

轻工制造行业

关注 Q3 景气度向上的细分行业方向

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-08-04

核心观点:

● 月观点: 关注 Q3 景气度向上的细分行业方向

造纸: 三季度文化纸旺季来临, 纸浆港口库存有望从历史高位得到有效消化, 纸浆价格有望筑底, 下游成品纸有望进入补库存周期。看好具备安全边际的文化纸龙头企业太阳纸业, 利润修复带动 ROE 回升, PB 估值有抬升空间; **新型烟草:** 电子烟标准逐步明朗, 加热不燃烧试销海外, 市场空间广阔。看好在电子烟及加热不燃烧方面均有布局的劲嘉股份, 随政策推进业务潜力逐步兑现; **家具:** 地产竣工今明两年向好, 家具三季度末四季度初进入左侧配置期, 逆周期政策有望修复提振板块估值。定制龙头渠道完善、Alpha 逐步显现, 敏华控股越南新厂 8 月投产, 外销收入有望迎拐点; **文娱:** 通胀预期抬升, 上游成本回落, 必选龙头 (中顺洁柔, 晨光文具) 利润有望持续超预期, 四季度存在估值切换机遇, 持续维持配置。**关注组合:** 太阳纸业、劲嘉股份、欧派家居、中顺洁柔, 晨光文具。

● 行业数据更新

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, 纸企库存压力不大; 白卡纸规模企业价格相对稳定, 下游刚需采购, 经销商补库信心不足。废纸系纸种方面, 白板纸价格窄幅震荡, 由于浙江富阳地区节能减排影响, 部分生产企业停产, 市场观望情绪较浓, 经销商刚需采购。瓦楞及箱板纸市场延续震荡下行走势, 纸企库存压力短期无缓解迹象。

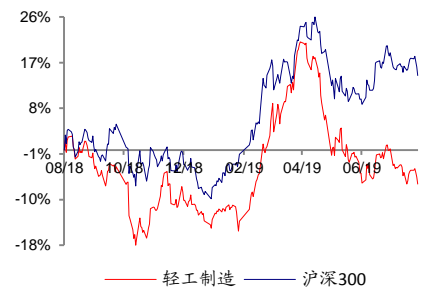
家居: 上游原材料中, 板材周度环比有升有降, 中纤板、刨花板分别环比上升 0.70%、0.09%, 细木工板、指接板分别环比下降 0.54%、0.38%。五金材料价格环比下降 0.77%, 五金零部件价格环比上升 0.01%。周度新房成交环比上升 8.1%, 其中一线城市环比上升 23.7%, 二线城市环比上升 3.4%, 三线城市环比上升 7.6%; 13 城二手房成交量环比上升 1.2%, 其中一线城市环比上升 1.8%, 二三线城市环比上升 0.9%。

包装及文娱: 社会零售总额同比增速回升, 烟草复苏趋势企稳, 白酒、啤酒、软饮料 1-6 月累计总产量同比下滑, 家用电器产量增速维持稳定, 文具办公用品零售额环比明显上升。

● 风险提示

地产销量下滑超预期, 办公文具景气度下滑超预期, 生活用纸竞争激烈超预期, 中小产能退出低于预期。

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:轻工板块 2019-07-21

2019Q2 公募基金持仓分析

轻工制造行业:月观点:聚焦中 2019-07-01

报关注造纸边际, 紧握必选布

局家具

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

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
太阳纸业	002078.SZ	RMB	7.06	2019/7/24	买入	10.01	0.76	0.88	9.3	8.0	5.11	4.33	13.6	13.7
劲嘉股份	002191.SZ	RMB	11.92	2019/4/25	买入	15.00	0.60	0.74	19.9	16.1	16.6	13.3	12.2	13.0
欧派家居	603833.SH	RMB	99.28	2019/5/9	买入	121.00	4.49	5.45	22.1	18.2	17.3	13.8	20.0	19.5
中顺洁柔	002511.SZ	RMB	12.99	2019/6/19	买入	13.12	0.43	0.53	30.2	24.5	17.4	14.0	14.5	15.3
晨光文具	603899.SH	RMB	38.81	2019/4/29	买入	42.90	1.1	1.36	35.3	28.5	25.8	21	24.2	24.1

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：关注 Q3 景气度向上的细分行业方向	6
二、行业数据跟踪	7
2.1 家居板块：板材价格有升有降，周度新房、二手房销售上升	7
2.1.1 上游原材料价格跟踪	7
2.1.2 下游需求跟踪：周度新房、二手房	8
2.1.3 家具月度数据	9
2.1.4 海内外家具公司估值对比	10
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	11
2.2.1 上游价格跟踪	11
2.2.2 主要纸品价格跟踪	13
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	15
2.3.2 上游原材料价格跟踪	18
2.3.3 文娱板块	18
风险提示	20

图表索引

图 1: 中纤板价格指数	7
图 2: 刨花板价格指数	7
图 3: 细木工板价格指数	7
图 4: 指接板价格指数	7
图 5: 五金材料价格指数	8
图 6: 五金零部件价格指数	8
图 7: 4 大一线城市新房周成交	8
图 8: 12 个二线城市新房周成交	8
图 9: 21 个三线城市新房周成交	8
图 10: 2 大一线城市二手房周成交	8
图 11: 11 个二三线城市二手房周成交	9
图 12: 13 城市二手房周成交	9
图 13: 家具行业零售额及同比	9
图 14: 家具行业出口额及同比	9
图 15: 商品房销售面积及同比	9
图 16: 商品房销售额及增速	9
图 17: 购置土地面积及同比	10
图 18: 商品房新开工面积及同比	10
图 19: 商品房施工面积及同比	10
图 20: 商品房竣工面积及同比	10
图 21: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	10
图 22: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍)	10
图 23: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	11
图 24: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍)	11
图 25: 国废价格小幅回落	12
图 26: 木浆国内现货市场价格下跌	12
图 27: 7 月末木浆港口库存创历史新高	12
图 28: 溶解浆价格回落至 2017 年以来低位	13
图 29: 主要包装纸价格均震荡走低 (元/吨)	13
图 30: 箱板瓦楞纸企业库存呈增加趋势	14
图 31: 双胶纸和铜版纸价格维持稳定 (元/吨)	14
图 32: 生活用纸市场价格持续下行	15
图 33: 社会零售总额: 当月值	15
图 34: 社会零售总额: 累计值	15
图 35: 白酒产量	16
图 36: 啤酒产量	16
图 37: 软饮料产量	16
图 38: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	16
图 39: 烟草产量	16

图 40: 烟草销量结构占比.....	16
图 41: 卷烟工商库存.....	17
图 42: 卷烟商业库存.....	17
图 43: 消费电子—智能手机.....	17
图 44: 消费电子—平板电脑.....	17
图 45: 消费电子—PC.....	17
图 46: 消费电子总出货量—3C.....	17
图 47: 家电—空调产量.....	18
图 48: 家电—家用冰箱产量.....	18
图 49: 包装原材料价格——纸类 (元/吨).....	18
图 50: 包装原材料价格——塑料 (元/吨).....	18
图 51: 包装原材料价格——金属 (元/吨).....	18
图 52: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨).....	18
图 53: 文具办公用品零售额累计值.....	19
图 54: 文具办公用品零售额单月值.....	19

一、月观点：关注 Q3 景气度向上的细分行业方向

造纸：文化纸龙头安全边际凸显，三季度末基本面有望迎向上拐点

文化纸两大核心问题在于：需求疲弱导致纸浆价格下跌，原纸下游仍处于去年 6 月以来的去库存周期；三季度末随文化纸旺季来临与纸浆港口库存有效消化，纸浆价格中长期有望止跌回升，根据库存跟踪周期测算下游可能逐步进入补库存周期。太阳纸业估值具备明显安全边际，利润修复带动 ROE 触底回升，有望带动中枢 PB 估值持续抬升向一体化龙头国际纸业对标。

新型烟草：蒸汽式标准即将明朗，HNB 海外试点推进，配置劲嘉股份

电子烟在今年 3.15 之后受到市场关注，预计随着十月份公示期结束政策落地，产品及市场有望规范化发展；加热不燃烧产品国内市场目前尚未开放，国内中烟公司产品试销海外，参与国际舞台，随着中烟香港上市，HNB 出口有望增长。劲嘉股份与云南中烟签订战略合作协议，合资设立嘉玉科技，进行加热不燃烧配套烟具生产以及新型烟草研发，紧跟政策布局，抢占市场先机；2018 年与小米生态链公司设立因味科技，主要进行电子烟产品研发，品牌布局广泛。随着新型烟草国内政策推进以及国际市场空间增长，劲嘉股份新型烟草业务存在广阔成长潜力。

家具：全装时点领先，定制龙头 Alpha 显现，敏华拐点在即

地产竣工今明两年向好提供基本面稳定的基础，预计家具板块基本面下半年环比向上。三季度末四季度初是家具左侧配置期，可期待要素有三：外部环境恶化背景下逆周期政策有望修复提振板块估值（全装修链条低估值最受益），去年 Q3-Q4（尤其是 Q4）行业增速的低基数提供收入增速环比向上的可能性。定制龙头公司新渠道拓展更为顺利，Q4 在低基数背景下 alpha 逐步显现。敏华控股随着 8 月越南工厂投产，外销收入与利润有望迎拐点，内销在 4-5 月展会新品发布后显示新气象。

文娱：持续配置中顺洁柔，晨光文具四季度估值切换的机遇

必选龙头（中顺洁柔，晨光文具）具备 ToC 定价能力与品类的高度拓展空间，在通胀预期抬升与上游成本回落期，利润有望持续超预期，估值虽然日趋合理但长远收入与盈利增长稳健性较强，预计 Q4 有望迎接估值切换，持续维持配置。

二、行业数据跟踪

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，中纤板、刨花板分别环比上升 0.70%、0.09%，细木工板、指接板分别环比下降 0.54%、0.38%。五金材料价格环比下降 0.77%，五金零部件价格环比上升 0.01%。周度新房成交环比上升 8.1%，其中一线城市环比上升 23.7%，二线城市环比上升 3.4%，三线城市环比上升 7.6%；13 城二手房成交量环比上升 1.2%，其中一线城市环比上升 1.8%，二三线城市环比上升 0.9%。6 月统计局数据显示，商品房销售面积累计同比下滑 1.8%，商品房销售额累计同比增长 5.6%，商品房竣工面积累计同比下降 12.7%。

2.1 家居板块：板材价格有升有降，周度新房、二手房销售上升

2.1.1 上游原材料价格跟踪

图1：中纤板价格指数



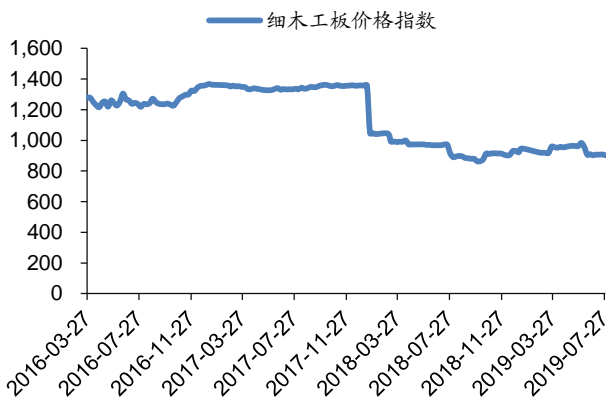
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：刨花板价格指数



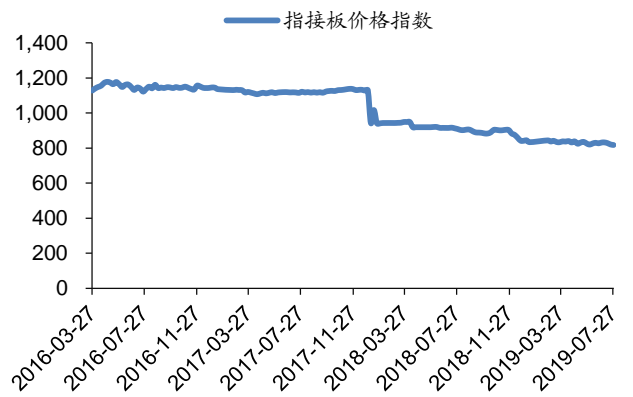
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：细木工板价格指数



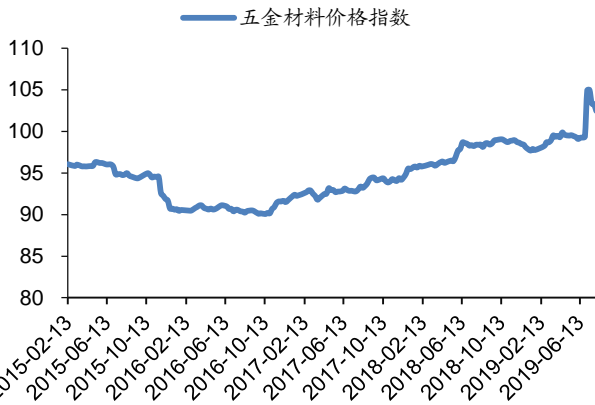
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：指接板价格指数



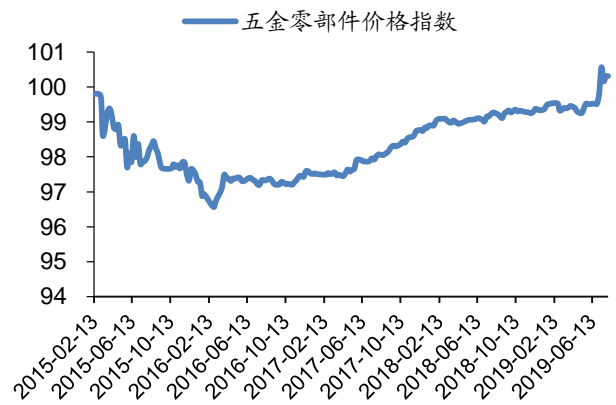
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

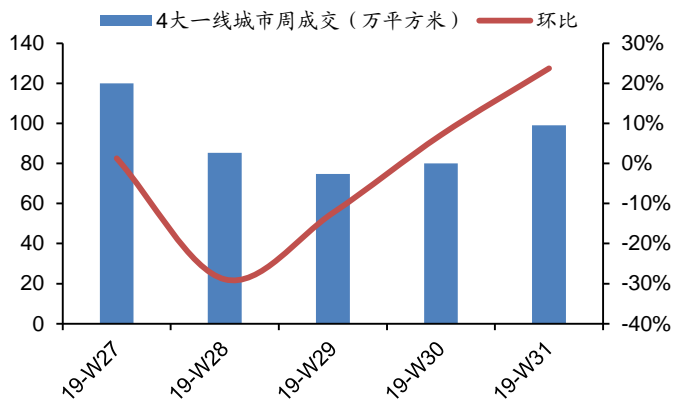
图6: 五金零部件价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

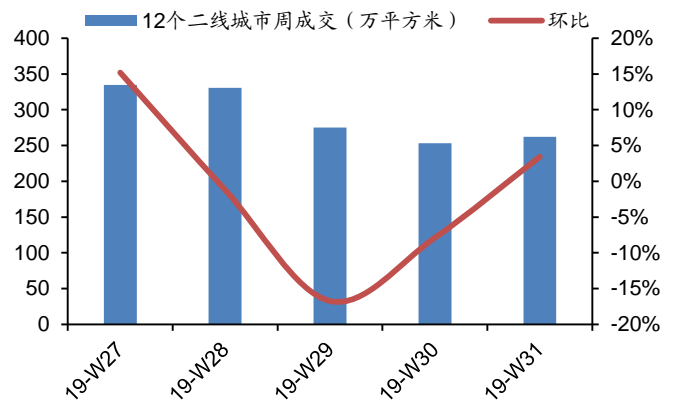
2.1.2 下游需求跟踪: 周度新房、二手房

图7: 4大一线城市新房周成交



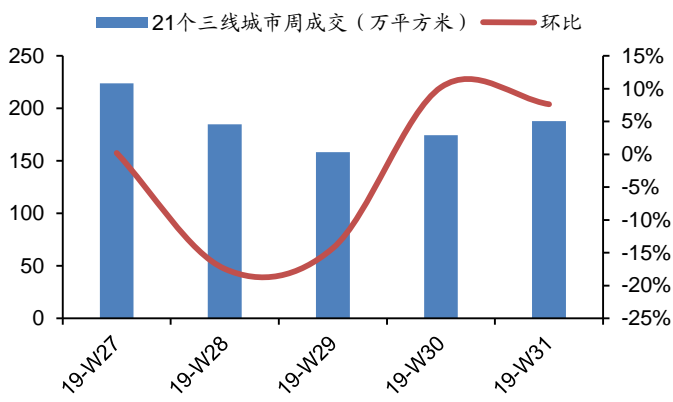
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 12个二线城市新房周成交



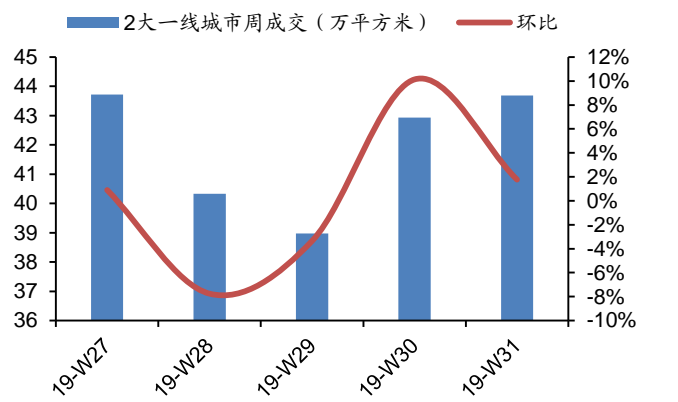
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 21个三线城市新房周成交



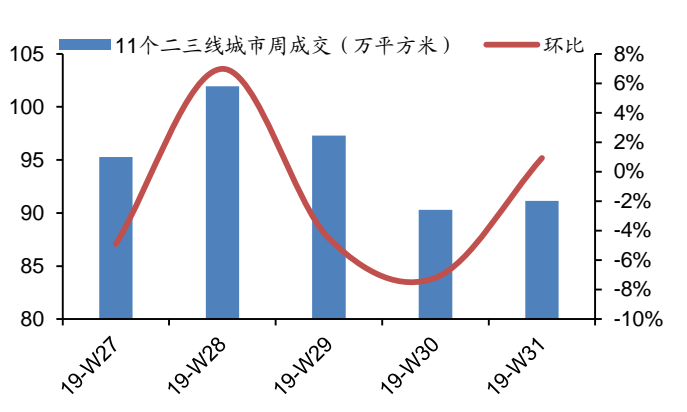
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图10: 2大一线城市二手房周成交



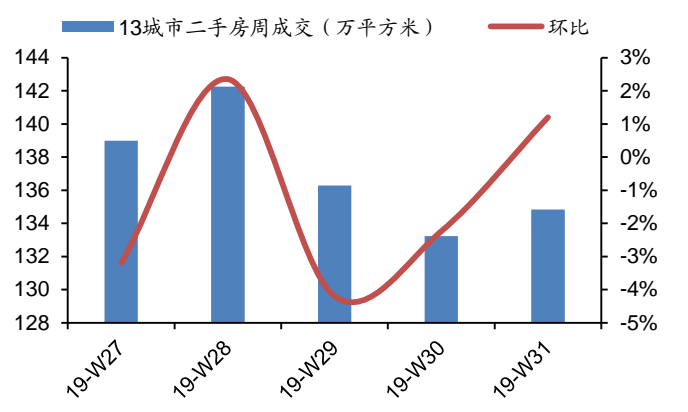
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图11: 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

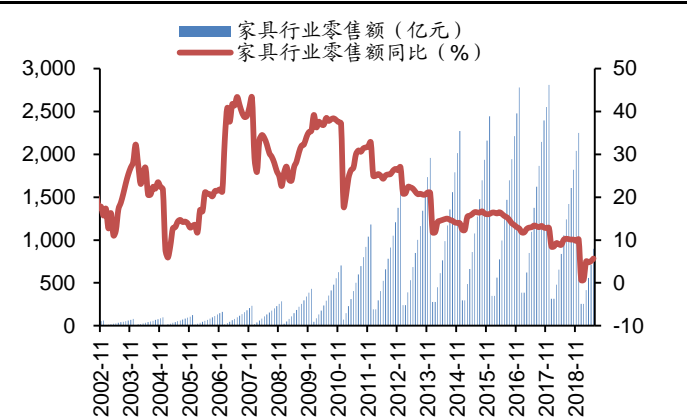
图12: 13城市二手房周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

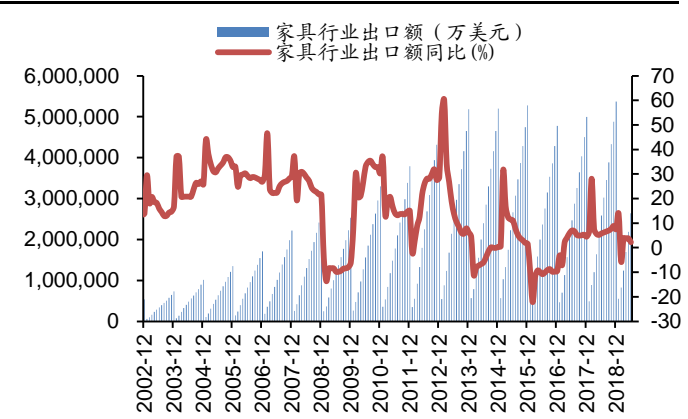
2.1.3家具月度数据

图13: 家具行业零售额及同比



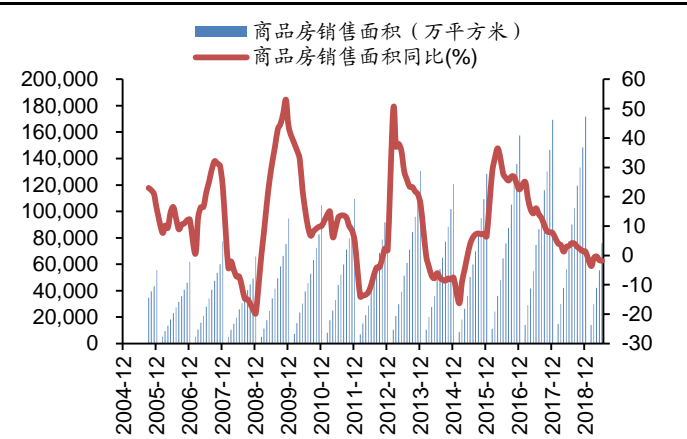
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 家具行业出口额及同比



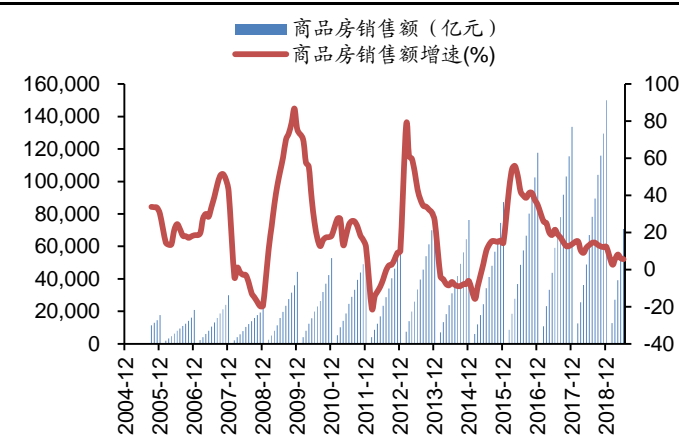
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 商品房销售面积及同比



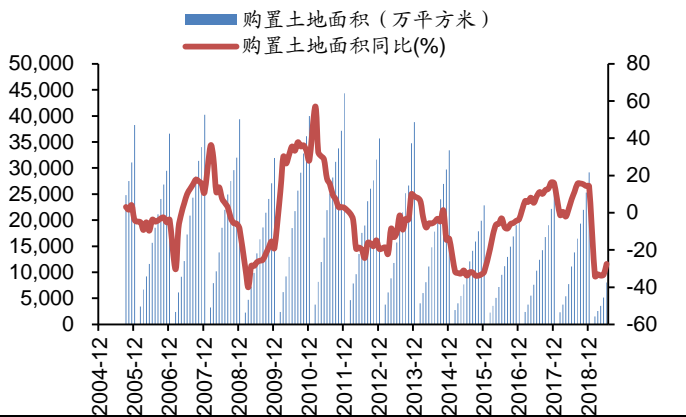
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 商品房销售额及增速



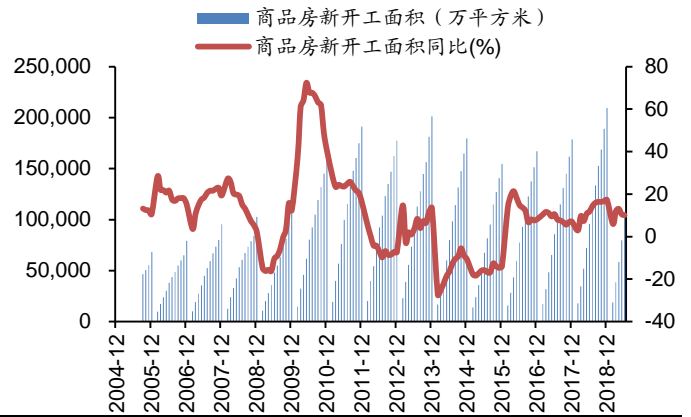
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图17: 购置土地面积及同比



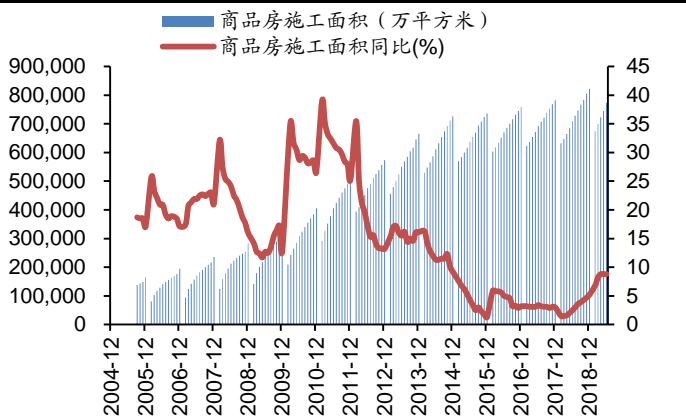
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图18: 商品房新开工面积及同比



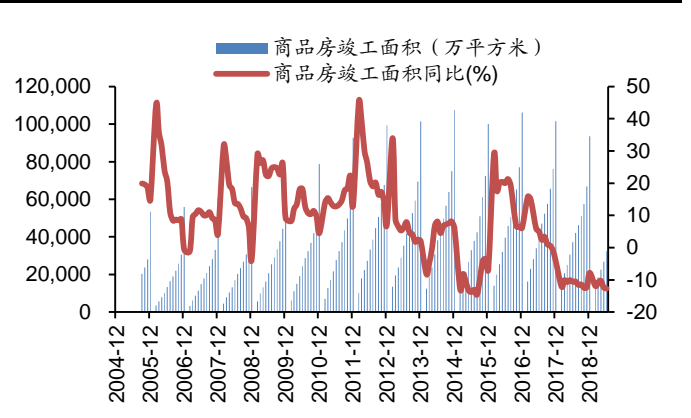
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 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

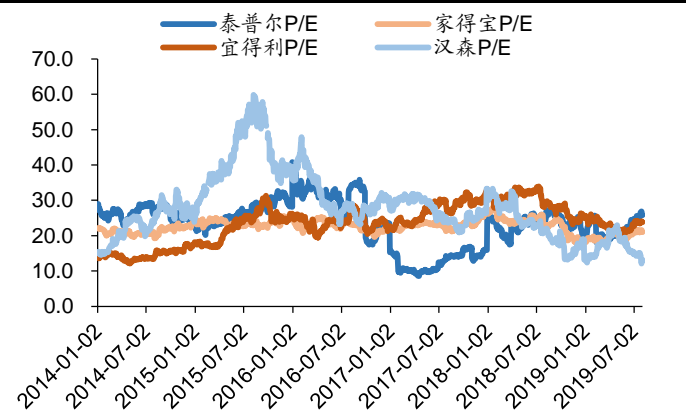
图20: 商品房竣工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

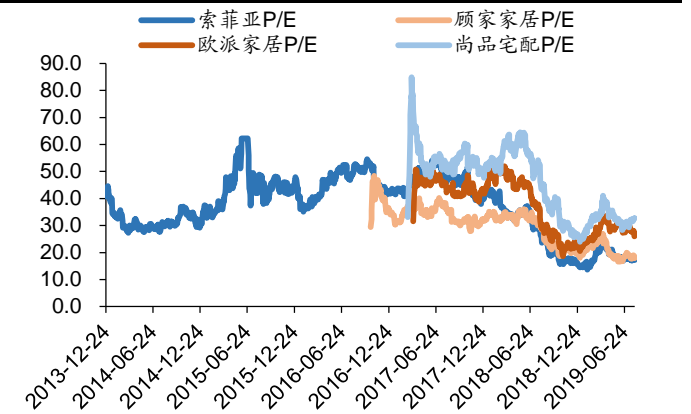
2.1.4 海内外家具公司估值对比

图21: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



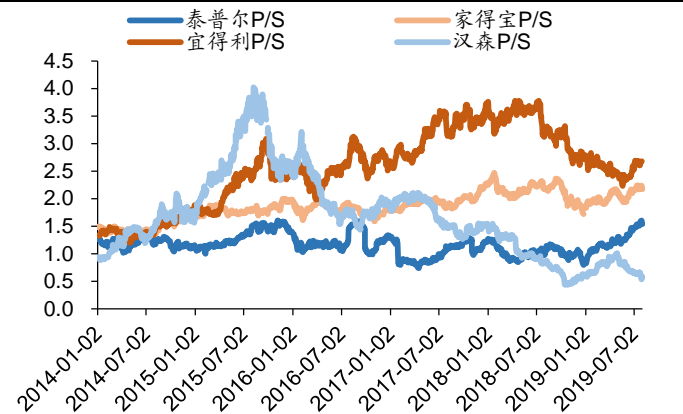
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图22: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



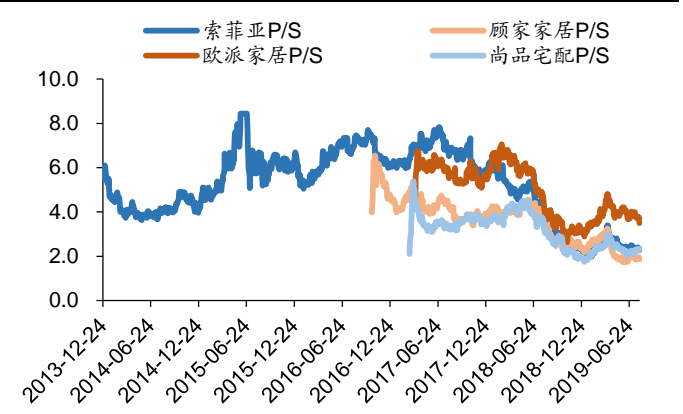
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 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24: 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(7月27日至8月2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, 纸企库存压力不大; 白卡纸规模企业价格相对稳定, 下游刚需采购, 经销商补库信心不足。废纸系纸种方面, 白板纸价格窄幅震荡, 规模生产企业出货节奏加快, 库存压力略有缓解, 由于浙江富阳地区节能减排影响, 部分生产企业停产, 市场观望情绪较浓, 经销商刚需采购。瓦楞及箱板纸市场延续震荡下行走势, 纸企库存压力短期无缓解迹象, 新单成交不旺, 供需矛盾导致中小纸厂情绪相对悲观, 理文造纸、山鹰纸业均披露8月部分纸机停机计划。生活用纸价格窄幅震荡, 木浆纸企库存量偏低, 但成品纸需求平淡, 下游加工厂库存积压, 囤货积极性减弱, 根据卓创资讯数据, 8月份竹浆纸企有检修计划。

原材料方面, 国废价格小幅下跌, 木浆现货价格继续下行, 进口阔叶浆现货价格受外盘影响持续下探100-150元/吨, 对针叶浆价格上扬形成拖累, 下游纸企需求平淡, 现货采购较少, 根据卓创资讯数据, 7月木浆常熟、青岛港口木浆库存再创历史新高。

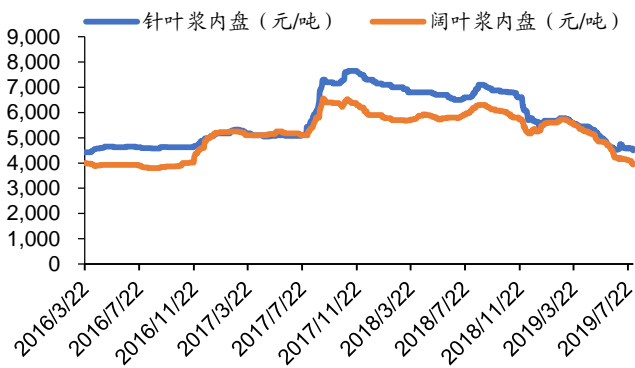
2.2.1 上游价格跟踪

图25: 国废价格小幅回落



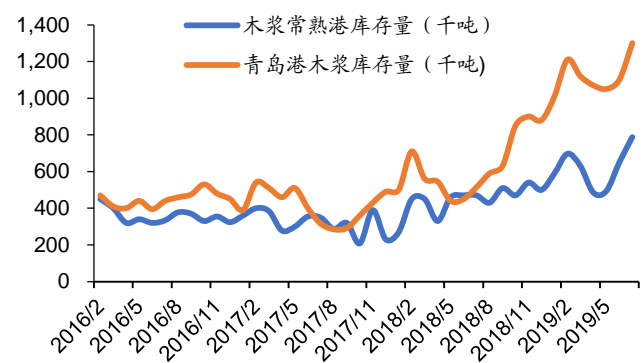
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图26: 木浆国内现货市场价格下跌



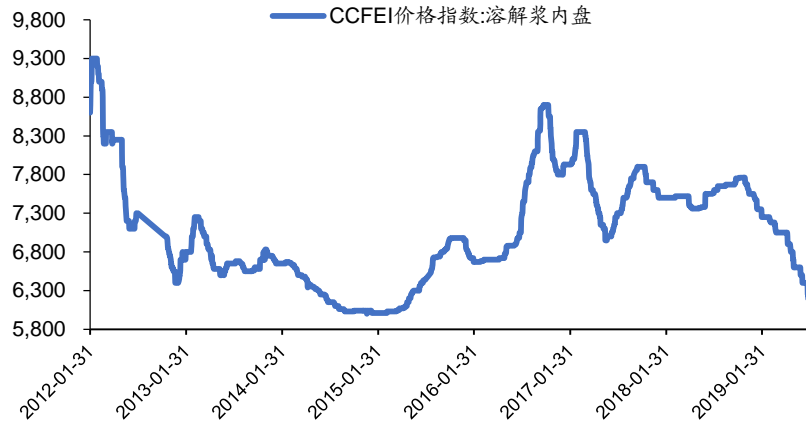
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图27: 7月末木浆港口库存创历史新高



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

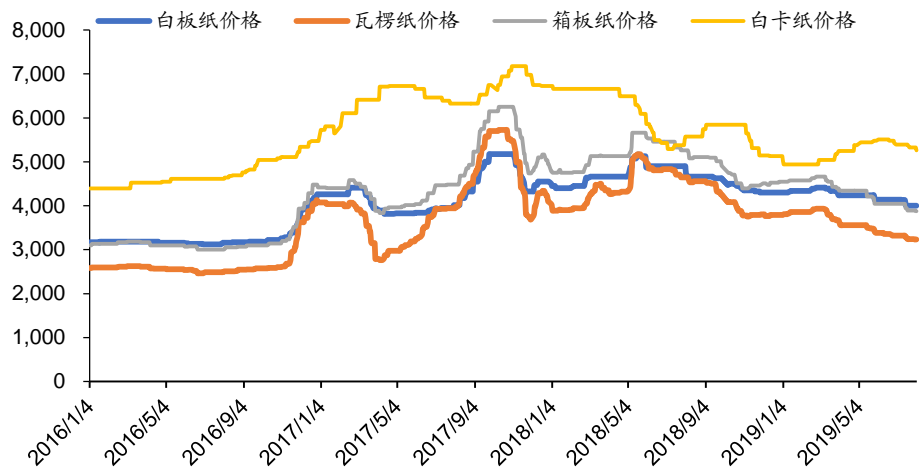
图28: 溶解浆价格回落至2017年以来低位



资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

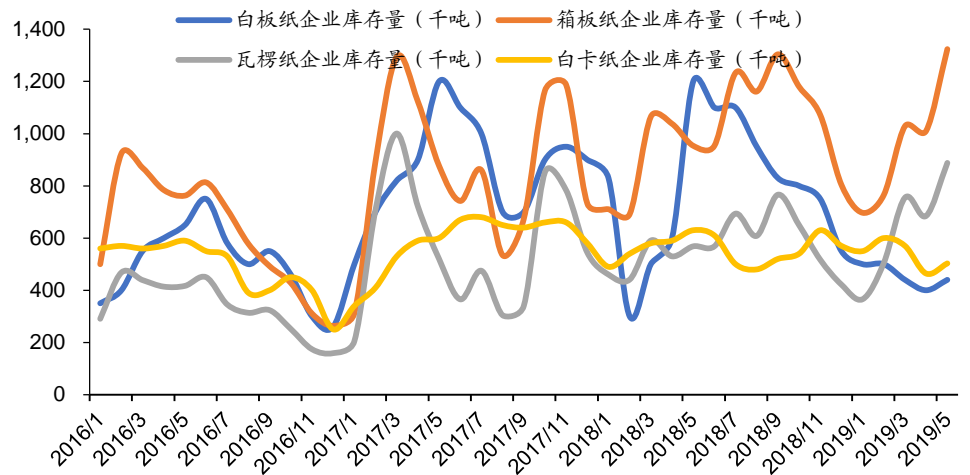
2.2.2 主要纸品价格跟踪

图29: 主要包装纸价格均震荡走低(元/吨)



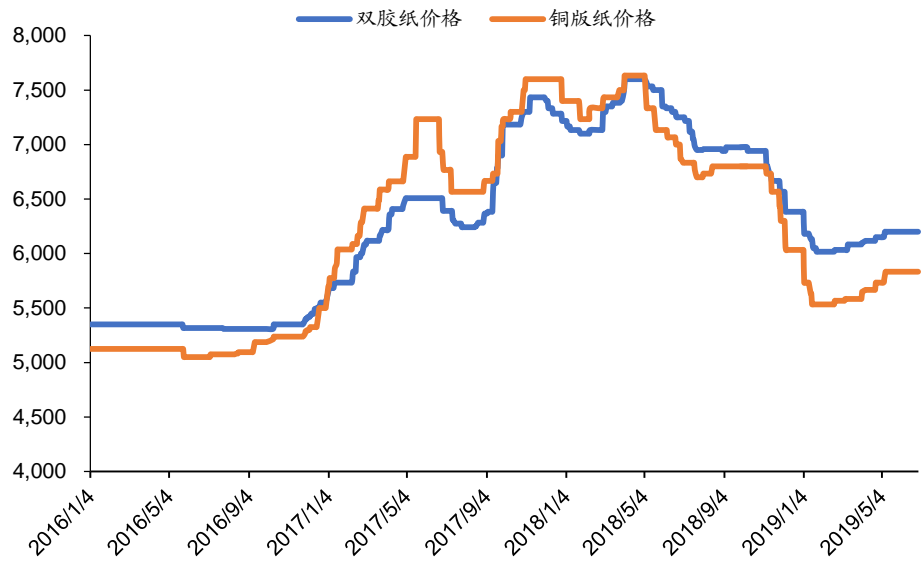
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图30: 箱板瓦楞纸企业库存呈增加趋势



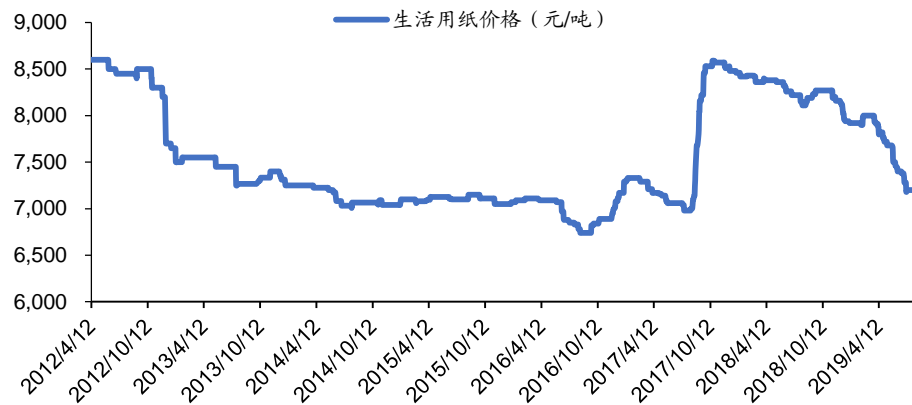
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图31: 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32: 生活用纸市场价格持续下行



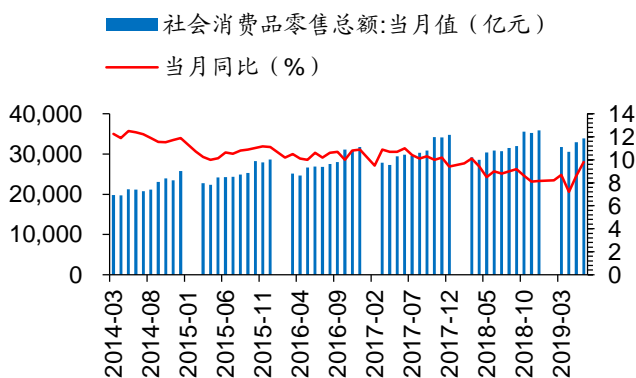
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

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, 白酒、啤酒、软饮料 1-6 月累计总产量同比下滑, 家用电器产量增速维持稳定, 文具办公用品零售额环比明显上升。2019 年 6 月份社会零售总额当月值为 33878.10 亿元, 同比增长 9.8%; 烟草产量 1824.6 亿支, 当月同比下降 1.09%, 累计同比增长 3.8%; 文具办公用品 6 月零售额 321.30 亿元, 同比增长 4.2%。2019 年 1-6 月, 白酒产量为 397.6 万千升, 同比增长 2.20%; 啤酒累计产量为 1948.80 万千升, 同比增长 0.80%; 软饮料累计产量为 8240.90 万千升, 同比增长 3.30%; 白酒、软饮料 6 月产量同比及环比均上升, 啤酒 6 月产量同比上升、环比略降。2019 年 1-6 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 8 月 2 日数据, 金属包装及大部分塑料原材料价格保持稳定, 其中低密度聚乙烯 LDPE 周环比下降 1.16%; 玻璃现货均价周环比上升 0.27%。

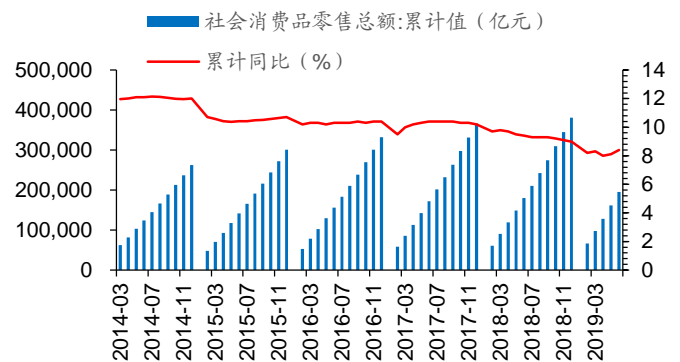
2.3.1 下游需求跟踪

图33: 社会零售总额: 当月值



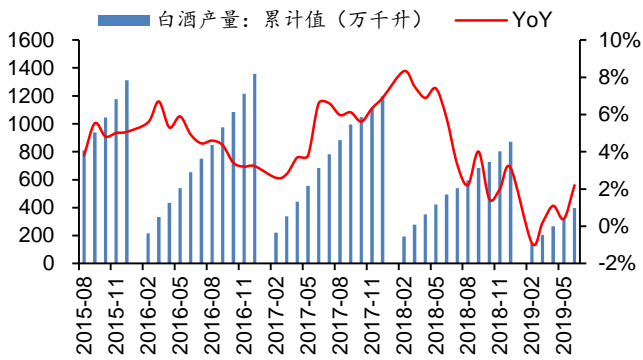
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图34: 社会零售总额: 累计值



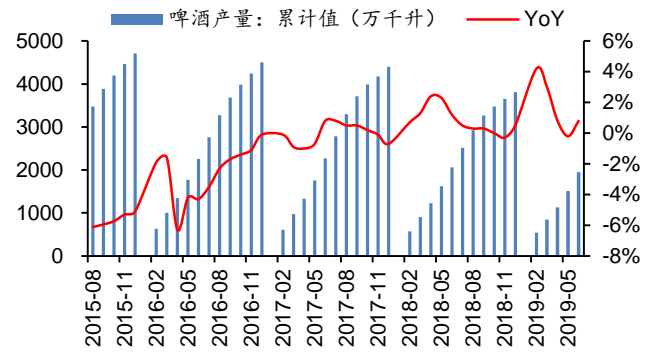
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图35: 白酒产量



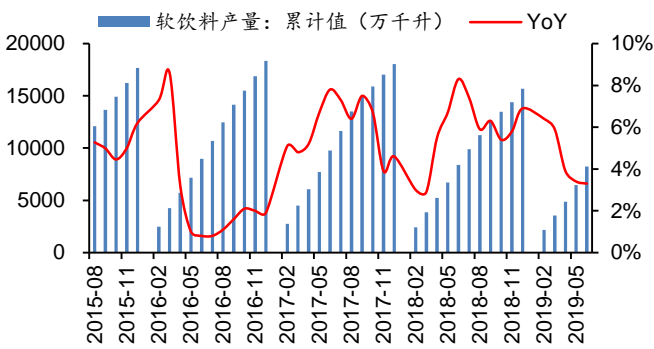
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图36: 啤酒产量



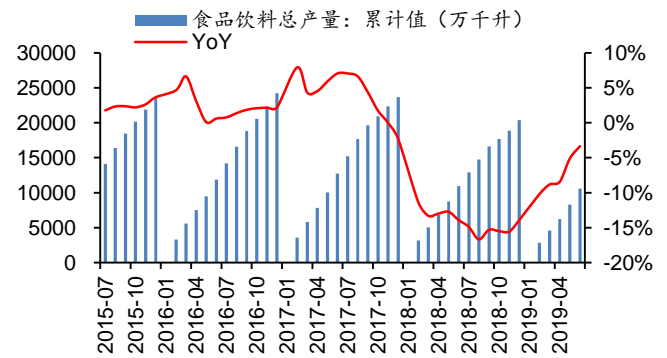
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图37: 软饮料产量



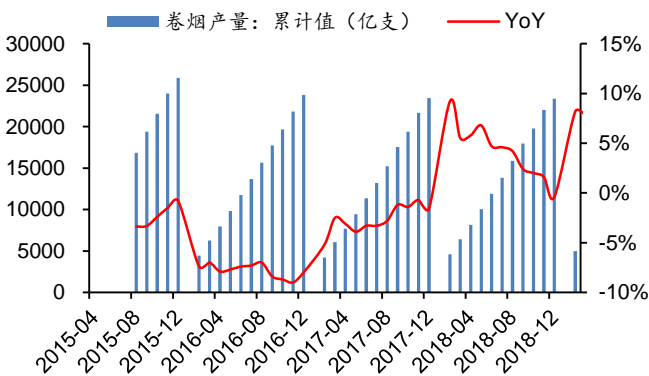
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图38: 食品饮料总产量（白酒+啤酒+软饮料）



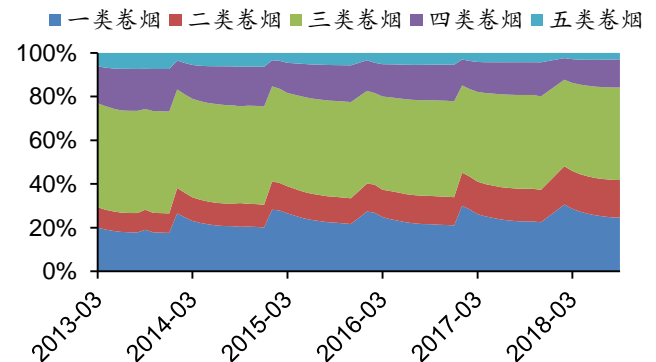
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图39: 烟草产量



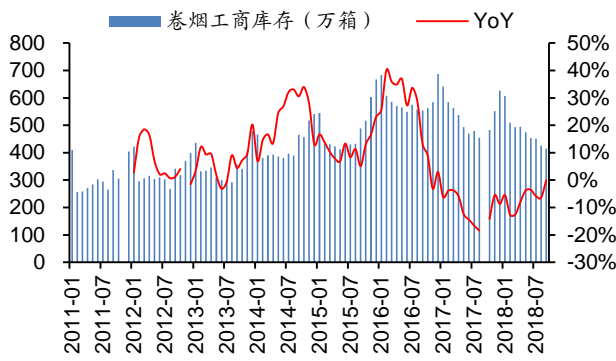
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图40: 烟草销量结构占比



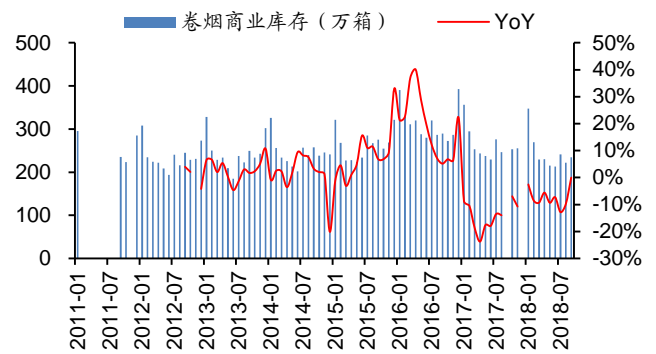
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图41: 卷烟工商库存



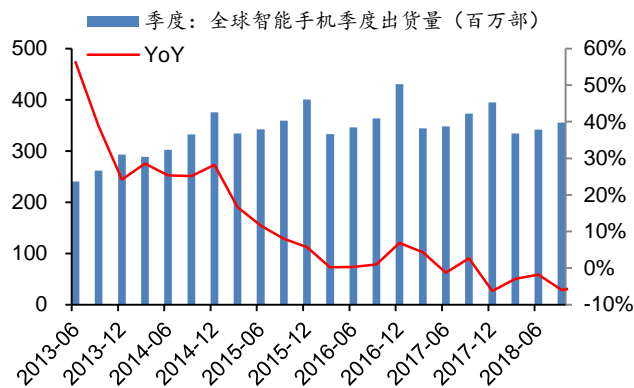
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图42: 卷烟商业库存



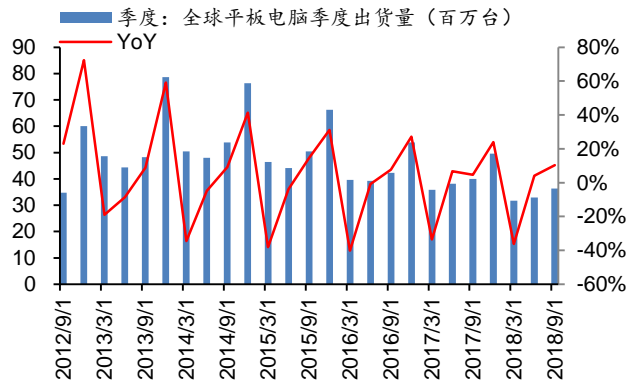
数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图43: 消费电子—智能手机



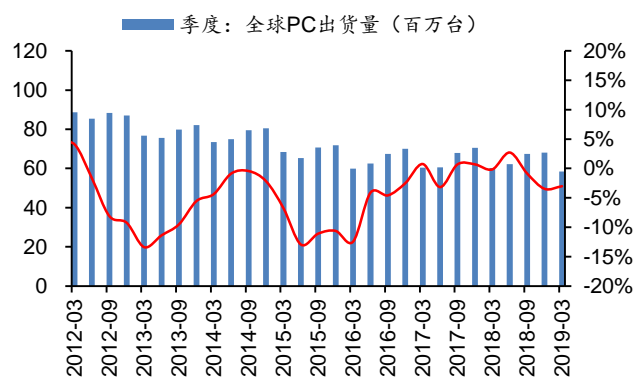
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图44: 消费电子—平板电脑



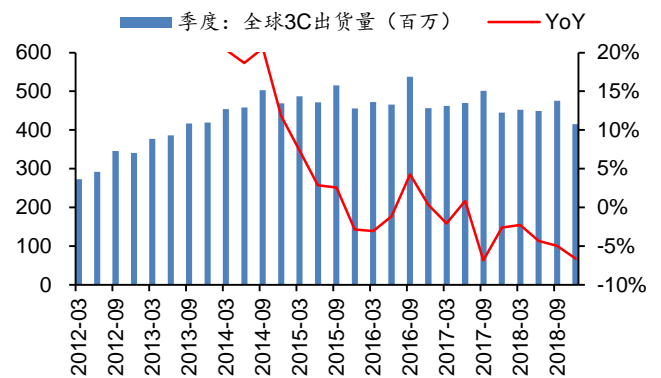
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图45: 消费电子—PC



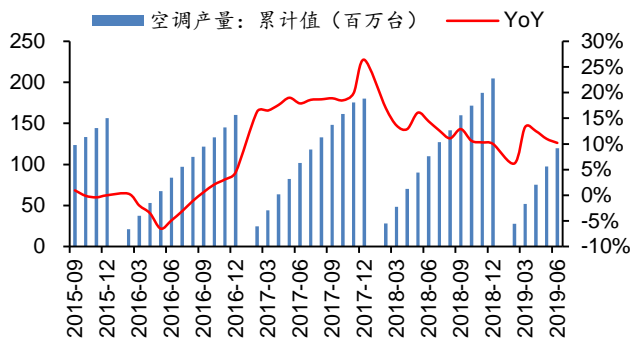
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图46: 消费电子总出货量—3C



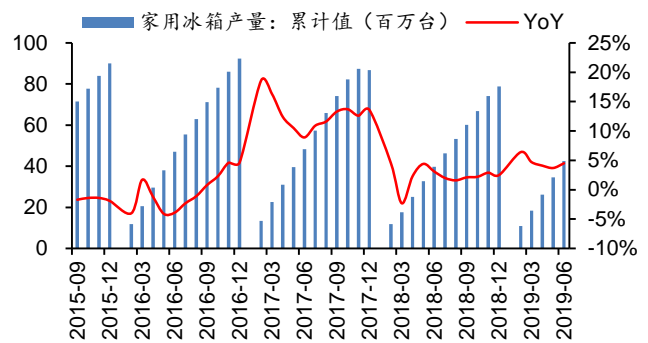
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图47: 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

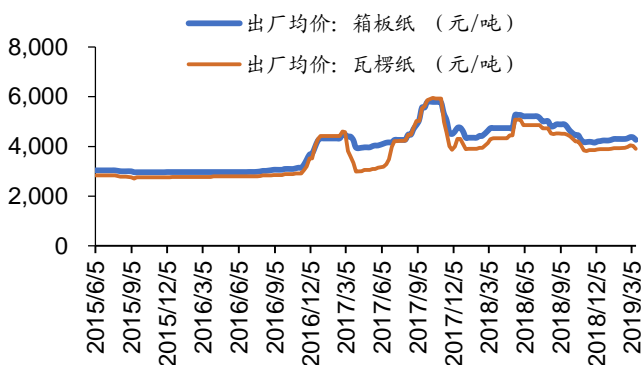
图48: 家电—家用冰箱产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

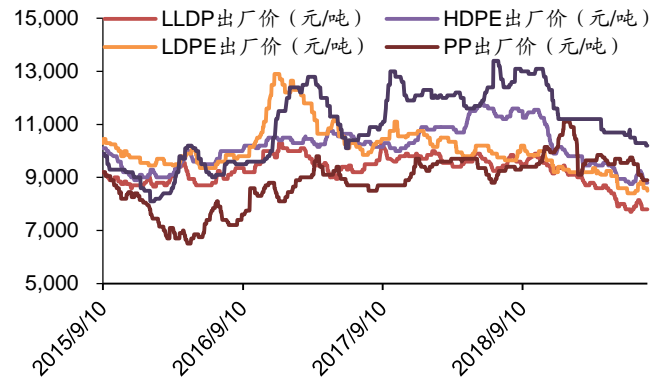
2.3.2 上游原材料价格跟踪

图49: 包装原材料价格——纸类 (元/吨)



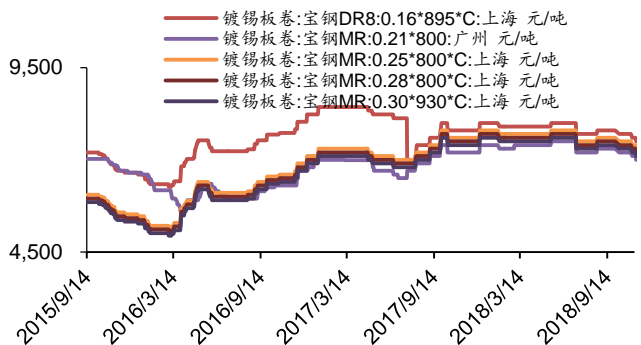
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图50: 包装原材料价格——塑料 (元/吨)



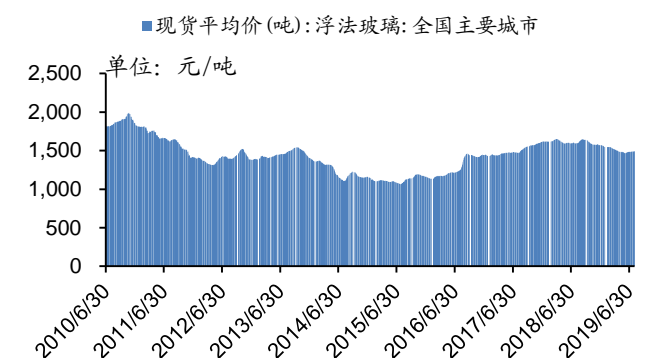
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图51: 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

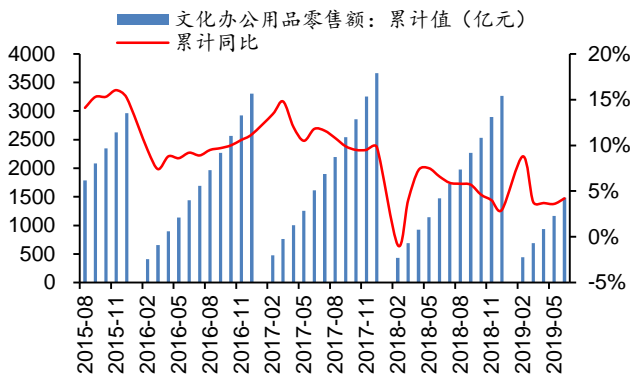
图52: 包装原材料价格——玻璃 (元/吨)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

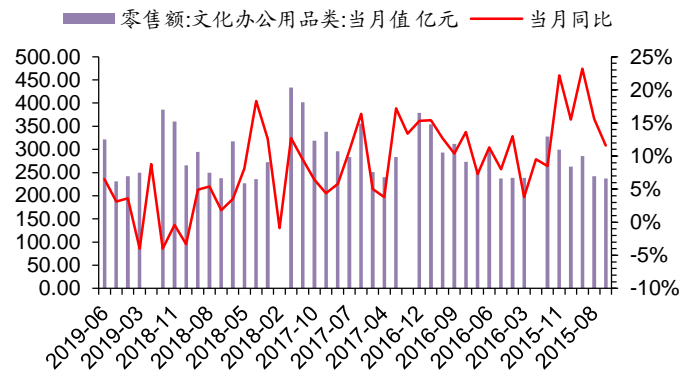
2.3.3 文娱板块

图53: 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54: 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，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：资深分析师，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：资深分析师，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	北京市西城区月坛南街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。