

电子烟—从“三无产品”到“国家标准”

——造纸轻工行业周报 20190303

行业周报

增持（维持）

分析师

黎泉宏 (执业证书编号：S0930518040001)

liqh@ebsecn.com

袁雯婷 (执业证书编号：S0930518070003)

021-52523676

yuanwt@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

◆本周专题：电子烟—从“三无产品”到“国家标准”

目前国内蒸汽式电子烟尚处“三无”状态，即无产品标准、无质量监管、无安全评估，它不属于药品、医疗器械，也未正式列为烟草。总体来看，蒸汽式电子烟目前尚缺乏国家和行业层面的标准规范，但随着国家对新型烟草行业重视程度的不断提高，相关政策正处在不断完善中，包括归类明确、产品生产质量标准等。

静待两项电子烟国家标准的发布：根据全国标准信息公共服务平台内容显示，2017年10月、2017年12月两项国家标准计划《电子烟》、《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》陆续下达，两项国家标准计划主管部门均为国家烟草专卖局，归口和执行单位均为全国烟草标准化技术委员会，其中：1)《电子烟》国家标准计划：起草单位包括上海新型烟草制品研究院、中国烟草总公司郑州烟草研究院、云南烟草科学研究院、中国烟草标准化研究中心、国家烟草质量监督检验中心、湖南中烟工业有限责任公司、上海烟草集团有限责任公司，项目周期为24个月；2)《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》国家标准计划：起草单位为中国烟草总公司郑州烟草研究院、广东中烟工业有限责任公司，项目周期为12个月。**项目进度方面，目前该两项电子烟相关国家标准计划均处于已批准待发布阶段。**

行业有望进入有序发展阶段：我们认为，《电子烟》、《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》两项电子烟相关国家标准计划的起草充分说明了国家烟草专卖局等部门对电子烟的重视程度，如果这两项标准发布，有望成为电子烟行业的核心标准，对电子烟行业、电子烟液生产等方面进行规范，使电子烟市场进入有序发展阶段，开启国内电子烟市场发展的新篇章。

分板块观点：

◆包装及消费轻工：包装行业长期看集中度提升，19年关注业绩边际改善标的

受行业特性影响，目前我国包装行业集中度低，龙头企业市占率较低；但边际来看，我们认为包装行业已呈现出一定整合态势，行业的集中度提升是大势所趋。而对于龙头企业而言，其一体化经营程度高、客户开拓能力强（凭借产品品质、设计能力、供应稳定性、及时性等综合实力）、规模优势显著，我们认为龙头企业将成为行业集中度提升与整合过程中的最核心受益方。

从基本面角度来看，我们认为19年包装板块龙头企业业绩大概率将持续改善，主要受益于：1)行业集中度提升及整合持续推进；2)多元化客户开拓、核心客户订单放量等驱动收入增长；3)原材料价格下行带来成本边际回落，盈利能力提升等方面。在行业集中度提升的长期判断的基础上，包装板块我们建议关注业绩增长稳定性强或边际存在较大改善空间的标的，重点推荐劲嘉股份、裕同科技、东港股份；建议关注合兴包装。

另外，消费轻工板块我们建议关注晨光文具（传统业务增长稳健+精品文创业务发力+科力普高增长持续及盈利能力提升+九木杂物社加快拓展）。

◆家居：2.0 时代开启，关注优质标的长期配置价值

展望 19 年上半年：1) 定制家居板块：综合考虑 18Q1 高基数效应，我们认为 19 年上半年定制家居行业增长中枢仍有下行压力；定制行业在产品、渠道、管理、生产等各个方面会出现变革，能够适应这种变革，并且及时进行突破的公司将会在市场的洗牌中脱颖而出；2) 成品家居板块：短期出口疲软对成品家居企业业绩增长将带来一定压制，但中长期来看行业仍处在集中度提升的阶段，而客户对于品牌品质的要求相比于定制更高，因此，龙头企业可以通过加强渠道下沉，提升品牌建设力度，加大研发投入与促进行业整合等手段，进一步抢占市场份额，从而保持相对较高增长；同时叠加原材料价格下行，行业盈利能力有望保持高位。家居板块我们重点推荐顾家家居；建议关注欧派家居、尚品宅配、索菲亚、曲美家居、梦百合、志邦家居、好莱客。

◆提价窗口开启，中长期仍需关注行业供需格局变化

大宗纸：1) 文化纸：短期来看，木浆价格的相对高位、国废价格高位传导效应及库存水平较低将对文化纸价格形成一定支撑；同时随着春季补库存行情的到来，我们判断文化纸价格仍有提价的窗口期。中长期来看，文化纸需求端增速相对平稳，供给端新增产能较少，同时考虑中小企业的逐步退出，总体来看文化纸供需及竞争格局较好，建议重点关注文化纸龙头企业太阳纸业。2) 箱板瓦楞纸：近期箱板/瓦楞纸价格呈现持续回升态势，我们认为主要受益于春季补库存带动需求回升、前期纸厂停机带来短期供给下降等方面。我们认为在国废价格高位传导效应的背景下，箱板/瓦楞纸价格有望呈小幅回升态势，但涨价空间相对有限。3) 白卡纸：前期白卡纸价格跌幅较大，主要受行业价格战影响；随着白卡纸龙头 APP、晨鸣纸业、博汇纸业、万国太阳提价函的逐步落地，我们认为白卡纸也存在一定提价空间。

生活用纸：需求偏消费，叠加结构升级，增长稳定性相对较强；且行业集中度存在较大提升空间，龙头企业依靠产能稳步扩张、产品结构调整、品牌力、渠道力不断增强等方面，市场份额有望持续提升；建议重点关注中顺洁柔。

◆风险提示：

地产景气度低于预期风险，原材料价格上涨风险。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

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	9.61	0.38	0.49	0.58	25	20	16	买入
002117	东港股份	16.95	0.64	0.71	0.88	27	24	19	买入
603816	顾家家居	54.38	1.91	2.48	3.33	28	22	16	增持
002831	裕同科技	50.24	2.33	2.33	2.97	22	22	17	增持
002078	太阳纸业	7.14	0.78	0.90	0.99	9	8	7	增持
002511	中顺洁柔	8.69	0.27	0.34	0.43	32	25	20	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 03 月 01 日

目 录

1、 本周专题：电子烟—从“三无产品”到“国家标准”	4
2、 轻工板块本周市场表现	7
2.1、 市场涨跌幅：本周轻工制造板块整体跑输沪深 300	7
2.2、 行业子板块涨跌幅与估值水平：本周造纸板块周涨幅最高，周涨幅达 6.13%	8
2.3、 个股涨跌幅：广东甘化、永艺股份、创新股份为本周轻工板块个股涨幅前三	9
3、 行业最新动态及观点	9
3.1、 包装：长期看集中度提升，19 年关注业绩边际改善标的	9
3.2、 家居：2.0 时代开启，关注优质标的长期配置价值	10
3.3、 造纸：提价窗口开启，中长期仍需关注行业供需格局变化	10
4、 行业数据跟踪	12
4.1、 造纸板块：本周包装纸价格持续上涨	12
4.2、 家具板块：12 月家具零售额累计同比上涨 10.14%	18
4.3、 包装板块：卷烟产量 12 月累计同比下降 0.4%	20
5、 轻工行业及公司公告、要闻	21
5.1、 轻工行业市场新闻	21
5.2、 本周公司动态	21
6、 本周重点推荐组合及核心逻辑	22
7、 风险分析	23

1、本周专题：电子烟—从“三无产品”到“国家标准”

从我国的烟草专卖制度说起

改革开放后，我国烟草行业逐步形成了以“统一领导、垂直管理、专卖专营”为核心的烟草专卖制度和管理体制；2008年国务院发布的国家烟草专卖局“三定”方案，明确专卖专营包括三大法定许可制度：1) 烟草专卖品生产和进出口的法定许可证制度，烟草专卖品是指卷烟、雪茄烟、烟丝、复烤烟叶、烟叶、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束、烟草专用机械；2) 烟草专卖品销售和经营主体的法定许可证制度；3) 烟草专卖品运输的法定准运证制度。概括地来说，我国现行烟草专卖管理体制具有三方面特点：1) 统一领导、垂直管理；2) 专卖专营、计划管理；3) 政企合一、工商合一。

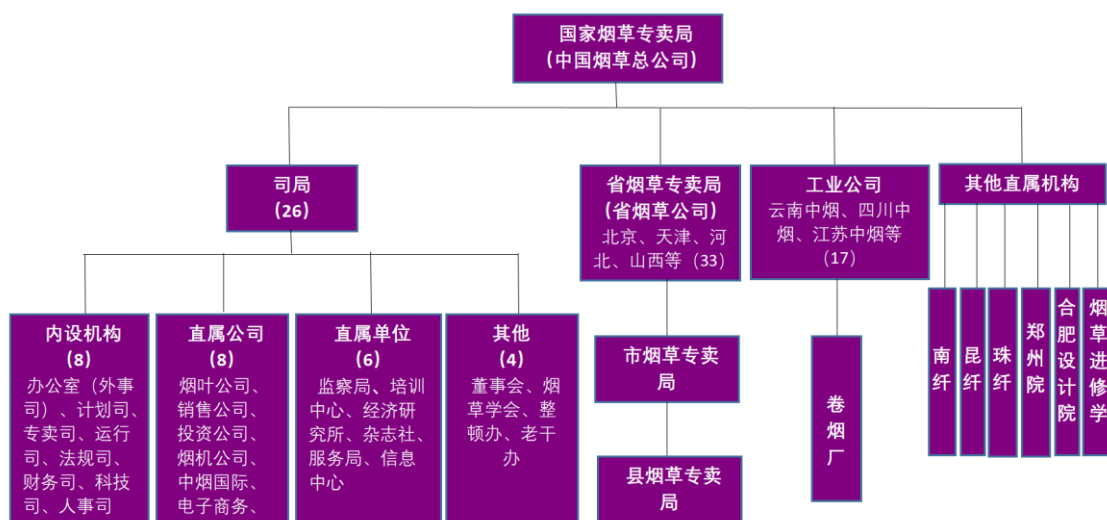
根据国家烟草专卖局官网显示，1982年中国烟草总公司正式成立，1984年国家烟草专卖局成功设立，与中国烟草总公司一套机构、两块牌子。总体来说，国家烟草专卖局、中国烟草总公司对全国烟草行业在“人、财、物、产、供、销、内、外、贸”九大方面进行集中统一管理。

图表 1：我国现行烟草专卖制度的三大特点

特征	具体说明
统一领导、垂直管理	我国烟草专卖制度在行政关系上体现的是“统一领导、垂直管理”的行政管理体制，对烟草专卖机构实行以上级烟草专卖局（公司）为主，并与当地政府实行双重领导的行政管理。
专卖专营，计划管理	国家设立中国烟草总公司负责烟草经营活动，烟草总公司下设烟叶公司、销售公司、投资公司等机构，对烟草专卖品的生产经营活动分别负责；行政管理体制则是以行政区域来划分下设机构，在各省、地（区）、县（市）设立各级烟草专卖局，对所在区域的烟草专卖品的生产经营活动全面负责。
政企合一、工商合一	现行烟草专卖制度实行的是各级烟草专卖局以及烟草公司“政企合一”的管理体制，其主要特点在于“一套机构，两块牌子”，因此在这种管理体制下，烟草专卖局既是烟草专卖管理工作的行政主管部门，同时又是经营卷烟产品的企业法人，肩负着企业经营以及行政执法的双重职能。

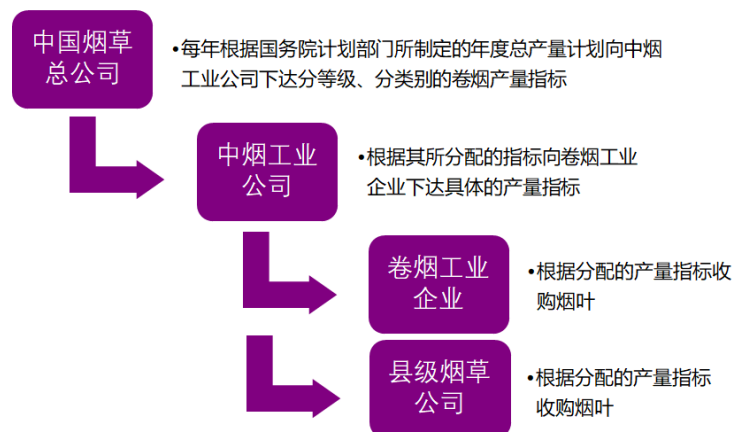
资料来源：《中国烟草专卖制度变迁研究》（罗珊珊），光大证券研究所整理

图表 2：国家烟草专卖局组织架构示意图



资料来源：国家烟草专卖局官网，光大证券研究所整理

图表 3：我国烟草产品的产量指令性计划管理



资料来源：国家烟草专卖局官网，光大证券研究所整理

国内蒸汽式电子烟：尚处“三无”状态，政策逐步完善

我国《烟草专卖法》规定，烟草专卖品是指卷烟、雪茄烟、烟丝、复烤烟叶、烟叶、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束、烟草专用机械；而对于新型烟草制品而言，其中加热不燃烧烟草制品在国内处于禁售状态，蒸汽式电子烟尚处“三无”状态，即无产品标准、无质量监管、无安全评估，它不属于药品、医疗器械，也未正式列为烟草。总体来看，蒸汽式电子烟目前尚缺乏国家和行业层面的标准规范，加上口感等因素，目前国内蒸汽式电子烟的市场规模仍较小，主要靠出口海外。

但随着国家对新型烟草产品重视程度的不断提高，相关政策正处在不断完善中，具体来看：

1) 明确电子烟的归类：2017年，国家烟草专卖局认为加热不燃烧仍为烟草，并对国外几款电子烟产品进行了归类：真品 Marlboro、PARLIAMENT、HEETS 等 IQOS 烟弹属于烟草制品，将 IQOS、GLO、Ploom、REVO 四种类型的新型烟草产品纳入卷烟鉴别检验目录。

2) 电子烟产品生产质量规范：2017年，深圳市市场监督管理局与部分行业自律组织率先制定了小范围的电子烟产品技术要求。另外，根据国家标准信息公开服务平台内容显示，2017年10月、2017年12月两项国家标准计划《电子烟》、《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》陆续下达，目前均处于已批准待公布阶段。

3) 关注电子烟可能的危害后果：2018年8月，国家烟草专卖局和国家市场监管总局联合发布《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》，高度关注新型烟草制品对健康的危害，从监管市场行为角度来保护未成年人健康。

图表 4：我国新型烟草相关政策汇总

时间	部门/协会等	政策/会议等	主要内容
2015年12月	深圳市市场监督管理局、深圳出入境检验检疫局	《电子烟雾化液产品通用技术要求》	规范电子烟雾化液的生产，保障消费者权益
2017年4月	国家烟草专卖局	行业新型烟草制品工作领导小组会议	抓住“三个关键”打造新型烟草制品国际竞争新优势，积极研发电子烟、口含烟、加热不燃烧烟

			草制品等新型产品。
2017年10月	国家烟草专卖局	《关于开展新型卷烟产品鉴别检验工作的通知》	将 IQOS、GLO、Ploom、REVO 四种类型的新型卷烟产品纳入卷烟鉴别检验目录。
2017年11月	国家烟草质量监督检验中心	对相关单位送检的 IQOS“烟弹”样品成分的鉴别检验	真品 Marlboro、PARLIAMENT、HEETS 等 IQOS“烟弹”属于烟草制品
2017年11月	中国电子商会电子烟行业委员会	《电子烟雾化类器具产品通用规范》、《电子烟雾化液规范》	规范电子烟器具生产标准
2017年12月	深圳市电子烟商会	《电子烟通用技术要求》	规范电子烟生产质量水平
2017年12月	国家烟草专卖局	《国家烟草专卖局关于认真贯彻落实中共中央 国务院开展质量提升行动的实施意见》	解决“两烟”和新型烟草制品等供给侧结构性矛盾
2018年7月	国家烟草专卖局	国家烟草专卖局 2018 全面深化改革工作重点	推进新型烟草制品监管的政策法规研究；推进新型烟草制品全产业链创新发展；推进新型烟草制品产品国际拓展
2018年7月	国家烟草专卖局	行业新型烟草制品发展座谈会	抓好“一个市场拓展”，做到“三个扎实推进”，打造新型烟草制品国际竞争新优势。
2018年8月	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局	关于禁止向未成年人出售电子烟的通告	保护未成年人免受电子烟的侵害

资料来源：各政府、协会官网，光大证券研究所整理

两项电子烟国家标准计划：已批准待公布

根据全国标准信息公共服务平台内容显示，2017年10月、2017年12月两项国家标准计划《电子烟》、《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》陆续下达，两项国家标准计划主管部门均为国家烟草专卖局，归口和执行单位均为全国烟草标准化技术委员会，其中：1) 《电子烟》国家标准计划：起草单位包括上海新型烟草制品研究院、中国烟草总公司郑州烟草研究院、云南烟草科学研究院、中国烟草标准化研究中心、国家烟草质量监督检验中心、湖南中烟工业有限责任公司、上海烟草集团有限责任公司，项目周期为24个月；2) 《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》国家标准计划：起草单位为中国烟草总公司郑州烟草研究院、广东中烟工业有限责任公司，项目周期为12个月。项目进度方面，目前该两项电子烟相关国家标准计划均处于已批准待发布阶段。

我们认为，《电子烟》、《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》两项电子烟相关国家标准计划的起草充分说明了国家烟草专卖局等部门对电子烟的重视程度，如果这两项标准发布，有望成为电子烟行业的核心标准，对电子烟行业、电子烟液生产等方面进行规范，使电子烟市场进入有序发展阶段，开启国内电子烟市场发展的新篇章。

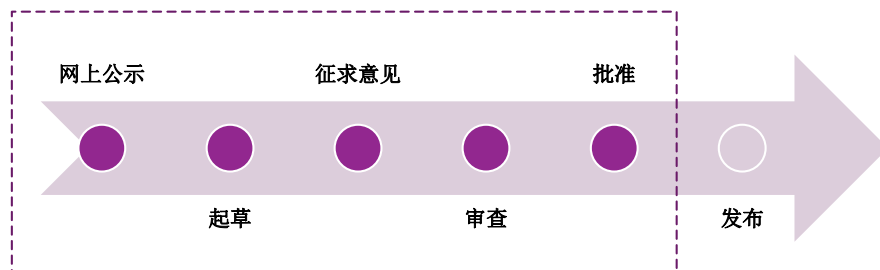
图表 5：两项电子烟国家标准计划核心内容

	《电子烟》国家标准计划	《电子烟液 烟碱、丙二醇和丙三醇的测定 气相色谱法》国家标准计划
标准属性	强制性国家标准、必须执行	推荐性国家标准、自愿采用
主要内容	规范电子烟行业标准	规范电子烟液生产标准
下达日期	2017-10-11	2017-12-15
项目周期	24个月	12个月
主管部门	国家烟草专卖局	国家烟草专卖局

归口、执行单位	全国烟草标准化技术委员会	全国烟草标准化技术委员会
起草单位	上海新型烟草制品研究院、中国烟草总公司郑州烟草研究院、云南烟草科学研究院、中国烟草标准化研究中心、国家烟草质量监督检验中心、湖南中烟工业有限责任公司、上海烟草集团有限责任公司	中国烟草总公司郑州烟草研究院、广东中烟工业有限责任公司
投票时间	2018/07/06~2018/07/09	2018/07/06~2018/07/09
投票通过率	78.18%	83.64%
项目进度	已批准待发布	已批准待发布

资料来源：全国标准信息公共服务平台，光大证券研究所整理

图表 6：两项电子烟国家标准计划审批进度：均为已批准待发布状态



资料来源：全国标准信息公共服务平台，光大证券研究所整理

2、轻工板块本周市场表现

2.1、市场涨跌幅：本周轻工制造板块整体跑输沪深 300

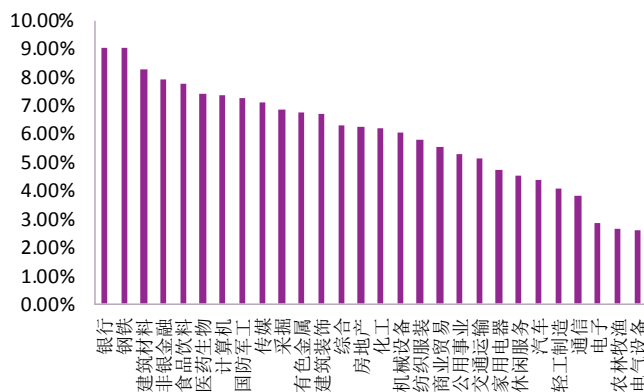
本周（2019.02.25-2019.03.01），上证综指报收 2994.01 点，周涨幅 6.77%；深证成指报收 9167.65 点，周涨幅 5.97%；同期沪深 300 指数涨幅为 6.52%；轻工制造板块（申万行业分类）周涨幅 4.10%，整体跑输沪深 300 指数；在全部申万一级行业指数中，轻工制造行业指数周涨幅排名第 24 位（按涨幅由高到低排序）。

图表 7：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	6.77%	1.80%	20.05%
深证成指	5.97%	1.50%	26.63%
沪深 300	6.52%	2.19%	24.55%
轻工制造板块	4.10%	0.32%	16.91%

资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 8：各行业本周涨跌幅



资料来源：Wind, 光大证券研究所

2.2、行业子板块涨跌幅与估值水平：本周造纸板块周涨幅最高，周涨幅达 6.13%

细分子板块来看，三大核心子板块中造纸板块本周涨幅最高，周涨幅达 6.13%；家具板块本周上涨 4.58%；包装印刷板块本周上涨 2.35%；其它子板块方面，珠宝首饰板块本周上涨 1.65%，文娱用品板块本周涨幅达 5.94%。

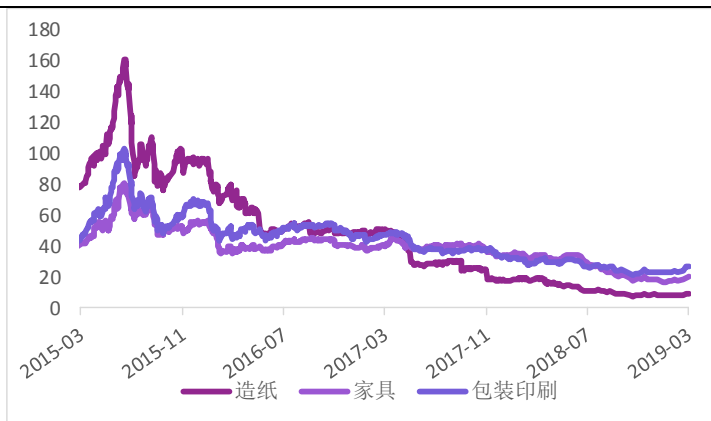
图表 9：轻工制造子板块涨跌幅

轻工子板块	本周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
造纸	6.13%	-0.95%	17.54%
包装印刷	2.35%	0.74%	19.05%
家具	4.58%	0.59%	17.74%
其他家用轻工	4.04%	-0.02%	21.29%
珠宝首饰	1.65%	0.45%	4.79%
文娱用品	5.94%	1.97%	15.62%
其他轻工制造	4.12%	2.06%	15.36%

资料来源：Wind, 光大证券研究所

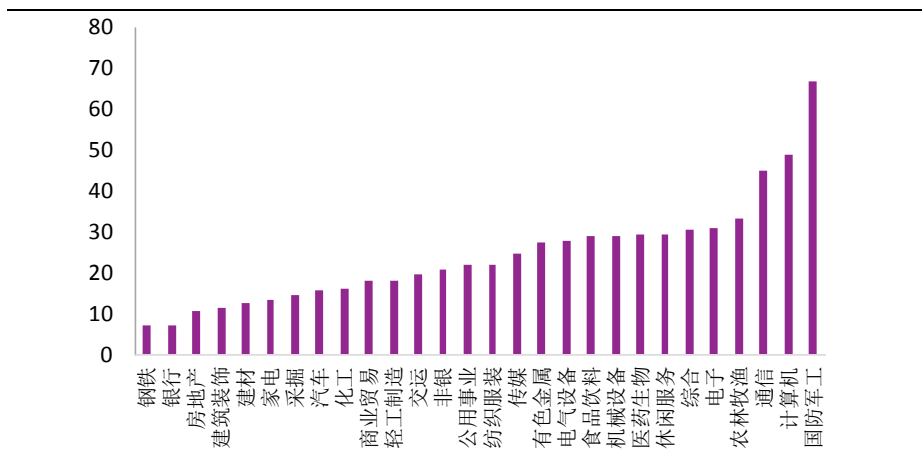
估值方面，本周轻工制造行业 PE(TTM)为 18.17x，其中家具、造纸、包装印刷 PE(TTM)分别为 20.07x、9.71x、27.36x，均处于历史相对低位。横向比较来看，在全部申万一级行业中，轻工制造行业估值排名第 11 位（由低到高）。

图表 10：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 11: 全行业估值水平比较 (PE_TTM)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2.3、个股涨跌幅: 广东甘化、永艺股份、创新股份为本周轻工板块个股涨幅前三

个股方面, 本周上涨幅度最高的前五家公司分别为广东甘化(18.87%), 永艺股份(15.94%), 创新股份(15.69%), 民丰特纸(15.24%), 银鸽投资(15.23%); 下跌幅度最大的前五家分别为通产丽星(-13.51%), 实丰文化(-9.41%), 英联股份(-5.23%), 乐凯胶片(-5.19%), 东风股份(-4.61%)。

图 12: 本周轻工行业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
广东甘化	18.87%	通产丽星	-13.51%
永艺股份	15.94%	实丰文化	-9.41%
创新股份	15.69%	英联股份	-5.23%
民丰特纸	15.24%	乐凯胶片	-5.19%
银鸽投资	15.23%	东风股份	-4.61%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

3、行业最新动态及观点

3.1、包装: 长期看集中度提升, 19 年关注业绩边际改善标的

受行业特性影响, 目前我国包装行业集中度低, 龙头企业市占率较低; 但边际来看, 我们认为包装行业已呈现出一定整合态势, 行业的集中度提升是大势所趋。具体整合路径方面, 以纸包装领域为例, 龙头企业主要通过三种模式提升市场份额: 一类通过并购外延等方式进军新型包装业务和国际市场; 一类则是在现有的需求领域内开拓新客户, 从而增加份额。第三类则是提供供应链新模式, 加速上下游整合, 提升行业集中度。

而对于龙头企业而言，其一体化经营程度高、客户开拓能力强（凭借产品品质、设计能力、供应稳定性、及时性等综合实力）、规模优势显著，我们认为龙头企业将成为行业集中度提升与整合过程中的最核心受益方。

从基本面角度来看，我们认为 19 年包装板块龙头企业业绩大概率将持续改善，主要受益于：1) 行业集中度提升及整合持续推进；2) 多元化客户开拓、核心客户订单放量等驱动收入增长；3) 原材料价格下行带来成本边际回落，盈利能力提升等。在行业集中度提升的长期判断的基础上，包装板块我们建议关注业绩增长稳定性强或边际存在较大改善空间的标的，重点推荐劲嘉股份、裕同科技、东港股份。

3.2、家居：2.0 时代开启，关注优质标的长期配置价值

如何看待年初以来家居板块的估值修复行情？我们判断跟 EPS 的关系不大，更多是由 PE 的变动所引起的，前期家居公司由于业绩预期下修，估值处于底部，加上北上资金持续流入、地产政策边际放松、消费行业刺激政策出台等多方面边际利好，带来了家居龙头的估值修复行情。本轮估值修复行情的持续性我们认为主要取决于：后续政策的边际催化、地产数据的持续变化与龙头公司年报一季报的业绩预期的边际变化。

从业绩预告及快报来看，短期家居企业业绩仍存在一定压力：1) 定制家居板块：受地产红利逐步减弱、行业竞争加剧（企业渠道扩张加快、前端流量分流、引流成本提升）等多方面影响，定制家居企业增长及盈利能力存在一定下行压力。2) 成品家居企业的业绩存在较大分化：其中曲美家居预计 18 年归母净利润-8,300 万元到-5,600 万元，主要受并购费用、直营门店扩张加速及调整等方面影响，公司 18 年业绩承压。喜临门受全资子公司晟喜华视商誉计提减值及广告费用投入加大等影响，18 年净利润出现较大幅度亏损。帝欧家居受欧神诺并表贡献，18 年净利润实现大幅增长。

总体来看，展望 19 年上半年，机遇与挑战并存：1) 定制家居板块：综合考虑 18Q1 高基数效应，我们认为 19 年上半年定制家居行业增长中枢仍有下行压力；定制行业在产品、渠道、管理、生产等各个方面会出现变革，能够适应这种变革，并且及时进行突破的公司将会在市场的洗牌中脱颖而出；2) 成品家居板块：短期出口疲软对成品家居企业业绩增长将带来一定压制，但中长期来看行业仍处在集中度提升的阶段，而客户对于品牌品质的要求相比于定制更高，因此，龙头企业可以通过加强渠道下沉，提升品牌建设力度，加大研发投入与促进行业整合等手段，进一步抢占市场份额，从而保持相对较高增长；同时叠加原材料价格下行，行业盈利能力有望保持高位。家居板块我们重点推荐顾家家居；建议关注欧派家居、尚品宅配、索菲亚、曲美家居、梦百合、志邦家居、好莱客。

3.3、造纸：提价窗口开启，中长期仍需关注行业供需格局变化

近期各纸企陆续发布涨价函，包括 APP、晨鸣纸业、山鹰纸业、万国太阳等龙头纸企，主要集中在文化纸、箱板/瓦楞纸、白卡纸等纸种，涨价幅度 50-200 元/吨。

图表 13：近期纸企涨价函汇总

企业	涨价纸种	涨幅	涨价起始日期
太阳纸业	非涂文化纸	上调 200 元/吨	19 年 1 月 21 日
亚太森博（广东）	双胶纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
	静电复印纸		
	复印纸	上调 100 元/吨	19 年 2 月 1 日
金华盛	未涂布纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
金东纸业 海南金海浆纸	双亚铜	2 月接单价格较 1 月涨 100 元/吨	19 年 2 月 1 日
		3 月接单价格较 2 月涨 100 元/吨	19 年 2 月 1 日
	双胶白牛	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
晨鸣纸业	全木浆双胶 静电原纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
华泰纸业	文化纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 1 日
岳阳林纸	所有产品	上调 200 元/吨	19 年 2 月 11 日
福建联盛纸业	所有纸种	上调 100 元/吨	19 年 2 月 11 日
山鹰纸业	所有纸种	上调 50-100 元/吨	19 年 2 月 20 日
山东晨鸣	白卡、铜板卡	上调 200 元/吨	19 年 2 月 25 日
山东、江苏博汇	白卡纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 25 日
万国太阳	部分品牌白卡纸	上调 200 元/吨	19 年 2 月 25 日
APP 工业用纸	所有产品	上调 200 元/吨	19 年 3 月 1 日

资料来源：中华纸业，中纸联，光大证券研究所

本周文化纸价格维持相对稳定，包装纸价格持续上涨

文化纸方面：铜版纸本周市场均价 5567 元/吨，双胶纸市场均价 6033 元/吨，均与上周持平。短期来看，木浆价格的相对高位、国废价格高位的传导效应及较低的库存水平将对文化纸价格形成一定支撑；同时随着春季补库存行情的到来，我们判断文化纸价格仍有提价的窗口期。中长期来看，文化纸需求端增速相对平稳，供给端新增产能较少，同时考虑中小企业的逐步退出，总体来看文化纸供需及竞争格局较好，建议重点关注文化纸龙头太阳纸业。

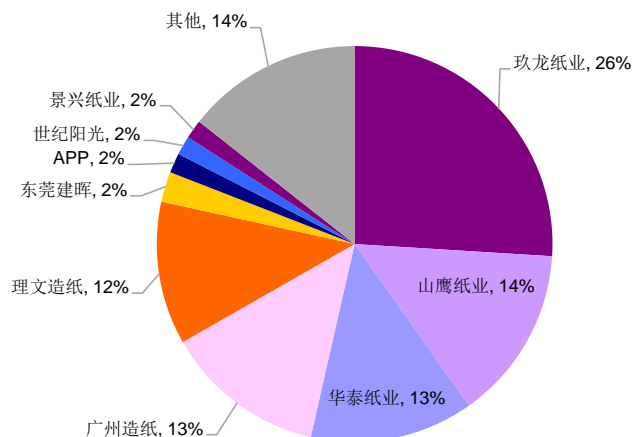
包装纸方面：箱板瓦楞纸：本周箱板纸均价 4660 元/吨，较上周上涨 33 元/吨；瓦楞纸均价 3933 元/吨，较上周上涨 13 元/吨。近期箱板/瓦楞纸价格呈现持续回升态势，我们认为主要受益于：1) 春季补库存带动包装纸需求端略有回升；2) 前期纸厂停机带来短期供给下降；3) 工厂及渠道库存水平较低。我们认为在国废价格高位传导效应的背景下，箱板/瓦楞纸价格有望呈小幅回升态势，但涨价空间相对有限。**白卡纸：**本周白卡纸均价 5043 元/吨，较上周上涨 100 元/吨，提价函逐步落地，印证我们上周判断。

原材料价格方面，本周外盘浆价保持平稳，内盘浆价持续小幅上涨，国废 OCC 价格略有回调：1) 浆价：外盘浆价保持相对平稳；国内木浆价格保持小幅回升态势。2) 国废价格：本周国废出厂均价 2395 元/吨，较上周小幅下降 26 元/吨。

2019 年第四批限制进口废纸审批名单：仅有 1 家企业获批

2019 年 2 月 19 日，环保部固废管理中心发布 2019 年第 4 批限制进口废纸审批名单，本次公布名单仅有 1 家企业获批废纸进口量 0.972 万吨。截至目前，2019 年环保部固废管理中心共核准 4 批进口废纸审批名单，获批量共计 553.68 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 78.44%，进口废纸配额有进一步向龙头企业集中的趋势。

图表 14：2019 年前四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

4、行业数据跟踪

4.1、造纸板块：本周包装纸价格持续上涨

价格数据：

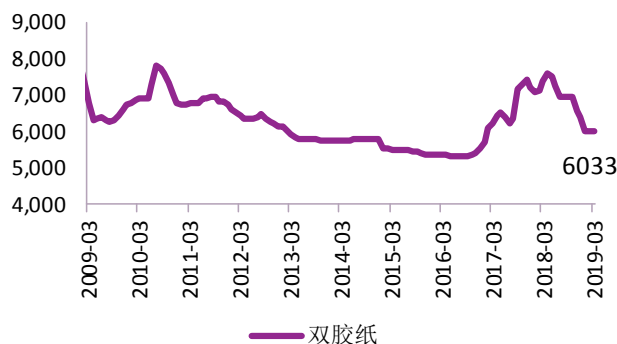
纸价方面，根据卓创资讯，截至 3 月 1 日，铜版纸本周市场均价 5567 元/吨，较上周持平；双胶纸市场均价 6033 元/吨，较上周持平；白卡纸均价 5043 元/吨，较上周上涨 100 元/吨；白板纸市场价 4413 元/吨，较上周上涨 25 元/吨；箱板纸均价 4660 元/吨，较上周上涨 33 元/吨；瓦楞纸均价 3933 元/吨，较上周上涨 13 元/吨。

图表 15：铜版纸平均市场价（元/吨）



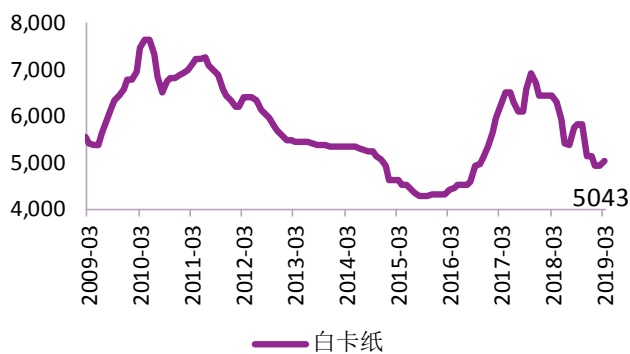
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 16：双胶纸平均市场价（元/吨）



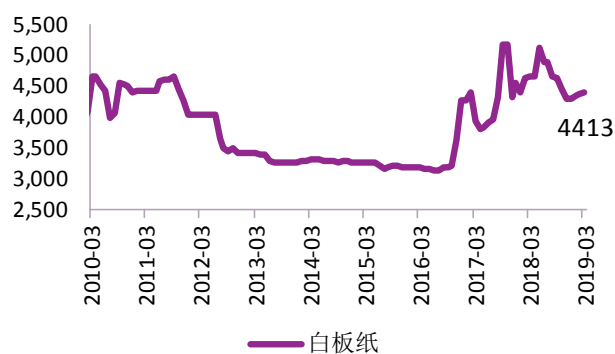
资料来源：卓创资讯，光大证券研究所

图表 17: 白卡纸平均市场价 (元/吨)



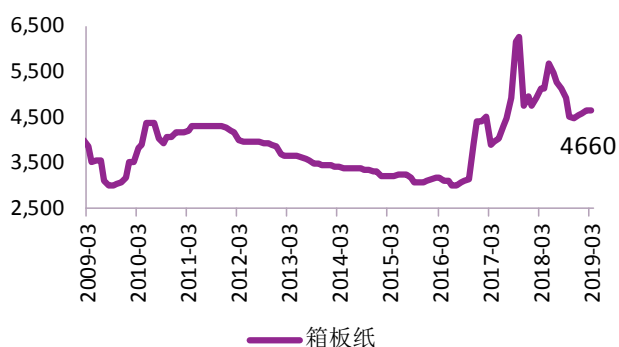
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 18: 白板纸平均市场价 (元/吨)



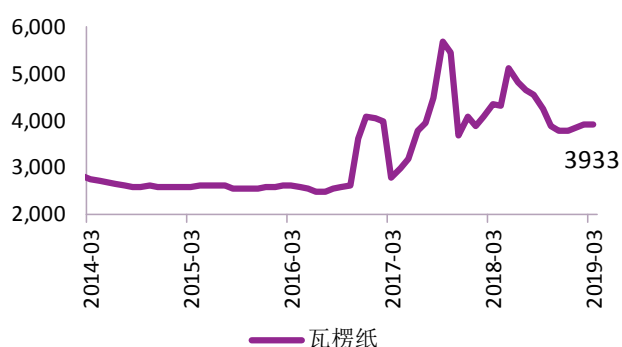
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 19: 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 20: 瓦楞纸平均市场价 (元/吨)

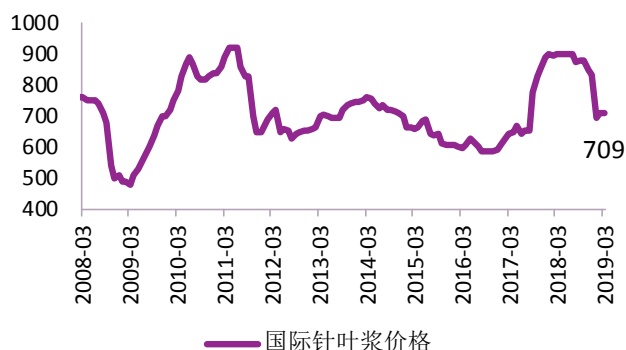


资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

原材料方面:

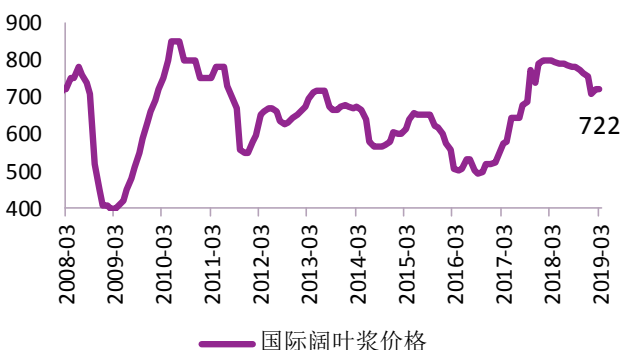
国际针叶浆外商均价 709 美元/吨, 较上周上涨 1 美元/吨, 国际阔叶浆外商均价 722 美元/吨, 较上周持平。国内针叶浆本周市场价格 5730 元/吨, 较上周上涨 21 元/吨, 阔叶浆本周价格 5667 元/吨, 较上周上涨 33 元/吨。废纸方面, 美废 11# 本周均价 164 美元/吨, 较上周持平。国废出厂均价 2395 元/吨, 较上周下降 26 元/吨。

图表 21: 国际针叶浆价格 (美元/吨)



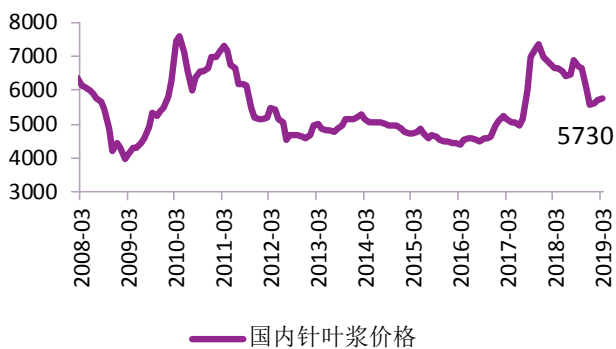
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 22: 国际阔叶浆价格 (美元/吨)



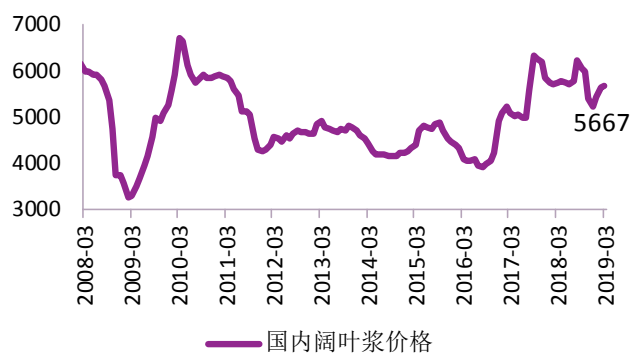
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 23: 国内针叶浆价格 (元/吨)



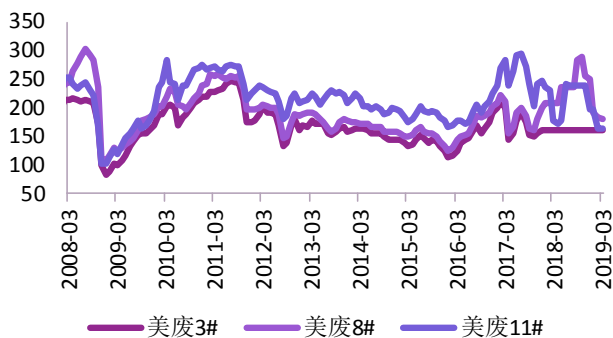
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 24: 国内阔叶浆价格 (元/吨)



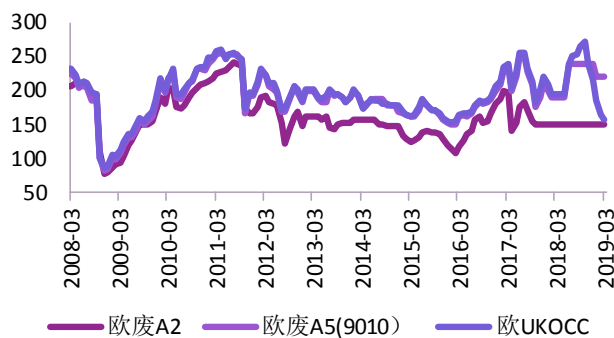
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 25: 美废外商平均价格 (美元/吨)



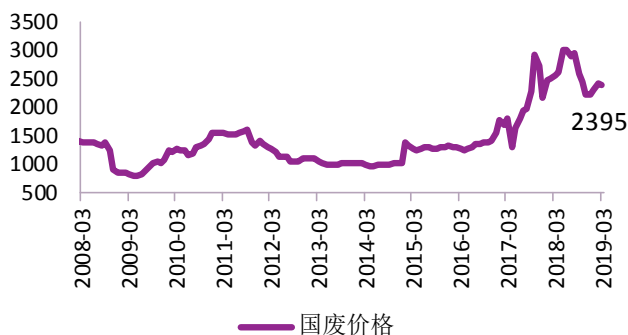
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 26: 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

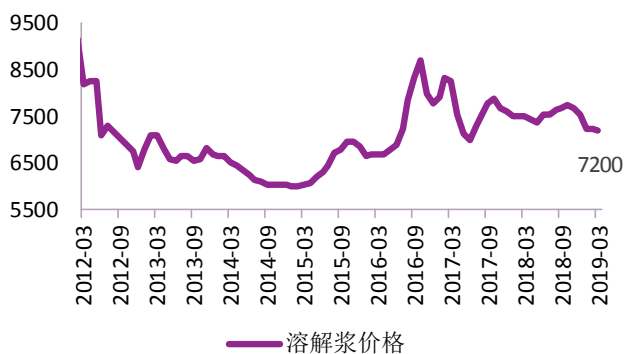
图表 27: 国废出厂价 (元/吨)



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 7200 元/吨, 较上周下降 30 元/吨; 粘胶短纤市场价 13350 元/吨, 较上周下降 100 元/吨; 钛白粉现货价格为 16450 元/吨, 较上周持平; 棉花 328 价格指数 15512 元/吨, 较上周持平。

图表 28: 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 29: 粘胶短纤市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 30: 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 31: 中国棉花价格指数-328 (元/吨)



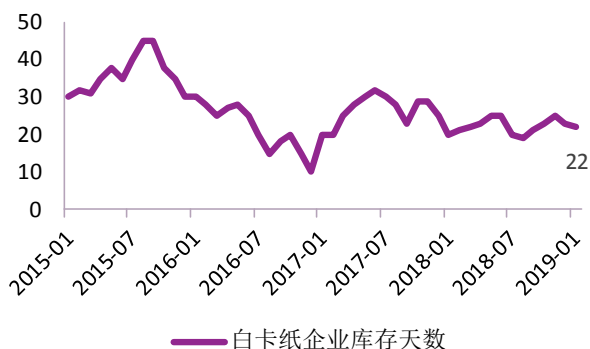
资料来源: Wind, 光大证券研究所

库存数据:

纸张库存方面, 1月白卡纸企业库存天数较上月有所下降, 库存22天, 白板纸企业库存天数较18年12月下降, 库存14天。1月份瓦楞纸的库存天数较上月有所下降, 瓦楞纸企业库存11天。1月份箱板纸企业库存11天。

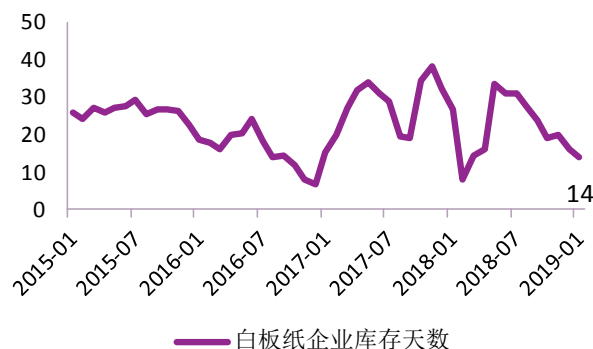
原材料库存方面, 18年12月全球生产商木浆库存44天, 较上月上涨4天; 1月国内纸厂废纸天数有所上升, 为9天, 较上月上涨73%。

图表 32: 白卡纸企业库存 (天)



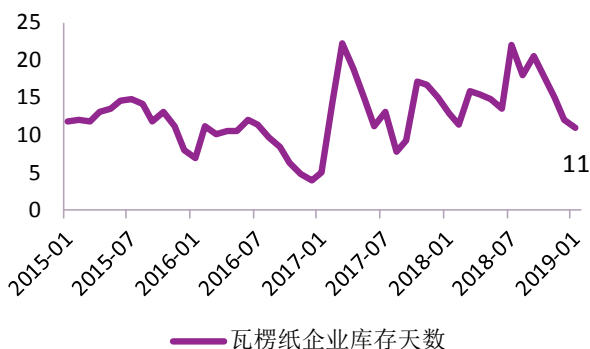
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 33: 白板纸企业库存 (天)



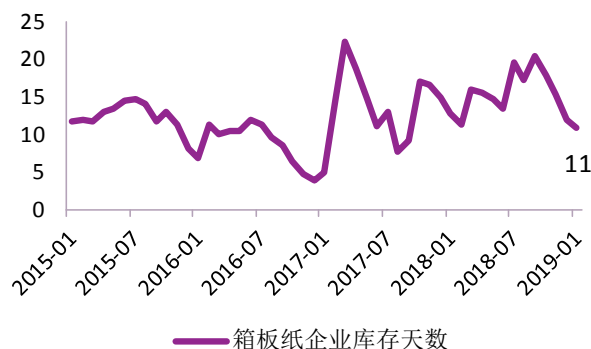
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 34: 箱板纸企业库存 (天)



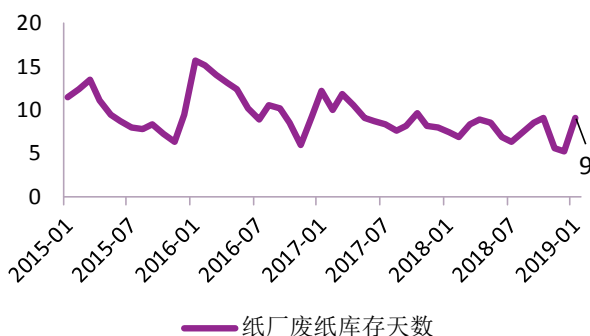
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 35: 瓦楞纸企业库存 (天)



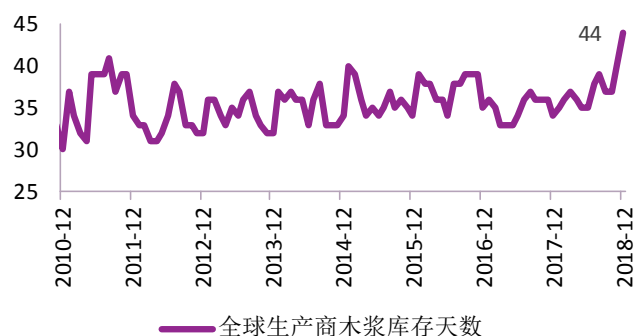
资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所

图表 36: 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 37: 全球生产商木浆库存 (天)

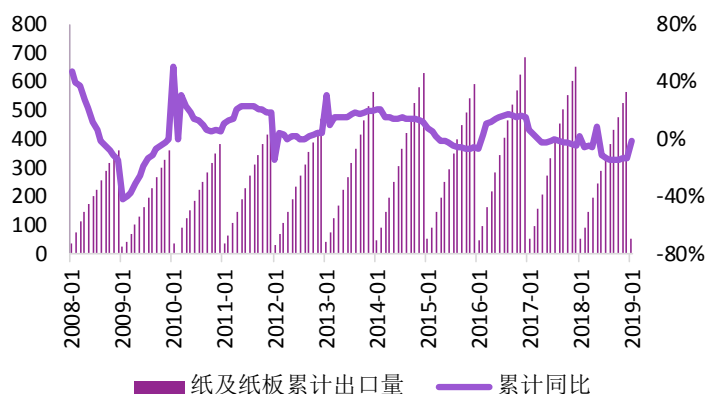


资料来源: Wind, 光大证券研究所

进出口数据:

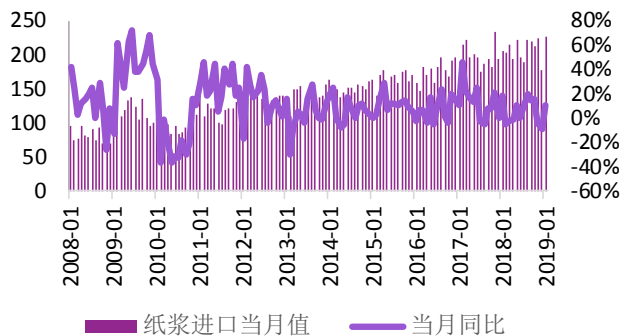
19 年 1 月纸及纸板累计出口量为 50 万吨, 同比下降 1.10%; 19 年 1 月纸浆进口 227 万吨, 同比上涨 10.19%; 19 年 1 月废纸进口 140 万吨, 同比上涨 12.90%; 瓦楞纸 12 月出口量为 1900 吨, 同比下降 42.48%; 箱板纸 12 月出口量为 1773 吨, 同比下降 61.80%。

图表 38: 纸及纸板累计出口量 (万吨)



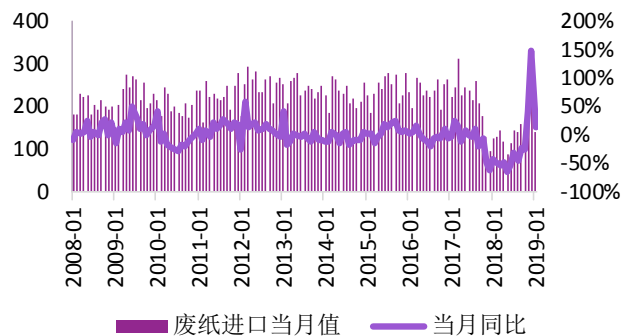
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 39: 纸浆当月进口值 (万吨)



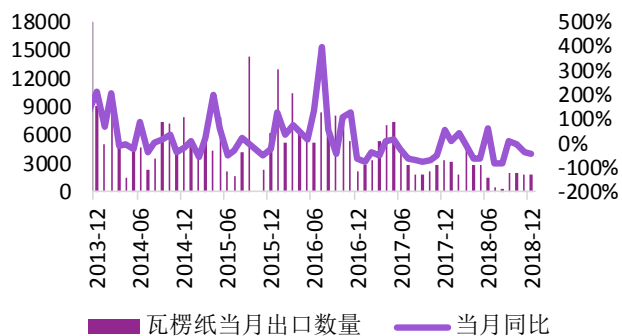
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 40: 废纸当月进口值 (万吨)



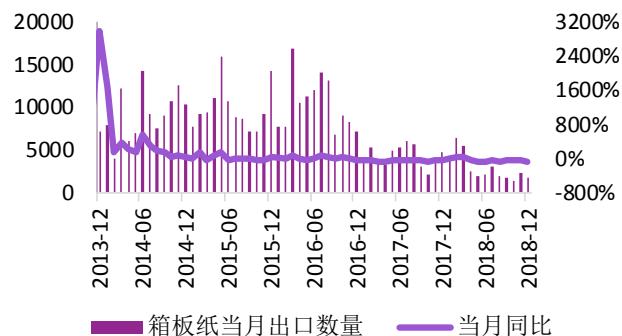
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 41: 瓦楞纸当月出口数量 (吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 42: 箱板纸当月出口数量 (吨)

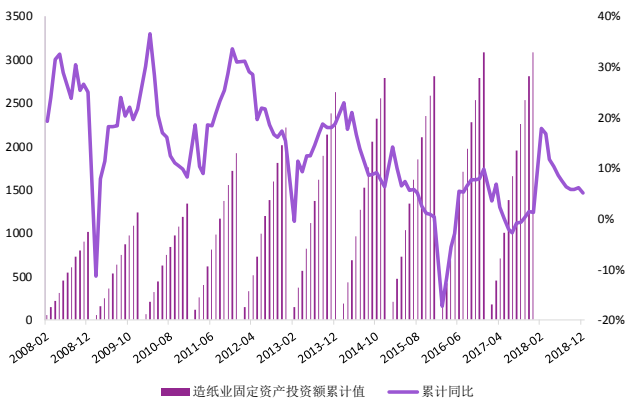


资料来源: Wind, 光大证券研究所

总量数据:

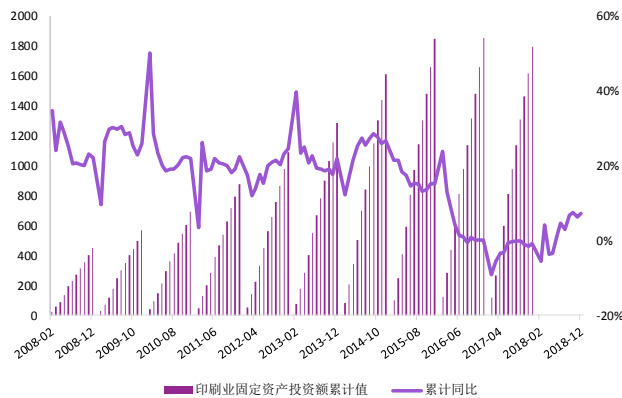
18 年 12 月造纸业固定资产投资额累计同比增长 5.10%; 印刷业固定资产投资额累计同比增长 7.20%。

图表 43: 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 44: 印刷业固定资产投资额累计值 (亿元)



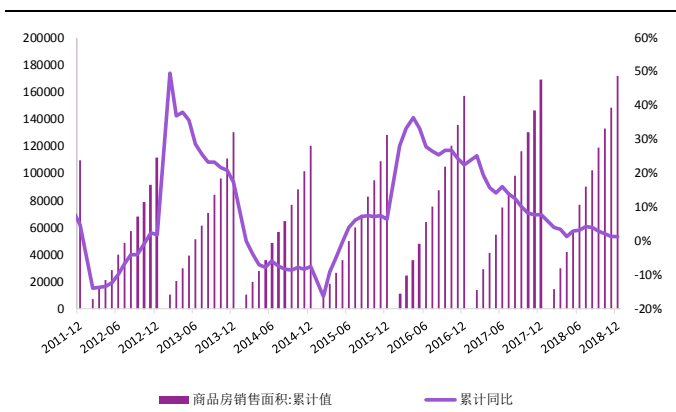
资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.2、家具板块：12月家具零售额累计同比上涨10.14%

房地产数据：

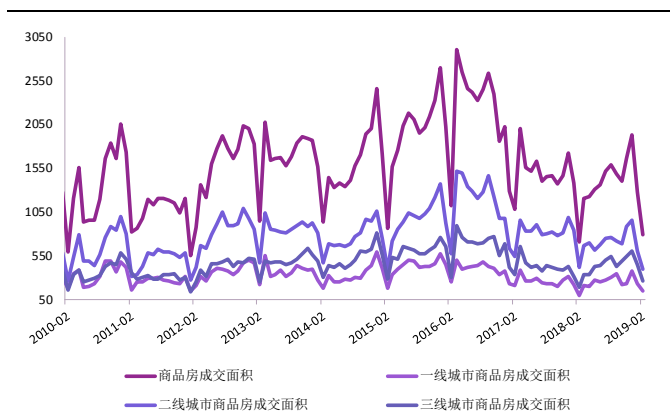
2018年12月商品房销售面积171654万平方米，累计同比增长1.30%；截至2019年2月28日，2月全国30大中城市商品房成交面积为787.91万平方米，其中以二线城市居多，成交面积达390.39万平方米，一线城市142.56万平方米，三线城市254.96万平方米；2018年12月房屋竣工面积累计93550万平方米，累计同比下降7.80%

图表 45：商品房销售面积累计值（万平方米）



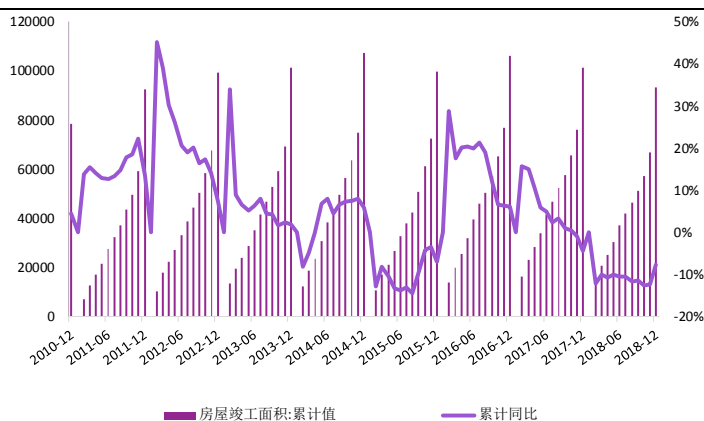
资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 46：30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

图表 47：房屋竣工面积累计值及增速（万平方米）

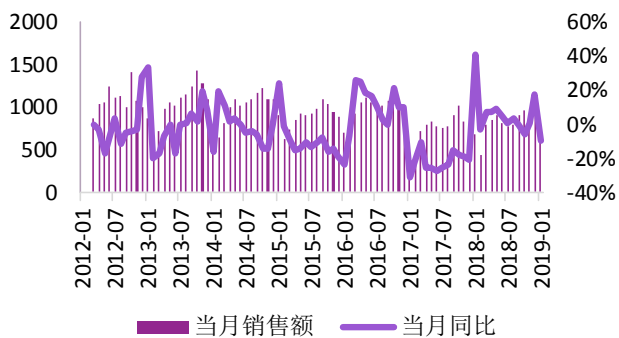


资料来源：Wind，光大证券研究所

行业数据：

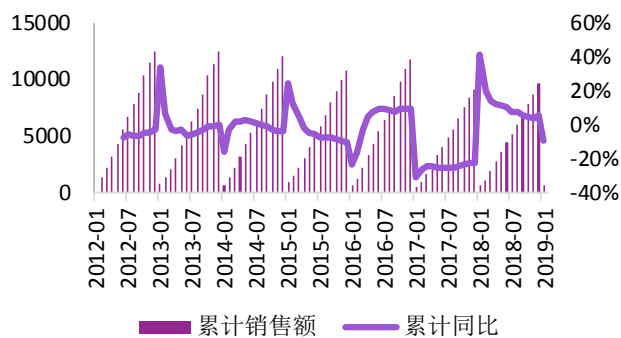
建材家居卖场2019年1月销售额达到617亿元，同比下降9.46%；2019年累计销售额达到617亿元，同比下降9.46%；2018年12月家具当月零售额为250.5亿元，同比增长12.67%，累计销售额2249.8亿元，累计同比增长10.14%。

图表 48: 建材家居卖场当月销售额 (亿元)



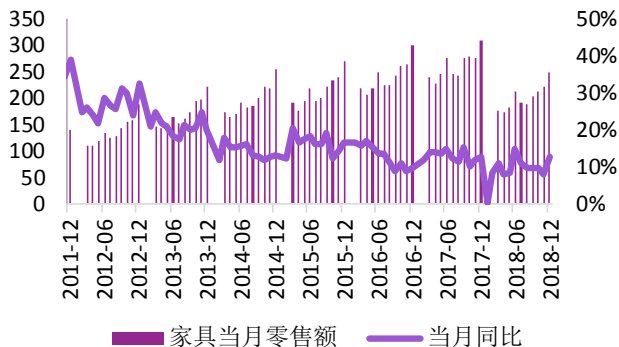
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 49: 建材家居卖场累计销售额 (亿元)



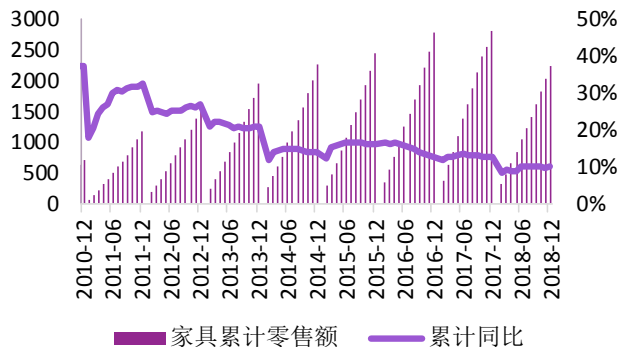
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 50: 家具类当月零售额 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 51: 家具类累计零售额 (亿元)

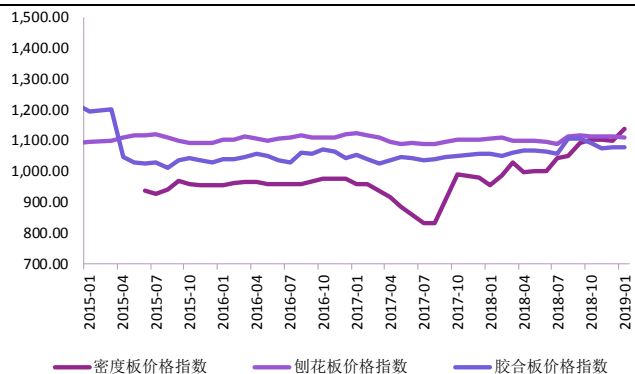


资料来源: Wind, 光大证券研究所

原材料数据:

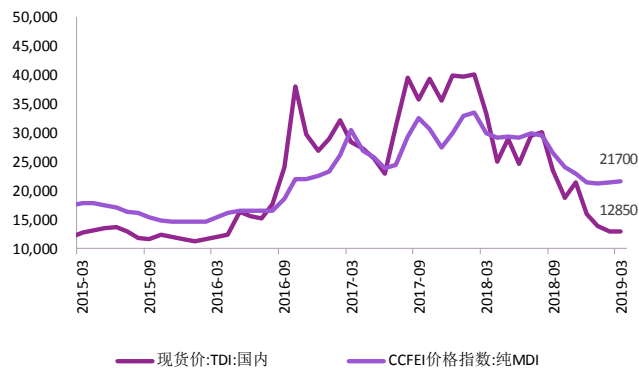
根据Wind 资讯数据,密度板1月的价格指数为1,139.74,月涨幅3.52%;刨花板1月价格指数为1109.86,月跌幅0.24%;胶合板1月的价格指数为1,078.05,月跌幅0.14%。国内TDI2019年3月的价格为12850元/吨,月跌幅0.39%;MDI3月的价格为21700元/吨,月涨幅0.93%。

图表 52: 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 53: 国内TDI、纯MDI当月价格 (元/吨)

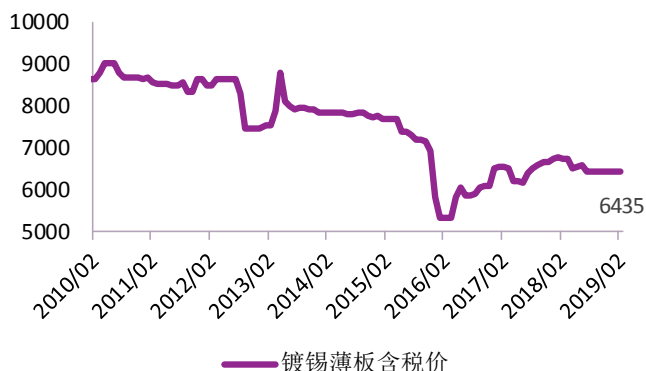


资料来源: Wind, 光大证券研究所

4.3、包装板块：卷烟产量 12 月累计同比下降 0.4%

包装：据 Wind 数据，镀锡薄板含税价为 6435 元/吨，较上周持平。

图表 54：镀锡薄板含税价格（元/吨）



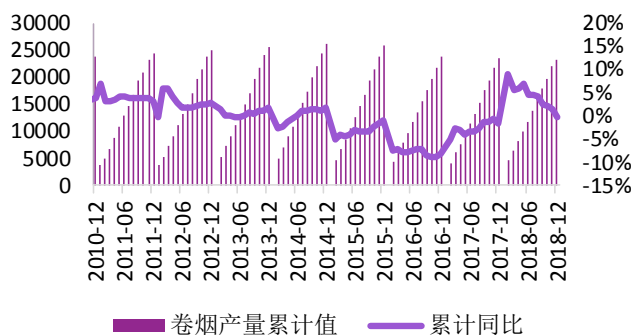
资料来源：Wind, 光大证券研究所

卷烟数据：

产销量方面，12 月卷烟产量累计值为 23356.2 亿支，累计同比下降 0.40%；9 月卷烟销量累计值为 3,763.07 万箱。

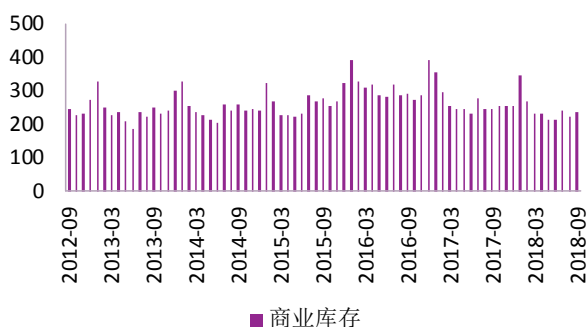
库存方面，9 月卷烟商业库存量为 234.60 万箱；9 月卷烟工业库存量为 180.85 万箱。

图表 55：卷烟产量累计值（亿支）及累计同比%



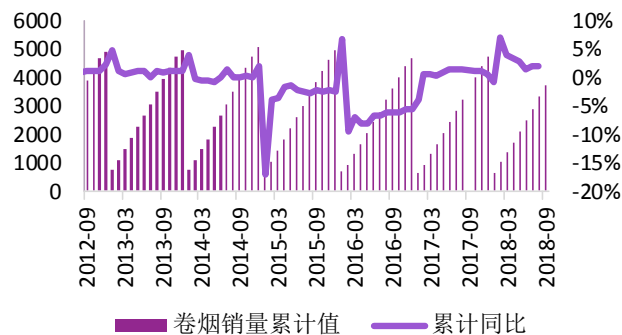
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图表 57：卷烟商业库存量（万箱）



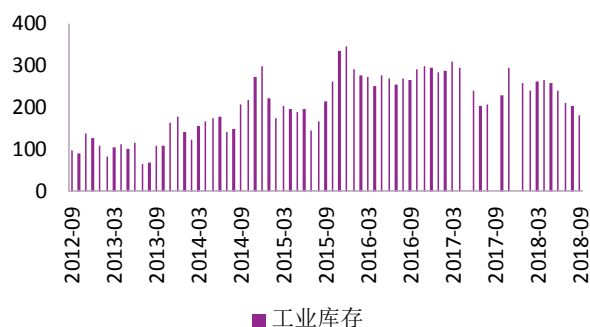
资料来源：Wind, 光大证券研究所

图表 56：卷烟销量累计值（万箱）



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图表 58：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 59：轻工行业市场新闻

行业	新闻
造纸	河南新增一瓦楞纸项目，总投资 5 亿。日前，河南金装环保科技有限公司年产 40 万吨纸制品包装材料项目进行了公众参与第一次公示。该项目属于新建项目，总投资 5 亿元，占地面积约 133400 平方米（200 亩），建设面积约 60 万平方米。项目分三期进行建设：一期建设规模为年产 15 万吨瓦楞原纸，二期建设规模为年产 15 万吨瓦楞原纸，三期建设规模为年产 10 万吨瓦楞原纸。
	江苏一纸业包装纸三期项目预计 2020 年 12 月投产。江苏省盐城市大丰区人民政府在今年初公示了江苏博汇纸业股份有限公司三期年产 40 万吨化学机械林浆及 100 万吨高档包装纸板项目环境影响评价文件。该项目投资总额 38.3 亿元，预计 2020 年 12 月投产。
	浙江和泓环保纸业年产 20 万吨高瓦生产线试机成功。2 月 26 日上午，浙江和泓环保纸业年产 20 万吨高瓦生产线试机成功，不日将正式投产。投资项目位于浙江省舟山市定海工业园区，该项目一期投资 2.8 亿元，纸机由江苏华东提供。
	山鹰华中纸业每隔 3 个月将投产一台纸机。山鹰华中纸业项目从正月初七开始全面复工，项目一期主体结构建设已全部完工。山鹰华中纸业总共有五条造纸生产线，每隔三个月将投产一条生产线。到 2020 年底，项目全部建设完工后，将成为华中地区最大的造纸厂。全部达产以后，将实现总产量 220 万吨，实现销售收入 80 个亿。
	玖龙计划年内新增四台纸机。玖龙纸业计划新增四台箱板纸机，产能合计 205 万吨/年，将于今年 2-3 季度陆续投产。4 台纸机投产后，再加上美国 4 家工厂的升级改造和扩产，玖龙纸业的总产能到 2021 年底将超过 1900 万吨。
家具	宜家将推出能净化室内空气的窗帘。据外媒 New Atlas 报道，宜家推出了可以净化室内空气的窗帘，采用与植物光合作用相似的原理。这种被称为 Gunrid 的窗帘由常规织物制成，该织物经过表面处理，用光催化剂矿物层涂覆它们。宜家尚未透露关于矿物层的具体细节。但外媒猜测着可能是二氧化钛，此前曾被用于净化空气的纺织品。

资料来源：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 60：本周公司公告和信息

公司名称	公告信息
劲嘉股份	关于公司获得高新技术企业认证的公告。公司于 2019 年 2 月 25 日收到由深圳市科技创新委员会、深圳市财政委员会、国家税务总局深圳市税务局联合颁发的《高新技术企业证书》。根据相关规定，公司高新技术企业认证通过后三年内（2018 年-2020 年），企业所得税按 15% 的税率征收。 关于回购公司股份的进展公告。截至 2019 年 2 月 28 日，公司累计回购股份 29,963,932 股，占公司目前总股本的 2.0045%，最高成交价为 8.74 元/股，最低成交价为 6.46 元/股，成交金额为 230,222,172.45 元（不含交易费用）。

索菲亚	关于全资子公司获得高新技术企业证书的公告。公司全资子公司索菲亚家居湖北有限公司于近日收到了湖北省科学技术厅、湖北省财政厅、国家税务总局湖北省税务局批准颁发的《高新技术企业证书》。
东港股份	2018 年度业绩快报。2018 年度，公司实现营业收入 15.46 亿元，较上年同期增长 8.13%；实现利润总额 2.99 亿元，较上年同期增长 10.16%；归属于上市公司股东的净利润 2.57 亿元，较上年同期增长 10.63%。
太阳纸业	2018 年度业绩快报。2018 年度，公司实现营业总收入 2,165,068 万元，比去年同期增加 275,639 万元，同比增长 14.59%；公司实现营业利润 266,457 万元，比去年同期减少 28,529 万元，同比降低 9.67%；利润总额为 269,524 万元，比去年同期减少 23,616 万元，同比降低 8.06%；归属于上市公司股东的净利润为 223,421 万元，比去年同期增加 20,998 万元，同比增长 10.37%。
中顺洁柔	2018 年度业绩快报。公司本年度营业收入为 567,853.02 万元，比去年上升 22.43%，归属于上市公司股东的净利润为 40,444.86 万元，比去年上升 15.87%。
尚品宅配	2018 年度业绩快报。公司 2018 年度实现营业总收入 664,537.10 万元，比上年同期增长 24.83%；营业利润 58,189.41 万元，比上年同期增长 26.20%；利润总额 58,422.60 万元，比上年同期增长 27.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 48,442.27 万元，比上年同期增长 27.46%。
鸿博股份	2018 年年度业绩快报。报告期内，公司实现营业收入 705,637,172.42 元，与上年同期相比增加 1.53%；实现归属于上市公司股东的净利润 5,698,831.97 元，与上年同期相比下降 47.04%。
顶固集创	2018 年度业绩快报。公司 2018 年实现营业收入 83,065.88 万元，比上年同期增长 2.86%；营业利润 8,473.33 万元，比上年同期增长 1.11%；利润总额 8,587.95 万元，比上年同期增长 1.01%；实现归属于上市公司股东的净利润 7,699.09 万元，比上年同期增长 3.61%。

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 0.49、0.58、0.70 元，当前股价对应 PE 为 20X、16X、14X。

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（电子发票、档案管理等）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 0.71、0.88、1.06 元，当前股价对应 PE 为 24X、19X、16X。

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，当前股价对应 PE 分别为 22X、16X、13X。

裕同科技：1、全面布局消费品包装，持续推动客户结构多元化，优质客户涵盖消费电子、智能家居、烟酒、大健康、化妆品、奢侈品等领域新客户的持续拓展和核心客户订单放量是收入增长的重要驱动力；2、公司定位为包装一体化解决方案提供商，有效提升公司在产业链的议价能力，提高产品附加值；3、原材料价格下行推动公司盈利能力回升；4、盈利预测：预计 18-20 年的 EPS 分别为 2.33 元、2.97 元、3.73 元，当前股价对应 PE 分别为 22X、17X、13X。

太阳纸业：1、公司为拥有海内外林浆纸一体化项目的综合性造纸龙头企业，产品品类多元化，业绩稳定性强；2、公司主要纸种铜版、胶版纸等价格已自高点出现较大幅度回落，而文化纸供需及竞争格局相对较好，我们认为 19 年文化纸均价将较为坚挺，驱动公司业绩增长；3、公司木浆自给水平较高，成本优势明显；4、溶解浆产品贡献利润弹性；5、盈利预测：预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.90 元、0.99 元、1.14 元，对应当前股价的 PE 分别为 8X、7X、6X。

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、浆价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 61：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	9.61	0.38	0.49	0.58	0.70	25	20	16	14	买入
002117	东港股份	16.95	0.64	0.71	0.88	1.06	27	24	19	16	买入
603816	顾家家居	54.38	1.91	2.48	3.33	4.33	28	22	16	13	增持
002831	裕同科技	50.24	2.33	2.33	2.97	3.73	22	22	17	13	增持
002078	太阳纸业	7.14	0.78	0.90	0.99	1.14	9	8	7	6	增持
002511	中顺洁柔	8.69	0.27	0.34	0.43	0.53	32	25	20	16	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价时间为 2019 年 03 月 01 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达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达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

上海市南京西路 1266 号恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

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@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com