

证券研究报告—深度报告

轻工

轻工行业 4 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 04 月 08 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《重大事件快评: 电子烟监管方向明确, 产业链或迎重构》——2021-03-24  
《轻工行业 3 月投资策略暨年报前瞻: 淡看风吹浪打, 龙头机遇或现》——2021-03-01  
《国信证券-轻工行业 2 月投资策略: 电子烟品牌龙头上市, 产业链热度持续》——2021-01-29  
《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

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

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

行业投资策略

阶段性调整后等待市场主线明晰

● 轻工整体与细分赛道超额收益显著

截至 3 月 30 日轻工板块下跌 0.08%, 沪深 300 指数下跌 5.98%, 走势领先沪深 300。轻工板块 3 月至今涨幅在 28 个行业中位列第 8, 位于全行业中上。细分指数中, 造纸、生活用纸、家居、文具均跑赢沪深 300, 超额收益率分别为 3.89%、11.63%、12.30%、15.12%。三月前热门板块带动指数持续下滑, 轻工中小市值、低估值标的表现良好。

● 电子烟监管引发关注, 对产业链不同环节可能影响不一

3 月 22 日工信部发文, 拟参照卷烟监管方式对电子烟进行监管。对电子烟品牌商而言, 监管法规和可能的执行细则出台之前, 其未来的成长逻辑、成长空间和成长路径存在一定不确定性。中游代工企业存量业务收入对国内市场依赖度较低, 短期受影响较小。长期看, 国家明确认可电子烟的存在和发展, 或利好能够成功进入国内产业链环节的优质公司。未来代工龙头是否能够和用何种方式参与到国内市场电子烟市场中、量价长期逻辑如何演绎, 将会是影响其资本市场定价的关键要素。

● 顺周期扩张定价或已充分, 淡季纸价变化或成主要矛盾

在经济复苏主导的顺周期板块上行期间, 市场更多关注相应标的的业绩和股价弹性。随着成品纸和原材料价差扩大, 当前各纸企吨纸盈利已运行至历史高位附近。在吨纸净利和板块内标的前期股价已经持续扩张近一年且涨幅较大的情况下, 股价或已在很大程度上定价了盈利扩张的预期。此时纸价的边际变化或为市场对纸企定价的最重要锚点, 在淡季来临后和龙头纸企陆续安排停产检修后, 吨纸盈利能力是否还能再创新高, 可能会是决定股价是否能突破前高的关键因素。

● 风险释放后布局机遇显现, 坚定看好优质赛道龙头

在市场整体回撤的三月, 轻工板块中由于小市值、低估值标的的较多而取得了显著的超额收益。前期上涨幅度较大的优质赛道龙头则出现了较大幅度的回调。从长期来看, 驱动公司股价上涨的根本因素是 EPS 的增长。优质赛道中头部公司的成长逻辑和竞争优势并未发生改变, 在股价调整到位后, 我们仍旧长期看好相关标的的投资机会。

● 推荐标的:

重点推荐优质赛道中业绩成长确定性较强的行业龙头思摩尔国际、晨光文具、中顺洁柔、公牛集团、欧派家居等。

● 风险提示:

宏观环境发生变化, 影响当前定价体系; 前期热门板块出现资金负反馈对股价形成持续冲击。

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   | 187.87  | 1,128.30 | 5.64  | 6.81  | 33.31  | 27.59 |
| 603899 | 晨光文具  | 买入   | 82.99   | 769.67   | 1.79  | 2.09  | 46.36  | 39.71 |
| 06969  | 思摩尔国际 | 买入   | 43.02   | 2,557.95 | 0.89  | 1.18  | 107.55 | 44.35 |
| 002511 | 中顺洁柔  | 买入   | 16.49   | 432.81   | 0.98  | 1.10  | 17.18  | 15.41 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| <b>市场回顾：整体跑赢指数，跨行业表现靠前</b> ..... | 4  |
| 细分行业超额收益显著 .....                 | 5  |
| 公募基金持仓占比环比改善 .....               | 6  |
| 行业重要公告 .....                     | 7  |
| <b>电子烟：监管或推动行业生态变革</b> .....     | 8  |
| 实施条例修改的流程 .....                  | 8  |
| 现行烟草专卖体系与税收 .....                | 9  |
| 执行细节形式众多，产业链各环节受影响不一 .....       | 10 |
| <b>造纸：淡季中关注纸价边际驱动因素变化</b> .....  | 11 |
| 成品纸：包装纸涨价动力趋弱，文化纸景气度相对偏高 .....   | 12 |
| 原材料：木浆废纸价格均有回落 .....             | 14 |
| <b>家居：同比增速迎来高峰，复苏主线受益</b> .....  | 15 |
| <b>包装：利润率或受纸价上涨压制</b> .....      | 16 |
| 需求恢复良好，利润率或受上游压制 .....           | 16 |
| <b>推荐标的</b> .....                | 17 |
| <b>风险提示</b> .....                | 17 |
| <b>国信证券投资评级</b> .....            | 18 |
| <b>分析师承诺</b> .....               | 18 |
| <b>风险提示</b> .....                | 18 |
| <b>证券投资咨询业务的说明</b> .....         | 18 |

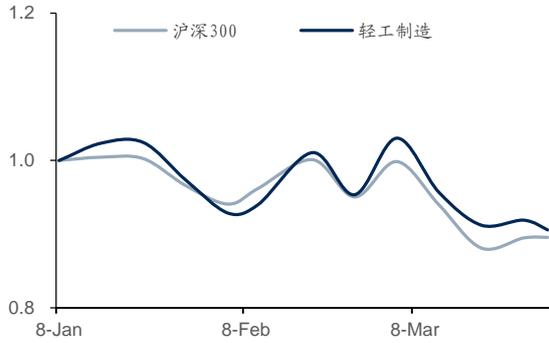
## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 轻工 2021 年年初至今涨跌幅 (截至 3 月 30 日) .....        | 4  |
| 图 2: 轻工 2021 年 3 月至今涨跌幅 (截至 3 月 30 日) .....      | 4  |
| 图 3: 申万一级行业 3 月至今涨跌幅排名 (截至 2021.3.30) .....      | 4  |
| 图 4: 造纸指数 2021 年 3 月至今涨跌幅 (不含生活用纸) .....         | 5  |
| 图 5: 生活用纸指数 2021 年 3 月至今涨跌幅 .....                | 5  |
| 图 6: 包装印刷指数 2021 年 3 月至今涨跌幅 .....                | 5  |
| 图 7: 家居指数 2021 年 3 月至今涨跌幅 .....                  | 5  |
| 图 8: 文具指数 2021 年 3 月至今涨跌幅 .....                  | 5  |
| 图 9: 前十大重仓股中轻工行业标的市值之与环比 (亿元) .....              | 6  |
| 图 10: 轻工行业重仓股市值占公募基金重仓股市值比例 .....                | 6  |
| 图 11: 行政法规制定及修改流程 .....                          | 9  |
| 图 12: PPI (%) .....                              | 11 |
| 图 13: 出口额当月同比 .....                              | 11 |
| 图 14: 箱板纸价格 (元/吨) .....                          | 12 |
| 图 15: 瓦楞纸价格 (元/吨) .....                          | 12 |
| 图 16: 双胶纸和铜版纸价格 (元/吨) .....                      | 13 |
| 图 17: 白卡纸和白板纸价格 (元/吨) .....                      | 13 |
| 图 18: 国废黄板纸和美废 11# 价格 (元/吨) .....                | 14 |
| 图 19: 漂针浆和漂阔浆价格 (美元/吨) .....                     | 14 |
| 图 20: 国内纸浆期货库存 (吨) .....                         | 14 |
| 图 21: 房屋开工与竣工面积增速 (%) .....                      | 15 |
| 图 22: 商品房累计销售面积和同比增速 (万平米, %) .....              | 15 |
| 图 23: 住宅销售面积和同比增速 (万平米, %) .....                 | 15 |
| 图 24: 社会消费品零售总额当月同比 (%) .....                    | 16 |
| 图 25: 烟酒类零售总额当月同比 (%) .....                      | 16 |
| 图 26: 快递发件数和同比增速 (万件, %) .....                   | 16 |
| 图 27: 通讯器材累计零售额和同比增速 (亿元) .....                  | 16 |
| <br>   |    |
| 表 1: 轻工各细分行业在公募基金前十大重仓股中的市值 (亿元) .....           | 6  |
| 表 2: 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 ..... | 7  |
| 表 3: 烟草专卖许可证申请和审批体系 .....                        | 9  |
| 表 4: 烟草烟叶税和消费税 .....                             | 10 |
| 表 5: 重点覆盖公司估值表 (截至 2021.3.31) .....              | 17 |

## 市场回顾：整体跑赢指数，跨行业表现靠前

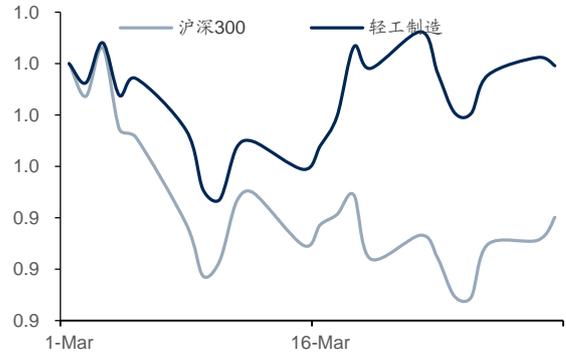
2021年3月至今（截至2021年3月30日）轻工制造板块整体下跌-0.08%，同期沪深300指数涨幅-5.98%，走势领先沪深300。根据申万一级行业划分，轻工制造板块从3月至今涨幅在28个行业中排名第8位，处于全行业中上游。

图1：轻工2021年年初至今涨跌幅（截至3月30日）



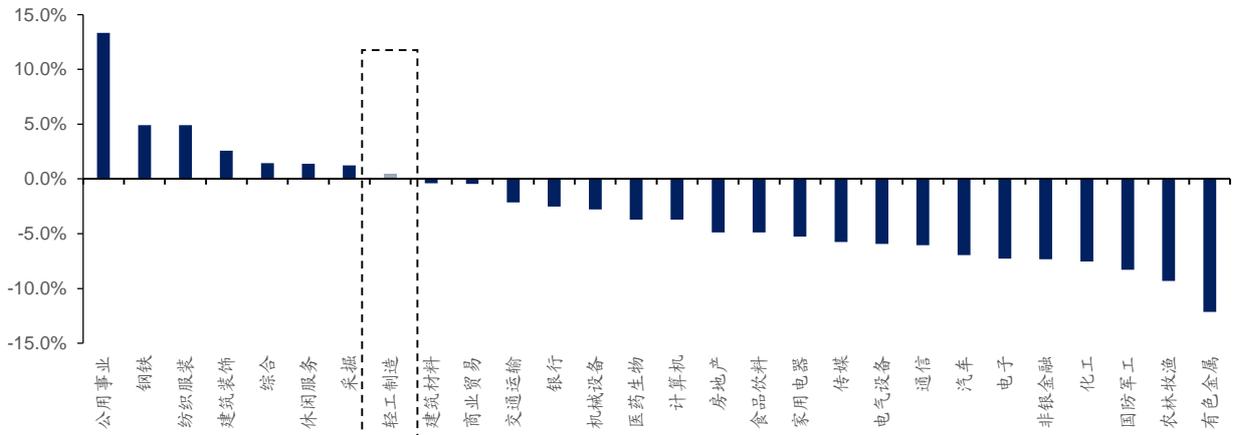
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：轻工2021年3月至今涨跌幅（截至3月30日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：申万一级行业3月至今涨跌幅排名（截至2021.3.30）

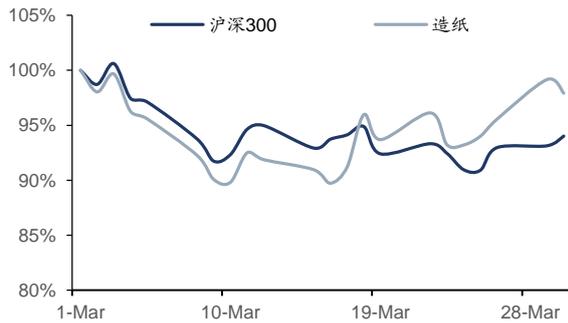


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 细分行业超额收益显著

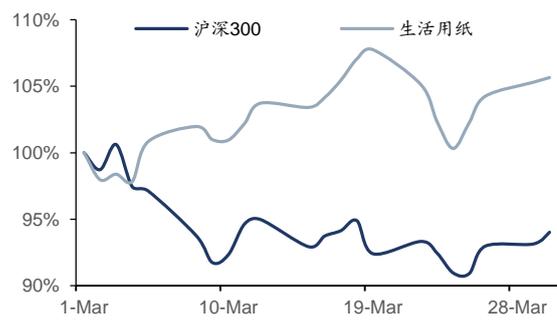
2021年3月至今(截至2021年3月30日)各细分指数中,造纸、生活用纸、家居、文具均跑赢沪深300,超额收益率分别为3.89%、11.63%、12.30%、15.12%。包装印刷指数由于预期利润率受上游纸价大涨压制,其收益率跑输沪深300。轻工细分板块大多大幅跑赢指数的原因可能是在前期热门标的抱团瓦解的背景下:1)顺周期板块在市场交易经济复苏,盈利有望扩张的大逻辑下取得良好表现,2)家居、文具、生活用纸等板块作为中长期成长与确定性较高,但在这一轮行情中估值提升幅度相对较小的板块,在市场普遍回撤的大潮中表现相对稳定。

图 4: 造纸指数 2021 年 3 月至今涨跌幅 (不含生活用纸)



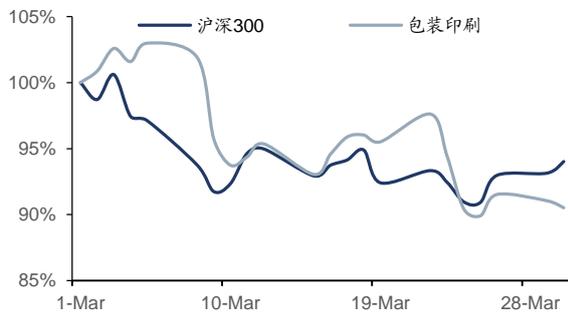
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 生活用纸指数 2021 年 3 月至今涨跌幅



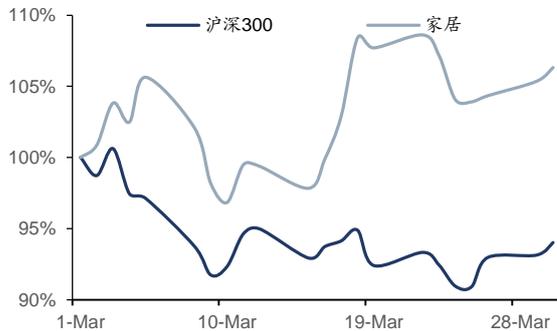
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 包装印刷指数 2021 年 3 月至今涨跌幅



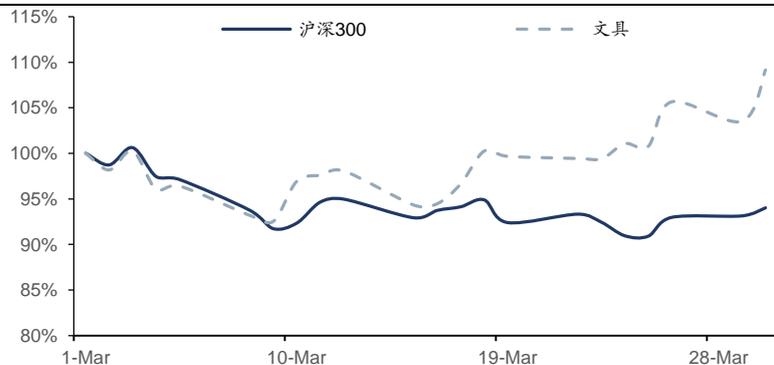
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 家居指数 2021 年 3 月至今涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 文具指数 2021 年 3 月至今涨跌幅



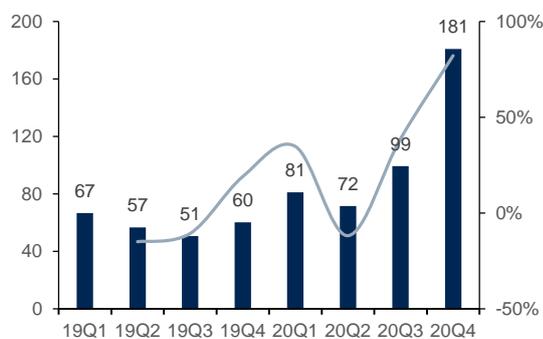
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 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。

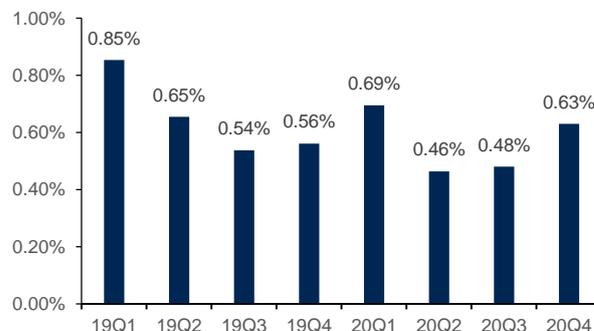
截至 2020 年四季度末，公募基金前十大重仓股中轻工行业持仓市值为 181 亿，占公募基金前十大重仓股总市值比例为 0.63%，较 2020 三季度末增长了 0.15%。

图 9：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 10：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 1：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 2：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

**美盈森：**公司 3 月 30 日发布增发预案公告，此次增发股份约 30626 万股。

**太阳纸业：**3 月 26 日发布股权激励预案公告。拟向激励对象授予限制性股票总计不超过 6, 287.20 万股，占本计划草案公告时公司股本总额 262, 468.03 万股的 2.3954%，不设置预留股份。公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不超过公司股本总额的 10%；任何一名激励对象通过全部在有效期内的股权激励计划获授的本公司股票累计不超过公司股本总额的 1%。本计划授予激励对象限制性股票的价格为 8.45 元/股。此次股权激励的有效期自限制性股票授予日起至所有限制性股票解除限售或回购注销完毕之日止，最长不超过 48 个月。

**索菲亚：**3 月 19 日发布公告称置业公司已竞得了广州公共资源交易中心网上挂牌出让的位于海珠区琶洲西区 AH040146 地块的国有建设用地使用权，并于 2021 年 3 月 19 日取得了与广州市规划和自然资源局签订的《国有建设用地使用权出让合同》。

**惠达卫浴：**公司 3 月 18 日发布股权激励方案实施公告。本激励计划采取的激励工具为限制性股票。股票来源为向激励对象定向发行公司 A 股普通股。拟授予的限制性股票数量 597.00 万股，约占激励计划草案公告时公司股本总额 37, 976.2298 万股的 1.57%。其中首次授予 489.00 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 37, 976.2298 万股的 1.29%，约占本次拟授予权益总额的 81.91%。预留 108.00 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 37, 976.2298 万股的 0.28%，预留部分占本次拟授予权益总额的 18.09%。激励计划首次授予的限制性股票的授予价格为 5.72 元/股。

**金陵体育：**公司 3 月 17 日发布股权激励方案实施公告。激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为 158.00 万份，约占激励计划草案公告日公司股本总额 128, 746, 780 股的 1.23%。其中首次授予 147.00 万份，约占激励计划草案公告日股本总额 128, 746, 780 股的 1.14%，占激励计划拟授予股票期权总量的 93.04%；预留授予 11.00 万份，约占激励计划草案公告日公司股本总额 128, 746, 780 股的 0.09%，占激励计划拟授予股票期权总量的 6.96%。激励计划

首次授予的股票期权的行权价格为每股 45.08 元。

**岳阳林纸：**公司 3 月 3 日发布公告称全资子公司诚通凯胜生态建设有限公司于 2021 年 3 月 3 日收到西安港生态环境治理有限公司签发的《西安市建设工程中标通知书》，根据该中标通知书，诚通凯胜生态为西安国际港务区西安奥体中心周边支路绿化一标段 EPC 项目中标单位。

## 电子烟：监管或推动行业生态变革

3 月 22 日，工信部和国家烟草专卖总局研究起草了《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》，在附则当中增加一条作为第六十五条：“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”此次征求意见稿的发布旨在回应社会对电子烟发展过程中出现的新情况、新问题的核心关切，同时规范、引导产业健康长远发展。此次征求意见稿出台的目的有二：1) 推进电子烟监管法制化。2) 增强电子烟监管效能，从而在规范引导行业有序发展的同时实现青少年保护与消费者正当权益保护等目标。目前条例仍处于公开征求意见阶段，结束意见征求后会根据收集反馈意见进行下一阶段讨论和制定。后续实施条例出台后，可能会有相关细则指导具体工作。

**监管方式可能性多样。**烟草专卖法中对卷烟产业链各个环节实行烟草专卖许可证制度，许可证包括生产、批发、零售三个类别，由各级主管部门为符合相应资质的企业颁发对应类别专卖许可证。对现存电子烟企业而言，存在如下不确定性：1) 是否实行许可证制度以及能否获得；2) 许可证相关的资质要求对不同产业链环节的存量和增量参与者的影响；3) 许可证允许的经营范围和类别；4) 税收环节和方式；5) 是否存在业务活动有关的指导和配额。

**规范监管或催化和加速产业链重构与产品变革。**若将电子烟纳入烟草专卖制度，可能催生如下影响：1) 牌照的获取与后续市场竞争格局将成为市场关注的下一阶段重点。资质不符的企业被清退出局，市场份额向现存（或未来新设）头部企业集中，进入壁垒大幅提高有可能成为趋势。2) 对电子烟征税后可能会对零售价格和消费者使用成本造成影响，从而倒逼产业链整合和重组优化、降本增效、在产品工艺与技术上进行升级和调整。

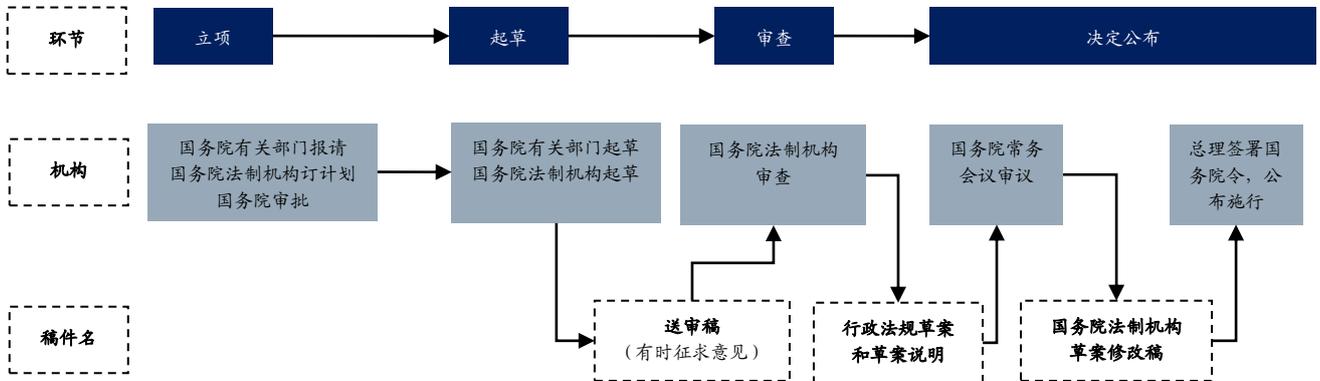
**对产业链各环节影响不一。**对下游品牌商而言，在具体监管落地之前，对于存量店面是否能够获取、可以获取多少零售许可证和未来是否能够继续开店扩张存在一定不确定性。对产业链上游烟油和中游代工企业而言，由于全球电子烟产业链 90% 集中在中国，其存量业务的收入来源对国内市场依赖度较低。未来国内市场是否能够、以何种方式向它们开放或者纳入体系，可能是影响资本市场对于相关标的长期发展空间和成长逻辑的关注焦点。

### 实施条例修改的流程

行政法规的制定与修改包含：1) 立项，2) 起草，3) 审查，4) 决定与公布四个环节。根据《行政法规制定条例》第四章第十九条，重要的行政法规送审稿，经报国务院同意，向社会公布，征求意见。当前条例修改处于审查阶段中的征求意见阶段，到 4 月 22 日截止。审查阶段主要就送审稿中的问题进行研究、论证；对涉及的主要制度、管理体制、权限分工等存在的不同意见进行协调一致。送审稿经修改形成行政法规草案和草案说明后交由国务院审批，草案经国务院法制机构修改后形成草案修改稿，报请总理签署国务院令公布施行。行政法规应当自公布之日起 30 日后实行。《烟草专卖法实施条例》略有不同，自发布之日起施行。

我们预计，实施条例的落地，可能尚需几个月时间，存在进一步修订完善的可能性。并且实施条例通过后，可能会有基于电子烟行业特点的具体细则出台。

图 11: 行政法规制定及修改流程



资料来源：《行政法规制定程序条例》，国信证券经济研究所整理

### 现行烟草专卖体系与税收

此次征求意见稿在负责中增加一条“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。”《烟草专卖法实施条例》确立了以烟草专卖许可证为核心的牌照准入制度，对产业链各个环节实行排他性管控：

- **烟草专卖许可证：**1) 烟草专卖生产许可证：向省、自治区、直辖市(以下简称省级)烟草专卖行政主管部门提出申请，由省级烟草专卖行政主管部门审查签署意见，报国务院烟草专卖行政主管部门审批发证。2) 烟草专卖批发企业许可证：若批发经营范围跨区域，则向省级主管部门申请，再由省级主管部门报国务院主管部门审批发证；若批发经营在省级范围内，则向企业所在地烟草专卖行政主管部门提出申请，由企业所在地烟草专卖行政主管部门审查签署意见，报省级烟草专卖行政主管部门审批发证。3) 烟草专卖零售许可证：县级人民政府工商行政管理部门根据上一级烟草专卖行政主管部门的委托，审查批准发给烟草专卖零售许可证。已经设立县级烟草专卖行政主管部门的地方，也可以由县级烟草专卖行政主管部门审查批准发给烟草专卖零售许可证。

表 3: 烟草专卖许可证申请和审批体系

|         | 烟草专卖生产许可证     | 烟草专卖批发许可证  | 烟草专卖零售许可证         |
|---------|---------------|--|-------------------|
| 接收申请并审查 | 省级烟草专卖行政主管部门  | 经营范围跨区向省级主管部门申请，若在省级范围内则向所在地县工商行政管理部门根据上一级烟草专卖行政主管部门 | 专卖行政主管部门委托审查发证，设有 |
| 审批发证    | 国务院烟草专卖行政主管部门 | 经营范围跨区由国务院主管部门审批发证，若在省级范围内则由所县级烟草专卖主管部门的地方也可以        | 由县级烟草专卖主管部门审查发证   |

资料来源：《烟草专卖法实施条例》，国信证券经济研究所整理

- **烟叶的种植、收购：**国务院烟草专卖行政主管部门按照**合理布局**的要求，会同有关省、自治区、直辖市人民政府依据国家计划，根据**良种化、区域化、规范化**的原则制定烟叶种植规划。烟草公司则可在国家下达烟叶收购计划的地区设立烟叶收购站(点)收购烟叶。设立烟叶收购站(点)，应当经设区的市级烟草专卖行政主管部门批准。
- **烟草制品的生产：**设立烟草制品生产企业，应当由省级烟草专卖行政主管部门报经国务院烟草专卖行政主管部门批准，取得烟草专卖生产企业许可证，并经工商行政管理部门核准登记。**烟草制品生产企业必须严格执行国家下达的生产计划。**
- **烟草制品销售环节的批发与零售：**取得烟草专卖批发企业许可证的企业，应当在**许可证规定的经营范围和地域范围内**，从事烟草制品的批发业务。取得烟草专卖零售许可证的企业或者个人，应当在当地的烟草专卖批发企业进货，并接受烟草专卖许可证发证机关的监督管理。需要特别说明的是，**取得烟草专卖批发、零售许可证需符合批发与零售点合理布局的要求。**
- **烟草专卖品的运输：**烟草专卖品准运证由省级以上烟草专卖行政主管部门或其授权的机构审批、发放。烟草专卖品准运证的管理办法由国务院烟草专卖行政主管部门制定。包括香烟、烟草专用机械、烟用丝束、滤嘴棒和分切的进口卷烟纸在内的各种物资均需凭准运证办理托运或自运。
- **原材料、烟用机械的生产和销售：**烟草专卖批发企业和烟草制品生产企业只能从取得烟草专卖生产企业许可证的企业购买卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束和烟草专用机械。烟草专用机械的购进、出售、转让，必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准。淘汰报废、非法拼装的烟草专用机械，残次的卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束及下脚料，由当地烟草专卖行政主管部门监督处理，不得以任何方式销售。
- **烟草税收：**传统烟草行业税费主要包括七税费两专项，分别是烟叶税、消费税、增值税、企业所得税、进口关税、城市建设维护税、教育费附加，以及以税后利润为基础上缴的国有资本收益和专项税后利润。国家烟草专卖局烟草经济研究所《2018年中国控烟履约进展报告》显示，我国卷烟综合税率为66.6%。

**表 4：烟草烟叶税和消费税**

| 税种  | 具体税项               | 税率                       |
|-----|--------------------|--------------------------|
| 烟叶税 | 烟叶税                | 20%                      |
| 消费税 | 甲类卷烟（调拨价 70 元/条以上） | 56%，另收取 0.003 元/支，生产环节征收 |
|     | 乙类卷烟（调拨价 70 元/条以下） | 36%，另收取 0.003 元/支，生产环节征收 |
|     | 商业批发价              | 11%，另收取 0.005 元/支，批发环节征收 |
|     | 雪茄                 | 36%，生产环节征收               |
|     | 烟丝                 | 30%，生产环节征收               |

资料来源：中国税务网，国信证券经济研究所整理

### 执行细节形式众多，产业链各环节受影响不一

烟草专卖法实施条例所确立的以专卖许可证为基础的牌照制度，不仅能够决定企业是否具备生产与经营的资质，还可对企业生产量、经营范围、地域范围作出限制。结合电子烟行业自身的特征，我们认为“参照卷烟相关条例”后对电子烟的监管存在如下可能性：

- **实行许可证制：**许可证制细则包含的可能有 1)需申领许可证的产业环节；2)申领许可证的资质要求和牌照具体发放原则；3)是否会对电子烟进行整体或区域、局部产业链环节的产销量的指导与规划；4)对于烟油的口味、添加剂成分、尼古丁含量等是否会做出标准性要求；5)是否限制经营区域

或者其他具体经营活动;6)各项生产经营活动具体的监管单位和权责明确。

- **征收烟草税:** 1) 烟草税的征收环节和各环节的征收力度; 2) 烟草税征收的方式: 从量或从价; 3) 是否会按一定比例上缴税后利润; 4) 具体落实环节的执行细则和有关部门权责。

我们认为,对电子烟品牌商而言,监管法规和可能的执行细则出台之前,其未来的成长逻辑、成长空间和成长路径存在一定不确定性。长期看,法规若按从严监管的标准落地,可能会影响电子烟品牌商长期估值逻辑;若纳入烟草监管体系后,能够在国内市场的开拓中取得理想成绩,对当前头部品牌商亦有可能短空长多。

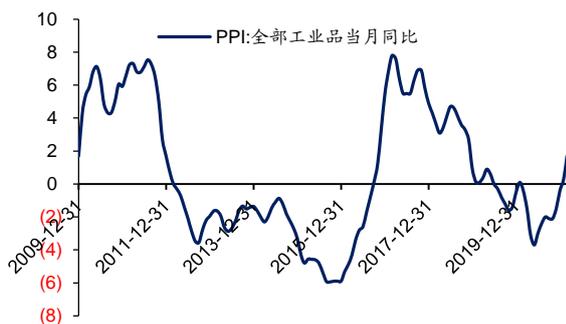
对产业链上游烟油和中游代工企业而言,由于全球电子烟产业链90%集中在中国,其存量业务收入来源对国内市场依赖度较低,短期所受影响可能相对较小。长期看,国家明确认可电子烟的存在和发展,可能会让能够成功进入国内产业链环节的优质公司受益。未来牌照的发放是否能够推动代工龙头打开国内增量市场广阔空间,将会是影响其资本市场定价的关键要素。

## 造纸: 淡季中关注纸价边际驱动因素变化

2020年国内出口同比持续高增长,国内经济快速恢复带动了造纸行业景气度的上行。纸价与纸企吨纸盈利均出现了较大的提升。展望后市,与纸价相关的驱动因素如下:1)海外疫情:海外主要国家尤其是美国疫情已经得到了较好控制,新增病例较此前大幅减少。海外企业生产随之渐次恢复。因此我们认为中国产能对海外产能的替代作用或边际趋弱。2)内需:从经验上来看,三月到七八月份是国内纸产品的传统淡季,纸价维持前期涨势的动力较弱。

在复苏交易的早期,市场更多关注相应标的业绩和股价弹性。随着成品纸和原材料价差扩大,当前各纸企吨纸盈利已运行至历史高位附近。在吨纸净利和板块内标的前期股价已经持续扩张近一年且涨幅较大的情况下,股价或已在很大程度上定价了盈利扩张的预期。此时纸价的边际变化或为市场对纸企定价的最重要锚点,在淡季来临,外需持续高增长较难以为继的环境中或应保持谨慎。

图 12: PPI (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 出口额当月同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

本月国内纸品市场涨跌互现。包装纸废纸系产品市场价格震荡下行，纸厂库存累积，下游需求较为冷清，下游备货情绪不高，主流企业有检修计划；白卡纸价格再次上涨，涨幅拉大，主流报价涨至 10000 元/吨以上，下游接受度稍显不佳。文化纸市场价格持续走高，市场走货好转，迎来市场旺季，月初涨幅扩大，双胶纸价格渐渐接近铜版纸价格，4 月最新报价再次上调，主流企业针对双胶纸上调 700 元/吨，铜版纸上调 500 元/吨。

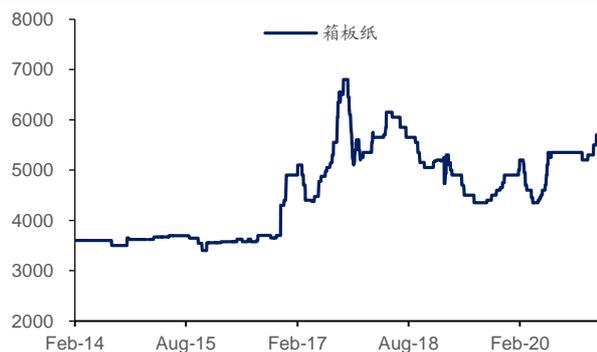
### 成品纸：包装纸涨价动力趋弱，文化纸景气度相对偏高

**箱板纸。**进入 3 月，主流纸企、包装厂、纸箱厂已基本完全进入生产阶段。下游企业补货需求良好，而市场供应稍显不足，春节前后包装纸厂停机限产居多，导致整体供求偏紧，玖龙、理文等规模纸企提涨纸价 100-200 元/吨，其中高端牛卡纸因受浆价大幅上涨影响，提价幅度更大。随着废纸价格的持续下滑，箱板纸市场供需压力增大，市场成交氛围一般，部分企业价格普遍小幅下跌 50-100 元/吨，整体市场需求不甚理想，下游纸箱厂、包装厂反应后续订单不足，对高价纸持否定态度，中小纸厂为促进出货，降低库存，灵活调整销售政策，优惠让利 50-100 元/吨不等，仅玖龙纸企努力维持价格平稳。为缓解供求压力，4 月规模纸企发布停机限产计划。

**瓦楞纸。**3 月瓦楞纸市场整体弱稳运行。截止 3 月 30 日 120g 瓦楞纸价格指数为 3900 元/吨，较上月整体下降 4.18%。随着本月原料废纸价格震荡运行，瓦楞纸供需压力增大，成本面支撑无力，纸企库存压力增加，市场出货速度放缓。除个别规模纸企价格政策相对稳定外，中小型纸企多根据自身库存情况合理调整价格，部分纸企窄幅让利出货。尽管主流纸厂仍然存在提价意愿，但下游接受度普遍较低，包装厂多随采随买，纸企库存高位承压，终端需求暂无利好提振，市场对于高价纸持观望态度。下游客户进货意愿不足，纸厂出货不畅，库存已经在小幅上涨，库存压力增大，为扭转当前不利市场局面，天津玖龙、山鹰纸业、泉州玖龙纸业等龙头纸厂发布 4 月停机检修计划以缓解供求压力。

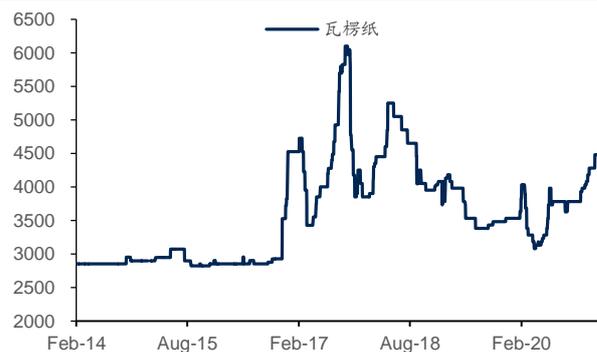
我们认为，纸价在一年左右的上涨后已接近历史高点，随着行业淡季来临纸，后续上涨动力或有减弱。

图 14：箱板纸价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15：瓦楞纸价格（元/吨）



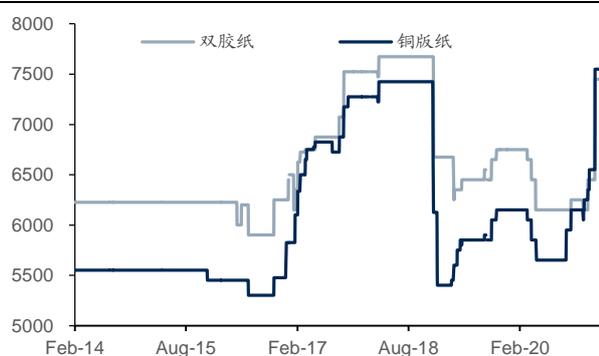
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**白卡纸。**3 月白卡纸市场主流纸企价格冲破万元。截止 3 月 30 日，白卡纸价格指数为 10050 元/吨，较上月提涨 14.86%。3 月份正值节后包装需求旺盛时期，APP 等主流纸厂大幅度提价 1800 元/吨，白卡纸行业依旧延续涨势，主流企业一举突破万元大关，白卡纸价格屡创新高。自月初以来，白卡纸市场价格继续走高，纸厂、经销商逐一落实前期大幅度提价，整体价格节节攀升，但由于白卡纸价格的大幅提高，中小型纸厂及下游包装厂成本承压，盈利能力大幅降低，终端需求不旺，下游包装厂按需采购为主。当前终端落实压力依然较大，特别是中小型包装厂接受程度一般，市场存在看跌心态，其它包装产品价格略有松

动，库存小幅上涨，纸厂为尽快降低库存，计划4月份再次提价500元/吨，但对提价落实时间仍然存在一定的动摇，特别是近期纸浆回落，后市观望心态强烈。

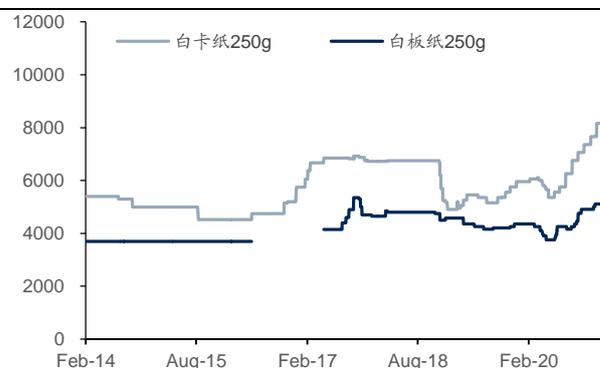
**白板纸。**3月白板纸价格整体呈现稳中上扬走势，市场交投不温不火。截至3月30日，250g灰底白板纸价格指数5750元/吨，较上月上涨4.07%。本月初期国内灰底白板纸市场整体供需良好，纸厂提价100-200元/吨，春节过后整体包装需求尚可，东莞玖龙等大型纸厂库存相对处于低位；中期在白卡纸价格的推涨下，纸厂趁势再次宣传提价200元/吨左右，纸价上涨引起下游成本大幅增长，因此下游市场存有抵触情绪，特别是中小型包装厂经营压力明显增大，下游包装厂采购刚需为主，备货意愿并不强烈。近期废纸价格连续下跌，纸厂继续通过转嫁成本以达到提价稳价的目的难以继续，此番提价落实稍显缓慢。纸厂库存有小幅上涨的压力，终端包装企业多持观望态度，玖龙、建晖等规模纸企稳定市场的意图明显。

图 16: 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 17: 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

**铜版纸。**3月铜版纸价格持续走高，后市看涨因素偏多。本月国内157g铜版纸主流报价在7300-8000元/吨，截至3月30日，157g铜版纸价格指数8100元/吨，较上月上涨9.09%。本月中上旬终端需求较为平淡，稳定出货为主，库存小幅走高；中旬之后需求好转，下游拿货量较前期加大，虽不及旺季，但3月订单任务均已完成，部分厂家出现砍单现象；下旬文化纸市场4月最新报价发布，针对铜版纸再次上涨500元/吨，市场价格再次走高。本月国内中低端铜版纸主流送到价7000-7500元/吨，高端铜版纸主流送到价7800-8500元/吨之间；157g铜版纸主流印厂接货价如下：雪兔7800元/吨，东帆8500元/吨。铜版纸4月最新报价再次拉涨500元/吨，文化纸市场价格再次走高，迎来传统市场旺季，价格有利支撑，叠加2021年党政刊物需求偏多，且对中高端市场需求较大，铜版纸后市仍有有力支撑。

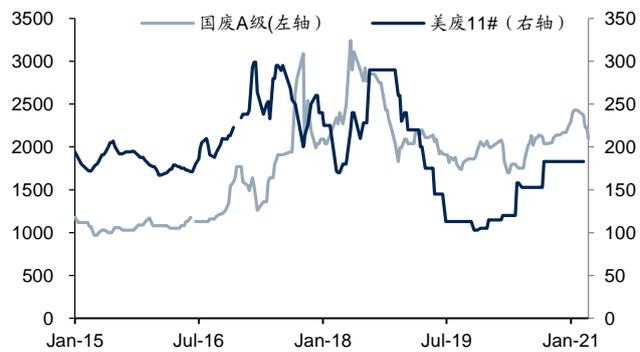
**双胶纸。**3月双胶纸价格持续走高。本月国内70g及以上全木浆双胶纸主流报价在6500-7500元/吨之间，均价水平5919元/吨。本月双胶纸迎来市场旺季，纸厂、经销商仍然推涨纸价。上旬双胶纸价格涨幅拉大，主流厂家拉涨1000元/吨左右，出货情况较前期好转；中旬双胶纸落实涨幅为主，目前下游多为党政刊物需求，社会需求较为冷清；下旬双胶纸市场再次发布4月最新报价，主流企业计划提涨700元/吨。中下旬后主流企业订单排满，库存低位，开工高位，文化纸传统旺季叠加建党100周年的党政刊物需求，在原料端震荡回调之时，利好多于利空，价格一路上行。截止3月30日，华东地区70-100gUPM平张周边送到价7700元/吨附近，云镜8200元/吨左右，华夏太阳8200元/吨附近，瑞雪7000元/吨附近。

### 原材料：木浆废纸价格均有回落

本月针叶木浆和阔叶木浆价格呈现先涨后降趋势，从中旬左右开始回调。国际木浆厂家新一轮报盘大幅上涨，外盘市场依然看涨后市，依利姆公布新一轮4月报盘：针叶浆调涨100美元/吨，阔叶浆调涨70美元/吨，本色浆调涨50美元/吨。由于乌厂检修，针叶浆数量减半。Arauco4月份进口木浆外盘面价公布，针叶浆银星无量，阔叶浆明星无量，本色浆金星850美元/吨，较上一轮提涨70美元/吨，因浆厂生产问题，银星、明星无法供应4月长协客户。

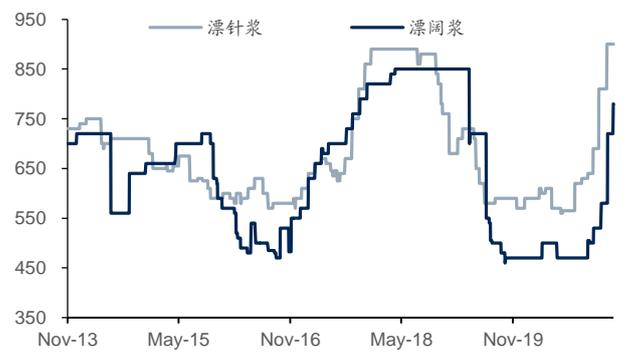
**国废价格持续下跌。**三月以来，废纸采购价格由月初的大部持稳，小幅波动趋势逐步向大跌趋势蔓延，玖龙、理文等龙头企业大幅下调价格，周边纸企相应跟跌，市场进入普跌状态；三月中旬，国废市场跌势暂缓，逐步回稳，出现了涨跌互现的现象，废纸市场大部维稳运行，一小部分纸企自行调整价格，纸企到货量整体减少回归至平稳可控状态，部分中小型纸企库存仍旧偏多且因下游需求不佳导致出货慢；这种大部维稳现象并没有维持多长时间，月末以来，废纸价格又开始回落，由局部震荡逐渐蔓延到大跌局面；截至3月30日，国废市场持续大跌，下调幅度20-100元/吨不等，最高下调幅度可达100元/吨，部分纸企甚至二次下调废纸价格。

图 18: 国废黄板纸和美废 11# 价格 (元/吨)



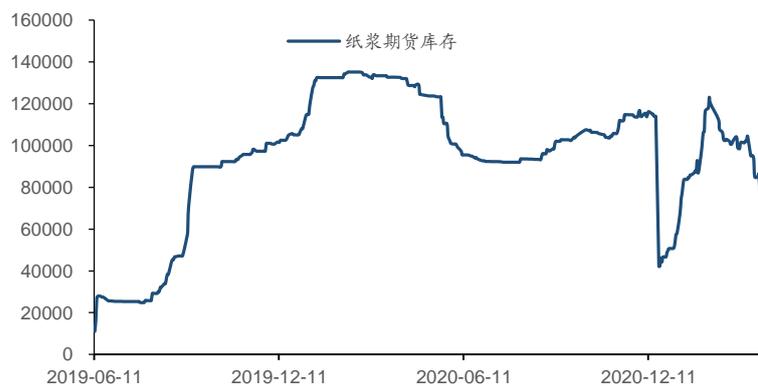
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：国废价格单位为元/吨，美废价格单位为美元/吨

图 19: 漂针浆和漂阔浆价格 (美元/吨)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20: 国内纸浆期货库存 (吨)



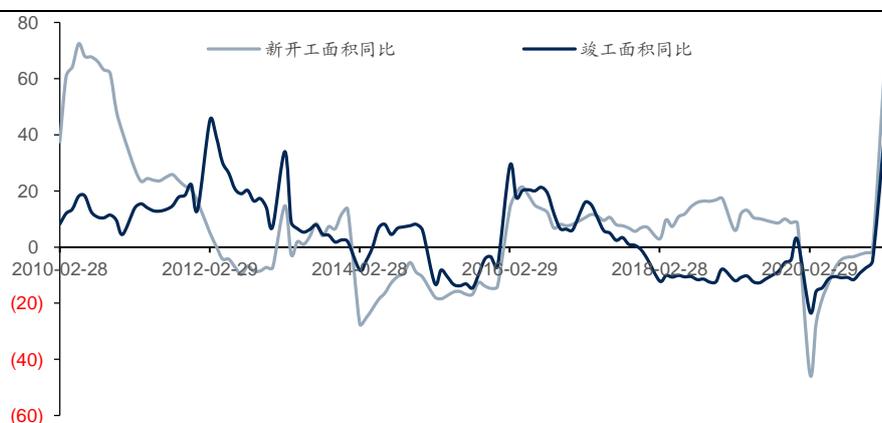
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

上游原材料的价格反映了中游造纸企业对于行业景气度的预期。我们认为，未来纸价相关驱动因素可能趋弱，伴随着包装纸行业淡季来临，纸价或将面临一定的回调压力。文化纸则有望受益于建党 100 周年用纸需求，从而保持较高景气度。

## 家居：同比增速迎来高峰，复苏主线受益

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。在存量竞争当中，我们认为在区域布局、品牌影响力、智能制造等方面均具备相对优势的龙头企业能够不断提升自身业务规模与市场份额，在存量市场实现较为稳健持续的成长。此外，由于2020年施工交付等受疫情影响原因，预计2021年施工交付量会出现一个阶段性的高点。家居行业的业绩受益于此或将有较为亮眼的表现。

图 21：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 22：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 23：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 24：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 25：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 26：快递发件数和同比增速 (万件, %)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 27：通讯器材累计零售额和同比增速 (亿元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 推荐标的

重点推荐优质赛道中业绩成长确定性较强的行业龙头思摩尔国际、晨光文具、中顺洁柔、公牛集团。

表 5: 重点覆盖公司估值表 (截至 2021.3.31)

| 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  | 9.61   | 465.41   | *0.89     | *1.66 | *2.12 | *10.79 | *5.79  | *4.53  |
| 2314.HK   | 理文造纸  | 6.16   | 239.56   | 0.52      | 0.56  | 0.55  | 11.85  | 11.00  | 11.20  |
| 1044.HK   | 恒安国际  | 42.89  | 547.67   | 3.88      | 4.18  | 4.45  | 11.06  | 10.26  | 9.64   |
| 3331.HK   | 维达国际  | 22.21  | 245.77   | 1.28      | 1.37  | 1.48  | 17.35  | 16.21  | 15.00  |
| 1999.HK   | 敏华控股  | 14.24  | 545.94   | 0.41      | 0.51  | 0.63  | 34.74  | 27.93  | 22.61  |
| 6969.HK   | 思摩尔国际 | 43.02  | 3,514.53 | 0.40      | *0.89 | *1.18 | 107.55 | *44.35 | *33.61 |
| 6993.HK   | 蓝月亮   | 9.61   | 857.53   | 0.20      | 0.27  | 0.36  | 48.04  | 35.58  | 26.69  |
| 002511.SZ | 中顺洁柔  | 27.09  | 315.99   | *0.69     | *0.98 | *1.10 | *39.26 | *27.64 | *24.63 |
| 603195.SH | 公牛集团  | 187.87 | 1,363.87 | *4.05     | *5.64 | *6.81 | *46.39 | *33.31 | *27.59 |
| 603899.SH | 晨光文具  | 82.99  | 894.97   | *1.32     | *1.79 | *2.09 | *62.87 | *46.36 | *39.71 |
| 603833.SH | 欧派家居  | 168.00 | 804.97   | 3.54      | 5.6   | 7.06  | 47.46  | 30.00  | 23.80  |
| 002078.SZ | 太阳纸业  | 16.49  | 433.41   | *0.73     | *0.96 | *1.07 | *22.59 | *17.18 | *15.41 |

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、思摩尔国际 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;  
前期热门板块出现资金负反馈对股价形成持续冲击。

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>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<br>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