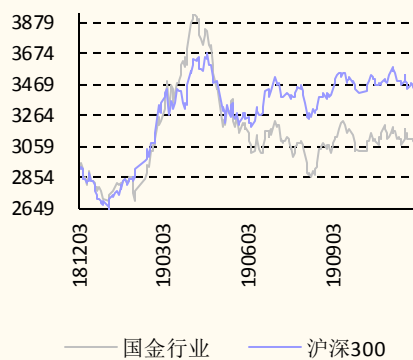


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金轻工造纸指数	3080
沪深300指数	3829
上证指数	2872
深证成指	9582
中小板综指	8930



## 相关报告

1. 《美国禁止调味电子烟≠禁止电子烟，国内电子烟销售不受影响-新型...》，2019.9.15
2. 《热力再袭，电子烟销售哪家强？\_电子烟行业销售专题报告-热力再...》，2019.7.26
3. 《轻工制造行业策略周报-关注定制家居618大促，外废配额批复量...》，2019.6.16
4. 《轻工制造行业策略周报-贸易摩擦之下，关注兼具增长与估值优势标...》，2019.6.9
5. 《轻工制造行业策略周报-FDA 大麻二酚听证会结果偏中性》，2019.6.2

## 两大主线一个修复，白马为基博弈周期

## 行业策略

- 2020年，我们看好轻工制造行业大ToB市场的持续崛起，低价、高频消费品的业绩确定性。同时，我们也认为，在外废禁令大限临近之下，包装纸存在涨价可能，造纸周期或迎底部边际变化。
- 推荐标的：欧派家居、金牌厨柜、志邦家居、晨光文具、太阳纸业

## 行业逻辑

- 2020年轻工制造主线之一：大ToB市场的持续崛起。1) 地产后周期：目前阶段，国内竣工交房数据开始好转，同时我们也认为未来几年该数据将继续保持较好增长态势。在精装房持续分流零售流量的背景下，家居零售仍需等待数据验证，但大宗业务占比较高公司将优先受益竣工回暖与精装房趋势。我们基于家装进场顺序，推荐在ToB市场占有率较高的标的；2) 中游包装印刷：全球智能手机出货的逐步企稳回升，为中游消费电子包装企业奠定了规模扩张的基础。而TWS耳机的火爆与高成长性，在为消费电子行业提供增量的同时，也为消费电子包装企业打开了新的下游需求。我们看好，明年中游消费电子包装企业持续受益客户需求提升，增强业务收入与业绩弹性。整体来看，烟酒包装需求相对更为平稳，包装企业的增长源自于市占率提升，以及单个包装产品供货价值提高，促使利润率提升。我们推荐下游同时拥有消费电子与烟酒客户的相关标的。
- 2020年轻工制造主线之二：低价、高频、无替代消费品具备较强确定性。1) 文具行业：整体维持低个位数增长，但在学生人数稳定情况之下，行业增长将由“量”转向“价”。行业龙头晨光文具市场地位稳固，结合海外文具企业发展经验来看，产品线拓展与出海将保障增长；2) 看好生活用纸线上化率提升：2018年，生活用纸线上渠道占比达到19.3%。国金研究中心数据也显示，今年前10月阿里系生活用纸销售额增长78%，线上销售渠道极具增长弹性。同时，头部生活用纸企业线上市占率不高。未来产品价格将成为各品牌抢占线上市场的重要筹码，看好现阶段产品线延展，布局中低端产品领域的标的。
- 造纸行业盈利开始修复，外废禁令下或将再演涨价行情。今年三季度，造纸板块综合毛利率水平为19.79%，环比提升4.81pct。目前来看，国内包装纸库存处在低位，短期有需求回暖。中长期看，明年底外废将实现全面禁止进口，预计明年内外废配额将缩减至700万吨-800万吨，从而导致明年国内废纸缺口在700万吨左右。由于原材料收紧，包装纸价格存在上涨可能。浆纸系方面，短期内国际木浆库存下行，出运量增速实现提升，浆价逐步企稳。长期看，未来4年全球新增产能不多，且低于需求增长，浆价后续有温性上涨可能。

## 风险提示

- 人民币汇率剧烈波动的风险；房地产销售持续大幅下滑的风险；智能手机出货不及预期的风险；国内卷烟产销大幅下降的风险。

袁艺博 分析师 SAC 执业编号：S1130519020005  
yuanyibo@gjzq.com.cn

## 内容目录

2019 年轻工制造行业回顾：业绩和主题共舞 .....	5
2019 年轻工制造行业跑输沪深 300 指数.....	5
目前轻工制造行业估值处在 2012 年以来相对低位 .....	7
2020 年轻工制造主线之一：大 To B 市场的持续崛起 .....	8
按照家装流程精选后周期个股.....	8
下游需求向好，中游包装企业增长将更为稳健 .....	11
2020 年轻工制造主线之二：低价、高频、无替代消费品具备较强确定性 .....	16
文具行业增长稳健，龙头地位无可撼动.....	16
看好生活用纸线上化率提升 .....	20
造纸行业盈利开始修复，外废禁令下或将再演涨价行情 .....	22
造纸行业盈利提升，板块迎来估值修复.....	22
短期包装纸已开始提价，外废禁令下原材料收紧，明年纸价或再演绎上涨 .....	23
看好木浆价格企稳，并有温性上涨可能.....	25
风险提示 .....	27
人民币汇率剧烈波动的风险 .....	27
房地产销售持续大幅下滑的风险 .....	27
智能手机出货不及预期的风险.....	27
国内卷烟产销大幅下降的风险.....	27
环保政策松动，被关停产能复产的风险.....	27

## 图表目录

图表 1：2020 轻工制造行业推荐标的盈利预测与估值.....	5
图表 2：SW 行业指数年初至今涨幅情况.....	5
图表 3：2019 年内轻工制造行业存在结构性行情.....	6
图表 4：轻工制造行业单季收入情况.....	6
图表 5：轻工制造行业单季净利润情况.....	6
图表 6：2019 年，轻工制造行业涨幅前二十名的个股.....	7
图表 7：目前轻工制造行业具备一定估值安全垫.....	7
图表 8：全国商品房累计销售面积情况.....	8
图表 9：全国商品房月度销售于今年 7 月开始转好.....	8
图表 10：国内商品房竣工面积.....	8
图表 11：商品房竣工与开工存在剪刀差.....	8
图表 12：国内精装房销售情况.....	9
图表 13：分城市等级精装房占比.....	9

图表 14: 精装房家居部品配套率.....	9
图表 15: 家居行业月度零售额.....	10
图表 16: 家居行业累计零售额.....	10
图表 17: 工装市场橱柜市占率.....	10
图表 18: 工装市场瓷砖市占率.....	10
图表 19: 工装市场地板市占率.....	11
图表 20: 工装市场卫浴市占率.....	11
图表 21: 定制家居企业工装业务占比.....	11
图表 22: 定制家居年初至今涨跌幅.....	11
图表 23: 全球智能手机出货情况.....	12
图表 24: 全球 TWS 耳机出货量情况.....	12
图表 25: 国内线上 TWS 销售高速增长.....	12
图表 26: 三星、小米等安卓阵营品牌 TWS 耳机市占率提升明显.....	13
图表 27: TWS 耳机渗透率将迅猛提升.....	13
图表 28: 上半年卷烟销量增长 2% 以上.....	14
图表 29: 卷烟行业整体产销率维持 101% 以上.....	14
图表 30: 烟标行业与卷烟销量高度相关.....	14
图表 31: 国内卷烟消费升级明显.....	14
图表 32: 卷烟单箱销售收入大幅提升.....	15
图表 33: 烟标单品均价上涨.....	15
图表 34: 国内白酒产量近两年出现下滑.....	15
图表 35: 国内高端白酒产量情况 (吨).....	15
图表 36: 国内高端白酒销量情况 (吨).....	15
图表 37: 文具行业规模与增长情况.....	16
图表 38: K12 阶段在校学生人数稳定.....	17
图表 39: 人均文具消费保持小幅提升.....	17
图表 40: 晨光文具学生文具销量.....	17
图表 41: 晨光文具学生文具毛利率.....	17
图表 42: 文具行业竞争格局.....	18
图表 43: 阿里系文具行业竞争格局.....	18
图表 44: 书写工具行业竞争格局.....	18
图表 45: 日本文具行业市占率.....	18
图表 46: 三菱主营产品构成.....	19
图表 47: 三菱内外销收入占比.....	19
图表 48: 办公用品行业市场规模.....	19
图表 49: 办公用品零售额.....	19
图表 50: 中国办公用品市场下游需求格局.....	19
图表 51: 美国办公用品市场下游需求格局.....	19
图表 52: 生活用纸市场规模.....	20

图表 53: 生活用纸消费量 2018 年小个位数增长.....	20
图表 54: 生活用纸行业竞争格局.....	20
图表 55: 阿里系生活用纸销售额.....	21
图表 56: 阿里系头部生活用纸品牌市占率.....	21
图表 57: 生活用纸销量与价格呈现负相关.....	22
图表 58: 文化纸毛利率.....	22
图表 59: 包装纸毛利率水平.....	22
图表 60: 造纸板块毛利率水平.....	23
图表 61: 今年下半年造纸板块迎来估值修复.....	23
图表 62: 国内包装纸库存处在相对低位.....	23
图表 63: 国内包装纸需求有所回暖.....	23
图表 64: 国内包装纸价格走势.....	24
图表 65: 我国近年废纸进口量持续下滑.....	24
图表 66: 我国废纸回收率并不高.....	25
图表 67: 我国包装纸原纸进口情况.....	25
图表 68: 国内木浆与国废价格.....	25
图表 69: 国际木浆港口库存量.....	26
图表 70: 国际木浆出运量.....	26
图表 71: 国际浆价走势.....	26
图表 72: 国内浆价走势.....	26
图表 73: 未来几年国际市场新增木浆产能不多.....	27

图表 1: 2020 轻工制造行业推荐标的盈利预测与估值

	股价	市值	EPS			PE		PB	
			19E	20E	21E	19E	20E		21E
帝欧家居	22.84	87.92	1.43	1.83	2.29	16	13	10	2.5
江山欧派	50.82	41.07	2.66	3.36	4.23	19	15	12	3.3
欧派家居	99.00	415.97	4.34	4.92	5.59	23	20	18	4.7
海鸥住工	6.03	30.54	0.24	0.29	0.35	25	21	17	1.9
金牌厨柜	60.50	40.67	3.57	4.02	4.51	17	15	13	3.9
志邦家居	18.48	41.27	1.45	1.74	2.11	13	11	9	2.2
劲嘉股份	11.14	163.19	0.62	0.75	0.91	18	15	12	2.4
裕同科技	24.02	210.68	1.25	1.61	2.02	19	15	12	3.5
晨光文具	45.93	422.56	1.13	1.43	1.79	41	32	26	10.7
中顺洁柔	12.90	168.85	0.46	0.59	0.73	28	22	18	4.4
太阳纸业	9.03	234.04	0.96	1.10	1.28	9	8	7	1.7
山鹰纸业	3.25	149.00	0.42	0.48	0.55	8	7	6	1.1

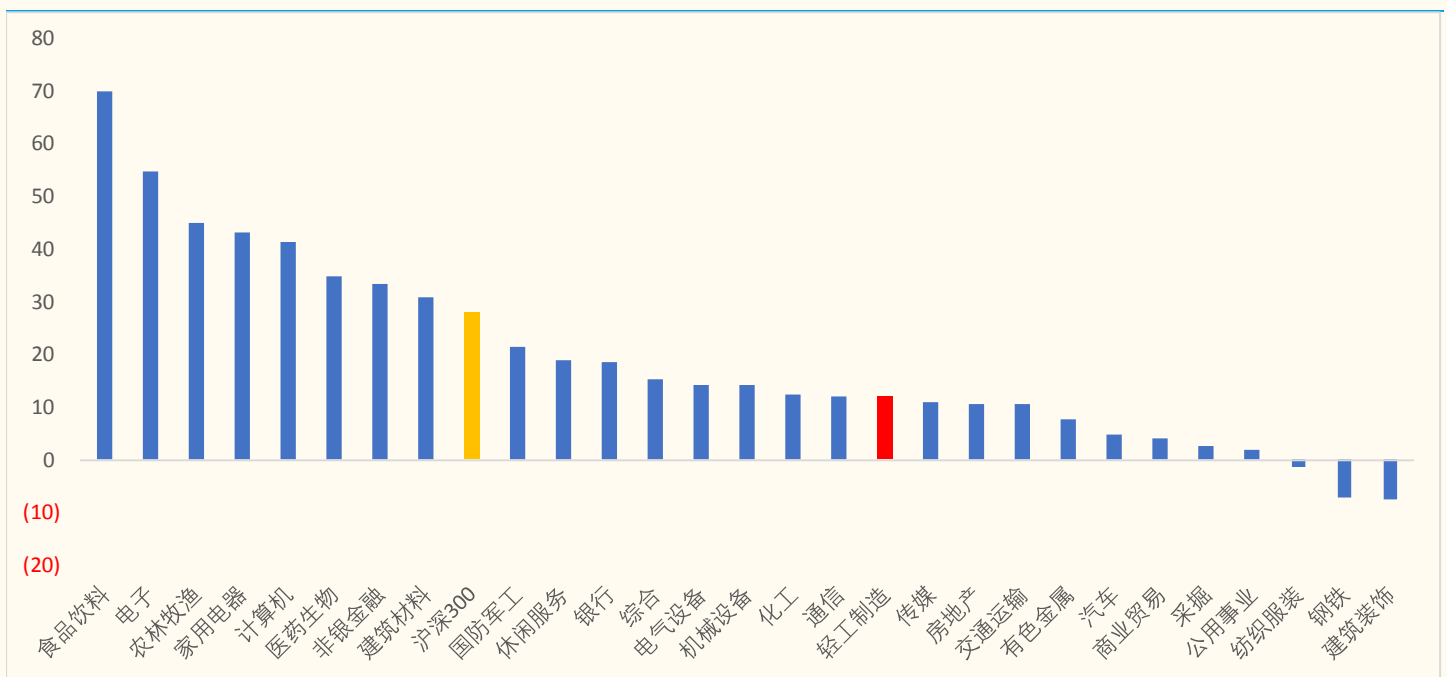
来源: wind, 注: 股价为 2019/11/28 收盘价, 帝欧家居、江山欧派和山鹰纸业 EPS 预测为 wind 一致预期

### 2019 年轻工制造行业回顾: 业绩和主题共舞

#### 2019 年轻工制造行业跑输沪深 300 指数

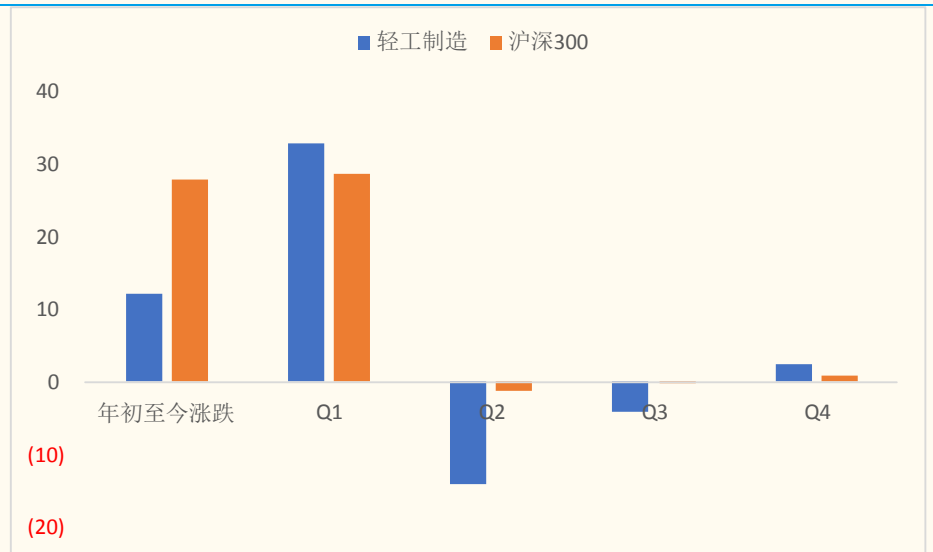
- 2019 年, 轻工制造行业涨幅为 12.1%, 跑输沪深 300 指数 15.78pct。但从今年内分季度走势来看, 轻工制造行业存在结构性行情。今年 Q1 收益整体行情回暖, 以及“工业大麻”、“电子烟”等热点题材催化, 行业指数上涨 32.88%, 跑赢沪深 300 指数 4.26pct。Q2 和 Q3, 轻工行业持续跑输沪深 300 指数, 10 月 1 日至今行业指数上涨 2.49%, 小幅跑赢沪深 300 指数 1.56pct。今年 Q3 轻工行业收入增长 6.92%, 增速环比提升 8.42pct, 净利润小幅下滑 2.14%, 环比提升 18.84pct。我们认为, 行业 Q4 期内相对良好的表现, 主要得益于行业整体收入与净利润增速自 Q2 开始实现逐季提升促使估值修复。

图表 2: SW 行业指数年初至今涨幅情况



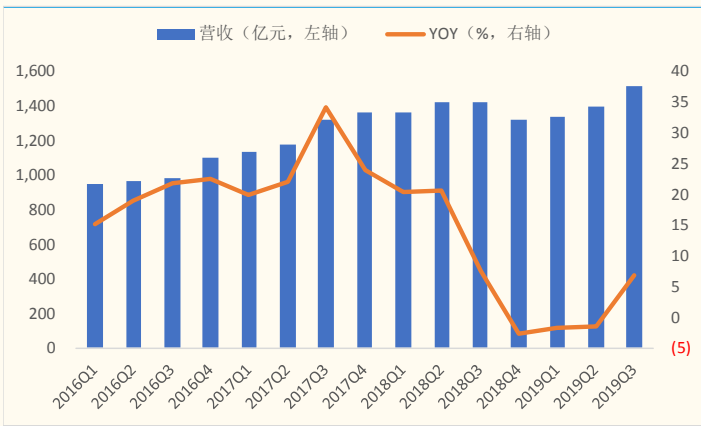
来源: wind, 国金证券研究所

图表 3：2019 年内轻工制造行业存在结构性行情



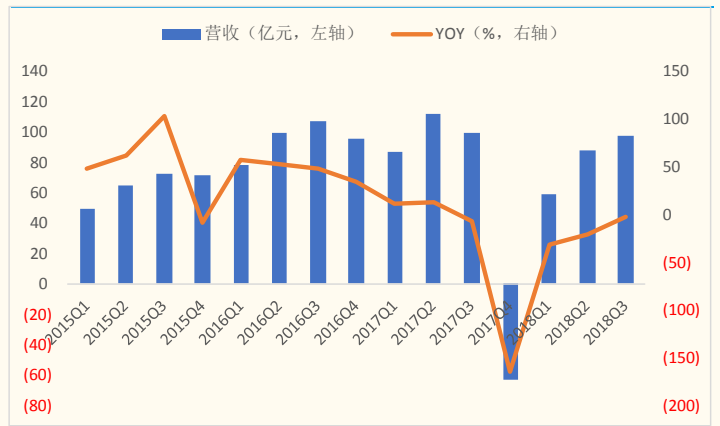
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：轻工制造行业单季收入情况



来源：wind，国金证券研究所

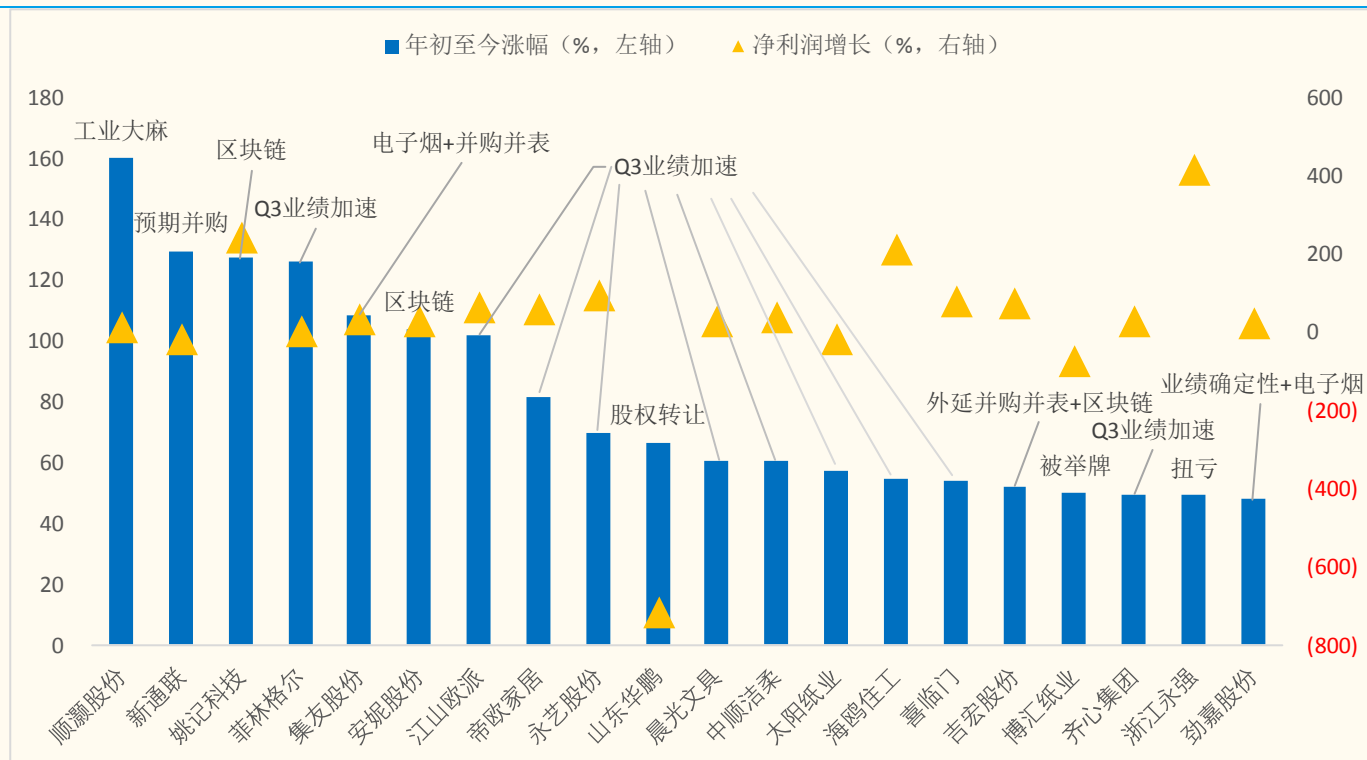
图表 5：轻工制造行业单季净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

- **主题与业绩共舞，助力个股行情。**截至 11 月 25 日，2019 年轻工制造行业共 35 只个股跑赢沪深 300 指数，占行业个股总数的 26.12%。整体上看，我们认为，2019 年内轻工制造行业个股行情主题与业绩共舞。顺灏股份为涨幅第一的个股，受益于“工业大麻”主题年初至今累计上涨 160.11%。除“工业大麻”之外，“电子烟”、“区块链”等热点主题个股也有斩获较高涨幅，其中姚记科技（区块链）、安妮股份（区块链）和集友股份（电子烟）等个股涨幅均超过 30%，排名靠前。从业绩角度看，年内单季度业绩呈现环比加速增长趋势，个股表现优异，菲林格尔、江山欧派、帝欧家居等个股涨幅居前，其中菲林格尔涨幅达到 125.94%。另一方面，轻工制造行业涨幅排名前二十的个股中，业绩环比加速个股涨幅基本都超过 50%，相比之下基本面边际变化与业绩确定性依旧为配置核心。

图表 6：2019 年，轻工制造行业涨幅前二十名的个股

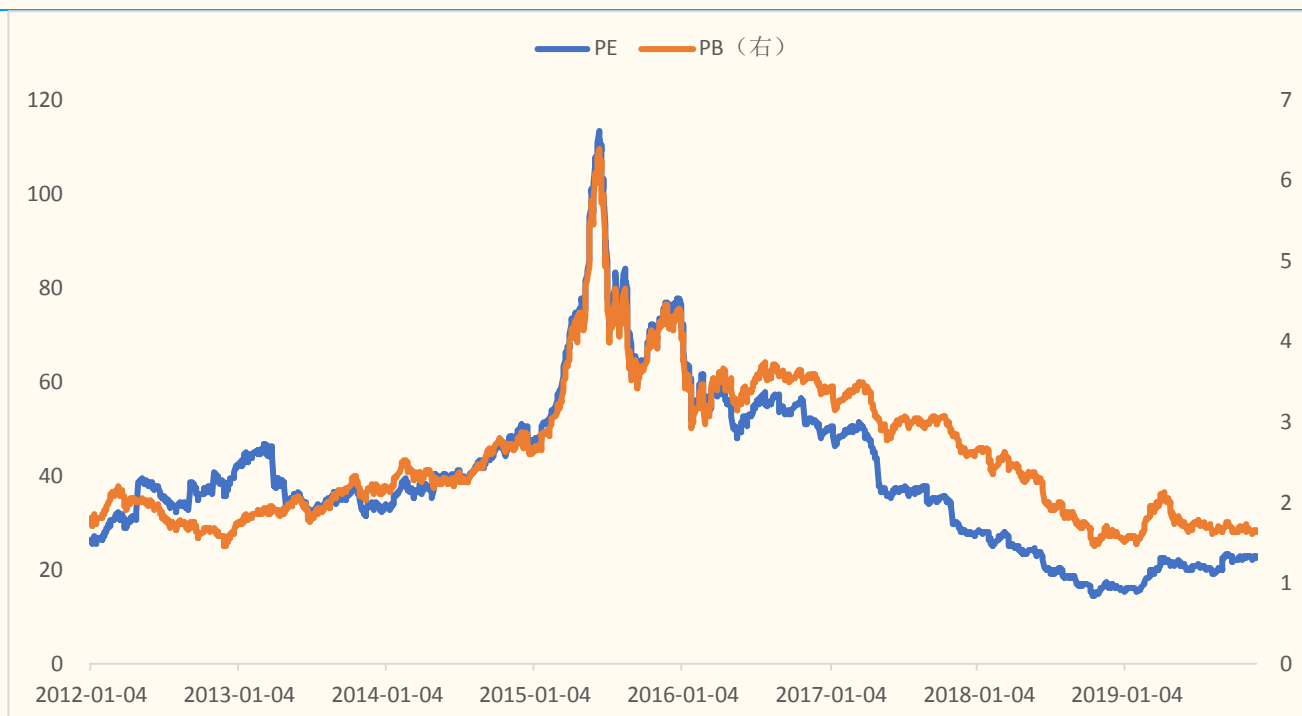


来源：wind，国金证券研究所

目前轻工制造行业估值处在 2012 年以来相对低位

- 2012 年至今，轻工制造行业期内估值高点出现在 2015 年 6 月，PE 达到 113 倍 PB 为 6.3 倍。2018 年 10 月，行业 PE 达到期间内底部为 14 倍，PB 的底部为 1.5 倍。今年 Q1 行业迎来估值修复，PE 最高达到 22 倍，PB 达到 2 倍。截至目前，行业 PE 为 23 倍 PB 为 1.6 倍。我们认为，轻工制造行业现阶段处在相对估值底部，行业具备一定配置优势和估值安全垫。

图表 7：目前轻工制造行业具备一定估值安全垫



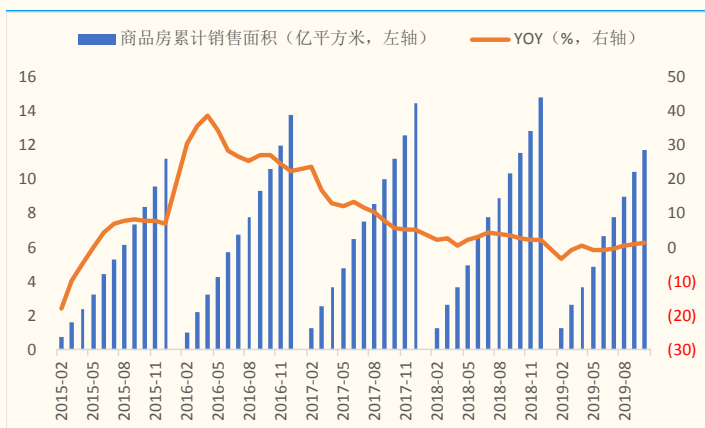
来源: wind, 国金证券研究所

## 2020 年轻工制造主线之一：大 To B 市场的持续崛起

按照家装流程精选后周期个股

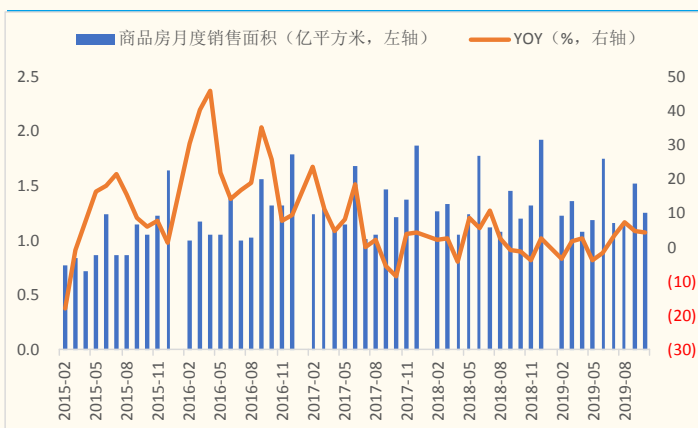
- **地产销售数据略有好转。**今年前 10 月，全国商品房累计销售面积 11.71 亿平方米，同比增长 1.5%，增速较去年同期下降 1.3pct。但分月度数据来看，全国商品房销售面积增速自今年 7 月开始转正为 3.4%。7-10 月，单月商品房销售面积维持正增长，其中 10 月实现销售面积 1.25 亿平方米，同比增长 4.43%，增速同环比分别变动 5.74pct 和 -0.2pct。整体来看，国内商品房销售于今年下半年开始出现好转，地产后周期产业链中长期具备需求回暖的基础。

图表 8：全国商品房累计销售面积情况



来源: wind, 国金证券研究所

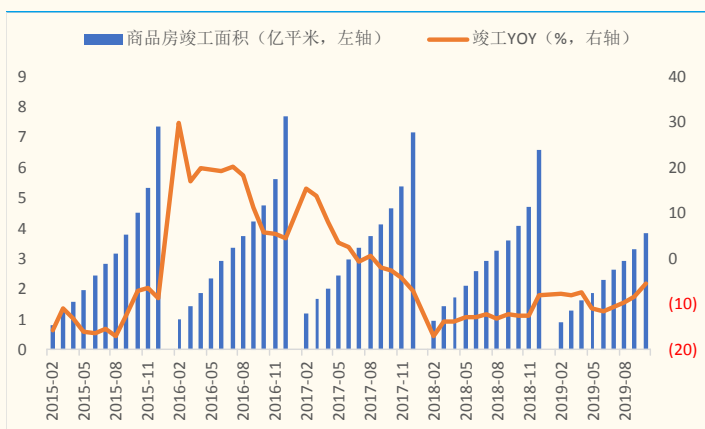
图表 9：全国商品房月度销售于今年 7 月开始转好



来源: wind, 国金证券研究所

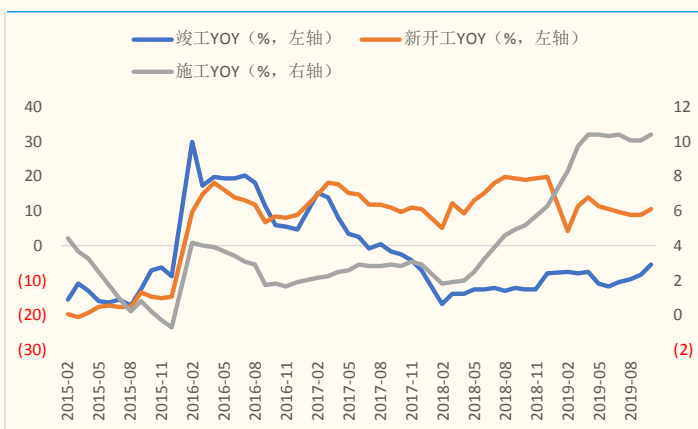
- **竣工周期开启，未来两年将为交房大年。**今年前 10 月，全国商品房竣工面积为 3.85 亿平方米，同比下滑 5.5%，下滑幅度较去年同期收窄 7.1pct。其中，单月商品房竣工面积于 9 月实现增长为 1.13%，10 月单月增速达到 18.82%。从后周期逻辑上看，地产竣工与家居销售存在半年左右滞后期，而目前阶段的竣工转好，将有可能增加明年上半年家居消费需求。另一方面，自 2017 年下半年开始，商品房竣工增速持续低于新开工和施工增速，竣工面积与新开工和施工面积存在明显剪刀差。理论上，从地产开工至地产竣工存在两年左右周期，而近两年内商品房新开工平均增速为 12.96%，显著高于竣工增速。因此，我们判断，未来 2-3 年内，竣工交房数据仍将持续好转。

图表 10：国内商品房竣工面积



来源: wind, 国金证券研究所

图表 11：商品房竣工与开工存在剪刀差



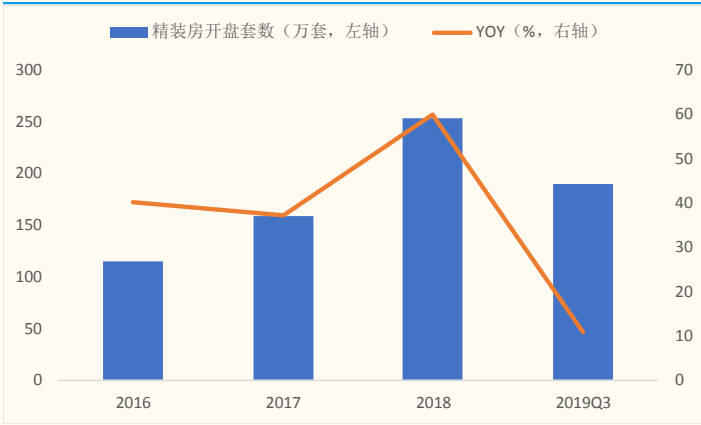
来源: wind, 国金证券研究所

- **精装房市场的增长，持续对家居零售形成分流。**今年前三季度，国内精装房开盘销售套数为 190.1 万套，同比增长 10.7%，高于同期国内住宅商品



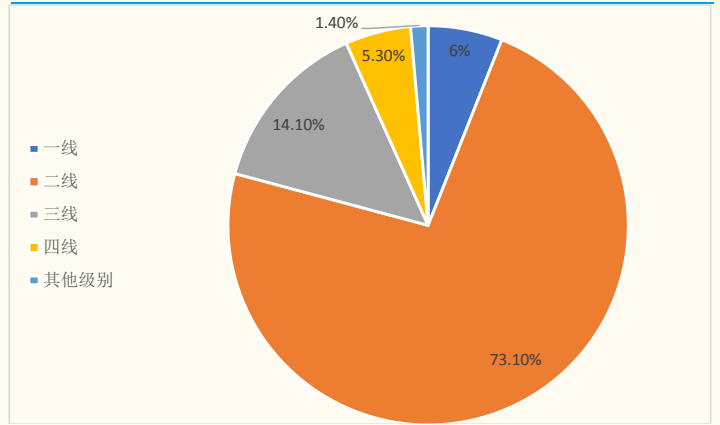
房销售增长，其中二线城市精装房开盘数占比达到 73.1%。近几年国内精装房开盘销售增速持续高于同期商品房销售增速，精装房渗透率保持高速提升趋势。因此，我们认为，在精装房市场快速崛起，渗透率保持提升背景之下，家居产品终端零售客户持续被分流。基于 2018 年精装房给家居部品配套率来看，户内门、橱柜和坐便器等家居产品，终端需求至少被分流 250 万套。

图表 12：国内精装房销售情况



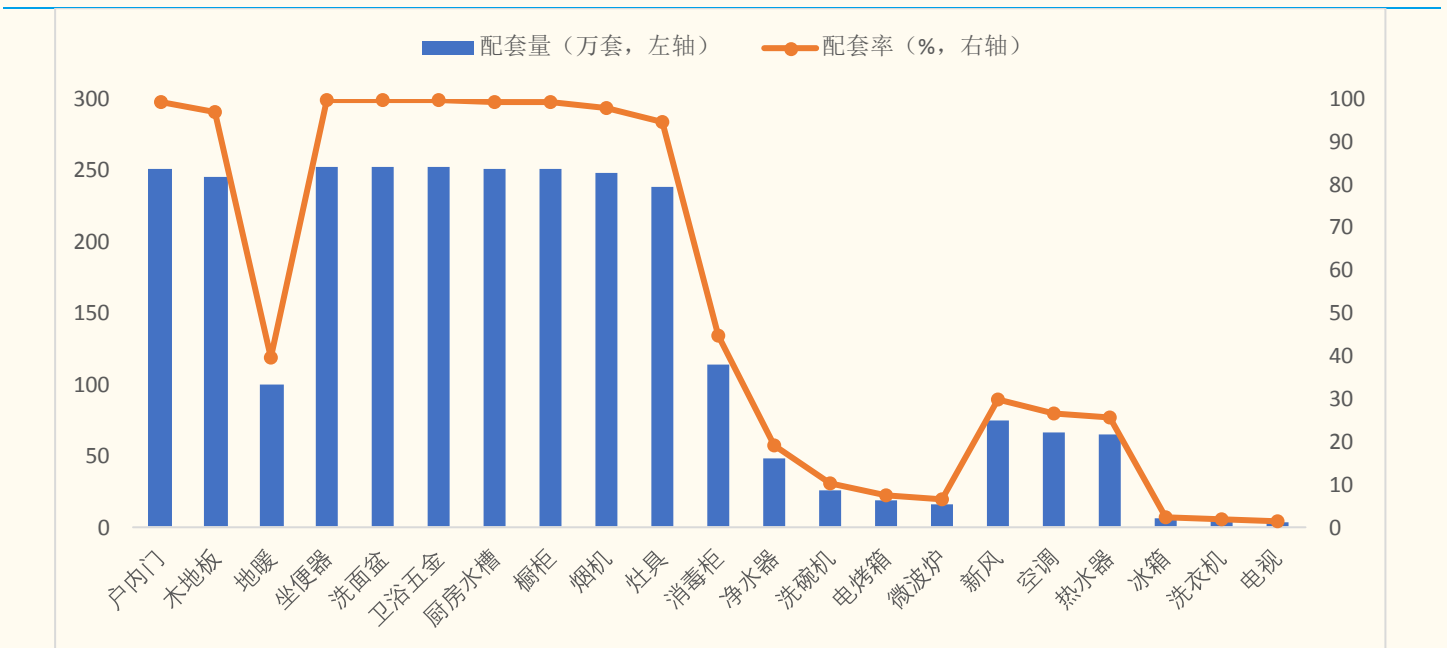
来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 13：分城市等级精装房占比



来源：奥维云网，国金证券研究所

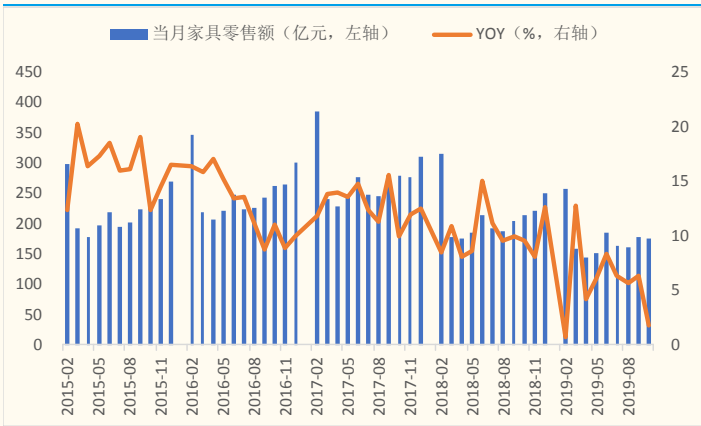
图表 14：精装房家居部品配套率



来源：奥维云网，国金证券研究所

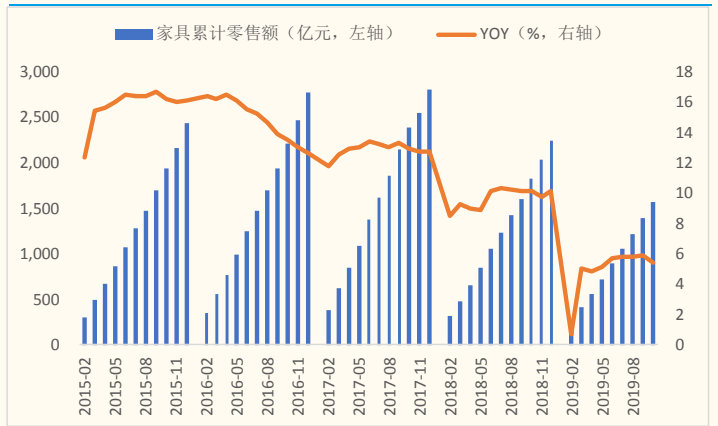
- **家具零售还需数据验证。**家具行业累计零售额自今年 3 月开始，基本维持在 5%左右的增速，但从月度数据来看，今年下半年家具零售额增速呈现逐月放缓。10 月单月家具零售额为 174.5 亿元，同比增长 1.8%，增速同环比分别下滑 7.7pct 和 4.5pct。我们认为，地产竣工数据复苏与家具零售之间存在滞后期，同时叠加精装房市场崛起对于零售的持续分流，短期内家具零售额增长存在一定压力。另一方面，结合今年家具双十一大促情况来看，相关上市公司双十一销售增速基本都呈现同比放缓态势，我们认为，9 月竣工交房数据转好所带来的家具需求暂未完全释放。或者说，目前阶段完成交房的商品房精装比例较高，消费者购买家具相关产品的需求有所下降。因此，竣工数据回暖能否带动家具零售需求的增长，仍需数据验证。

图表 15: 家具行业月度零售额



来源: wind, 国金证券研究所

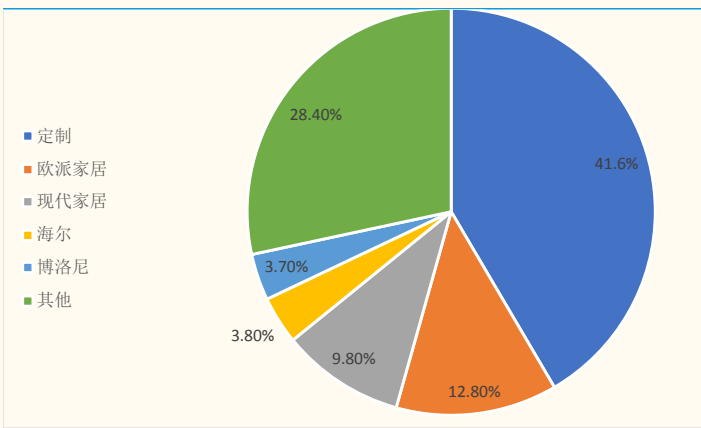
图表 16: 家具行业累计零售额



来源: wind, 国金证券研究所

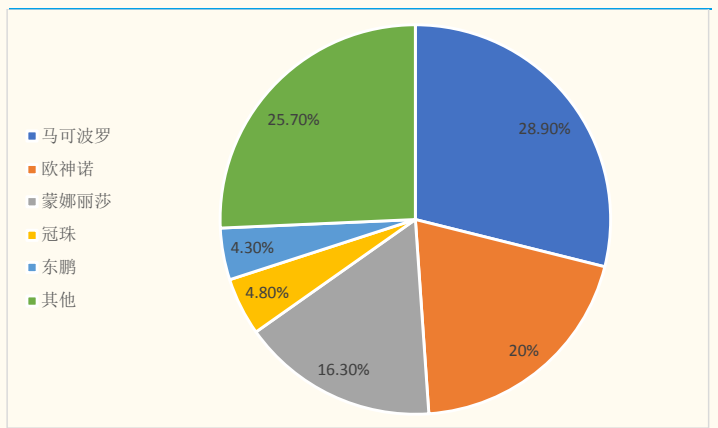
- **精装配套市占率角度看, 上市家居品牌具备较大发展空间。**我们认为, 无论是从应对终端客流下降, 还是从精装房已成为主要发展方向的角度考虑, To B 市场未来都将成为家居企业重点拓展的新渠道。以 2018 年分品类 To B 市场市占率数据来看, 部分上市公司已经占据较强先发优势, 欧派家居、大亚圣象、帝欧家居(欧神诺)等企业已在各自领域占据一定市场份额。但我们认为, 未来头部家居品牌未来在工装市场仍有较大发展空间。以橱柜 To B 市场为例, 欧派家居市占率 12.8%, 为品牌橱柜中占有率最高。但定制类橱柜(此类橱柜为非品牌手工打制橱柜)占比高达 41.6%。我们认为, 上市定制家居企业依托工业化制造交付能力强, 具备渗透甚至完全取代此类定制橱柜的可能。因此, 开发、深度绑定地产客户, 提升产品渗透率和品牌市占率将成为未来家居企业工装渠道收入增长的核心驱动。

图表 17: 工装市场橱柜市占率



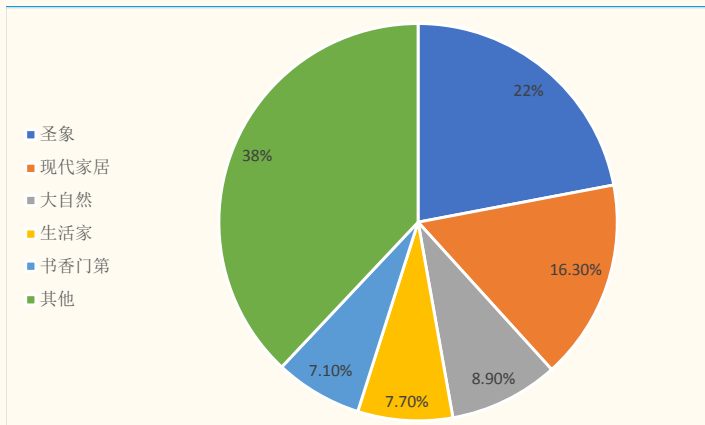
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 18: 工装市场瓷砖市占率



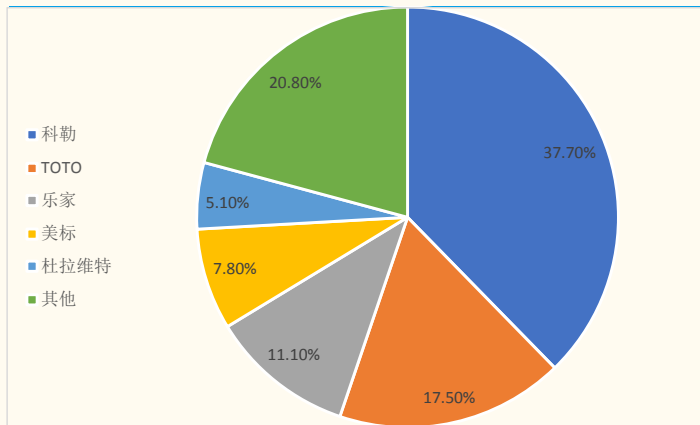
来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表 19: 工装市场地板市占率



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

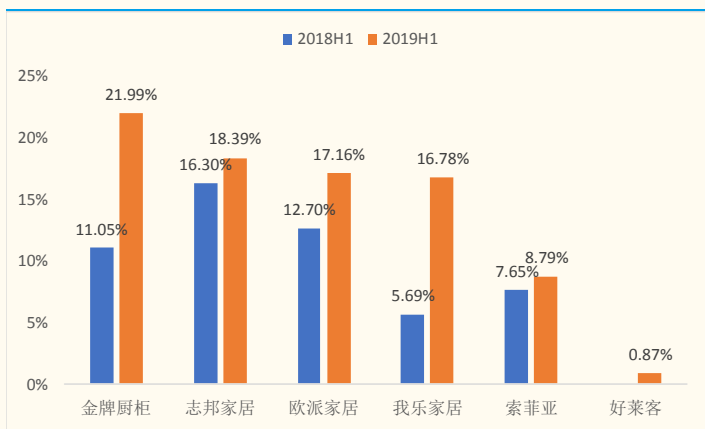
图表 20: 工装市场卫浴市占率



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

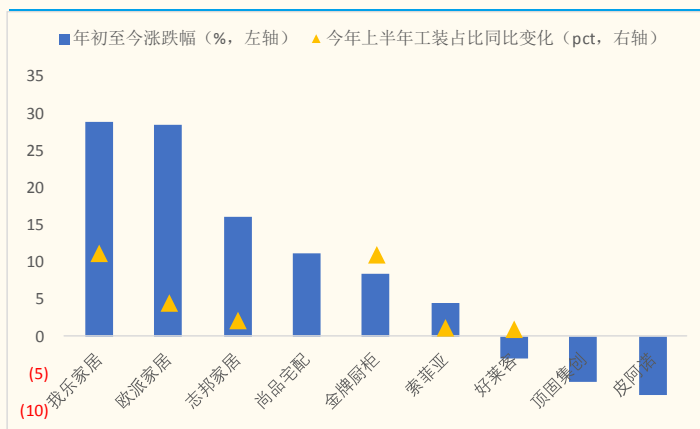
- 今年内相关家居标的工装业务占比快速提升。以定制家居为例, 根据披露大宗业务数据的企业情况来看, 截至今年上半年大宗业务平均占比为 14%, 较去年同期提升 3.32pct。其中, 金牌厨柜大宗业务占比为各公司之中最高达到 21.99%, 较去年同期提升 10.93pct。目前来看, 定制家居各上市公司基本都将工装大宗业务作为重点开发方向, 在精装房为确定性发展趋势下, 预计不仅是定制家居企业, 木门、卫浴、瓷砖等一系列家居相关部品企业工装业务都将持续放量。另一方面, 年初至今股价表现相对较好的定制家居个股, 基本都属于大宗业务占比同比大幅提升的标的。也就是说, 大宗渠道业务放量能够对相关企业收入规模形成支撑, 并在一定程度上有助于估值提升。

图表 21: 定制家居企业工装业务占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 定制家居年初至今涨跌幅



来源: wind, 国金证券研究所

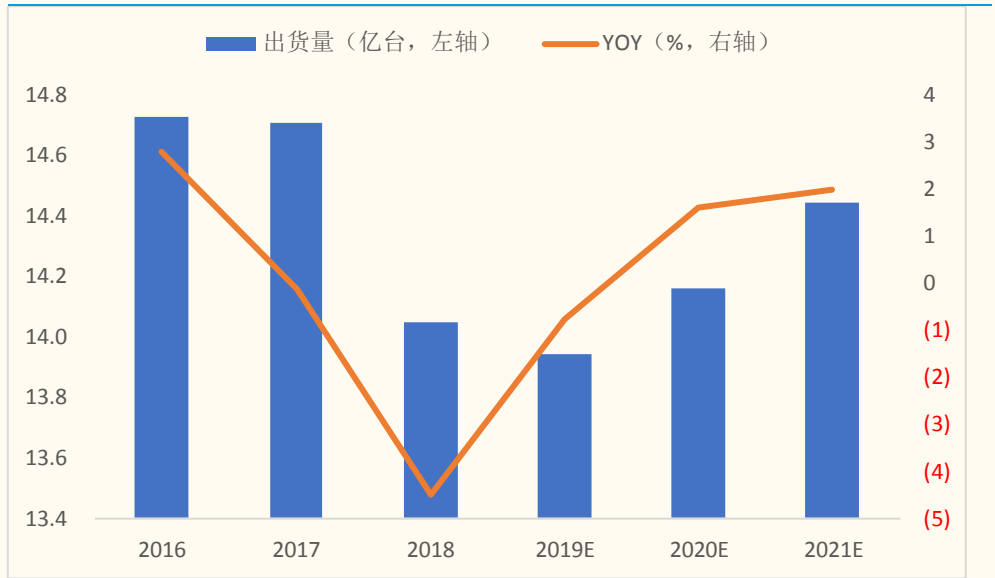
- 按照家装入场顺序推荐标的。目前阶段, 国内竣工交房数据开始好转, 同时我们也认为未来几年该数据将继续保持较好增长态势。在精装房持续分流零售流量的背景下, 家居零售仍需等待数据验证, 但大宗业务占比较高公司将优先受益竣工回暖与精装房趋势。另一方面, 大宗业务的放量在支撑企业收入规模扩张的同时, 也能为估值形成一定支撑。我们基于家装入场顺序, 推荐在 To B 市场占有率较高的标的, 推荐帝欧家居、江山欧派、欧派家居、海鸥住工, 建议关注金牌厨柜、志邦家居。

下游需求向好, 中游包装企业增长将更为稳健

- 5G 手机推出带动新一波换机热潮, 智能手机全球出货企稳回升。全球智能手机于 2017 年二季度开始出现下滑, 2018 年全年实现出货量 14.05 亿台, 同比下滑 3.66%, 下滑幅度较 2017 年扩大 2.79pct。今年前三季度, 全球手机出货量延续下滑趋势, 累计出货量为 10.02 亿台, 同比下滑 2.84%。IDC 预测 2019 年全球智能手机出货量为 13.94 亿台, 同比下滑

0.78%，下滑幅度较 2018 年收窄 3.72pct。同时，叠加 5G 手机推出将缩短消费者换机周期，IDC 预计明年智能手机出货量将企稳回升达到 14.16 亿台。

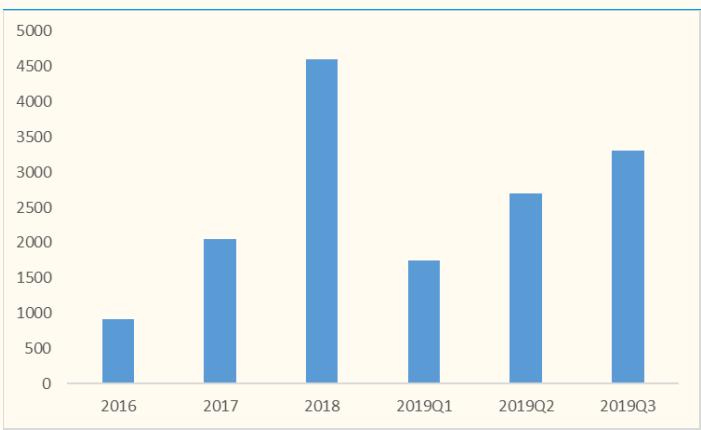
图表 23：全球智能手机出货情况



来源：IDC，国金证券研究所

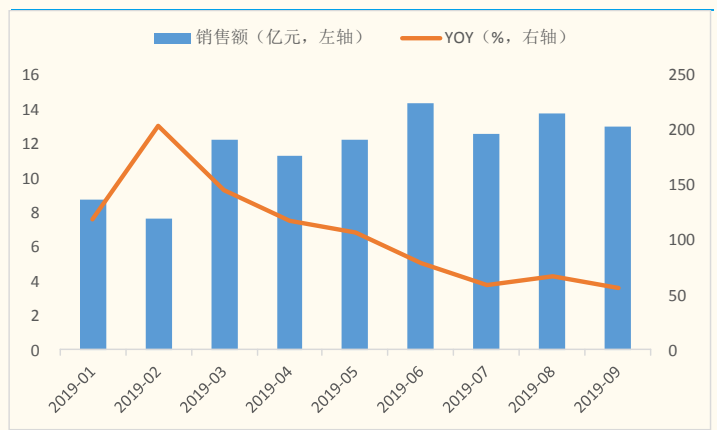
- **TWS 耳机的火爆将为整个 3C 消费电子贡献增量需求。**2016 年，全球 TWS 耳机出货量不足千万套，至 2018 年出货量已达 4,600 万套，平均年复合增长达到 124%。国金研究创新中心数据显示，截至今年三季末，京东+阿里系电商平台 TWS 耳机实现累计销售额 105.98 亿元，同比增长 92.38%。TWS 耳机已成为时下出货量增长最快的消费电子产品。在今年之前，全球 TWS 耳机市场以苹果一家独大，而伴随安卓阵营技术升级，原有行业格局开始被撬动。苹果在 TWS 耳机市场的份额已从去年的 76.09%，下降至今年第三季度的 50.77%。我们认为，安卓阵营品牌 TWS 耳机关键技术突破，激活了终端消费需求，将进一步扩容市场规模，持续推动 TWS 耳机产品渗透率提升。

图表 24：全球 TWS 耳机出货量情况



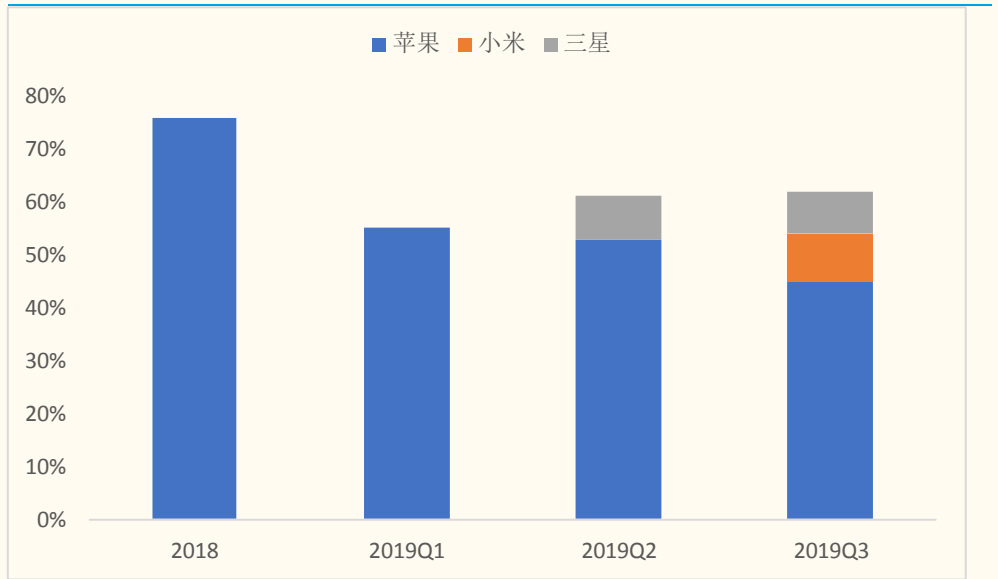
来源：counterpoint，国金证券研究所

图表 25：国内线上 TWS 销售高速增长



来源：国金证券研究创新中心

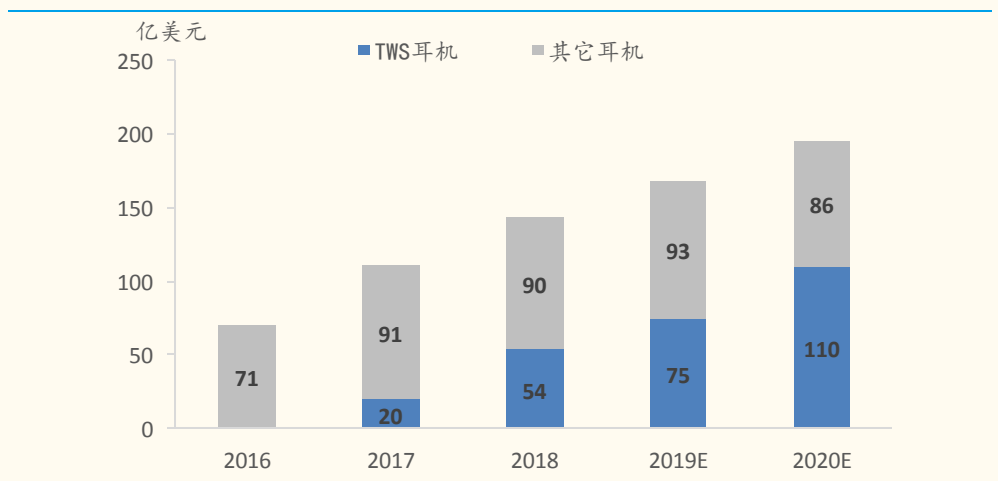
图表 26: 三星、小米等安卓阵营品牌 TWS 耳机市占率提升明显



来源: Counterpoint, 国金证券研究所

- 我们认为，目前 TWS 耳机已完成消费者教育，消费者对 TWS 耳机已经有基本认知。价格低廉的白牌 TWS 耳机激发消费者猎奇与体验消费，实现用户习惯培养，奠定 TWS 耳机渗透率和出货量增长基础。GFK 数据显示，2018 年全球 TWS 耳机市场规模为 54 亿美元，渗透率为 35.06%，未来两年渗透率分别将提升至 44.64%和 56.12%，对应市场规模为 75 亿美元和 110 亿美元。另一方面，伴随品牌厂商关键技术突破，特别是智能手机厂商 TWS 耳机产品质量的显著提升，白牌代工厂市场空间将持续被挤占，市场份额势必向品牌厂商集中。另一方面，5G 以及物联网时代的来临，智能语音成“必争之地”，与主打家庭场景的智能音箱不同，TWS 蓝牙耳机与使用者的交互距离更近，脱离了地域限制，成为第一款具有实际应用意义的可穿戴产品。作为智能语音的入口，TWS 蓝牙耳机将是各大手机厂商 IOT 生态链构建的重要组成部分，未来智能手机品牌将成为 TWS 行业主导，渗透率有望进一步提高。

图表 27: TWS 耳机渗透率将迅猛提升

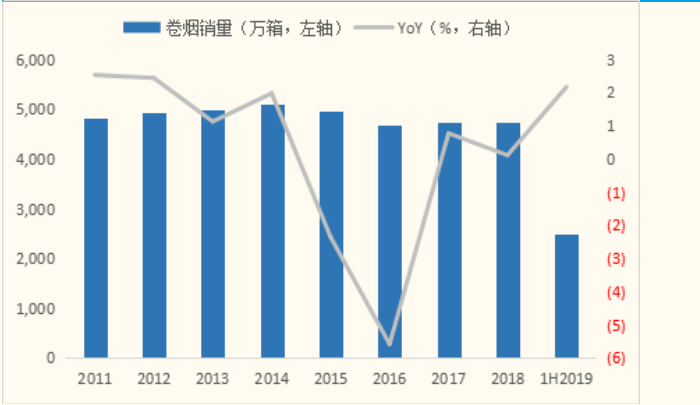


来源: GFK, 国金证券研究所

- 卷烟销售实现正增长，产销率维持 100%以上。2015 年，国家上调烟草税之后，国内卷烟销量开始出现下滑。2017 年下半年，卷烟全国销量开始回暖，全年实现销量 4,737.8 万箱，同比微增 0.78%。从 17 年下半年至今，卷烟销量整体继续维持正增长，18 年增长 0.12%，今年上半年增长 2.18%。2016 年一季度后，国内卷烟行业产销率下降至 100%以内，今年内卷烟产

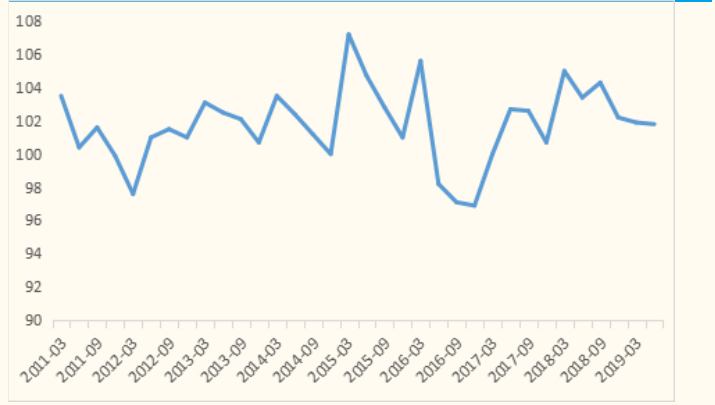
销率维持 101%左右的水平。2018 年，国内新品和创新卷烟销量分别增长 237.8%和 50.8%，其中创新卷烟销量占比已超过 10%。我们认为，目前阶段国内新品种卷烟增长弹性较高，在其拉动之下行业整体将处于稳态，预计今年卷烟销量也将维持微增态势。

图表 28：上半年卷烟销量增长 2%以上



来源：wind，国金证券研究所

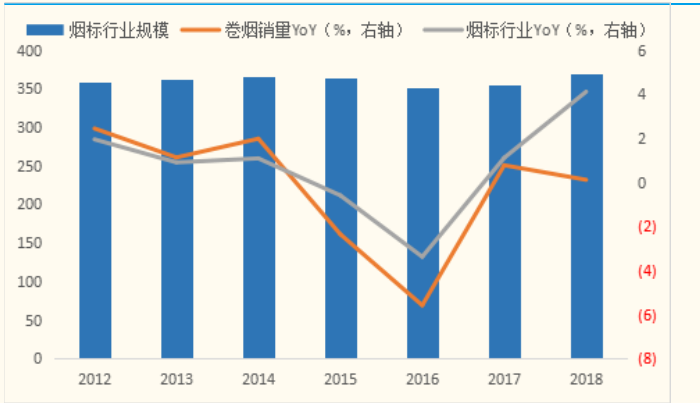
图表 29：卷烟行业整体产销率维持 101%以上



来源：wind，国金证券研究所

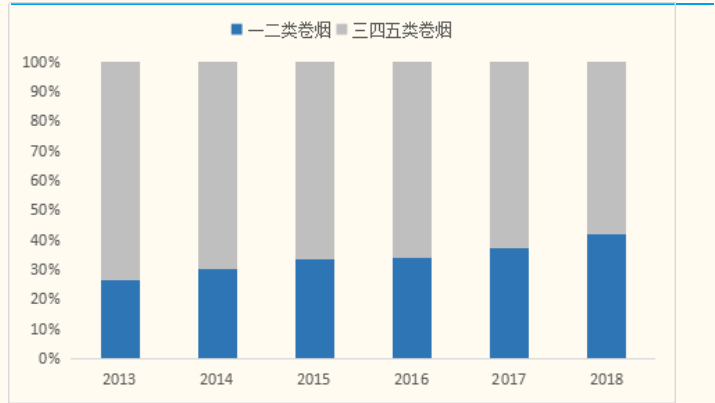
- 烟标需求量与卷烟销售高度相关，近年烟标单价提升明显。每大箱卷烟烟标需求量为 250 套，且基本与卷烟销量 1:1 配套。因此，从历史烟标行业规模增速来看，与卷烟销量变动趋势完全一致。2018 年，烟标行业整体市场规模 369 亿元左右，但行业增速略高于卷烟销量增长。我们认为，首先，今年卷烟销量维持正增长将确保烟标市场需求。其次，受益于卷烟品种消费升级，烟标行业存在单套价格提升预期。近年国内一二类卷烟消费占比显著提升，2018 年该两类卷烟消费占比超过 40%，较 2013 年大幅提升。高端卷烟消费占比提升在推高单箱卷烟销售收入的同时，也带动了对高品质烟标的需求，烟标单品价格呈现上涨。

图表 30：烟标行业与卷烟销量高度相关



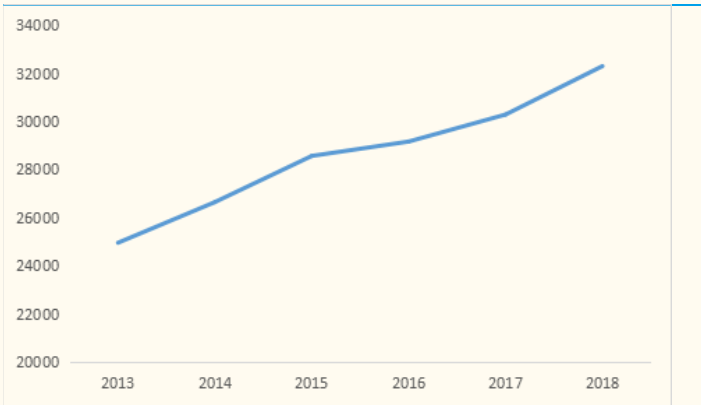
来源：中商产业研究院，国金证券研究所

图表 31：国内卷烟消费升级明显



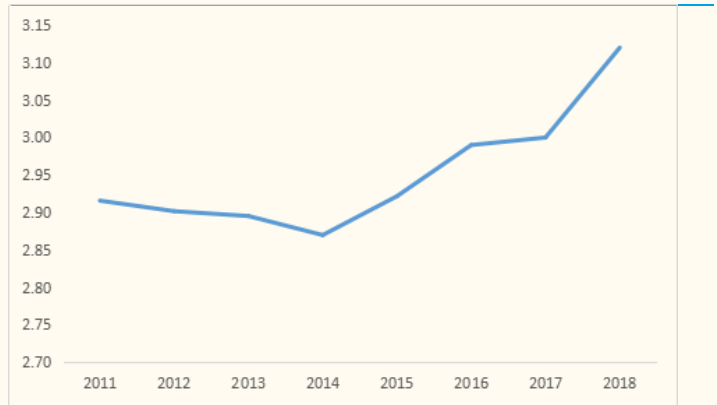
来源：wind，国金证券研究所

图表 32: 卷烟单箱销售收入大幅提升



来源: wind, 国金证券研究所

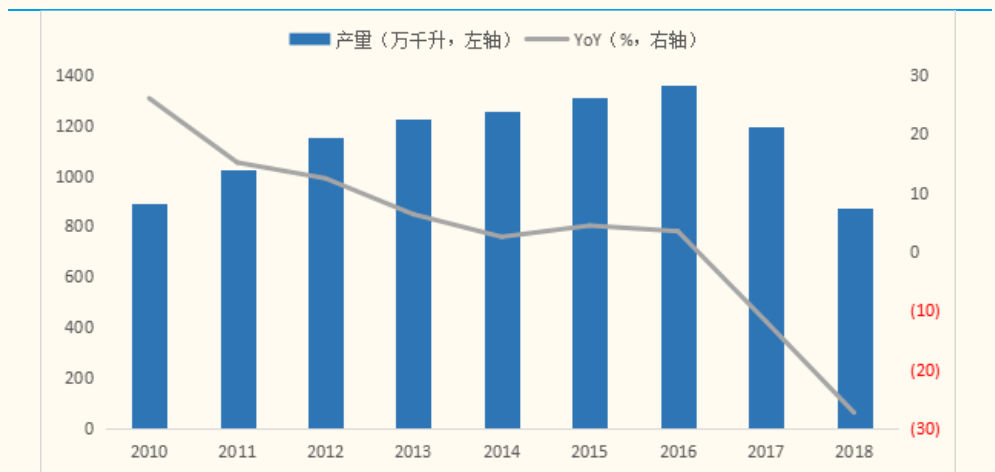
图表 33: 烟标单品均价上涨



来源: wind, 国金证券研究所

- **白酒产能下滑预计酒包装行业近年增长承压。**白酒包装行业格局与烟标类似，基本上也处在三产企业去化过程中，民营企业在逐步获得市场份额。但近年白酒行业整体产量的下滑，预导致了白酒包装行业增长承压。2018年，全国白酒产量 871.2 万千升，同比下滑 27.29%，下滑幅度较 2017 年明显扩大。

图表 34: 国内白酒产量近两年出现下滑

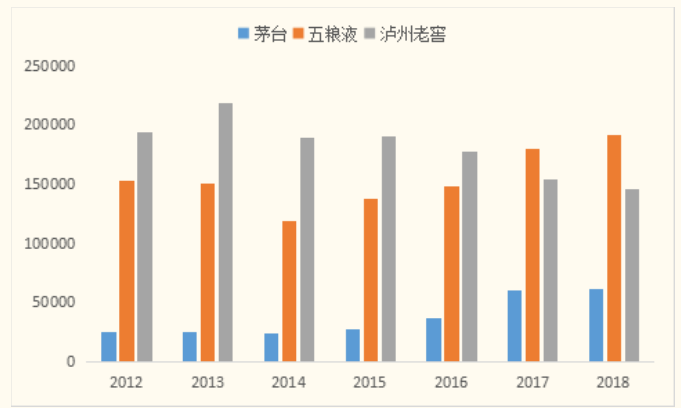
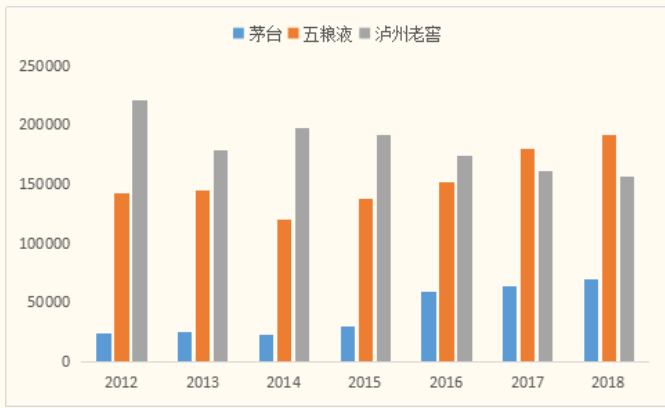


来源: wind, 国金证券研究所测算

- **高端白酒产销两旺，且部分品牌未来还有新产能释放。**近年粗支烟产销量并未出现明显回暖，卷烟行业产销量的增长得益于中细支烟、爆珠烟等新型卷烟的放量。白酒行业与之类似，在全行业产量下滑背景下存在明显结构性变化，高端白酒仍呈现产销均有增长的状态。2018年，茅台和五粮液产销均有增长，其中茅台产量增长 10.08%，销量增长 6.51%。泸州老窖虽然在近两年产销均有小幅下滑，但公司 2016 年定增募投“酿酒工程技术项目”现阶段进度已达 60%，预计今年内建设完成。泸州老窖技改项目一期建设完工后，将新增 3.5 万吨优质基酒生产能力，成品酒产量为 3 万吨左右。

图表 35: 国内高端白酒产量情况 (吨)

图表 36: 国内高端白酒销量情况 (吨)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

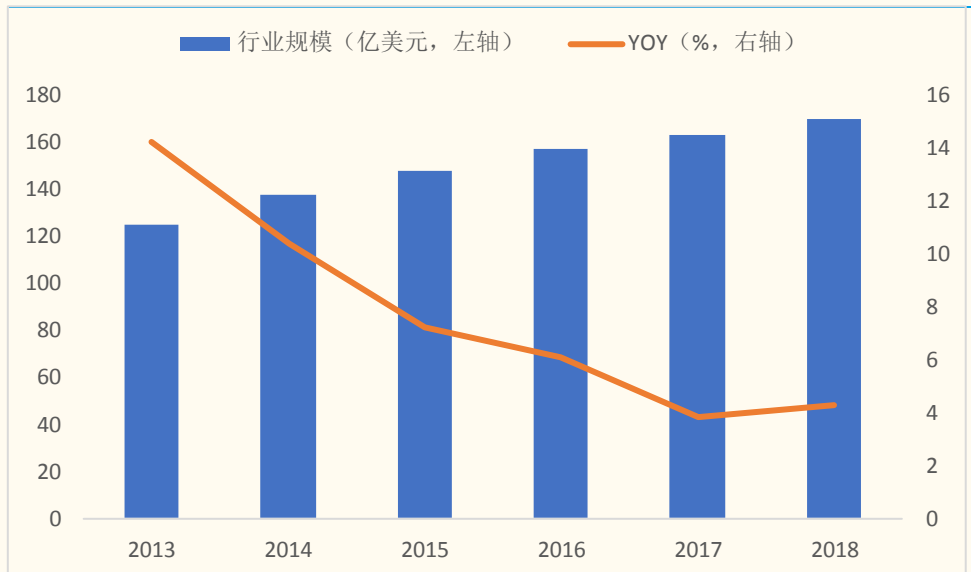
- 全球智能手机出货的逐步企稳回升，为中游消费电子包装企业奠定了规模扩张的基础。而 TWS 耳机的火爆与高成长性，在为消费电子行业提供增量的同时，也为消费电子包装企业打开了新的下游需求。我们看好，明年中游消费电子包装企业持续受益客户需求提升，增强业务收入与业绩弹性。整体来看，烟酒包装需求相对更为平稳，包装企业的增长源自于市占率提升，以及单个包装产品供货价值提高，促使利润率提升。我们推荐下游同时拥有消费电子与烟酒客户的相关标的。重点推荐盈利逐季改善，近期与歌尔股份实现战略合作的消费电子包装龙头**裕同科技**；推荐国内烟标龙头企业，具备三元共振增长模式的**劲嘉股份**。

## 2020 年轻工制造主线之二：低价、高频、无替代消费品具备较强确定性

### 文具行业增长稳健，龙头地位无可撼动

- 国内文具行业保持低个位数增长。根据 IBIS WORLD 数据显示，2018 年中国文具市场规模 170 亿美元，同比增长 4.29%，2013-2018 年实现复合增速 6.34%。虽然自 2013 年开始，文具行业增速基本每年呈现放缓趋势，但我们仍看好后续维持低个位数增长，其核心理由有二：1) 全国在校学生人数低速增长，短期内出现下滑可能性较小。另一方面，电子产品发展推动了无纸化，可对学生特别是 K12 教育阶段的学生而言，文具依旧具备不可替代性；2) 文具产品自身的创新性以及精品文创市场的崛起，将推高客单价提升企业盈利。

图表 37：文具行业规模与增长情况

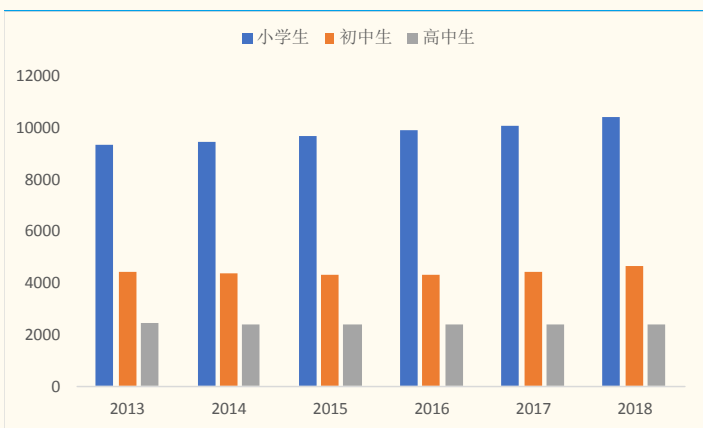




来源：IBIS WORLD，国金证券研究所

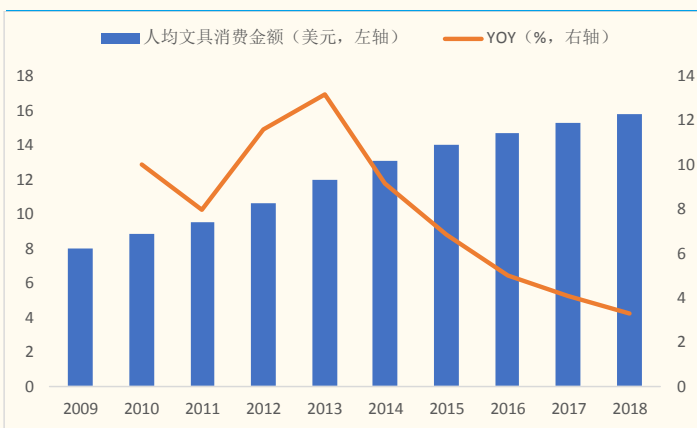
- **在校学生人数稳定，人均消费提升助力行业增长由“量”转向“价”。**2018年，全国K12阶段在校学生人数为1.74亿人，同比增长3.06%。具体来看，高中教育阶段在校生近年虽然无明显增长，但义务教育阶段在校生人数呈现加速增长态势。2018年，小学生和初中生人数分别增长3.03%和4.74%，增速同比提升1.2pct和2.13pct。我们认为，在校人数的平稳保障了文具行业的基础需求，即便2018年全国出生人口出现明显下滑，但短期内也不会对在校生人数造成冲击。另一方面，全国人均文具消费金额增速略高于学生人数增长，2018年为15.8美元/年，增长3.27%。我们认为，文具单品价格较低，价格变动隐藏性较强，未来人均文具消费金额增长对于行业的贡献将更为明显。

图表 38：K12 阶段在校学生人数稳定



来源：教育部，国金证券研究所

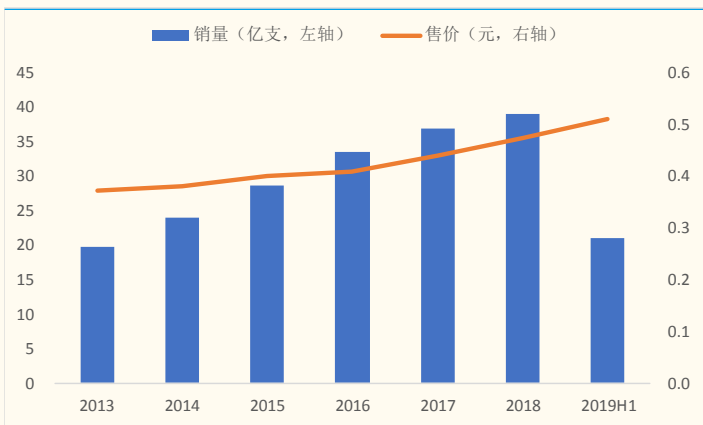
图表 39：人均文具消费保持小幅提升



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

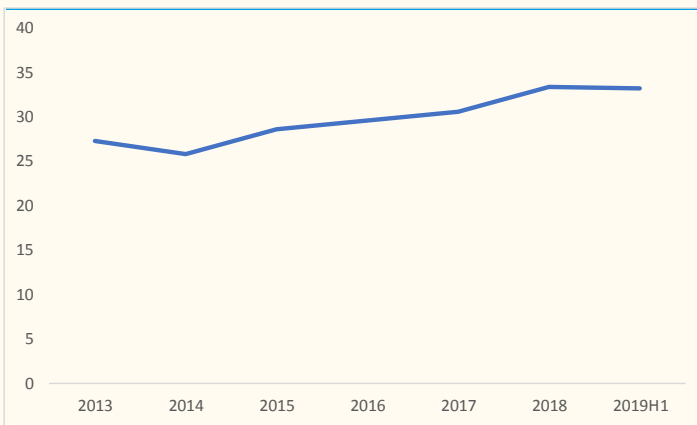
- **对文具企业而言，价格增长即为盈利提升。**以晨光文具的学生文具为例，2013 至今年上半年，公司产品价格持续保持提升，年均提价幅度为 5.88%。而伴随产品价格的逐年提升，公司相关业务毛利率水平也从 2013 年的 27.35% 提升至今年上半年的 33.24%。同时，产品价格提升也并未影响产品销量增长，2013 至今年上半年，公司学生文具销量年均增速为 14.92%。

图表 40：晨光文具学生文具销量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：晨光文具学生文具毛利率

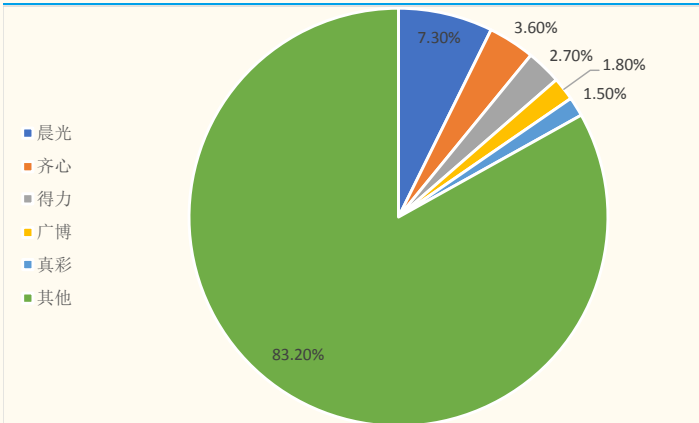


来源：公司公告，国金证券研究所

- **文具行业龙头地位稳固，市占率具备持续提升可能。**2018 年，晨光文具在全国文具行业市占率为 7.3%。根据国金研究创新中心数据，晨光在线上销售市占率可谓一枝独秀，今年 10 月达到 23.74%，较年初提升 3.78pct。而在书写工具领域，晨光基本可以说一家独大，市占率达到 17.4%，领先第二名 13.4pct。同时，公司近年书写工具与学生文具销量增长大幅领先

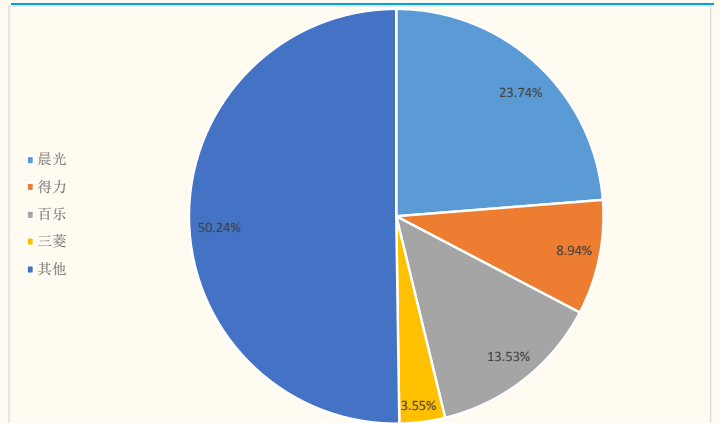
业增长，其市占率保持逐年提升持续巩固行业龙头地位。对标三菱在日本文具行业 22.3% 的市占率来看，晨光文具占率具备再进一步的空间。

图表 42：文具行业竞争格局



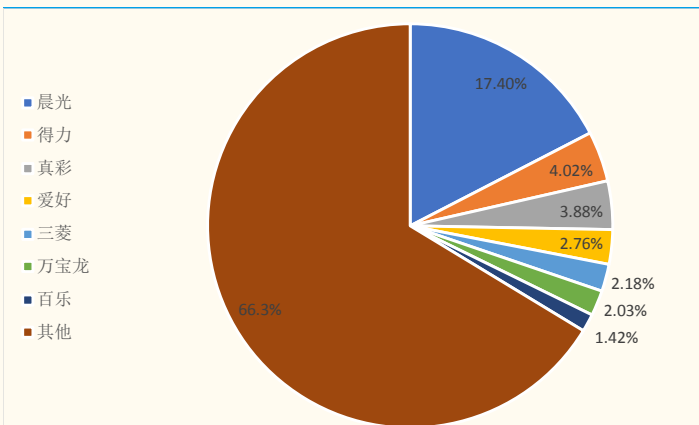
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 43：阿里系文具行业竞争格局



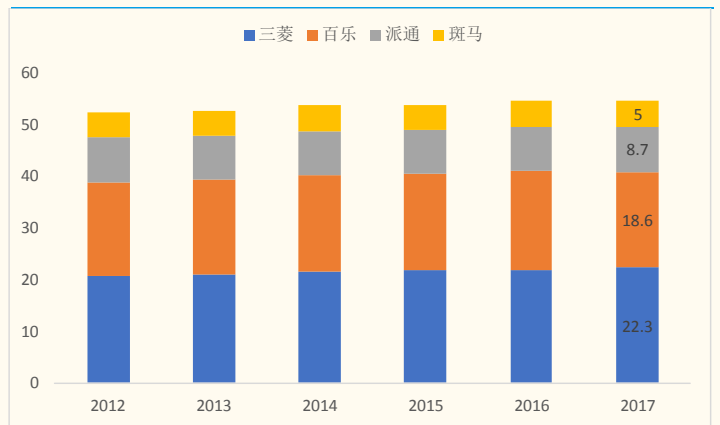
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 44：书写工具行业竞争格局



来源：Euromonitor，国金证券研究所

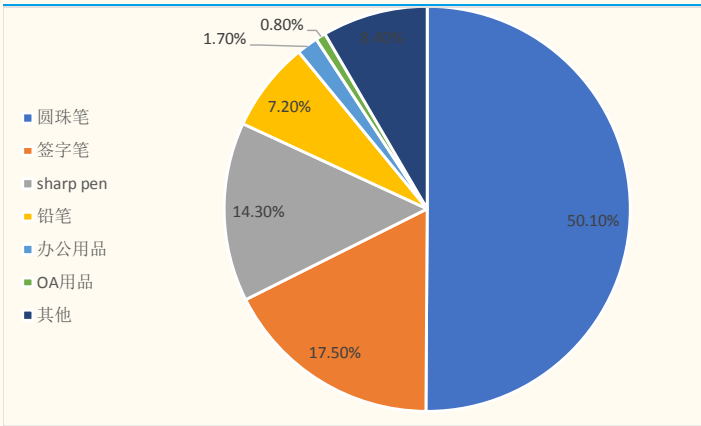
图表 45：日本文具行业市占率



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

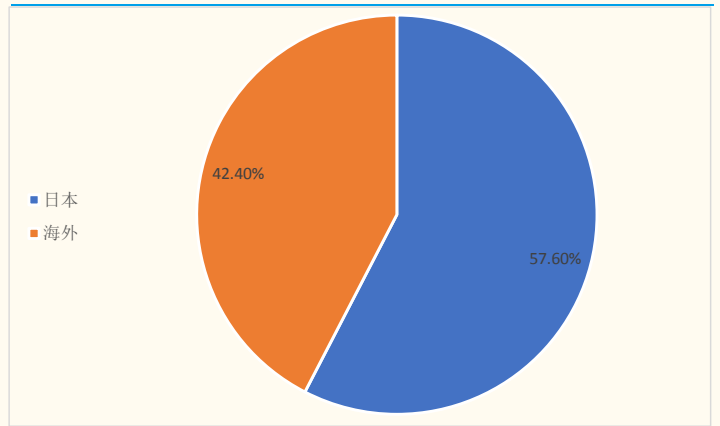
- 产品线延展与出海增强龙头增长动力。**从三菱的收入结构来看，圆珠笔为其第一大销售品类，收入贡献为 50.1%，而签字笔和铅笔等品类同样占据一定比重，分别为 17.5% 和 7.2%。区域收入构成中，三菱 57.6% 的收入来自日本本土，42.4% 的收入来自海外。对比来看，晨光文具此前以中性笔为核心品类，且内销收入占比超过 98%。今年 3 月，晨光文具公告，拟收购木杆铅笔制造企业安硕 56% 的股权，今年 4 月收购交割。此次收购促使晨光文具获得全球领先的木杆铅笔供应链资源，丰富产品体系。同时，安硕外销业务覆盖全球 80 多个国家和地区，收购之后也将在一定程度上带动晨光文具产品的外销发展。综合来看，晨光文具在文具行业龙头地位稳固，产品逐年提价将保持公司较强盈利能力，产品线与海外渠道的补充完善，也将夯实公司平稳增长的基础。

图表 46: 三菱主营产品构成



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

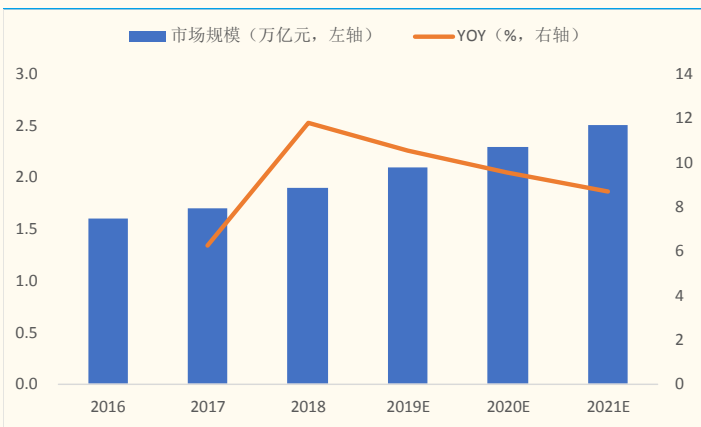
图表 47: 三菱内外销收入占比



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

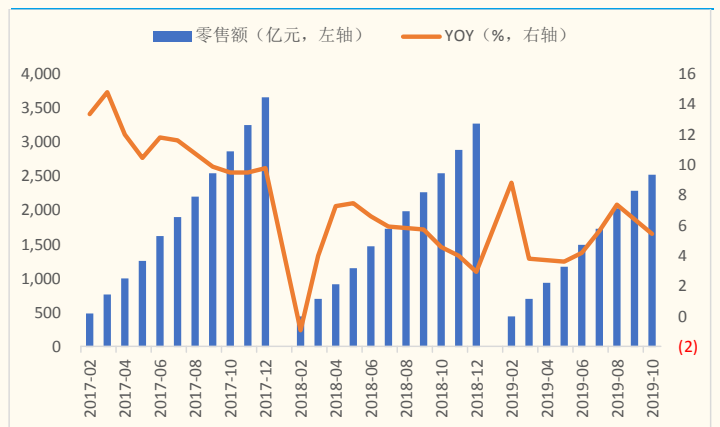
- **办公用品市场为文具企业带来更大市场容量。**数据显示中国办公用品市场 2018 年达到 1.9 万亿元，增速为 11.8%。而办公用品零售额在 2018 年仅为 3,264 亿元，占总市场规模的 17.17%，增速仅为 2.96%。也就是说，B2B 为国内办公用品市场的主要销售模式。对于文具企业而言，万亿级办公用品集采市场，将扩大未来发展空间。从办公集采客户结构对比美国来看，国内政府采购占比显著高于美国。对于文具企业而言，此类客户虽然利润率较低，但规模化效应明显，有助于头部企业实现快速放量。而从长期来看，中间市场在中美办公集采领域占比均超过 40%，无疑将成为未来文具企业拓展客户的核心方向。相比政府采购，此类客户具备更高的盈利能力，但对于企业的服务、交付和管理能力要求更高。

图表 48: 办公用品行业市场规模



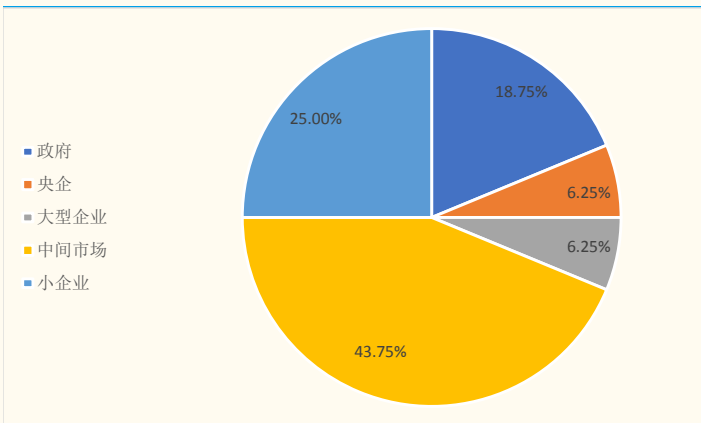
来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 49: 办公用品零售额

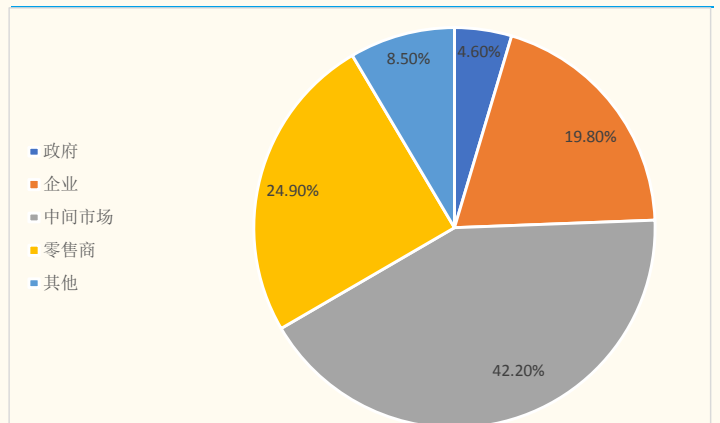


来源: wind, 国金证券研究所

图表 50: 中国办公用品市场下游需求格局



图表 51: 美国办公用品市场下游需求格局



来源：公司公告，国金证券研究所

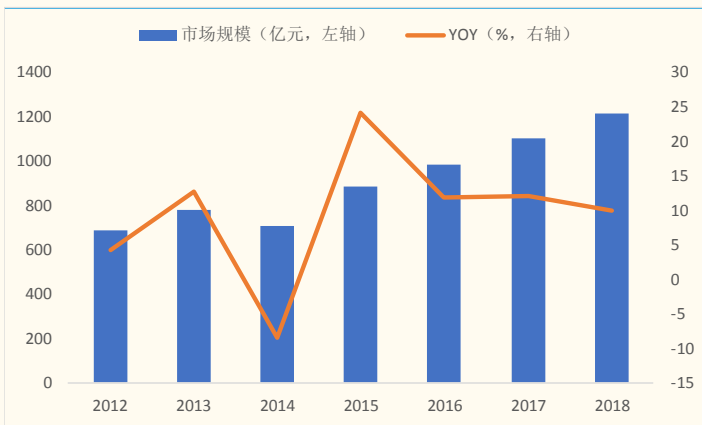
来源：Euromonitor，国金证券研究所

- **晨光文具办公集采业务以政府和央企客户为主，但凭借办公品类扩张，以及全国 5 大中心仓供应链体系的搭建，提升供应服务能力与客户体验，正逐步开发 500 强和中间市场客户。今年上半年，公司成功开发默沙东（中国）投资有限公司、TCL 集团股份有限公司、上海盒马网络科技有限公司等新客户。同时，公司针对小 B 客户的办公集采平台科力普省心购已上线，开始在中小企业办公集采领域发力。我们持续看好公司新客户开发，并带动相关业务盈利能力的逐步提升。综合来看，我们认为晨光文具在文具零售领域行业龙头地位稳固，产品线延展与海外渠道的完善，将进一步夯实其市占率提升基础。文具产品价格变动具备隐蔽性，公司依托产品价格提升，传统业务盈利能力将保持提升。同时，叠加公司在办公集采领域新客户持续开发，我们维持 2020 年对公司的重点推荐。**

**看好生活用纸线上化率提升**

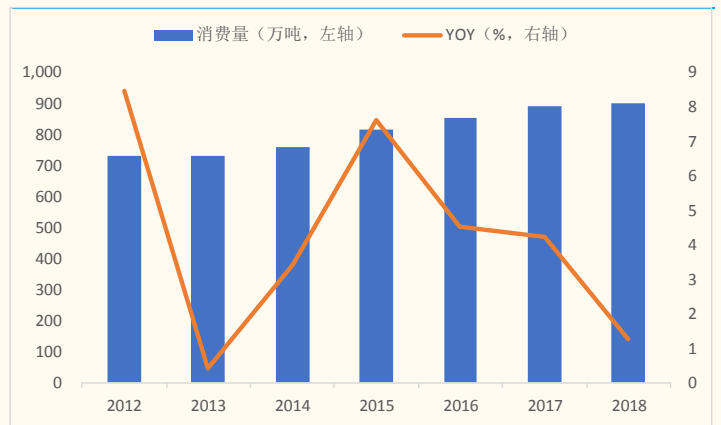
- **生活用纸行业售价提升较快。2018 年，全国生活用纸消费量为 901 万吨，增速为 1.24%，增速同比下降 2.98pct。而在销量增速持续放缓背景之下，2018 年，全国生活用纸市场规模仍实现 10% 的增长，达到 1,217.3 亿元。生活用纸吨纸价格同比上涨 8.65%，为行业增长主要动力。从行业格局上看，2018 年，生活用纸 CR4 市占率为 24.65%，CR8 和 CR10 也分别仅有 30.45% 和 32.13%，行业集中度并不高。未来无论是从企业增长的角度，还是行业集中度提升的角度，我们认为，线上都将成重要竞争渠道。**

图表 52：生活用纸市场规模



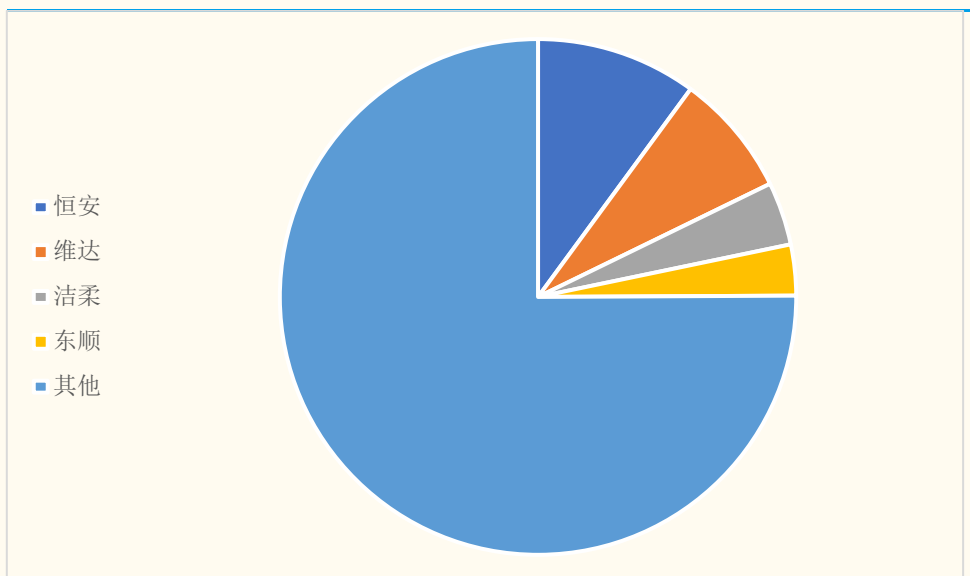
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 53：生活用纸消费量 2018 年小个位数增长



来源：wind，国金证券研究所

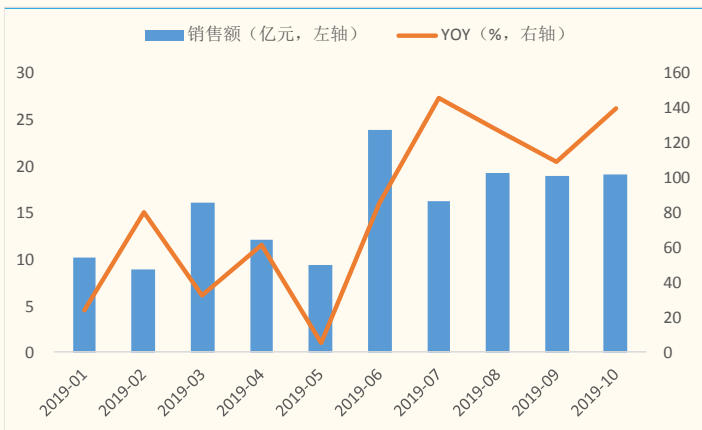
图表 54：生活用纸行业竞争格局



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

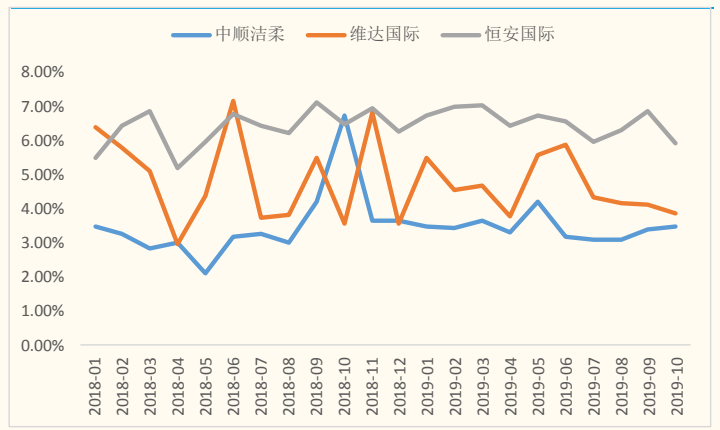
- 生活用纸线上占比提升快、销售增长猛。**根据相关统计数据，2017年，生活用纸线上销售渠道占比达到17.4%，已超过大卖场渠道，2018年占比继续提升达到19.3%。国金研究创新中心数据显示，2018年阿里系平台生活用纸销售额为134.93亿元，今年前10月达到154.49亿元，超越去年全年，增速为78.08%。其中今年10月为19.18亿元，同比增长140.1%。相比于全渠道市占率，生活用纸头部品牌线上市占率更低，龙头恒安阿里系平台市占率2018年仅6.25%，具备进一步提升空间。另一方面，从企业收入增长角度看，以中顺洁柔为例，今年前三季度，公司总营收增速为18.11%，而同期阿里系销售额增速为84%，占比为9.4%，仅贡献收入增速0.08pct。我们认为，生活用纸作为标准消费品，线上化率具备持续提升可能，而线上销售增长也将成为相关企业收入弹性的重要来源之一。

图表 55：阿里系生活用纸销售额



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

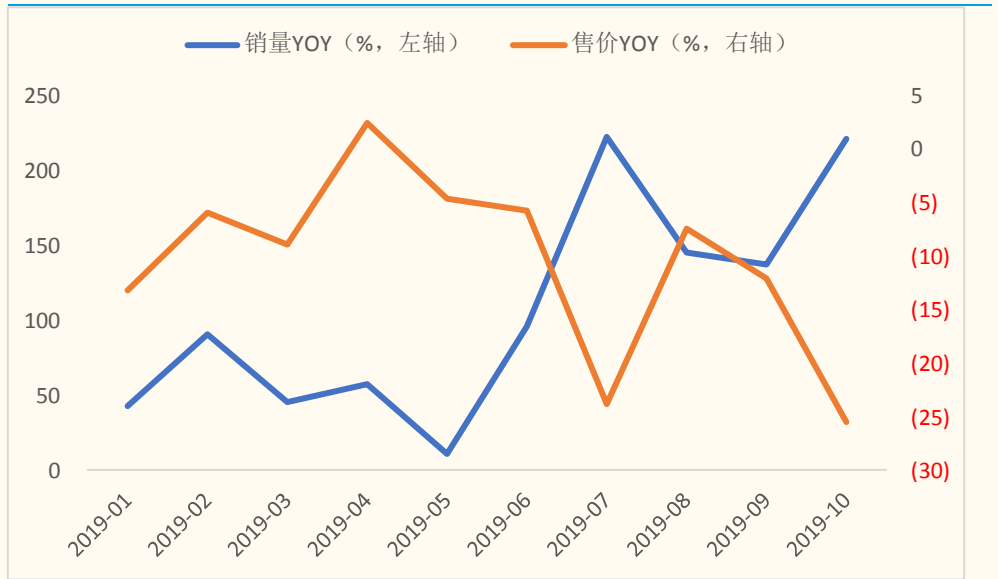
图表 56：阿里系头部生活用纸品牌市占率



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 价格为头部生活用纸企业争夺线上渠道的重要筹码。**基于国金研究创新中心数据来看，今年内阿里系生活用纸销量与价格基本呈现负相关，尤其是今年10月两者剪刀差明显。与近年生活用纸行业销售均价持续增长相比，我们认为，线上渠道产品价格更为集中，透明性和可比性更高，且各类中低端生活用纸品牌层出不穷，致使消费者相对更具价格敏感性。同时，从中顺洁柔、恒安和维达等品牌来看，今年内生活用纸产品售价持续下降，但其销量却能维持较高增长态势。以洁柔为例，今年10月其产品均价同比下降27.8%，但销量增长97.61%，促使线上市占率环比提升0.07pct。我们认为，在目前原材料价格相对处在低位背景下，头部生活用纸企业具备调整线上产品售价基础，同时加快产品线延展以及中低端产品布局将更有利于抢占线上渠道占有率。

图表 57：生活用纸销量与价格呈现负相关



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

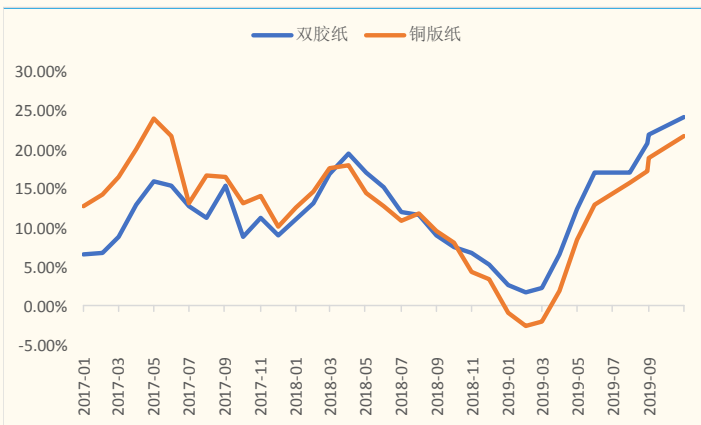
- 我们看好生活用纸企业线上占比提升，贡献更强收入弹性。而在线上渠道竞争过程中，价格已成为重要筹码，产品线延展与中低端产品布局将固定企业竞争力。中顺洁柔作为 A 股生活用纸龙头企业，短期内持续受益原材料价格低位，保障盈利能力逐季提升。另一方面，推进竹浆纸一体化打造双品牌模式，实现中高低端消费者全面覆盖，为公司中长期发展奠定良好基础。2020 年，我们维持对公司的推荐。

### 造纸行业盈利开始修复，外废禁令下或将再演涨价行情

#### 造纸行业盈利提升，板块迎来估值修复

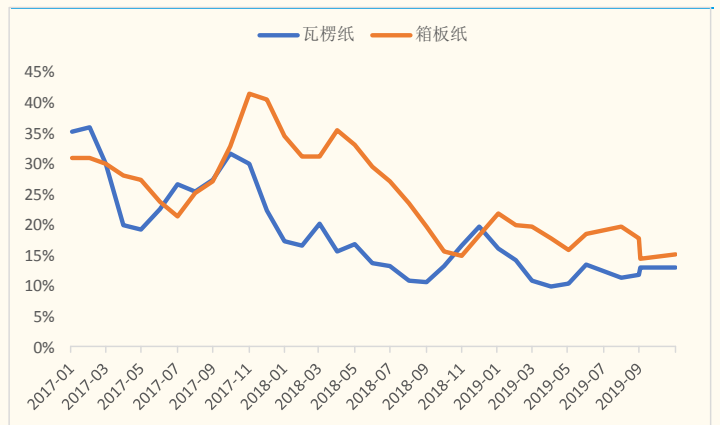
- 年内文化纸盈利持续改善，10 月包装纸盈利环比也有回升。10 月，国内双胶纸和铜版纸吨纸毛利率分别为 24.24%和 21.86%，较今年初分别提升 21.49pct 和 22.69pct。箱板纸和瓦楞纸在今年 10 月毛利率分别为 15.22%和 13.05%，环比分别变动 0.81pct 和-0.08pct。相比之下，文化纸盈利在年内逐月提升，改善更为明显。上市公司层面，今年内造纸板块毛利率也呈现逐季改善态势，今年三季度，板块综合毛利率水平为 19.79%，环比提升 4.81pct。受益于此，造纸板块整体估值于今年下半年开始迎来修复，从今年初的 9 倍 PE 提升至目前的 16 倍。

图表 58：文化纸毛利率



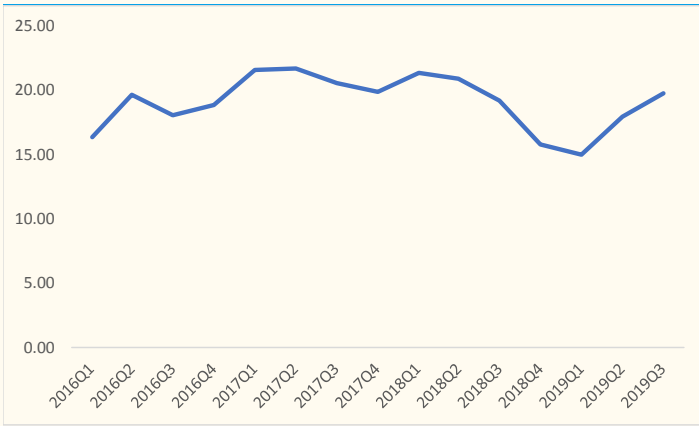
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 59：包装纸毛利率水平



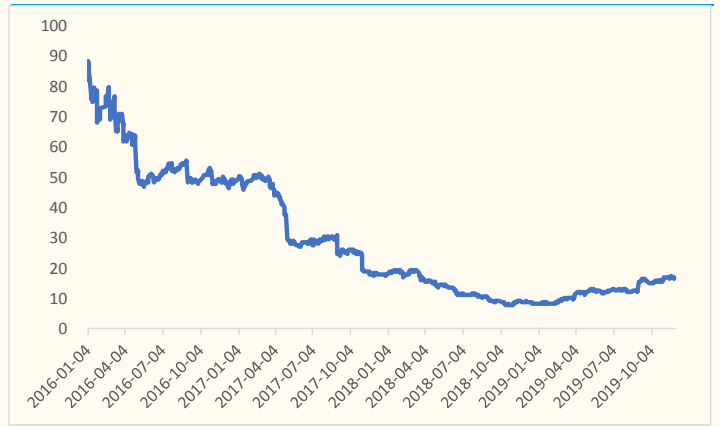
来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 60: 造纸板块毛利率水平



来源: wind, 国金证券研究所

图表 61: 今年下半年造纸板块迎来估值修复

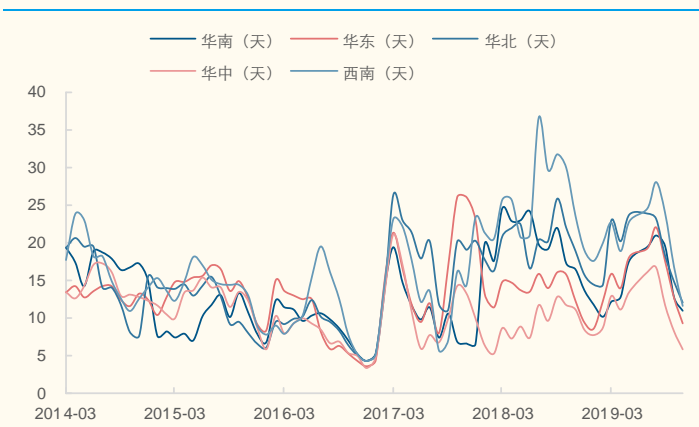


来源: wind, 国金证券研究所

短期包装纸已开始提价，外废禁令下原材料收紧，明年纸价或再演绎上涨

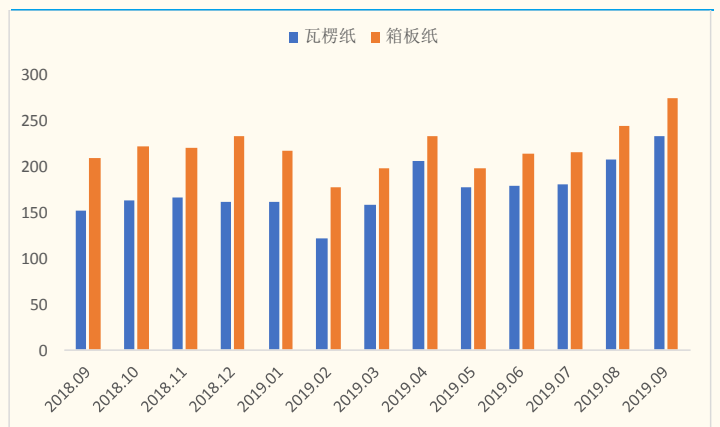
- 箱板瓦楞纸库存处于低位，国内需求开始好转。数据显示 10 月，全国箱板瓦楞纸平均库存天数为 9.86 天，基本处在历史相对低位。而从需求来看，今年 9 月，国内箱板纸和瓦楞纸需求，同比分别增加 81 万吨和 66 万吨。受益库存低位与需求回暖，包装纸于 9 月已开始涨价。同时，叠加春节需求旺季临近，我们预期本轮纸价上涨短期内仍将持续。

图表 62: 国内包装纸库存处在相对低位



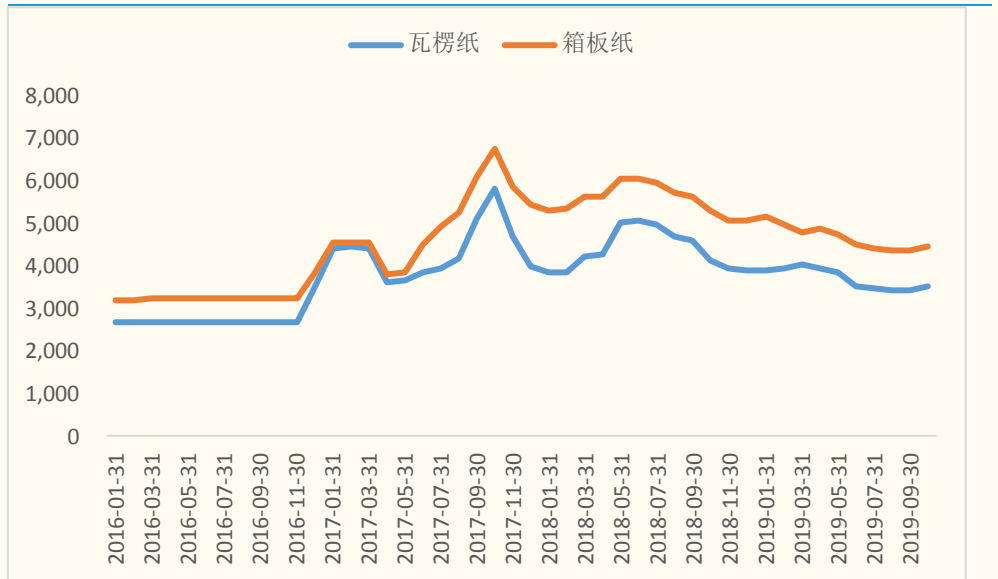
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 63: 国内包装纸需求有所回暖



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

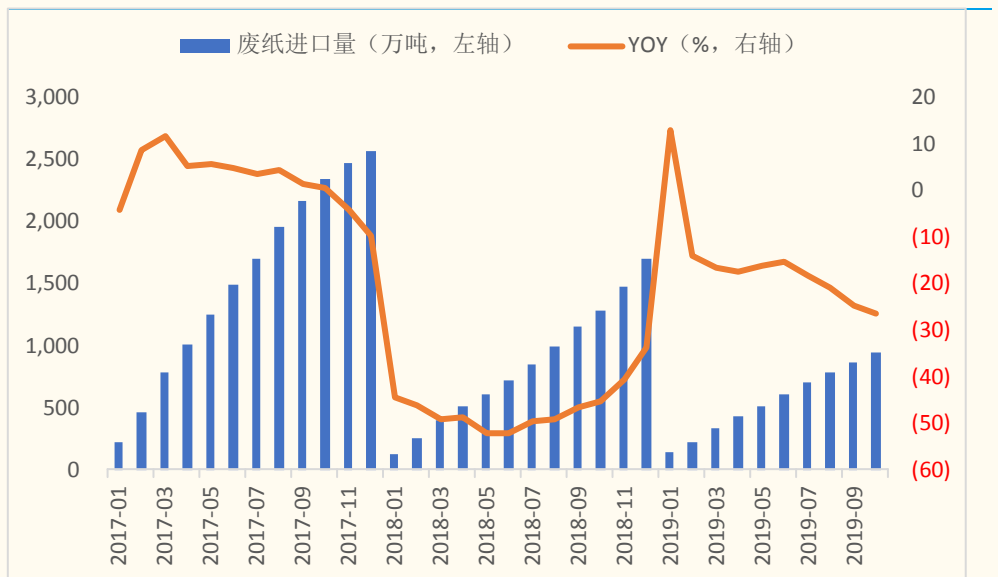
图表 64：国内包装纸价格走势



来源：同花顺，国金证券研究所

- **近两年外废配额和废纸进口量大幅缩减。**2018年6月，国务院明确提出到2020年底实现外废零进口的目标。而从近两年政策推进和实施的情况来看，外废配额持续缩减，从2017年的2,713万吨，减少至今年已批复的1,074万吨。对应的我国废纸进口总量也出现大幅下滑，今年前10月废纸累计进口量为943万吨，同比下滑26.5%。我们认为，为实现明年底全面禁止外废进口，外废配额批复量在明年还将持续缩减，预计将缩减至700万吨-800万吨。

图表 65：我国近年废纸进口量持续下滑



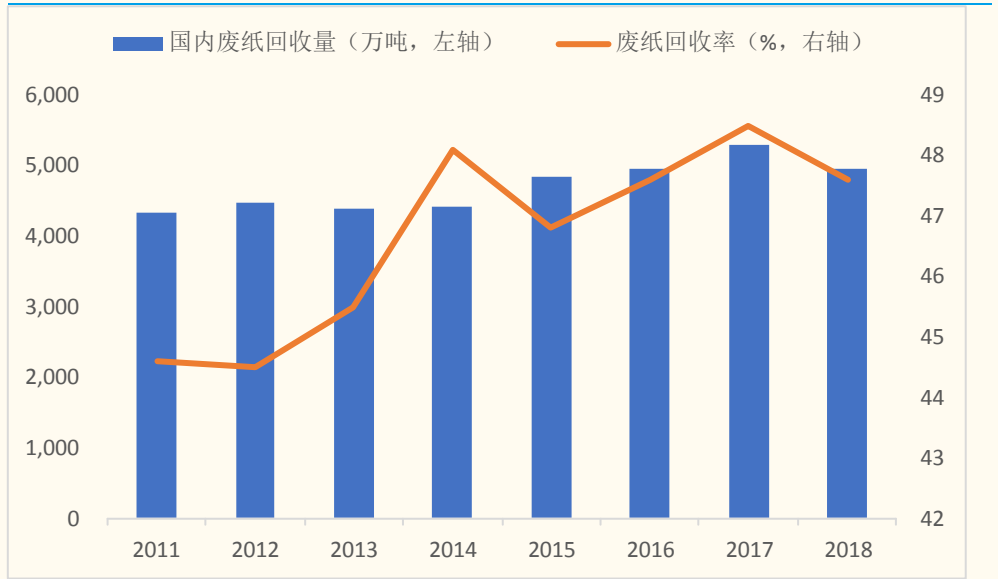
来源：wind，国金证券研究所

- **以2018年为基期测算，预计明年国内废纸缺口超700万吨。**2018年，国内废纸回收量和进口量分别为4,964万吨和1,702.5万吨，国废回收率为47.6%，对应去年全国废纸总量为10,428.57万吨。我们假设，2018年国内回收废纸与进口废纸全部被使用总额为6,666.5万吨。明年外废进口总量为800万吨，国内废纸回收率提升至50%，则对应全国废纸使用量为5,945.12万吨，较去年减少721.4万吨即为国内废纸缺口。2021年外废全面禁止后，则国内废纸缺口将扩大至上千万吨。因此，我们认为，国内废



纸回收率短期内大幅提升存在难度，而在外废禁令预期之下，国废价格存在上涨可能，原材料供给的收紧或将触发包装纸价格走强。

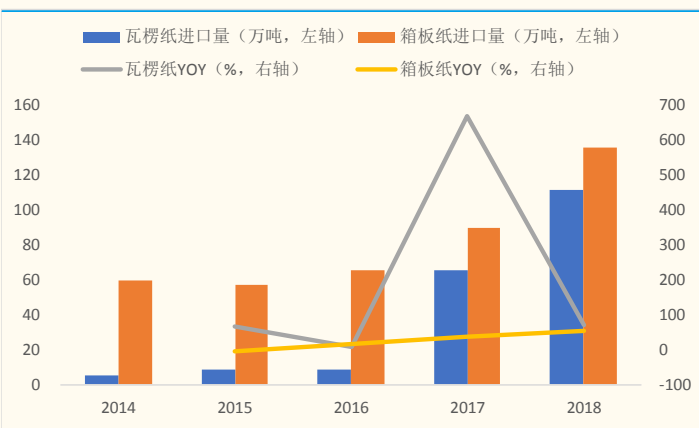
图表 66：我国废纸回收率并不高



来源：wind，国金证券研究所

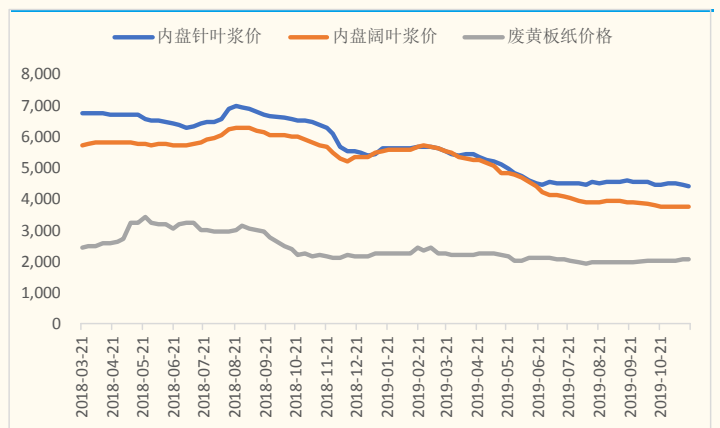
- **废纸供给收紧下，拥有海外废纸浆产能布局的企业拥有成本优势。**我们认为，为应对外废禁令下的废纸缺口，主要有三种解决途径：1) 直接进口成品纸：2018 年，国内进口瓦楞纸和箱板纸数量分别为 111.12 万吨和 135.39 万吨，同比增长 71.32%和 51.03%。原纸进口增长虽快，但绝对体量相对较小，与全国每年近 5,000 万吨的包装纸需求相比，进口包装纸原纸短期内较难形成补偿；2) 木浆造纸：目前来看，无论是国内浆价还是国际浆价都处在相对低位。但与废纸相比木浆价格明显更高。若采用木浆进行包装纸制造，在激发木浆需求的同时，也将会导致成本增加促使原纸涨价；3) 龙头纸企海外废纸浆产能：在三种方法中，我们认为，纸企海外布局废纸浆产能更为合理。相比依赖于国废生产的中小企业，拥有完成海外废纸回收以及纸浆能力的龙头纸企，将在原材料供给收紧之下更具成本优势。

图表 67：我国包装纸原纸进口情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 68：国内木浆与国废价格



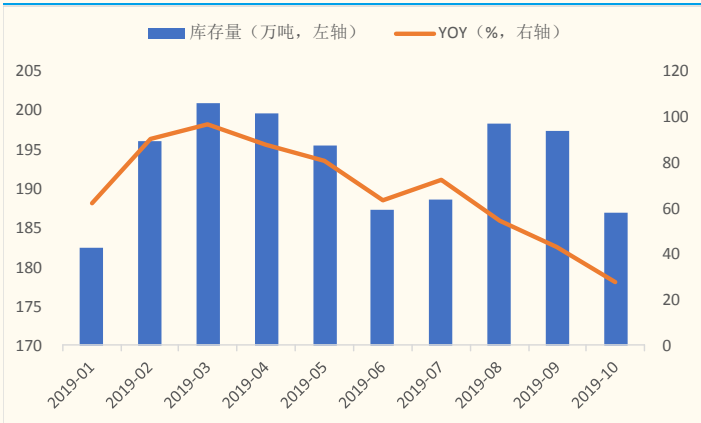
来源：卓创资讯，国金证券研究所

看好木浆价格企稳，并有温性上涨可能

- **短期内浆价企稳，港口库存开始下降。**9 月，国际木浆港口库存天数为 44 天，环比下降 4 天，库存量环比下降 0.48%，10 月库存下降 5.29%。全球木浆出运量 9 月为 475 万吨，同环比分别增长 3.17%和 4.03%，短期内全球木浆需求出现回暖。受益于此，国际浆价于今年 9 月开始企稳，内盘浆价

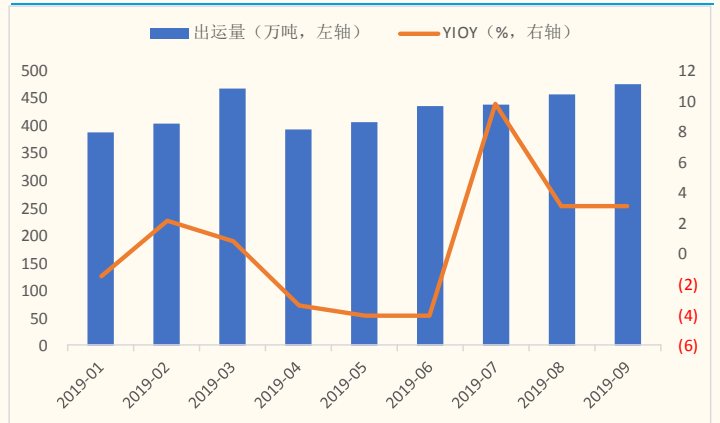
也基本在 11 月内止住下跌趋势，短期内木浆价格具备一定支撑，继续下降概率较小。

图表 69：国际木浆港口库存量



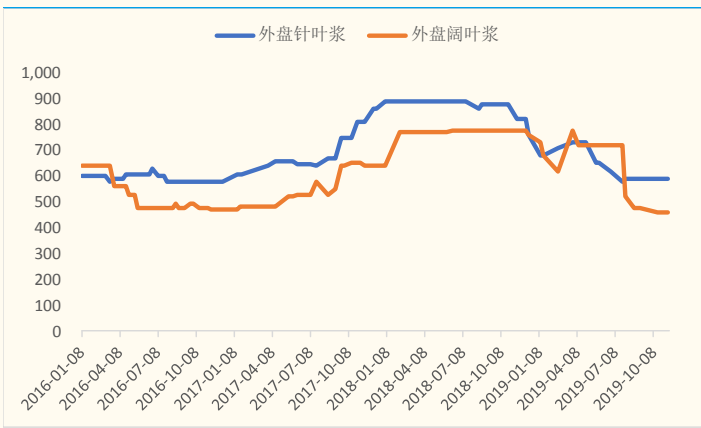
来源：wind，国金证券研究所

图表 70：国际木浆出运量



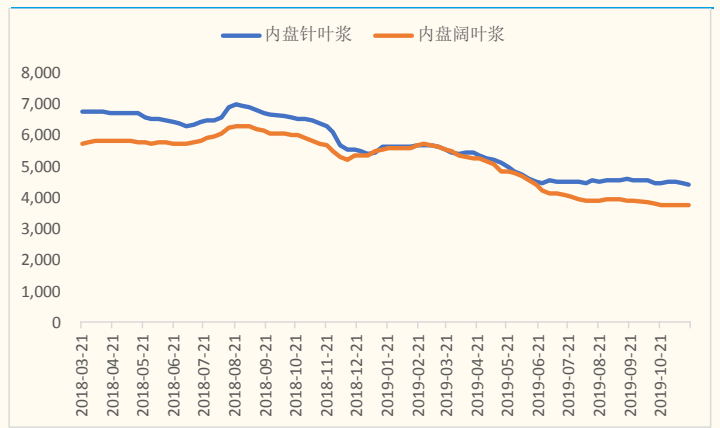
来源：wind，国金证券研究所

图表 71：国际浆价走势



来源：卓创资讯，国金证券研究所

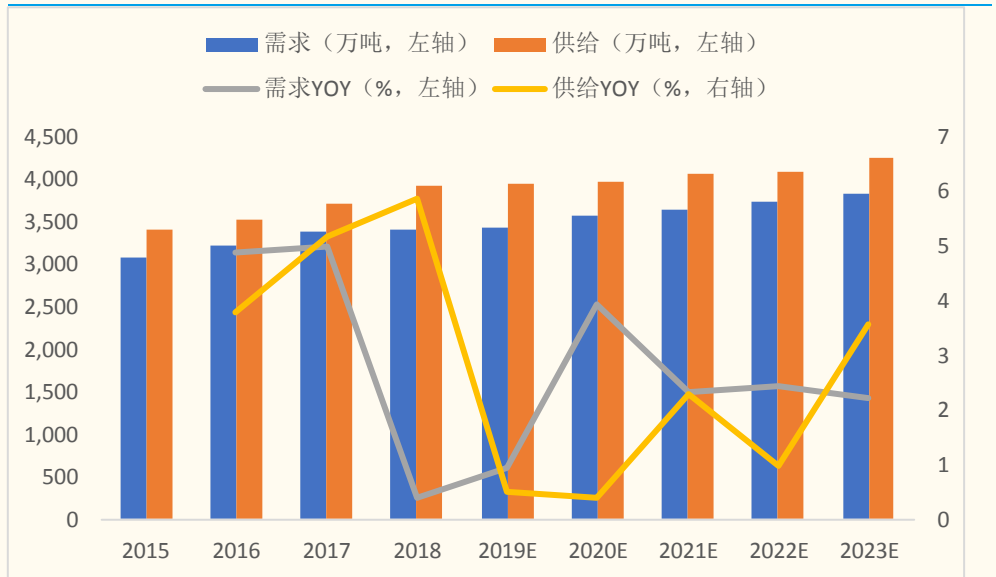
图表 72：国内浆价走势



来源：卓创资讯，国金证券研究所

- 未来 4 年阔叶浆新增产能不多，浆价有回升基础。根据 PPPC 统计数据，预计今年全球阔叶浆供给量为 3,957 万吨，同比微增 0.51%，需求量为 3,432 万吨，同比增长 0.95%。未来 4 年，预计全球阔叶浆新增产能为 291 万吨，而新增需求为 391 万吨。另一方面，根据 Bloomberg 统计数据 displays，预计明年全球新增木浆产能仅 130 万吨。综合来看，未来全球木浆新增产能不多，且一定程度上需求增长快于产能增长。因此，中长期看，木浆价格具备温性上涨基础。

图表 73：未来几年国际市场新增木浆产能不多



来源：PPPC，国金证券研究所

- 短期内，造纸板块已开启盈利修复，中长期看，外废禁令大限将至，原材料供给收紧之下，将推高国废价格，包装纸或将再度演绎涨价潮。木浆系方面，未来国际新增产能不多，短期内国际木浆库存开始下降，浆价具备企稳和温和性上涨基础。推荐具备完成海外废纸回收、废纸浆制造产能，以及未来产能投放确定性高的造纸标的太阳纸业、山鹰纸业。

### 风险提示

#### 人民币汇率剧烈波动的风险

- 轻工制造行业中，不少家具、玩具以及包装企业的产品出口收入占比较高。如果人民币汇率的剧烈波动，将对产品出口收入产生极大影响。家用轻工方面，若人民币持续升值将导致家具、玩具和文具产品的出口收入大幅缩减。造纸方面，人民币若持续升值，将使得进口木浆和进口废纸的到港价降低，而在原材料价格下跌的情况下，成品纸将失去提价的理由。

#### 房地产销售持续大幅下滑的风险

- 定制家居属于地产后周期行业，尽管当前存量房市场如二手房、旧房翻新的贡献占比逐渐提升，但是定制家居市场仍以新房为主导。今年前10月，住宅商品房销售面积增速仅2.8%，增速同环比分别下降2.8pct.和0.5pct.。我们认为，现阶段国家难有提振房地产行业的相关政策出台，后续地产周期还将持续向下，销售存在负增长可能，势必对定制家居行业增长形成极大压力。

#### 智能手机出货不及预期的风险

- 我们看好在5G手机带动下明年全球智能手机出货实现正增长，受益于此消费电子包装企业将迎来量价齐升。但若明年智能手机出货不及预期，则 will 造成企业相关业务量价齐升逻辑受损，降低业务收入增速。

#### 国内卷烟产销大幅下降的风险

- 卷烟生产和销售受相关政策的直接影响。烟草税收制度变化、烟控力度强弱等因素，都可能造成国内卷烟产销的下滑；

#### 环保政策松动，被关停产能复产的风险

- 对造纸和包装印刷行业来说，由于环保政策的持续高压，近两年有很多产能被关停和查封，在一定程度上加速了各自行业集中度的提升。尤其是对于造纸行业由于关停的影响，造成结构性供给缩减，使得成品纸价近两年

大幅波动。如果未来环保政策有任何松动，导致目前被关停的产能获得复产。那么将直接导致造纸和包装印刷行业的整体产能供给急剧提升，致使成品纸价暴跌影响造纸企业利润，减弱现留存的包装印刷企业的订单量，拖累企业收入的增长。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH