

轻工制造行业

贸易格局变动对轻工行业的一阶与二阶影响

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-05-20

核心观点:

● **近期行业观点: 继续关注减税, 竣工, 提价预期带动板块基本面反转**

预计 Q2 各行业收入与利润增速筑底 Q3-Q4 增速逐步修复, 但要关注贸易格局扰动对节奏的影响。关注增值税降低带动必选消费品板块利润超预期(晨光文具, 中顺洁柔), 竣工增速修复带动家居链条收入逐步回暖(全装修, 定制家具), 下游主动去库存进入末期以及通胀预期下消费品提价带动的新一轮补库存(太阳纸业等) 主流板块业绩超预期。

● **本周主题: 贸易格局变动对轻工行业的一阶与二阶影响**

一阶影响是指一年内的同比影响, 二阶影响是指对行业的深远影响; 一阶影响体现在: (1) 家具与日用消费品: 对美出口部分双方重新议价, 行业利润下降; (2) 包装: 受对美出口消费品下降影响需求下降, 美废进口受反制影响成本抬升; (3) 造纸: 进口原材料成本抬升, 出口性需求下降。二阶影响体现在: (1) 家具与日用消费品: 外销型企业一方面产能向东南亚, 欧洲等国家迁移, 国内产能转内销产能利用率下降后有降价冲动, 加剧行业竞争; (2) 造纸: 龙头企业积极布局海外上游资源实现一体化; (3) 包装: 加强与东南亚低成本资源龙头合作, 提升内控降低成本。

● **行业数据更新**

家居: 上游大部分板材周度呈现上升趋势, 五金材料和五金零部件价格统降。4月商品房销售面积累计同比下滑 0.3%, 商品房销售额累计同比增长 8.1%, 商品房竣工面积累计同比下降 10.3%。周度新房成交整体上升 21.65%, 各线均环比上升。13城二手房成交量环比上升 27.20%。

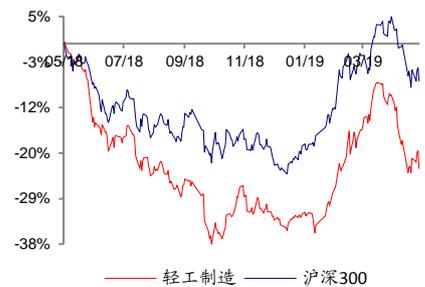
造纸: 文化纸龙头企业产品价格持续上行, 下游经销商观望情绪较重, 采购以满足刚需为主。太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业、APP 集团等文化纸龙头再发 6 月份涨价函通知, 铜版、白卡纸价格上调均为 200 元/吨。瓦楞及箱板纸市场呈现疲软下滑走势, 玖龙纸业下半周下调报价 100-200 元/吨。美国增加关税方案引发市场恐慌性看空情绪, 废纸价格连续下降; 纸浆外盘情况并不明朗, 下游需求偏弱, 港口库存去化速度较慢。

包装及文娱: 社会零售总额同比增长放缓, 烟草复苏趋势企稳, 白酒、啤酒、软饮料 4 月产量同比及环比均下跌, 文具办公用品零售额有所回升。2019 年 4 月份社会零售总额当月值为 30586.10 亿元, 同比增长 7.2%; 2019 年 4 月烟草产量 1784.2 亿支, 当月同比增长 2.3%, 累计同比增长 6.6%; 2019 年 4 月文具办公用品零售额 241.90 亿元, 同比增长 3.6%。

● **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:各板块增速回落, 减税+竣工+提价支撑后续基本面反转 2019-05-14

轻工制造行业:剖析多起电子烟事件, 更看好 HNB 方向 2019-05-13

轻工制造行业:FDA 批准 IQOS 在美销售, 催化电子烟全球产业链 2019-05-06

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	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
002191.SZ	劲嘉股份	RMB	12.14	2019/4/25	买入	15	0.60	0.74	20.2	16.4	16.6	13.3	12.2	13.0
603899.SH	晨光文具	RMB	39.40	2019/4/29	买入	42.9	1.1	1.36	35.8	29.0	25.8	21	24.2	24.1
002511.SZ	中顺洁柔	RMB	10.09	2019/4/25	买入	13.12	0.44	0.54	22.9	18.7	17.4	14.0	14.5	15.3
002078.SZ	太阳纸业	RMB	6.62	2019/4/29	买入	8.9	0.89	0.97	7.4	6.8	5.8	4.8	15.6	14.6
603833.SH	欧派家居	RMB	109.20	2019/5/9	买入	121	4.49	5.45	24.3	20.0	17.3	13.8	20.0	19.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、近期行业观点：继续关注减税，竣工，提价预期带动板块基本面反转	6
二、贸易格局变动对轻工行业一阶与二阶影响	8
（一）家具：软体企业受影响较大，短期承压锻造长期优势	8
（二）造纸：木纤维原料对外依赖度高加速龙头企业海外拓展	10
（三）包装：需求&成本受冲击，或可寻求海外低成本材料资源	13
三、行业数据跟踪	15
3.1 家居板块：板材价格整体下降，周度商品房销售上升	15
3.2 造纸板块：规模文化纸企再发 6 月涨价函，箱板瓦楞纸价格下行	19
3.3 包装文娱板块：下游消费增速有所放缓	23
四、板块资本运作	28
风险提示	31

图表索引

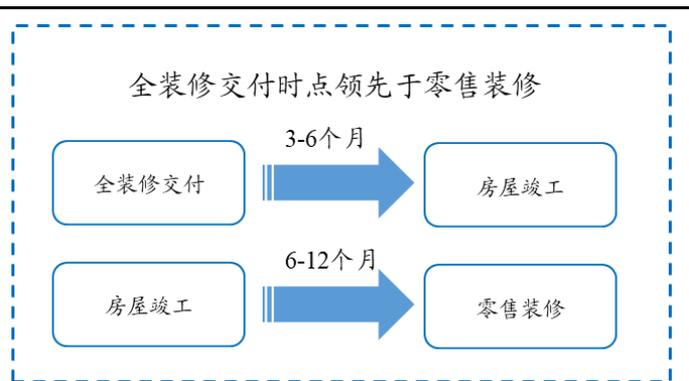
图 1: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同	6
图 2: 2019-2020 年真实竣工面积增速回暖至 5-10% (万平方米)	6
图 3: 中国精装修市场规模及渗透率	6
图 4: 全装修房企数量增加情况.....	6
图 5: 木浆港口库存量高位回落.....	7
图 6: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨趋势 (元/吨)	7
图 7: 中国对美国出口各行业占比	8
图 8: 各行业征税规模占行业出口美国规模比例	8
图 9: 上市家具企业 2018 年境外收入占比	9
图 10: 软体家具上市公司境外收入及其同比	9
图 11: 软体家具上市公司境外收入占总收入比	9
图 12: 进口阔叶浆价与人民币汇率走势.....	11
图 13: 2019 年前 3 个月外废进口量同比下降 16.54%.....	12
图 14: 我国瓦楞原纸进口数量	14
图 15: 我国瓦楞原纸进口均价	14
图 16: 中纤板价格指数	15
图 17: 刨花板价格指数	15
图 18: 细木工板价格指数.....	15
图 19: 指接板价格指数	15
图 20: 五金材料价格指数.....	16
图 21: 五金零部件价格指数.....	16
图 22: 4 大一线城市新房周成交	16
图 23: 13 个二线城市新房周成交	16
图 24: 23 个三线城市新房周成交	16
图 25: 2 大一线城市二手房周成交.....	16
图 26: 11 个二三线城市二手房周成交	17
图 27: 13 城市二手房周成交.....	17
图 28: 家具行业零售额及同比	17
图 29: 家具行业出口额及同比	17
图 30: 商品房销售面积及同比	17
图 31: 商品房销售额及增速.....	17
图 32: 购置土地面积及同比.....	18
图 33: 商品房新开工面积及同比.....	18
图 34: 商品房施工面积及同比	18
图 35: 商品房竣工面积及同比	18
图 36: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	18
图 37: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	18
图 38: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	19
图 39: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	19

图 40: 国废价格连续下跌.....	20
图 41: 木浆国内现货市场价格承压下滑.....	20
图 42: 木浆港口库存量高位回落.....	20
图 43: 溶解浆价格回落至 2017 年以来低位.....	21
图 44: 白板白卡价格行情稳定, 箱板瓦楞纸市场价格走低 (元/吨).....	21
图 45: 4 月末主要包装纸种库存量均有所回落.....	22
图 46: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨趋势 (元/吨).....	22
图 47: 生活用纸市场价格维持下行趋势.....	23
图 48: 社会零售总额: 当月值.....	23
图 49: 社会零售总额: 累计值.....	23
图 50: 白酒产量.....	24
图 51: 啤酒产量.....	24
图 52: 软饮料产量.....	24
图 53: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料).....	24
图 54: 烟草产量.....	24
图 55: 烟草销量结构占比.....	24
图 56: 卷烟工商库存.....	25
图 57: 卷烟商业库存.....	25
图 58: 消费电子—智能手机.....	25
图 59: 消费电子—平板电脑.....	25
图 60: 消费电子—PC.....	25
图 61: 消费电子总出货量—3C.....	25
图 62: 家电—空调产量.....	26
图 63: 家电—家用冰箱产量.....	26
图 64: 包装原材料价格—纸类 (元/吨).....	26
图 65: 包装原材料价格—塑料 (元/吨).....	26
图 66: 包装原材料价格—金属 (元/吨).....	26
图 67: 包装原材料价格—玻璃 (元/吨).....	26
图 68: 文具办公用品零售额累计值.....	27
图 69: 文具办公用品零售额单月值.....	27
表 1: 软体家具企业应对措施.....	10
表 2: 重点公司净利润人民币汇率影响占比情况.....	11
表 3: 国内造纸企业海外布局.....	12
表 4: 公司股份回购.....	28
表 5: 公司股权质押.....	28
表 6: 公司股权解除质押.....	29
表 7: 公司对外投资.....	29
表 8: 公司公告增、减持进度.....	30

一、近期行业观点：继续关注减税，竣工，提价预期 带动板块基本面反转

展望 Q2 行业基本面，继续关注减税落地，竣工提速与提价预期带动行业基本面反转。(1) 减税落地：增值税降低从 2019 年 4 月 1 日起开始执行，企业受益程度主要取决于原有利润率水平，对上下游议价能力即成本变动和终端定价能力，综合计算下面对终端消费者的必选消费品最为受益（晨光文具，中顺洁柔）；(2) 竣工提速：考虑天气原因，历年新房竣工的高峰期在 Q2 末到 Q4 中，我们仍维持 2019-2020 年竣工增速回暖的判断，定制家具企业依靠大宗订单回暖明显（欧派家居，志邦家居等），全装修企业增速确定性更高（木门，卫浴企业）；(3) 提价预期：通胀预期上行背景下下游企业有望进入被动补库存，人民币贬值+可能的反制有望推升纸浆价格，造纸行业提价预期将更为顺利，选择受贸易格局变动影响小，行业格局更优的文化纸行业（太阳纸业）。

图 1：全装修企业获取订单时点与零售类企业异同



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2 2019-2020年真实竣工面积增速回暖至5-10%(万平方米)



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 3：中国精装修市场规模及渗透率



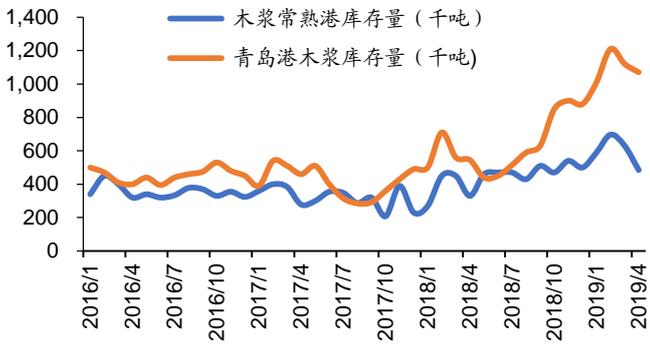
数据来源：Wind、广发地产组，广发证券发展研究中心

图 4：全装修房企数量增加情况



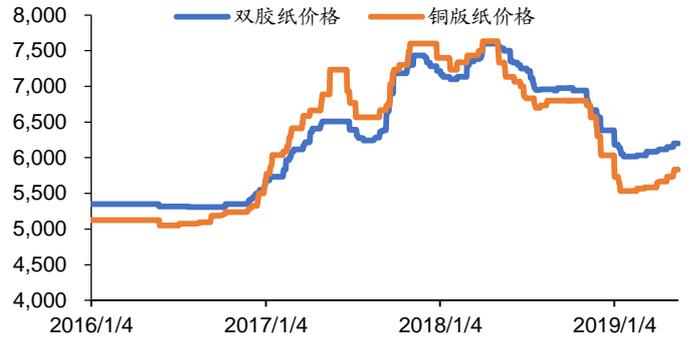
数据来源：Wind、奥维云网，广发证券发展研究中心

图 5: 木浆港口库存量高位回落



数据来源: 卓创咨询、广发证券发展研究中心

图 6: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨趋势 (元/吨)



数据来源: 卓创咨询、广发证券发展研究中心

二、贸易格局变动对轻工行业一阶与二阶影响

中美贸易摩擦在短期（一阶影响，1年内）与长期（二阶影响，1年以上）均会对行业发展造成影响，一阶影响体现在：（1）家具与日用消费品：对美出口部分双方重新议价，行业利润下降；（2）包装：受对美出口消费品下降影响需求下降，美废进口受反制影响成本抬升；（3）造纸：进口原材料成本抬升，出口性需求下降；二阶影响体现在：（1）家具与日用消费品：外销型企业一方面产能向东南亚，欧洲等国家迁移，国内产能转内销产能利用率下降后有降价冲动，加剧行业竞争；（2）造纸：龙头企业积极布局海外上游资源实现一体化；（3）包装：加强与东南亚低成本资源龙头合作，提升内控降低成本；

图 7：中国对美国出口各行业占比

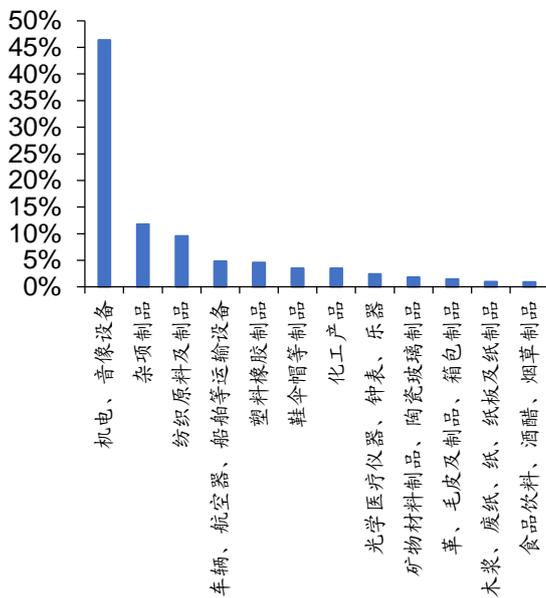
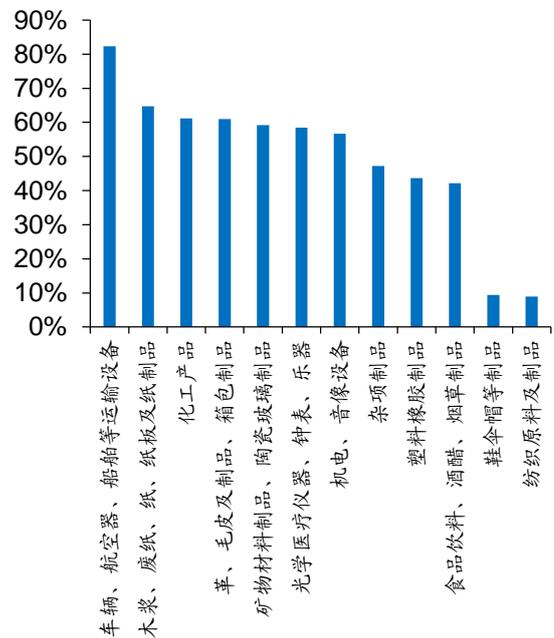


图 8：各行业征税规模占行业出口美国规模比例



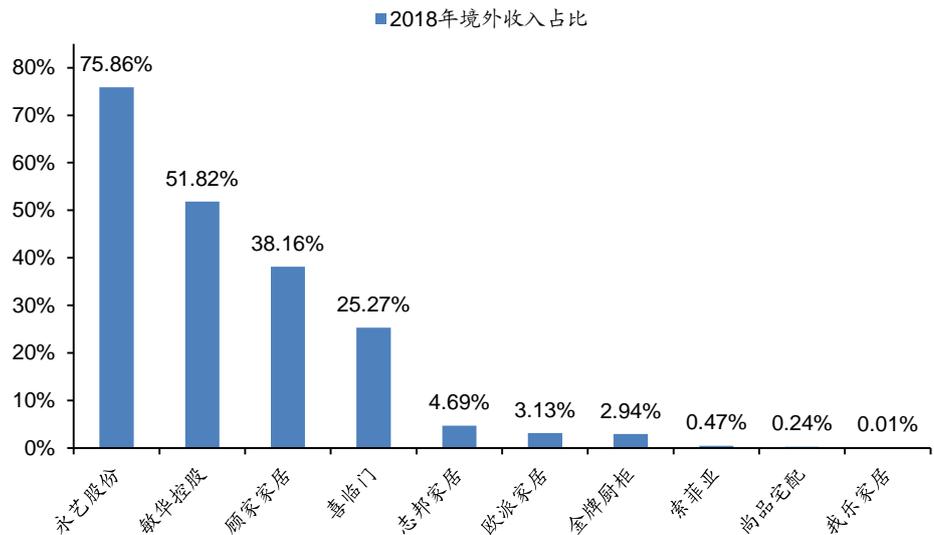
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（一）家具：软体企业受影响较大，短期承压锻造长期优势

软体家居竞争格局影响或更大。对比国内家具企业全球业务布局来看，软体家具由于欧美发达国家为软体家具主要消费国，行业刚起步时产品设计、生产工艺、以及主要市场均来自于海外，因此受影响程度相比定制家具影响更大。根据 2018 年家具公司年报数据，定制家具境外业务占比约为 0%-5%，整体影响较小，而软体家具企业敏华控股、顾家家居、喜临门、永艺股份占比分别为 51.8%、38.2%、25.3%、75.9%，且美国为主要出口市场，除敏华控股外，其他家具公司海外出口均以代工为主，议价能力相对偏弱，竞争格局转变或使得家具企业与海外客户双方重新议价，行业利润下降。

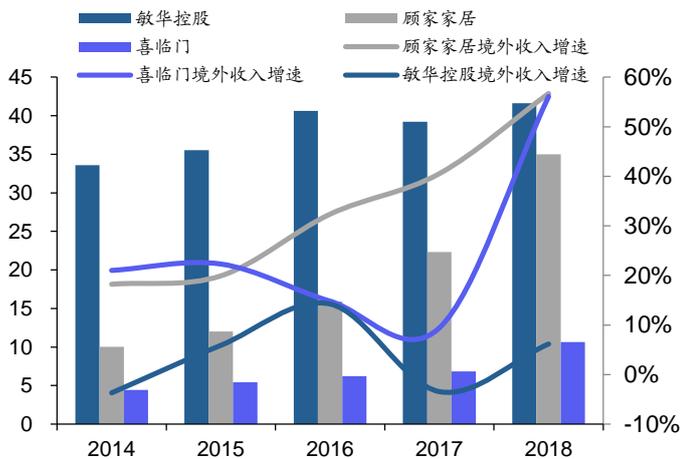
图9：上市家具企业2018年境外收入占比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：敏华为财年数据

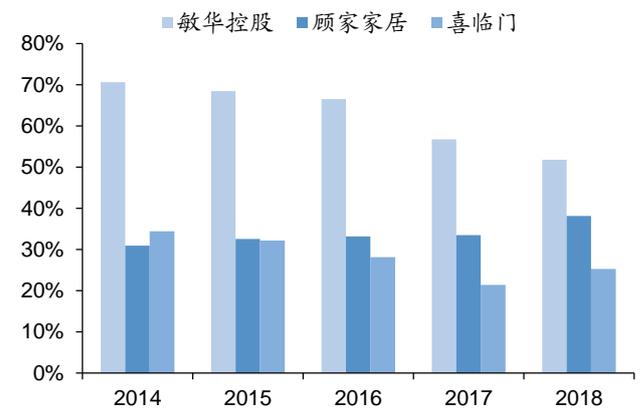
图10：软体家具上市公司境外收入及其同比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：敏华为财年数据

图11：软体家具上市公司境外收入占总收入比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：敏华为财年数据

多重策略弱化竞争格局边际影响。自2018年开始，国内软体家具企业为应对或存在的行业不确定性，除与海外客户协商定价外，主要在产能布局、自主产品推进以及新市场开发方面进行了一系列规划。

- (1) 海外生产基地拓展布局：**目前沙发企业，如敏华控股与顾家均在越南实现了海外生产基地布局，床垫企业则偏好靠近原材料市场的泰国，或者已在欧美实现了产能布局，助力维持企业制造成本优势。
- (2) 大力拓展自主品牌，提升产品竞争力：**由于国内出口产品多为代工，企业议价能力有限，推动自主品牌或进行区域本土化战略将有助于提升品牌竞争力，从而弱化行业政策波动对企业盈利水平的影响。
- (3) 新市场开拓，分散单一客户风险：**目前澳洲以及东南亚市场仍属于国内

企业空白市场，澳洲市场消费者理念相对成熟，而东南亚市场消费升级理念正在逐步崛起，两大市场发展空间广阔。

表1: 软体家具企业应对措施

家具公司	应对措施
顾家家居	1、针对汇率波动风险，公司通过开展远期结售汇业务以确保将净风险敞口维持在可接受的水平。 2、针对国际贸易格局变化，公司积极筹建海外工厂，同时通过与客户风险共担的方式从而降低贸易变化对公司的影响。 3、外贸业务：北美市场方面，在美国推动国家本土化、营销本土化、产品本土化国家战略，国际市场方面，尝试在澳新推行国家战略策略，收入均取得较好的增幅。
喜临门	公司启动泰国生产基地项目，承接国际订单，拓展海外市场：为了减少潜在贸易壁垒带来的影响，公司在已经完成的全国东南西北中六大生产基地布局的基础上，在行业内率先启动海外生产基地项目。通过对东南亚国家的多轮考察，充分考虑到原材料供应、人力资源成本、物流运输成本、生产管理成本等诸多因素后，慎重决定启动在泰国筹建生产基地的项目，满足北美及东南亚市场需求。
敏华控股	公司 2019 财年中报披露，于回顾期，美国政府与中国政府之间发生贸易变化，对自九月起出口到美国的产品征收关税。预计将对美国出口业务的净利润率产生负面影响。为减轻关税的影响，本集团于六月在越南收购一间工厂。预计未来几年出口美国的大部分生产将转移至越南。此外，过去数月人民币兑美元贬值亦可部分缓解因关税导致净利润率降低的压力。

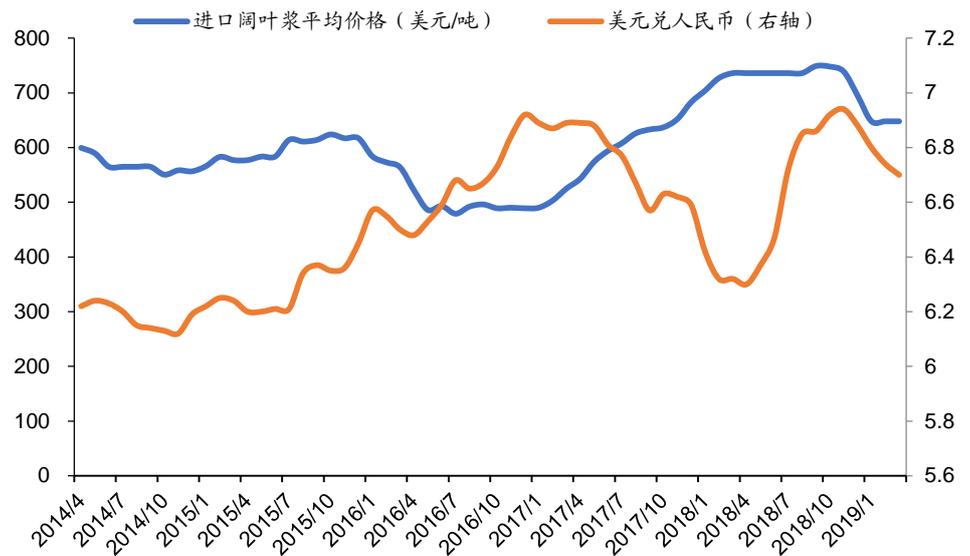
数据来源：顾家家居、喜临门 2018 年年报、敏华控股中期报告、广发证券发展研究中心

短期行业竞争加剧，未来打开全球版图。目前国内软体家具行业受地产等因素影响，内销收入增速放缓，外销业务一方面产能向东南亚，欧洲等国家迁移，国内富余产能转内销产能利用率下降后有降价冲动，加剧短期行业竞争，但未来有助于行业进一步集中。此外，观察海外龙头软体家具企业的发展路径，如LA-Z-BOY、泰普尔丝涟、舒达等，均实现了生产基地与销售渠道的全球布局，目前国内企业在地产红利、渠道红利接近尾声，且国内人工成本不断攀升的背景下，全球竞争格局这一契机推动企业进行变革，倒逼企业“走出去”，虽短期经营压力明显增加，长期来看，有助于企业进一步提升产品全球竞争力，打开全球收入版图，推动企业未来收入登上新台阶。

（二）造纸：木纤维原料对外依赖度高加速龙头企业海外拓展

人民币贬值增加国内木浆及废纸进口企业生产成本，盈利能力下降。汇率波动影响出口国浆厂成本的同时，也对进口国用浆企业造成影响，中国进口阔叶浆价与人民币汇率走势存在一定负相关性，进口企业原料成本受人民币汇率变动和国际浆价变动双因素影响。近期汇率市场波动较大，若2019年人民币兑美元汇率中枢较2018年出现贬值趋势，且纸企不因汇兑损失提高产品价格，则大型纸企均将受到原料进口成本上升影响。

图12: 进口阔叶浆价与人民币汇率走势



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

根据上市公司年报及债券评级报告书等信息披露, 给予下表所示假设, 且根据人民银行披露2019年1-4月份汇率均值, 假设人民币兑美元汇率中枢2019年为6.7376, 龙头纸企均可能因汇率变化导致汇兑损失, 按照当期上市公司归母净利润计算影响比例大多在1%-5%。

表2: 重点公司净利润人民币汇率影响占比情况

股票代码	股票名称	汇率影响(亿元)	2018年归母净利润(亿元)	当期净利润影响占比
000488.SZ	晨鸣纸业	-1.05	25.10	-4.18%
002078.SZ	太阳纸业	-0.80	22.38	-3.58%
600567.SH	山鹰纸业	-0.82	32.04	-2.56%
02689.HK	玖龙纸业	-1.30	78.48	-1.65%
600308.SH	华泰股份	-0.58	7.19	-8.01%

资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

说明: 假设 1: 2017 年木浆进口平均价格 4300 元/吨

假设 2: 2017 年废纸进口平均价格 250 美元/吨

假设 3: 2018 年废纸进口平均价格 200 美元/吨

假设 4: 包装纸原料系数为 1.1, 文化纸原料木浆系数 0.7

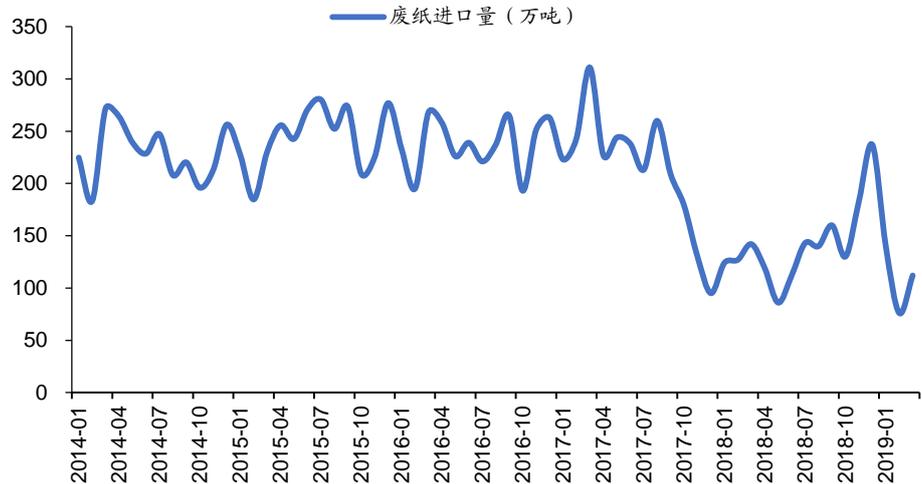
假设 5: 假设 2019 年人民币汇率年均值为 6.7376

以进口洋垃圾管控为主线, 外废政策继续向“零进口”方向推进, 到2020年末基本实现零进口目标并未改变。废纸政策管控主导外废价格走势, 废纸配额减量审批、减量进口导致外废价格因中国市场需求下降持续低迷, 但国内企业配额不足无法充分利用低成本外废。据中国固废化学品管理网信息, 2018年进口废纸额度审批1869.86万吨, 全年外废进口1703万吨, 进口量同比下降33.79%, 2019年前3个月外废实际进口量328万吨, 较去年同期进一步下滑16.54%, 预计全年实际进口外废

总量或下降至1000万吨左右。

废纸额度审批向头部企业集中，但受制于总量降低头部企业外废成本优势被弱化。截止5月18日，2019年前7批次进口废纸审批配额共823.31万吨，获批企业共76家，其中玖龙纸业、理文纸业、山鹰纸业总审批额度为463.80万吨，占总审批额度的56.33%。

图13: 2019年前3个月外废进口量同比下降16.54%



数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

木纤维资源匮乏加速龙头纸企海外拓展布局，上下游产业链一体化增强抗风险能力，行业集中度进一步提升。原材料供应挑战突出，造纸龙头通过海外并购方式解决原材料危机。玖龙纸业、山鹰纸业此前依靠稳定的海外废纸渠道存在持续的成本价格优势，龙头纸企海外废纸原材料占比普遍在50%以上，较以国废为主要原材料的纸企有明显成本优势。废纸管控趋严及中美贸易纠纷导致美废加税均压缩原材料成本优势。财政部网站消息显示，2019年6月1日0时起，原产于美国的废纸浆加征20%关税，木浆维持5%不变，国内废纸系包装纸企业成本端或将进一步提升。

国内纸企海外原料布局加速。玖龙纸业2018年投资2.85亿美元收购位于美国本土的三处制浆造纸厂，总浆纸产能约111.8万吨。山鹰纸业自2017年下半年以来总投资超过20亿人民币收购或参股北欧及美国浆纸产能，覆盖约121.5万吨浆纸产能。除箱板瓦楞行业龙头玖龙纸业、山鹰纸业外，恒安国际、亚太森博、理文造纸、中国纸业在海外均有相关上游原材料产业链完善布局。

表3: 国内造纸企业海外布局

时间	地点	收购/参股实施主体	被收购/参股方	事项	金额	备注
2017/6/5	马来西亚	恒安国际	皇城	纸品加工及可分解纤维产品制造。	9120 万马币	持股比例 50.45%，成为最大股东
2017/7/19	瑞典	山鹰 Goldcup	北欧纸业公司 Nordic Paper Holding AB	获得其生产防油纸产品技术	24 亿瑞典克朗	收购完成后，公司将介入技术壁垒高、盈利能力强的高端特种纸细分市场
2018/4/1	芬兰	山鹰	芬兰北方生化公司	参与年产 40 万吨纸浆厂项目	提供融资	参股成为大股东

2018/4/23	芬兰	恒安国际	芬兰纸浆厂	每年向全球市场生产供应约 120 万吨“北部经漂白软木硫酸盐牛皮纸浆”	1166 万欧元	参股比例 36.46%，成为最大股东
2018/5/25	美国	玖龙纸业全资子公司 NDPaperLLC	加拿大公司 Catalyst 的两家制浆造纸厂	收购制浆造纸厂，总产能 90 万吨/年	2.3 亿美元	
2018/6/12	荷兰	山鹰子公司环宇国际	荷兰再生资源回收公司	加强公司在当地的废纸回收能力	--	交易细节未披露
2018/7/17	老挝	太阳纸业	自建	建设 1 条年产量 40 万吨再生纤维浆板生产线和 2 条年产共 80 万吨高档包装纸生产线及其配套工程。	10.69 亿美元	“林纸浆一体化”
2018/8/1	美国	山鹰子公司 GLOBALWIN	美国 Verso	生产线改造为生产包装用纸，并建设废纸浆生产线	1600 万美元	--
2018/8/1	巴西	金鹰集团子公司亚太森博	巴西公司 Lwarcel	获得阔叶浆产能 25 万吨/年	--	--
2018/8/30	美国	玖龙纸业全资子公司 NDPaperLLC	加拿大 ResoluteForestProducts 公司位于费尔蒙的浆厂	年产 21.8 万吨再生漂白牛皮浆	0.55 亿美元+部分运营资金	被收购方系世界上生产风干再生纸浆的三家纸浆厂之一
2018/10/25	马来西亚	理文造纸	自建	于马来西亚建设一家新的制浆造纸厂，每年可生产 70 万吨包装纸和 55 万吨纸浆。	51 亿港元	只生产再生纸浆
2019	俄罗斯	中国纸业		年产 50 万吨硫酸盐纸浆厂	15 亿美元	项目审批中

数据来源：wind 资讯、卓创资讯、广发证券发展研究中心

（三）包装：需求&成本受冲击，或可寻求海外低成本材料资源

销售方面，受国内消费品出口下滑影响，作为包装物的瓦楞纸箱需求也受到较大冲击。

除少数可裸装（木材、生铁等）、散装（小麦、砂糖等）商品外，其他出口商品均需要一定程度的包装。一方面，包装起到包装商品作用，便于运输存储；另一方面，包装物上注明商品基本信息等方便物流管理。

运输包装材料分为纸包装、金属包装、木材包装等等。电器、食品饮料、服装等多种产品，常常会在包装过程中运用到瓦楞纸箱。因此，国内消费品出口的下滑，往往会造成瓦楞纸箱需求的冲击。

成本方面，美废进口受反制影响成本抬升。

包装行业处于造纸行业的下游，消费品行业的上游。由于行业上下游集中度较高，而包装行业集中度极低，因此包装行业议价能力相对有限。当上游成本上涨时，包装行业往往需要被动承受一定的利润挤压。

中长期来看，开发海外低价成本渠道是纸包装公司的一种选择。

目前除了国内意外，东南亚地区（越南、泰国等）也是重要的瓦楞原纸出产地，SCG 等集团具备一定规模的瓦楞纸产能。我国自 2016 年末开始瓦楞纸价飞涨之后，瓦楞原纸海外进口数量明显增多。从价格上看，海外瓦楞原纸 400-500 美元/吨的价格，相比于国内 3500-3600 元/吨的纸价具备价格优势（数据来源于生意社跟踪）。

由于东南亚的产能瓶颈、国内外交流阻碍等，目前实力较强的龙头公司更具备与国外纸厂的合作能力。2017年，根据包装联合会披露，全国瓦楞纸箱行业产量3699.55万吨，海外进口约100万吨瓦楞原纸仅供给很小一部分。国内包装龙头公司，可以通过与东南亚低成本资源（SCG集团等）龙头合作，提升内控降低成本。

图14: 我国瓦楞原纸进口数量

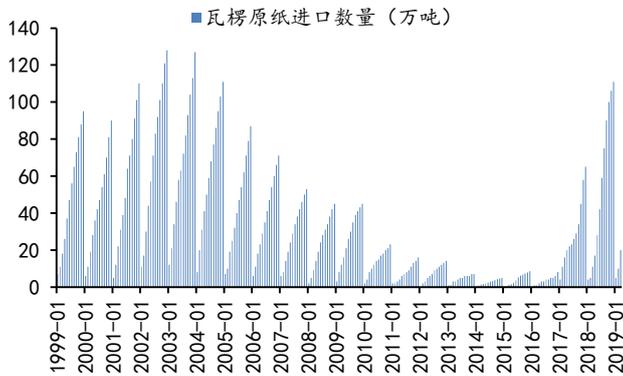
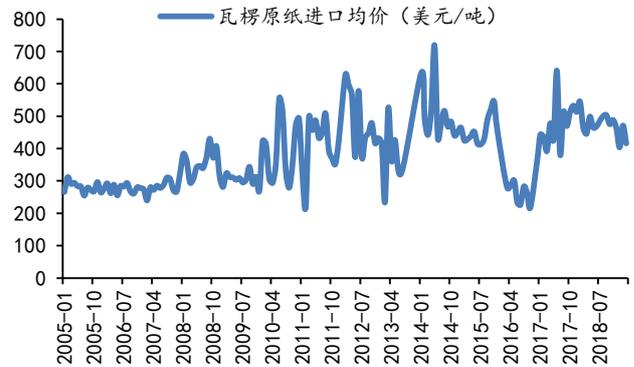


图15: 我国瓦楞原纸进口均价



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

对行业龙头来说，国内包装市场巨大且极度分散，提升行业集中度是该阶段的重要发展目标。

根据包装联合会披露，2017年国内纸包装行业实现总营业收入3300多亿元，而国内几大龙头企业（裕同科技、合兴包装）规模也仅有百亿左右，市场空间巨大。通过跨领域扩张、平台模式等，龙头公司有望获得长期市占率提升从而实现增长。

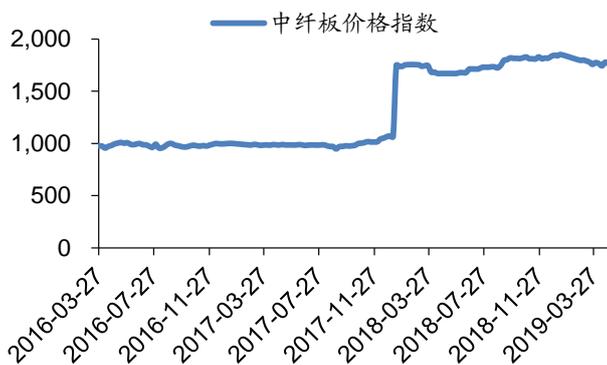
三、行业数据跟踪

本周家居数据主要变化：上游原材料中，大部分板材周度呈现上升趋势，中纤板、刨花板、细木工板分别环比上升 0.56%、0.11%、0.44%；指接板有小幅下滑，环比下滑 2.72%。五金材料和五金零部件价格统降，五金材料环比下降 0.10%，五金零部件环比下降 0.05%；4 月统计局数据显示，商品房销售面积累计同比下降 0.3%，商品房销售额累计同比增长 8.1%，商品房竣工面积累计同比下降 10.3%。周度新房成交整体上升 21.65%，各线均环比上升，其中一线城市环比上升 41.70%，二线城市环比上升 29.80%，三线城市环比上升 0.90%；13 城二手房成交量环比上升 27.20%，其中一线城市环比上升 50.60%，二三线城市环比上升 18.20%。

3.1 家居板块：板材价格整体下降，周度商品房销售上升

3.1.1 上游原材料价格跟踪

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



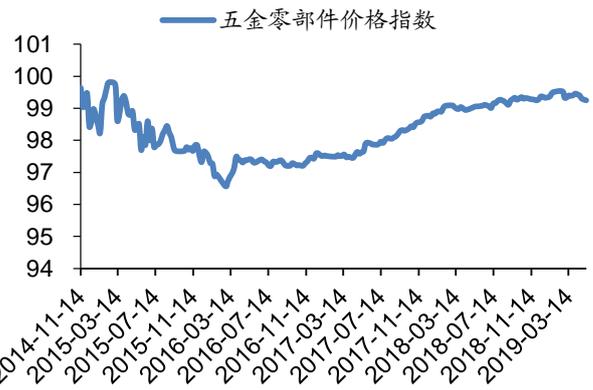
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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

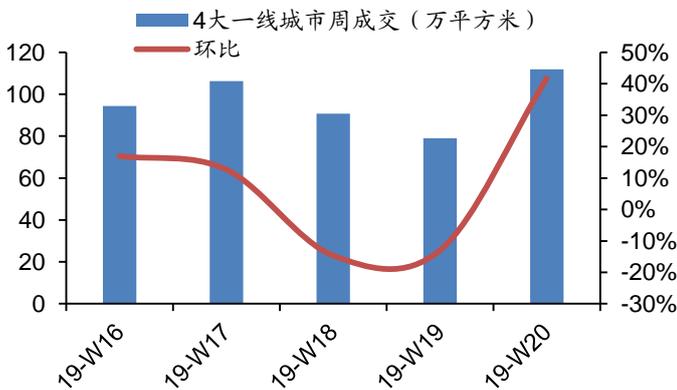
图21: 五金零部件价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

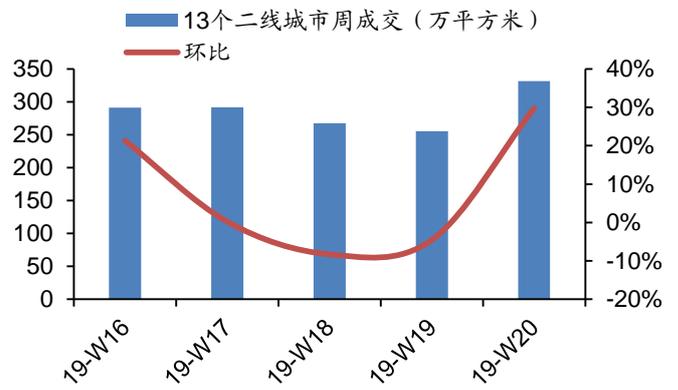
3.1.2 下游需求跟踪: 周度新房、二手房

图22: 4大一线城市新房周成交



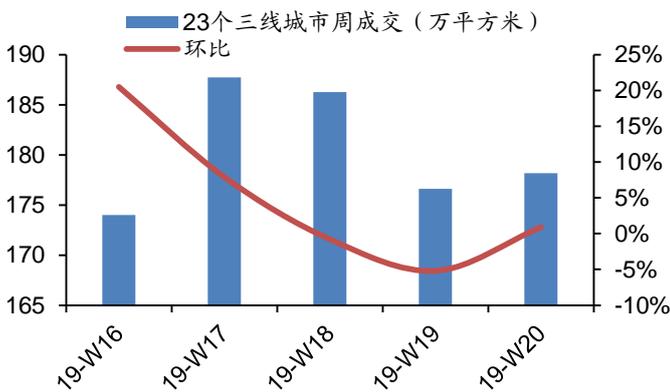
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 13个二线城市新房周成交



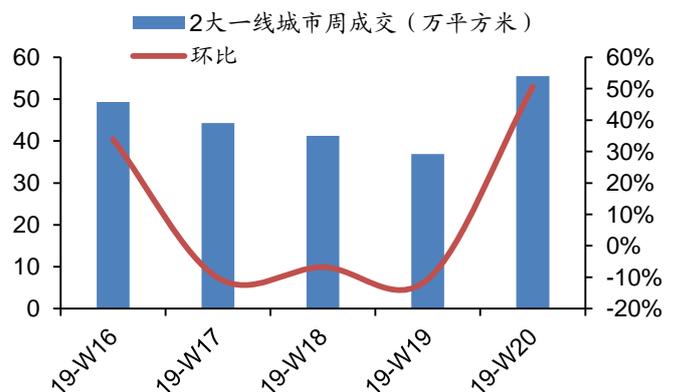
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 23个三线城市新房周成交



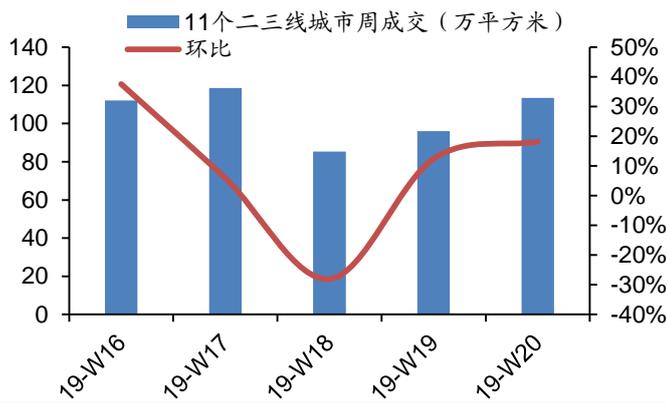
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: 2大一线城市二手房周成交



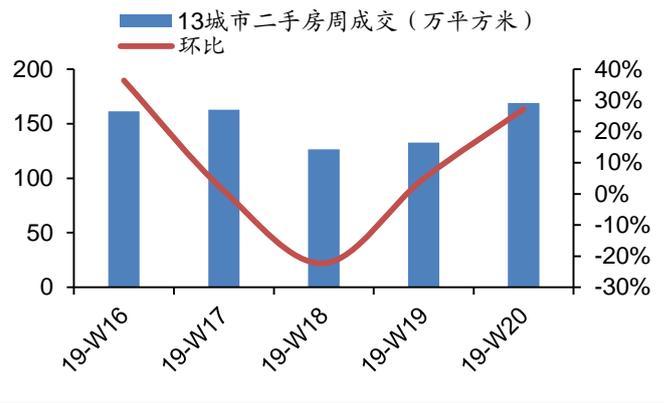
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

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

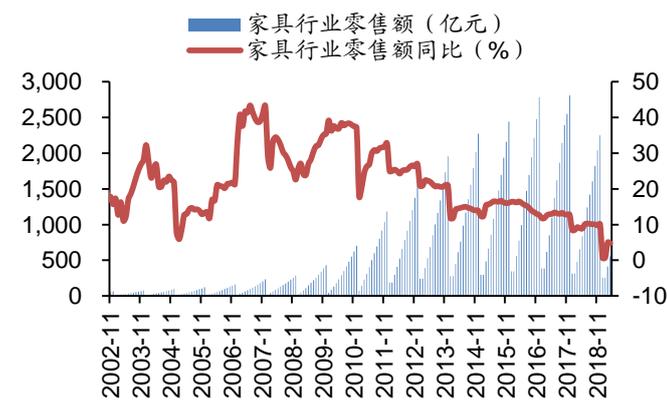
图27: 13城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

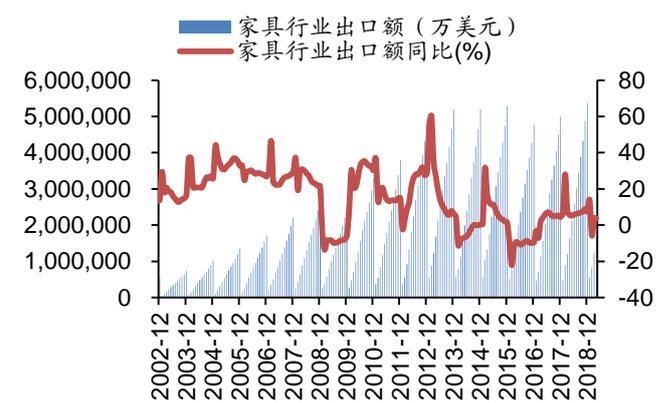
3.1.3家具月度数据

图28: 家具行业零售额及同比



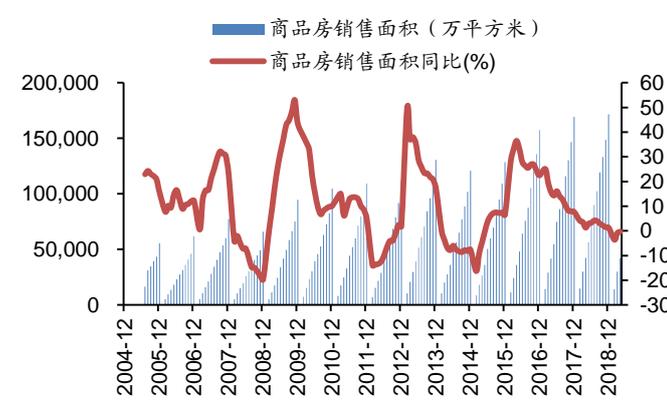
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 家具行业出口额及同比



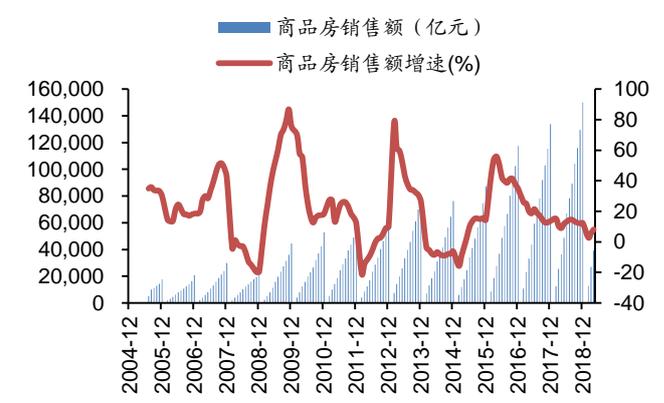
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 商品房销售面积及同比



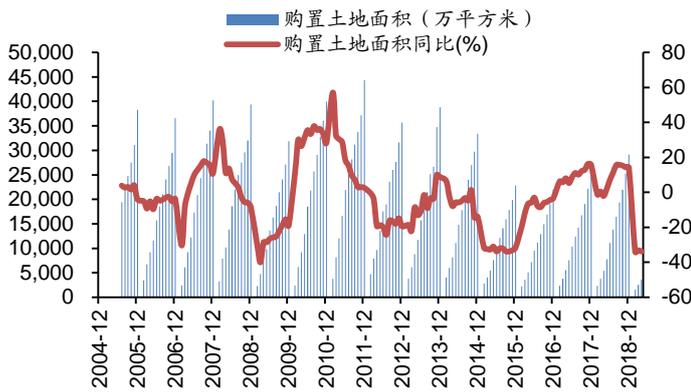
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图31: 商品房销售额及增速



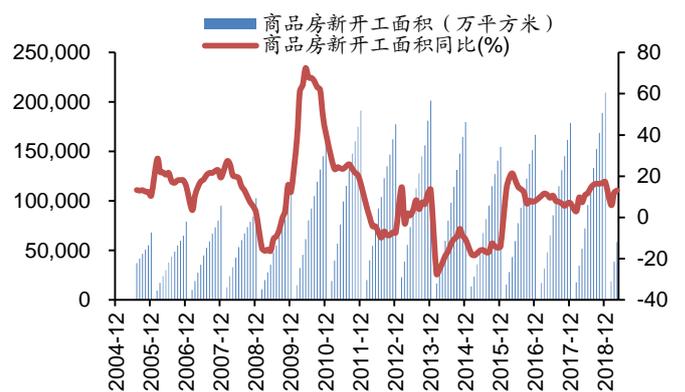
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图32: 购置土地面积及同比



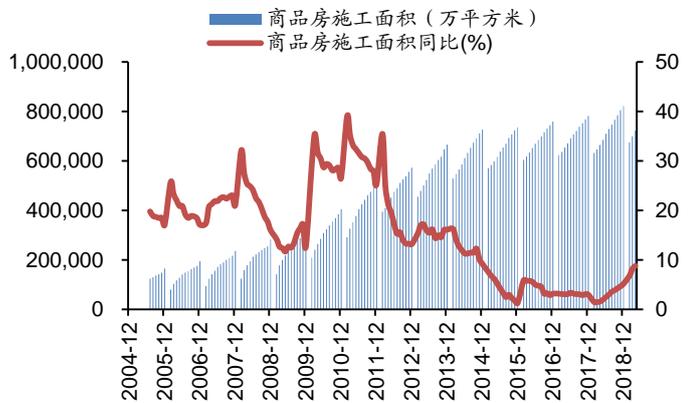
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 商品房新开工面积及同比



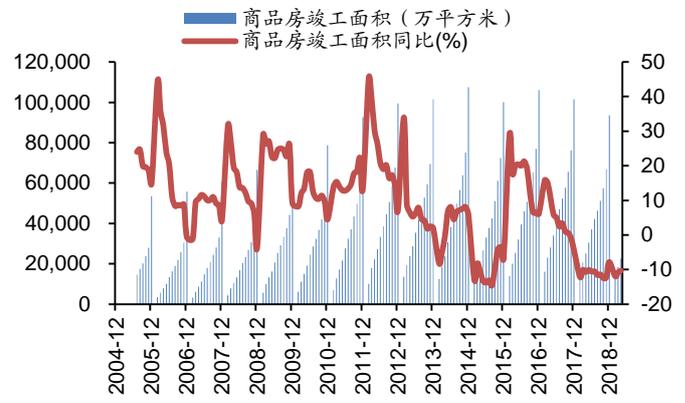
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图34: 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

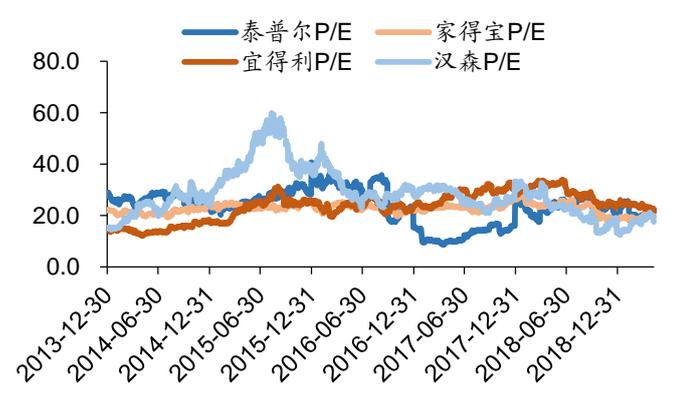
图35: 商品房竣工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

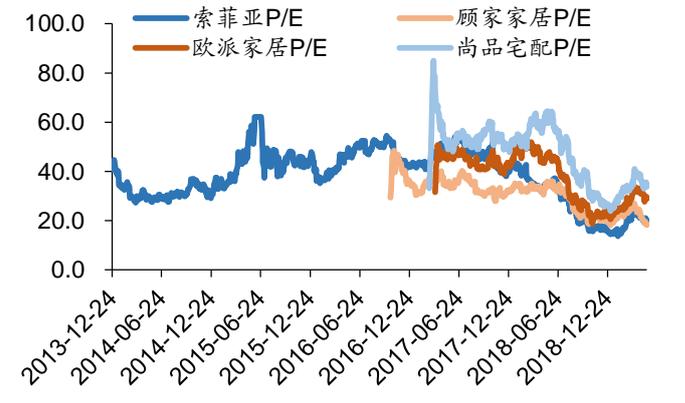
3.1.4海内外家具公司估值对比

图36: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



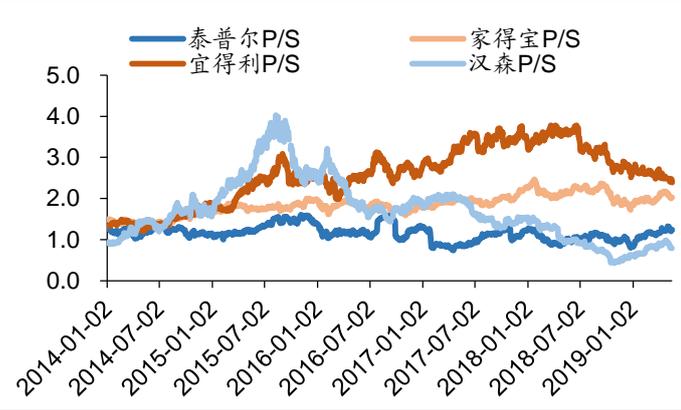
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



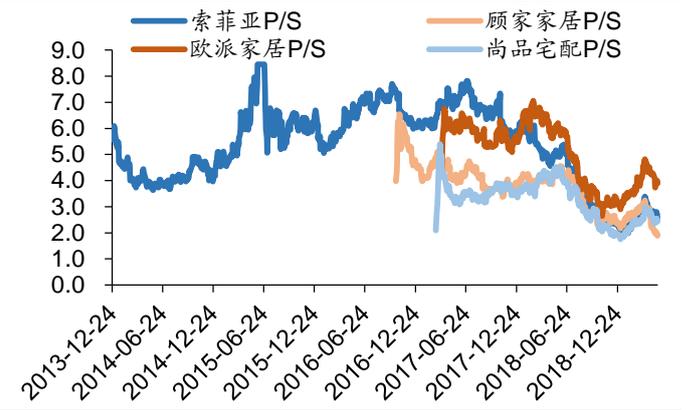
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图38: 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39: 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: 规模文化纸企再发 6 月涨价函, 箱板瓦楞纸价格下行

总体情况: 本周(5月11日至17日)文化纸龙头企业产品价格持续上行, 下游经销商观望情绪较重, 采购以满足刚需为主, 屯库意愿较低, 太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业、APP集团等文化纸龙头再发6月份涨价函通知, 铜版、白卡纸价格上调均为200元/吨。瓦楞及箱板纸市场呈现疲软下滑走势, 玖龙纸业下半周下调报价100-200元/吨, 部分中小纸企价格下滑50-100元/吨。白板、白卡纸市场行情暂无明显波动, 受近期中美贸易事件影响, 市场观望情绪较重。生活用纸市场延续下行态势, 纸企库存普遍高位且不断有新增产能释放, 终端需求未见明显增量, 纸厂多观望为主。

原材料方面, 美国增加关税方案引发市场恐慌性看空情绪, 废纸价格连续下降。纸浆方面, 木浆外盘情况并不明朗, 下游需求偏弱整理, 港口高库存去化速度较慢, 国内木浆市场价格承压。财政部网站消息显示, 2019年6月1日0时起, 原产于美国的废纸浆加征20%关税, 木浆维持5%不变, 国内废纸系包装纸企业成本端或将进一步提升。

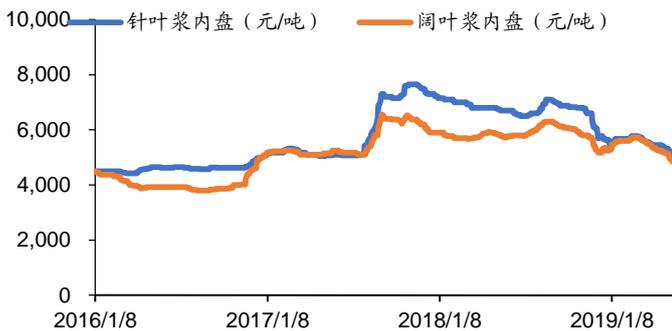
3.2.1 上游价格跟踪

图40: 国废价格连续下跌



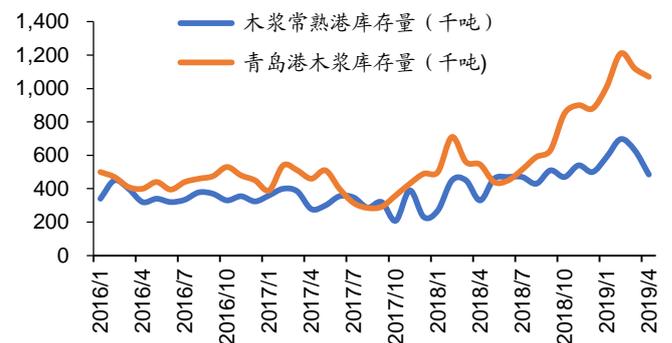
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图41: 木浆国内现货市场价格承压下滑



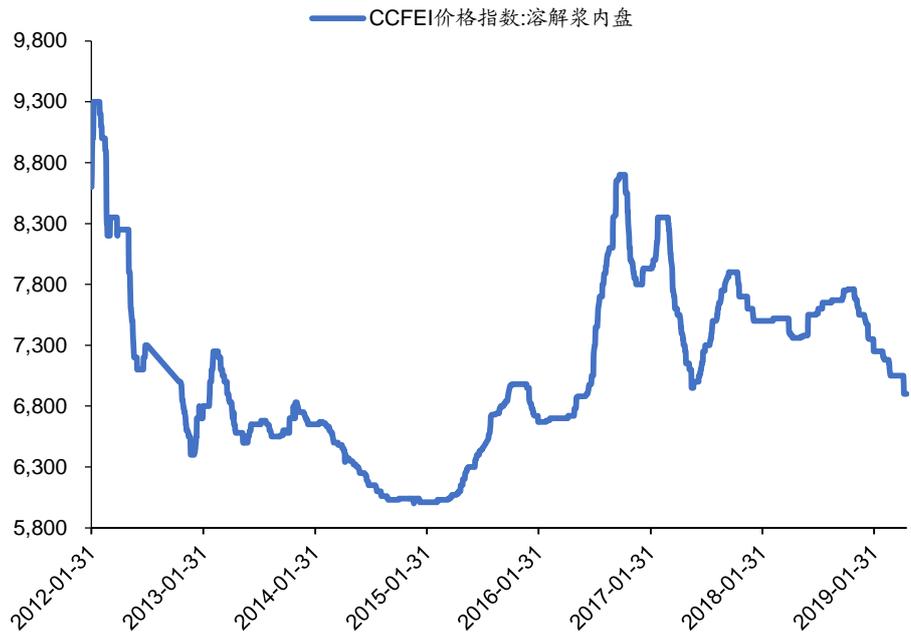
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图42: 木浆港口库存量高位回落



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

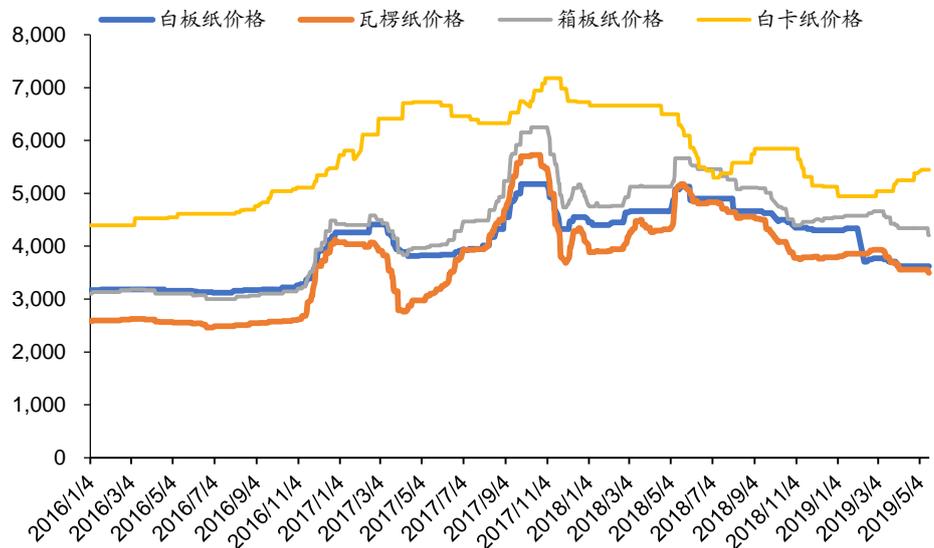
图43: 溶解浆价格回落至2017年以来低位



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

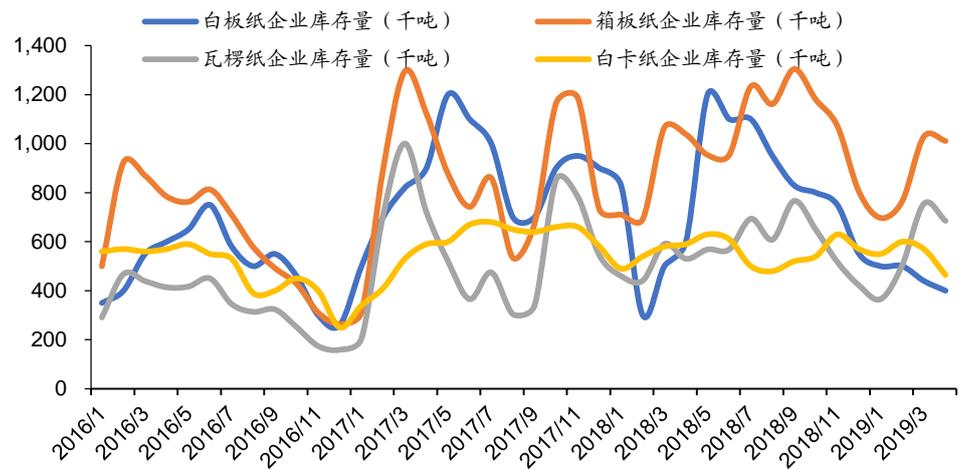
3.2.2 主要纸品价格跟踪

图44: 白板白卡价格行情稳定, 箱板瓦楞纸市场价格走低 (元/吨)



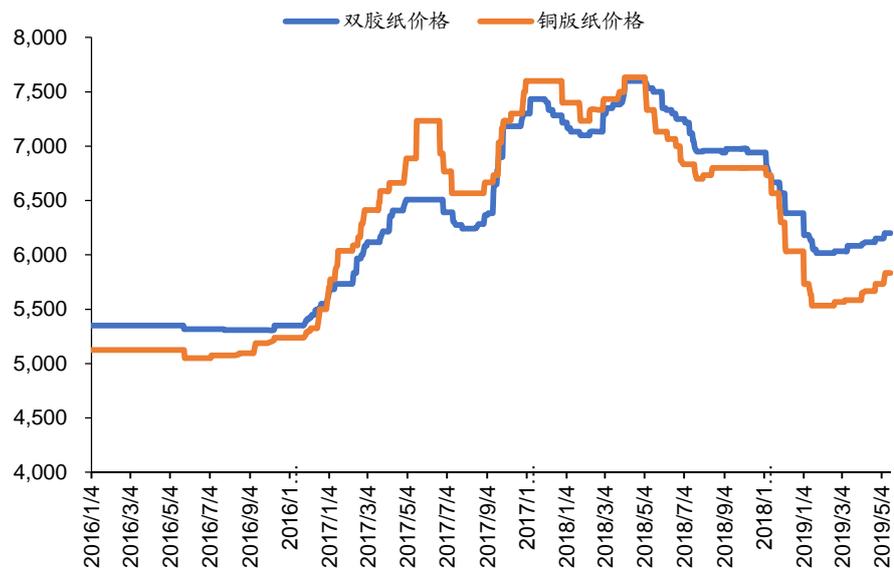
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图45: 4月末主要包装纸种库存量均有所回落



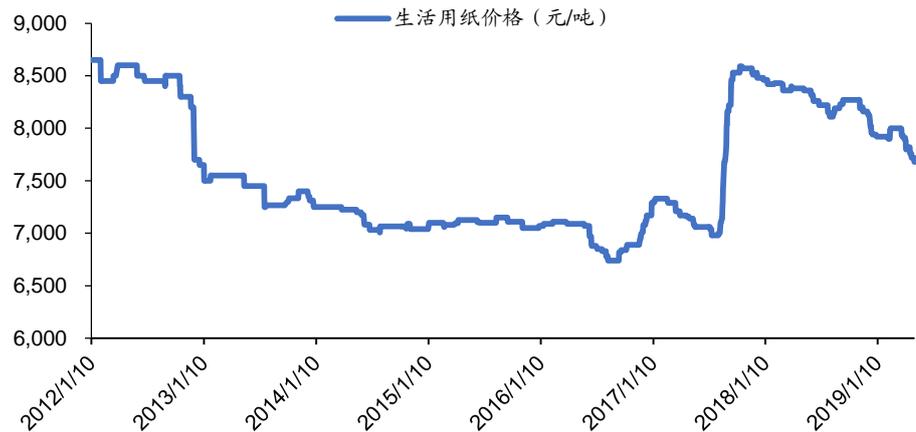
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图46: 双胶纸和铜版纸价格维持小幅上涨趋势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图47: 生活用纸市场价格维持下行趋势



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: 下游消费增速有所放缓

社会零售总额同比增长有所放缓, 烟草复苏趋势企稳, 白酒、啤酒、软饮料 4 月产量同比及环比均明显下跌, 家用电器产量增速维持稳定, 文具办公用品零售额有所回升。2019 年 4 月份社会零售总额当月值为 30586.10 亿元, 同比增长 7.2%; 2019 年 4 月烟草产量 1784.2 亿支, 当月同比增长 2.3%, 累计同比增长 6.6%; 2019 年 4 月文具办公用品零售额 241.90 亿元, 同比增长 3.6%。2019 年 1-4 月, 白酒产量为 268.00 万千升, 同比增长 1.10%; 啤酒累计产量为 1128.80 万千升, 同比增长 0.80%; 软饮料累计产量为 4855.40 万千升, 同比增长 3.90%; 2019 年 1-4 月, 空调产量为 75.47 百万台, 同比增长 12.50%; 家用冰箱累计产量为 26.15 百万台, 同比增长 4.10%。根据 5 月 17 日数据, 大部分塑料原材料价格保持稳定, 高密度聚乙烯 HDPE 周环比下降 3.21%。

3.3.1 下游需求跟踪

图48: 社会零售总额: 当月值

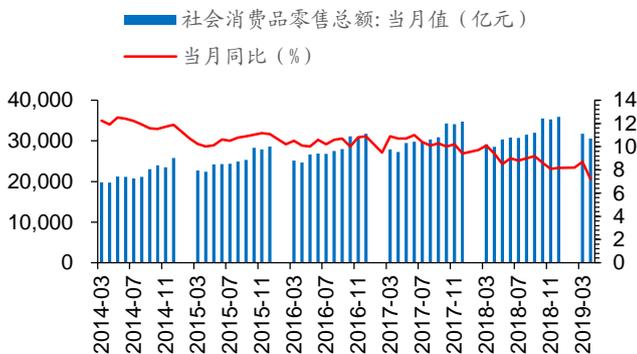
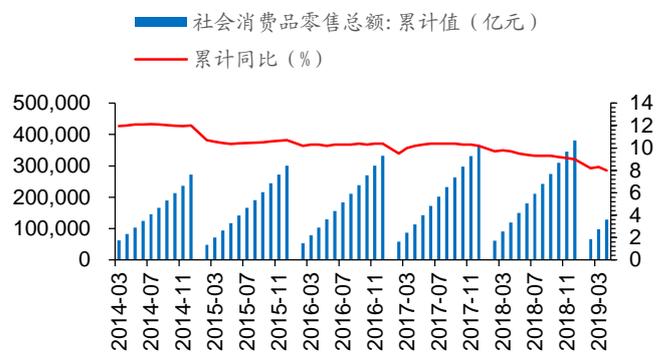


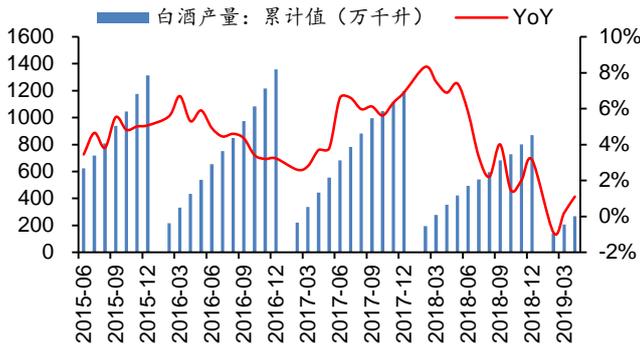
图49: 社会零售总额: 累计值



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

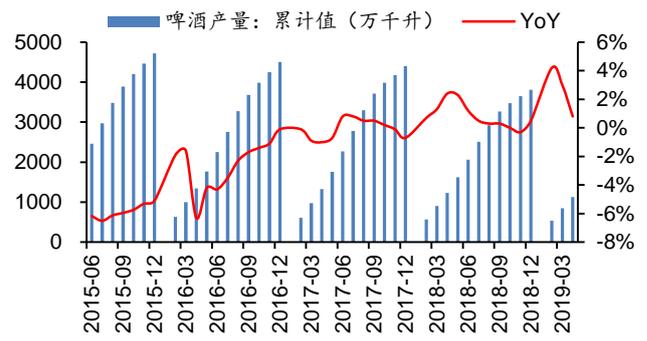
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图50: 白酒产量



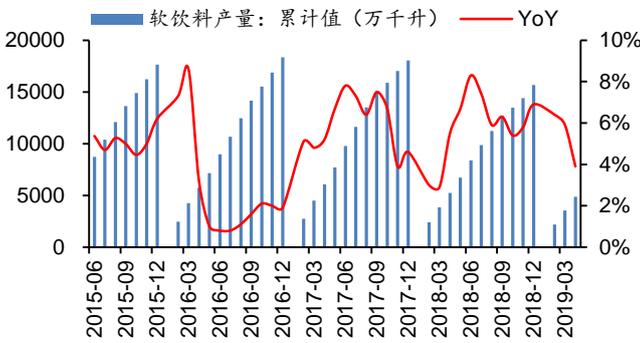
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图51: 啤酒产量



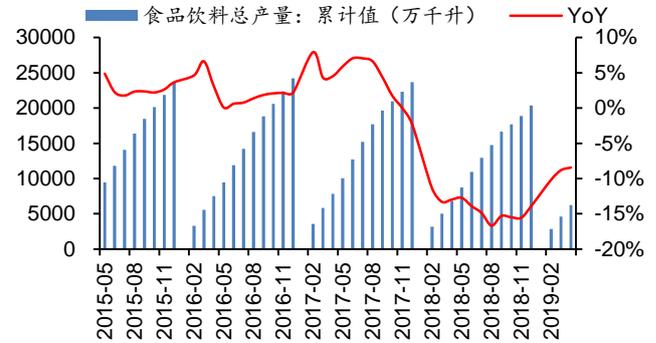
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图52: 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53: 食品饮料总产量（白酒+啤酒+软饮料）



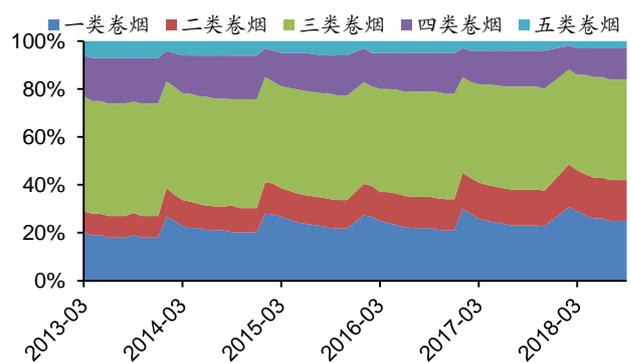
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图54: 烟草产量



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图55: 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56: 卷烟工商库存



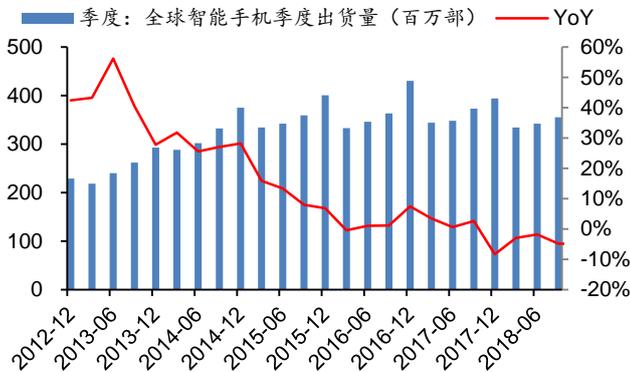
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图57: 卷烟商业库存



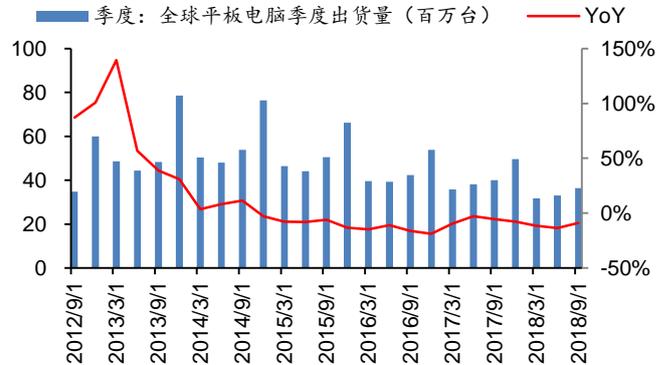
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图58: 消费电子—智能手机



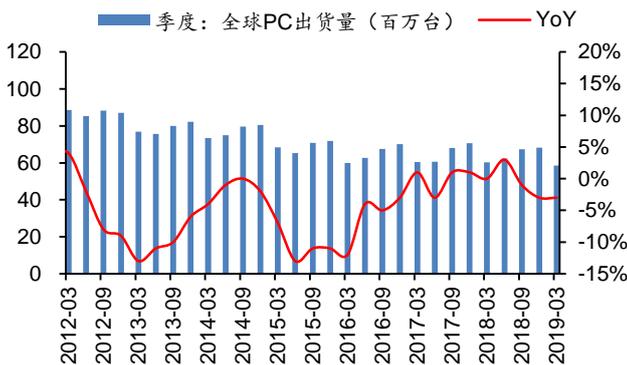
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图59: 消费电子—平板电脑



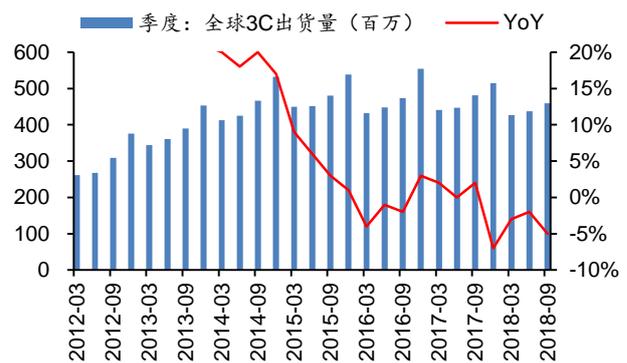
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图60: 消费电子—PC



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图61: 消费电子总出货量—3C



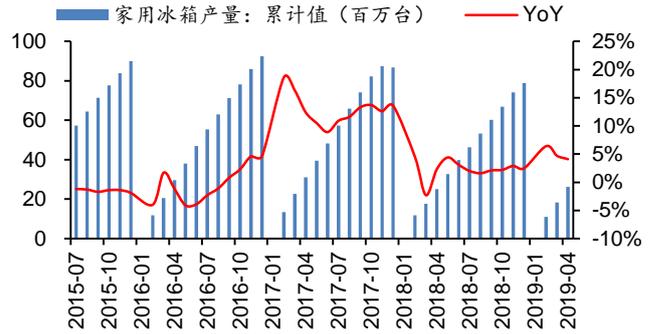
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图62: 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

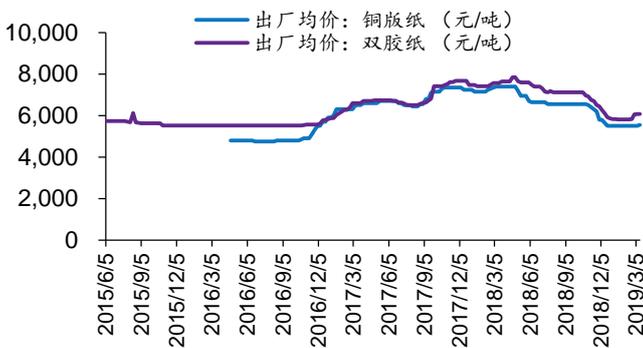
图63: 家电—家用冰箱产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

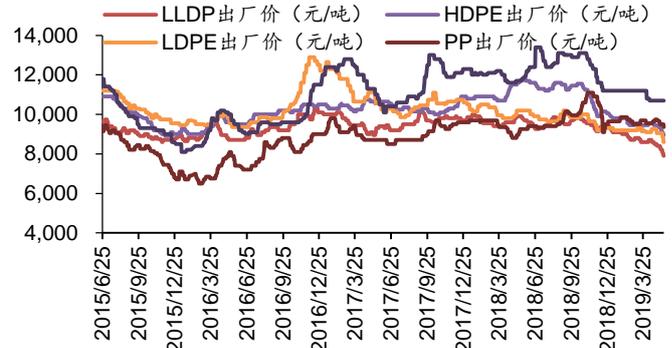
3.3.2 上游原材料价格跟踪

图64: 包装原材料价格——纸类 (元/吨)



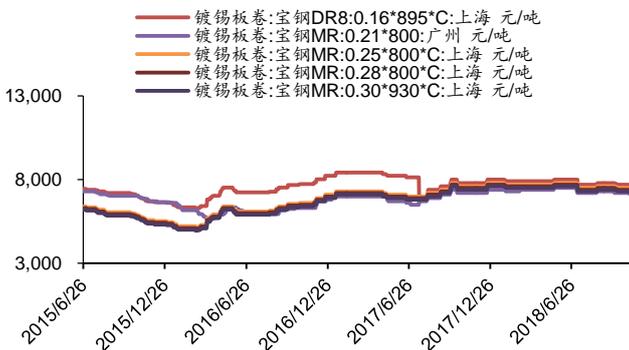
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图65: 包装原材料价格——塑料 (元/吨)



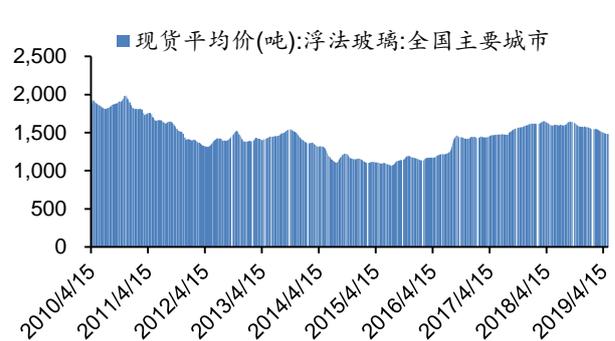
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图66: 包装原材料价格——金属 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

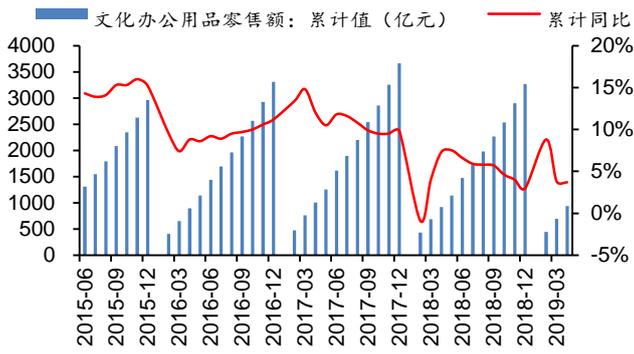
图67: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

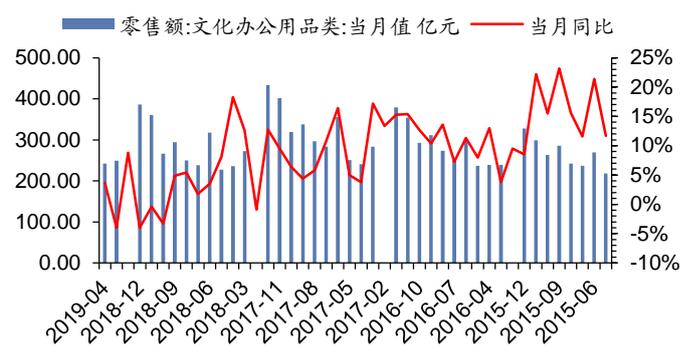
3.3.3 文娱板块

图68: 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69: 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 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
603226.SH	菲林格尔	2019/4/30	董事会预案	5.68	0.038%	0.00	0.00%	股权激励注销
603818.SH	曲美家居	2019/4/30	董事会预案	258.9	5.27%	0.00	0.00%	股权激励注销
002599.SZ	盛通股份	2019/5/6	实施	—	—	828.46	—	—
002229.SZ	鸿博股份	2019/5/6	实施	—	—	140.8	—	—
002798.SZ	帝欧家居	2019/5/6	董事会预案	333.33	0.86%	0.00	0.00%	市值管理
002605.SZ	姚记扑克	2019/5/6	实施	—	—	0.00	0.00%	—
002301.SZ	齐心集团	2019/5/6	实施	—	—	1180.24	—	—
002014.SZ	永新股份	2019/5/7	实施	—	—	541.61	—	—
600337.SH	美克家居	2019/5/7	实施	—	—	9358.51	—	—
603801.SH	志邦家居	2019/5/7	实施	—	—	166.66	—	—
002084.SZ	海鸥住工	2019/5/10	实施	—	—	2033.11	—	—
002572.SZ	索菲亚	2019/5/7	实施	—	—	1088.2	—	—
603898.SH	好莱客	2019/5/8	完成	471.85	1.50%	471.85	100%	股权激励注销
600567.SH	山鹰纸业	2019/5/10	实施	—	—	1452.19	—	—

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
爱迪尔	2019/4/29	狄爱玲	是	16.80	2019/5/23	首创证券	55.32%	质押展期
劲嘉股份	2019/4/30	劲嘉创投	是	17.00	至办理解除质 押登记之日止	长江证券资管	3.67%	—
劲嘉股份	2019/5/9	劲嘉创投	是	14.00	至办理解除质 押登记之日止	长江证券资管	3.02%	—
瑞贝卡	2019/5/1	河南瑞贝卡	是	180.00	2020/12/28	陆家嘴国际信托	47.18%	—
萃华珠宝	2019/5/6	深圳翠艺	控股股东	11.70	至办理解除质 押登记之日止	中信建投	25.43%	—
萃华珠宝	2019/5/6	深圳翠艺	控股股东	15.10	至办理解除质 押登记之日止	广发证券	32.83%	—
高乐股份	2019/5/7	新鸿辉实业	是	13.00	至办理解除质 押登记之日止	海通证券	9.03%	补充质押
安妮股份	2019/5/7	杨超	持股 5% 以上股 东、董事	12.00	2020/4/29	华创证券	35.92%	—
安妮股份	2019/5/7	杨超	持股 5% 以上股 东、董事	5.50	2020/5/6	华创证券	16.46%	—

姚记扑克	2019/5/11	姚晓丽	是	19.33	2020/5/8	海通证券	27.61%	--
姚记扑克	2019/5/11	姚晓丽	是	25.75	2020/5/14	海通证券	36.79%	--

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
劲嘉股份	2019/5/7	劲嘉创投	是	19	2019/4/30	英大证券	4.10%
顺灏股份	2019/5/7	王丹	是	16	2019/4/30	国金证券	15.77%
安妮股份	2019/5/7	杨超	持股 5% 以上股东、董事	5.9	2019/4/30	华创证券	17.67%

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
瑞尔特子公司	2019/4/30	Lee Chee Wan	暂未拟定	卫浴配件、智能卫浴产品、智能家居产品等	35 百万卢比	33.43 百万卢比	96%	--
裕同科技	2019/4/30	--	购买原租赁厂房及土地使用权	--	60.35	60.35	100%	自有资金
美盈森	2019/4/30	顾惠波等	甲骨文超级码	安全查询识别技术、计算机软硬件、网络信息技术的技术开发	--	30.4	10%	自筹资金
翔港科技	2019/4/30	--	翔港科技美国	产品销售、投资管理、咨询服务	1 百万美元	1 百万美元	100%	自有资金

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
顺灏股份	2019/4/30	尚未完成	减持	顺灏投资	控股股东	2019/3/21-2019 /3/22	258	0.36%
	2019/5/6	尚未完成	减持	王丹	一致行动人	2019/4/49-2019 /4/30	699.51	0.99%
菲林格尔	2019/4/30	预披露	减持	刘敦银	董事、监事、高级 管理人员	—	0.00	0.00%
	2019/4/30	预披露	减持	李聪	董事、监事、高级 管理人员	—	0.00	0.00%
	2019/4/30	预披露	减持	陶媛	董事、监事、高级 管理人员	—	0.00	0.00%
	2019/4/30	预披露	减持	孙振伟	董事、监事、高级 管理人员	—	0.00	0.00%
晨光文具	2019/5/1	尚未完成	减持	科迎投资	5%以下股东	2019/4/28-2019 /4/29	460.00	0.50%
	2019/5/1	尚未完成	减持	杰葵投资	5%以下股东	2019/4/28-2019 /4/29	460.00	0.50%
皮阿诺	2019/5/6	完成	减持	广发信德	特定股东	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	完成	减持	珠海康远	一致行动人	—	0.00	0.00%
双星新材	2019/5/6	预披露	减持	吴培服	实际控制人	—	0.00	0.00%
帝欧家居	2019/5/6	预披露	减持	刘进	控股股东、董事	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	陈伟	一致行动人	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	吴志雄	一致行动人	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	吴朝容	董事、董秘、副总 裁、财务总监	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	王超	董事、高管	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	谢志军	董事	—	0.00	0.00%
	2019/5/6	预披露	减持	吴飞	高管	—	0.00	0.00%
永吉股份	2019/5/7	—	增持	邓代兴	实际控制人、董事 长	2019/1/21-2019 /5/7	452.11	1.08%
齐峰新材	2019/5/8	—	增持	李润泽	控股股东一致行 动人	2019/5/7	59.01	0.94%
创源文化	2019/5/8	—	减持	张亚飞	副总经理	—	0.00	0.00%

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，国废供需失衡。贸易格局变化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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。

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。