

轻工制造行业

315 透视电子烟，去伪存真行业加速发展

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-03-17

核心观点：

● 近期行业观点：地产数据较差无碍交房回暖，包装成长逻辑兑现

关注 2019 年上半年交付面积有望回暖带动家具估值反弹，全装修链条受政策催化弹性更大（惠达卫浴等）；包装龙头成长逻辑持续兑现，PSCP 模式运营质量改善现金流好转，矛盾显性化推动电子烟行业加速发展，关注 5G 催化 2020 年换机潮；造纸静候港口库存浆逐步消化，期待年中 PB 开启估值修复。

● 本周主题：315 透视电子烟危害，去伪存真行业有望加速发展

CCTV2 的 315 晚会警示电子烟诱导未成年人吸烟，含量标注不规范或超标，所含化学物质严重危害身体健康。我们前期即判断加热不燃烧烟具而非蒸汽式电子烟是未来发展方向，新型烟草发展矛盾的显性化反能倒逼监管明晰化，产业竞争格局有望更清晰，利好规范运营有资质的龙头企业加速发展；继续推荐劲嘉股份等进行新型烟草布局的上市公司。

● 行业数据更新

家居：上游原材料中，板材周度价格起伏不一，五金价格周度微涨；2019 年 1-2 月商品房销售面积略有转冷，累计同比减少 3.6%，新开工面积小幅增加，累计同比增长 6%，商品房竣工面积累计同比下降 11.9%。家具行业 2 月零售额累计同比增长 0.70%，A 股家具公司中，索菲亚、尚品宅配、顾家家居 P/E 均从历史低点附近开始震荡回升。

造纸：行业补库暂告一段落，包装纸价格回落。瓦楞及箱板纸市场呈疲软下滑走势，文化纸逐步进入上半年需求旺季，双胶纸涨价函逐步落实。原材料方面，国废价格随纸价回落，外废市场延续弱势震荡格局，木浆港口库存高位压制浆价上涨弹性。

包装及文娱：部分原材料价格有所回升，文化办公用品零售额同比回升。从价格周环比看，双胶纸 6075.00 元/吨，环比增长 0.21%；白卡纸 5042.00 元/吨，环比增长 1.92%；2019 年 1-2 月文具办公用品零售额 443.00 亿元，同比增长 8.8%。

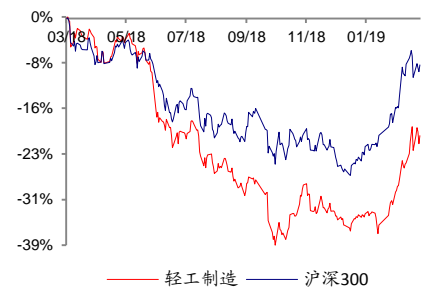
● 资本运作更新：

近期（3.2—3.15）皮阿诺分别出资 1000 万港币设立皮阿诺（香港）国际有限公司、1 亿人民币设立中山盛和德成投资发展有限公司、3000 万人民币设立深圳市吡咕智能家居科技有限公司。中顺洁柔公布股权激励，授予权益 4481.6 万份；姚记扑克向 5 名激励对象授予总计 178 万份权益。

● 风险提示

数据存在滞后；地产持续低迷，家居竞争更激烈；造纸需求下滑超预期，供给大量释放；包装成本下滑中小企业复苏，经济下行外包量减少。

相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

轻工制造行业:全球视角浆价判断，太阳纸业估值重构	2019-03-11
精装潮（四）:竣工修复全装加速，关注滞涨工程单标的	2019-03-04
定制家具行业:首战即决战，定制家具 315 促销的背后	2019-02-24

联系人：陆逸 021-60750604

gfluyi@gf.com.cn

联系人：徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价(元)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/15	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
劲嘉股份	002191.SZ	买入	人民币	10.26	0.49	0.58	20.9	17.7	21.1	16.3	10.80%	12.10%
惠达卫浴	603385.SH	买入	人民币	10.37	0.68	0.78	15.3	13.3	8.7	7.5	7.70%	8.20%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、近期行业观点.....	6
二、315 透视“电子烟”，否极泰来行业有望加速发展.....	7
三、行业数据跟踪.....	12
3.1 家居板块：板材价格涨跌不一，周度商品房销售回暖.....	12
3.2 造纸板块：包装纸价格疲软下滑，文化纸稳中上扬.....	16
3.3 包装文娱板块：部分纸包原材料价格持续回升.....	20
四、板块资本运作.....	25
风险提示.....	29

图表索引

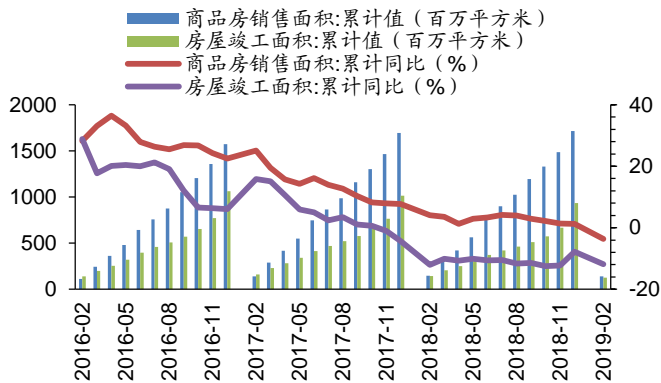
图 1: 地产月度销售与竣工面积.....	6
图 2: 全装修 2018 年市场规模以及渗透率	6
图 3: 合兴包装 PSCP 毛利率与现金流.....	6
图 4: 港口纸浆库存天数.....	6
图 5: 电子烟甲醛浓度含量	7
图 6: 电子烟尼古丁含量超标或标注不规范	7
图 7: 蒸汽式烟油的主要成分与加工过程	7
图 8: 历年烟草利税历年占国内财政收入的比重	7
图 9: 全球人口吸烟率有所下降.....	8
图 10: 2012-2017 年中国电子烟销售额.....	8
图 11: 烟草行业的两次升级遵循同一主线	9
图 12: 电子烟消费者占烟民的比例	9
图 13: 在国内禁售烟弹背景下, 烟具售卖依然如火如荼	10
图 14: 劲嘉股份新型烟草产品	11
图 15: 劲嘉股份在新型烟草领域的战略布局	11
图 16: 中纤板价格指数	12
图 17: 刨花板价格指数	12
图 18: 细木工板价格指数.....	12
图 19: 指接板价格指数	12
图 20: 五金材料价格指数.....	13
图 21: 五金零部件价格指数.....	13
图 22: 4 大一线城市新房周成交	13
图 23: 13 个二线城市新房周成交	13
图 24: 23 个三线城市新房周成交	13
图 25: 2 大一线城市二手房周成交.....	13
图 26: 11 个二三线城市二手房周成交	14
图 27: 13 城市二手房周成交.....	14
图 28: 家具行业零售额及同比	14
图 29: 商品房销售面积及同比	15
图 30: 商品房销售额及增速	15
图 31: 购置土地面积及同比	15
图 32: 商品房新开工面积及同比.....	15
图 33: 商品房施工面积及同比	15
图 34: 商品房竣工面积及同比	15
图 35: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	16
图 36: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	16
图 37: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	16
图 38: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	16
图 39: 国废价格小幅回落 (元/吨)	17

图 40: 木浆市场价格有所回落	17
图 41: 木浆港口库存量维持高位	17
图 42: 溶解浆价格低位企稳	18
图 43: 箱板瓦楞纸大厂下调价格导致市场交投偏弱 (元/吨)	18
图 44: 2 月末包装纸库存量有所回升	19
图 45: 双胶纸提价函逐步落地 (元/吨)	19
图 46: 生活用纸价格走势相对平稳	20
图 47: 社会零售总额: 当月值	20
图 48: 社会零售总额: 累计值	20
图 49: 白酒产量	21
图 50: 啤酒产量	21
图 51: 软饮料产量	21
图 52: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	21
图 53: 烟草产量	21
图 54: 烟草销量结构占比	21
图 55: 卷烟工商库存	22
图 56: 卷烟商业库存	22
图 57: 消费电子—智能手机	22
图 58: 消费电子—平板电脑	22
图 59: 消费电子—PC	22
图 60: 消费电子总出货量—3C	22
图 61: 家电—空调产量	23
图 62: 家电—家用冰箱产量	23
图 63: 包装原材料价格—纸类	23
图 64: 包装原材料价格—塑料	23
图 65: 包装原材料价格—金属 (镀锡板卷)	24
图 66: 包装原材料价格—玻璃	24
图 67: 文具办公用品零售额累计值	24
图 68: 文具办公用品零售额单月值	24
表 1: 国内加热不燃烧电子烟的主要政策梳理	8
表 2: 国际主要国家对两类新型烟草的监管归纳	9
表 3: 2018 年国内电子烟公司公开融资情况	10
表 4: 公司股份回购	25
表 5: 公司股权质押	25
表 6: 公司股权解除质押	26
表 7: 公司对外投资	26
表 8: 公司公告增、减持进度	27
表 9: 公司股权激励	28

一、近期行业观点

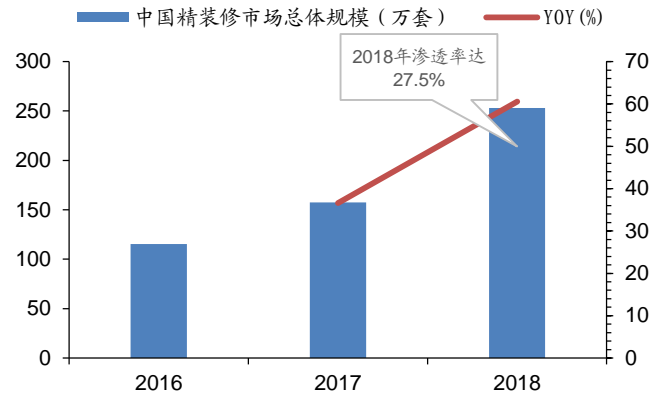
近期行业观点：关注2019年上半年交付面积有望回暖带动家具估值反弹，全装修链条受政策催化弹性更大（惠达卫浴等）；包装龙头成长逻辑持续兑现，PSCP模式运营质量改善现金流好转，矛盾显性化推动电子烟行业加速发展，关注5G催化2020年换机潮；造纸静候港口库存浆消化期待年中PB估值修复。

图 1：地产月度销售与竣工面积



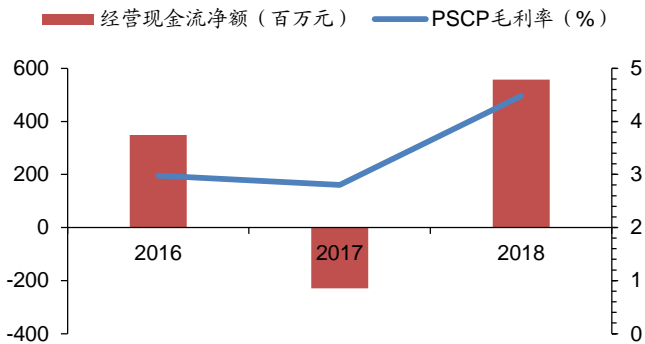
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：全装修2018年市场规模以及渗透率



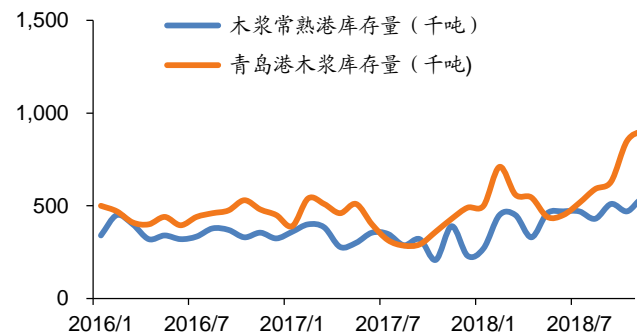
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 3：合兴包装 PSCP 毛利率与现金流



数据来源：Wind、合兴包装年报、广发证券发展研究中心

图4：港口纸浆库存天数

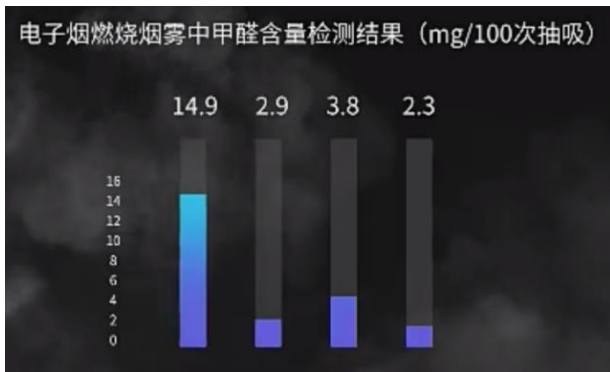


数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

二、315 透视“电子烟”，否极泰来行业有望加速发展

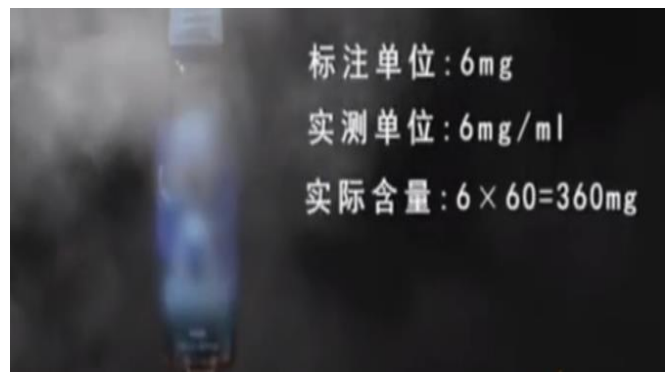
事件：财经频道315晚会预警电子烟对健康危害，4分钟时段的视频批评集中如下：（1）电子烟由于吸食方式炫酷，提示为非烟草制品，诱导非吸烟青少年转为吸烟者；（2）电子烟标榜健康，部分厂家电子烟尼古丁含量超标或故意标注不规范，健康危害较大；（3）测试电子烟的烟雾中甲醛浓度含量是室内最高甲醛浓度标准的数十倍乃至几百倍，加热气化的丙二醇和甘油所长期积累的微量元素对人体也非常有害。

图 5：电子烟甲醛浓度含量



数据来源：CCTV2、广发证券发展研究中心

图6：电子烟尼古丁含量超标或标注不规范

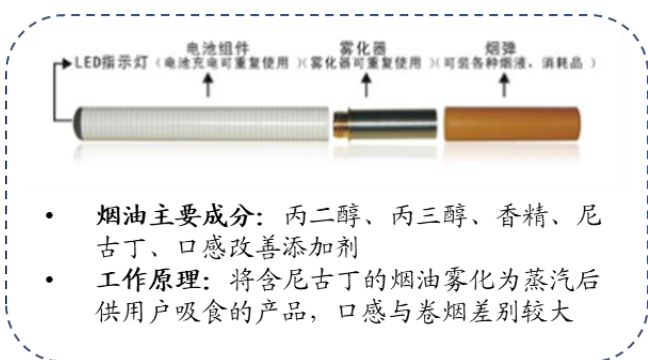


数据来源：CCTV2、广发证券发展研究中心

315晚会批评凸显底线思维，行业发展路径愈发清晰。新型烟草各类分支中，加热不燃烧电子烟比蒸汽式电子烟更具前景。我们2019年1月2日的报告中《Juul巨额年终奖的背后：论电子烟行业竞争力》中就判断加热不燃烧电子烟的发展优于蒸汽式电子烟，下文简要重复下核心原因：

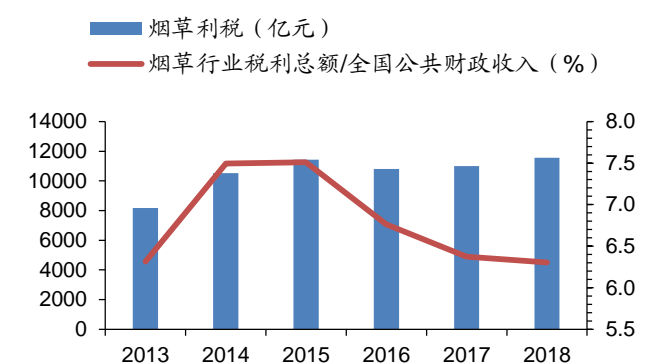
- （1）蒸汽式电子烟不使用烟草，大规模的售卖将会降低烟民对烟草的消费量，加热不燃烧电子烟所使用的烟弹仍由烟草制成。

图 7：蒸汽式烟油的主要成分与加工过程



数据来源：中国香烟网、广发证券发展研究中心

图8：历年烟草利税历年占国内财政收入的比重

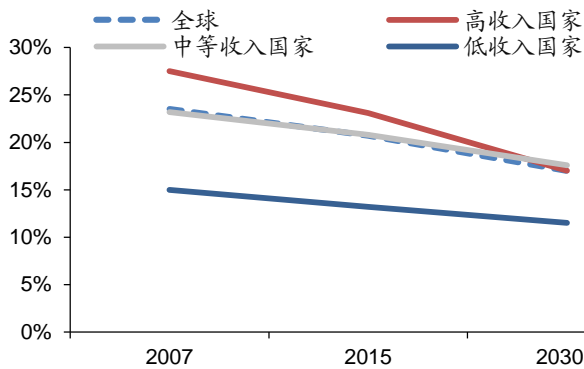


数据来源：Wind、中国香烟网、广发证券发展研究中心

- （2）控烟协会与烟草公司保证各自核心利益的底线是降人提价，而非扩人降

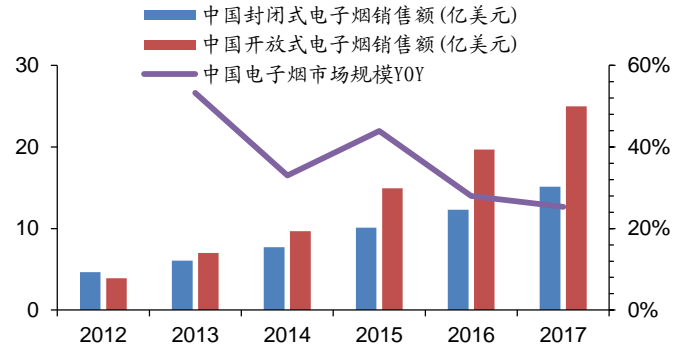
价。WHO 2003年建立烟草控制框架公约，呼吁所有国家开展国际合作，遏制全球烟草消费的流行。中国作为缔约方，受国际控烟组织的监督观察，在全球吸烟人数稳步减少背景下，蒸汽式电子烟由于售价低廉造型酷炫，诱使青少年转化为吸烟者的现象触碰了控烟组织的底线，其发展的舆论阻力大大增加。加热不燃烧电子烟的客群仍限定在吸烟人群，且客单价预计高于传统烟草，是中烟公司提升客单价的潜在重要抓手。

图 9: 全球人口吸烟率有所下降



数据来源:《全球烟草流行报告》、广发证券发展研究中心

图 10: 2012-2017 年中国电子烟销售额



数据来源:《全球烟草流行报告》、广发证券发展研究中心

(3) 相比于加热不燃烧电子烟受烟草专卖管辖，蒸汽式电子烟如何受监管成疑。

《烟草专卖法》是为了有计划组织烟草产品的生产经营、实行烟草专卖管理、保证国家财政收入而制定的法律，其第二条规定了烟草专卖品的指代范围。2017年5月，国家烟草专卖局印发《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》，明确了加热不燃烧卷烟属于烟草制品的范畴。相对于加热不燃烧而言，很多蒸汽式电子烟不含烟草成分，因此缺乏明确的监管。315批评蒸汽式电子烟的乱象正是因为该产品究竟属于食品、烟草还是医疗管辖难以划分，导致乱象频出。目前，国际上大部分国家如美国、韩国等，都是将电子烟作为烟草产品进行监管。也有部分国家，如英国、韩国根据尼古丁对电子烟进行了区分，即不含尼古丁电子烟可作为消费品进行监管。

表 1: 国内加热不燃烧电子烟的主要政策梳理

时间	政策法规	主要内容
2017 年 5 月	《关于落实开展加热不燃烧卷烟监管工作的通知》	加热不燃烧卷烟（以下统称“新型卷烟”）与传统卷烟没有本质区别，其原料依然是烟叶，属于烟草专卖品，各单位必须高度重视，切实加强监管。
2017 年 10 月	《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。
2018 年 7 月	《国家烟草专卖局关于印发 2018 年全面深化改革工作要点的通知》	对纳入专卖监管范畴的新型烟草制品，要进一步研究制订市场监管、鉴别检验、案件移送等方面的相关政策规定；积极推进电子烟等新型烟草制品纳入监管，进一步加强电子烟的市场

分析和监管模式研究，协调配合立法部门制定有效的监管政策和可行措施。

数据来源：国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

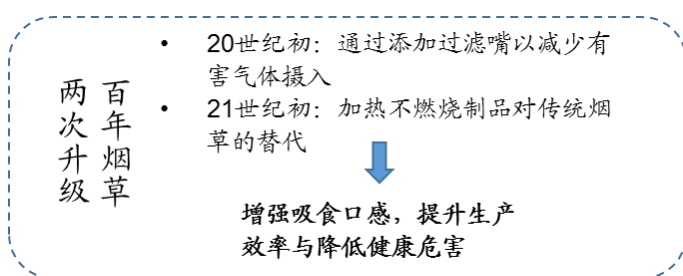
表2: 国际主要国家对两类新型烟草的监管归纳

国家	市场准入要求
英国	电子烟产品上市前必须按照烟草产品指令（TPD）的要求经过审批并提供年度报告，电子烟跨境销售需注册。
美国	烟草制品制造与进口商必须通过美国食品药品监督管理局（FDA）的PMTA认证才可上市。
韩国	烟草制造与进口商必须在政府注册产品且所有烟油需通过KFDA认证。

数据来源：TPD、FDA、广发证券发展研究中心

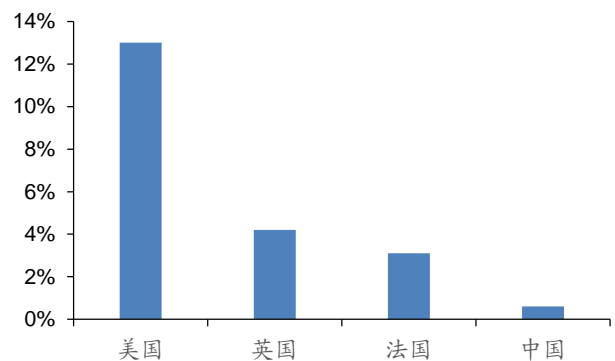
百年烟草的二次升级，新型烟草发展大势所趋。纵观烟草行业百年发展史，烟草制品升级的主线是增强吸食口感，提升生产效率与降低健康危害，一如烟草制品20世纪初通过添加过滤嘴以减少有害气体摄入。详细内容可参加我司2019年2月18日发布的《烟草专题：全球视野观察，下行周期具韧性，成长节奏看创新》。2010年开始的加热不燃烧制品对传统烟草的替代也遵循着以上的升级主线，从全球观察，新型烟草在过去5年在全球迅速发展，菲莫国际推出的IQOS用户数从2017Q1的290万人，到2018Q4发展到960万人。中国各大电商平台与线下售卖琳琅满目的烟具验证了国内烟民旺盛的消费升级需求。

图 11: 烟草行业的两次升级遵循同一主线



数据来源：国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

图12: 电子烟消费者占烟民的比例



数据来源：观研天下、广发证券发展研究中心

矛盾显性化有助监管加速出台，利好运营规范有资质的龙头企业。相比于媒体一致在315晚会后对新型烟草转向悲观，我们反认为本次电子烟发展矛盾的显性化有助于相关部门尽快出台相关政策以明晰产业发展。在新型烟草发展趋势难改背景下，一味封堵反而可能逼迫消费者选择海外或非法的消费渠道，一方面可能使矛盾进一步升级，一方面也不利于国内烟草利税总额的持续稳定提升。更为清晰的监管环境

有利于产业加大对加热不燃烧新型烟草投资，并将运营不规范的电子烟企业清出市场，行业竞争格局有望进一步清晰，利好运营规范的龙头企业。

图13: 在国内禁售烟弹背景下，烟具售卖依然如火如荼



数据来源：淘宝网、广发证券发展研究中心

表3: 2018年国内电子烟公司公开融资情况

企业	融资轮次与累计融资	投资方
RELX 悦刻	天使轮; 3800 万元	源码/IDG
IJOY 艾卓依	A 轮; 3 亿元	未公开
精盐科技	Pre-A; 2000 万元	动域资本
智胜致能	Pre-A; 3000 万元	未公开
意博电子	未公开; 7000 万元	意华股份
Gipro 龙舞	天使轮; 数千万元	同伟创业

数据来源：IT桔子、广发证券发展研究中心

看好劲嘉股份等布局加热不燃烧电子烟的上市公司。在未来新型烟草监管有望收紧背景下，劲嘉股份与云南中烟等多家省级中烟公司合作，通过子公司劲嘉科技向中烟公司提供新型烟草研发服务，与云南中烟合资成立嘉玉科技试水配套烟具，精准卡位中烟公司新型烟草的烟具配套。作为上市公司运营规范高度重视合规性，为中烟公司提供配套服务从而享受成长红利，业务具备较高的合规性、稳健性。

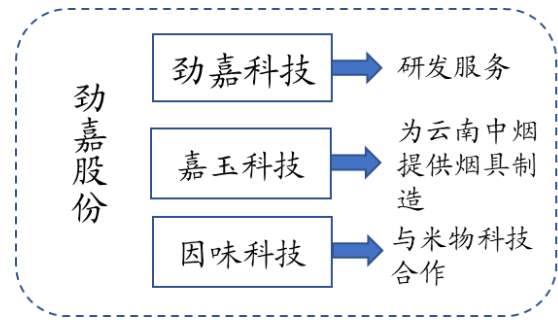
目前公司的几家子公司劲嘉科技、嘉玉科技、因味科技，分别面向新型烟草的研发、制造、设计。2018年11月，云南中烟新品发布会上，正式发布全球首款可燃可烤烟具VIPN，以及烟具MC系列。劲嘉股份详细推荐逻辑详见我司2019年1月18日发布的劲嘉股份深度报告《劲嘉股份：烟标主业向阳而生，大包装破茧成蝶》，预计公司2019-2020年EPS 0.58、0.68元，维持“买入”评级。

图 14: 劲嘉股份新型烟草产品



数据来源: 烟草在线、广发证券发展研究中心

图 15: 劲嘉股份在新型烟草领域的战略布局



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

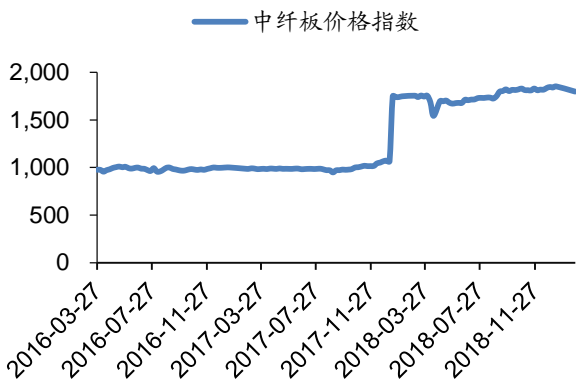
三、行业数据跟踪

3.1 家居板块：板材价格涨跌不一，周度商品房销售回暖

3.1.1 上游原材料价格跟踪

板材价格周度涨跌不一。本周刨花板、指接板价格上涨，中纤板、细木工板价格下滑；从同比波动上看，中纤板和指接板价格上涨，其余同比下跌。其中，中纤板价格指数为 1790.88，环比下降 0.48%；刨花板价格指数为 1112.03，环比下降 0.07%；细木工板价格指数为 918.15，环比下降 0.13%；指接板价格指数为 841.93，环比上涨 0.50%。

图16：中纤板价格指数



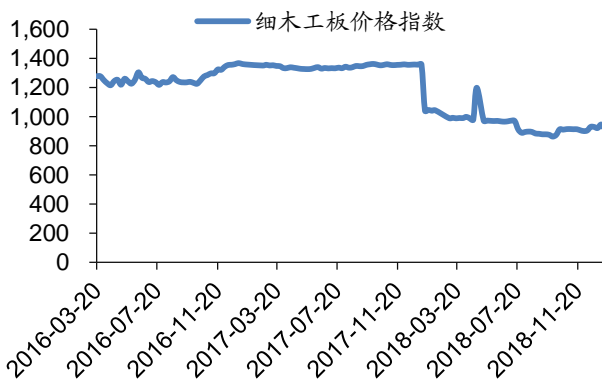
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图17：刨花板价格指数



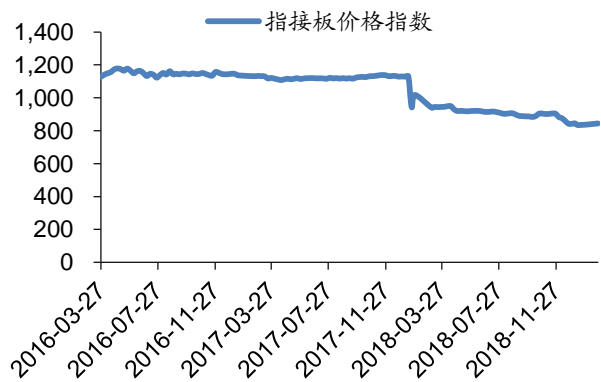
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图18：细木工板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图19：指接板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

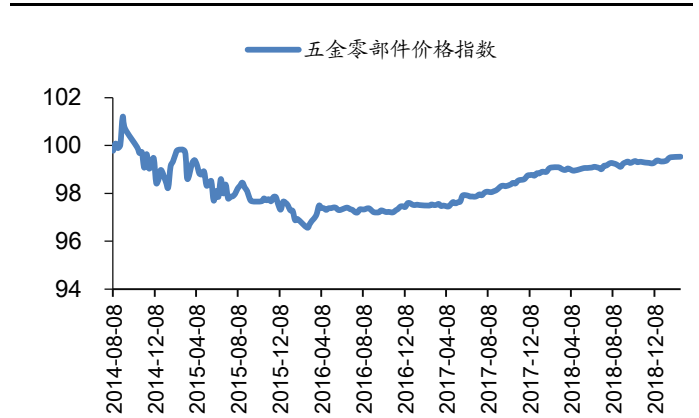
五金价格周度微涨。本周五金材料与五金零部件价格微涨；五金材料价格指数为98.68，与上周相同；五金零部件价格指数为99.34，环比上涨0.01%。

图20: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: 五金零部件价格指数

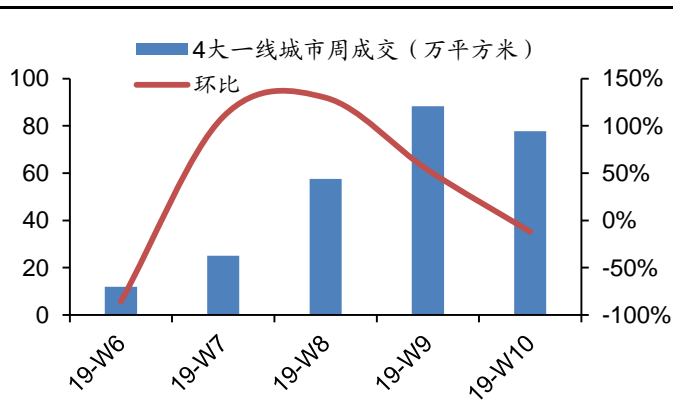


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.1.2 下游需求跟踪

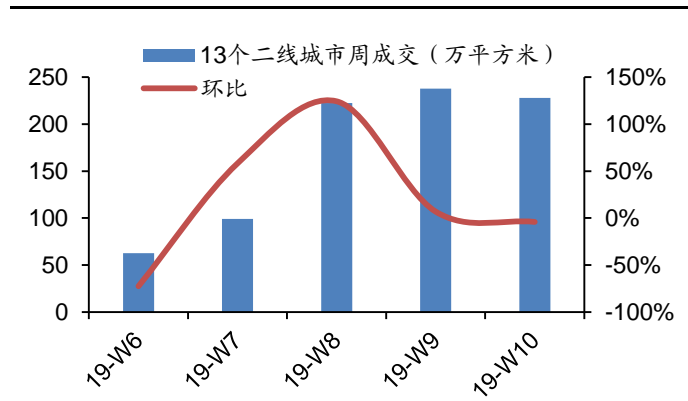
周度新房销售环比下降, 二手房需求回暖。新房成交面积周环比下降9.32%, 一二三线城市新房成交量均出现回落, 其中一线城市环比下降11.99%, 二线城市环比下降4.14%, 三线城市环比下降15.05%; 二手房成交量出现小幅上扬, 环比上升6.64%, 其中一线城市环比上升5.46%, 二三线城市环比上升7.20%。

图22: 4大一线城市新房周成交



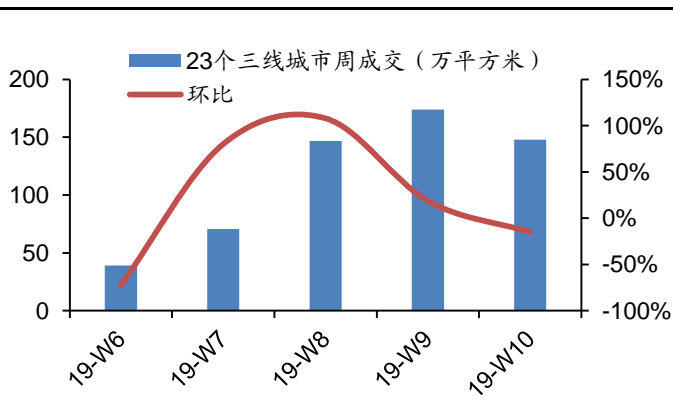
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 13个二线城市新房周成交



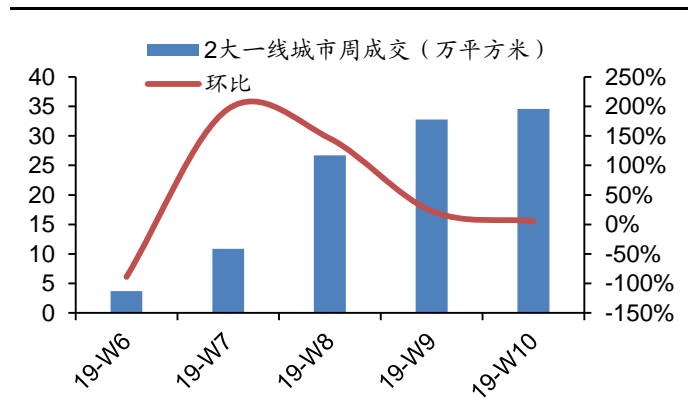
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 23个三线城市新房周成交



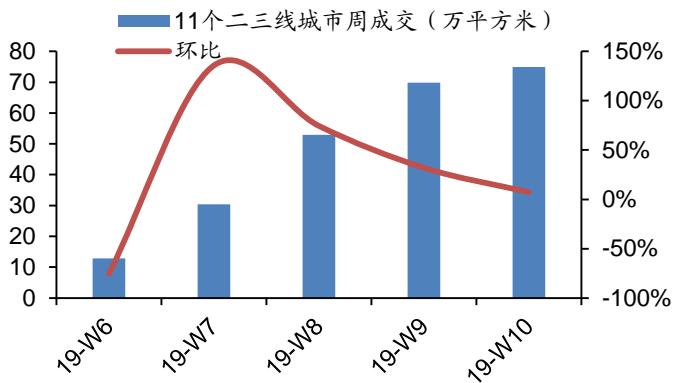
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: 2大一线城市二手房周成交



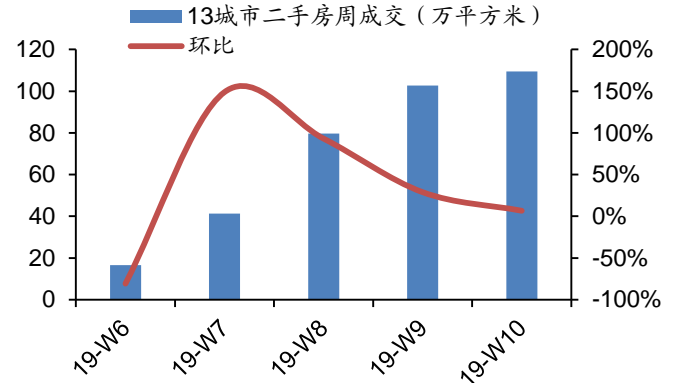
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图26: 11个二三线城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 13城市二手房周成交

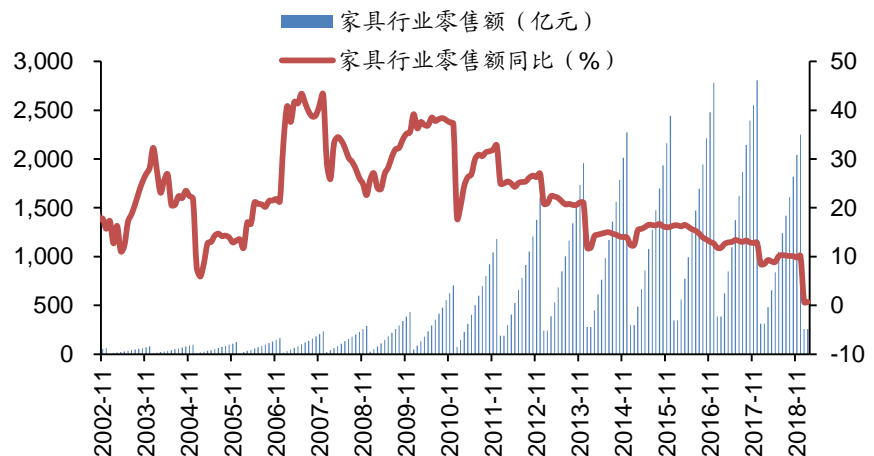


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.1.3家具月度数据

2月份家具行业零售额累计同比增加，出口额累计同比下降。2月数据显示，家具行业零售额累计同比增长0.7%；出口额累计同比减少5.70%。

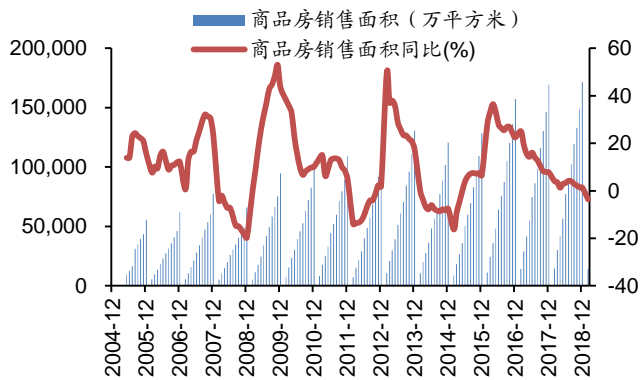
图28: 家具行业零售额及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

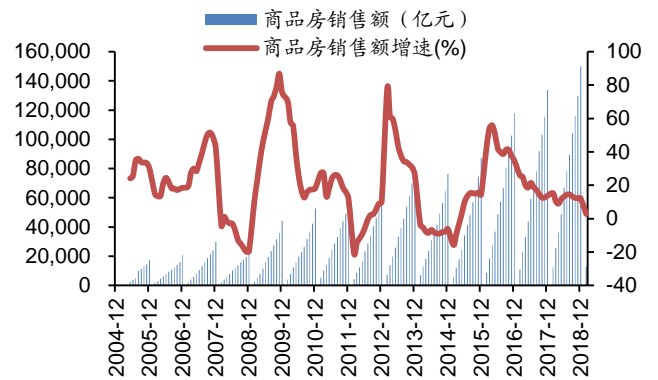
1-2月商品房销售面积累计同比减少3.60%。1-2月数据显示，商品房销售面积累计同比减少3.6%，商品房销售额累计同比增长2.8%，购置土地面积累计同比减少34.1%，商品房新开工面积累计同比增长6%，商品房施工面积累计同比增长6.8%，商品房竣工面积累计同比下降11.9%。

图29: 商品房销售面积及同比



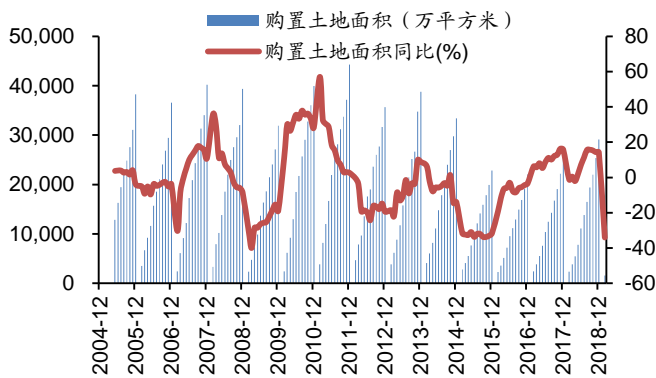
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 商品房销售额及增速



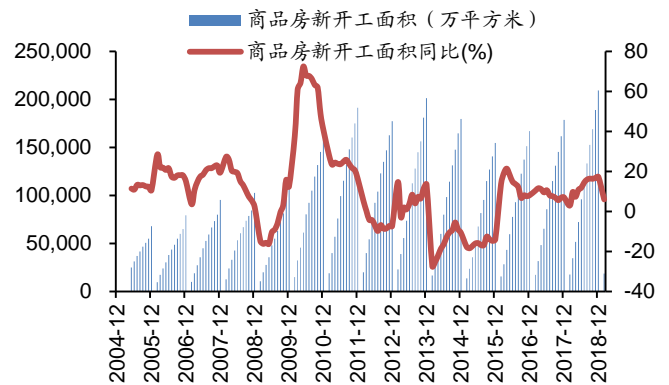
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 购置土地面积及同比



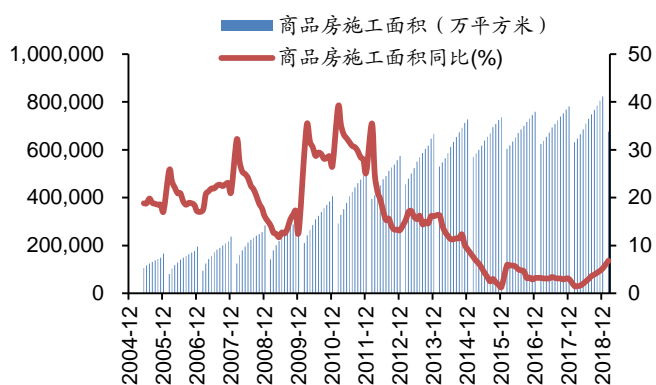
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图32: 商品房新开工面积及同比



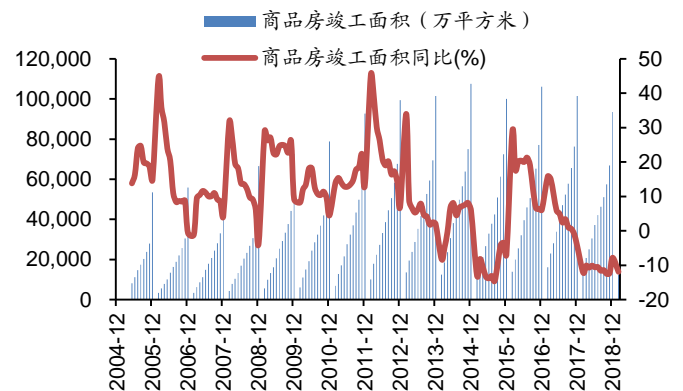
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 商品房施工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图34: 商品房竣工面积及同比



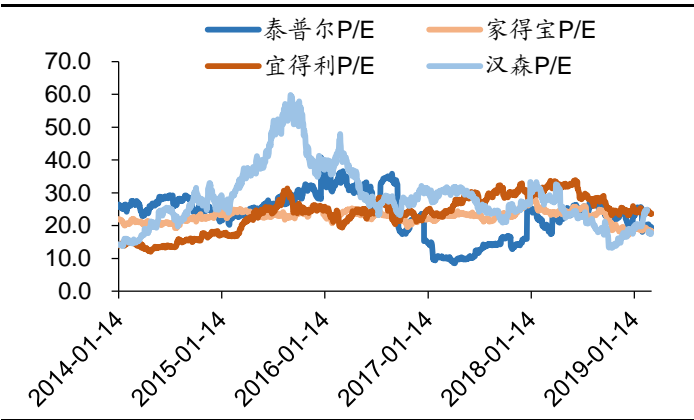
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.1.4 海内外家具公司估值对比

海内外公司估值对比: 海外公司中, 泰普尔与汉森P/E趋势向上, 宜得利和家得宝的P/E处于震荡区间; A股家具公司中, 索菲亚、尚品宅配、顾家家居P/E均从历史低点附近开始震荡回升。海外4家公司P/S分化较大, A股家具公司P/S走势趋

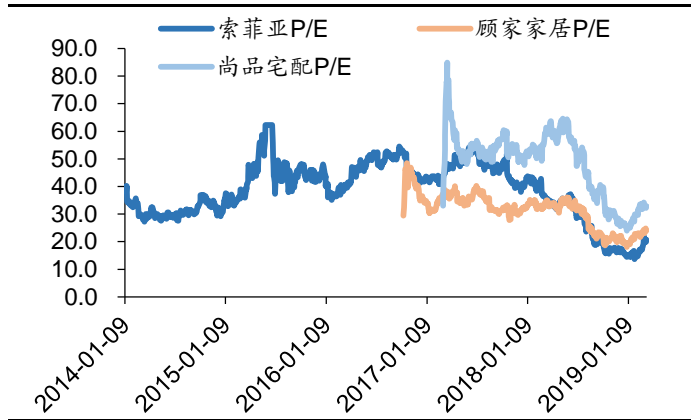
同。其中，截止2019年3月15日，泰普尔PE为19.40x，PS为1.13x；家得宝PE为18.40x，PS为1.91x；汉森PE为17.64x，PS为0.82x；宜得利PE为23.69x，PS为2.58x。（本段估值指标均采用TTM方式）

图35: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



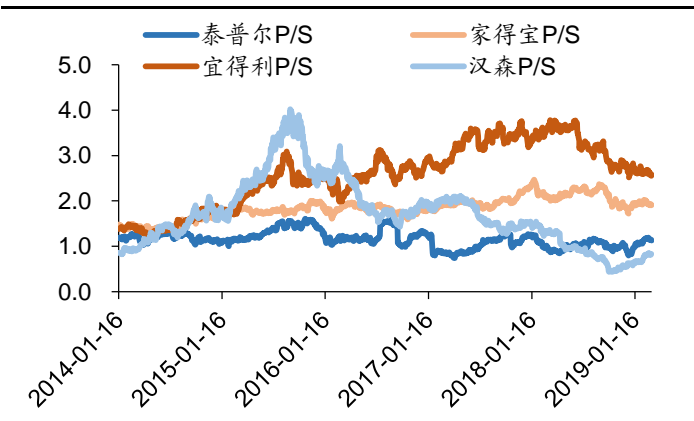
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图36: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



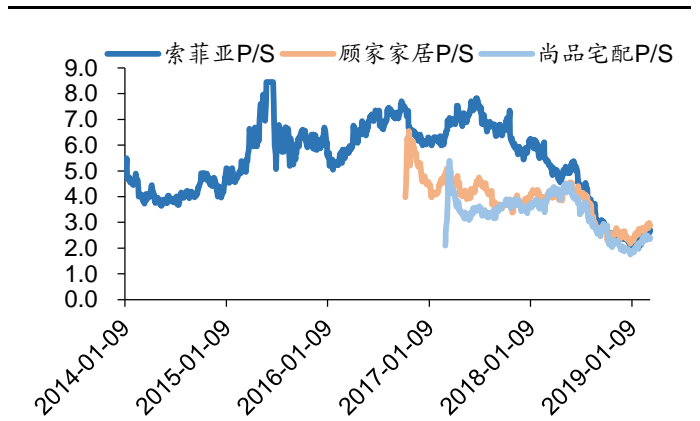
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 国外家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图38: 国内家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.2 造纸板块: 包装纸价格疲软下滑, 文化纸稳中上扬

总体需求情况: 上周(章节内上周均指3月9日至15日)瓦楞及箱板纸市场呈疲软下滑走势, 纸价调整幅度稍大对市场信心抑制作用较为明显; 文化印刷纸市场价格稳中上扬, 双胶纸涨价函逐步落实, 铜版纸价格波动不大; 生活用纸市场整体运行平稳, 各地纸企延续上周报价, 纸品市场交投气氛清淡, 下游客户观望情绪较浓; 国废黄板纸价格转为普遍下跌, 废旧书本纸、报纸亦承压下跌; 纸浆需求方面, 纸厂原纸涨价函落实情况一般, 下游整体市场需求偏弱, 原料压价采买为主。

3.2.1 上游价格跟踪

废纸: 外废市场延续弱势震荡格局。卓创资讯数据显示, 部分外废供应商有上调出口中国外废价格意向, 日废11#报盘至170美元/吨以上, 美废12#报至165-170美元/吨, 但由于缺乏实单成交, 价格参考意义较低。由于中国外废进口减少, 导致国外废纸供应商库存大幅增加, 国内尚未拿到19年外废进口额度的纸企还在等待新

的外废批文审核。

各种类国废价格均有所回落。卓创数据监测显示，国废黄板纸周均价为2330元/吨，环比下跌0.43%，同比下跌4.47%；国废书页纸周均价为2220元/吨，环比微跌1.90%，同比下跌22.54%；国废报纸周均价为2967元/吨，环比微涨0.16%，同比下跌4.81%。

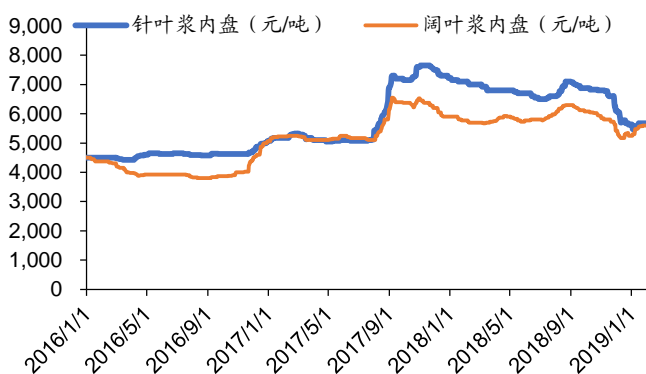
图39: 国废价格小幅回落 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

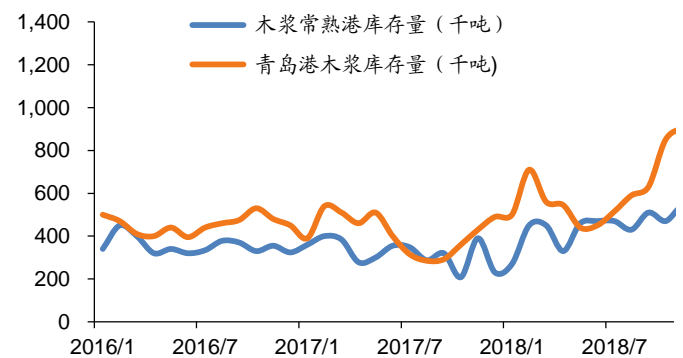
木浆: 各类型木浆产品价格有所回落, 2月末港口木浆库存处于历史高位。卓创资讯数据显示, 截至3月14日, 进口针叶浆周均价5690元/吨, 较前一周下降48元/吨, 环比下降0.84%; 较去年同期下降973元/吨, 同比下降14.60%。进口阔叶浆周均价5592元/吨, 较前一周下降30元/吨, 环比下降0.53%; 较去年同期上升35元/吨, 同比上升0.63%。进口本色浆周均价746元/吨, 较前一周下降67元/吨, 环比下降1.15%。进口化机浆周均价4616元/吨, 较前一周下降10元/吨, 环比下降0.22%。

图40: 木浆市场价格有所回落



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

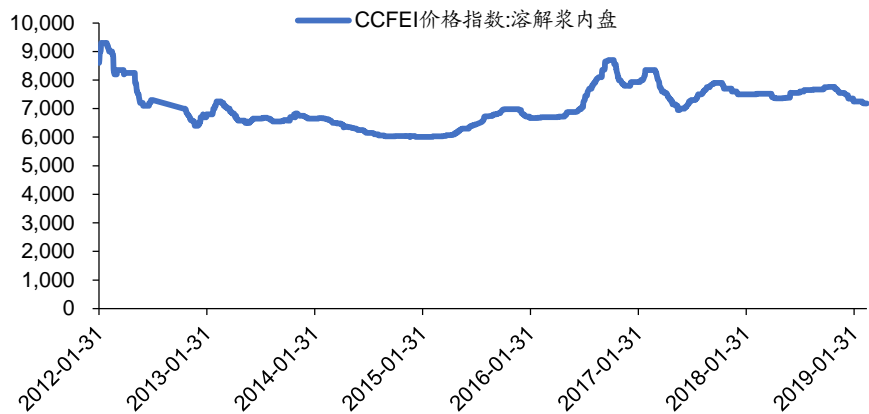
图41: 木浆港口库存量维持高位



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

溶解浆: 内盘价格持续走低。截至2019年3月14日溶解浆内盘CCFEI价格为7180元/吨, 较去年同期下跌4.52%。

图42: 溶解浆价格低位企稳



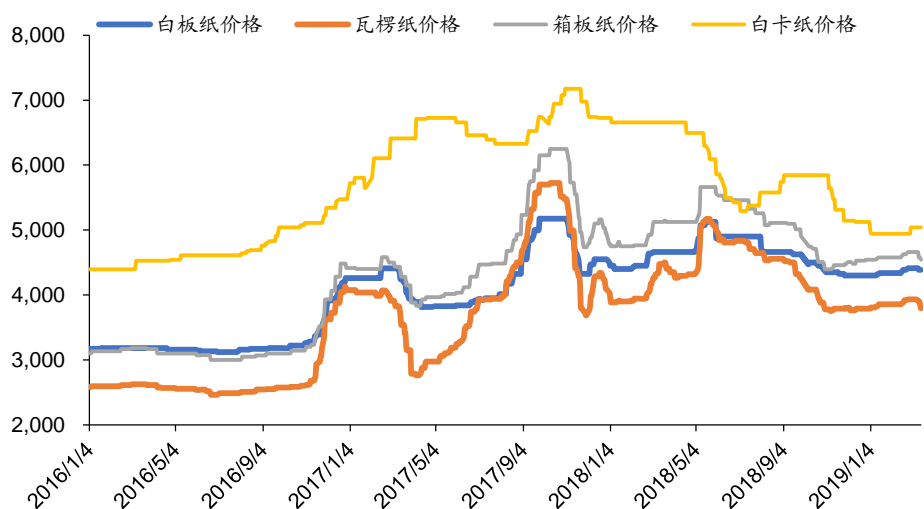
资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

3.2.2 主要纸品价格跟踪

包装纸: 大厂下调价格, 市场偏弱, 价格回落。上周瓦楞纸市场呈现疲软下滑走势, 瓦楞纸均价3898元/吨, 较前一周环比下滑0.89%, 较去年同期下滑11.11%。从企业价格来看, 规模纸企下调价格100-200元/吨, 中小纸企跟降50-150元/吨。市场弱势运行, 规模纸企大幅降价导致市场恐慌情绪出现。原料废纸价格下行, 成本面利好支撑丧失。市场需求跟进一般, 加之成交重心下移, 在买涨不买跌心理影响下, 下游采购热情进一步受到抑制, 导致市场交投气氛转淡。

白板纸市场行情稳中偏弱, 观望情绪加剧, 看跌心态趋显。卓创资讯数据显示, 截止到3月14日, A级250g灰底白板纸含税均价4394元/吨, 环比下降0.42%, 同比下降5.48%。本周初浙江、江苏个别纸厂上调白板纸50-100元/吨, 因下游需求不景气, 周二太仓玖龙纸业及江苏京环隆亨纸业等下调白板纸100元/吨, 其它地区纸厂观望为主, 价格未见明显调整。大部分地区经销商售价暂未见调整, 库存相对正常, 随进随出, 补货积极性不高。下游客户谨慎观望, 依照接单情况采购为主。

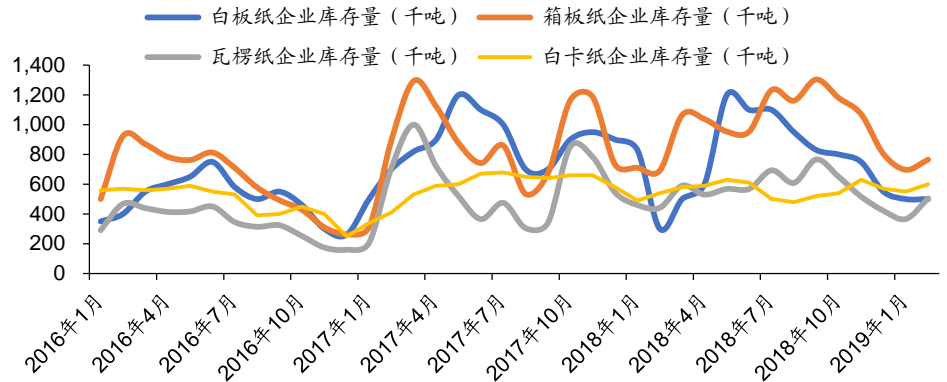
图43: 箱板瓦楞纸大厂下调价格导致市场交投偏弱 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

上周白板纸库存延续稳中上升状态，白卡纸库存普遍稳中上升，瓦楞、箱板纸库存整体小幅增加，局部库存变动不大。卓创资讯数据显示，截止2019年2月，白板纸企业库存量500.00千吨，箱板纸企业库存量765.26千吨，瓦楞纸企业库存量504.74千吨，白卡纸企业库存量600千吨。

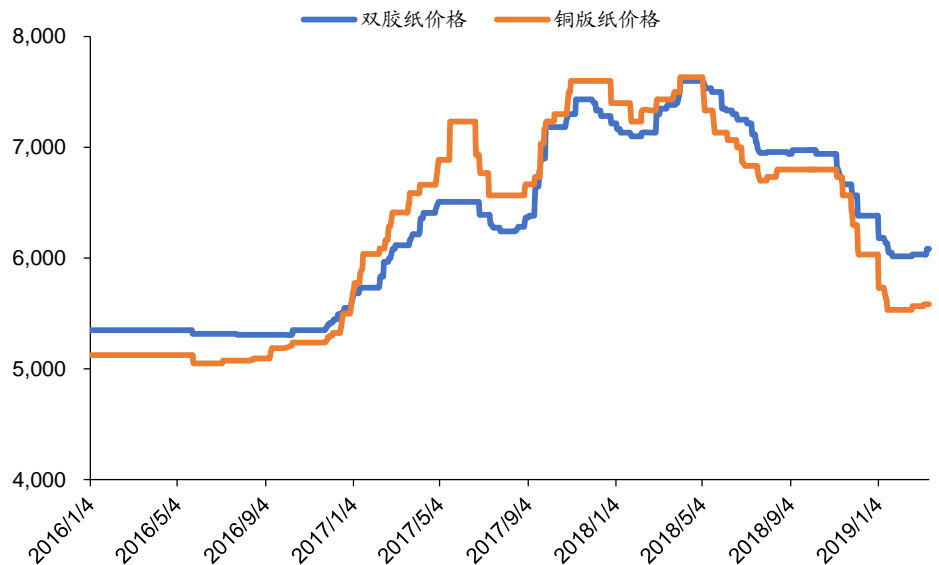
图44：2月末包装纸库存量有所回升



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

文化纸：双胶纸价格落实尚可，铜版纸价格波动不大。上周铜版纸均价为5487元/吨，环比上调0.22%，较去年同期下降 24.43%；双胶纸均价为5917元/吨，环比上调1.14%，较去年同期下降19.50%；新闻纸均价为6100元/吨，环比持平；复印纸均价为5500元/吨，环比持平；轻型纸均价为6100元/吨，环比持平；书写纸均价为5400元/吨，环比持平。

图45：双胶纸提价函逐步落地（元/吨）

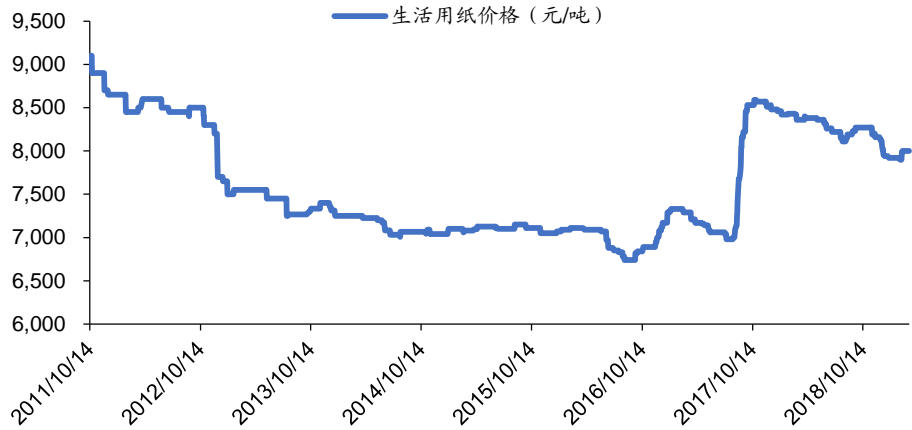


资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

生活用纸：上周生活用纸市场整体运行平稳。各地纸企延续上周报价，纸市交投气氛清淡，下游客户观望情绪较浓。山东地区喷浆木浆大轴厂提未税主流报价7400元/吨；河北地区喷浆木浆大轴厂提未税主流成交报价7400元/吨；广西地区甘蔗浆大

轴厂提含税主流报价6450元/吨；川内本色竹浆大轴厂提含税主流成交价7600元/吨。各地纸价均与上周持平。据卓创资讯监测数据显示，上周生活用纸均价7225元/吨，与上一周持平；同比下降519元/吨，跌幅6.7%。

图46：生活用纸价格走势相对平稳



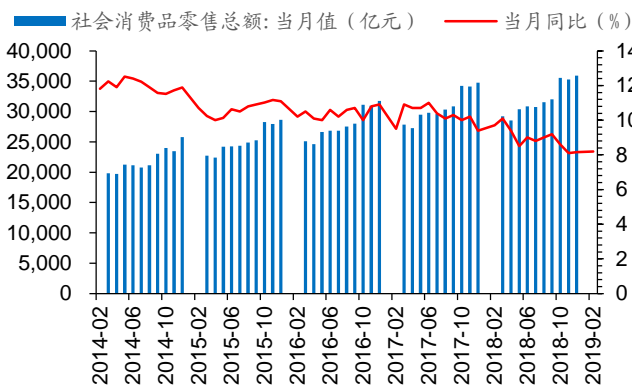
资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

3.3 包装文娱板块：部分纸包原材料价格持续回升

3.3.1 下游需求跟踪

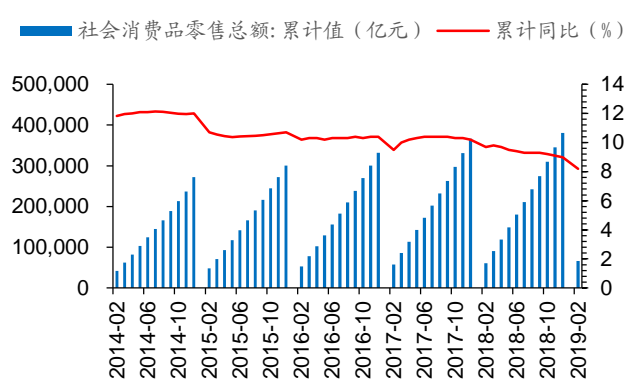
总体需求情况：根据国家统计局数据，2019年1-2月社会零售总额66064.0亿元，同比增长8.2%，前值61081.8亿元。

图47：社会零售总额：当月值



数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

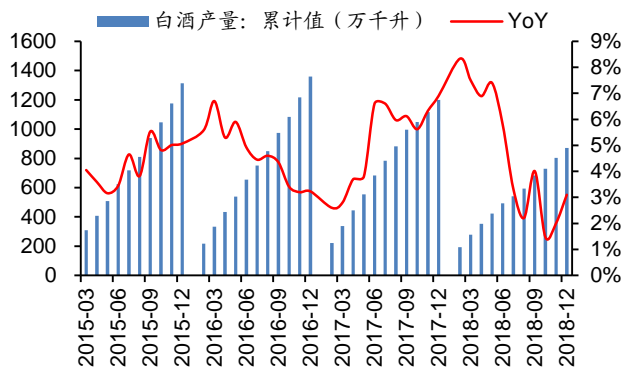
图48：社会零售总额：累计值



数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

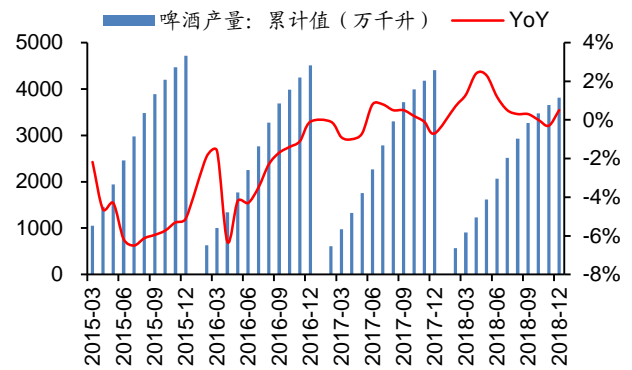
食品饮料-烟酒：根据国家统计局数据，白酒、啤酒产量大幅下滑。2018年12月，白酒当月产量为68.97万千升，环比下滑7.22%，同比下滑17.03%；啤酒当月产量为160.1万千升，环比下滑9.9%，同比下滑29.19%；软饮料当月产量为1273.2万千升，环比增长38.54%，同比增长26.15%。

图49: 白酒产量



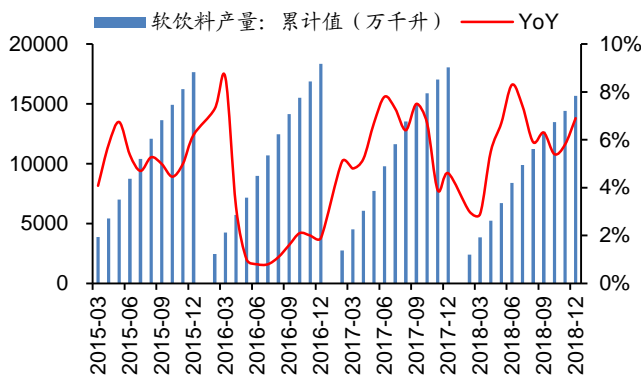
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图50: 啤酒产量



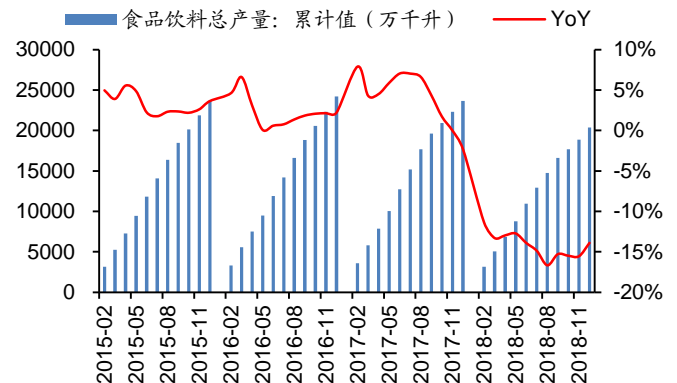
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图51: 软饮料产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

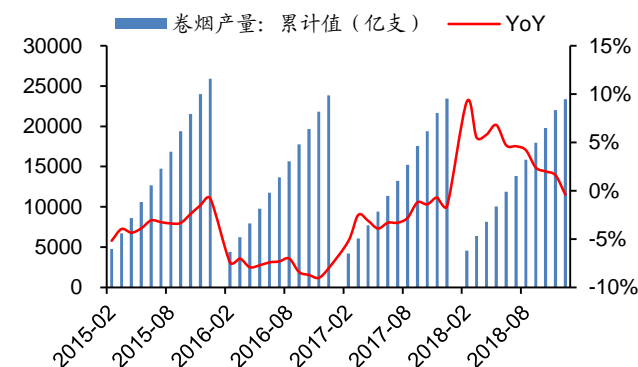
图52: 食品饮料总产量（白酒+啤酒+软饮料）



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

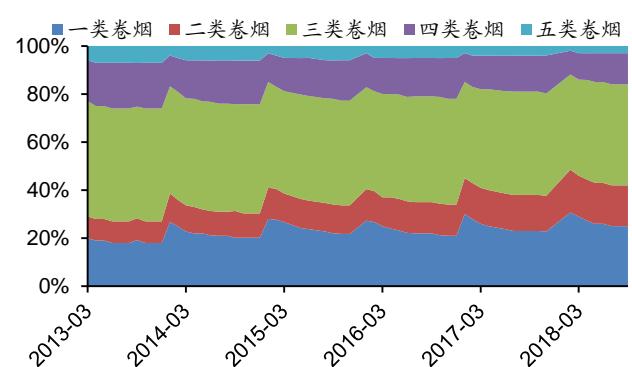
烟草需求结构跟踪: 烟草去库存卓有成效，景气复苏、中高端化趋势持续。根据烟草专卖局、烟草在线数据，2018年12月，烟草当月产量2228亿支，环比增长22.10%，同比下跌1.65%。2018年9月，单箱烟草销售收入为32.3千元，环比增长4.92%；烟草销售以三类以上卷烟为主，一二类卷烟销量占比保持稳定，延续销售中高端化趋势。2018年9月，卷烟工商库存415.4万箱，环比下跌2.28%，下跌趋势有所收窄；卷烟商业库存234.6万箱，环比上涨5.57%。

图53: 卷烟产量



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图54: 烟草销量结构占比



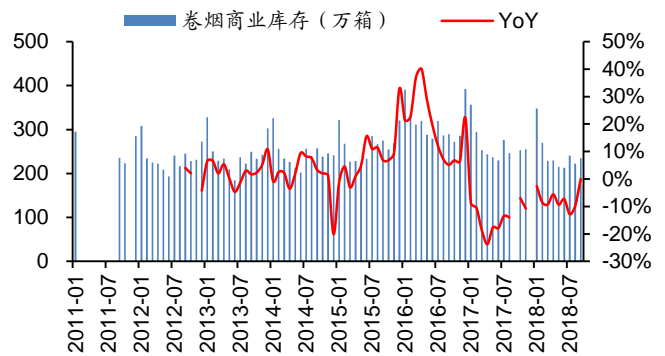
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图55: 卷烟工商库存



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

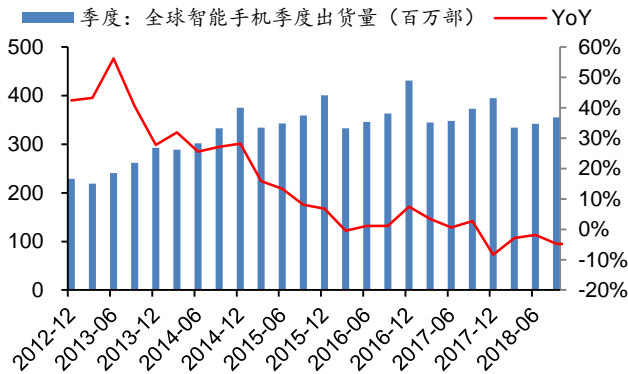
图56: 卷烟商业库存



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

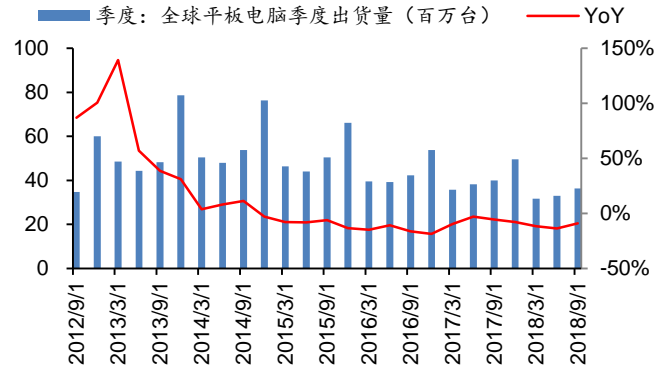
消费电子: 3C出货量同比下跌趋势未改。根据Wind数据, 2018Q4全球智能手机产量为375.4百万部, 同比下滑4.9%; 2018Q3平板电脑产量为36.4百万部, 同比下滑9.0%; 2018Q4 PC产量为68.13百万部, 同比下滑3%。

图57: 消费电子—智能手机



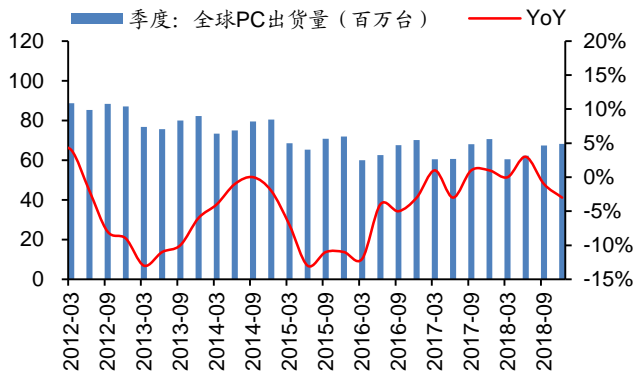
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图58: 消费电子—平板电脑



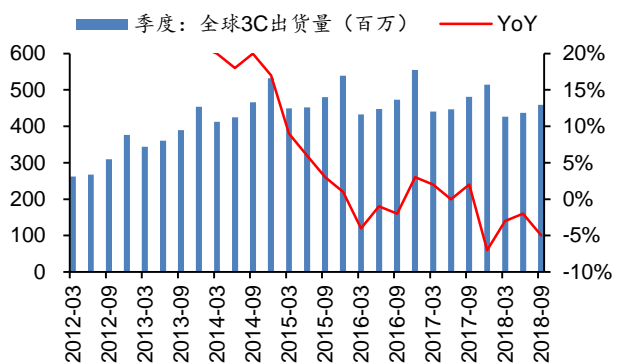
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图59: 消费电子—PC



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

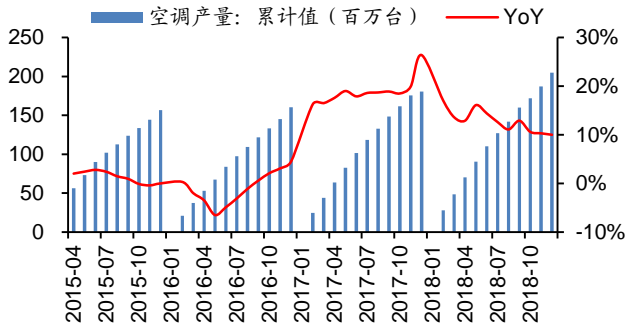
图60: 消费电子总出货量—3C



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

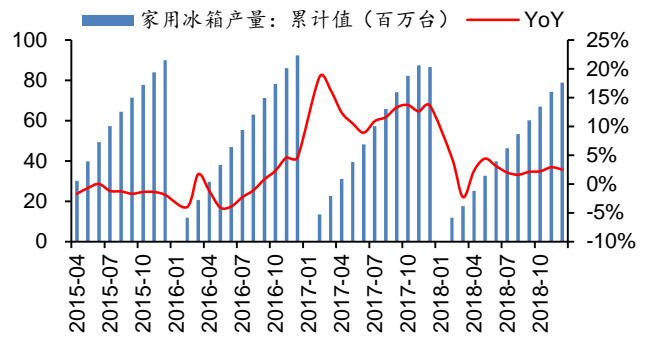
家电：彩电、冰箱、空调2018年全年产量均同比增长良好。根据国家统计局数据，截止2018年12月，我国彩电产量累计值为203.82百万台，同比增长14.6%；家用冰箱产量累计值为78.77百万台，同比增长2.5%；家用空调产量累计值为204.86百万台，同比增长10.0%。

图61：家电—空调产量



数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图62：家电—家用冰箱产量

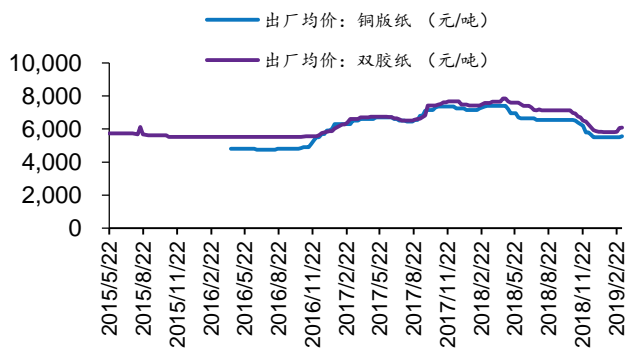


数据来源：Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

3.3.2上游原材料价格跟踪

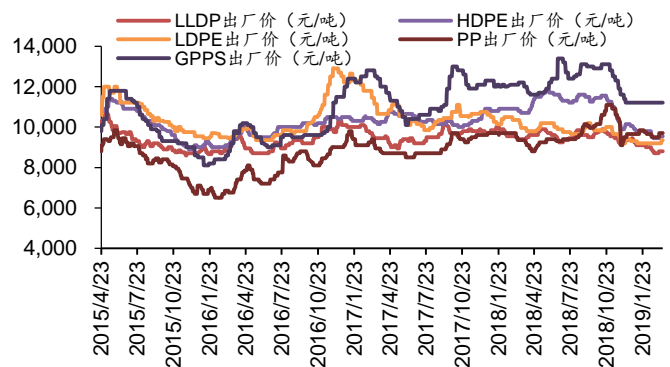
原材料价格：本周部分原材料价格有所回升。根据纸业联讯3月8日最新数据，从价格周环比波动上看，牛卡纸价格较前周维持不变，瓦楞纸、箱板纸小幅下跌，白卡纸、双胶纸有所回升。其中，牛卡纸5328.57元/吨，维持不变；瓦楞纸3522.50元/吨，环比下跌0.53%；箱板纸4362.50元/吨，环比下跌0.29%；双胶纸6075.00元/吨，环比增长0.21%；白卡纸5042.00元/吨，环比增长1.92%。根据中塑资讯3月15日数据，大部分塑料原材料价格基本稳定，聚乙烯LDPE环比上涨1.63%。

图63：包装原材料价格——纸类



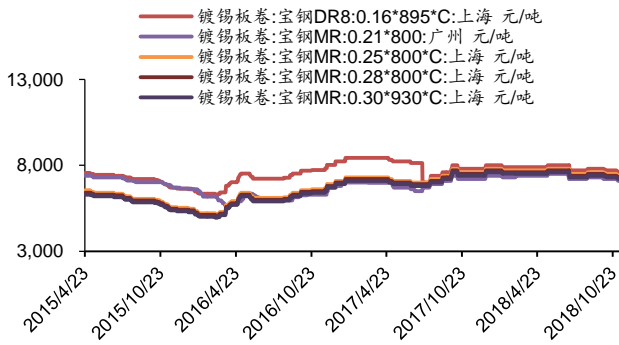
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图64：包装原材料价格——塑料



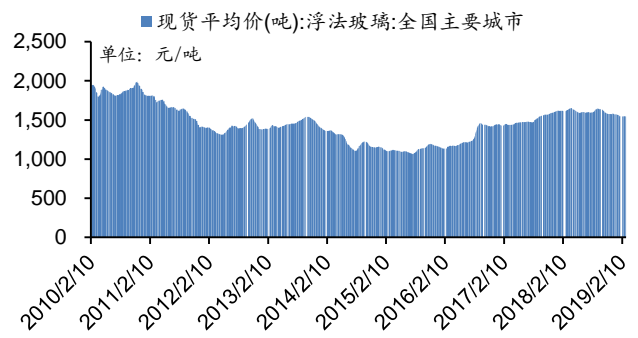
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图65: 包装原材料价格——金属（镀锡板卷）



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图66: 包装原材料价格——玻璃

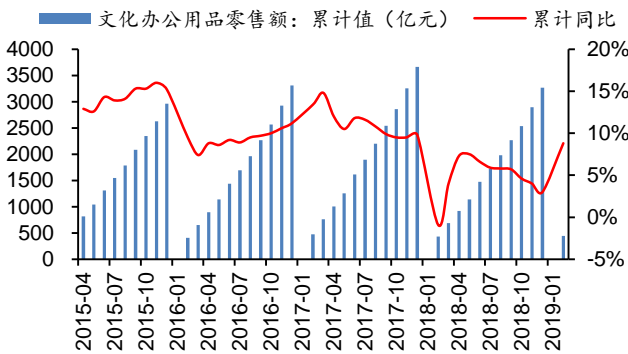


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.3.3 文娱板块

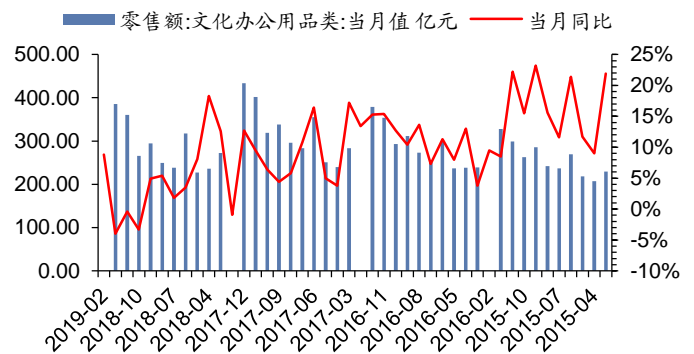
根据国家统计局数据, 2019年1-2月文具办公用品零售额443.00亿元, 同比增长8.8%。

图67: 文具办公用品零售额累计值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图68: 文具办公用品零售额单月值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、板块资本运作

表4: 公司股份回购

代码	简称	公告日期	进度	预计回购数量 (万股)	预计回购数量/ 总股本	已回购股数 (万股)	已回购数量/预 计回购数量	回购目的
603058.SH	永吉股份	2019/3/2	实施	—	—	473.56	—	—
002014.SZ	永新股份	2019/3/2	实施	—	—	503.89	—	—
002229.SZ	鸿博股份	2019/3/2	实施	—	—	140.80	—	—
002572.SZ	索菲亚	2019/3/2	实施	—	—	1088.20	—	市值管理
002599.SZ	盛通股份	2019/3/4	实施	—	—	827.46	—	—
603801.SH	志邦家居	2019/3/5	实施	200.00	1.25%	116.66	58.33%	市值管理
002751.SZ	易尚展示	2019/3/5	实施	500.00	3.24%	64.80	12.96%	市值管理
002191.SZ	劲嘉股份	2019/3/6	完成	—	—	2996.39	—	—
		2019/3/15	完成	2996.39	2.00%	2996.39	100.00%	股权激励注销
002831.SZ	裕同科技	2019/3/6	完成	—	—	243.62	—	—
002846.SZ	英联股份	2019/3/8	董事会预案	10.88	0.05%	0.00	0.00%	股权激励注销
600963.SH	岳阳林纸	2019/3/12	董事会预案	4000.00	2.86%	0.00	0.00%	股权激励注销
002735.SZ	王子新材	2019/3/13	董事会预案	28.20	0.33%	0.00	0.00%	股权激励注销
002084.SZ	海鸥住工	2019/3/13	实施	—	—	1520.57	—	—
600337.SH	美克家居	2019/3/13	实施	—	—	9194.51	—	—
603398.SH	邦宝益智	2019/3/14	完成	4.05	0.02%	4.05	100.00%	股权激励注销

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表5: 公司股权质押

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大 股东/一致行动 人	质押股数 (百万股)	质押到期日	质权人	本次质押占持 股比例	备注
		Paul						
恩捷股份	2019/3/8	Xiaoming	是	1.52	2020/3/5	东北证券	1.88%	—
		Lee						
易尚展示	2019/3/12	向开兵	否	3.20	2019/3/27	华创证券	30.52%	—
金牌厨柜	2019/3/13	建潘集团	是	0.92	2021/2/24	兴业证券	1.36%	—
鸿博股份	2019/3/13	尤丽娟	是	20.77	2019/9/12	东方证券	27.80%	质押展期
大亚圣象	2019/3/14	大亚集团	是	17.00	解除质押之日	工商银行	6.69%	—
浙江永强	2019/3/14	永强投资	是	35.00	解除质押之日	农业银行	4.24%	—
姚记扑克	2019/3/14	姚文琛	是	16.90	2020/3/11	中信建投	36.50%	—
盛通股份	2019/3/15	贾春琳	否	2.58	解除质押之日	华泰证券	6.44%	—
集友股份	2019/3/15	余永恒	持股5%以上股 东	6.75	2020/3/12	广发证券	3.55%	该比例为质押 占总股本比例

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表6: 公司股权解除质押

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大股东/一致行动人	质押股数 (百万股)	解除质押日期	质权人	本次质押占持股比例	备注
美克家居	2019/3/6	美克集团	是	115.80	2019/3/4	海通证券资管	17.71%	提前解除质押
好莱客	2019/3/6	沈汉标	实际控制人之一	1.05	2019/3/4	广发证券	0.33%	该比例为质押占总股本比例
四通股份	2019/3/6	蔡镇通	持股 5% 以上股东	9.20	2019/3/5	杭州陆熙、余杭金控汇银	35.85%	——
	2019/3/12	李维香	持股 5% 以上股东	20.10	2019/3/8	广州证券	7.54%	该比例为质押占总股本比例
	2019/3/14	蔡镇煌	持股 5% 以上股东	25.17	2019/3/13	国融证券	9.44%	该比例为质押占总股本比例
双星新材	2019/3/9	启恒投资	是	60.84	2019/3/7	东吴证券	100.00%	——
太阳纸业	2019/3/13	太阳控股	是	92.20	2019/3/10	东吴证券	7.51%	——
姚记扑克	2019/3/14	姚晓丽	是	7.10	2019/3/12	海通证券	10.14%	——
盛通股份	2019/3/15	贾春琳	否	7.10	2019/3/1-2019/3/13	华泰证券	17.72%	——
集友股份	2019/3/15	余永恒	持股 5% 以上股东	4.91	2019/3/12	广发证券	2.58%	该比例为质押占总股本比例

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表7: 公司对外投资

公司名称	公告日期	合作方	投资标的	投资标的经营范围	总投资额 (百万美元)	公司出资 (百万美元)	出资比例	公司出资方式
陕西金叶	2019/3/5	浙江上启	上海荣源教育科技有限公司合伙企业	教育科技领域内的技术开发、咨询、服务、咨询, 企业管理, 文化艺术交流活动策划	20	16	80%	自有或自筹资金
索菲亚子公司	2019/3/5	——	鼎兴建筑公司	机电设备安装服务; 建筑幕墙工程专业承包; 室内装饰设计服务	——	21	——	自有资金
晨鸣纸业	2019/3/7	晨鸣资管、恒新资本、潍坊金控、寿光金投	潍坊晨鸣新旧动能转换股权投资基金合伙企业	以自有资金对外投资、基金管理	1000	790	79%	货币资金
金陵体育	2019/3/14	陈惠华	张家港金陵教	体育器材及配	20	13	65%	货币资金

			育产业有限公司	件训练健身器材、文教办公用品				
皮阿诺	2019/3/14	——	深圳市吡咕智能家居科技有限公司	家居智能化系统、物联网	30	30	100%	自有资金
	2019/3/14	——	中山盛和德成投资发展有限公司	实业投资、企业策划与管理咨询	100	100	100%	自有资金
	2019/3/14	——	皮阿诺(香港)国际有限公司	对外投资并购, 进出口贸易	1000 万港币	1000 万港币	100%	自有资金
恩捷股份子公司	2019/3/15	——	珠海恩捷第二期锂电池隔膜项目	——	1100	1100	100%	自有或自筹资金

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表8: 公司公告增、减持进度

公司名称	公告日期	方案进度	变动方向	股东名称	股东身份	变动起止时间	变动数量(万股)	变动数量占总股本比例
乐歌股份	2019/3/2	完成	增持	姜艺	实际控制人、副董事长	2018/2/28-2019/3/1 自公告发布之日起	105.07	1.22%
英联股份	2019/3/4	预披露	减持	郭桂强	副总经理	15个交易日后的六个月内 自公告发布之日起	0.00	0.00%
	2019/3/4	预披露	减持	黄咏松	财务总监	15个交易日后的六个月内	0.00	0.00%
爱迪尔	2019/3/5	尚未开始	减持	朱新武	司副董事长、董秘	截止 2019/3/4 自公告之日起 2	0.00	0.00%
姚记扑克	2019/3/8	预披露	减持	邱金兰	实际控制人	个交易日之后的 6 个月内 自公告之日起 2	0.00	0.00%
	2019/3/8	预披露	减持	姚晓丽	实际控制人	个交易日之后的 6 个月内 自公告之日起 2	0.00	0.00%
	2019/3/8	预披露	减持	姚硕榆	实际控制人	个交易日之后的 6 个月内 自公告之日起 2	0.00	0.00%
	2019/3/8	预披露	减持	唐霞	董事	个交易日之后的 6 个月内	0.00	0.00%

公司名称	公告时间	状态	操作	对象	身份	期限	数量	占比
	2019/3/8	终止	减持	姚文琛	控股股东	2018/11/3-2019/3/7	0.00	0.00%
安妮股份	2019/3/8	完成	减持	杨超	股东兼董事	2019/1/18-2019/3/7	845.25	1.35%
四通股份	2019/3/9	完成	被动减持	蔡镇煌	持股 5%以上股东	—	4.99	0.19%
盛通股份	2019/3/9	—	减持	贾子裕	一致行动人	2019/3/8	281.16	0.87%
	2019/3/9	—	减持	西藏信托	一致行动人	2019/3/8	354.30	1.09%
顺灏股份	2019/3/9	尚未开始	预披露	顺灏投资及实际控制人	控股股东	—	0.00	0.00%
晨鸣纸业	2019/3/11	尚未完成	增持	晨鸣控股	控股股东	2018/9/10-2019/3/8	464.06	0.16%
海顺新材	2019/3/13	完成	减持	兴创投资	特定股东	2018/9/7 起三个交易日后六个月内	0.00	0.00%
	2019/3/14	预披露	减持	兴创投资	特定股东	在本公告公布之日起三个交易日后六个月内	0.00	0.00%
银鸽投资	2019/3/13	尚未完成	增持	顾琦等 5 人	董事高管	2018/12/10-2018/12/11	165.83	0.10%
东方金钰	2019/3/13		减持	兴龙实业	控股股东	2019/3/7	240.00	0.18%
永艺股份	2019/3/14	预披露	增持	—	5%以上股东、董事、高管	—	0.00	0.00%
赫美集团	2019/3/14	—	被动减持	天鸿伟业	—	2019/1/17-2019/3/6	239.00	0.45%
群兴玩具	2019/3/15	预披露	减持	群兴投资	持股 5%以上股东	公告之日起 15 个交易日后的 6 个月内	0.00	0.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表9: 公司股权激励

公司名称	公告时间	授予数量(万股)	占公司总比例	授予对象	授予价格	股权激励成就条件
中顺洁柔	2019/3/2	4481.6	3.48%	董事、高管、技术骨干等	4.33	以 2017 年营业收入为基数, 2019-2021 年营业收入增长率不低于 41.60%、67.09%、94.03%
姚记扑克	2019/3/15	178	0.45%	高管	5.01	公司层面业绩及个人层面绩效考核达标

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

风险提示

数据跟踪：相关渠道披露的数据存在滞后性。

家居板块：房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际情况出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；公司投资并购事项受阻；收购承诺利润可能不达预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

造纸板块：经济波动影响导致下游需求增速不及预期，社会库存增加。造纸行业供给端新增产能超预期释放，中小产能淘汰过程受到经济增速下行影响力度下降，小产能复产导致供需面恶化，产能出清受阻。原材料木浆及废纸价格持续高位导致行业盈利能力回落。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降，固废供需失衡。贸易纠纷导致海外出口不确定性增加，影响随出口品出口的包装用纸需求。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大，新产能海外扩张受政策、管理等方面制约；消费用纸方面：新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

包装及文娱：文具行业格局变化，市场竞争加剧；原材料价格上涨影响产品毛利率；行业头部企业布局的精品文创业务、办公物资业务拓展不达预期。包装行业落后产能淘汰速度不及预期；原材料价格持续维持高位，或反弹上涨，导致包装企业净利润水平再次被压缩；烟包装、酒包装、食品饮料包装、医药包装、化妆品奢侈品包装等领域，客户依赖过往的供应体系，导致行业头部企业多元化拓展不及预期。

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

- (1)广发证券在过去 12 个月内与好莱客(603898)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3)广发证券在过去 12 个月内与金陵体育(300651)公司有投资银行业务关系。
- (4)广发证券在过去 12 个月内与工商银行(01398)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。