

证券研究报告—深度报告

轻工

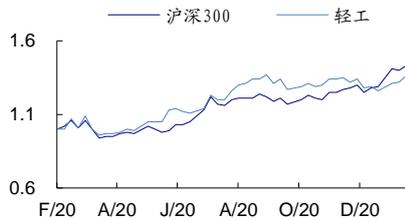
轻工行业 2 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 01 月 29 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《国信证券-轻工 2021 年投资策略:潮流浩荡, 精益求精》——2020-11-25
《轻工 2020 年中期策略: 逐鹿消费原野, 乘风破浪造海洋》——2020-07-13
《重大事件快评: 23 部门联合发文促消费, 轻工细分赛道受益》——2020-03-16
《轻工行业点评: 短期一次性冲击对行业龙头影响有限》——2020-02-13
《造纸行业系列专题之一: 访今篇: 产业链上下游梳理》——2020-02-09

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307
E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003
联系人: 蔡志明
电话: 010-88005330
E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

行业投资策略

电子烟品牌龙头上市, 产业链热度持续

● 市场回顾: 消费属性和顺周期龙头表现最佳

轻工制造指数 1 月 4 日至今整体表现较弱, 跑输沪深 300。各细分板块中股价分化明显, 龙头企业表现不俗。在当前经济复苏、利率处于低位的大环境中, 顺周期品种和业绩确定性较强的消费龙头受到市场高度关注。涨幅靠前的轻工标的主要有如下特征: 1) 在轻工行业当中市值排名靠前; 2) 兼具消费和成长属性; 3) 在产业链中拥有较强定价权。

● 关注电子烟渗透率提升带来的产业链机遇

新型烟草作为减害的替烟产品和娱乐消费品均具备广阔的发展前景。2019 年全球烟草减害产品和电子烟市场规模分别为 631、352 亿美元, 2020-2023 年复合增速分别为 17.4%、21.9%。经过近两年的发展, 电子烟在国内消费者中的认知度和渗透率均有所提升, 2019 年电子烟渗透率为 1.2%。我们认为随着以悦刻为首的各品牌商不断提升产品体验, 完善渠道布局, 电子烟渗透率有望维持高速增长趋势, 进而带动产业链相关企业迎来黄金发展期。

● 把握全球经济复苏下造纸行业顺周期机遇

2020 年二季度以来我国疫情逐步得到控制, 率先在全球恢复经济正常运转。由于海外疫情防控形势严峻, 复工复产较为困难, 各国家和地区对中国产品的需求激增, 加之全球“宽货币+强财政”刺激对总需求的拉动, 我国 PPI 自 2020 年 6 月以来不断改善, 出口额同比增速持续攀升。在宏观景气向上的环境中, 造纸中的箱板、瓦楞、白卡、白板纸等与社会商贸流通、出口密切相关的顺周期纸种价格亦有大幅改善。

全球主要国家短期内退出刺激政策的可能性较小。在全球经济共振复苏的大背景下, 对各类包装用纸旺盛的需求有望推动行业景气度持续上行。成本端废纸和木浆价格上行对包装纸企业盈利影响较小, 中游包装纸企业能够通过提价向下游转移部分成本甚至提高自身盈利水平。

● 推荐标的:

重点推荐有望在低利率环境中享有估值溢价的业绩成长确定性较强的行业龙头晨光文具、中顺洁柔、公牛集团、太阳纸业; 和受益于大陆机构投资者港股配置比例增加, 有望在市场高关注度下迎来系统性估值提升的港股优质企业思摩尔国际、玖龙纸业等; 以及电子烟品牌龙头雾芯科技。

● 风险提示:

宏观环境发生变化, 影响当前定价体系; 国内和海外疫情反复, 影响企业正常生产经营和需求。

部分相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
603195	公牛集团	买入	223.50	1,342.37	5.64	6.81	39.63	32.82
603899	晨光文具	买入	95.50	885.69	1.79	2.09	53.35	45.69
06969	思摩尔国际	买入	66.73	3,923.27	0.89	1.18	74.98	56.55
002078	太阳纸业	买入	16.51	433.41	0.96	1.07	17.20	15.43
002511	中顺洁柔	买入	24.03	315.20	0.98	1.10	24.52	21.85

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

悦刻美股上市，或带动电子烟渗透率加速提升.....	4
把握大陆资金南下的系统性机会.....	6
港股部分优质标的简介.....	7
市场回顾：整体弱于沪深 300.....	10
拥抱消费和顺周期龙头.....	12
公募基金持仓占比环比改善.....	13
行业重要公告.....	14
造纸：复苏未竟，景气向上.....	16
成品纸：包装纸稳中有升，文化纸维持震荡.....	16
原材料：废纸维持涨势，木浆价格大幅上行.....	17
家居：下游地产整体平稳.....	18
包装：利润率或受纸价上涨压制.....	19
需求恢复良好，利润率或受上游压制.....	19
推荐标的.....	20
风险提示.....	20
国信证券投资评级.....	21
分析师承诺.....	21
风险提示.....	21
证券投资咨询业务的说明.....	21

图表目录

图 1: 悦刻旗下产品示意图	4
图 2: 电子烟市场规模 (亿美元)	5
图 3: 中国电子烟渗透率	5
图 4: 烟杆和烟弹出货量 (万)	5
图 5: 烟弹除以烟杆出货量比	5
图 6: 悦刻的增长飞轮	6
图 7: 收入和同比增速 (亿元)	7
图 8: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)	7
图 9: 收入和同比增速 (亿元)	8
图 10: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)	8
图 11: 收入和同比增速 (亿元)	8
图 12: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)	8
图 13: 收入和同比增速 (亿元)	9
图 14: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)	9
图 15: 收入和同比增速 (亿元)	9
图 16: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)	9
图 17: 收入和同比增速 (亿元)	10
图 18: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)	10
图 19: 轻工 2020 年年初至今涨跌幅 (截至 1 月 27 日)	10
图 20: 轻工 2021 年 1 月至今涨跌幅 (截至 1 月 27 日)	10
图 21: 申万一级行业 1 月至今涨跌幅排名 (截至 2021.1.27)	11
图 22: 造纸指数 2021 年 1 月-今涨跌幅 (不含生活用纸)	11
图 23: 生活用纸指数 2021 年 1 月-今涨跌幅	11
图 24: 包装印刷指数 2021 年 1 月至今涨跌幅	11
图 25: 家居指数 2021 年 1 月至今涨跌幅	11
图 26: 文具指数 2021 年 1 月至今涨跌幅	12
图 27: 前十大重仓股中轻工行业标的市值之与环比 (亿元)	13
图 28: 轻工行业重仓股市值占公募基金重仓股市值比例	13
图 29: PPI	16
图 30: 出口额当月同比	16
图 31: 箱板纸价格 (元/吨)	16
图 32: 瓦楞纸价格 (元/吨)	16
图 33: 双胶纸和铜版纸价格 (元/吨)	17
图 34: 白卡纸和白板纸价格 (元/吨)	17
图 35: 国废黄板纸和美废 11# 价格 (元/吨)	17
图 36: 漂针浆和漂阔浆价格 (元/吨)	17
图 37: 国内纸浆期货库存 (吨)	18
图 38: 房屋开工与竣工面积增速 (%)	18
图 39: 商品房累计销售面积和同比增速 (万平方米)	19
图 40: 住宅销售面积和同比增速 (万平方米)	19
图 41: 社会消费品零售总额当月同比 (%)	19
图 42: 烟酒类零售总额当月同比 (%)	19
图 43: 快递发件数和同比增速 (亿件)	20
图 44: 通讯器材零售额和同比增速 (亿元)	20
表 1: 悦刻旗下产品情况	4
表 2: 港股轻工行业部分上市公司 (截至 2021.1.27)	6
表 3: 港股轻工部分上市公司 2019 财年财务指标	7
表 4: 港股部分轻工行业盈利预测和估值 (截至 2021.1.27)	10
表 5: 两地市场轻工行业 1 月 4 日以来涨幅排名靠前标的 (截至 2021.1.27)	12
表 6: 轻工各细分行业在公募基金前十大重仓股中的市值 (亿元)	13
表 7: 近 8 个季度轻工行业在公募基金十大重仓股中被持有市值排名前 20 的标的 ...	14
表 8: 重点覆盖公司估值表 (截至 2021.1.27)	20

悦刻美股上市，或带动电子烟渗透率加速提升

2021年1月22日，国内最大的电子烟品牌商雾芯科技（悦刻）正式于美股上市交易，首个交易日上涨145.92%，收盘价29.51美元，收盘市值458.38亿美元。

中国电子烟市场领导者。悦刻成立于2018年，是国内最大的雾化电子烟品牌，中国市场占有率达62.6%。产品方面，公司旗下拥有5款可换弹电子烟和2款一次性电子烟，在价格和外观设计上实现了对各个收入水平和年龄段人群的覆盖。渠道方面，截至2020年9月30日，公司共有自营专卖店20余家，合作经销商110个，授权店约10万余家。

表 1：悦刻旗下产品情况

产品名	类型	价格（元）	套装配置	口味数量	配色数量
悦刻云白	一次性	39	1支	7种	1种
悦刻幻影	可换弹	268	1杆	7种	5种
悦刻一代	可换弹	299	1杆2弹	16种	11种
悦刻阿尔法	可换弹	399	1杆2弹	17种	6种
悦刻灵点	可换弹	450	1杆4弹	15种	10种
悦刻无限	可换弹	268	1杆	13种	8种
小悦刻	一次性	39、49	1支	12种	1种

资料来源：悦刻 APP “RELX ME”，国信证券经济研究所整理

图 1：悦刻旗下产品示意图



悦刻云白

悦刻幻影

悦刻一代

悦刻阿尔法

悦刻灵点

悦刻无限

小悦刻

资料来源：悦刻 APP “RELX ME”，国信证券经济研究所整理

新型烟草方兴未艾，雾化电子烟渗透率有望逐步提升。无论是作为减害的替烟产品或是全新的娱乐消费品，新型烟草都具备广阔的发展前景。据 CIC 统计，2019 年全球烟草减害品市场规模约 631 亿美元，预计 2020-2023 年复合增速为 17.4%；其中电子烟 2019 年市场规模 352 亿美元，2020-2023 年复合增速为 21.9%。

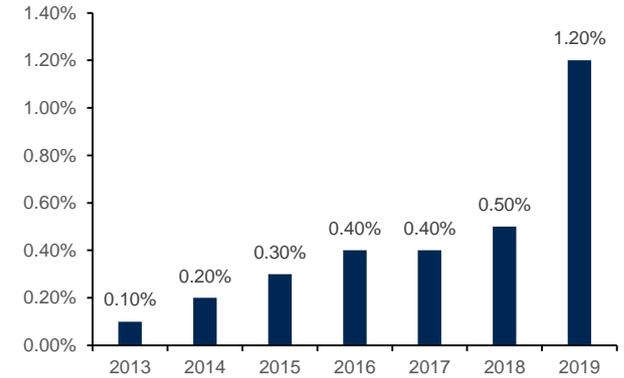
中国市场方面，2019 年中国电子烟市场规模 15 亿美元，预计 2020-2023 年复合增速为 65.3%。国内电子烟市场于 2019 年爆发，整体渗透率大幅提高。各品牌商在品牌营销，渠道建设方面均开始发力。但整体而言，当前中国电子烟渗透率仍然极低，2019 年渗透率仅为 1.2%。随着公众认知程度的不断深化、产品体验的持续改良，电子烟有望在未来几年迎来黄金发展期。

图 2: 电子烟市场规模 (亿美元)



资料来源: 雾芯科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

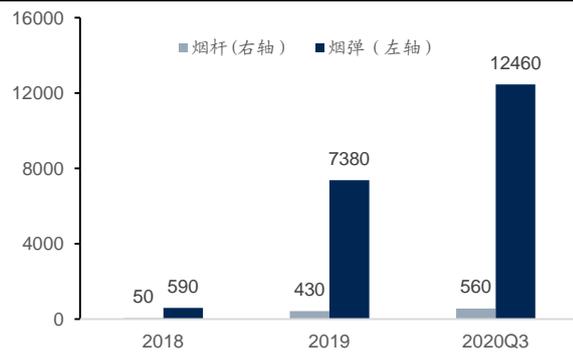
图 3: 中国电子烟渗透率



资料来源: 雾芯科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

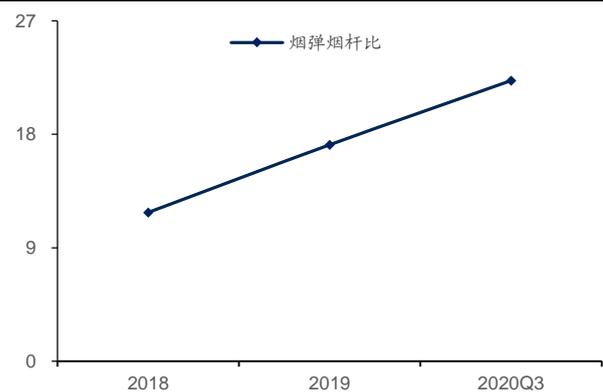
业绩高速增长, 出货量持续加速。公司 2018-2020 前三季度收入分别为 1.33、15.49、22.01 亿元; 烟杆出货量分别为 50、430、560 万杆, 烟弹出货量分别为 590、7380、12460 万粒, 2020 年出货量明显加速; 烟弹除以烟杆比 (用于衡量复购率, 数值越高, 复购率和客户粘性越高) 分别为 11.8、17.2、22.3。

图 4: 烟杆和烟弹出货量 (万)



资料来源: 雾芯科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

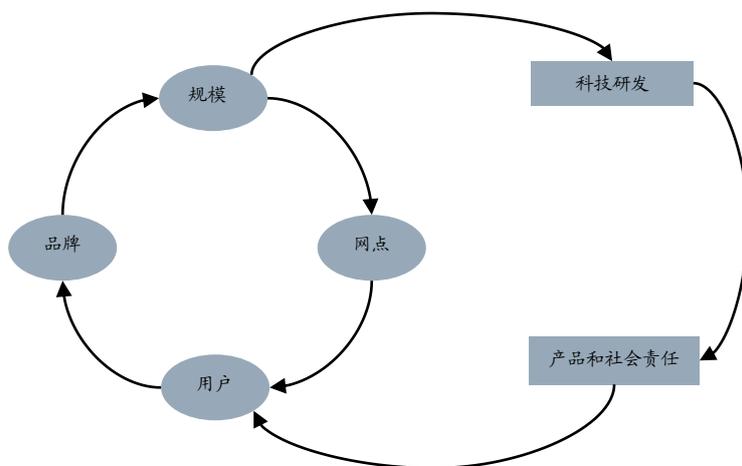
图 5: 烟弹除以烟杆出货量比



资料来源: 雾芯科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

“品牌+品质”带动复购, “复购+渠道”构建正向飞轮。悦刻在近两年的发展中已经成为了国内规模最大、知名度最高的电子烟品牌。在产品端, 悦刻通过与全球电子烟代工龙头思摩尔国际深度绑定, 保证了大批量生产下的质量与产品体验, 进而能够维持较高的客户满意度与复购率。凭借“良好体验+高复购率”这一基本盘, 公司能以较低的成本撬动渠道商不断开店扩张, 提升出货量, 从而构建起正向的增长飞轮。

图 6: 悦刻的增长飞轮



资料来源：雾芯科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

悦刻上市意义非凡，或带动国内电子烟市场加速繁荣。悦刻此次在美上市将进一步巩固并提升其品牌形象，同时为其新品研发迭代、线下门店扩张注入充足资金。雾化电子烟的产品认知度和渗透率有望在以悦刻为代表的头部品牌提速扩张的带领下持续提升，进而带动产业链上下游进入加速发展的黄金时期。

把握大陆资金南下的系统性机会

我们关注到，2021年1月以来，南下资金累计净流入创历史新高。在两地市场互联互通发展日渐成熟的大背景下，近年来越来越多的新发内资基金已经将港股通的股票投资比例提高到30-50%。我们预计，后续将有更多南下资金开始布局港股市场。而港股市场上优质赛道中的头部公司，以及一些A股稀缺标的，将有望获得进一步的关注、挖掘，其定价也将更加透明和公允。因此，强烈建议各位投资者积极关注港股优质板块和公司的投资机遇。

港股市场中的轻工行业公司虽然数量不算很多，但很多都质地优异、上市已久，并为投资人创造了理想的回报。近年来，以思摩尔国际和蓝月亮为代表的新经济、新概念龙头登陆港股，也让投资人的选择更加充裕。

港股轻工行业部分上市公司的情况如下：

表 2: 港股轻工行业部分上市公司（截至 2021.1.27）

证券代码	证券简称	主营业务	是否纳入港股通	市值（亿元）	港股通自由流通股持股占比
2689.HK	玖龙纸业	箱板、瓦楞、白板纸	沪、深港通	467	5.04%
2314.HK	理文造纸	箱板、瓦楞、生活用纸	沪、深港通	236	1.33%
1044.HK	恒安国际	生活用纸	沪、深港通	551	2.62%
3331.HK	维达国际	生活用纸	沪、深港通	259	7.56%
1999.HK	敏华控股	功能沙发	沪、深港通	590	65.54%
6969.HK	思摩尔国际	电子烟代工	沪、深港通	3923	28.45%
6993.HK	蓝月亮	洗衣液、洗手液	暂未纳入	782	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 3: 港股轻工部分上市公司 2019 财年财务指标

证券代码	证券简称	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	资产负债率 (%)
2689.HK	玖龙纸业	2.85	3.11	1.74	15.44	7.08	53.07
2314.HK	理文造纸	2.22	4.22	1.18	18.76	11.98	40.04
1044.HK	恒安国际	14.19	5.69	3.35	38.63	17.36	58.02
3331.HK	维达国际	16.01	5.32	1.32	31.01	7.08	50.92
1999.HK	敏华控股	16.23	5.04	1.24	36.38	13.72	45.26
6969.HK	思摩尔国际	2.07	4.29	0.24	44.05	28.55	77.75
6993.HK	蓝月亮	32.90	10.59	0.46	64.16	15.29	43.20

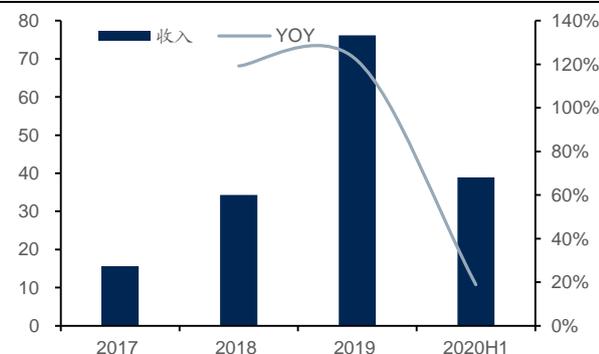
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

港股部分优质标的简介

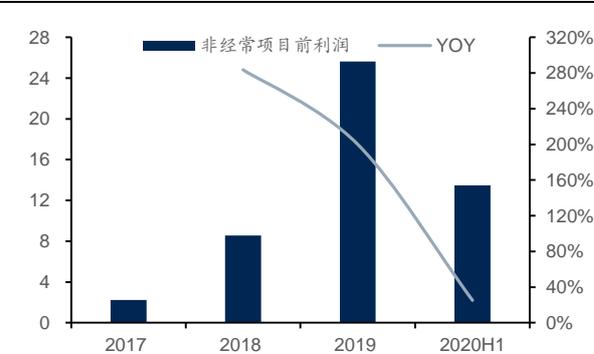
思摩尔国际: 电子烟概念第一股, 中游制造领风骚

思摩尔国际是全球最大的电子烟代工龙头。2019 年占全球代工市场份额的 16.5%。主要业务包括: 1) to B 业务: 为全球大型烟草公司和其他电子烟品牌制造封闭式电子雾化设备、电子雾化组件。2) to C 业务: 自有品牌电子烟 (大烟雾) 的研发设计、制造销售。据弗若斯特沙利文统计, 电子烟行业 2019 年市场规模为 367 亿美元, 在烟草市场中的渗透率仅为 4.2%。2019-2024 年电子烟市场规模复合增速有望达到 24.9%。

公司上市后由于疫情原因, 2020 上半年收入利润增速受到一定冲击, 叠加 PMTA 审核的不确定性因素, 股价在 2020 年 10 月前持续受到压制。但随着疫情缓解, 下游品牌商开店加速, 电子烟出货放量, 公司 2020 年单三季度收入利润增速环比提升。加之自有品牌通过 PMTA 审核, 各种风险因素淡化后公司股价持续上行。

图 7: 收入和同比增速 (亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)


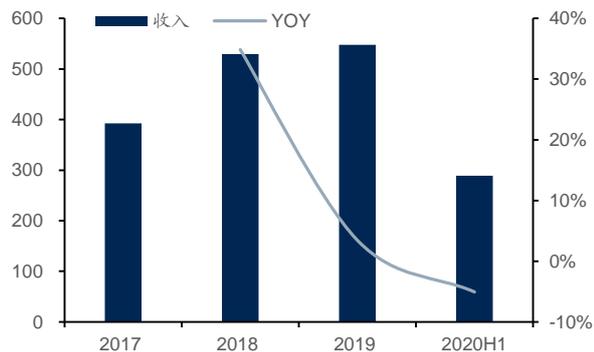
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

玖龙纸业: 包装纸全国龙头, 顺周期持续扩张

玖龙纸业产品包括箱板、瓦楞、白板和文化用纸。公司长期占据我国包装纸产能规模第一的位置, 且其规模与其他企业的差距仍在拉大。截至 2019FY, 玖龙浆纸产能合计 1589 万吨, 预计 2021 年将达到 1812 万吨。

玖龙在资金和规模上有显著优势。前者使其能够持续扩张产能, 不断扩大完善原材料获取渠道, 保障原材料供应的量与质; 后者则使其对上游废纸、下游纸板纸箱厂具备较强的议价权。在造纸主业外, 公司正在通过海外并购和国内整合等方式, 开始进入上游浆料、下游纸板和纸箱生产环节。我们认为这是公司向全球化+垂直产业链整合的国际化造纸巨头迈进的重要标志性事件。国内+国外日趋完善的原材料布局有望使公司能够在外废完全禁止后保证产品量与质的稳定, 同时能够在一定程度上削弱上游价格波动对利润率的影响; 进军下游纸箱纸板则能够有效获取更多产业链利润, 增加公司收入。

图 9：收入和同比增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：非经常项目前利润和同比增速（亿元）



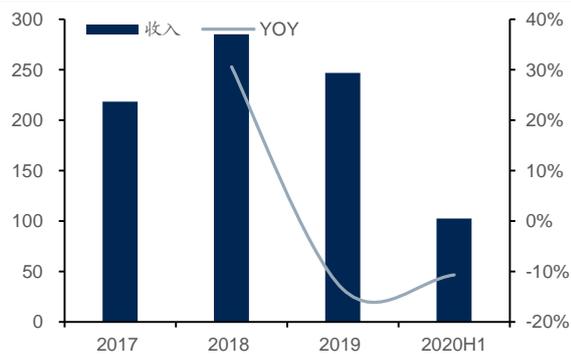
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

理文：综合型龙头纸企，布局浆料行稳致远

公司成立于1994年，2003年于港交所上市。公司目前在中国、东南亚等地拥有多个生产基地，产品包括箱板纸、白板纸、白卡纸、瓦楞纸和生活用纸。公司2019财年制浆造纸产能合计约765.5万吨，收入和归母净利润分别为246.9、29.0亿元。

公司近年来战略布局主要有两个方向：1) 建设海外浆纸基地：公司近年在东南亚地区如越南、缅甸、马来西亚等地建设浆纸产能，2019财年海外浆纸产能合计达95万吨。建立海外浆纸基地能够很好地缓解国废短缺和价格上涨的冲击。同时，东南亚轻工业的蓬勃发展催生了当地的包装用纸需求，海外生产基地亦有拓展市场之功效。2) 发展生活用纸：公司2014年涉足生活用纸业务，到2019年，公司生活用纸产能达89.5万吨，收入占比约16.9%。生活用纸业务的发展一方面可以提升公司利润率的稳定性，另一方面为公司开辟了新的增长点，增强了长期业绩的成长确定性。

图 11：收入和同比增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：非经常项目前利润和同比增速（亿元）

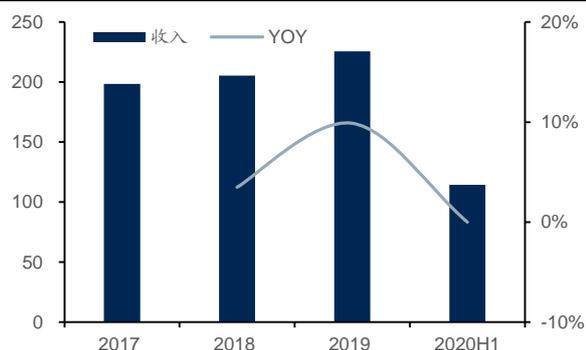


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

恒安国际：生活用品龙头，静待阿米巴整合发力

公司产品包括妇女卫生用品、纸尿裤和家庭卫生用品，其女性卫生巾、婴儿纸尿裤在中国市场知名度和占有率较高。公司线下渠道布局在各龙头纸企中较为领先，截至2018年底，公司在全国拥有3400个经销商，居于行业领先地位。公司自2017年起推行阿米巴平台化小团队经营模式，增强了销售、管理效率，并显著优化了销售、管理费用率。未来阿米巴改革能否激发出公司从研发到销售端的全面活力，值得期待。

图 13: 收入和同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)



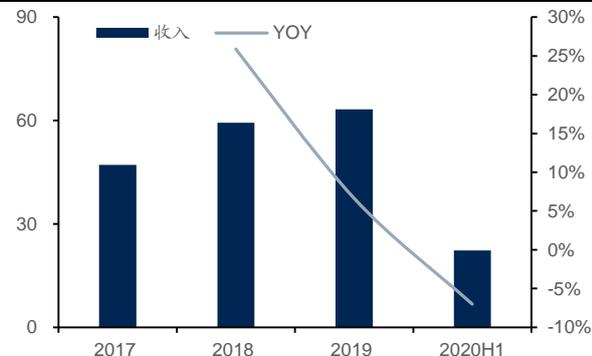
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

维达国际: 生活用纸龙头, Temple 整合见成效

公司产品包含卫生卷纸、纸巾、盒装面巾、软包抽取式面巾和湿巾、卫生巾等。维达的个人护理业务经验丰富,在东南亚取得了良好的成绩,其成人纸尿裤、婴儿纸尿裤、卫生巾等系列产品在马来西亚的市占率均排名第一。在国内老龄化问题凸显和城镇化比例提高,个人护理市场保持增长趋势的背景下,维达有望凭借自身丰富的经验不断满足消费者需求,提升品牌美誉度,增加自身市场份额。

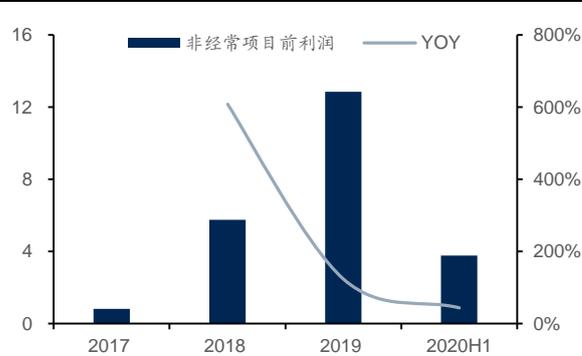
此外,公司近年来持续优化纸巾产品结构。2018 年公司新增得宝棉柔巾等高端产品。2019 年得宝棉柔巾销售额增长超 40%。高端、高利润率产品销售额和收入占比的增长,有助于缓解公司成本压力,同时巩固提升自身盈利能力。

图 15: 收入和同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)



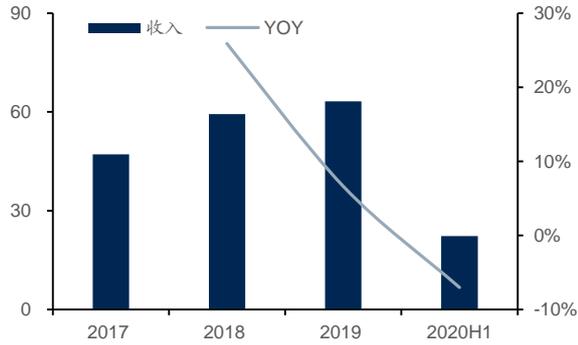
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

蓝月亮: 洗衣液第一股, 国民品牌潜力可期

公司成立于 1992 年,经过近 30 年的深耕,现已成为国内领先的家庭清洁解决方案提供商,产品包括衣物清洁护理、个人清洁护理和家居清洁护理三大系列共 77 个品种。公司洗衣液产品实现连续十一年(2009-2019)行业市场综合占有率第一,其中 2019 年达到 24.4%。

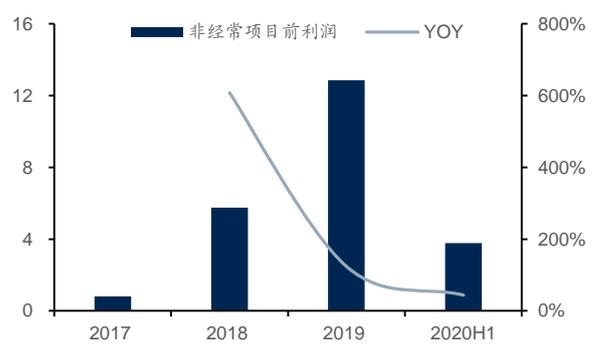
公司未来的战略方向主要有两点: 1) 通过不断投入研发推出新品,提升产品效果和用户体验,顺应市场消费升级的趋势; 2) 强化渠道覆盖,打通下沉市场,扩大旗下品牌的市场占有率。作为家庭护理用品这个长坡厚雪赛道的龙头企业,公司有望依托自身在资金、品牌、渠道等方面的优势,充分享受行业成长带来的 β 。

图 17: 收入和同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 非经常项目前利润和同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 4: 港股部分轻工行业盈利预测和估值 (截至 2021.1.27)

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (港元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
2689.HK	玖龙纸业	买入	11.94	467.34	*0.89	*1.61	*2.11	11.19	6.19	4.72
2314.HK	理文造纸	无评级	6.50	235.68	0.52	0.56	0.55	10.43	9.68	9.86
1044.HK	恒安国际	无评级	55.65	550.71	3.88	4.18	4.45	11.96	11.11	10.43
3331.HK	维达国际	无评级	25.90	259.14	1.28	1.37	1.48	16.88	15.77	14.60
1999.HK	敏华控股	无评级	17.88	589.75	0.41	0.51	0.63	36.38	29.24	23.67
6969.HK	思摩尔国际	买入	80.00	3923.27	*0.59	*0.89	*1.18	113.11	74.98	56.55
6993.HK	蓝月亮	无评级	16.00	782.00	0.20	0.27	0.36	66.73	49.43	37.07

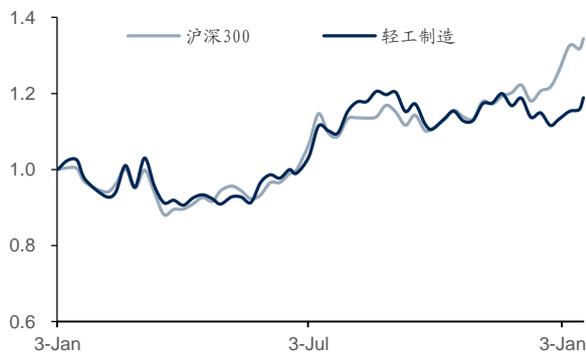
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

注: 带*数值为国信证券经济研究所预测, 其余为 Wind 一致预期; 玖龙纸业 2020 年 EPS 为真实值

市场回顾: 整体弱于沪深 300

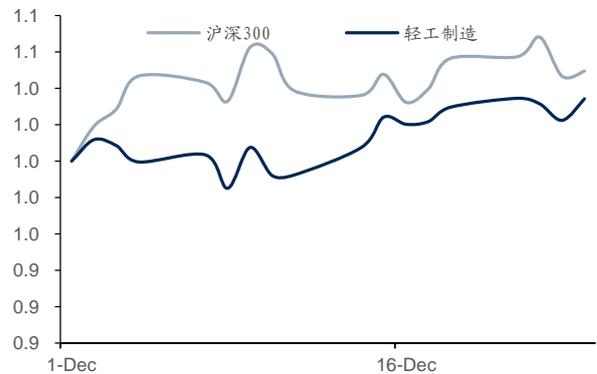
2021 年 1 月至今 (截至 2021 年 1 月 27 日) 轻工制造板块整体涨幅 3.42%, 同期沪深 300 指数涨幅 4.94%, 跑输沪深 300 指数 1.52%。根据申万一级行业划分, 轻工制造板块从 1 月至今涨幅在 28 个行业中排名第 10 位, 处于全行业中上游。

图 19: 轻工 2020 年年初至今涨跌幅 (截至 1 月 27 日)



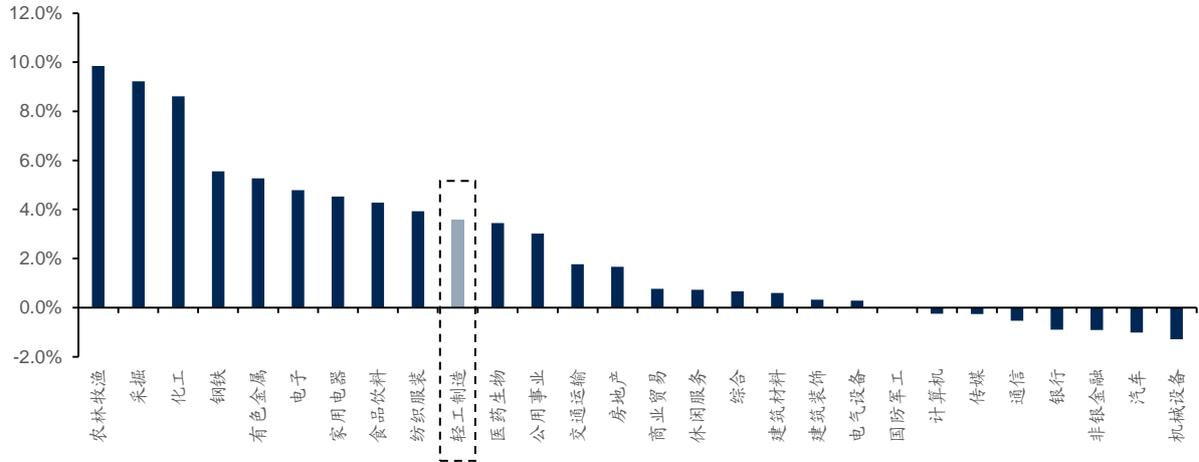
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 20: 轻工 2021 年 1 月至今涨跌幅 (截至 1 月 27 日)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

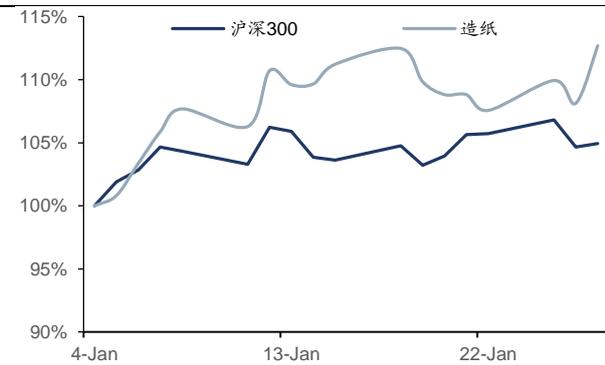
图 21: 申万一级行业 1 月至今涨跌幅排名 (截至 2021.1.27)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

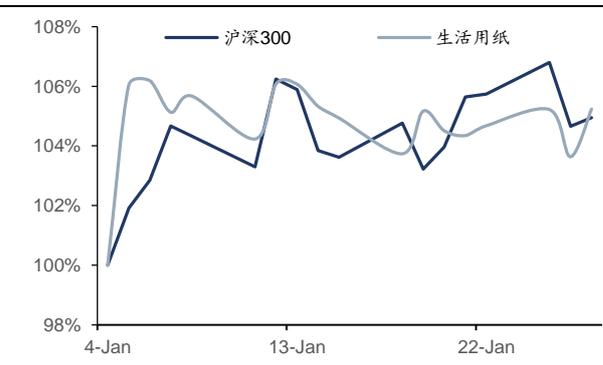
2020 年 1 月至今(截至 2021 年 1 月 27 日)各细分指数中,文具收益率 0.89%,跑输沪深 300;造纸、生活用纸和家具跑赢沪深 300,收益率分别为 12.70%、5.23%、8.80%,超额收益分别为 7.76%、0.29%、3.86%;包装印刷弱于指数,收益率为 4.37%,超额收益率分别为-0.57%。

图 22: 造纸指数 2021 年 1 月-今涨跌幅 (不含生活用纸)



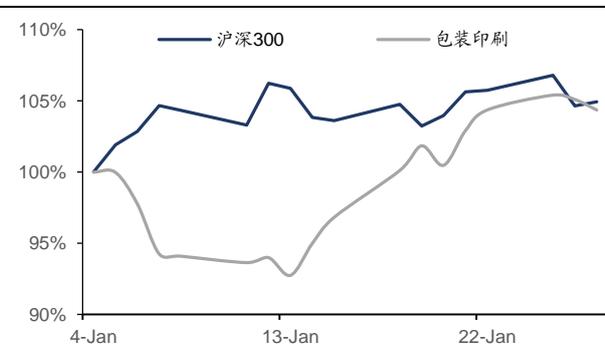
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 生活用纸指数 2021 年 1 月-今涨跌幅



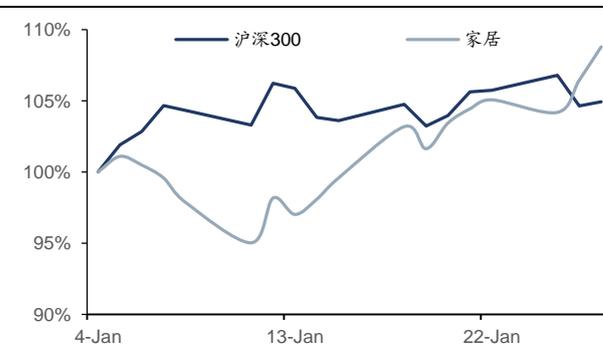
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 包装印刷指数 2021 年 1 月至今涨跌幅



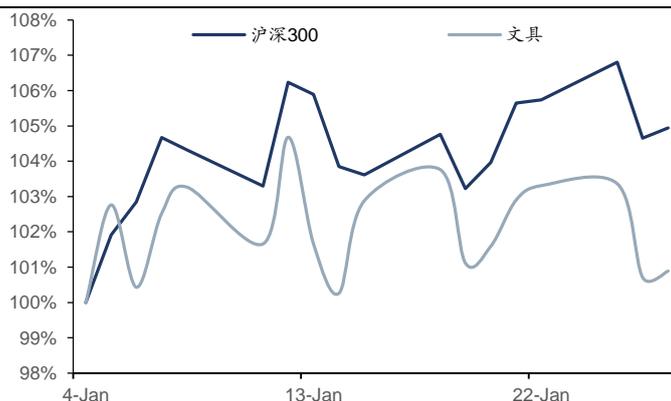
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 25: 家居指数 2021 年 1 月至今涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 26: 文具指数 2021 年 1 月至今涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

拥抱消费和顺周期龙头

在当前经济复苏、利率处于低位的大环境中，顺周期品种和业绩确定性较强的消费龙头受到了市场的高度关注。虽然轻工制造指数整体表现不佳，但板块中股价分化明显，龙头企业仍然取得了不俗的表现。我们认为如下三类企业有望在未来持续创造良好的回报：1) 在轻工行业当中市值排名靠前，2) 兼具消费和成长属性的标的如思摩尔国际、晨光文具、公牛集团等。3) 周期性较强的标的多位于产业链中游，随着行业出清和公司自身不断发展，在产业链中具有较强的定价权；如太阳纸业、博汇纸业。

表 5: 两地市场轻工行业 1 月 4 日以来涨幅排名靠前标的 (截至 2021.1.27)

证券代码	证券简称	涨幅 (%)	股价	市值 (亿元)	PE(TTM)	PB(MRQ)
6969.HK	思摩尔国际	33.67	80.00	3,923.27	323.15	408.51
603313.SH	梦百合	29.27	41.91	157.21	34.27	5.63
603058.SH	永吉股份	24.86	8.79	36.84	22.67	3.32
600235.SH	民丰特纸	23.45	6.16	21.64	42.12	1.61
3331.HK	维达国际	22.46	25.90	259.14	16.57	2.66
000488.SZ	晨鸣纸业	22.12	7.84	177.80	14.05	1.31
002605.SZ	姚记科技	20.82	29.65	119.21	11.19	6.13
002867.SZ	周大生	18.87	31.68	231.52	23.71	4.55
603709.SH	中源家居	18.27	24.79	19.83	89.76	3.14
002572.SZ	索菲亚	17.88	30.53	278.55	26.41	4.97
600337.SH	美克家居	15.54	5.28	85.98	63.92	2.05
002511.SZ	中顺洁柔	15.14	24.03	315.20	37.63	6.59
603801.SH	志邦家居	14.55	39.53	88.28	30.01	4.41
000026.SZ	飞亚达	14.44	13.08	51.26	22.22	2.04
002078.SZ	太阳纸业	14.41	16.51	433.41	20.89	2.81

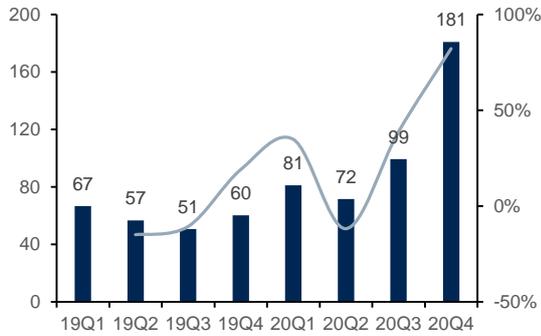
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 港股股价单位为港元, A 股股价单位为人民币

公募基金持仓占比环比改善

我们选取全市场股票基金+偏股型基金共 3530 支，对其各报告前十大重仓股中出现的轻工行业标的进行统计。

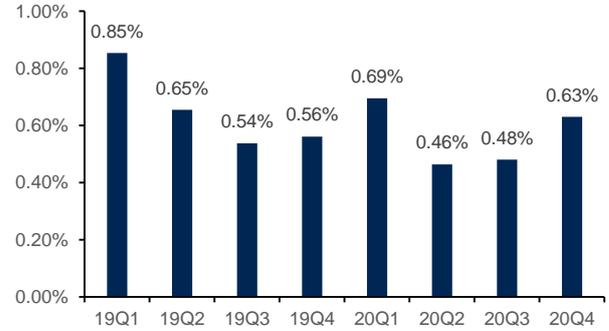
截至 2020 年四季度末，公募基金前十大重仓股中轻工行业持仓市值为 181 亿，占公募基金前十大重仓股总市值比例为 0.63%，较 2020 三季度末增长了 0.15%。

图 27: 前十大重仓股中轻工行业标的市值之与环比(亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 轻工行业重仓股市值占公募基金重仓股市值比例



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 6: 轻工各细分行业在公募基金前十大重仓股中的市值 (亿元)

细分行业	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
珠宝首饰	2.29	2.30	2.05	1.22	1.73	7.33	7.55	15.54
造纸	4.38	13.04	6.67	7.71	24.17	17.62	24.61	30.87
包装印刷	18.52	9.39	1.80	5.43	8.53	7.97	9.06	21.60
家具	24.43	12.37	17.85	35.39	30.39	27.21	34.03	70.78
文娱用品	17.10	19.50	22.25	9.48	14.32	10.25	21.83	17.87
其他家用轻工	0.01	0.11	0.00	0.99	2.02	1.16	2.18	24.18

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

被重仓标的方面。2020 年四季度被公募基金持有市值前五的公司分别为欧派家居、太阳纸业、晨光文具、顾家家居、宝钢包装，被持有市值分别为 23.63、19.64、16.36、15.14、13.04 亿元。

表 7: 近 8 个季度轻工行业在公募基金十大重仓股中被持有市值排名前 20 的标的

2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
晨光文具	晨光文具	晨光文具	索菲亚	中顺洁柔	中顺洁柔	晨光文具	欧派家居
索菲亚	中顺洁柔	志邦家居	顾家家居	晨光文具	索菲亚	太阳纸业	太阳纸业
劲嘉股份	劲嘉股份	索菲亚	晨光文具	尚品宅配	晨光文具	欧派家居	晨光文具
欧派家居	安妮股份	欧派家居	江山欧派	江山欧派	老凤祥	索菲亚	顾家家居
东港股份	索菲亚	江山欧派	中顺洁柔	欧派家居	博汇纸业	老凤祥	宝钢包装
大亚圣象	欧派家居	太阳纸业	欧派家居	博汇纸业	大亚圣象	裕同科技	惠达卫浴
安妮股份	吉宏股份	岳阳林纸	太阳纸业	姚记科技	欧派家居	大亚圣象	公牛集团
中顺洁柔	太阳纸业	老凤祥	集友股份	索菲亚	江山欧派	顾家家居	大亚圣象
志邦家居	老凤祥	中顺洁柔	奥瑞金	顾家家居	裕同科技	中顺洁柔	周大生
老凤祥	浙江永强	顾家家居	大亚圣象	劲嘉股份	顾家家居	博汇纸业	裕同科技
海伦钢琴	尚品宅配	奥瑞金	山鹰国际	大亚圣象	集友股份	吉宏股份	盛新锂能
尚品宅配	大亚圣象	裕同科技	老凤祥	集友股份	晨鸣纸业	江山欧派	中顺洁柔
裕同科技	奥瑞金	周大生	瑞贝卡	裕同科技	吉宏股份	姚记科技	老凤祥
周大生	顾家家居	荣晟环保	岳阳林纸	太阳纸业	姚记科技	公牛集团	志邦家居
美克家居	松炆资源	吉宏股份	吉宏股份	公牛集团	公牛集团	岳阳林纸	索菲亚
集友股份	永艺股份	创源股份	喜临门	岳阳林纸	太阳纸业	周大生	江山欧派
奥瑞金	集友股份	尚品宅配	裕同科技	齐心集团	金陵体育	宝钢包装	博汇纸业
永新股份	周大生	大亚圣象	齐心集团	老凤祥	周大生	金陵体育	梦百合
岳阳林纸	晨鸣纸业	美克家居	姚记科技	吉宏股份	齐心集团	飞亚达	岳阳林纸
合兴包装	齐心集团	喜临门	周大生	周大生	金牌厨柜	乐歌股份	喜临门

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
 注: 从上到下被持有市值依次下降

行业重要公告

顾家家居: 公司发布关于股权激励限制性股票回购注销实施的公告, 本次回购注销限制性股票涉及 11 名激励对象, 首次授予激励对象 3 人及预留授予激励对象 8 人因离职原因, 不再具备激励对象资格。本次合计拟回购注销上述 11 名激励对象持有的已获授未解锁的限制性股票 122,640 股; 本次回购注销完成后, 剩余股权激励限制性股票 9,443,280 股。 预计本次限制性股票于 2021 年 1 月 22 日完成注销。

爱施德: 公司股票交易价格连续三个交易日内日收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%, 对有关情况说明如下: (1) 公司预计 2020 年度归属于上市公司股东的净利润为 68,000 万元至 75,000 万元, 比上年同期增长 97.86%-118.23%。公司业绩增长的原因主要是: 公司持续构建新能力, 手机销售稳步增长, 扩展了电子烟、小家电等消费电子新品类, 2B、2C 销售服务能力有效提升, 实现营业规模和营业毛利的增加。(2) 2020 年 12 月底, 雾芯科技申请赴美国进行首次公开募股 (IPO), 在其公开招股说明书中描述: “在截止至 2020 年 9 月 30 日的九个月内, 深圳市一号机科技有限公司作为分销商贡献了净收入的 15.1%”。深圳市一号机科技有限公司是公司控股子公司。(3) 截止公告披露日, 公司与阿里巴巴 (中国) 网络技术有限公司关于非公开发行股票事宜及战略合作事项在积极沟通推进中, 尚未发生应披露的进展情况。

通产丽星: 公司审议通过了《关于全资子公司与专业投资机构共同投资的议案》, 同意公司全资子公司南宁力合紫荆作为普通合伙人和执行事务合伙人出资 200 万元与南宁联合创投共同发起设立南宁力合联合创投投资基金合伙企业 (有限合伙), 基金规模 2000 万元, 重点投资新一代信息技术、先进制造业以及医疗健康三大产业领域, 以及新材料、节能环保等国家和自治区认定的其他战略性新兴产业项目。

中顺洁柔: 公司审议通过了《关于聘任公司总裁、联席总裁的议案》、《关于聘任公司副总裁的议案》、《关于聘任董事会秘书的议案》及《关于聘任财务总监的议案》。 公司董事会决定聘任邓冠彪先生为公司总裁、聘任戴振吉先生为公司联席总裁; 聘任刘金锋先生、岳勇先生、叶龙方先生、周启超先生为公司副

总裁；聘任周启超先生为公司董事会秘书；聘任董晔先生为公司财务总监。

中顺洁柔：公司审议通过了《关于公司新建 40 万吨高档生活用纸项目的议案》，拟新建 40 万吨高档生活用纸项目，总投资额约 25.5 亿元人民币。项目将以总体规划 40 万吨产能，分期实施，第一期工程拟投资约 6 亿元人民币，年产约 10 万吨高档生活用纸。资金来源将以自有资金为主。

中顺洁柔：公司与全资子公司中山市中顺商贸有限公司共同以自有资金设立了朵蕾蜜卫生用品有限公司。其中，公司出资 3,000 万元，持股比例 60%，中山市中顺商贸有限公司出资 2,000 万元，持股比例 40%，公司实际拥有新设立公司 100% 的股东权益。

劲嘉股份：公司拟与你我科技、尚待设立的员工持股平台合伙企业签署《关于深圳市劲嘉科技有限公司的投资协议》，你我科技拟对公司之全资子公司劲嘉科技增资人民币 400 万元，交易完成后持有劲嘉科技 8% 股权；合伙企业拟对劲嘉科技增资人民币 1,500 万元，交易完成后持有劲嘉科技 30% 股权。交易完成后，劲嘉科技的注册资本增至 5,000 万元，公司持有劲嘉科技 62% 股权，劲嘉科技为公司的控股子公司。

宝钢包装：公司拟向中国宝武发行股份购买其持有的河北制罐 30% 的股权、武汉包装 30% 的股权、佛山制罐 30% 的股权及哈尔滨制罐 30% 的股权，宝钢包装拟向三峡金石及安徽交控金石发行股份购买其合计持有的河北制罐 17.51% 的股权、武汉包装 17.51% 的股权、佛山制罐 17.51% 的股权及哈尔滨制罐 17.51% 的股权。本次交易完成后，宝钢包装将分别持有河北制罐、武汉包装、佛山制罐及哈尔滨制罐 97.51% 的股权。

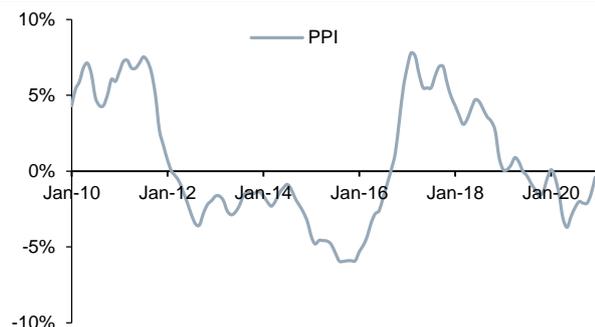
晨光文具：公司收到股东科迎投资、杰葵投资、陈湖文、陈湖雄和陈雪玲的《股票减持情况告知函》。在减持计划实施期间内，科迎投资通过大宗交易的方式减持 4,387,500 股，杰葵投资实际减持 4,331,100 股，陈湖文实际减持 3,490,700 股，陈湖雄实际减持 3,490,700 股，陈雪玲实际减持 2,700,000 股。截至 2021 年 1 月 15 日，上述减持计划已实施完毕。

好莱客：公司审议通过《关于湖北千川受让千川门窗 100% 股权暨关联交易的议案》，同意湖北千川以 10,000 万元的价格受让成都千川木业持有的成都千川门窗 100% 股权。

造纸：复苏未竟，景气向上

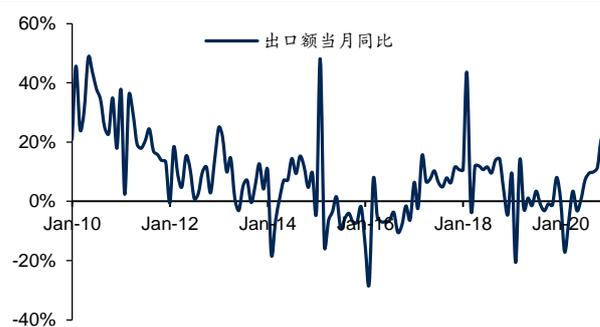
2020年二季度以来我国疫情逐步得到控制，各行业生产经营恢复正常。由于海外疫情防控形势严峻，复工复产较为困难，全球各个国家和地区对中国产品的需求激增，叠加各国“宽货币+强财政”刺激对总需求的拉动，我国PPI自2020年6月以来不断改善，出口额同比增速持续攀升。在宏观周期景气向上的环境中，造纸中的箱板、瓦楞、白卡、白板纸等与社会商贸流通和出口密切相关的纸种价格大幅改善。

图 29: PPI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 30: 出口额当月同比

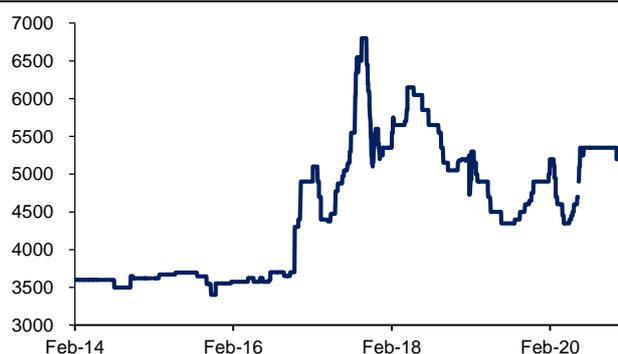


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

成品纸：包装纸稳中有升，文化纸维持震荡

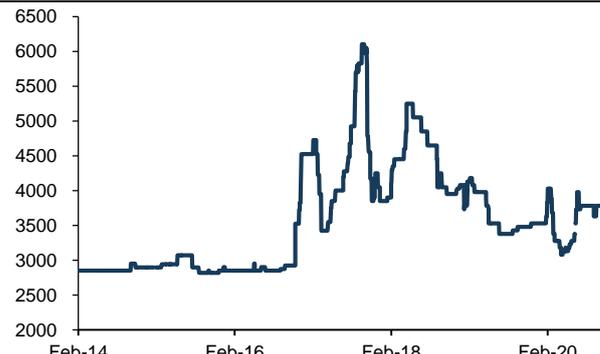
箱板纸和瓦楞纸平缓上涨。箱板纸一个月以来价格相对平稳，最近一周均价4710元/吨，环比上涨0.36%。瓦楞纸走势与箱板纸类似，最近一周均价3904元/吨，环比上涨1.45%。展望后市，我们认为箱板、瓦楞纸价有望在如下因素作用下维持缓和上涨趋势：1) 临近春节，部分大厂停机检修导致供给侧收缩，2) 部分下游纸板厂春节备货增大短期需求，3) 原材料价格上涨，成本推动纸价上行。

图 31: 箱板纸价格 (元/吨)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 32: 瓦楞纸价格 (元/吨)

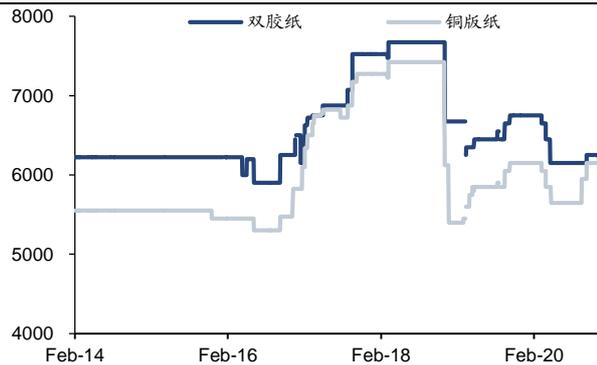


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

白卡纸和白板纸上行幅度较大。白卡纸和白板纸自 2020 年 6 月低点以来分别上涨 42.9%、30.6%。本周白卡纸均价为 7337 元/吨，环比上涨 1.93%，白板纸均价 5105 元/吨，环比上涨 2.01%。近半年白卡纸和白板纸价格上涨既有下游需求逐步恢复的原因，又有废纸、木浆价格上涨的原因。展望后市，我们认为在春节临近下游厂商备货增加短期需求、个别纸厂检修压缩短期供给、原材料成本持续上涨等情况下，未来白板纸和白卡纸仍有望维持涨势。

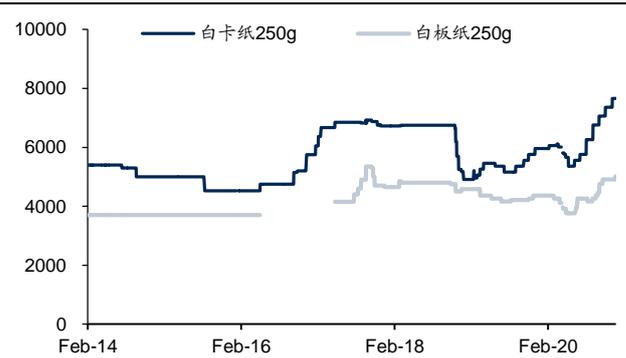
文化纸近月维持震荡。文化纸本身需求受宏观经济波动影响的程度小于包装纸，近月纸价相对稳定。

图 33: 双胶纸和铜版纸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 白卡纸和白板纸价格 (元/吨)

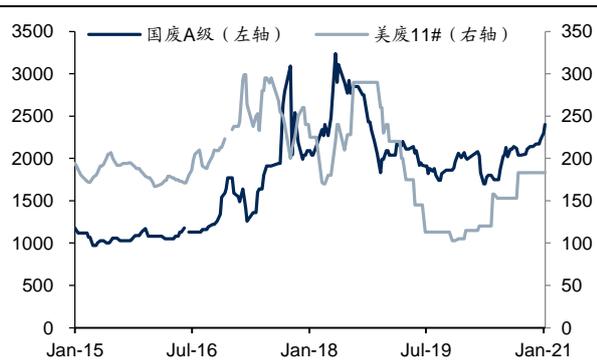


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

原材料: 废纸维持涨势, 木浆价格大幅上行

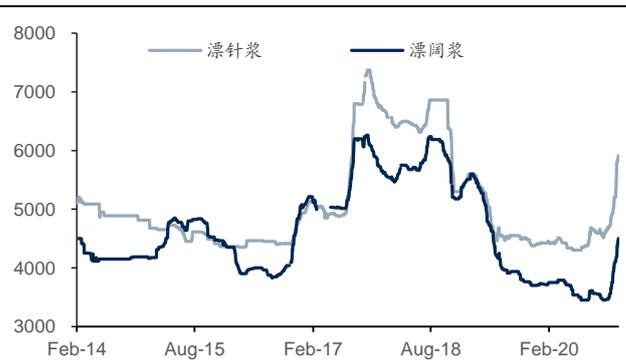
废纸和木浆价格自 2020 年 6 月以来随整体经济复苏步入上行区间。木浆价格自 2019 年初以来已经在底部运行了近两年时间。木浆行业产能利用率持续位于低位, 故木浆价格在下游需求上行导致的供不应求格局中表现出极强的弹性。纸浆期货指数自 8 月低点至今上涨约 42.3%, 近一个月上涨 21.9%。我们认为, 在全球强财政刺激带来的高需求弹性和宽松的货币环境中, 废纸、木浆等原材料价格仍有进一步上涨空间。

图 35: 国废黄板纸和美废 11# 价格 (元/吨)



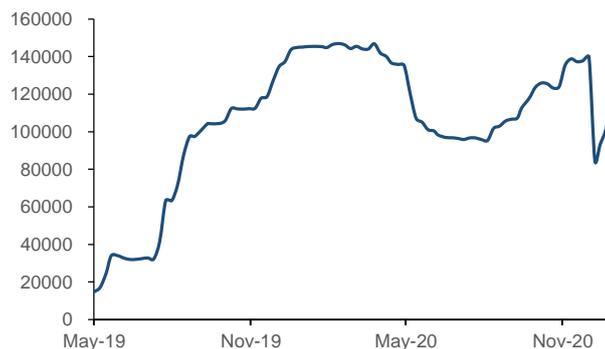
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 国废价格单位为元/吨, 美废价格单位为美元/吨

图 36: 漂针浆和漂阔浆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 37: 国内纸浆期货库存 (吨)



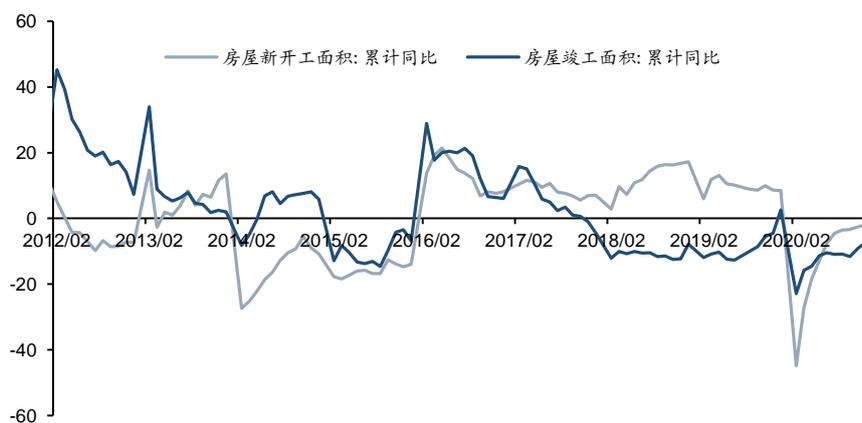
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上,我们认为,后疫情时代全球主要国家短期内退出刺激政策的可能性较小。在全球经济共振复苏的大背景下,对各类包装用纸旺盛的需求有望推动行业景气度持续上行。成本端废纸和木浆价格上行对包装纸企业盈利影响较小,甚至一定程度上能够提升这类企业的盈利水平。无论从行业格局还是历史经验角度来看,中游包装纸企业均具备较强的向下游转移成本的能力。

家居: 下游地产整体平稳

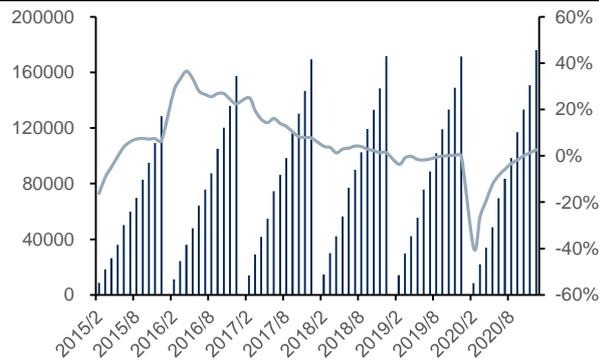
从销售和开工数据来看,地产行业逐步恢复平稳,有望带动家居行业需求恢复正常。从开工、竣工端来看,2020年累计新开工面积和竣工面积已恢复至接近上年同期水平。2020年商品房累计销售面积为176086万平方米,同比增长2.60%;住宅商品房累计销售面积为154878万平方米,同比增长3.20%。展望后市,受国家政策调控因素等影响,未来地产行业整体增速大概率维持较低水平,同时不排除负增长可能性。因此,家居行业也大概率随之步入存量市场。

图 38: 房屋开工与竣工面积增速 (%)



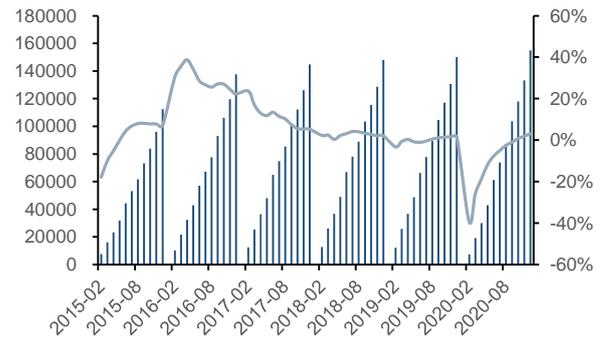
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 商品房累计销售面积和同比增速 (万平方米)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 住宅销售面积和同比增速 (万平方米)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

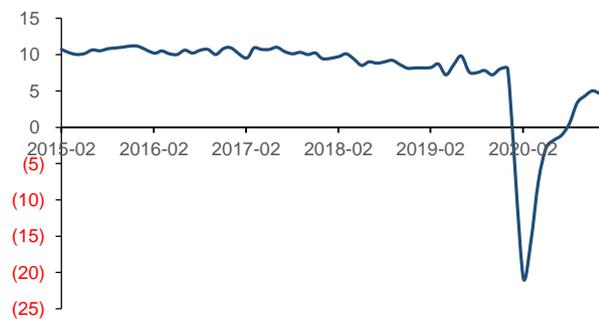
包装: 利润率或受纸价上涨压制

需求恢复良好, 利润率或受上游压制

2020 年社零总额为 4.06 万亿元, 全年实现正增长, 同比增长 4.6%。烟酒、快递、通讯器材等重要品类需求均创出新高。烟酒 2020 年零售总额为 3954 亿元, 同比增长 1.04%, 四季度同比实现大幅增长。2020 年全年快递发件数和通讯器材零售额分别为 833 亿件和 5567 亿元, 同比增长 18.44% 和 15.05%。

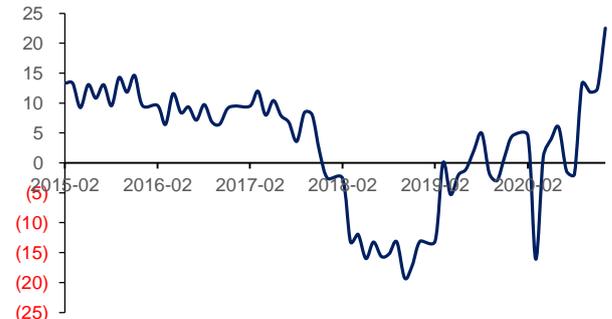
从成本端来看, 由于包装行业企业规模普遍较小, 大多数产品附加值较低, 在纸价上涨时向下游转移成本的能力较弱。因此我们认为, 这一轮纸价的上行或将在一定程度上压制包装企业的利润率。

图 41: 社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42: 烟酒类零售总额当月同比 (%)



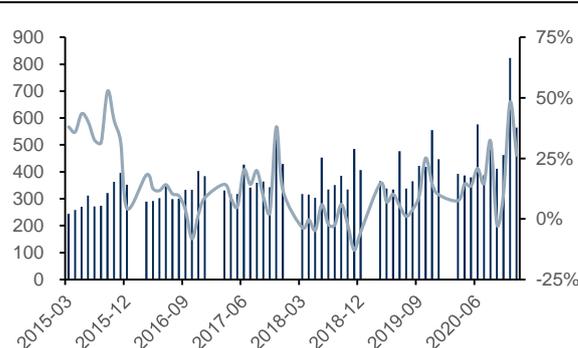
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 43: 快递发件数和同比增速 (亿件)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 通讯器材零售额和同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

推荐标的

重点推荐有望在低利率环境中享有估值溢价的业绩成长确定性较强的行业龙头晨光文具、中顺洁柔、公牛集团、太阳纸业；和受益于大陆机构投资者港股配置比例增加，有望在市场高关注度下迎来系统性估值提升的港股优质企业思摩尔国际、玖龙纸业等；以及电子烟品牌龙头雾芯科技。

表 8: 重点覆盖公司估值表 (截至 2021.1.27)

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
2689.HK	玖龙纸业	9.96	465.41	*0.89	*1.61	*2.11	*11.19	*6.19	*4.72
2314.HK	理文造纸	5.42	239.56	0.52	0.56	0.55	10.43	9.68	9.86
1044.HK	恒安国际	46.42	547.67	3.88	4.18	4.45	11.96	11.11	10.43
3331.HK	维达国际	21.60	245.77	1.28	1.37	1.48	16.88	15.77	14.60
1999.HK	敏华控股	14.91	545.94	0.41	0.51	0.63	36.38	29.24	23.67
6969.HK	思摩尔国际	66.73	3,514.53	*0.59	*0.89	*1.18	*113.11	*74.98	*56.55
6993.HK	蓝月亮	13.35	857.53	0.20	0.27	0.36	66.73	49.43	37.07
002511.SZ	中顺洁柔	24.03	315.99	*0.69	*0.98	*1.10	*34.83	*24.52	*21.85
603195.SH	公牛集团	223.50	1,363.87	*4.05	*5.64	*6.81	*55.19	*39.63	*32.82
603899.SH	晨光文具	95.50	894.97	*1.32	*1.79	*2.09	*72.35	*53.35	*45.69
603833.SH	欧派家居	150.70	804.97	3.54	5.6	7.06	42.57	26.91	21.35
002078.SZ	太阳纸业	16.51	433.41	*0.73	*0.96	*1.07	*22.62	*17.20	*15.43

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

注: 带*数值为国信证券经济研究所预测, 其余为Wind一致预期; 玖龙纸业 2020 年 EPS 为真实值

风险提示

宏观环境发生变化, 影响当前定价体系;
国内和海外疫情反复, 影响企业正常生产经营和需求。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032