

精选优质阿尔法，关注长线价值配置机会

投资要点：

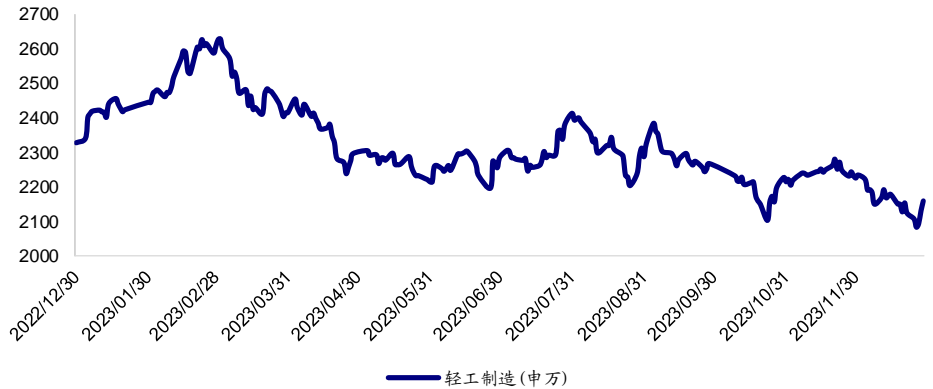
- **板块表现稳定，回暖趋势有望延续。**轻工制造（申万）指数 2023 年初至今累计下跌 7.25%，同期万得全 A 指数累计下跌 5.19%。在地产周期下行及终端需求疲软背景下，板块指数收益率小幅下降，轻工制造指数略微跑输市场，但相较 2022 年（累计下跌 20%）跌幅显著收敛。
- **2023 年三季报总览：**营收端短期承压，利润端逐步修复，龙头韧性表现突出。造纸轻工板块 2023Q3 营收短期有所承压，归母净利润逐步修复。其中，（1）造纸板块：营业收入同比下滑 6%（增速同比-11pct，环比+5pct），归母净利润同比增长 27%（增速同比+64pct，环比+87pct）。（2）包装印刷板块：营业收入同比下滑 7%（增速同比-17pct，环比-3pct），归母净利润同比下滑 4%（增速同比+8pct，环比+1pct）。（3）家居家具板块：营业收入同比增长 2%（增速同比+8pct，环比+1pct），归母净利润同比增长 6%（增速同比+17pct，环比持平）。（4）轻工出口板块：营业收入同比增长 17%（增速同比+9pct，环比+12pct），归母净利润同比增长 12%（增速同比-83pct，环比持平）。（5）二轮车板块：营业收入同比下滑 11%（增速同比-57pct，环比-16pct），归母净利润同比下滑 8%（增速同比-124pct，环比-30pct）。（6）个护及其他板块：营业收入同比增长 12%（增速同比+11pct，环比+2pct），归母净利润同比增长 14%（增速同比+11pct，环比+4pct）。
- **从选取的 124 家造纸轻工上市公司数据来看，净利率方面，**2023Q3 样本整体净利率达到 6.6%，同比+0.5pct，除轻工出口板块外，各细分板块净利率同比有所修复。具体来看，2023Q3 造纸板块净利率 4.1%（同比+1.1pct）；包装印刷板块净利率 5.5%（同比+0.2pct）；家居家具板块净利率 9.3%（同比+0.3pct）；轻工出口板块净利率 8.9%（同比-0.4pct）；二轮车板块净利率 8.3%（同比+0.3pct）；个护及其他板块净利率 6.4%（同比+0.1pct）。
- **毛利率方面，**2023Q3 样本整体毛利率达到 22.3%，同比+1.7pct，除造纸板块外，各细分板块毛利率同比亦有所修复。具体来看，2023Q3 造纸板块毛利率 11.3%（同比-0.4pct）；包装印刷板块毛利率 19.5%（同比+2.3pct）；家居家具板块毛利率 34.6%（同比+2.2pct）；轻工出口板块毛利率 33.1%（同比+3.2pct）；二轮车板块毛利率 22.6%（同比+1.1pct）；个护及其他板块毛利率 24.3%（同比+1.4pct）。
- **建议重点关注：**爱玛科技——产品优化渠道下沉扩产加速，迎发展良机；雅迪控股——国内份额持续领跑，海外市场需求放量；太阳纸业——三季度业绩明显修复，南宁基地建设稳步推进；百亚股份——女性卫生用品龙头，积极打开市场；欧派家居——大家居乘风破浪，定制龙头聚势前行；顾家家居——大家居战略稳步推进，美的系入股助力发展。
- **风险提示：**全球贸易风险，终端需求不及预期风险，原材料价格大幅波动风险，汇率风险，行业竞争加剧风险。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

1. 精选优质阿尔法，关注长线价值配置机会

板块表现稳定，回暖趋势有望延续。轻工制造（申万）指数 2023 年初至今累计下跌 7.25%，同期万得全 A 指数累计下跌 5.19%。在地产周期下行及终端需求疲软背景下，板块指数收益率小幅下降，轻工制造指数略微跑输市场，但相较 2022 年（累计下跌 20%）跌幅显著收敛。

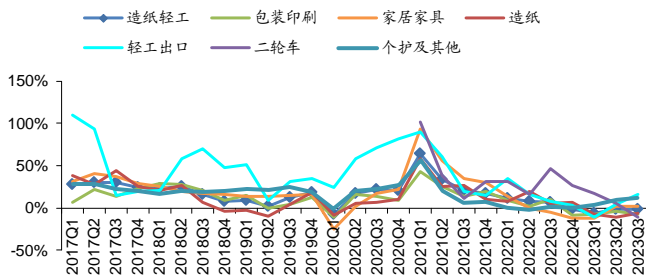
图1 轻工制造（申万）指数 2023 年初至今走势图



资料来源：Wind, HTI

2023 年三季报总览：营收端短期承压，利润端逐步修复，龙头韧性表现突出。造纸轻工板块 2023Q3 营收短期有所承压，归母净利润逐步修复。其中，（1）造纸板块：营业收入同比下滑 6%（增速同比-11pct，环比+5pct），归母净利润同比增长 27%（增速同比+64pct，环比+87pct）。（2）包装印刷板块：营业收入同比下滑 7%（增速同比-17pct，环比-3pct），归母净利润同比下滑 4%（增速同比+8pct，环比+1pct）。（3）家居家具板块：营业收入同比增长 2%（增速同比+8pct，环比+1pct），归母净利润同比增长 6%（增速同比+17pct，环比持平）。（4）轻工出口板块：营业收入同比增长 17%（增速同比+9pct，环比+12pct），归母净利润同比增长 12%（增速同比-83pct，环比持平）。（5）二轮车板块：营业收入同比下滑 11%（增速同比-57pct，环比-16pct），归母净利润同比下滑 8%（增速同比-124pct，环比-30pct）。（6）个护及其他板块：营业收入同比增长 12%（增速同比+11pct，环比+2pct），归母净利润同比增长 14%（增速同比+11pct，环比+4pct）。

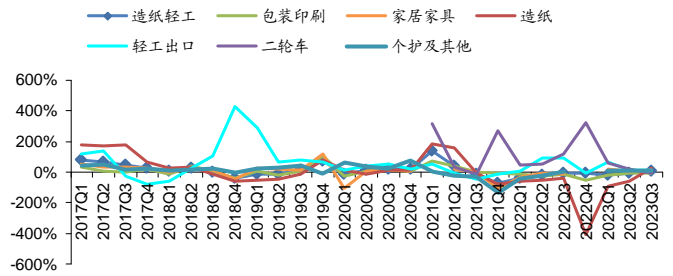
图2 各板块营业收入增速



资料来源：Wind, HTI

注：爱玛科技缺少 2019 年及其之前的单季度数据，因此二轮车营收同比增速 2021Q1 之前的口径不可比。

图3 各板块归母净利润增速



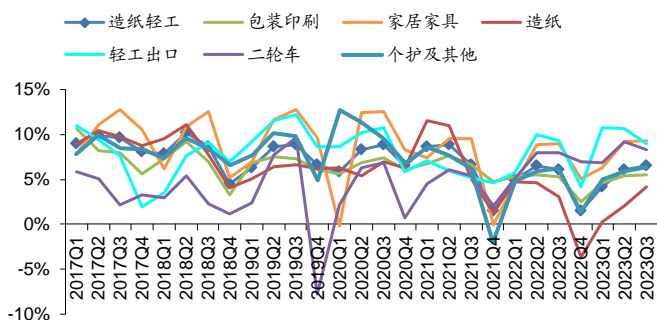
资料来源：Wind, HTI

注：爱玛科技缺少 2019 年及其之前的单季度数据，因此二轮车营收同比增速 2021Q1 之前的口径不可比。

从选取的 124 家造纸轻工上市公司数据来看，净利率方面，2023Q3 样本整体净利率达到 6.6%，同比+0.5pct，除轻工出口板块外，各细分板块净利率同比有所修复。具体来看，2023Q3 造纸板块净利率 4.1%（同比+1.1pct）；包装印刷板块净利率 5.5%（同比+0.2pct）；家居家具板块净利率 9.3%（同比+0.3pct）；轻工出口板块净利率 8.9%（同比-0.4pct）；二轮车板块净利率 8.3%（同比+0.3pct）；个护及其他板块净利率 6.4%（同比+0.1pct）。

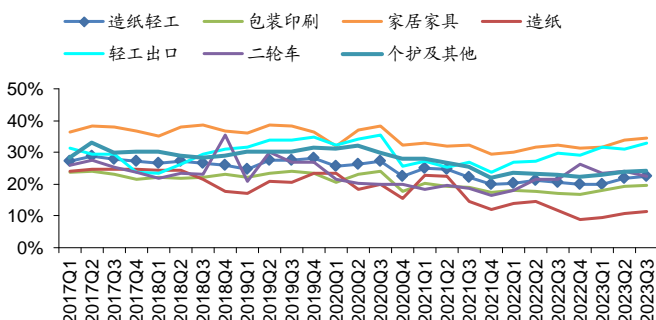
毛利率方面，2023Q3 样本整体毛利率达到 22.3%，同比+1.7pct，除造纸板块外，各细分板块毛利率同比亦有所修复。具体来看，2023Q3 造纸板块毛利率 11.3%（同比-0.4pct）；包装印刷板块毛利率 19.5%（同比+2.3pct）；家居家具板块毛利率 34.6%（同比+2.2pct）；轻工出口板块毛利率 33.1%（同比+3.2pct）；二轮车板块毛利率 22.6%（同比+1.1pct）；个护及其他板块毛利率 24.3%（同比+1.4pct）。

图4 各板块单季度净利率



资料来源：Wind, HTI

图5 各板块单季度毛利率



资料来源：Wind, HTI

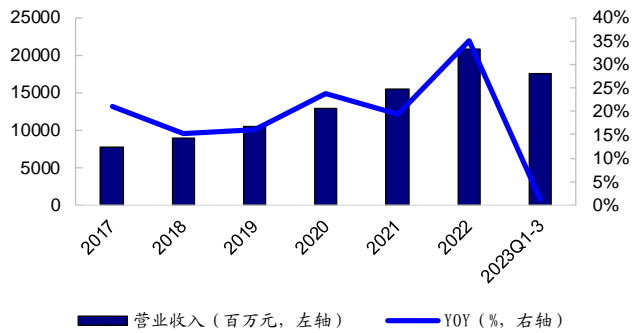
爱玛科技：产品优化渠道下沉扩产加速，迎发展良机。产品结构优化提振毛利率，科技智能化水平提升。公司 23 年前三季度实现营业收入 174.6 亿元，同比增长 1.3%；实现归母净利润 15.6 亿元，同比增长 13.2%。23 年爱玛梳理确立全新品牌定位“时尚爱玛，自在出行”，并发布指挥官 2023，搭载爱玛新一代引擎 5 技术，轻松实现“百公里，不充电”。

头部品牌渠道布局领先，扩产步伐加速，先发优势稳固。截止 22 年末，爱玛拥有经销商数量超过 1900 家，终端门店数量超过 3 万个，我们认为，公司在经销商和终端门店数量方面优势明显，渠道管理能力领先，已与其他传统品牌显著拉开竞争优势。截至 23 年 6 月末，爱玛在天津、河南、广东、广西、江苏、重庆、浙江、山东共设有 8 个生产基地。21 年 7 月以来，分别在重庆、台州、丽水和广西贵港四地投资共计约 61.5 亿新建四个生产基地。

募资有望进一步扩大龙头渠道优势。23 年 3 月，公司发行可转债募资 20 亿并拟投资 5 亿用于营销网络升级项目。

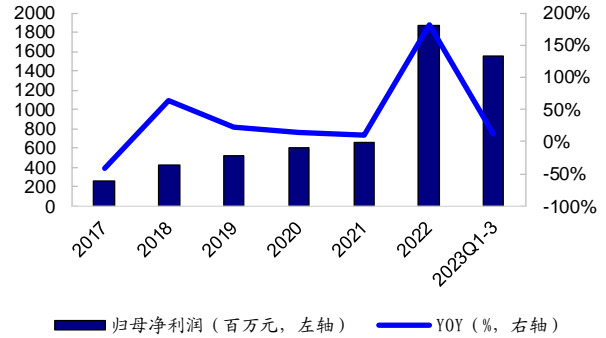
风险提示：需求端不及预期，电动两轮车行业竞争加剧，原材料价格波动，跨市场估值风险。

图6 爱玛科技营业收入及增速



资料来源：Wind, HTI

图7 爱玛科技归母净利润及增速



资料来源：Wind, HTI

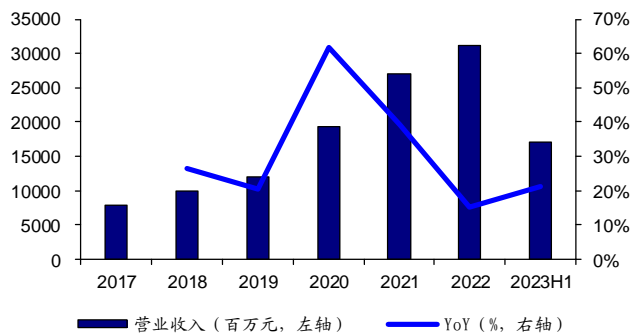
雅迪控股：国内份额持续领跑，海外市场需求放量。产品为本，钠电先锋。公司产品品质出众，在国内市场保持相对强势地位，引领先进技术，有望开启行业钠电元年。

渠道广布，落地为王。公司终端渠道数量领先行业，22年底终端销售点超32000个。我们认为，电动二轮车重线下体验、维修、换部件等，终端渠道端的持续扩张奠定公司壁垒，亦可以为未来相关换电需求提供协同渠道。

进军海外，前景可期。22年底公司已经在超过80个国家进行出口销售，我们认为，伴随着产品性能的优化、海外市场的开拓，电动二轮车出海需求有望带动公司第二生长曲线。

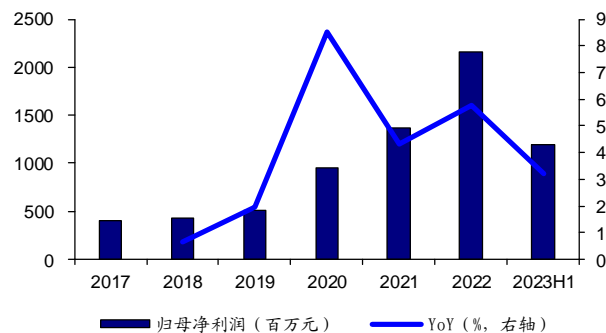
风险提示：下游需求不及预期，价格竞争超预期。

图8 雅迪控股营业收入及增速



资料来源：Wind, HTI

图9 雅迪控股归母净利润及增速



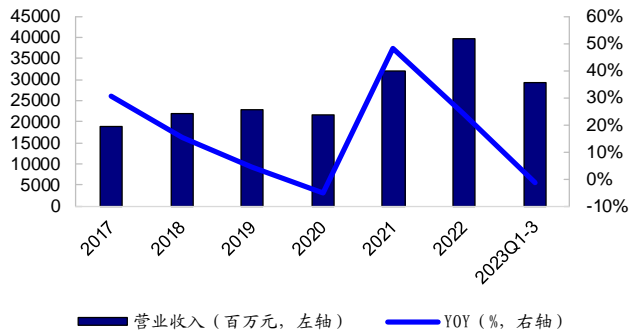
资料来源：Wind, HTI

太阳纸业：三季度业绩明显修复，南宁基地建设稳步推进。三季度收入利润同环比提升，行业景气度回升。3Q23公司实现营业收入98.61亿元，同比增长0.77%（单Q1/Q2收入同比变动+1.42%/-6.39%），实现归母公司净利润8.85亿元，同比增长45.46%（单Q1/Q2利润分别为5.66/6.86亿元），三季度收入同环比均有所提升，利润环比明显扩张，我们认为主要由于行业景气度回升，公司产销量及纸价提升，以及成本回落所致。

资产负债率稳中有降，南宁基地建设逐步推进。23年三季度末公司资产负债率50.40%，环比下降0.44pct，同比下降3.70pct，短期与长期借款合计145.82亿元，环比减少13.33亿元，单Q3利息支出1.47亿元，环比减少15.32%，同比减少16.85%。产能建设方面，23年三季度广西南宁基地的100万吨高档包装纸生产线和配套的50万吨本色化学木浆产线、碱回收系统、热电项目已经陆续成功开机运行，此外公司还拟投资不超过13.5亿元在南宁建设4条生活用纸产线共计30万吨产能，预计将充分发挥南宁园区的区位优势和原料端的成本优势。

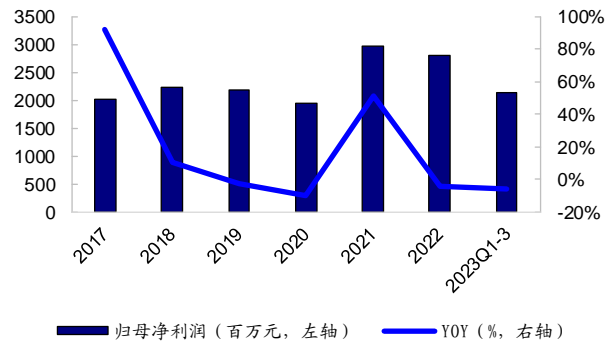
风险提示：需求复苏不及预期，原材料价格大幅波动。

图10 太阳纸业营业收入及增速



资料来源：Wind, HTI

图11 太阳纸业归母净利润及增速



资料来源：Wind, HTI

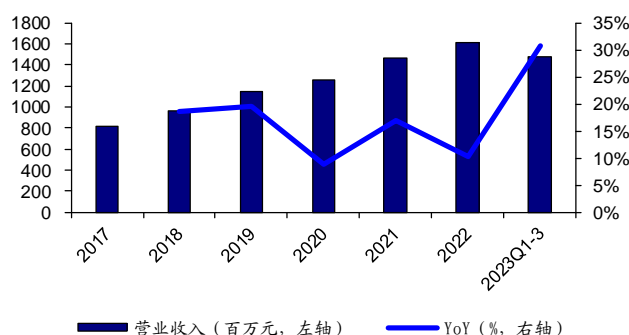
百亚股份：女性卫生用品龙头，积极打开市场。女性卫生用品赛道易守难攻，龙头份额有所波动。根据华经情报网援引华经产业研究院数据，2015-2021年，中国卫生巾行业CR3基本稳定在25.0%-28.0%左右；同时三大龙头品牌的市场份额亦有分化，苏菲由2015年的8.6%提升至2021年的12.2%，七度空间由2017年的11.5%下降至2021年的9.9%，护舒宝2015-2021年均稳定在5.0%-6.0%的区间内。

公司积极通过产品研发、品牌营销打开市场。1) 注重产品创新。2023Q1-3，公司研发费用率达2.8%，在一次性使用卫生用品行业中投入水平相对较高。新品方面，公司2021-2023年分别推出“有机纯棉”、“敏感肌”、“益生菌”系列；原有产品升级方面，“无感7日”系列分别于2018年、2021年进行升级，吸收芯厚度分别下降至0.1cm、0.07cm。2) 注重营销投入。2022年，公司销售费用率达24.5%，同比增长5.4pct；其中营销类费用率达11.0%，同比增长3.8pct。公司借助营销类费用加强品牌力的建设，例如通过IP合作、开学档营销获取关注。

电商渠道增速亮眼，打破地域限制。从行业层面来看，根据华经情报网援引华经产业研究院数据，中国卫生巾市场电商销售占比逐年提升，2021年线上渠道占比为27.0%，较2015年提升17.0pct。2023H1公司电商渠道收入2.4亿元，同比增长71.7%，占公司总收入的24.9%。

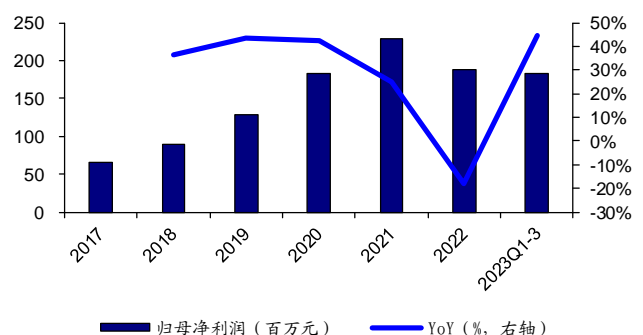
风险提示：原材料价格波动；渠道推广不及预期；新品推广不及预期。

图12 百亚股份营业收入及增速



资料来源：Wind, HTI

图13 百亚股份归母净利润及增速



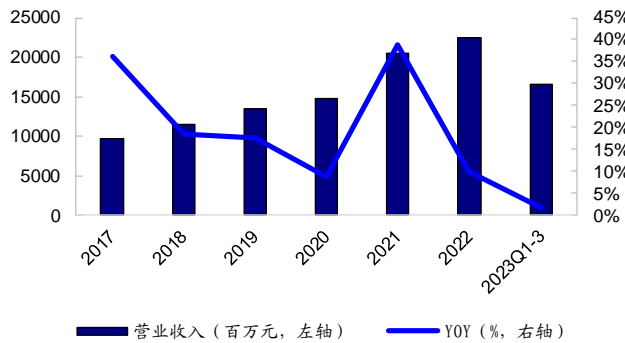
资料来源：Wind, HTI

欧派家居：大家居乘风破浪，定制龙头聚势前行。欧派家居是定制家居的龙头企业，由橱柜业务起家，延伸至衣柜/卫浴/木门等全屋品类，大家居战略稳步推进。公司23年前三季度实现营业收入165.6亿元，同比增长1.8%；实现归母净利润23.1亿元，同比增长16.0%。欧派采用经销商专卖店为主、以大宗业务、直营店和出口为辅的复合销售模式，截至23Q3拥有门店合计7376家。

大家居乘风破浪，定制龙头聚势前行：欧派整装大家居已取得显著成果，零售大家居目前正以大家居 2.0、立体商超、合资大店三种模式稳步推进，截止 22 年底，欧派零售体系已启动建设 102 个大家居店，预计 23 年可以新开 200 多家零售大家居门店。我们认为，欧派家居已脱离了产品型的制造+销售企业形态，家居产业平台化公司模型逐步跑通中。

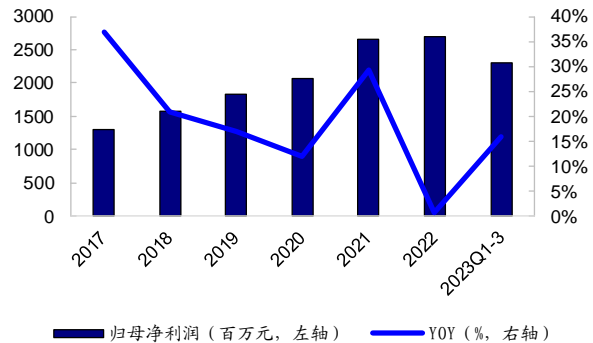
风险提示：地产行业下行风险，品类及渠道扩张不及预期风险，原材料价格持续高位。

图14 欧派家居营业收入及增速



资料来源：Wind, HTI

图15 欧派家居归母净利润及增速



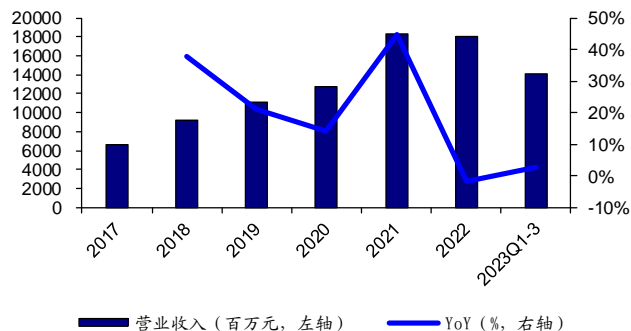
资料来源：Wind, HTI

顾家家居：大家居战略稳步推进，美的系入股助力发展。大家居战略稳步推进。公司提出“一体两翼，双核发展”新战略。1) “一体化整家业务突破”方面，公司将凭借特有的品类专业化能力、一体化设计交付能力和生活方式场景化的能力，坚定向一体化整家零售方向发展，推动融合大店、全屋定制、顾家星选、顾家C店的布局。2) “软体品类运营创新”方面，功能沙发和卧室品类业务高速发展；新技术与新材料创新不断推进，例如KTRON SPACE 功能架、床垫沁爽科技、赛弗牛皮、集成净味科技等；新设计（琵琶休闲椅、合一沙发）荣获德国 iF 设计奖。我们认为，随着经营形势和竞争格局的不断演化，公司内贸业务从以前的软体专业运营，到软体加定制综合，再到如今的一体两翼融合发展，以及未来的综合家居零售运营，有望在满足用户更多元化的需求基础上实现企业的业绩增长。

优质股东美的系入股，有望从经营管理上进一步赋能顾家家居。盈峰睿和投资为美的系投资集团，是盈峰集团 100%控股子公司，盈峰集团实控人、控股股东为何剑锋先生，其直接及间接持股比例达到 93.01%。何剑锋先生系美的创始人何享健先生之子，同时担任美的控股总裁、美的集团董事。我们认为，顾家家居当前多位高管具备美的背景（例如公司董事兼总裁李东来总），熟悉美的运营理念，且团队较为稳定，优质股东美的系入股，有望从经营管理上进一步赋能顾家家居；并且顾家家居所处的家居制造行业和美的集团深耕的家电产业在客群、渠道和物流上均有一定合作空间。

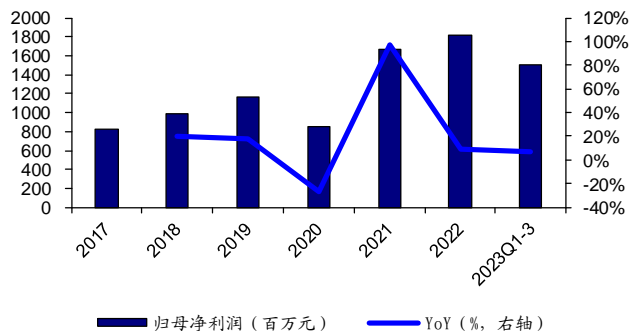
风险提示：原材料价格波动，市场竞争加剧，国际贸易摩擦。

图16 顾家家居营业收入及增速



资料来源：Wind, HTI

图17 顾家家居归母净利润及增速

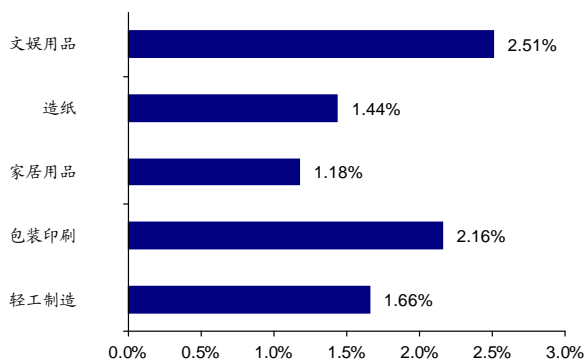


资料来源：Wind, HTI

2. 上周 (231225-231231) 板块走势弱于大盘，文娱用品板块表现较好

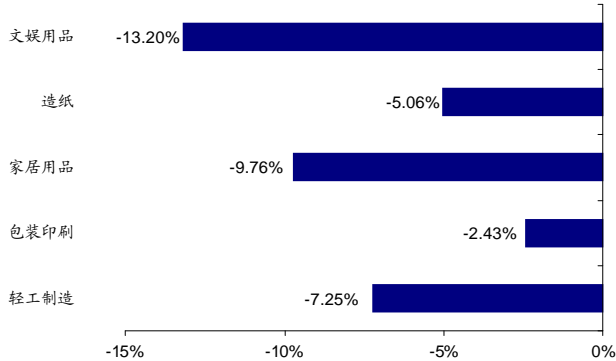
- 上周 (231225-231231) 轻工制造行业指数上涨 1.66%，上证综指上涨 2.06%。在各子板块中，文娱用品板块表现最好，上涨 2.51%，家居用品板块表现较弱，上涨 1.18%。
- 年初至今 (230101-231231) 轻工制造行业下跌 7.25%，上证综指下跌 3.70%。在各子板块中，包装印刷板块表现最好，下跌 2.43%，文娱用品板块表现较弱，下跌 13.20%。

图18 轻工行业上周 (231225-231231) 涨跌幅



资料来源：Wind, HTI

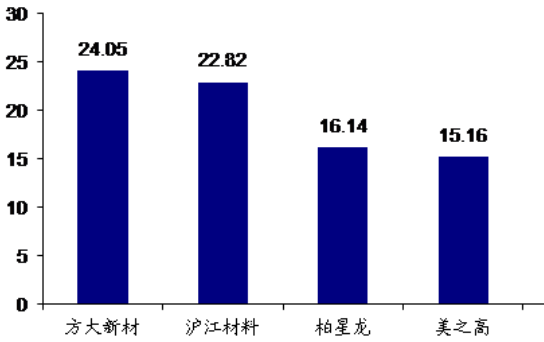
图19 轻工行业 23 年至今 (230101-231231) 涨跌幅



资料来源：Wind, HTI

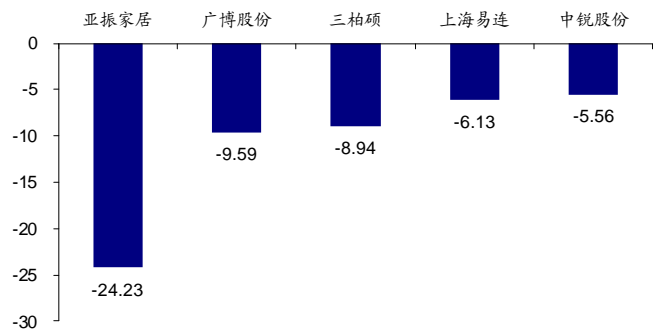
- 上周 (231225-231231) 轻工制造行业涨幅前四为方大新材 (24.05%)、沪江材料 (22.82%)、柏星龙 (16.14%)、美之高 (15.16%)；跌幅前五为亚振家居 (-24.23%)、广博股份 (-9.59%)、三柏硕 (-8.94%)、上海易连 (-6.13%)、中锐股份 (-5.56%)。

图20 行业上周（231225-231231）涨幅前5（%）



资料来源：Wind, HTI

图21 行业上周（231225-231231）跌幅前5（%）



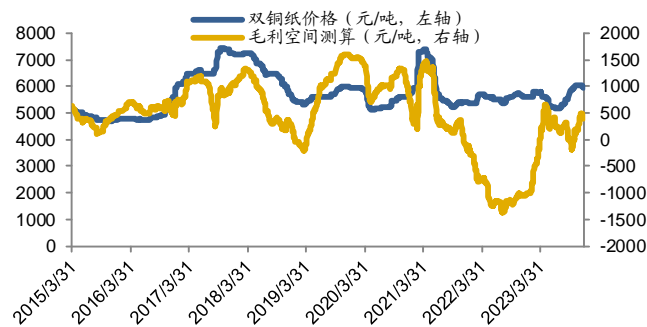
资料来源：Wind, HTI

3. 行业基本数据

（一）造纸行业数据

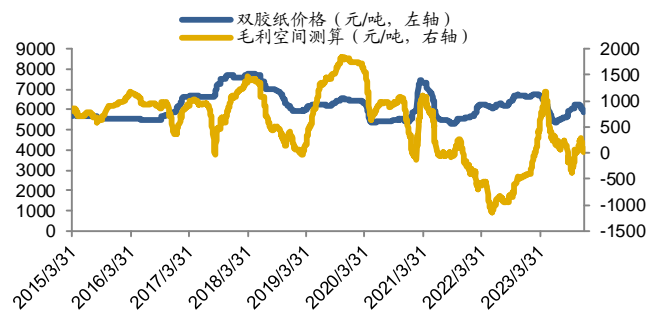
- 木浆：**上周针叶浆内盘 5825 元/吨，较前一周下跌 147 元/吨；外盘 800 美元/吨，较前一周持平；阔叶浆内盘 4953 元/吨，较前一周下跌 35 元/吨；外盘 650 美元/吨，较前一周持平；化机浆 4525 元/吨，较前一周持平。国内外价差（国内-国外）针叶浆为 151 元/吨，阔叶浆为 343 元/吨。
- 废纸：**本周国废黄板纸 1599 元/吨，较前一周下跌 14 元/吨。
- 机制纸：**双铜纸标杆价格 5930 元/吨，较前一周下跌 60 元/吨；毛利空间 396 元/吨，较前一周下跌 19 元/吨。双胶纸标杆价格 5863 元/吨，较前一周下跌 100 元/吨；毛利空间 22 元/吨，较前一周下跌 52 元/吨。白卡纸标杆价格 4790 元/吨，较前一周下跌 50 元/吨；毛利空间 -264 元/吨，较前一周下跌 26 元/吨。箱板纸标杆价格 3853 元/吨，较前一周下跌 4 元/吨；毛利空间 303 元/吨，较前一周上涨 24 元/吨。瓦楞纸标杆价格 2925 元/吨，较前一周下跌 9 元/吨；白板纸标杆价格 3881 元/吨，较前一周下跌 22 元/吨；生活用纸标杆价格 6417 元/吨，较前一周下跌 16 元/吨；新闻纸标杆价格 5900 元/吨，较前一周持平。

图22 双铜纸价格及毛利空间测算



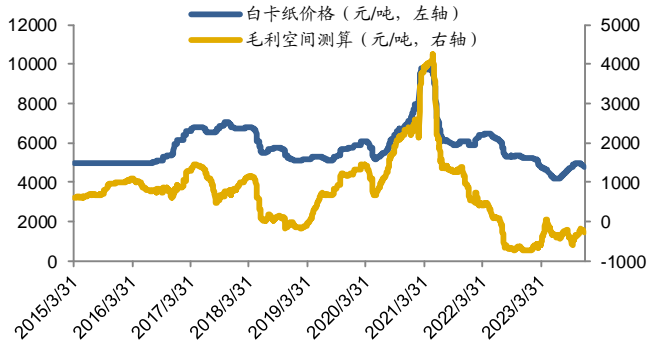
资料来源：卓创资讯，HTI 测算

图23 双胶纸价格及毛利空间测算



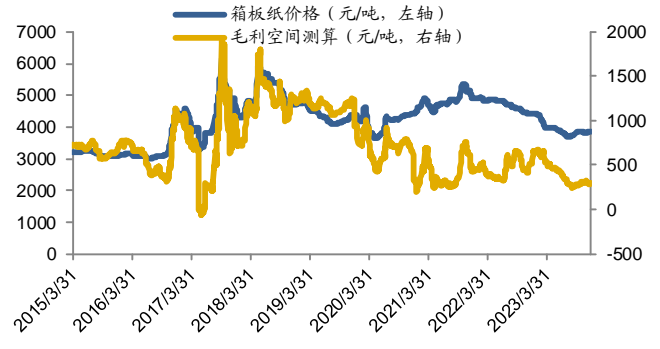
资料来源：卓创资讯，HTI 测算

图24 白卡纸价格及毛利空间测算



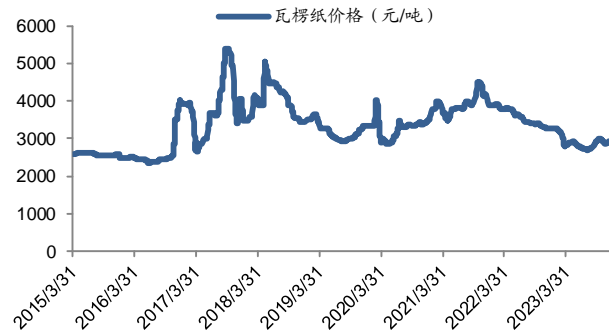
资料来源：卓创资讯，HTI 测算

图25 箱板纸价格及毛利空间测算



资料来源：卓创资讯，HTI 测算

图26 瓦楞纸标杆价格



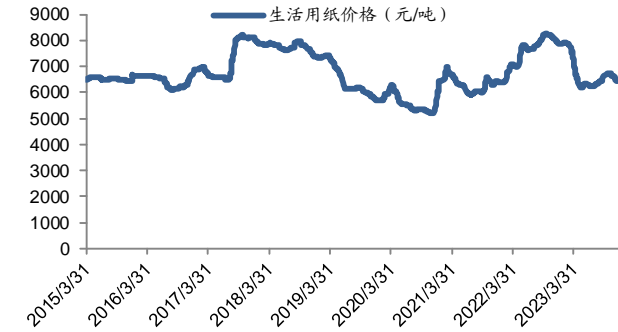
资料来源：卓创资讯，HTI

图27 白板纸标杆价格



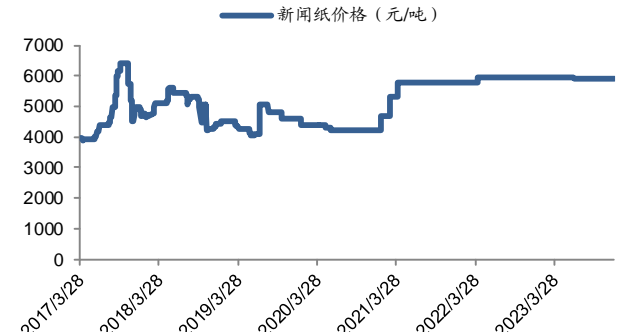
资料来源：卓创资讯，HTI

图28 生活用纸标杆价格



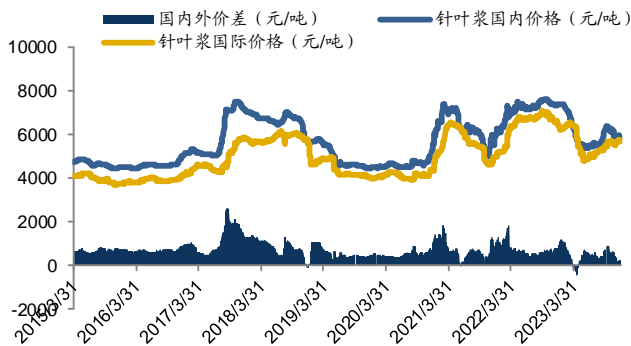
资料来源：卓创资讯，HTI

图29 新闻纸标杆价格



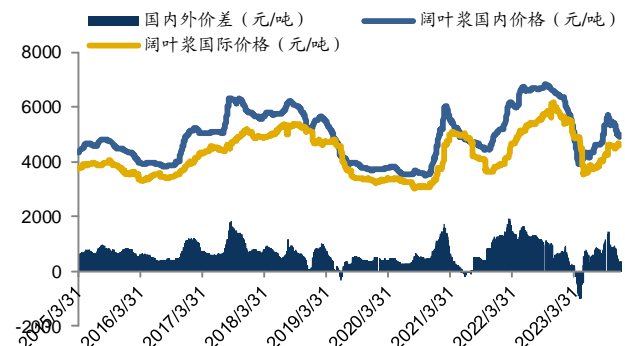
资料来源：卓创资讯，HTI

图30 针叶浆市场价、国际价



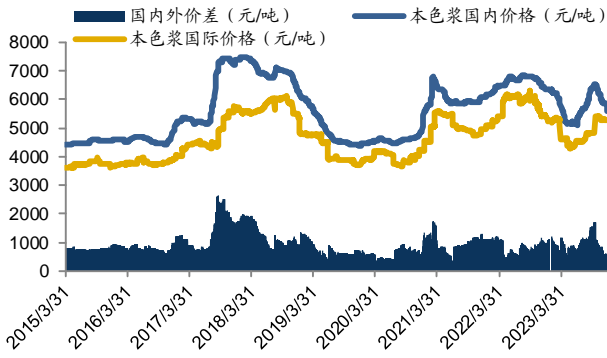
资料来源：Wind，卓创资讯，HTI

图31 阔叶浆市场价、国际价



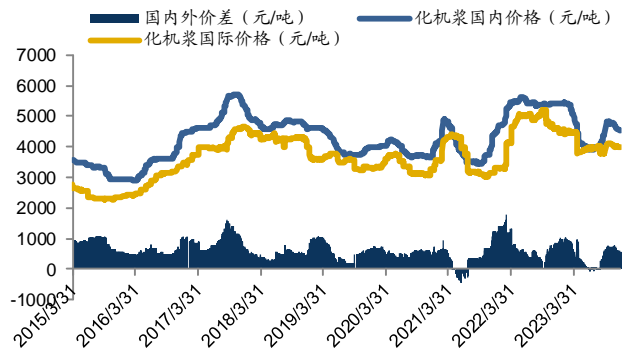
资料来源：Wind，卓创资讯，HTI

图32 本色浆市场价、国际价



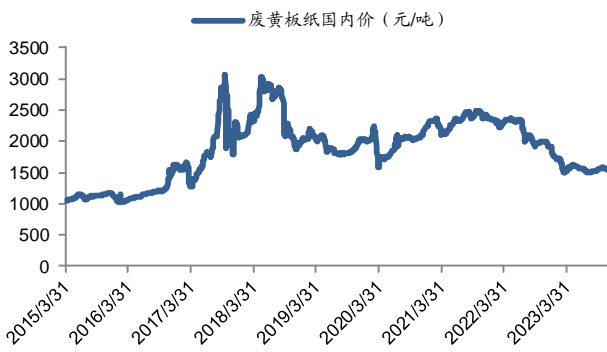
资料来源: Wind, 卓创资讯, HTI 测算

图33 化机浆市场价、国际价



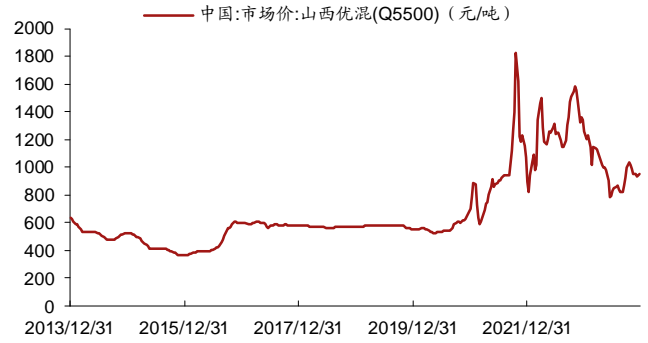
资料来源: Wind, 卓创资讯, HTI 测算

图34 废纸价格



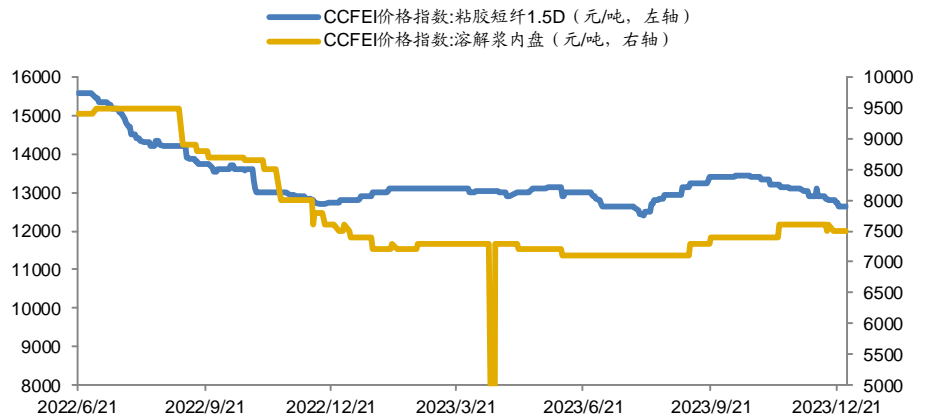
资料来源: Wind, 卓创资讯, HTI 测算

图35 动力煤价格



资料来源: Wind, HTI

图36 粘胶短纤和溶解浆价格

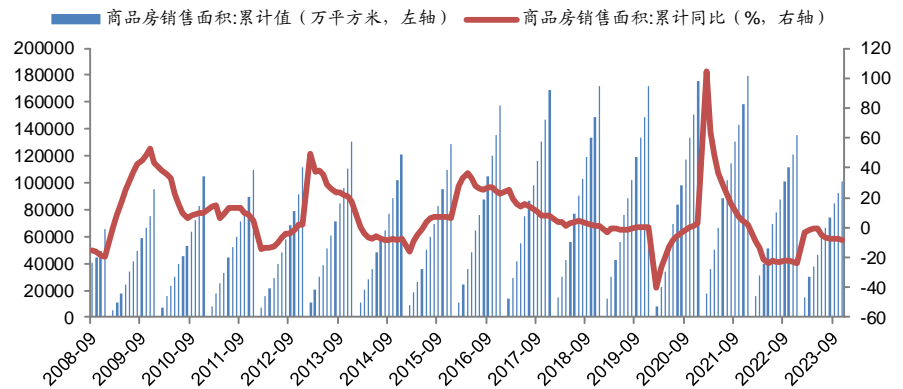


资料来源: Wind, HTI

(二) 家具行业数据

- 2023年11月，商品房销售面积7930.17万平方米，同比下跌21.26%。

图37 商品房销售面积

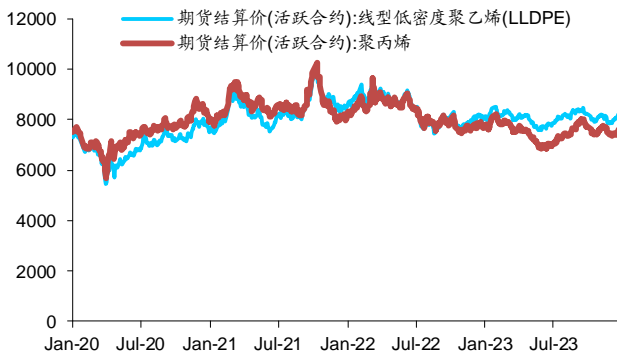


资料来源：Wind, HTI

(三) 印刷包装行业数据

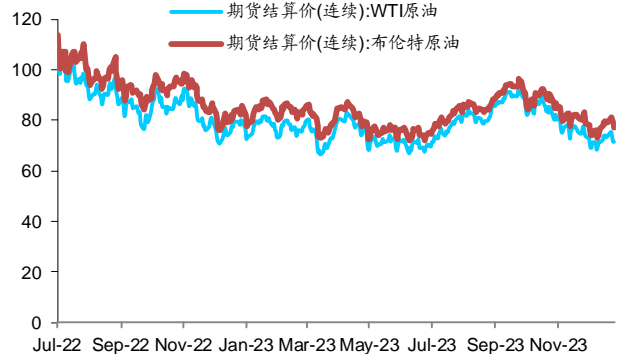
- 截至12月29日，聚乙烯期货结算价8278.00元/吨，较前一周价格上涨0.52%，聚丙烯期货结算价7580.00元/吨，较前一周下跌0.47%。截至12月29日，WTI原油期货结算价71.65美元/桶，较前一周下跌3.03%，Brent原油期货结算价77.04美元/桶，较前一周下跌2.96%。
- 金属包装原材料方面，截至12月29日数据，铝价格2335.50美元/吨，较前一周上涨6.55%。

图38 化工产品价格（元/吨）



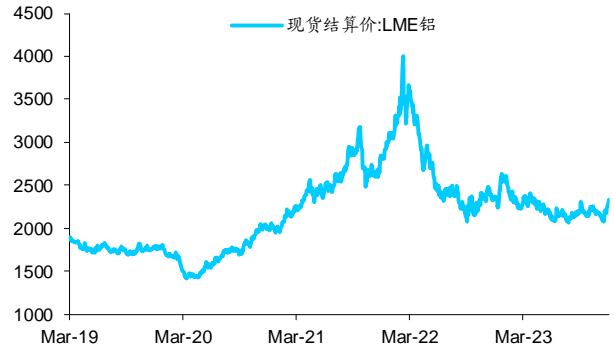
资料来源：Wind, HTI

图39 原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind, HTI

图40 现货结算价:LME 铝 (美元/吨)



资料来源: Wind, HTI

4. 公司重要公告及行业新闻

(一) 公司公告

(1) 实丰文化: 2023年12月25日,公司发布《关于持股5%以上股东权益变动至5%以下的提示性公告》。本次持股5%以上股东王盛忠先生权益变动性质为股份减少,股东王盛忠先生不属于公司的控股股东和实际控制人,本次减持实施不会导致公司控制权发生变更、实际控制人发生变化。本次股份减持前,王盛忠先生持有上市公司股份数量为600.00万股,占上市公司股份总数比例为5.00%。王盛忠先生于2023年12月25日通过大宗交易方式合计减持其所持有的本公司无限售流通股10.00万股,占本公司股份总数比例为0.08%。本次股份减持后,王盛忠先生持有本公司股份数量为590.00万股,占公司股份总数比例为4.92%。

(2) 宏裕包材: 2023年12月26日,公司发布《回购股份结果公告》。本次股份回购期限自2023年9月25日开始,至2023年12月25日结束,公司通过回购股份专用证券账户以连续竞价转让方式回购公司股份93.30万股,占公司总股本的1.15%,占预计回购总数量上限的52.26%,未超过回购方案披露的回购规模下限,最高成交价为7.37元/股,最低成交价为6.24元/股,已支付的总金额为609.67万元(不含印花税、佣金等交易费用),占公司拟回购资金总额上限的42.68%。公司股票自2023年11月22日起至2023年12月25日止,连续24个交易日收盘价高于本次回购价格上限,根据公司《回购股份方案公告》,如果在回购期限内,公司股票价格持续超过本次回购价格上限,且实际已回购金额未达到本次回购资金总额下限的,则本次回购方案自公司股东大会审议通过本次回购方案之日起满3个月时自动终止。本次回购实施结果与回购股份方案不存在差异。

(3) 万凯新材: 2023年12月27日,公司发布《关于筹划员工持股计划的提示性公告》。在符合相关法律法规规定的前提下,本次员工持股计划所持有的公司股票总数预计不超过公司股本总额的5%,单一持有人持有的员工持股计划份额所对应的公司股票数量不超过公司股本总额的1%。本次员工持股计划股票来源为拟通过二级市场购买(包括通过协议转让定向受让股东股份、大宗交易、竞价交易、融资融券等方式)等法律法规许可的方式获得股票。本次员工持股计划的参与对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用和影响的公司(含控股子公司,下同)董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术(业务)人员以及其他重要人员。本次员工持股计划的最终参与人员根据员工持股计划的实际缴款情况确定。

(4) 王子新材: 2023年12月28日,公司发布《关于子公司股权转让暨放弃优先购买权的公告》。公司全资子公司栢兴科技下属控股子公司成都启恒股东胡艳拟将其持有的成都启恒5%的股权以1元人民币的价格转让给深圳鸿启润,同意栢兴科技放弃本次股权转让的优先购买权,上述股权转让完成后栢兴科技仍持有成都启恒70%的股权,本次股权转让不涉及合并报表范围变化。根据有关法律法规、规范性文件和《公司章程》等公司制度的规定,本次股权转让事项属于公司董事会决策权限,无需提交公司股东大会审议。本次股权转让事项不构成关联交易,也不构成重大资产重组。

(5) **爱丽家居**：2023年12月29日，公司发布《关于部分募集资金投资项目延期的公告》。公司考虑目前募投项目的实际进展情况，在募投项目实施主体、实施方式、募集资金投资用途及投资规模不发生变更的前提下，拟对募投项目“PVC塑料地板生产线自动化建设项目”进行延期，该项目的预定可使用状态将由2023年12月延长至2024年12月。“PVC塑料地板生产线自动化建设项目”拟投入募集资金总额1.58亿元，截至2023年11月30日，已投入6477.19万元，占该募投项目总金额的41.01%。根据目前的实施进度，公司拟对该募投项目的整体建设期限进行延期。本次募投项目延期的主要原因为：

(1) 由于募投项目整体工程量较大，建设周期较长，在项目建设过程中存在较多不可控因素。受物流不畅等外部因素影响，使得该募投项目的投资建设及设备采购、运输、安装、调试等各个环节均受到了一定程度的不利影响，项目整体进度较计划有所延后；

(2) 公司整体产能布局的优化调整。公司产品的主要消费市场主要集中在美欧地区，为了更好的靠近市场，有效应对贸易摩擦给公司带来的不利影响，公司制定了产能全球化的基本战略，对公司产能布局进行补充、调整、优化。2021年，公司与主要客户HMTX达成共识，在美国设立合资公司，建立北美生产基地，目前，北美生产基地已经建成投产，有效补充了公司的北美市场的产能，使得国内该项目的投资进度相对较慢。

(二) 行业新闻

12月27日，国家统计局官网公布了2023年1-11月份全国规模以上工业企业收入、利润情况。2023年1-11月，规模以上工业企业实现营业收入120.0万亿元，同比增长1.0%；实现利润总额7.0万亿元，同比下降4.4%。其中，家具制造业/造纸和纸制品业/印刷和记录媒介复制业/文教、工美、体育和娱乐用品制造业分别实现营业收入5796.6亿元/1.3万亿元/5900.1亿元/1.1万亿元，YoY-5.5%/-3.0%/-5.2%/-2.1%；实现利润总额301.5亿元/378.5亿元/317.0亿元/536.7亿元，YoY-6.3%/+2.4%/+0.1%/-4.5%。（来源：国家统计局官网）

(三) 解禁限售股份情况

表 1 解禁限售情况

| 证券代码 | 证券简称 | 限售解禁日期 | 本期解禁数量 (百万股) | 总股本 (百万股) | 流通 A 股 (百万股) | 解禁后流通股占比 | 解禁股份性质 |
|-----------|------|------------|-----------------|--------------|-----------------|----------|------------|
| 001322.SZ | 箭牌家居 | 2024-01-02 | 13.0 | 970.1 | 165.6 | 17% | 首发原股东限售股份 |
| 605155.SH | 西大门 | 2024-01-04 | 87.6 | 136.9 | 134.4 | 98% | 首发原股东限售股份 |
| 600076.SH | 康欣新材 | 2024-01-29 | 310.3 | 1344.5 | 1344.5 | 100% | 定向增发机构配售股份 |
| 603408.SH | 建霖家居 | 2024-01-30 | 330.7 | 449.1 | 447.6 | 100% | 首发原股东限售股份 |
| 603687.SH | 大胜达 | 2024-02-19 | 72.6 | 550.0 | 546.5 | 99% | 定向增发机构配售股份 |
| 837174.BJ | 宏裕包材 | 2024-02-19 | 4.1 | 81.3 | 20.3 | 25% | 首发战略配售股份 |
| 301469.SZ | 恒达新材 | 2024-02-22 | 1.2 | 89.5 | 22.0 | 25% | 首发机构配售股份 |
| 605268.SH | 王力安防 | 2024-02-26 | 361.6 | 439.6 | 436.0 | 99% | 首发原股东限售股份 |
| 601968.SH | 宝钢包装 | 2024-03-04 | 227.9 | 1133.0 | 1133.0 | 100% | 定向增发机构配售股份 |
| 001368.SZ | 通达创智 | 2024-03-13 | 8.4 | 112.0 | 36.4 | 33% | 首发原股东限售股份 |
| 301227.SZ | 森鹰窗业 | 2024-03-26 | 0.4 | 94.8 | 34.0 | 36% | 首发原股东限售股份 |

资料来源：Wind, HTI

5. 风险提示

全球贸易风险，终端需求不及预期风险，原材料价格大幅波动风险，汇率风险，行业竞争加剧风险。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

The sector shows stability with a warming trend likely to continue. Since the start of 2023, the Light Manufacturing Index fell by 7.25%, slightly underperforming the Wind All A Index's 5.19% drop. Despite a downturn in real estate and weak end demand, the sector's decline has narrowed significantly compared to 2022's 20% fall.

Q3 2023 Overview: Revenue faces short-term pressure, but profits are gradually recovering, with industry leaders showing resilience. Paper and Light Manufacturing sectors saw pressured revenues but improving net profits attributable to shareholders. Notably, the Paper sector's revenue decreased by 6% YoY, but net profits grew by 27% YoY. Other sectors experienced mixed revenue and profit trends.

From 124 selected paper and light manufacturing issuers, the overall net profit margin (NPM) reached 6.6% in Q3 2023, up 0.5 percentage points YoY, with most sectors improving except for the export-oriented ones. Gross profit margin (GPM) for the sample was 22.3%, up 1.7 points YoY, with improvements across sectors except for Paper.

Recommended Picks: Aima Technology—product optimization and accelerated expansion; Yadea Group—leading domestic market share with growing overseas demand; Shandong Sun Paper—significant Q3 performance recovery; Chongqing Baiya Sanitary Products Co., Ltd.—leading in women's hygiene products; Oppein Home Group—advancing in the large home furnishing market; Jason Furniture—steady large home furnishing strategy with Midea Group's investment aiding growth.

Risk Warning: Global trade risks, weaker than expected end demand, significant raw material price fluctuations, currency risks, and intensified industry competition.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，郭庆龙，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Qinglong Guo, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，周梦轩，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Mengxuan Zhou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

成都川渝太阳纸业销售有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

成都川渝太阳纸业销售有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

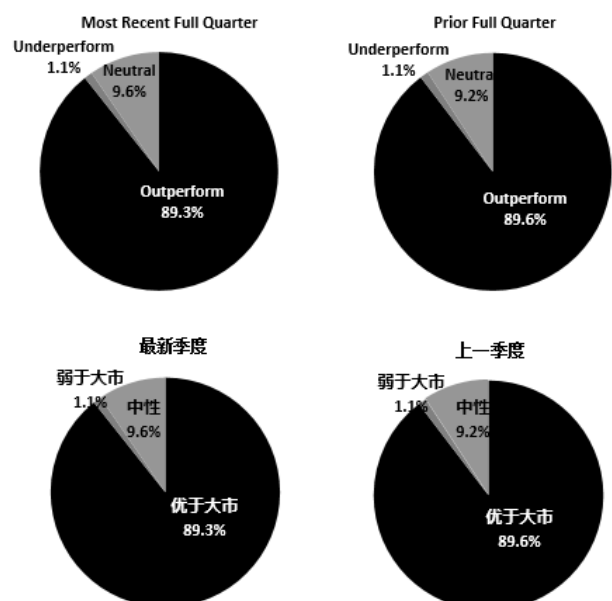
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its

评级分布 Rating Distribution



entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2023 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

| | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
|-------------|-------|------------|-------|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 89.3% | 1.1% | 9.6% |
| 投资银行客户* | 3.9% | 5.8% | 10.0% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2023

| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
|------------------------------|------------|-------------------|--------------|
| HTI Equity Research Coverage | 89.3% | 1.1% | 9.6% |
| IB clients* | 3.9% | 5.8% | 10.0% |

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行，该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和

其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL") 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
