

轻工制造行业：月观点

聚焦中报关注造纸边际，紧握必选布局家具

核心观点：

● 月观点：聚焦中报关注造纸边际变化，紧握必选布局家具

下半年开启，资本市场对中报关注度提升，行业景气度判断：家具零售类公司 Q2 环比略弱于 Q1，但工程 ToB 类企业预计收入可能超预期；必选消费品公司业绩维持平稳板块比较优势凸显，预计中顺洁柔受益浆价下行利润有望超预期；文化纸企业浆价下行纸价平稳，Q2 利润同比预计好于 Q1；包装受损于贸易摩擦预计边际景气度回落，劲嘉股份依然稳健增长。展望 Q3，继续紧握必选消费品（中顺洁柔，晨光文具）的同时重视具备安全边际的劲嘉股份兑现新型烟草的成长机遇，家具由于低基数叠加新模式景气度有望环比转上值得左侧布局，浆价触底后叠加 Q3 末文化纸旺季有望催动太阳纸业估值回归，低成本原材料布局与扩张计划提供成长动力。

● 行业数据跟踪

家居：上游原材料中，板材周度环比有升有降，五金材料价格环比上升 0.12%，本周五金零部件价格保持上周水平不变。周度新房成交环比上升 5.4%，其中一线城市环比上升 10.4%，二线城市环比上升 0.3%，三线城市环比上升 10.1%；13 城二手房成交量环比下降 3.6%，其中一线城市环比下降 1.4%，二三线城市环比下降 4.6%。

造纸：木浆系纸种价格相对稳定，废纸系纸种价格承压。木浆系纸种方面，文化印刷纸市场行情基本稳定，纸厂价格盘整，经销商订单平稳，纸企库存压力较大；白卡纸周初部分大型纸企计划提价，但是由于下游客户接受能力有限，采购积极性不足，市场观望情绪较重。废纸系纸种方面，白板纸市场行情平稳，市场交投较弱，多数生产企业开工比较稳定；瓦楞及箱板纸市场价格承压，瓦楞纸企业接单情况不理想，端午节后纸厂库存小幅增加，规模纸厂处于稳价去库阶段。生活用纸市场持续下行，市场交投不畅。原材料方面，国废价格小幅回落，木浆现货价格继续走低，市场预期进口木浆价格存下行压力，进口木浆现货价格继续下跌 50-250 元/吨，主要地区纸浆库存居高不下，现货价格承压，下游纸企采购积极性不足

包装及文娱：6 月 29 日数据显示，包装原材料价格方面，本周塑料包装原材料 LLDPE 出厂价周环比上升 0.02%，HDPE 出厂价周环比上升 1.14%，金属包装原材料维持上周价格，全国主要城市玻璃包装价格周环比上涨 0.17%。

● 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。

行业评级

买入

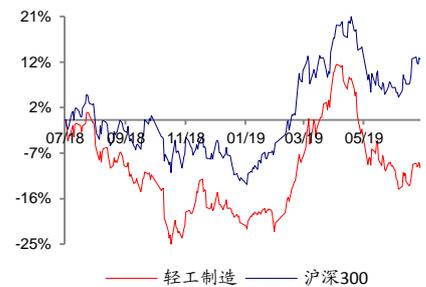
前次评级

买入

报告日期

2019-07-01

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：

中期策略报告:家具景气环比 2019-06-23

向上，继续紧握必选龙头

轻工制造行业:家具进入左侧 2019-06-16

配置期，拥抱通胀受益标的

轻工制造行业:浆价短期承压， 2019-06-10

中长期维持中枢上行判断

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
002511.SZ	中顺洁柔	RMB	12.28	2019/4/25	买入	13.12	0.44	0.54	27.9	22.7	17.4	14.0	14.5	15.3
603899.SH	晨光文具	RMB	43.97	2019/4/29	买入	42.90	1.1	1.36	40.0	32.3	25.8	21	24.2	24.1
002191.SZ	劲嘉股份	RMB	12.41	2019/4/25	买入	15.00	0.60	0.74	20.7	16.8	16.6	13.3	12.2	13.0
603833.SH	欧派家居	RMB	107.62	2019/5/9	买入	121.00	4.49	5.45	24.0	19.7	17.3	13.8	20.0	19.5
002078.SZ	太阳纸业	RMB	6.81	2019/4/29	买入	8.9	0.89	0.97	7.7	7.0	5.8	4.8	15.6	14.6

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、月观点：聚焦中报关注造纸边际变化，紧握必选布局家具	6
二、行业数据跟踪.....	8
2.1 家居板块：板材价格有升有降，周度新房销售上升，二手房销售下降.....	8
2.1.1 上游原材料价格跟踪	8
2.1.2 下游需求跟踪:周度新房、二手房	9
2.1.3 家具月度数据	10
2.1.4 海内外家具公司估值对比	11
2.2 造纸板块：文化用纸价格维持稳定，箱板瓦楞纸价格承压.....	12
2.2.1 上游价格跟踪	12
2.2.2 主要纸品价格跟踪	14
2.3 包装文娱板块：下游消费增速有所放缓	15
2.3.1 下游需求跟踪	16
2.3.2 上游原材料价格跟踪	18
2.3.3 文娱板块.....	19
风险提示	20

图表索引

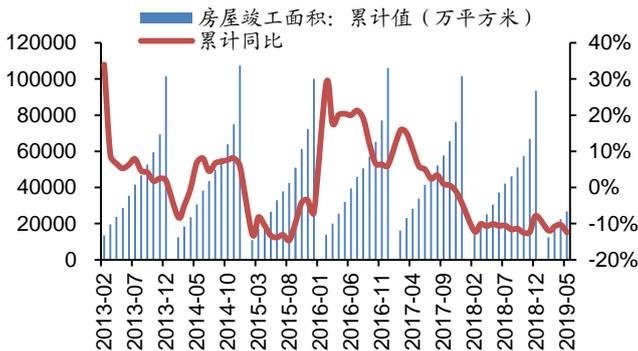
图 1: 2019 年上半年统计局竣工增速持续走低	6
图 2: 2019 年 1-4 月全装开盘累计数量提升	6
图 3: 定制家具企业 2018Q3-2019Q1 收入增速走低提供成长低基数	6
图 4: 2019 年新型烟草大事件	6
图 5: 纸浆价格变化与国内港口库存	7
图 6: 文化纸下游有望进入补库存周期	7
图 7: 中纤板价格指数	8
图 8: 刨花板价格指数	8
图 9: 细木工板价格指数	8
图 10: 指接板价格指数	8
图 11: 五金材料价格指数	9
图 12: 五金零部件价格指数	9
图 13: 4 大一线城市新房周成交	9
图 14: 12 个二线城市新房周成交	9
图 15: 21 个三线城市新房周成交	9
图 16: 2 大一线城市二手房周成交	9
图 17: 11 个二三线城市二手房周成交	10
图 18: 13 城市二手房周成交	10
图 19: 家具行业零售额及同比	10
图 20: 家具行业出口额及同比	10
图 21: 商品房销售面积及同比	10
图 22: 商品房销售额及增速	10
图 23: 购置土地面积及同比	11
图 24: 商品房新开工面积及同比	11
图 25: 商品房施工面积及同比	11
图 26: 商品房竣工面积及同比	11
图 27: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	11
图 28: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	11
图 29: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	12
图 30: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	12
图 31: 国废价格小幅回落	13
图 32: 木浆国内现货市场价格下跌	13
图 33: 6 月末木浆港口库存量维持高位	13
图 34: 溶解浆价格回落至 2017 年以来低位	13
图 35: 瓦楞纸价格略有回落, 其他包装类纸种价格稳定 (元/吨)	14
图 36: 箱板瓦楞纸企业库存呈增加趋势	14
图 37: 双胶纸和铜版纸价格维持稳定 (元/吨)	15
图 38: 生活用纸市场价格持续下行	15
图 39: 社会零售总额: 当月值	16

图 40: 社会零售总额: 累计值	16
图 41: 白酒产量	16
图 42: 啤酒产量	16
图 43: 软饮料产量	16
图 44: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	16
图 45: 烟草产量	17
图 46: 烟草销量结构占比	17
图 47: 卷烟工商库存	17
图 48: 卷烟商业库存	17
图 49: 消费电子—智能手机	17
图 50: 消费电子—平板电脑	17
图 51: 消费电子—PC	18
图 52: 消费电子总出货量—3C	18
图 53: 家电—空调产量	18
图 54: 家电—家用冰箱产量	18
图 55: 包装原材料价格—纸类 (元/吨)	18
图 56: 包装原材料价格—塑料 (元/吨)	18
图 57: 包装原材料价格—金属 (元/吨)	19
图 58: 包装原材料价格—玻璃 (元/吨)	19
图 59: 文具办公用品零售额累计值	19
图 60: 文具办公用品零售额单月值	19

一、月观点：聚焦中报关注造纸边际变化，紧握必选布局家具

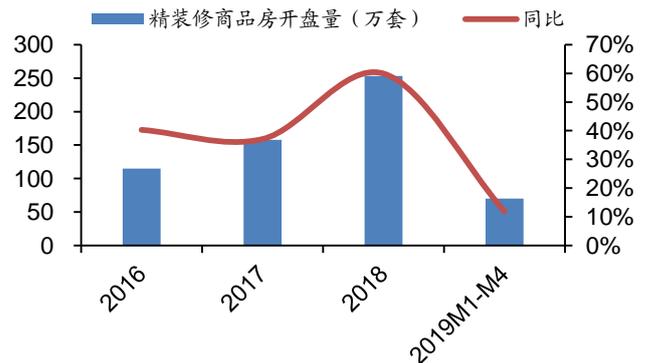
下半年开启，资本市场对中报关注度提升，行业景气度判断：家具零售类公司 Q2 环比略弱于 Q1，但工程 ToB 类企业预计收入可能超预期；必选消费品公司业绩维持平稳板块比较优势凸显，预计中顺洁柔受益浆价下行利润有望超预期；文化纸企业浆价下行纸价平稳，Q2 利润同比预计好于 Q1；包装受损于贸易摩擦预计边际景气度回落，劲嘉股份依然稳健增长。展望 Q3，继续紧握必选消费品（中顺洁柔，晨光文具）的同时重视具备安全边际的劲嘉股份兑现新型烟草的成长机遇，家具由于低基数叠加新模式景气度有望环比转上值得左侧布局，浆价触底后叠加 Q3 末文化纸旺季有望催动太阳纸业估值回归，低成本原材料布局与扩张计划提供成长动力，详细的 7 月份观点请参见中期策略报告：《19 年中期策略：家具景气环比向上，继续紧握必选龙头》。

图 1：2019 年上半年统计局竣工增速持续走低



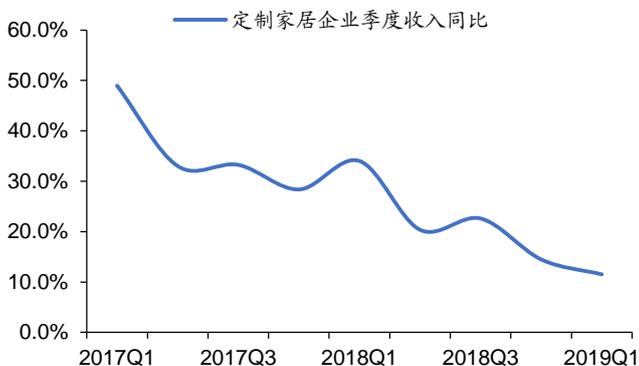
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2：2019 年 1-4 月全装开盘累计数量提升



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 3：定制家具企业 2018Q3-2019Q1 收入增速走低提供成长低基数



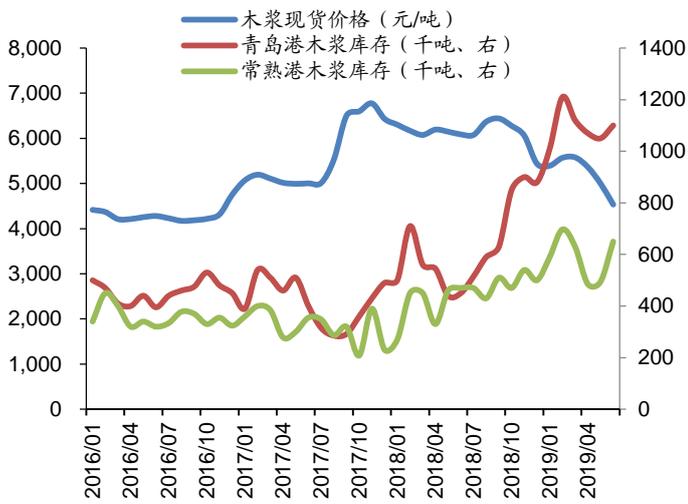
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4：2019 年新型烟草大事件

时间	事件
3月15日	财经频道 315 晚会预警蒸汽式电子烟对健康危害
3月19日	中国电子商会电子烟行业委员会，发布行业自律倡议书
4月30日	FDA 批准 IQOS 在美销售
5月初	RELX 等品牌微信商城小程序被展厅服务
5月27日	亿纬锂能披露中报预期，麦克韦尔业绩超预期
预计今年内	我国电子烟国家强制性标准将会出台

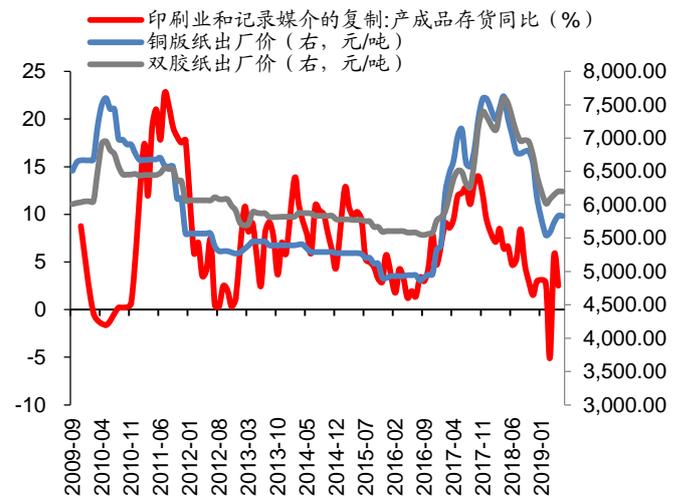
数据来源：CCTV2、FDA 协会、广发证券发展研究中心

图 5: 纸浆价格变化与国内港口库存



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图 6: 文化纸下游有望进入补库存周期



数据来源：卓创资讯、Wind、广发证券发展研究中心

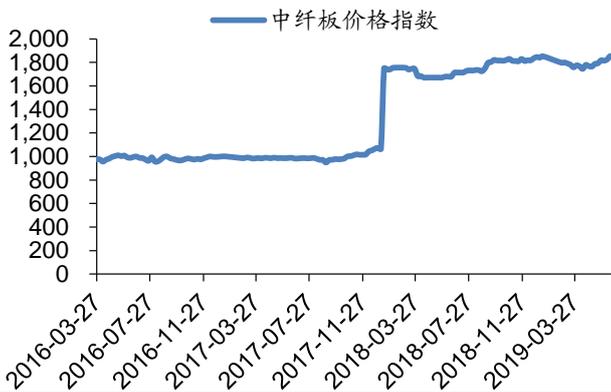
二、行业数据跟踪

2.1 家居板块：板材价格有升有降，周度新房销售上升，二手房销售下降

本周家居数据主要变化：上游原材料中，板材周度环比有升有降，刨花板、细木工板分别环比上升 0.11%、0.33%；中纤板、指接板分别环比下降 0.62%、0.38%。五金材料价格环比上升 0.12%，本周五金零部件价格保持上周水平不变。周度新房成交环比上升 5.4%，其中一线城市环比上升 10.4%，二线城市环比上升 0.3%，三线城市环比上升 10.1%；13 城二手房成交量环比下降 3.6%，其中一线城市环比下降 1.4%，二三线城市环比下降 4.6%。5 月统计局数据显示，商品房销售面积累计同比下滑 1.6%，商品房销售额累计同比增长 6.1%，商品房竣工面积累计同比下降 12.4%。

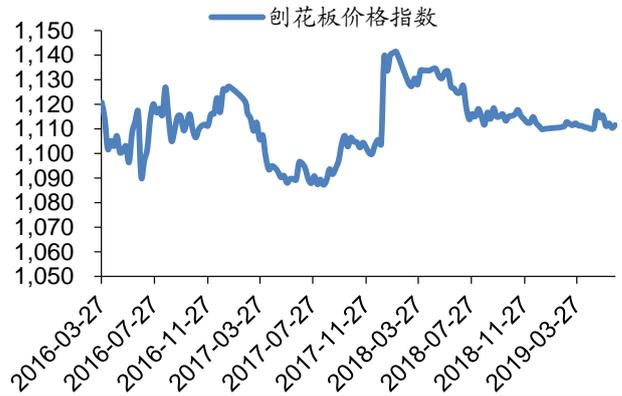
2.1.1 上游原材料价格跟踪

图7：中纤板价格指数



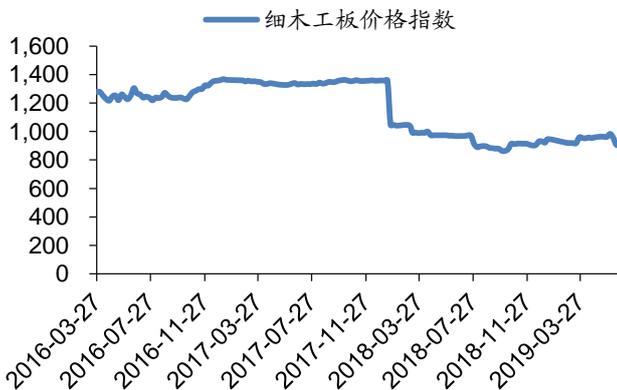
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：刨花板价格指数



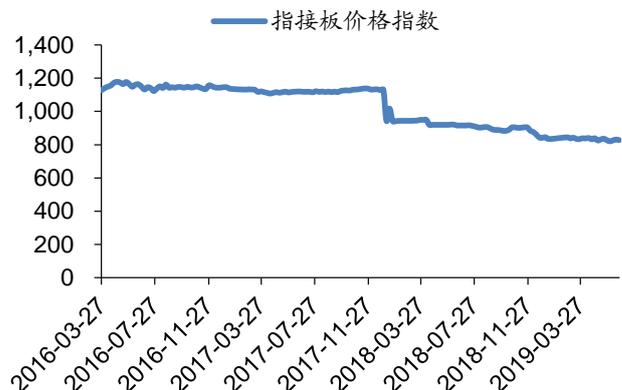
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图9：细木工板价格指数



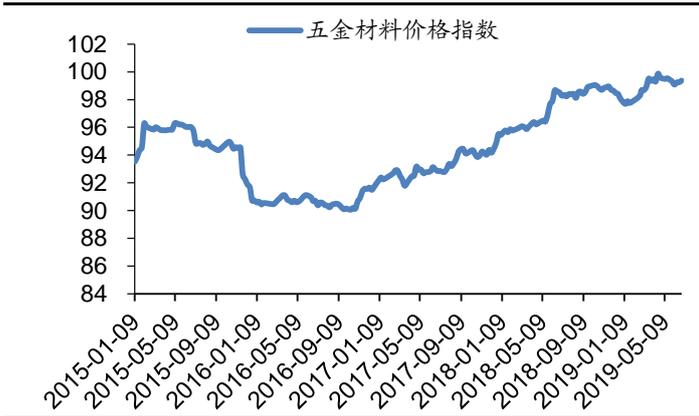
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：指接板价格指数



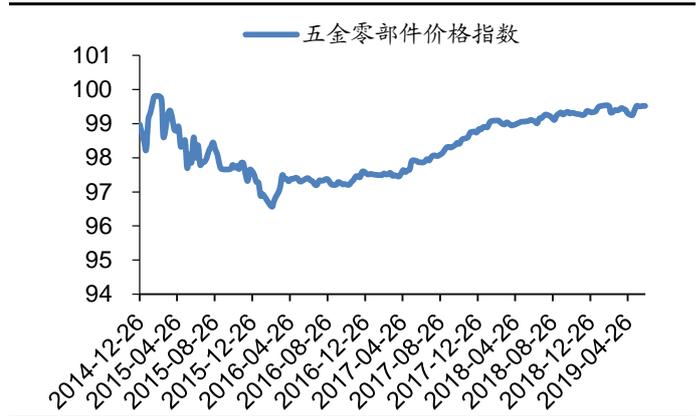
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图11: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

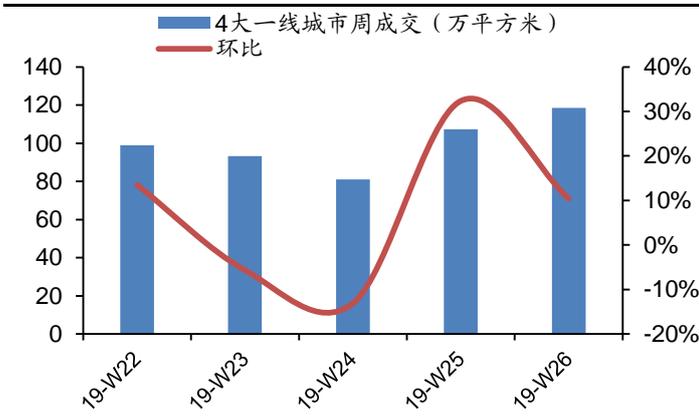
图12: 五金零部件价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

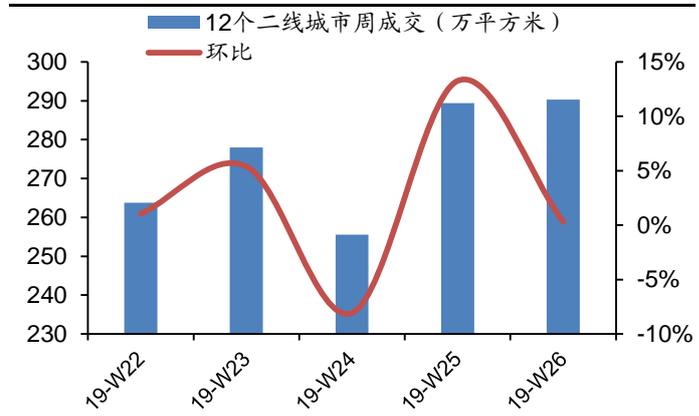
2.1.2 下游需求跟踪: 周度新房、二手房

图13: 4大一线城市新房周成交



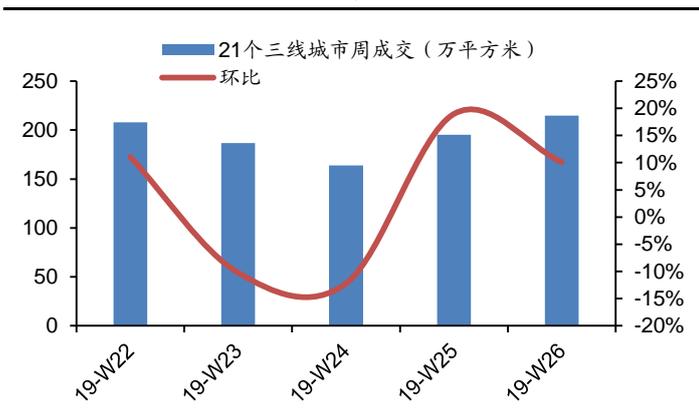
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 12个二线城市新房周成交



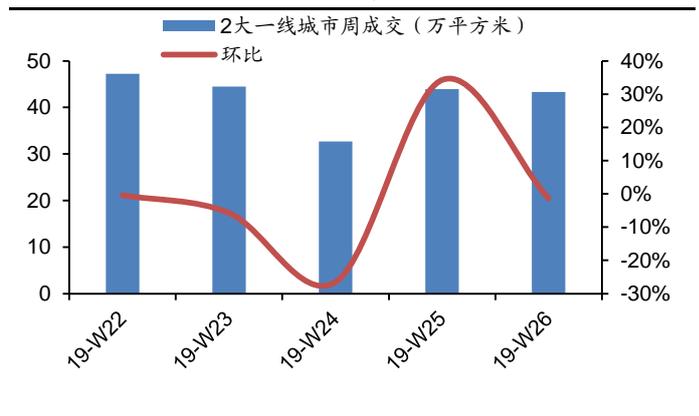
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 21个三线城市新房周成交



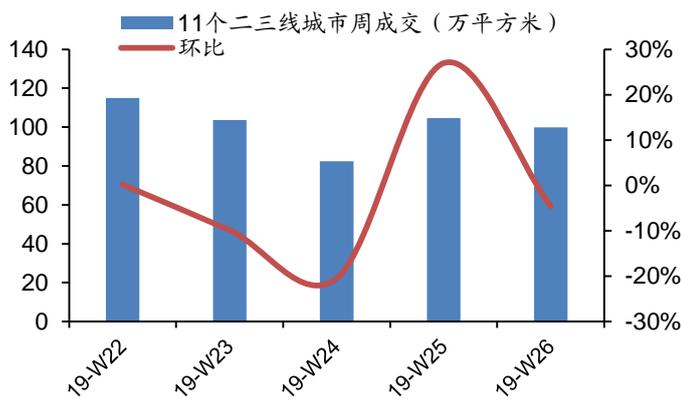
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 2大一线城市二手房周成交



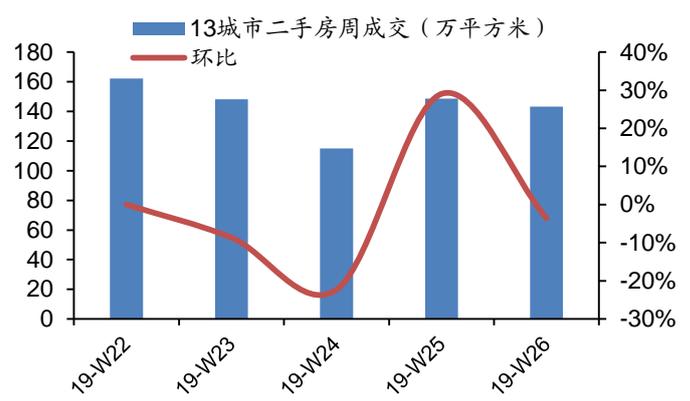
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图17: 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

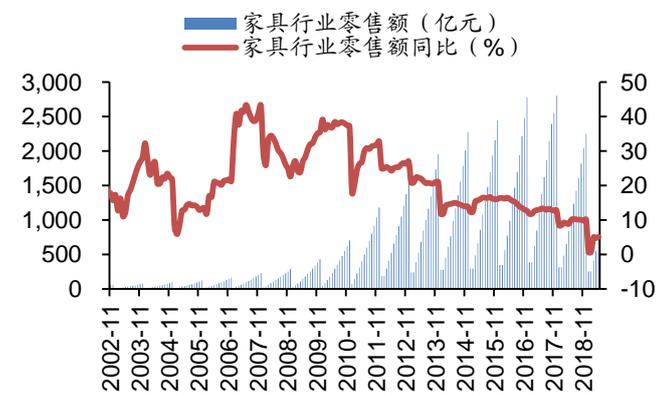
图18: 13城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

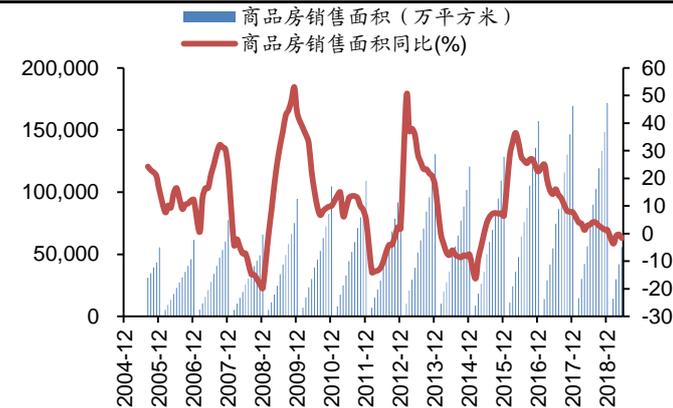
2.1.3家具月度数据

图19: 家具行业零售额及同比



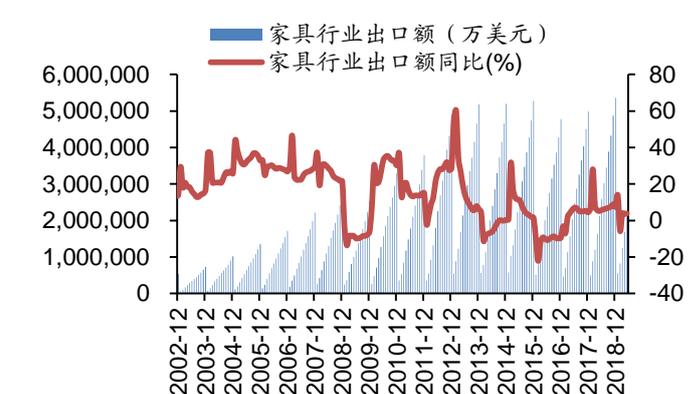
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: 商品房销售面积及同比



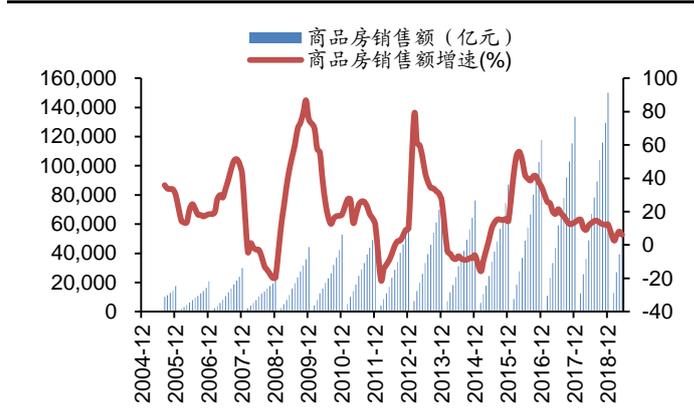
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图20: 家具行业出口额及同比



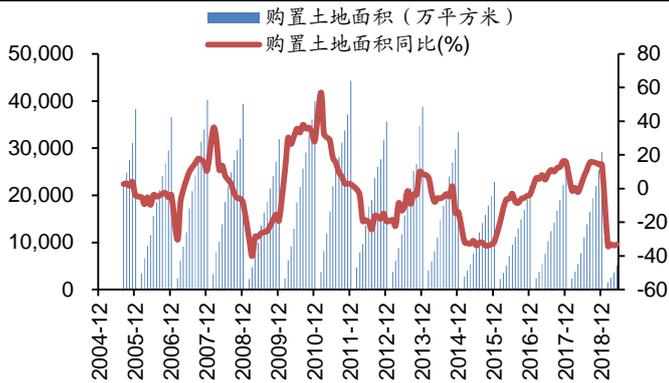
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图22: 商品房销售额及增速



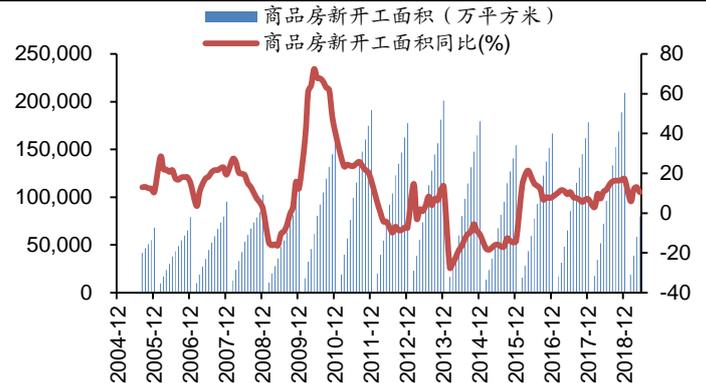
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 购置土地面积及同比



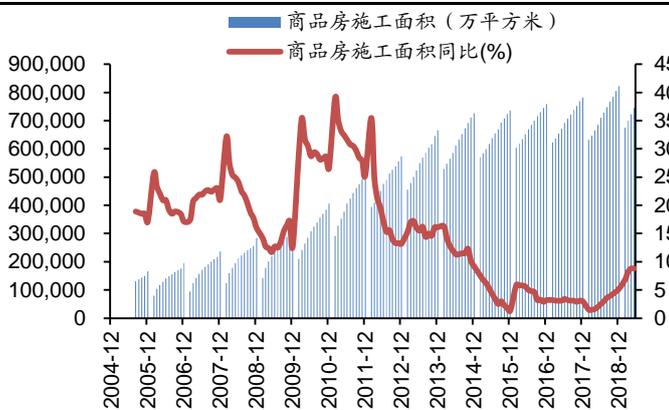
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 商品房新开工面积及同比



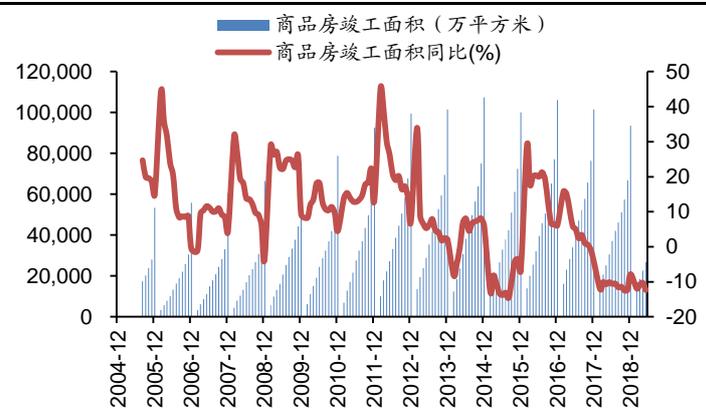
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图25: 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

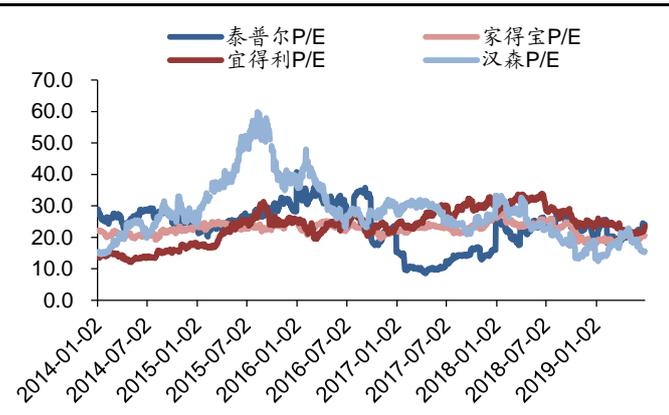
图26: 商品房竣工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

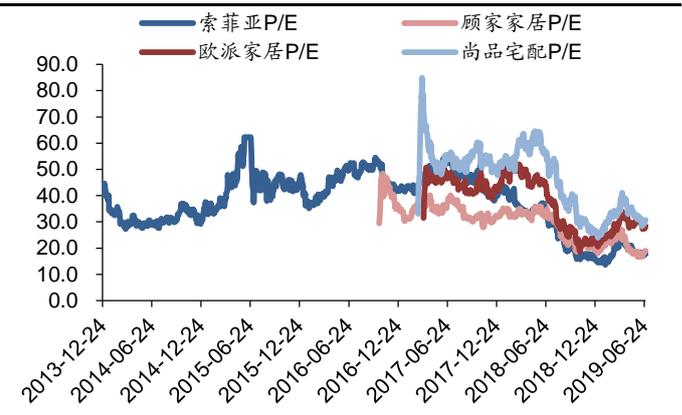
2.1.4海内外家具公司估值对比

图27: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



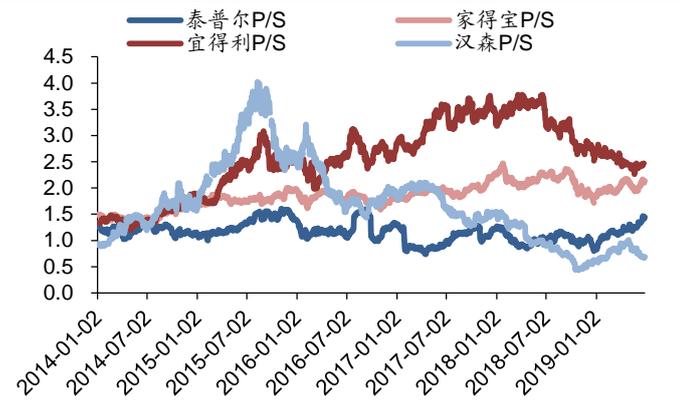
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图28: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



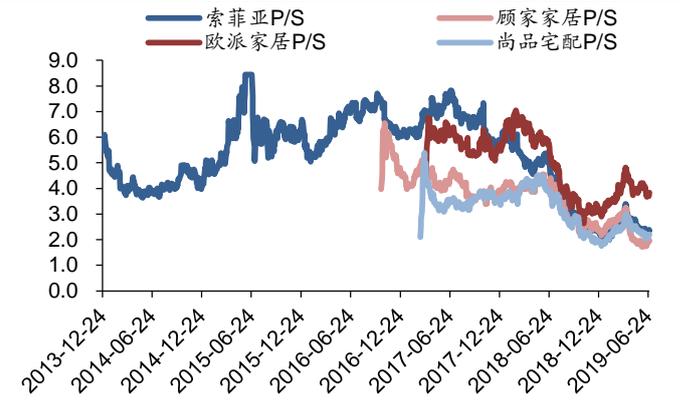
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 国外家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图30: 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

2.2 造纸板块: 文化用纸价格维持稳定, 箱板瓦楞纸价格承压

总体情况: 本周(6月22日至6月28日)木浆系纸种价格相对稳定, 废纸系纸种价格承压。木浆系纸种方面, 文化印刷纸市场行情基本稳定, 纸厂价格盘整, 经销商订单平稳, 纸企库存压力较大; 白卡纸市场行情弱势盘整, 价格指数微幅下跌, 周初部分大型纸企计划提价, 但是由于下游客户接受能力有限, 采购积极性不足, 市场观望情绪较重。废纸系纸种方面, 白板纸市场行情平稳, 市场交投较弱, 多数生产企业开工比较稳定, 供货比较充足, 市场内观望情绪较浓, 下游刚需采购为主; 瓦楞及箱板纸市场价格承压, 瓦楞纸企业接单情况不理想, 规模纸企陆续推出低端产品导致纸价整体回落; 箱板纸市场延续弱稳态势, 目前下游需求无明显好转, 端午节后纸厂库存小幅增加, 规模纸厂处于稳价去库阶段, 规模纸厂推出新品种, 江龙芯纸及江龙再生纸定位低端市场, 纸价下行压力增大; 生活用纸市场呈现下行后弱稳态势, 贸易商拿货积极性不高, 多观望为主。受成本压力影响, 个别纸企进行阶段性检修, 市场交投不畅, 市场均价下行。

原材料方面, 本周国废黄板纸价格整体弱稳运行, 国废综合价格小幅回落。木浆现货价格继续走低, 市场预期进口木浆价格存下行压力, 现货市场交投受到冲击, 进口木浆现货价格继续下跌50-250元/吨, 主要地区纸浆库存居高不下, 现货价格承压, 下游纸企采购积极性不足。

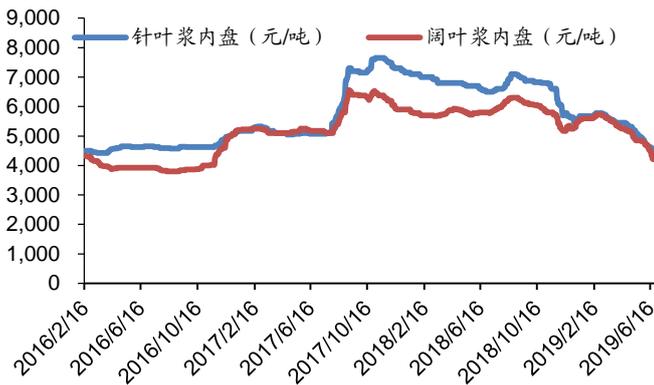
2.2.1 上游价格跟踪

图31: 国废价格小幅回落



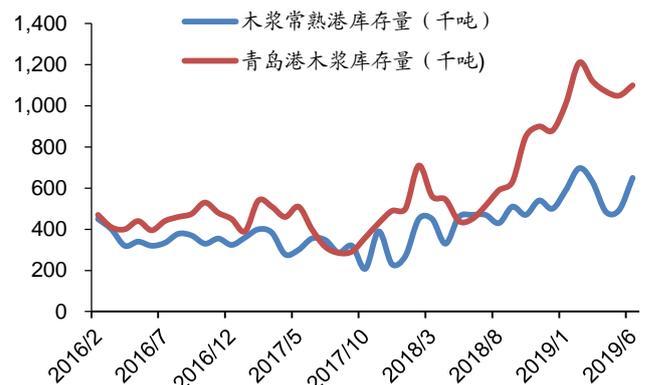
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图32: 木浆国内现货市场价格下跌



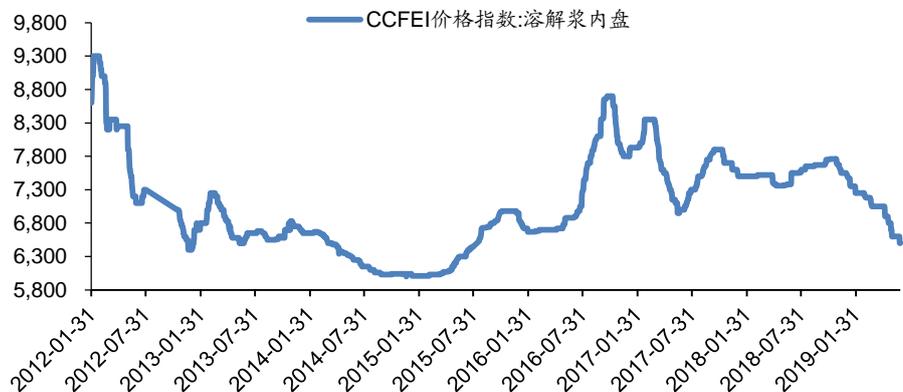
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图33: 6月末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

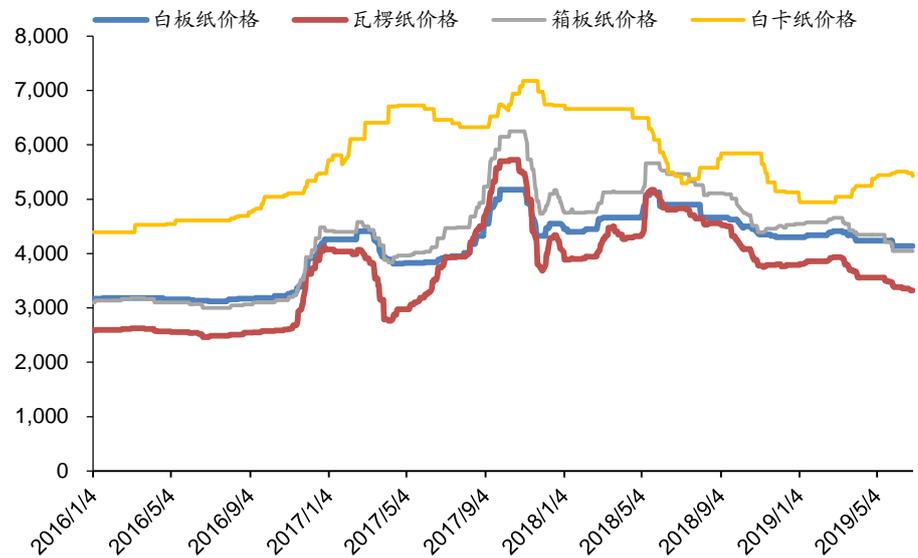
图34: 溶解浆价格回落至2017年以来低位



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

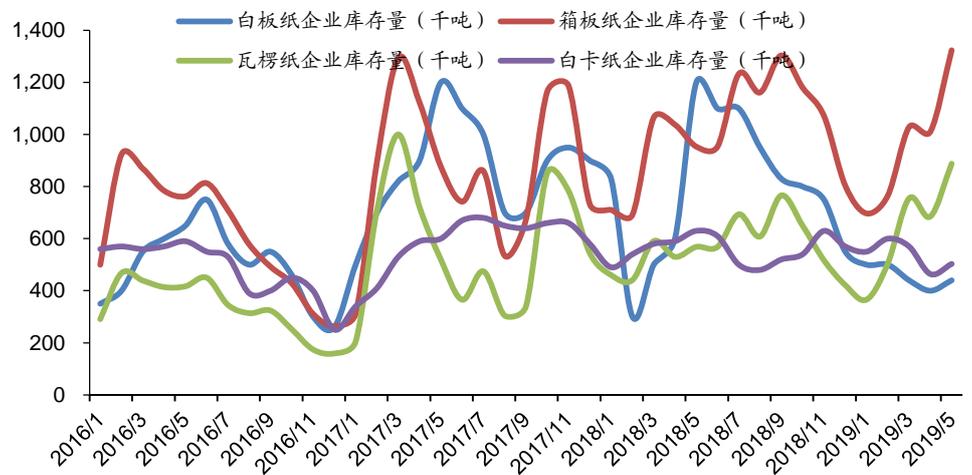
2.2.2 主要纸品价格跟踪

图35: 瓦楞纸价格略有回落, 其他包装类纸种价格稳定 (元/吨)



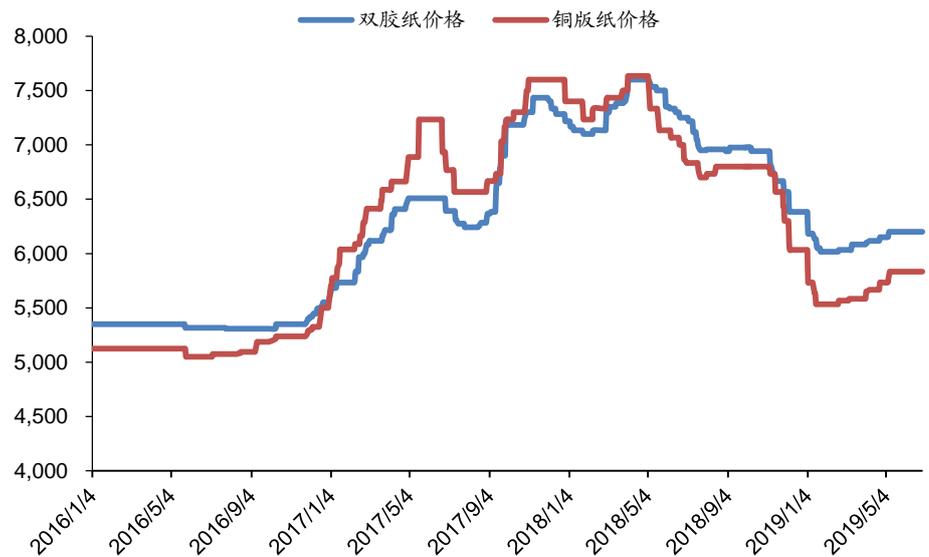
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图36: 箱板瓦楞纸企业库存呈增加趋势



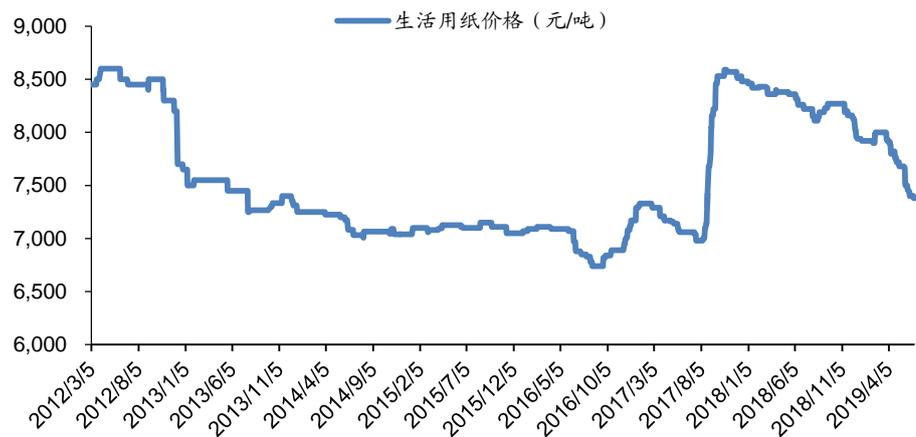
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图37: 双胶纸和铜版纸价格维持稳定 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图38: 生活用纸市场价格持续下行



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

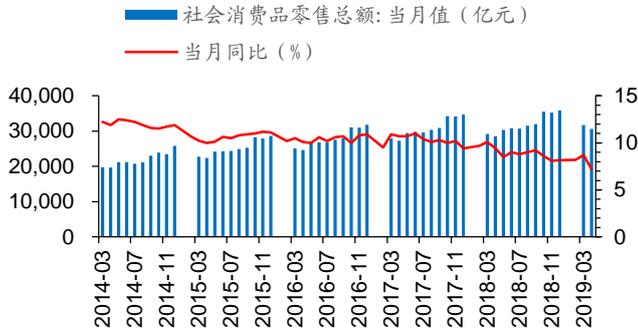
2.3 包装文娱板块: 下游消费增速有所放缓

社会零售总额同比增速回升, 烟草复苏趋势企稳, 文具办公用品零售额 5 月环比下降, 但同比仍有所回升, 白酒 5 月产量环比下降, 啤酒、软饮料产量环比上升, 家用电器产量增速维持稳定。2019 年 5 月份社会零售总额当月值为 32956.00 亿元, 同比增长 8.6%; 2019 年 5 月份文具办公用品零售额当月值为 231 亿元, 较 4 月下降 4.5%, 累计同比上升 3.6%; 2019 年 5 月卷烟产量 1828.7 亿支, 同比下跌 3.40%; 白酒产量为 57.8 万千升, 环比下降 6.92%; 啤酒产量为 379.7 万千升, 环比增长 34.60%; 软饮料产量为 1617.10 万千升, 环比增长 23.49%; 2019 年 5 月, 空调产量为 21.99 百万台, 家用冰箱产量为 8.46 百万台。6 月 29 日数据显示, 本周包装原材料价格方面, 塑料包装原材料 LLDPE 出厂价周环比上升 0.02%, HDPE 出

厂价周环比上升 1.14%，金属包装原材料维持上周价格，全国主要城市玻璃包装价格周环比上涨 0.17%。

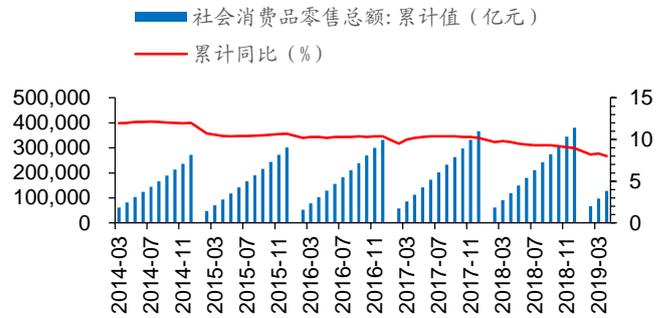
2.3.1 下游需求跟踪

图39: 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40: 社会零售总额: 累计值



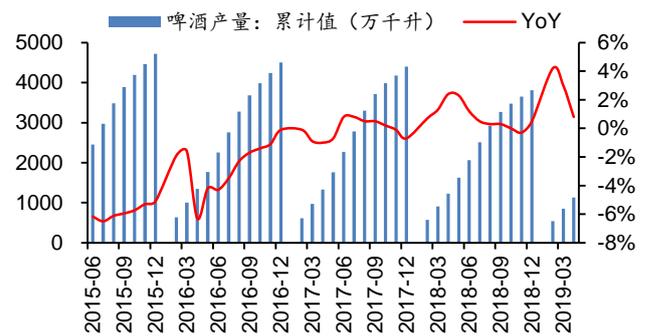
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图41: 白酒产量



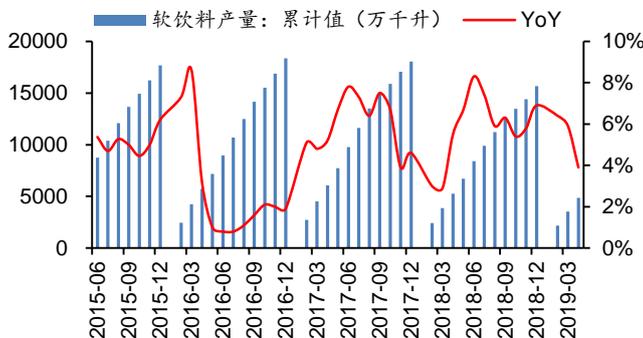
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图42: 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43: 软饮料产量



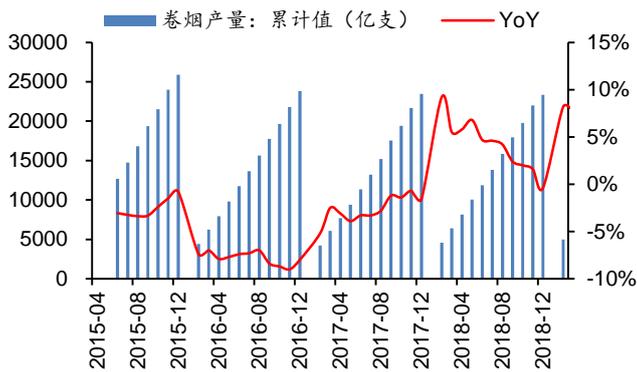
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图44: 食品饮料总产量（白酒+啤酒+软饮料）



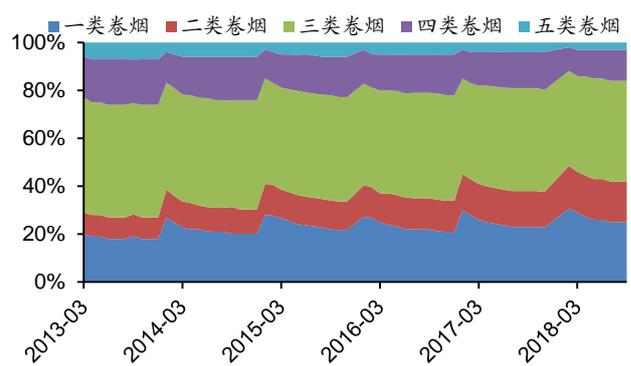
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图45: 烟草产量



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图46: 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47: 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48: 卷烟商业库存



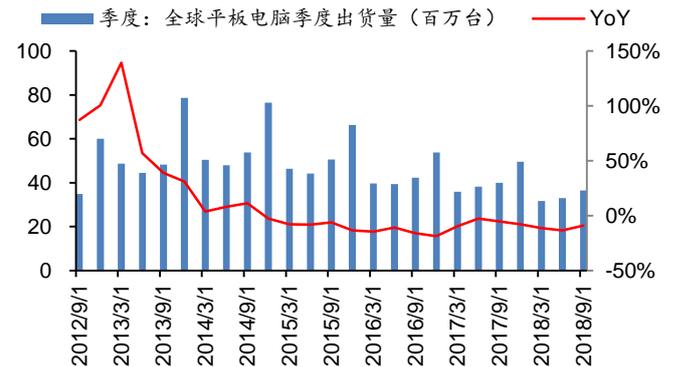
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图49: 消费电子—智能手机



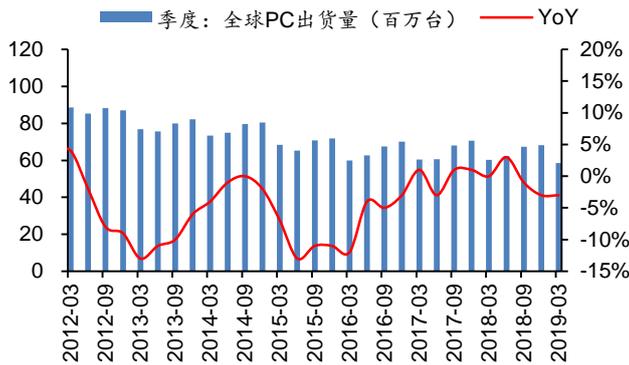
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图50: 消费电子—平板电脑



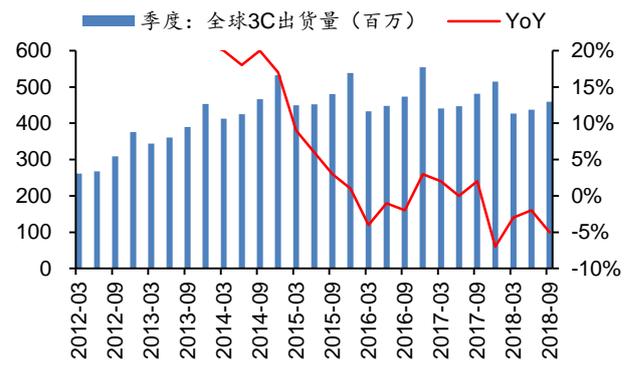
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图51: 消费电子—PC



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图52: 消费电子总出货量—3C



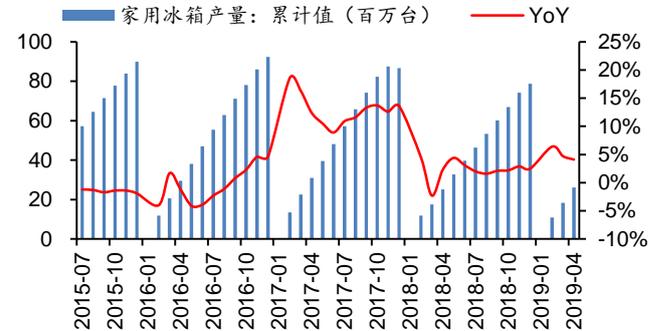
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图53: 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

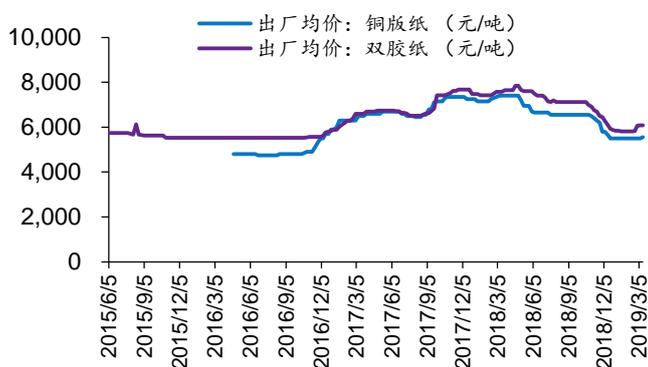
图54: 家电—家用冰箱产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

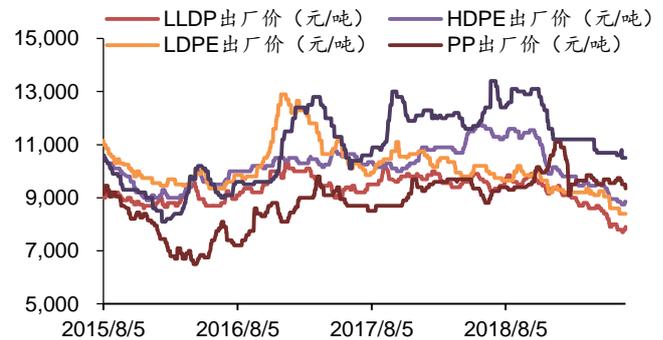
2.3.2 上游原材料价格跟踪

图55: 包装原材料价格——纸类（元/吨）



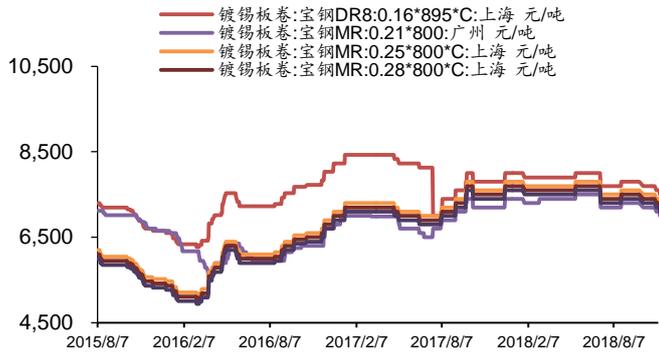
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图56: 包装原材料价格——塑料（元/吨）



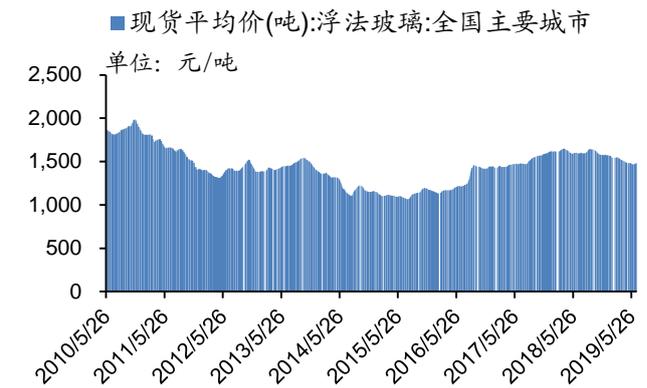
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图57: 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

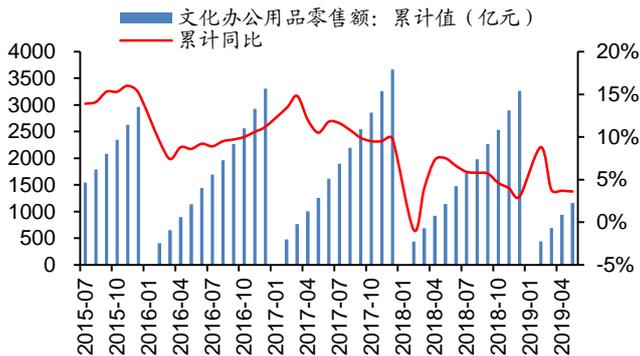
图58: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

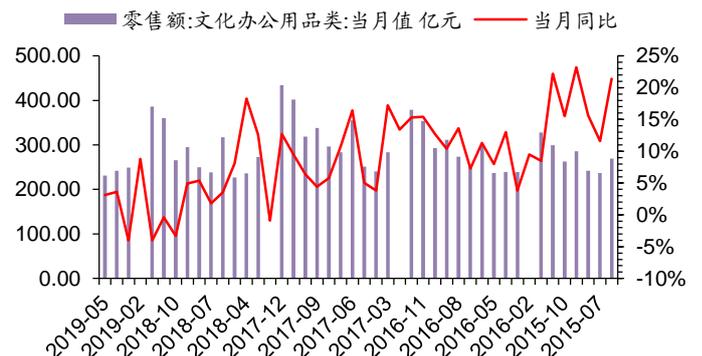
2.3.3 文娱板块

图59: 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60: 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

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（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

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。