

纸浆期货一路飙涨，生活用纸涨价潮来临

——轻工制造行业周观点报告

强于大市（维持）

日期：2021年01月11日

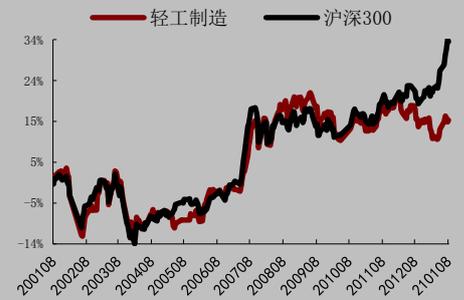
行业核心观点：

- 1) 造纸：**上期所纸浆期货收于6109.19元/吨，继续上涨。白卡纸、废纸价格持续反弹。建议关注下游需求回暖、“限塑令”下白卡替代且具有成本优势和提价权的白卡纸龙头企业。
- 2) 家居：**近期房屋新开工面积、竣工面积、销售面积累计同比均持续改善。受益于消费升级与精装房大趋势，定制家居的需求有望进一步释放，建议关注定制家居龙头公司。
- 3) 黄金珠宝：**根据国家统计局数据，金银珠宝社零从2月的同比-41.1%恢复到11月的+24.80%。短期延后性婚嫁需求的释放以及上半年疫情导致行业出清，我们继续看好黄金珠宝龙头企业。
- 4) 文娱用品：**11月限额以上文化办公用品零售额同比+11.2%，较10月基本持平。随着疫情得到进一步控制，下学期开学目前正在顺利进行；下半年办公文具有望保持良好增长态势，叠加线下销售渠道逐渐恢复，看好相关优质文具标的。

投资要点：

- **行情回顾：**上周（2021年1月4日-2021年1月8日）申万轻工制造指数上涨1.91%，跑输上证综指0.88个百分点，在申万28个一级行业指数涨跌幅排第14。年初至今申万轻工制造指数上涨1.91%，跑输上证综指0.88个百分点，在申万28个一级子行业中涨幅排名第14。**二级子板块方面：**上周造纸9.60%、包装印刷-3.04%、家用轻工0.87%、其他轻工制造-9.61%。**三级子板块方面：**上周造纸III 9.60%、包装印刷III -3.04%、家具-0.69%、文娱用品3.14%、珠宝首饰-0.32%、其他家用轻工3.85%、其他轻工制造III -9.61%。
- **上市公司重要公告：**蒙娜丽莎发布部分股票期权注销完成、股权收购框架协议、行权期采用自主行权模式公告；梦百合发布解除质押公告；中顺洁柔发布员工持股计划出售完毕、回购公告；山鹰国际发布经营数据快报、减持公告。
- **行业重要事件：**1) 纸张价格上涨直逼猪肉 要囤卫生纸吗；2) 市场观察 生活用纸市场涨势较浓；3) 2021年第一轮纸板涨价潮来势汹汹；4) 纸浆期货连连报涨 后期纸浆新增产能增幅收紧？；5) 限塑令首周：纸盒、纸吸管都没货 纸厂满负荷生产
- **风险因素：**疫情反复、原材料价格大幅波动、行业竞争加剧风险。

轻工制造行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2021年01月08日

相关研究

万联证券研究所 20210103_行业周观点_AAA_轻工制造行业周观点报告

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：李滢

电话：15521202580

邮箱：liyings1@wlzq.com.cn

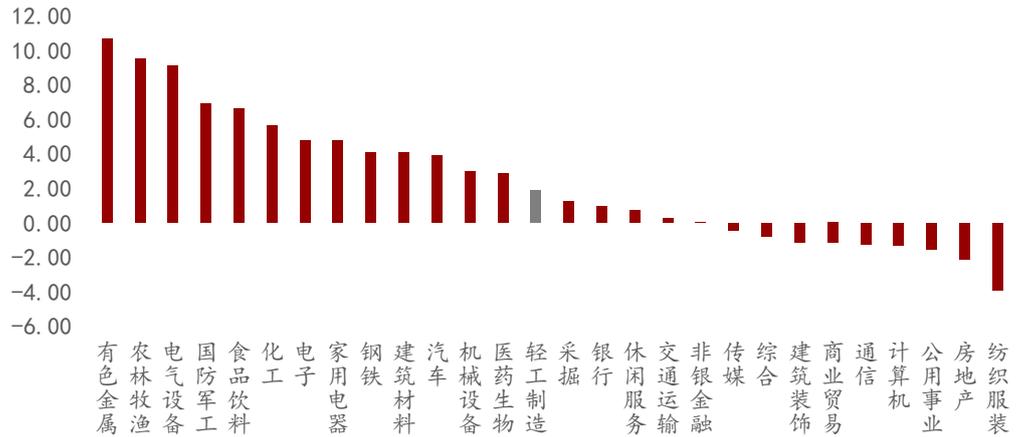
目录

1、行情回顾.....	3
2、过去一周上市公司重要公告.....	5
3、行业数据跟踪.....	7
3.1 造纸:漂针浆、漂阔浆价格继续上涨.....	7
3.2 家具:行业持续复苏.....	8
3.3 珠宝:黄金、白银价格有所下跌.....	10
4、行业重要事件.....	11
5、投资建议.....	12
6、风险提示.....	12
图表 1: 上周轻工制造板块涨跌幅 (%) 位列第 14.....	3
图表 2: 年初至今轻工制造板块涨跌幅 (%) 位列第 14.....	3
图表 3: 二级子板块周涨跌幅 (%) 情况.....	4
图表 4: 二级子板块 PE 估值情况_20210108.....	4
图表 5: 三级子板块周涨跌幅 (%) 情况.....	4
图表 6: 三级子板块 PE 估值情况_20210108.....	4
图表 7: 个股周涨跌情况_20210108.....	5
图表 8: 过去一周上市公司重要公告.....	5
图表 9: 飘针浆中纸指数 (2013 年 1 月 1 日=100).....	7
图表 10: 飘阔浆中纸指数 (2013 年 1 月 1 日=100).....	7
图表 11: 纸浆期货收盘价 (元/吨).....	8
图表 12: 国庆平均价:天津玖龙(A 级) (元/吨).....	8
图表 13: 国内平均价:白卡纸:山东博汇 (元/吨).....	8
图表 14: 平均价:双胶纸:华夏太阳:华南 (元/吨).....	8
图表 15: 房屋新开工面积:累计值 (万平米).....	9
图表 16: 房屋竣工面积:累计值 (万平米).....	9
图表 17: 商品房销售面积:累计值 (万平米).....	9
图表 18: 零售额:家具类:当月值 (亿元).....	9
图表 19: 销售额:建材家居卖场:当月值 (亿元).....	9
图表 20: COMEX 黄金 (美元/盎司).....	10
图表 21: COMEX 白银 (美元/盎司).....	10
图表 22: 零售额:金银珠宝类:当月值 (亿元).....	10
图表 23: 进口价格指数:(HS4):钻石、不论是否加工、但未镶嵌.....	10

1、行情回顾

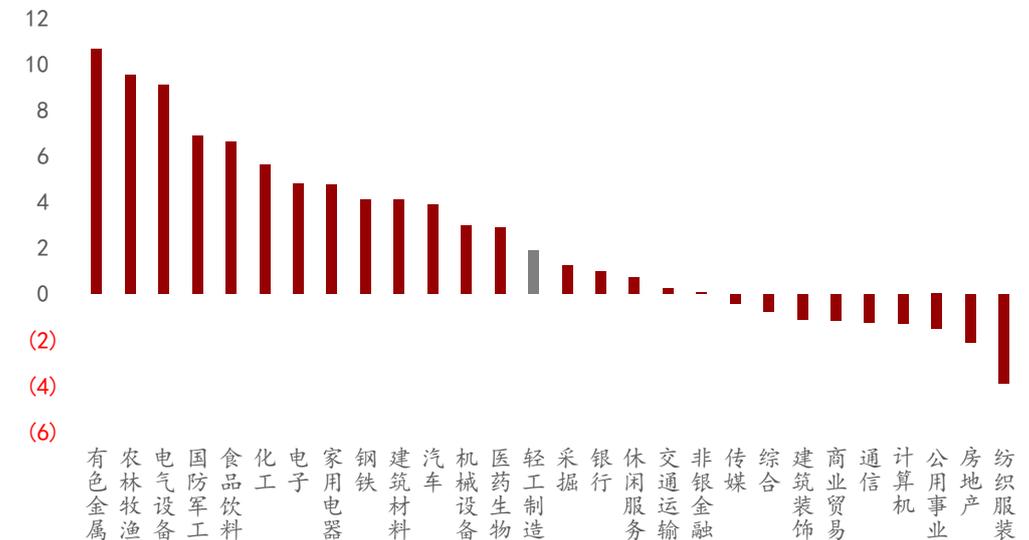
上周（2021年1月4日-2021年1月8日）上证综指上涨2.79%、申万轻工制造指数上涨1.91%，申万轻工制造指数跑输上证综指0.88个百分点，在申万28个一级行业指数涨跌幅排第16。年初至今上证综指上涨2.79%、申万轻工制造指数上涨1.91%，申万轻工制造指数跑输上证综指0.88个百分点，在申万28个一级子行业中涨幅排名第14。

图表1：上周轻工制造板块涨跌幅（%）位列第14



资料来源：Wind，万联证券研究所

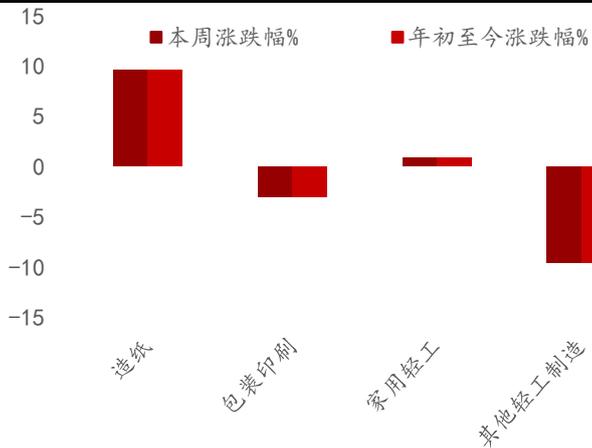
图表2：年初至今轻工制造板块涨跌幅（%）位列第14



资料来源：Wind，万联证券研究所

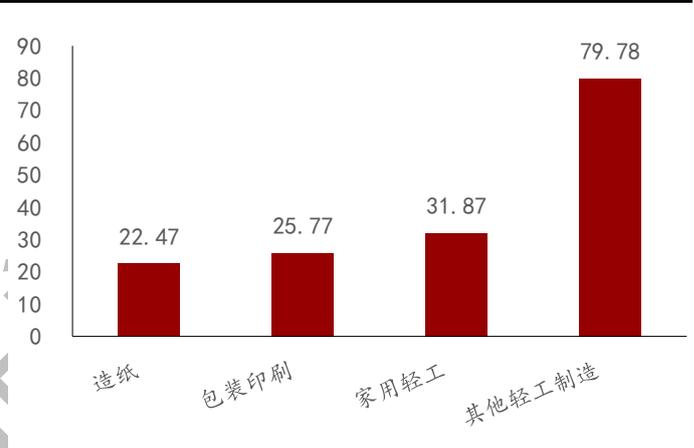
二级子板块方面：上周各二级细分板块情况如下，造纸9.60%、包装印刷-3.04%、家用轻工0.87%、其他轻工制造-9.61%。板块的PE估值为造纸22.47、包装印刷25.77、家用轻工31.87、其他轻工制造79.78。

图表3：二级子板块周涨跌幅(%)情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

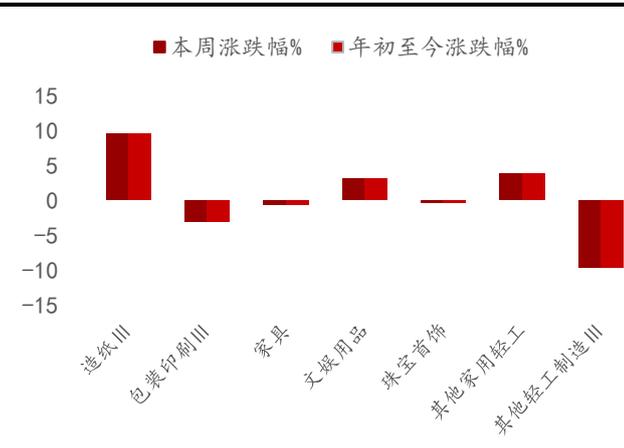
图表4：二级子板块PE估值情况_20210108



资料来源：Wind，万联证券研究所

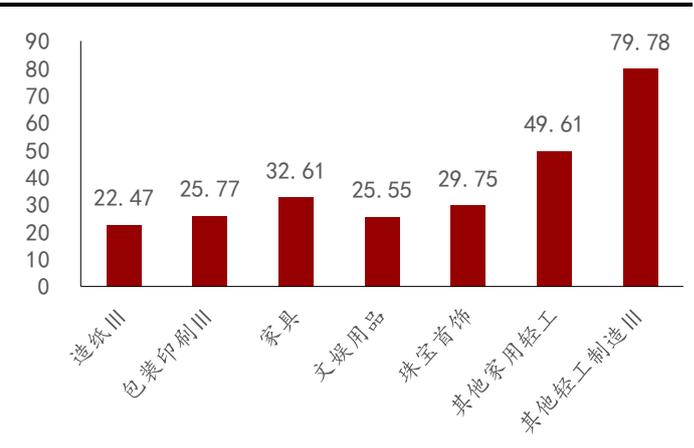
三级子板块方面：上周造纸III9.60%、包装印刷III-3.04%、家具-0.69%、文娱用品3.14%、珠宝首饰-0.32%、其他家用轻工3.85%、其他轻工制造III-9.61%。板块的PE估值为造纸III22.47、包装印刷III25.77、家具32.61、文娱用品25.55、珠宝首饰29.75、其他家用轻工49.61、其他轻工制造III79.78。

图表5：三级子板块周涨跌幅(%)情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：三级子板块PE估值情况_20210108



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7：个股周涨跌情况_20210108

领涨股票			领跌股票		
股票代码	股票名称	涨跌幅 (%)	股票代码	股票名称	涨跌幅 (%)
600793.SH	宜宾纸业	35.36	000695.SZ	滨海能源	-23.38
000488.SZ	晨鸣纸业	19.94	000812.SZ	陕西金叶	-16.30
002511.SZ	中顺洁柔	18.40	603022.SH	新通联	-15.93
603195.SH	公牛集团	18.20	002799.SZ	环球印务	-13.58
002078.SZ	太阳纸业	16.42	002862.SZ	实丰文化	-12.62
600978.SH	宜华生活	13.95	002084.SZ	海鸥住工	-12.50
600966.SH	博汇纸业	13.24	002348.SZ	高乐股份	-12.44
200488.SZ	晨鸣B	12.98	002803.SZ	吉宏股份	-11.26
600103.SH	青山纸业	10.05	002969.SZ	嘉美包装	-11.11
002571.SZ	德力股份	9.27	603208.SH	江山欧派	-10.52

资料来源：wind, 万联证券研究所

2、过去一周上市公司重要公告

图表8：过去一周上市公司重要公告

部分股票期权 注销完成	1月4日	蒙娜丽莎	根据公司《2018年股票期权激励计划(草案)》以及公司2018年第四次临时股东大会的授权,董事会同意注销因第一个行权期限届满尚未行权的股票期权9.18万份,注销因激励对象2019年度绩效考核未达标未能行权的股票期权4.131万份,合计注销的股票期权数量为13.311万份,占目前公司总股本的0.03%。
股权收购框架协议	1月4日	蒙娜丽莎	普京陶瓷是一家主要从事建筑陶瓷研发、生产、销售的公司。普京陶瓷拟以其现有土地(约980亩工业用地)、地上房产(包括但不限于厂房、办公楼、员工宿舍、仓库等)、9条陶瓷生产线(年产陶瓷砖、陶瓷板约4,000万平方米)及与日常经营相关的其他设备、设施等通过作价出资方式置入其全资子公司至美善德。蒙娜丽莎公司拟以支付现金的方式受让普京陶瓷持有的至美善德股权并成为至美善德的控股股东。
解除质押	1月5日	梦百合	公司)控股股东倪张根先生本次解质股份13333333股,占其所持股份7.23%,占公司总股本3.56%,9解质时间为2020年12月31日。
经营数据快报	1月5日	山鹰国际	山鹰国际2020年12月国内造纸板块销量58.88万吨,同比增长43.08%;12月均价3631.85元/吨,同比增长0.97%;1至12月销量493.23万吨,同比增长9.78%;1至12月均价3475.02元/吨,同比增长0.58%;包装板块销量1.50亿平方米,同比增长11.69%;12月均价3.27元/平方米,同比增长2.91%;1至12月销量14.66亿平方米,同比增长11.17%;1至12月均价3.23元/平方米,同比增长0.17%。

回购进展	1月5日	劲嘉股份	截至2020年12月31日,公司累计回购股份数量为10,275,465股,占公司目前总股本的0.7%,最高成交价为9.58元/股,最低成交价为8.51元/股,成交金额为92,063,182.73元(不含交易费用),符合公司回购股份方案及相关法律法规的要求。
减持	1月6日	晨光文具	公司股东科迎投资、杰葵投资、陈湖文、陈湖雄、陈雪玲因自身资金需求,拟自本公告披露之日起的3个交易日后6个月内,通过大宗交易的方式减持公司无限售条件流通股不超过4,387,500股、4,331,100股、3,490,700股、3,490,700股、2,700,000股,即不超过总股本的0.47%、0.47%、0.38%、0.38%、0.29%,减持价格按市场价格确定。
增资	1月6日	劲嘉集团	为更好地推进公司发展布局,拓宽新型烟草等新兴板块的发展路径及盈利来源,公司之全资子公司劲嘉科技拟对龙舞科技增资人民币300万元(其中5.018065万元用于认缴本次新增注册资本,其余294.981935万元计入龙舞科技的资本公积);劲嘉科技拟以人民币55万元受让任毅持有的龙舞科技1.1%的股权。前述交易完成后龙舞科技的注册资本增至252.408671万元,劲嘉科技持有龙舞科技3.088072%股权。
减持	1月6日	中顺洁柔	公司副总经理岳勇先生以及副总经理、董事会秘书周启超先生计划自本公告披露之日起15个交易日后的6个月内,通过集中竞价或者大宗交易的方式减持公司股份合计不超过2,759,103股,占公司总股本的0.2103%。
员工持股计划出售完毕	1月6日	中顺洁柔	截至本公告披露日,“中顺洁柔纸业股份有限公司一第二期员工持股计划”专户持有的公司股票11,709,583股已全部出售完毕。根据公司第二期员工持股计划的相关规定,本次员工持股计划实施完毕并终止,后续将进行财产清算和分配等工作。
解除质押	1月8日	劲嘉股份	公司股东复星安泰本次解除质押股份86454987股,占其所持股份62.97%,占公司总股本5.90%。
权益变动	1月8日	裕同科技	根据可转债赎回时间安排,2021年1月5日为“裕同转债”赎回日,“裕同转债”自2021年1月5日停止交易和停止转股。截止2021年1月4日,因公司可转换公司债券转股,公司股本由877,098,616股变动至937,203,288股,公司控股股东、实际控制人及其一致行动人合计持有公司的股份比例68.30%被动稀释至63.92%。
行权期采用自主行权模式	1月8日	蒙娜丽莎	根据公司《2018年股票期权激励计划(草案)》的相关规定,公司2018年股票期权激励计划第二个行权期的行权条件已成就,同意符合行权条件的121名激励对象在第二个行权期可行权397.239万份股票期权,行权价格为10.10元/股。本次第二个行权期采取

自主行权方式。

鉴于直系亲属工作规定要求，公司董事、副总裁潘金堂先生计划自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内，通过集中竞价的方式减持不超过其所持有本公司股票总数 25% 的股份，即减持最高不超过 983,387 股，占公司总股本比例为 0.0214%，若上述减持期间公司有送股、资本公积金转增股本等股份变动事项，对该数量进行相应调整。减持价格视市场价格确定。

减持 1月8日 山鹰国际

公司股东管佩伟在 2020 年 7 月 6 日至 2021 年 1 月 6 日通过集中竞价方式减持股票 27,500 股，减持比例 0.0038%，减持均价 27.74 元/股；公司股东夏洪川在 2020 年 7 月 6 日至 2021 年 1 月 6 日通过集中竞价方式减持股票 47,500 股，减持比例 0.0065%，减持均价 27.73 元/股。

减持期限届满 1月8日 周大生

公司拟使用自有资金公司以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股股份，回购股份将全部用于股权激励计划或员工持股计划。本次回购总金额为 18,000 万元-36,000 万元，回购价格不超过 31.515 元/股（含），预计回购股份 5,711,566 股-11,423,131 股，分别占公司总股本的比例为 0.44%-0.87%，回购实施期限为自董事会审议通过之日起 12 个月内。

回购 1月9日 中顺洁柔

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3、行业数据跟踪

3.1 造纸：漂针浆、漂阔浆价格继续上涨

上周，上期所纸浆期货收于 6109.19 元/吨，比前一周上涨 351.56 元/吨，原料方面漂针浆、漂阔浆价格较上周继续上涨，而细分纸品方面，近期，废纸、白卡纸价格呈现上涨态势，双胶纸 12 月价格较 11 月有所反弹。

图表 9：漂针浆中纸指数（2013 年 1 月 1 日=100）



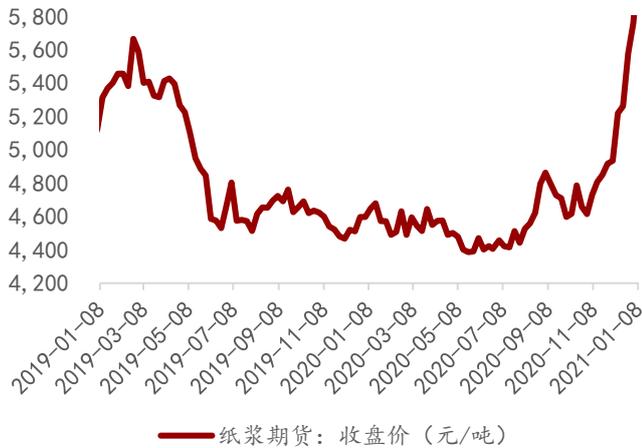
图表 10：漂阔浆中纸指数（2013 年 1 月 1 日=100）



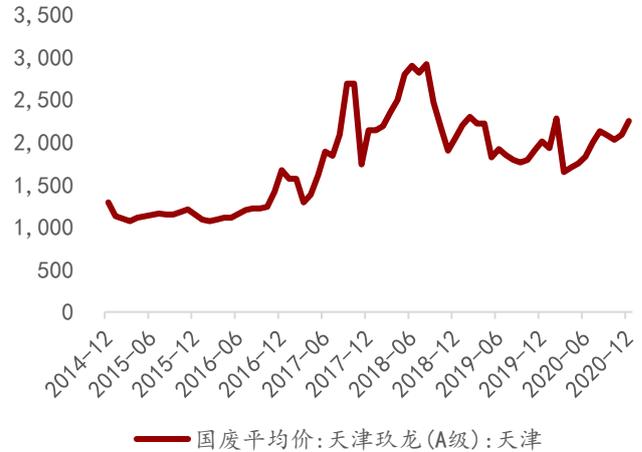
资料来源：Wind，万联证券研究所

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11: 纸浆期货收盘价 (元/吨)



图表12: 国庆均价:天津玖龙(A级) (元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 国内均价:白卡纸:山东博汇 (元/吨)



图表14: 均价:双胶纸:华夏太阳:华南 (元/吨)



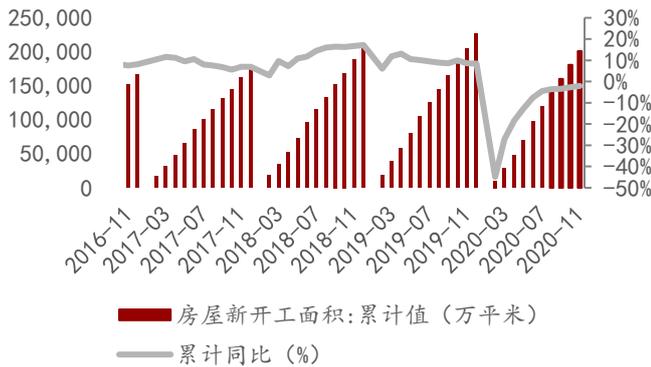
资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.2 家具:行业持续复苏

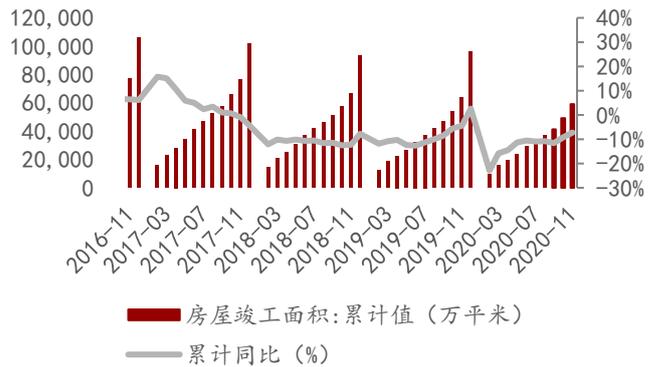
从下游地产行业的数据来看,近两月房屋新开工面积、竣工面积、销售面积均持续改善,1-11月房屋新开工面积累计同比均已恢复至-2.00%,竣工面积累计同比恢复至-7.30%,同时商品房的销售面积累计同比恢复至+1.30%。而从家具销售来看,11月家具零售额同比-2.20%,而建材家具卖场销售额也从2月同比-99.2%恢复至11月同比-3.98%。

图表15: 房屋新开工面积:累计值 (万平方米)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 房屋竣工面积:累计值 (万平方米)



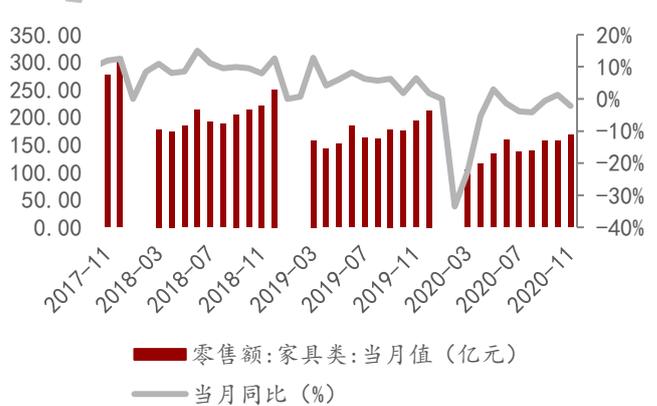
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 商品房销售面积:累计值 (万平方米)



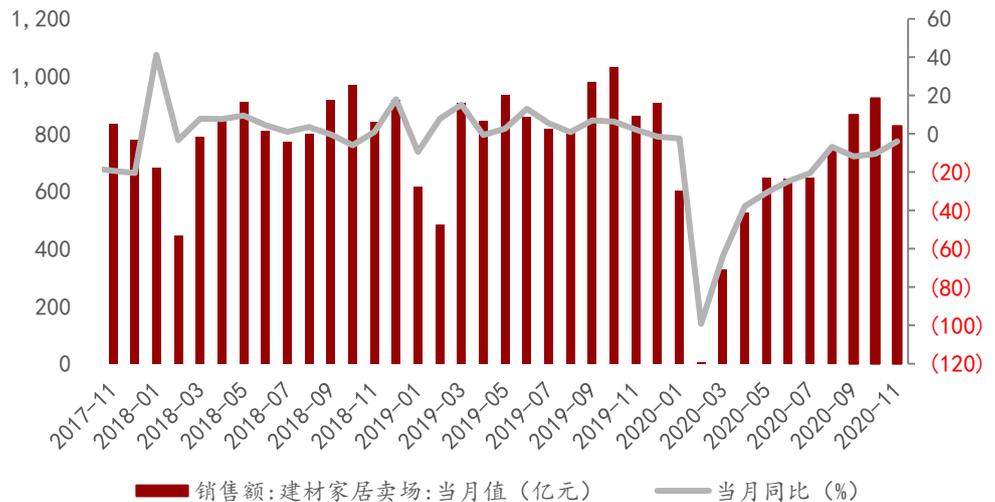
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 零售额:家具类:当月值 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 销售额:建材家居卖场:当月值 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.3 珠宝:黄金、白银价格有所下跌

上周, COMEX 黄金下跌 51.70 美元至 1849.90 美元/盎司, COMEX 白银下跌 1.03 美元至 25.50 美元/盎司。与此同时, 金银珠宝社零也从 2 月的同比-41.1%恢复到 11 月的 24.80%。我们判断, 延后性的婚假刚需集中在 2020H2 和 2021 年释放, 加上 2020H1 疫情原因导致行业出清, 黄金珠宝龙头将受益。

图表 20: COMEX 黄金 (美元/盎司)

图表 21: COMEX 白银 (美元/盎司)

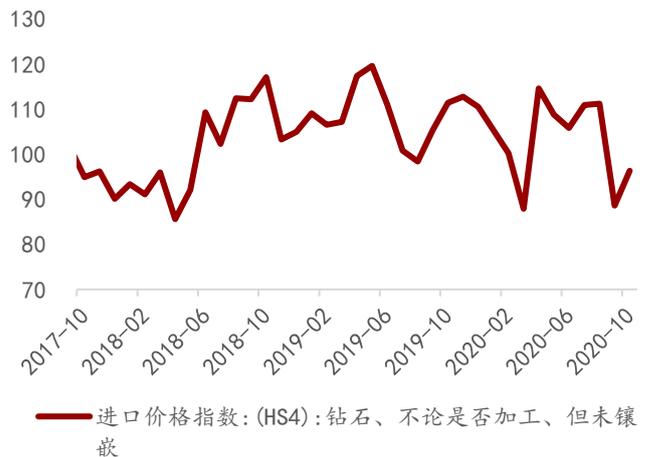
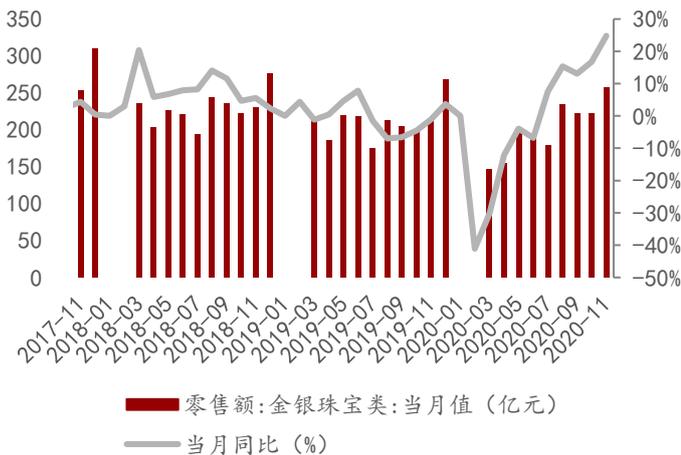


资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 22: 零售额:金银珠宝类:当月值 (亿元)

图表 23: 进口价格指数: (HS4): 钻石、不论是否加工、但未镶嵌



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

4、行业重要事件

纸张价格上涨直逼猪肉 要囤卫生纸吗

据媒体报道，在一些纸企2020年12月7日发布第一波涨价函不到10天后，陕西、河北、山西、江西、浙江等地企业陆续发布第二波涨价函，普遍“上调200元/吨”。此后，蔗渣浆生活用纸主要产地的广西纸企也宣布涨价。

其实不仅是生活用纸，文化纸亦齐刷刷涨价。受升级版“限塑令”影响，白卡纸价格亦反弹明显。除了文化纸、生活用纸，在玖龙等包装纸龙头纸企带领下，瓦楞纸、箱纸、白板纸等包装纸种也陆续传出涨价消息。（中国纸网）

<http://www.paper.com.cn/news/daynews/2021/210106094340424595.htm>

市场观察 生活用纸市场涨势较浓

2020年12月7日前后，纸浆期货盘面开始出现拉涨动作，12月16日前后新一轮进口木浆外盘陆续公布，提涨空间在20-50美元/吨，对纸浆期货市场产生一定信心，加之业内传闻个别龙头纸企有偏高价位采购现货浆板现象，市场对涨价多较乐观。

在进口木浆期货与外盘同涨的共振之下，部分生活用纸企业被动跟涨纸价。主要原因在于，除少数大型纸企库存相对乐观外，部分中小型纸企原料储备量偏小，经过消耗后存在刚性补库需求，因而成本面压力渐增，若不跟随上调原纸价格，则将面临停产的风险。（中国纸网）

<http://www.paper.com.cn/news/daynews/2021/210107091345761743.htm>

2021年第一轮纸板涨价潮来势汹汹

早在元旦假期之前，国内包装市场就已暗流涌动，浙江、福建、江西、湖南等地多家纸板厂宣布涨价。元旦假期结束之后，涨价范围蔓延南北，华东、华中、华北等地的纸板涨价函纷至沓来，直接开启了2021年第一轮纸板涨价潮。

纸板价格上涨，离不开原纸价格的上升。据了解，2020年12月份以来，国内纸价节节攀高，无论是瓦楞纸、箱板纸，还是白卡纸、白板纸，均呈现不同幅度的上升。龙头纸厂凭借自身的行业地位，不仅涨价频率高，涨幅也相对较大。（中国纸网）

<http://www.paper.com.cn/news/daynews/2021/210107092321525495.htm>

纸浆期货连连报涨 后期纸浆新增产能增幅收紧？

2021年1月6日，纸浆期货价格高开高走，最高点在5960元/吨，现货市场价格随市跟涨，业者关注度持续抬升。

具体展开情况来看，供应面出现小幅紧缩，需求面增量有限，宏观面诸多利好支撑。

供应面来看，2020年前11个月中国针叶浆进口量下降1.52%，主要地区及港口纸浆库存区间整理为主；从全球发运数据来看，11月全球针叶浆发运量下降5.2%，其中发运

到中国的量下降9.6%，标准方式计算下库存天数较上月下降1天，整体供应面略偏紧。需求面来看，生活用纸受成本面影响被动推涨，而二轮涨价函刺激下，原纸库存窄幅去库，利好于支撑浆市。政策方面来看，废纸年底零进口因素影响下，包装用纸原料缺口刺激国内外浆厂转产本色浆，间接支撑针叶浆价格。宏观面来看，中欧投资协定谈判完成、通胀预期、疫苗等利多消息支撑浆市。（中国纸网）

<http://www.paper.com.cn/news/daynews/2021/210108091510399470.htm>

限塑令首周：纸盒、纸吸管都没货 纸厂满负荷生产

“限塑令”实施第一周，记者采访多家包装厂发现，塑料制品的替代品纸盒、纸吸管均没有现货。一厂家告诉记者：“现在订单非常紧张。我们报的是最近的价格，如果原材料有大幅变动，我们的价格也可能调整。”

同时，生产厂家也在满负荷生产。温州市苍南县的一家纸业生产厂家告诉记者：“我们已经24小时满负荷生产，销量特别好，供不应求。由于忙不过来，那些在纸盒、纸袋上有印刷需求的订单已经不接了。”（中国纸网）

<http://www.paper.com.cn/news/daynews/2021/210108104756836118.htm>

5、投资建议

1) 造纸：上期所纸浆期货收于6109.19元/吨，继续上涨。白卡纸、废纸价格持续反弹。建议关注下游需求回暖、“限塑令”下白卡替代且具有成本优势和提价权的白卡纸龙头企业；

2) 家居：近期房屋新开工面积、竣工面积、销售面积累计同比均持续改善。受益于消费升级与精装房大趋势，定制家居的需求有望进一步释放，建议关注定制家居龙头公司。

3) 黄金珠宝：根据国家统计局数据，金银珠宝社零从2月的同比-41.1%恢复到11月的+24.80%。短期延后性婚嫁需求的释放以及上半年疫情导致行业出清，我们继续看好黄金珠宝龙头企业。

4) 文娱用品：11月限额以上文化办公用品零售额同比+11.20%，较10月基本持平。随着疫情得到进一步控制，下学期开学目前正在顺利进行；下半年办公文具有望保持良好增长态势，叠加线下销售渠道逐渐恢复，看好相关优质文具标的。

6、风险提示

疫情反复风险、原材料价格大幅波动风险、行业竞争加剧风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场