

从索菲亚的年报看定制家居行业的变化

——造纸轻工行业周报 20190314

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: 从索菲亚的年报看定制家居行业的变化

除索菲亚已披露 18 年年报外, 部分定制企业已披露 18 年业绩快报或预告, 总体来看, 定制家居板块收入、利润端增速中枢仍呈下降态势。我们总结三方面原因: 1) 地产红利逐步减弱; 2) 行业竞争加剧; 3) 对经销商赋能使得工厂端盈利空间受到一定压缩。

关于两个核心问题的讨论:

定制家居企业的客流量是否明显下滑? 以索菲亚为例, 截至 18 年末其定制衣柜类客户数超过 55.4 万, 同比增长 3.35%, 客户数同比增速总体呈下降态势。目前来看, 在定制行业集中度持续小幅提升、公司保持较为积极的开店节奏背景下, 客户数增速仍呈现小幅下降态势, 我们认为地产景气下行带来的客流量下降是核心影响之一; 根据索菲亚的客户来源结构数据, 自然客流占比持续下降, 也是上述结论的佐证之一。但对于龙头企业而言, 其在产品、品牌、渠道、管理等各方面都具有一定优势, 因而将持续受益定制行业集中度的提升, 加上门店的积极扩张, 可部分对冲客流量阶段性下滑带来的影响。

客单价提升空间如何? 2018 年索菲亚定制衣柜及配套柜类实现客单价 10945 元/单 (出厂口径), 同比增长 9.89%, 2012-2018 年客单价复合增长率约为 12.22%, 总体保持稳步上升态势。在衣柜 2018 年出厂均价基本与 2017 年持平的基础上, 我们判断索菲亚客单价持续增长的主要驱动力来自单个客户购买柜子数的提升 (由衣柜延伸至电视柜、书柜、酒柜等), 其本质则是来源于公司大家居战略的持续推进, 客户的一站式采购需求推动了公司定制衣柜及配套柜类客单价的不断提升。

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、东港股份、裕同科技; 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，推荐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，我们认为白卡纸价格仍存在一定提升空间。

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；生活用纸板块推荐龙头企业中顺洁柔。

◆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	10.20	0.38	0.49	0.58	27	21	17	买入
002117	东港股份	18.27	0.64	0.71	0.88	29	26	21	买入
603816	顾家家居	54.99	1.91	2.48	3.33	29	22	17	增持
002831	裕同科技	56.65	2.33	2.33	2.97	24	24	19	增持
002078	太阳纸业	6.95	0.78	0.86	0.83	9	8	8	增持
002511	中顺洁柔	8.07	0.27	0.34	0.42	30	24	19	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 13 日

目 录

1、 本周专题：从索菲亚的年报看定制家居行业的变化.....	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赢沪深 300	7
2.2、 行业子板块涨跌幅与估值水平：本周珠宝首饰板块周涨幅达 8.18%.....	8
2.3、 个股涨跌幅：赫美集团、恒丰纸业、东方金钰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	9
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：本周纸张价格维持相对稳定.....	12
4.2、 家具板块：12 月家具零售额累计同比上涨 10.14%.....	17
4.3、 包装板块：卷烟产量 12 月累计同比下降 0.4%	19
5、 轻工行业及公司公告、要闻	20
5.1、 轻工行业市场新闻.....	20
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

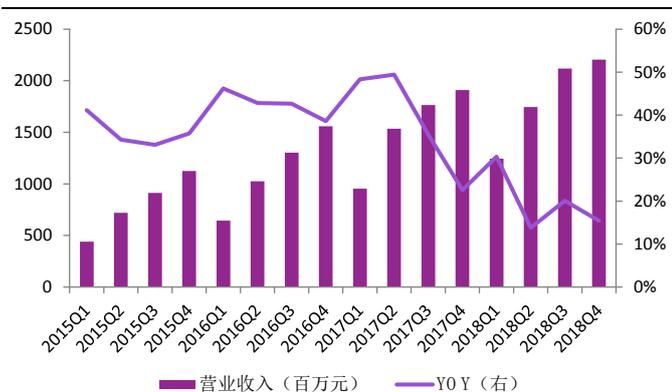
1、本周专题：从索菲亚的年报看定制家居行业的变化

索菲亚 18 年年报：增速中枢下移已有充分预期

索菲亚发布 18 年年报：18 年实现营业收入 73.11 亿元，同比增长 18.66%，归母净利润 9.59 亿元，同比增长 5.77%；其中 18Q4 单季度实现营业收入 22.05 亿元，同比增长 15.42%，归母净利润 2.67 亿元，同比下降 19.26%。

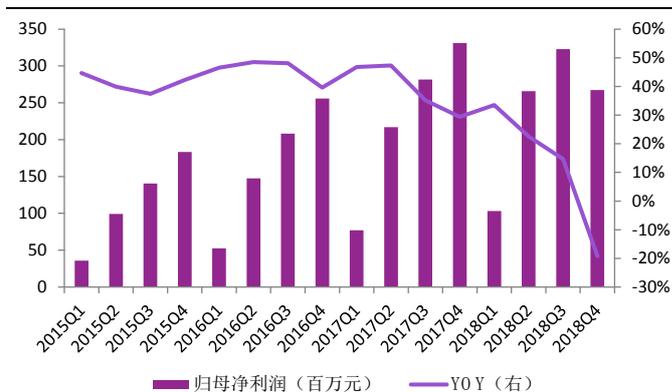
受行业竞争加剧、公司自身经销商及门店调整、促销力度加大等多方面因素影响，18Q4 公司收入、利润端增速总体仍呈下降态势：1) 收入端：公司 18Q4 单季收入同比增长 15.42%，增速下降至较低水平，主要受地产景气下行、行业竞争加剧、高基数等方面影响。另外，18 年公司加大门店翻新及经销商淘汰力度，也对接单带来一定影响。2) 利润端：18Q4 单季度实现归母净利润 2.67 亿元，同比下降 19.26%，利润端承压主要受公司经营策略调整影响，包括下调产品出厂价、加大促销力度，持续对经销商赋能（开店补贴和上样折扣）、加大营销费用投入等方面。我们认为，随着公司大家居战略的积极推进、渠道的扩张及优化、新品持续推出、经销商实力的不断提升等多方面的共同发力，未来公司收入端增速有望边际改善。

图表 1：索菲亚营收及增长（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 2：索菲亚归母净利润及增长（单季）



资料来源：Wind，光大证券研究所

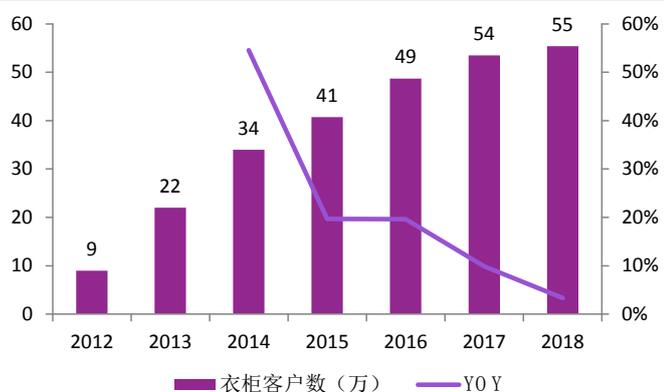
定制家居企业的客流量是否明显下滑？

以索菲亚为例，根据其 18 年年报，截至 18 年末公司定制衣柜类客户数超过 55.4 万，同比增长 3.35%，增速较 17 年下降 6.51pct，客户数同比增速总体呈下降态势。我们初步总结定制企业客户数增长的核心驱动因素来自两方面：1) 公司自身驱动力：包括门店扩张节奏、公司市场份额提升等；2) 行业驱动力：包括地产及消费行业景气程度等。

目前来看，在定制行业集中度持续提升、公司保持较为积极的开店节奏背景下，客户数增速仍呈现小幅下降态势，我们认为地产景气下行带来的客流量下降是核心影响之一；根据索菲亚的客户来源结构数据，自然客流占比持续下降，也是上述结论的佐证之一。但对于龙头企业而言，其在产品、

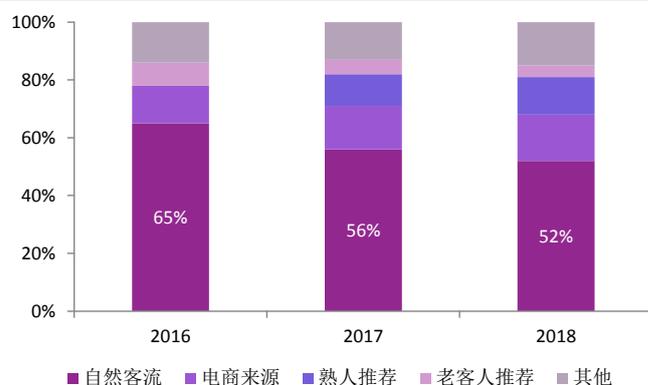
品牌、渠道、管理等各方面都具有一定优势，因而将持续受益定制行业集中度的提升，加上门店的积极扩张，可部分对冲客流量阶段性下滑带来的影响。

图表 3：索菲亚定制衣柜客户数及增长



资料来源：公司公告，年度公开业绩交流会，光大证券研究所

图表 4：索菲亚客户来源：自然客流占比持续下降



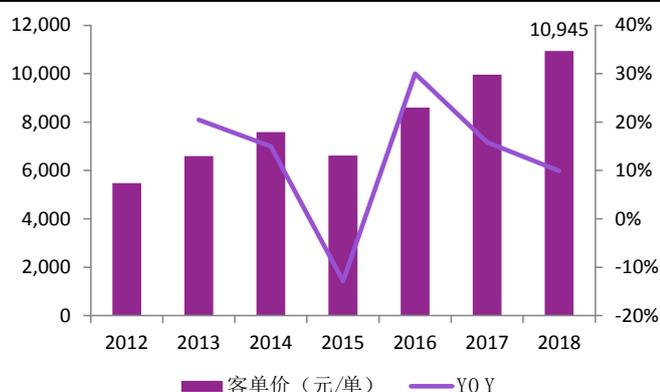
资料来源：年度公开业绩交流会，光大证券研究所

客单价提升空间如何？

2018年索菲亚定制衣柜及配套柜类实现客单价10945元/单（出厂口径），同比增长9.89%，2012-2018年客单价复合增长率约为12.22%，总体保持稳步上升态势（15年客单价明显下降主要因799促销套餐的推出）。在衣柜2018年出厂均价基本与2017年持平的基础上，我们判断索菲亚客单价持续增长的主要驱动力来自单个客户购买柜子数的提升（由衣柜延伸至电视柜、书柜、酒柜等），其本质则是来源于公司大家居战略的持续推进，客户的一站式采购需求推动了公司定制衣柜及配套柜类客单价的不断提升。

过去定制家居企业多以单一品类的橱柜或衣柜生产为主。近年来，随着消费者消费习惯的改变以及企业生产技术、供应链管理水平的提升，定制家居企业逐步从单一品类向多品类发展，全屋定制逐步成为定制行业的大趋势。从企业层面来看，多品类销售有利于促进各个品类之间的协同作用，满足消费者“一站式购物”的需求；同时能够提高产品及服务的附加值，实现客单价的持续提升。

图表 5：索菲亚定制衣柜客单价持续提升（出厂口径）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：2015年客单价明显下降主要因799促销套餐的推出

图表 6：18年索菲亚衣柜出厂价基本与17年持平



资料来源：Wind，光大证券研究所

定制家居：行业增速降档，变革期挑战与机遇并存

除索菲亚已披露 18 年年报外，部分定制企业已披露 18 年业绩快报或预告，总体来看，定制家居板块收入、利润端增速中枢仍呈下降态势：1) 尚品宅配 18 年业绩快报：18 年收入同比增 24.83%，归母净利润同比增 27.46%；其中 18Q4 单季收入同比增 15.71%，归母净利润同比增 9.97%，增速环比略有放缓。2) 欧派家居：预告 18 年收入、归母净利润同比增 15%~25%，业绩符合预期，整体增长相对较为稳健。3) 志邦家居 18 年业绩快报：18 年收入同比增 12.80%，归母净利润同比增 16.51%；其中 18Q4 单季收入同比增 4.00%，归母净利润同比下降 12.67%，收入、利润端增速环比也有所下降。

我们总结定制家居板块业绩增速降档主要受几方面影响：

1) **地产红利逐步减弱**：地产销售面积的下滑带来行业增速降档，虽然有存量房占比提升等对冲逻辑，但由此带来的销售下行的压力在中长期仍将对家居板块造成一定压制。

2) **行业竞争加剧**：这对企业经营带来了更大的挑战，一方面体现在各企业渠道扩张加快，渠道下沉的空间进一步压缩；另一方面体现在整装、成品等公司纷纷布局定制业务，前端流量被进一步分流，企业获客难度增加，引流成本显著上升。另外，行业竞争加剧使得企业纷纷推出低价引流套餐，叠加部分企业降价等举措，对定制家居企业盈利能力带来一定影响。

3) **对经销商赋能使得工厂端盈利空间受到一定压缩**：在定制行业增速降档的背景下，渠道扩张仍是企业完成全国性终端布局加强品牌力的重要抓手，而对经销商赋能（包括产品出厂价调整、终端开店补贴、上样折扣等形式）是激励经销商保持开店积极性以及保证服务品质的核心举措之一，但同时也会对工厂端的盈利空间也会带来一定挤压。

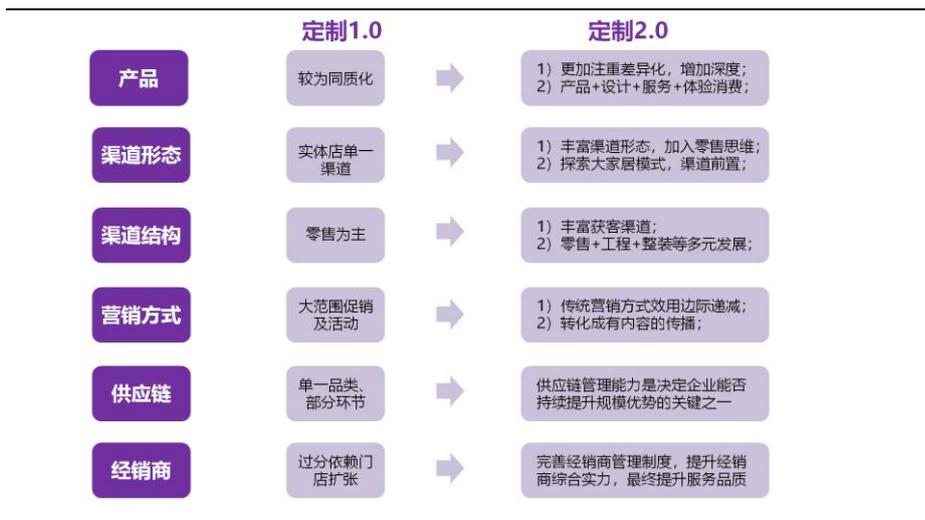
图表 7：定制家居板块重点公司 18 年业绩汇总

标的	公告类型	具体内容
索菲亚	18 年年报	18 年收入同比增 18.66%，归母净利润同比增 5.77%；其中 18Q4 单季收入同比增 15.42%，归母净利润同比下降 19.26%。
尚品宅配	18 年业绩快报	18 年收入同比增 24.83%，归母净利润同比增 27.46%；其中 18Q4 单季收入同比增 15.71%，归母净利润同比增 9.97%。
欧派家居	18 年业绩预告	18 年收入、净利润同比增长 15%~25%。
志邦家居	18 年业绩快报	18 年收入同比增 12.80%，归母净利润同比增 16.51%；其中 18Q4 单季收入同比增 4.00%，归母净利润同比下降 12.67%。
皮阿诺	18 年业绩快报	18 年收入同比增 34.34%，归母净利润同比增 37.95%；其中 18Q4 单季收入同比增 22.39%，归母净利润同比增 21.16%。
顶固集创	18 年业绩快报	18 年收入同比增 2.86%，归母净利润同比增 3.61%；其中 18Q4 单季收入同比下降 1.52%，归母净利润同比下降 20.20%。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

因此，面对地产、消费行业增速的下降趋势、行业竞争加剧等多方面因素，我们认为，定制家居行业正面临重要的变革期，体现在：制造模式向零售模式的转变（渠道和门店形态）、渠道结构（工程等渠道）、产品层次和深度、营销模式、经销商变革等方面。

图表 8：定制家居行业发展阶段 2.0



资料来源：光大证券研究所

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赢沪深 300

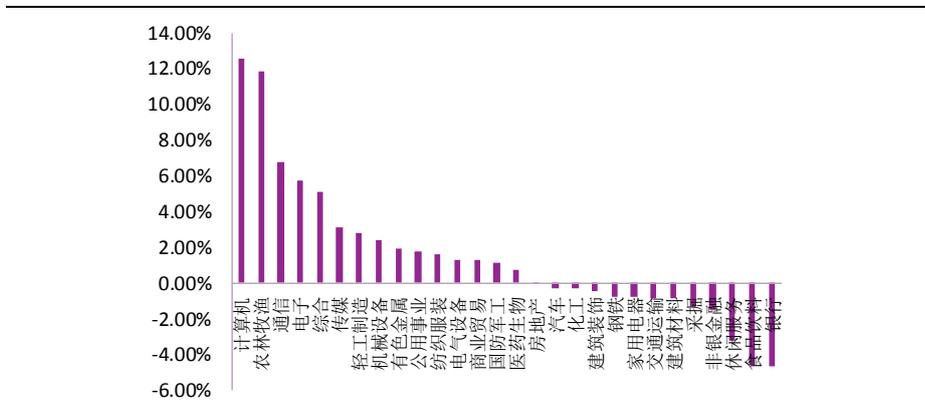
本周（2019.03.04-2019.03.08），上证综指报收 2969.86 点，周跌幅 0.81%；深证成指报收 9363.72 点，周涨幅 2.14%；同期沪深 300 指数跌幅 2.46%；轻工制造板块周涨幅 2.82%，整体跑赢沪深 300 指数；在申万一级行业指数中，轻工制造行业指数周涨幅排名第 7 位（涨幅由高到低排序）。

图表 9：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	-0.81%	0.98%	19.09%
深证成指	2.14%	3.67%	29.34%
沪深 300	-2.46%	-0.32%	21.49%
轻工制造板块	2.82%	3.15%	20.21%

资料来源：Wind, 光大证券研究所

图表 10：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：本周珠宝首饰板块周涨幅达 8.18%

细分子板块来看，三大核心子板块中包装印刷板块本周涨幅最高，周涨幅达 4.41%；家具板块本周上涨 3.38%；造纸板块本周下跌 0.02%；其它子板块方面，珠宝首饰板块本周上涨 8.18%，文娱用品板块本周下跌 1.88%。

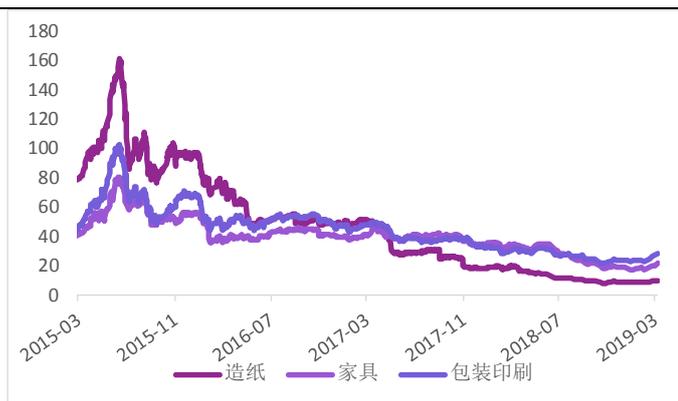
图表 11：轻工制造子板块涨跌幅

轻工子板块	本周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
造纸	-0.02%	-0.97%	17.52%
包装印刷	4.41%	5.18%	24.30%
家具	3.38%	3.99%	21.72%
其他家用轻工	1.12%	1.10%	22.64%
珠宝首饰	8.18%	8.67%	13.36%
文娱用品	-1.88%	0.05%	13.44%
其他轻工制造	24.29%	26.85%	43.39%

资料来源：Wind，光大证券研究所

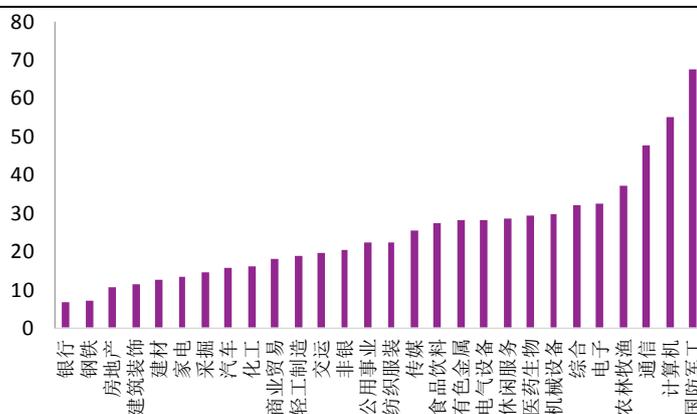
估值方面，本周轻工制造 PE(TTM)为 18.79x，其中家具、造纸、包装印刷 PE(TTM)分别 21.31x、9.70x、28.45x，均处于历史相对低位。横向来看，在全部申万一级行业中，轻工制造行业估值排名第 11 位（由低到高）。

图表 12：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 13：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：赫美集团、恒丰纸业、东方金钰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赫美集团（61.21%），恒丰纸业（31.09%），东方金钰（29.61%），新通联（28.73%），实丰文化（27.91%）；下跌幅度最大的前五家分别为高乐股份（-7.28%），中顺洁柔（-7.02%），邦宝益智（-6.70%），梦百合（-6.60%），群兴玩具（-5.41%）。

图表 14：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
赫美集团	61.21%	高乐股份	-7.28%
恒丰纸业	31.09%	中顺洁柔	-7.02%
东方金钰	29.61%	邦宝益智	-6.70%
新通联	28.73%	梦百合	-6.60%
实丰文化	27.91%	群兴玩具	-5.41%

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。这轮估值修复

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3月份涨价函，包括APP、亚太森博、晨鸣纸业、华泰纸业等，主要集中在文化纸等纸种，涨价幅度200-300元/吨。

图表 15：近期纸企涨价函汇总

企业	涨价纸种	涨幅	涨价起始日期
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
亚太森博（广东）	双胶纸 静电复印纸	上调 200 元/吨	19 年 3 月 1 日
晨鸣纸业	静电纸	上调 200 元/吨	19 年 3 月 1 日
华泰纸业	文化纸	上调 200 元/吨	19 年 3 月 1 日
晨鸣纸业	热敏纸	上调 300 元/吨	19 年 3 月 11 日
APP	复印纸	调涨	19 年 4 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、包装纸价格均维持相对稳定

文化纸方面：铜版纸本周市场均价 5583 元/吨，较上周上涨 17 元/吨；双胶纸市场均价 6033 元/吨，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，推荐文化纸龙头太阳纸业。

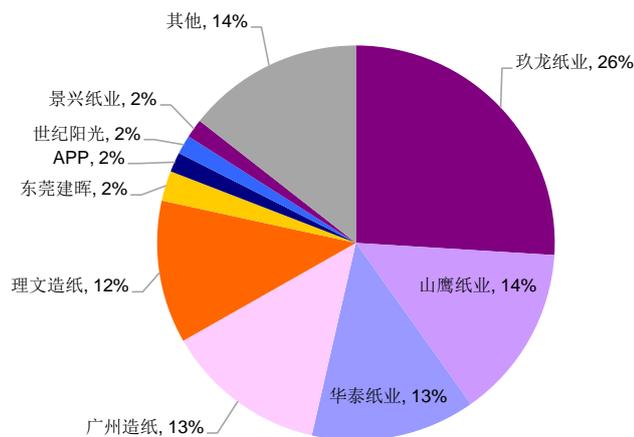
包装纸方面：箱板瓦楞纸：本周箱板纸市场均价 4660 元/吨，瓦楞纸均价 3933 元/吨，均与上周持平。近期箱板/瓦楞纸价格总体呈现回升态势，我们认为主要受益于：1) 春季补库存带动包装纸需求端略有回升；2) 前期纸厂停机带来短期供给下降；3) 工厂及渠道库存水平较低。我们认为在国废价格高位传导效应的背景下，箱板/瓦楞纸价格有望呈小幅回升态势，但涨价空间相对有限。**白卡纸：**本周白卡纸均价 5043 元/吨，与上周持平。

原材料价格方面：1) 浆价：本周外盘针叶浆价格小幅上涨，阔叶浆价格略有回落；国内木浆价格小幅回落。2) 国废价格：国废出厂均价 2439 元/吨，较上周上涨 44 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 16：2019 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

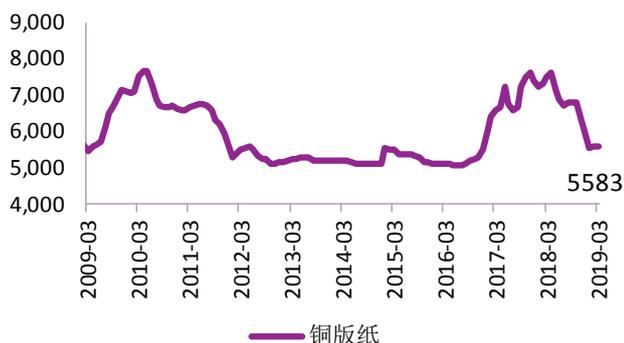
4、行业数据跟踪

4.1、造纸板块：本周纸张价格维持相对稳定

价格数据：

纸价方面，根据卓创资讯，截至3月8日，铜版纸本周市场均价5583元/吨，较上周上涨17元/吨；双胶纸市场均价6033元/吨，较上周持平；白卡纸均价5043元/吨，较上周持平；白板纸市场价4413元/吨，较上周持平；箱板纸均价4660元/吨，较上周持平；瓦楞纸均价3933元/吨，较上周持平。

图表 17：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 18：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 19：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 20：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 21：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 22：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 715 美元/吨, 较上周上涨 6 美元/吨, 国际阔叶浆外商均价 703 美元/吨, 较上周下降 18 美元/吨。国内针叶浆本周市场价格 5705 元/吨, 较上周下降 25 元/吨, 阔叶浆本周价格 5627 元/吨, 较上周下降 40 元/吨。废纸方面, 美废 11# 本周均价 141 美元/吨, 较上周下降 23 美元/吨。国废出厂均价 2439 元/吨, 较上周上涨 44 元/吨。

图表 23: 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 24: 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 25: 国内针叶浆价格 (元/吨)



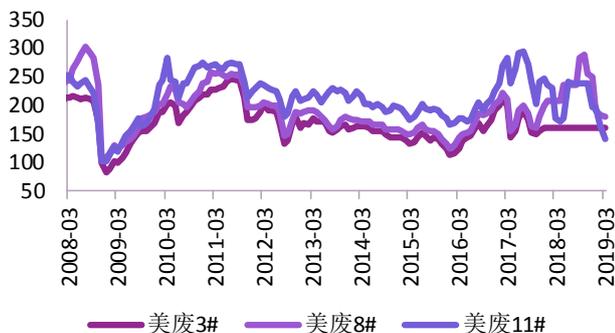
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 26: 国内阔叶浆价格 (元/吨)



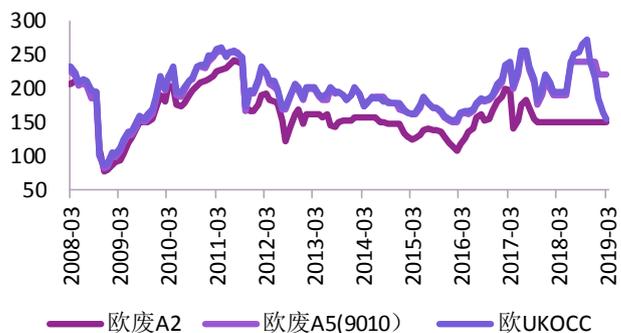
资料来源: wind, 光大证券研究所

图表 27: 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 28: 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 29: 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 7180 元/吨, 较上周下降 20 元/吨; 粘胶短纤市场价 13050 元/吨, 较上周下降 300 元/吨; 钛白粉现货价格为 16500 元/吨, 较上周上涨 50 元/吨; 棉花 328 价格指数 15548 元/吨, 较上周上涨 36 元/吨。

图表 30: 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 31: 粘胶短纤市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 32: 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 33: 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，2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1月下降，库存13天。2月份瓦楞纸的库存天数较上月有所上升，瓦楞纸企业库存12天。2月份箱板纸企业库存12天。

原材料库存方面，19年1月全球生产商木浆库存52天，较上月上涨8天；2月国内纸厂废纸天数有所下降，为8.38天，较上月下跌7%。

图表 34: 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 35: 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 36: 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 37: 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 38: 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 39: 全球生产商木浆库存 (天)

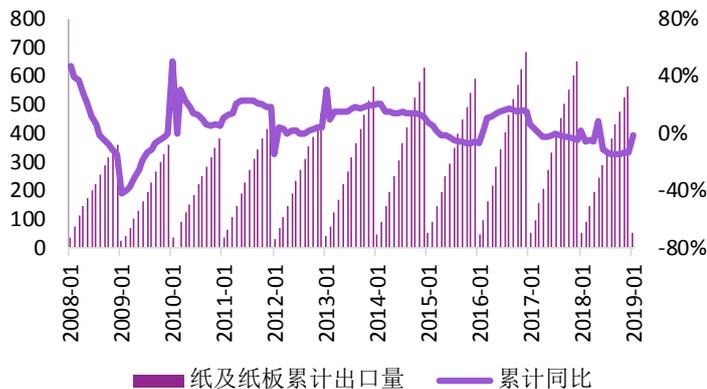


资料来源: Wind, 光大证券研究所

进出口数据:

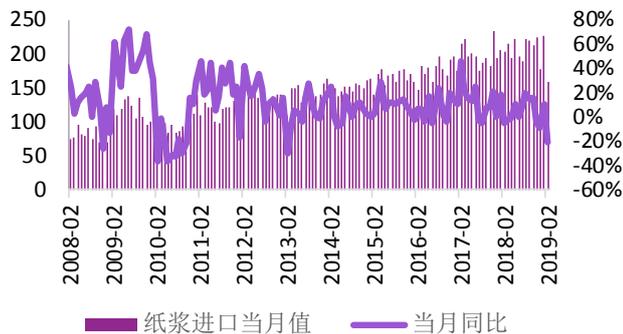
19年1月纸及纸板累计出口量为50万吨,同比下降1.10%;19年2月纸浆进口159万吨,同比下跌21.72%;19年1月废纸进口140万吨,同比上涨12.90%;瓦楞纸12月出口量为1900吨,同比下降42.48%;箱板纸12月出口量为1773吨,同比下降61.80%。

图表 40: 纸及纸板累计出口量 (万吨)



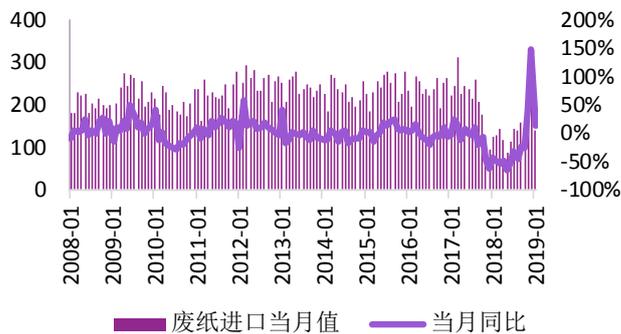
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 41: 纸浆当月进口值 (万吨)



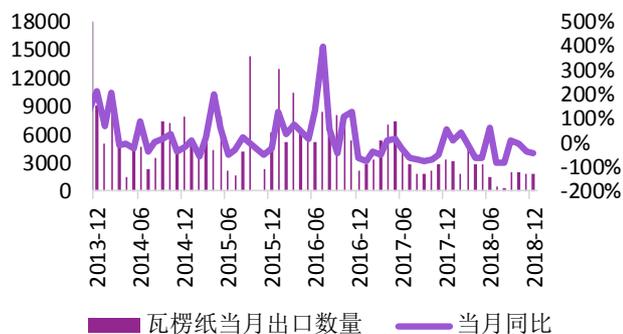
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 42: 废纸当月进口值 (万吨)



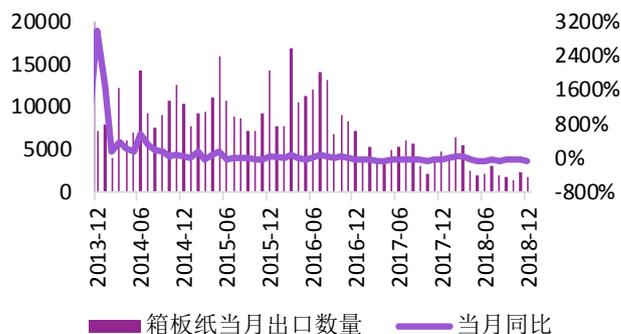
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 43: 瓦楞纸当月出口数量 (吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 44: 箱板纸当月出口数量 (吨)

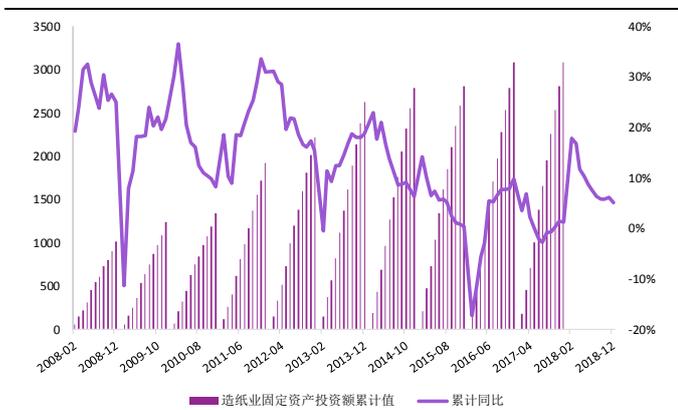


资料来源: Wind, 光大证券研究所

总量数据:

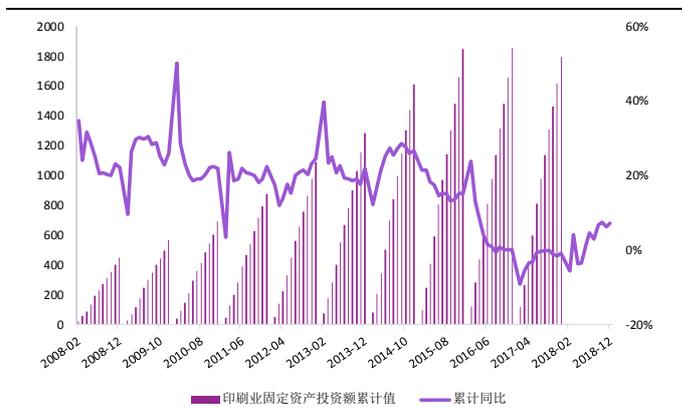
18年12月造纸业固定资产投资额累计同比增长5.10%;印刷业固定资产投资额累计同比增长7.20%。

图表 45: 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 46: 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:

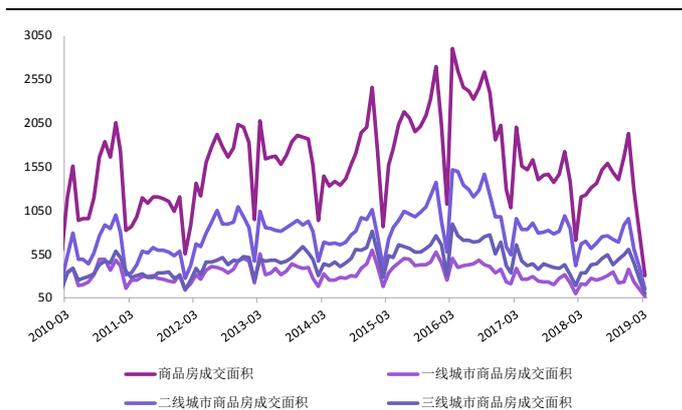
2018年12月商品房销售面积171654万平方米,累计同比增长1.30%;截至2019年3月8日,3月全国30大中城市商品房成交面积为300.23万平方米,其中以二线城市居多,成交面积达144.34万平方米,一线城市63.75万平方米,三线城市92.14万平方米;2018年12月房屋竣工面积累计93550万平方米,累计同比下降7.80%

图表 47: 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 48: 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 49: 房屋竣工面积累计值及增速 (万平方米)

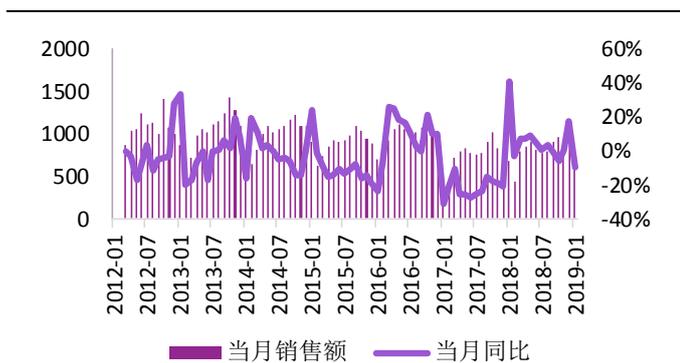


资料来源: Wind, 光大证券研究所

行业数据:

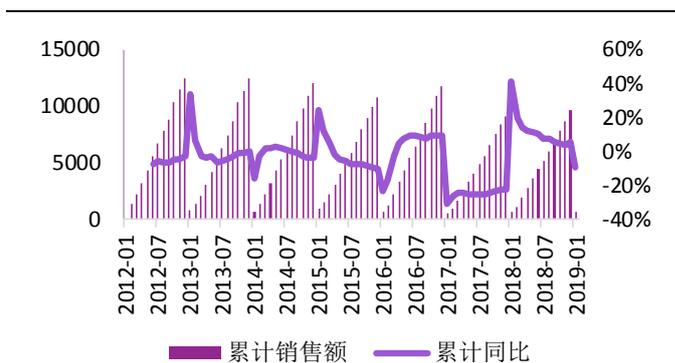
建材家居卖场 2019 年 1 月销售额达到 617 亿元, 同比下降 9.46%; 2019 年累计销售额达到 617 亿元, 同比下降 9.46%; 2018 年 12 月家具当月零售额为 250.5 亿元, 同比增长 12.67%, 累计销售额 2249.8 亿元, 累计同比增长 10.14%。

图表 50: 建材家居卖场当月销售额 (亿元)



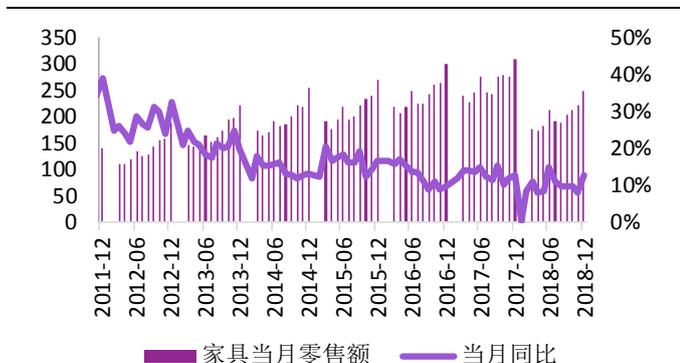
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 51: 建材家居卖场累计销售额 (亿元)



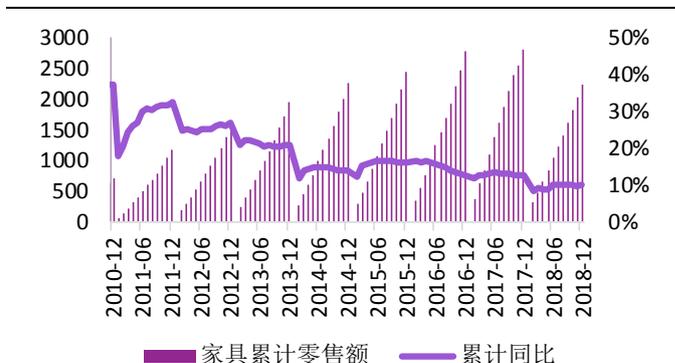
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 52: 家具类当月零售额 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 53: 家具类累计零售额 (亿元)

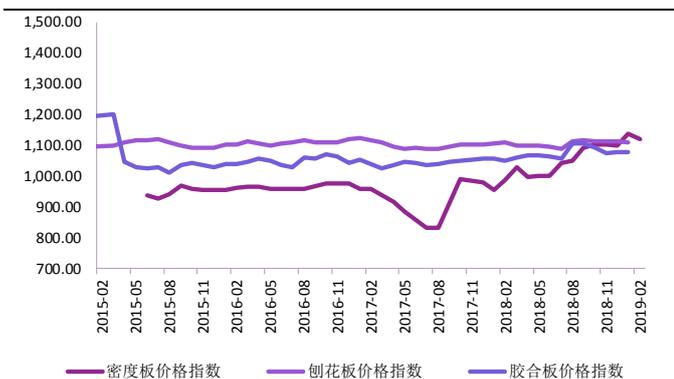


资料来源: Wind, 光大证券研究所

原材料数据:

根据Wind 资讯数据,密度板2月的价格指数为1,119.89,月跌幅1.74%;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13050元/吨,月涨幅1.16%;MDI3月的价格为22100元/吨,月涨幅2.79%。

图表 54: 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 55: 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 56: 镀锡薄板含税价格 (元/吨)



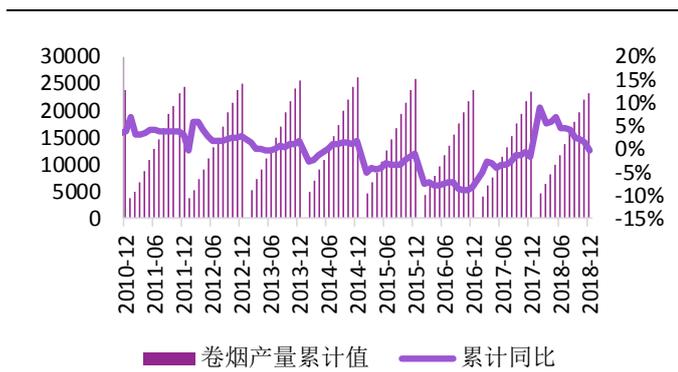
资料来源: Wind, 光大证券研究所

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。

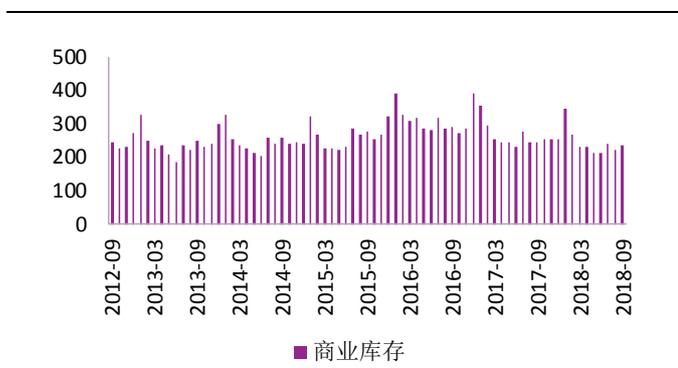
库存方面, 9 月卷烟商业库存量为 234.60 万箱; 9 月卷烟工业库存量为 180.85 万箱。

图表 57: 卷烟产量累计值 (亿支) 及累计同比%



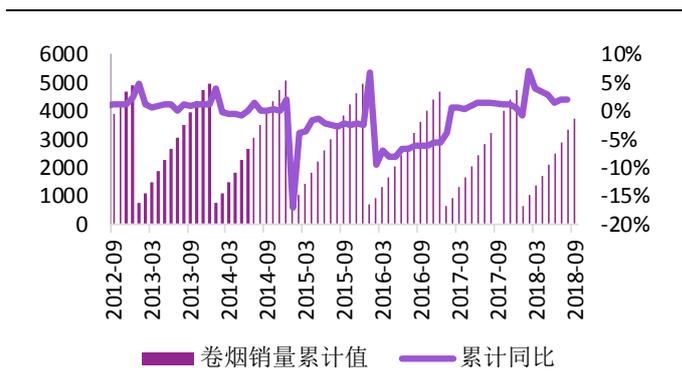
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 59: 卷烟商业库存量 (万箱)



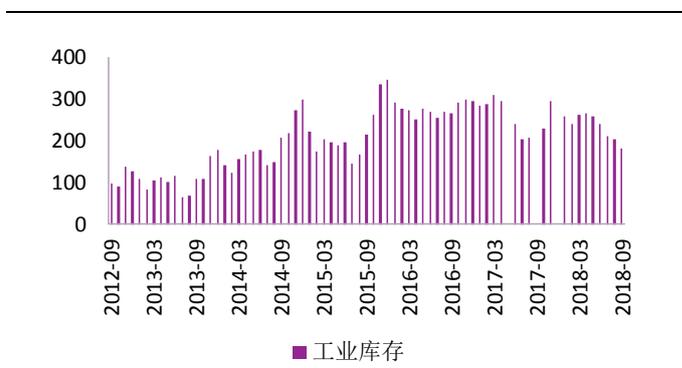
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 58: 卷烟销量累计值 (万箱)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图表 60: 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 61: 轻工行业市场新闻

行业	新闻
造纸	富阳一年产 30 万个纸箱、20 万个纸盒项目通过环评。3 月 4 日, 浙江省杭州市富阳区环保局发布了“关于 2019 年 02 月 25 日建设项目竣工环境保护验收审批决定的公告”, 其中包括杭州普年纸制品有限公司年生产纸箱 30 万只、纸盒 20 万只新建项目。该项目投资 150 万元, 环保投资 15 万元。
	广东兴艺和山东叶华合作投资的新公司签约落地。由广东兴艺数字印刷股份有限公司与山东叶华纸制品包装有限公司共同出资成立的山东兴艺数字印刷有限公司, 于 2019 年 3 月 5 日和济南市商河经济开发区签约成功。
	汕头一纸箱、纸盒项目补办环评手续。广东省汕头市生态环境局受理公示了《汕头市焱鑫印务有限公司纸箱、纸盒加工生产项目环境影响报告表》。该项目预计年产纸箱 20 万个、纸盒 200 万个, 合计约 550 吨。
	玖龙纸业美国 Fairmont 工厂已向中国出口再生浆。据 FastmarketsRISI 美国 3 月 1 日消息, NDPaper 公司 Fairmont 浆厂的再生浆产品已经开始销往中国。据悉, 该工厂的再生浆使用混合废纸和 OCC 生产。
家具	碧桂园进军智能家居。据 3 月 5 日报道, 由碧桂园集团、现代筑美家居共同投资建设的碧桂园·现代筑美绿色智能家居产业园举行开工仪式, 标志着房产巨头碧桂园正式进军智能家居行业, 成功建立智能家居制造基地, 开启自产自销模式, 强势进军卫浴行业, 抢占卫浴市场份额。

	天津第二家宜家预计今年5月底正式开业。3月6日，西青区区长白凤祥以及区政府相关部门负责同志，宜家中北店上半年开业，预计今年5月底正式开业运营。
--	---

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 62：本周公司公告和信息

公司名称	公告信息
山鹰纸业	关于公司全资子公司获得高新技术企业认定的公告。公司全资子公司福建省联盛纸业有限责任公司收到福建省科学技术厅、福建省财政厅和国家税务总局福建省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，认定公司全资子公司联盛纸业为高新技术企业，有效期三年。可享受高新技术企业的税收优惠政策，按 15% 的税率缴纳企业所得税。
索菲亚	2018 年年度审计报告。公司 2018 年实现营业收入 73.11 亿，同比增长 18.66%，归母净利润 9.59 亿，同比增长 5.77%，扣除非经常性损益的净利润为 9.17 亿，同比增长 4.63%。 关于全资子公司对外投资的公告。公司批准公司全资子公司索菲亚建筑装饰有限公司受让梁颖先生持有的广州鼎兴建筑装饰装修有限公司 70% 股权，对应梁颖先生已认缴但未实缴的 2100 万元出资额。鉴于梁颖先生未实缴该部分出资，双方协商同意，索菲亚建筑公司无需就上述的股权转让向梁颖先生支付任何转让价款。股权转让后，该部分未实缴出资额由索菲亚建筑公司以自有资金 2,100 万元负责实缴。
志邦家居	2018 年业绩快报。2018 年报告期内公司实现营业总收入 24.33 亿元，同比上年增长 12.80%，实现利润总额 3.20 亿元，同比上年增长 15.56%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.73 亿元，同比上年增长 16.51%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.53 亿，同比增长 12.61%。
我乐家居	关于公司获得高新技术企业证书的公告。公司收到由江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、国家税务总局江苏省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，有效期三年。本次系公司原高新技术企业证书有效期满后再次获得高新技术企业认定。公司享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策，即按 15% 的税率缴纳企业所得税。
亚振家具	关于通过国家高新技术企业认定的公告。公司于近日收到江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、国家税务总局及江苏省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，发证日期为 2018 年 10 月 24 日，有效期为三年。公司享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策，即按 15% 税率缴纳企业所得税。
晨鸣纸业	关于合作发起设立潍坊晨鸣新旧动能转换股权投资基金的公告。公司拟与晨鸣（青岛）资产管理有限公司、潍坊恒新资本管理有限公司、潍坊市金融控股集团有限公司、寿光市金投资产管理有限公司共同合作发起设立潍坊晨鸣新旧动能转换股权投资基金合伙企业（有限合伙）。全体合伙人认缴出资总额为人民币 100,000 万元，均以货币方式出资。其中公司作为有限合伙人出资人民币 79,000 万元，占比 79%。
通产丽星	2018 年年度报告摘要。公司 2018 年度营业收入 13.69 亿元，同比增长 10.89%，归属于母公司的净利润 0.82 亿元，同比增长 84.24%。
东港股份	关于试点推广中小微企业档案管理云平台的公告。中小微企业档案管理云平台我公司控股子公司东港瑞云档案管理有限公司与其他机构联合开发，并通过国家档案局验收的项目。该项目旨在为中小微企业提供档案体系建设指导、档案整理、档案存储、档案数字化以及档案应用等服务。近日，

	东港瑞云公司与北京经济技术开发区企业协会人力资源分会签署协议，双方将共同在北京经济技术开发区向区内中小微企业推广档案管理云平台。
岳阳林纸	关于全资子公司诚通凯胜生态中标雄安新区2019年植树造林项目(春季)的公告。公司全资子公司诚通凯胜生态建设有限公司于2019年3月7日收到《中标通知书》，雄安新区2019年植树造林项目(春季)设计施工总承包由诚通凯胜生态、中国诚通生态有限公司联合体中标。中标价为人民币84,523,838.73元。本项目位于新区东北侧沿边林带，内容为建设生态林，面积约7,687亩。

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21X、17X、15X。

风险提示：卷烟销量下行风险；客户拓展低于预期风险。

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、邮储银行卡类制作项目，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19-20年EPS 0.88、1.06元，当前股价对应PE为21X、17X。

风险提示：业务拓展不及预期；电子发票政策风险；合作进度低于预期。

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、17X、13X。

风险提示：地产景气下行；企业协同效应低于预期；渠道扩张低于预期。

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

24X、19X、15X。

风险提示：包装行业整合低于预期；新客户拓展低于预期；原材料价格上涨风险；汇率风险。

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0.86元、0.83元、0.96元，对应当前股价的PE分别为8X、8X、7X。

风险提示：原材料价格大幅波动风险；纸业需求不及预期风险。

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、0.42、0.52元，当前股价对应PE分别为24X、19X、16X。

风险提示：渠道扩张及下沉不及预期，木浆价格波动风险，新产品开拓不及预期。

图表 63：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	10.20	0.38	0.49	0.58	0.70	27	21	17	15	买入
002117	东港股份	18.27	0.64	0.71	0.88	1.06	29	26	21	17	买入
603816	顾家家居	54.99	1.91	2.48	3.33	4.33	29	22	17	13	增持
002831	裕同科技	56.65	2.33	2.33	2.97	3.73	24	24	19	15	增持
002078	太阳纸业	6.95	0.78	0.86	0.83	0.96	9	8	8	7	增持
002511	中顺洁柔	8.07	0.27	0.34	0.42	0.52	30	24	19	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13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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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，本公司的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，本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。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼