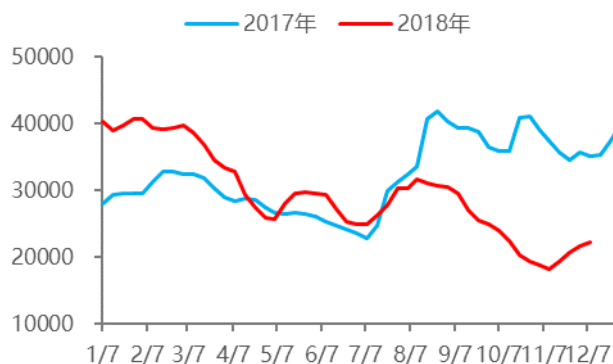


来源：卓创资讯、中泰证券研究所

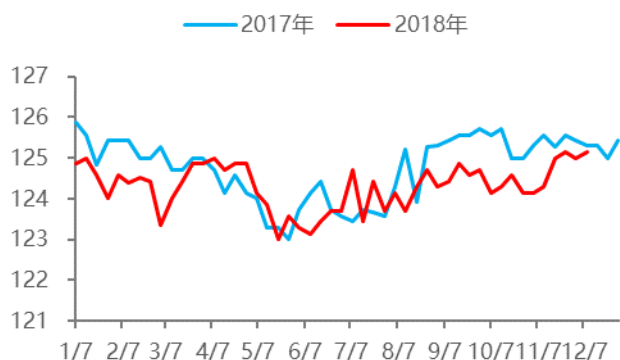
### 家具板块

- 1, 原材料价格: TDI 本周均价 22316.67 元/吨, 环比 3.3%, 年初至今 -44.6%。

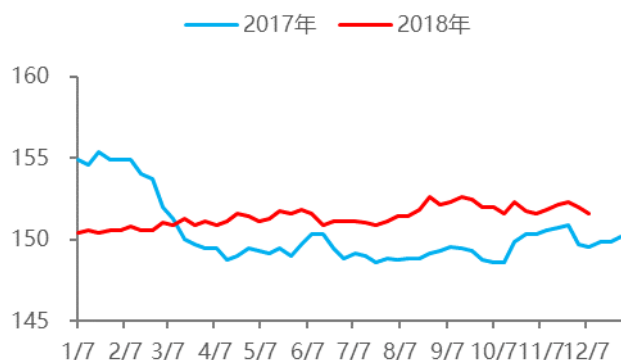
图表 27: TDI 价格 (元/吨)



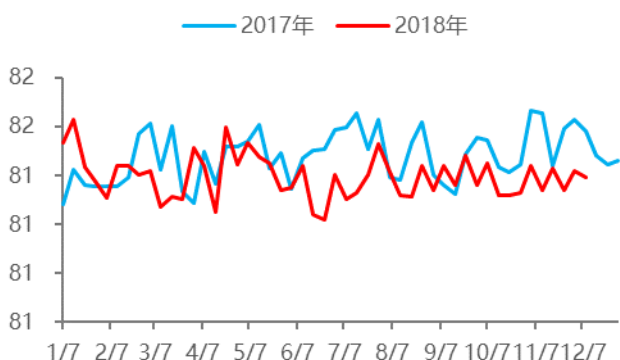
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 28: 18 厘细木工板价格 (元/张)**


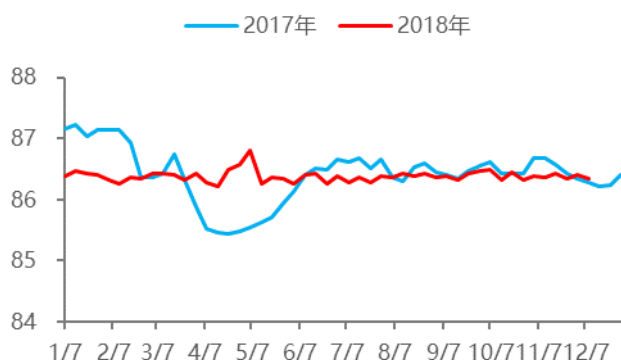
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 29: 18 厘指接板价格 (元/张)**


来源: wind、中泰证券研究所

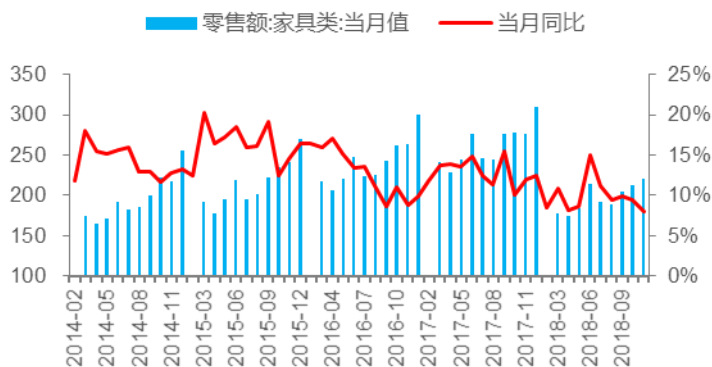
**图表 30: 18 厘刨花板价格 (元/张)**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 31: 18 厘中纤板价格 (元/张)**


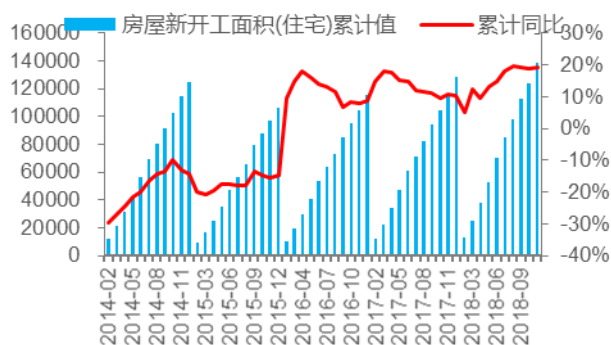
来源: wind、中泰证券研究所

- 11 月，家具零售额 221 亿元，同比+8.0%。**
**2，上游地产数据：**11 月，全国房屋住宅新开工累计面积 13.85 亿方，同比+19.3%；商品住宅竣工累计面积 4.72 亿方，同比-12.7%；商品住宅销售累计面积 12.87 亿方，同比+2.1%；12 大城市二手房合计成交 5.2 万套，环比+14.3%、同比-3%。

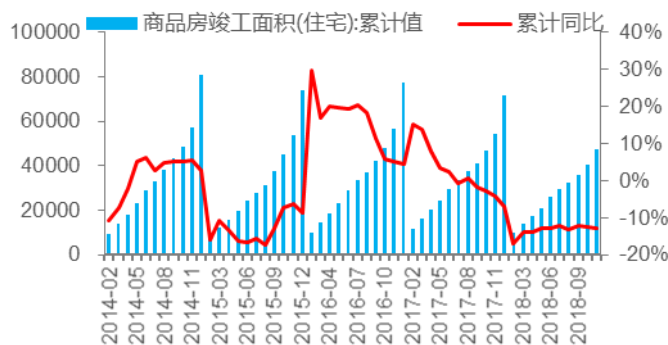
**图表 32: 家具零售额 (亿元) 及同比**


来源: wind、中泰证券研究所

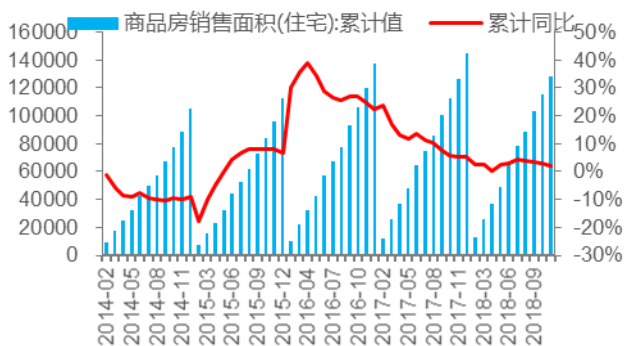
**图表 33: 住宅新开工面积 (万方) 及同比**
**图表 34: 全国商品住宅竣工面积 (万方) 及同比**



来源: wind、中泰证券研究所



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 35: 全国商品住宅销售面积 (万方) 及同比**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 36: 12大城市二手房成交套数 (套)**


来源: wind、中泰证券研究所

## 重点公司公告

- **【好莱客】** 于 12 月 13 日发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的进展公告》，截至 2018 年 12 月 13 日，公司已通过集中竞价交易方式累计回购股份数量为 3,201,200 股，占公司目前总股本的比例为 1.0000%，成交的最高价为 21.45 元/股，成交的最低价为 16.42 元/股，支付的总金额为 59,293,737.18 元（不含印花税、佣金等交易费用）。
- **【奥瑞金】** 于 12 月 13 日发布《关于收购 Ball Asia Pacific Ltd. 中国包装业务相关公司股权的公告》，称当日公司与 Ball Asia Pacific Ltd. 签署了股权收购协议及相关附属协议，公司将自筹资金 2.05 亿美元收购 Ball Asia Pacific Ltd. 于中国包装业务相关公司股权：波尔佛山 100% 股权、波尔北京 100% 股权、波尔青岛 100% 股权、波尔湖北 95.69% 股权。本次收购旨在提升公司在金属包装行业的客户服务能力、优化客户和收入结构、增强公司盈利能力。

## 风险提示

原材料价格上涨风险

- 上游木材、板材、及纸浆、纸品等主要原材料价格大幅上涨可能给家用轻工、造纸和包装印刷板块的盈利水平带来不利影响。

#### 地产景气程度下滑风险

- 房地产市场是家用轻工板块的上游市场，地产景气程度直接影响到家用轻工板块各公司的需求，其景气程度下滑可能削弱板块盈利能力。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。