

# 19年第二批进口废纸获批总量为43万吨

## ——造纸轻工行业周报 20190101

行业周报

### ◆ 2019年第二批限制进口废纸审批名单公布

2018年12月29日，环保部固废管理中心发布2019年第二批限制进口废纸审批名单，本次名单共有9家企业合计获批废纸进口量43.15万吨；其中联盛纸业（龙海）获批15.41万吨、福建联盛纸业获批13.21万吨、玖龙纸业获批6.18万吨。截至目前，2019年环保部固废管理中心共核准2批进口废纸审批名单，获批量共计546.67万吨，其中获批额度最高的企业分别为玖龙纸业、山鹰纸业、华泰纸业、广州造纸、理文造纸，5家企业配额合计占比为79.45%，废纸配额有进一步向龙头企业集中的趋势。

### ◆ 造纸：文化纸、包装纸价格均维持相对稳定

本周文化纸、包装纸价格总体维持相对平稳。我们认为，随着纸业景气进入中后期，成本端木浆、国废价格的高位传导效应仍将对纸张价格形成一定程度的支撑，但成本端及需求端驱动涨价逻辑略有弱化。造纸板块我们建议重点关注生活用纸行业，一方面行业集中度仍有较大提升空间；另一方面，我们认为随着进口木浆价格的逐步回落，生活用纸行业的成本弹性将逐步显现。标的方面，造纸板块建议重点关注中顺洁柔、太阳纸业。

### ◆ 家居：行业竞争趋于激烈，新零售、工程为行业提供新机遇

中长期来看，我们认为行业竞争加剧、渠道分流等因素仍将继续存在，带来行业增速降档；但龙头企业仍处于渠道、品类扩张的阶段，且其在渠道、品牌、效率、服务等各方面具有明显优势，随着行业集中度的提升，龙头企业将显著受益。家居板块重点关注顾家家居、曲美家居、索菲亚；建议关注梦百合、欧派家居、尚品宅配、志邦家居、好莱客。

### ◆ 包装及其他板块：中长期关注行业整合逻辑

板块收入增速自17年下半年起持续回升，且纸价高位回落有助缓解成本端压力；另外行业整合仍是长期趋势，龙头企业一体化经营程度高、成本控制及客户开拓能力强，将在整合过程中充分受益。包装及文娱板块建议关注劲嘉股份、裕同科技、合兴包装；另外建议关注晨光文具。

### ◆ 风险分析：地产景气度低于预期风险，原材料价格上涨风险

## 增持（维持）

### 分析师

黎泉宏（执业证书编号：S0930518040001）

[liqh@ebsecn.com](mailto:liqh@ebsecn.com)

袁雯婷（执业证书编号：S0930518070003）

021-52523676

[yuanwt@ebsecn.com](mailto:yuanwt@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002191	劲嘉股份	7.81	0.38	0.48	0.58	20	16	14	买入
002117	东港股份	14.15	0.64	0.81	1.04	22	18	14	买入
603818	曲美家居	6.70	0.50	0.37	0.81	13	18	8	买入
002572	索菲亚	16.75	0.98	1.19	1.44	17	14	12	买入
603816	顾家家居	45.00	1.91	2.48	3.33	24	18	14	增持
002511	中顺洁柔	8.52	0.27	0.34	0.43	31	25	20	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年12月28日

## 目 录

1、 轻工板块本周市场表现 .....	3
1.1、 市场涨跌幅：本周轻工制造板块整体跑输沪深 300 .....	3
1.2、 轻工行业涨跌幅与估值水平：本周文娱用品板块周涨幅最大，周涨幅达 1.56%.....	3
1.3、 个股涨跌幅：老凤祥、珠海中富、群兴玩具为本周轻工板块个股涨幅前三 .....	4
2、 本周工作回顾.....	5
3、 行业最新动态.....	6
3.1、 本周市场热点：2019 年第 2 批限制进口废纸审批名单公布.....	6
3.2、 家居：行业增速降档，新零售、工程等渠道拓展为行业提供发展新机遇.....	6
3.3、 造纸：文化纸、包装纸价格均维持相对稳定.....	9
4、 行业数据跟踪.....	10
4.1、 造纸板块：纸张价格有所企稳 .....	10
4.2、 家具板块：11 月家具零售额累计同比上涨 9.8%.....	16
4.3、 包装板块：卷烟产量 11 月累计同比增 1.6% .....	18
5、 轻工行业及公司公告、要闻 .....	19
5.1、 轻工行业市场新闻.....	19
5.2、 本周公司动态.....	19
6、 本周重点推荐组合及核心逻辑.....	21
7、 风险分析.....	22

## 1、轻工板块本周市场表现

### 1.1、市场涨跌幅：本周轻工制造板块整体跑输沪深 300

本周(2018.12.24-2018.12.28), 上证综指报收 2493.90, 周跌幅 0.89%; 深证成指报收 7239.79, 周跌幅 1.33%; 同期沪深 300 指数跌幅为 0.62%; 轻工制造板块(申万行业分类) 周跌幅 1.44%, 整体跑输沪深 300 指数。

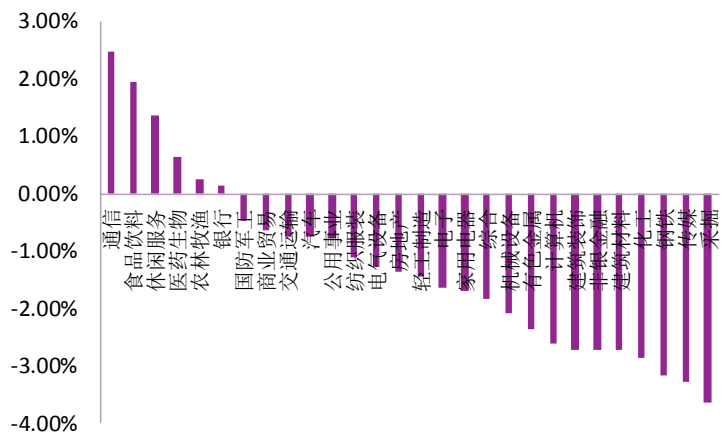
图表 1：本周沪深市场和板块涨跌幅

板块	本周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
上证综指	-0.89%	-3.64%	-24.59%
深证成指	-1.33%	-5.75%	-34.42%
沪深 300	-0.62%	-5.11%	-25.31%
轻工制造板块	-1.44%	-3.33%	-36.62%

资料来源：Wind, 光大证券研究所

本周轻工制造板块整体跑输大盘, 在 28 个申万一级行业中, 轻工制造行业指数周涨幅排名第 15 位(按涨幅由高到低排序)。

图表 2：各行业本周涨跌幅



资料来源：Wind, 光大证券研究所

### 1.2、轻工行业涨跌幅与估值水平：本周文娱用品板块周涨幅最大，周涨幅达 1.56%

细分子板块来看, 本周文娱用品板块涨幅最大, 周涨幅 1.56%, 珠宝首饰板块本周上涨 0.76%; 造纸板块本周下跌 1.60%, 包装印刷板块本周跌幅 0.97%, 家具板块本周下跌 3.05%。

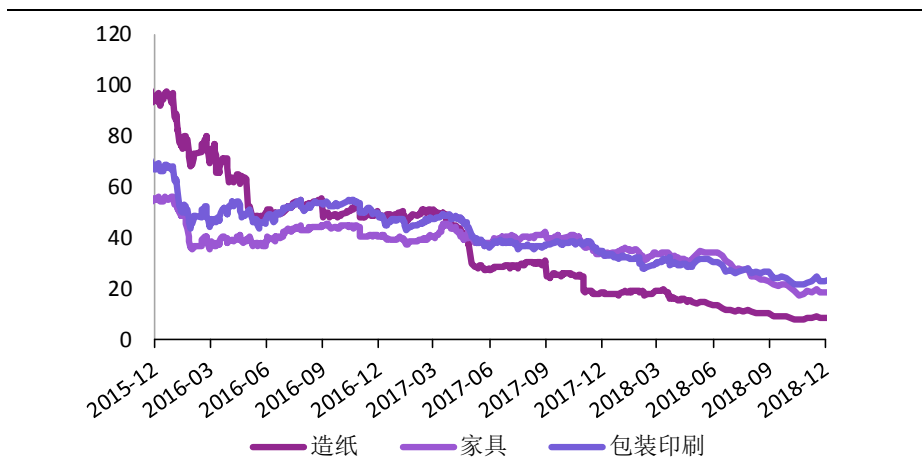
图表 3：轻工制造子板块涨跌幅

轻工子板块	本周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
造纸	-1.60%	-4.99%	-37.48%
包装印刷	-0.97%	-1.16%	-22.65%
家具	-3.05%	-5.84%	-47.44%
其他家用轻工	-3.26%	-5.48%	-41.48%
珠宝首饰	0.76%	-2.20%	-41.04%
文娱用品	1.56%	2.42%	-28.45%
其他轻工制造	-5.58%	-3.16%	-44.91%

资料来源：Wind, 光大证券研究所

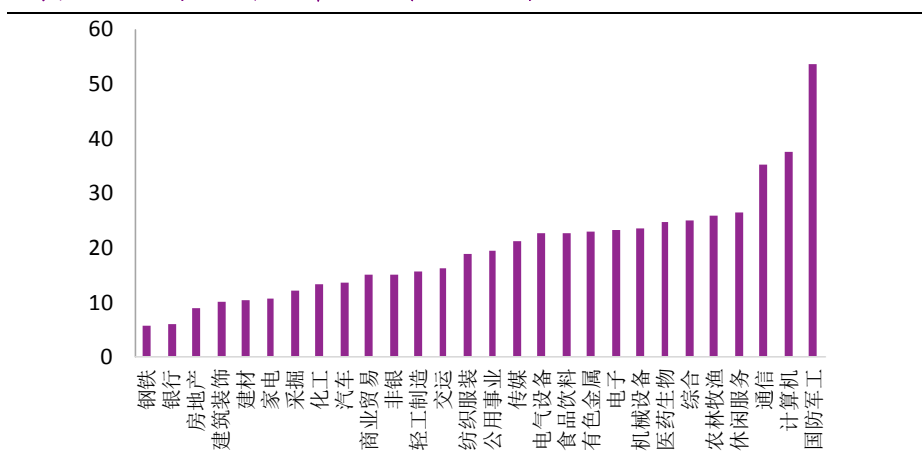
本周轻工制造行业 PE(TTM)为 15.48x，细分板块来看，家具、造纸、包装印刷 PE(TTM)分别为 17.07x、8.28x、22.85x，均处于历史相对低位。横向比较来看，在 28 个申万一级行业中，轻工制造行业估值排名第 12 位（由低到高）。

图表 4：轻工行业各子板块估值水平 (PE\_TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 5：全行业估值水平比较 (PE\_TTM)



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 1.3、个股涨跌幅：老凤祥、珠海中富、群兴玩具为本周轻工板块个股涨幅前三

个股方面，本周上涨幅度最大的前五家公司分别为老凤祥（11.11%），珠海中富（8.18%），群兴玩具（7.40%），金一文化（7.05%），梦百合（6.60%）；下跌幅度最大的前五家分别为松发股份（-13.83%），升达林业（-13.26%），吉宏股份（-10.23%），永吉股份（-10.11%），实丰文化（-9.82%）。

图表 6：本周个股涨幅前五与跌幅前五列表

公司名称	上涨幅度	公司名称	下跌幅度
老凤祥	11.11%	松发股份	-13.83%
珠海中富	8.18%	升达林业	-13.26%
群兴玩具	7.40%	吉宏股份	-10.23%
金一文化	7.05%	永吉股份	-10.11%
梦百合	6.60%	实丰文化	-9.82%

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、本周工作回顾

### 太阳纸业发布公开发行 A 股可转债预案点评：

本次拟发行可转债募集资金总额不超过 10 亿元，扣除发行费用后，拟将其中不超过 7 亿元用于股份回购项目，不超过 3 亿元用于补充公司流动资金。本次拟发行可转债募集资金部分用于回购股份彰显公司对自身发展的信心：本次公司拟发行可转债，募集资金中不超过 7 亿元用于公司股份回购项目，体现了公司对于自身未来发展的信心；同时，也将有助于增强市场信心，推进公司市场价值向内在价值的回归。

受需求端疲弱、新增产能逐步落地、原材料支撑力度减弱等多方面影响，纸张价格自 2018Q2 起持续回落，而原材料价格仍处相对高位，因此纸企吨纸盈利仍将有所回落，使得纸企业绩承压。但龙头纸企规模、成本优势显著，盈利能力较中小企业仍具有明显优势。

目前公司年浆纸产能达 602 万吨，其中纸产能 432 万吨，浆产能 170 万吨。18 年 7 月，公司公告拟在老挝建设 120 万吨造纸项目，我们认为该项目的投产一方面能够进一步优化公司包装纸成本结构，提高成本优势；另一方面将丰富公司产品结构，有助于公司奠定综合性纸企龙头地位。

### 轻工行业 11 月淘宝数据跟踪与解读：

我们分别统计了各细分行业龙头品牌官方旗舰店的单月经营情况和 8 个品类下各细分品类的销量、销售额、均价及其环比增速情况。相比于定制家具而言，成品家具的线上销售量和价格更具备可信度，跟踪沙发、床垫、瓷砖、地板、卫浴（卫浴子品类太多，重点选择销售额最大的坐便器和蹲便器）的重点品类的数据，能较为真实地还原品类景气度和品牌线上集中度。而定制家具由于线上引流，线下结算的特点，线上数据失真，我们把量价数据列出，仅作为参考。

从旗舰店销售额来看，菲林格尔、索菲亚、好莱客、志邦等品牌实现了同比 100% 以上的销售额增长，尤其是索菲亚，同比增长超百倍，增长势头迅猛。从品类来看，乳胶床垫、定制整体衣帽间、蹲便器市场销量同比大增超 60%，沙发、地板等市场表现总体平稳。从市场格局来看，沙发、床垫、地板等市场的集中度同比大幅降低，而受双 11 购物节影响，龙头品牌销量份额整体环比均有所提升。

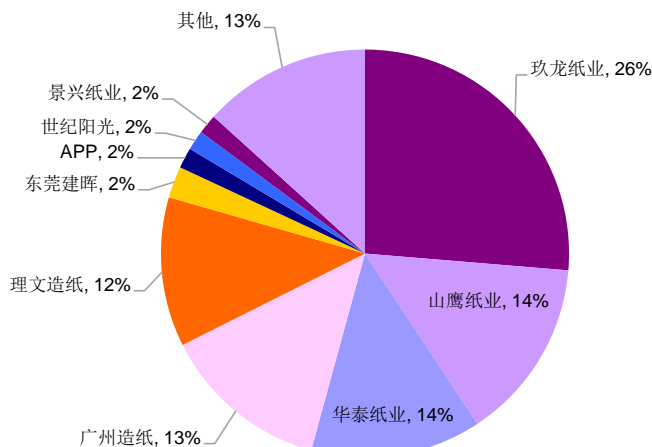
### 3、行业最新动态

#### 3.1、本周市场热点：2019 年第 2 批限制进口废纸审批名单公布

2018 年 12 月 29 日，环保部固废管理中心发布 2019 年第 2 批限制进口废纸审批名单，本次公布名单共有 9 家企业合计获批废纸进口量 43.15 万吨；具体来看，其中联盛纸业（龙海）获批 15.41 万吨，占此次配额总量比例约为 35.72%；福建联盛纸业获批 13.21 万吨，占比约为 30.60%；玖龙纸业获批 6.18 万吨，占比约为 14.33%。

截至目前，2019 年环保部固废管理中心共核准 2 批进口废纸审批名单，获批量共计 546.67 万吨，其中获批额度最高的企业分别为玖龙纸业、山鹰纸业、华泰纸业、广州造纸、理文造纸，5 家企业配额合计占比为 79.45%，进口废纸配额有进一步向龙头企业集中的趋势。

图表 7：2019 年前 2 批各企业外废获批额度占比



资料来源：环保部固废管理中心，光大证券研究所

#### 3.2、家居：行业增速降档，新零售、工程等渠道拓展为行业提供发展新机遇

##### 菏泽市出台限售取消政策，部分地区地产政策边际放松有望利好家居龙头企业

2018 年 12 月 14 日，菏泽市住房和城乡建设局印发了《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，根据房地产市场分类调控、因城施策的要求，取消了新购和二手住房限制转让期限的有关规定。

随后于 12 月 19 日菏泽市住房和城乡建设局发布《菏泽市取消限制存量住房转让期限规定的情况说明》，《说明》中提出：自 2017 年 11 月菏泽市限制新购和二手住房转让期限有关规定出台后，影响了部分存量住房购买者（特别是棚改货币化补偿市民）进行正常的存量住房购买交易；同时受转让期限规定的影响，该市二手房交易价格增长较快。为防止商品住房价格出现

大的波动，促进房地产市场平稳健康发展，经过认真调查和评估，菏泽市住房和城乡建设局决定取消已出台的限制新购和二手住房转让期限规定。

近期各地陆续出台针对当地市场的房地产政策，包括菏泽市取消新购和二手住房限制转让期限；辽宁对农民进城购房给予补贴；12月19日广州住建委发文明确2017年“3.30限购”之前拿地的商服类项目不再执行限购要求，之前拿地的项目仍可出售给个人等。因此我们认为部分地区房地产政策呈现出边际放松的态势；而家居行业作为地产产业链的下游行业，一定程度上将受益于部分地区地产政策边际放松带来的地产景气上行。我们建议关注家居行业龙头企业，以及工程渠道拓展力度较大的家居企业，相关标的：欧派家居、索菲亚、尚品宅配、顾家家居、曲美家居、志邦家居、好莱客等。

### 龙头企业渠道扩张加速，地产弱市场下先发优势明显

家居行业属地产后周期行业，2017年以来房地产增速逐年放缓，严政策下地产红利减弱，但二次翻新装修市场等持续驱动家居行业增长，整体来看家居行业波动小于房地产行业，龙头企业在品牌、产品、渠道、成本、生产等多方面均具有明显优势。

目前我国家具行业集中度仍较低，截止2016年我国橱柜行业CR15不到10%，整体衣柜行业CR7也仅为15%左右，龙头企业存在较大的市场份额提升空间。为进一步扩大品牌市场份额和渗透率，龙头企业持续大规模拓展和下沉销售渠道，并进行品类扩张实行全屋定制战略，多品类广渠道的布局有助于覆盖更多消费群体，从而进一步提升市场份额。

### 全屋定制“大家居”时代，营销套餐进一步引流

长期来看，全屋定制模式将成为未来家具行业发展的必然趋势，龙头企业陆续推进全屋定制的战略，以满足消费者的一站式采购和个性化的需求。今年以来，行业各大品牌纷纷推出各类促销套餐，促销力度持续加大。

一系列促销引流套餐的推出，反映出定制行业的竞争趋于激烈，企业依靠低价套餐实现终端引流，以提升市场份额。我们认为定制家具行业已逐步进入价格战的阶段，行业盈利空间将有一定压缩，但对于龙头企业而言，依靠成本优势、生产效率提升等方面，仍能够维持较高的盈利能力。

图表 8：各品牌推出促销套餐进一步引流客户

公司品牌	套餐内容 (截止 2018 年 4 月)	其它
索菲亚	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 799 元/㎡ 连门带柜经典衣柜全面升级，9 个花色任意选择。</li> <li>◇ 799+100 元/㎡ 全屋七大空间定制，11 个花色任意选择。</li> <li>◇ 1599 元/㎡ 康纯板全屋自由定，无甲醛添加粘合剂。</li> </ul>	1 平方米起订，对比同级别的全屋定制套餐有优势。
欧派家居	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 36600 元/套精装房拎包入住套餐：包括 19800 元/22 ㎡ 全屋定制+16800 元/套全屋家具 9 件套。</li> <li>◇ 19800 元/套全屋家具套餐，包括沙发、茶几、餐厅桌椅、主卧次卧软床等家具。</li> <li>◇ 七大套餐满足各种定制需求。</li> <li>主推 19800 元/22 ㎡ 套餐，全屋六大空间，25 种花色可选。</li> <li>◇ 其它六大套餐：19800 元/18 ㎡ 经典套餐、19800 元/16 ㎡ 无醛套餐、23800 元/20 ㎡ 品质王牌套餐、26800 元/20 ㎡ 简欧轻奢套餐、36800 元/20 ㎡ 欧式尊贵套餐、36800 元/18 ㎡ 时尚实木套餐，这六大套餐含榻榻米定制。</li> </ul>	最低 16 ㎡ 限制；19800 元/22 ㎡ 套餐不含榻榻米，其它六个套餐均含榻榻米。
好莱客	◇ 推出七大全屋套餐 16800 元/20 ㎡ 全民定制套餐，19800	全民推广套餐 16800

	元/23 m <sup>2</sup> 全民普及陶瓷、19800 元/18 m <sup>2</sup> 经典套餐、19800 元/16 m <sup>2</sup> 原生态套餐、24800 元/20 m <sup>2</sup> 原生态尊享套餐、26800 元/20 m <sup>2</sup> 轻奢贵族套餐和 36800 元/20 m <sup>2</sup>	元/20 m <sup>2</sup> , 19800 元/23 m <sup>2</sup> 相比原套餐平方米数均有增加 仅有 3 种花色可选
金牌橱柜	◇ 19800 元/20 m <sup>2</sup> 六大空间全屋定制 (包含榻榻米)	可选 5 种板材
尚品宅配	◇ 518 元/m <sup>2</sup> 全屋定制拎包入住套餐。套餐包含五大空间 (主卧、次卧、餐厅、厨房、儿童房) 的 21 件家具, 板材 56 种, 千套方案。 ◇ 46600 元两房两厅套餐和 56800 元三房两厅套餐的户型参考价格。	次卧可升级为书房装修, 无板材、花色等信息。 套餐内不包含酒柜。
皮阿诺	◇ 19880 元/20 m <sup>2</sup> 五大空间全屋定制	可选 6 种花色。
志邦橱柜	◇ 799 元/m <sup>2</sup> 八大空间全屋定制 ◇ 19800 元/全屋定制二选一套餐: ◇ 12 m <sup>2</sup> 自由全屋+秋风木语橱柜 ◇ 18 m <sup>2</sup> 六大空间全屋定制 (赠送床、抽屉)。	有全屋和橱柜联合定制选择。 套餐中, 移门+衣柜 4 种花色; 柜体限 5 色可选。

资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 精装政策为家居行业提供新机遇, 工装渠道成为企业新增长点

2017 年中国住建部和各地政府也纷纷出台相应的“全装修”精装政策, 精装房渗透率有望进一步提升; 同时房地产行业集中度提升, 龙头地产商近年来纷纷推出全装修楼盘以提升品牌形象。

精装房占比的提升意味着国内大宗业务将成为重要的渠道之一, 家居企业也纷纷开拓工程代理商渠道。虽然大宗业务毛利率普遍低于零售业务, 但由于直接对接工程师, 能够降低相关费用; 总体来说工程渠道具有体量大会供应链短效率高而账期长的特点。因此, 整合资源资金拓展工程代理商渠道, 寻找高价值客户, 提高强交付能力成为家装行业的一项战略选择。一般来说, 房地产企业更倾向于选择质量、产能有保障, 交付能力和抗风险能力强的企业, 这将使精装市场进一步向行业优质企业集中, 驱动其业绩增长。

图表 9: 各省或部门关于推动全装修发展的政策

地区/部门	时间	政策名称	全装修目标
四川	2016-03	《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	到 2020 年, 全省新建住宅全装修比例达到 50%; 到 2025 年, 全省新建住宅全装修比例达到 70%。
江苏	2016-08	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的实施意见》	到 2025 年, 全省装配式建筑占新建建筑的比例超过 50%
浙江	2016-12	《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》	2016-10-01 起, 各市县中心城区范围内, 出让或划拨国有土地上的新建住宅, 推行全装修, 实现成品交房。
住房城乡建设部	2017-05	《建筑业发展“十三五”规划》	2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%
海南	2017-05	《海南省商品住宅全装修管理办法》	2017 年 7 月 1 日后的商品住宅工程实行全装修
吉林	2017-08	《吉林省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的实施意见》	试点示范期 (2017~2018 年) 内, 全省装配式建筑面积不少于 200 万平方米。
河南	2017-08	《关于加快发展成品住宅的指导意见》	从 2018 年 1 月 1 日起, 全省市、县新开工建设商品住宅, 全部要按照成品住宅设计建设
天津	2017-10	《市建委关于加强装配式建筑建设管理的通知》	2018 年 1 月 1 日期, 实施装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%
长沙	2018-03	《长沙市人民政府办公厅转发长沙市住房和城乡建设委员会〈关于加快推进全装修住宅建设的意见〉的通知》	芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区行政区域内新供地的商品住宅项目, 采用全装修建设交付的比例不低于 70%。

资料来源: 住房城乡建设部, 各省市网站, 光大证券研究所



### 3.3、造纸：文化纸、包装纸价格均维持相对稳定

文化纸方面：铜版纸本周均价 6033 元/吨，双胶纸均价 6383 元/吨，均较上周持平，文化纸价格在前期持续回落后近期有所企稳。我们判断前期文化纸价格持续回落主要受需求端相对疲弱与原材料木浆价格回落影响。短期来看，木浆价格的高位与国废价格高位的传导效应将对文化纸价格形成较为有力的支撑，但外盘木浆价格已略有回落，且从全球木浆供需层面及木浆全球库存水平来看，我们预计进口木浆价格将呈现震荡下行的态势，从而对文化纸价格带来一定回落压力。

包装纸方面：本周白卡纸均价 5127 元/吨，白板纸市场价 4300 元/吨，均与上周持平；我们认为前期白卡纸、白板纸价格回落同样受原材料端价格回落与需求端相对疲弱影响。

箱板瓦楞纸方面，本周箱板纸市场均价 4543 元/吨，较上周上涨 16 元/吨；瓦楞纸均价 3790 元/吨，较上周持平。近期箱板纸价格呈现小幅回升态势，我们认为主要受益于年底节日较多带动包装纸需求端回升。目前箱板瓦楞纸处于行业传统旺季，我们认为在国废价格高位传导效应的背景下，箱板/瓦楞纸价格有望呈回升态势，但涨价空间相对有限。

#### 龙头纸企陆续发布停机函，供给端减量短期内有望对纸价形成一定支撑

近期纸企陆续发布 1-2 月份停机函，具体来看：

- 1) 东莞玖龙：此次春节停机计划共涉及 12 台纸机，停机时间 1-23 天不等，涉及纸种主要为牛卡纸、瓦楞纸、灰底白板纸等。
- 2) 东莞理文：PM1/2/4 将于 1 月 22 日至 2 月 12 日停机，涉及纸种为箱板瓦楞纸；PM3 将于 1 月 15 日至 1 月 21 日停机，涉及纸种为牛卡纸。
- 3) 广东理文：PM7 将于 1 月 1 日至 1 月 28 日停机；PM12 将于 1 月 24 日至 2 月 13 日停机；PM17 将于 1 月 17 日至 2 月 21 日停机。

今年纸业市场呈现“淡季不淡、旺季不旺”的特点，随着原材料价格的回落、新增产能的投产以及需求端相对疲弱等影响的显现，各纸种价格存在一定回落压力。因此我们认为纸业龙头陆续发布停机函，短期来看将在一定程度上缓解供给压力，有望对纸价形成一定支撑。

图表 10：近期纸企停机函统计

企业	纸机/涉及纸种	停机时间段	涉及纸种
东莞玖龙	PM1	2.1-2.8	牛卡纸
	PM2	2.1-2.9	牛卡纸
	PM3	2.1-2.15	白面牛卡、涂布牛卡
	PM6/7	2.1-2.15	瓦楞纸
	PM9/10	2.1-2.15	瓦楞纸
	PM4	1.24-2.15	灰底白板纸
	PM11	2.1-2.1	灰底白板纸
	PM18	2.1-2.15	瓦楞纸
	PM19	2.2-2.15	牛卡纸
	PM32	1.18-1.27	灰底白板纸
东莞理文	PM1/2/4	1.22-2.12	箱板瓦楞纸

	PM3	1.15-1.21	牛卡纸
广东理文	PM7	1.1-1.28	牛卡纸
	PM12	1.24-2.13	牛卡纸
	PM17	1.17-2.21	灰底白板纸
浙江山鹰	PM13	12.6-12.20	白面牛卡、轻涂白面牛卡

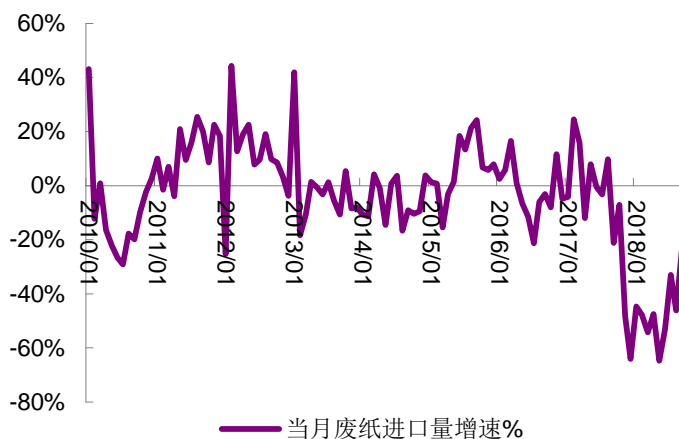
资料来源：纸业联讯，中纸联，光大证券研究所

### 中长期来看外废严格管控将是长期趋势

17年以来，我国陆续推出废纸进口的管控政策，包括禁止进口未经分拣的废纸、进口废纸企业规模要求5万吨/年以上、进口废纸含杂率上限标准降为0.5%、对美废100%开箱检验等，从企业资质、外废标准与质量审查等各方面管控废纸进口，全面体现外废进口严格管控将是长期趋势。

**18年外废进口量大幅下滑仍将是大概率事件：**17年我国进口废纸总量2571.7万吨，同比下降10%，外废进口约占我国废纸消费量35%。18年1-10月废纸累计进口量同比下滑45.4%。在供给侧改革的驱动下，环保政策趋严、外废配额严格限制、检查形势趋严等多重因素的叠加下，我们预计今年进口废纸量大幅减少将是大概率事件，废纸供需偏紧是支撑废纸价格维持相对高位的重要因素，但同时需求端也需持续跟踪。

图表 11：2018年10月当月我国废纸进口量下滑27%



资料来源：海关总署，Wind，光大证券研究所

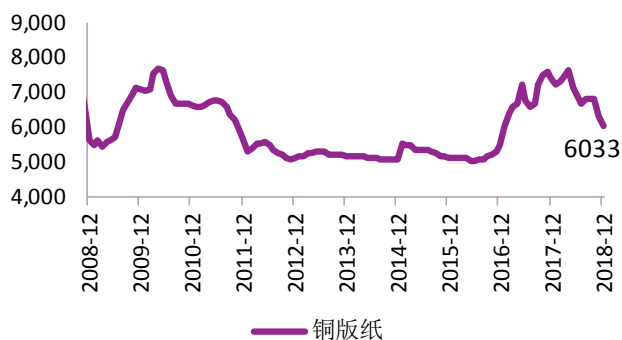
## 4、行业数据跟踪

### 4.1、造纸板块：纸张价格有所企稳

#### 价格数据：

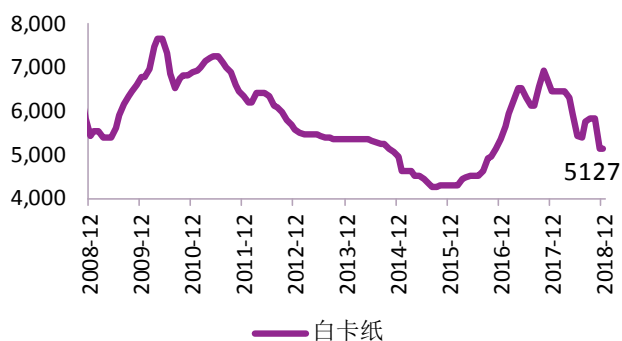
纸价方面，根据卓创资讯，截至12月28日，铜版纸本周市场均价6033元/吨，较上周持平，双胶纸市场均价6383元/吨，较上周持平；白卡纸均价5127元/吨，较上周持平，白板纸市场价4300元/吨，较上周持平；箱板纸均价4543元/吨，较上周上涨16元/吨，瓦楞纸均价3790元/吨，较上周持平。

图表 12: 铜版纸平均市场价 (元/吨)



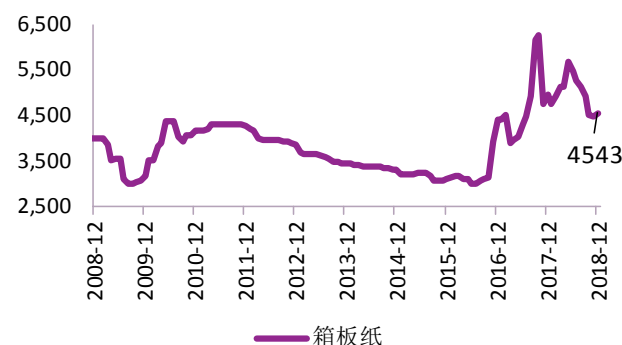
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 14: 白卡纸平均市场价 (元/吨)



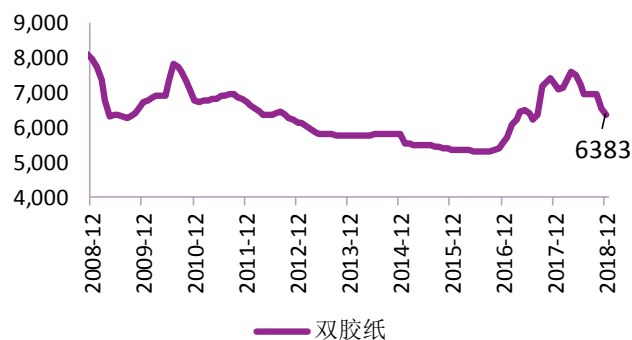
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 16: 箱板纸平均市场价 (元/吨)



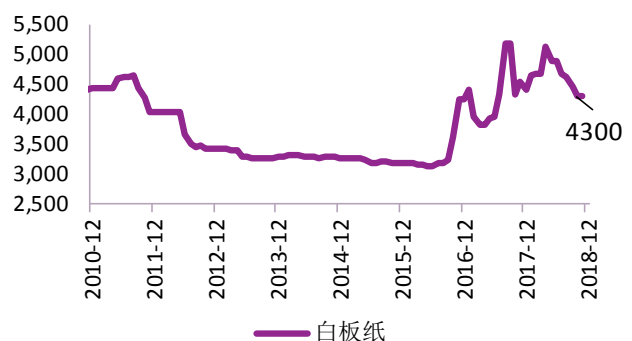
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 13: 双胶纸平均市场价 (元/吨)



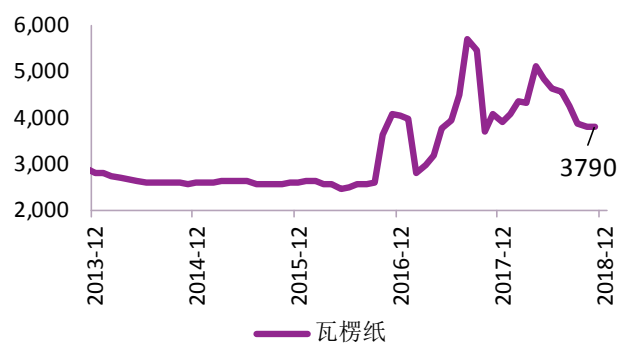
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 15: 白板纸平均市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 17: 瓦楞纸平均市场价 (元/吨)

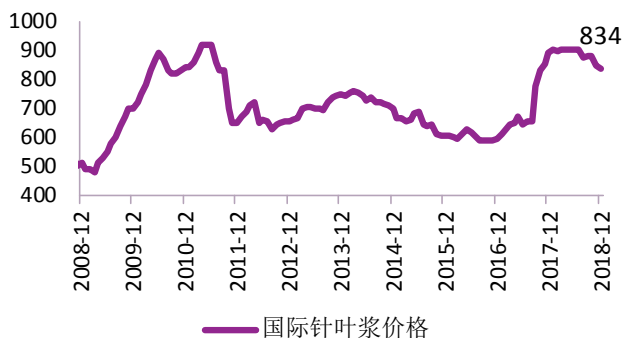


资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

原材料方面:

国际针叶浆外商均价 834 美元/吨, 较上周持平, 国际阔叶浆外商均价 756 美元/吨, 较上周持平。国内针叶浆本周市场价格 5564 元/吨, 较上周下降 173 元/吨, 阔叶浆本周价格 5217 元/吨, 较上周持平。废纸方面, 美废 11#本周均价 198 美元/吨, 较上周持平。国废出厂均价 2221 元/吨, 较上周上涨 20 元/吨。

图表 18: 国际针叶浆价格 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 19: 国际阔叶浆价格 (美元/吨)



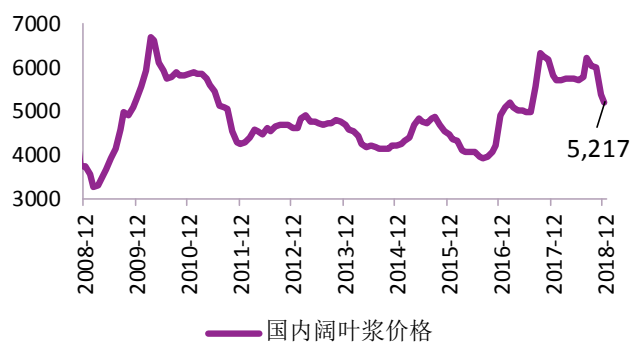
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 20: 国内针叶浆价格 (元/吨)



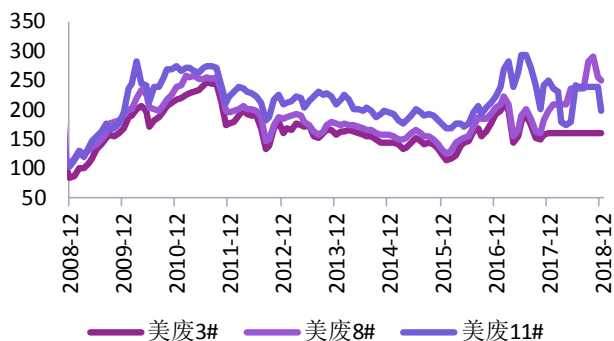
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 21: 国内阔叶浆价格 (元/吨)



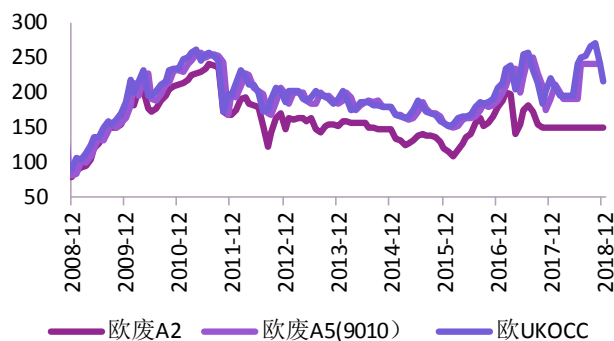
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 22: 美废外商平均价格 (美元/吨)



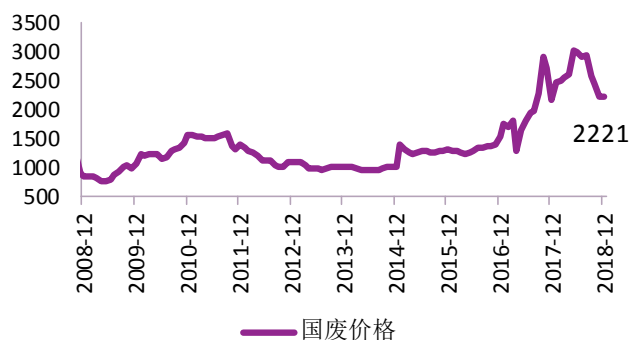
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 23: 欧废外商平均价格 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

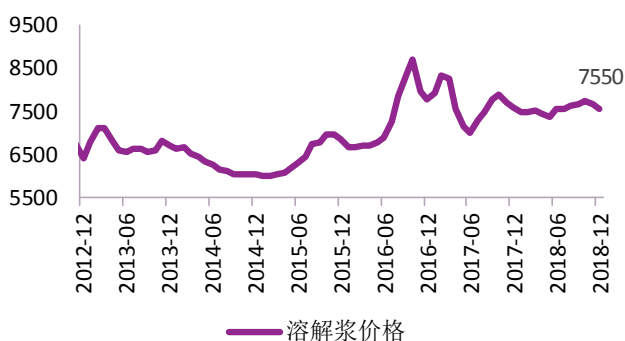
图表 24: 国废出厂价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

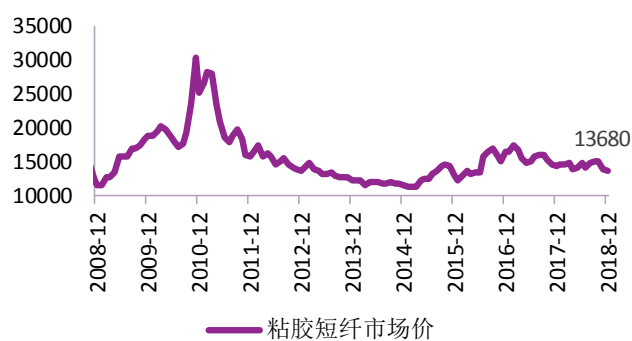
根据 Wind 资讯数据显示, 溶解浆内盘价格指数 7550 元/吨, 较上周持平; 粘胶短纤市场价 13680 元/吨, 较上周下降 120 元/吨; 钛白粉现货价格为 16200 元/吨, 较上周下降 400 元/吨; 棉花 328 价格指数 15383 元/吨, 较上周下降 26 元/吨。

图表 25: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)



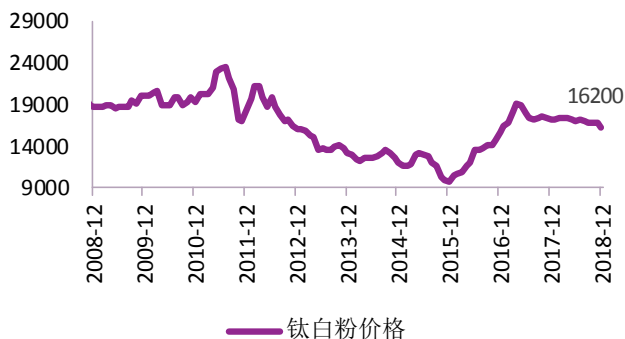
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 26: 粘胶短纤市场价 (元/吨)



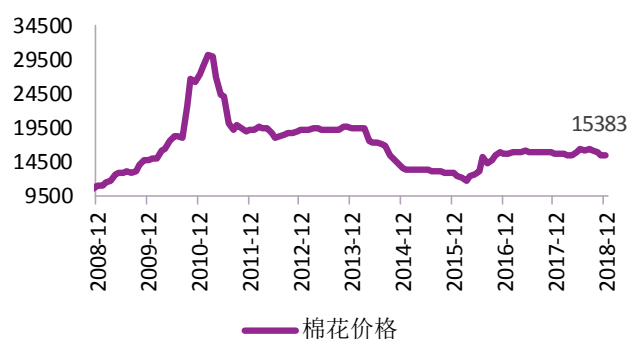
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 27: 国内钛白粉平均价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 28: 中国棉花价格指数-328 (元/吨)



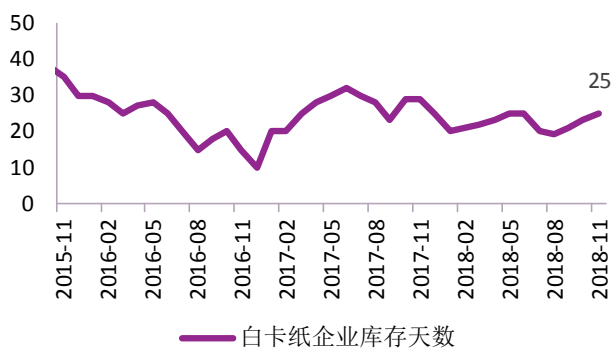
资料来源: Wind, 光大证券研究所

**库存数据:**

纸张库存方面, 11月白卡纸企业库存天数较上月有所上升, 库存25天, 白板纸企业库存天数较10月上升, 库存20天。11月份瓦楞纸的库存天数较上月有所下降, 瓦楞纸企业库存15天。11月份箱板纸企业库存15天。

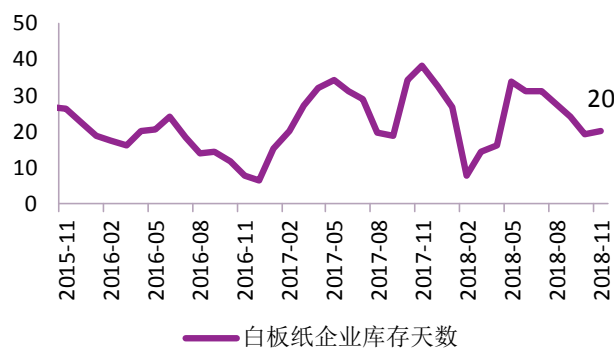
原材料库存方面, 11月全球生产商木浆库存40天, 较上月上涨3天; 11月国内纸厂废纸天数有所下降, 为5.5天, 较上月下降39%。

**图表 29: 白卡纸企业库存 (天)**



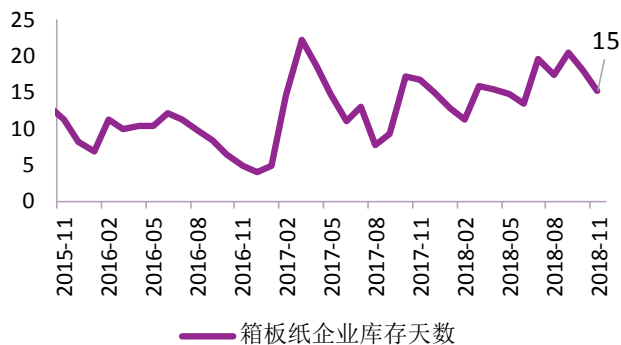
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

**图表 30: 白板纸企业库存 (天)**



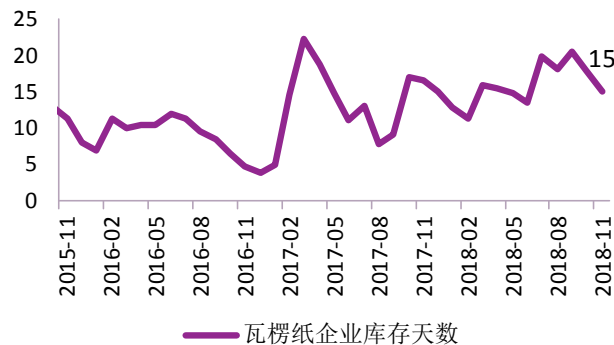
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

**图表 31: 箱板纸企业库存 (天)**



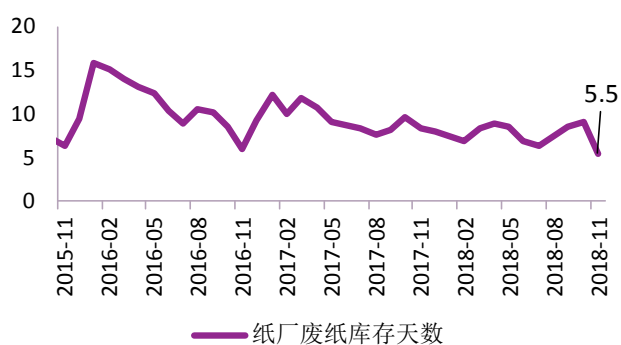
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

**图表 32: 瓦楞纸企业库存 (天)**



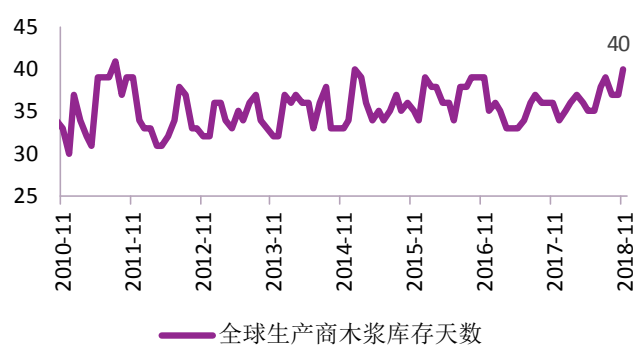
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

**图表 33: 国内纸厂废纸库存 (天)**



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

**图表 34: 全球生产商木浆库存 (天)**

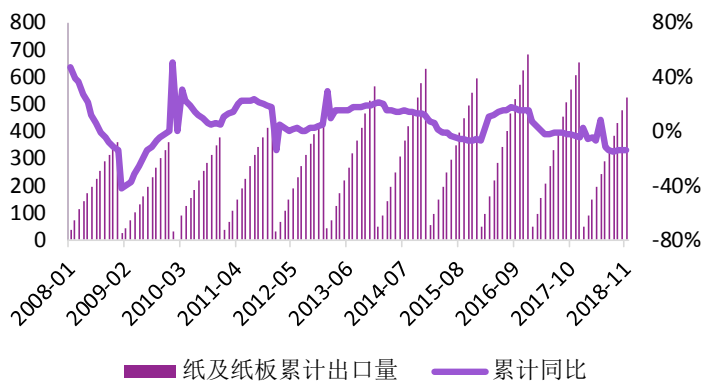


资料来源: Wind, 光大证券研究所

**进出口数据:**

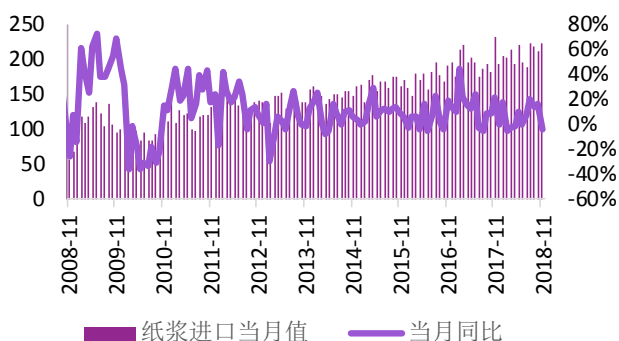
11月纸及纸板累计出口量为523万吨,同比下降13.30%;11月纸浆进口224万吨,同比下降3.86%;11月废纸进口183万吨,同比上涨40.77%;瓦楞纸11月出口量为1874吨,同比下降33.84%;箱板纸11月出口量为2343吨,同比下降37.27%。

**图表 35: 纸及纸板累计出口量 (万吨)**



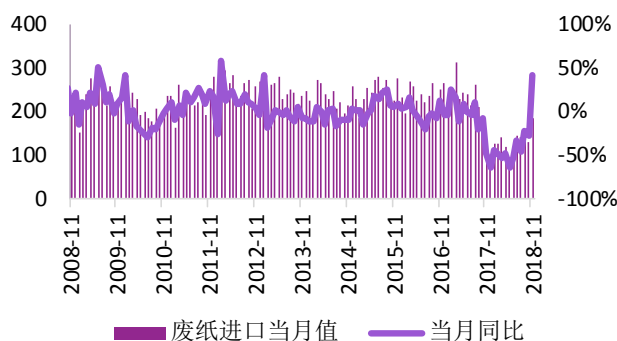
资料来源: Wind, 光大证券研究所

**图表 36: 纸浆当月进口值 (万吨)**



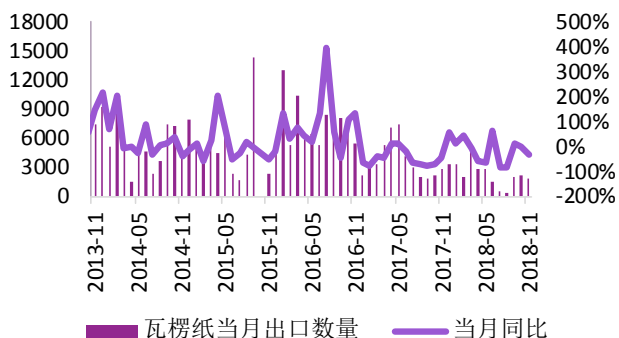
资料来源: Wind, 光大证券研究所

**图表 37: 废纸当月进口值 (万吨)**



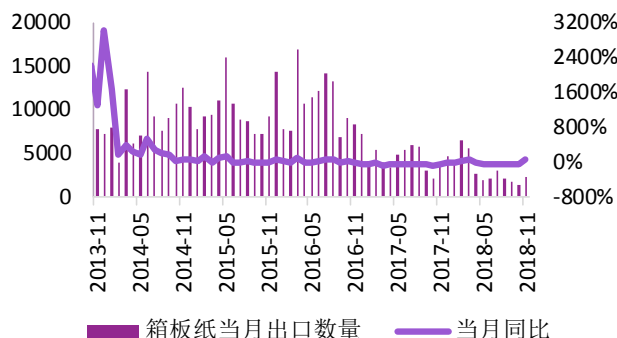
资料来源: Wind, 光大证券研究所

**图表 38: 瓦楞纸当月出口数量 (吨)**



资料来源: Wind, 光大证券研究所

**图表 39: 箱板纸当月出口数量 (吨)**

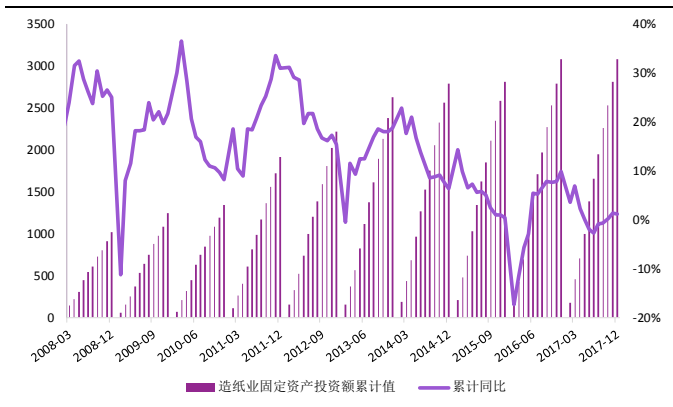


资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 总量数据:

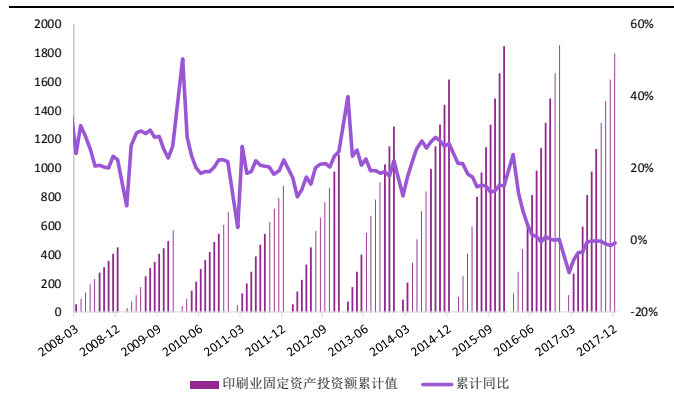
2017年12月造纸业固定资产投资额累计3091亿元,同比增长1%;印刷业固定资产投资额累计1797亿元,同比下跌1%。

图表 40: 造纸业固定资产投资额累计值 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 41: 印刷业固定资产投资额累计值 (亿元)



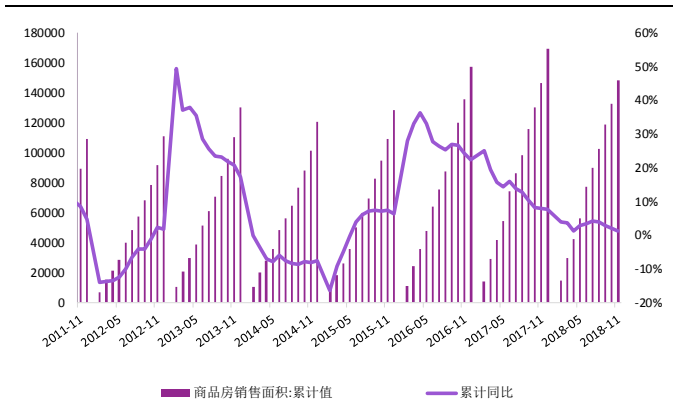
资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 4.2、家具板块: 11月家具零售额累计同比上涨9.8%

### 房地产数据:

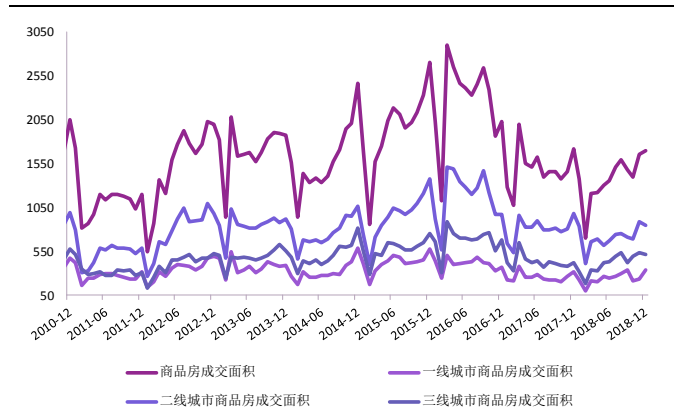
2018年11月商品房销售面积148604万平方米,累计同比增长1.4%;截至12月28日,12月全国30大中城市商品房成交面积为1702.81万平方米,其中以二线城市居多,成交面积达849.74万平方米,一线城市338.10万平方米,三线城市514.96万平方米。

图表 42: 商品房销售面积累计值 (万平方米)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 43: 30大中城市商品房成交面积 (万平方米)



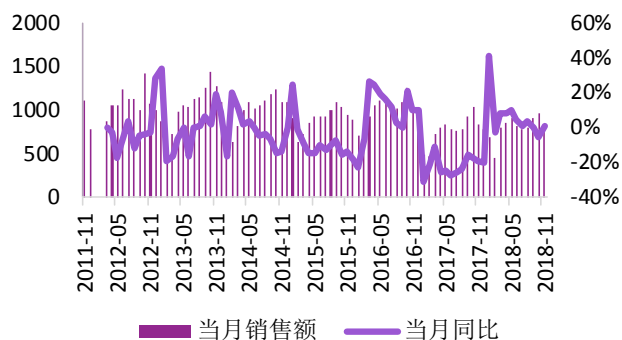
资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 行业数据:

建材家居卖场11月销售额达到842.6亿元,同比上涨1.04%;2018年累计销售额达到8742.3亿元,同比增长4.14%;11月家具当月零售额为221亿元,同比增长8.00%,累计销售额2042亿元,累计同比增长9.80%。

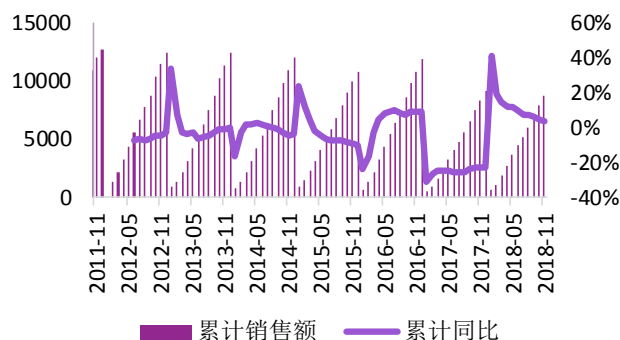


图表 44: 建材家居卖场当月销售额 (亿元)



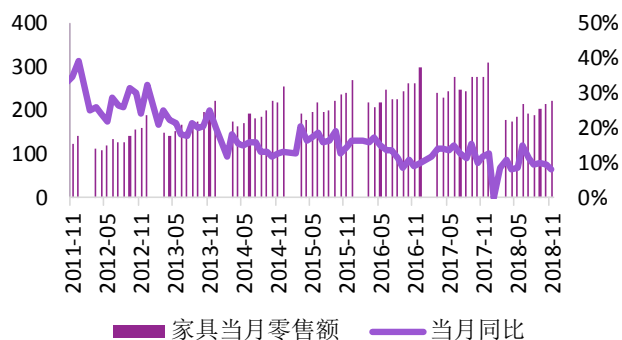
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 45: 建材家居卖场累计销售额 (亿元)



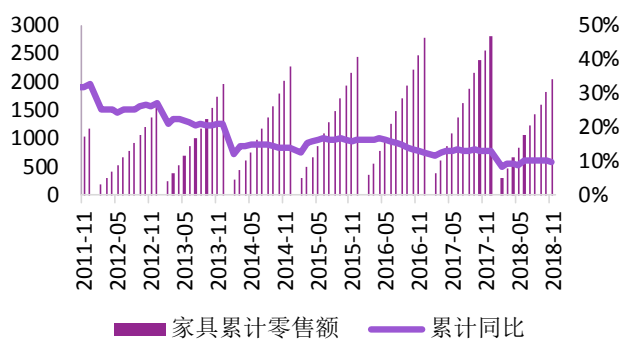
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 46: 家具类当月零售额 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 47: 家具类累计零售额 (亿元)

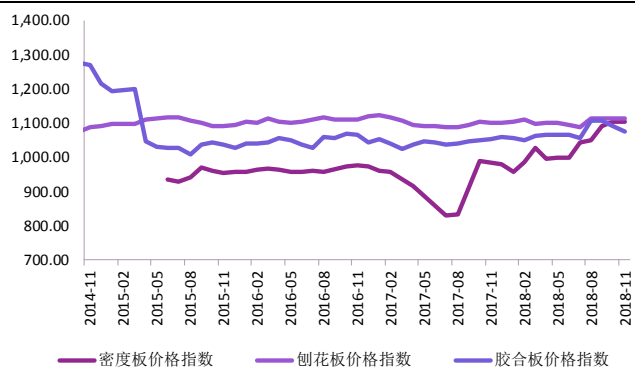


资料来源: Wind, 光大证券研究所

**原材料数据:**

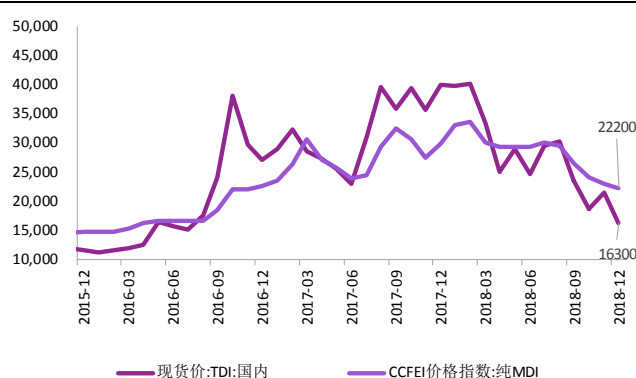
根据 Wind 资讯数据, 密度板 11 月的价格指数为 1,103.97, 月跌幅 0.06%; 刨花板 11 月价格指数为 1115.13, 较上月持平; 胶合板 11 月的价格指数为 1,076.75, 月跌幅 1.30%。国内 TDI 12 月的价格为 16300 元/吨, 月跌幅 24.19%; MDI 12 月的价格为 22200 元/吨, 月跌幅 3.48%。

图表 48: 原材料板材价格指数 (2010 年 6 月=1000)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 49: 国内 TDI、纯 MDI 当月价格 (元/吨)

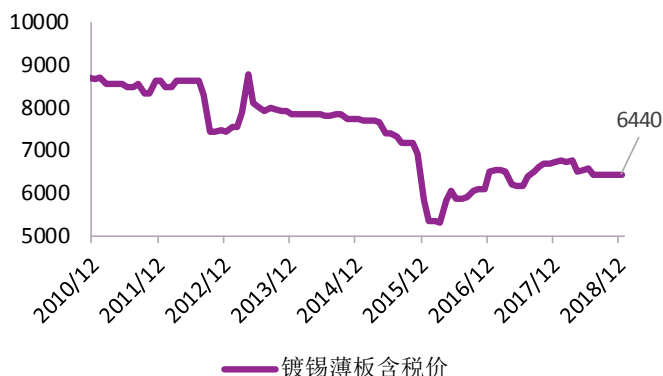


资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 4.3、包装板块：卷烟产量 11 月累计同比增 1.6%

**包装数据：**据 Wind 数据，镀锡薄板含税价为 6440 元/吨，较上周持平。

**图表 50：镀锡薄板含税价格（元/吨）**



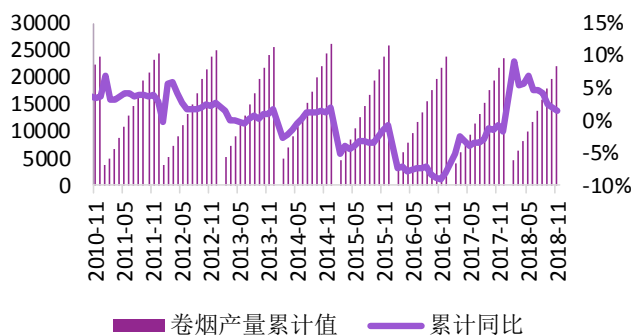
资料来源：Wind，光大证券研究所

#### 卷烟数据：

产销量方面，11 月卷烟产量累计值为 22016 亿支，累计同比增长 1.60%；9 月卷烟销量累计值为 3,763.07 万箱。

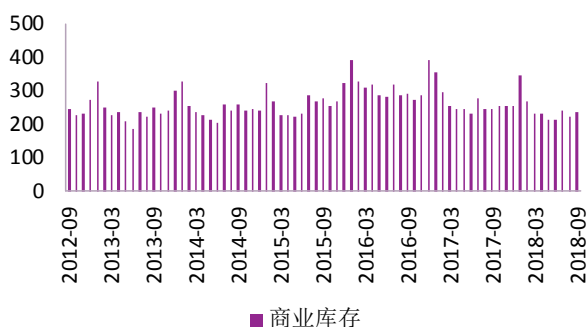
库存方面，9 月卷烟商业库存量为 234.60 万箱；9 月卷烟工业库存量为 180.85 万箱。

**图表 51：卷烟产量累计值（亿支）及累计同比%**



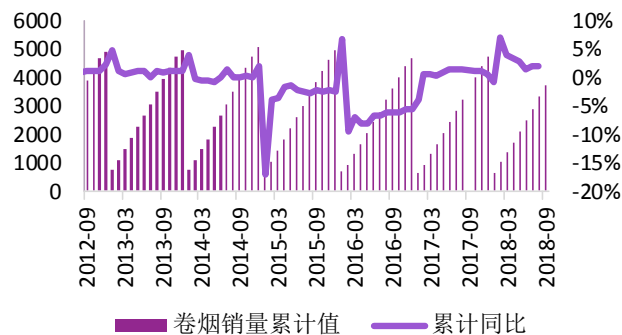
资料来源：Wind，光大证券研究所

**图表 53：卷烟商业库存量（万箱）**



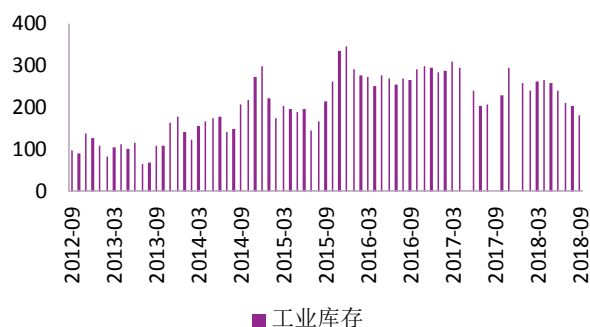
资料来源：Wind，光大证券研究所

**图表 52：卷烟销量累计值（万箱）**



资料来源：Wind，光大证券研究所

**图表 54：卷烟工业库存量（万箱）**



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 5、轻工行业及公司公告、要闻

### 5.1、轻工行业市场新闻

图表 55：轻工行业市场新闻

行业	新闻
造纸	广东省梅州市兴宁市人民政府于 12 月 24 日发布了东腾纸品包装实业有限公司项目环境影响报告表，现已进入审批前公示。该项目投资 1.1 元，可年产瓦楞纸板 7000 万平方米、纸箱 1500 万套。
	截止 2018 年 12 月 25 日，东莞市中堂潢涌造纸企业发展公司拟将下属的两家纸厂——东莞市潢涌银洲纸业有限公司和东莞金洲纸业有限公司合并为一家公司，银洲纸业并入金洲纸业。合并后，原银洲纸业将成为新公司的北厂区，原金洲纸业将成为新公司的南厂区，公司的包装纸总产能将超过 100 万吨。
	据 12 月 24 日-26 日最新废纸报价信息，全国有 56 家纸企上调废纸收购价 20-80 元/吨，但广东地区的玖龙、金田、建晖、鸿业、旭丰纸业，以及重庆的理文纸业却逆势下调 30-100 元/吨，其中广东玖龙下调幅度最大，为 100 元/吨。
家具	12 月 25 日消息，近日，互联网家具品牌林氏木业与月星家居签署战略合作协议。双方表示，未来将在产品和渠道上深化合作，共同探索新零售模式的更多“打开方式”。
	作为“2019 北京跨年促销节”系列主题活动之一，12 月 26 日，“黑科技·智慧前沿”活动率先在曲美京东之家北五环旗舰店举办。由企业家代表、媒体代表和消费者组成的 30 余人考察团现场体验了电子价签、AI 智能导购、虚拟货架等趣味科技设施，零距离感受智能科技给传统门店和消费便利带来的改变。

资料来源：财富纸业传媒，中国纸网，家具微新闻，光大证券研究所

### 5.2、本周公司动态

#### ◆ 公司公告和信息

图表 56：本周公司公告和信息

公司名称	公告信息
梦百合	关于公司控股股东部分股权质押的公告。2018 年 12 月 21 日，公司控股股东倪张根先生将其持有的公司 2400 万有限售条件限售股份质押给五矿证券有限公司，本次质押股份数量占公司总股本的 10%。质押期限至 2019 年 12 月 11 日止。截至本公告披露日，倪张根先生持有公司股份 15,415.49 万股，占公司总股本的 64.23%。
恒林股份	关于部分募投项目终止并将剩余募集资金永久补充流动资金的公告。募集资金投资项目“年产 25 万套功能沙发生产线项目”现有产能已能满足公司市场销售需求，现拟将该募投项目终止并将剩余募集资金 29,941.3 万元永久补充流动资金。
美利云	关于开展融资租赁业务的公告。为进一步盘活存量资产，拓宽融资渠道，优化融资结构，满足公司光伏项目建设需要，同时借助公司中卫 IDC 基础设施资源，积极拓展能源云业务，推动能源服务业务与云计算业务的融合，

	公司根据实际需要拟以部分设备资产与中航国际租赁有限公司（以下简称“中航租赁”）以售后回租的方式进行融资租赁交易，融资金额为人民币1亿元，租赁期限3年。
民丰特纸	关于设立全资子公司的公告。公司拟以自有资金1500万元在嘉兴市海盐县沈荡镇工业园区投资设立全资子公司浙江嘉丰纸制品有限公司，主要从事纸制品的生产和销售。
京华激光	关于收购股权的公告。公司拟以现金收购欧亚联思国际有限公司持有的珠海市瑞敏包装材料有限公司54.46%股权，郭明亮、朱学志持有的珠海市欧科创盈文化创意有限公司100%股权，郭明亮持有的珠海市瑞明科技有限公司2%股权，江明聪、Vladimir Vacariuc、Vitali Prisacar持有的菲涅尔制版科技有限公司100%股权，Vladimir Vacariuc、Vitali Prisacar持有的Frestamp, INC., 58%股权。瑞敏包装和瑞明科技的经营范围为研发、生产、加工、销售包装材料，欧科创盈经营范围为包装印刷设计、广告设计等，美国菲涅尔研发了铂金浮雕光刻机并在中国市场独家授予香港菲涅尔，香港菲涅尔向瑞明科技提供铂金浮雕等光刻制版服务支撑其包装印刷业务发展。
广东甘化	关于转让全资子公司广东江门生物技术开发中心有限公司55%股权的公告。公司拟向上海立天唐人控股有限公司转让全资子公司广东江门生物技术开发中心有限公司55%股权。经双方协商，交易对价定为11,550万元，同时交易对方代生物中心承担其欠公司的相关债务。
翔港科技	关于对外投资设立子公司的公告。公司拟与叶培强共同开展化妆品领域的业务合作，从而拓展公司的日用化妆品产业链。双方于2018年12月26日签署了《投资合作协议》，拟合资设立上海瑾亭化妆品有限公司，新公司注册资本为5,000万元，其中公司出资4,850万元，持有新公司97%的股权，叶培强出资150万元，持有新公司3%的股权。
太阳纸业	公开发行A股可转换公司债券预案。公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币10亿元，每张面值为人民币100元，按面值发行，存续期限为自发行之日起五年。本次发行所募集资金中7亿元拟用于A股股份回购项目，剩余3亿元用于补充公司流动资金。
飞亚达A	2018年A股限制性股票激励计划（第一期）。本激励计划拟向激励对象授予427.7万股人民币A股普通股，约占本激励计划签署时公司股本总额43,874万股的0.98%，授予价格为4.40元/股。激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及子公司高级管理人员和核心骨干，合计130人。本激励计划有效期为5年，包括禁售期2年和解锁期3年。
珠江钢琴	关于与广州国资发展控股有限公司签订《战略合作协议》的公告。2018年12月27日，公司与广州国资发展控股有限公司签署了《战略合作协议》，双方决定利用各方资源优势，共同推动乐器销售、文化教育等产业的发展，促进双方进一步做强做优做大。
爱迪尔	发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书（草案）。公司拟向李勇、南京鼎祥投资管理中心等机构和个人发行股份及支付现金购买其合计持有的千年珠宝100%股权；拟向陈茂森、成都市浪漫克拉钻石设计中心等机构和个人发行股份及支付现金购买其合计持有的蜀茂钻石100%股权。本次交易定价以2017年9月30日的评估值为基准，千年珠宝的交易价格为90,000万元，蜀茂钻石的交易价格为70,000万元。本次购买资产项下发行股份数量12,347.42万股，股份对价占总对价比例为82.19%。
银鸽投资	关于投资设立产业并购基金暨关联交易的公告。公司拟与漯河银鸽实业集团有限公司、上海襄蓝资产管理有限公司共同发起设立“银鸽投资产业并购私募基金”。产业并购基金的目标募集规模为人民币15亿元，拟分三期募集，每期目标募集金额为人民币5亿元，存续期为2年，其中投资管理期为1年，退出管理期为1年。公司和银鸽集团作为有限合伙人出资，将分别认缴出资人民币5,000万元和人民币4亿元；襄蓝资产为普通合伙人，

	将负责募集剩余 10.5 亿元资金。
吉宏股份	关于与宁夏青铜峡市人民政府签署项目投资协议的公告。公司拟与宁夏青铜峡市人民政府签署《环保包装箱智能工厂项目投资协议》，以自有资金人民币 1.5 亿元，在青铜峡工业园区建设环保包装智能工厂项目，建成约 4 万平方米的智能包装箱生产车间、办公、职工食堂、宿舍等其他附属设施。
好莱客	关于湖北好莱客门窗有限责任公司对外投资设立控股子公司并取得营业执照的公告。公司与浙江雷拓家居有限公司合资设立控股子公司瀚隆门窗（杭州）有限责任公司经营金属门窗加工制造业务。瀚隆门窗公司注册资本 6,667 万元，其中好莱客门窗公司以自有资金出资人民币 4,000 万元，占注册资本的 60%；浙江雷拓公司以实物作价出资 2,667 万元，占注册资本的 40%。
欧派家居	公开发行可转换公司债券预案（二次修订稿）公告。公司拟公开发行总额不超过人民币 14.95 亿元可转换公司债券，债券存续期限为自发行之日起 6 年。募集资金净额中 4 亿元拟投入清远生产基地（二期）建设项目，1.95 亿元拟投入无锡生产基地（二期）建设项目，9 亿元拟投入成都欧派智能家居建设项目。

资料来源：Wind，光大证券研究所

## 6、本周重点推荐组合及核心逻辑

**劲嘉股份：**1、烟标业务：行业去库存逐步进入尾声，公司凭借领先的设计能力，同时受益产品结构升级，烟标业务增长稳定性强；2、大包装业务积极拓展，随着彩盒、酒盒等客户的持续开拓，公司大包装业务存在较大发展空间；3、大健康：公司在新型烟草领域布局多年，有望逐步贡献利润弹性。4、盈利预测：预计 18-20 年 EPS 0.48、0.58、0.69 元，当前股价对应 PE 为 16X、14X、11X。

**东港股份：**1、公司为票据印刷龙头企业，上下游议价能力强，且具有较高成本优势、良好的资质及口碑助力公司构建竞争壁垒；随着订单向龙头企业集中，公司将显著受益；2、17 年公司新中标中行、农行、交行、邮储行卡类制作项目，未来卡类业务有望步入快速增长通道；3、广积粮：公司三大新业务（档案管理）全面撒网，未来有望成为公司重要利润贡献点。4、盈利预测：预计 18-20 年 EPS 0.81、1.04、1.35 元，当前股价对应 PE 为 18X、14X、10X。

**曲美家居：**1、随着新曲美战略的落地，公司将在“新产品、新模式、新价值”三个维度发力。2、收购 Ekornes：Ekornes 定位高端软体家居，是北欧最大的家具制造商之一。两者将在产品、渠道、技术方面实现协同发展。3、渠道方面，公司“你+”、“居+”、B8、大店等持续落地，渠道扩张加速，且方式更加灵活且多样，渠道的持续拓展将助力公司保持较快发展。4、盈利预测：我们预计 18-20 年 EPS 分别为 0.37、0.81、0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 18X、8X、7X。

**索菲亚：**1、定制家具一线龙头企业，品牌、产品、渠道、成本、信息化等各方面综合优势明显；2、衣柜业务：全屋定制持续推进，加上门店持续扩

张，衣柜业务客单价有望持续提升，规模持续增长；3、橱柜业务：价格策略调整后，橱柜业务接单情况稳步好转，盈利能力持续回升；另外，新业务木门开始布局；4、盈利预测：预计 18-20 年 EPS 分别为 1.19、1.44、1.73 元，当前股价对应 PE 分别为 14X、12X、10X。

**顾家家居：**1、软体家居市场集中度低，而公司作为龙头企业，目前市占率较低，市场份额仍有较大提升空间；2、公司管理优质且激励考核到位，具有较强竞争力；3、公司积极布局品类及外延扩张，丰富产品层次，提升品牌价值，公司未来的产品及外延布局值得期待；4、盈利预测：预计 18-20 年的 EPS 分别为 2.48、3.33、4.33 元，对应当前股价的 PE 分别为 18X、14X、10X。

**中顺洁柔：**1、公司为生活用纸龙头企业，增长稳健；2、公司致力品类扩张及产品结构升级，逐步提升中高端产品占比，进一步提高市场份额；3、渠道下沉+产能扩张，公司增长可持续性较强；4、成本端木浆价格处于历史相对高位，木浆价格的回落有助缓解公司成本端压力，提升盈利弹性。5、盈利预测：我们预计 18-20 年 EPS 分别为 0.34、0.43、0.53 元，当前股价对应 PE 分别为 25X、20X、16X。

图表 57：重点推荐公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				投资评级
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
002191	劲嘉股份	7.81	0.38	0.48	0.58	0.69	20	16	14	11	买入
002117	东港股份	14.15	0.64	0.81	1.04	1.35	22	18	14	10	买入
603818	曲美家居	6.70	0.50	0.37	0.81	0.98	13	18	8	7	买入
002572	索菲亚	16.75	0.98	1.19	1.44	1.73	17	14	12	10	买入
603816	顾家家居	45.00	1.91	2.48	3.33	4.33	24	18	14	10	增持
002511	中顺洁柔	8.52	0.27	0.34	0.43	0.53	31	25	20	16	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2018 年 12 月 28 日）

## 7、风险分析

### 地产景气程度低于预期风险

家用轻工属于地产后周期行业，大约会滞后地产销售 8-10 个月。如果地产景气程度低于预期，会影响家居企业的客流量、接单情况等，从而影响家居行业整体景气程度。

### 原材料价格上涨风险

对于造纸包装印刷等制造行业，原材料价格的波动会导致企业经营成本的上升，影响企业的盈利能力。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。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会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781