轻工制造

行业研究/投资策略报告

B 端业务拉动家具需求，浆价低位运行增加纸企业绩弹性

—轻工制造行业 2020 年下半年投资策略

报告摘要：

- **2020年下半年展望：**

1、家具：近年来我国房地产行业集中度持续提升，CR3 市占率由 2015 年的 7.7%提升至 2018 年的 12.6%左右，同期 CR30 的市场份额也由 26.6%大幅提升至 45.2%，因此龙头房企供应精装成品住宅比例较高叠加房地产行业集中度未来进一步提升，预期我国精装住宅渗透率继续增长确定性较强。受疫情影响住宅竣工面积同比增速短期承压，疫情过后快速修复。预期 2020 下半年住宅竣工面积及销售面积增速回暖趋势将进一步延续。

2、造纸：2020 年全球木浆生产商库存天数较 2019 年时的高位有所回落，但 2020 年 1-4 月，全球木浆库存呈缓慢回升趋势，由 2019 年末的 37 天回升至 2020 年 4 月的 41 天。全球木浆库存天数继续上扬，国内港口木浆仍然处于高位，因此我们预期年内木浆价格仍将在底部位置徘徊。随着疫情进一步好转，预期下半年行业需求将有所好转，木浆系品种的业绩弹性可期。

3、包装：根据 Canalys 的市场研究报告，预计 2019-2023 年 5 年内，全球 5G 手机出货量合计将达到 19 亿台，5 年复合增长率高达 179.9%。因此，随着未来 5G 手机出货量的猛增将拉动下游 3C 包装产品需求上涨，3C 包装产品业务量或随 5G 手机出货量快速上涨，利好纸包装相关企业业绩增长；饮料罐占金属包装板块比例较高，功能饮料规模快速增长及啤酒罐化率提高，或成为我国金属包装行业规模增长的主要驱动因素。

4、文具、电子烟：2020 年上半年受新冠疫情影响，各省市中小学及高校开学进度不及预期，因此文具产品消费需求短期遇冷。然而，文具产品消费需求具有一定刚性属性，并不会受新冠疫情影响消失，仅会因各地延迟开学致使消费滞后，因此随着各省市 6 月以来逐渐恢复正常的教学秩序，需求有望转好。

我国电子烟产品潜在需求十分旺盛。中国产业研究院数据显示，目前英国电子烟产品渗透率已高达 30%，美国电子烟产品渗透率也接近 13%，而我国目前电子烟产品渗透率不足 1%，因此未来我国电子烟市场发展空间十分广阔。随着我国加热不燃烧产品研发以及线下试点及用户教育的持续推进，我国加热不燃烧行业已经蓄势待发，后续随着我国针对新型烟草相关政策出台，国内对于加热不燃烧产品销售放开，预期我国加热不燃烧产品销售或快速放量。

- **投资建议**

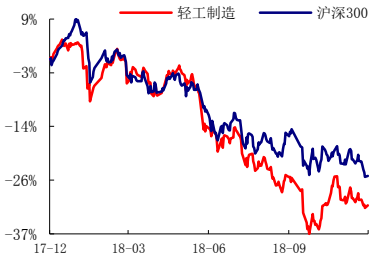
家具：建议关注欧派家居、志邦家居、顾家家居、惠达卫浴、江山欧派；
造纸：建议关注太阳纸业、博汇纸业、中顺洁柔；
包装：建议关注奥瑞金、裕同科技；
文具、电子烟：建议关注晨光文具、集友股份、劲嘉股份。

- **风险提示**

房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨。

推荐　维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：　S0100512100003
电话：　010-85127729
邮箱：　chenbairu@mszq.com

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS				PE				评级
		7 月 16 日	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
603833	欧派家居	120.8	4.42	3.92	5.75	6.66	27.33	30.83	21.19	18.30	推荐
603816	顾家家居	59.3	1.98	1.94	2.59	2.99	29.95	30.57	22.81	19.75	/
603801	志邦家居	28.3	1.49	1.21	1.96	2.24	18.99	23.45	13.71	11.97	/
603385	惠达卫浴	15.0	0.89	0.83	1.22	1.43	16.85	18.14	13.11	11.13	/
603208	江山欧派	109.7	3.23	2.74	4.65	5.93	33.96	39.98	25.10	19.64	/
002078	太阳纸业	10.7	0.84	0.90	1.07	1.23	12.74	11.88	10.22	8.90	/
600966	博汇纸业	10.2	0.1	0.15	1.05	1.25	102	69.32	9.79	8.20	/
002831	裕同科技	30.5	1.19	1.18	1.62	1.92	25.63	25.89	20.05	16.91	/
002701	奥瑞金	5.0	0.29	0.21	0.37	0.44	17.24	24.05	14.52	12.30	/
603899	晨光文具	60.7	1.15	1.11	1.61	2.00	52.78	54.55	37.73	30.47	推荐
603429	集友股份	36.1	0.79	0.43	1.41	1.74	45.7	83.73	30.33	24.57	/
002191	劲嘉股份	11.4	0.6	0.57	0.80	0.92	19	20.06	15.83	13.63	/
002511	中顺洁柔	24.4	0.47	0.51	0.74	0.90	51.91	48.11	34.02	27.98	/

资料来源：公司公告、民生证券研究院（“/”表示未覆盖公司，未覆盖公司使用 wind 一致预期）

目录

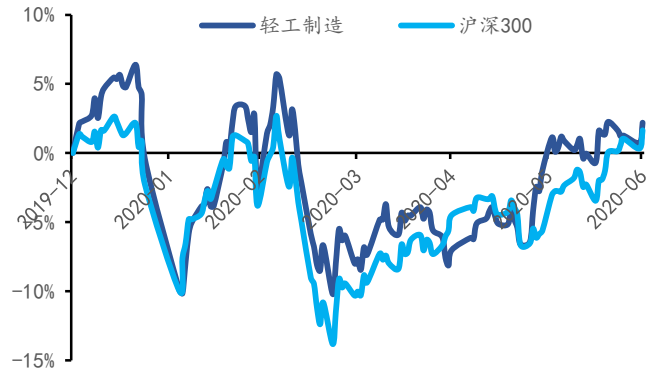
一、年初以来轻工板块小幅跑赢指数，家具行业更受外资青睐.....4
（一）竣工增速持续改善，带动家具消费景气度回升.....4
（二）机构持仓比例增加，家具板块更受外资青睐.....5
二、家具：竣工改善叠加精装房比例提升，给予家具行业增长新动力.....7
（一）竣工增速持续改善，带动家具消费景气度回升.....7
（二）精装住宅渗透率持续提高，B 端家居龙头业绩确定性较强.....8
（三）复盘竣工数据与家居板块走势，下半年表现值得期待.....12
（四）建议关注：欧派家居、志邦家居、顾家家居、惠达卫浴、江山欧派.....13
三、造纸：浆价格维持低位运行，木浆系品种有望从中受益.....15
（一）木浆价格大概率底部运行，废纸受供给影响预计价格将有所提升.....15
（二）包装纸：白板白卡纸价格有所波动，箱板瓦楞纸价格稳中有升，预计下半年需求将有明显改善.....17
（三）文化纸：“开学潮”叠加渠道补库存，拉动文化纸需求释放.....18
（四）生活用纸：浆价低位震荡，行业需求稳中有升，全年盈利可期.....19
（五）建议关注：太阳纸业、博汇纸业、中顺洁柔.....21
四、包装：包装需求趋势上扬，结构优化盈利改善.....22
（一）纸包装： 5G 换机潮提振 3C 包装需求，烟酒包装结构优化.....22
（二）金属包装：啤酒罐化率持续提升，金属包装增长空间广阔.....23
（三）建议关注：奥瑞金、裕同科技.....24
五、文具+电子烟，轻工板块质地优良的消费品种.....25
（一）文具：疫情冲击影响有限，办公集采及云视频业务空间广阔.....25
（二）电子烟：HNB 万事俱备只欠东风，雾化烟监管日趋规范.....27
（三）建议关注：晨光文具、集友股份、劲嘉股份.....29
六、风险提示.....30
插图目录.....31
表格目录.....32

一、年初以来轻工板块小幅跑赢指数，家具行业更受外资青睐

（一）竣工增速持续改善，带动家具消费景气度回升

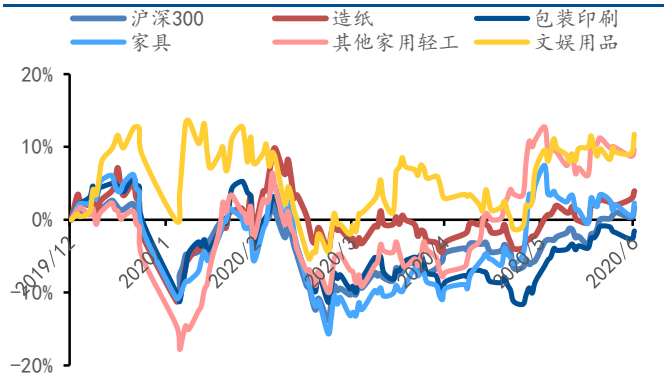
今年年初以来(截至 6 月 30 日收盘)沪深 300 指数上涨 1.64%,轻工板块上涨 2.20%，跑赢大盘 0.55pct，在 28 个子行业中位列第 16 名。从走势上看，Q2 以来疫情影响逐渐消散，终端消费回暖，驱动轻工板块快速修复，单季度上涨 10.70%。子板块中，文娱用品板块受益于乐歌股份（+122.77%）、姚记科技（96.68%）、齐心集团（+38.57%）等个股表现强势在轻工各子板块中涨幅领先，年初以来上涨 11.73%，跑赢大盘 10.09pct。

图 1：年初以来轻工制造板块跑赢大盘 0.55pct



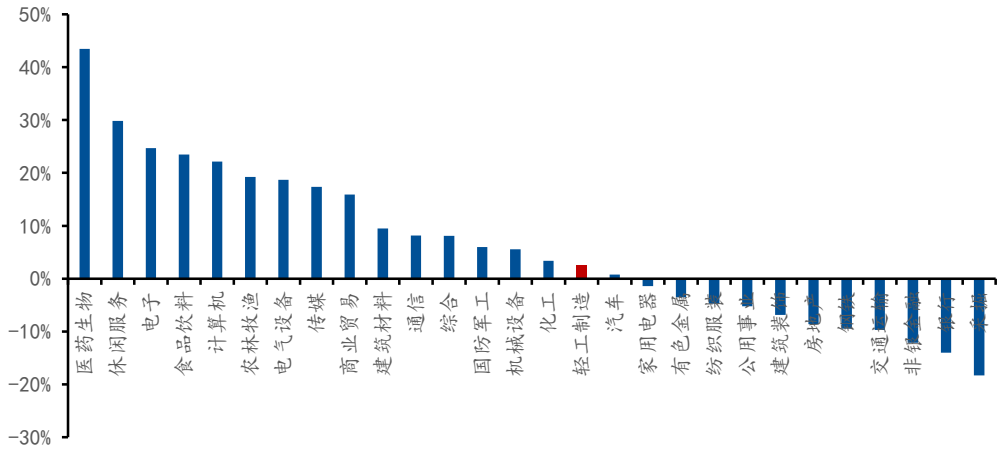
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：年初以来文娱用品板块涨幅领先



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：年初以来（截至 6 月 30 日）轻工制造行业涨跌幅在 28 个子行业中位列第 16 名

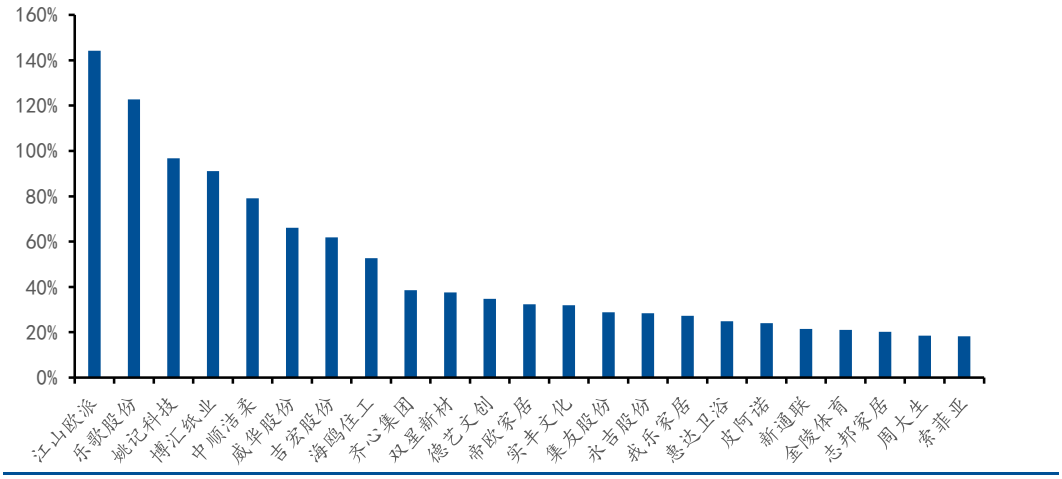


资料来源：Wind，民生证券研究院

个股中，精装产业链标的表现较好。2020H1 受益于上游房地产竣工数据持续回暖及我国精装住宅渗透率持续提升，叠加今年 3 月以来房企各住宅项目先于终端零售客流恢复，因此工程业务占比较高的精装产业链标的在业绩确定性方面较强，股价表现较好。江山欧派（+144.20%）、海鸥住工（+52.67%）、帝欧家居（+32.37%）、我乐家居（+27.27%）、惠达卫浴（+24.88%）、皮阿诺（+24.07%）、志邦家居（+20.18%）、索菲亚（+18.20%）

等标的股价涨幅位居前列；造纸板块中，博汇纸业、中顺洁柔涨幅靠前，2020H1 分别上涨 91.15%及 79.02%。

图 4：个股中江山欧派、乐歌股份涨幅超 100%

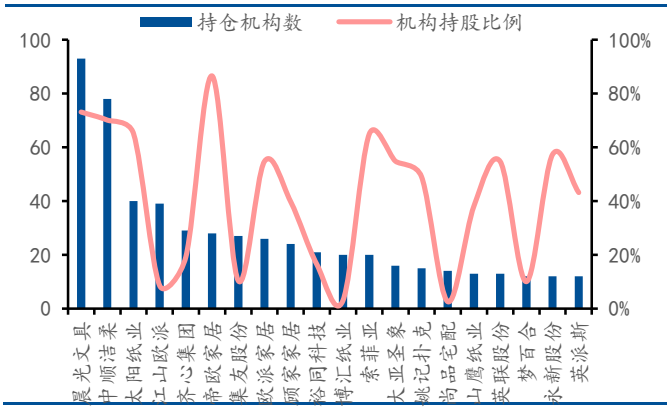


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）机构持仓比例增加，家具板块更受外资青睐

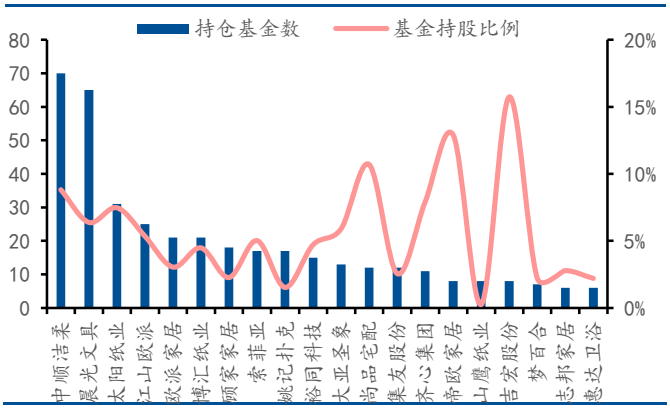
从机构持仓上看，2020Q1 晨光文具（93）、中顺洁柔（78）、太阳纸业（40）、江山欧派（39）、及齐心集团（29）分列持仓机构数前 5 名；从持仓基金方面来看，中顺洁柔（70）、晨光文具（65）、太阳纸业（31）、江山欧派（25）、及欧派家居（21）获基金持仓较多。从沪/深股通持股比例上来看，2020H1 轻工板块中家具板块受益于上游竣工数据持续回暖及部分工程业务占比较高的家具企业在疫情期间率先复工复产全年业绩确定性较强，因此更受北向资金的青睐。然而从北向资金流向上看，2020Q3 以来，轻工板块北向资金整体呈流出趋势，持股比例较 Q2 相比均有一定程度的下降。截至 2020 年 7 月 10 日,轻工板块北向资金持股比例前 10 位分别为索菲亚(19.76%)、中顺洁柔(7.33%)、欧派家居（6.26%）、顾家家居（3.39%）、仙鹤股份（3.35%）、尚品宅配（3.04%）、晨光文具（2.86%）、大亚圣象（2.75%）、紫江企业（2.74%）、劲嘉股份（2.60%）。

图 5：2020Q1 轻工板块持仓机构数前 20 情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：2020Q1 轻工板块持仓基金数前 20 情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：轻工板块沪/深股通持股比例变化情况

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020/7/10
定制家具企业								
002572.SZ 索菲亚	6.19%	7.44%	7.75%	8.17%	14.89%	15.50%	21.26%	19.76%
300616.SZ 尚品宅配	3.20%	3.27%	3.43%	3.81%	3.58%	2.82%	2.87%	3.04%
603180.SH 金牌厨柜	0.17%	0.80%	1.02%	0.90%	2.08%	1.47%	0.80%	0.90%
603801.SH 志邦家居	0.01%	0.10%	0.75%	0.95%	1.84%	7.88%	3.66%	1.73%
603833.SH 欧派家居	3.71%	7.99%	7.65%	10.60%	13.82%	4.29%	6.37%	6.26%
603898.SH 好莱客	1.29%	0.26%	0.81%	1.78%	2.04%	1.76%	1.78%	1.70%
成品家具企业								
000910.SZ 大亚圣象	0.29%	0.44%	1.10%	1.46%	2.62%	3.11%	3.27%	2.75%
002240.SZ 威华股份	0.96%	0.17%	0.06%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002489.SZ 浙江永强	0.19%	0.33%	0.63%	1.13%	0.60%	0.57%	0.87%	2.03%
002631.SZ 德尔未来	0.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
002798.SZ 帝欧家居	0.00%	0.00%	0.75%	1.19%	1.45%	1.82%	1.43%	1.02%
600337.SH 美克家居	0.04%	0.09%	0.09%	0.61%	0.87%	0.30%	1.62%	1.34%
600978.SH 宜华生活	0.64%	2.47%	1.42%	0.68%	0.48%	0.22%	0.22%	0.22%
601996.SH 丰林集团	0.73%	0.73%	0.73%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%
603008.SH 喜临门	0.87%	0.57%	0.70%	0.59%	1.66%	2.38%	1.64%	1.87%
603600.SH 永艺股份	0.88%	0.77%	0.54%	0.87%	2.32%	1.01%	0.96%	0.51%
603816.SH 顾家家居	22.27%	21.44%	11.92%	18.39%	3.93%	2.81%	4.19%	3.39%
603818.SH 曲美家居	0.04%	0.07%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
603848.SH 好太太	0.12%	0.11%	0.09%	0.77%	0.54%	0.34%	1.10%	2.18%
文娱办公企业								
002301.SZ 齐心集团	0.13%	0.42%	0.04%	0.00%	0.36%	0.11%	0.75%	0.39%
002605.SZ 姚记扑克	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.43%	0.37%
002678.SZ 珠江钢琴	0.07%	0.06%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
603899.SH 晨光文具	0.29%	1.91%	2.28%	3.31%	3.64%	2.88%	2.87%	2.86%
造纸企业								
000488.SZ 晨鸣纸业	0.26%	0.33%	0.34%	0.32%	0.79%	1.09%	1.40%	2.44%
000815.SZ 美利云	0.12%	0.30%	0.00%	0.00%	0.14%	0.36%	0.01%	0.01%
002067.SZ 景兴纸业	0.16%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
002078.SZ 太阳纸业	0.53%	0.29%	0.57%	0.69%	1.48%	1.55%	1.59%	1.62%
002511.SZ 中顺洁柔	0.57%	0.55%	2.23%	7.28%	6.94%	7.82%	7.65%	7.33%
600433.SH 冠豪高新	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
600567.SH 山鹰纸业	1.71%	1.30%	0.81%	0.92%	1.56%	0.94%	0.68%	1.17%
600963.SH 岳阳林纸	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.03%	0.03%
603165.SH 荣晟环保	0.41%	1.48%	0.75%	0.72%	3.25%	1.86%	0.28%	0.19%
603733.SH 仙鹤股份	0.23%	0.30%	0.30%	0.27%	0.59%	2.54%	2.29%	3.35%
包装印刷企业								
002117.SZ 东港股份	0.57%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.00%	0.70%	2.01%
002191.SZ 劲嘉股份	0.56%	0.88%	1.27%	1.06%	2.48%	2.41%	2.43%	2.60%
002228.SZ 合兴包装	0.00%	1.48%	0.29%	0.07%	0.07%	0.04%	0.04%	0.04%
002243.SZ 通产丽星	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.35%
002303.SZ 美盈森	0.40%	0.21%	0.20%	0.47%	0.26%	0.76%	0.36%	0.46%
002522.SZ 浙江众成	0.13%	0.30%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.01%	0.01%
002585.SZ 双星新材	0.00%	0.24%	0.26%	0.21%	0.10%	0.07%	0.00%	0.00%
002701.SZ 奥瑞金	0.45%	0.67%	0.40%	0.92%	0.88%	0.91%	1.34%	1.81%
002752.SZ 昇兴股份	0.00%	0.22%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
002803.SZ 吉宏股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.58%
002831.SZ 裕同科技	0.89%	0.35%	0.46%	0.31%	0.94%	1.15%	1.57%	2.47%
002951.SZ 金时科技	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.21%	0.06%
600210.SH 紫江企业	0.35%	0.46%	0.89%	1.40%	1.56%	1.55%	2.37%	2.74%
601515.SH 东风股份	0.92%	0.70%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.67%	0.67%
601968.SH 宝钢包装	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
603429.SH 集友股份	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.15%	0.48%	0.52%
603687.SH 大胜达	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.19%	0.20%	3.36%	0.17%

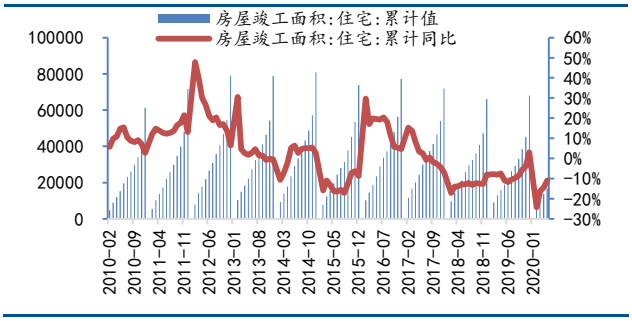
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、家具：竣工改善叠加精装房比例提升，给予家具行业增长新动力

（一）竣工增速持续改善，带动家具消费景气度回升

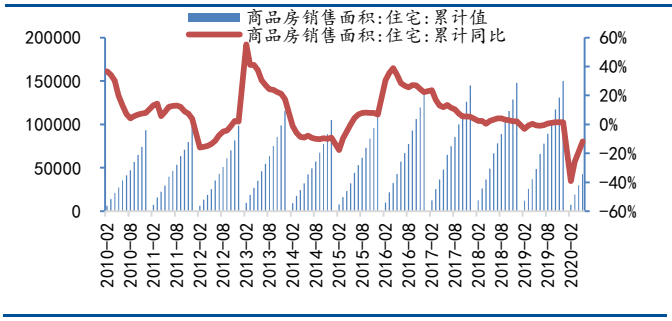
受疫情影响住宅竣工面积同比增速短期承压，疫情过后快速修复。2019 下半年以来，上游住宅竣工面积累计同比增速持续回暖，并于 12 月回升至+3%，为 2018-2019 两年内住宅竣工面积累计同比增速首次重回正增长。2020Q1 受黑天鹅事件新冠疫情影响，各地住宅施工项目停工停产，致使住宅竣工面积增速短期承压，但随着疫情影响逐渐消散，竣工面积增速迅速修复，至 2020 年 5 月，住宅竣工面积当月同比增速已回归+9.70%，1-5 月住宅竣工面积累计同比增速为-10.90%，较年初相比已大幅回暖。从销售面积上看，2020 年 1-5 月商品住宅销售面积累计同比增速为-11.80%，5 月单月同比增长 9.34%，环比 4 月提升 10.92pct 重回正增长。预期 2020 下半年住宅竣工面积及销售面积增速回暖趋势将进一步延续。

图 8：住宅竣工面积同比增速疫情后快速修复（万平方米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

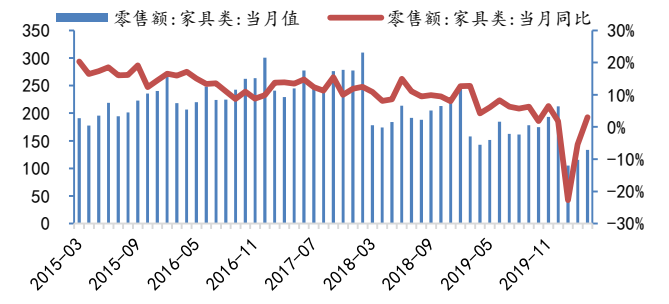
图 9：商品住宅销售面积及累计同比增速情况（万平方米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

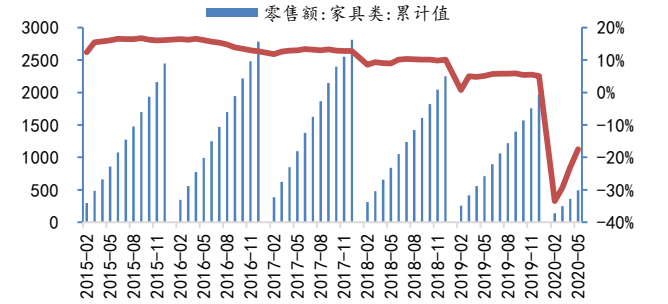
竣工回暖支撑家具消费需求增长，家具社零增速快速回升。根据以往对上游住宅竣工面积增速及家具消费增速变化情况的跟踪，我们发现家具消费增速通常略微滞后于上游住宅竣工面积增速变化约 3-6 个月，因此 2019 年下半年及 2020 年 Q1 后竣工面积增速的回暖带动家具消费需求快速回升。2020 年 5 月，家具类零售额同比增速升至+3%，环比 4 月提升 8.40pct，重回正增长。2020 年 1-5 月，家具类零售额累计同比增速为-17.50%，较年初-33.50%的增速水平已有明显修复。

图 10：5 月家具类零售额当月同比增速重回正增长（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

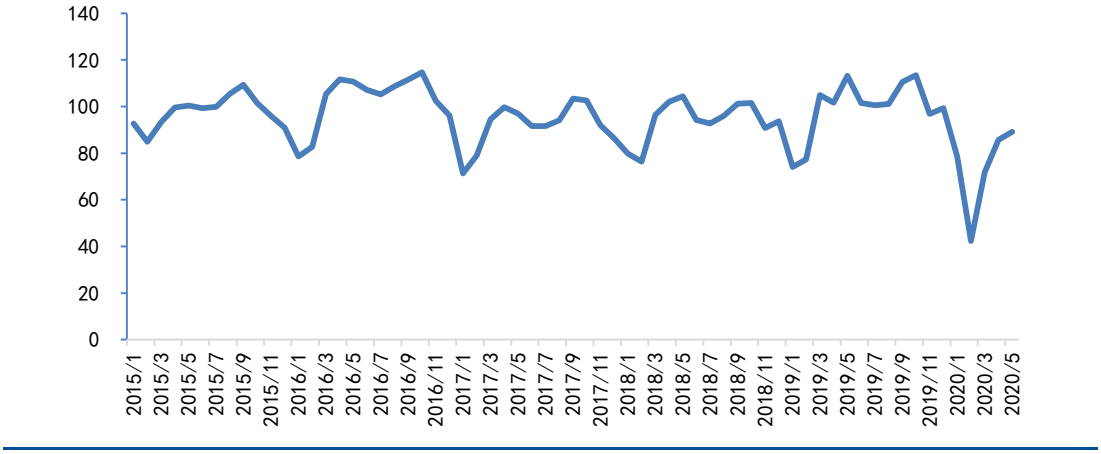
图 11：家具类零售额累计值及其累计同比增速情况（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

建材家居景气度持续回升。在家具社零增速回暖带动下，2020 年 3-5 月，全国建材家居景气指数（BHI）分别环比增长 29.64pct/13.81pct/3.40pct，已连续 3 个月实现环比正增长，家具行业景气度快速回升。

图 12：全国建材家居景气指数（BHI）于疫情过后快速回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）精装住宅渗透率持续提高，B 端家居龙头业绩确定性较强

近些年来我国推行全装修及精装修住宅政策频发，支撑我国精装住宅行业快速发展。自 2016 年以来，中央部委及各地方政府频繁发布关于推行全装修及精装修成品住宅的相关文件和政策。2016 年国务院在《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见中》率先提出力争用 10 年时间使装配式建筑占新建筑比例达 30%的目标，随后于 2017 年住建部《建筑业十三五规划》明确提出至 2020 年我国新开工全装修成品住宅面积达到 30%。2019 年 3 月住建部在《住宅项目规范》中进一步提出，城镇新建住宅建设应全装修交付，同时各地方政府近些年来针对全装修及精装修住宅政策的颁布也愈发密集，纷纷出台政策对新建住宅全装修及精装修比例及时间提出了明确的要求。

表 1：近年来国家发布的精装房相关政策

部门	时间	文件	政策
国务院	2016.02	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	提出力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%
国务院	2016.09	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	实行装配式建筑装饰装修与主体结构、机电设备协同施工。积极推广标准化、集成化、模块化的装修模式，倡导菜单式全装修，满足消费者个性化需求
国家税务总局	2006.12	《关于房地产开发企业土地增值税清算管理有关问题的通知》	房地产开发企业销售已装修的房屋，其装修费用可以计入房地产开发成本，作为土地增值税的扣除项目
住建部	2017.05	《建筑业十三五规划》	到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，绿色建材应用比例达到 40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%
住建部	2019.02	《住宅项目规范》	住建部就《住宅项目规范》征求意见，指出城镇新建住宅建筑应全装修交付

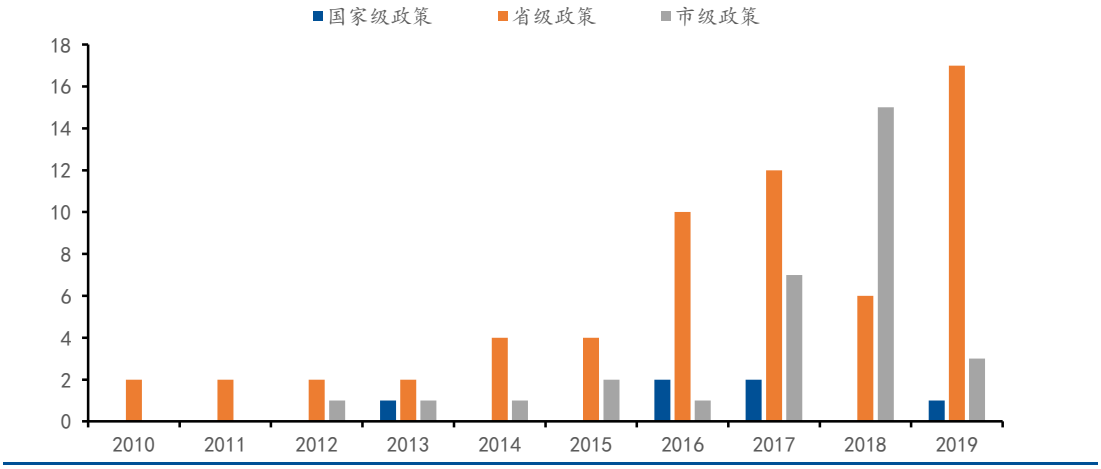
资料来源：各政府部门官网，民生证券研究院

表 2：近些年来部分地方政府对全装修及精装修成品住宅的具体政策要求一览

地方政府	关于全装修及精装修政策内容简要
江苏	至 2025 年末，新建住宅装修装配化率达到 60%以上；
北京	2015 年 5 月 1 日起，由市保障房建设投资中心新建收购项目率先全面推行全装修成品交房，其他新建住宅鼓励采用装配式装修工艺；
山东	2017 年城市新建高层住宅实行全装修，2018 年新建高层、小高层住宅开始淘汰毛坯房；
河南	至 2020 年，全省新建商品住宅基本实现无毛坯房，郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从 2016 年起，新开工商品住宅全部执行成品房标准；
四川	至 2020 年，新建住宅全装修比例应达到 50%；
上海	2017 年起，外环线以内城区全装修比例达到 100%，除奉贤区、金山区、崇明区外，其他地区应达到 50%，奉贤区、金山区、崇明区至 2020 年全装修比例要求达到 50%；
浙江	自 2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实行全装修；
海南	自 2017 年 7 月 1 日起，各市县商品住宅项目要求全部实行全装修；
黑龙江	2020 年末新建商品住宅全装修面积占新建面积比例哈尔滨市不低于 50%，齐齐哈尔市、牡丹江市、佳木斯市、大庆市不低于 40%，其他市（地）不低于 30%，县级城市不低于 20%；
辽宁	至 2020 年底，全省新建住宅中全装修面积比例不低于 50%；
山西	全省新开工建设住宅原则上实行住宅全装修，推行成品交房，太原市中心城区新开工全装修住宅面积比例力争达到 100%；
长沙	市内五区新供地商品住宅采用全装修建设交付比例不得低于 70%；
广西	至 2020 年底，综合试点城市新建全装修成品房面积比率达 20%以上；
成都	2022 年底，全市新开工商品住宅和保障性住房成品住宅面积比例达到 100%；
晋城	至 2025 年，全市新开工全装修住宅面积占新开工住宅面积的比例力争达到 60%以上，其中中心城区达到 95%以上；

资料来源：各政府部门官网，民生证券研究院

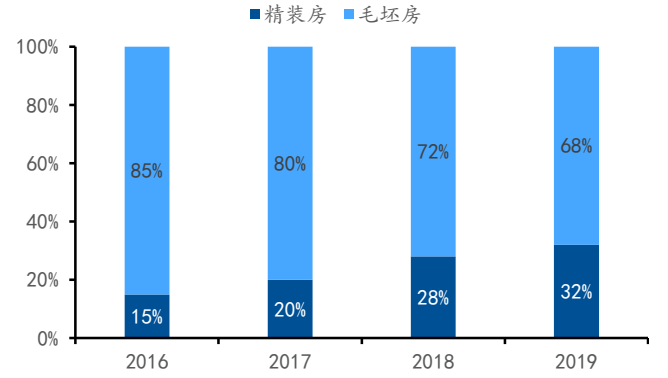
图 13：近年来关于全装修及精装修住宅政策要求推行愈发密集（条）



资料来源：Wind，民生证券研究院

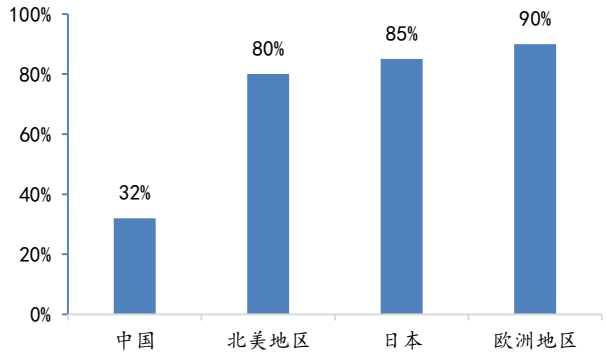
政策催化下，我国精装住宅渗透率近年来持续提升，但目前较国外成熟市场水平相比仍然较低，未来成长空间广阔。根据奥维云网相关数据，近年来我国精装住宅渗透率持续提升，2019 年我国精装住宅渗透率已达 32%，但与北美地区 80%，日本 85%，及欧洲地区 90%左右的精装住宅渗透率相比，我国精装住宅市场未来发展空间仍然十分广阔。

图 14：我国精装住宅渗透率近年来持续提升



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

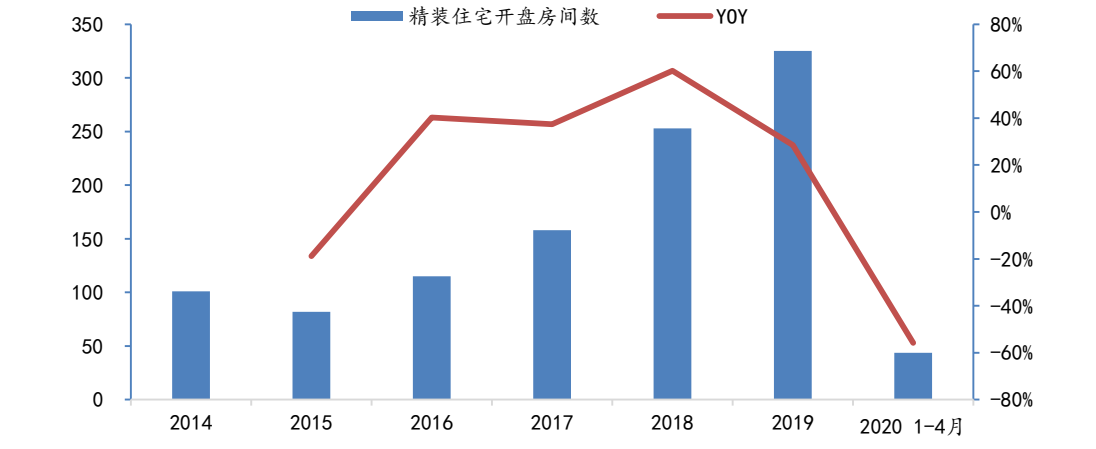
图 15：我国住宅全装修覆盖率与海外市场相比仍差距较大



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

2020 年 1-4 月精装住宅开盘数量受疫情影响短期承压，但龙头房企精装住宅供应比例较高，伴随地产行业集中度提升，未来精装住宅渗透率进一步提高确定性较强。2020 年 1-4 月受新冠疫情影响，我国精装住宅开盘量仅为 43.8 万套，较 2019 年 1-4 月的 99.3 万套同比下降 55.8%，但环比 2020 年 1-3 月-59.10%的同比增速提升 3.30pct，4 月单月精装住宅开盘量约 13 万套，疫情影响消散后我国精装住宅开盘规模正迅速修复。从房企方面来看，龙头房企的全装修项目占比较高，如万科、保利、绿城、绿地等头部房企全装修项目占比均超过 50%。

图 16：我国精装住宅开盘数量及同比增速情况（万套）

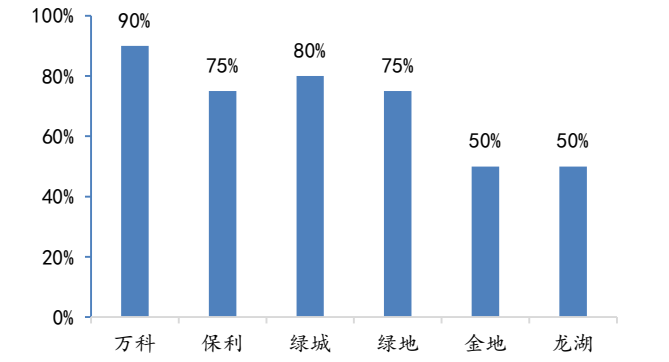


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

同时，近年来我国房地产行业集中度持续提升，CR3 市占率由 2015 年的 7.7%提升至 2018 年的 12.6%左右，同期 CR30 的市场份额也由 26.6%大幅提升至 45.2%，因此龙头房企供应精装成品住宅比例较高叠加房地产行业集中度未来进一步提升，预期我国精装住宅

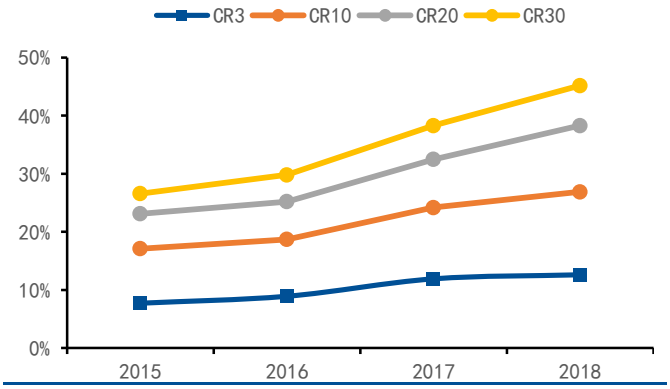
渗透率继续增长确定性较强。

图 17：部分龙头房企全装修项目比重



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

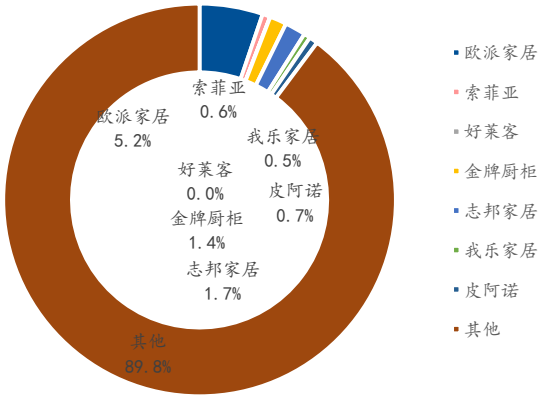
图 18：我国房地产行业集中度持续提升



资料来源：CRIC，民生证券研究院

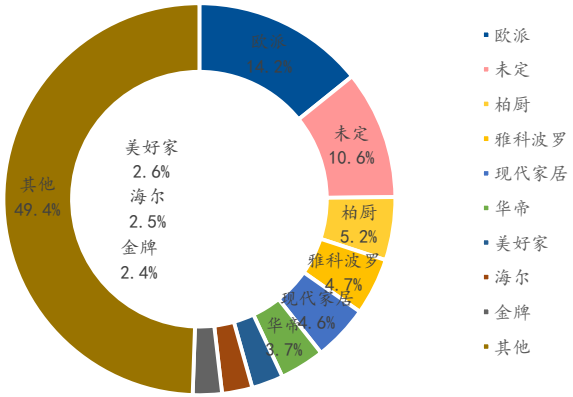
随着精装住宅渗透率的提高，工程业务渠道对家具企业业绩表现愈发重要，或推动行业集中度提高。房地产开发企业相较零售终端消费者来说，议价权更为强势，同时地产企业为方便供应链管理，通常只会选择有限的几家同品类供应商，因此上游地产商更倾向于选择品牌影响力较强、产品质量较高、规模优势显著成本控制有效、交付能力及时的头部家具企业。因此，在家具工程业务渠道中，龙头家具企业有望获得更多份额，实现强者恒强。根据奥维云网的统计数据，2018Q1 精装市场橱柜 CR5 达 32.4%，远高于零售集中度（七大上市公司品牌集中度约为 10%，推测零售渠道集中度相比之下更低）。未来伴随我国精装住宅渗透率及房地产行业集中度提升，一线家具企业凭借工程渠道优势有望将与小型家具企业间的差距进一步拉大，推动行业集中度提升。

图 19：2018 年定制橱柜 CR7 约 10%



资料来源：智研咨询、公司年报，民生证券研究院

图 20：2018Q1 精装市场橱柜集中度为 32%



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

注：大宗项目中橱柜集中度数据为 18Q1 奥维云网数据，由于样本时间较短，可能与全年情况存在较大偏差；未定表示当时地产商尚未决定中标橱柜品牌。

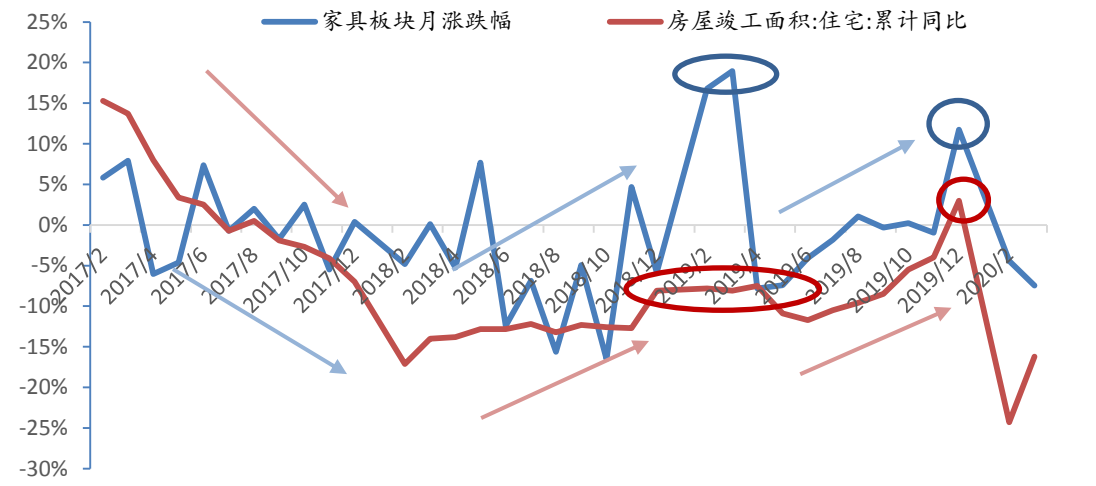
工程业务渠道受疫情冲击相对零售渠道较小，工程业务占比较高的家具企业全年业绩确定性较强。2020Q1，家具消费需求受新冠疫情影响短期遇冷，对家具企业业绩冲击较大。然而，根据国家统计局投资司调查显示，至 3 月底我国建筑业企业、房地产开发企

业复工率接近 90%，较 2 月底有大幅提升。此外，统计局发布的 3 月份建筑业商务活动指数为 55.1%，较上月回升 28.5pct。因此，工程业务占比较高的家具企业有望在收入端率先放量，受疫情冲击相对较小。

（三）复盘竣工数据与家居板块走势，下半年表现值得期待

复盘由 2017 年至 2020 年 4 月地产竣工增速与轻工家具板块股价月涨跌幅数据可以发现，轻工家具板块其股价走势大体上与竣工面积同比增速保持一致，2017 年初-2019 年上半年，家具板块股价月涨跌幅基本与竣工面积增速变化方向保持一致，且二者增速峰值出现时间点也基本相同。2019 年下半年，家具板块股价走势随竣工面积增速同步回升，随后于 2020 年初受疫情影响再次同步向下。从最新竣工面积增速情况上来看，2020 年 2 月后竣工面积增速开始回暖，因此根据以往趋势，预期家具板块股价短期也将随之上扬。

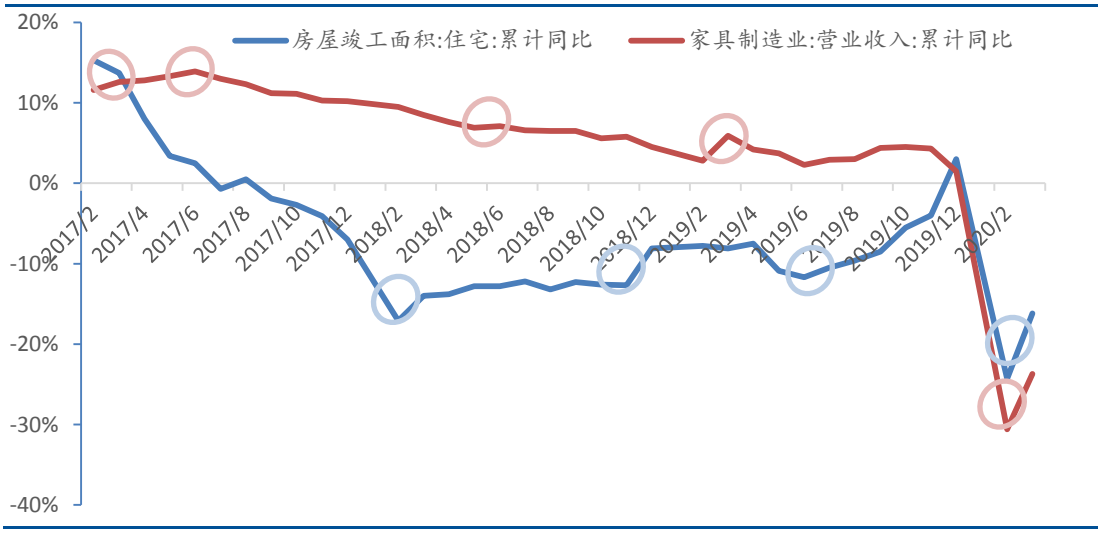
图 21：家具板块与房屋竣工面积走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析二者相关性的原因，地产竣工数据与家具消费具有一定的相关性，通常家具消费会略微滞后于地产竣工数据 3-6 个月。通过复盘由 2017 年-2020 年 4 月的地产竣工面积增速以及家具制造业营收增速的情况，可以发现 2017 年 2 月后地产竣工增速开始下滑，而家具企业营收增速则于同年 6 月后随之出现下滑趋势；2018 年初，上游地产竣工增速出现反弹迹象，对应 2018 年 6 月，家具企业营收增速也同样显现一个小幅的上扬，再次滞后于地产竣工数据约 4 个月；2018 年 11 月左右，地产竣工增速再次反弹，2019 年 2 月，家具企业营收增速对应回升，滞后约 3 个月；2019 年 12 月后，地产竣工数据及家具企业营收数据受新冠疫情影响几乎普遍下滑，随后家具企业营收增速再次随地产竣工增速回暖。通过对以上四个时间节点的复盘，可以发现地产竣工数据与家具企业营收增速具有一定的相关性，通常家具企业营收增速滞后于地产竣工数据 3-6 个月。

图 22： 房屋竣工面积与家具行业营业收入走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

综上所述，家具板块表现与竣工数据具有较强的相关性。从地产竣工数据来分析，我们认为下半年家具板块营收会有明显改善。

（四）建议关注：欧派家居、志邦家居、顾家家居、惠达卫浴、江山欧派

欧派家居： 欧派家居为我国定制家具行业龙头，产品端扩品类进展顺利，橱柜、衣柜、木门协同发展。同时，在传统经销商渠道端树大根深护城河深厚，工程业务渠道开拓顺利，整装渠道发展迅猛，因此公司凭借其立体全面的产品及渠道体系，有望率先受益于我国竣工数据回暖及精装住宅渗透率持续提升的红利，看好 2020 下半年随着疫情影响消散业绩快速修复。我们预测欧派家居 2020-2022 年营业收入分别为 149.77、175.29、200.79 亿元，同比增速分别为 10.67%、17.04%、14.54%；归母净利润分别为 20.43、24.17、27.99 亿元，同比增速为 11.09%、18.30%、15.79%，对应 PE 分别为 30.83/21.19/18.30X，对应 EPS 分别为 3.92/5.75/6.66。

志邦家居：公司工程渠道开拓顺利，百强地产客户占比已达 30%，其中前 10 占比 60%，2019 年末志邦家居工程业务渠道占比约 22%，工程业务收入同比增长 63.7%，成为公司业绩增长的主要驱动力之一。2020Q1 疫情期间，住宅开发项目先于终端零售门店及终端客流恢复，公司业绩受疫情冲击相对较小。产品端，公司扩品类进展顺利，衣柜产品快速放量。因此，志邦家居凭借其工程渠道确定性较强，衣柜品类开拓顺利，看好其 2020-2022 年分别实现营业收入 33.95、40.04、45.95 亿元，同比增长 14.62%、17.92%、14.77%；实现归母净利润 3.72、4.38、5.01 亿元，同比增长 13.00%、17.53%、14.51%，对应 PE 分别为 23.45/13.71/11.97X，对应 EPS 分别为 1.21/1.96/2.24。

顾家家居：公司内销业务及外贸业务均增长稳健。内销业务方面渠道开拓顺利，直营店及经销店数量持续增长。外贸业务方面，公司随着海外产能落地，大客户开拓顺利集中度持续提升，外贸业务表现或超出预期。同时，疫情期间软体家具仍可通过网络下单，受疫情冲击相对定制家具较小，叠加顾家家居产品质优品类丰富，品牌优势显著，因此看好

全年业绩表现。预期公司 2020-2022 年营业收入分别为 124.32、147.03、169.47 亿元，同比增长 12.06%、18.27%、15.26%；归母净利润分别为 13.19、15.63、18.05 亿元，同比增长 13.60%、18.47%、15.49%，对应 PE 为 30.57/22.81/19.75X，对应 EPS 为 1.94/2.59/2.99。

惠达卫浴：公司引入碧桂园战略投资，与核心客户深度绑定，工程业务渠道开拓顺利。同时我国精装住宅卫浴产品配套率持续提升，并受益于我国精装住宅市场蓬勃发展以及竣工数据持续回暖，公司工程业务渠道有望凭借其客户资源优势快速放量。预期 2020-2022 年惠达卫浴营业收入分别为 36.40、42.64、49.50 亿元，同比增速分别为 13.40%、17.14%、16.09%；归母净利润分别为 3.77、4.49、5.29 亿元，同比增速分别为 14.59%、19.21%、17.74%，对应 PE 分别为 18.14/13.11/11.13X，对应 EPS 分别为 0.83/1.22/1.43。

江山欧派：公司业绩增速迅猛，2020Q1 在新冠疫情各地停工停产，消费冷淡客流冷清的不利环境下，公司依托工程业务复工较早的优势，业绩表现逆势增长，营业收入及归母净利润分别同比+24.29%/+259.44%至 3.01/0.37 亿元，因此看好其全年业绩确定性较强。同时，公司工程业务占比较高，且木门为精装住宅配套产品，因此随着我国精装修渗透率的持续上扬，公司受益于其工程渠道在需求端较为稳定，其业绩高增趋势有望延续。因此，我们预期其 2020-2022 年营业收入分别为 29.04、38.79、49.57 亿元，同比增速分别为 43.29%、33.59%、27.77%；归母净利润分别为 3.69、4.88、6.23 亿元，同比增长 41.30%、32.17%、27.77%，对应 PE 分别为 39.98/25.10/19.64X，对应 EPS 分别为 2.74/4.64/5.93。

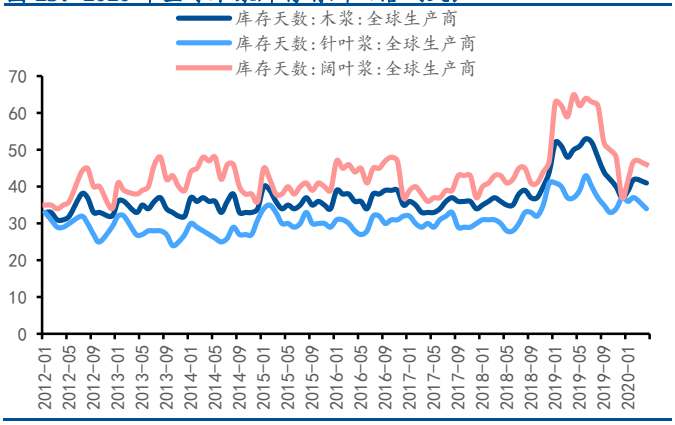
三、造纸：浆价格维持低位运行，木浆系品种有望从中受益

（一）木浆价格大概率底部运行，废纸受供给影响预计价格将有所提升

1、木浆：库存仍然处于高位，预期价格继续维持底部

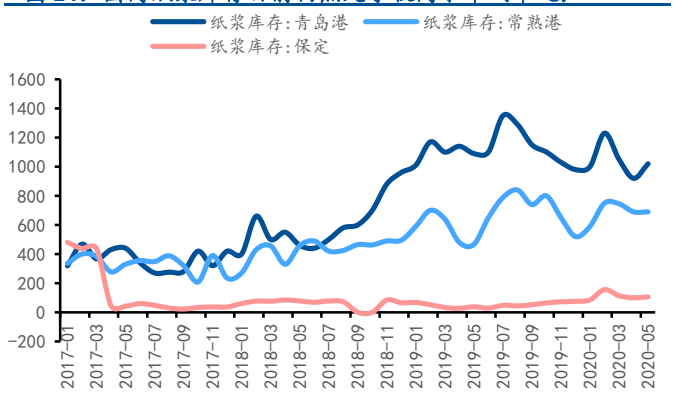
2020 年全球木浆生产商库存天数再度回升，国内木浆库存水平仍然处于高位。2020 年全球木浆生产商库存天数较 2019 年时的高位有所回落，但 2020 年 1-4 月，全球木浆库存呈缓慢回升趋势，由 2019 年末的 37 天回升至 2020 年 4 月的 41 天。分浆种看，2020 年全球针叶浆库存天数有所下滑，由 19 年末的 37 天下滑至 20 年 4 月的 34 天，阔叶浆库存天数增长较多，由 37 天升至 46 天。同时，当前国内木浆库存仍然处于较高水平，至 2020 年 5 月，国内青岛港、常熟港、及保定纸浆库存合计达 181.61 万吨。

图 23：2020 年全球木浆库存有所回落（天）



资料来源 Wind，民生证券研究院

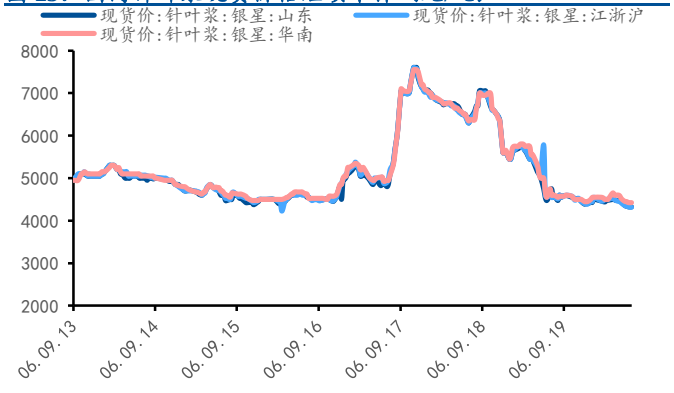
图 24：国内纸浆库存目前仍然处于较高水平（千吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

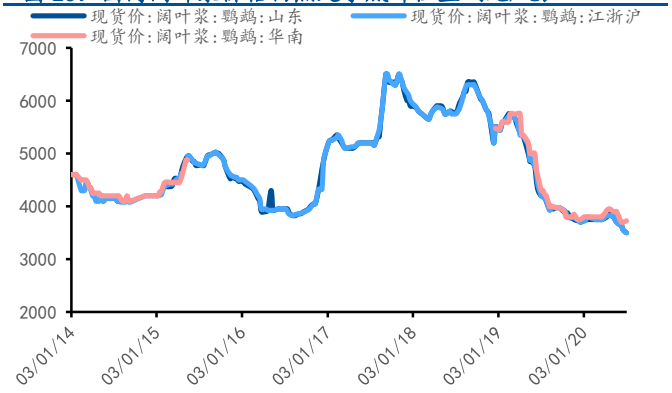
国内木浆价格仍然处于底部。国内针叶浆价格继续下探，由 2019 年末的 4400 元/吨左右的水平继续下滑，至 2020 年 6 月 19 日已降至约 4300 元/吨，国内阔叶浆价格也仍然处于底部位置，截至 6 月 19 日，国内阔叶浆价格约在 3600 元/吨。全球木浆库存天数继续上扬，国内港口木浆仍然处于高位，因此我们预期年内木浆价格仍将在底部位置徘徊。

图 25：国内针叶浆现货价格继续下探（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：国内阔叶浆价格仍然处于底部位置（元/吨）

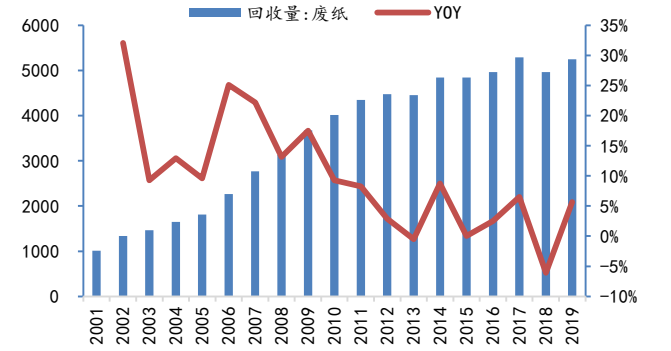


资料来源：Wind、造纸信息，民生证券研究院

2、废纸： 国内废纸回收量增速趋缓，外废配额持续收紧，废纸原料供应或出现缺口

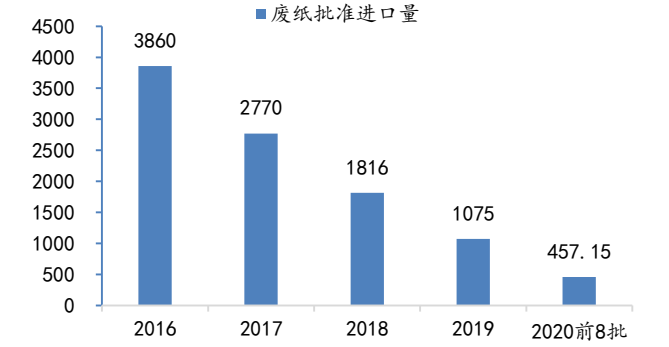
2001-2019 年，国内废纸回收量同比增速由双位数增长逐渐趋缓至单位数增长。同时，2020 年受新冠疫情影响，部分地区废纸打包站复工进度迟缓，同时叠加春节期间消费较为冷淡，因此造成节后打包站可回收的废纸量不及预期。进口废纸方面来看，近年来我国外废配额持续收紧，废纸批准进口量由 2016 年的 3860 万吨大幅下降至 2019 年的 1075 万吨，2020 年前 8 批核准废纸进口量仅为 457.15 万吨。国内废纸回收量不及预期，外废配额持续收紧叠加至 2020 年底废纸进口核准量为零的政策要求，我国原料废纸供应逐渐呈现紧缺状态。

图 27：国内废纸回收量增速趋缓（万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

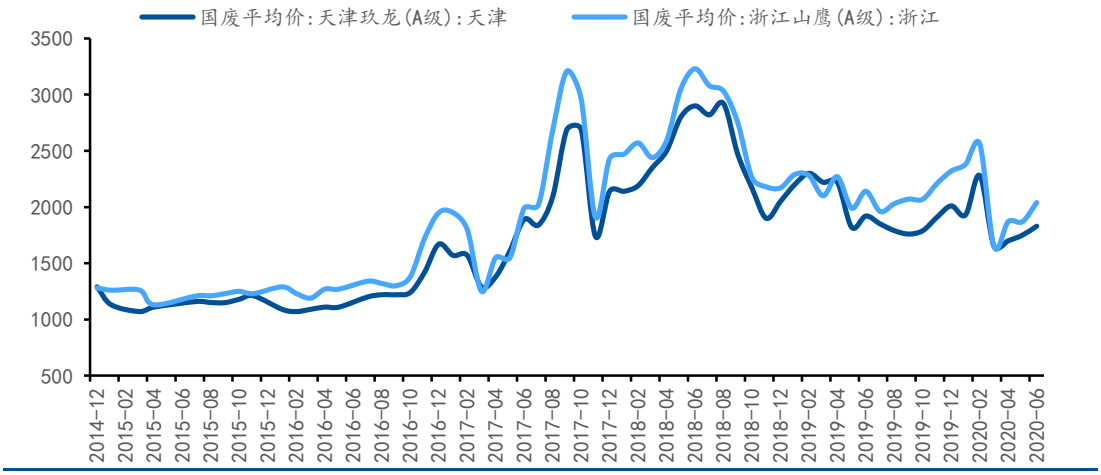
图 28：我国外废配额持续收紧（万吨）



资料来源：中国固废化学品管理网，民生证券研究院

在原料废纸供应紧缺支撑下，或推动国内废纸价格提升。2020 年 2 月下旬，部分纸厂陆续开始复工生产，但由于节前原料废纸备货有限叠加原料废纸供应紧缺，各大纸企为加紧实现复产，纷纷提价采购进行原料争夺，推动国内废纸价格快速上涨。然而，2020 年 3-4 月，由于终端包装纸等成品纸需求疲软，带动原料废纸价格出现回落。随着疫情对终端成品纸需求影响逐渐消散，国内废纸价格逐渐回升，截至 2020 年 6 月，国内废纸平均价已由 3 月时约 1650 元/吨回升至 1800-2000 元/吨左右水平。未来，随着下游废纸系成品纸需求逐渐回暖叠加原料废纸供应紧缺，预期废纸价格或进一步提高。

图 29：2020 年二季度月国内废纸价格逐渐回升（元/吨）



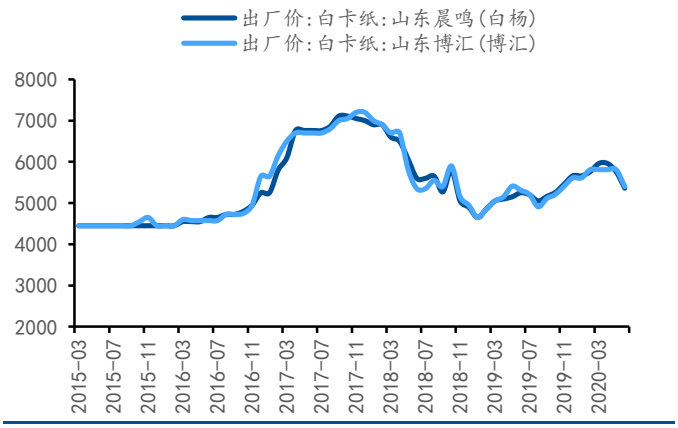
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）包装纸：白板白卡纸价格有所波动，箱板瓦楞纸价格稳中有升，预计下半年需求将有明显改善

1、年初以来白卡纸、白板纸价格波动明显，预计下半年需求将有所好转

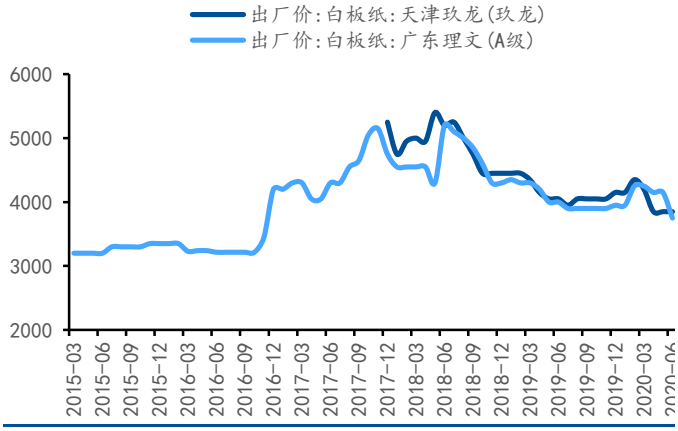
2020 年白卡纸市场跌宕起伏，春节以后物流受限，业者低价惜售，价格急速上行，价格坚挺至 3 月底 4 月初到达年内最高点 250-400g 品牌平张白卡纸主流市场均价 6060 元/吨。随着纸厂货物陆续到库，但国内需求恢复缓慢，业者心态松动，纸价开始下行。4 月中上旬开始叠加国际疫情发酵，终端出口、直接出口双向受阻，加之春节聚集性活动减少影响较大，经销商库存高位，悲观心态传导下，纸价连续下行，白卡纸均价跌至最低点 5100 元/吨，年内高低点差值 15.84%，部分普通社卡低至 4500 元/吨。其中华南地区以终端出口包装需求为主，下跌速度最快，价格跌至最低白卡纸达到 4600 元/吨。

图 30：白卡纸出厂价格变化情况（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 31：白板纸出厂价格变化情况（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

禁废令及限塑令陆续实施，未来有望拉动拉动白卡纸需求。生态环境部 6 月 2 日举行 5 月例行新闻发布会指出 2020 年底废纸将基本实现零进口。随着国内环保局势的不断增强，国内对废纸进口审批也大幅收紧。2020 年 1-4 月累计进口 134.12 万吨，较去年同期减少 48.62%。但废纸浆做为首选替代品也水涨船高。原料供应面的收紧势必造成白板纸价格上涨主要因素。

年初国家发改委、生态环境部发布的《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，以 2020 年、2022 年、2025 年为节点，明确了控制“白色污染”的时间表及限用、禁用范围。随着各省市纷纷出台升级版“限塑令”，制定了详细的限定范围和限定时间，因限塑令实施过程为逐步依次推进，预计有序禁用不可降解塑料袋和分期禁用一次性塑料餐具举措到 2025 年增加共计白卡纸 340 万需求。综上所述，2020 年下半年需求增长点明显好于上半年，且伴随白卡纸行业集中度有进一步提升可能，或将增加纸厂拉涨气氛。

2、箱板瓦楞纸价格回升，下半年消费复苏有望进一步拉动需求

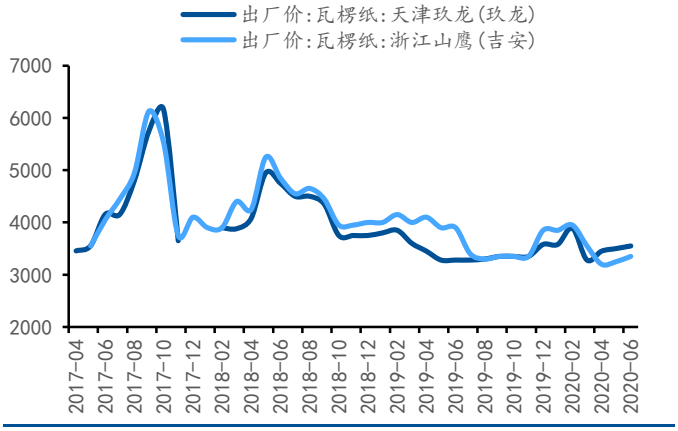
今年上半年，瓦楞纸和箱板纸市场整体稳定运行，部分纸企价格出现调整。由于废纸市场涨跌互现，原纸市场整体变动平缓，大部分纸企都处于观望态势，由于也连续多天的不涨不跌的状态，供需表现略微有差异。由于前期瓦楞纸价格的不断上涨，使得纸厂部分纸种尤其是

高瓦暂时供应紧张，但是随着持续生产补库和下游进货量的减少会逐步恢复正常供应。

从近期数据来看，废纸和瓦楞纸价格迎来大幅度上调，13 日废黄板纸市场收购均价为 2155.71 元/吨，当日价格上调 2.85%，与月初（7 月 1 日废纸收购均价为 1990 元/吨）废纸收购均价相比上调了 165.71 元/吨，上涨了 8.33%。13 日瓦楞原纸出厂价格均价为 3275 元/吨，当日价格上调 2.34%，与月初（7 月 1 日瓦楞原纸出厂价格均价为 3125 元/吨）瓦楞原纸出厂价格均价相比上调了 150 元/吨，上涨了 4.8%。

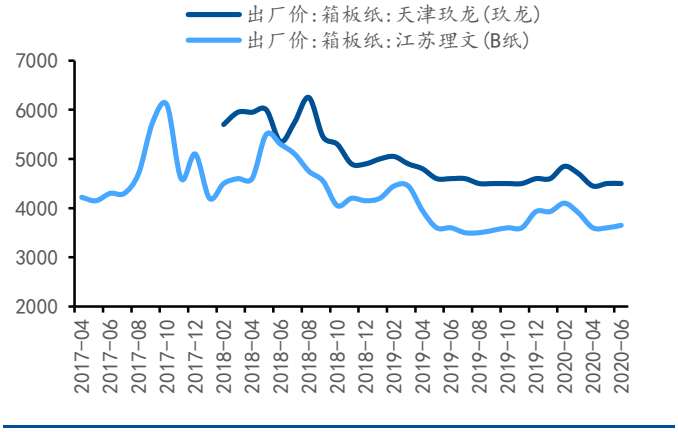
随着下半年疫情影响进一步消除，预计全国消费将企稳回升，对箱板瓦楞纸的需求有望呈现明显的拉动作用。

图 32：瓦楞纸出厂价格变化情况（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 33：箱板纸出厂价格变化情况（元/吨）



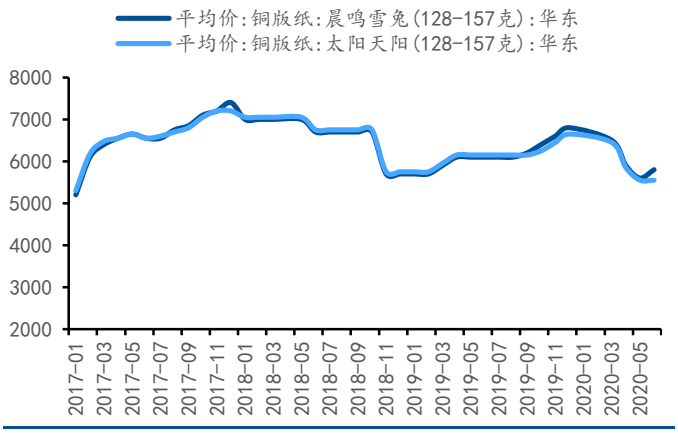
资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）文化纸：“开学潮”叠加渠道补库存，拉动文化纸需求释放

年初以来，疫情影响使得全国范围暂停学生返校，文化纸下游的教辅教材需求大幅下滑，我国每年教材所用文化纸占文化纸产量 40%左右，需求不振直接导致文化纸价格持续走低。并在 4 月份出现大幅降价，双胶纸吨价格跌幅超千元至 5325 元/吨；铜版纸吨跌幅 740 元至 5110 元/吨。随着疫情逐步好转，国内各地迎来开学潮，文化纸需求得以明显改善，近期多家造纸厂发布涨价函，提价幅度在 50 元-200 元/吨。目前双胶纸、铜版纸价格维持在 5380、5200 元/吨。文化纸价格底部基本确定，随着国内学生陆续开学，以及渠道补库存拉动，预计文化纸提价落地性较强，并价格有望文中有升。

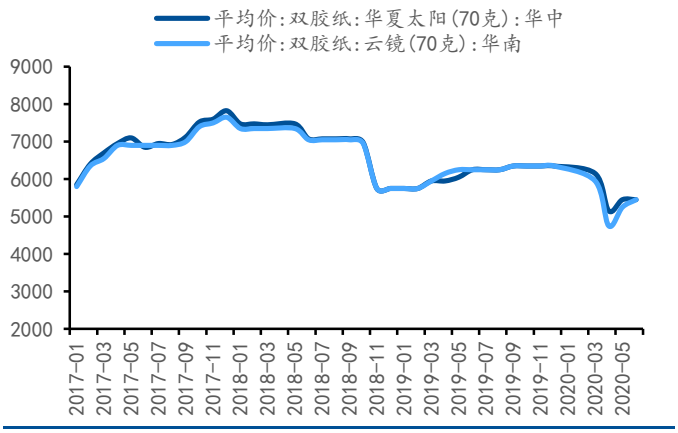
由于海外疫情存在不确定性，全球商品木浆需求量可能出现同比下滑。未来一段时间全球的木浆供求都处于较为紧缩的状态。全球生产商的针叶浆、阔叶浆库存均居历史中高位，仍有继续维持趋势。由于商品木浆高库存情形的持续，致使浆价上行动力不足。预计未来一段时间，商品木浆价格仍将维持低位震荡态势。文化纸主要原材料是木浆，未来木浆价格大概率处于低位运行，将为文化纸企业提供一定的业绩弹性。

图 34：铜版纸平均价格变化情况（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 35：双胶纸出厂价格变化情况（元/吨）

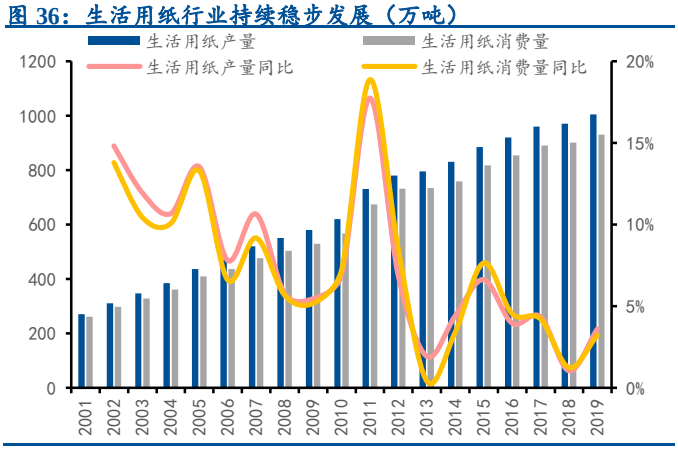


资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）生活用纸：浆价低位震荡，行业需求稳中有升，全年盈利可期

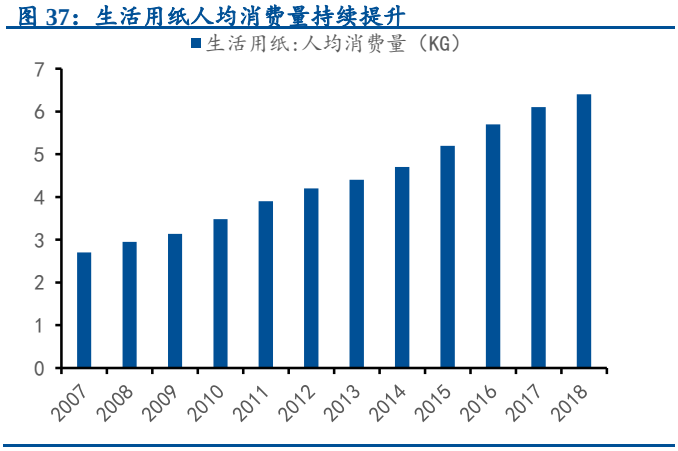
我国是全球最大的生活用纸消费国，2015 年中国生活用纸产量占全球总产量的 28%在消费升级趋势下，国内生活用纸消费量稳步增长；2019 年国内生活用纸消费量 930 万吨，较上年增长 3.22%，近 10 年的复合增长率达到 5.80%。人均生活用纸消费量超过全球平均水平，相比欧美发达国家尚有提升空间。2018 年，我国人均生活用纸消费量达到 6.40 kg，已经超过全球人均生活用纸消费量 4.8kg，北京、上海等一线城市人均生活用纸消费量已经达到 10kg。但相比于欧美发达国家，如北美（25kg）、日本（15kg）、西欧（12.5kg），我国人均生活用纸消费量仍然较低，存在较大提升空间。

图 36：生活用纸行业持续稳步发展（万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

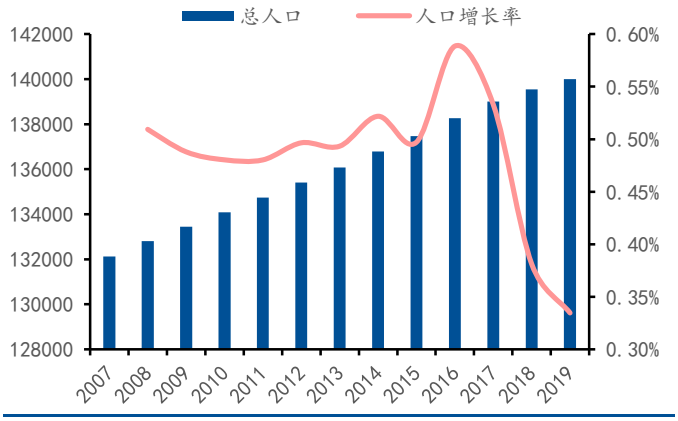
图 37：生活用纸人均消费量持续提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

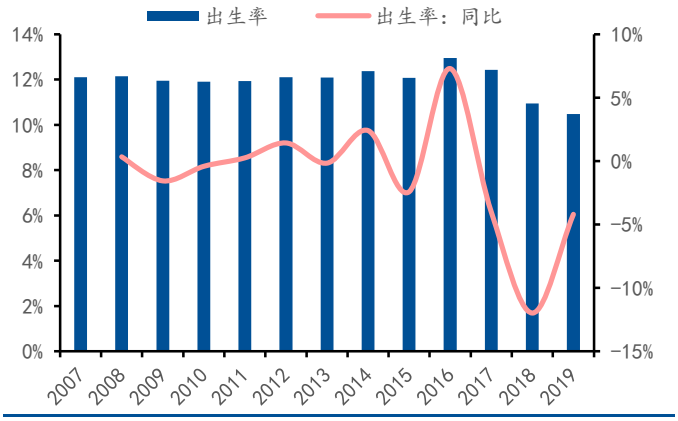
生活用纸作为刚性消费品，人口数量的增加将提升生活用纸消费总量。考虑到第三次婴儿潮（1983-1990 年）逐渐进入生育年龄，预计未来新增人口有望加速。同时，国家于 2015 年首次提出实施全面二孩政策，以应对人口老龄化，预计将强化新一轮人口增长。2016 年作为二孩政策实施元年，中国人口增长率和出生率都有显著的提升，至 2019 年，我国人口总规模已增长至约 14 亿人，过去 5 年人口复合增长率约为 0.5%。

图 38：我国总人口规模稳步增长（万人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

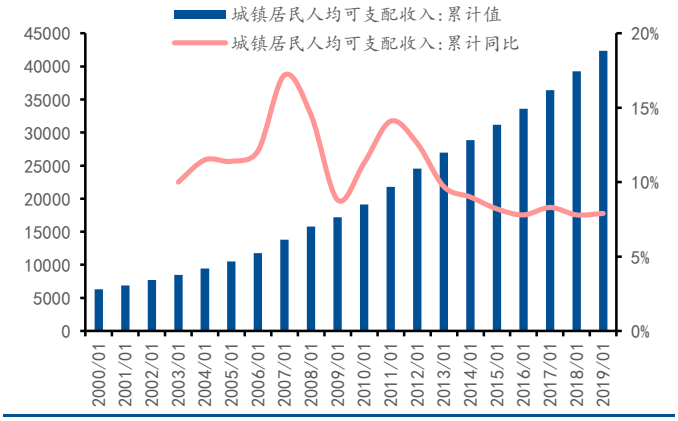
图 39：近年来我国人口出生率呈回暖趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

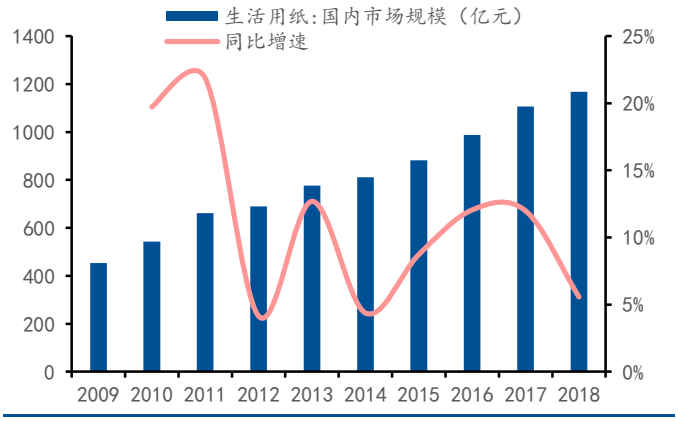
国内人均可支配收入维持每年 6%的增长，居民对其使用量和使用品质均有较大幅度提升。随之而来的是生活用纸两大变化趋势：一方面，现有产品用途不断细化，比如，纸巾纸根据用途不同进一步细分为软抽纸、盒巾纸和钱夹纸等品类；另一方面，新产品不断面世，特别是保湿纸、厨房用纸等大量进入市场，且成长迅速。

图 40：中国城镇居民人均可支配收入提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

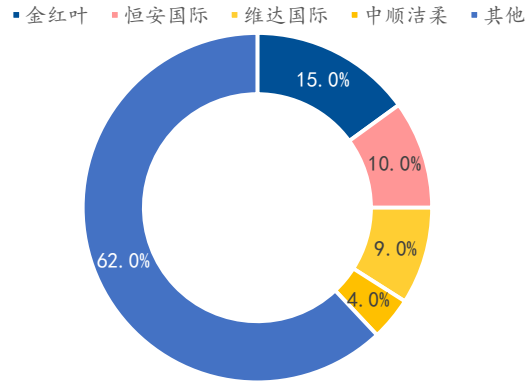
图 41：生活用纸市场规模



资料来源：Wind，民生证券研究院

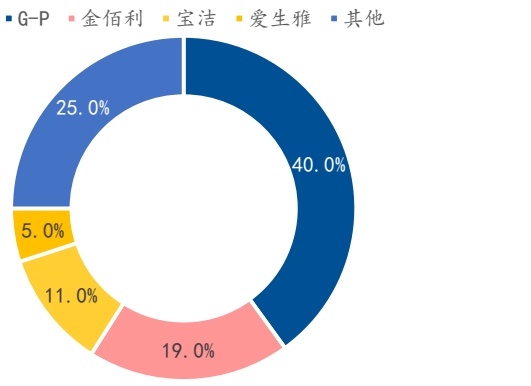
目前，国内 CR4 为 38%，行业集中度仍有提升空间。生活用纸行业比较分散，且由于纸巾单位价值低，运输半径较小（约 500 公里），纸企若要寻求全国性发展，需要在各区域配套足够的产能。而生活用纸的产能建设成本高昂（吨纸投资额在 6000 元以上），业内多为区域性企业。其中全国性企业金红叶纸业、恒安国际、维达国际以及中顺洁柔在前期产能过剩环境下具有明显的竞争优势，行业集中度不断提高。相比国外发达国家，国内市场集中度有待提升。其中，2011 年美国市场前四家产能达到 640 万吨，产能占北美总产能的 75%，包括 G-P、金伯利、宝洁等通过在各区域建立生产基地或兼并地方企业，来扩大自身销售范围；在日本，生活用纸市场主要由金佰利、王子制纸和王子妮飘所占据，三家累计销售份额占比达 57%。

图 42：国内生活用纸前四家集中度为 38%



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 43：美国东南部生活用纸生产商产量份额



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

（五）建议关注：太阳纸业、博汇纸业、中顺洁柔

太阳纸业：公司为我国造纸行业龙头。文化纸业务方面，随着疫情过后各地逐渐恢复正常教学秩序，且多数地区秋季学期将于 9 月正常开学，拉动文化纸需求上涨，看好公司文化纸业务于下半年放量。废纸系相关业务方面，需求端随着我国禁塑令愈发趋严，纸包装作为塑料包装的有效替代，未来需求或因此上涨。成本端随着我国外废配额逐年收紧，且预期至 2020 年实现固体废物零进口的目标，支撑原料废纸价格上涨，公司提前布局多种纸浆原料产能替代原料废纸，公司包装纸业务盈利弹性较强。公司产能布局完善，林浆纸一体化布局对原材料管控有效，盈利能力持续改善，看好公司业绩成长符合预期。我们预计 2020-2022 年太阳纸业营业收入分别为 238.60、276.82、309.53 亿元，同比增长 4.82%、16.02%、11.82%；归母净利润分别为 22.72、27.77、31.89 亿元，同比增长 4.33%、22.20%、14.84%，对应 PE 分别为 11.88/10.22/8.90X，对应 EPS 分别为 0.90/1.07/1.23。

博汇纸业：APP 收购博汇案进展顺利，驱动白卡纸行业竞争格局显著改善，产能集中度大幅提升。同时，随着 2020 年我国禁塑令进一步收紧，驱动白卡纸需求提升，支撑白卡纸价格上涨，利好公司白卡纸业务收入及盈利能力。我们预期博汇纸业 2020-2022 年营业收入分别为 148.89、180.31、202.40 亿元，同比增速分别为 52.86%、21.11%、12.25%；归母净利润分别为 10.08、13.98、16.70 亿元，同比增速分别为 653.52%、38.72%、19.40%，对应 PE 分别为 69.32/9.79/8.20X，对应 EPS 分别为 0.15/1.05/1.25。

中顺洁柔：公司为我国生活用纸龙头企业，生活用纸业务于疫情期间需求受到有效提振，个护业务开拓进展顺利，产品品类持续扩张，叠加年内防疫物资业务进一步增厚公司业绩，因此公司收入端确定性较强。同时，公司产品结构持续优化，叠加年内木浆价格进一步下探，驱动公司盈利能力提升。产能方面持续扩张，竹浆纸一体化布局驱动公司竞争优势进一步提高。我们预期中顺洁柔 2020-2022 年营业收入分别为 79.43、93.97、109.47 亿元，同比增长 19.72%、18.31%、16.48%；归母净利润分别为 8.11、9.73、11.83 亿元，同比增长 34.23%、20.10%、21.56%，对应 PE 分别为 48.11/34.02/27.98X，对应 EPS 分别为 0.51/0.74/0.90。

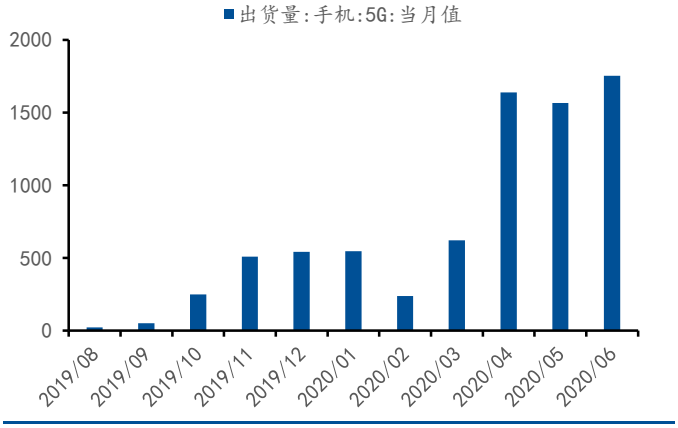
四、包装：包装需求趋势上扬，结构优化盈利改善

根据中国包装联合会统计数据，“十二五”期末中国包装工业规模突破 1.8 万亿元，位居全球第二，其中印刷包装约 8,764.62 万元；预计“十三五”期末，中国包装工业规模将达到 2.5 万亿元，占全球市场比例约为 20%。根据智研资讯及公司整理统计的数据，中国人均包装消费明显低于全球水平，人均包装消费金额仅 12 美元/年，与发达国家及地区相比仍然存在较大差距，未来仍有比较大的提升空间。即便考虑到价格、人口密度等客观因素，中国包装行业的市场增长潜力仍然很大。随着国人生活水平的提高，中国包装行业的市场规模有望持续扩大。

（一）纸包装： 5G 换机潮提振 3C 包装需求，烟酒包装结构优化

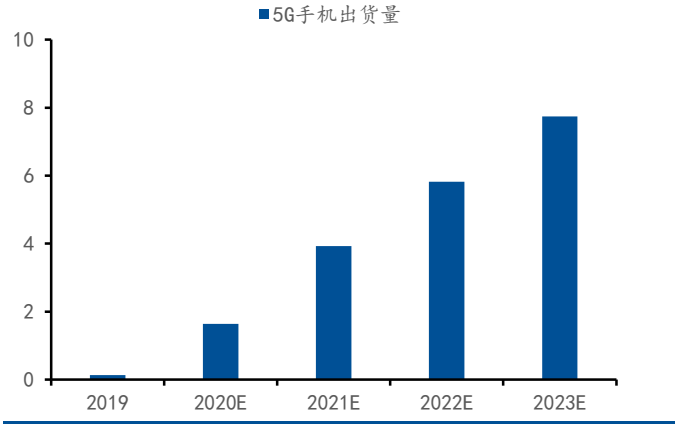
2020 年以来 5G 手机出货量加速增长提振换机需求，3C 电子包装需求随之增长。进入 2020 年以来，5G 手机单月出货量迅猛增长，2020 年 6 月 5G 手机单月出货量已达 1751.3 万台，对比 2019 年 7 月 21.9 万台的出货量，增速十分惊人。同时，根据 Canalys 的市场研究报告，预计 2019-2023 年 5 年内，全球 5G 手机出货量合计将达到 19 亿台，5 年复合增长率高达 179.9%。因此，随着未来 5G 手机出货量的猛增将拉动下游 3C 包装产品需求上涨，3C 包装产品业务量或随 5G 手机出货量快速上涨，利好纸包装相关企业业绩增长。

图 44:2020 年 Q2 以来我国 5G 手机出货量大幅提高(万台)



资料来源：Wind，民生证券研究院

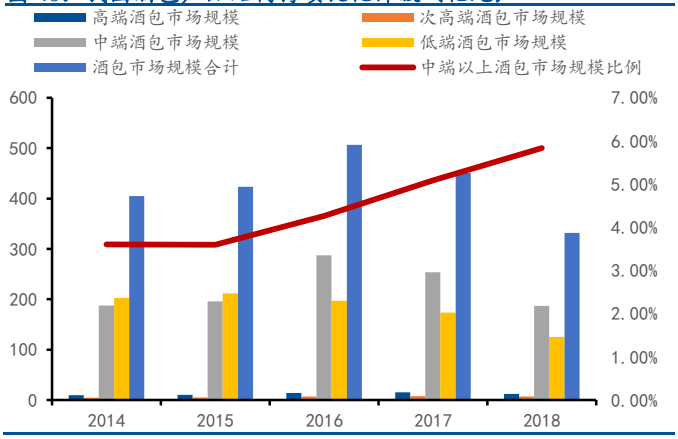
图 45：未来全球 5G 手机出货量增长情况（亿台）



资料来源：Canalys，民生证券研究院

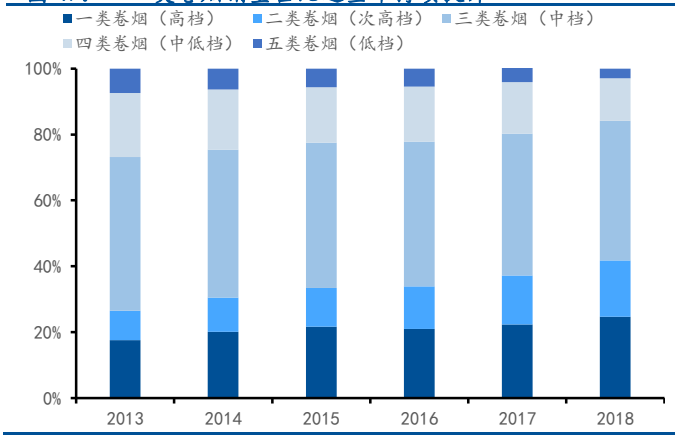
研究包装产品结构持续优化升级，高端产品占比持续提升。近些年来，我国高端及次高端白酒及卷烟产量持续提升，高端及次高端白酒产量占比由 2014 年的 0.66%增长至 2018 年的 1.28%，对应我国酒包行业高端及次高端酒包市场规模增长。2014-2018 年，高端及次高端酒包市场规模占整体酒包市场规模比例由 3.6%提升至 5.8%。同时，从卷烟产品结构上看，一二类高档卷烟销量占比持续提高，由 2013 年的 26.51%增长至 2018 年的 41.80%，由此带动对高档烟标产品需求的增长。在烟标及酒包产品结构持续优化升级趋势下，对我国包装企业的技术工艺及规模优势等的要求逐渐加强，龙头企业有望获益，同时由于高端烟酒包装价格也相对较高，或利好包装企业盈利能力。

图 46：我国酒包产品结构持续优化升级（亿元）



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 47：一二类卷烟销量占比近些年持续提升

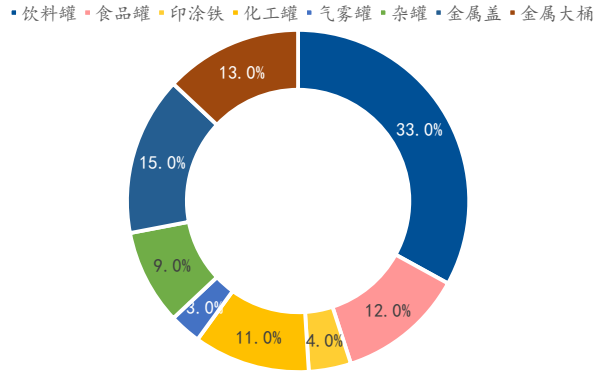


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

（二）金属包装：啤酒罐化率持续提升，金属包装增长空间广阔

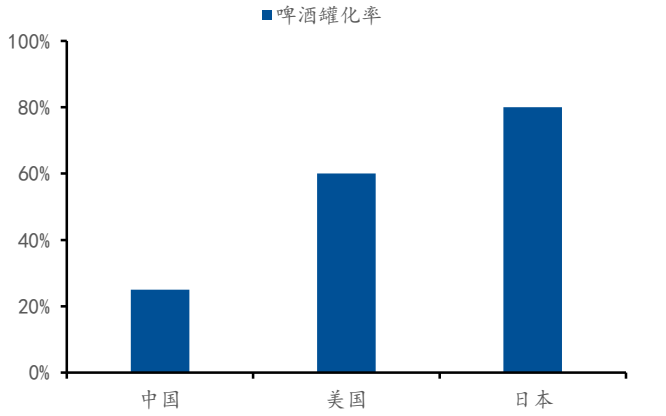
饮料罐占金属包装板块比例较高，功能饮料规模快速增长及啤酒罐化率提高，或成为我国金属包装行业规模增长的主要驱动因素。从金属包装行业细分上来看，饮料罐是金属包装的最主要应用，占比达 33%，其次为金属盖（15%）、金属大桶（13%）、及食品罐（12%）。在饮料罐方面，金属包装饮料罐较玻璃包装相比性能更加优越、密封性能更好，且质量较轻便于运输和携带，因此多用于功能饮料及啤酒等带气饮料的包装。近些年来，我国功能饮料零售量持续提升，预计 2020 年我国功能饮料零售量或达 150.37 万升，过去 8 年复合增长率超过 10%，由此带动饮料罐包装需求上涨。同时，目前我国啤酒罐化率约 25%，较美国及日本等发达国家 60%-80%的罐化率水平相比仍有较大提升空间，因此随着啤酒罐化率的提升，我国金属包装行业规模增长空间广阔。

图 48：饮料罐在我国金属包装行业占比最高



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 49：我国啤酒罐化率较发达国家差距仍然较大



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

（三）建议关注：奥瑞金、裕同科技

奥瑞金：公司为我国金属包装领域龙头，收购波尔亚太重塑我国二片罐行业竞争格局，产能集中度显著提高，同时随着啤酒罐化率持续提高且消费逐渐步入旺季，驱动二片罐价格上涨，公司二片罐业务盈利能力显著改善。三片罐业务受益于泰国红牛清算中国红牛案被法院驳回，叠加疫情过后红牛销售回暖，奶粉罐增速较快，公司三片罐业务快速修复。我们预期奥瑞金 2020-2022 年营业收入分别为 105.45、121.29、139.68 亿元，同比增速分别为 12.55%、15.02%、15.15%；归母净利润分别为 7.30、8.70、10.27 亿元，同比增长 6.87%、19.09%、18.06%，对应 PE 分别为 24.05/14.52/12.30X，对应 EPS 分别为 0.21/0.37/0.44。

裕同科技：公司客户开拓进展顺利，成功导入或拓展蓝思、宝洁、联合利华、茅台等优质大客户，公司订单数量得到有力支撑，同时公司在 2020Q1 疫情扰动下仍实现收入端的正增长，凸显公司业绩韧性。需求端看，随着疫情过后消费回暖，叠加 5G 换机潮带动消费电子包装产品需求大增，公司业绩未来成长空间广阔。我们预计裕同科技 2020-2022 年营业收分别为 110.38、133.22、156.90 亿元，同比增速分别为 12.12%、20.70%、17.77%；归母净利润分别为 11.68、14.22、16.86 亿元，同比增速分别为 11.80%、21.72%、18.56%，对应 PE 分别为 25.89/20.05/16.91X，对应 EPS 分别为 1.18/1.62/1.92。

五、文具+电子烟，轻工板块质地优良的消费品种

（一）文具：疫情冲击影响有限，办公集采及云视频业务空间广阔

1、传统文具消费需求受疫情影响短期遇冷，随各省市恢复开学需求端有望快速修复

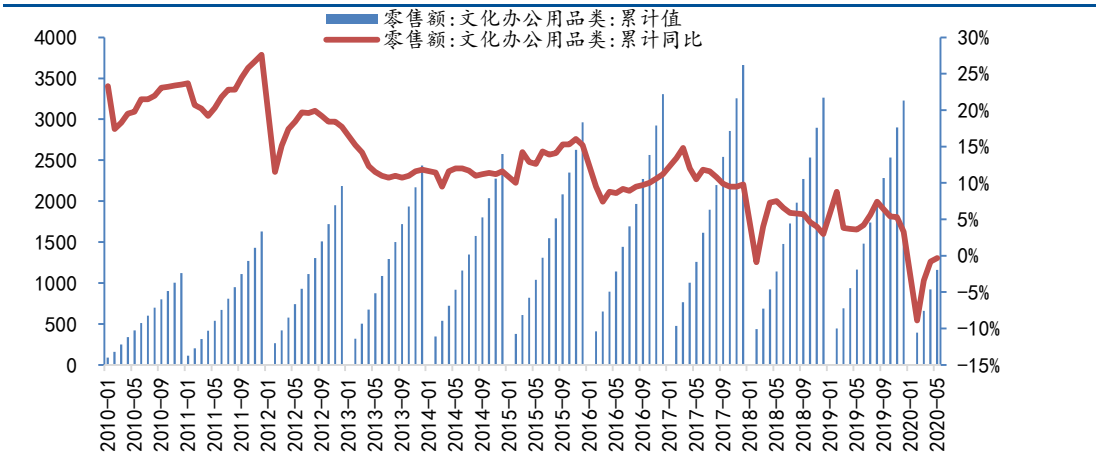
2020 年上半年受新冠疫情影响，各省市中小学及高校开学进度不及预期，因此文具产品消费需求短期遇冷。然而，文具产品消费需求具有一定刚性属性，并不会受新冠疫情影响消失，仅会因各地延迟开学致使消费滞后，因此随着各省市 6 月以来逐渐恢复正常的教学秩序，需求有望转好。且根据统计，全国多数地区中小学及高校的秋季学期有望于 9 月正常开学，传统大学汛大概率将如期而至，文具产品消费需求有望快速放量。截至 2020 年 5 月，文化办公用品累计零售额同比增速回暖至-0.30%，较年初 2 月-8.90%的同比增速水平已有明显回升，预期 Q3 文具产品传统旺季的到来将推动增速水平进一步恢复，对文具企业业绩表现快速修复。

表 3：全国部分省市中小学开学时间表汇总

地区	开学时间
上海	高三、初三 4 月 27 日开学，各高校及中等职业学校 4 月 27 日起毕业班开学，其他学段和年级 5 月 6 日前开学准备；
江苏	3 月 30 日起分批次、错峰开学，其中高三年级、初三年级 3 月 30 日开学，中小学（含中职学校、特教学校、幼儿园）其他学段年级做好 4 月 7 日开学准备，高校以 4 月 13 日为开学起始时间做好开学准备工作；
杭州	高三、初三年级 4 月 13 日开学；中学其他年级和小学 4-6 年级于 4 月 20 日以后开学，小学 1-3 年级 4 月 26 日以后开学，幼儿园 5 月 6 日以后开学；
山东	高三 4 月 15 日开学，初三顺延一周开学，初高中其他年级及小学、幼儿园、特教学校学生开学时间，视疫情形势另行通知；
安徽	高三 4 月 7 日开学，初三 4 月 13 日开学，初高中其他年级、中职学校学生及小学、幼儿园、特教学校学生返校安排由各市人民政府制定，但返校时间不得早于 4 月 20 日，高校学生返校，视疫情形势另行安排；
北京	因新发地疫情 6 月 17 日起中小学各年级停止到校上课，高校全面停止原定于 6 月 6 日起的春季返校；
天津	高三和初三 4 月 20 日开学，中小学其他年级待定，高校 5 月中上旬开学；
山西	高三 3 月 25 日开学，初三 4 月 25 日开学，其他年级待定，高校毕业班 4 月 10 日开学；
黑龙江	高三年级 4 月 7 日开学；初三 4 月 13 日起开学；中小学其他年级各市确定；
辽宁	高三年级 4 月 15 日开学，初三第二批开学，由各市确定开学时间；
吉林	高三年级 4 月 7 日开学，中小学其他年级、学段错峰开学；
湖北	高三年级 5 月 6 日开学，初三开学时间各市（州）科确定，其他学段和年级开学时间，根据疫情防控情况综合研判另行发布；
广东	高三、初三年级 4 月 27 日开学，其他学段、年级 5 月 11 日起错峰开学；
广西	高三、初三 4 月 7 日开学，小学 4-6 年级、初中和普通高中 1-2 年级、中职学校（含技工学校）、高校医学专业和医学类院校、高校毕业年级 4 月 14 日起开学，高校其他年级 4 月 21 日起开学，小学 1-3 年级、特殊教育学校、幼儿园安排在最后一批开学，具体开学时间由各设区市研究确定；
四川	高三 4 月 1 日开学，初三 4 月 7 日开学，其他年级由各市州确定，高校待定；

资料来源：根据新闻整理，民生证券研究院

图 50：随着各省市陆续恢复开学，文化办公用品累计零售额同比增速逐渐回暖（亿元）

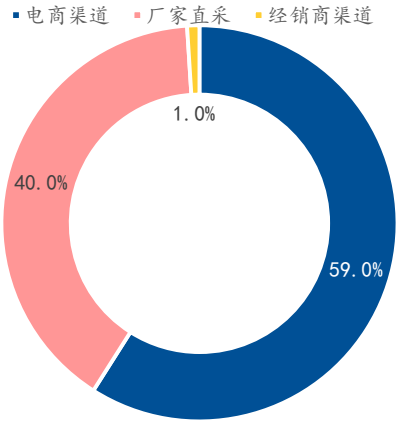


资料来源：Wind，民生证券研究院

2、疫情关系防疫物资需求旺盛，办公用品集采业务受此次疫情冲击有限

2020 年上半年全国多个省市均根据当地疫情情况延迟企业复工时间，因此办公用品需求短期遇冷，然而随着 3 月以来各地复产复工有序进行，办公用品集采需求逐渐恢复，且各政府单位及企业对诸如口罩、消毒液、酒精棉片等防疫物资产品需求陡增，在一定程度上弥补了前期疫情对办公用品需求的压制，因此从整体来看，我们认为此次疫情对办公用品集采业务的冲击十分有限，同时由于疫情持续时间较长，人们注重防疫消毒及卫生清洁等意识显著提高，预期对于防疫物资产品的高需求有望长期延续。此外，包括各类防疫物资在内的 MRO 产品此前主要以零散采购为主，具有需求不确定，质量参差不齐，供应商及库存管理难度较大等痛点，近些年来由于 MRO 产品和办公用品均具有 SKU 数量众多且单值较低的特点，逐渐被纳入办公集采体系。目前 MRO 市场规模超过万亿元，但线上集中采购比例不足 1%，未来仍有巨大的增长空间。因此，此次疫情催化防疫物资产品需求长期延续或驱动 MRO 产品办公集采渗透率持续提升，增厚文具企业业绩。

图 51：当前 MRO 产品采购渠道结构情况

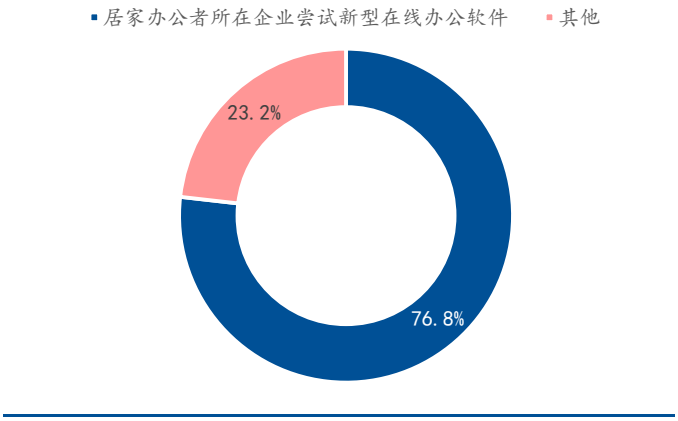


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

3、疫情催化云视频等在线办公软件需求常态化，驱动我国智能移动办公市场高速发展

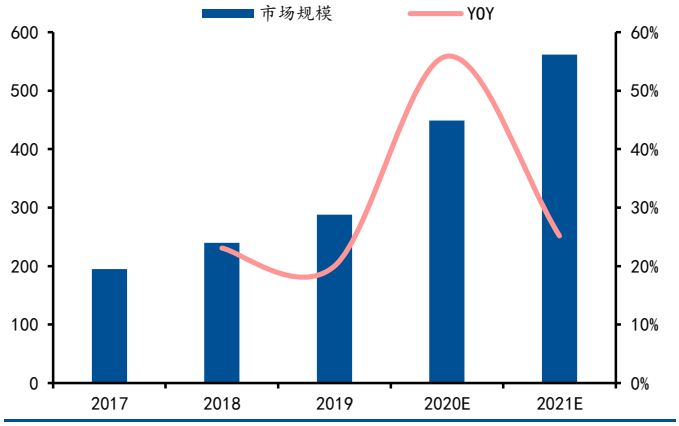
根据艾媒咨询测算数据，疫情期间我国有超过 1800 万家企业采用线上远程办公模式，合计超过 3 亿人使用在线办公应用程序。同时，疫情期间诸如齐心好视通等多家在线办公企业对外开放资源，免费提供云视频会议，帮助医疗、教育、应急、防灾等政府部门及企业解决远程沟通协作的紧急需求，致使在线办公应用用户人数快速增长。春节及疫情居家办公期间，约有 76.8%的居家办公者所在企业尝试了新型在线办公软件，云视频等在线办公应用用户教育进程得到有效加快，未来在线远程办公应用有望凭借云计算等技术发展实现常态化，驱动在线办公行业快速增长。预计至 2020 年末，我国智能移动办公市场规模将达到约 449 亿元，同比增速高达 55.9%，至 2021 年市场规模或将继续扩张至 562 亿元。

图 52：2020 年居家办公者所在企业尝试在线办公软件情况



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图 53：我国智能移动办公市场规模及增速情况（亿元）

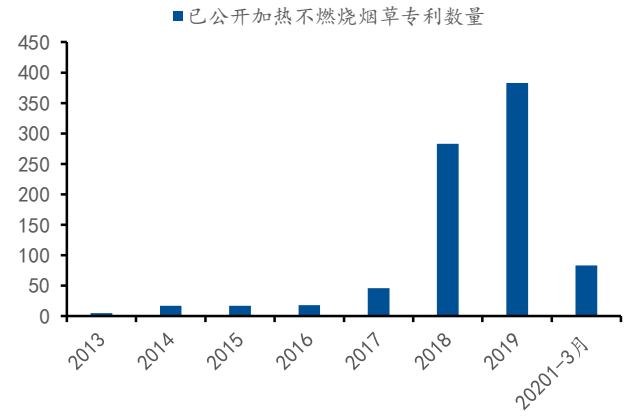


资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

（二）电子烟：HNB 万事俱备只欠东风，雾化烟监管日趋规范

我国 HNB 专利储备逐年增长，用户教育进程稳步推荐，我国加热不燃烧行业蓄势待发。 根据中国产业信息网数据，截至 2020 年 3 月 24 日，我国加热不燃烧型新型烟草相关专利已达 852 个，其中 2020 年前三个月便已新增 83 项新专利，我国针对加热不燃烧型新型烟草正在抓紧研发，行业近些年来发展迅猛。同时，我国针对加热不燃烧型新型烟草的用户教育进程也在稳步推进。2020 年 6 月 18 日，四川中烟在成都开设加热不燃烧产品线下体验店，消费者可亲临体验店体验 HNB 产品，深化消费者对 HNB 产品的了解。因此，随着我国加热不燃烧产品研发以及线下试点及用户教育的持续推进，我国加热不燃烧行业已经蓄势待发，后续随着我国针对新型烟草相关政策出台，国内对于加热不燃烧产品销售放开，预期我国加热不燃烧产品销售或快速放量。

图 54：我国加热不燃烧烟草相关专利近年来增长迅猛



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 55：四川中烟于成都开设国内首家 HNB 线下体验店



资料来源：烟悦网，民生证券研究院

监管政策持续收紧叠加新冠疫情，2020 年我国雾化电子烟销售短期承压。2019 年 10 月，我国国家烟草专卖局推出《关于进一步保护未成年人免收电子烟侵害通告》，敦促电子烟生产销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端，敦促电商平台及时关闭电子烟店铺，并将电子烟产品及时下架，敦促电子烟生产销售企业及时撤回通过互联网发布的电子烟广告，对雾化电子烟销售开启强监管，我国电子烟产品线上销售受阻。2020 年 7 月，国家烟草专卖局针对雾化电子烟销售监管政策再次加强，印发《电子烟市场专项检查行动方案》，对互联网电子烟信息及违法广告进行全面清理，对线下实体电子烟零售店铺进行全面检查。此次监管政策的再次收紧叠加前期新冠疫情线下客流受阻，人们对电子烟健康问题愈发敏感，使得 2020 年我国雾化电子烟销售短期承压，但愈发严格的监管政策有助于我国雾化电子烟行业规范健康发展，对我国新型烟草行业长期有利。

图 56：2020 年 7 月国家烟草专卖局引发电子烟市场专项检查行动方案

国家烟草专卖局 国家市场监督管理总局关于印发电子烟市场专项检查行动方案的通知

2020-07-14

国烟专〔2020〕101号

各省级烟草专卖局，各省、自治区、直辖市市场监督管理局（厅、委）：

为进一步保护未成年人免受电子烟侵害，国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局制定了《电子烟市场专项检查行动方案》。现印发给你们，请结合本地实际，认真贯彻执行。

特此通知。

国家烟草专卖局　　国家市场监督管理总局

2020年7月1日

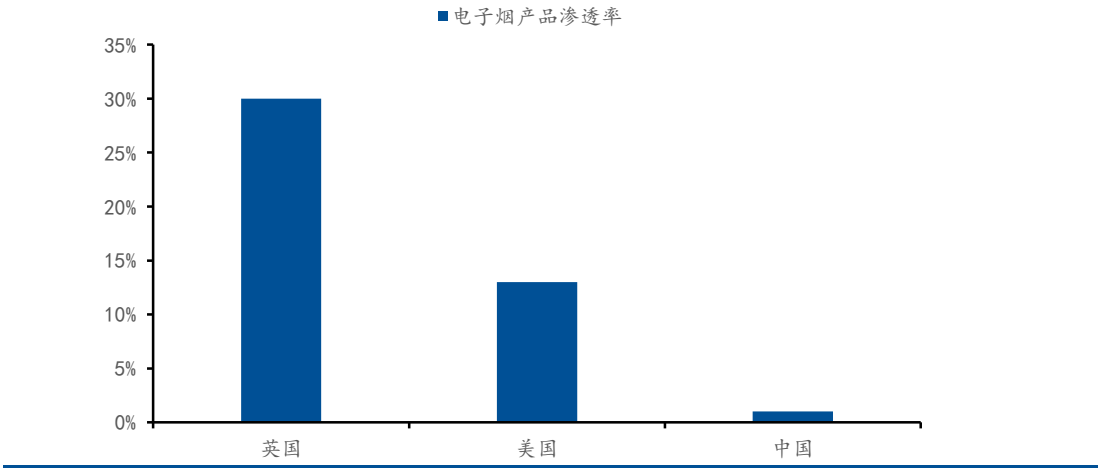
资料来源：国家烟草专卖局，民生证券研究院

多地针对电子烟监管政策出现松动迹象，长期来看，我国电子烟市场发展空间十分广阔。6 月以来全球多地针对电子烟的监管政策现松动迹象。6 月 11 日，香港立法会已经放弃了禁止使用电子雾化产品的计划，同日亚太烟草减少危害倡导者联盟（CAPHRA）的一个专家小组已致函澳大利亚，香港，印度，印度尼西亚，马来西亚，新西兰，菲律宾，

台湾和泰国等 9 个国家及地区的高级部长，敦促政府支持利用电子烟减少烟草危害。6 月 28 日，澳大利亚卫生部宣布撤回原定于 2020 年 7 月 1 日生效的电子烟进口禁令，推迟至 2021 年 1 月 1 日施行。目前，全球虽然仍有多个地区禁止销售、使用电子烟产品，但随着各科研机构不断证实电子烟产品相比卷烟的减害属性以及电子烟危害人体健康的证据并不成立，全球针对电子烟产品的监管政策逐渐变得客观理性，同时我国针对电子烟行业的国家标准及政策也或即将出台，有望推动我国电子烟行业健康有序发展。

根据美国疾病预防控制中心国家卫生统计中心（NCHS）的研究人员报告，大多数电子烟用户为前传统烟民，而我国烟民数量庞大，未来随着我国针对电子烟行业的国家标准和监管政策正式出台，或推动我国传统烟民向电子烟使用者转化，我国电子烟产品潜在需求十分旺盛。中国产业研究院数据显示，目前英国电子烟产品渗透率已高达 30%，美国电子烟产品渗透率也接近 13%，而我国目前电子烟产品渗透率不足 1%，因此未来我国电子烟市场发展空间十分广阔。

图 57：我国电子烟产品渗透率与海外国家相比差距较大



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

（三）建议关注：晨光文具、集友股份、劲嘉股份

晨光文具：公司为我国文具行业龙头，传统文具业务渠道端持续优化，2019 年末终端门店超 8.5 万家，需求端随疫情过后各地中小学及高校恢复开学以及秋季学期如常到来，文具业务进入需求旺季，在公司强大渠道体系支撑下，看好公司传统文具业务在下半年快速放量。晨光科力普受政策催化下增长迅猛，接连中标优质项目，同时随着我国办公集采 MRO 产品的占比进一步提高，看好晨光科力普未来增长空间广阔。晨光生活馆、九木杂物社门店铺设顺利，利润端逐年改善，未来有望成为公司业绩新增长点。预期晨光文具 2020-2022 年营业收入分别为 130.93、165.05、201.78 亿元，同比增速分别为 17.52%、26.06%、22.25%；归母净利润分别为 12.10、14.98、18.54 亿元，同比增长 14.18%、23.74%、23.81%，对应 PE 分别为 54.55/37.73/30.47，对应 EPS 分别为 1.11/1.61/2.00。

集友股份：公司烟标业务发展迅猛，新客户开拓顺利，已中标安徽中烟、云南中烟、湖北中烟、陕西中烟等多家中烟公司烟标项目，公司烟标业务竞争优势明显。同时，公司在加热不燃烧型新型烟草业务布局领先，在产品研发方面具有一定先发优势，同时与重庆

中烟及江苏中烟紧密战略合作，待我国加热不燃烧产品相关销售及监管政策推出后，公司有望凭借其在新型烟草业务领域先发优势快速放量，看好公司业绩长期增长。我们预期集友股份 2020-2022 年营业收入分别为 15.59、21.48、26.28 亿元，同比增速分别为 132.11%、37.84%、22.31%；归母净利润分别为 3.57、5.37、6.63 亿元，同比增长 77.25%、50.26%、23.44%，对应 PE 分别为 83.73/30.33/24.57X，对应 EPS 分别为 0.43/1.41/1.74。

劲嘉股份：公司立足烟标业务，同时积极开拓电子产品、酒品等细分行业的精品包装产品市场以及新型烟草等领域等新兴产业，烟标、彩盒、新型烟草业务均增长良好协同发展。同时，公司客户资源优势显著，与茅台、五粮液、中烟公司等合作紧密，为公司订单增长提供稳定支撑。我们预期劲嘉股份 2020-2022 年营业收入分别为 44.59、52.12、60.60 亿元，同比增速分别为 11.80%、16.88%、16.26%；归母净利润分别为 9.88、11.66、13.54 亿元，同比增速分别为 12.73%、17.97%、16.15%，对应 PE 为 20.06/15.83/13.63X，对应 EPS 分别为 0.57/0.80/0.92。

六、风险提示

房地产销售及竣工数据不及预期；原材料价格上涨。

插图目录

图 1：年初以来轻工制造板块跑赢大盘 0.55pct 4
图 2：年初以来文娱用品板块涨幅领先 4
图 3：年初以来（截至 6 月 30 日）轻工制造行业涨跌幅在 28 个子行业中位列第 16 名 4
图 4：个股中江山欧派、乐歌股份涨幅超 100% 5
图 5：2020Q1 轻工板块持仓机构数前 20 情况 5
图 6：2020Q1 轻工板块持仓基金数前 20 情况 5
图 7：轻工板块沪/深股通持股比例变化情况 6
图 8：住宅竣工面积同比增速疫情后快速修复（万平方米） 7
图 9：商品住宅销售面积及累计同比增速情况（万平方米） 7
图 10：5 月家具类零售额当月同比增速重回正增长（亿元） 7
图 11：家具类零售额累计值及其累计同比增速情况（亿元） 7
图 12：全国建材家居景气指数（BHI）于疫情过后快速回升 8
图 13：近年来关于全装修及精装修住宅政策要求推行愈发密集（条） 9
图 14：我国精装住宅渗透率近年来持续提升 10
图 15：我国住宅全装修覆盖率与海外市场相比仍差距较大 10
图 16：我国精装住宅开盘数量及同比增速情况（万套） 10
图 17：部分龙头房企全装修项目比重 11
图 18：我国房地产行业集中度持续提升 11
图 19：2018 年定制橱柜 CR7 约 10% 11
图 20：2018Q1 精装市场橱柜集中度为 32% 11
图 21：家具板块与房屋竣工面积走势比较 12
图 22： 房屋竣工面积与家具行业营业收入走势比较 13
图 23：2020 年全球木浆库存有所回落（天） 15
图 24：国内纸浆库存目前仍然处于较高水平（千吨） 15
图 25：国内针叶浆现货价格继续下探（元/吨） 15
图 26：国内阔叶浆价格仍然处于底部位置（元/吨） 15
图 27：国内废纸回收量增速趋缓（万吨） 16
图 28：我国外废配额持续收紧（万吨） 16
图 29：2020 年二季度月国内废纸价格逐渐回升（元/吨） 16
图 30：白卡纸出厂价格变化情况（元/吨） 17
图 31：白板纸出厂价格变化情况（元/吨） 17
图 32：瓦楞纸出厂价格变化情况（元/吨） 18
图 33：箱板纸出厂价格变化情况（元/吨） 18
图 34：铜版纸平均价格变化情况（元/吨） 19
图 35：双胶纸出厂价格变化情况（元/吨） 19
图 36：生活用纸行业持续稳步发展（万吨） 19
图 37：生活用纸人均消费量持续提升 19
图 38：我国总人口规模稳步增长（万人） 20
图 39：近年来我国人口出生率呈回暖趋势 20
图 40：中国城镇居民人均可支配收入提升 20
图 41：生活用纸市场规模 20
图 42：国内生活用纸前四家集中度为 38% 21
图 43：美国东南部生活用纸生产商产量份额 21
图 44：2020 年 Q2 以来我国 5G 手机出货量大幅提高（万台） 22
图 45：未来全球 5G 手机出货量增长情况（亿台） 22
图 46：我国酒包产品结构持续优化升级（亿元） 23

图 47：一二类卷烟销量占比近些年持续提升 23
图 48：饮料罐在我国金属包装行业占比最高 23
图 49：我国啤酒罐化率较发达国家差距仍然较大 23
图 50：随着各省市陆续恢复开学，文化办公用品累计零售额同比增速逐渐回暖（亿元） 26
图 51：当前 MRO 产品采购渠道结构情况 26
图 52：2020 年居家办公者所在企业尝试在线办公软件情况 27
图 53：我国智能移动办公市场规模及增速情况（亿元） 27
图 54：我国加热不燃烧烟草相关专利近年来增长迅猛 28
图 55：四川中烟于成都开设国内首家 HNB 线下体验店 28
图 56：2020 年 7 月国家烟草专卖局引发电子烟市场专项检查行动方案 28
图 57：我国电子烟产品渗透率与海外国家相比差距较大 29

表格目录

表 1：近年来国家发布的精装房相关政策 8
表 2：近些年来部分地方政府对全装修及精装修成品住宅的具体政策要求一览 9
表 3：全国部分省市中小学开学时间表汇总 25

分析师简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。