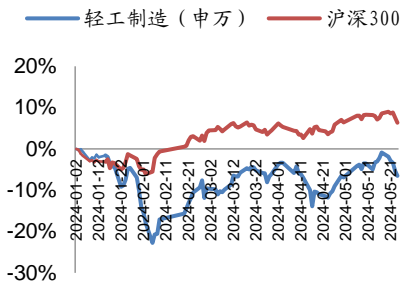


出口链延续强势，关注高景气度分支

行业评级：增 持

报告日期：2024-05-26

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 周专题：出口链延续强势，关注高景气度分支

2024 年 1-4 月中国累计出口金额为 10995.70 亿美元，同比增长 1.5%，1/2/3/4 月单月出口金额分别同比+8.10%/+5.40%/-7.50%/+1.50%，美国制造业 PMI 的强势反弹带动全球制造业 PMI 突破荣枯线，美国需求趋势性回暖带动全球需求好转，而欧洲经济仍持续承压。我们可从美国制造商、批发商和零售商视角，分行业库存周期寻找出口景气相对确定性的方向。**1) 批发商-耐用品：**从美国批发商视角来看，2024 年 3 月，批发商耐用品库存同比增长 2.10%，其中，木材及其他建材、专业及商业设备和用品、电脑及电脑外围设备和软件、五金&水暖及加热设备和用品的库存季调同比增速已经呈回升趋势，即正处于主动补库周期中。**2) 批发商-非耐用品：**从美国批发商视角来看，2024 年 3 月，批发商非耐用品库存同比下降 9.14%，其中，纸及纸制品、服装及服装面料、化学品及有关产品、石油及石油产品的库存季调同比增速已经呈回升趋势，即正处于主动补库周期中。**3) 零售商：**家得宝和劳氏从 2022Q4 开始主动去库存，经历 6 个季度去库存后，存货同比降幅于 2024Q1 开始收窄，2024Q1，家得宝/劳氏存货同比变化分别为-11.65%/-6.65%，开始步入补库阶段。从销售额占比来看，Appliances、Lawn & Garden、Electrical/Lighting、Lumber & Building Materials 等为主要品类，销售额占比较大，在此轮补库周期中有望明显受益于零售商补库。从上一轮补库周期（2020Q2-2022Q3）来看，Décor/Storage、Lawn & Garden、Tools 销售额同比增长显著，明显受益于零售商补库。

● 一周行情回顾

2024 年 5 月 20 日至 5 月 24 日，上证综指下跌 2.07%，深证成指下跌 2.93%，创业板指下跌 2.49%。分行业来看，申万轻工制造下跌 5.71%，在申万一级行业指数排名中排名 32。轻工制造行业一周涨幅前十分别为 ST 金运(+10.99%)、柏星龙(+7.01%)、永吉股份(+6.28%)、沪江材料(+4.21%)、英联股份(+4.21%)、*ST 金时(+3.7%)、泰鹏智能(+1.25%)、鸿博股份(+1.13%)、嘉益股份(+0.88%)、华立科技(+0.53%)，跌幅前十分别为大胜达(-19.53%)、四通股份(-17.78%)、我乐家居(-16.38%)、菲林格尔(-15.49%)、爱丽家居(-15.09%)、顶固集创(-14.79%)、致欧科技(-14.43%)、江山欧派(-14.24%)、王子新材(-13.62%)、亚振家居(-13.26%)。

● 重点数据追踪

家居数据追踪：1) 地产数据：2024 年 5 月 12 日至 5 月 19 日，全国 30 大中城市商品房成交面积 197.63 万平方米，环比 1.86%；100 大中城市住宅成交土地面积 111.98 万平方米，环比-30.92%。住宅

新开工面积 1.7 亿平方米，累计同比-25.6%；2024 年 1-4 住宅竣工面积 1.37 亿平方米，累计同比-21%；商品房销售面积 2.93 亿平方米，累计同比-20.2%。**2) 原材料数据：**截至 2024 年 5 月 16 日，定制家居上游 CTI 指数为 1072.18，周环比-0.53%；截至 2024 年 5 月 16 日，LTI 指数为 0，周环比 0%。截至 2024 年 5 月 24 日，软体家居上游 TDI 现货价为 14700 元/吨，周环比 0.68%；MDI 现货价为 17400 元/吨，周环比-0.57%。**3) 销售数据：**2024 年 4 月，家具销售额为 110 亿元，同比 1.2%；当月家具及其零件出口金额为 626 017.9 万美元，同比 8.7%；2024 年 3 月建材家居卖场销售额为 119 6.88 亿元，同比下降 7.41%。

包装造纸数据追踪：

1) 纸浆&纸产品价格：截至 2024 年 5 月 24 日，针叶浆/阔叶浆/化机浆价格分别为 6425/5756.82/4050 元/吨，周环比-0.42%/-0.49%/0%；废黄板纸/废书页纸/废纯报纸价格分别为 1425/1563/2325 元/吨，周环比-0.56%/-1.39%/0%；白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸价格分别为 4350/3526.25/3629.2/2607.5 元/吨，周环比 0%/0%/-0.03%/-0.07%；双铜纸/双胶纸价格分别为 5690/5725 元/吨，周环比 0%/0%；生活用纸价格为 6716.67 元/吨，周环比 0.25%。截至 2024 年 5 月 24 日，中纤价格指数:溶解浆内盘价格为 7700 元/吨。**2) 吨盈数据：**截至 2024 年 5 月 23 日，双铜纸/双胶纸/箱板纸/白卡纸每吨毛利分别为-323.5/-425.84/556.21/-741.34 元/吨。**3) 纸类库存：**截至 2024 年 3 月 31 日，青岛港/保定港/常熟港木浆月度库存分别为 1 052/71.4/600 千吨，环比-10.16%/-1.38%/-9.09%；双胶纸/铜版纸月度企业库存分别为 471.54/370.7 千吨，环比-2.11%/-1.41%；白卡纸月度社会库存/企业库存分别为 1630/678.4 千吨，环比-5.78%/-1.45%；生活用纸月度社会库存/企业库存分别为 1245/523 千吨，环比 1.72%/3.56%；废黄板纸月度库存天数为 8.75 天，环比-29.44%；白板纸月度社会库存/企业库存分别为 612/1002 千吨，环比 3.47%/2.04%；箱板纸月度社会库存/企业库存分别为 1398/1617 千吨，环比 16.45%/-3.41%；瓦楞纸月度社会库存/企业库存分别为 783/928 千吨，环比 26.9%/-10.16%。

● 投资建议

1) 家居：2024 年 5 月 17 日，央行推出四项政策措施：1) 设立 3000 亿元保障性住房再贷款；2) 降低全国层面个人住房贷款最低首付比例；3) 取消全国层面个人住房贷款利率政策下限；4) 下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。有望推动存量房装修换新，带动家居消费，建议关注经营稳健的板块龙头和成长性较高的智能家居赛道。**2) 造纸：**行业已从 2023 年 10 月开始进入被动去库存周期，成品纸价格提升，纸企盈利呈现复苏迹象，板块头部企业超额收益在该阶段最为明显，随着主流文化纸厂发布 6 月 300 元/吨提价函，浆价上行背景下，有望继续落地，文化纸企的盈利能力将进一步修复，建议关注太阳纸业。此外，目前主动加库存阶段临近，随着涨价逻辑兑现节点来临，我们推荐关注性价比更高的低估值资产。**3) 包装：**

若此次中粮包装成功被收购，二片罐行业 CR3 将从 57% 提升至 73%，行业集中度提升下，龙头议价能力有望提升，从而带动行业整体盈利提升。**4) 出口：**2024 年 4 月，家具及零件出口金额为 62.60 亿美元，同比增长 8.7%；2024 年 1-4 月，累计出口 237.25 亿美元，同比增长 16.50%。海外补库需求下，出口企业订单整体较饱和，叠加耐用品换新周期，或带动轻工行业出口景气度提升，建议关注短期业绩拐点、长期需求向好，在补库存周期下收入弹性较大的标的。

● **风险提示**

宏观经济增长不及预期风险；新冠疫情影响；企业经营状况低于预期风险；原料价格上升风险；汇率波动风险；竞争格局加剧。

● **推荐公司盈利预测与评级**

| 公司 | EPS (元) | | | PE | | | 评级 |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 太阳纸业 | 1.31 | 1.48 | 1.65 | 11.54 | 10.22 | 9.16 | 买入 |

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2024 年 5 月 24 日收盘价计算）

正文目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 1 周专题：出口链延续强势，关注高景气度分支 | 7 |
| 1.1 中国出口延续强势，海外补库需求驱动复苏 | 7 |
| 1.2 库存周期视角下，关注高景气度分支 | 8 |
| 2 一周行情回顾 | 11 |
| 3 重点数据追踪 | 12 |
| 3.1 家居 | 12 |
| 3.2 包装造纸 | 15 |
| 4 行业重要新闻 | 19 |
| 5 公司重要公告 | 19 |
| 6 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1 中国当月出口金额及同比 (亿美元, %) | 7 |
| 图表 2 制造业 PMI (%) | 7 |
| 图表 3 美国 ISM 制造业 PMI 与库存总额同比变化关系 (%) | 7 |
| 图表 4 美国 OECD 综合领先指标与库存总额同比变化关系 (%) | 7 |
| 图表 5 美国:制造商/批发商/零售商销售额:季调同比增速 (%) | 8 |
| 图表 6 美国:批发商销售额:耐用品和非耐用品:季调同比增速 (%) | 8 |
| 图表 7 美国:制造商/批发商/零售商销售额:季调同比增速 (%) | 8 |
| 图表 8 美国:批发商销售额:耐用品和非耐用品:季调同比增速 (%) | 8 |
| 图表 9 美国批发商耐用品按行业划分库存-季调同比增速 (%) | 9 |
| 图表 10 美国批发商非耐用品按行业划分库存-季调同比增速 (%) | 9 |
| 图表 11 2023 年分品类美国品牌和零售商排名 | 10 |
| 图表 12 家得宝和劳氏存货同比变化 (%) | 10 |
| 图表 13 家得宝分品类营业收入同比变化 (%) | 10 |
| 图表 14 劳氏分品类营业收入同比变化 (%) | 10 |
| 图表 15 美国零售和食品服务销售额-同比增速 (%) | 11 |
| 图表 16 申万轻工制造指数变化 | 11 |
| 图表 17 年初至今申万轻工制造指数涨跌幅与沪深 300 对比 | 11 |
| 图表 18 申万轻工制造指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (%) | 12 |
| 图表 19 A 股轻工制造行业周涨跌幅 TOP5 | 12 |
| 图表 20 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) | 13 |
| 图表 21 100 大中城市住宅用地成交面积 (万平方米) | 13 |
| 图表 22 房屋住宅新开工面积累计值及同比 (万平方米, %) | 13 |
| 图表 23 房屋住宅竣工面积累计值及同比 (万平方米, %) | 14 |
| 图表 24 房屋住宅销售面积累计值及同比 (万平方米, %) | 14 |
| 图表 25 CTI、LTI 指数 | 14 |
| 图表 26 TDI、MDI 现货价 (元/吨) | 14 |
| 图表 27 当月家具社会零售额及同比变化 (亿元, %) | 15 |
| 图表 28 当月家具及其零件出口金额及同比变化 (万美元, %) | 15 |
| 图表 29 当月建材家居卖场销售额及同比变化 (亿元, %) | 15 |
| 图表 30 建材家居卖场累计销售额及累计同比变化 (亿元, %) | 15 |
| 图表 31 木浆价格变化 | 16 |
| 图表 32 废纸价格变化 | 16 |
| 图表 33 浆纸系价格 | 16 |
| 图表 34 废纸系价格 | 16 |
| 图表 35 溶解浆内盘价格指数 (元/吨) | 16 |
| 图表 36 主要纸种税后毛利 (元/吨) | 17 |
| 图表 37 青岛港、保定港、常熟港木浆库存 | 17 |
| 图表 38 双胶纸、铜版纸库存 | 17 |
| 图表 39 白卡纸库存 | 18 |
| 图表 40 生活用纸库存 | 18 |
| 图表 41 废黄板纸库存 (天) | 18 |

| | |
|-------------------|----|
| 图表 42 白板纸库存 | 18 |
| 图表 43 箱板纸库存 | 18 |
| 图表 44 瓦楞纸库存 | 18 |

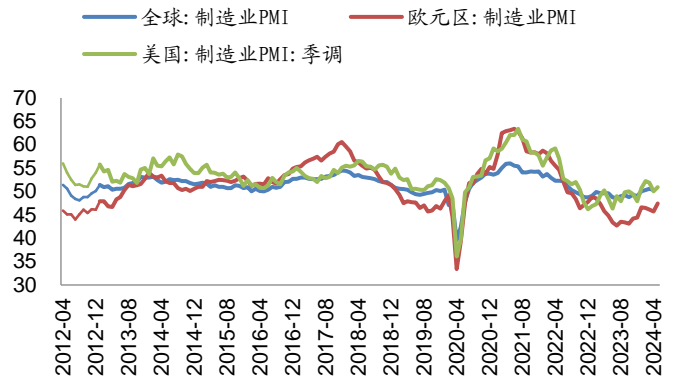
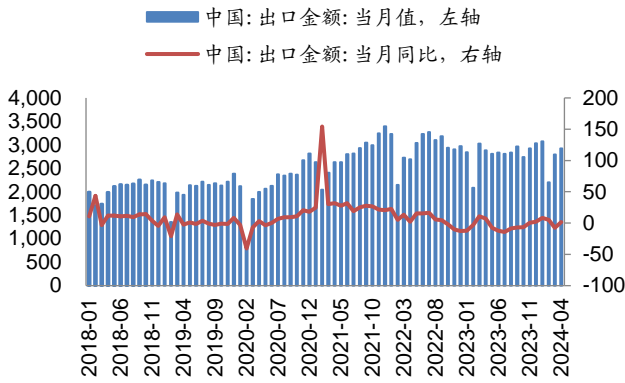
1周专题：出口链延续强势，关注高景气度分支

1.1 中国出口延续强势，海外补库需求驱动复苏

中国出口延续强势，美国需求趋势性回暖带动全球需求好转。根据海关总署数据，2024年1-4月中国累计出口金额为10995.70亿美元，同比增长1.5%，1/2/3/4月单月出口金额分别同比+8.10%/+5.40%/-7.50%/+1.50%。根据Wind数据，2024年4月，全球制造业PMI为50.30%，5月欧元区/美国制造业PMI分别为47.40%/50.90%，美国制造业PMI的强势反弹带动全球制造业PMI突破荣枯线，美国需求趋势性回暖带动全球需求好转，而欧洲经济仍持续承压。

图表1 中国当月出口金额及同比(亿美元, %)

图表2 制造业PMI(%)



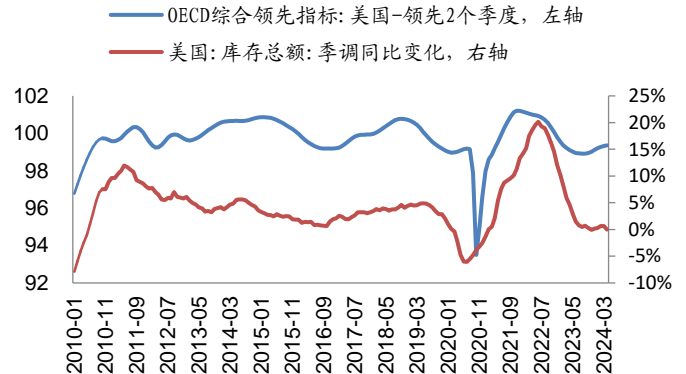
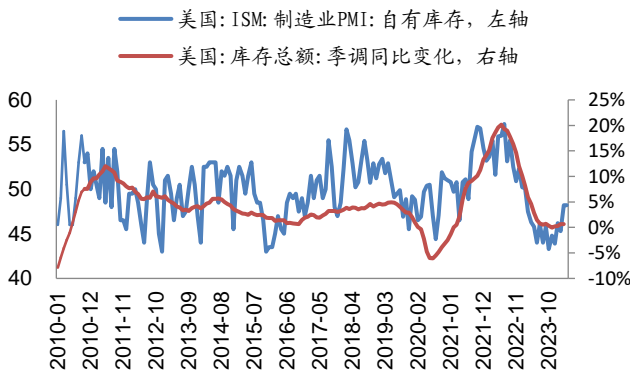
资料来源: Wind, 海关总署, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

美国库存周期回暖，补库需求外溢至进口需求。2024年4月，美国ISM制造业PMI自有库存指数为48.20%，较2023年12月的43.90%提升4.30pct，高于同期美国ISM制造业PMI整体回升幅度(2.10pct)，PMI库存指数的回升可能对应库存周期回暖。美国OECD综合领先指标拐点对库存同比增速通常呈现2个季度的领先性，经济复苏下有望带动美国销售额增长，从而补库需求外溢至进口需求，带动中国出口。

图表3 美国ISM制造业PMI与库存总额同比变化关系(%)

图表4 美国OECD综合领先指标与库存总额同比变化关系(%)



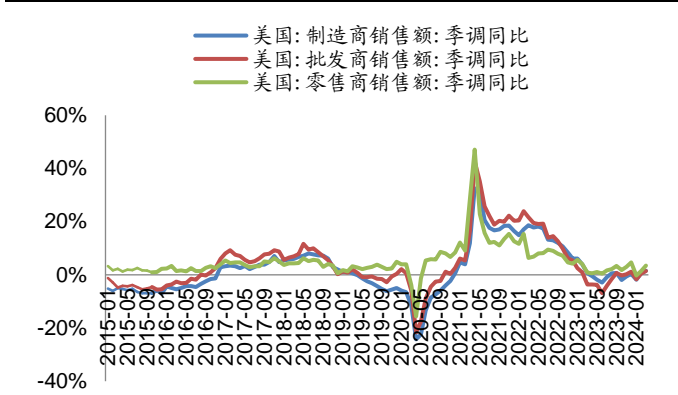
资料来源: Wind, 美国商务部普查局, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 美国商务部普查局, 华安证券研究所

制造商、批发商和零售商销售额拐点已现，将迎来补库周期。自2023年7月起，美国制造商/批发商/零售商销售额同比增速出现拐点，2024年3月，美国制造

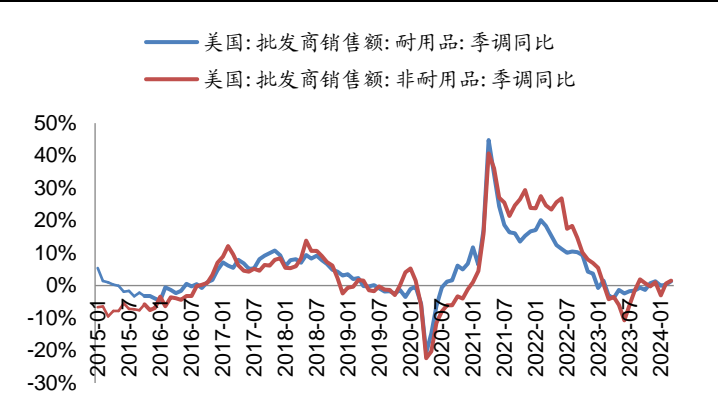
商/批发商/零售商销售额分别同比+1.55%/+1.42%/+3.52%，需求端开始逐步复苏，有望进入补库周期。

图表 5 美国:制造商/批发商/零售商销售额:季调同比增速 (%)



资料来源: 美国商务部普查局, Wind, 华安证券研究所

图表 6 美国:批发商销售额:耐用品和非耐用品:季调同比增速 (%)

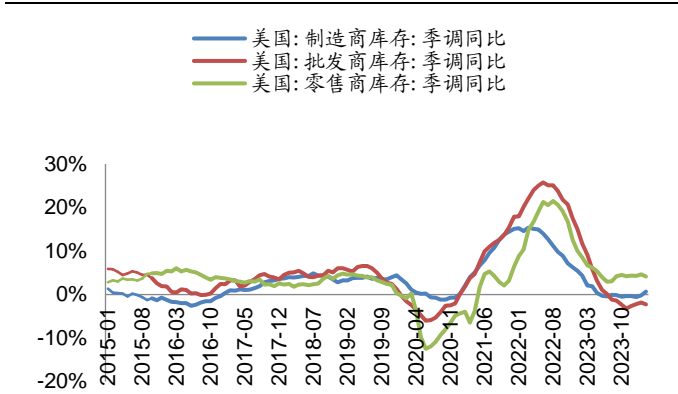


资料来源: 美国商务部普查局, Wind, 华安证券研究所

1.2 库存周期视角下, 关注高景气度分支

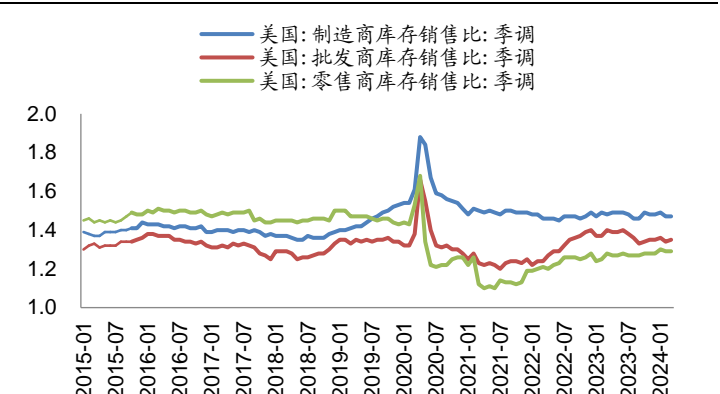
美国去库存进展顺利, 制造商、批发商和零售商处于历史低位。美国 2024 年 3 月, 制造商库销比 1.32, 库存同比增长 0.69%; 批发商库销比 1.34, 库存同比下降 2.29%; 零售商库销比 1.47, 库存同比增长 4.17%。美国零售商、批发商和制造商整体库存规模增速趋缓, 库销比基本回归疫情前水平, 去库存进展较为顺利。我们可从美国制造商、批发商和零售商视角, 分行业库存周期寻找出口景气相对确定性的方向。

图表 7 美国:制造商/批发商/零售商库存:季调同比增速 (%)



资料来源: 美国商务部普查局, Wind, 华安证券研究所

图表 8 美国:批发商库存:耐用品和非耐用品:季调同比增速 (%)



资料来源: 美国商务部普查局, Wind, 华安证券研究所

批发商-耐用品: 从美国批发商视角来看, 2024 年 3 月, 批发商耐用品库存同比增长 2.10%, 其中, 木材及其他建材、专业及商业设备和用品、电脑及电脑外围设备和软件、五金&水暖及加热设备和用品的库存季调同比增速已经呈回升趋势, 即正处于主动补库周期中。

图表 9 美国批发商耐用品按行业划分库存-季调同比增速 (%)

| | 24年3月库存占比 | Jan-23 | Feb-23 | Mar-23 | Apr-23 | May-23 | Jun-23 | Jul-23 | Aug-23 | Sep-23 | Oct-23 | Nov-23 | Dec-23 | Jan-24 | Feb-24 | Mar-24 |
|---------------|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 耐用品 | 63.65% | 16.74% | 14.75% | 12.40% | 10.28% | 8.80% | 6.57% | 4.72% | 3.27% | 2.63% | 1.68% | 0.51% | 0.91% | 1.84% | 2.30% | 2.10% |
| 汽车及汽车零件和用品 | 10.43% | 24.85% | 25.30% | 25.06% | 22.98% | 22.48% | 19.89% | 16.85% | 14.66% | 14.18% | 13.50% | 10.37% | 11.61% | 13.20% | 11.83% | 9.53% |
| 家具及家居摆设 | 1.91% | 14.79% | 8.39% | 2.17% | -1.65% | -5.87% | -8.74% | -11.94% | -13.85% | -16.56% | -15.34% | -15.21% | -14.80% | -12.56% | -10.46% | -8.05% |
| 木材及其他建材 | 3.48% | 4.36% | -3.29% | -5.42% | -8.37% | -9.47% | -11.10% | -10.69% | -9.96% | -8.78% | -9.25% | -11.14% | -10.76% | -6.54% | -2.71% | 0.30% |
| 专业及商业设备和用品 | 6.88% | 4.72% | 2.23% | 0.57% | -1.93% | -2.84% | -4.97% | -6.95% | -6.46% | -7.25% | -6.87% | -6.39% | -3.01% | -1.40% | -0.59% | -0.28% |
| 电脑及电脑外围设备和软件 | 2.40% | -6.25% | -7.53% | -11.67% | -14.52% | -17.34% | -18.07% | -19.04% | -17.52% | -16.44% | -14.12% | -13.96% | -4.92% | -2.10% | -1.41% | 3.40% |
| 金属及矿产,石油除外 | 4.54% | 3.58% | 1.90% | 1.19% | 2.65% | 1.60% | -2.55% | -3.44% | -4.72% | -6.57% | -5.76% | -7.24% | -8.59% | -8.09% | -7.17% | -8.40% |
| 电气和电子产品 | 9.36% | 21.77% | 21.22% | 16.45% | 12.90% | 9.11% | 5.55% | 3.01% | -2.25% | -3.40% | -3.82% | -5.19% | -4.73% | -4.64% | -6.55% | -6.02% |
| 五金、水暖及加热设备和用品 | 4.86% | 17.60% | 14.55% | 9.27% | 4.78% | 2.04% | 0.35% | -2.61% | -3.44% | -4.35% | -5.87% | -7.45% | -7.73% | -6.81% | -6.59% | -6.22% |
| 机械设备和用品 | 17.38% | 26.17% | 25.75% | 24.87% | 24.06% | 24.03% | 22.70% | 20.47% | 19.59% | 19.43% | 15.85% | 15.11% | 15.47% | 14.69% | 16.09% | 15.28% |
| 杂项 | 4.79% | 11.66% | 7.44% | 3.50% | 0.76% | -1.11% | -2.54% | -1.98% | -2.75% | -3.58% | -4.96% | -5.68% | -9.28% | -7.90% | -6.84% | -7.45% |

资料来源: 美国商务部普查局, Wind, 华安证券研究所

批发商-非耐用品: 从美国批发商视角来看, 2024年3月, 批发商非耐用品库存同比下降 9.14%, 其中, 纸及纸制品、服装及服装面料、化学品及有关产品、石油及石油产品的库存季调同比增速已经呈回升趋势, 即正处于主动补库周期中。

图表 10 美国批发商非耐用品按行业划分库存-季调同比增速 (%)

| | 24年3月库存占比 | Jan-23 | Feb-23 | Mar-23 | Apr-23 | May-23 | Jun-23 | Jul-23 | Aug-23 | Sep-23 | Oct-23 | Nov-23 | Dec-23 | Jan-24 | Feb-24 | Mar-24 |
|------------|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 非耐用品 | 36.35% | 12.55% | 7.35% | 4.34% | -0.37% | -4.80% | -6.87% | -6.44% | -7.63% | -7.45% | -8.37% | -8.81% | -8.11% | -8.45% | -8.20% | -9.14% |
| 纸及纸制品 | 0.89% | 6.12% | 5.36% | 2.55% | -3.85% | -8.69% | -13.56% | -15.83% | -15.41% | -19.19% | -19.35% | -18.77% | -15.58% | -16.33% | -16.40% | -14.62% |
| 药品及杂品 | 10.06% | 14.30% | 11.09% | 11.39% | 8.91% | 8.23% | 5.67% | 7.50% | 3.52% | 4.10% | 3.69% | 2.53% | 6.01% | 5.12% | 6.13% | 2.47% |
| 服装及服装面料 | 3.34% | 29.05% | 16.68% | 11.71% | 3.39% | -0.73% | -6.96% | -14.21% | -18.19% | -22.76% | -22.62% | -24.27% | -23.50% | -22.76% | -21.38% | -20.99% |
| 食品及相关产品 | 5.75% | 8.69% | 7.06% | 3.42% | 2.14% | -2.31% | -5.02% | -6.54% | -5.92% | -5.48% | -4.41% | -6.35% | -5.26% | -3.79% | -5.43% | -5.85% |
| 农产品原材料 | 2.75% | -2.15% | -13.84% | -18.39% | -31.12% | -37.53% | -36.23% | -30.82% | -27.77% | -27.56% | -24.01% | -24.43% | -26.08% | -29.06% | -29.76% | -30.73% |
| 化学品及有关产品 | 1.64% | 8.50% | 3.22% | 0.36% | -2.24% | -0.95% | -5.14% | -6.62% | -11.92% | -10.90% | -11.14% | -12.68% | -13.06% | -13.86% | -10.74% | -9.89% |
| 石油及石油产品 | 2.84% | 14.75% | 5.90% | -2.78% | -4.43% | -14.67% | -15.68% | -9.30% | -9.74% | -3.89% | -12.11% | -14.10% | -19.32% | -20.09% | -19.68% | -15.22% |
| 啤酒、葡萄酒及蒸馏酒 | 2.78% | 20.81% | 21.02% | 20.13% | 17.30% | 15.07% | 9.30% | 6.37% | 4.10% | 2.55% | -0.39% | -1.28% | -2.38% | -1.66% | -0.78% | -4.66% |
| 杂项 | 6.32% | 12.78% | 9.92% | 7.77% | 3.29% | -3.09% | -4.06% | -4.42% | -4.85% | -4.36% | -7.62% | -4.16% | -2.89% | -4.10% | -5.21% | -6.76% |

资料来源: 美国商务部普查局, Wind, 华安证券研究所

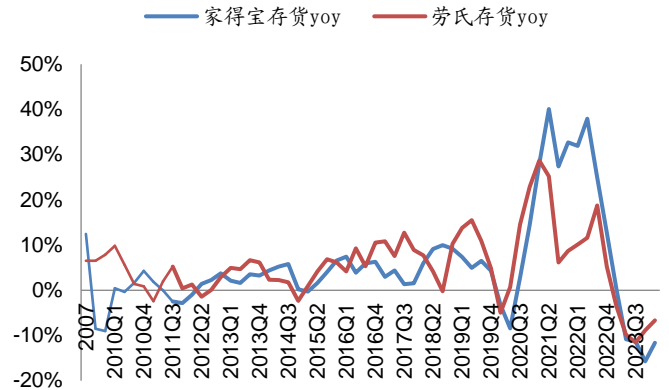
零售商: 家得宝、劳氏、亚马逊和沃尔玛为美国重要零售商, 开始步入补库阶段。根据 Traqline 数据, 在家庭装修/厨房和浴室/草坪和花园/电动和手动工具品类, 家得宝的市场份额分别为 21%/31%/24%/24%, 占据市场第一的位置, 劳氏排名第二, 分析家得宝和劳氏的存货水平可以得知美国零售商的库存情况。家得宝和劳氏从 2022Q4 开始主动去库存, 经历 6 个季度去库存后, 存货同比降幅于 2024Q1 开始收窄, 2024Q1, 家得宝/劳氏存货同比变化分别为-11.65%/-6.65%, 开始步入补库阶段。

图表 11 2023 年分品类美国品牌和零售商排名

| Product Group | #1 Brand | #1 Retailer | % Vs '22 | #2 Retailer |
|----------------------------|----------|-------------|----------|---------------|
| Appliances (Large & Small) | GE | Walmart | 24% -0.1 | amazon |
| Automotive | GOODYEAR | Walmart | 15% +1.0 | DISCOUNT TIRE |
| Cellphone | Apple | verizon | 20% +1.0 | T Mobile |
| Consumer Electronics | SONY | amazon | 23% +1.0 | Walmart |
| Furniture & Accessories | IKEA | amazon | 21% +3.5 | Walmart |
| Home Improvement | BEHR | amazon | 21% -0.2 | LOWE'S |
| Kitchen & Bath | KOHLER | amazon | 31% +0.2 | LOWE'S |
| Lawn & Garden | RYOBI | amazon | 24% -0.2 | LOWE'S |
| Power & Hand Tools | DEWALT | amazon | 24% -0.2 | LOWE'S |
| Fitness Equipment | PELTON | amazon | 33% +3.4 | Walmart |

资料来源: Traqline, 华安证券研究所

图表 12 家得宝和劳氏存货同比变化 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

零售商: 关注 Lawn & Garden 品类补库需求。从销售额占比来看, Appliances、Lawn & Garden、Electrical/Lighting、Lumber & Building Materials 等为主要品类, 销售额占比较大, 在此轮补库周期中有望明显受益于零售商补库。从上一轮补库周期 (2020Q2-2022Q3) 来看, Décor/Storage、Lawn & Garden、Tools 销售额同比增长显著, 明显受益于零售商补库。

图表 13 家得宝分品类营业收入同比变化 (%)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2023年销售额占比 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|------------|
| Appliances | 10.53% | 9.14% | 20.43% | 19.95% | 1.61% | -4.14% | 9.08% |
| Building Materials | 6.94% | -0.75% | 12.24% | 13.48% | 15.02% | 5.99% | 7.84% |
| Décor/Storage | 12.85% | 4.88% | 31.96% | 22.91% | 4.30% | -5.43% | 3.94% |
| Electrical/Lighting | 5.30% | -0.98% | 13.55% | 20.53% | 2.03% | -8.91% | 8.20% |
| Flooring | 7.18% | -0.68% | 9.58% | 13.11% | -0.03% | -5.07% | 5.73% |
| Hardware | 5.53% | 2.87% | 14.59% | 7.67% | 2.93% | 0.53% | 5.34% |
| Indoor Garden | 6.80% | 5.16% | 33.31% | 6.12% | -3.58% | -1.65% | 9.66% |
| Kitchen and Bath | 6.23% | -0.14% | 8.63% | 24.44% | 6.42% | -4.58% | 6.94% |
| Lumber | 7.64% | -5.95% | 43.26% | 17.99% | 0.87% | -12.85% | 7.68% |
| Millwork | 6.97% | 0.00% | 12.21% | 14.74% | 13.64% | -1.45% | 5.44% |
| Outdoor Garden | 3.94% | 4.20% | 26.94% | 7.45% | -2.32% | 1.98% | 6.73% |
| Paint | 5.72% | 2.12% | 16.61% | 3.99% | 6.95% | -0.96% | 7.25% |
| Plumbing | 8.26% | 1.36% | 9.68% | 22.65% | 15.25% | -0.75% | 8.19% |
| Tools | 10.41% | 5.26% | 23.92% | 13.03% | 3.18% | -1.69% | 7.97% |
| Total | 7.23% | 1.87% | 19.85% | 14.42% | 4.13% | -3.01% | 100.00% |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 14 劳氏分品类营业收入同比变化 (%)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2023年销售 额占比 |
|-----------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|----------------|
| Appliances | 9.19% | 5.31% | 21.09% | 10.98% | 0.63% | -8.62% | 14.29% |
| Lumber & Building Materials | 8.79% | -0.23% | 27.85% | 16.48% | 2.20% | -17.30% | 14.20% |
| Seasonal & Outdoor Living | 2.93% | 3.31% | 28.51% | 5.27% | -6.69% | -11.00% | 8.96% |
| Lawn & Garden | 3.86% | 5.32% | 37.23% | -15.57% | -7.42% | -2.89% | 7.79% |
| Rough Plumbing & Electrical | 3.82% | 0.97% | 17.40% | 36.90% | 6.64% | -11.42% | 10.94% |
| Kitchens & Bath | 0.11% | -2.67% | 13.27% | 9.15% | 3.48% | -11.28% | 7.14% |
| Tools | 4.59% | 4.79% | 23.55% | -0.99% | -4.11% | -8.91% | 5.47% |
| Millwork | 1.89% | 3.51% | 18.58% | 7.40% | 8.07% | -10.21% | 6.00% |
| Paint | 0.18% | 4.11% | 30.23% | -5.17% | 6.12% | -5.33% | 5.93% |
| Flooring | -1.66% | -0.54% | 14.65% | 11.56% | 1.75% | -14.25% | 5.01% |
| Hardware | 1.94% | 3.12% | 35.48% | 27.59% | 3.14% | -5.71% | 6.75% |
| Lighting | -4.20% | -5.11% | 21.84% | -1.49% | | | |
| Décor | -0.26% | 4.71% | 42.00% | 58.37% | -3.71% | -21.08% | 4.83% |
| Other | 13.83% | -24.22% | -2.96% | 27.25% | 3.76% | -10.24% | 2.70% |
| Net sales | 3.92% | 1.18% | 24.19% | 7.43% | 0.84% | -11.01% | 100.00% |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

美国零售和食品服务销售额: 2024 年 4 月, 美国零售和食品服务销售额总计同比增长 4.02%, 其中, 家具和家用装饰店/电子和家用电器店/建筑材料、园林设备和物料店/加油站的销售额分别同比变化-7.00%/+2.88%/+4.54%/+5.33%, 同比增速已呈回升趋势, 即正处于主动补库周期中。

图表 15 美国零售和食品服务销售额-同比增速 (%)

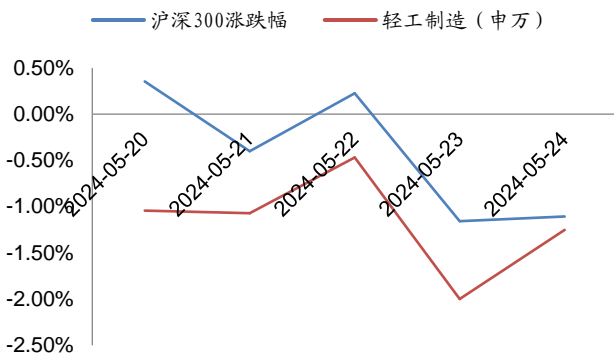
| | Jan-23 | Feb-23 | Mar-23 | Apr-23 | May-23 | Jun-23 | Jul-23 | Aug-23 | Sep-23 | Oct-23 | Nov-23 | Dec-23 | Jan-24 | Feb-24 | Mar-24 | Apr-24 |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 总计 | 7.92% | 5.61% | 2.45% | -0.16% | 3.36% | 1.89% | 2.22% | 3.50% | 3.94% | 2.91% | 4.17% | 4.01% | 1.55% | 6.25% | 2.29% | 4.02% |
| 不包括机动车辆及零部件店 | 8.98% | 6.70% | 2.85% | 0.49% | 2.21% | 0.99% | 1.28% | 3.21% | 3.27% | 3.02% | 3.83% | 3.56% | 1.79% | 6.11% | 2.95% | 4.12% |
| 机动车辆及零部件店 | 3.54% | 1.31% | 0.92% | -2.73% | 8.31% | 5.69% | 6.33% | 4.71% | 6.77% | 2.45% | 5.84% | 6.28% | 0.51% | 6.84% | -0.30% | 3.62% |
| 汽车及其他机动车辆经销商 | 3.09% | 0.71% | 0.67% | -3.35% | 8.16% | 5.28% | 6.03% | 4.31% | 6.92% | 1.76% | 5.64% | 6.57% | -0.16% | 6.74% | -0.60% | 3.34% |
| 家具和家用装饰店 | 10.04% | 2.53% | -1.46% | -9.34% | -4.17% | -1.91% | -5.02% | -5.31% | -5.41% | -9.48% | -4.05% | -5.25% | -11.76% | -5.28% | -11.49% | -7.00% |
| 电子和家用电器店 | 8.56% | 2.70% | -5.30% | -10.71% | -3.05% | -0.66% | -4.61% | -2.36% | -1.39% | 0.84% | 3.65% | 1.37% | -4.51% | 5.96% | -4.06% | 2.88% |
| 建筑材料、园林设备和物料店 | 3.73% | 1.20% | -6.13% | -6.60% | 0.48% | -4.07% | -4.01% | -3.10% | -6.78% | -2.95% | -2.33% | -6.16% | -6.82% | -0.72% | -7.63% | 4.54% |
| 食品和饮料店 | 3.99% | 5.69% | 4.61% | 2.72% | 3.19% | 1.20% | 1.14% | 2.60% | 2.19% | -0.18% | 0.92% | 0.40% | 1.21% | 3.76% | 3.23% | -0.92% |
| 保健和个人护理店 | 6.99% | 7.99% | 8.20% | 5.85% | 11.33% | 8.04% | 5.95% | 8.21% | 6.37% | 11.88% | 9.52% | 7.34% | 5.13% | 5.66% | -0.94% | 2.10% |
| 加油站 | 4.49% | -1.65% | -13.17% | -15.48% | -20.43% | -23.62% | -21.42% | -8.24% | -3.44% | -7.80% | -10.25% | -7.28% | -7.12% | -0.06% | -1.56% | 5.33% |
| 服装及服装配饰店 | 7.99% | 3.27% | -2.33% | -3.93% | -0.23% | 0.11% | 1.55% | 3.92% | 0.78% | -1.28% | 1.91% | 3.62% | 0.37% | 6.48% | 2.27% | -0.91% |
| 运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店 | 5.44% | 0.51% | -0.77% | -2.42% | 1.76% | 0.26% | 0.05% | -2.08% | -0.73% | -2.49% | -1.56% | -4.78% | -1.91% | 1.95% | -2.61% | -5.95% |
| 日用品商场 | 7.60% | 7.36% | 3.48% | 2.27% | 1.27% | 1.53% | 1.68% | 2.81% | 2.15% | -0.15% | 0.77% | 1.93% | -0.26% | 4.79% | 9.46% | -0.70% |
| 杂货店 | 5.64% | 2.49% | -0.97% | -1.83% | 1.30% | 1.08% | -0.88% | -5.21% | 0.82% | 4.12% | 6.63% | 3.04% | 2.83% | 9.39% | 7.13% | 10.33% |
| 无店铺商販 | 9.56% | 8.52% | 7.54% | 6.49% | 11.48% | 10.63% | 12.41% | 10.08% | 8.69% | 12.69% | 11.63% | 9.92% | 10.76% | 11.55% | 5.62% | 12.85% |

资料来源：美国商务部普查局，Wind，华安证券研究所

2 一周行情回顾

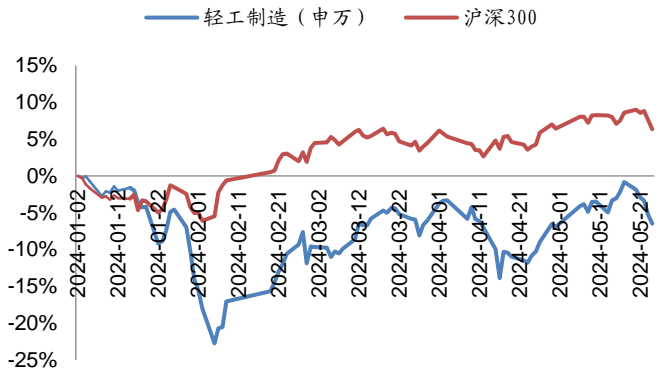
2024年5月20日至5月24日，上证综指下跌2.07%，深证成指下跌2.93%，创业板指下跌2.49%。分行业来看，申万轻工制造下跌5.71%。在申万一级行业指数排名中排名32。

图表 16 申万轻工制造指数变化



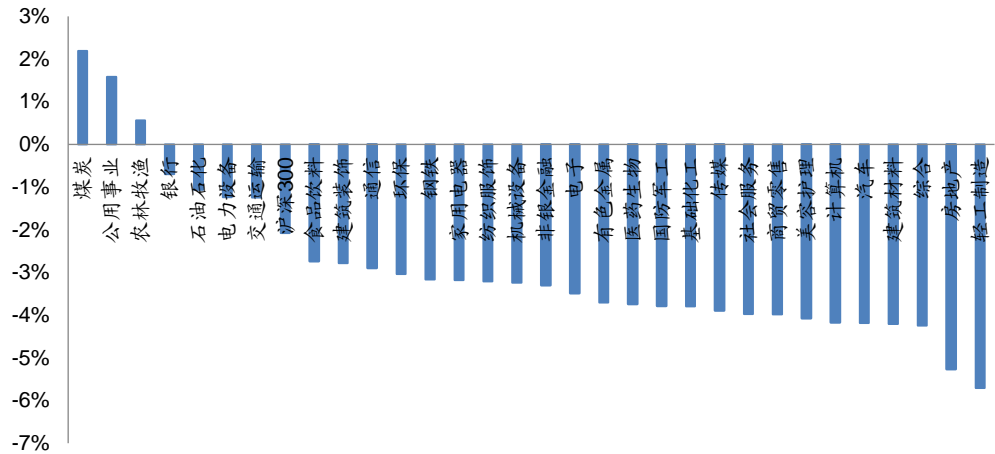
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 年初至今申万轻工制造指数涨跌幅与沪深 300 对比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 申万轻工制造指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

轻工制造行业一周涨幅前十分别为 ST 金运(+10.99%)、柏星龙(+7.01%)、永吉股份(+6.28%)、沪江材料(+4.21%)、英联股份(+4.21%)、*ST 金时(+3.7%)、泰鹏智能(+1.25%)、鸿博股份(+1.13%)、嘉益股份(+0.88%)、华立科技(+0.53%)，跌幅前十分别为大胜达(-19.53%)、四通股份(-17.78%)、我乐家居(-16.38%)、菲林格尔(-15.49%)、爱丽家居(-15.09%)、顶固集创(-14.79%)、致欧科技(-14.43%)、江山欧派(-14.24%)、王子新材(-13.62%)、亚振家居(-13.26%)。

图表 19 A 股轻工制造行业周涨跌幅 Top5

| 排序 | 代码 | 名称 | 涨幅 top5 (%) | 排序 | 代码 | 名称 | 跌幅 top5 (%) |
|----|-----------|-------|-------------|----|-----------|------|-------------|
| 1 | 300220.SZ | ST 金运 | 10.99 | 1 | 603687.SH | 大胜达 | -19.53 |
| 2 | 833075.BJ | 柏星龙 | 7.01 | 2 | 603838.SH | 四通股份 | -17.78 |
| 3 | 603058.SH | 永吉股份 | 6.28 | 3 | 603326.SH | 我乐家居 | -16.38 |
| 4 | 870204.BJ | 沪江材料 | 4.21 | 4 | 603226.SH | 菲林格尔 | -15.49 |
| 5 | 002846.SZ | 英联股份 | 4.21 | 5 | 603221.SH | 爱丽家居 | -15.09 |

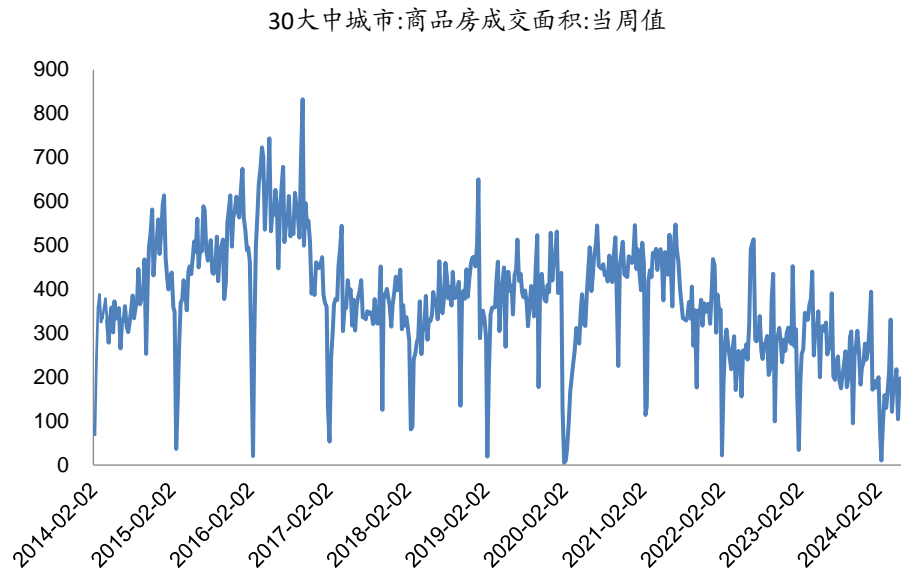
资料来源: wind, 华安证券研究所

3 重点数据追踪

3.1 家居

地产数据: 2024 年 5 月 12 日至 5 月 19 日, 全国 30 大中城市商品房成交面积 197.63 万平方米, 环比 1.86%; 100 大中城市住宅成交土地面积 111.98 万平方米, 环比-30.92%。住宅新开工面积 1.7 亿平方米, 累计同比-25.6%; 2024 年 1-4 住宅竣工面积 1.37 亿平方米, 累计同比-21%; 商品房销售面积 2.93 亿平方米, 累计同比-20.2%。

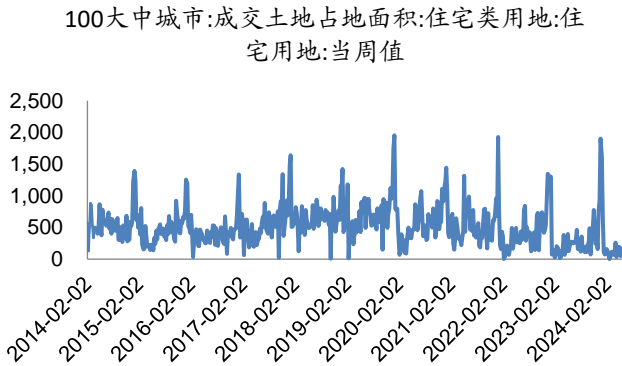
图表 20 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



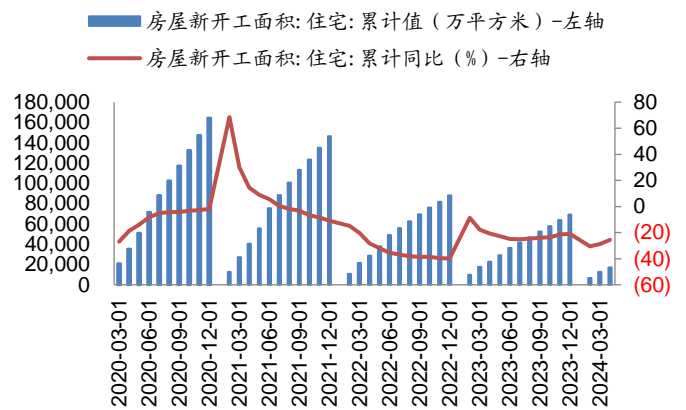
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 100 大中城市住宅用地成交面积 (万平方米)

图表 22 房屋住宅新开工面积累计值及同比 (万平方米, %)

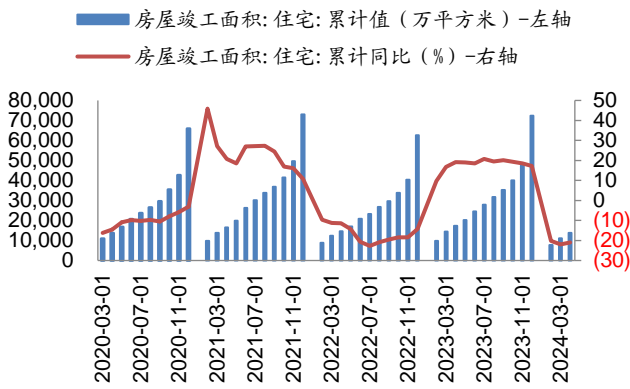


资料来源: wind, 华安证券研究所

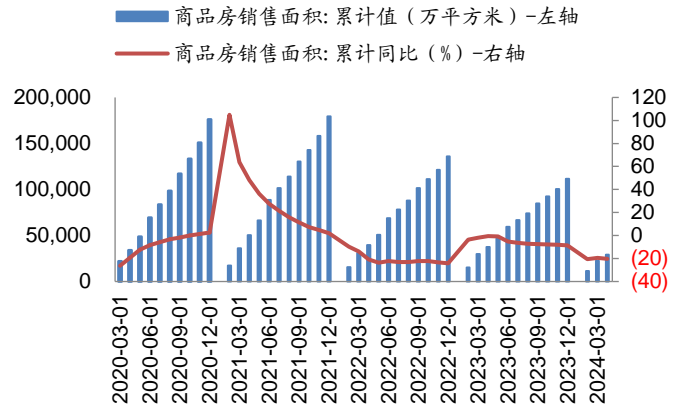


资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 房屋住宅竣工面积累计值及同比 (万平方米, %) 图表 24 房屋住宅销售面积累计值及同比 (万平方米, %)



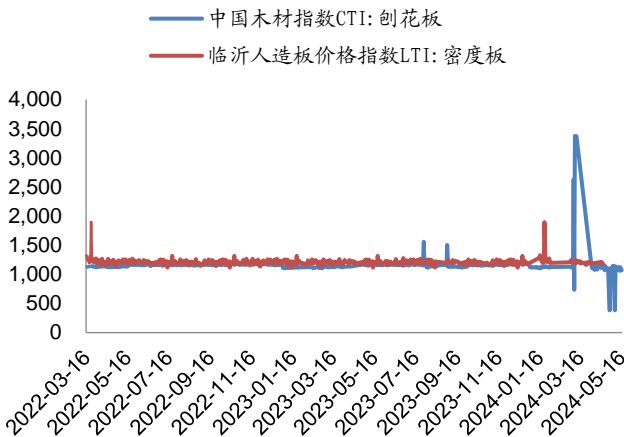
资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

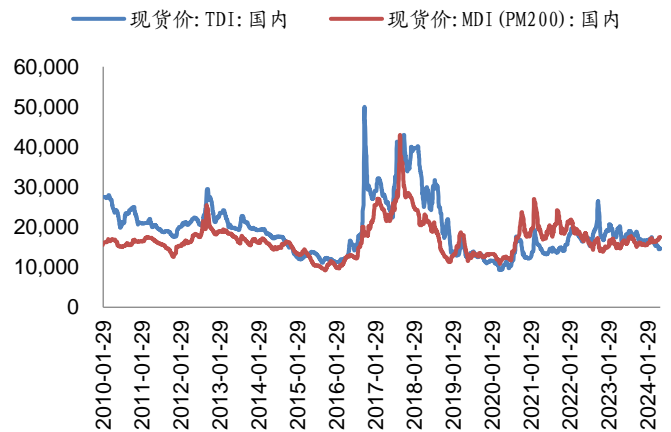
原材料数据: 截至 2024 年 5 月 16 日, 定制家居上游 CTI 指数为 1072.18, 周环比-0.53%; 截至 2024 年 5 月 16 日, LTI 指数为 0, 周环比 0%。截至 2024 年 5 月 24 日, 软体家居上游 TDI 现货价为 14700 元/吨, 周环比 0.68%; MDI 现货价为 17400 元/吨, 周环比-0.57%。

图表 25 CTI、LTI 指数



资料来源: wind, 华安证券研究所

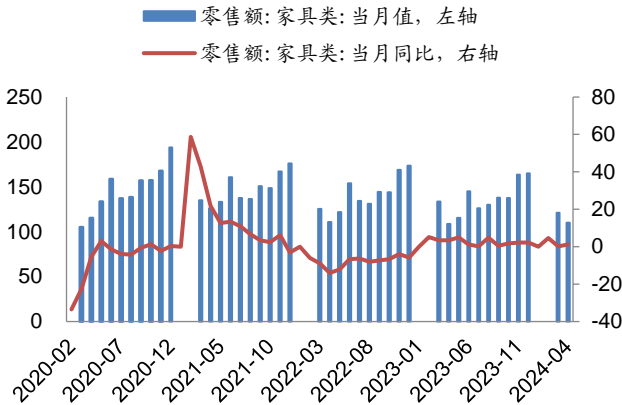
图表 26 TDI、MDI 现货价 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

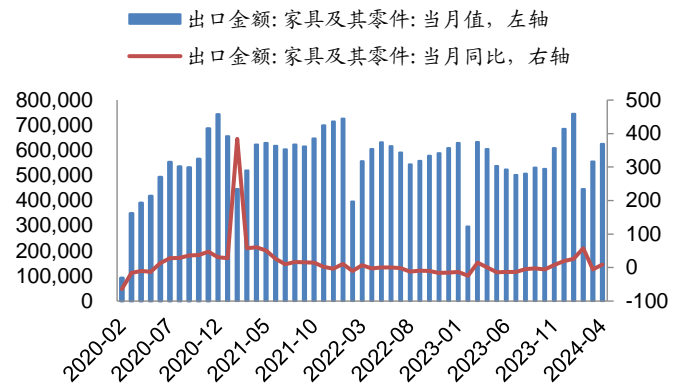
销售数据: 2024 年 4 月, 家具销售额为 110 亿元, 同比 1.2%; 当月家具及其零件出口金额为 626017.9 万美元, 同比 8.7%; 2024 年 3 月建材家居卖场销售额为 1196.88 亿元, 同比下降 7.41%。

图表 27 当月家具社会零售额及同比变化 (亿元, %)



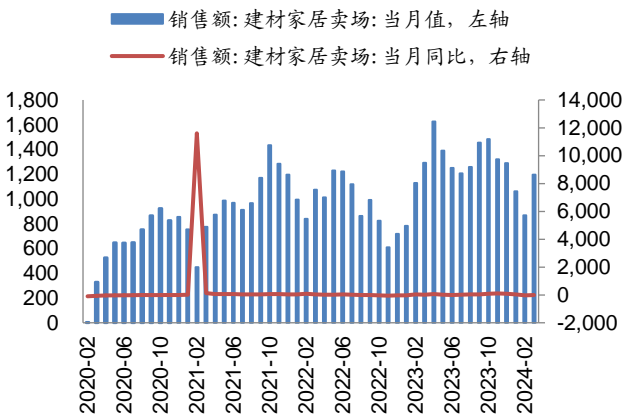
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 当月家具及其零件出口金额及同比变化 (万美元, %)



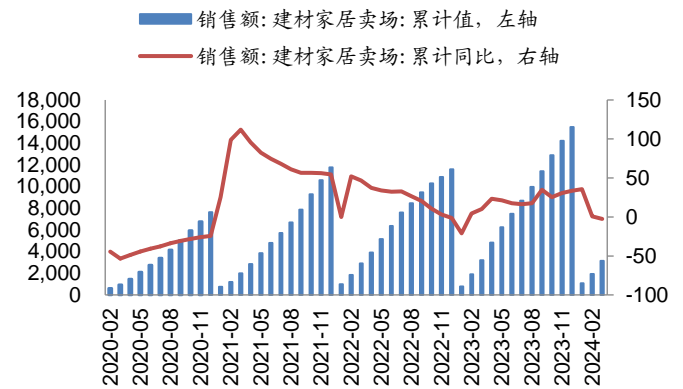
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 当月建材家居卖场销售额及同比变化 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 建材家居卖场累计销售额及累计同比变化 (亿元, %)

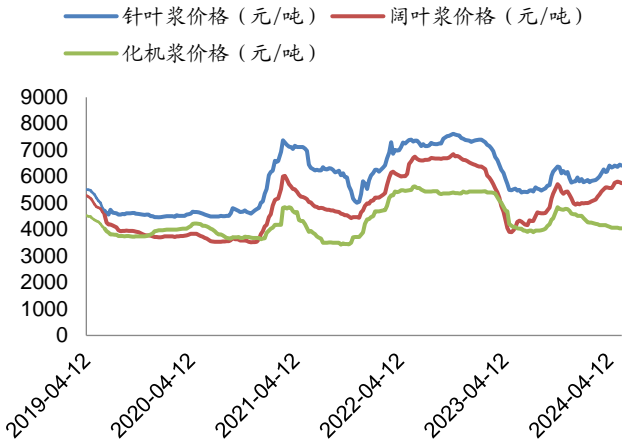


资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 包装造纸

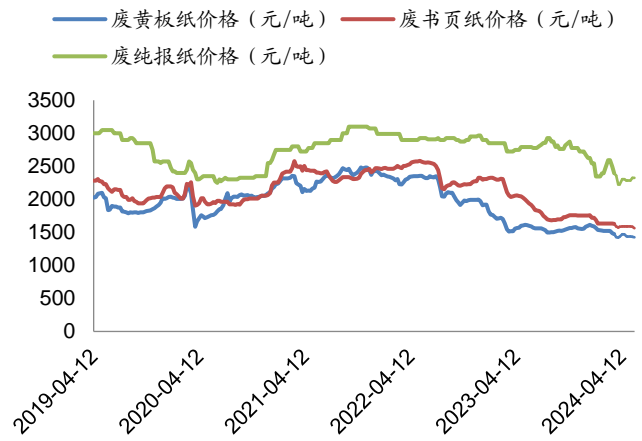
纸浆&纸产品价格: 截至 2024 年 5 月 24 日, 针叶浆/阔叶浆/化机浆价格分别为 6425/5756.82/4050 元/吨, 周环比-0.42%/-0.49%/0%; 废黄板纸/废书页纸/废纯报纸价格分别为 1425/1563/2325 元/吨, 周环比-0.56%/-1.39%/0%; 白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸价格分别为 4350/3526.25/3629.2/2607.5 元/吨, 周环比 0%/0%/-0.03%/-0.07%; 双铜纸/双胶纸价格分别为 5690/5725 元/吨, 周环比 0%/0%; 生活用纸价格为 6716.67 元/吨, 周环比 0.25%。截至 2024 年 5 月 24 日, 中纤价格指数: 溶解浆内盘价格为 7700 元/吨。

图表 31 木浆价格变化



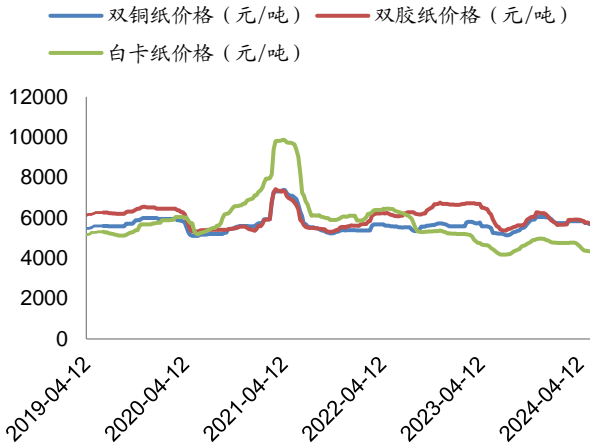
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 32 废纸价格变化



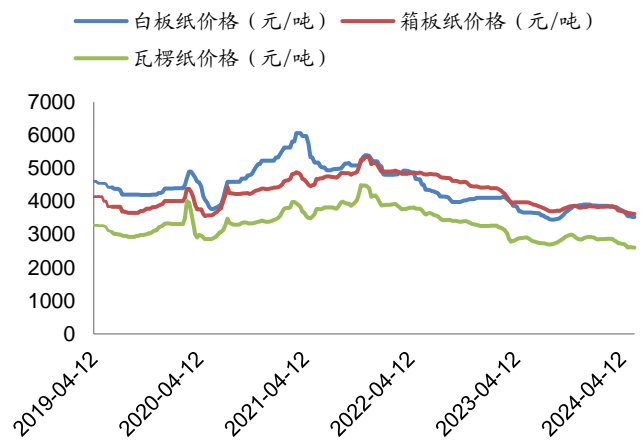
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 33 浆纸系价格



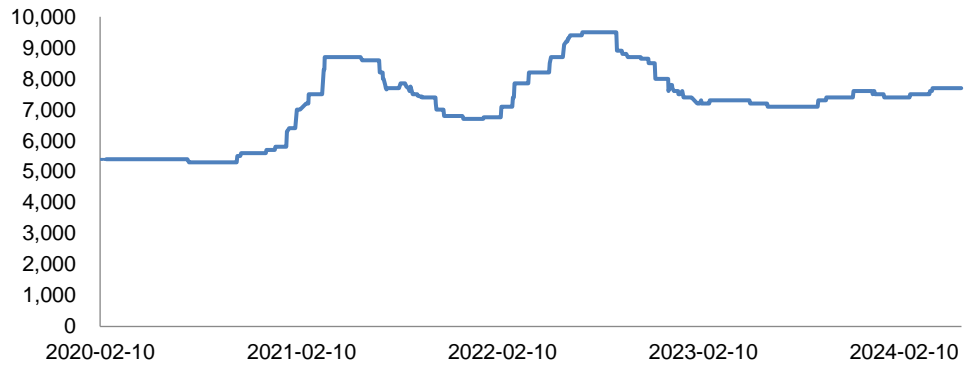
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 34 废纸系价格



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

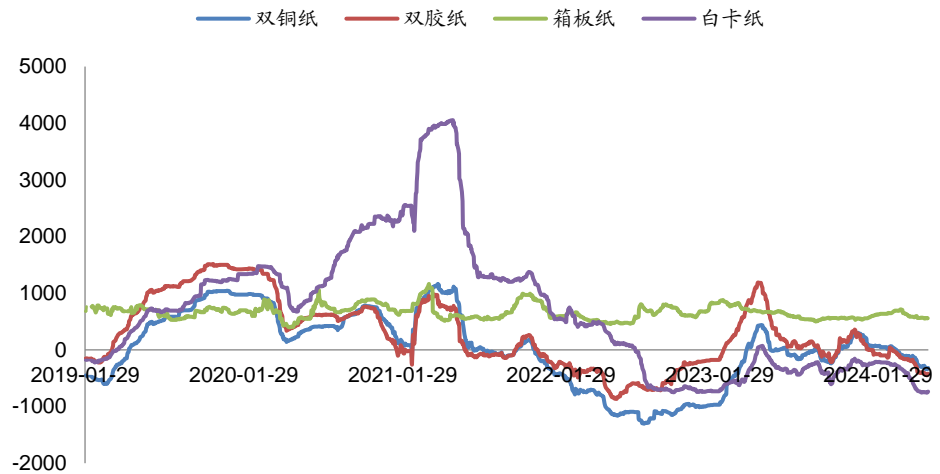
图表 35 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)



资料来源：wind，华安证券研究所

吨盈数据: 截至 2024 年 5 月 23 日, 双铜纸/双胶纸/箱板纸/白卡纸每吨毛利分别为 -323.5/-425.84/556.21/-741.34 元/吨。

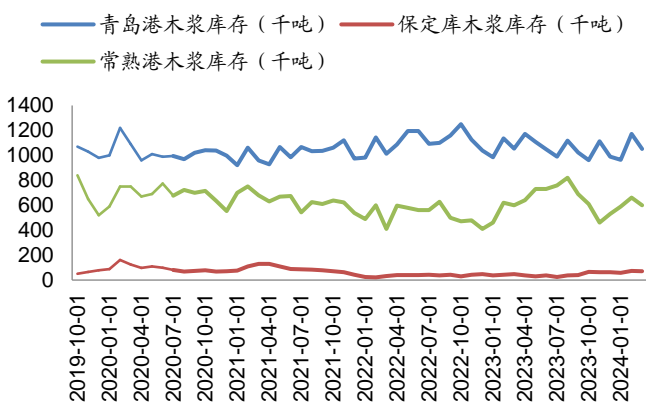
图表 36 主要纸种税后毛利 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

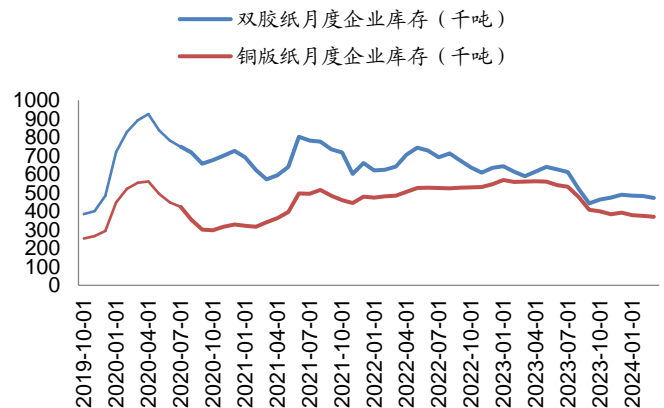
纸类库存: 截至 2024 年 3 月 31 日, 青岛港/保定港/常熟港木浆月度库存分别为 1052/71.4/600 千吨, 环比-10.16%/-1.38%/-9.09%; 双胶纸/铜版纸月度企业库存分别为 471.54/370.7 千吨, 环比-2.11%/-1.41%; 白卡纸月度社会库存/企业库存分别为 1630/678.4 千吨, 环比-5.78%/-1.45%; 生活用纸月度社会库存/企业库存分别为 1245/523 千吨, 环比 1.72%/3.56%; 废黄板纸月度库存天数为 8.75 天, 环比-29.44%; 白板纸月度社会库存/企业库存分别为 612/1002 千吨, 环比 3.47%/2.04%; 箱板纸月度社会库存/企业库存分别为 1398/1617 千吨, 环比 16.45%/-3.41%; 瓦楞纸月度社会库存/企业库存分别为 783/928 千吨, 环比 26.9%/-10.16%。

图表 37 青岛港、保定港、常熟港木浆库存



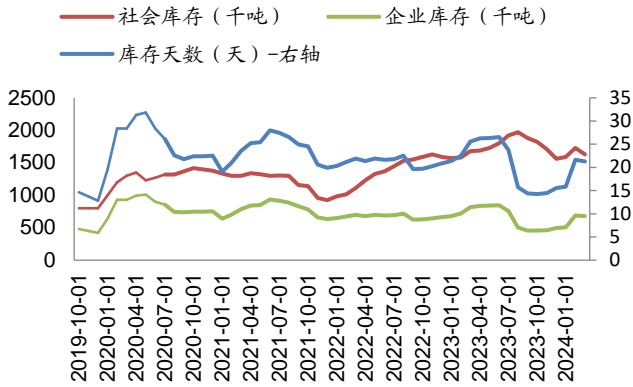
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 38 双胶纸、铜版纸库存



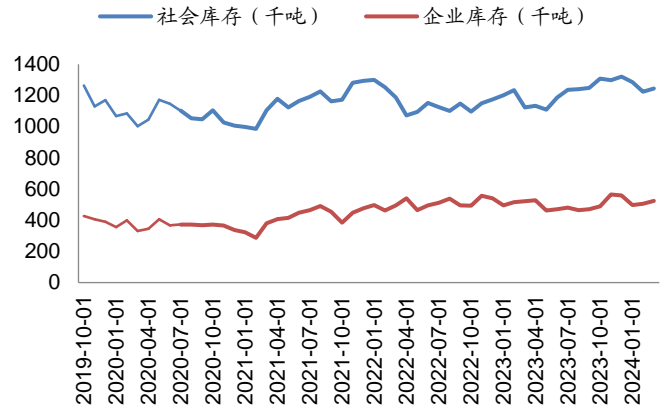
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 39 白卡纸库存



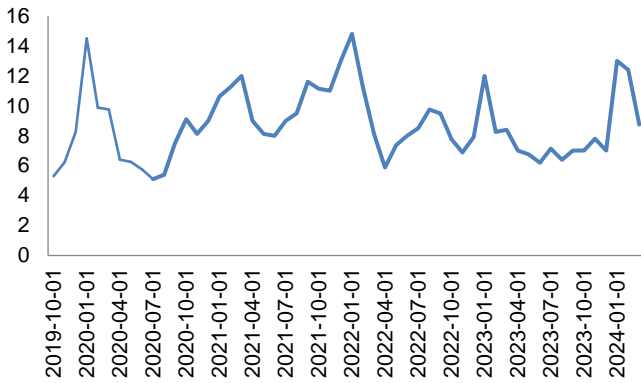
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 40 生活用纸库存



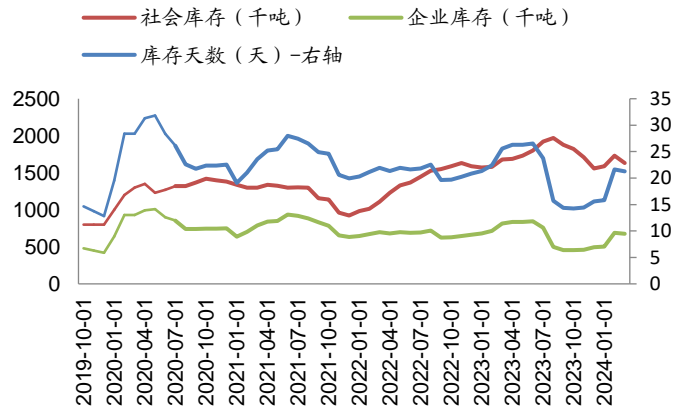
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 41 废黄板纸库存 (天)



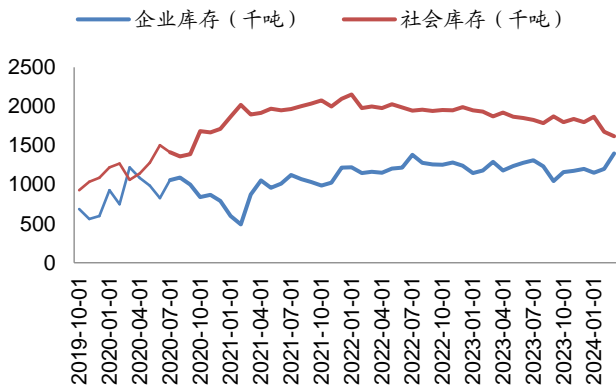
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 42 白板纸库存



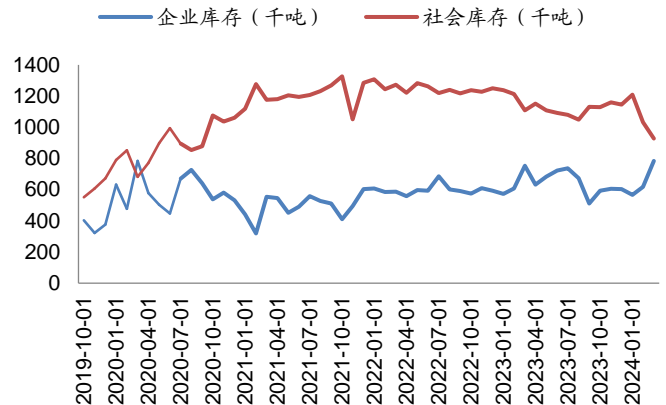
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 43 箱板纸库存



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 44 瓦楞纸库存



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

4 行业重要新闻

(1) 电子烟之家：4月中国电子烟出口数据出炉（2024-05-22）

根据中国海关总署公布的2024年4月电子烟出口数据，可以看出我国电子烟产品在国际市场上仍然保持了一定的出口规模，但同比出现了下跌趋势。不过，环比增长的态势也显示出电子烟出口市场仍有一定的活力和增长潜力。尽管出口总额有所下跌，但某些国家的出口额仍然保持增长态势。例如，4月中国出口美国的电子烟金额仍然高达3.29亿美元，显示出美国市场对电子烟的需求依然旺盛。此外，马来西亚作为中国电子烟的新兴市场，其出口额也在逐渐增加，成为中国电子烟出口的重要目的地之一。

(2) 中国木业网：北美木材在中国份额开始增长（2024-05-20）

贸易数据监测公司(Trade Data Monitor)的统计数据显示，第一季度中国木材进口总量下滑至434万立方米，较2023年前三个月下降2%。这一小幅下降与2023年中国进口增长4%相比出现了逆转。今年第一季度，加拿大对中国的木材出口量跃升至370,287立方米(1.57亿板英尺)，同比增长19%。加拿大统计局的出口统计数据 displays，截至3月份的出货量为1.54亿立方英尺，比2023年同比下降了17%。美国对中国的出口在第一季度增长了42%，在2023年全年较2022年增长35%之后保持了增长势头。截至3月份，其成交量达到1.75亿板英尺。

(3) 纸箱网：青岛港完成2024年首单“青岛-新疆”纸浆海铁联运班列（2024-05-24）

近日，青岛港完成2024年首单“青岛-新疆”纸浆海铁联运班列，成功实现巴西进口纸浆“端到端”物流供应链全程贯通。此次“青岛-新疆”纸浆海铁联运班列的首发，是青岛港携手铁路、口岸和上下游浆厂、纸厂企业开展全方位战略合作的最新成果，也是青岛港积极推动区域物流互联互通、服务区域经济发展的有力举措，为新疆等地区的内陆企业提供更多便捷、高效的运输选择。

5 公司重要公告

(1) 东鹏股份：发布关于首次回购公司股份的公告（2024-05-15）

公司于2024年5月15日首次通过股票回购专用证券账户以集中竞价方式回购股份，回购股份数量为877,200股，占公司总股本的0.07%，最高成交价为7.07元/股，最低成交价为6.97元/股，成交均价为7.03元/股，成交总金额为6,170,971.00元（不含交易费用）。

(2) 德尔未来：发布关于可转债转股价格调整的公告（2024-05-20）

鉴于公司将实施2023年度利润分配方案，以利润分配实施时股权登记日（2024年5月27日）的总股本为基数，向全体股东每10股派0.30元人民币现金，除权除息日为2024年5月28日。调整前“未来转债”转股价格为：5.15元/股。经计算“未来转债”（债券代码：128063）的转股价格将调整为5.12元/股。调整后的转股价格自2024年5月28日起生效。

(3) 华旺科技: 发布关于调整 2023 年度利润分配现金分红总额及资本公积金转增股本总额的公告 (2024-05-21)

截至 2024 年 5 月 21 日, 公司总股本为 332,188,890 股, 扣除公司回购专用证券账户中的剩余的股份数 813,040 股, 实际参与分配的股份数为 331,375,850 股。上市公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 11.00 元(含税)。截至 2024 年 5 月 21 日, 公司总股本 332,188,890 股, 扣除公司回购专用证券账户中的股份数 813,040 股后为 331,375,850 股, 以此计算合计拟派发现金红利 364,513,435.00 元(含税), 占合并报表中 2023 年度归属于上市公司股东净利润比例为 64.39%。上市公司拟向全体股东每 10 股以资本公积金转增 4 股。以此计算本次拟转增股本 132,550,340 股, 转股后, 公司的总股本为 464,739,230 股。

(4) 柏星龙: 发布关于回购进展情况的公告 (2024-05-23)

公司本次拟回购资金总额不少于 8,000,000 元, 不超过 10,000,000 元, 同时根据拟回购资金总额及拟回购价格上限测算预计回购股份数量区间为 523,834 股-654,793 股, 占公司目前总股本的比例为 0.81%-1.01%。截至 2024 年 5 月 23 日, 已回购数量占拟回购数量上限的比例为 78.00%。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 670,245 股, 占公司总股本的 1.03%, 占拟回购价格上限测算预计回购股份数量上限的 78.00%, 最高成交价为 13.20 元/股, 最低成交价为 8.90 元/股, 已支付的总金额为 7,067,186.21 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 70.67%。

6 风险提示

宏观经济增长不及预期风险; 新冠疫情影响; 企业经营状况低于预期风险; 原料价格上升风险; 汇率波动风险; 竞争格局加剧。

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。