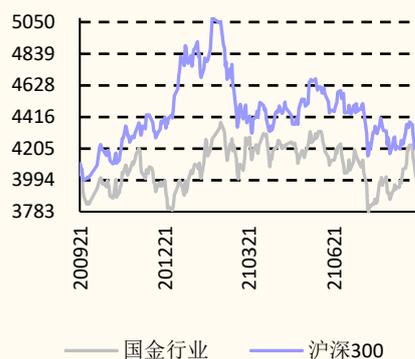


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金轻工造纸指数	4012
沪深 300 指数	4856
上证指数	3614
深证成指	14359
中小板综指	13790



相关报告

1. 《造纸板块的反弹无关基本面-轻工行业周报》，2021.9.12
2. 《仙鹤的统治力在增强！-特种纸行业中报总结》，2021.9.7
3. 《分化依然在延续，Q3 行业景气度有望维持-家居板块 2021 中报...》，2021.9.6
4. 《基本面已触底，静待旺季景气度回暖-造纸&个护板块 21 中报总结》，2021.9.5
5. 《7 月纸巾个护家居阿里全网数据跟踪-个护&家居线上专题分析报告》，2021.8.11

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

张杨桓

联系人
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

尹新悦

联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn

阔叶浆跌破 4600，限电影响还需进一步观察

行业观点更新:

■ 造纸: 本周造纸板块上涨 4.6%，主要受各省出台限电政策的刺激，市场对造纸行业 4Q 的供求关系预期发生改变。从本周的各项数据看，各个细分纸种或因被动限电，或主动停机检修，开工率均呈下滑态势，其中铜版纸的开工率降幅最大，本周开工率环比降 13.2%，铜版纸目前行业的开工率已降至 50%以下。但库存方面，箱板、瓦楞、铜版纸分别环比降 1.6%、0.35%、0.8%，双胶纸库存略增 0.08%，白卡纸库存环比增 0.77%。我们认为当前的核心矛盾仍是需求不足。国庆之后，随着北方供暖季开启，民用燃煤需求上升之后，我们需要观察部分省份是否会继续压减工业用煤量，从而对造纸行业的供给进一步压缩。

木浆方面，针、阔叶浆价继续走低，其中阔叶浆价已跌破 4600 元/吨，至 4597 元/吨，国家限电令造纸行业 4Q 的产量受限，对浆价构成利空，我们继续看跌浆价。

■ 家居: 本周 30 大中城市成交面积（当周值）同比下降 46.3%，累计同比上升 9.4%。我们认为目前家居板块投资最核心的矛盾点在于“房住不炒”的背景下，家居板块的估值承压，并且从当前的局势看，地产不景气的持续时间可能较以往任何一轮地产调控的周期更长。但我们认为国内存量房的规模庞大，自住性的更新装修需求规模庞大，叠加刚性住房交易所带来的装修需求，整个装修市场即便受地产制约，但规模依然可观。此外，受益于美国地产景气以及东南亚产能因疫情受限，国内家居出口有望继续保持强劲的增长势头。我们坚信，在四季度，家居板块完成估值切换之后，头部企业 20 倍左右的估值水平，将具备不俗的投资价值。

■ 电子烟: 从 8 月我们对国内头部品牌的草根调研情况看，国内头部品牌月度出货量环比下降的趋势仍未改变，但 9 月门店的销售数据开始逐渐环比向好。我们预计随着行业需求的增长，渠道库存的降低以及通配品牌逐渐被市场淘汰，四季度头部电子烟品牌的出货量有望重拾环比上升之势，届时国内电子烟产业链的投资机会将重启。

投资建议

- 特种纸: 推荐仙鹤股份（特种纸行业自身更优的供求关系&浆价下行）；
- 家居: 推荐欧派家居（整装业务&平台化）、顾家家居（份额集中&零售转型）、梦百合（营收高增长&销售净利率拐点）、倍轻松（国内便携按摩器的领导品牌，行业成长红利&公司品牌优势突出以及品类扩充）
- 重点观察: 尚品宅配（市值 91 亿元&整装高增长&京东赋能，加盟端何时能够重振旗鼓？）、豪悦护理（市值 82 亿元，营收端有望自 3Q 起，逐渐扭转同比下滑的趋势）

风险因素

- 国内消费增长放缓的幅度和时间超预期；地产销售进入较长时间大幅萎缩的状态；化工原料价格上涨幅度和时间超预期；人民币对美元大幅升值。

一、本周板块行情回顾

1.1、本周轻工板块及重点公司表现

本周轻工制造板块整体下跌 0.4%，同期沪深 300 指数下跌 0.1%。

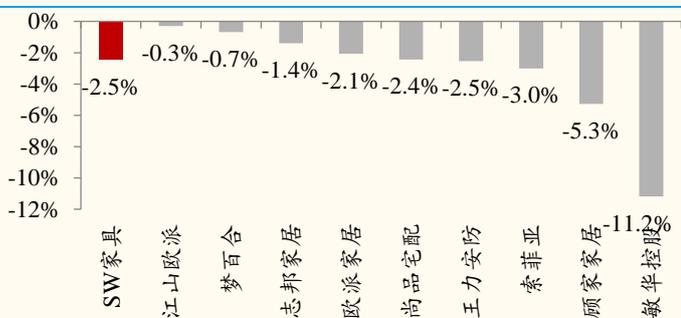
图表 1：本周轻工行业重点标的涨跌幅一览

代码	名称	本周涨跌幅	本月涨跌幅	季初以来涨跌幅	年初以来涨跌幅
399300.SZ	沪深300	-0.1%	0.9%	-7.2%	-6.9%
801140.SI	SW轻工制造	-0.4%	0.3%	-2.1%	3.7%
851432.SI	SW家具	-2.5%	-5.3%	-4.6%	1.5%
801143.SI	SW造纸II	4.6%	7.0%	-3.3%	8.2%
002078.SZ	太阳纸业	7.1%	7.4%	-0.3%	-7.7%
600966.SH	博汇纸业	8.9%	21.4%	0.2%	-12.3%
000488.SZ	晨鸣纸业	7.9%	11.8%	10.5%	40.1%
600567.SH	山鹰国际	3.0%	10.0%	9.4%	25.0%
2314.HK	理文造纸	1.7%	4.4%	23.2%	17.8%
2689.HK	玖龙纸业	1.1%	5.5%	12.7%	3.2%
603733.SH	仙鹤股份	3.0%	-11.6%	-11.5%	36.0%
605007.SH	五洲特纸	-1.0%	-1.9%	-0.1%	-21.0%
605377.SH	华旺科技	0.1%	-10.1%	9.2%	21.3%
002521.SZ	齐峰新材	4.6%	8.5%	11.7%	35.6%
600963.SH	岳阳林纸	8.5%	1.6%	-21.9%	98.8%
002572.SZ	索菲亚	-3.0%	-7.6%	-29.2%	-32.4%
300616.SZ	尚品宅配	-2.4%	-15.5%	-47.9%	-42.0%
603833.SH	欧派家居	-2.1%	-15.7%	-8.2%	-2.4%
603801.SH	志邦家居	-1.4%	-9.2%	-31.4%	-9.6%
603816.SH	顾家家居	-5.3%	-12.8%	-22.4%	-14.0%
1999.HK	敏华控股	-11.2%	-21.3%	-38.1%	-31.4%
603313.SH	梦百合	-0.7%	-10.2%	-36.6%	-41.2%
605268.SH	王力安防	-2.5%	-3.4%	-13.5%	-18.2%
603208.SH	江山欧派	-0.3%	-11.0%	-32.8%	-40.0%
605009.SH	豪悦护理	1.1%	-6.6%	-28.5%	-59.2%
001206.SZ	依依股份	2.5%	2.3%	-23.9%	-24.7%
301009.SZ	可靠股份	-0.5%	-4.8%	-28.1%	-6.4%
003006.SZ	百亚股份	-7.1%	-16.8%	-18.4%	-22.3%
1044.HK	恒安国际	-0.7%	-6.5%	-18.9%	-20.8%
3331.HK	维达国际	-2.4%	-4.4%	-7.9%	5.6%
002511.SZ	中顺洁柔	2.0%	-6.3%	-37.6%	-17.4%
300888.SZ	稳健医疗	-1.9%	4.2%	-34.0%	-50.1%
6969.HK	思摩尔国际	-1.7%	-17.2%	-19.9%	-42.1%
300741.SZ	华宝股份	2.0%	8.5%	-10.4%	-14.0%
0336.HK	华宝国际	-7.6%	-20.0%	-20.6%	40.2%
603195.SH	公牛集团	1.1%	-8.4%	-20.0%	-20.5%
688793.SH	倍轻松	-8.5%	-9.3%	-47.7%	-47.7%
603899.SH	晨光文具	1.7%	-4.7%	-22.3%	-25.4%

来源：wind，国金证券研究所

1.2、轻工子板块及重点公司行情表现

图表 2：家居家具板块重点公司周涨跌幅排序



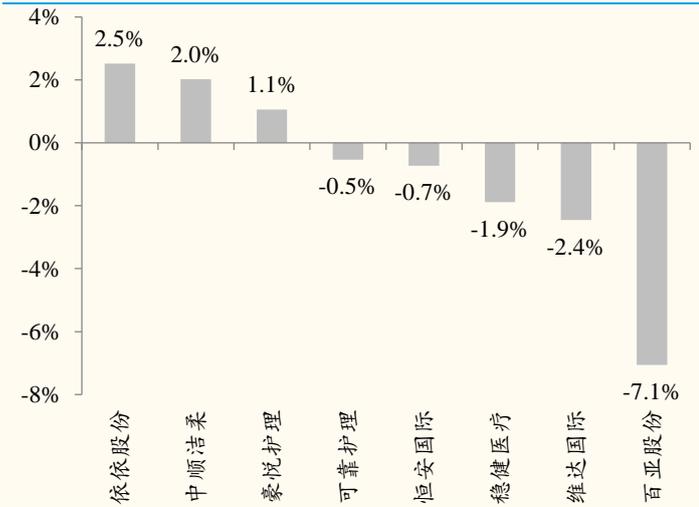
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：造纸板块重点公司周涨跌幅排序



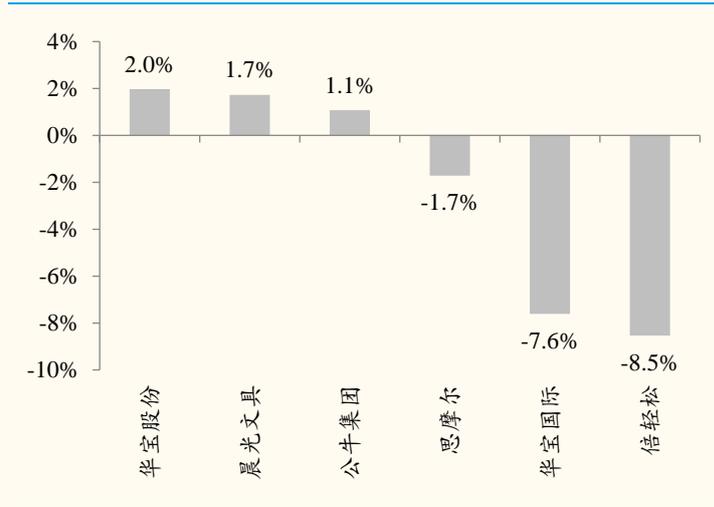
来源：wind，国金证券研究所

图表 4: 家清个护板块重点公司周涨跌幅排序



来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 其他板块重点公司周涨跌幅排序



来源: wind, 国金证券研究所

二、行业重点数据跟踪

2.1、家具板块行业高频数据跟踪

2.1.1 中美地产数据

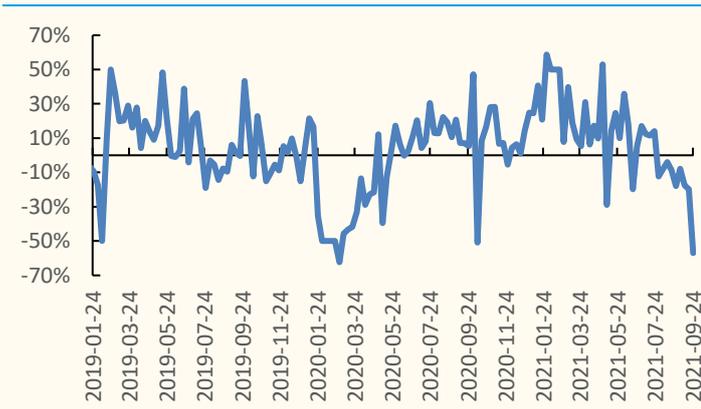
周度成交面积: 本周 30 大中城市成交面积 (当周值) 同比下降 46.3%，累计同比上升 9.4%。

房地产开发投资完成额 1-8 月累计同比增长 13.01%，房屋新开工面积 1-8 月累计同比下降 1.7%，两者单月均仍处于下滑态势。

月度竣工面积: 8 月全国房屋竣工面积同比增长 29.6%，较 19 年同期增长 23.1%；累计同比增长 27.5%，较 19 年同期增长 15.1%。

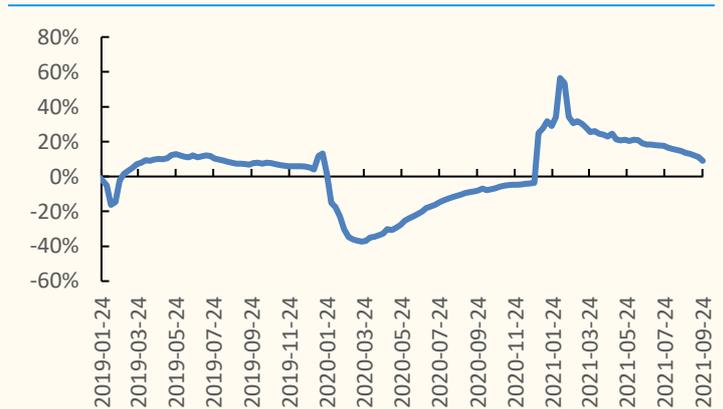
月度销售面积: 8 月全国商品房住宅销售面积同比下降 17.6%，较 19 年同期下降 5.5%；累计同比增长 16.5%，较 19 年同期增长 13.6%。

图表 6: 30 大中城市成交面积当周值同比 (周度)



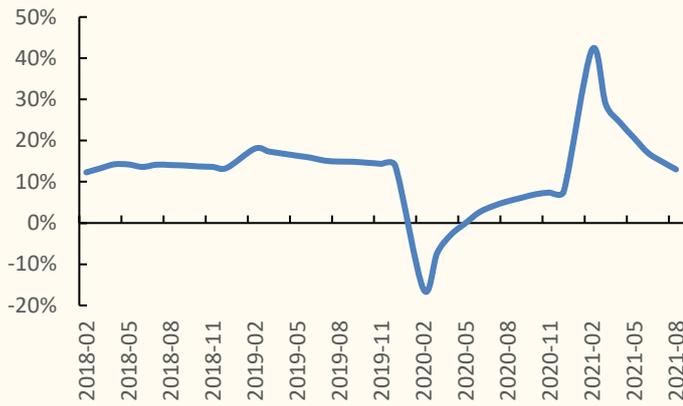
来源: wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

图表 7: 30 大中城市成交面积累计值同比 (周度)



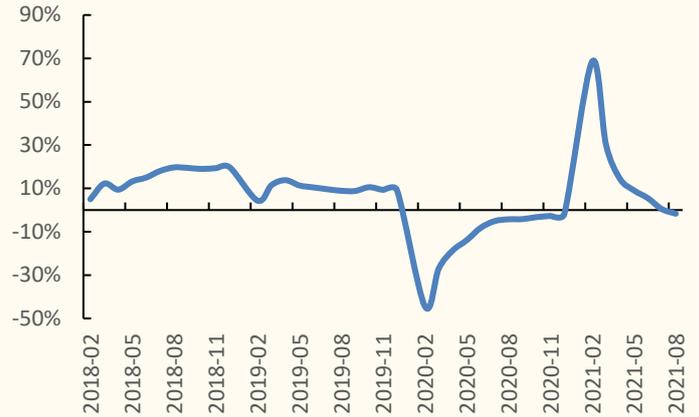
来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: 房地产开发投资完成额累计同比: 住宅 (月度)



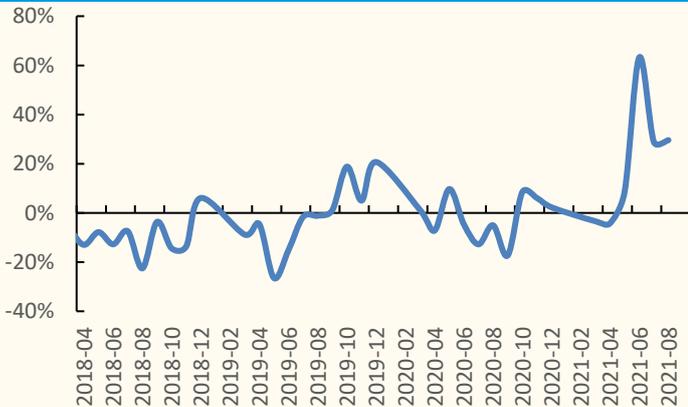
来源: wind, 国金证券研究所

图表 9: 房屋新开工面积累计同比: 住宅 (月度)



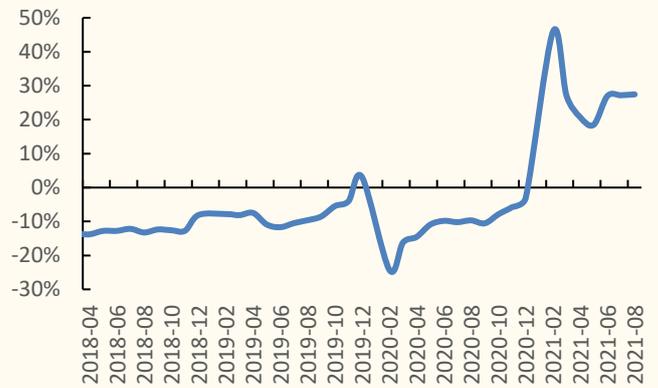
来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 房屋竣工面积当月同比: 住宅 (月度)



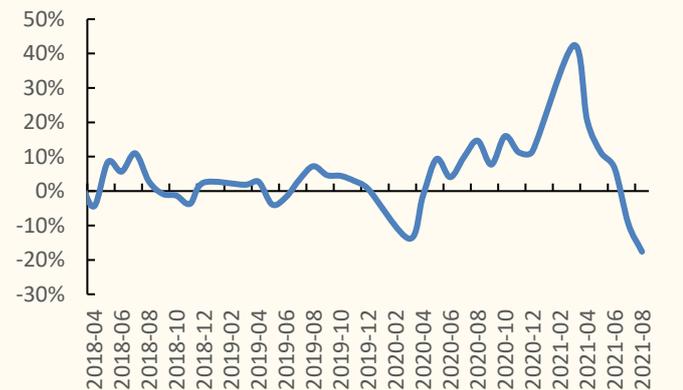
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 房屋竣工面积累计同比: 住宅 (月度)



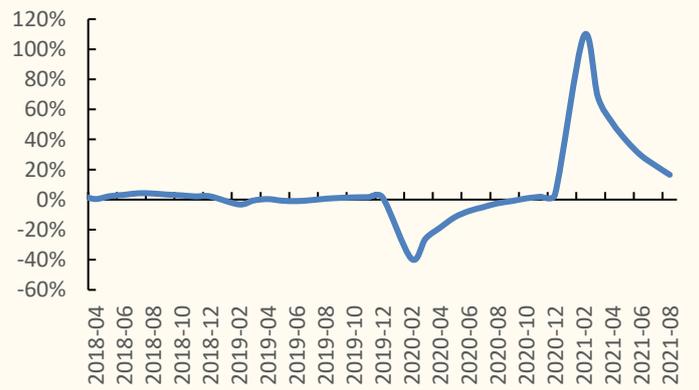
来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 商品房销售面积当月同比: 住宅 (月度)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 商品房销售面积累计同比: 住宅 (月度)



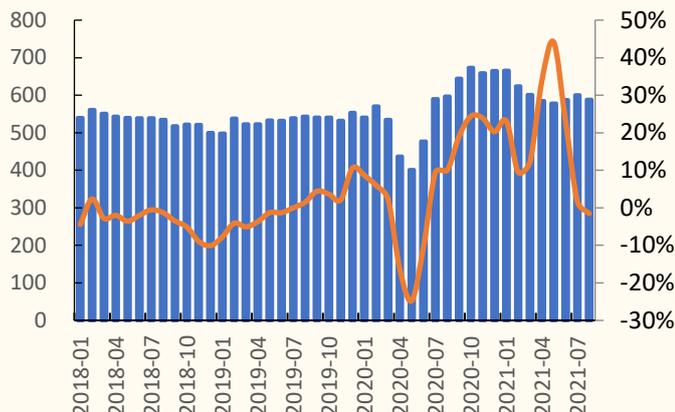
来源: wind, 国金证券研究所

美国房屋销售: 8月成屋销售套数(折年数)同比下降1.5%,今年以来首次出现单月下降,7月新屋销售套数(折年数)同比下降27.2%,但我们认为整体来看美国地产依然处于景气周期中,近期的销售放缓与房屋供给紧缺因素关联较大。

美国贷款利率: 美国30年期住房贷款利率本周为2.9%,环比上周持平,仍处于近20年的低位。

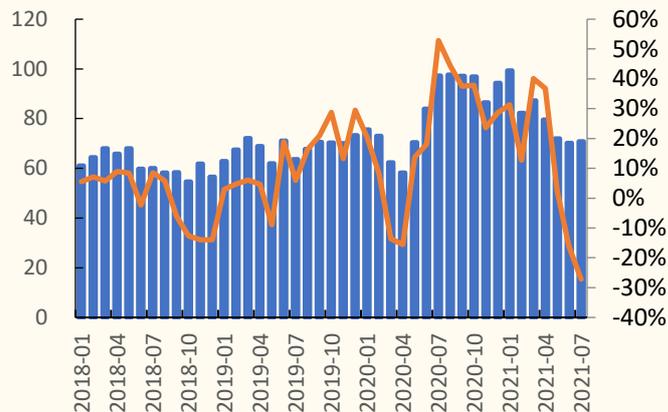
美国房屋空置率：二季度末为 0.9%，已降至历史最低位。

图表 14: 美国成屋销售套数 (折年数) 及同比 (万套)



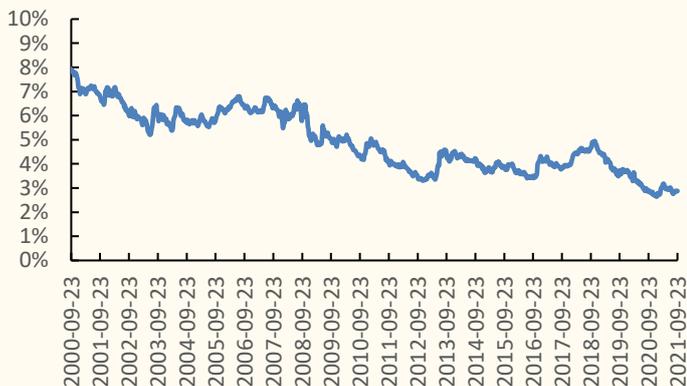
来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 美国新屋销售套数 (折年数) 及同比 (万套)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 美国住房抵押贷款利率 (30 年期, 周度)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 美国房屋空置率 (季度)



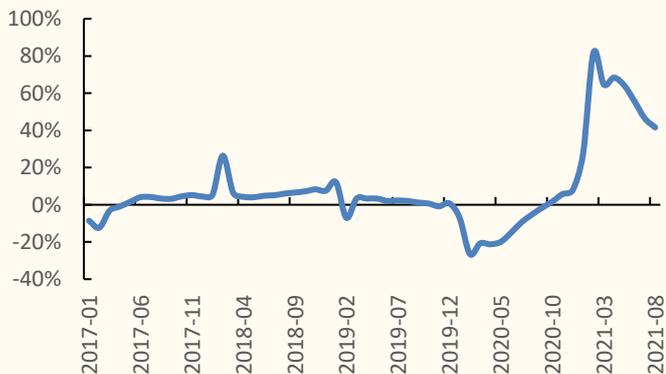
来源: wind, 国金证券研究所

2.1.2 家具出口及国内零售额数据

家具出口: 8 月中国家具出口金额同比增长 16.5%，累计同比增长 41.6%，8 月增长环比有所加速，预计由越南疫情导致订单回流所致。越南家具出口金额单 8 月同比下降 40.8%，累计同比增长 33.8%。

国内家具零售额: 8 月中国家具类零售额同比增长 6.7%，累计同比增长 23.7%。

图表 18: 中国家具出口金额累计同比 (月度)



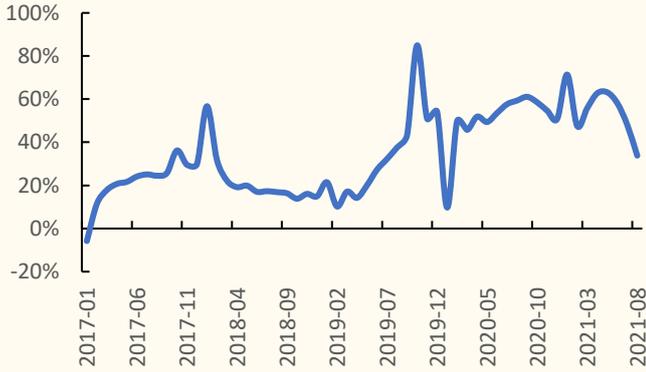
来源: wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

图表 19: 中国家具出口金额当月同比 (月度)



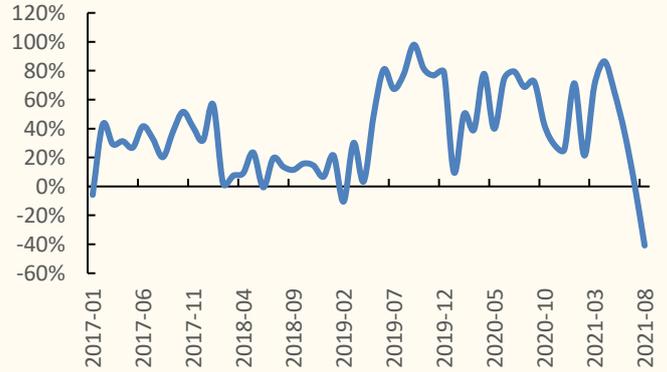
来源: wind, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

图表 20: 越南家具出口金额累计同比 (月度)



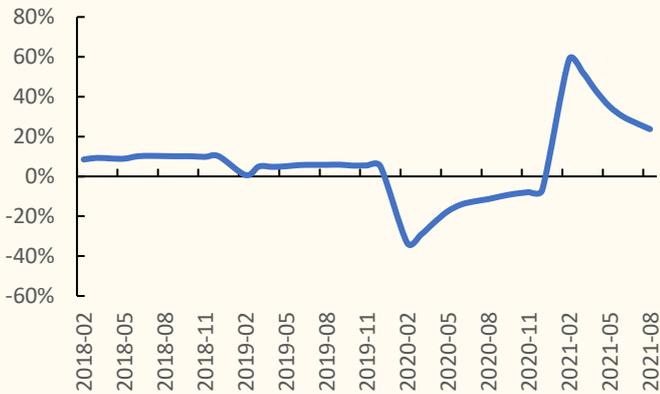
来源: 越南海关官网, 国金证券研究所

图表 21: 越南家具出口金额当月同比 (月度)



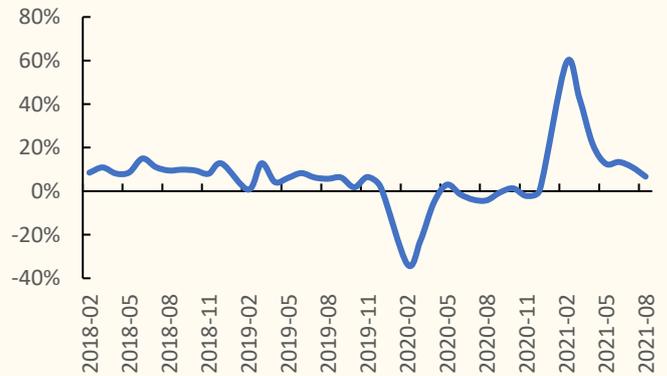
来源: 越南海关官网, 国金证券研究所; 注: 部分波动较大数值已做平滑处理

图表 22: 零售额: 家具类累计同比 (月度)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 23: 零售额: 家具类当月同比 (月度)



来源: wind, 国金证券研究所

2.1.3 家具原材料价格数据

本周国内软泡聚醚均价为 17675 元/吨, 环比上周上涨 1435 元/吨, 今年以来截止本周末均价为 17524.3 元/吨, 同比上升 62.81%。

本周国内 MDI 均价为 21200 元/吨, 环比上周上涨 160 元/吨, 今年以来截止本周末均价为 22157.1 元/吨, 同比上升 53.35%。

本周国内 TDI 均价为 13775 元/吨, 环比上周下降 165 元/吨, 今年以来截止本周末均价为 14459.1 元/吨, 同比上升 25.39%。

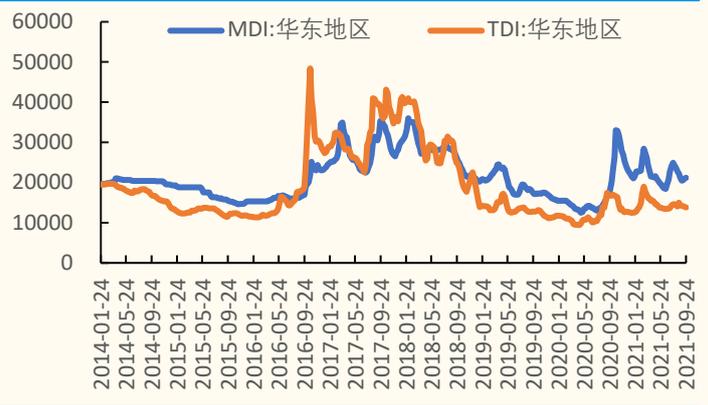
海外原材料价格方面, 美国地区 MDI 价格 8 月继续上行, 环比 7 月上升 66.2 美元/吨, TDI 价格 8 月与 7 月持平; 欧洲地区 MDI 价格 8 月有所下降, 环比 7 月下降 15.18 美元/吨, TDI 价格也有所回落, 环比 7 月下降 134.4 美元/吨。

图表 24: 软泡聚醚国内价格走势 (元/吨, 周度)



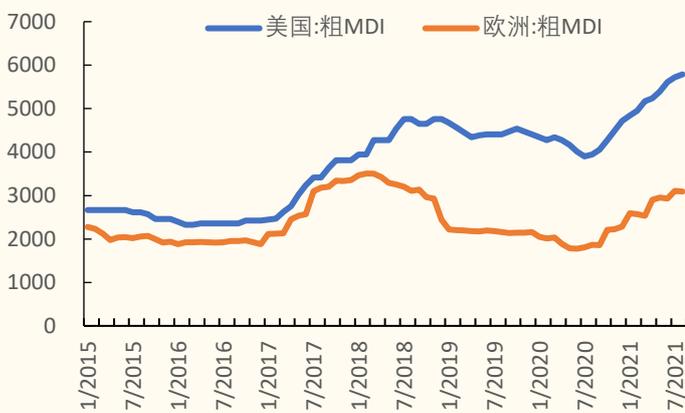
来源: wind, 国金证券研究所

图表 25: MDI、TDI 国内价格走势 (元/吨, 周度)



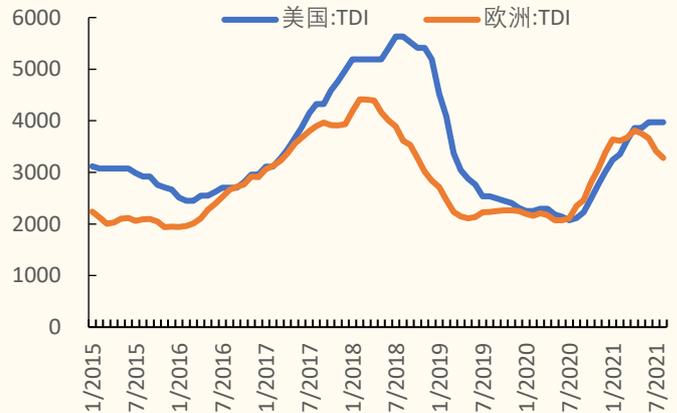
来源: wind, 国金证券研究所

图表 26: MDI 海外价格走势 (美元/公吨, 月度)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 27: TDI 海外价格走势 (美元/公吨, 月度)

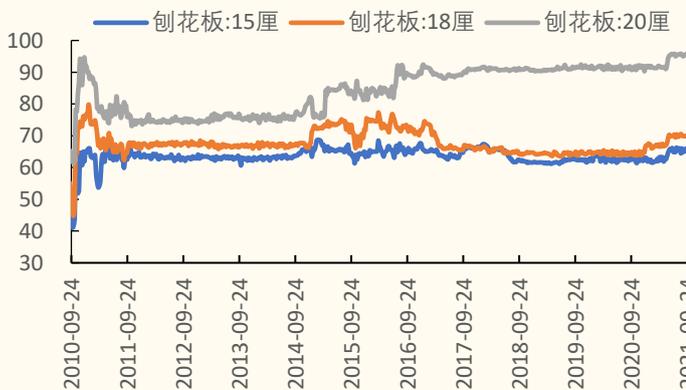


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

刨花板: 18 厘米刨花板本周均价为 69.75 元/张, 环比上周下降 0.25 元/张, 今年以来截止本周末均价为 68.56 元/张, 同比上升 6.27%。

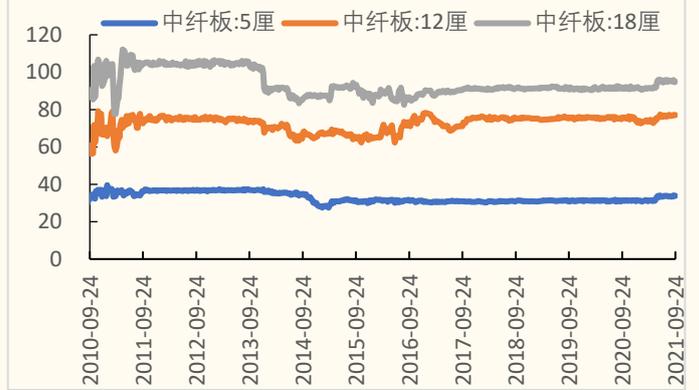
中纤板: 12 厘米中纤板本周均价为 77 元/张, 环比上周下降 0.29 元, 今年以来截止本周末均价为 75.25 元/张, 同比下降 0.33%。

图表 28: 刨花板价格走势 (元/张, 周度)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 29: 中纤板价格走势 (元/张, 周度)



来源: wind, 国金证券研究所

2.2、造纸板块行业高频数据跟踪

图表 30：本周纸品及原材料价格变动一览

产品名称	1Q21均价 (元/吨)	2Q21均价 (元/吨)	环比1Q	7月均价 (元/吨)	环比6月	8月均价 (元/吨)	环比7月	本周均价 (元/吨)	环比上周	
原材料										
木浆系	针叶浆	6713	6788	76	6285	2	6265	-20	6107	-49
	阔叶浆	5309	5161	-148	4724	-197	4796	72	4597	-38
	化机浆	4392	4171	-220	3581	-271	3513	-68	3454	-10
废纸系	国废黄板纸	2291	2224	-68	2333	12	2430	97	2411	-57
纸品										
木浆系	双胶纸	6379	6651	272	5518	-431	5472	-46	5260	-115
	铜版纸	6609	6845	236	5575	-614	5448	-126	5265	-73
	白卡纸	8341	9113	772	6103	-1807	6411	308	5984	-11
废纸系	箱板纸	4681	4630	-51	4739	15	4824	86	5053	-57
	瓦楞纸	3794	3678	-115	3932	137	3805	-127	4160	-55

来源：卓创资讯，国金证券研究所；注：周度核算时间为9月17日至9月23日

2.2.1、浆纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

本周进口木浆现货市场持续弱势整理。9月17日到9月23日，进口针叶浆周均价6107元/吨，较上周下滑49元/吨；进口阔叶浆周均价4597元/吨，较上周下滑38元/吨。

2) 成品纸:

本周铜版纸市场持续偏弱。据卓创资讯数据显示，本周157g铜版纸市场均价为5265元/吨，较上周环比下滑73元/吨。影响价格走势的主要因素有：第一，纸企走货一般，供应压力仍存；第二，下游经销商交投清淡，多地价格混乱下挫，市场价格偏乱，业者以实单实谈为主，市场悲观情绪犹存；第三，下游印厂多维持刚需，需求面未见起色。

本周双胶纸市场震荡下行。据卓创资讯数据显示，本周70g双胶纸市场均价为5260元/吨，较上周环比下滑115元/吨。影响价格走势的主要因素有：第一，规模纸厂价格政策灵活，订单一般；中小纸厂价格下调，利润承压，部分厂家有停机检修情况存在；第二，下游经销商订单平平，旺季预期减弱，操盘积极性不高，部分价格窄幅下探，局部个别低价显现，业者市场情绪不佳；第三，下游成交情况未见改观，整体需求不足。

本周白卡纸市场走势偏弱，局部高价仍有下移。据卓创资讯数据显示，本周250-400g平张白卡纸市场含税周均价5984元/吨，环比下滑11元/吨。主流品牌市场价格5200-5900元/吨。影响本周价格走势的原因有：第一，市场订单不旺，中秋假期进一步冲淡需求，下游按需采购有限，为促进出货，部分贸易商价格窄幅下行；第二，纸厂停机检修增加，市场供应收窄，但整体供大于求，对下游拿货刺激反应尚不明显；第三，原料成本带动不足，局部地区印刷厂开工有所下滑，供需双减，业者市场信心提振不大。

2.2.2、废纸系原料及纸品价格变动情况

1) 原材料:

本周国废黄板纸市场价格下跌。据卓创资讯监测数据显示，本周（9月17日至9月23日）国废黄板纸周均价为2411元/吨，环比下滑57元/吨。价格下滑主要为以下几个方面：1.福建公共卫生事件升级引发市场担忧；2.打包站出货积极性高位运行；3.纸厂降价吸货效果尚可；4.龙头纸企价格下跌。

2) 成品纸:

本周瓦楞纸市场大稳小动，多执行让利优惠后价格为主。据卓创监测数据显示，本周瓦楞纸全国周均价4160元/吨，较上周均价下调55元/吨。影响本周瓦楞纸市场走势的因素有以下几方面：首先，中秋假期前，多数纸厂发布限期优惠政策，市场多消化优惠后价格为主；其次，原料废旧黄板纸价格局部

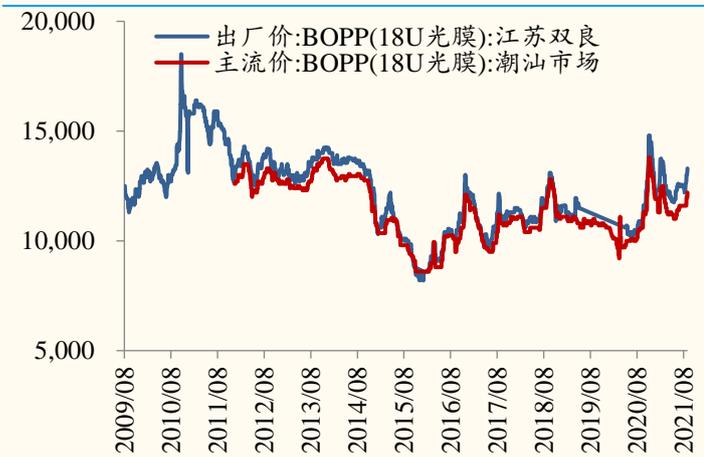
回调，成本端利空影响减弱，市场观望气氛浓厚；最后，近期纸企轮停现象以及停机检修逐步增加，供应端收紧，下游多根据自身情况适量补库，但整体供需矛盾暂难以缓解，本周瓦楞纸整体交投不温不火。

本周箱板纸市场以纸厂限期让利为主，在龙头纸企带动下，市场成交重心顺利下移。据卓创监测数据显示，本周箱板纸全国周均价 5053 元/吨，较上周均价下滑 57 元/吨。当前影响市场的主要因素有：首先，纸厂以去库存为主，目前华南等地库存压力较大，所以限期让利促成交，从走货情况看，表现不一，整体库存压力稍有缓和；其次，原料废纸下滑后盘稳，局部窄幅震荡，成本面变动不大；最后，目前纸厂供应有放缓预期，尤其华东、华南地区，关注后续供应面下滑后，下游交投氛围变动。

2.3、其他材料价格变动一览

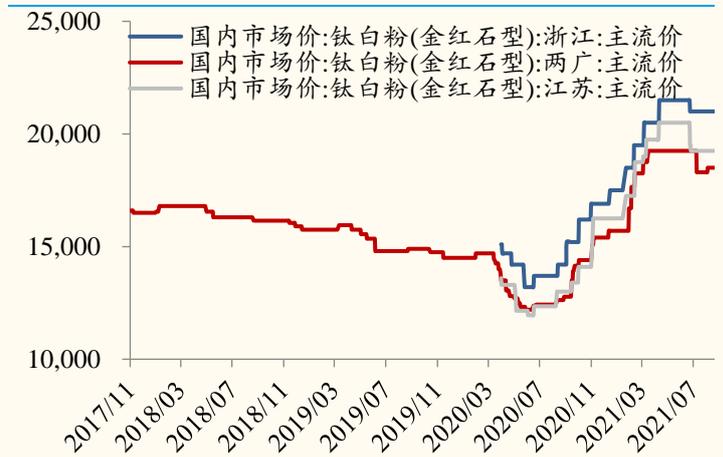
BOPP 膜价格 12200 元/吨，环比上周+300 元/吨，钛白粉价格与上周相比保持不变，粘胶短纤价格 12000 元/吨，环比上周-600 元/吨，涤纶短纤价格 7250 元/吨，环比上周+50 元/吨。

图表 31: 本周 BOPP 膜价格 12200 元/吨，环比上周增加 300 元/吨



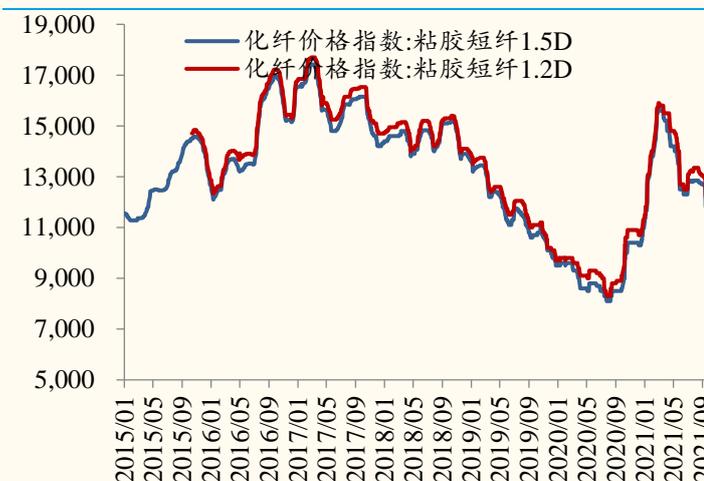
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 32: 本周钛白粉(金红石)价格 18500 元/吨，与上周保持不变



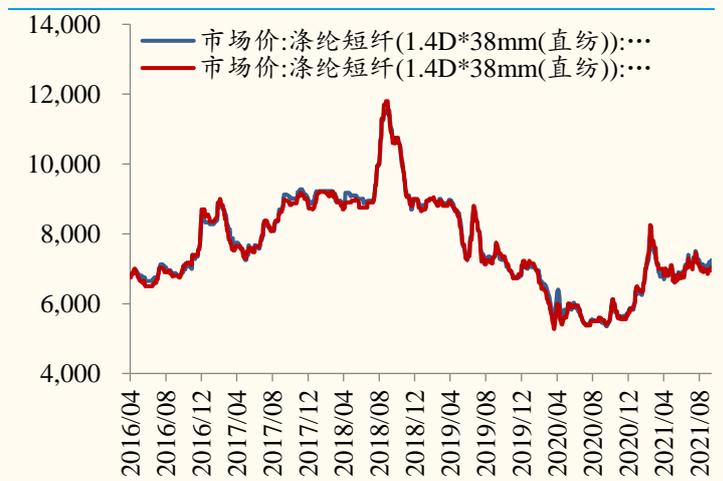
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 33: 本周粘胶短纤价格 12000 元/吨，环比上周下滑 600 元/吨



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 34: 本周涤纶短纤价格 7250 元/吨，环比上周增加 50 元/吨



来源: WIND, 国金证券研究所

三、重点公司估值及盈利预测

图表 35: 重点公司标的估值及盈利预测

板块分类	代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
生活用纸	002511.SZ	中顺洁柔	225	9.1	9.8	11.7	14.0	24.9	22.9	19.3	16.1	4.6
	3331.HK	维达国际	263	18.7	20.6	23.1	26.7	14.0	12.8	11.4	9.8	2.1
大宗造纸	002078.SZ	太阳纸业	355	19.5	35.1	39.8	44.5	18.2	10.1	8.9	8.0	2.0
	600966.SH	博汇纸业	175	8.3	24.5	25.0	26.5	20.9	7.1	7.0	6.6	2.4
	000488.SZ	晨鸣纸业	262	17.1	32.4	30.1	31.4	15.3	8.1	8.7	8.4	1.3
	600567.SH	山鹰国际	172	13.8	21.8	24.6	27.2	12.5	7.9	7.0	6.3	1.1
	603733.SH	仙鹤股份	237	7.2	11.8	14.5	18.9	33.1	20.0	16.3	12.6	4.1
定制	002572.SZ	索菲亚	156	11.9	13.7	16.4	19.4	13.1	11.4	9.5	8.0	2.6
	300616.SZ	尚品宅配	92	1.0	3.6	4.2	5.2	90.8	25.4	22.0	17.6	2.6
	603833.SH	欧派家居	793	20.6	27.8	34.1	41.7	38.5	28.5	23.3	19.0	6.4
	603801.SH	志邦家居	69	4.0	5.2	6.3	7.7	17.3	13.2	10.9	8.9	3.1
软件	603816.SH	顾家家居	379	8.5	17.1	21.0	26.1	44.9	22.1	18.1	14.5	5.4
	1999.HK	敏华控股	453	19.5	24.6	30.7	-	23.3	18.4	14.7	-	4.2
电子烟	603313.SH	梦百合	70	3.8	2.6	5.1	8.1	18.6	27.3	13.8	8.7	2.1
	6969.HK	思摩尔	2,061	24.0	57.0	79.5	106.8	85.9	36.2	25.9	19.3	9.6
其他	688793.SH	倍轻松	55	0.7	1.2	1.8	2.6	77.3	46.1	30.0	21.1	19.9

来源: WIND,国金证券研究所预测;注:公司市值截至日期为 2021.9.24

风险提示

国内消费增长放缓的幅度和时间超预期: 今年国内消费表现疲软,如果国内需求持续放缓,且持续的时间超预期,对消费行业的基本面将带来不利影响。

地产销售进入较长时间大幅萎缩的状态: 若受共同富裕、房住不炒的政策作用,国内房地产交易进入长时间大幅萎缩的状态,将对家居板块的基本面带来不利影响。

化工原料价格上涨幅度和时间超预期: 若化工原料价格受双碳政策影响,在目前价格已经大幅上涨的基础之上,继续大幅上涨,且上涨时间超出预期,将对下游软体家居产业的基本面带来不利影响。

人民币对美元大幅升值: 如果人民币对美元再度大幅升值,将影响轻工板块的出口,以及对相关上市公司带来较大的汇兑损失。

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，而不应当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：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402