

## 轻工制造

 轻工行业周报  
 关注具备长期投资价值的优质龙头

**评级：增持（维持）**

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<br>(元) | EPS  |       |       |       | PE    |       |       |       | PEG  | 评级 |
|------|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----|
|      |           | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |      |    |
| 帝欧家居 | 20.69     | 0.99 | 1.43  | 1.77  | 2.22  | 20.90 | 14.47 | 11.69 | 9.32  | 0.33 | 买入 |
| 欧派家居 | 109.45    | 3.74 | 4.65  | 5.57  | 6.52  | 29.26 | 23.54 | 19.65 | 16.79 | 1.04 | 买入 |
| 中顺洁柔 | 10.17     | 0.31 | 0.43  | 0.52  | 0.63  | 32.81 | 23.65 | 19.56 | 16.14 | 0.64 | 买入 |
| 晨光文具 | 39.62     | 0.88 | 1.10  | 1.38  | 1.64  | 45.02 | 36.02 | 28.71 | 24.16 | 1.30 | 买入 |
| 盈趣科技 | 42.98     | 1.77 | 2.02  | 2.37  | 3.01  | 24.28 | 21.28 | 18.14 | 14.28 | 1.62 | 买入 |

备注：

**投资要点**

- **本周核心组合：中顺洁柔、晨光文具、欧派家居、帝欧家居、盈趣科技**
- **轻工行业年报与一季报披露完毕。从长线投资角度，我们推荐逻辑清晰且业绩具备增长可持续性的标的。我们按家居、造纸、包装、消费升级、新型烟草板块汇总观点如下。**
- **家居：山重水复，柳暗花明。定制：我们从品类、业务、渠道、单店增长和渠道增长驱动拆分五个角度出发，量化得出下述结论。1) 品类：橱柜增速低于衣柜增速，二线企业对拓品类的增长依赖高于一线企业，从增长驱动的渠道和品类多样性来看，一二线企业之间的差距正在进一步扩大。2) 业务：大宗放量成存量单品主要业绩驱动力，构成单品营收增速胜负手，2019 兼顾整装。3) 渠道：衣柜开店大于橱柜，品类和品牌形成渠道拓张差异。4) 单店增长驱动拆分：单值贡献>新开店贡献>客流贡献，渠道竞争转为服务和产品竞争。最终落脚于定制家居公司前端服务与产品配套能力的角力，比拼内功的时代已经到来。a) 2018 年单店提货额相对持平或略有下滑，龙头的优势品类提货额绝对值优势明显。b) 客单价：衣柜单值增幅高于橱柜，大宗对橱柜套均价形成负面影响，衣柜的全屋配套优势在单值提升上开始凸显。5) 经销渠道增长驱动拆分：优势品类新开店贡献首次超越存量门店贡献，新拓品类存量门店贡献依旧高于新开门店。存量门店单店提货额增幅转负，新增存量门店贡献>单店客流贡献。软件：2018 年软体家具表现整体优于家居板块，“小而美”vs “大而全”，顾家与梦百合配套品占营收比重基本持平，凸显差异化战略中的一致性。成品：对比 C 端零售渠道公司，以 B 端工程渠道为主的工装企业增速相对稳定，盈利上优质企业规模效应超预期。工装兼具成长性与确定性，建议行业端把握竣工交房大年，公司端关注客户优势+规模效应。**
- **造纸板块：关注文化纸格局好转。行业基本面：造纸行业需求端自 2018 年 6 月开始下行，其中文化纸需求增速趋缓，包装纸需求同比下滑约 10%。叠加考虑包装纸产能投放加速，行业出现供需不匹配的情况。纸价与成本：2018 年下半年开始各主要纸种价格均呈现下滑趋势。成本端木浆价格 Q4 开始下降，略滞后于纸价下行。废纸方面国废外废价差重新拉升，利好龙头企业巩固优势。吨盈情况：从行业模拟数据看，文化纸吨盈目前触底反弹，但包装纸在成本抬升压力下吨盈依然处于下滑趋势。龙头企业情况：2018 年，造纸板块龙头企业收入利润表现均优于行业平均水平。分析重点公司数据发现，行业龙头企业 2018 年吨纸价格均有同**

比提升，但吨盈利方面分化显著。文化纸方面，太阳纸业、晨鸣纸业吨盈下降势头明显较华泰股份缓和，表明木浆自给能力可以提升成本优势。包装纸方面，山鹰纸业、玖龙纸业吨盈较 2017 年提升，我们判断主要来自产品结构升级与外废配额红利。当下时点，我们推荐木浆价格下行受益的生活用纸行业，推荐中顺洁柔，建议关注恒安国际、维达国际。中长期建议关注行业格局改善，资本支出有望逐步下行的文化纸龙头太阳纸业。

- **包装板块：把握包装行业集中度提升带来的  $\alpha$  效应及产业链再整合机遇。** 包装板块 2018 年业绩表现领跑轻工行业。高端包装龙头裕同科技、烟标龙头劲嘉股份和箱板瓦楞包装龙头合兴包装市占率均呈现提升趋势。从行业规模和市占率基数两个维度看，我们认为，轻资产扩张模式下，合兴包装最有望受益于行业集中度提升的大趋势。我们看好公司 PSCP 平台在轻资产模式下实现放量扩张。同时从 2018 年年报看，PSCP 客户结构趋于合理，毛利率同比改善，现金流大幅好转。
- **消费升级：关注高  $\beta$  行业的龙头标的。** 1) 推荐晨光文具。自 2012 年以来，晨光文具连续 7 年营收增速大于 20%，CAGR 为 28.5%。归母净利润持续高于 15%，CAGR 为 23.7%。从历史表现看，公司业绩增长兼具高速性和可持续性。细分产品上，办公文具近年持续高增长，占公司营收比重已达 54%。尽管办公文具较其他产品毛利率低，一度导致公司总毛利率下滑，但近年各产品线毛利率稳健攀升使得总体毛利率有企稳趋势。分业务看，公司传统业务增速稳健，新业务尚处于高成长期，其中晨光科力普 2018 年贡献公司总营收增长的 61%。行业端，文具市场当前处于份额向龙头集中的时代。考虑 B 端业务，行业有万亿级潜在市场，龙头企业有望在行业变革大潮中最大程度实现红利兑现。2) 建议关注人体工学领军企业捷昌驱动，人体工学产品目前处于高速成长阶段，有望在行业高  $\beta$  时代享受增长红利。当下时点，行业内竞争对手不多，且产品客户壁垒较高，利于企业快速提升市场份额。ODM 模式下，公司在取得高毛利率的同时可以有效控制费用开支，利好盈利能力提升。3) 建议关注国产化妆品龙头珀莱雅，有望享受新经济时代必选消费格局变化下行业增长红利。公司管理团队优秀，未来业绩确定性良好，可能在竞争中脱颖而出。
- **新型烟草：FDA 批准 IQOS 在美销售，有望引发产业链变革。** 北京时间 5 月 1 日，FDA 官方宣布批准菲莫国际旗下新型烟草旗舰产品 IQOS 在美销售，此举有望引发全球新型烟草产业链变革。国际市场，IQOS 产业链将直接受益，短期体现在美国市场对业绩增量的贡献上，中长期有望通过刺激 IQOS 在欧洲与中东的推广实现业绩兑现。重点推荐 IQOS 产业链核心标的盈趣科技。中长期建议关注烟油式电子烟龙头亿纬锂能。国内市场上，IQOS 获批在美销售有望催化中烟加速新型烟草政策与产品落地。产业链标的有望通过集中度提升和产业集群附加值提升两条主线逐步实现业绩兑现。推荐集友股份、劲嘉股份。
- **风险提示：** 原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、地产景气度下滑风险、行业政策变化风险。

## 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.....       | - 14 - |
| 原材料价格上涨风险.....  | - 14 - |
| 地产景气程度下滑风险..... | - 14 - |

## 图表目录

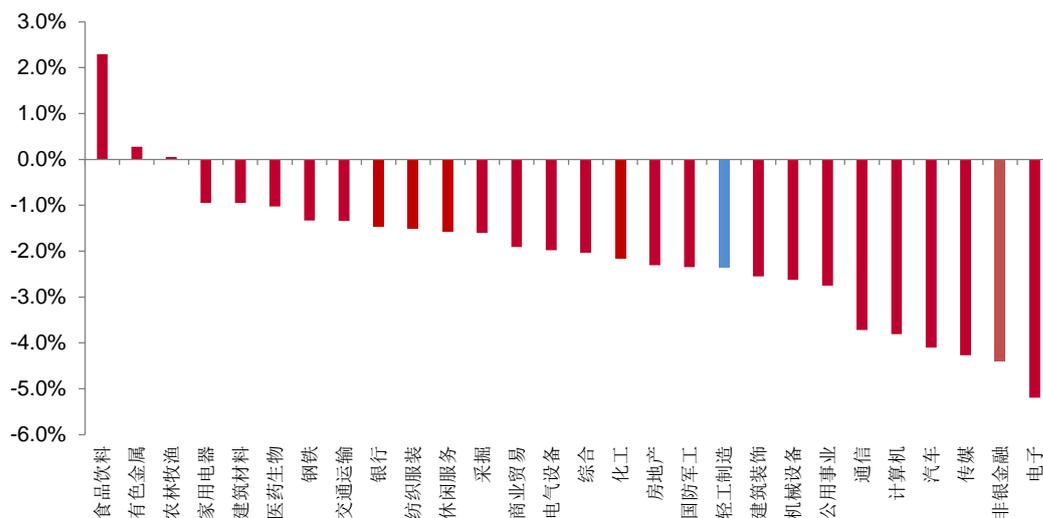
|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| 图表 1: 轻工板块涨跌幅行业排名.....      | - 5 -  |
| 图表 2: 轻工二级子板块涨幅榜.....       | - 6 -  |
| 图表 3: 轻工行业个股涨跌幅榜.....       | - 6 -  |
| 图表 4: 中泰轻工核心组合涨跌幅排行.....    | - 6 -  |
| 图表 5: 本周造纸关键数据一览.....       | - 7 -  |
| 图表 6: 铜板纸价格 (元/吨).....      | - 8 -  |
| 图表 7: 铜板纸吨盈利 (元/吨).....     | - 8 -  |
| 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).....     | - 9 -  |
| 图表 13: 瓦楞纸吨盈利 (元/吨).....    | - 9 -  |
| 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)..... | - 10 - |
| 图表 19: 内外废价差 (元/吨).....     | - 10 - |
| 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.....       | - 11 - |

|                                 |        |
|---------------------------------|--------|
| 图表 24: 白板纸库存天数.....             | - 11 - |
| 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.....    | - 13 - |
| 图表 34: 全国商品住宅竣工面积 (万方) 及同比..... | - 13 - |
| 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(2019年5月13日-2019年5月17日)轻工制造指数下跌2.37%，同期沪深300指数下跌2.19%。在28个一级行业指数中，轻工指数涨幅排名第19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-2.60%、-3.24%、-1.67%。

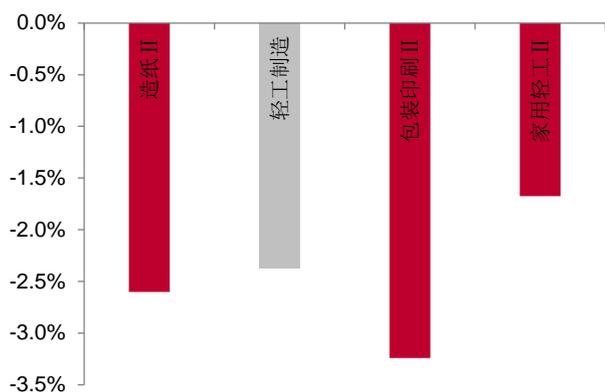
图表 1: 轻工板块涨跌幅行业排名



来源:wind、中泰证券研究所

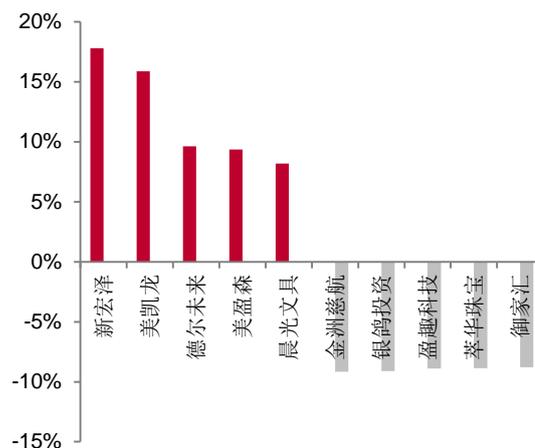
- 个股方面，周涨幅居板块前五的个股分别为：新宏泽（17.78%↑）、美凯龙（15.88%↑）、德尔未来（9.62%↑）、美盈森（9.35%↑）、晨光文具（8.19%↑）；跌幅居前的个股分别为金洲慈航（9.16%↓）、银鸽投资（9.12%↓）、盈趣科技（8.90%↓）、萃华珠宝（8.87%↓）、御家汇（8.80%↓）。

图表 2: 轻工二级子板块涨幅榜



来源: wind、中泰证券研究所

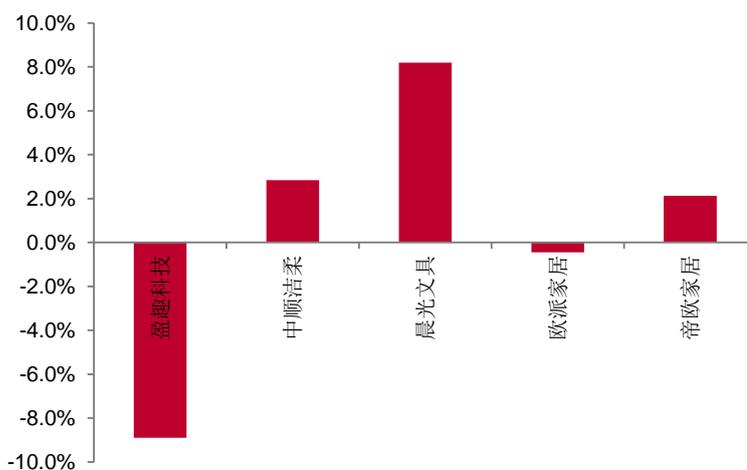
图表 3: 轻工行业个股涨跌幅榜



来源: wind、中泰证券研究所

- 本周中泰轻工核心组合: 欧派家居、帝欧家居、晨光文具、中顺洁柔、盈趣科技。

图表 4: 中泰轻工核心组合涨跌幅排行



源: wind、中泰证券研究所

## 行业数据跟踪

### 造纸板块

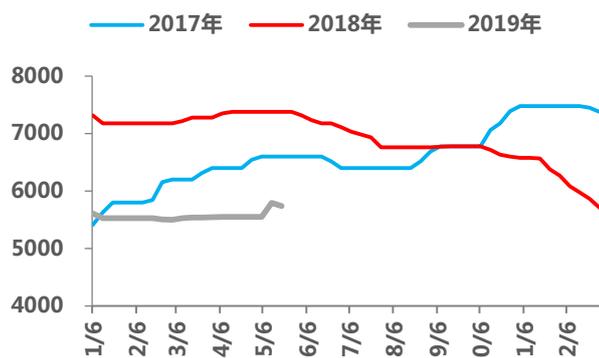
图表 5: 本周造纸关键数据一览

| 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     | 5738      | 0.0%  | -15.2% | 2.3%    |
| 白卡纸     | 5113      | 0.0%  | -8.9%  | 4.6%    |
| 双胶纸     | 6175      | 0.0%  | -10.3% | 0.9%    |
| 瓦楞纸     | 3313      | 0.0%  | -15.2% | -7.1%   |
| 箱板纸     | 4210      | 0.0%  | -16.8% | -4.6%   |
| 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   | 2313      | -2.0% | -23.4% | 3.4%    |
| 美废11#   | 134       | 0.0%  | -34.6% | -29.5%  |
| 美废13#   | 159       | 0.0%  | -41.1% | -36.4%  |
| 国废与外废价差 | 1,304     | -4.0% | -13.6% | 421.4%  |
| 针叶浆外盘   | 716       | 0.1%  | -20.6% | -13.5%  |
| 阔叶浆外盘   | 769       | -0.2% | -7.3%  | -0.1%   |
| 化机浆     | 4350      | -3.3% | -7.4%  | -7.4%   |

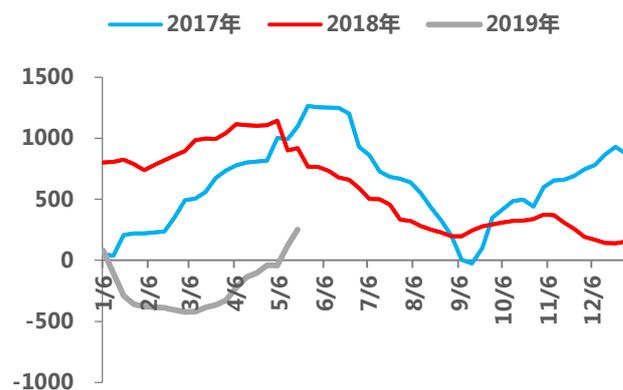
注: 外盘浆价单位为美元/吨

| 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       | 252       | 106.6% | -114       | 1107       |
| 白卡纸       | 447       | 21.5%  | 76         | 511        |
| 双胶纸       | 515       | 30.7%  | 190        | 973        |
| 瓦楞纸       | 222       | 35.4%  | 249        | 215        |
| 箱板纸       | -18       | 66.7%  | 22         | 204        |
| 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       | 89.0      | -5.0   | 93.0       | -4.0       |
| 箱板纸       | 72.0      | -0.7   | 75.4       | -3.4       |
| 瓦楞纸       | 69.0      | 0.0    | 75.4       | -6.4       |
| 白板纸       | 88.0      | -3.0   | 93.0       | -5.0       |
| 生活用纸      | 65.0      | 7.2    | 61.6       | 3.4        |
| 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 | 14        | -2     | 19         | -5         |
| 白板纸库存天数   | 21        | 1      | 20         | 1          |
| 白卡纸库存天数   | 22        | -2     | 23         | -1         |
| 废纸库存天数    | 7         | 0      | 9          | -2         |
| 木浆库存量(万吨) | 107       | -5     | 55         | 53         |
| 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    | 76.0      | -40%   | 216.0      | -14%       |
| 木浆进口量     | 158.9     | -22%   | 386.3      | -6%        |
| 阔叶浆进口量    | 48.8      | -26%   | 116.3      | -22%       |
| 针叶浆进口量    | 71.1      | -30%   | 179.4      | 0%         |

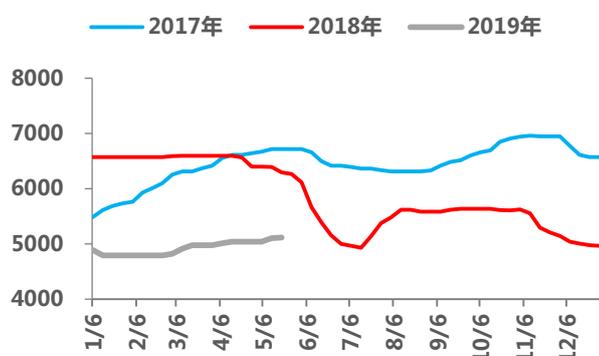
来源: 中泰证券研究所

**图表 6: 铜板纸价格 (元/吨)**


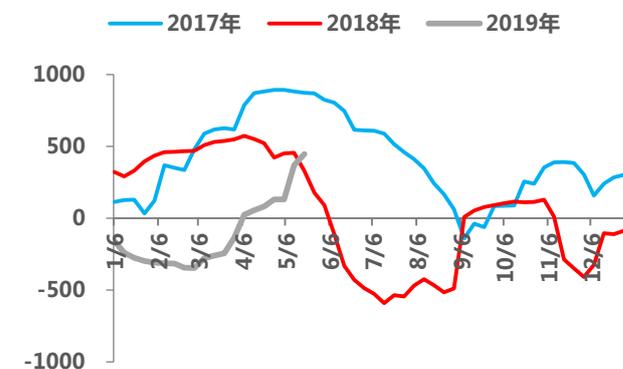
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

**图表 7: 铜板纸吨盈利 (元/吨)**


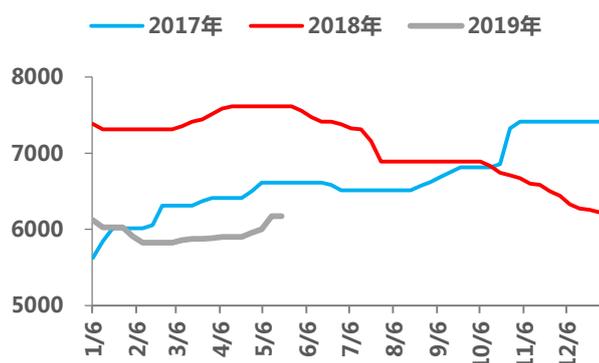
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 8: 白卡纸价格 (元/吨)**


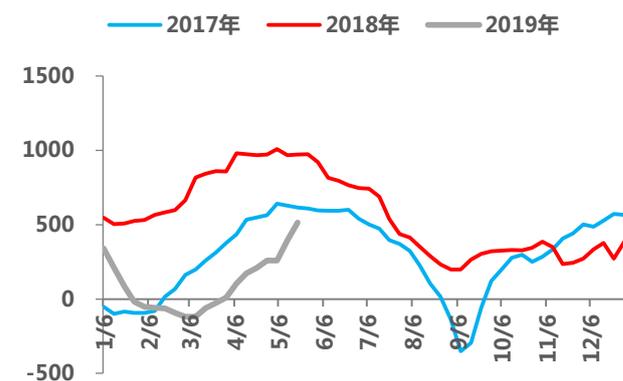
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

**图表 9: 白卡纸吨盈利 (元/吨)**


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

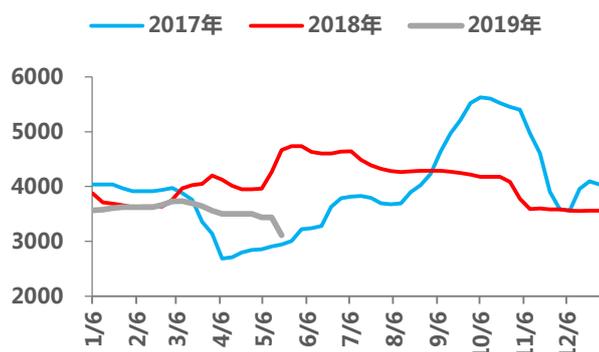
**图表 10: 双胶纸价格 (元/吨)**


来源: 百川资讯、中泰证券研究所

**图表 11: 双胶纸吨盈利 (元/吨)**


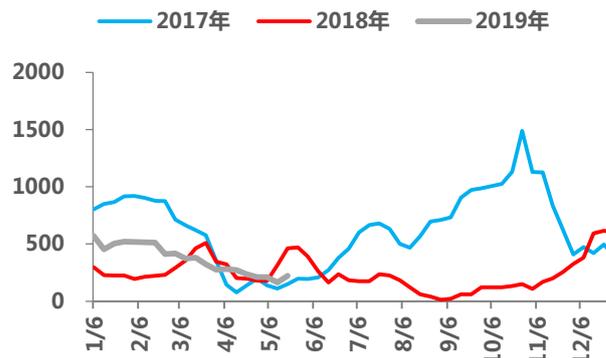
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 12: 瓦楞纸价格 (元/吨)



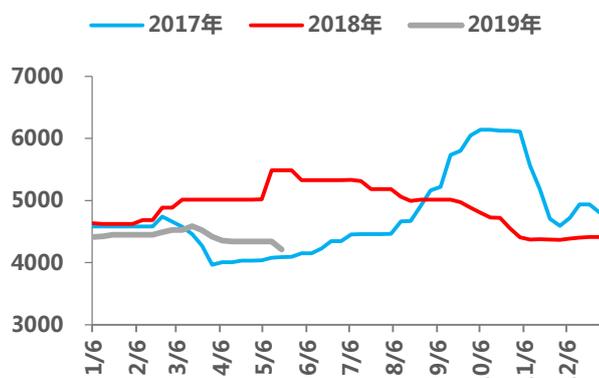
来源: 百川资讯、中泰证券研究所

图表 13: 瓦楞纸吨盈利 (元/吨)



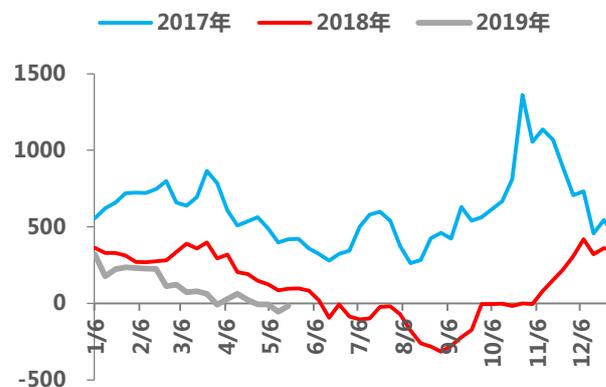
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 14: 箱板纸价格 (元/吨)



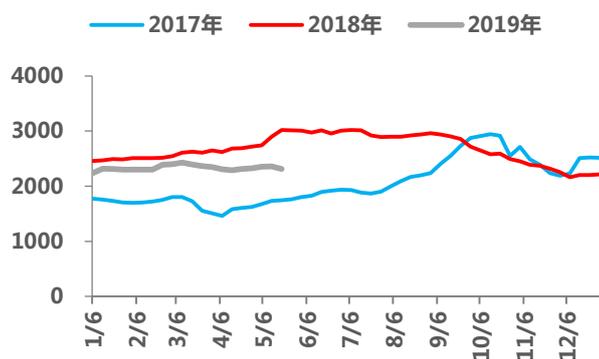
来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 箱板纸吨盈利 (元/吨)



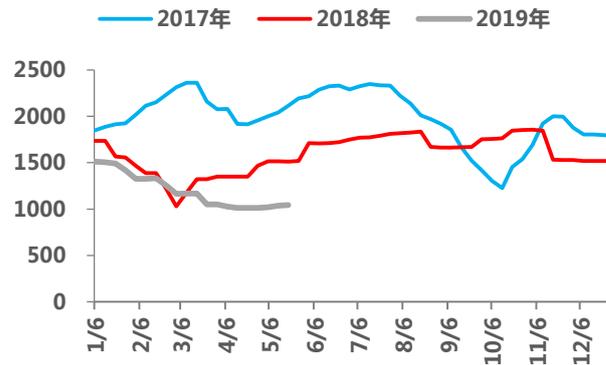
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 16: 废黄板纸价格 (元/吨)

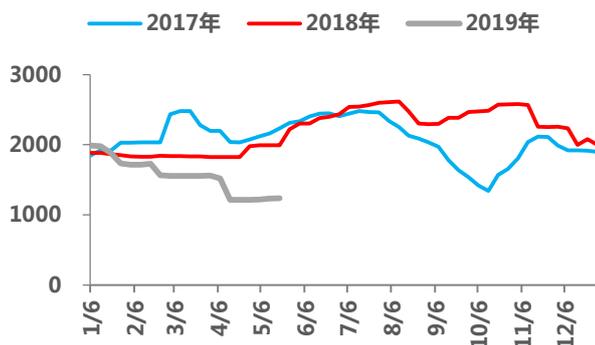


来源: wind、中泰证券研究所

图表 17: 美废 11# (元/吨)



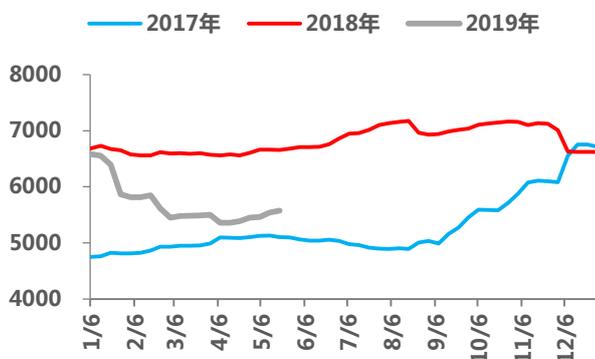
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 18: 美废 13# 价格 (元/吨)**


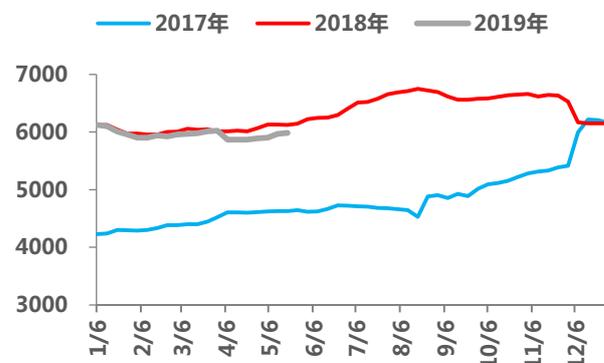
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 19: 内外废价差 (元/吨)**

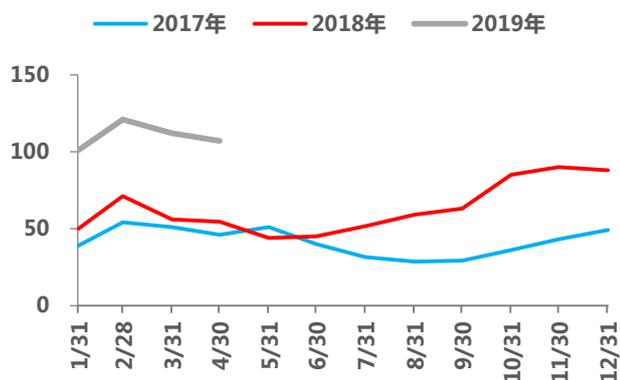

来源: wind、中泰证券研究所

**图表 20: 针叶浆价格 (元/吨)**


来源: 百川资讯、中泰证券研究所

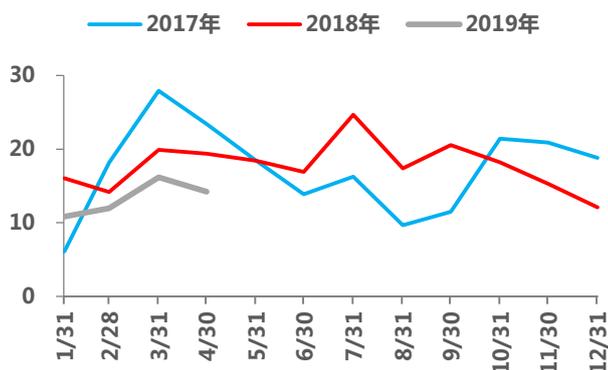
**图表 21: 阔叶浆价格 (元/吨)**


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)**


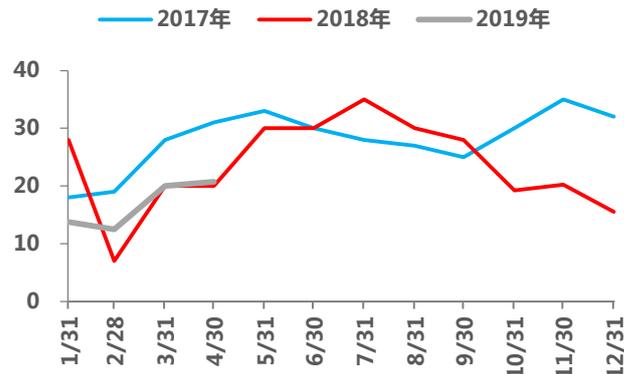
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 23: 瓦楞箱板纸库存天数



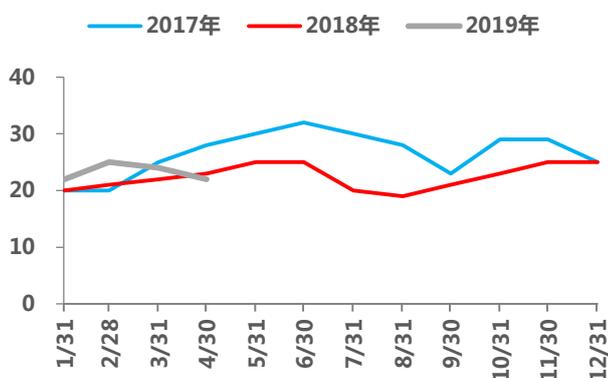
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 24: 白板纸库存天数



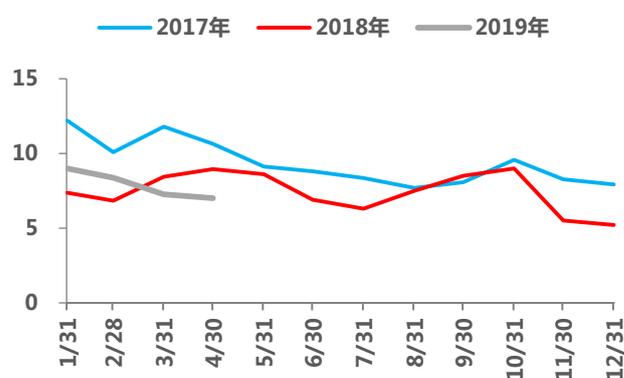
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

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

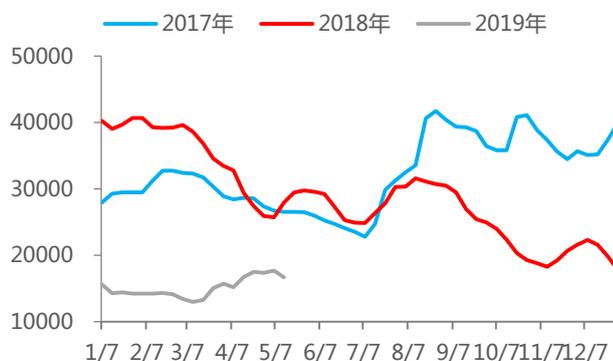


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

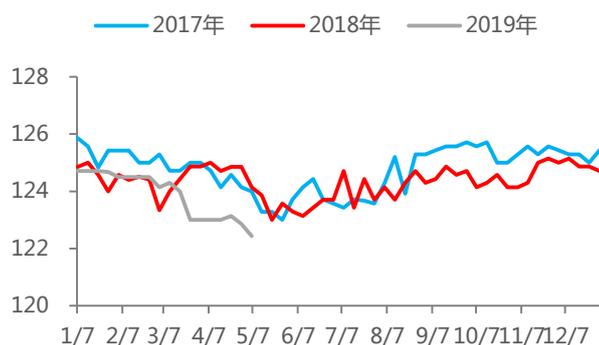
### 家具板块

- 1, 原材料价格: TDI 本周均价 16697.62 元/吨, 环比-5.7%, 年初至今 6.6%。

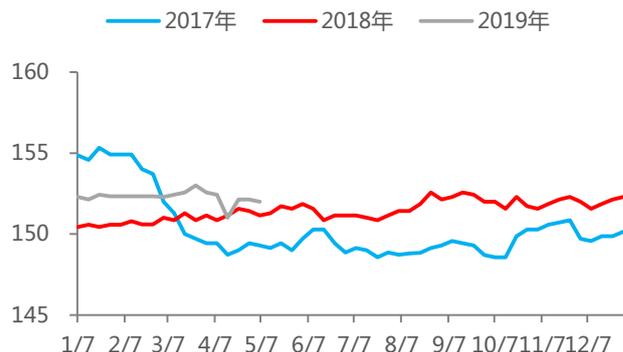
图表 27: TDI 价格 (元/吨)



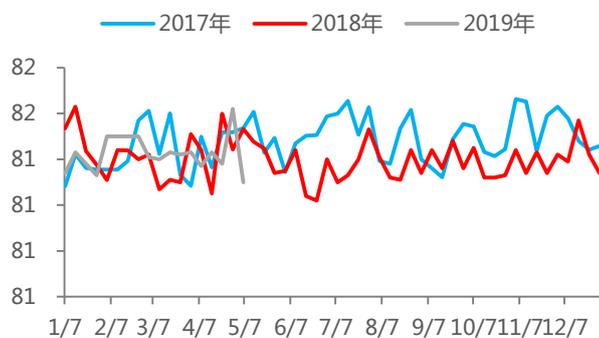
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 28: 18 厘细木工板价格 (元/张)**


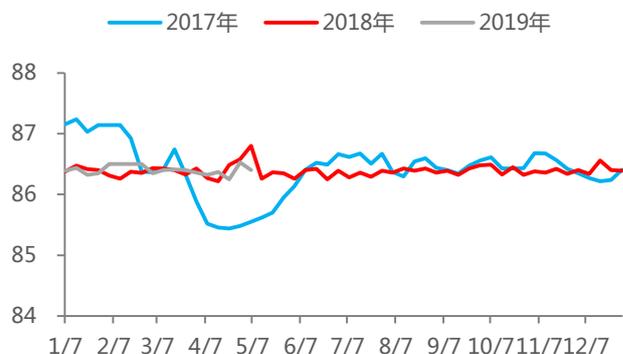
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 29: 18 厘指接板价格 (元/张)**


来源: wind、中泰证券研究所

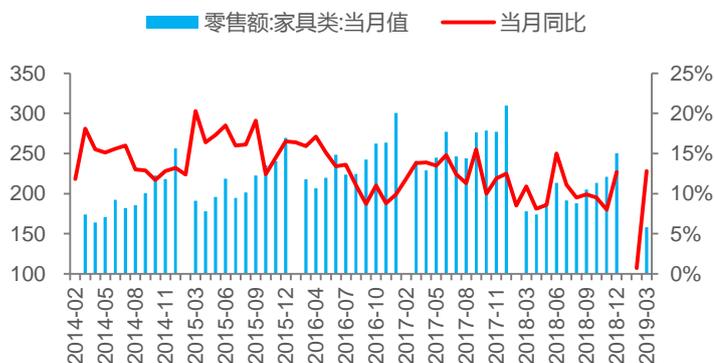
**图表 30: 18 厘刨花板价格 (元/张)**


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

- 4 月, 家具零售额同比+4.2%, 零售额为 142.6 亿元。2, 上游地产数据:**  
 4 月, 全国房屋住宅新开工累计面积 4.33 亿方, 同比+13.8%; 商品住宅竣工累计面积 1.60 亿方, 同比-7.5%; 商品住宅销售累计面积 3.7 亿方, 同比+0.4%; **2019 年 4 月**, 12 大城市二手房合计成交 8.01 万套, 环比 26.1%、同比 32%。

**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



来源: wind、中泰证券研究所

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

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

- > **【志邦家居】**2018 年年度权益分派: 以公司 2018 年度利润分配方案实施时股权登记日的应分配股数 1.58 亿股为基数, 每 10 股派发现金红利人民币 8.6 元(含税), 以资本公积转增股本, 每 10 股转增 4 股, 共计派发现金红利 1.36 亿元, 共计转增股份 63,333,360 股。资本公积转增股本完成后, 公司总股本为 2.23 亿股。
- > **【美凯龙】**红星美凯龙控股股东红星控股成功发行 5 年期可交换债券 43.594 亿元, 获阿里巴巴全额认购。初始换股价格为 12.28 元/股, 若可交债换股, 阿里将获得红星美凯龙占总股本比例约 10% 的 A 股股份, 同时, 阿里巴巴在港股收购红星美凯龙 3.7% 的股份, 合计持有美凯龙 13.7% 股份, 将成为美凯龙第二大股东。

- **【裕同科技】**公司于 2019 年 3 月 22 日、2019 年 4 月 19 日召开第三届董事会第二十五次会议和 2018 年度股东大会，同意公司使用部分闲置募集资金进行现金管理的投资品种包括商业银行、证券公司等金融机构产品（即购买商业银行、证券公司等金融机构的安全性高、满足保本要求的理财产品），使用闲置募集资金进行现金管理的额度不超过 4.5 亿元（含本数），有效期为自公司股东大会批准通过之日起 12 个月内有效。

## 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。