

投资评级：优于大市(维持评级)

证券分析师

王焜焜

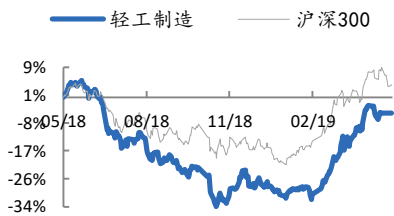
 资格编号：S0120518110001
电话：021-68761616
邮箱：wangtt@tebon.com.cn

联系人

虞晓文

 电话：021-68761616-6013
邮箱：yuxw@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

轻工制造行业 2018 年&2019 年 Q1 综述

投资要点：

- 2018 年&2019 年 Q1 行业业绩承压。**2018 年全行业合计实现 4743.02 亿元营业总收入，增速为 11.22%，较 2017 年 23.92% 的增速明显回落；实现合计归母净利润 196.38 亿元，同比减少 41.00%。2019 年 Q1，全行业合计营业总收入同比下降 3.01%，合计归母净利润同比下降 27.93%。
- 文娱用品板块业绩增速领先，继续推荐晨光文具。**作为抗周期轻工消费龙头，晨光文具的业绩保持稳定较快增长。2018 年业绩符合预期，2019 年 Q1 利润增长略超预期。主营业务受经济周期影响小，C 端传统核心业务深耕四大赛道稳定增长，B 端办公直销业务不断开拓整合新客户放量增长，新零售业务模式迈向成熟。具体推荐理由见我们对外发布的首次覆盖报告《晨光文具：整合创意价值和服务优势的文具文创龙头》和一季报点评报告。
- 包装板块景气度改善，行业格局向好。**重点公司 2018 年和 2019 年 Q1 的业绩总体表现比较稳定。收入方面，劲嘉股份和永新股份 2018 年的收入增长提速，劲嘉股份 2019 年 Q1 收入增长继续提速。归母净利润方面，永新股份受益于产品结构的持续优化、产能的稳定扩张和环保要求的提高等因素，报告期内增速明显加快，劲嘉股份同期的利润增速也较高，2018 年和 2019 年 Q1 的归母净利润增速均超 20%。此外，受益于 2018 年下半年成品纸价格回落，纸箱包装龙头合兴包装毛利率 2018 年逐季提升，公司增长受内生和外延同步驱动，2018 年实现归母净利润增长 64.49%。同时，供给侧改革和环境治理趋严促使包装行业中小产能去化，龙头企业的订单增长较快，行业格局的边际改善和公司市占率的稳步提升，都有利于包装公司获得更强的议价能力，提升盈利水平。
- 家居板块定制家居企业平均增速放缓，龙头抵御能力强。**相比 2017 年行业平均收入和利润增速均超过 30% 的高速业绩增长，定制家具公司 2018 年和 2019 年 Q1 的业绩增速明显放缓。目前从营收规模来看，欧派家居是唯一一家收入超百亿的公司，索菲亚和尚品宅配紧跟其后，这 3 家定制龙头的收入规模在行业内遥遥领先。欧派家居和尚品宅配 2019 年 Q1 的业绩超出市场预期，在地产持续低迷的情况下，两家公司的收入增速超过 15%，归母净利润增速超过 20%。多品类、多渠道发展以及规模化、信息化生产的优势逐渐凸显，定制家居龙头的抵御能力明显强于其他公司。
- 虽然业绩增速下滑，但报告期内定制家居公司的盈利能力依然保持稳定，ROE 和毛利率仍维持较高水平，说明虽然行业竞争日趋激烈，但之前市场对定制行业即将进入价格战时期、盈利能力大幅下降的猜想没有成立。相对于家电，家具的消费频率更低、客单价更高、产品更加个性化和非标准化、服务链更长，因此消费者对价格水平的敏感程度和辨识程度相比家电是比较低的，低价对快速抢占市场份额没有产生特别理想的效果，且大幅降价也可能对品牌形象产生负面影响。总体来看，定制家具企业打价格战的意愿不强。
- 造纸板块景气度下降，生活用纸下游需求稳中有升防御性强。**收入方面，除晨鸣纸业 2018 年收入小幅下降外，其余龙头公司的收入保持增长，但 2019 年 Q1，晨鸣纸业、华泰股份和山鹰纸业的收入均为负增长。行业景气度下降对利润端产生的影响更大。2018 年上半年纸业景气度较高，除晨鸣纸业归母净利润下降 33.41% 外，其余造纸板块龙头的归母净利润均保持 30% 以上的增长。但 2019 年 Q1，除中顺洁柔外，其余造纸龙头的归母净利润较去年同期出现大幅下降。
- 风险提示：**地产竣工回暖不及预期，宏观经济低迷导致整体需求不及预期。

目 录

| | |
|---------------------------------------|---|
| 1. 轻工行业 2018 年年报和 2019 年一季报业绩概览 | 4 |
| 2. 家具：定制家居企业平均增速放缓，龙头抵御能力强 | 5 |
| 3. 包装：景气度改善，行业格局向好 | 7 |
| 4. 造纸：景气度下降，生活用纸防御性强 | 8 |
| 5. 文娱用品：业绩增速领先，继续推荐晨光文具 | 8 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图 1 近 5 年轻工制造行业合计营业收入走势 | 4 |
| 图 2 近 5 年轻工制造行业合计归母净利润走势 | 4 |
| 图 3 近 5 年轻工制造行业各子板块合计营业收入增速走势 | 5 |
| 图 4 近 5 年轻工制造行业各子板块合计归母净利润增速走势 | 5 |
| 图 5 定制家居公司 2017-2018 年开店情况 | 6 |
| 表 1 板块概览 | 4 |
| 表 2 定制家居公司的业绩增速放缓 | 5 |
| 表 3 ROE（摊薄）维持稳定 | 6 |
| 表 4 较高的毛利率水平维持不变 | 6 |
| 表 5 包装行业重点公司的收入增速 | 7 |
| 表 6 包装行业重点公司的归母净利润增速 | 7 |
| 表 7 纸业龙头的收入增速情况 | 8 |
| 表 8 纸业龙头的归母净利润增速情况 | 8 |

1. 轻工行业 2018 年年报和 2019 年一季报业绩概览

报告选取 SW 三级行业分类中的造纸、包装印刷、家具、其他家用轻工和文娱用品 5 个子行业的 2018 年年报和 2019 年一季报进行总结。截至 2019 年 5 月 9 日收盘，年初至今涨幅靠前的子板块是包装印刷、家具和文娱用品。家具、包装印刷和造纸板块的总市值排名靠前。文娱轻工板块的市盈率水平最高。

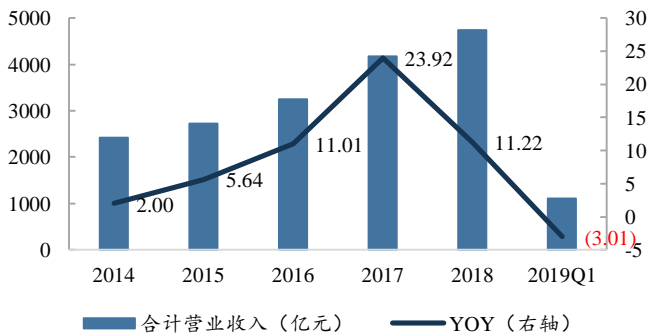
表 1 板块概览

| 板块 | 成分股个数 | 年初至今涨跌幅 (%) | 总市值 (亿元) | PE (TTM,整体法) |
|-----------|-------|-------------|----------|--------------|
| SW 造纸Ⅲ | 23 | 12.28 | 1,531.19 | 13.89 |
| SW 包装印刷Ⅲ | 34 | 20.84 | 1,893.10 | 27.66 |
| SW 家具 | 28 | 19.19 | 2,010.30 | 22.52 |
| SW 其他家用轻工 | 16 | 13.53 | 449.07 | 24.21 |
| SW 文娱用品 | 12 | 19.19 | 758.24 | 42.75 |

资料来源: Wind, 德邦研究所

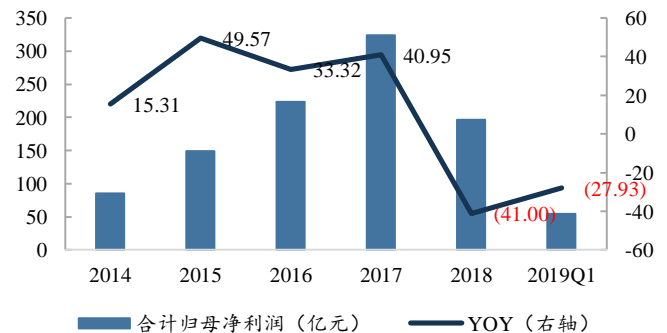
轻工制造行业 (申万) 业绩承压。2018 年全行业合计实现 4743.02 亿元营业总收入，增速为 11.22%，较 2017 年 23.92% 的增速明显回落；实现合计归母净利润 196.38 亿元，同比减少 41.00%。2019 年 Q1，全行业合计营业总收入同比减少了 3.01%，合计归母净利润同比下降 27.93%。

图 1 近 5 年轻工制造行业合计营业收入走势



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2 近 5 年轻工制造行业合计归母净利润走势

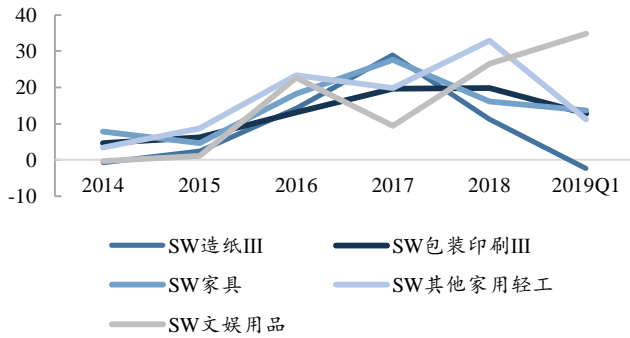


资料来源: Wind, 德邦研究所

分板块来看,2018 年收入增速从高到低依次是其他家用轻工、文娱用品、包装印刷、家具和造纸,归母净利润增速从高到低依次是其他家用轻工和文娱用品、包装印刷、造纸和家具,其中造纸和家具分别同比减少 4.94% 和 23.79%。2019 年 Q1,分板块收入增速和归母净利润增速排名保持一致,从高到低依次是文娱用品、家具、包装印刷、其他家用轻工和造纸。

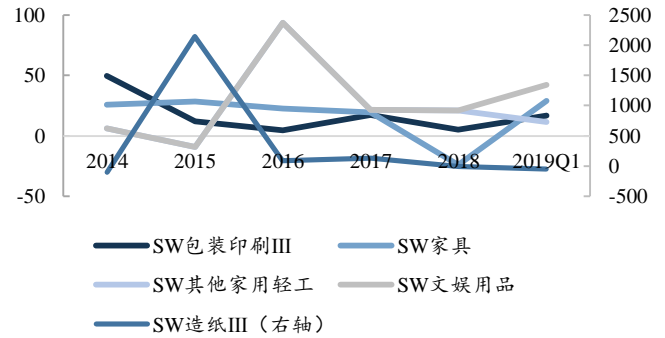
文娱用品抵御性强,业绩稳定较快增长。包装印刷板块业绩稳健,2019 年 Q1 归母净利润受原材料价格回落、新业务开拓顺利等积极因素的影响,增速达到 16.55%,明显跑赢 2018 年全年 5.07% 的增速。家具板块 2018 年收入增速前高后低,整体增速较 2017 年明显下滑,且 2019 年 Q1 的增速继续回落,但从利润端来看,2018 年家具板块归母净利润负增长 23.79%,2019 年 Q1 利润端反弹快于收入端,归母净利润增长 28.87%。造纸板块景气度从 2018 年下半年开始下滑,全年收入增速 11.30%,归母净利润同比下降 4.94%,2019 年 Q1 景气度仍然不见回升,收入同比下滑 2.33%,但归母净利润同比大幅下滑 48.10%。

图 3 近 5 年轻工制造行业各子板块合计营业收入增速走势



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4 近 5 年轻工制造行业各子板块合计归母净利润增速走势



资料来源: Wind, 德邦研究所

2. 家具：定制家居企业平均增速放缓，龙头抵御能力强

相比 2017 年行业平均收入和利润增速均超过 30% 的高速业绩增长，定制家具公司 2018 年和 2019 年 Q1 的业绩增速明显放缓。但 2019 年 3 月，定制家具公司的订单增速较 1-2 月均有较快增长，这可能是受 3 月促销以及今年春节提前节后补消费的影响，后续订单是否持续回暖仍有待跟踪。目前从营收规模来看，欧派家居是唯一一家收入超百亿的公司，索菲亚和尚品宅配紧跟其后，这 3 家定制龙头的收入规模在行业内遥遥领先。欧派家居和尚品宅配 2019 年 Q1 的业绩超出市场预期，在地产持续低迷的情况下，两家公司的收入增速超过 15%，归母净利润增速超过 20%。多品类、多渠道发展以及规模化、信息化生产的优势逐渐凸显，定制家居龙头的抵御能力明显强于其他公司。

与此同时，行业景气度相对较弱的情况下，定制家具的盈利能力却保持稳定，ROE 和毛利率都仍然维持较高水平，说明虽然行业竞争日趋激烈，此前市场对定制行业将进入价格战时期、盈利能力大幅下降的猜想没有成立。这可能是相对于家电行业，家具行业的消费频率更低、客单价更高、产品更加个性化和非标准化、服务链更长，因此消费者对价格水平的敏感程度和辨别程度都更低，价格战对行业集中度的快速提升效果没有特别显著，且大幅降价也可能对品牌形象产生负面影响，总体来看，定制家具企业打价格战的意愿不强。

表 2 定制家居公司的业绩增速放缓

| 公司 | 2018 年营业总收入 (亿元) | YOY%(2018) | YOY%(2019Q1) | 2018 年归母净利润 (亿元) | YOY% (2018) | YOY% (2019Q1) |
|------|------------------|------------|--------------|------------------|-------------|---------------|
| 欧派家居 | 115.09 | 18.53 | 15.57 | 15.72 | 20.90 | 25.14 |
| 索菲亚 | 73.11 | 18.66 | -4.67 | 9.59 | 5.77 | 3.69 |
| 尚品宅配 | 66.45 | 24.83 | 15.66 | 4.77 | 25.53 | 31.56 |
| 好莱客 | 21.33 | 14.46 | 5.22 | 3.82 | 9.84 | 8.17 |
| 志邦家居 | 24.33 | 12.80 | 5.20 | 2.73 | 16.51 | 4.91 |
| 金牌厨柜 | 17.02 | 18.01 | 6.18 | 2.10 | 26.05 | 2.68 |
| 皮阿诺 | 11.10 | 34.34 | 16.32 | 1.42 | 37.95 | 16.07 |
| 我乐家居 | 10.82 | 18.26 | 22.64 | 1.02 | 21.57 | 116.22 |

资料来源: Wind, 德邦研究所

表 3 ROE (摊薄) 维持稳定

| 公司 | 2017ROE(摊薄) % | 2018ROE(摊薄) % | 2018Q1 ROE (摊薄) % | 2019Q1 ROE (摊薄) % |
|------|---------------|---------------|-------------------|-------------------|
| 金牌厨柜 | 19.43 | 21.39 | 2.12 | 1.92 |
| 欧派家居 | 20.88 | 20.79 | 1.17 | 1.20 |
| 索菲亚 | 20.28 | 19.85 | 2.26 | 2.39 |
| 好莱客 | 16.90 | 16.55 | 1.69 | 1.66 |
| 尚品宅配 | 14.51 | 15.66 | -1.27 | -0.75 |
| 志邦家居 | 13.78 | 14.58 | 1.74 | 1.69 |
| 皮阿诺 | 11.31 | 13.81 | 1.41 | 1.45 |
| 我乐家居 | 11.26 | 12.30 | -0.52 | 0.08 |

资料来源: Wind, 德邦研究所

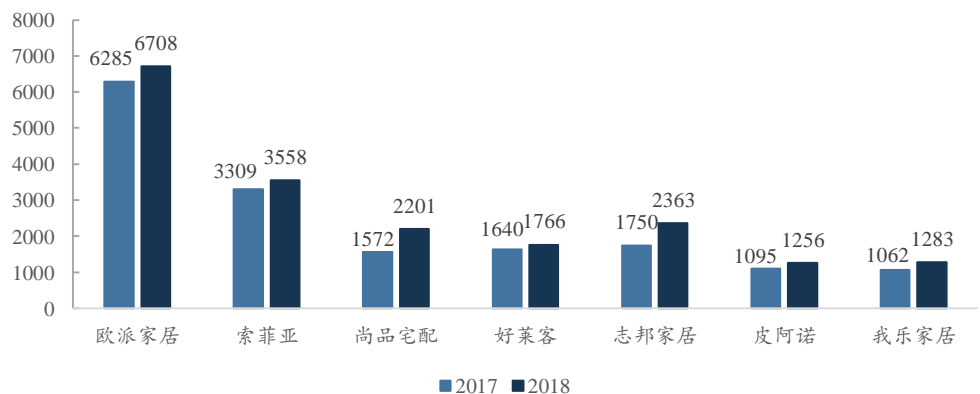
表 4 较高的毛利率水平维持不变

| 公司 | 销售毛利率 2017Q1 % | 销售毛利率 2017 % | 销售毛利率 2018Q1 % | 销售毛利率 2018 % | 销售毛利率 2019Q1 % |
|------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 欧派家居 | 31.00 | 34.52 | 33.91 | 38.38 | 34.22 |
| 索菲亚 | 32.36 | 38.17 | 34.75 | 37.57 | 34.39 |
| 金牌厨柜 | 34.68 | 39.14 | 39.58 | 39.00 | 34.64 |
| 好莱客 | 38.27 | 38.34 | 38.74 | 39.56 | 39.31 |
| 尚品宅配 | 44.22 | 45.11 | 42.14 | 43.68 | 41.59 |
| 志邦家居 | 37.49 | 34.90 | 36.81 | 35.96 | 37.92 |
| 皮阿诺 | 33.44 | 34.45 | 32.39 | 35.95 | 33.83 |
| 我乐家居 | 31.18 | 36.97 | 32.74 | 37.40 | 39.67 |

资料来源: Wind, 德邦研究所

2018 年定制家具企业保持较快的开店速度。目前从门店数量来看, 欧派家居的门店总数远高于其他企业, 渠道下沉比较深。对标欧派家居, 其他企业仍有很大的新开店空间。2019 年各公司依然会保持一定的开店速度, 以保证收入的持续增长和市占率的稳步提升。

图 5 定制家居公司 2017-2018 年开店情况



资料来源: 各公司公告, 德邦研究所

此外, 多元化渠道和多品类的大家居模式是定制家具行业重要的发展方向。随着各

区域全装修政策的出台以及精装房比例的不不断提升，工程渠道已经成为许多定制家具企业仅次于经销商渠道的第二大渠道。我们看到，多家企业的工程渠道占比近年来持续增加。工程渠道的毛利率相对经销商渠道较低，但费用率也会较低，且品牌知名度较高、实力更强的定制家具公司往往拥有更好的控制账期风险的能力和议价的能力，因此我们发现工程渠道占比的增加对公司毛利率的影响没有很大，比如欧派家居 2018 年大宗业务的毛利率达到 49.48%，甚至超过经销商渠道的毛利率 35.72%。另一方面，龙头公司在整装渠道所做的探索逐渐对业绩产生贡献。2018 年，欧派家居全年整装接单业绩超过 3.5 亿，部分试点城市整装业务的发展带动整体业绩增速明显提升。尚品宅配 2018 年全年实现整装业务的收入 1.9 亿，截止 2019 年 Q1 整装云共有 1400 多个会员。此外，行业内其他公司也都在整装领域进行探索。家装行业发展的变化将深刻影响下游家具企业的渠道变化。

建议关注业绩稳定超预期、整装业务探索初现成果以及多品类共同发展的定制家具龙头欧派家居和尚品宅配。

3. 包装：景气度改善，行业格局向好

包装行业重点公司 2018 年和 2019 年 Q1 的业绩总体比较稳定。收入方面，劲嘉股份和永新股份 2018 年的收入增长提速，劲嘉股份 2019 年 Q1 收入增长继续提速。归母净利润方面，永新股份受益于产品结构的持续优化、产能的稳定扩张和环保要求的提高等因素，报告期内增速明显加快，劲嘉股份同期的利润增速也较高，2018 年和 2019 年 Q1 的归母净利润增速均超 20%。此外，受益于 2018 年下半年成品纸价格回落，纸箱包装龙头合兴包装毛利率 2018 年逐季提升，公司增长受内生和外延同步驱动，2018 年实现归母净利润增长 64.49%。同时，供给侧改革和环境治理趋严促使包装行业中小产能去化，龙头企业的订单增长较快，行业格局的边际改善和公司市占率的稳步提升，都有利于包装公司获得更强的议价能力，提升盈利水平。

建议关注烟标业务稳健、彩盒包装等新业务拓展顺利、积极布局新型烟草业务的烟标龙头劲嘉股份，产品结构不断优化、持续高分红、受益于行业整合的塑料软包装龙头永新股份和传统纸箱包装业务加速行业整合、创新业务 PSCP 和 IPS 稳步推进与传统业务产生协同的纸包装龙头合兴包装。

表 5 包装行业重点公司的收入增速

| 公司 | 营业收入(同比增长率) 2017Q1% | 营业收入(同比增长率) 2018Q1% | 营业收入(同比增长率) 2019Q1% | 营业收入(同比增长率) 2017% | 营业收入(同比增长率) 2018% |
|------|---------------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|
| 裕同科技 | 38.06 | 16.18 | 10.54 | 25.36 | 23.47 |
| 劲嘉股份 | 19.23 | 8.08 | 24.08 | 6.06 | 14.56 |
| 合兴包装 | 49.87 | 76.10 | 8.24 | 146.95 | 39.08 |
| 奥瑞金 | -24.56 | 53.81 | 2.90 | -3.37 | 11.35 |
| 东风股份 | 12.78 | 7.44 | 11.47 | 19.67 | 18.76 |
| 永新股份 | 1.88 | 19.23 | 12.16 | 5.46 | 16.13 |

资料来源：Wind，德邦研究所

表 6 包装行业重点公司的归母净利润增速

| 证券简称 | 归属母公司股东的净利润(同比增长率) 2017% | 归属母公司股东的净利润(同比增长率) 2018% | 归属母公司股东的净利润(同比增长率) 2017Q1% | 归属母公司股东的净利润(同比增长率) 2018Q1% | 归属母公司股东的净利润(同比增长率) 2019Q1% |
|------|--------------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| 奥瑞金 | -38.99 | -67.98 | -47.39 | 31.13 | 10.98 |
| 永新股份 | 1.37 | 9.66 | -0.63 | 2.23 | 18.91 |
| 美盈森 | 55.86 | 15.23 | 45.24 | 56.74 | 2.32 |
| 东风股份 | 15.06 | 14.69 | 0.23 | 3.12 | 5.79 |
| 劲嘉股份 | 0.65 | 26.27 | -26.12 | 21.09 | 21.81 |

| | | | | | |
|------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 裕同科技 | 6.53 | 1.47 | 29.53 | -14.14 | 10.69 |
| 合兴包装 | 37.64 | 64.49 | 37.54 | 60.58 | 17.47 |

资料来源: Wind, 德邦研究所

4. 造纸: 景气度下降, 生活用纸防御性强

2018年和2019年Q1, 除生活用纸外, 造纸行业整体景气度下降。收入方面, 除晨鸣纸业2018年收入小幅下降外, 其余龙头公司的收入保持增长, 但2019年Q1, 晨鸣纸业、华泰股份和山鹰纸业的收入均为负增长。行业景气度下降对利润端产生的影响更大。2018年上半年纸业景气度较高, 除晨鸣纸业归母净利润下降33.41%外, 其余造纸板块龙头的归母净利润均保持30%以上的增长。但2019年Q1, 除中顺洁柔外, 其余造纸龙头的归母净利润较去年同期出现大幅下降。

生活用纸消费属性强且下游需求持续增长, 板块防御性强, 建议关注中顺洁柔。公司产品力凸显, 市场份额不断提升。2018年12月浆价成本基本见顶, 2019年Q1受益于低价浆作为原材料, 公司盈利触底反弹, 25.18%的归母净利润增速较2018年Q4的-8.08%大幅提升。

此外, 从2019年2月开始, 文化纸和白卡纸经历了多次提价, 涨价基本落地。建议关注研发能力、原材料自给和市场话语权方面存在竞争优势的文化纸龙头太阳纸业。箱板纸下游需求受宏观经济影响较大, 目前尚未出现明显好转的迹象, 涨价落地较难, 因此市场对其价格走势存在分歧。

表7 纸业龙头的收入增速情况

| 公司 | 营业收入(同比增长率)2018Q1% | 营业收入(同比增长率)2019Q1% | 营业收入(同比增长率)2017% | 营业收入(同比增长率)2018% |
|------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|
| 晨鸣纸业 | 15.42 | -14.94 | 28.66 | -2.02 |
| 太阳纸业 | 14.29 | 8.13 | 30.71 | 15.21 |
| 中顺洁柔 | 18.65 | 25.78 | 21.76 | 22.43 |
| 华泰股份 | 17.14 | -13.54 | 26.36 | 8.09 |
| 山鹰纸业 | 60.60 | -3.74 | 43.96 | 39.48 |

资料来源: Wind, 德邦研究所

表8 纸业龙头的归母净利润增速情况

| 公司 | 归属母公司股东的净利润(同比增长率)2017Q1% | 归属母公司股东的净利润(同比增长率)2017% | 归属母公司股东的净利润(同比增长率)2018Q1% | 归属母公司股东的净利润(同比增长率)2018% | 归属母公司股东的净利润(同比增长率)2019Q1% |
|------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|
| 晨鸣纸业 | 74.70 | 88.60 | 11.39 | -33.41 | -95.12 |
| 太阳纸业 | 210.22 | 91.55 | 40.14 | 10.54 | -38.34 |
| 中顺洁柔 | 65.23 | 34.04 | 30.93 | 16.60 | 25.18 |
| 华泰股份 | 349.27 | 270.08 | 34.85 | 6.74 | -39.06 |
| 山鹰纸业 | 615.46 | 471.00 | 39.85 | 59.04 | -24.33 |

资料来源: Wind, 德邦研究所

5. 文娱用品: 业绩增速领先, 继续推荐晨光文具

文娱用品板块2018年和2019年Q1的业绩整体稳定增长。其中晨光文具作为抗周期轻工消费龙头, 业绩保持稳定较快增长。2019年Q1的利润增长略超预期。主营业务受经济周期影响小, C端传统核心业务深耕四大赛道稳定增长, B端办公直销业务不断开拓整合新客户放量增长, 新零售业务模式逐渐成熟, 九木杂物社2018年Q3开放加盟。公司具体介绍和推荐理由见我们4月23日对外发布的首次覆盖报告《晨光

文具：整合创意价值和服务优势的文具文创龙头》4月27日对外发布的一季报点评报告《晨光文具：19年Q1利润增长略超预期，经营性现金流和费用控制向好》。

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 类别 | 评级 | 说明 |
|--|------|-----------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 买入 | 相对强于市场表现 20% 以上； |
| | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性 | 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| | 减持 | 相对弱于市场表现 5% 以下。 |
| 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上； |
| | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间； |
| | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。