轻工制造

2020 年 06 月 14 日

关注消费电子包装布局机会，文化纸价格继续修复

——行业周报

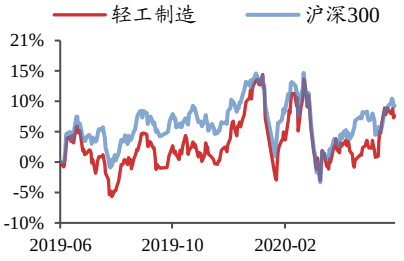
吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

周嘉乐（联系人）
zhoujiale@kysec.cn
证书编号：S0790120030019

孟昕（联系人）
mengxin@kysec.cn
证书编号：S0790120040004

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-家居“618”促销全梳理，关注文化纸价格企稳》-2020.6.7

《行业周报-确定性溢价充分演绎，关注时间轴上的高低位切换》-2020.5.31

《行业周报-关注定制行业分化，继续推荐家居复苏两条主线》-2020.5.24

● **核心组合：索菲亚、欧派家居、裕同科技、中顺洁柔、晨光文具**

1、 定制家居组合：索菲亚、欧派家居；受益标的：志邦家居

2、 5G 催化包装组合：裕同科技

3、 必选消费组合：中顺洁柔、晨光文具

4、 文化纸企稳受益标的：太阳纸业

（文中“本周”指 2020.6.8—6.12，“上周”指 2020. 6.1—6.5。）

● **“618”消费电子销量景气度提升，建议关注上游包装行业**

1）基于整体让利幅度较大和 5G 手机价格带不断下探的原因，本次“618”以手机为代表的消费电子销量景气度有所提升。在本次京东 618 手机品牌日中，苹果成交额同比增长超 6 倍，华为、荣耀、小米、vivo、iQOO 品牌的成交额同比增长超 150%。而在天猫中，苹果“618”开售 5 小时，iphone 成交额即超 5 亿元。

2）受益 5G 换机需求，建议关注裕同科技等消费电子包装企业。一方面，2020 年国内 5G 手机出货量预计达 1.8 亿部。而裕同科技客户覆盖 5G 手机主要品牌，且在国际客户中份额稳定，在国内客户中份额稳中有升。另一方面，裕同科技于 2019 年开始拓展受益于 5G 换机需求的炫光膜业务，有望带来一定业绩增量。

● **疫情扰动有所反复，建议关注生活用纸等必选消费板块**

本周末，国内疫情有所反复。我们认为在流动性较宽裕，且疫情及全球经济环境仍具有较大不确定性和市场整体盈利水平下行的背景下，业绩韧性较强且内生动力强劲的必选消费龙头仍具有配置价值。**推荐标的中顺洁柔：**短期看，原材料木浆价格持续下行，需求端维持较高景气度，公司全年盈利水平有望维持高位。长期看，公司未来在渠道建设、产能投放和品类拓展上的红利仍有较大释放空间。且个护领域开拓提速，接连推出漱口水等新品。业绩兼具需求韧性和长期成长性。

● **关注家居内需零售复苏，继续推荐定制家居龙头公司的布局性价比**

竣工缺口修复带来的家居消费需求偏刚性。因此，在上半年消费受抑制后，下半年家居零售端出现需求反弹小高峰的概率较大。

1）从复苏弹性的角度，我们继续推荐索菲亚。零售端：5 月开始，线下渠道有明显回暖。前期接单转化也在加速，预计 6 月份工厂端有望回到两位数增长。招商方面，预计 7 月中旬的招商结束后基本能完成全年 100 个区域商铺的招商目标。工程端：恢复情况超出预期。二季度我们预计公司工程端增长超过 50%。其中橱柜工程业务拓展加快。全年司米橱柜工程渠道占比有望提升至 10%-20%。此外，对于市场关注度较高的员工持股计划出售，我们认为主要是由于该计划覆盖面较广，包含众多普通员工。而到期后，该部分员工对于流动资金存在一定需求。

2）从行业龙头和大家居、整装领先的角度，推荐欧派家居。公司 2020 年工程端预计仍能维持 40%以上的增长，零售端看好整装、欧铂丽的快速发展。

● **风险提示：**行业需求恢复不及预期、行业价格战加剧等。

目 录

1、 行业更新：“618”消费电子延续较高景气度，建议关注相关上游包装企业 4
2、 行业交易数据更新：轻工板块本周收盘下降 0.90% 4
2.1.1、 行业涨跌公司及原因：造纸板块回暖，家居板块阶段性回调 4
2.2、 行业核心公司的估值：部分行业龙头公司估值处于历史低位 5
2.3、 行业重要信息：“618”消费电子延续较高景气度，建议关注上游包装企业 6
3、 推荐组合及逻辑：继续推荐定制家居、3C 包装、必选消费和文化纸企稳受益标的 9
3.1、 核心推荐组合：索菲亚、欧派家居、裕同科技、中顺洁柔、晨光文具 9
3.2、 重点公司逻辑概述：推荐索菲亚、欧派家居、裕同科技、中顺洁柔 9
3.2.1、 索菲亚：悲观预期释放较充分，关注行业修复和公司内部优化双击 9
3.2.2、 欧派家居：定制龙头强者恒强，与公司共享长期发展红利 10
3.2.3、 裕同科技：多元业务稳拓展，静待 5G 东风来 10
3.2.4、 中顺洁柔：兼具生活用纸行业需求韧性和强劲内生成长动力 11
4、 行业数据更新：木浆价格维持低位，文化纸继续修复 12
4.1、 造纸板块数据更新：文化纸、包装纸价格继续修复 12
4.1.1、 纸浆市场数据：木浆价格持续低迷，国内港口木浆库存有所回升 12
4.1.2、 相关纸类价格数据：文化纸、包装纸价格环比继续上涨 13
4.2、 家居板块数据更新：2020 年 4 月家居社零、地产数据持续回暖 15
4.3、 轻工相关消费数据更新：日用品及文化办公用品体现较强韧性 17
5、 年内重点限售股解禁公司时间表 19
6、 沪深股通数据更新：近 10 日北向资金增持索菲亚、中顺洁柔、顾家家居 20
7、 风险提示 21

图表目录

图 1： 轻工制造板块月度收益高于上证指数 3.4pct 4
图 2： 轻工板块本周收盘下跌 0.90% 4
图 3： 浙江永强、吉宏股份、金时科技涨幅居前三 4
图 4： 金牌厨柜、皮阿诺、索菲亚跌幅居前三 4
图 5： 京东“618”手机品牌日销售情况良好 6
图 6： 苹果“618”天猫销售 5 小时成交超 5 亿元 6
图 7： 国内 5G 手机出货量占比逐渐提升 7
图 8： 玻璃后盖手机占比 2020 年预计可达 60% 8
图 9： 炫光膜与玻璃后盖贴合提升手机美观性 8
图 10： 炫光膜相较传统玻璃表面装饰更具优势 8
图 11： 国内 5G 手机出货量占比逐渐提升 9
图 12： 炫光膜市场规模有望接近 25 亿元（均为估算） 9
图 13： 进口针叶浆及阔叶浆价格仍处于低位（美元/吨） 12
图 14： 国内木浆价格维持低位（元/吨） 12
图 15： 2020 年 5 月国内港口木浆库存有所回升（千吨） 13
图 16： 2020 年 4 月全球生产商木浆库存天数回升（天） 13
图 17： 本周双铜纸均价较上周上涨 0.70% 13
图 18： 本周双胶纸均价较上周上涨 0.61% 13

图 19: 本周白板纸均价较上周上涨 0.68% 14
图 20: 本周白卡纸均价较上周下降 1.35% 14
图 21: 本周箱板纸均价较上周上涨 1.12% 14
图 22: 本周瓦楞纸均价较上周上涨 1.80% 14
图 23: 本周国产废纸均价较上周上涨 0.67% 14
图 24: 本周美废 11#较上周下降 25.74% 14
图 25: 本周生活用纸均价较上周下降 2.01% 15
图 26: 2020 年 5 月国内生活用纸企业库存上升 15
图 27: 2020 年 1-4 月商品房住宅销售面积累计同比下降 18.7%，降幅相较 1-3 月收窄 15
图 28: 2020 年 4 月商品房住宅当月销售面积同比下降 1.49%，降幅相较 3 月明显缩小 15
图 29: 2020 年 5 月，30 大中城市商品房成交面积同比下降 4.12%（万平方米） 16
图 30: 2020 年 5 月，30 大中城市中，二三线城市成交同比增速降幅环比均有所收窄 16
图 31: 2020 年 1-4 月住宅竣工累计同比下降 14.5% 16
图 32: 2020 年 1-4 月房地产开发投资累计同比下降 3.3% 16
图 33: 2020 年 1-4 月限额以上家具类零售额累计同比下降 23.1%（亿元） 17
图 34: 2020 年 1-4 月家具制造业营业收入累计同比下降 18.6% 17
图 35: 本周刨花板价格下降 0.42%，中纤板价格下降 0.39%（以 2010 年 6 月价格为 1000） 17
图 36: 本周 TDI 价格上涨 2.17%，MDI 价格上涨 1.14%（元/吨） 17
图 37: 4 月社消零售总额当月同比下降 7.5% 18
图 38: 4 月限额以上烟酒类零售额恢复正增长 18
图 39: 4 月限额以上零售额日用品类增速显著回升 18
图 40: 4 月限额以上文化办公用品类增速显著回升 18
图 41: 2020 年 1-4 月软饮料累计产量同比下降 8.43% 18
图 42: 2019 年 1-12 月卷烟销量同比下降 0.17% 18

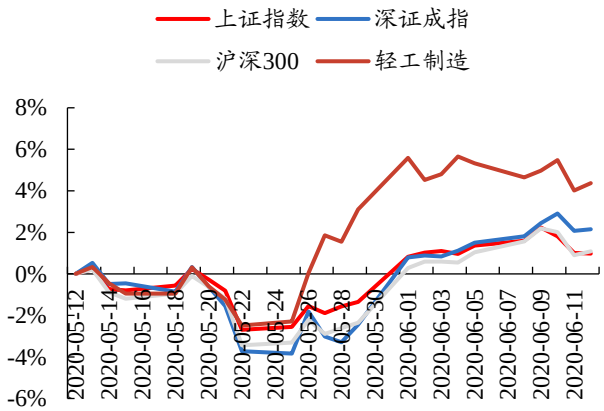
表 1: 建议关注部分家居龙头估值修复机会 5
表 2: 共有 5 款 2000 元价格带的手机进入京东“618”手机品牌日 5G 手机销量前十 7
表 3: 年内重点限售股解禁公司时间表 19
表 4: 近 10 日北向资金增持索菲亚、中顺洁柔、顾家家居；减持奥瑞金 20

1、 行业更新：“618”消费电子延续较高景气度，建议关注相关上游包装企业

2、 行业交易数据更新：轻工板块本周收盘下降 0.90%

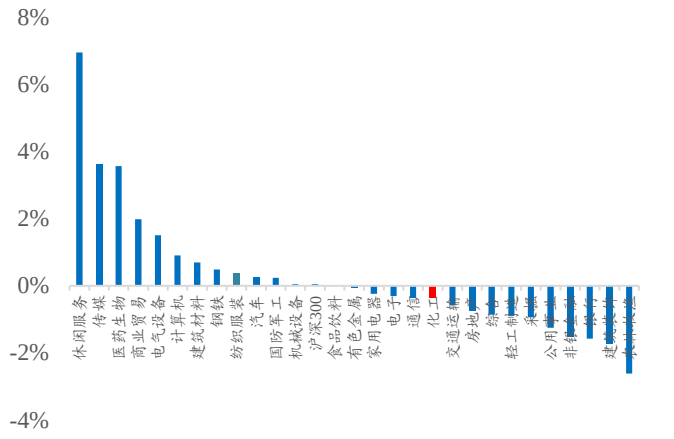
本周（2020 年 6 月 8 日至 6 月 12 日）上证指数收于 2,919.74 点，较上周（2020 年 6 月 1 日至 6 月 5 日）收盘下降 0.38%；深证成指收于 11,251.71 点，较上周收盘上涨 0.64%；沪深 300 收于 4,003.08 点，较上周收盘上涨 0.05%；轻工制造板块收于 2,250.15 点，较上周收盘下跌 0.90%。

图1：轻工制造板块月度收益高于上证指数 3.4pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：轻工板块本周收盘下跌 0.90%



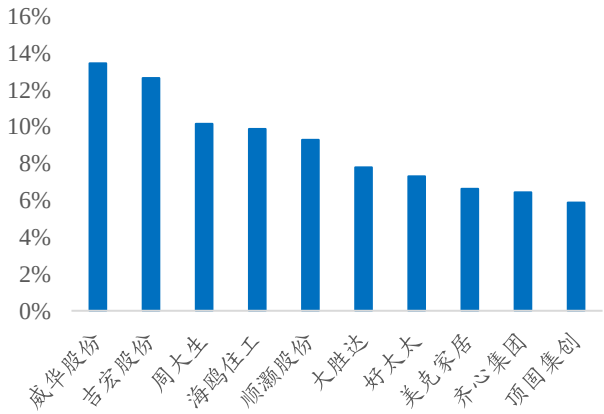
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.1、 行业涨跌公司及原因：造纸板块回暖，家居板块阶段性回调

个股方面，威华股份、吉宏股份、周大生涨幅居前三。其中，威华股份拟出售人造板业务相关资产，吉宏股份 2020H1 跨境电商业务增长较快。

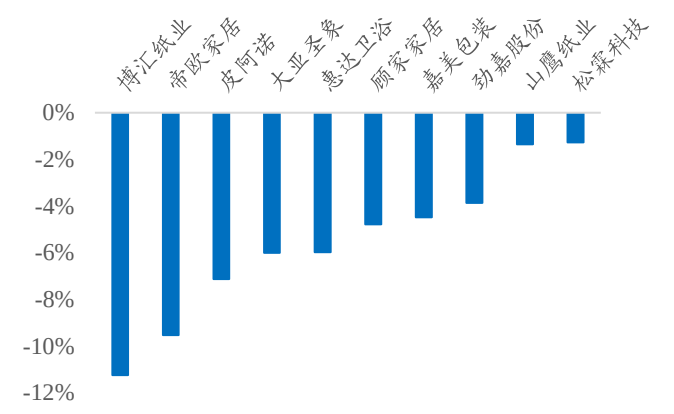
博汇纸业、帝欧家居、皮阿诺跌幅居前三。本周，轻工板块中博汇纸业、帝欧家居、大亚圣象等部分前期涨幅较大的个股出现了阶段性回调。

图3：威华股份、吉宏股份、周大生涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：博汇纸业、帝欧家居、皮阿诺跌幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 行业核心公司的估值：部分行业龙头公司估值处于历史低位

表1：建议关注部分家居龙头估值修复机会

证券简称	PE			净利润（百万元）			净利润增长率			2019-2021预测净利润CAGR	总市值（亿元）
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
定制家居											
欧派家居*	25.50	23.02	19.80	1,859.20	2059	2394	18.3%	10.7%	16.3%	13.5%	474.0
索菲亚*	19.10	17.48	15.74	1,077.40	1,177	1,307	12.3%	9.2%	11.0%	10.1%	205.7
尚品宅配	24.25	22.90	19.79	528.4	559.7	647.6	10.8%	5.9%	15.7%	10.7%	128.1
好莱客	12.59	12.02	10.89	364.5	381.7	421.4	-4.6%	4.7%	10.4%	7.5%	45.9
志邦家居	17.02	15.00	12.75	329.4	373.6	439.7	20.7%	13.4%	17.7%	15.5%	56.1
金牌橱柜	18.06	15.56	13.22	242.5	281.5	331.3	15.4%	16.1%	17.7%	16.9%	43.8
成品及泛家居											
顾家家居	22.34	19.69	16.64	1,161.2	1,317.6	1,559.1	17.4%	13.5%	18.3%	15.9%	259.4
美克家居	19.67	18.65	13.86	463.6	489.0	658.0	2.8%	5.5%	34.6%	19.1%	91.2
大亚圣象	12.11	11.70	10.76	719.6	744.6	809.8	-0.7%	3.5%	8.7%	6.1%	87.2
麒盛科技	15.67	14.43	11.43	394.9	428.9	541.2	34.9%	8.6%	26.2%	17.1%	61.9
喜临门	17.02	15.00	12.75	329.4	373.6	439.7	20.7%	13.4%	17.7%	15.5%	56.1
梦百合	22.87	17.00	11.98	373.7	502.8	713.3	100.8%	34.5%	41.9%	38.2%	85.5
工程渠道家居											
江山欧派	41.99	29.72	22.48	261.3	369.2	488.0	71.1%	41.3%	32.2%	36.7%	109.7
帝欧家居	22.15	17.73	14.13	566.0	707.4	887.5	48.7%	25.0%	25.5%	25.2%	125.4
惠达卫浴	16.04	14.13	11.92	329.0	373.7	442.7	37.8%	13.6%	18.5%	16.0%	52.8
造纸板块											
太阳纸业	10.93	10.45	8.54	2,178.1	2,279.6	2,789.0	-2.7%	4.7%	22.3%	13.2%	238.2
晨鸣纸业	8.43	7.10	6.15	1,656.6	1,966.7	2,271.6	-34.0%	18.7%	15.5%	17.1%	139.7
山鹰纸业	9.92	8.74	6.87	1,362.2	1,545.6	1,966.6	-57.5%	13.5%	27.2%	20.2%	135.1
博汇纸业	85.94	10.86	7.90	133.8	1,058.2	1,456.1	-47.7%	691.1%	37.6%	229.9%	115.0
仙鹤股份	22.22	18.90	16.98	439.9	517.0	575.7	50.4%	17.5%	11.3%	14.4%	97.7
岳阳林纸	20.17	12.50	10.04	313.2	505.4	629.4	-14.4%	61.3%	24.5%	41.7%	63.2
包装板块											
裕同科技*	22.79	20.03	16.40	1,045.0	1,189.0	1452	10.5%	13.8%	22.1%	17.9%	238.2
奥瑞金	13.59	12.79	10.74	683.2	726.2	864.6	203.1%	6.3%	19.1%	12.5%	92.9
美盈森	12.82	16.33	15.70	535.3	420.0	437.0	33.4%	-21.5%	4.0%	-9.6%	68.6
吉宏股份	33.21	25.98	20.82	326.3	417.1	520.3	53.1%	27.8%	24.7%	26.3%	108.3
东港股份	21.17	19.93	17.78	266.7	283.4	317.6	3.9%	6.3%	12.1%	9.1%	56.5
永新股份	16.77	14.34	12.45	269.1	314.7	362.3	19.4%	16.9%	15.1%	16.0%	45.1
轻工消费											
中顺洁柔*	43.46	34.34	29.11	606.8	768	906	160.4%	26.6%	18.0%	22.2%	263.7
晨光文具*	46.00	41.19	32.95	1,060.1	1183.9	1479.7	31.4%	13.4%	25.0%	19.0%	487.6
齐心集团	54.29	38.14	28.39	230.2	327.8	440.3	20.1%	42.4%	34.3%	38.3%	125.0
烟草概念											
集友股份	56.56	31.91	21.24	201.7	357.5	537.2	74.8%	77.2%	50.3%	63.2%	114.1

证券简称	PE			净利润（百万元）			净利润增长率			2019-2021预测净利润CAGR	总市值（亿元）
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
劲嘉股份	14.54	12.89	10.93	876.8	988.4	1,166.0	20.9%	12.7%	18.0%	15.3%	127.4
东风股份	19.11	13.20	11.95	411.9	596.3	658.7	-44.9%	44.8%	10.4%	26.5%	78.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：1）截至时间 2020 年 6 月 12 日；2）表中标*为重点覆盖标的，盈利预测来源于报告；未标*公司盈利预测均来源于 Wind;

2.3、 行业重要信息：“618”消费电子延续较高景气度，建议关注上游包装企业

2020 年“618”，以手机为代表的消费电子销量整体表现良好。以京东为例，在 6 月 12 日的 618 手机品牌日中，Apple 成交额同比增长超 6 倍，华为、荣耀、小米、vivo、iQOO 品牌的成交额同比增长超 150%。而在天猫中，苹果“618”开售 5 小时，iphone 成交额即超 5 亿元。

图5：京东“618”手机品牌日销售情况良好



资料来源：京东

图6：苹果“618”天猫销售 5 小时成交超 5 亿元



资料来源：天猫

手机销售的良好表现主要基于以下两个原因：

1）整体让利幅度较大。本次“618”中，国产手机品牌延续一贯的降价策略。如小米的 Redmi K30 Pro 上市后仅 2 个月，即在“618”的促销活动中最高降价 700 元。而苹果则首次以官方省份参加了 618 的促销活动。苹果天猫官方旗舰店包括 iPhone11 在内的全线产品均参与平台满减折扣，并提供 150 元会场优惠券。

2）中低端 5G 机型不断推出。根据京东“618”手机品牌日的 5G 手机销量排行榜，5G 手机的价格带正进一步往下拓宽。其中，当日 5G 手机销量排名第一的为小米旗下的 Redmi K30 Pro，价格为 2397 元起。并且共有 5 款处于 2000 价格带的手机进入京东当日 5G 手机销量排行榜的前十位。伴随 5G 机型价格带的向下延伸和新机型的陆续发布，5G 换机潮有望加速到来。

表2：共有 5 款 2000 元价格带的手机进入京东“618”手机品牌日 5G 手机销量前十

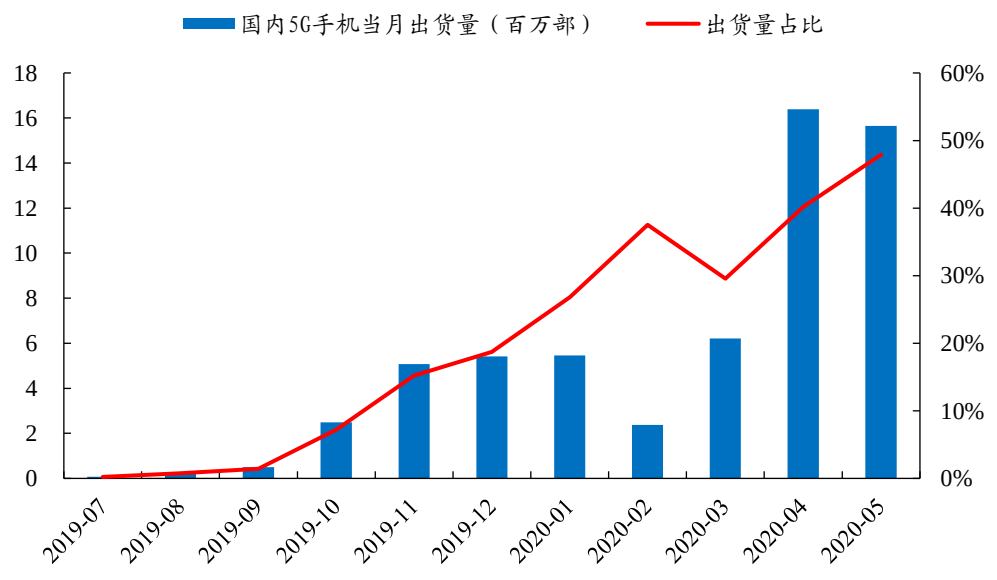
品牌	机型	价格
小米	Redmi K30 Pro	2397 元起
vivo	iQOO Neo3	2398 元起
vivo	iQOO Z1	2198 元起
华为	荣耀 30	2699 元起
华为	nova 7SE	2299 元起

数据来源：京东、开源证券研究所（由于优惠券，到手价会存在差异）

建议关注直接受益于 5G 换机需求的裕同科技等上游消费电子包装企业。其中，对于裕同科技，5G 换机潮有望给其带来以下两方面需求：

1）主要增量：5G 换机潮带来的包装需求。根据 2020 年 6 月 6 日工信部的预测，2020 年我国 5G 手机出货量将达到 1.8 亿部（2020 年 1-5 月约 0.6 亿部）。可以看到整个 5G 换机潮并未过多的受疫情影响。而裕同科技的下游手机客户基本包括了市场主流竞争者，如国际大客户 A、华为、小米、vivo、OPPO 等。而裕同科技近年在这些客户中的订单份额稳定，且在国内手机品牌中的份额仍有提升空间。因此，裕同科技相关 5G 换机带来的订单需求基本可以匹配甚至高于行业增速。

图7：国内 5G 手机出货量占比逐渐提升



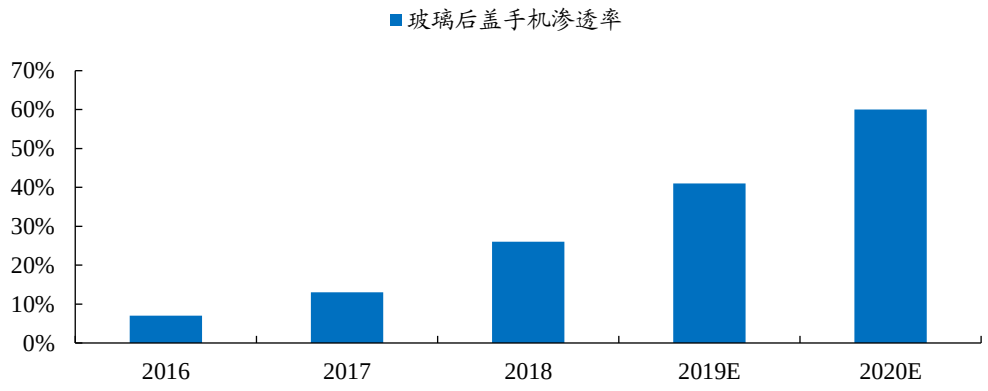
数据来源：Wind、开源证券研究所

2）次要增量：逐渐增长的炫光膜需求。炫光膜是玻璃表面装饰材料，主要应用于手机后盖玻璃装饰领域。2019 年起，裕同科技开始稳步布局炫光膜业务。

炫光膜行业发展驱动因素主要系：手机后盖去金属化和消费者个性化需求。

5G 推动智能手机去金属化，玻璃材料成为手机后盖主力。5G 信号对金属材质敏感，金属后盖会使信号趋弱甚至屏蔽。随着 5G 以及无线充电技术的提速，手机去金属化进程加快，玻璃凭借工艺成熟、成本较低等特点逐步成为手机后盖主力。根据 Counterpoint 预测，2020 年智能手机玻璃后盖的渗透率可达到 60%。

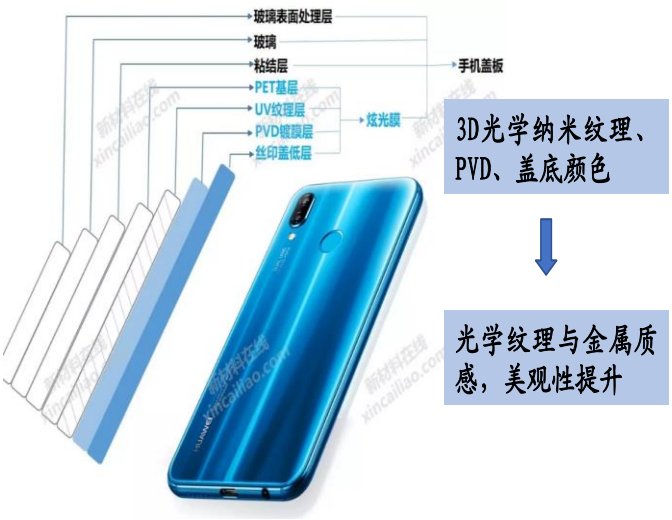
图8：玻璃后盖手机占比 2020 年预计可达 60%



数据来源：Counterpoint、开源证券研究所

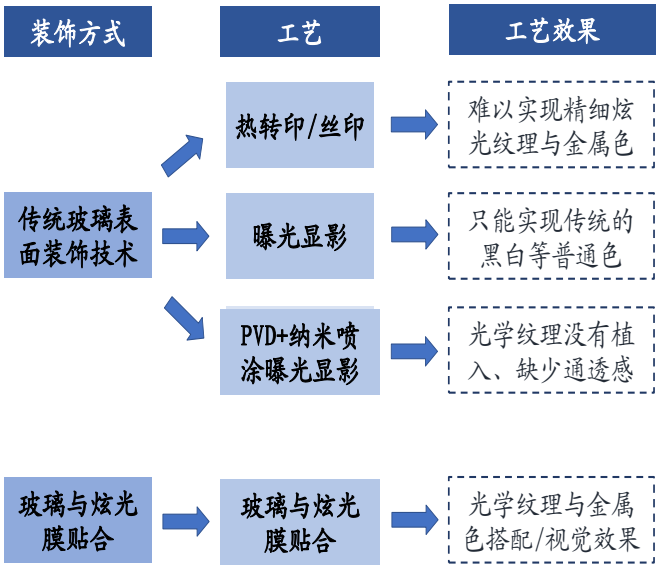
炫光膜与玻璃后盖贴合满足消费者个性化、多样化需求。消费者审美升级，对于手机外观与质感的要求提高。炫光膜通过将 3D 光学纳米纹理、PVD、盖底颜色置于 PET 基膜，采用专用设备进行真空贴合，使手机覆盖兼具金属质感与光学纹理，增强手机外壳的美观性，并随着技术发展可以起到防爆的作用。相较于传统玻璃装饰材料工艺，炫光膜具有成本低、良品率高等优势。

图9：炫光膜与玻璃后盖贴合提升手机美观性



资料来源：新材料在线、开源证券研究所

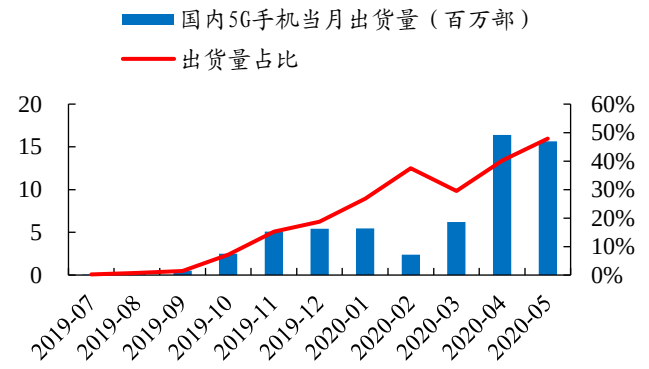
图10：炫光膜相较传统玻璃表面装饰更具优势



资料来源：新材料在线、开源证券研究所

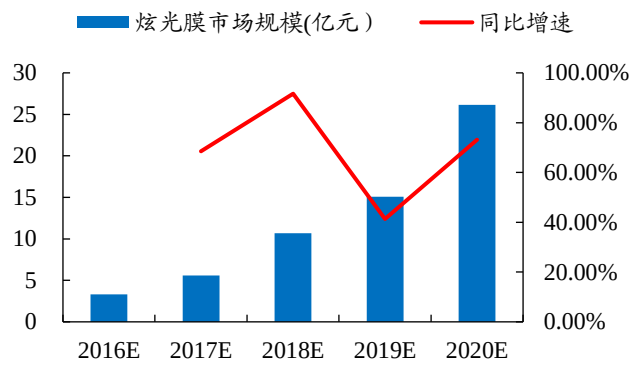
炫光膜行业市场规模有望接近 25 亿元。我们假设受疫情影响，2020 年国内全年手机产量为 11 亿部，相较 2019 年下降 10%。同时假设每张炫光膜单价为 3 元，每个玻璃后盖手机均使用炫光膜，则根据 Counterpoint 预测的玻璃后盖手机渗透率，可估算 2020 年国内炫光膜行业市场规模有望接近 25 亿元。

图11：国内 5G 手机出货量占比逐渐提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：炫光膜市场规模有望接近 25 亿元（均为估算）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 推荐组合及逻辑：继续推荐定制家居、3C 包装、必选消费和文化纸企稳受益标的

3.1、 核心推荐组合：索菲亚、欧派家居、裕同科技、中顺洁柔、晨光文具

- **定制家居组合：**索菲亚、欧派家居；受益标的：志邦家居
- **5G 催化包装组合：**裕同科技
- **必选消费组合：**中顺洁柔、晨光文具
- **文化纸企稳受益标的：**太阳纸业

3.2、 重点公司逻辑概述：推荐索菲亚、欧派家居、裕同科技、中顺洁柔

3.2.1、 索菲亚：悲观预期释放较充分，关注行业修复和公司内部优化双击

公司是国内定制衣柜龙头企业。通过全面优化经销渠道，积极拓展工程、整装及线上渠道，巩固产品、制造及信息化优势，公司衣柜业务有望度过调整阵痛期，橱柜业务已迎来发展拐点，木门业务未来突破可期。

短期扰动无碍行业回暖趋势，定制柜类市场空间仍存

虽然短期受到疫情扰动，但商品房交付期限存在一定刚性，因此 2017 年持续至今的竣工缺口仍具有较高的回补确定性。地产交付回暖有望带动家居零售端复苏。而精装市场仍维持较快增长，家居业工程端的红利仍将持续。根据我们的测算，2020 年定制柜类市场规模有望超过 1800 亿元，一线品牌仍有较大空间。

发力三大细分市场，经销渠道全面优化，工程及新兴渠道多元拓展

索菲亚将品牌重新定位为“柜类定制专家”，精准发力衣柜、橱柜及木门三大细分市场。在行业调整期，公司通过管理更加精细化、加大经销商管控力度等手段对经销渠道进行全面优化。依靠产能全国化布局、出色的产品交付能力和优质的产品质量，工程渠道也于 2019 年取得突破。此外，在整装模式也逐渐理顺后，公司对待整装业务更为积极。线上渠道愈发多元化，公司竞争力全面提升。

新品推广进展顺利，信息化壁垒日益深厚

公司积极推广定位较高端的轻奢系列和主打环保特色的康纯板产品，取得了显著效果。2019 年，购买康纯板用户占比提升 30pct 至 44%，康纯板销售占比提升 18.2pct 至 26.2%。高端新品的顺利推广带动公司客单价继续稳步提升。公司以信息与数字化中心（IDC）、宁基智能和极点三维，作为信息化和数字化三架马车。2018 年索菲亚黄冈 4.0 工厂顺利投产，2019 年 DIYHome 软件功能继续升级。

公司 2020Q1 收入 7.63 亿元，同比减少 35.6%，归母净利润亏损 1655 万元，2019 年同期盈利 1.07 亿元，扣非归母净利润亏损 6549 万元，2019 年同期盈利 7942 万元。定制家居线下服务属性强，疫情对公司业绩造成了较明显的冲击。但伴随线上订单转化，叠加刚性装修需求释放和前期竣工回暖趋势延续，公司业绩有望逐渐恢复。

预计 2020-2022 年归母净利润为 11.77/13.07/14.57 亿元，对应 EPS 分别为 1.28/1.41/1.60 元，当前股价对应 PE 为 17.48/15.74/ 14.12 倍。**当前公司估值显著低于可比行业龙头公司，前期悲观预期已释放较为充分，建议关注疫情后行业修复及公司内部优化双击的机会，维持“买入”评级。**

3.2.2、 欧派家居：定制龙头强者恒强，与公司共享长期发展红利

欧派家居是国内定制家居行业龙头，管理层能力出众，盈利能力持续提升，是目前定制家居行业唯一营收规模超百亿的上市公司。公司渠道、产品和生产端优势构筑宽广护城河，整装大家居、欧铂丽有望带来持续增长动力。

竣工回暖带来短期需求提升，中长期行业马太效应有望显现

从短期 1-2 年的时间维度看，竣工回暖具有较强确定性。欧派家居作为行业龙头，零售端将直接受益于竣工回暖带来的家居行业红利。工程端，继续看好精装需求放量。从中期视角看，一线品牌依靠渠道、产品、生产力等核心优势，有望依靠市占率提升继续维持高增长。从长期视角看，存量装修需求占比提升，将弱化家居行业地产后周期属性。行业消费属性显现带动龙头公司长期估值抬升。

渠道力+产品力+生产力，构筑公司核心竞争优势

通过经销渠道精细化管理和多年筛选，公司培育出一支认可公司文化、竞争意识强、经营能力优秀、规模领先的经销商队伍。工程渠道，交付能力和资金周转能力优势明显，看好品牌和产能优势带来的充足后劲。欧派橱柜优势稳固，衣柜后来居上，木门、卫浴逐渐放量，多品类深度融合为大家居发展奠定坚实基础。全国化产能布局，构筑成本和交付优势。信息化建设初具成效，有望迎来红利释放。

整装大家居模式厚积薄发，欧铂丽有望迎来发展拐点

公司未来的驱动力有望来源于整装大家居和欧铂丽。1）整装大家居：模式更加垂直化，与当地龙头装企合作，形成“1+1＞2”的聚合效应。稀缺的装企资源和多品类优势构筑较强壁垒。2）欧铂丽：对中端、年轻化消费需求精准覆盖，并对中小品牌进行降维打击。经营策略逐渐理顺，品牌有望迎来发展拐点。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 20.59/23.94/27.45 亿元，对应 EPS 为 4.91/5.70/6.53 元，当前股价对应 PE 为 23.02/19.80/17.27 倍，维持“买入”评级。

3.2.3、 裕同科技：多元业务稳拓展，静待 5G 东风来

裕同科技主要从事中高端纸包装产品的研发、生产与销售，客户覆盖消费类电子、烟酒、日化大健康、化妆品、食品等多行业，是国内领先的包装整体方案解决商。

5G 换机拐点叠加智能家居、智能穿戴兴起，3C 包装业务有望重回较快增长

2020 年 4 月，国内手机出货量当月同比增长 14.2%，其中 5G 手机提供主要增量，当月 5G 手机出货量占比达到 39%，5G 换机潮拐点迹象已逐步显现。参考 3G/4G 换机周期，5G 手机放量有望给相关产业链带来 2-3 年的景气周期。公司国际大客户订单份额稳定，国内客户逐步拓展。2020H2 伴随 5G 建设进一步完善，A 客户发布 5G 新机型等事件催化，公司 5G 手机相关订单放量可期。此外，智能家居和智能穿戴设备带来增量空间，公司 3C 包装业务有望重回较快增长。

非 3C 包装业务多元拓展，订单逐步释放提供业绩增长新动力

酒包业务，公司持续开拓中高端酒企，已成功切入贵州茅台等高端白酒企业，订单放量在即；烟标业务，招标市场机制优化，公司收购武汉艾特，增速有望进一步加快；日化包装方面，公司已成功导入玫琳凯、联合利华等客户；环保纸塑方面，公司宜宾与海南工厂逐步落地，生产效率优于行业；云印刷方面，蓝海市场空间广阔，裕同云创优势显著。公司多元业务业绩逐步释放提供增长新动力。

原材料下行叠加产能利用效率提升、汇率风险敞口缩小，ROE 有望触底回升

公司近年 ROE 下滑主要由于：1）期间费用率增长和原材料价格波动影响销售净利率。2）上市后公司迎来了产能建设的高峰期，总资产较快增长而产能利用率和收入仍处于逐步提升的过程中，导致总资产周转率阶段性降低。受益于原材料价格下行，产能利用效率提升和汇率风险敞口减小，公司 ROE 有望触底回升。

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 11.89/14.52/17.21 亿元，对应 EPS 分别为 1.36/1.66/1.96 元，当前股价对应 PE 为 20.03/16.40/ 13.84 倍，给予“买入”评级。

3.2.4、 中顺洁柔：兼具生活用纸行业需求韧性和强劲内生成长动力

中顺洁柔是国内中高端生活用纸龙头企业。公司的产品研发能力和产品品质领先行业，未来在渠道建设、产能投放和品类拓展上的红利仍有较大释放空间，业绩兼具需求韧性和长期成长性，看好公司继续向生活用纸巨头迈进。

生活用纸行业兼具长期成长和需求韧性，集中度有望继续提升

2018 年我国生活用纸市场规模达到 1168 亿元，近 6 年行业增速均高于 4%。经济发展、人口增长、健康消费意识增强、原料及品类结构优化等因素驱动生活用纸行业量价齐升。并且生活用纸属于日用必需品兼具较强的需求韧性。根据产量口径估算，2018 年我国生活用纸行业 CR4 约为 45%。未来，在环保监管趋严、落后产能出清、中高端纸品需求提升等因素的驱动下，行业集中度有望继续提升。

产品优质，渠道扩张，营销升级，驱动公司快速发展

1）产品：公司中高端产品功能多样化，精准定位高端差异化人群。拓展中低端品牌“太阳”进一步覆盖中低端市场。研发能力领先行业，不断推陈出新，加速卫生巾等新品类拓展；2）渠道：传统渠道稳步发展，GT 渠道仍有较大下沉空间，KA 和 EC 渠道占比快速提升，AFH 渠道发展潜力可期。新兴渠道积极布局，2018 年底公司开始拓展母婴、新零售等新兴渠道。3）营销：2015 年公司引入专业销售团队，并接连推出激励方案提高团队积极性。线上线下营销方法丰富多样。

产能全国化布局初步成型，浆价短期有望维持低位

公司依托下属子公司江门中顺、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司，全面形成了覆盖华东、华南、华西、华北和华中五大区域的产能布局。由于供给端海外产能收缩有限，国内港口库存维持高位，需求端国内纸品增速长期下行，短期疫情也对其余纸类需求产生抑制，浆价短期回升动力有限。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 7.68/9.06/10.82 亿元，对应 EPS 为 0.59/0.69/0.83 元，对应 PE 为 34.34/29.11/ 24.37 倍，维持“买入”评级。我们认为公司估值仍有提升空间：1）与行业可比公司相比，中顺洁柔仍处于较快增长阶段，依靠渠道建设、产能投放和品类拓展，预计公司未来增速仍将显著高于行业平均水平，有望享受估值溢价。2）在当前市场流动性较宽裕，但整体盈利能力下降的情况下，业绩韧性突出且具备长期成长性的优质龙头公司有望进一步提升估值水平，**维持“买入”评级。**

4、 行业数据更新：木浆价格维持低位，文化纸继续修复

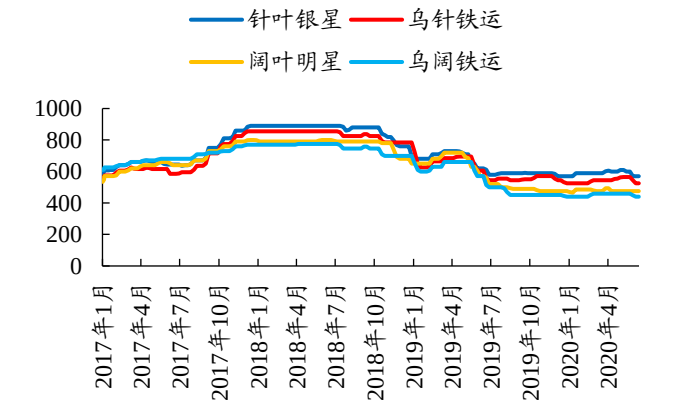
4.1、 造纸板块数据更新：文化纸、包装纸价格继续修复

4.1.1、 纸浆市场数据：木浆价格持续低迷，国内港口木浆库存有所回升

本周进口木浆价格均持平上周。针叶银星报 570 美元/吨，持平上周；乌针铁运报 525 美元/吨，持平上周；阔叶明星报 475 美元/吨，持平上周；乌阔铁运报 440 美元/吨，持平上周。

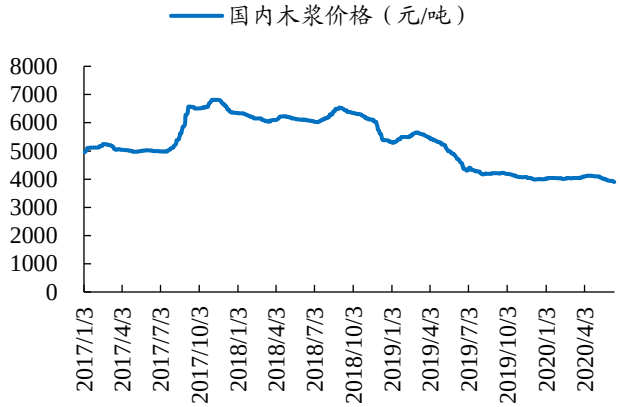
国内木浆整体价格自 2019 年 7 月起维持低位，较上周有所下跌。本周国内木浆均价为 3900 元/吨，较上周下降 0.57%。

图13：进口针叶浆及阔叶浆价格仍处于低位（美元/吨）



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

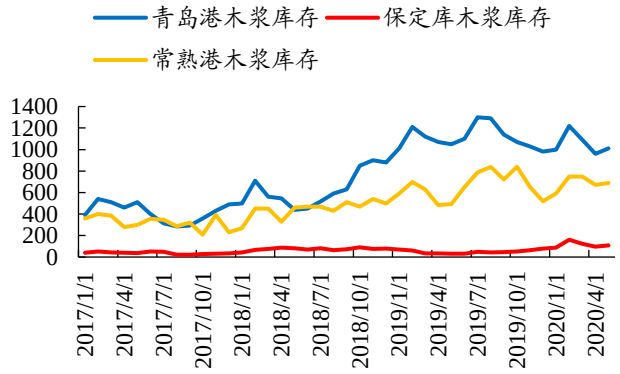
图14：国内木浆价格维持低位（元/吨）



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

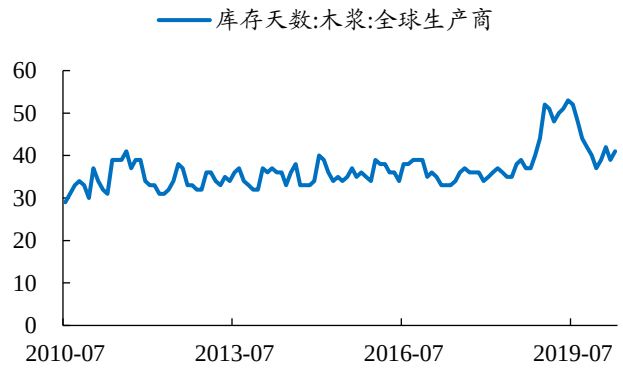
2020 年 5 月，国内港口木浆库存有所回升，仍处于近 3 年高位。2020 年 5 月，青岛港/保定库/常熟港木浆库存分别为 1010/109.38/690 千吨，相较 4 月有所回升，仍处于近 3 年高位。2020 年 4 月，全球生产商木浆库存天数为 41 天，相较 3 月有所回升。

图15：2020 年 5 月国内港口木浆库存有所回升（千吨）



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图16：2020 年 4 月全球生产商木浆库存天数回升（天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、 相关纸类价格数据：文化纸、包装纸价格环比继续上涨

本周双铜纸均价 5170 元/吨，较上周上涨 0.70%；本周双胶纸均价为 5378 元/吨，较上周上涨 0.61%。

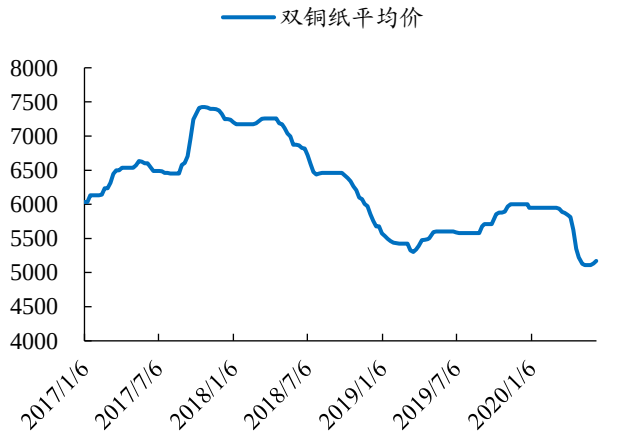
本周白板纸均价为 3710 元/吨，较上周上涨 0.68%；本周白卡纸均价为 5360 元/吨，较上周下降 1.35%。

本周箱板纸均价为 3893 元/吨，较上周上涨 1.12%；本周瓦楞纸均价为 3245 元/吨，较上周上涨 1.80%。

本周国产废纸均价为 1943 元/吨，较上周上涨 0.67%；本周美废 8#均价为 162.5 美元/吨，与上周持平，美废 11#均价为 138.5 美元/吨，较上周下降 25.74%。

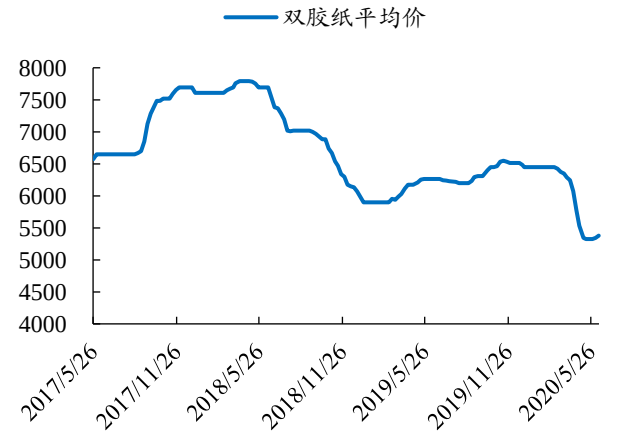
本周生活用纸均价为 6036 元/吨，较上周下降 2.01%；2020 年 5 月中国生活用纸企业库存为 405.6 千吨，同比下降 11.09%，较上月上升 17.53%。

图17：本周双铜纸均价较上周上涨 0.70%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图18：本周双胶纸均价较上周上涨 0.61%



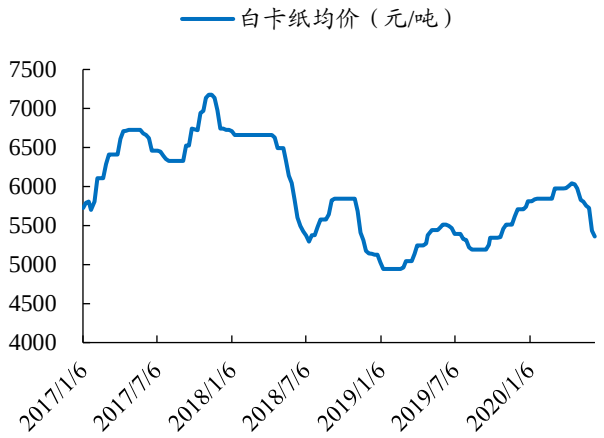
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图19：本周白板纸均价较上周上涨 0.68%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图20：本周白卡纸均价较上周下降 1.35%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图21：本周箱板纸均价较上周上涨 1.12%



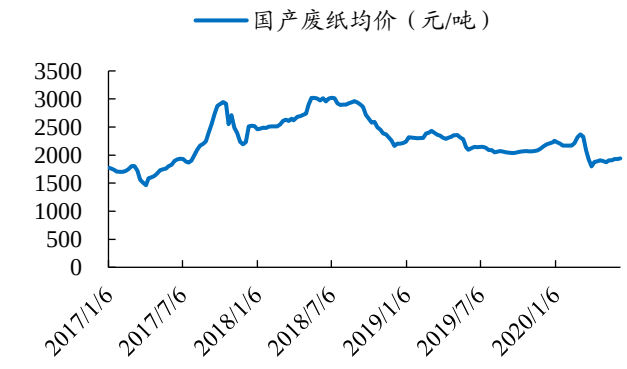
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图22：本周瓦楞纸均价较上周上涨 1.80%



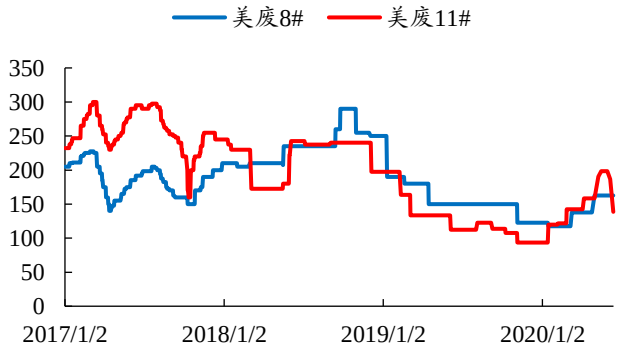
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图23：本周国产废纸均价较上周上涨 0.67%



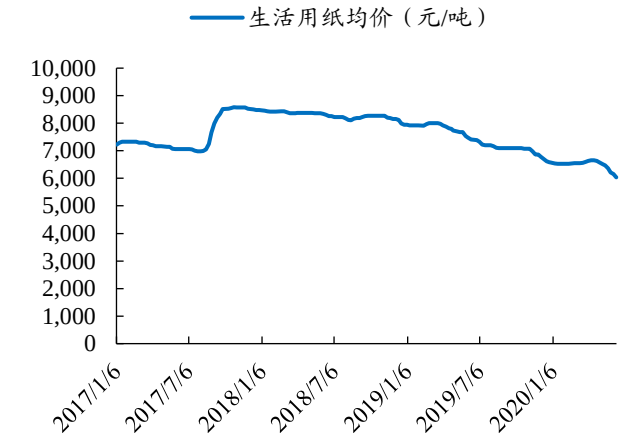
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图24：本周美废 11#较上周下降 25.74%



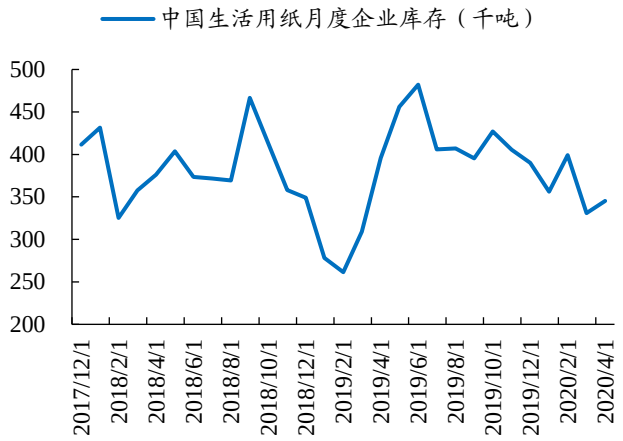
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图25：本周生活用纸均价较上周下降 2.01%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图26：2020 年 5 月国内生活用纸企业库存上升

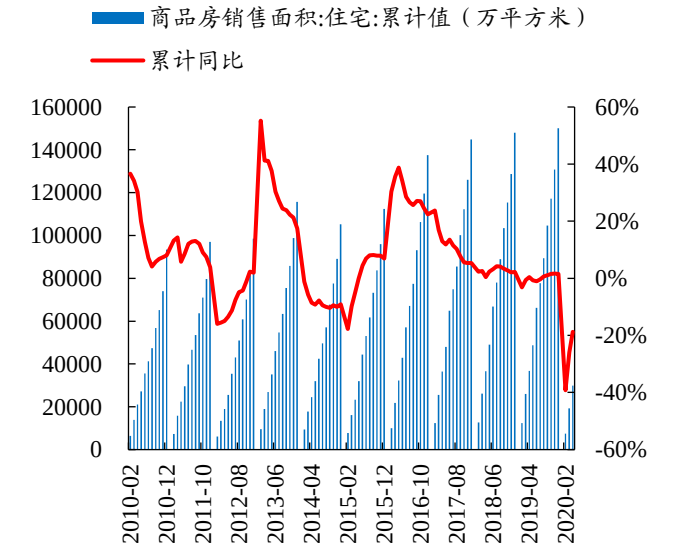


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

4.2、 家居板块数据更新：2020 年 4 月家居社零、地产数据持续回暖

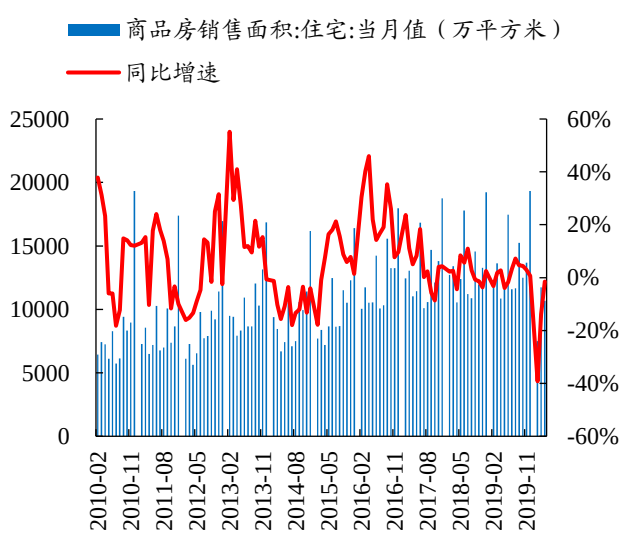
2020 年 1-4 月商品房住宅销售面积累计同比下降 18.7%，降幅相较 1-3 月收窄 7.2pct；**2020 年 4 月商品房住宅销售面积当月同比下降 1.49%，**降幅相较 3 月缩小 12.36pct

图27：2020 年 1-4 月商品房住宅销售面积累计同比下降 18.7%，降幅相较 1-3 月收窄



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

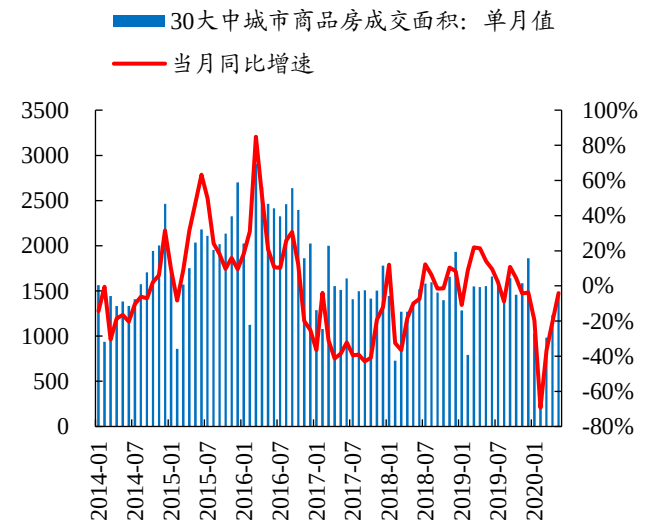
图28：2020 年 4 月商品房住宅当月销售面积同比下降 1.49%，降幅相较 3 月明显缩小



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

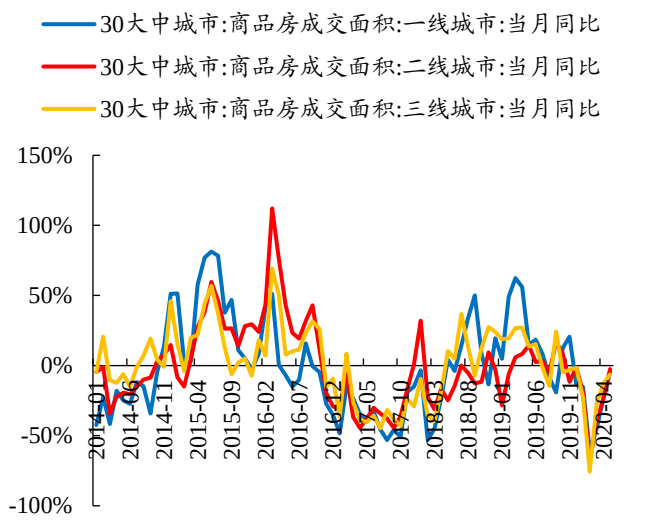
2020 年 5 月，30 大中城市商品房成交面积合计为 1,488.10 万平方米，同比下降 4.12%，降幅较上月缩小 15.87 pct；其中，一线/二线/三线城市商品房成交面积当月同比分别下降 4.46%/2.38%/6.30%，降幅分别较上月缩小 18.88pct/20.92pct/6.35pct。

图29：2020 年 5 月，30 大中城市商品房成交面积同比下降 4.12%（万平方米）



数据来源：Wind、开源证券研究所

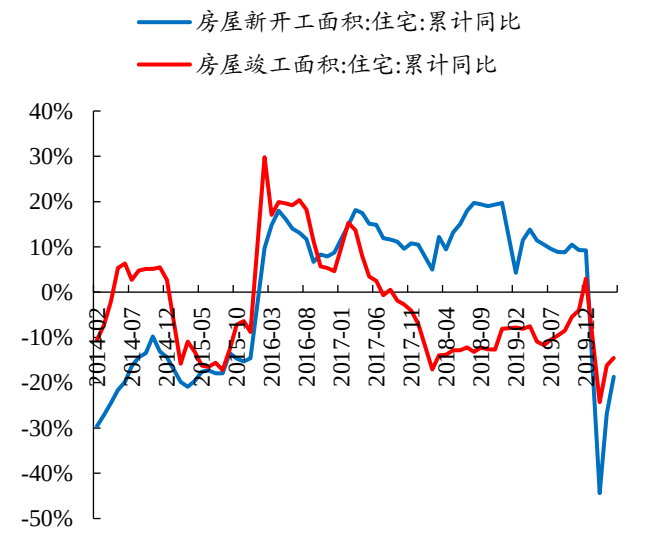
图30：2020 年 5 月，30 大中城市中，二三线城市成交同比增速降幅环比均有所收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

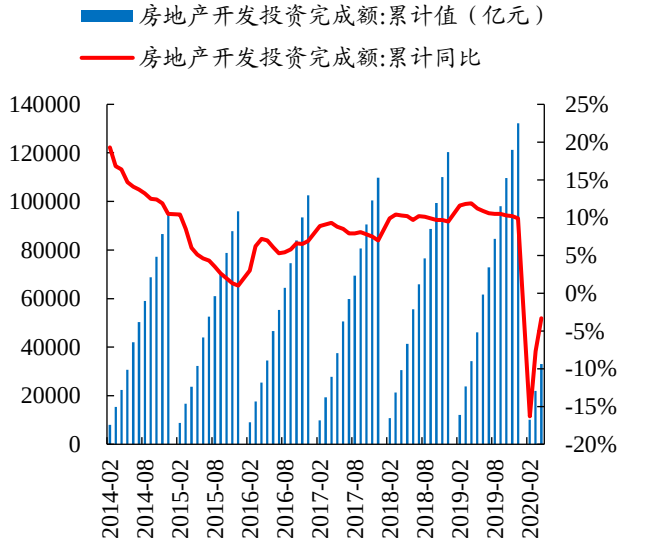
2020 年 1-4 月住宅竣工/新开工面积累计同比分别下降 14.5%/18.7%，降幅分别较 1-3 月缩小 1.7pct/8.2pct。2020 年 1-4 月房地产开发投资完成额为 33103 亿元，累计同比下降 3.3%，降幅相较 1-4 月缩小 4.4pct。

图31：2020 年 1-4 月住宅竣工累计同比下降 14.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

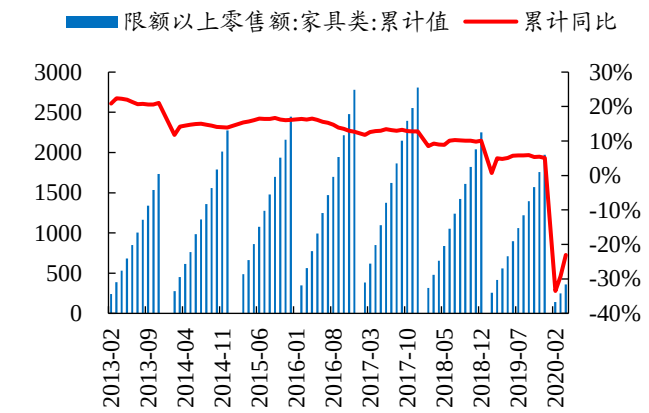
图32：2020 年 1-4 月房地产开发投资累计同比下降 3.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

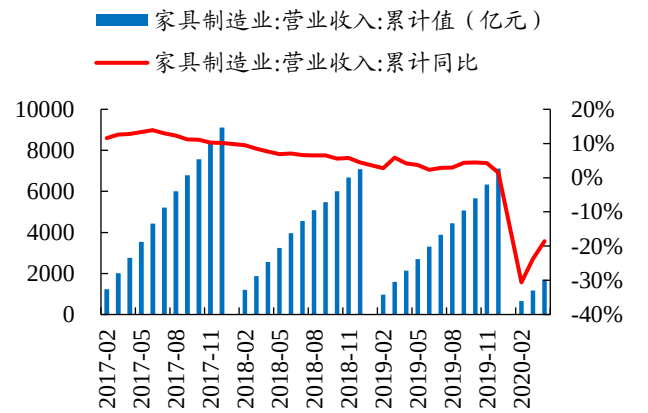
2020 年 1-4 月限额以上家具类零售额累计为 359 亿元，累计同比下降 23.1%，降幅相较 1-3 月缩小 6.2pct，其中 4 月家具类零售额 115 亿元，同比下降 5.4%。2020 年 1-4 月家具制造业营业收入为 1698.2 亿元，累计同比下降 18.6%。

图33：2020 年 1-4 月限额以上家具类零售额累计同比下降 23.1%（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

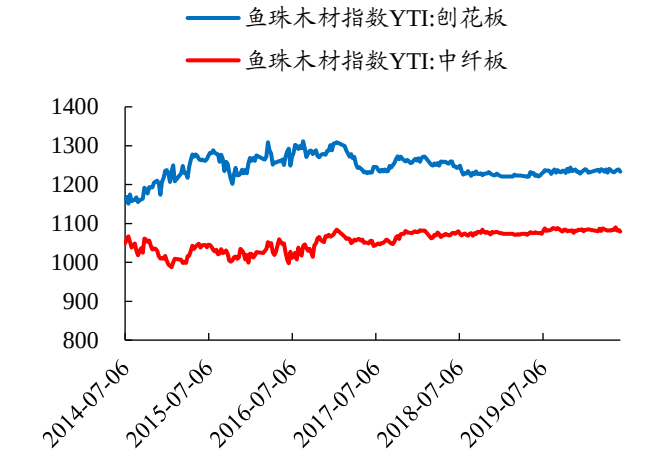
图34：2020 年 1-4 月家具制造业营业收入累计同比下降 18.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

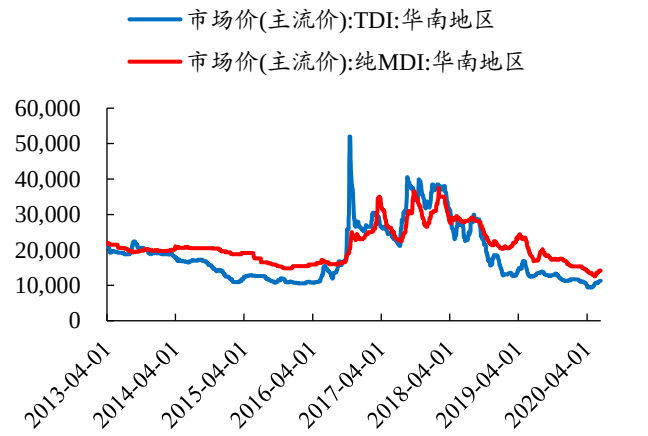
本周刨花板/中纤板价格指数分别为 1233.29/1079.20，分别较上周变动-0.42%/-0.39%。本周 TDI 华南地区市场主流价格日均价为 11300 元/吨，较上周上涨 2.17%；MDI 华南地区市场主流价格日均价为 14200 元/吨，较上周上涨 1.14%。

图35：本周刨花板价格下降 0.42%，中纤板价格下降 0.39%（以 2010 年 6 月价格为 1000）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：本周 TDI 价格上涨 2.17%，MDI 价格上涨 1.14%（元/吨）



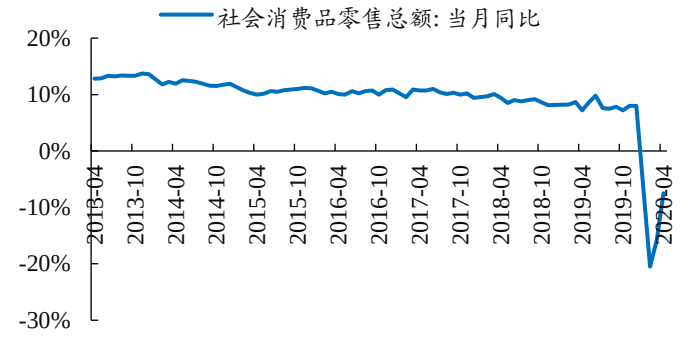
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、 轻工相关消费数据更新：日用品及文化办公用品体现较强韧性

2020 年 1-4 月，社会消费品零售累计总额 106758 亿元，累计同比减少 16.20%。其中 4 月社会消费品零售额当月值为 28178 亿元，当月同比下降 7.5%。

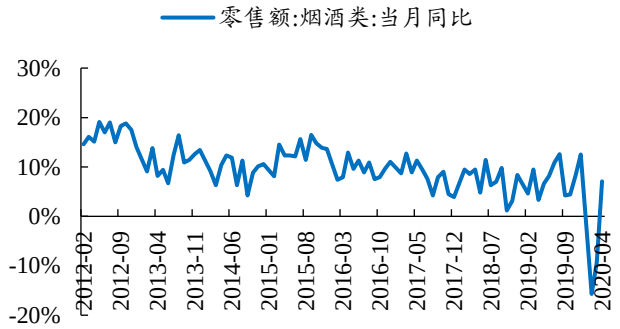
2020 年 4 月限额以上零售企业零售额中，烟酒类零售额当月同比增加 7.10%；日用品类零售额当月同比增加 8.30%，文化办公用品类当月同比增加 6.50%。

图37：4 月社消零售总额当月同比下降 7.5%



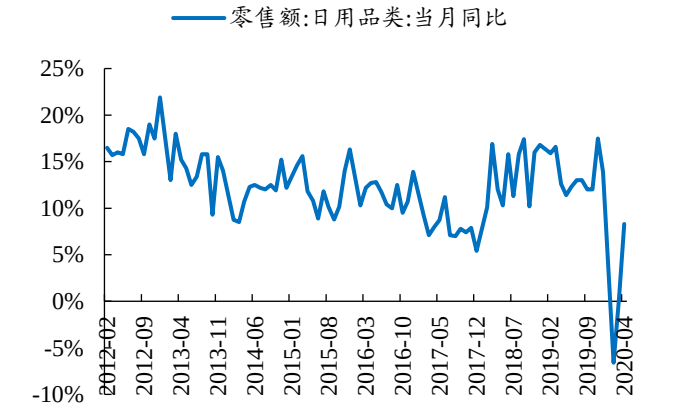
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：4 月限额以上烟酒类零售额恢复正增长



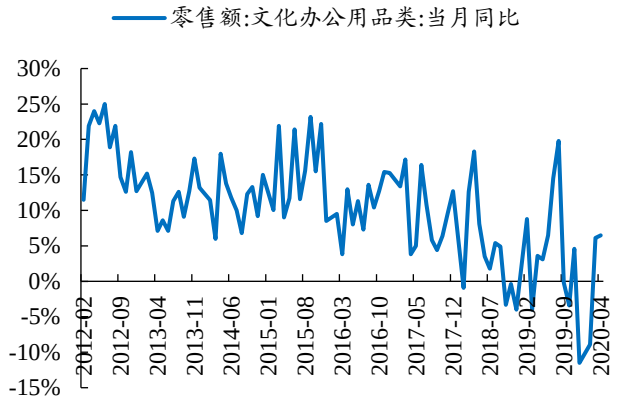
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：4 月限额以上零售额日用品类增速显著回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

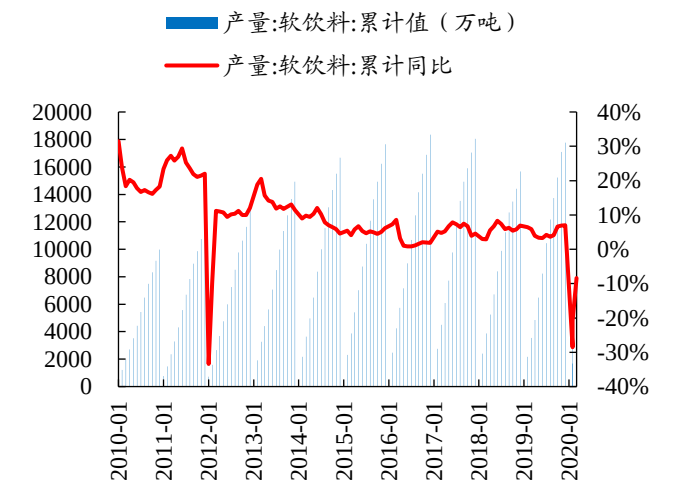
图40：4 月限额以上文化办公用品类增速显著回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

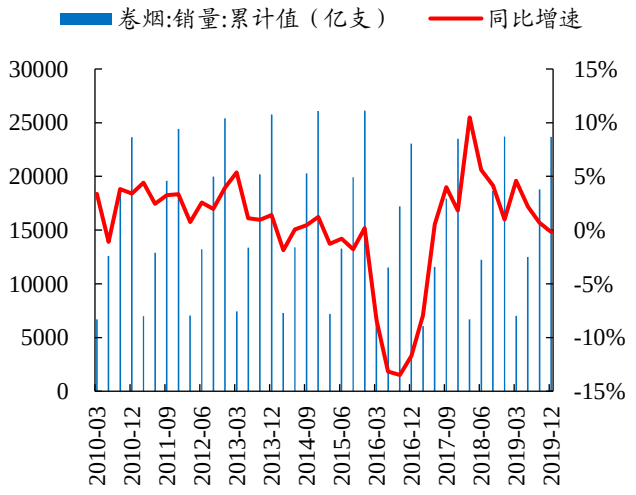
2020 年 1-4 月软饮料累计产量 4446 万吨，累计同比下降 8.43%。2019 年 1-12 月卷烟销量累计 23676.35 亿支，同比下降 0.17%。

图41：2020 年 1-4 月软饮料累计产量同比下降 8.43%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2019 年 1-12 月卷烟销量同比下降 0.17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 年内重点限售股解禁公司时间表

表3：年内重点限售股解禁公司时间表

					变动前(万股)			变动后(万股)			
代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁收益率(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	解禁股份类型
603429.SH	集友股份	2020-02-03	12,066.60		26,611.93	12,685.40	47.67	26,611.93	24,752.00	93.01	首发原股东限售股份
603208.SH	江山欧派	2020-02-10	5,000.00		8,081.61	3,081.61	38.13	8,081.61	8,081.61	100.00	首发原股东限售股份
300616.SZ	尚品宅配	2020-03-09	5,977.86		19,867.86	6,911.04	34.79	19,867.86	12,888.90	64.87	首发原股东限售股份
002853.SZ	皮阿诺	2020-03-11	3,719.36		15,534.15	5,803.07	37.36	15,534.15	5,803.07	37.36	首发原股东限售股份
600567.SH	山鹰纸业	2020-03-17	1,075.60		459,549.29	458,473.69	99.77	459,549.29	459,549.29	100.00	股权激励一般股份
603221.SH	爱丽家居	2020-03-23	6,000.00	44.03	24,000.00	0.00	0.00	24,000.00	6,000.00	25.00	首发一般股份,首发机构配售股份
603833.SH	欧派家居	2020-03-30	32,558.38		42,017.14	9,458.76	22.51	42,017.14	42,017.14	100.00	首发原股东限售股份
603385.SH	惠达卫浴	2020-04-07	10,566.95		36,939.64	26,372.69	71.39	36,939.64	36,939.64	100.00	首发原股东限售股份
002585.SZ	双星新材	2020-04-20	1,668.39	-37.63	115,627.81	86,311.14	74.65	115,627.81	87,979.53	76.09	定向增发机构配售股份
002951.SZ	金时科技	2020-04-27	2,666.67		40,500.00	4,500.00	11.11	40,500.00			首发原股东限售股份
600793.SH	宜宾纸业	2020-05-11	2,106.00	-24.82	12,636.00	10,530.00	83.33	12,636.00			定向增发机构配售股份
603180.SH	金牌厨柜	2020-05-12	4,858.35		6,721.59	1,841.65	27.40	6,721.59			首发原股东限售股份
002803.SZ	吉宏股份	2020-05-18	2,539.37		22,259.37	11,800.66	53.01	22,259.37			定向增发机构配售股份
600963.SH	岳阳林纸	2020-05-18	35,457.40	-20.50	139,773.31	104,315.91	74.63	139,773.31			定向增发机构配售股份
603326.SH	我乐家居	2020-06-16	15,963.36		22,623.00	6,436.64	28.45	22,623.00			首发原股东限售股份
603863.SH	松炀资源	2020-06-22	5,717.00		20,589.40	5,147.40	25.00	20,589.40			首发原股东限售股份
603801.SH	志邦家居	2020-06-30	10,748.46		22,333.34	10,980.97	49.17	22,333.34			首发原股东限售股份
600337.SH	美克家居	2020-07-13	414.00		177,091.27	172,831.12	97.59	177,091.27			股权激励限售股份

					变动前(万股)			变动后(万股)	
603687.SH	大胜达	2020-07-27	9,178.80		41,083.07	5,000.00	12.17	41,083.07	首发原股东限售股份
603429.SH	集友股份	2020-07-27	1,859.93	65.68	27,159.93	24,752.00	91.13	27,159.93	定向增发机构配售股份
603992.SH	松霖科技	2020-08-26	380.00		40,100.99	4,100.00	10.22	40,100.99	首发原股东限售股份
603326.SH	我乐家居	2020-09-10	194.00		22,623.00	6,436.64	28.45	22,623.00	股权激励限售股份
600337.SH	美克家居	2020-09-14	3,846.15	-14.77	177,091.27	172,831.12	97.59	177,091.27	定向增发机构配售股份
002301.SZ	齐心集团	2020-10-22	9,221.90	59.46	73,402.01	64,047.85	87.26	73,402.01	定向增发机构配售股份
603610.SH	麒盛科技	2020-10-29	5,041.20		15,033.27	3,758.32	25.00	15,033.27	首发原股东限售股份
002191.SZ	劲嘉股份	2020-11-03	18,878.72	14.48	146,487.05	127,228.21	86.85	146,487.05	定向增发机构配售股份
002084.SZ	海鸥住工	2020-11-10	682.78	-38.92	50,639.26	49,061.09	96.88	50,639.26	定向增发机构配售股份
002240.SZ	威华股份	2020-11-16	4,463.95	-45.76	74,393.41	49,060.93	65.95	74,393.41	定向增发机构配售股份
603661.SH	恒林股份	2020-11-23	7,125.00		10,000.00	2,875.00	28.75	10,000.00	首发原股东限售股份
300729.SZ	乐歌股份	2020-12-01	6,042.00		8,723.08	2,515.59	28.84	8,723.08	首发原股东限售股份

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 沪深股通数据更新：近 10 日北向资金增持索菲亚、中顺洁柔、顾家家居

表4：近 10 日北向资金增持索菲亚、中顺洁柔、顾家家居；减持奥瑞金

证券代码	证券简称	沪深股通持股市值（亿元）	沪深股通持股占总股本比例	持股比例近 10 日变动	持股比例近 30 日变动	持股比例近 60 日变动
002572.SZ	索菲亚	43.02	20.90%	0.88%	4.46%	5.41%
603833.SH	欧派家居	28.72	6.06%	0.16%	0.87%	1.70%
002511.SZ	中顺洁柔	20.27	7.69%	0.39%	0.23%	-0.59%
603899.SH	晨光文具	13.78	2.82%	0.15%	-0.33%	-0.05%
603816.SH	顾家家居	10.11	3.90%	0.29%	1.13%	1.07%
300616.SZ	尚品宅配	3.90	3.05%	-0.02%	0.02%	0.20%
002078.SZ	太阳纸业	3.60	1.51%	0.09%	0.20%	-0.13%
002867.SZ	周大生	3.24	1.98%	-0.07%	0.77%	1.49%
002831.SZ	裕同科技	3.17	1.33%	0.07%	0.16%	0.23%
002191.SZ	劲嘉股份	2.71	2.13%	-0.13%	-0.25%	-0.38%
000910.SZ	大亚圣象	2.55	2.92%	0.15%	-0.22%	-0.32%

证券代码	证券简称	沪深股通持股市值（亿元）	沪深股通持股占总股本比例	持股比例近 10 日变动	持股比例近 30 日变动	持股比例近 60 日变动
600612.SH	老凤祥	2.01	1.36%	0.34%	0.35%	0.38%
002798.SZ	帝欧家居	1.73	1.38%	0.14%	-0.93%	-0.54%
600210.SH	紫江企业	1.43	2.20%	0.05%	0.44%	0.58%
603008.SH	喜临门	1.32	2.98%	-0.24%	0.38%	0.42%
600337.SH	美克家居	1.15	1.26%	0.03%	0.85%	0.90%
002701.SZ	奥瑞金	1.15	1.23%	-1.18%	-0.82%	-0.17%
000488.SZ	晨鸣纸业	1.05	1.31%	-0.09%	0.05%	-0.16%
603898.SH	好莱客	1.00	2.19%	0.19%	0.37%	0.44%
603801.SH	志邦家居	0.99	1.76%	-0.06%	-0.49%	-2.39%

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：持股市值及持股变动比例计算基数以 2020 年 6 月 12 日收盘数据为准。

7、 风险提示

若新冠疫情缓解不及预期或将导致行业需求恢复继续滞后、全球经济陷入衰退导致部分家具出口型企业经营压力增大、行业价格战加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835