

轻工制造行业跟踪分析报告

生活用纸市场整体平稳，家具行业景气度有望回升

溶解浆产品价格稳中有降，包装业看好内需消费品

各类木浆价格小幅回调，生活用纸市场整体平稳

本周，木浆价格小幅回调，市场活跃度高于前期，商家询价报价积极，出货有所改善。各地生活用纸市场价格较为稳定，仍有厂家跟涨前期市场价格，幅度在 100~200 元/吨，纸厂订单情况较为饱满，出货速度平稳。我们认为，在下游需求平稳的情况下，短期生活用纸市场整体走势将继续保持平稳，个别前期纸价尚未上调的地区存在提涨可能。给予生活用纸行业“买入”评级，H 股推荐恒安国际、维达国际，A 股推荐中顺洁柔。

春节因素引 BHI 指数下挫，家具行业景气度有望旺季回升

受春节因素影响，BHI 指数 2 月份数据为 77.9，环比下降 21.55%，同比下降 10.05%。我们认为，1~2 月份房地产市场销售数据的大幅改善、“国五条”出台后二手房市场的火爆行情以及“315”期间家具厂商的促销活动都将为家具行业提供有力的需求支撑，3 月份建材家居市场的景气度有望出现快速回升。定制家具主要面对结婚人群，个性化定制符合年轻人消费品位，表现强于整体家具行业，给予定制衣柜行业唯一标的索菲亚“买入”评级。

溶解浆相关产品价格稳中有降，行业复苏仍需下游支撑

本周，粘胶短纤价格稳中有降，其中山东海龙下跌 200 元/吨，溶解浆价格趋于平稳。我们认为，溶解浆相关产品价格上涨的乏力反映出下游纺织需求不足的局面尚未明显扭转。我们将继续监测行业指标，鉴于投资时机尚未来临，对相关上市公司暂不予推荐。

塑料包装原料价格普遍下跌，包装业看好内需消费

本周，纸包装原料价格持稳于上周，塑料包装原料价格普遍下调。最新数据显示，包装行业下游市场产品增速分化明显，其中食品饮料和日化用品的增长最为稳健，综合考虑经营管理的稳定性，推荐永新股份和合兴包装。

风险提示

经济增速超预期下滑导致需求萎缩；原料过快上涨导致企业盈利能力下降。

重点公司盈利预测（价格均为相应交易所的基准货币单位）

公司简称	评级	股价	EPS			PE			PB
			11A	12E	13E	11A	12E	13E	
恒安国际	买入	75.40	2.13	2.89	3.62	35.40	26.09	20.83	7.14
维达国际	买入	10.64	0.42	0.57	0.70	25.33	18.67	15.20	2.76
中顺洁柔	买入	21.45	0.50	0.75	0.95	42.90	28.60	22.58	2.08
索菲亚	买入	29.05	1.26	0.80	1.05	29.50	36.31	27.67	4.41
永新股份	买入	10.17	0.81	0.60	0.73	12.56	16.95	13.93	2.48
合兴包装	买入	4.88	0.21	0.17	0.25	23.24	28.71	19.52	1.93
通产丽星	持有	8.51	0.40	0.30	0.42	21.28	28.37	20.26	3.04

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2013-03-17

相对市场表现



分析师：李音临 S0260512030006



020-87555888-8690



lyl9@gf.com.cn

相关研究：

轻工制造行业跟踪分析报告 2013-3-10

报告：生活用纸市场趋于平稳，地产新政对家具市场影响待察，溶解浆行业复苏仍需下游支撑，包装业看好内需消费品

轻工制造行业跟踪分析报告 2013-2-24

报告：生活用纸市场节后普遍提价，家具市场有赖刚需支撑，溶解浆下游产品价格持续反弹，包装业关注消费品龙头

轻工制造行业跟踪分析报告 2013-3-1

报告：生活用纸市场景气回升，家具以旧换新政策延续，溶解浆相关产品价格上涨，包装业看好消费品龙头

联系人：申烨 020-87555888-6218

shenye@gf.com.cn

目录

一、生活用纸行业数据、事件与观点	4
(一) 各类木浆价格小幅回调，生活用纸市场整体平稳.....	4
(二) 行业最新动态	6
(三) 观点：消费升级趋势明显，龙头企业从中受益	8
二、家具行业数据、事件与观点	9
(一) 春节因素引 BHI 指数下挫，家具行业将迎来家装旺季.....	9
(二) 行业最新动态	12
(三) 观点：下游刚需支撑有力，持续关注定制家具	14
三、溶解浆与下游行业数据、事件与观点	15
(一) 溶解浆相关产品价格稳中有降，行业复苏仍需下游支撑.....	15
(二) 行业最新动态	17
(三) 观点：复苏仍待观察，静待投资机会	19
四、包装行业数据与观点	20
(一) 塑料包装原料价格普遍下跌，短期内通胀压力不明显	20
(二) 观点：下游增速分化明显，关注消费品包装龙头.....	21
五、风险提示	23

图表

图 1 生活用纸原纸当月产量与增速	4
图 2 生活用纸原纸累计产量与增速	4
图 3 各类木浆价格.....	5
图 5 全国建材家居景气指数 (BHI)	10
图 6 芝加哥商品交易所木材期货价格.....	10
图 7 纤维板价格走势	11
图 8 胶合板价格走势	11
图 9 粘胶短纤价格走势.....	15
图 10 棉浆粕价格走势	16

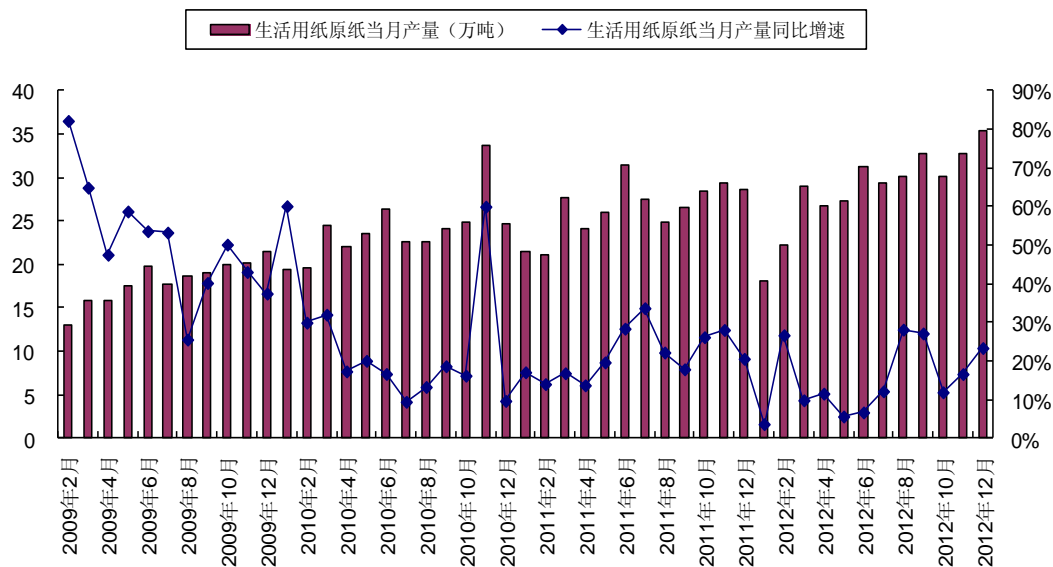
图 11 新疆库尔勒棉花价格走势	16
图 12 纺织工业用电量增速	17
图 13 纸包装原料成本走势	20
图 14 塑料包装原料成本	20
图 15 家电行业各类产品增速	21
图 16 电子行业景气度连续第三个月上扬	21
图 17 食品饮料行业增速	22
图 18 日用品化妆品行业同比增速	22
表 1 各类木浆当前价格与历史对比	5
表 2 生活用纸行业本周事件	6
表 3 家具行业本周事件	12
表 4 原木行业本周事件	12
表 5 溶解浆相关行业本周事件	17

一、生活用纸行业数据、事件与观点

(一) 各类木浆价格小幅回调，生活用纸市场整体平稳

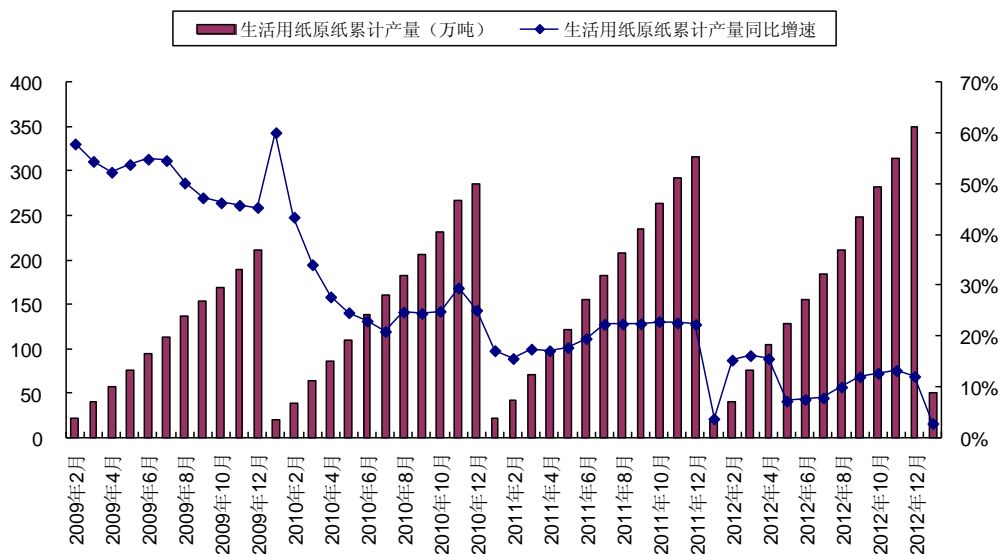
生活用纸的快消必需品属性决定其市场需求具有刚性,根据我们对市场的跟踪,2013年1~2月生活用纸原纸累计产量达50万吨,同比增长2.8%,增速明显放缓,产销情况基本平稳,行业供需关系有所改善。我们认为,消费升级背景下的产品结构调整是大势所趋,未来行业增速的蛋糕将主要由生活用纸行业的高端品牌瓜分。

图 1 生活用纸原纸当月产量与增速



数据来源：纸业联讯、广发证券发展研究中心

图 2 生活用纸原纸累计产量与增速



数据来源：纸业联讯、广发证券发展研究中心

从高端木浆型生活用纸的原料成本来看，本周，各类木浆价格出现回调，幅度在0.2~1%之间。市场反映近期木浆市场走势趋稳，市场活跃度较高，商家出货心态稳定。下游纸厂多入市询价，商家多积极报盘，出货意向高涨。

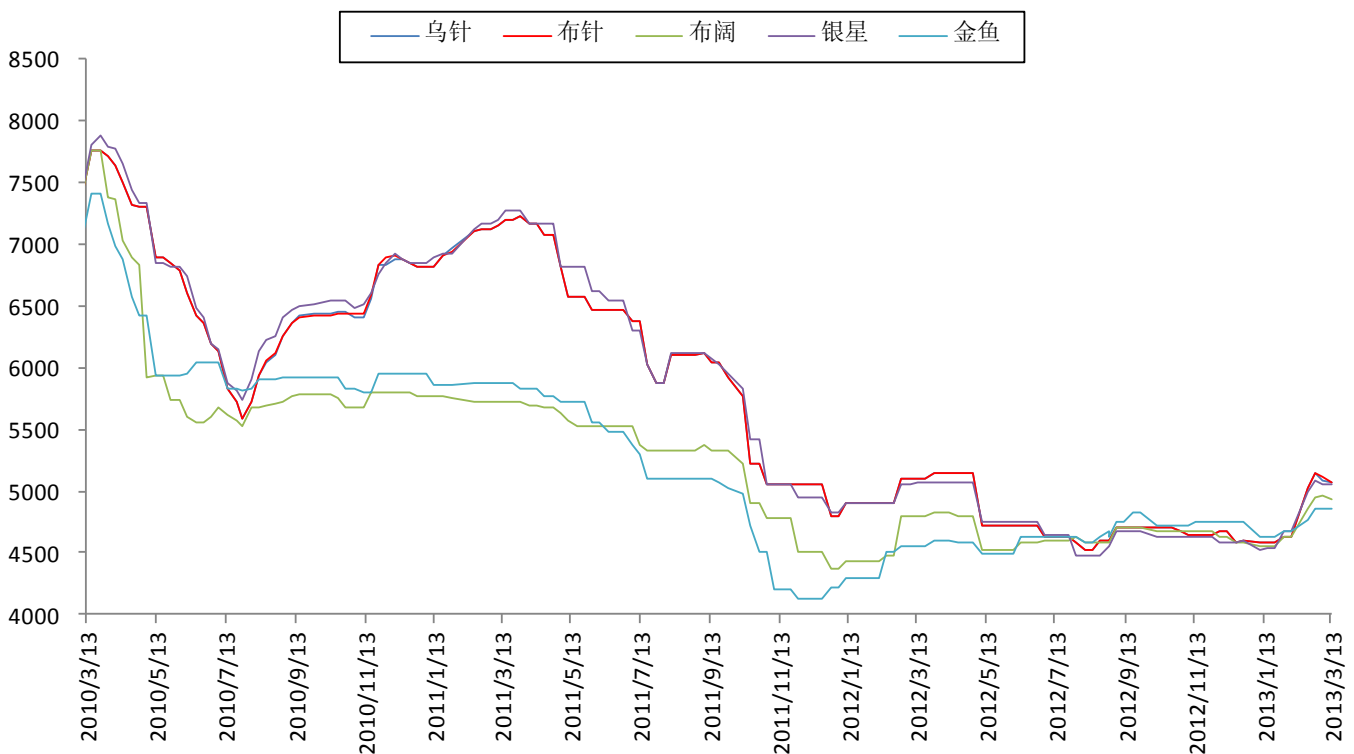
表 1 各类木浆当前价格与历史对比

价格时期	乌针	布针	布阔	银星	金鱼
当前	5067元/吨	5067元/吨	4925元/吨	5050元/吨	4850元/吨
去年年初低点	4800元/吨	4800元/吨	4375元/吨	4825元/吨	4225元/吨
2012年平均	4786元/吨	4786元/吨	4628元/吨	4760元/吨	4601元/吨
2011年平均	6236元/吨	6235元/吨	5343元/吨	6276元/吨	5244元/吨

数据来源：纸业联讯、广发证券发展研究中心

生活用纸企业的原材料库存周期一般在3~6个月，并且会在木浆原料低价时期大量囤积原材料，毛利率的提升将在之后的1~2个季度持续体现。因此，我们认为，2013年一季度生活用纸企业仍将继续受惠于去年下半年的低价原料库存，业绩有望保持较高的季度同比增速。在消费升级的大背景之下，从二季度开始，生活用纸企业的业绩提升就要依靠产品结构升级（从厕用卷纸向手帕纸、厨房用纸的转变等）带来的盈利能力提升和渠道铺货能力的加强，这也正是目前生活用纸龙头企业的发展方向。

图 3 各类木浆价格



数据来源：纸业联讯、广发证券发展研究中心

(二) 行业最新动态

表 2 生活用纸行业本周事件

日期	事件
2013/3/11	<p>河南开封鑫鑫纸业木浆原纸按需补库，成品纸竞争依旧激烈。厂家出厂未税报价：挂浆工艺木浆成品报 8800-9000 元/吨，喷浆工艺木浆成品报 9000-9200 元/吨。实单量多再议。厂家表示，出货速度一般。</p> <p>山东青岛青山纸业有限公司报盘无甚变化，部分实单略有上扬。现出厂未税报价：木浆大轴原纸报 7200 元/吨，分切盘纸报 7600 元/吨；成品报 8800 元/吨。厂家主营“雨竹”、“好家园”、“伊甸园”、“丝恋”四类品牌生活用纸。厂家表示，固定客户出货为主。</p> <p>江苏徐州水星纸业已开机复产，暂停甘蔗浆纸生产，短期看稳。厂家出厂未税报价：木浆大轴原纸报 7200 元/吨，“水星之花”、“菲逸”成品报 8500 元/吨。</p> <p>山东桓台益家福纸制品厂报盘无甚变化，成交价格稳定。现厂家参考报价：挂浆工艺木浆成品出厂未税报 8300 元/吨，喷浆工艺成品出厂未税报 8600-9000 元/吨。厂家表示，成品商标为“益家福”、“惠仟佳”，经销商按需采购为主。</p> <p>山东肥城米一纸品公司报盘无甚变化，原纸按需采购，下游经销商订购量稳定。纸厂出厂未税报价：喷浆工艺木浆“美姿”、“米一”成品报 9600 元/吨，挂浆工艺木浆“锦洁棉”成品报 8600 元/吨。实单量多再议。</p>
2013/3/12	<p>河北保定满城辰宇纸业报盘稳定，短期暂未采购原料。厂家出厂未税报价：纯木浆大轴原纸 17-19g 报 7100 元/吨；成品报 8200 元/吨。实单根据提货量再议。厂家表示，原料库存可维持正常生产，初步计划下月适当采购原料。</p> <p>维尔美纸业(重庆)有限公司执行上调 200 元/吨后报盘，实单根据提货量再议。厂家出厂含税报价：木浆大轴原纸幅宽 2.76m 报 8100 元/吨；分切盘纸报 8300 元/吨。纸厂表示，下游订单情况稳定，短期稳盘观望为主。</p> <p>河北地区俄浆出货价格稳定，但因近期环保检查力度增加而使部分小厂暂时停机整顿，开机纸厂趁机提涨原纸实单。据悉，河北满城县利达纸业报盘上扬，现木浆大轴原纸出厂未税 7200 元/吨，实单量多再议。</p> <p>广东东莞市白天鹅纸业报盘无甚变化，现厂家出厂未税报价：木浆大轴原纸 A 类报 7900 元/吨，分切盘纸报 8200 元/吨；B 类大轴原纸报 7600 元/吨；“贝柔”成品实单实谈。厂家表示，出货速度平稳。</p> <p>本周山东肥城恒森纸品公司根据市场行情上调木浆原纸报盘，幅度 100 元/吨。调整后出厂未税报价：木浆大轴原纸 16g 报 7300 元/吨；成品卷纸稳于 8500 元/吨。厂家成品商标为“恒森”、“福顺馨”。厂家表示，原纸带票价格 7500 元/吨。</p> <p>河北满城金贝达纸业木浆原纸采购价格上扬，成品报盘亦小幅跟进 100 元/吨。调整后出厂未税报价：木浆“金贝达”成品卷纸（无包装）报 8100 元/吨，独立包装报 8300 元/吨。厂家表示，日内放量增加，订单已排至 20 天以后。</p> <p>受 3 月份以来环保监察力度加强影响，河北地区部分小型纸厂被暂时关停整顿，且需要安装防尘设备，用时约 7-8 天左右。开机纸厂借机提涨纸价实单，听闻部分加工厂接货价格已提涨至 7100 元/吨，高低价格并存；加工厂成品报盘亦提涨至 8100-8200 元/吨，下游订货情况平稳。</p> <p>河南漯河市聚源纸业报盘稳定，4 月底计划投产新纸机。现厂家出厂含税报价：木浆大轴原纸报 7300 元/吨，成品报 8600 元/吨。厂家表示，出货速度稳定。</p> <p>山东地区木浆原纸报盘在上月调整，潍坊马利尔纸业为维护客户群体稳定性而暂未调价。现厂家报价：木浆“雅蝶”成品出厂含税报价 8600 元/吨。该厂表示，出货情况稳定。</p>
2013/3/13	<p>山东寿光美伦纸业报盘无甚变化，出货情况尚可。厂家出厂含税报价：木浆（喷浆）卫生纸大轴原纸报 7500 元/吨，分切盘纸报 7700 元/吨；库存木浆擦手纸原纸 20-40g 报 7700-7800 元/吨。厂家表示，下游需求量稳定，暂观望市场走势为主。</p> <p>本周维达纸业（广东）有限公司报盘稳定，客户群体稳定。厂家报价：纯木浆分切盘纸送往广东省内含</p>

	<p>税法 10300 元/吨, 厂家省外出厂含税价 10300 元/吨。实单量多需与厂家面议。</p> <p>河北满城金光纸业原纸延续前期调整后报盘, 其他纸品暂未调整。厂家出厂未税报价: 木浆大轴原纸幅宽 3.50m/1.75m、15-16g 报 7100 元/吨; 面巾纸分切盘纸报稳于 7600 元/吨; 擦手纸分切盘纸 A 类报稳于 7600 元/吨, B 类报 7300 元/吨。纸厂成品主营“猫王”牌。纸厂表示, 短期暂无调价计划。</p>
	<p>吉林千纸鹤纸业表示计划于近日开机复产, 原纸无库存无报盘, 成品尚有少量库存。厂家参考报盘: 木浆(仿喷浆)“千缘”、“紫傲”成品出厂未税报 8700-8800 元/吨, 流通渠道为主。厂家纸机型号为 2880mm 加宽纸机。</p>
	<p>山东淄博恒柔纸业报盘价格稳定, 经销商采购速度平稳。厂家报盘: 木浆“恒柔”成品 650-2000g 出厂未税报 8800 元/吨。厂家表示, 供应略显紧张, 订单情况较为乐观。</p>
	<p>云南汉光纸业报盘价格稳定, 固定客户出货为主。厂家到昆明含税价: 木浆大轴原纸报 8400 元/吨(含 2 公斤纸管)。厂家表示, 省内销售为主。</p>
2013/3/14	<p>河北保定市满城县金博士纸厂纸机运作尚可, 出货情况稳定, 短期暂维持前期报盘。厂家出厂未税报价: 木浆平纹大轴 7100 元/吨, 压花大轴 7650 元/吨, 各种分切盘纸 7800 元/吨。原纸幅宽为 1.75m、2.70m、3.50m。</p>
	<p>东顺集团股份有限公司纸机运作正常, 出货以固定客户为主。厂家含税自提报价: 木浆原纸报 7600 元/吨, 盘纸单层/双层报 8000 元/吨。原盘纸一次性提货 10 吨以上到货含税价: 木浆原纸报 8000 元/吨, 盘纸单层/双层报 8200 元/吨。厂家表示, 合同客户年返利政策依旧, 月提货 10 吨以上年返 2%, 30 吨以上返 2.5%, 60 吨以上返 3%。肇东公司亦执行此政策。后期仍有新增产能计划。</p>
	<p>吉林镇赉新盛纸业已开机复产, 原纸正常外销, 价格略有提涨。厂家出厂含税报价: 木浆大轴原纸幅宽 2.60m、18g 报 7500 元/吨, 分切盘纸无库存无报盘。</p>
	<p>山东济南红艳纸业木浆原纸按需采购, 关注浆价走向。厂家出厂未税报价: 木浆小盘纸(有包装)报 8200-8300 元/吨, 木浆 500g 方巾片纸(有包装)报 8700 元/吨; 仿喷浆木浆压花小盘纸 45-50g、3 层/2 层报 9200 元/吨, 仿喷浆如婴用纸成品报 9700 元/吨。纸厂表示, 成品主营“天桥人家”, 实单量多再议。</p>
	<p>山东临沂相公白雪纸厂成品纸报盘无甚变化, 原纸按需采购为主。厂家挂浆工艺木浆“白雪”成品出厂未税报价 8500-8700 元/吨。纸厂表示, 出货速度平稳。</p>
	<p>陕西兴包企业集团共有 2 条木浆纸品生产线, 下游订单量尚可。厂家出厂未税报价: 喷浆工艺木浆大轴原纸报 7600 元/吨, 分切盘纸报 7800 元/吨。厂家表示, 固定客户出货为主。</p>
	<p>内蒙赤峰华莲纸业木浆原纸主要从河北保定采购, 河北地区木浆原纸出厂价 7100 元/吨。厂家木浆“博伦”成品三层卷纸出厂未税报价稳于 10500 元/吨。厂家表示, 当地出货为主, 下游需求速度稳定。</p>
2013/3/15	<p>广西南宁市佳达纸业暂观望浆市走向为主, 报盘无甚调整, 出货价格根据提货量再议。厂家木浆原纸及“卡西雅”、“冬之吻”成品暂无明确报盘, 实单实谈为主。</p>
	<p>河北满城立新造纸厂报盘稳定, 固定客户出货为主。厂家出厂未税报价: 木浆大轴原纸幅宽 3.50m/1.75m、16.5g 报 7100-7200 元/吨, “小金砖”、“美雪”成品报 8100-8300 元/吨。</p>
	<p>山东高唐泉洁纸业报盘稳定, 出货速度平稳。现出厂未税报价: 木浆大轴原纸 A 类幅宽 1.75m、15-18g 单层报 7200 元/吨, “泉洁”成品报 8300 元/吨; 木浆大轴原纸 B 类报 6800 元/吨。厂家表示, 日产量 40-50 吨, 木浆 B 类成品暂未生产。</p>
	<p>天津洁康纸厂出货速度平稳, 木浆纸品报盘持稳于前期。厂家自提未税报价: 喷浆工艺木浆大轴报 7600 元/吨, 14-22g 分切盘纸报 7800 元/吨; 挂浆工艺木浆餐巾纸盘纸 A 级报 7800 元/吨, B 级报 7400 元/吨; 擦手纸分切盘纸 40-45g 报 7800 元/吨。</p>

数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

从各地的行业动态和市场反馈来看，本周木浆价格小幅回调，市场活跃度高于前期，商家询价报价积极，出货有所改善。各地生活用纸市场价格较为稳定，仍有厂家跟涨前期市场价格，幅度在100~200元/吨，纸厂订单情况较为饱满，出货速度平稳。我们认为，在下游需求平稳的情况下，短期生活用纸市场整体走势将继续保持平稳，个别前期纸价尚未上调的地区存在提涨可能。

（三）观点：消费升级趋势明显，龙头企业从中受益

根据上面的数据和事件分析，我们认为，春节过后木浆价格涨幅明显，今年一季度生活用纸企业仍将继续受惠于去年下半年的低价原料库存，业绩有望保持较高的季度同比增速，但从二季度开始生活用纸企业前期的低价原料红利或难以维系。在下游产品需求升级趋势明显的情况下，龙头企业凭借上乘的产品质量、优良的市场口碑以及强大的渠道管控能力在竞争日益激烈的市场环境下，拥有更强的品牌溢价和更大的市场空间，盈利能力也有望进一步提升。

综合以上分析，我们继续给予生活用纸行业“买入”评级，H股推荐恒安国际、维达国际，A股推荐中顺洁柔。

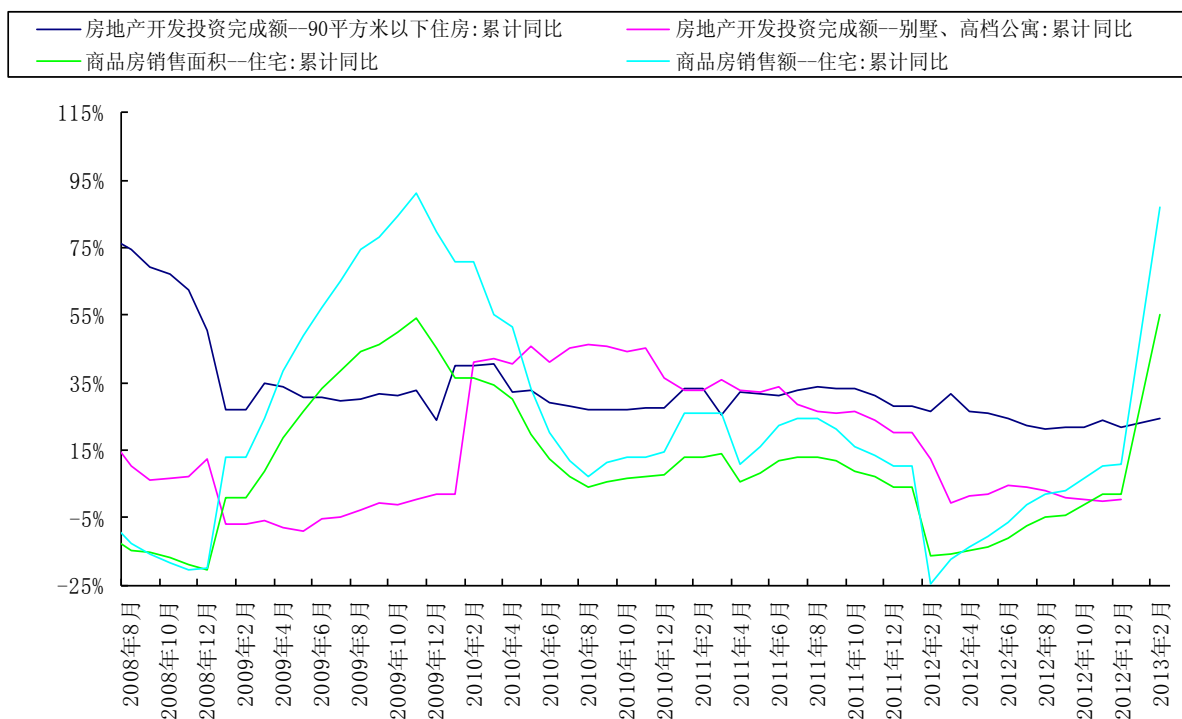
二、家具行业数据、事件与观点

（一）春节因素引 BHI 指数下挫，家具行业将迎来家装旺季

国家统计局最新公布的数据显示，2013年1~2月份，全国房地产开发投资6670亿元，同比名义增长22.8%，增速比去年全年提高6.6个百分点。其中，住宅投资4583亿元，增长23.4%，增速提高12个百分点，占房地产开发投资的比重为68.7%。

在商品房销售方面，1~2月份，商品房销售面积10471万平方米，同比增长49.5%，增速比去年全年提高47.7个百分点；商品房销售额7361亿元，增长77.6%，增速比去年全年提高67.6个百分点。

图 4 全国建材家居景气指数 (BHI)

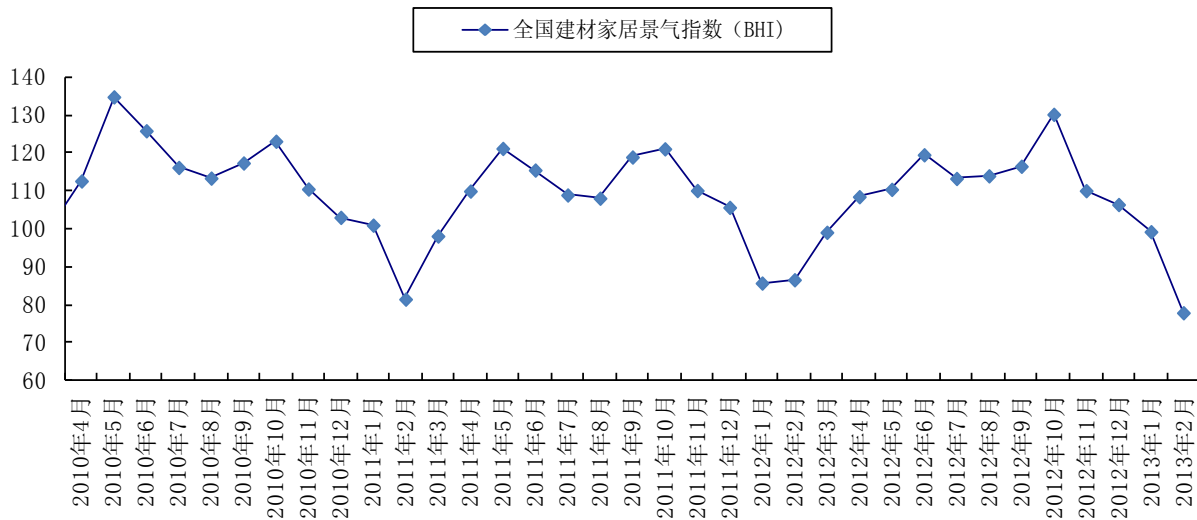


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

与此同时，我们以中国建筑材料流通协会的全国家建材家居景气指数 (BHI) 作为家具行业景气指标。最新数据显示，BHI指数2013年2月份数据为77.9，环比下降21.55%，同比下降10.05%。全国规模以上建材家居卖场2月销售额为534亿元，环比下降39.14%；同比下降19.39%。1~2月累计销售额为1411亿元，同比上升7.11%。

我们认为，由于今年2月份是春节假期，全国各建材家居市场大部分处于停业放假状态，有些卖场甚至放假至2月底，致使景气度下降至近三年的最低点。于此同时，今年1~2月房地产销售面积和销售额同比增长49.5%和77.6%，这意味着往年三四月份的家装旺季会提前到来，在加上“315”期间各大家居建材市场的大力促销优惠活动的消费带动，可以预见3月份建材家居市场的景气度将出现一个快速上升。

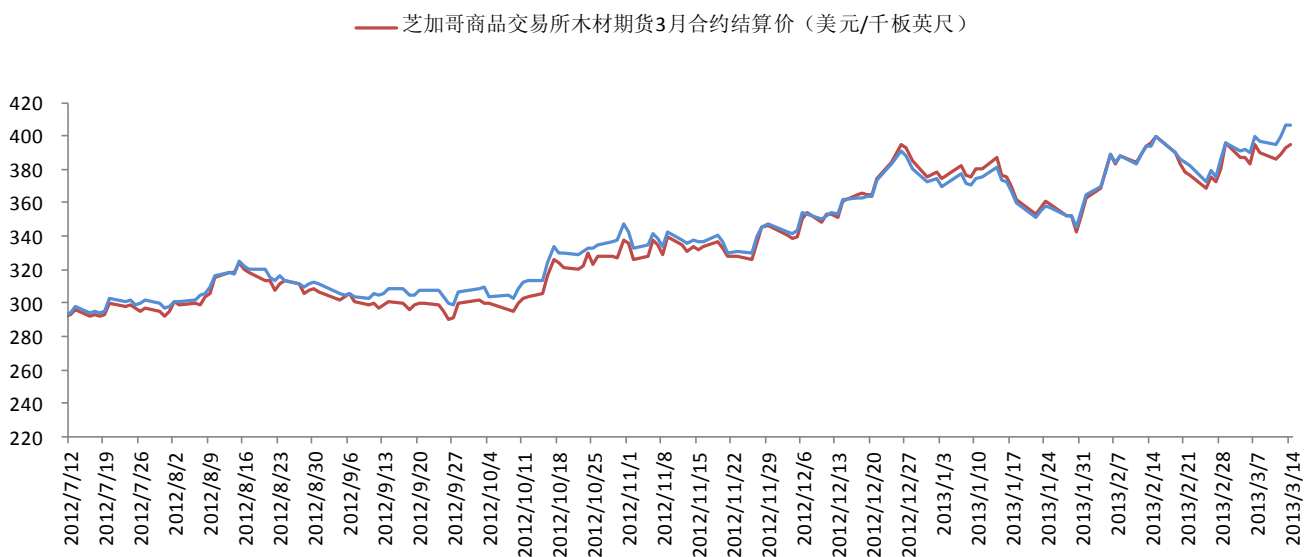
图 5 全国建材家居景气指数 (BHI)



数据来源：中国建筑材料流通协会、广发证券发展研究中心

国际木材价格方面，本周，芝加哥商品交易所木材期货价格小幅上涨。截至3月14日，芝加哥商品交易所木材期货价格2013年3月和5月的合约结算价分别为395.1美元和406.3美元，较上周末分别上涨1.31%和2.32%。

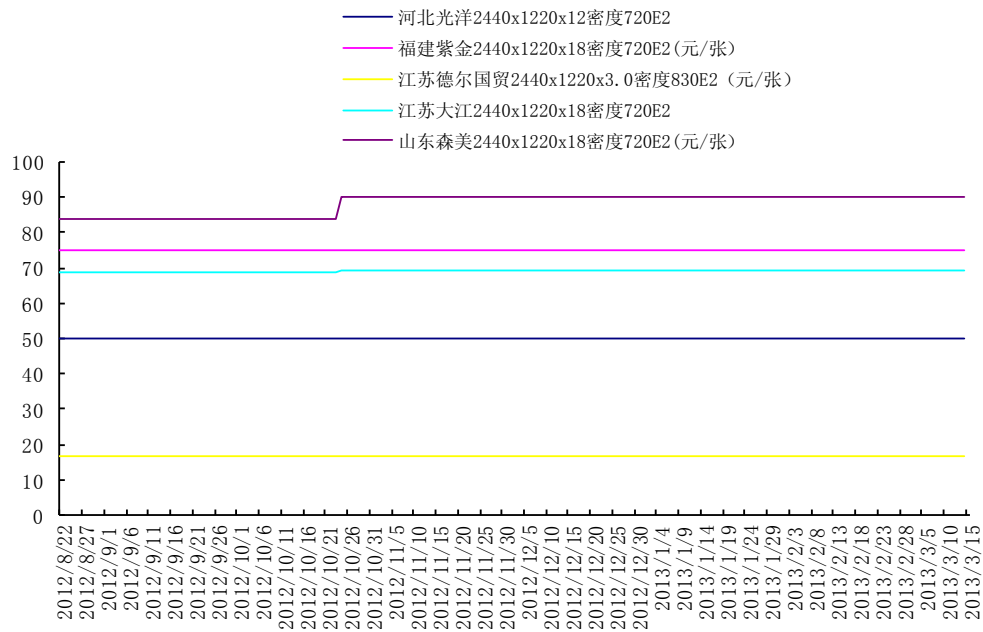
图 6 芝加哥商品交易所木材期货价格



数据来源：芝加哥商品交易所、广发证券发展研究中心

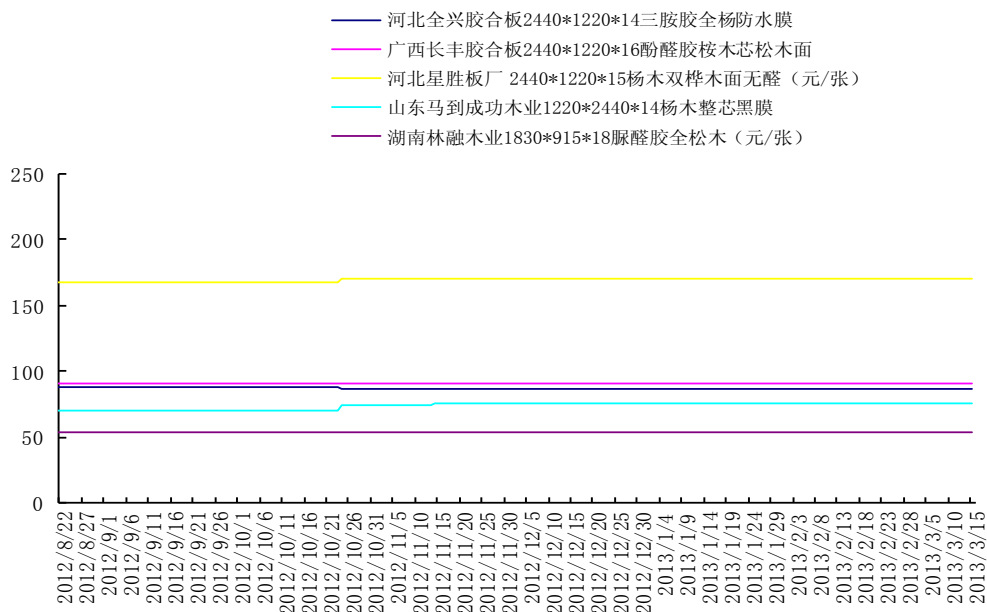
我们月度跟踪的产量数据显示，在成品家具产量持续处于历史低位且连续数月出现同比下滑的情况下，去年下半年各类板材产量增速继续加快，反映出板材市场供过于求的局面没有得到有效扭转。同时，芝加哥商品交易的木材期货价格自去年10月初以来涨幅已超过30%，但国内各类板材价格仍保持平稳，这说明由于同质化严重，板材厂商的成本转嫁能力有限，利润持续改善的概率较小。

图 7 纤维板价格走势



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图 8 胶合板价格走势



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

以上数据显示，原料端上，目前上游板材市场供过于求的现象依然存在，短期内家具企业的原材料成本不存在大幅上涨的可能。需求端上，楼市的持续回暖为家具行业的销售企稳奠定了基础，同时在春季建材家居旺季下游需求放量的推动下，我们认为，家具市场的景气程度将进一步提高。

(二) 行业最新动态

本周的行业新闻动态显示,随着春“315”消费者权益日的临近,各大家居卖场都开展了力度较大的促销优惠活动,家装、家具等行业有望迎来一波小阳春行情;近日,第十三届亚洲国际家具材料博览会在家具材料之都广东顺德举行,与会专家一致认为,木塑复合材料进军家具行业的时机已经成熟,他们对木塑复合材料在家具领域的应用前景表示乐观。

表 3 家具行业本周事件

日期	行业最新动态
2013/3/11	作为今年重庆家居市场“315”期间的重头戏,由重庆市北部新区商务局、重庆建筑装饰协会和重庆红星美凯龙联合主办的“春季家居集采会”无疑将成为万千山城消费者关注的焦点。据悉,红星美凯龙在本次活动中推出的集采会入场券从上周首发以来,在整个大重庆范围内引起了一轮抢票热潮,1万张入场券已被抢先预购3000多张。每年“3·15”都是重庆地区家居消费的旺季,由此可预见,今年整个重庆地区,势必将迎来一场前所未有的集中装修高峰期。
2013/3/12	随着3月份的来临,春季装修旺季也即将开始,三八妇女节、“3·15”等各种节日的轮流到来,让各大卖场马不停蹄地开始促销活动,试试市场的温度。环渤海企划总监任毅表示,由于每年的新品到三四月份才上架,旧产品的低价处理也要到这个时候,对于消费者而言,正是抄底的好时机。“往年我们不会在‘3·15’投入这么大的优惠力度,今年由于市场影响,我们不仅在传统的‘五一’、‘十一’大节点上下功夫,在其他各个节点也投入了比去年多2到3倍的精力和财力来抢占市场份额。”对于家装公司来说,早在2月底,科艺隆、东易日盛、今朝、阳光力天、实创装饰等不约而同展开2013年第一场营销活动。阳光力天企划部经理李琨说:“对于大多数公司来说,这场活动只是预热,春季是家装市场的旺季,‘3·15’这个传统的促销周期马上就要到来,不少家装公司开始准备了。”
2013/3/13	2012年以来,房市调控加码,卖场租金居高不下,板材、五金件、油漆等原材料和人工成本持续上升,家具企业普遍利润也就10%-20%,行业已步入微利时代。而2012年,家居电商进入高峰发展期,天猫家具部门提供的数据显示,天猫家装装饰类去年成交额达340多亿元,同比增幅达300%,其中家具类增幅最快,达324%。电子商务已逐渐成为家居企业抗寒取暖的重要渠道。不仅九牧、曲美、全友等传统品牌借力电商平台应对行业“冬天”,众多个性化品牌小店也在网上找到了生存与发展的空间。国际金融危机之后,相当数量外贸型家居企业开始转向内贸,由于普遍缺乏国内销售渠道和品牌,电子商务成为很多企业的普遍选择。易观国际副总裁张鹰表示,在美国,传统企业是网上零售市场的主力军,家居电子商务占19.8%。国内家居电子商务规模在2015年估计将达到2050亿元,网购规模增长249%,网购率有望达到17.5%。家居也将成为继服饰、3C数码之后电子商务的“下一个金矿”。
2013/3/14	第十三届亚洲国际家具材料博览会前不久在家具材料之都广东顺德举行。会议期间,家具行业与木塑复合材料行业的专家和几十家企业代表共同探讨了木塑复合材料在家具领域的应用前景。他们一致认为,木塑复合材料进军家具行业的时机已经成熟。据中国资源综合利用协会木塑复合材料专业委员会秘书长刘嘉介绍,近年来家具行业发展快、空间大,2011年产值超过1万亿元。如果木塑行业可以从中分得一杯羹,哪怕只有5%,就会给木塑复合材料产业带来500亿元的市场空间,这对于目前只有100亿元产值的我国木塑复合材料产业而言诱惑很大。

数据来源:卓创资讯、广发证券发展研究中心

表 4 原木行业本周事件

日期	行业最新动态
2013/3/11	目前湖北枣阳地区杨木价格平稳,供应稍显紧张。目前该地杨木采购价格在580-620元/吨。

	<p>近期河南濮阳杨木市场平稳运行。目前该地直径较小的杨木 600 元/立方米；直径较大的杨木 700 元/立方米。</p> <p>铁木豆本周开始小批量走货，但市场现货仍旧较多，市场需求还需进一步扩大，价格方面，目前广东市场铁木豆价格吧 2700-2800 元/立方米。平稳。</p> <p>得益于下游工厂的开工需要，近段时间北美红橡、白栓的出货量较之前还是略微有所上升，行情略微回暖。但是，商家同时表示，由于目前外围整体形势依然迷雾重重，因此红橡虽然有所回暖，但也难以说明市场形势就因此好转。目前广东市场红橡长 7-8 尺、厚 2 寸、FAS 级报价 7000-7500 元/立方米。</p> <p>据记者调查了解，马达加斯加铁木豆（俗称非洲小叶红檀）、斯图崖豆木（俗称非洲小鸡翅）等非洲深色名贵硬木相继传出有大批量集中到港消息。受此影响，手头现货较足的木材商为避免失利，即便在微薄利润下也愿意尽快出售。“只要走得快点，少赚点都没关系，等新货来了再抛就来不及了。”商家说。目前广东市场非洲小叶红檀板材报 5200-5300 元/吨，非洲小鸡翅价格报至 4100-4200 元/立方米。皮灰板材报至 3100-3200 元/吨。</p>
2013/3/12	<p>安徽六安裕安区杨木价格持续在 790-800 元/立方米震荡，该地单板厂家基本全部开工，采购积极性尚可。近期安徽宿州泗县杨木供应尚可，目前厂家采购价格在 720 元/立方米，采购积极性尚可。</p> <p>沙比利价格略微上调。据商家反映，由于上游地区沙比利原材料售价上扬，再加上关税、运输等费用攀升的缘故，下游市场沙比利的价格也随之上涨，涨幅在 100-200 元/立方米。目前广东市场沙比利长 2-4m、厚 5cm、A 级（国内加工）报价 5400-6000 元/立方米。</p> <p>樟子松行情平淡。据商家反映，虽春节已过，但是近段时间市场寻货问价者仍然较少，樟子松放量极为有限，行情冷清不堪。此外，在价格方面，商家表示，尽管行情低迷，但是由于生产成本的支撑，因此商家难以低价让利走货，价格依然保持在稳定的态势。目前广东市场樟子松长 2-4m、厚 5cm、A 级报价 2800-2900 元/立方米。</p> <p>铁木豆本周开始小批量走货，但市场现货仍旧较多，市场需求还需进一步扩大，价格方面，目前广东木材市场铁木豆价格在 2700-2800 元/立方米。平稳。非洲黄花梨新货不断补充，其中新货源主要产地塞拉利昂、冈比亚等地区。由于新货集中到港数量较大，非洲黄花梨后市涨价空间也被挤兑，相关木材商家们表示，由于新货较多，因此虽然现在市场走货很快，但价格走稳为主，无太大波动。目前广东市场非洲黄花梨成交价主要集中在 4250 元/吨。</p>
2013/3/13	<p>近期河南濮阳杨木市场平稳运行。目前该地直径较小的杨木 600 元/立方米；直径较大的杨木 700 元/立方米。单板厂家开工充足，杨木供应稍显紧张。</p> <p>近期湖北襄樊地区杨木价格无明显波动。目前该地直径 10 公分以上、旋皮用的杨木，厂家收购价格在 580 元/吨。</p> <p>商家反映，气温回升，富含糖分的老挝白木及其容易生虫，因此现阶段下游采购商都对白木“敬而远之”，销量受阻。目前广东市场老挝白木长 2.2-2.6m、厚 5cm、A 级报价 4500-5000 元/立方米。</p> <p>北美材市场于近期开始呈现回暖走势。有商家反映，近期北美材的整体销量较春节前有所上扬，涨幅大约在 20-30% 左右。当中销量较好的要数软木材 SPF，以及阔叶材红橡。另外，在价格方面，商家表示，虽然北美软木类材种价格不断上涨，但是红橡等阔叶材价格却基本保持稳定，并未见明显的上升。其中如红橡，长 7-16 尺、厚 2 寸、FAS 级报价稳定在 7000-7500 元/立方米；樱桃长 2.15-3.05m、厚 1-2 寸、FAS 级报价 7000-12000 元/立方米。</p> <p>据商家反映，柳安材质较好，制作出来的木制品也备受市场青睐。但是由于沉水柳安数量偏少，经常出现缺货，且价格变动较大，导致下游采购商对柳安较为排斥，寻货问价者也越来越少，成交因此难以放量。目前广东市场柳安长 2.2-2.6m、厚 5cm、A 报价 4600-4800 元/立方米。</p>
2013/3/14	<p>河南开封尉氏县目前质量较好，旋特级纯白面板的杨木，厂家采购价格在 700 元/吨。价格稳定，供应尚可。</p> <p>近期湖北荆州直径 14 公分以上、旋皮用杨木，采购价格在 620 元/立方米。供应尚可，无明显波动。</p>

交趾黄檀（俗称大红酸枝）深圳观澜已经陆续走货，市场交易有所回暖，但由于当前仍旧处于买方市场，采购商对于价格和质量要求较高。目前市场成交量较大的主要集中在 3-5 万元/吨和 8-9 万元/吨的材料上，直径 30cm 以上投资性材料还在沉寂当中。

近期红木成交主力仍旧集中在大果紫檀（俗称缅甸花梨）身上。据鱼珠木材网记者调查了解，目前国内是缅甸花梨以原木、粗方为主，由于产材国资源相对丰富，因此市场缅甸花梨质量相对较好，笔直通顺，甚少烂心。以家具材为例，大果紫檀原木出材率可达 35%，方材出材率则在 55%。目前广东市场大果紫檀价格稳定在 1.2-1.7 万元/吨。

得益于下游工厂的开工需要，近段时间北美红橡、白栎的出货量较之前还是略微有所上升，行情略微回暖。但相关北美木材商家表示，由于目前外围整体形势依然迷雾重重，因此红橡虽然有所回暖，但也难以说明市场形势就因此好转。目前广东市场红橡长 7-8 尺、厚 2 寸、FAS 级报价 7000-7500 元/立方米。

数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

以上行业数据和市场动态显示，本周，随着“315”国际消费者权益日的临近，各大建材家居卖场都开展了形式多样的优惠促销活动。根据我们的草根调研，今年“315”期间家具企业的让利幅度较大，吸引了众多消费者前来咨询下单，商家纷纷表示希望能够在今年春季的建材家装旺季中分得一杯羹。

于此同时，各地“国五条”细则尚未正式出台，近期二手房市场火爆程度不减。我们认为，此次调控的主旨仍是打击投资投机性购房，对二手房市场冲击较大，对房地产竣工及新开工投资的影响有限。可以预见，此次房地产调控所引发的二手房销售火爆行情有望在今年二、三季度转化为家具市场的需求支撑，我们将进一步观察调控政策的具体实施情况及其对家具市场的真实影响。

（三）观点：下游刚需支撑有力，持续关注定制家具

受春节因素影响，BHI 指数 2 月份数据为 77.9，环比下降 21.55%，同比下降 10.05%。我们认为，1~2 月份房地产市场销售数据的大幅改善、“国五条”出台后二手房市场的火爆行情以及“315”期间家具厂商的大力优惠促销都将为家具行业提供有力的下游需求支撑，再加上春季原本就是家装的传统旺季，可以预见，3 月份建材家居市场的景气度有望出现快速回升。

在细分行业方面，传统家具企业通常面临高存货和高应收项目的难题，对企业的现金流造成不小的压力。而定制家具的消费对象主要面对结婚装修的人群，一方面属于刚性需求，另一方面个性化的定制符合年轻人的消费品位。此外，低库存的优势也使得定制家具企业拥有更为充沛的现金流，行业增速也优于家具行业的整体增速。

因此，我们给予整个家具行业“买入”评级，定制家具龙头企业的业绩增速将明显优于家具行业整体水平，对于定制衣柜行业的唯一标的索菲亚给予“买入”评级。

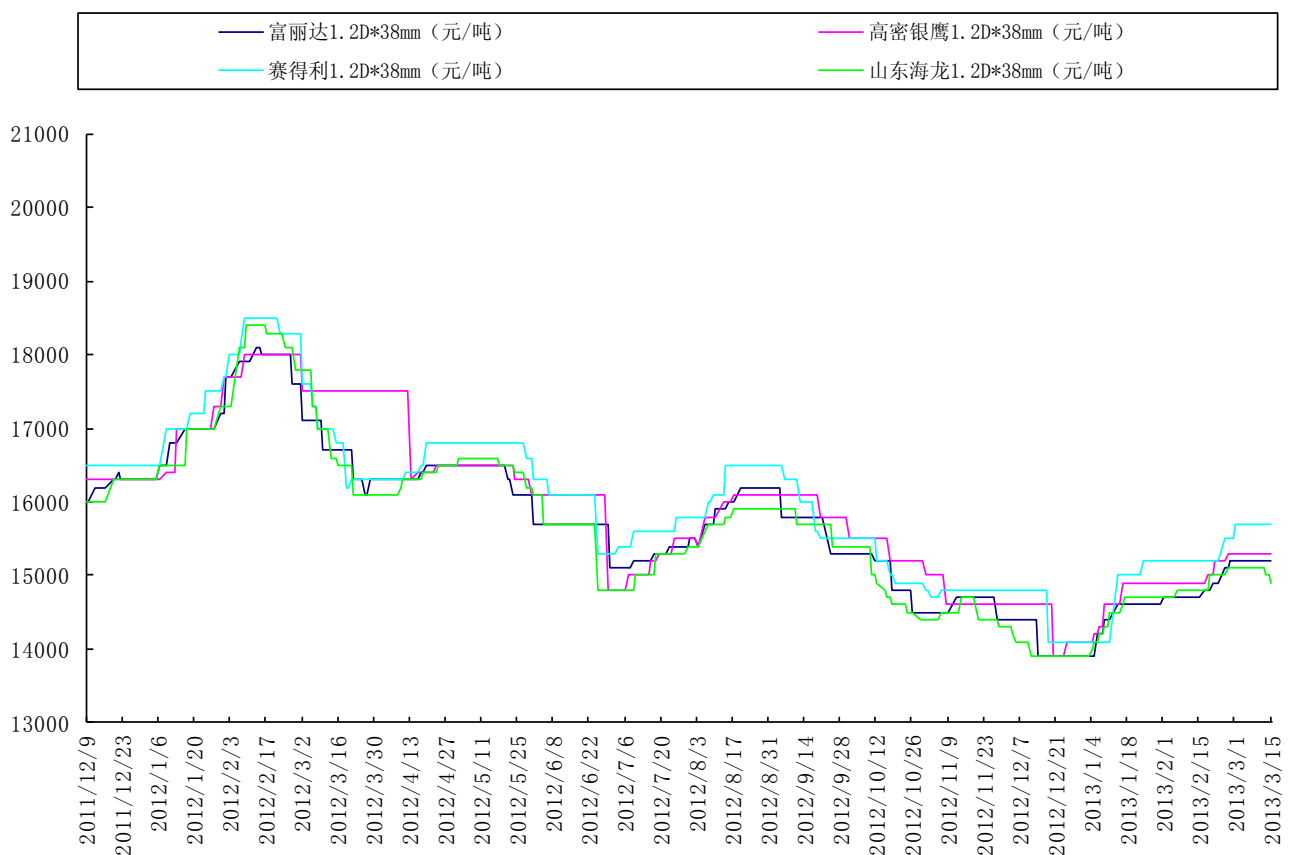
三、溶解浆与下游行业数据、事件与观点

(一) 溶解浆相关产品价格稳中有降，行业复苏仍需下游支撑

目前，作为溶解浆市场下游的粘胶短纤企业使用的溶解浆主要有棉溶解浆（棉浆粕）、木溶解浆（木浆粕）以及其他类溶解浆（竹浆粕、麻浆粕、蔗浆粕等等）三类。其中棉溶解浆以棉短绒（棉籽中没有正常发育，比正常棉花纤维短的副产品）为原料，木溶解浆以针叶木片和阔叶木片为原料，其他溶解浆以麻、竹片、甘蔗渣等为原料。

首先，我们观察溶解浆下游产品的价格变动情况：**本周，粘胶短纤价格走势稳中有降，只有山东海龙下调出厂价200元/吨。**

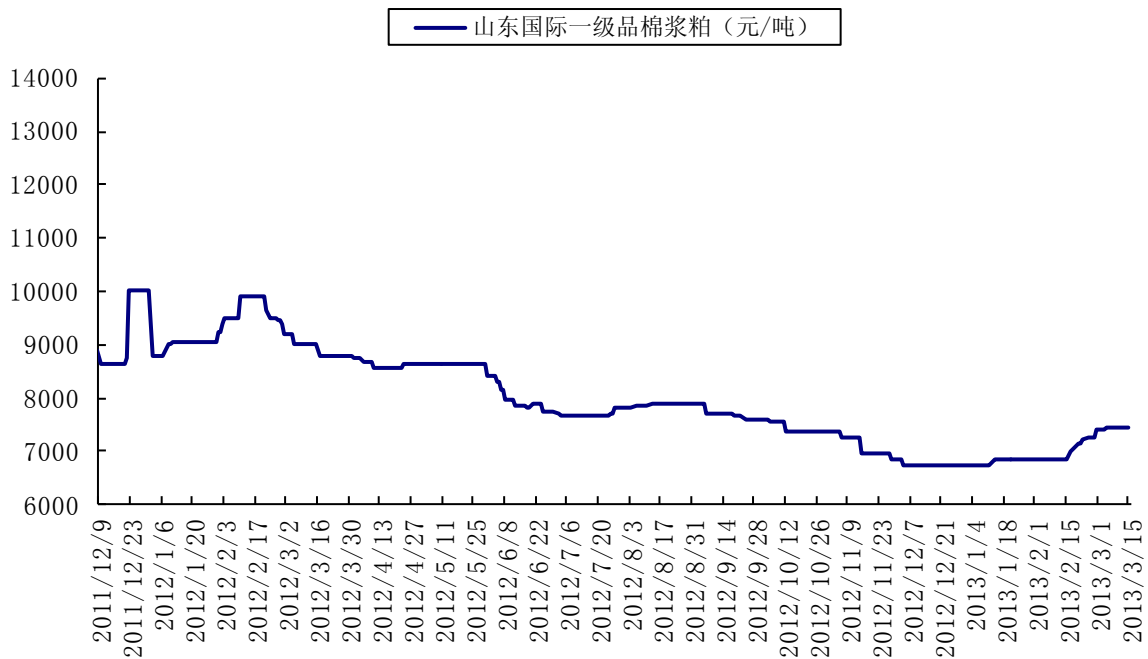
图 9 粘胶短纤价格走势



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

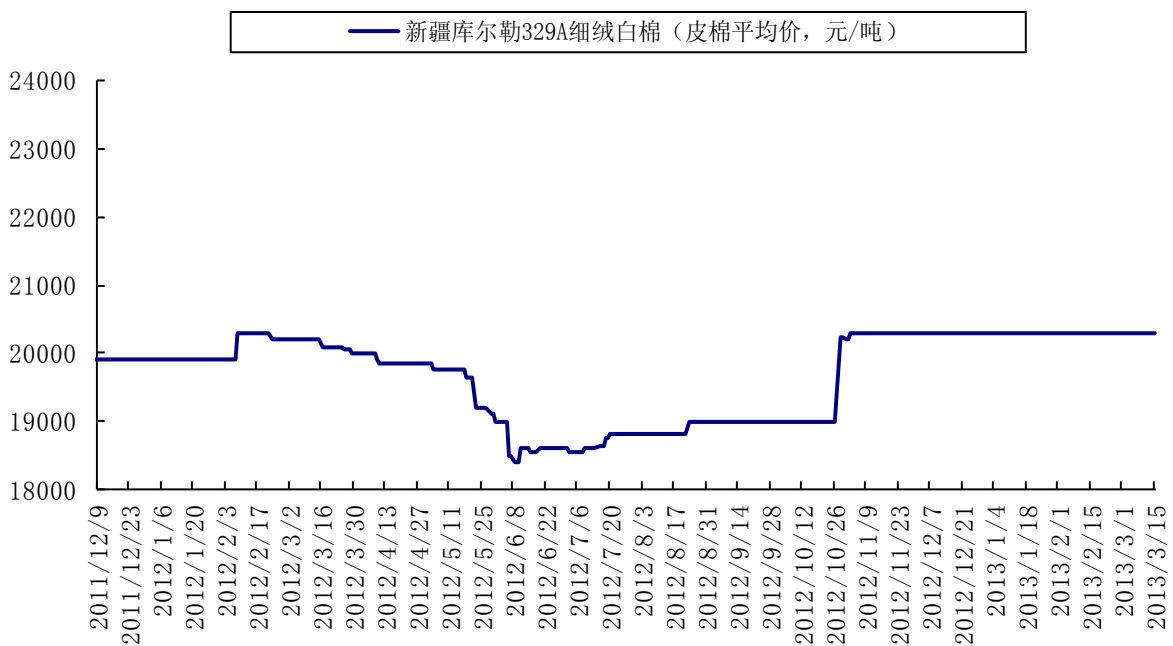
在溶解浆的替代产品方面，本周棉浆粕价格继续上涨，**山东国际一级品棉浆粕最新成交价为7425元/吨，与上周持平。**厂家普遍反映现货囤量有限，走货速度一般。**新疆库尔勒329A细绒白棉的价格继续走稳，目前成交价为20300元/吨。**虽近日中国主港报价及ICE整体趋势走强，但现货市场因受纺织企业需求乏力拖累，量价齐升行情难落实。目前贸易商积极顺价走货为主，成交量一般。配额相对紧张，市场关注国家相关政策。

图 10 棉浆粕价格走势



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

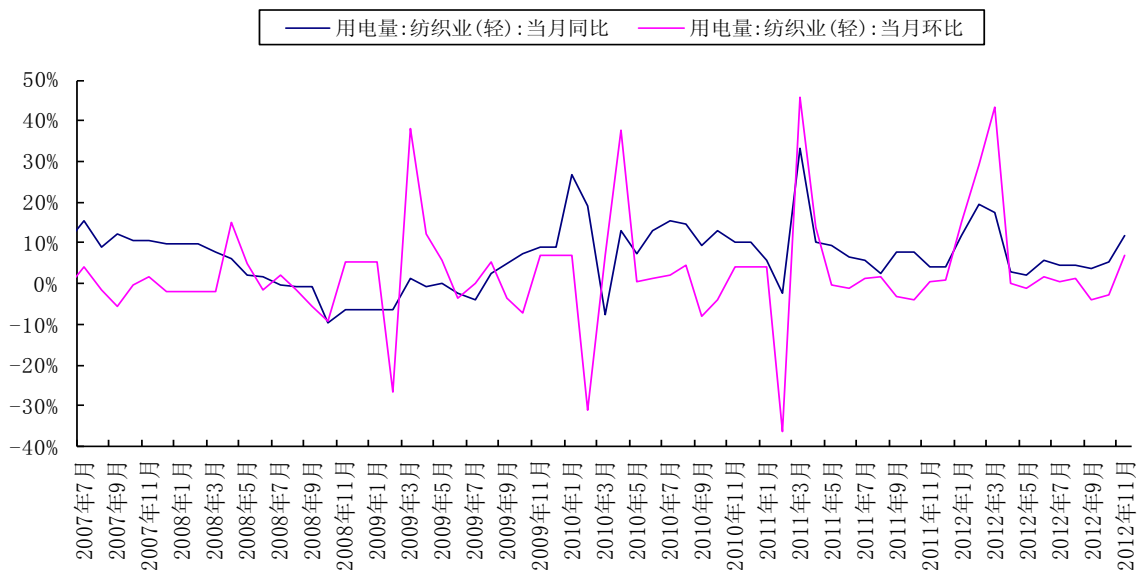
图 11 新疆库尔勒棉花价格走势



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

在需求端方面，溶解浆产品的价格走势与下游纺织需求的支撑密切相关，而用电量是最能真实反映纺织行业订单增速的指标之一。最新数据显示，纺织业的用电量增速在经历了去年全年的平稳走势后，年底增速逐步回升，12月份的同比增速更是创下近八个月以来的新高，反映纺织行业整体开工率较前期出现明显提升。

图 12 纺织工业用电量增速



数据来源：发改委能源局、广发证券发展研究中心

(二) 行业最新动态

我们通过整体重点地区的溶解浆及其相关产品市场行情动态，来把握该子行业真实趋势。

表 5 溶解浆相关行业本周事件

日期	事件
2013/3/11	延边晨鸣木溶解浆生产线处于技改状态，厂家预计 5 月份开机复产，此次技改主要针对提高质量。后期年产能将达到 6 万吨左右。
	福建南纸木溶解浆生产线技改进行中，开机时间暂不确定，另一条浆线开始排产机械浆。 据悉，进口溶解浆主流售价 980-1000 美元/吨。国内现货货源稳定，商家出货意向一般，多适价走货。市场整体观望态度较浓。
	山东夏津地区油厂，质量较好精制棉短绒部分厂家少量走货 3900 元/吨，下游观望、油厂惜售；短丝普纤绒 3800 元/吨，库存量少，较上周末持平。 山东棉浆粕市场，短丝级棉浆粕厂家报价 7500 元/吨，近期下游粘胶短纤走货情况不佳，行情下行，抑制棉浆走货，不过行情暂稳。
2013/3/12	新疆阿克苏西大桥部分棉厂收籽棉，五六级为主，皮棉走市场。三级为主体，掺杂后期加工，同时少量低马值新棉毛重参考价 19000-19500 元/吨，资源有限；五六级新棉郑州库毛重不含税 17500 元/吨，现货量少，询价成交一般。
	青岛地区外棉报价较上周基本稳定，墨西哥棉有所走强，但目前基本暂无现货，周五左右少量清关。港口库存最多的仍是印度棉，走货情况一般，西非棉市场采购积极性偏高，但资源紧缺。 据悉，目前国产木溶解浆实单在 7300 元/吨（承兑），进口报盘在 980-1000 美元/吨。
	国产木溶解浆市场报价 7400 元/吨上下，寻货尚可，市场交投一般，供货量略显紧张。实单需看量商议。 据悉，进口溶解浆美金报价 950-1000 美元/吨不等，听闻现金价格在 7000 元/吨上下报盘。市场整体观望态度较浓。国内现货货源稳定，商家出货意向一般，多适价走货。 山东夏津地区油厂，质量较好精制棉短绒部分厂家少量走货 3900 元/吨；短丝普纤绒 3750-3800 元/吨，多数油厂近期惜售，库存量尚可，较昨日持平。 山东棉浆粕市场，短丝级棉浆粕厂家报价 7500 元/吨，厂家库存量不大，近期询盘、走货量一般，较昨

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	<p>日持平。</p> <p>青岛地区外棉报价就爱哦昨日稳定，走货一般，纺企棉纱销售不佳，采购仍较谨慎。库存最多的仍为印度棉，墨西哥、西非棉等资源有限，同时好品质囤量少。国家政策仍不明朗，配额紧缺，多外棉走货形成拖累。</p>
	<p>新疆阿克苏新棉市场囤量有限，且主为五六级，好品质已积极入储。三级为主体，掺杂后期加工，同时少量低马值新棉毛重参考价 19000-19500 元/吨，量少；五六级新棉郑州库毛重不含税 17500 元/吨，价格稳定，资源少，陆续发货；籽棉主收区为西大桥。</p>
	<p>山东夏津地区油厂，质量较好精制棉短绒部分厂家少量走货 3900 元/吨，惜售，库存量尚可；短丝普纤绒 3750-3800 元/吨，较昨日持平。</p>
	<p>进口棉中国主港报价整体回落，多数品种下跌 0.25 美分。目前，现货市场较为平静，虽然棉价从高点回落，但依然高于纺织厂的预期。此外，受到资金紧张以及配额不足等因素影响，多数纺织厂尚没有补库计划。尽管眼下市场利好因素不少，但如果需求不能跟进就会限制棉价的上行空间。</p>
2013/3/13	<p>国产木溶解浆市场出货价稳于 7300 元/吨，寻货尚可，市场交投一般，供货量略显紧张。进口溶解浆现货市场货源稳定，商家多实单实谈，价格较国产仍偏低。</p>
	<p>黑龙江佳木斯龙江福浆纸有限公司溶解浆生产线仍处于技改状态，开机复产时间暂不明朗。仍需按技改进度再定。现厂家主要生产白牛皮纸。</p>
	<p>山东棉浆粕市场，短丝级棉浆粕厂家报价 7500 元/吨，厂家库存量不大，成交清淡，较昨日持平。</p>
	<p>新疆长绒棉市场囤量有限，部分持棉棉厂或贸易商仍存涨价意愿，但目前下游市场需求未实质好转，加之纱厂接受能力有限，大幅走强存压力。137 级陈棉原单公定淄博库报 26000 元/吨，新棉淄博库原单公定报 26500 元/吨，部分贸易商新棉报价偏高 27000 元/吨左右。</p>
2013/3/14	<p>镇赉新盛纸业溶解浆生产线进入试生产阶段，年计划产能 10 万吨左右，现日产 130 吨左右，原料为进口针叶木片。厂家表示实单需实谈。因质量、产量暂不稳定，故暂无报价流出。</p>
	<p>据悉，国产木溶解浆市场报价稳于 7300-7500 元/吨，寻货气氛尚可，新单成交缓慢，厂家出货压力不高。实单方面仍需面谈。</p>
	<p>山东夏津地区油厂，质量较好精制棉短绒部分厂家少量走货 3900 元/吨，多数油厂惜售暂不出货；短丝普纤绒出厂 3750-3800 元/吨，库存不大，较昨日持平。</p>
	<p>新疆阿克苏西大桥部分棉厂在收五六级籽棉，量一般，加工皮棉走市场；五六级新棉郑州库毛重不含税 17500 元/吨，现货有限，陆续发运，储备棉及进口棉冲击，走货一般。</p>
	<p>青岛地区外棉报价较昨日基本稳定，保税现货近日小幅走强。虽 ICE 期棉及 cotlook A 指数不断走强，但因市场担心国家政策，加之纺企需求能力不佳，清关现货市场走货情况一般，保税相对稍好。</p>
	<p>进口棉中国主港报价大幅上涨，多数品种上涨 1.25 美分，印度棉上涨 1.3 美分，巴西棉上涨 2.25 美分。从市场情况看，虽然过高的棉价将纺织厂挡在门外，但棉商透露，如果纺织厂拿到滑准税配额，现在的棉价水平比国棉还便宜很多。以品质上乘的澳棉为例，目前按照滑准税计算一般贸易提货价仅为 17537 元/吨，因此除全球可供高等级棉紧张以外，市场对中国增发滑准税配额的预期也将推高外棉价格。</p>
2013/3/15	<p>山东夏津地区油厂，质量较好精制棉短绒少量成交 3900 元/吨，走量有限；短丝普纤绒出厂 3750-3800 元/吨，多观望，较昨日持平。</p>
	<p>山东棉浆粕市场，短丝级棉浆粕厂家报价 7500 元/吨，目前市场在下游产品回落抑制下多观望，成交清淡，报价暂稳。</p>
	<p>据不完全统计，青岛港印度棉囤量占总量的约 70%多，同时澳棉、西非等品种资源有限，尤其好品质。伴随近日外围市场走强，加之贸易商调货加价情况普遍，导致部分品种报价涨跌互现，幅度 50-200 元/吨。走货情况一般，市场对配额下发存预期。</p>
	<p>新疆阿克苏西大桥部分棉厂收籽棉，主体为五六级，资源一般；五六级新棉河南郑州、山东临清库毛重不含税 17500 元/吨，囤量不大，报价稳定，成交不佳。</p>

山东棉浆粕市场，短丝级棉浆粕厂家报价 7500 元/吨，目前市场在下游产品回落抑制下多观望，成交清淡，报价暂稳。

数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

上述行业动态显示，本周溶解浆下游产品粘胶短纤的价格稳中有降，溶解浆价格趋于平稳。我们认为，去年年底以来溶解浆及其下游产品价格反弹的趋势值得注意，但近期呈现出上涨乏力之势，说明下游纺织需求不足的局面尚未得到明显扭转，我们将继续监测相关行业指标。另外，一旦此次针对北美、巴西等国进口木浆粕的反倾销案成立，将为国内生产木溶解浆产品的厂商和相关上市公司带来实质性利好。

（三）观点：复苏仍待观察，静待投资机会

结合数据和实体市场行情，我们认为溶解浆相关产品最萧条的时期已过，近期溶解浆及其下游产品价格反弹的趋势值得注意，而针对进口木浆粕的反倾销案一旦成立，将为国内生产木溶解浆产品的厂商和相关上市公司带来实质性利好。我们将继续监测行业动态指标，一旦溶解浆相关产品价格回升获得下游纺织行业需求企稳的配合，投资溶解浆相关产业链的机会才将真正回归。

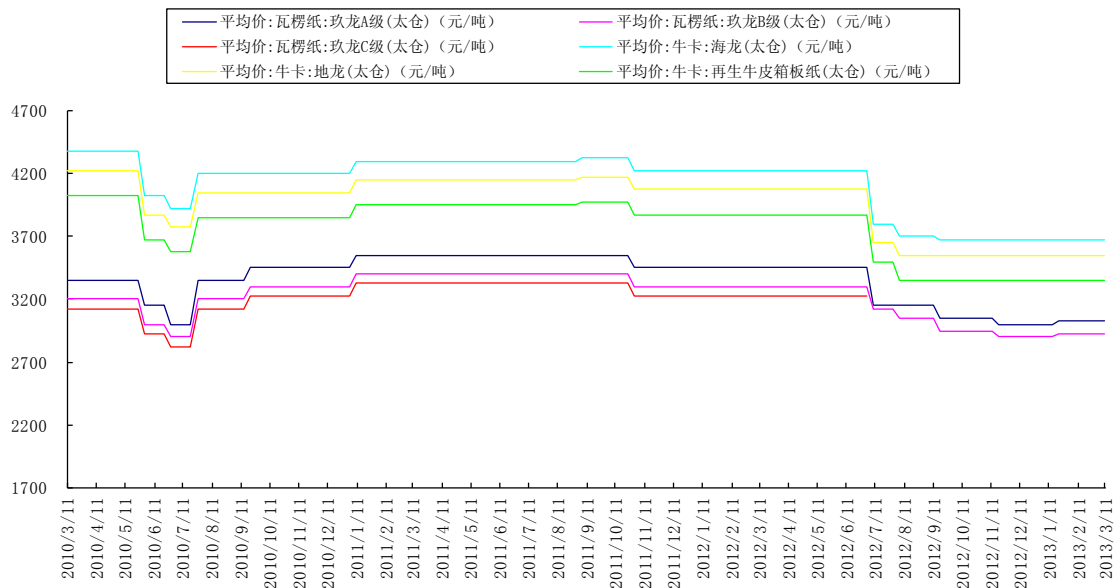
鉴于当前行业的产销情况仍不理想，我们对行业暂时不予推荐。建议关注行业内龙头企业青山纸业、赛得利控股、岳阳林纸。

四、包装行业数据与观点

（一）塑料包装原料价格普遍下调，短期内通胀压力不明显

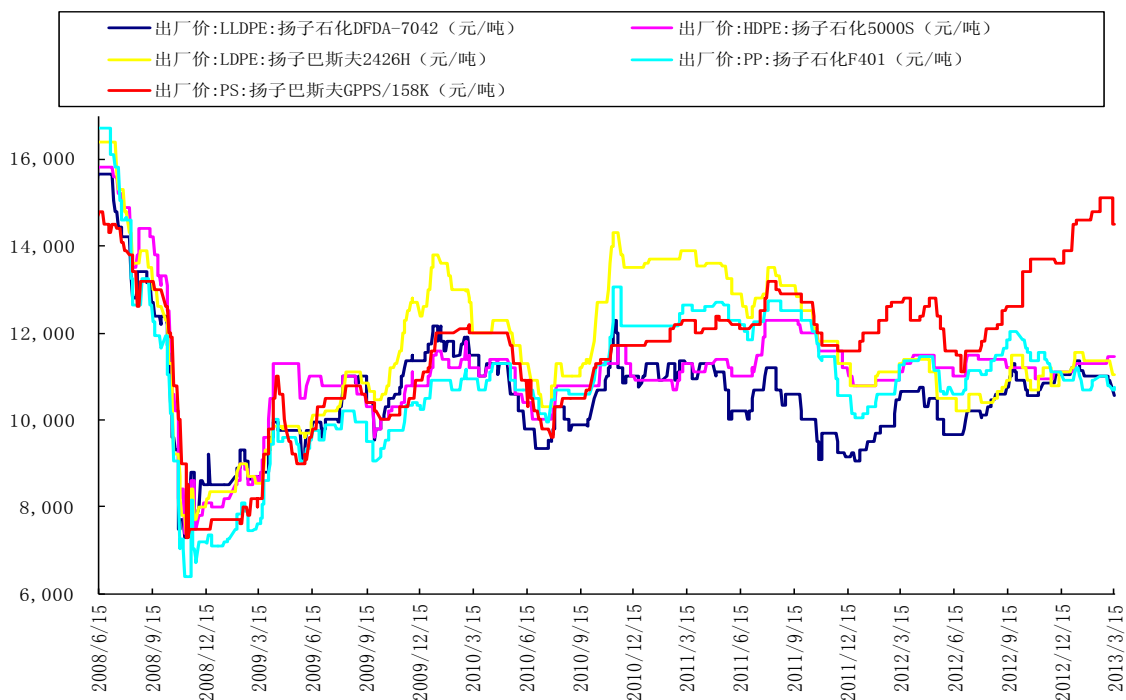
纸包装原料主要为瓦楞纸和牛皮箱板纸，塑料包装原料主要为PE、PP等颗粒。本周，纸包装原料价格持稳于上周；塑料包装原料价格普遍下调，其中LLDPE下跌350元/吨，LDPE下跌300元/吨，PP下跌50元/吨，PS下跌600元/吨。

图 13 纸包装原料成本走势



数据来源：纸业联讯、广发证券发展研究中心

图 14 塑料包装原料成本

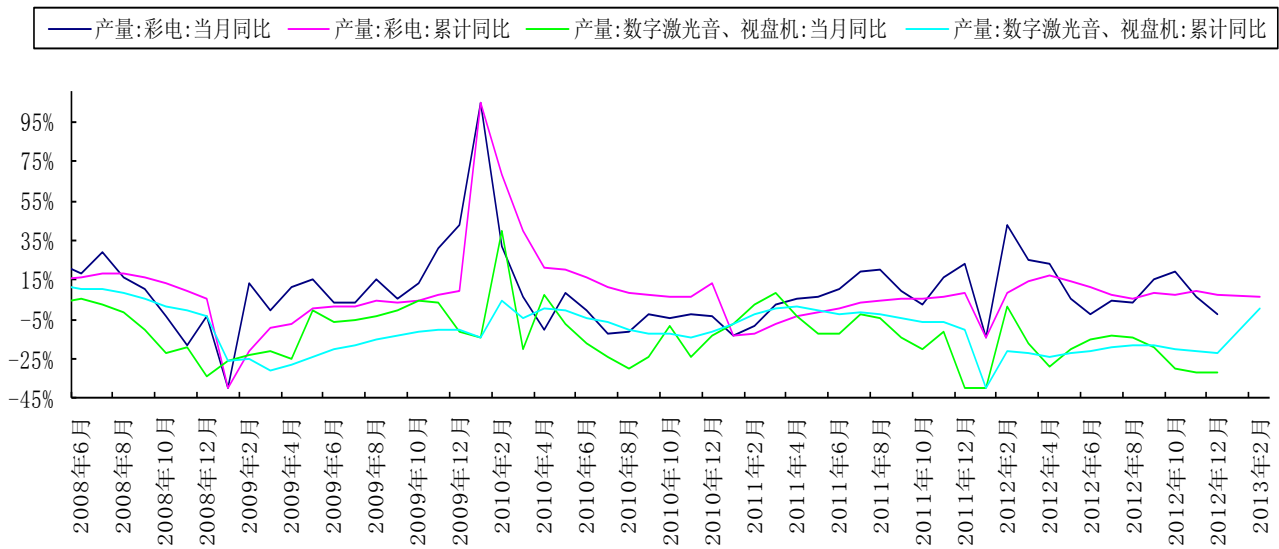


数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

（二）观点：下游增速分化明显，关注消费品包装龙头

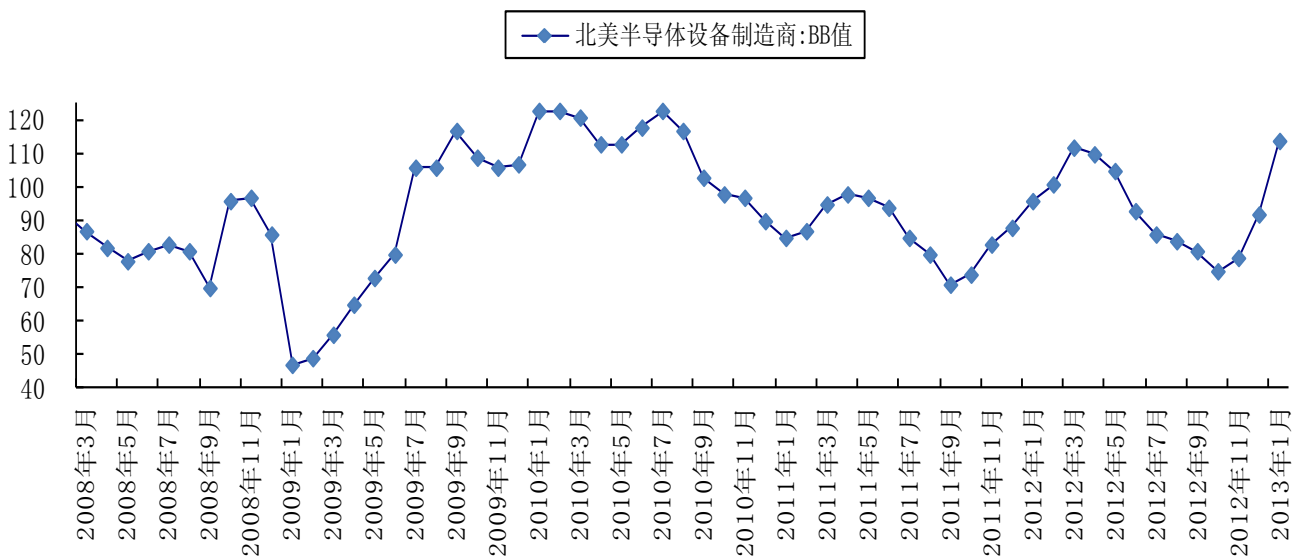
基于以上数据我们发现，上游原料方面，纸包装原料价格自去年下半年以来一直保持低位震荡，而塑料包装原材料价格自去年7月份以来一直处于震荡走高的趋势，虽然春节后价格逐渐趋于平稳，但LLDPE和PS近半年的累计涨幅仍非常可观，原料成本的持续上涨可能会对塑料包装企业的利润率提升造成压力。下游需求方面，我们对包装行业下游家电、消费电子、食品饮料和日用化妆品等市场的月度产量监测发现，下游需求尚未出现明显的复苏迹象，但食品饮料和日化用品的产品增速依旧稳健，实现了穿越经济周期波动的长期稳定增长。

图 15 家电行业各类产品增速



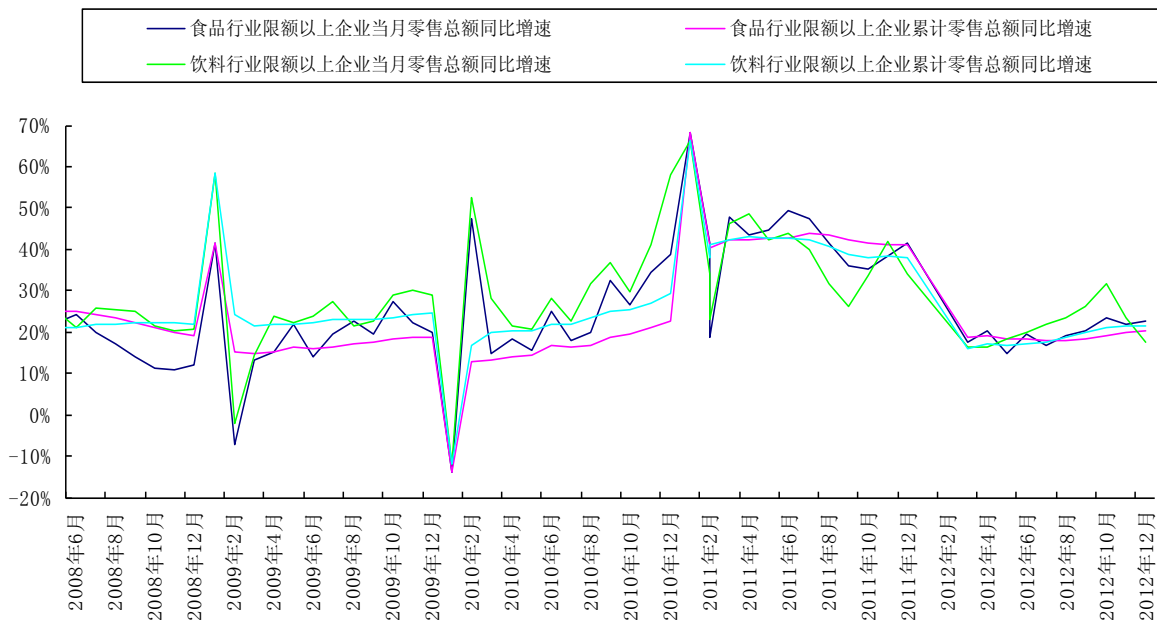
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 16 电子行业景气度连续第三个月上扬



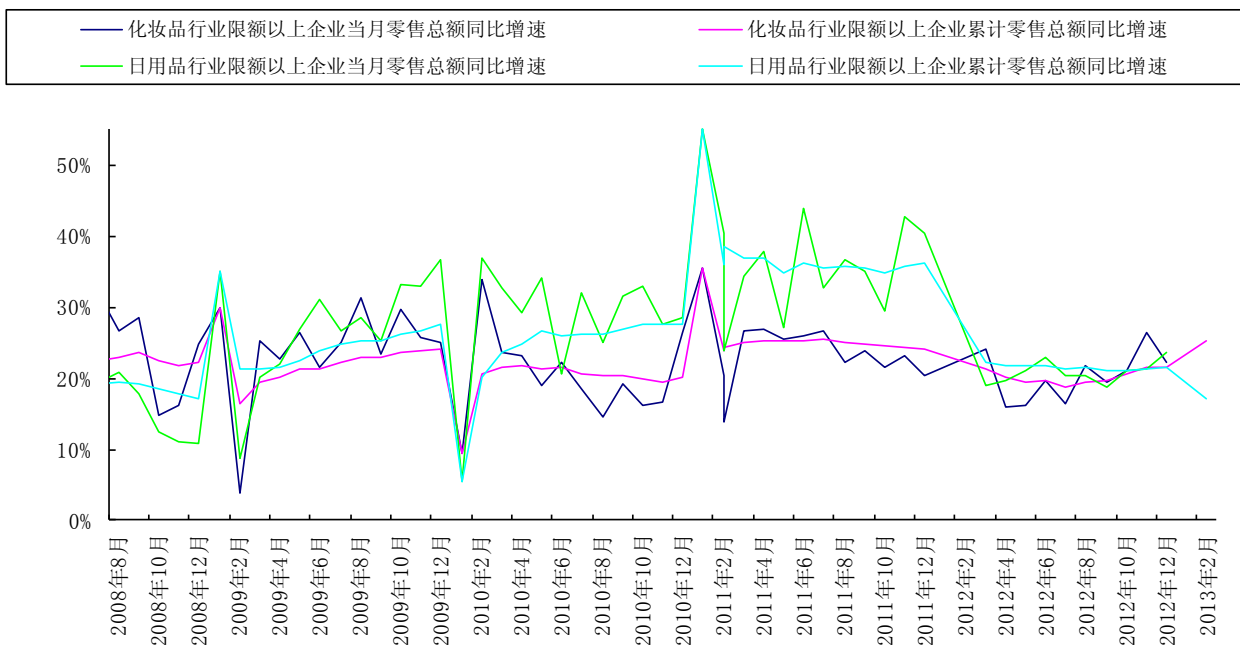
数据来源：国际半导体设备与材料组织、广发证券发展研究中心

图 17 食品饮料行业增速



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 18 日用品化妆品行业同比增长



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

我们认为，2013 年包装行业的主旋律是下游需求复苏，一季度有望见证行业的景气恢复，而以内需消费品客户为主的包装子行业（如食品饮料、日化用品等），业绩增速的确定性明显强于行业平均水平，建议关注以这些子行业作为主要下游客户的包装龙头。综合考虑公司经营管理的稳定性，我们推荐永新股份和合兴包装。

五、风险提示

1. 经济增速超预期下滑导致行业下游需求再度陷入萎缩；
2. 鉴于多数轻工行业的下游地位，企业的议价能力较弱，一旦原材料价格出现过快上涨、下游需求不足将导致开工率不足，进而削弱企业的盈利能力。

广发造纸轻工行业研究小组

李音临： 分析师，伦敦政治经济学院（LSE）管理学硕士，2010年进入广发证券发展研究中心。2012年新财富最佳分析师造纸印刷行业第四名。

申 烨： 研究助理，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心，联系方式：shenye@gf.com.cn，020-87555888-6218。

广发证券-行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券-公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。