

轻工制造行业周报（20190325-20190329）

## 持续推荐家居板块，详解居然之家与红星美凯龙异同，关注欧派家居、欧普照明、帝欧家居

推荐（维持）

- **家居卖场龙头对比：红星美凯龙 vs 居然之家：**分业务来看，美凯龙委管商场收入与直营商场收入比例约为一比二，居然之家大部分收入来自于直营商场业务（73%）。居然之家自营店收入略大于美凯龙，加盟店收入约为美凯龙的12%。居然之家自营店数量（81）略大于美凯龙（80），加盟店（198）数量略低于美凯龙（228）。美凯龙自营店经营面积略大于居然之家，加盟店经营面积是居然之家的2.5倍（2017）。从出租率来看，美凯龙的自营店和委管店出租率均为97.6%，自营店出租率略高于居然之家，加盟店出租率远高于居然之家（93.21%）。单店面积来看，美凯龙的自营店（8万平方米）和委管店（5万平方米）面积都远大于居然之家（5万平方米，3万平方米）。
- **区域优势划分明显：华东、华南红星，华中、西部居然，竞争激烈。**2018年，美凯龙和居然之家在三四线城市的门店占比均为65%左右。美凯龙一线城市开店占比较大，为6%，居然之家为4%。二线城市居然之家占比较大，为30%，美凯龙29%略低。从店面数量按区域分布看，美凯龙在华东地区店面数量优势明显，西部地区和华东地区、北京、重庆居然之家开店数超过美凯龙，全国其他地区两公司店面数量相当，竞争较为激烈。
- **与头部品牌强强联合，红星店占比略高。**从索菲亚、欧派家居、尚品宅配、顾家家居的门店分布来看，红星店占比均高于居然店。索菲亚门店位于前十大卖场内的占20%，其中红星占比10%，居然占比7%；欧派家居位于前十大卖场内的占16%，其中红星占比7.5%，居然占比6%；尚品宅配门店位于前十大卖场内占比5%，红星和居然分别占比2%、1%；顾家家居前十大卖场占比38%，红星占比19%，居然占比11%。
- **财务情况来看，美凯龙体量较大（收入110亿，利润43亿），且公允价值变动损益占比高（47%）。美凯龙毛利率（70%）、净利率（39%）较高，居然ROE较高（10%）。美凯龙投资性房地产占比70%，总资产周转率较低。两家公司的收现能力均很强，美凯龙收现能力更强。**
- ❖ **分别牵手腾讯、阿里，布局新零售：**美凯龙：巩固市场领先地位，利用先进技术打造智能购物环境，提供全方位服务。居然之家三大融合：居然新零售线上线下融合、“大家居”与“大消费”融合、产业链上下游融合。
- ❖ **公司重要公告及行业动态：**晨鸣纸业：发布2018年年度报告，实现营业收入人民币288.76亿元，同比减少2.02%；实现归母净利润25.10亿元，同比减少33.41%。晨光文具：发布2018年年度报告，实现营业收入85.35亿元，同比增长34.26%，实现归母净利润8.07亿元，同比增长27.25%。民丰特纸：发布2018年年度报告，实现营业收入15.17亿元，同比下跌5.7%，实现归母净利润0.1亿元，同比下跌47.81%。好太太：发布2018年年度报告，实现营业收入13.1亿元，同比增长17.75%，实现归母净利润2.6亿元，同比增长26.6%。
- ❖ **行业及上游重要原料数据：**（1）本周原材料木浆价格内盘较上周小幅下跌、外盘价格较上周持平；美废8号、11号价格较上周持平，国废黄板纸价格较上周持平；白卡纸较上周小幅上涨，箱板纸、瓦楞纸、生活用纸、新闻纸价格较上周小幅下跌，其他机制纸价格与上周持平；木浆：国内纸浆库存青岛港3月1120千吨，较2月下跌幅90千吨；保定港3月1120千吨，较2月下跌幅90千吨；常熟港3月630千吨，较2月下跌幅67千吨；全球木浆库存存期为52天，较12月上涨8天。（2）家具行业：原材料价格基本持平；（3）印刷包装业：铝本周价格小幅上涨；镀锡薄板本周价格小幅下跌。
- ❖ **限售股解禁提醒：**永新股份（2019.4.15解禁1,497.90万股）、美利云（2019.4.22解禁37,846.30万股）、昇兴股份（2019.4.22解禁57,349.86万股）、永艺股份（2019.4.22解禁5,000万股）、顺灏股份（2019.5.9解禁2,163.66万股）、金陵体育（2019.5.9解禁147万股）、帝欧家居（2019.5.27解禁43,612万股）、环球印务（2019.06.10解禁7,312.5万股）。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，造纸及家居行业格局重大改变。

### 华创证券研究所

**证券分析师：郭庆龙**

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

**证券分析师：董广阳**

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

**证券分析师：陈梦**

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

**联系人：葛文欣**

电话：010-63215669

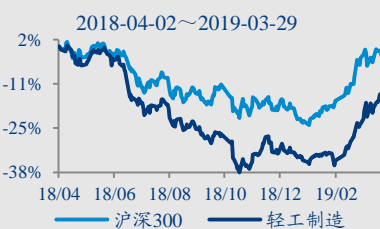
邮箱：gewenxin@hcyjs.com

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	125	3.47
总市值(亿元)	8,731.84	1.4
流通市值(亿元)	5,792.54	1.28

### 相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	15.05	24.69	-9.77	
相对表现	9.78	12.09	-9.1	



### 相关研究报告

《【华创轻工】聚焦轻工19年Q1前瞻：预计家居行业迎来全年业绩低点，造纸持续承压，包装保持平稳》

2019-03-19

《轻工制造行业周报（20190318-20190324）：聚焦轻工19年Q1前瞻：预计家居行业迎来全年业绩低点，造纸持续承压，包装保持平稳》

2019-03-24

《轻工制造行业深度研究报告：解析烟草行业，看烟标行业发展之锚》

2019-03-26

# 目录

一、龙头家居卖场对比：红星美凯龙 vs 居然之家 .....	4
二、本周大盘整体平稳，轻工行业小幅跑输大盘 .....	5
三、行业基本数据 .....	6
（一）造纸行业数据 .....	6
（二）家具行业数据 .....	9
（三）印刷包装行业数据 .....	9
四、公司重要公告及行业新闻 .....	10
（一）公司公告 .....	10
（二）行业新闻 .....	10
（三）解禁限售股份情况 .....	10
五、风险提示 .....	10

# 图表目录

图表 1: 本周市场涨跌幅.....	5
图表 2: 年初至今市场涨跌幅.....	5
图表 3: 轻工行业本周涨幅榜前五名.....	5
图表 4: 轻工行业本周跌幅榜前五名.....	5
图表 5: 双铜纸价格及毛利空间测算.....	6
图表 6: 双胶纸价格及毛利空间测算.....	6
图表 7: 白卡纸价格及毛利空间测算.....	6
图表 8: 箱板纸价格及毛利空间测算.....	6
图表 9: 瓦楞纸标杆价格.....	7
图表 10: 白板纸标杆价格.....	7
图表 11: 生活用纸标杆价格.....	7
图表 12: 新闻纸标杆价格.....	7
图表 13: 针叶浆市场价、国际价.....	7
图表 14: 阔叶浆市场价、国际价.....	7
图表 15: 本色浆市场价、国际价.....	8
图表 16: 化机浆市场价、国际价.....	8
图表 17: 废纸价格.....	8
图表 18: 动力煤价格.....	8
图表 19: 溶解浆价格.....	8
图表 20: 人造板价格.....	9
图表 21: 商品房销售面积.....	9
图表 22: 铝价格.....	9
图表 23: 镀锡薄板价格.....	9
图表 24: 解禁限售情况.....	10

## 一、龙头家居卖场对比：红星美凯龙 vs 居然之家

家居装饰及家具行业销售额 4 万亿，城镇化率和消费升级推动行业稳定增长。2016 年我国家居装饰及家具行业销售额为 3.99 万亿元，近 5 年复合增长率 8%。从消费方式看，可划分为零售消费和批发消费。零售消费 2.6 万亿元，占 2016 年整个家居装饰及家具市场销售额的 65.15%。家居卖场行业销售额 1.6 万亿，份额有所下降，但行业集中度不断提升。2016 年，商场渠道销售额占整个零售市场的 60.4%。2011 年-2016 年复合增长率为 2.9%，预计未来复合增长率达到 6.3%，发展空间广阔；但商场渠道占零售市场比重由 87.3% 下降至 60.4%，家居消费对单一商场渠道依赖降低。连锁商场行业不断集中，2016 年家居装饰及家具行业前五大连锁商场红星美凯龙、居然之家、月星、金盛和欧亚达集团零售额达到 1705 亿元，占连锁家居商场市场份额 28.5%（2015 年为 24.79%），占家居零售市场份额 6.6%（2015 年为 6%）。

从发展历程来看，红星和居然均起步于 1990s。从业务模式看，红星美凯龙“自营+委管双轮驱动”，两项业务收入之和占比 91%。居然之家的家居建材商场业务，占比 78%。分业务来看，美凯龙委管商场收入与直营商场收入比例约为一比二，居然之家大部分收入来自于直营商场业务（73%）。居然之家自营店收入略大于美凯龙，加盟店收入约为美凯龙的 12%。居然之家自营店数量（81）略大于美凯龙（80），加盟店（198）数量略低于美凯龙（228）。美凯龙自营店经营面积略大于居然之家，加盟店经营面积是居然之家的 2.5 倍（2017）。从出租率来看，美凯龙的自营店和委管店出租率均为 97.6%，自营店出租率略高于居然之家，加盟店出租率远高于居然之家（93.21%）。单店面积来看，美凯龙的自营店（8 万平方米）和委管店（5 万平方米）面积都远大于居然之家（5 万平方米，3 万平方米）。年店效来看，美凯龙的自营店年店效（9006 万元）略高于居然之家（8846 万元），加盟店年店效（1962 万元）是居然之家的 4 倍以上（383 万元）。年坪效来看，居然之家的自营店年坪效（1735 元）大于美凯龙（1121 元），加盟店则是美凯龙（385 元）高于居然之家（119 元）。由于经营模式差异，红星直营毛利率高（72%），居然加盟毛利率高（100%）。

区域优势划分明显：华东、华南红星，华中、西部居然，竞争激烈。2018 年，美凯龙和居然之家在三四线城市的门店占比均为 65% 左右。美凯龙一线城市开店占比较大，为 6%，居然之家为 4%。二线城市居然之家占比较大，为 30%，美凯龙 29% 略低。从店面数量按区域分布看，美凯龙在华东地区店面数量优势明显，西部地区和华中地区、北京、重庆居然之家开店数超过美凯龙，全国其他地区两公司店面数量相当，竞争较为激烈。

与头部品牌强强联合，红星店占比略高。从索菲亚、欧派家居、尚品宅配、顾家家居的门店分布来看，红星店占比均高于居然店。索菲亚门店位于前十大卖场内的占 20%，其中红星占比 10%，居然占比 7%；欧派家居位于前十大卖场内的占 16%，其中红星占比 7.5%，居然占比 6%；尚品宅配门店位于前十大卖场内占比 5%，红星和居然分别占比 2%、1%；顾家家居前十大卖场占比 38%，红星占比 19%，居然占比 11%。从分布来看，各品牌红星店在一线、二线、三线城市占比均高于居然店，四线及以下城市红星店占比低于居然店。各品牌的红星店二、三线城市占比最大，而居然店则四线及以下城市占比最大。

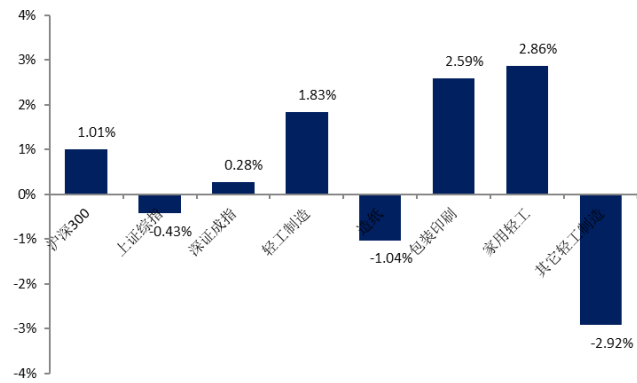
财务情况来看，美凯龙体量较大（收入 110 亿，利润 43 亿），且公允价值变动损益占比高（47%）。美凯龙毛利率（70%）、净利率（39%）较高，居然 ROE 较高（10%）。美凯龙投资性房地产占比 70%，总资产周转率较低。两家公司的收现能力均很强，美凯龙收现能力更强。

分别牵手腾讯、阿里，布局新零售：美凯龙：巩固市场领先地位，利用先进技术打造智能购物环境，提供全方位服务。居然之家三大融合：居然新零售线上线下融合、“大家居”与“大消费”融合、产业链上下游融合。

## 二、本周大盘整体平稳，轻工行业小幅跑输大盘

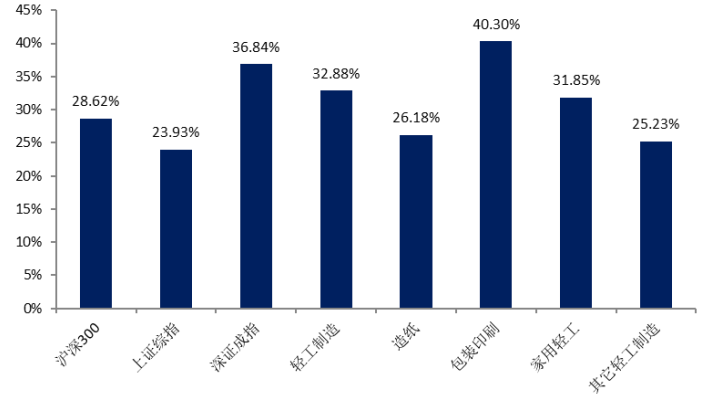
本周轻工制造行业指数上涨 1.83%，上证综指下跌 0.43%，轻工行业小幅跑赢大盘。在各子板块中，家用轻工板块表现最好，上涨 2.86%，其它轻工制造表现最差，下跌 2.92%。年初至今，轻工制造行业上涨 32.88%，上证综指上涨 23.93%，轻工行业跑赢大盘。在各子板块中，包装印刷涨幅最大，上涨 40.3%，其它轻工制造涨幅最小，上涨 25.23%。

图表 1：本周市场涨跌幅



资料来源：wind，华创证券

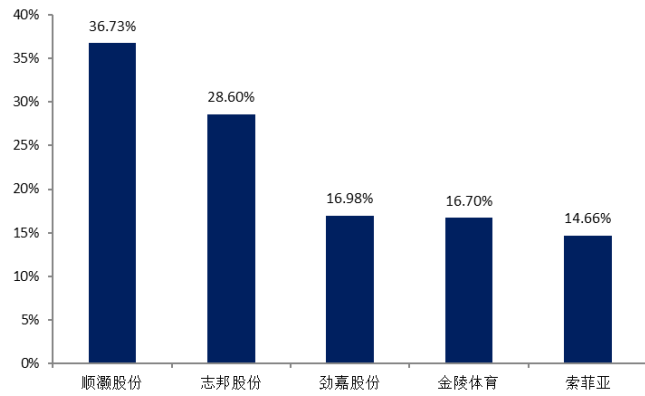
图表 2：年初至今市场涨跌幅



资料来源：wind，华创证券

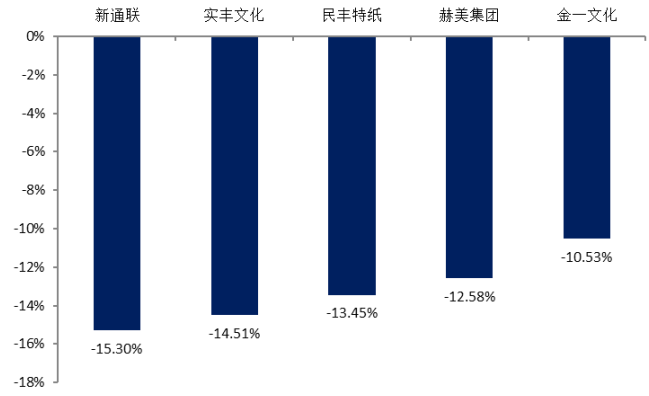
上周轻工制造行业涨幅前五为顺灏股份 (36.73%)、志邦股份 (28.6%)、劲嘉股份 (16.98%)、金陵体育 (16.7%)、索菲亚 (14.66%)；跌幅前五为新通联 (-15.3%)、实丰文化 (-14.51%)、民丰特纸 (-13.45%)、赫美集团 (-12.58%)、金一文化 (-10.53%)。

图表 3：轻工行业本周涨幅榜前五名



资料来源：wind，华创证券

图表 4：轻工行业本周跌幅榜前五名



资料来源：wind，华创证券

### 三、行业基本数据

#### (一) 造纸行业数据

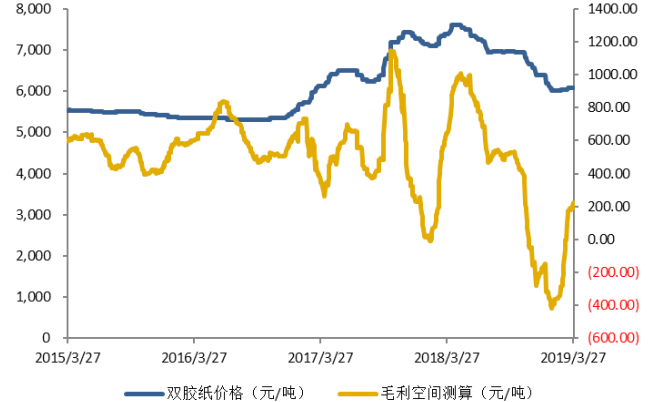
**木浆:** 本周针叶浆内盘 5603 元/吨, 较上周下跌 44 元/吨; 外盘 723 美元/吨, 较上周持平; 阔叶浆内盘 5473 元/吨, 较上周下跌 48 元/吨; 外盘 701 美元/吨, 较上周持平; 化机浆 4567 元/吨, 较上周下跌 41 元/吨。国内外价差 (国内-国外) 针叶浆为 745 元/吨, 阔叶浆为 763 元/吨。**废纸:** 本周美废 8 号 180 美元/吨, 较上周持平; 美废 11 号 134 美元/吨, 较上周持平; 国废黄板纸 2352 元/吨, 较上周持平。**机制纸:** 双铜纸标杆价格 5583 元/吨, 较上周持平; 毛利空间 413 元/吨, 同比上涨 35 元/吨。双胶纸标杆价格 6083 元/吨, 较上周持平; 毛利空间 226 元/吨, 较上周上涨 42 元/吨。白卡纸标杆价格 5177 元/吨, 较上周上涨 134 元/吨; 毛利空间-338 元/吨, 较上周上涨 176 元/吨。箱板纸标杆价格 4393 元/吨, 较上周下跌 34 元/吨; 毛利空间 406 元/吨, 较上周下跌 10 元/吨。瓦楞纸标杆价格 3670 元/吨, 较上周下跌 25 元/吨; 白板纸标杆价格 4338 元/吨, 较上周持平; 生活用纸标杆价格 7930 元/吨, 较上周下跌 70 元/吨; 新闻纸标杆价格 6000 元/吨, 较上周下跌 100 元/吨。

图表 5: 双铜纸价格及毛利空间测算



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 6: 双胶纸价格及毛利空间测算



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 7: 白卡纸价格及毛利空间测算



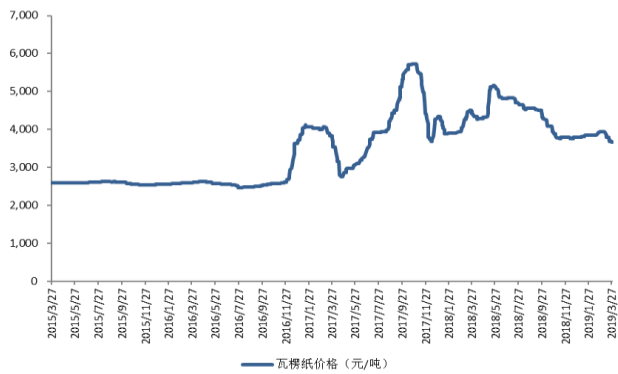
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 8: 箱板纸价格及毛利空间测算



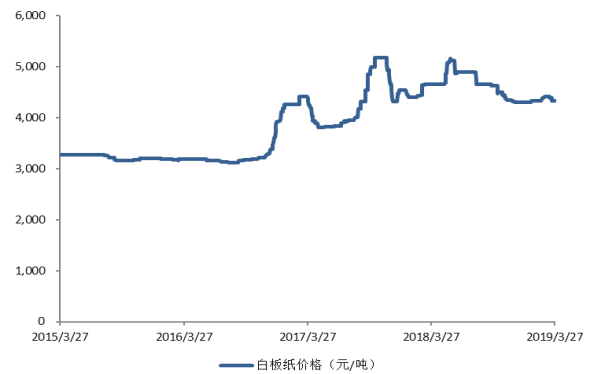
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 9: 瓦楞纸标杆价格



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 10: 白板纸标杆价格



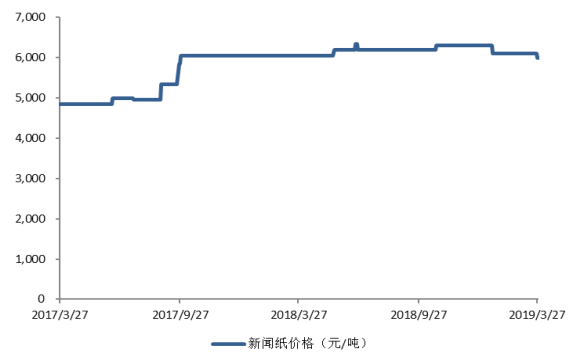
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 11: 生活用纸标杆价格



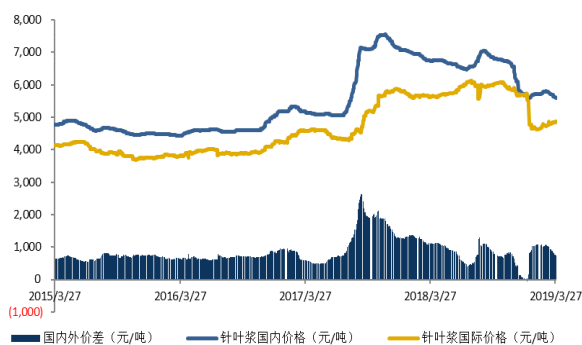
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 12: 新闻纸标杆价格



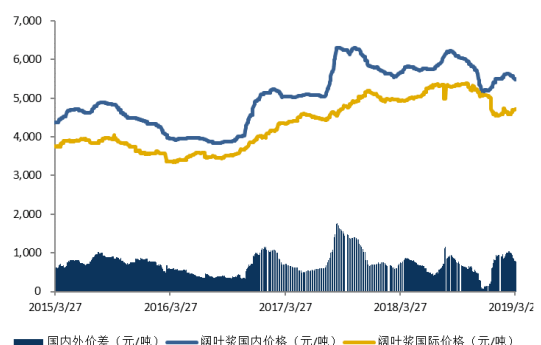
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 13: 针叶浆市场价、国际价



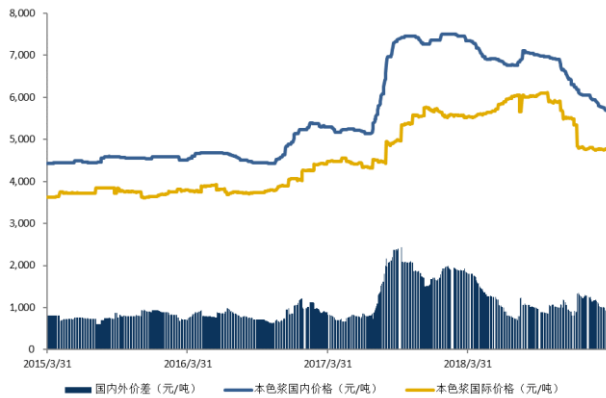
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 14: 阔叶浆市场价、国际价



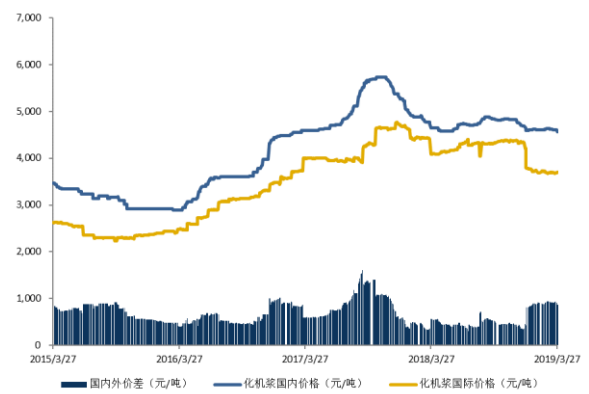
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 15: 本色浆市场价、国际价



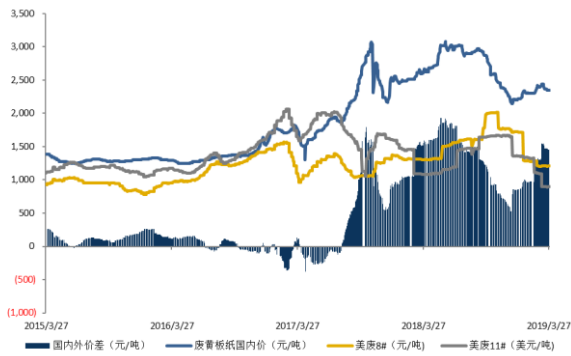
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 16: 化机浆市场价、国际价



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 17: 废纸价格



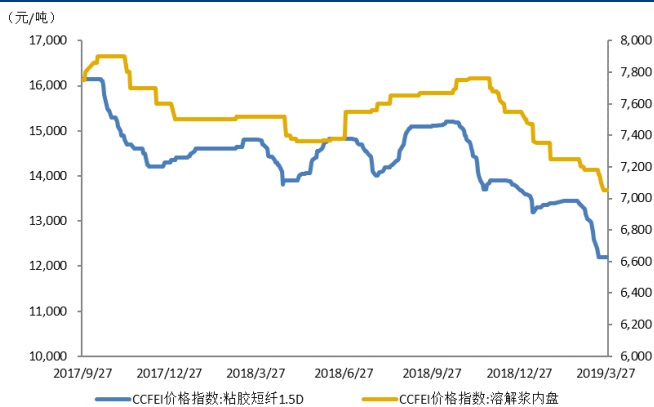
资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 18: 动力煤价格



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 19: 溶解浆价格



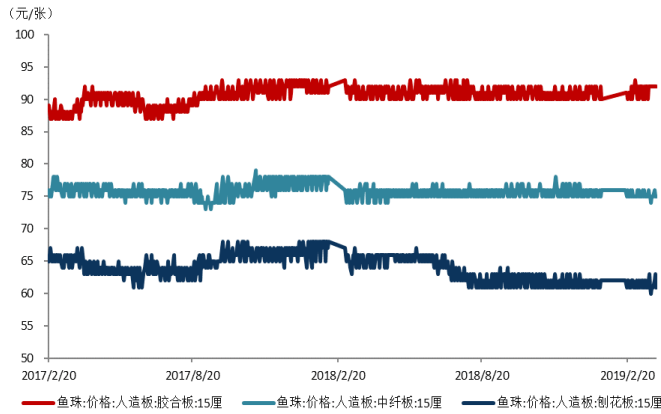
资料来源: wind, 华创证券



**(二) 家具行业数据**

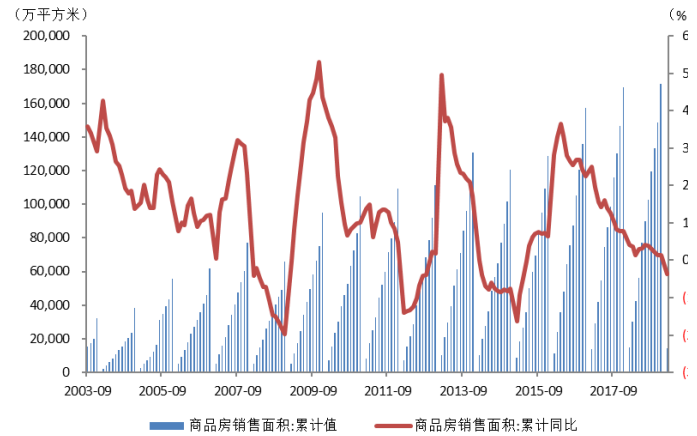
胶合板 (15 厘米) 本周价格 92 元/张, 较上周持平; 中纤板 (15 厘米) 本周价格 75 元/张, 较上周持平; 刨花板 (15 厘米) 本周价格 61 元/张, 较上周持平。

**图表 20: 人造板价格**



资料来源: wind, 华创证券

**图表 21: 商品房销售面积**



资料来源: wind, 华创证券

**(三) 印刷包装行业数据**

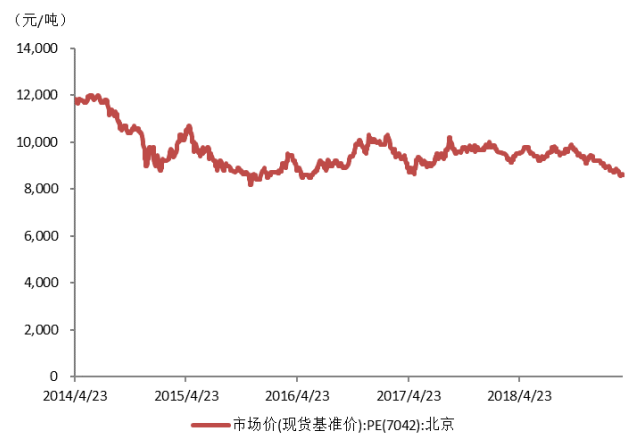
铝本周价格 13695 元/张, 较上周上涨 25 元/吨; 镀锡薄板本周价格 8600 元/张, 较上周下跌 20 元/吨。

**图表 22: 铝价格**



资料来源: wind, 华创证券

**图表 23: 镀锡薄板价格**



资料来源: wind, 华创证券

#### 四、公司重要公告及行业新闻

##### (一) 公司公告

(1) 晨鸣纸业: 发布 2018 年年度报告, 实现营业收入人民币 288.76 亿元, 同比减少 2.02%; 实现归母净利润 25.10 亿元, 同比减少 33.41%

(2) 晨光文具: 发布 2018 年年度报告, 实现营业收入 85.35 亿元, 同比增长 34.26%, 实现归母净利润 8.07 亿元, 同比增长 27.25%。

(3) 民丰特纸: 发布 2018 年年度报告, 实现营业收入 15.17 亿元, 同比下跌 5.7%, 实现归母净利润 0.1 亿元, 同比下跌 47.81%。

(4) 美克家居: 发布 2018 年年度报告, 实现营业收入 52.61 亿元, 同比增长 25.88%, 实现归母净利润 4.51 亿元, 同比增长 23.5%。

(5) 好太太: 发布 2018 年年度报告, 实现营业收入 13.1 亿元, 同比增长 17.75%, 实现归母净利润 2.6 亿元, 同比增长 26.6%。

##### (二) 行业新闻

1、湖南省淘汰落后产能和企业兼并重组工作领导小组办公室公布了《关于 2018 年湖南省落后产能退出情况的公告 (第一批)》。其中造纸行业名单中有造纸企业 57 家, 合计退出落后产能 73.04 万吨。(中国纸网)

2、受市场需求不振, 进口原纸顶托, 库存压力加大的影响, 玖龙纸业宣布了月内第二次降价计划, 各大生产基地普降 100-200 元/吨。(中国纸网)

3、数据显示, 2 月份全国建材家居景气指数 (BHI) 为 73.99, 环比下降 19.74 点, 同比下降 5.83 点。全国规模以上建材家居卖场 2 月销售额为 617.0 亿元, 环比下降 32.88%, 同比下降 9.46%。1 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.5%, 连续 4 个月回落后, 比上月微升 0.1 个百分点。(中国报告大厅)

4、统计数据显示, 2019 年 2 月中国家具及其零件出口金额为 26.93 亿美元, 同比增长 46.6%, 虽然增速不低, 但是规模却出现骤降。(腾讯网)

##### (三) 解禁限售股份情况

图表 24: 解禁限售情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁收益	变动前(万股)			变动后(万股)			解禁股份类型
					总股本	流通A股	占比(%)	总股本	流通A股	占比(%)	
002014.SZ	永新股份	2019-04-15	1,497.90	-10.87	50,361.67	48,618.46	96.54	50,361.67	50,116.37	99.51	定向增发机构配售股份
000815.SZ	美利云	2019-04-22	37,846.30	68.29	69,526.30	31,680.00	45.57	69,526.30	69,526.30	100.00	定向增发机构配售股份
002752.SZ	昇兴股份	2019-04-22	57,349.86		83,318.05	17,023.95	20.43	83,318.05	74,373.81	89.26	首发原股东限售股份
603600.SH	永艺股份	2019-04-22	5,000.00	1.50	30,268.76	25,107.50	82.95	30,268.76	30,107.50	99.47	定向增发机构配售股份
002565.SZ	顺灏股份	2019-05-09	2,163.66	167.02	70,910.46	68,483.70	96.58	70,910.46	70,647.36	99.63	定向增发机构配售股份
300651.SZ	金陵体育	2019-05-09	147.00		7,573.34	2,487.04	32.84	7,573.34	2,634.04	34.78	首发原股东限售股份
002798.SZ	帝欧家居	2019-05-27	15,633.08		38,542.53	15,735.12	40.83	38,542.53	31,368.20	81.39	首发原股东限售股份
002799.SZ	环球印务	2019-06-10	7,312.50		15,000.00	7,687.50	51.25	15,000.00	15,000.00	100.00	首发原股东限售股份

资料来源: 公司公告, 华创证券

#### 五、风险提示

宏观经济下行导致需求不振, 造纸及家居行业格局重大改变。

## 轻工组团队介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

**助理研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500