

强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
太阳纸业	002078.SZ	10.88	买入
博汇纸业	600966.SH	10.47	买入
顾家家居	603816.SH	57.14	买入
志邦家居	603801.SH	29.09	买入
欧派家居	603833.SH	126.22	买入
帝欧家居	002798.SZ	37.23	买入
盈趣科技	002925.SZ	73.72	买入
珀莱雅	603606.SH	173.00	买入
公牛集团	603195.SH	168.60	增持
晨光文具	603899.SH	60.60	买入

资料来源：万得，中银证券

以2020年07月13日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

房屋竣工面积回升

造纸涨价

新型烟草政策

相关研究报告

《地产与家具社零数据点评》20200615

《家居行业动态跟踪》20200527

《轻工制造行业2019年报和2020一季报综述》
20200509

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造

证券分析师：杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001

证券分析师：刘凯娜

(8621)20328510

kaina.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050001

轻工行业2020年中期策略

凭景气改善和竞争优势，把握确定性成长机会

轻工行业上半年市场对于疫情下的成长确定性给予充分的估值溢价。下半年，疫情的影响和国际贸易争端仍然存在，我们认为一方面应该继续把握景气改善的细分行业，另一方面，看好竞争实力突出的龙头企业扩份额的机会。

投资要点

■ 行业景气和竞争优势两条主线选择投资机会

下半年我们认为应当从两条主线选择投资机会，第一是需求放量带来的景气改善机会，看好房地产精装修、新型烟草相关产业链企业，重点关注帝欧家居、志邦家居、盈趣科技；第二是竞争优势显著的企业，看好家居、文具、造纸、化妆品、民用电工领域的优质公司，重点关注欧派家居、顾家家居、太阳纸业、博汇纸业、珀莱雅、公牛集团。各板块的推荐顺序家居、造纸、新型烟草、化妆品、民用电工、文具。

■ 造纸：企业库存开始回落，下半年景气有望回升

行业需求疫情缓解后有望实现复苏，企业库存6月份继续回落，废纸禁止进口进入最后阶段，存在涨价催化机会，下半年行业景气将回升；看好需求回暖确定性高的文化纸，格局改善的白卡纸，以及拥有原材料优势的综合纸企龙头。龙头公司的海外原材料布局优势将逐渐体现，持续享受超额利差。推荐太阳纸业、博汇纸业，关注山鹰纸业。

■ 家居：竣工复苏叠加疫情推延，下半年需求回暖确定性高

住宅竣工面积5月已经转正，回暖趋势延续，交房量的增加将对家居建材的需求形成拉动。工程渠道在精装修加速渗透下保持高成长，装配式建筑是高景气细分方向，看好帝欧家居、志邦家居，关注海鸥住工、惠达卫浴、江山欧派；而零售方面，竣工传导叠加上半年疫情影响的推延，我们估算对于零售端的销售带动幅度有望达到10-15%，疫情期间头部企业的竞争实力得以体现，看好家居龙头顾家家居、欧派家居、索菲亚、尚品宅配。

■ 新型烟草：HNB国内政策有望逐步放开

2019年全球加热不燃烧烟草制品销售额同比增长27.4%至152亿美元，7月初IQOS获得FDA的MTRP认证，作为烟草行业发展方向，加热不燃烧烟草国内市场逐步放开是大势所趋，我们认为国内政策将在技术和市场准备完善后逐步放开。看好盈趣科技、劲嘉股份，关注华宝股份、华宝国际、集友股份。

■ 消费类轻工：优选竞争优势个股

化妆品：国内化妆品行业自17年起保持高景气，国产品牌灵活机制使得电商战略领先，比较优势下存在成长机遇，看好综合化妆品平台珀莱雅、丸美股份，关注上海家化的管理改善机会；**民用电工**：转换器和墙壁开关具备必需属性，龙头通过配送访销建立起来的近百万终端分销门店网络具备强大壁垒，看好借助原有渠道拓展LED等新业务的公牛集团。

文具：疫情影响学生需求，但阳光采购政策下，办公集采维持高景气，消费升级促使文具价值重塑，领军企业在渠道、产品等优势下持续长大，长线看好龙头晨光文具；**生活用纸**：渗透率保持快速提升，浆价下跌带来短期业绩弹性，看好产品不断延伸、渠道优势显著的中顺洁柔；

评级面临的主要风险

■ 地产竣工不达预期；房地产调控进一步收紧；造纸新产能释放较多；宏观经济进一步下行，中美贸易摩擦反复；新型烟草政策低于预期。

目录

2020 年上半年回顾：确定性溢价明显	7
造纸：行业格局演变，看好白卡纸、文化纸龙头	10
家居：竣工修复叠加疫情回补，短看工程力，长看零售力	19
民用电工与照明：坚守护城河全面稳健的龙头	27
化妆品：零售复苏回暖，业绩有望修复	30
新型烟草：IQOS 获批 MRTP，国内 HNB 监管稳步推进	33
文具：办公直采高景气，消费升级促成长	36
风险提示	38

图表目录

图表 1. 轻工行业 19 年上半年反弹幅度排名靠后	7
图表 2. 文娱用品、其他家用轻工表现较好	7
图表 3. 轻工行业基金持仓情况	7
图表 4. 造纸、文娱用品有所增配	7
图表 5. 轻工板块合计收入同比增速状况	8
图表 6. 轻工各板块合计净利润同比增速状况	8
图表 7. 轻工行业市值分布	8
图表 8. 按市值平均分类对比	8
图表 9. 造纸行业公司估值国际对比	9
图表 10. 家居企业估值国际对比	9
图表 11. 箱板纸价格剧烈震荡	10
图表 12. 瓦楞纸价格剧烈震荡	10
图表 13. 铜版纸价格走势	10
图表 14. 双胶纸价格走势	10
图表 15. 白板纸价格走势	10
图表 16. 白卡纸价格走势	10
图表 17. 美废价格走势	11
图表 18. 国废价格走势	11
图表 19. 机制纸及纸板产量有所复苏	11
图表 20. 行业收入回落	11
图表 21. 漂针浆外盘价格	12
图表 22. 漂阔浆外盘价格	12
图表 23. 全球化学商品浆 19 年用量变化及同比	12
图表 24. 中国木浆进口量变化	12
图表 25. 国内港口库存高位有所回落	12
图表 26. 全球木浆生产商库存回落	12
图表 27. 全球木浆发运量有所回升	13
图表 28. 全球木浆供需统计与预测	13
图表 29. 国际纸浆新增产能放缓	13
图表 30. 分浆种新增产能情况	13
图表 31. 废纸进口量每年减少	14
图表 32. 废纸进口额度逐年缩减	14
图表 33. 图书印刷稳健增长	14

图表 34. 双胶纸需求较为稳健.....	14
图表 35. 文化纸企业库存有所回落.....	15
图表 36. 文化纸企业开工率有所回升	15
图表 37. 双胶纸行业集中度不断提升	15
图表 38. 双胶纸 20 年新增产能有限	15
图表 39. 白卡纸开工率维持高位	16
图表 40. 白卡纸企业库存天数有所下降	16
图表 41. 白卡纸新增产能不多.....	16
图表 42. 白卡纸需求保持增长.....	16
图表 43. 白卡纸行业集中度.....	16
图表 44. 箱板纸产销量 19 年有恢复	17
图表 45. 瓦楞纸产量 19 年有恢复.....	17
图表 46. 箱板纸新增产能减少.....	17
图表 47. 箱板瓦楞纸企业开工率有所回升.....	17
图表 48. 废纸库存天数处于低位	17
图表 49. 瓦楞箱板纸库存天数处于低位	17
图表 50. 生活用纸消费量对比.....	18
图表 51. 生活用纸消费量历史走势.....	18
图表 52. 北美生活用纸价格走势和浆价对比	18
图表 53. 生活用纸消费量历史走势.....	18
图表 54. 家具行业营收和净利润增速变动情况	19
图表 55. 家具行业盈利能力变动情况	19
图表 56. 家具各分类营收增长状况.....	19
图表 57. 家具各分类归母净利润增长状况.....	19
图表 58. 定制家具单季度营收同比增速变化	19
图表 59. 定制家具单季度归母净利润同比增速变化	19
图表 60. 其它家具单季度营收同比增速变化	20
图表 61. 其它家具单季度归母净利润同比增速变化	20
图表 62. 新开工面积当月保持增长.....	20
图表 63. 新开工累计面积保持增长.....	20
图表 64. 近期住宅竣工面积当月同比增速拐点向上	21
图表 65. 近期住宅竣工面积累计同比增速拐点向上	21
图表 66. 近期住宅销售面积当月同比回正.....	21
图表 67. 近期住宅销售面积累计同比降幅收窄	21
图表 68. 家具板块估值与地产相关性较强.....	21

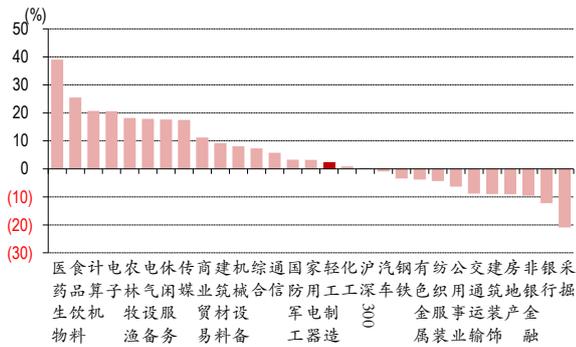
图表 69. 家具板块估值处于低位	21
图表 70. 我国精装房规模测算	22
图表 71. 2020 年我国部分省市地方政府新出台装配式建筑政策一览	23
图表 72. 整装卫浴住宅与经济型酒店市场空间持续扩张	23
图表 73. 整装卫浴市场规模同比增速维持高位	23
图表 74. 头部房企商品房销售面积增速快于全国平均	24
图表 75. 头部房企商品房销售面积份额集中度持续提升	24
图表 76. 橱柜店面数变化	25
图表 77. 衣柜店面数变化	25
图表 78. 2020 年我国部分定制家具企业跨界联合直播活动一览	25
图表 79. 2020 年我国部分定制家具企业邀请头部 KOL 或明星参与直播活动一览	25
图表 80. 2020 年我国部分定制家具企业直播活动及其效果一览	26
图表 81. 民用电工行业营收和净利润增速变动情况	27
图表 82. 民用电工行业盈利能力变动情况	27
图表 83. 民用电工行业单季度营收和净利润增速变动情况	27
图表 84. 民用电工行业单季度盈利能力变动情况	27
图表 85. 2019 年各企业出口业务营收占比	27
图表 86. 2020Q1 各企业业绩表现	27
图表 87. 我国插线板终端市场规模持续较高速增长	28
图表 88. 2017 年插线板各品牌终端销售份额	28
图表 89. 我国墙壁开关插座出厂端市场规模稳增长	28
图表 90. 2018 年墙壁开关插座各品牌出厂份额	28
图表 91. 我国 LED 通用照明市场规模持续增长	29
图表 92. 我国 LED 通用照明市场各品牌份额	29
图表 93. 化妆品行业营收和净利润增速变动情况	30
图表 94. 化妆品行业盈利能力变动情况	30
图表 95. 化妆品行业单季度营收和净利润增速变动情况	30
图表 96. 化妆品行业单季度盈利能力变动情况	30
图表 97. 化妆品当月社零增速回正	30
图表 98. 化妆品累计社零增速降幅缩减	30
图表 99. 全网平台美妆个护类销售额	31
图表 100. 2020 年 6.1-6.18 日天猫品牌旗舰店销售情况	31
图表 101. 个护类品牌销售额 TOP5	31
图表 102. 美妆类品牌销售额 TOP5	31
图表 103. 我国化妆品企业 PE (TTM) 走向	32

图表 104. 海外化妆品巨头 PE (TTM) 走向.....	32
图表 105. 我国化妆品企业预测 PEG 走向	32
图表 106. 海外化妆品巨头预测 PEG 走向	32
图表 107. 全球加热不燃烧烟草制品销售额持续高增长.....	33
图表 108. 全球电子烟销售额加速增长.....	33
图表 109. 美国加热不燃烧烟草制品销售额高增长.....	33
图表 110. 美国电子烟销售额稳增长.....	33
图表 111. PMI HTUs 出货量维持高增速.....	34
图表 112. PMI 减害产品营收持续高增长.....	34
图表 113. IQOS 全球用户数持续攀升.....	34
图表 114. IQOS 市场份额上扬.....	34
图表 115. 2020 年雾化电子烟监管趋严.....	35
图表 116. 四川中烟加热不燃烧烟草首家线下体验店落户成都.....	35
图表 117. 2018 年企业电商采购最受关注品牌.....	36
图表 118. 晨光科力普营收持续高增长.....	36
图表 119. 齐心集团办公用品营收高增长.....	36
图表 120. 小学入学人数近年保持增长.....	37
图表 121. 晨光文具单价稳增长.....	37
附录图表 122. 报告中提及上市公司估值表.....	39

2020 年上半年回顾：确定性溢价明显

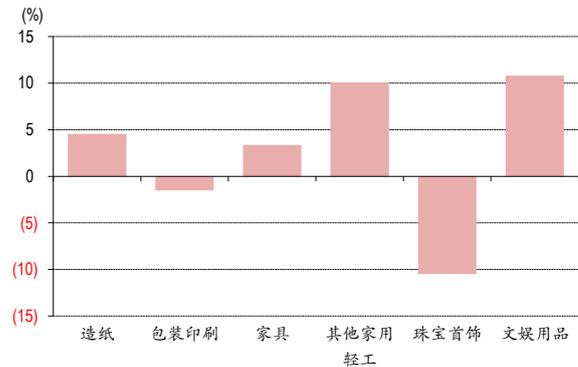
轻工行业 2020 年上半年按流通市值加权平均至今实现了 2.4% 的涨幅，在 31 个一级行业中排名 16，整体走势一般。细分板块中，疫情冲击和货币宽松下，市场对于确定性表现溢价，精装修家居建材所在的家用轻工板块，以及线上办公、游戏所在文具用品板块表现较好。

图表 1. 轻工行业 19 年上半年反弹幅度排名靠后



资料来源：万得，中银证券

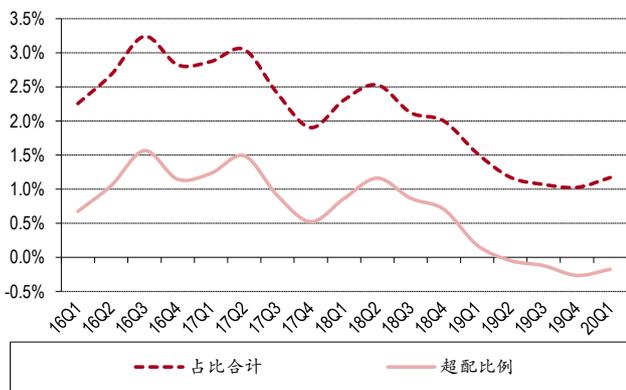
图表 2. 文娱用品、其他家用轻工表现较好



资料来源：万得，中银证券

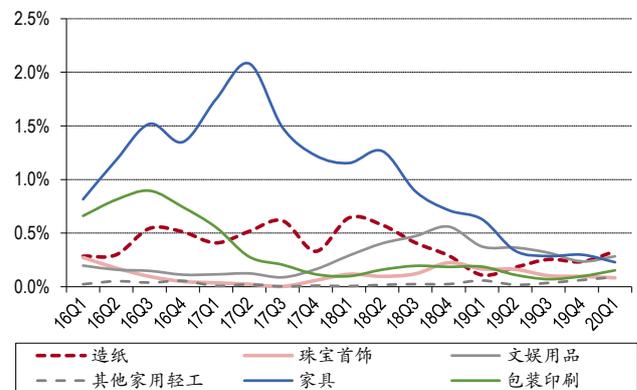
基金持仓方面，20Q1 有所增配，以筛选后的主动权益型基金统计，20Q1 持仓占比 1.17%，低配 0.23%。环比 19Q4 整体有所回升，其中造纸、文娱用品、其他家用轻工板块有所增配。

图表 3. 轻工行业基金持仓情况



资料来源：万得，中银证券，筛选后的主动权益基金重仓持股数据

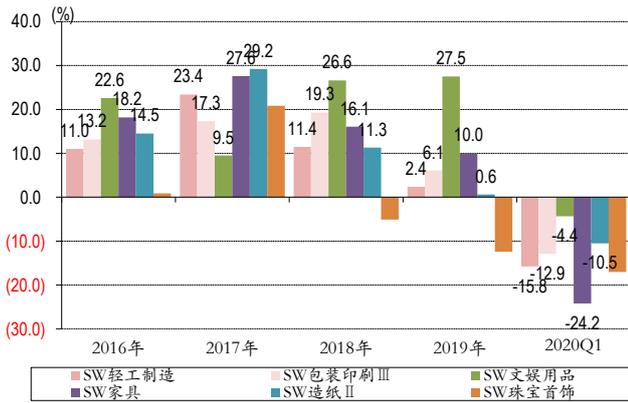
图表 4. 造纸、文娱用品有所增配



资料来源：万得，中银证券，筛选后的主动权益基金重仓持股数据

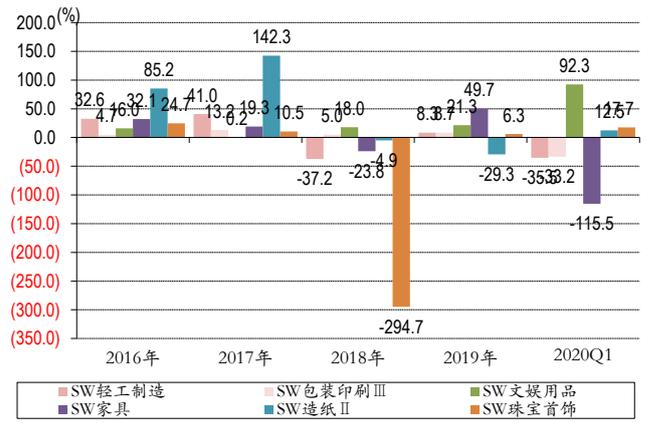
从业绩表现上看，20 年 Q1 受疫情影响，行业整体营收下滑 15.8%，各个板块均有下滑，其中造纸下滑 10.5%，包装下滑 12.9%，家具下滑 24.3%，文娱用品下滑 4.4%，表现最为稳健。盈利上看，行业整体下滑 35.5%，其中造纸由于成本下降，净利润同比增长 12.5%，文娱用品由于个别公司转型，净利润同比大幅增长 92.3%，家具板块由于线下流量锐减，净利润同比下降 115.5%，出现整体亏损，包装印刷需求下滑，盈利也下滑 33.2%。

图表 5. 轻工板块合计收入同比增速状况



资料来源：万得，中银证券

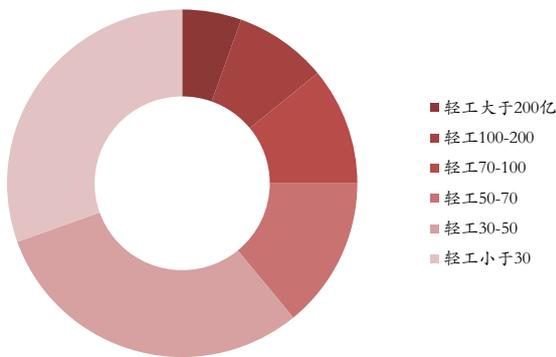
图表 6. 轻工各板块合计净利润同比增速状况



资料来源：万得，中银证券

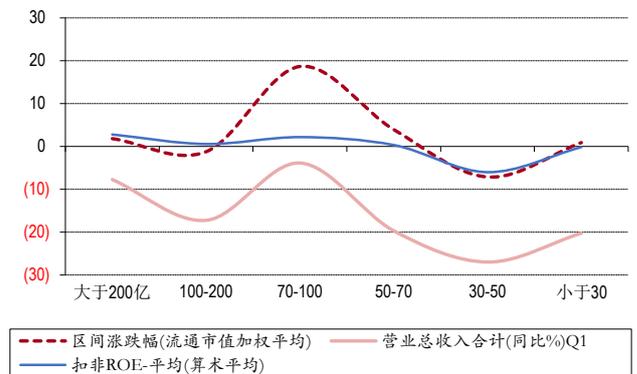
轻工行业今年上半年走势表现出明显的确定性溢价，以年初的市值分布划分，我们可以看到二级市场股价表现和 Q1 的营收增速显著正相关，表现最好的是 70-100 亿市值组，其营收在疫情影响期间表现最稳健，行业分布在精装修链条、白卡纸、在线办公、在线游戏等领域，其次是行业龙头白马。流动宽松背景下，市场对于疫情下的成长确定性给予充分的估值溢价，在全球疫情形势仍不明确的下半年，我们认为应该继续把握确定性成长机会，同时择机布局竞争优势明显的优质白马公司。

图表 7. 轻工行业市值分布



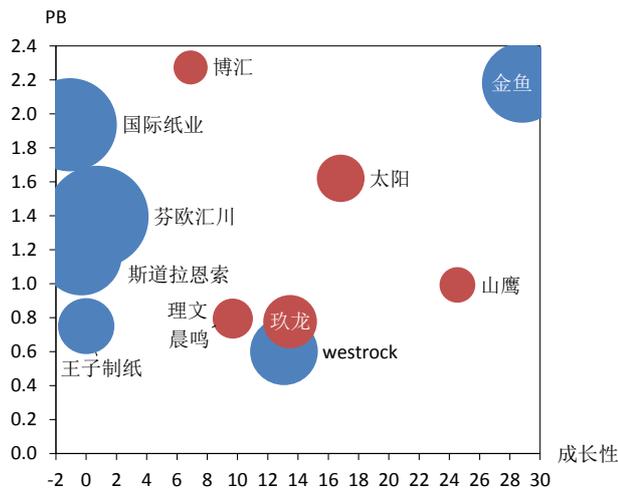
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 按市值平均分类对比



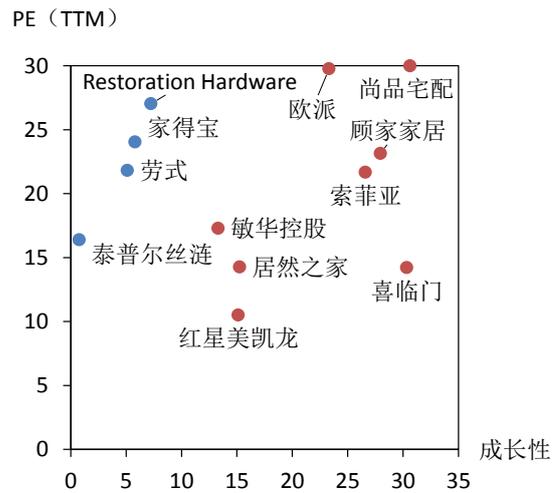
资料来源：万得，中银证券

图表 9.造纸行业公司估值国际对比



资料来源：万得，中银证券

图表 10.家居企业估值国际对比



资料来源：万得，中银证券

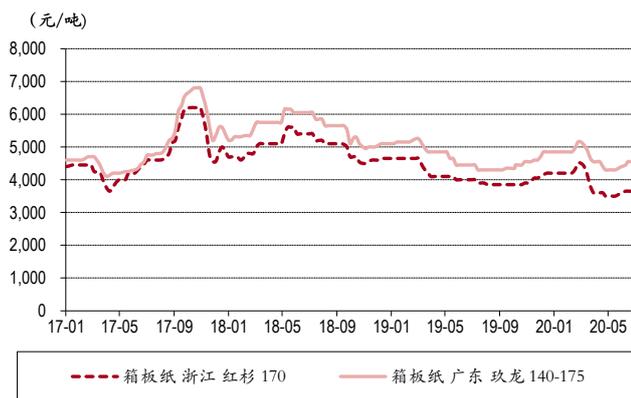
轻工行业下半年我们认为应当从两条线索选择投资机会，第一是需求放量带来的景气改善机会，看好房地产精装修、新型烟草产业链企业，第二是从竞争格局角度，选择家居、文具、工业用纸、生活用纸、化妆品中的优质龙头公司，在市场竞争中获取更大份额。

造纸：行业格局演变，看好白卡纸、文化纸龙头

20 年上半年基本面回顾：各纸种分化明显

上半年各纸种需求均受到了疫情影响，箱板瓦楞纸、白板纸，由于疫情的小区封闭措施，导致废纸原料回收不畅，春节后价格短暂上行，文化纸、白卡纸在节后价格短暂稳定后，分别于 4/5 月份出现明显下跌。

图表 11. 箱板纸价格剧烈震荡



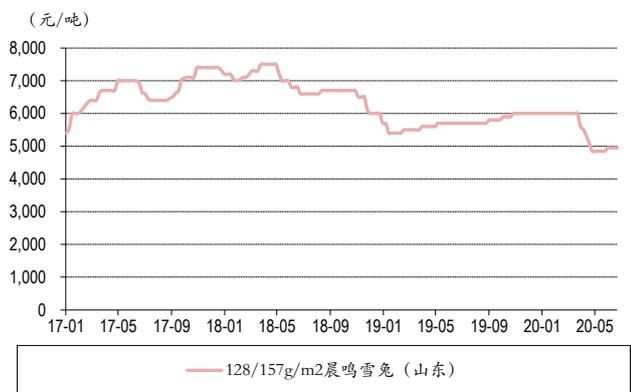
资料来源：卓创，中银证券

图表 12. 瓦楞纸价格剧烈震荡



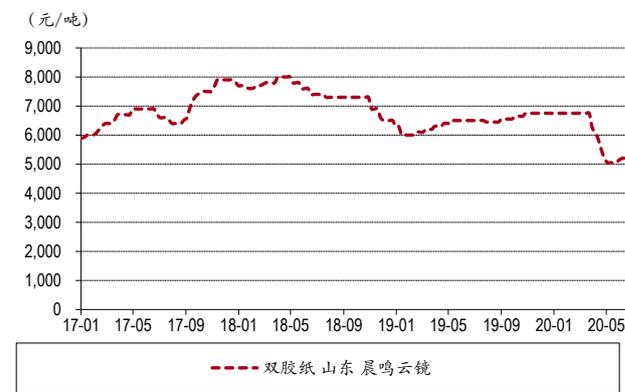
资料来源：卓创，中银证券

图表 13. 铜版纸价格走势



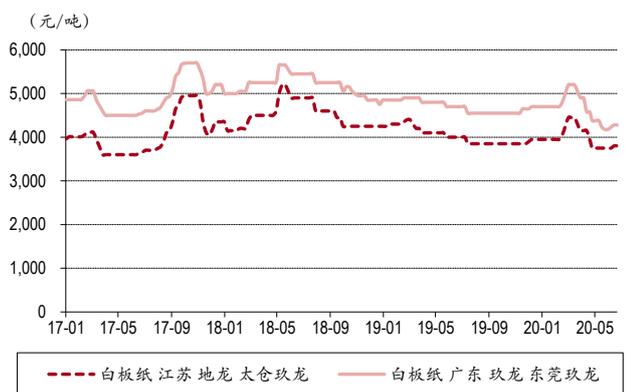
资料来源：卓创，中银证券，4 月份后采用市场价格

图表 14. 双胶纸价格走势



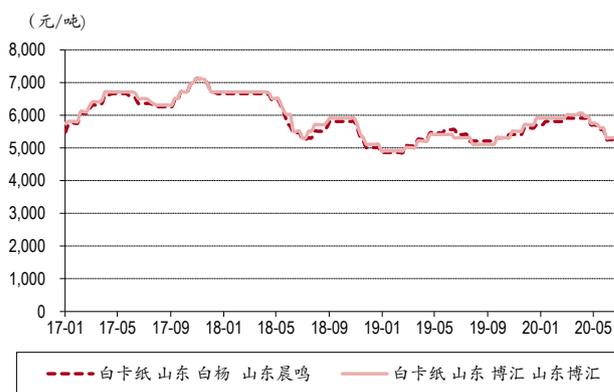
资料来源：卓创，中银证券，4 月份后采用市场价格

图表 15. 白板纸价格走势



资料来源：卓创，中银证券

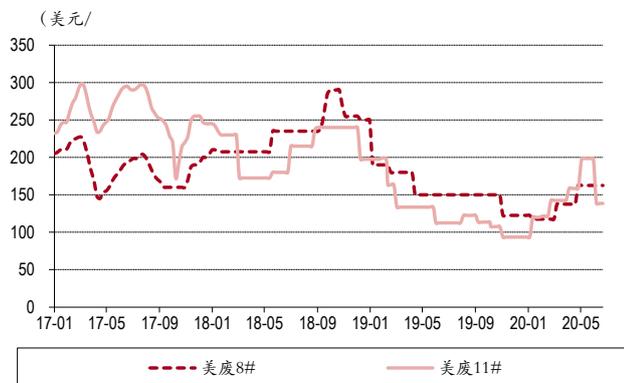
图表 16. 白卡纸价格走势



资料来源：卓创，中银证券

原材料方面，由于疫情对于全球需求的影响，国际木浆维持在低位徘徊状态，国废价格率先从疫情冲击中走出来，重新回到 2000 元附近。

图表 17. 美废价格走势



图表 18. 国废价格走势

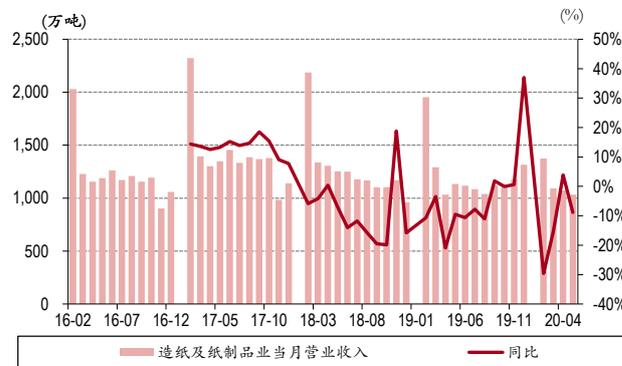


全国机制纸和纸板 19 年产量 1.252 亿吨，同比增加 3.5%，全年销量 1.251 亿吨，同比增加 8.0%，全年行业整体需求有恢复性增长。截止 20 年前 5 月，由于疫情对于经济、教学、办公活动的影响，行业产量下降 6.7%，同时由于纸价普遍回落，行业营业收入下降 11.5%，降幅大于产量。但部分由于疫情压制的经济活动相关需求下半年有望回补，下半年的需求状况将好于上半年。

图表 19. 机制纸及纸板产量有所复苏



图表 20. 行业收入回落



原材料：木浆价格触底，废纸短缺明年将凸显

纸浆方面，疫情对于全球木浆的供需层面都有影响，但需求受到的影响大于供给，因此浆价本来就在底部的情况下，继续维持低迷状态，目前的浆价已经击穿了 15%-20% 商品木浆产能的现金成本，下行的阻力在加大，疫情的持续时间对于后续浆价的走势起到关键影响。

图表 21. 漂针浆外盘价格



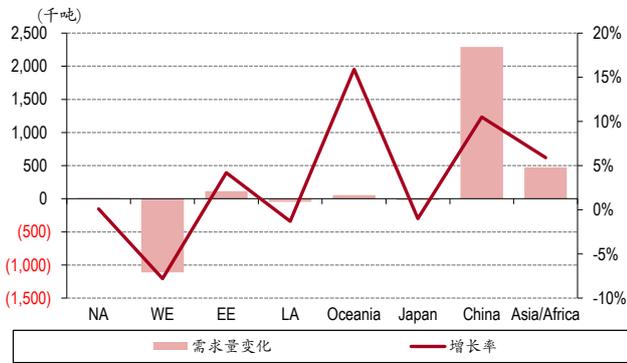
资料来源: 卓创, 中银证券

图表 22. 漂阔浆外盘价格



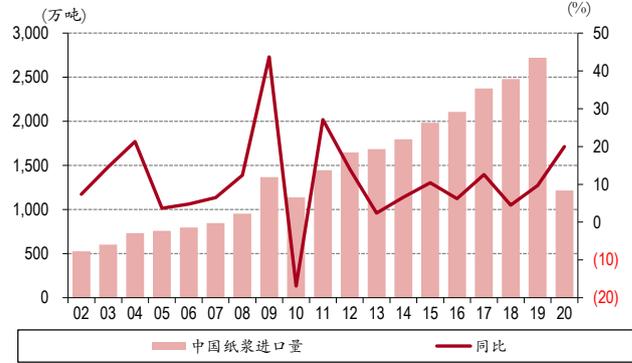
资料来源: 卓创, 中银证券

图表 23. 全球化学商品浆 19 年用量变化及同比



资料来源: PPPC, 中银证券

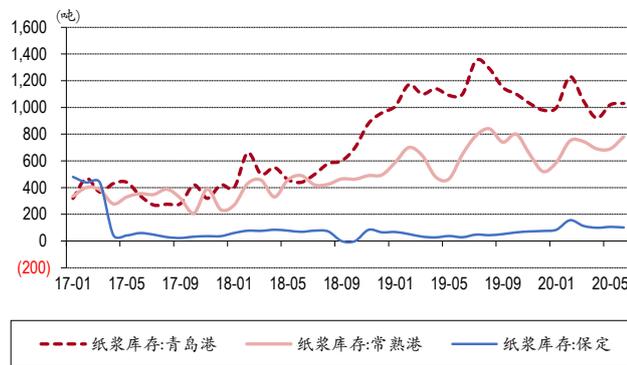
图表 24. 中国木浆进口量变化



资料来源: 万得, 中银证券

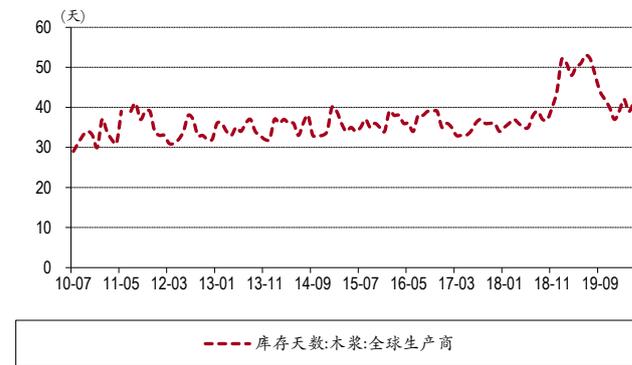
来自中国的木浆需求 19 和 20 年上半年均维持快速增长, 相关用浆企业的抄底行为, 使得生产商的库存自 19 年中的高位回落, 目前略高于历史均值。

图表 25. 国内港口库存高位有所回落



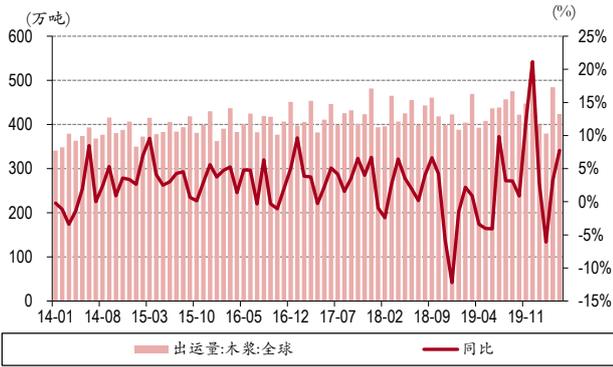
资料来源: 卓创, 中银证券

图表 26. 全球木浆生产商库存回落



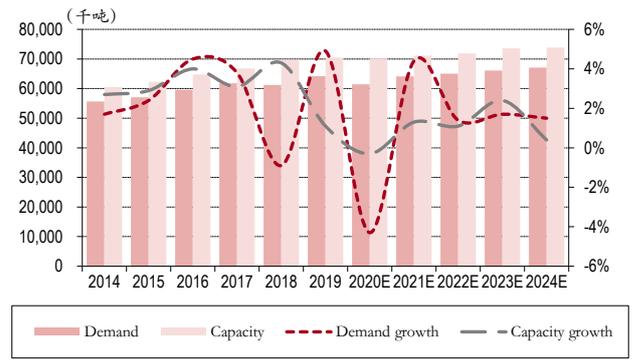
资料来源: 卓创, 中银证券

图表 27. 全球木浆发运量有所回升



资料来源: 卓创, 中银证券

图表 28. 全球木浆供需统计与预测



资料来源: PPC, 中银证券

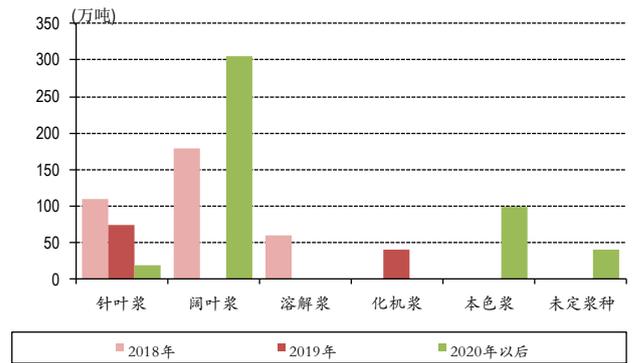
产能上看, 一是未来木片资源呈趋紧状态, 二是经历了 17/18 年的扩产后, 19 年国际纸浆新产能增加放缓, 大型浆厂新产能明显减少, 阔叶浆没有新产能, 针叶浆和化机浆 19 年有约 110 万吨的新产能, 全球纸浆新产能增加供给有限。根据 PPC 的统计, 2021-2022 年商品浆产能均净增加不到 100 万吨, 产能扩张的放缓对于后续浆价有所支撑。因此我们认为, 疫情期间浆价仍将维持偏弱格局, 中长期存在走强基础。

图表 29. 国际纸浆新增产能放缓



资料来源: 卓创, 中银证券

图表 30. 分浆种新增产能情况



资料来源: 卓创, 中银证券

废纸: 进口废纸政策是过去两年中国造纸行业的关键变量, 也是造纸有独立行情的关键原因。17 年 4 月份中央深改领导小组制定了禁止洋垃圾入境的方针, 根据国务院办公厅 17 年 7 月颁布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》, 要求 2020 年底实现完全禁止洋垃圾进口。20 年 6 月 30 日, 生态环境部新闻发布会上, 再次宣布自 2021 年起, 我国全面禁止固体废物进口, 生态环境部将不再受理和审批固体废物进口相关申请。2021 年废纸完全禁止进口将成为现实。根据 2020 年底禁止进口的时间表, 即便是最后排除部分报纸用废纸原材料, 20 年额度和进口量仍将减少 500 万吨以上, 相对于 2017 年 2572 万吨将减少 2,000 万吨进口量, 截止 7 月 6 日, 前 9 批审批额度中, 废纸一共下发了 569 万吨量, 全年额度减少 500 万吨已经基本成为现实。另外, 考虑到国产废纸的乘数效应, 预计下半年废纸将出现短缺。

图表 31. 废纸进口量每年减少



资料来源: 固废化学品管理网, 中银证券

图表 32. 废纸进口额度逐年缩减



资料来源: 国家统计局, 中银证券

废纸进口限制政策实质上要求废纸浆产能转移, 减少废纸制浆过程的污染。国内头部造纸企业纷纷向海外转移废纸浆或者箱板瓦楞纸产能, 但小企业缺乏产能转移的实力, 头部企业的原材料掌控能力进一步增强, 因此, 此轮废纸政策引起的行业格局变化, 将有利于头部企业提升在产业价值链条中的份额。

文化纸: 需求稳健, 下半年党政印刷需求有望增加

19年未涂布印刷书写纸产量 1780 万吨, 相对于 18 年增加 30 万吨, 同比增长 1.7%。需求改善的原因, 一个是全国图书总印数过去 5 年保持 5% 左右增长, 教辅材和社会图书印刷的需求保持稳健, 再者是 19 年建国 70 周年, 党政宣传资料需求较多, 全年文化纸需求超出预期, 这也是文化纸价格坚挺的关键原因。考虑到 2021 年建党 100 周年主要活动在上半年, 下半年相关的印刷需求将开始释放, 这部分能够提供一部分增量, 带动下半年文化纸景气回升。

图表 33. 图书印刷稳健增长



资料来源: 万得, 中银证券

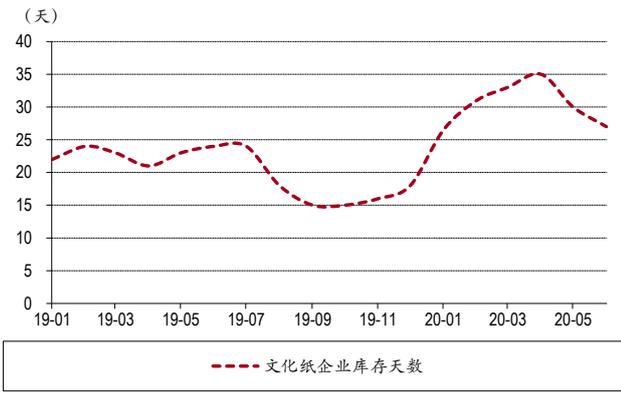
图表 34. 双胶纸需求较为稳健



资料来源: 万得, 中银证券

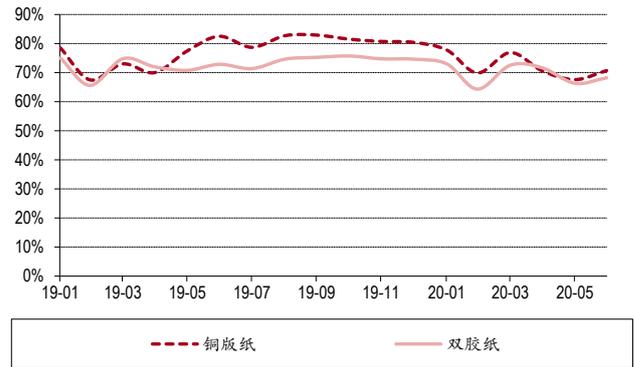
从企业库存来看, 年后复学复工限制下, 企业库存在 3 月份升至高位, 此后在企业主动降价、秋季教辅材印刷需求释放等影响因素下, 企业库存有所回落, 6 月份库存已经明显回落, 涨价函也开始陆续公布, 企业主动去库存过程基本结束。从行业集中度上来看, 双胶纸行业今年新增产能不多, 按照产量计算, 过去 5 年行业集中度 CR3 已经从 31% 提升到 50%, 头部企业的议价能力得以提升, 在行业景气回升过程中的盈利能力提升确定性在加强。

图表 35. 文化纸企业库存有所回落



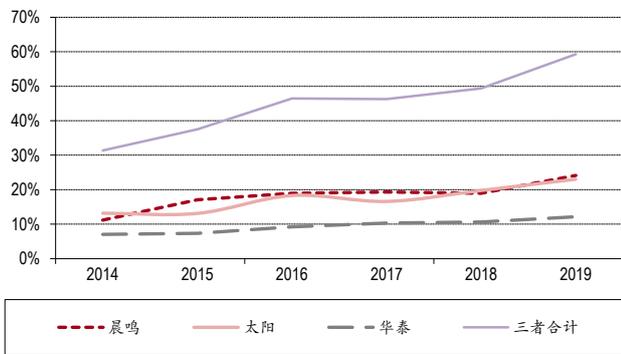
资料来源: 万得, 中银证券

图表 36. 文化纸企业开工率有所回升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 37. 双胶纸行业集中度不断提升



资料来源: 万得, 中银证券

图表 38. 双胶纸 20 年新增产能有限



资料来源: 万得, 中银证券

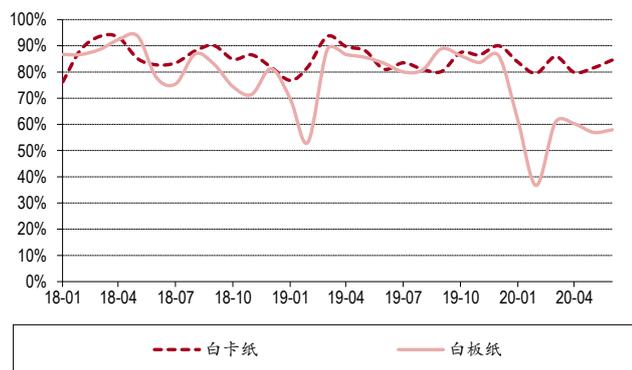
因此, 我们看好下半年由于需求提升带来的文化纸景气改善, 看好综合造纸龙头太阳纸业, 关注晨鸣纸业、岳阳林纸、华泰股份。

白卡纸: 头部集中有望落地, 供需格局

白卡纸行业是供需最紧的纸种, 开工率持续维持在 80% 以上的高位, 正如我们年初白卡纸行业深度报告所述, 行业本身过去 5 年平均需求 CAGR 达到 6%, 19 年国内需求在 18 年基础上有明显的恢复性增长, 总需求达到 802 万吨, 同比增长 14%。同时, 限塑令带来了增量需求, 我们测算 2025 年有望带来近 250 万吨的白卡纸需求增量, 20 年有望释放 30 万吨。同时, 由于白板纸的退出, 其 20 年产量将减少 60 万吨, 预计其中有 30 万吨左右需要白卡纸来替代。而 2020 年暂无新增产能投放, 浙江地区有 60 万吨转到海外。因此, 白卡纸行业的供需格局存在改善基础, 疫情影响后有望率先走出。

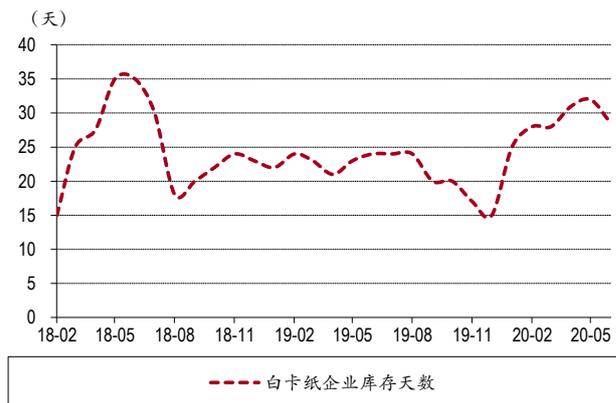
白卡纸行业 CR4 达到 82%, 其中 APP 在国内白卡纸产能达到 355 万吨, 占比超过 3 成, 国内企业博汇、晨鸣、太阳分列 2-4 位。目前 APP 收购博汇已经通过了反垄断局的审核, 若下半年顺利完成, 白卡纸格局将进一步集中, 行业的竞争烈度有望降低, 龙头公司议价能力将进一步提升, 吨毛利将持续改善。我们看好疫情后, 白卡纸行业供需面变化带来的景气改善, 以及行业头部整合后, 龙头企业溢价能力的提升, 看好博汇纸业, 关注晨鸣纸业、太阳纸业。

图表 39. 白卡纸开工率维持高位



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 白卡纸企业库存天数有所下降



资料来源：卓创，中银证券

图表 41. 白卡纸新增产能不多



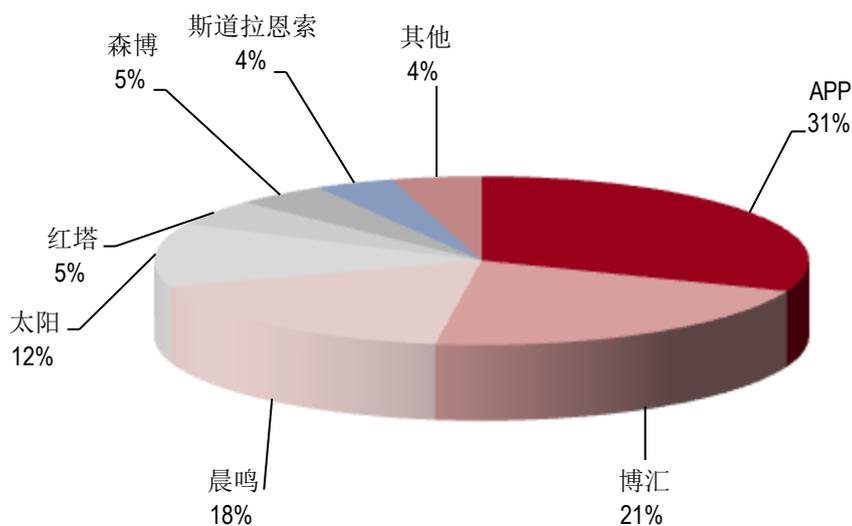
资料来源：万得，中银证券

图表 42. 白卡纸需求保持增长



资料来源：卓创，中银证券

图表 43. 白卡纸行业集中度



资料来源：卓创资讯，中银证券

箱板瓦楞纸：废纸原材料短缺成下半年关键约束

箱板瓦楞纸需求方面 19 年出现了一定的恢复性增长，但行业新增产能的快速释放，使得行业开工率维持在 70% 左右，上半年受疫情的影响，纸价和开工率都在低位。目前经过 6 月份电商节的消化，废纸和成品纸库存都在低位，6 月份以来，龙头包装纸企连续发布涨价函，下半年传统需求旺季的来临，以及疫情的修复，需求有望持续回升。

下半年废纸额度的进一步减少，相关箱板纸企相应的原材料也将用进口废纸转到国产废纸，原材料成本将短期抬升，但随着龙头纸企海外原材料的布局，我们认为成本压力在明年将得到缓解。同时在行业集中度不断提升的情况下，龙头纸企议价能力有所提升。

图表 44. 箱板纸产销量 19 年有恢复



资料来源: 万得, 中银证券

图表 45. 瓦楞纸产量 19 年有恢复



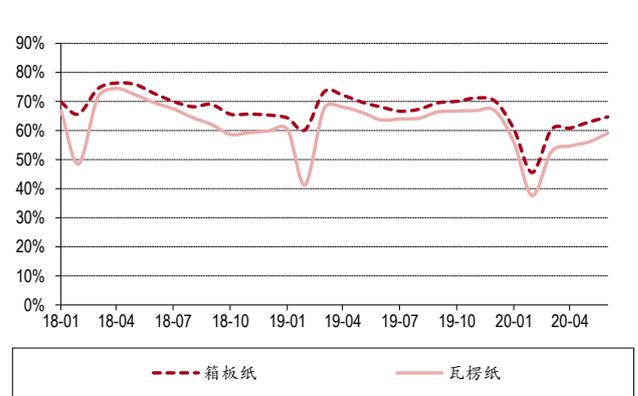
资料来源: 卓创, 中银证券

图表 46. 箱板纸新增产能减少



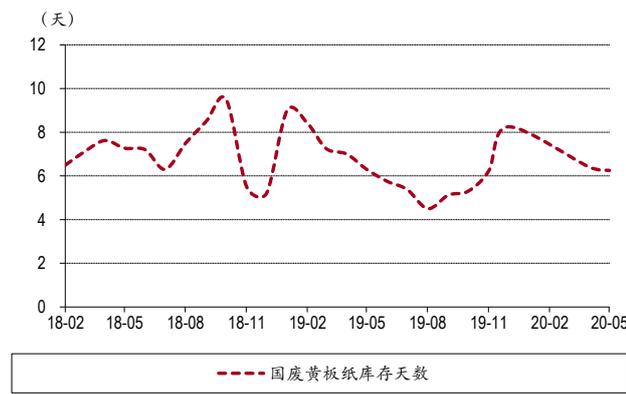
资料来源: 万得, 中银证券

图表 47. 箱板瓦楞纸企业开工率有所回升



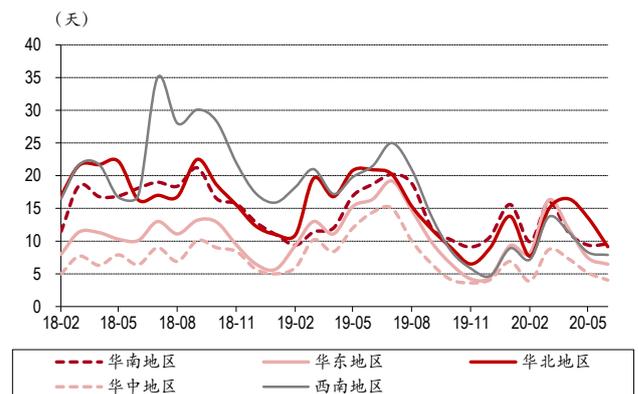
资料来源: 卓创, 中银证券

图表 48. 废纸库存天数处于低位



资料来源: 万得, 中银证券

图表 49. 瓦楞箱板纸库存天数处于低位

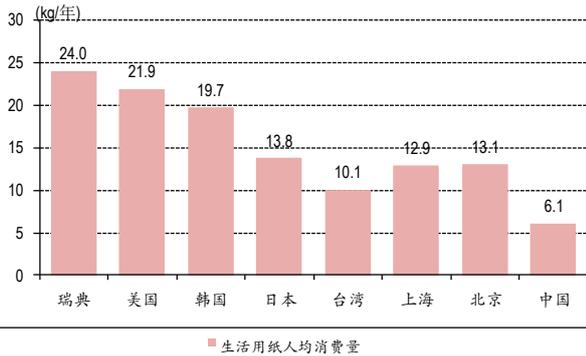


资料来源: 卓创, 中银证券

生活用纸：成本弹性 Q2 继续显现，长期看渗透率提升和龙头扩品类

需求层面来看，生活用纸需求稳健，按照造纸协会数据，过去 5 年生活用纸行业保持年均 4.1% 的消费量增速，19 年增长 3.1。从长期空间上来看，中国人均生活用纸消费量 18 年达到 6.4kg/年，达到世界平均水平，但与欧美 20kg 以上的年消费量仍有很大差距，国内北京、上海等地达到 13kg/年，但是中西部省份仍然只有 4kg/年左右的消费量，随着二三线城市消费升级，国内的生活用纸消费量还有很大潜力。同时，头部企业从单一的生活用纸向护理用品等多品类进军，也为头部企业的成长增加了额外的增长极。

图表 50. 生活用纸消费量对比



资料来源：万得，中银证券

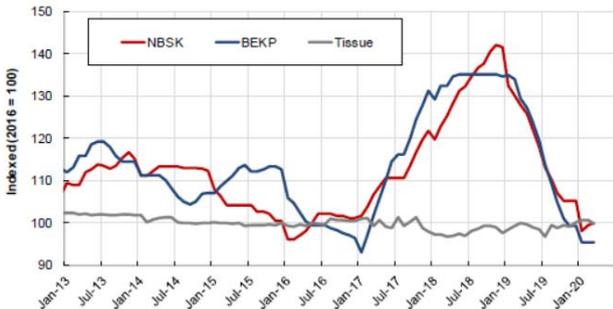
图表 51. 生活用纸消费量历史走势



资料来源：万得，中银证券

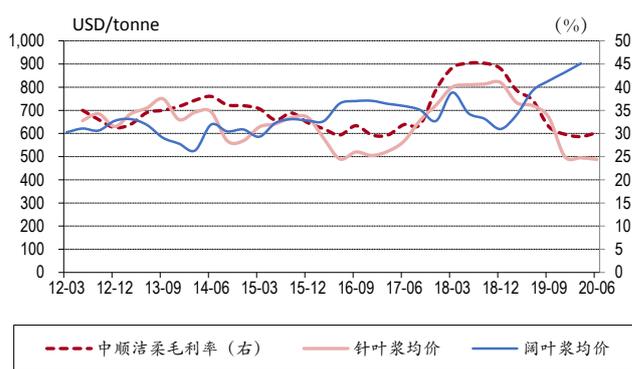
从成本上看，生活用纸普遍有 60% 左右成本来自于浆，而作为必需消费品，生活用纸的价格波动远小于浆价波动，洁柔的毛利率与浆价呈现一定负相关关系。Q2 在全球疫情的影响下，木浆的价格维持低位，Q3 或继续延续，而在疫情之下，生活用纸的使用场景明显增多，纸价相对稳定，在库存影响下，洁柔将能继续享受一到两个季度的成本端红利。

图表 52. 北美生活用纸价格走势和浆价对比



资料来源：Hawkins Wright，中银证券

图表 53. 生活用纸消费量历史走势



资料来源：万得，中银证券

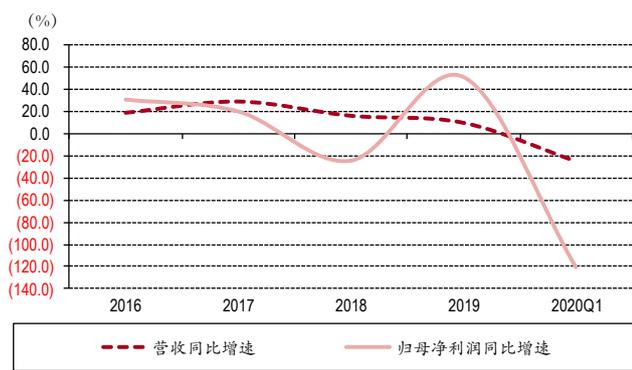
总体来说，2020 下半年造纸行业需求有望在疫情影响结束后逐步复苏，文化纸的需求回暖确定性最强，白卡纸供需格局和竞争格局改善最好，生活用纸行业渗透率持续提升，销售能力突出的公司将超越行业。推荐太阳纸业、中顺洁柔，关注博汇纸业。

家居：竣工修复叠加疫情回补，短看工程力，长看零售力

家居行业中，因定制家具在选购、量尺、设计、安装等环节服务属性较重，软体家具、成品家具在选购环节体验属性较重，致使线下渠道粘性强，受新冠肺炎疫情限外出、限开业、限复工等影响较大。截至2020年3月底，家具行业营收同比下降24.4%，归母净利润同比下降120.7%，因复工延迟，开工率不足，成本费用照常摊销，行业整体亏损，毛利率同比下降3.3%，净利率同比下降11.8%。

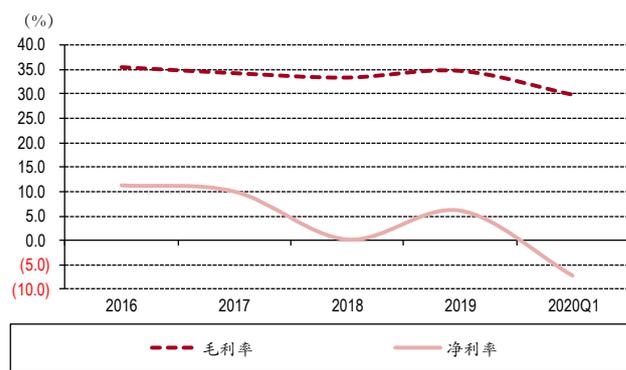
细分板块中，软体家具受益于外延并购与MDI、TDI等原材料价格大幅下滑，业绩弹性释放，降幅最小；出口家具受海外疫情爆发晚于国内及订单略微滞后于疫情影响，降幅仅大于软体家具；定制家具受疫情影响，出货量大幅下滑，原材料采购压缩，致使其上游人造板业绩受损更大。

图表 54. 家具行业营收和净利润增速变动情况



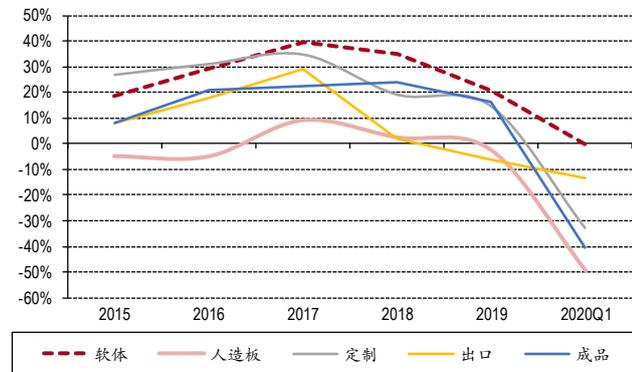
资料来源：万得，中银证券

图表 55. 家具行业盈利能力变动情况



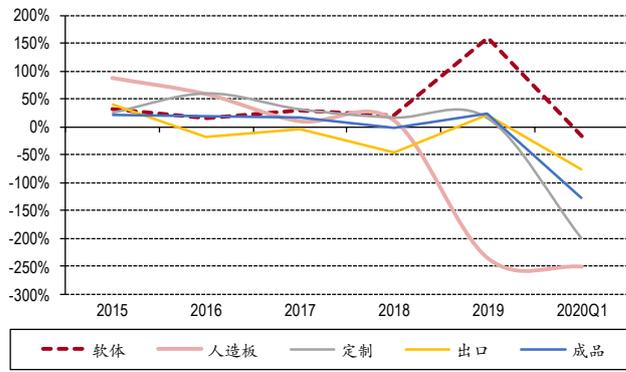
资料来源：万得，中银证券

图表 56. 家具各分类营收增长状况



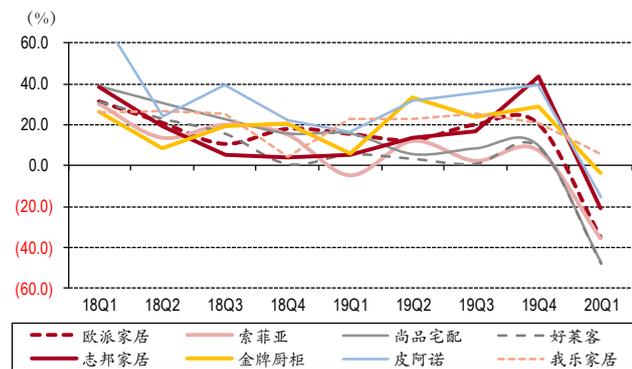
资料来源：万得，中银证券

图表 57. 家具各分类归母净利润增长状况



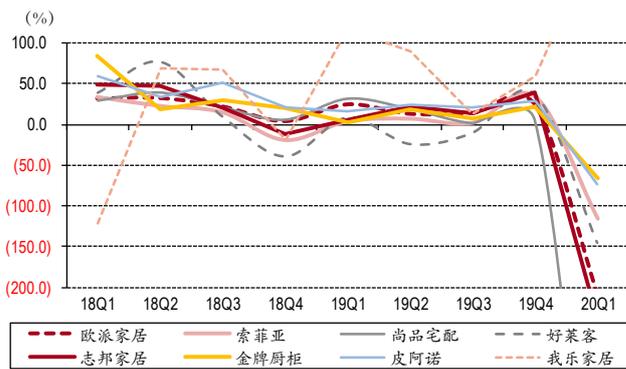
资料来源：万得，中银证券（注：已剔除部分资产重组等导致的异常数据）

图表 58. 定制家具单季度营收同比增速变化



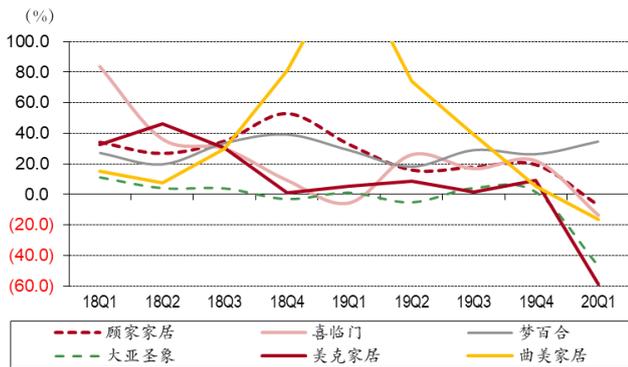
资料来源：万得，中银证券

图表 59. 定制家具单季度归母净利润同比增速变化



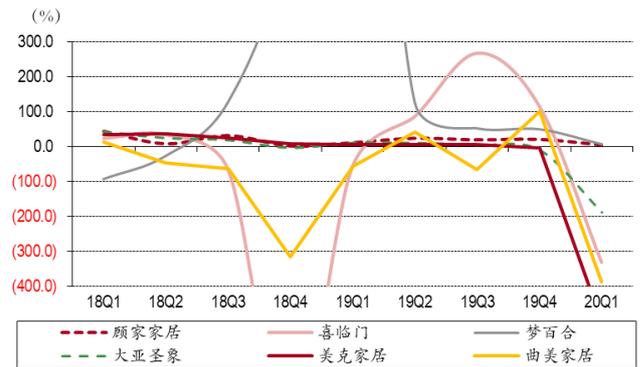
资料来源：万得，中银证券

图表 60. 其它家具单季度营收同比增速变化



资料来源：万得，中银证券

图表 61. 其它家具单季度归母净利润同比增速变化



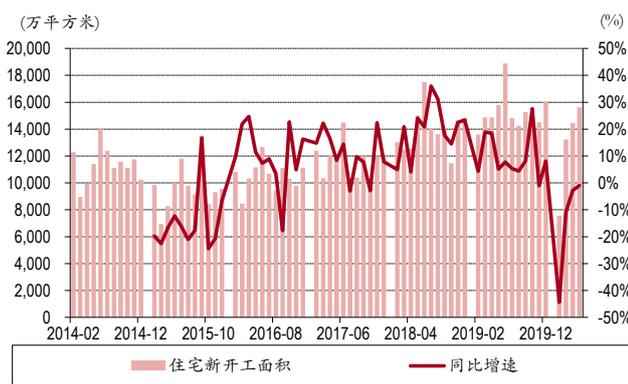
资料来源：万得，中银证券

竣工修复与疫情回补加持，需求有望回暖

家具与地产相关性较强，住宅竣工量将直接影响未来 3-9 个月的家具市场需求。今年初受疫情影响，住宅新开工、竣工、销售面积同比增速出现不同程度的下滑，但随着疫情逐渐好转，降幅或缩减或转正。2020 年 5 月，我国住宅新开工、竣工、销售面积分别同比增长-1.0%、9.7%、9.3%，改善明显，契合 2020 年为竣工修复大年的预测，叠加疫情压制的竣工量，下半年竣工加速放量可期。因家具板块估值与地产数据相关性较强，早期受地产调控政策影响，板块估值已降至历史较低位，随着竣工放量带动业绩增长，估值上升弹性较大。

与此同时，家具刚需属性较强，随着疫情好转，因疫情推延的市场需求有望加速兑现，且据我们观察，龙头定制家具企业 Q2 订单量有明显回升，疫情回补下，Q2-Q4 业绩有望环比改善。通常一季度的家具营收占全年收入的 15%，内销型企业一季度平均下滑的 30%有望下半年回补，带动约 8%的增长，同时 18 年房屋竣工面积增速为-7.8%，19 年为 2.6%，增加幅度约为 10%，如果在之后的一年内释放，则对应 19 年的需求比 18 年增加 10%，二者累加，再考虑到疫情对于居民消费能力的限制，我们认为下半年家居行业销售增速平均有望提升 10-15%。

图表 62. 新开工面积当月保持增长



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 63. 新开工累计面积保持增长



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 64. 近期住宅竣工面积当月同比增速拐点向上



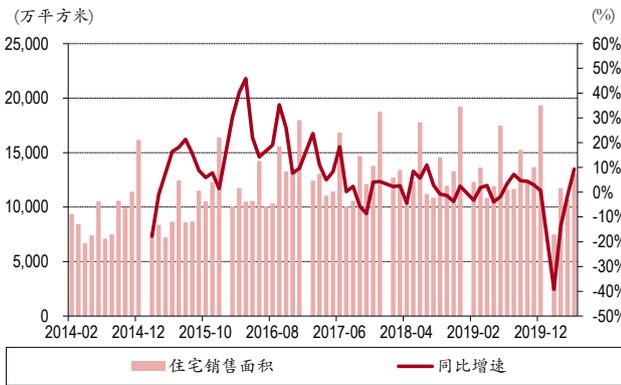
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 65. 近期住宅竣工面积累计同比增速拐点向上



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 66. 近期住宅销售面积当月同比回正



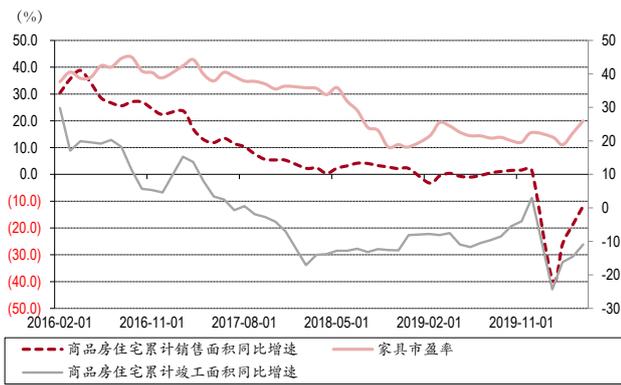
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 67. 近期住宅销售面积累计同比降幅收窄



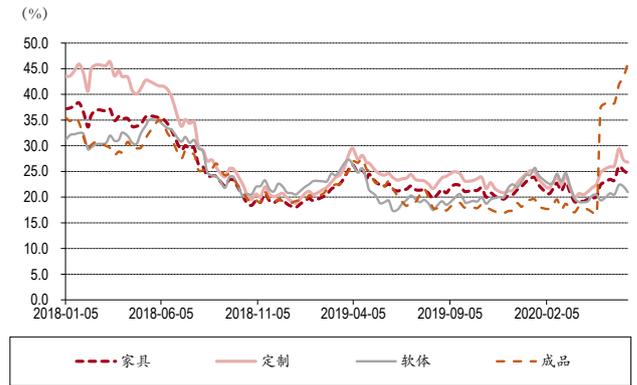
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 68. 家具板块估值与地产相关性较强



资料来源：万得，国家统计局，中银证券

图表 69. 家具板块估值处于低位



资料来源：万得，中银证券

政策驱动叠加集中度提升，短期看工程弹性

政策驱动全装修与装配式建筑加速渗透，精装修份额持续提升，利好精装修部品规模增长。与此同时，地产开发商集中度趋势向上，带动龙头部品品牌份额攀升，未来工程业务将成龙头部品厂商主要增长驱动力，具备工程渠道优势的企业有望率先受益。

政策驱动，全装修与装配式建筑部品受益

2017年5月，住建部印发《建筑业发展“十三五”规划》，要求到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%。

据建设部提出的概念，“全装修”是指住宅竣工验收前，套内所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，设备管线及开关插座安装完成，厨房和卫生间的基本设备安装完成。

“装配式建筑”是指把传统建造方式中的大量现场作业工作转移到工厂进行，在工厂加工制作好建筑用构件和配件，运输到建筑施工现场，通过可靠的连接方式在现场装配安装而成的建筑。其主要包括预制装配式混凝土结构、钢结构、现代木结构建筑等。

全装修与装配式建筑政策驱动精装房普及。据我们测算，2019年我国精装房渗透率为26.5%，2020年至2022年分别有望提升至30.8%、35.7%、40.6%，精装房销售面积有望同比增长17.8%、18.1%、15.6%，显著高于全国住宅销售面积增速，有利于下游橱柜、瓷砖、木地板、卫浴等精装部品工程端业务增长。

图表 70.我国精装房规模测算

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
住宅销售面积 (万平方米)							
全国	137,540	144,789	147,929	150,144	152,396	155,139	157,622
YoY(%)		5.3	2.2	1.5	1.5	1.8	1.6
一线城市	5,285	3,839	3,571	3,835	4,115	3,878	3,625
占比(%)	3.8	2.7	2.4	2.6	2.7	2.5	2.3
新一线城市	32,130	30,025	30,046	30,915	31,698	32,579	33,416
占比(%)	23.4	20.7	20.3	20.6	20.8	21.0	21.2
二线城市	27,232	28,611	29,075	30,599	31,394	32,269	33,101
占比(%)	19.8	19.8	19.7	20.4	20.6	20.8	21.0
三线及以下城市	72,893	82,313	85,237	84,795	85,189	86,413	87,480
占比(%)	53.0	56.9	57.6	56.5	55.9	55.7	55.5
精装房渗透率(%)							
全国	12.0	14.7	22.5	26.5	30.8	35.7	40.6
一线城市	65.0	68.0	70.0	73.0	76.0	78.0	80.0
新一线城市	20.0	30.0	40.0	45.0	50.0	55.0	60.0
二线城市	10.0	15.0	30.0	35.0	40.0	45.0	50.0
三线及以下城市	5.4	6.5	11.8	14.6	18.0	23.0	28.0
精装房销售面积 (万平方米)							
全国	16,505	21,236	33,263	39,777	46,868	55,340	63,994
YoY(%)		28.7	56.6	19.6	17.8	18.1	15.6
一线城市	3,435	2,610	2,500	2,800	3,127	3,025	2,900
YoY(%)		-24.0	-4.2	12.0	11.7	-3.3	-4.1
新一线城市	6,426	9,008	12,018	13,912	15,849	17,919	20,049
YoY(%)		40.2	33.4	15.8	13.9	13.1	11.9
二线城市	2,723	4,292	8,723	10,710	12,557	14,521	16,550
YoY(%)		57.6	103.2	22.8	17.3	15.6	14.0
三线及以下城市	3,920	5,327	10,023	12,356	15,334	19,875	24,494
YoY(%)		35.9	88.2	23.3	24.1	29.6	23.2

资料来源：国家统计局，中银证券（注：红色为假设数据，蓝色为依据假设推测出的数据）

相较于全装修，装配式建筑发展较为缓慢。按照相关政策文件指示，2020年全国装配式建筑占新建建筑比例要求达15%以上，其中重点推进地区达20%以上（住建部—《“十三五”装配式建筑行动方案》）；自2016年起10年左右，力争使装配式建筑占新建建筑面积比例达30%（国务院办公厅—《关于大力发展装配式建筑的指导意见》）。

2020年作为“十三五”规划的最后一年，装配式建筑推进有望加速。年初至今，各省市地方政府已先后出台一系列政策，明确了装配式建筑面积、占新建建筑面积比例等指标与达成时间，使装配式建筑的推进更为细化与可执行化。

图表 71. 2020 年我国部分省市地方政府新出台装配式建筑政策一览

地区	装配式建筑相关政策摘要
四川	<ul style="list-style-type: none"> 2020 年全省新开工装配式建筑 4600 万 m²。 成都市等 5 个试点城市和具备一定条件的市（州）要进一步加大推广力度，政府投资保障房、人才公寓、学校医院、办公楼、停车场等工程项目装配率提高到 50% 以上。
浙江	<ul style="list-style-type: none"> 确保全年新开工装配式建筑占新建建筑面积达到 30% 以上目标保质保量完成。
广西	<ul style="list-style-type: none"> 试点城市全面应用装配式建筑，力争用 10 年左右的时间，使全区装配式建筑占新建建筑面积的比例达 30%。
黑龙江	<ul style="list-style-type: none"> 全年力争推广装配式建筑不少于 30 万平方米。 齐牡佳大等有条件的市地，力争年度推广装配建筑面积超过全省年度目标的 20%。
江苏	<ul style="list-style-type: none"> 确保 2020 年底全省装配式建筑占新建建筑面积比例达 30%
安徽	<ul style="list-style-type: none"> 2020 年全省装配式建筑占到新建建筑面积的 15%。 2025 年，装配式建筑占到新建建筑面积的 30%。
云南	<ul style="list-style-type: none"> 昆明市、曲靖市和红河州装配式建筑占比应达到 20%，其他州（市）各不少于 3 个示范项目。
海南	<ul style="list-style-type: none"> 到 2022 年底，各市县年度商品住宅实施计划项目中，采用装配式方式建造的比例应不低于 80%。
河南	<ul style="list-style-type: none"> 到 2020 年底新开工装配式建筑占比达到 20%。 2020 年各市装配式建筑占城镇新建建筑面积比例要达到 20% 以上。
石家庄	<ul style="list-style-type: none"> 2020 年起，桥西区、裕华区、长安区、新华区、高新区新建建筑面积 40% 以上采用装配式建造，鹿泉区、栾城区、藁城区、正定县（含正定新区）、平山县新建建筑面积 30% 以上采用装配式建造，其他县（市、区）新建建筑面积 20% 以上采用装配式建造。
重庆	<ul style="list-style-type: none"> 确保 2020 年全市装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 15% 以上，主城区达到 30% 以上。
北京	<ul style="list-style-type: none"> 继续稳步推进装配式建筑工作，力争 2020 年实现装配式建筑占新建建筑面积比例达到 30% 以上。 2020 年主城区装配式建筑占城镇新建建筑面积比例均要达到 25% 以上，其他县（市）装配式建筑占城镇新建建筑面积比例均要达到 20% 以上。
衡水	<ul style="list-style-type: none"> 以出让方式取得国有土地使用权的学校、医院、体育馆等新建公共建筑使用装配式建造方式的配建面积比例达到项目总建筑面积的 50% 以上。

资料来源：各省市政府网站，中银证券

整装卫浴将加速渗透。目前符合全装修与装配式建筑要求的部品主要是整装卫浴，又称“装配式卫浴”，是指通过组合底盘、壁板、顶板、照明、卫浴、排气扇等构成的独立卫浴单元。其最早普及于日本 20 世纪 50 年代的东京奥运会，因其产业化程度高，能有效提升施工效率，节约建筑成本，推广迅速，目前渗透率已超 90%。

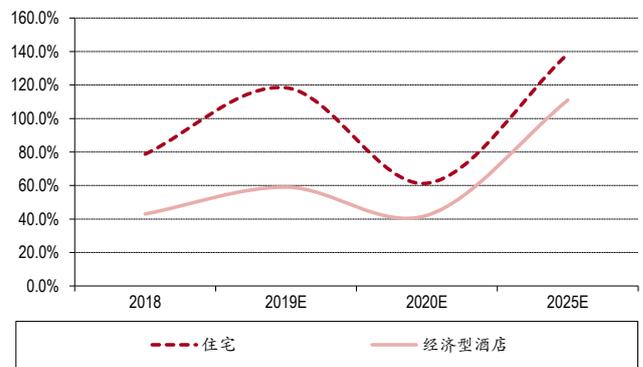
我国引进整装卫浴时间较晚，早期主要应用于经济型酒店与公寓，随着行业技术突破创新，政策鼓励推广，近年逐步进入住宅市场，打开广阔空间。据中国建筑卫生陶瓷协会数据显示，2018 年我国整装卫浴市场规模超 41 亿元，其中住宅整装卫浴规模约 11 亿元，经济型酒店整装卫浴规模约 30 亿元，2025 年整体规模预计达 239 亿元，CAGR 为 28.5%。目前我国整装卫浴厂商主要有科逸、海鸥住工、惠达卫浴、鸿力、禧屋、鑫铃等。

图表 72. 整装卫浴住宅与经济型酒店市场空间持续扩张



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，中银证券

图表 73. 整装卫浴市场规模同比增速维持高位



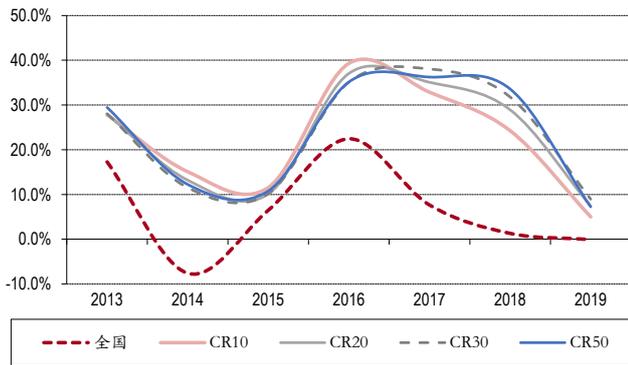
资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，中银证券

地产商集中度提升，下游马太效应加强

在规模效应与龙头优势的加持下，我国地产开发行业呈现强者恒强，集中度持续提升趋势。2013-2019年，我国龙头地产商销售面积增速明显跑赢全国平均水平，2019年全国商品房销售面积同比下降0.06%，TOP50地产商合计销售面积仍保持7.25%的正增长。2012-2019年，CR10、CR50地产商集中度分别提升12.1%、24.5%至19.8%、38.4%。

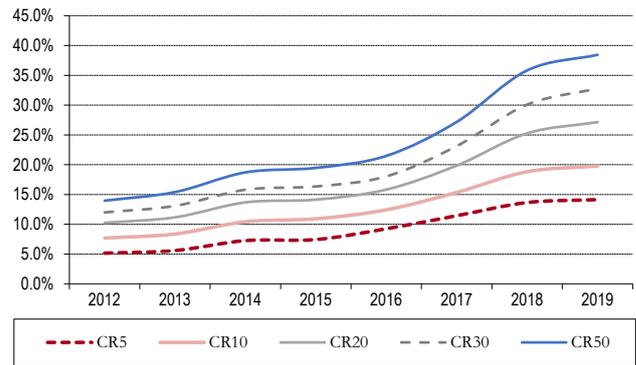
由于建设精装修房需要强大的资金实力、成熟的供应商资源、科学的供应链管理体系、健全的质量管控体系等，龙头地产企业具备明显优势，随着政策推动精装房加速渗透，龙头地产优势强化，进一步推动集中度提升。

图表 74. 头部房企商品房销售面积增速快于全国平均



资料来源：国家统计局，CRIC，中银证券

图表 75. 头部房企商品房销售面积份额集中度持续提升



资料来源：国家统计局，CRIC，中银证券

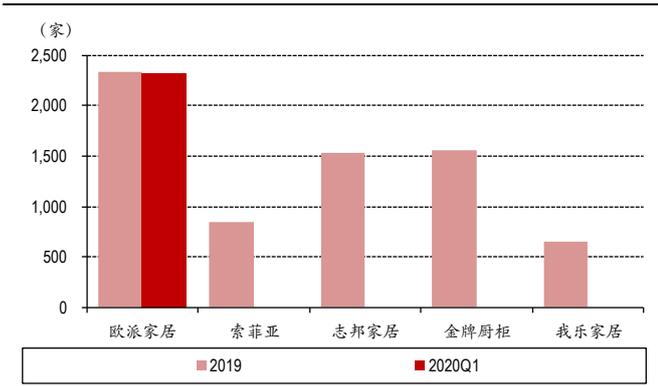
从降本增效角度考虑，龙头地产商更偏向于集采，且较看重精装修部品的品质、服务、品牌、供应能力等要素，这意味着产能充足、品质稳定、拥有覆盖全国的物流能力、服务经验足水平优、有一定品牌效应、资金实力足的龙头部品企业更具竞争力。简而言之，地产商集中度的提升将带动下游精装修部品集中度的提升，助其增速领先于行业平均水平。

疫情加速行业出清，长期看零售竞争力

受疫情影响，今年2月，家具行业线下零售渠道几乎停摆，3月人流量恢复缓慢，导致许多家具卖场倒闭，以个人作坊及小型厂商为主的地方性品牌抗风险能力较低，被迫出清。头部企业表现出较强的经营韧性，在疫情期间扩大了市场份额。

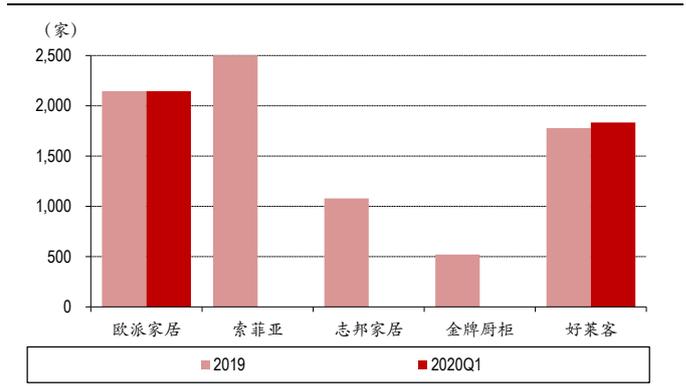
逆势扩张凸显渠道力。虽然疫情对各行业造成较大冲击，但对抗风险能力强的龙头企业来说，机遇与危险并存。随着中小厂商的出清，龙头企业不仅能以更低成本获取门店、广告、流量等资源，还能趁机抢占客户，扩大市场份额，待疫情好转，充分享受回补红利。2020Q1，索菲亚衣柜店净增21家，好莱客衣柜店净增56家，渠道逆势扩张，从侧面凸显头部品牌的抗风险能力与竞争力。

图表 76. 橱柜店面数变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 77. 衣柜店面数变化



资料来源：公司公告，中银证券

直播当道凸显品牌力。直播带货是今年疫情催生的最大变革，确保消费者足不出户就能了解产品进行购买，也助卖家在闭店期间能继续销售以维持公司运营。但在总裁、明星、领导、KOL 等齐上阵的全民直播之际，流量的抢夺尤为为重要。

为最大限度地获取客流并转化为订单，**家具企业主要采取四种方式进行直播带货**：1) **跨界联合知名品牌进行合作直播**，如：欧派联合大自然地板、东鹏瓷砖；好莱客联合好太太晾衣架；2) **聘用头部 KOL 或明星直播带货**，如：索菲亚 3 月登上薇娅直播间，6 月邀请中国女排、田亮、柳岩等十几位明星参与直播；3) **利用私域流量进行销售转化**，如：尚品宅配利用其自主孵化的合计约 1.2 亿粉丝级别的“设计师阿爽”、“wuli 设计姐”等 20 余个家居行业大 IP 直播，并联动全国上千家终端门店配合，在 315 直播团购节斩获近 6 万笔订单；4) **进行工厂直播**，如：欧派在超 1 万 m² 的工厂八大空间展厅进行直播，向消费者直观展示其多样、优质的设计与产品。

图表 78. 2020 年我国部分定制家具企业跨界联合直播活动一览

家居企业	合作品牌
欧派家居	大自然地板、东鹏瓷砖、慕思寝具
索菲亚	格力电器
敏华控股	老板电器、VIVO、三只松鼠、膜法世家、RIO 鸡尾酒、坚果投影
好莱客	好太太晾衣架、Keep

资料来源：搜狐新闻，中银证券

图表 79. 2020 年我国部分定制家具企业邀请头部 KOL 或明星参与直播活动一览

家居企业	合作 KOL/明星
欧派家居	朱广权、李佳琦、罗永浩、王小骞等
索菲亚	薇娅、叶一茜、胡兵、柳岩、田亮、张继科、谢杏芳、鲍春来、惠若淇、赵蕊蕊、何冲、陈一冰、邹凯、何姿、胡佳、何可欣等
尚品宅配	设计师阿爽、wuli 设计姐、设计帮帮忙、设计好房子等
好莱客	赵蕊蕊、杨永丽等
喜临门	薇娅、大聪薛子等

资料来源：搜狐新闻，中银证券

以上方式效果优于普通直播，但对品牌商的品牌影响力、资金实力、行业地位、私域流量等皆有较高要求，中小品牌难以企及，但**全国性品牌却能通过规模效应摊薄成本，并能通过覆盖全国的终端线下渠道将直播带来的流量变现**，将直播效益最大化，进一步拉开品牌梯队差距。

图表 80. 2020 年我国部分定制家具企业直播活动及其效果一览

品牌	时间	主题	效果
欧派家居	2月13日	欧派橱柜直播抢工厂	观看人数: 65万+; 订单量: 12,365单
	2月14日	欧派衣柜直播抢工厂	观看人数: 118万+; 订单量: 10,000+
	2月21日	欧派衣柜直播抢大牌	订单量: 10,000+
	3月4日	《欧派安家节》超级直播夜	观看人数: 129万+; 订单量: 38,898单
	3月13日	欧派橱柜衣木联合: 安家直播夜	订单量: 37,895单
	3月21-23日	欧派安家节超级直播夜	观看人数: 1,000万+; 订单量: 150,657单
	3月24日	欧铂尼木门直播抢工厂	观看人数: 20万+; 订单量: 3,553单
	6月12日	欧派“总裁驾到直补1个亿”	观看人数: 1,000万+; 订单量: 近3万单
尚品宅配	2月22日	超级直播团购会	观看人数: 770万+; 订单量: 13,919笔
	3月14日	315大牌直播团购节	观看人数: 3,017万+; 订单量: 40,948笔
	3月15日	315大牌直播团购节返厂活动	订单量: 18,664笔
	4月11日	整装云携手百大品牌	观看人数: 253万+; 收款: 2,123万元; 合同额: 2.16亿元
索菲亚	2月1日	索菲亚&司米携手中国女排	订单量: 15,628单
	3月1-16日	全国经销商21场直播带货	观看人数: 866万+; 订单量: 78,690单
	3月5日	女神对大牌索粉收纳节	观看人数: 100万+; 订单量: 18,906单
	3月14日	女神对大牌315匠心品质	观看人数: 500万+; 订单量: 31,520单
志邦家居	2月22日	超级工厂日	观看人数: 64万+; 订单量: 19,797单
	5月19-24日	嗨购庐阳·暖心消费节	观看人数: 30万+; 销售额: 近600万元
好莱客	2月21日	大牌天团抢工厂直播夜	观看人数: 68万人+; 订单量: 7,513单
	3月14日	总裁&奥运冠军抢购会	观看人数: 336万+; 订单量: 2.67万单

资料来源: 搜狐新闻, 中银证券

综上, 竣工修复叠加疫情回补, 家具需求有望加速放量。在全装修与装配式建筑政策驱动下, 精装房与整装卫浴渗透率将持续提升, 建议关注**海鸥住工**、**惠达卫浴**。地产政策紧缩下, 短期内, 工程业务将成主要增长驱动力, 有工程渠道优势且业务弹性大的龙头标的将率先受益, 看好**帝欧家居**、**志邦家居**, 建议关注**江山欧派**。长期来看, 市场更为广阔的零售业务仍是企业主要角逐地, 此次疫情加速行业出清, 龙头企业的渠道与品牌优势凸显, 未来份额将持续提升, 看好定制家居龙头**欧派家居**、**索菲亚**, 及软体龙头**顾家家居**。

民用电工与照明：坚守护城河全面稳健的龙头

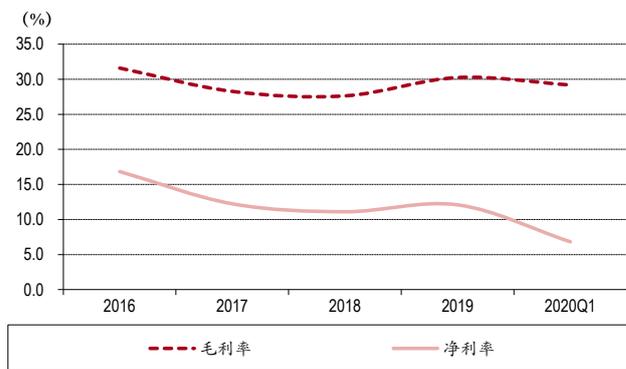
因民用电工与照明板块公司主营转换器、墙壁开关插座、照明器件等，线下渠道营收贡献占比较高，部分企业出口业务比重较大，受全球新冠肺炎疫情影响较深，截至 2020Q1，民用电工与照明板块营收同比下降 18.9%，归母净利润同比下降 47.5%，毛利率同比提升 1.2%，净利率同比下降 3.2%。

图表 81. 民用电工行业营收和净利润增速变动情况



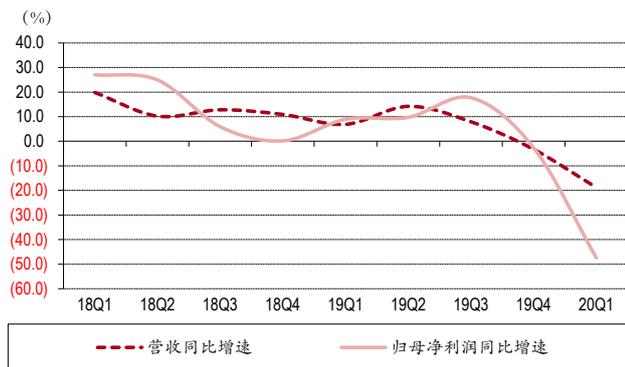
资料来源：万得，中银证券

图表 82. 民用电工行业盈利能力变动情况



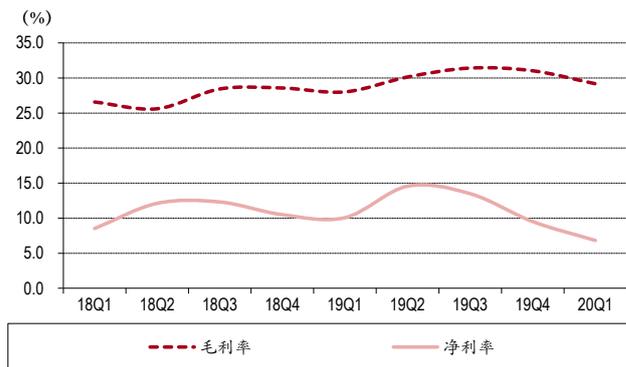
资料来源：万得，中银证券

图表 83. 民用电工行业单季度营收和净利润增速变动情况



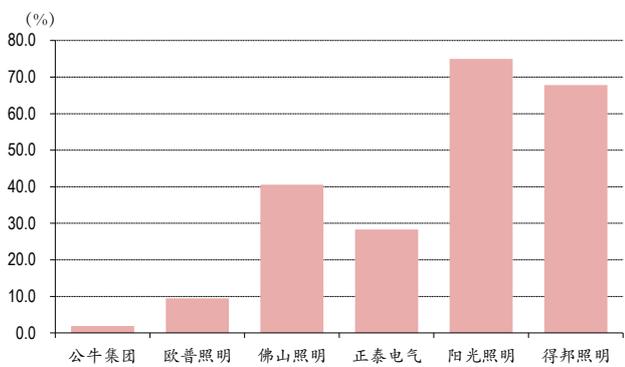
资料来源：万得，中银证券

图表 84. 民用电工行业单季度盈利能力变动情况



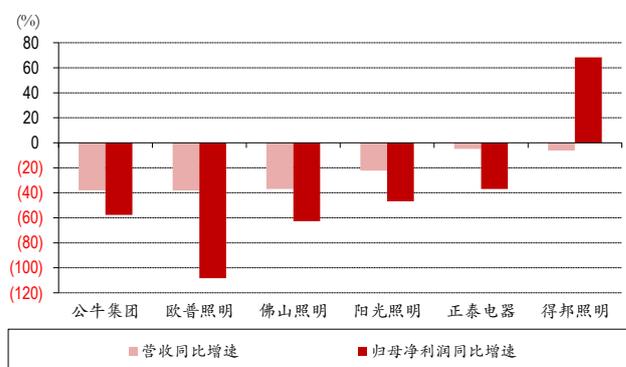
资料来源：万得，中银证券

图表 85. 2019 年各企业出口业务营收占比



资料来源：万得，中银证券

图表 86. 2020Q1 各企业业绩表现



资料来源：万得，中银证券

我国转换器市场集中度较高。据情报通数据显示，2019年公牛品牌转换器天猫市占率达65.27%，一枝独秀，飞利浦转换器经销商吴达智能、小米转换器制造商动力未来市占率仅低个位数，远低于公牛。未来，随着用电设备增多，使用主体扩大，行业标准趋严加速出清，转换器市场规模将维持双位数增长，2020年预计同比增长12.7%至231亿元。

图表 87. 我国插线板终端市场规模持续较高速增长



资料来源：万得，中银证券

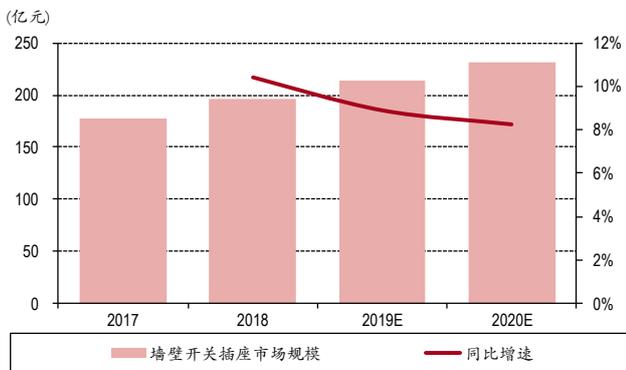
图表 88. 2017 年插线板各品牌终端销售份额



资料来源：万得，中银证券

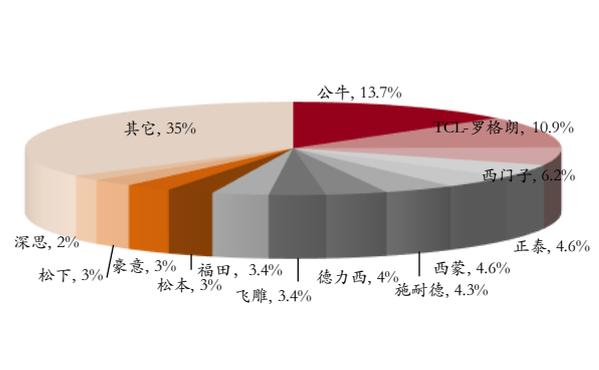
墙壁开关插座市场仍有较大拓展空间。我国墙开市场集中度较低，CR3约30%，CR10不到60%，公牛作为行业龙头，2019年天猫市占率为28.06%。相较零售端，国产品在工程端的可开拓空间更大，目前工程项目使用的墙开产品以西门子、西蒙、施耐德等国外品牌为主，但随着国产品牌技术提升，渠道开拓下，更具性价比优势的国产品牌有望后来居上，推进国产替代之路。

图表 89. 我国墙壁开关插座出厂端市场规模稳增长



资料来源：新思界，中银证券

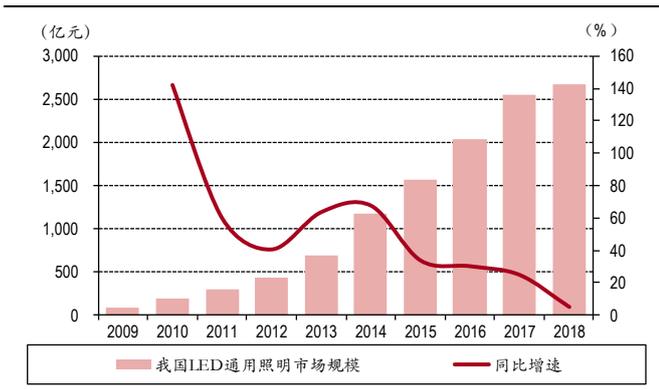
图表 90. 2018 年墙壁开关插座各品牌出厂份额



资料来源：新思界，中银证券

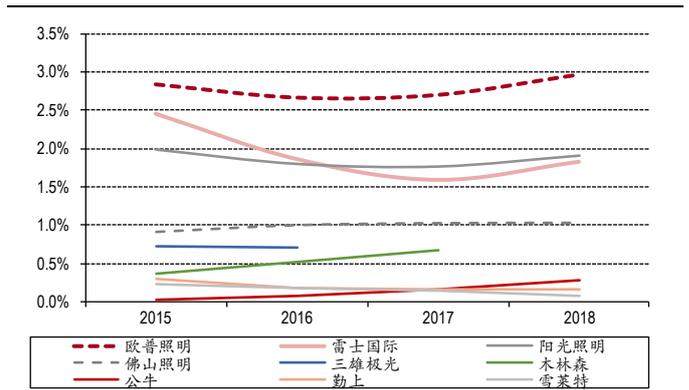
LED照明行业龙头有望受益于集中度提升与产品结构优化。我国自2009年起加大对LED产业链中上游企业补助，吸引大量厂家加入，规模高速增长的同时，竞争加剧，价格战接连爆发，迫使海外巨头相继退出，行业集中度极低，CR3不足7%，市场低价产品占比较高。随着政策红利与地产红利逐渐衰退，行业规范性增强，大浪淘沙，叠加消费升级下产品结构优化，具备渠道、产品、品牌优势的龙头企业将率先受益。

图表 91. 我国 LED 通用照明市场规模持续增长



资料来源: CSA, 中银证券

图表 92. 我国 LED 通用照明市场各品牌份额



资料来源: CSA, 万得, 中银证券 (注: 欧普照明、雷士国际采用主营业务收入, 其它公司采用 LED 照明业务收入)

民用电工与照明行业必需属性较强, 随着疫情冲击逐渐缓解, 出口复苏, 需求回暖, 护城河清晰的龙头企业业绩弹性有望释放。推荐转换器业务独领风骚, 墙开业务 B 端弹性大, LED 照明业务协同效应强的公牛集团。

化妆品：零售复苏回暖，业绩有望修复

截至2020Q1，化妆品板块营收同比下降7.2%，归母净利润同比下降22.5%，毛利率同比下降1.6%至56.1%，净利率同比下降1.1%至15.0%，主因新冠肺炎疫情影响，2-3月线下渠道难以为继，线上渠道加大促销力度。1-3月我国化妆品类社零同比下降13.2%，降幅大于上市化妆品企业，体现龙头较强的抗风险能力。自4月起，化妆品类社零同比增速由负转正至3.5%，5月增速提升至12.9%，复苏回暖迹象明显，已上市的化妆品企业业绩有望修复。

图表 93. 化妆品行业营收和净利润增速变动情况



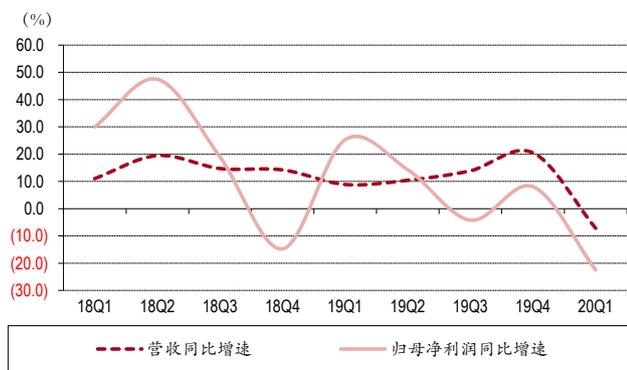
资料来源：万得，中银证券

图表 94. 化妆品行业盈利能力变动情况



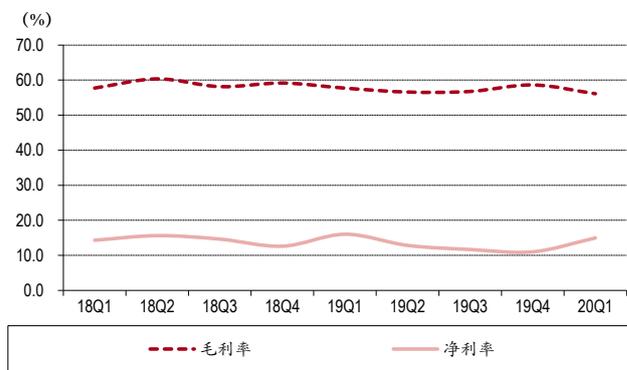
资料来源：万得，中银证券

图表 95. 化妆品行业单季度营收和净利润增速变动情况



资料来源：万得，中银证券

图表 96. 化妆品行业单季度盈利能力变动情况



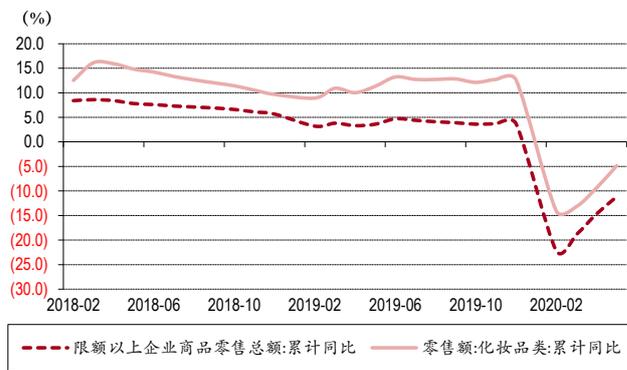
资料来源：万得，中银证券

图表 97. 化妆品当月社零增速回正



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 98. 化妆品累计社零增速降幅缩减



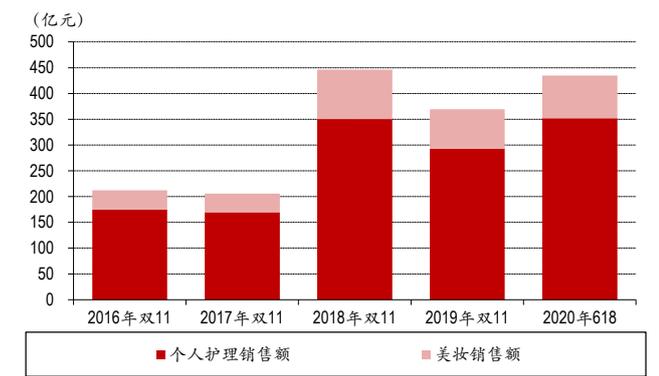
资料来源：国家统计局，中银证券

618 大促：功能性护肤品突显，国产类彩妆优于个护

618 是全网最大年中大促，也是疫情后最大规模的全网联动大促。据星图数据显示，今年 6 月 1 日至 18 日，在天猫、京东、拼多多等 22 个平台上，美妆个护类实现销售额 435 亿元，占全网销售额的 9.5%，其中个护类 352 亿元，美妆类 83 亿元。

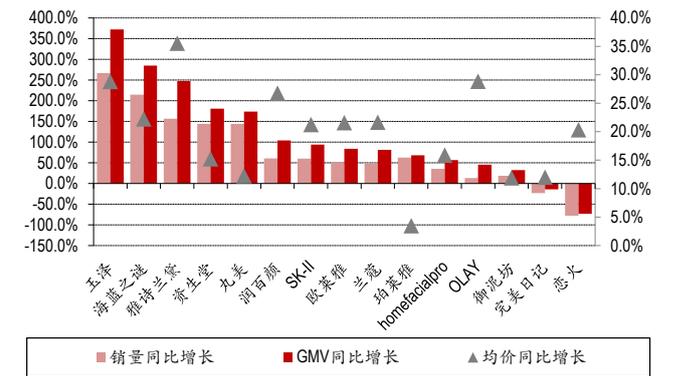
功能类国产护肤品品牌增长迅速，国际护肤品大牌维持高增长，彩妆受疫情影响较大。聚焦主要国内外品牌可见，定位清晰、功效凸显的玉泽、润百颜表现亮眼，销售额分别同比增长 372.2%、103.8%；定位高端的国际大牌延续高增态势，海蓝之谜、雅诗兰黛销售额分别同比增长 284.8%、247.4%；彩妆需求刚性弱于护肤品，受疫情影响更大，完美日记、恋火销售额分别同比下降 14.3%、73.5%。

图表 99. 全网平台美妆个护类销售额



资料来源：星图数据，中银证券（注：双11为11日当天销售额，618为6.1-6.18日销售额，每年口径有调整）

图表 100. 2020 年 6.1-6.18 日天猫品牌旗舰店销售情况



资料来源：淘数据，中银证券

国产品牌的彩妆竞争力大于个护。按销售额排名，个护类与去年双十一类似，TOP5 几乎都被国际品牌占据，仅百雀羚跻身京东第五；美妆类国产品牌表现较优，天猫前三皆为国产品牌，京东第一为国产品牌。从产品均价来看，国产品牌仍显著低于国际品牌，其中护肤品的价差相对较小，彩妆价差较大，国产仅为国际品牌的 1/2-1/7，结合销售成绩，侧面印证国产品牌性价比对消费者的吸引力。

图表 101. 个护类品牌销售额 TOP5

排名	2019 年双十一全平台		2020 年 618 天猫		2020 年 618 京东	
	品牌	均价	品牌	均价	品牌	均价
1	欧莱雅	215	欧莱雅	248.3	欧莱雅	256.1
2	玉兰油	236	兰蔻	567	SK-II	618.2
3	雅诗兰黛	633	雅诗兰黛	529.4	玉兰油	223.4
4	兰蔻	567	玉兰油	220.5	安热沙	167.1
5	资生堂	240	SK-II	629.1	百雀羚	186.1

资料来源：星图数据，中银证券（注：红色为国产品牌）

图表 102. 美妆类品牌销售额 TOP5

排名	2019 年双十一全平台		2020 年 618 天猫		2020 年 618 京东	
	品牌	均价	品牌	均价	品牌	均价
1	完美日记	51	花西子	129.1	完美日记	59.4
2	美宝莲	105	三熹玉	138.5	香奈儿	301.5
3	雅诗兰黛	380	完美日记	100.8	圣罗兰	240.8
4	兰蔻	378	圣罗兰	226.7	魅可	198.1
5	魅可	329	兰蔻	278.4	纪梵希	350.6

资料来源：星图数据，中银证券（注：红色为国产品牌）

化妆品龙头估值水平合理

参考海外化妆品巨头，我国化妆品企业预测 PEG 仍在合理范围内。随着我国居民人均可支配收入提升，消费升级，化妆品消费群体扩大，消费品类从基础护肤升至精细护肤，从护肤品升至彩妆，市场规模随之较高速增长。在此大背景下，消费迭代导向国产品牌逐渐替代进口品牌，国产龙头企业增速领跑全行业，受资本市场看好，市盈率走高。

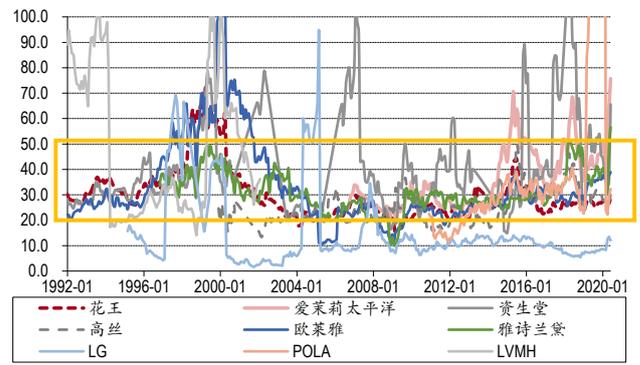
剔除因业绩改善超预期而股价快速上涨的御家汇后，目前我国上市化妆品企业市盈率 (TTM) 分布于 65 至 113 倍，参考国际化妆品巨头历史数据，从 1992 年至今，其 PE(TTM) 大部分时间位于 20 至 50 倍。但因海外化妆品龙头企业成立时间早，目前已步入增长缓慢的成熟期，而我国化妆品赛道仍处黄金成长期，考虑业绩增速后，未来 12 个月的预测 PEG 更具可比性。

图表 103. 我国化妆品企业 PE (TTM) 走向



资料来源：万得，中银证券

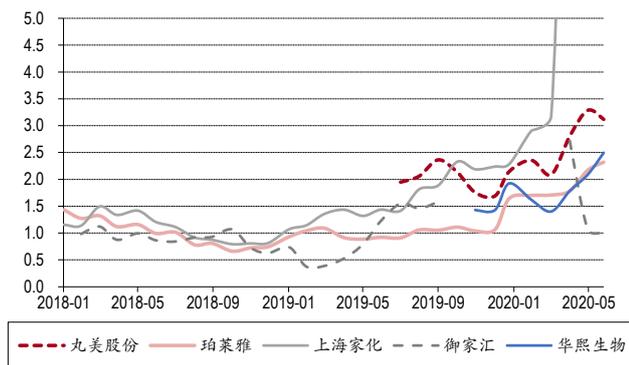
图表 104. 海外化妆品巨头 PE (TTM) 走向



资料来源：Capital IQ，中银证券

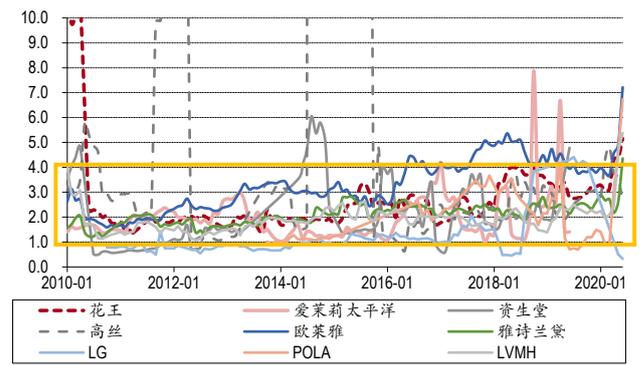
从下图可见，剔除上海家化后，目前我国化妆品企业预测 PEG 位于 1.0 至 3.1 区间，而海外化妆品龙头近几年预测 PEG 大部分位于 2.0 至 4.0 区间，两相比较，海外股市给予了化妆品龙头盈利增速更高的溢价，国内化妆品企业 PEG 仍在合理范围之内，有一定上涨空间。

图表 105. 我国化妆品企业预测 PEG 走向



资料来源：万得，中银证券 (注：为未来 12 个月预测 PEG)

图表 106. 海外化妆品巨头预测 PEG 走向



资料来源：Capital IQ，中银证券 (注：为未来 12 个月预测 PEG)

总的来说，我国化妆品人均消费额远低于欧美日等发达国家，有很大拓展空间。近年我国化妆品消费人群扩大，消费升级明显，消费人群与消费偏好迭代下，国产化妆品进入黄金成长期，其中，功能性护肤品表现亮眼，彩妆在高性价比助力下，竞争力持续加强，参考海外化妆品巨头可知我国化妆品企业预测 PEG 仍在合理范围内，因此，推荐多品类、多品牌、全渠道布局的大众品牌珀莱雅，及精准卡位眼霜赛道的中高端品牌丸美股份，此外，关注玻尿酸龙头华熙生物，以及管理改善机遇的上海家化。

新型烟草：IQOS 获批 MRTP，国内 HNB 监管稳步推进

据欧睿国际数据显示，2019 年全球加热不燃烧烟草制品销售额同比增长 27.4% 至 152 亿美元，电子烟同比增长 28.4% 至 202 亿美元，2020 年两者预计分别同比增长 14.7%、12.2% 至 175 亿美元、227 亿美元。加热不燃烧烟草制品增速放缓较为明显，但相较传统烟草，新型烟草仍维持较高增速。

图表 107. 全球加热不燃烧烟草制品销售额持续高增长



资料来源：欧睿国际，中银证券

图表 108. 全球电子烟销售额加速增长

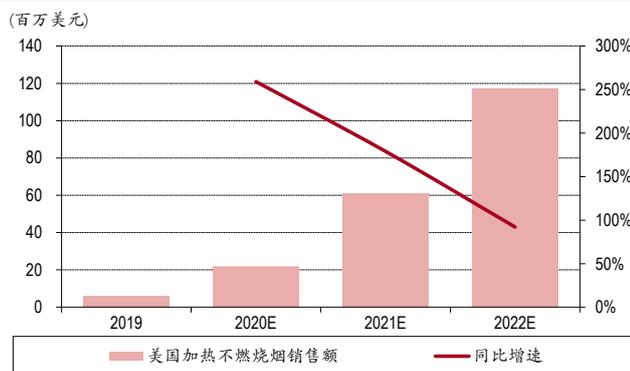


资料来源：欧睿国际，中银证券

IQOS 获批美国 MRTP

美国加热不燃烧烟草制品开始发力。据欧睿国际数据显示，2019 年美国加热不燃烧烟草制品实现销售额 610 万美元，电子烟实现销售额 96.5 亿美元，同比增长 41.2%，较 2018 年的 47.8% 略降，2020 年两者分别有望同比增长 259.0%、23.6% 至 2190 万美元、119.3 亿美元。

图表 109. 美国加热不燃烧烟草制品销售额高增长



资料来源：欧睿国际，中银证券

图表 110. 美国电子烟销售额稳增长

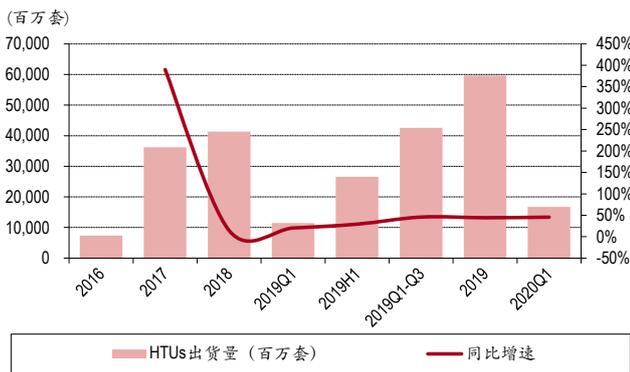


资料来源：欧睿国际，中银证券

IQOS 今年 Q1 增长同比提速。据 PMI 公告显示，2020 年 Q1，HTUs 出货量同比增长 45.5% 至 16.7 亿套，增速同比 19Q1 的 20.2% 或环比 19Q4 的 40.7% 皆有所提升，助减害产品营收同比增长 25.1% 至 15.55 亿美元，增速同比提升 14.8%，环比下降 11.1%。

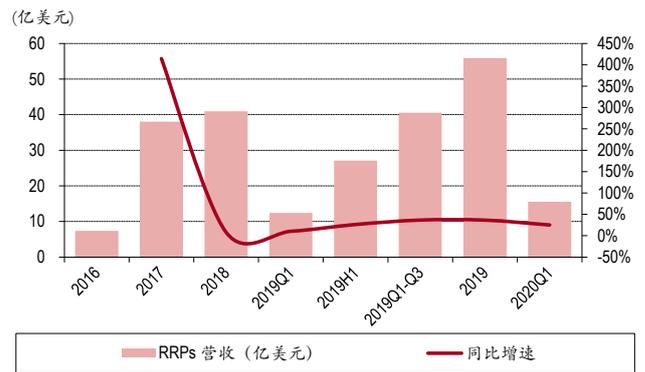
IQOS 市占率持续提升。2020Q1，IQOS 全球用户数同比增长 40.4% 至 1460 万人，转化率环比提升 2% 至 73%，在日本、韩国、欧洲、俄罗斯市占率分别同比+2.1%、-0.7%、+1.8%、+3.5% 至 19.1%、6.6%、3.9%、6.5%，稳步渗透。

图表 111. PMI HTUs 出货量维持高增速



资料来源: PMI, 中银证券

图表 112. PMI 减害产品营收持续高增长



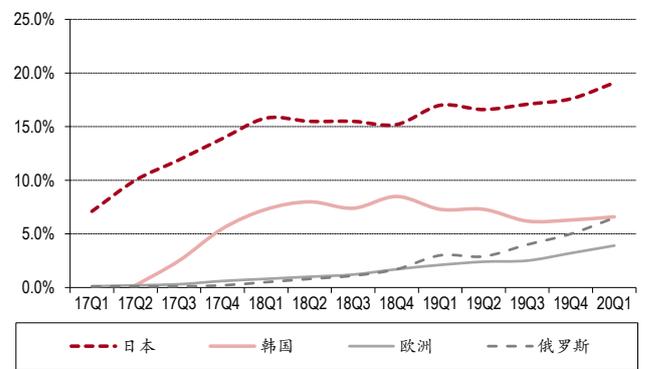
资料来源: PMI, 中银证券

图表 113. IQOS 全球用户数持续攀升



资料来源: PMI, 中银证券

图表 114. IQOS 市场份额上扬



资料来源: PMI, 中银证券

IQOS 通过 FDA 的 MRTP 审核, 利好以 IQOS 为代表的 HNB 加速普及。据菲莫国际 7 月 7 日公告显示, FDA 已批准 IQOS 产品为缓和风险型烟草产品 (MRTP), 这意味着 IQOS 在美国可用如下信息进行营销:

- 1) IQOS 系统使用加热不燃烧方式加热烟草;
- 2) 这种加热方式明显减少了有害和潜在有害化学物质的产生;
- 3) 科学研究表明, 从传统香烟完全转换到 IQOS 系统, 可以明显减少身体接触有害或潜在有害的化学物质。

自 2016 年 12 月向 FDA 提交 IQOS 产品的 MRTP 申请至今, 历时 3 年多, 目前 IQOS 是美国市场上唯一通过 MRTP 审核的肺吸类新型烟草制品, 这不仅对 IQOS 及其上下游产业链是一大利好, 更对加热不燃烧烟草制品普及起关键助推作用, 因为其证明了加热不燃烧烟草制品相较传统烟草, 有明显的减害效果, 驳斥了社会对其相对健康的质疑, 有利于全球范围内的加速渗透。

与此同时, **电子烟监管持续趋严**。继去年多国出台各种形式的电子烟禁令后, 今年美国、新西兰、荷兰再度出台禁令, 或禁止销售部分口味电子烟, 或禁止电子烟广告, 此消彼长, 在一定程度上利好 HNB 发展。

图表 115. 2020 年雾化电子烟监管趋严

国家	时间	监管政策
美国	1 月	美国 FDA 发布禁令，禁止销售包括水果、糖果等大部分口味的雾化电子烟，薄荷醇和烟草口味电子烟可继续销售。
新西兰	2 月	新西兰政府表示将推出新法，禁止所有电子烟广告，并禁止出售相关产品给 18 岁以下的未成年人。
荷兰	6 月	荷兰政府宣布，打算明年起禁止销售香味电子烟，以减少吸电子烟的青少年人数。

资料来源：搜狐新闻，中银证券

我国 HNB 烟草政策将逐步落地

电子烟政策环境收紧。去年 315 晚会点名电子烟，表明电子烟会释放有害物质，一定程度上威胁吸烟者与被动吸烟人群健康；11 月国家烟草专卖局和国家市场监督管理总局联合发布《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》，要求各类市场主体不得向未成年人销售电子烟，主流电商平台纷纷下架电子烟产品。电子烟监管政策收紧，有利于约束市场乱象，使行业发展更规范健康，也有利于为 HNB 政策出台做铺垫。

四川中烟 HNB 线下体验店落地。今年 6 月 18 日，四川中烟旗下加热不燃烧烟草制品品牌“功夫”开设了首家线下体验店，地处成都核心商圈，店内主要展示最新款功夫 2.0 加热器，这款加热器采用了 TOUCH 技术，续航能力强劲，满电状态能抽 20 支左右，优于许多国际品牌。这是继 2018 年 11 月 7 日湖北中烟旗下加热不燃烧品牌 MOK 在武汉开店后，又一中烟公司试水线下实体店。

图表 116. 四川中烟加热不燃烧烟草首家线下体验店落户成都



资料来源：搜狐新闻，中银证券

国内加热不燃烧烟草制品监管政策将稳步推进。四川中烟的动作在一定程度上代表烟草总局的态度，随着 HNB 市场规模高速增长，在全球范围内持续普及，国内自主品牌 HNB 产品的研发推进，与相关监管政策的出台完善已是大势所趋。但今年受疫情影响，烟草利税对国家财政的重要性增强，HNB 产品上市势必影响烟草利税，因此，我们预计 HNB 产品投放国内市场存在是大势所趋，但政策出台时间仍有较大不确定性。

随着 IQOS 通过美国 MRTP 审核，进一步打开在美及全球销售局面，其上下游产业链有望受益，推荐其精密塑胶零部件二级供应商**盈趣科技**。国内加热不燃烧烟草政策逐步推进，未来 HNB 快速放量可期，推荐深度参与多家中烟公司 HNB 产品研发生产，有自主电子烟品牌，并为多家海内外电子烟头部企业代工生产的**劲嘉股份**。关注拥有烟草薄片生产资质的**华宝国际**，烟用香精龙头**华宝股份**，以及积极争取薄片资质的**集友股份**。

文具：办公直采高景气，消费升级促成长

自 2015 年起，国务院、财政部等部委密集发文，加速推动政府集中采购，以期实现采购的阳光、规范与健康。此后，企业电商化采购凭借其在提高效率、降低成本、提升透明度与便利性方面的优势，采购规模迅速扩大，由 2015 年的 10 亿元增长至 2018 年的 3,600 亿元，其中，企业对消费通用型产品和服务的电商化采购交易额超 1,500 亿元，同比增长 62%，整体采购规模 CAGR 为 611.4%，2020 年有望突破万亿，保持 30% 以上高速增长。

阳光集采加速渗透将有力推动办公文具龙头份额增长。据《中国企业电商化采购发展报告（2018）》数据显示，2018 年企业在电商平台上采购的产品品牌中，交易额排名前十的有海尔、联想、夏普、华为、小米、得力、碧然德、戴尔、百威、格力，得力作为办公文具龙头赫然在列，侧面印证集采对办公文具产品的庞大需求，及龙头品牌在竞争中具备的明显优势。

图表 117. 2018 年企业电商采购最受关注品牌



资料来源：工业和信息化部赛迪研究院，中国国际电子商务中心研究院，中银证券

集采放量成文具企业增长主要驱动力。作为品牌自营电商，凭借专业的配套服务能力，以及较强的品牌影响力，文具企业与消费电商在办公用品市场展开竞争，晨光科力普 2019 年同比增长 41.5%，齐心办公用品也增长了 83%，表现出强劲增长能力。

图表 118. 晨光科力普营收持续高增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 119. 齐心集团办公用品营收高增长



资料来源：公司公告，中银证券

消费升级助产品均价稳增长。过去 5 年小学生人数出现了阶段性的增长，未来 3 年在校生的数量将保持增长，文具行业主要的利基人群没有变化，同时，学生文具的最主要消费场景还是在线下，以校边店为主的零售渠道是文具的主要通路，学生的文具相关需求以小额即时性为主，因此疫情期间虽然受到影响，但在疫情度过后，传统文具零售仍然具备增长型。

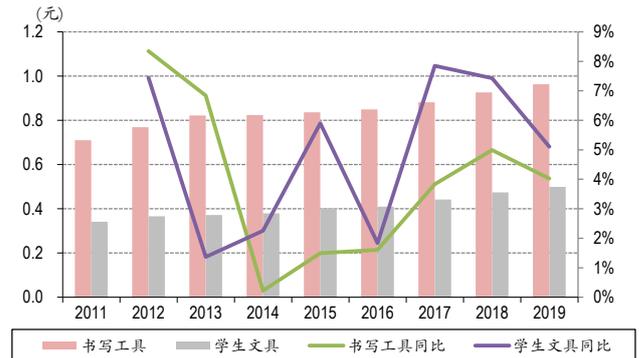
教育作为人们最重视的消费投入之一，在消费升级的驱动下，优化明显。以晨光为例，过去 5 年，书写文具均价保持 3.2% 的复合增速，学生文具均价保持 CAGR 为 5.6%，精品文创、儿童美术等细分品类拓展顺利，带动了客单价的持续提升。

图表 120. 小学入学人数近年保持增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 121. 晨光文具单价稳增长



资料来源：公司公告，中银证券

因此我们看好文具企业的线下渠道优势，疫情本身对于复工复产的影响，使得需求受到挤压，行业基本面短期承压，但长期在消费升级的带动下，结构提升带来的成长仍未结束，同时办公集采的高景气度能够帮助企业渡过难关，实现平稳增长。看好校边店壁垒强大的**晨光文具**，关注企业服务市场的齐心集团

风险提示

- 1、**房地产调控进一步收紧。**地产销售与竣工情况会影响家居市场需求。
- 2、**地产竣工数据不达预期。**竣工数据和新开工并非线性关系，后续回暖存在一定不确定性。
- 3、**造纸新产能释放较多。**若新增产能释放过多，造纸供需格局难以改善，原材料提价将难以顺畅向下游传导。
- 4、**宏观经济进一步下行，中美贸易摩擦反复。**中国是出口大国，美国又是中国最大出口国之一，若中美贸易摩擦反复甚至加剧，出口型企业将受到较大冲击。
- 5、**新型烟草政策低于预期。**蒸汽式电子烟和加热不燃烧烟草在国内市场均需等待监管政策放松，放开时间存在不确定性。

附录图表 122. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2016A	2017E	2016A	2017E	
002511.SZ	中顺洁柔	增持	23.99	314	0.46	0.59	52.0	40.7	3.18
002078.SZ	太阳纸业	买入	10.29	267	0.84	0.96	12.2	10.7	5.58
600966.SH	博汇纸业	买入	10.36	138	0.10	0.79	103.5	13.2	4.06
002191.SZ	劲嘉股份	增持	12.08	177	0.60	0.68	20.2	17.8	4.72
603429.SH	集友股份	未有评级	44.37	169	0.53	0.89	83.6	50.1	2.94
002572.SZ	索菲亚	买入	24.20	221	1.18	1.28	20.5	18.8	5.40
603208.SH	江山欧派	未有评级	115.15	121	2.49	3.51	46.3	32.8	12.08
603801.SH	志邦家居	买入	27.45	61	1.48	1.68	18.6	16.3	7.77
603816.SH	顾家家居	买入	54.60	330	1.92	2.15	28.4	25.4	8.01
603833.SH	欧派家居	买入	120.40	506	4.38	4.94	27.5	24.4	21.28
002798.SZ	帝欧家居	买入	35.38	138	1.46	1.86	24.3	19.1	9.54
603385.SH	惠达卫浴	未有评级	15.76	58	0.89	1.03	17.7	15.3	9.02
002084.SZ	海鸥住工	未有评级	10.70	59	0.24	0.29	45.3	37.3	2.86
603899.SH	晨光文具	买入	59.17	549	1.14	1.31	51.8	45.1	4.57
002925.SZ	盈趣科技	买入	75.27	345	2.12	2.35	35.4	32.1	9.42
603605.SH	珀莱雅	买入	173.25	349	1.95	2.35	88.8	73.8	9.88
603983.SH	丸美股份	买入	86.76	348	1.28	1.52	67.6	57.3	6.57
603195.SH	公牛集团	增持	167.37	1005	3.84	4.23	43.6	39.5	11.64

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2020.7.10，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371