

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工制造

报告原因：专题报告

2020年5月7日

后疫情时期轻工行业展望

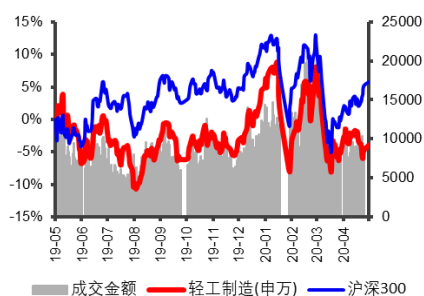
“疫”去春来，回暖可期

维持评级

看好

行业研究/专题报告

轻工制造板块近一年市场表现



相关报告：

《【山证轻工】轻工行业 2020 年度投资策略：C 端受益轻工消费升级，B 端正处高速增长轨道》2019-12-26

分析师：杨晶晶

证书编号：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **一季度回顾：造纸、文娱用品抗跌性强，估值处于历史低位。**一季度子板块跌幅与受疫情冲击的程度紧密相关。纸品和文娱用品属于必选消费、相对刚需，具有标准化、可囤积的特点，具有较强的防御性，而且可以通过电商下单、快递到家等与外界接触较少的方式进行采购，因此受到此次疫情的冲击较小。而家具属于可选消费，具有“面对面”、“人对人”、重服务、多环节、长周期、重线下销售、产品非标化、低频次、高单价等消费属性，因此家具板块跌幅最深。

➤ **家具：受益地产竣工改善，看好线上蓄客与家装需求的滞后兑现。**（1）疫情倒逼线上营销发力，前期蓄客与订单陆续实现转化。运用直播带货、KOL 种草等方式，家具企业在疫情期间推广、引流，提前锁定和储备客户，我们估算订单转换时点大概率落在 Q2、Q3。（2）地产竣工改善支撑需求增长，基于装修房屋套数测算模型，我们估算 2020 年住宅装修套数为 1041.42 万套，同比增长 6.23%，潜在订单充足，由于疫情原因前期被压抑的家具购置需求会陆续释放出来，预计 Q2 及下半年将迎来消费回补和业绩反弹。（3）房地产企业全面复工，后续工程订单加快落地。目前，除湖北、黑龙江两个省份房地产业 3 月份复工外，其他省份的大部分房地产施工项目都已在 2 月份复工。由于工程订单都是先前已经签约确定的，原定在 Q1 的安装量会推迟到疫情缓解之后释放，但不影响全年收入。

➤ **文具：全国有序复学复课利好销售反弹，办公直销基本恢复正常运营，全年增量可观。**（1）全国各地陆续复学，学汛有望拉动文具销售。其次，全国高考延迟一个月，也将学生文具的销售旺季和热度向后拉长了一个月时间，而二季度属于毕业生学习备考的黄金期，预计文具销售会有显著反弹。（2）办公直销 B2B 业务全面恢复，MRO 需求持续放量。2019 年晨光科力普、齐心集团持续中标大客户，B2B 订单充足无虞，随着各行业客户按照国家政策安排如期有序复工，Q2 办公直销业务有望恢复至正常水平。

➤ **造纸包装：生活用纸盈利弹性向好，包装纸下游行业需求回暖。**（1）生活用纸继续受益低浆价，盈利弹性向好。木浆生产商和港口库存压力仍然存在，国内青岛、常熟和保定港纸浆库存维持高位，浆价依然承压，预计维持偏弱震荡。（2）包装纸下游行业回暖，纸价基本到达底部。纸箱的需求量与下游各行业的发展前景呈现出较高的正相关性，从快递指标来看，国内日快递量基本恢复疫情前正常水平，侧面反映出下游行业基本实现全





面复工复产，需求端显著回暖。经过几番连降之后，箱板瓦楞纸价基本已经跌至底部。随着下游行业复苏对包装至的需求加大，包装纸价格或在二季度趋于稳定或迎来回弹。

➤ **投资建议：**随着我国新冠肺炎疫情防控和社会经济发展工作的持续推进，轻工消费回补行情值得期待，建议关注因疫情需求滞后兑现的家具，受益全面复学复课的文具、以及防疫必需品生活用纸。（1）家具：行业基本面向好、精装修放量，看好疫情解除后业绩反弹，建议关注帝欧家居、江山欧派、尚品宅配、欧派家居、海鸥住工。（2）文具：建议关注齐心集团、晨光文具。（3）生活用纸：建议关注中顺洁柔。

风险提示：

宏观经济增长不及预期；疫情持续扩散恶化风险；地产调控政策风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；经销商管理风险；整装业务拓展不及预期；大宗业务回款风险等。

目录

1. 一季度回顾：造纸、文娱用品抗跌性强，估值处于历史低位.....	7
1.1 轻工板块小幅超越市场，造纸、文娱用品抗跌性强.....	7
1.2 估值低于历史均值，Q2 有望迎来修复.....	9
2.家具：受益地产竣工改善，看好线上蓄客与家装需求的滞后兑现.....	10
2.1 疫情倒逼线上营销发力，前期蓄客与订单陆续实现转化.....	10
2.2 地产竣工改善支撑需求增长，消费回补推动 Q2 业绩反弹.....	13
2.3 房地产企业全面复工，后续工程订单加快落地.....	16
3.文具：全国有序复学利好销售反弹，办公直销业务增量可观.....	19
3.1 全国各地陆续复学，学汛有望拉动文具销售.....	19
3.2 办公直销 B2B 业务全面恢复，MRO 需求持续放量.....	20
3.3 疫情加速云办公云教育普及，利好付费用户转化.....	21
4.造纸包装：生活用纸盈利弹性向好，包装纸下游行业需求回暖.....	23
4.1 生活用纸继续受益低浆价，盈利弹性向好.....	23
4.2 包装纸下游行业回暖，纸价基本到达底部.....	25
5.投资建议	28
6.风险提示	28

图表目录

图 1：一季度轻工制造板块走势弱于大盘	7
图 2：申万一级行业指数涨跌幅排名	7
图 3：轻工制造行业各子板块涨跌幅对比（%）	8
图 4：轻工制造板块目前估值略低于历史均值	10
图 5：轻工制造各子板块 PE（历史 TTM，整体法）	10
图 6：薇娅直播间 17 分钟为索菲亚带货超 6000 单	11
图 7：薇娅家装节林氏木业成交金额突破 3100 万	11
图 8：尚品宅配自主孵化 1.2 亿粉丝级别的“设计师阿爽”（家居业的“李佳琦”）	13
图 9：商品房住宅销售面积及同比增速	14
图 10：住宅竣工面积及同比增速	14
图 11：30 大中城市商品房成交套数当周值（套）	14
图 12：30 大中城市商品房成交面积当周值（万 m ² ）	14
图 13：住宅新开工面积及同比增速	15
图 14：住宅开发投资完成额及同比增速	15
图 15：全国建材家居卖场景气指数（BHI）及同比增减	15
图 16：建材家居卖场销售额当月值及同比增速	15
图 17：全国精装修商品住宅开盘规模及变化	17
图 18：近年来全国精装修渗透率持续提升	17
图 19：齐心商城劳保安防产品	21
图 20：中顺洁柔非卷纸类产品毛利率优势显著	23
图 21：中顺洁柔 2020Q1 毛利率、净利率创新高	23
图 22：中顺洁柔高端产品系列	23

图 23：木浆进口平均单价	24
图 24：部分木浆 CFR 现货价	24
图 25：全球生产商木浆/针叶浆/阔叶浆库存天数（天）	24
图 26：青岛港、常熟港纸浆库存（吨）	24
图 27：规模以上快递业务量及同比增速	25
图 28：全国实物商品网上零售额占比超过 1/5	25
图 29：2020 年 3 月饮料类零售额同比增长 6.3%.....	25
图 30：2020 年 3 月粮油食品零售额同比增长 19.2%.....	25
图 31：2020 年 3 月日用品类零售额同比增长 0.3%.....	27
图 32：2020 年 3 月通讯器材类零售额同比增长 6.5%.....	27
图 33：玖龙纸业瓦楞纸出厂平均价（元/吨）	27
图 34：玖龙纸业箱板纸出厂平均价（元/吨）	27
表 1：年初至今轻工板块个股涨幅排名前 20	8
表 2：轻工板块 2019 年业绩快报营业收入/归母净利润同比增速前 10.....	9
表 3：家具线上营销思路与方法	10
表 4：家居行业代表企业疫情期间直播战况	11
表 5：2016-2020 年住宅竣工面积及同比增速	16
表 6：2020 年住宅装修套数及同比增速测算	16
表 7：各省市房地产企业复工时间表不完全统计（截至 3.26）	17
表 8：已明确开学时间各省份各类学校开学时间不完全汇总（截至 4.28）	19
表 9：A 股办公直销平台中标客户情况	20
表 10：新冠肺炎疫情期间免费开放的云办公产品	21

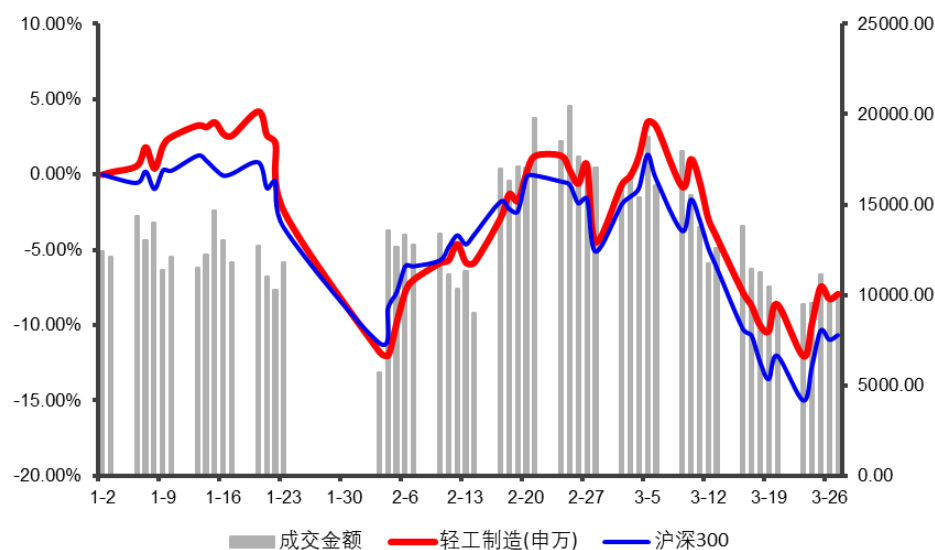


1. 一季度回顾：造纸、文娱用品抗跌性强，估值处于历史低位

1.1 轻工板块小幅超越市场，造纸、文娱用品抗跌性强

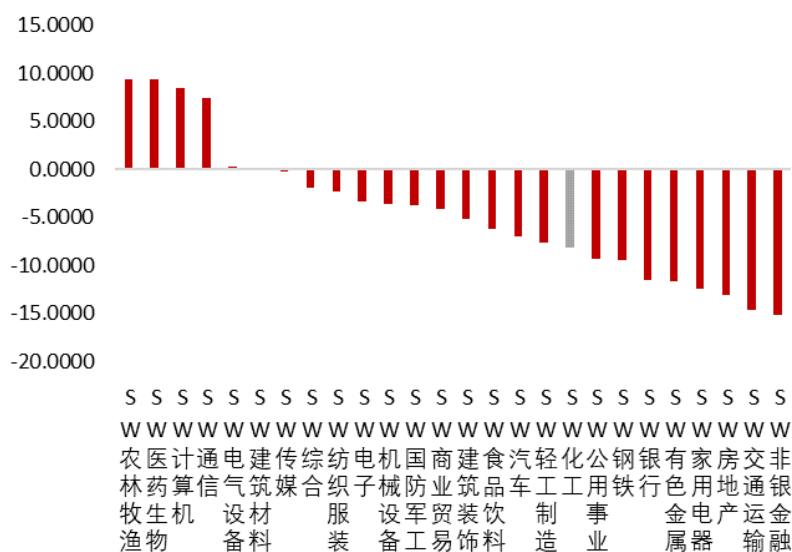
一季度轻工制造板块小幅超越市场。受到新冠肺炎疫情在国内及全球扩散的影响，市场呈现出震荡下行的态势。从年初至今（3月30日，下同），沪深300指数下跌10.65%，SW轻工制造指数下跌7.94%，跑赢大盘2.71个百分点，在申万28个一级行业中排名第17。

图 1：一季度轻工制造板块走势弱于大盘



资料来源：山西证券研究所、wind

图 2：申万一级行业指数涨跌幅排名

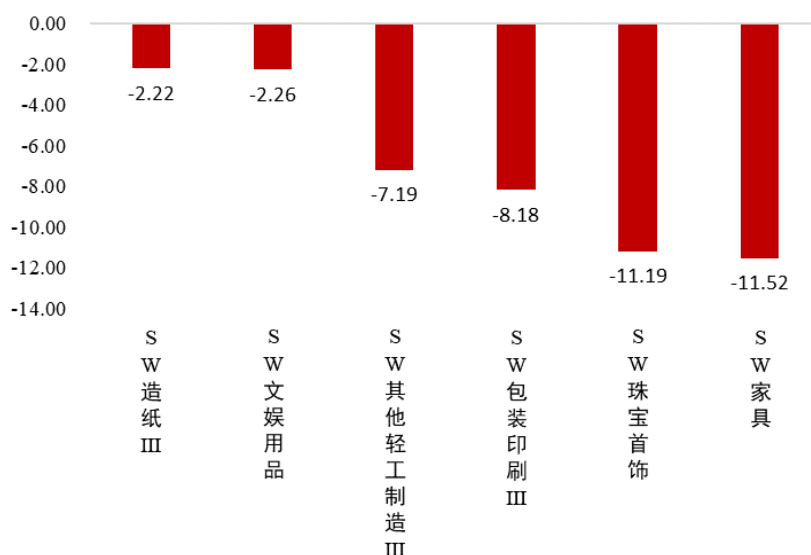


资料来源：山西证券研究所、wind

分子行业来看，造纸、文娱用品最为抗跌，家具跌幅最深。年初至3月30日，轻工制造子板块跌幅由低到高依次为：造纸（-2.22%）、文娱用品（-2.26%）、其他轻工制造（-7.19%）、包装印刷（-8.18%）、珠宝首饰（-11.19%）、家具（-11.52%）。

一季度子板块跌幅与受疫情冲击的程度紧密相关。生活用纸、文娱用品属于必选消费、相对刚需，具有标准化、可囤积的特点，表现出较强的防御性，而且可以通过电商下单、快递到家等与外界接触较少的方式进行采购，随时随地需要用到、渠道替代性效应较强，因此受到此次疫情的冲击较小。重度依赖线下和服务属性较强的家具板块受到疫情冲击影响最大，家具属于可选消费，具有“面对面”、“人对人”、重服务、多环节、长周期、重线下销售、产品非标化、低频次、高单价等消费属性，因此家具行业受到疫情冲击的敏感度较高。

图 3：轻工制造行业各子板块涨跌幅对比（%）



资料来源：山西证券研究所、wind

从个股来看，Q1 涨幅前 30 的股票大多数有基本面和业绩支撑，主要包括（1）造纸行业：白卡纸龙头博汇纸业、生活用纸龙头中顺洁柔、特种纸龙头凯恩股份；（2）文娱用品：齐心集团、实丰文化；（3）包装印刷板块：英联股份、新通联、紫江企业等；（4）家具板块：木门龙头江山欧派、定制家具我乐家居、办公椅龙头永艺股份等。参考 2019 业绩快报披露情况，可以发现，Q1 涨幅居前的个股营收、净利润增速表现都比较出色。

表 1：年初至今轻工板块个股涨幅排名前 20

证券简称	区间涨跌幅 (%)	2019 业绩快报：营业收入同比增长率 (%)	2019 业绩快报：归母净利润同比增长率 (%)	所属申万行业名称
公牛集团	80.83	-	-	其他家用轻工
博汇纸业	52.35	-	-	造纸 III

江山欧派	49.92	58.00	72.98	家具
英联股份	42.98	42.91	89.60	包装印刷III
爱迪尔	36.94	27.71	104.83	珠宝首饰
姚记科技	34.19	77.04	156.45	文娱用品
新通联	28.83	-	-	包装印刷III
中顺洁柔	27.96	16.84	49.12	造纸III
我乐家居	18.44	23.10	51.40	家具
齐心集团	17.68	42.37	30.97	文娱用品
实丰文化	17.33	-	-	文娱用品
紫江企业	13.79	-	-	包装印刷III
美利云	13.44	-	-	造纸III
双星新材	13.29	15.94	-41.67	包装印刷III
凯恩股份	11.95	2.13	85.92	造纸III
大胜达	11.75	-	-	包装印刷III
乐凯胶片	10.55	-	-	其他家用轻工
吉宏股份	8.46	32.34	52.27	包装印刷III
永艺股份	8.31	-	-	家具
界龙实业	8.25	-	-	包装印刷III

资料来源：山西证券研究所、wind

表 2：轻工板块 2019 年业绩快报营业收入/归母净利润同比增速前 10

股票简称	所属行业	营收（亿元）	同比增速%	股票简称	所属行业	归母净利润（亿元）	同比增速%
群兴玩具	文娱用品	0.71	271.71	浙江永强	家具	5.00	563.46
环球印务	包装印刷III	12.57	126.37	鸿博股份	包装印刷III	0.34	554.21
姚记科技	文娱用品	17.34	77.04	金一文化	珠宝首饰	0.71	230.56
江山欧派	家具	20.27	58.00	海鸥住工	其他家用轻工	1.31	212.03
新宏泽	包装印刷III	4.23	50.97	姚记科技	文娱用品	3.52	156.45
王子新材	包装印刷III	13.26	45.40	环球印务	包装印刷III	0.67	137.25
英联股份	包装印刷III	11.70	42.91	齐峰新材	造纸III	1.33	127.43
齐心集团	文娱用品	60.38	42.37	爱迪尔	珠宝首饰	0.58	104.83
皮阿诺	家具	14.71	32.53	高乐股份	文娱用品	0.22	96.03
吉宏股份	包装印刷III	30.03	32.34	英联股份	包装印刷III	0.80	89.60

资料来源：山西证券研究所、wind

1.2 估值低于历史均值，Q2 有望迎来修复

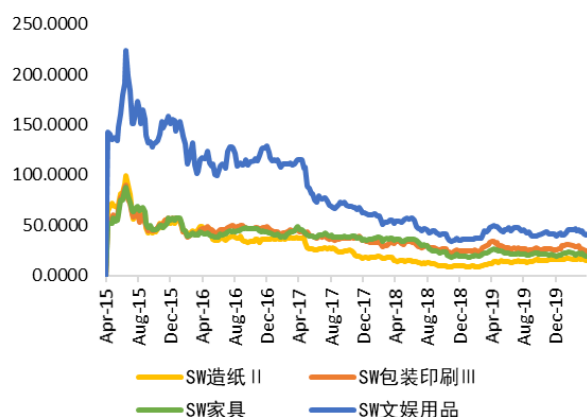
随着疫情得到控制以及稳增长政策的持续加力，我们看好 Q2 轻工行业的消费回补和潜力释放，轻工行业景气度有望迎来回升，预计板块估值将实现修复。目前 SW 轻工板块市盈率（TTM，整体法）为 21.49 倍，远低于近五年历史均值（36.86 倍）。四大子板块市盈率由低到高分别为：文娱用品（40.62X）、包装印刷（23.90X）、家具（18.83X）、造纸（14.05X），均低于近五年历史市盈率平均值。

图 4：轻工制造板块目前估值略低于历史均值



资料来源：山西证券研究所、wind

图 5：轻工制造各子板块 PE（历史 TTM，整体法）



资料来源：山西证券研究所、wind

2.家具：受益地产竣工改善，看好线上蓄客与家装需求的滞后兑现

2.1 疫情倒逼线上营销发力，前期蓄客与订单陆续实现转化

疫情影响下复工复产慢于往年、线下实体经营一度停摆，家居行业迎来严峻考验和洗牌期。疫情倒逼家居企业全方位发力线上营销、线上流量运营和数字化渠道变革。由于家具属于高价格、低频次、重线下的消费品，而且相比吃喝玩乐偏冷门，自然客流量天生不高，疫情早期线下交易停摆，更是导致整个家居行业的正常运营几乎陷入停滞。新冠肺炎疫情蔓延以后，居民的外出急剧减少，消费市场受到较大冲击，特别是对2月份影响巨大。

表 3：家具线上营销思路与方法

简介	主要内容
线上活动引流	举行线上营销活动给经销商引流，比如运用直播，帮助经销商在疫情期间提前锁定和转化客户。
线上展示、线上场景体验	搭建线上展示平台，比如云展厅、VR 全景方案等，商场和线下专柜的官方背书则大大增加了用户对产品的信任感。
经销商培训与帮扶	强化培训力度，帮助经销商、门店销售人员掌握线上营销获客与谈单技能；安排专门的帮扶团队，厂家牵头，发动经销商与门店全员投入社群、直播、线上拼团等。
线上服务	搭建线上服务模式，包括在线免费咨询、在线量尺、在线设计、在线（视频）沟通、在线（视频）讲方案等多种在线免费服务。力争在不进店、不见面的情况下，能够将客户可能需要的服务通过线上提供到位。部分公司推出了专门的在线量尺小程序。
激活老带新	组织导购加强与老客户的联系，发现二次购买需求，并争取介绍新客户。老客户转介绍新客户，帮助经销商精准获客，提高成交效率。

资料来源：山西证券研究所，大材研究、公开资料整理

政府支持电商平台创新服务模式，鼓励实体零售业数字化转型，推进线上线下深度融合，促进消费的新业态、新模式、新场景的普及应用。疫情期间，红星美凯龙、居然之家、欧派家居、尚品宅配、顾家家居

居、箭牌卫浴、左右沙发、恒洁卫浴、蒙娜丽莎、TATA 木门、林氏木业等传统家居建材企业，纷纷投入到了线上营销和直播带货的行列之中。

图 6：薇娅直播间 17 分钟为索菲亚带货超 6000 单



资料来源：山西证券研究所、百度

图 7：薇娅家装节林氏木业成交金额突破 3100 万



资料来源：山西证券研究所、创氦网

运用直播带货、KOL 种草等方式，家具企业在疫情期间推广、引流，提前锁定和储备客户，我们估算订单转换时点大概率落在 Q2、Q3。根据前期调研，从各大上市公司的线上订单情况来看，线上活动效果还是相对活跃的，客户也有成交的意愿。储备客户有转换周期，从线上预付款（定金、意向金）为起点，需要经过设计师与客户的沟通、量尺、设计方案的确立，才能转换成真正的订单，之后再转到工厂生产发货，发货安装完成后确认收入。这个转换周期正常情况下在 1 个月左右，随着疫情防控的好转，转换周期将逐步回归常态，预计一季度的线上蓄客和前期没有落地转换的订单在 Q2、Q3 集中释放。同时，由于通过直播产生的订单会被分配给消费者所在城市的经销商，在这样的流程下，经销商直接受益直播带货，因此经销商配合响应程度很高，也有很多经销商主动注册社交媒体账号和线上直播。

表 4：家居行业代表企业疫情期间直播战况

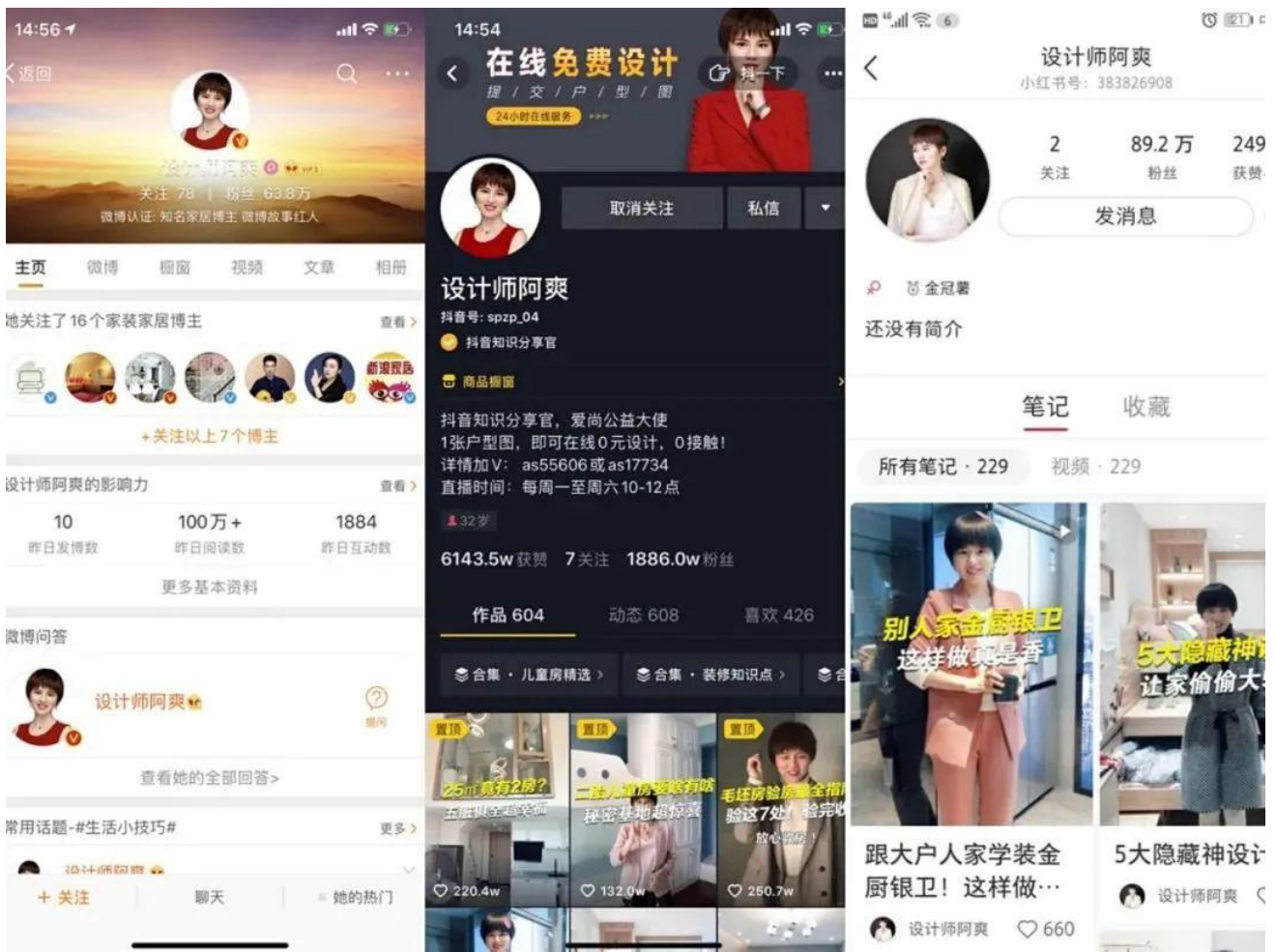
类型	公司名称	主要成果
定制家具	欧派家居	截至 2 月末，欧派各大家居品类产品（橱柜、衣柜、卫浴、木门、墙饰软装、整装大家居等）共计开展 10 余场全国性直播，累计观看人次、点赞数均超过 100 万次，线上线下总成交近 4 万单。 3. 21-3. 23 日，“欧派安家节”“超级直播夜”橱衣巅峰直播 12 小时，成交订单突破 15 万单，刷新家居行业直播历史记录。本次活动曝光量突破 3000 万，直播观看人数突破 1000 万，规模之大也创下行业记录。
	尚品宅配	尚品宅配打造了新居网 MCN 机构，自主孵化和签约了近 300 个 IP 家居类达人。 2 月 22 日，尚品宅配携手“设计师阿爽”举办“超级直播团购”活动，直播 5 小时，在线观看量超 770 万，成交订金数 1.39 万笔。 315 大牌直播团购节活动中，自主孵化合计有着约 1.2 亿粉丝级别的“设计师阿爽”“wuli 设计姐”等 20 余个家居行业的大 IP 悉数出动，通过“主会场+分会场”的形式在四大主流直播



		短视频平台同步直播，全国上千家终端门店线下联动配合。在疫情防控仍然紧张的3月，通过创新线上营销，线上获取的量尺机会数对比去年单月最高峰值提升了50%。
	索菲亚	3月18日，索菲亚联合天猫家装、淘宝第一主播薇娅在直播间联合发布新品“索菲亚BOX衣帽间”，直播间累计观看超过2000万人次，17分钟直播带货在6000单以上。
	我乐家居	我乐家居打造了“品质315”千万补贴、万元免单的全国直播活动，总裁亲自上阵玩转专属福利。截至3月15日，我乐家居已开展10场天猫直播，累计观看人次近15万，线上成交订单数过万，预计成交金额超2亿元。
	好莱客	在2月14日至3月14日期间，好莱客线上直播超过40场，观看人数达843.1万人次，总下订单超7.05万单。 3月14日公司开展了“总裁&奥运冠军抢购会”直播，营销中心总经理库腾现场连线特邀嘉宾、女排2004年雅典奥运会冠军成员赵蕊蕊，共同推广公司产品，该直播活动观看量达336.2万人次，现场下定的订单约2.67万单。
成品家具	喜临门	3月21日，喜临门线上发布了《2020年中国睡眠指数报告》并推出双核抗菌系列新品，通过天猫京东苏宁电商平台，网红直播带货，数千家导购及加盟商的直播带货，在抖音快手短视频平台引流。苏宁平台的喜临门超级品牌日当天，10秒完成去年“超品日”的销量，单日销售超过5000张床垫，同比增幅达150%。 薇娅家装节专场直播，上线前5分钟就卖18000张，3小时内22677张全部售罄，累计销售额达到2805万元。截至4月2日24时，该4D抗菌床垫产品上市后累计销售额已经达到了4.85亿元，创下了天猫床垫品类中的销量巅峰。
	惠达卫浴	在3月26日至27日，惠达卫浴推出线上直播——“智净中国、总裁直播”，一天就斩获订单35843单，在线观看人数突破140万，效果明显。该直播不但实现了带货，还带上了品牌文化输出，通过邀请大家进入工厂车间和陶瓷博物馆，进行全方位体验。
	林氏木业	欢聚日活动中，拉新人数高达17万人，加购收藏量高达31万，完成率高达155.52%，在4月1日活动首日开卖仅8小时提前完成3天目标，同比同期活动，业绩增长量达137%。 4月2日晚薇娅“家装节”直播，林氏木业成交金额突破3100万，共销售24000多套家具产品。其中，爆款真皮床5分钟就突破了3000件，卖出了4500件；小户型网红布艺沙发3分钟突破2800件，一共卖出5300件；而功能沙发椅3分钟爆卖1000件，共卖出3682件。
	芝华仕	2月24日，芝华仕企业店联合2000多家线下门店做了一场“厂购会”直播，数据显示，成交周同比上涨13倍，日环比上涨470倍。
家居卖场	红星美凯龙	2月至3月共举办了超过1000场的直播，旨在培养红星自己的“李佳琦”，平均每场直播在线人数2000+人。 3月6日，红星美凯龙联手淘宝举办“BUY家女王直播大赏”，在线观看数最后定格在112.72万人次，跻身全淘宝直播TOP10。 疫情期间，红星向全体经销商免费开放了IMP数字营销体系和设计云，尤其是设计云的开通率已经接近100%。
	居然之家	从2月6日起，居然之家携全国136家门店，展开了为期3天的直播，共直播直播1045场，观看人次近70万，超1350万互动，观看时长超2万小时，预计引导成功超过4000万。 淘宝数据显示，2月15日至2月21日，居然之家在全国范围内的232家门店进行了4810场淘宝直播，开播时长近7000小时，预计带来4.8亿元人民币的成交额和11万新客。

资料来源：山西证券研究所，亿欧家居、证券市场红周刊、创氦网

图 8：尚品宅配自主孵化 1.2 亿粉丝级别的“设计师阿爽”（家居业的“李佳琦”）



资料来源：山西证券研究所、泛家居圈

2.2 地产竣工改善支撑需求增长，消费回补推动 Q2 业绩反弹

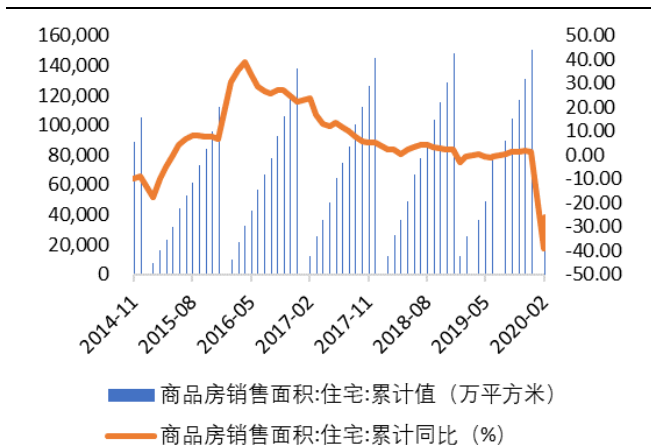
从产业链上游来看，2019 年地产竣工改善超预期，带动家居流量端回暖，2019 年住宅竣工面积重现正增长，一扫持续三年之久的下行阴霾。据国家统计局数据显示，全国住宅竣工面积 68011 万平方米，同比增长 3.00%，增速比去年同期回升 11.10pct，自 17 年 9 月以来，住宅竣工面积累计增速首度扭转为正。从住宅竣工转化为家具消费约 6-12 个月时间，直接支撑未来两年家具消费需求，伴随住宅销售、竣工面积的回暖，2020 全年家具销售增速有望保持相对稳定。

国家和地方出台一系列的促进消费回补释放的政策逐步落地见效，有助于推动家具消费恢复活力。3 月 18 日，国务院联防联控机制召开新闻发布会，商务部市场运行和消费促进司副司长王斌表示，商务部将会同有关部门进一步研究提出促进汽车、家具、家电等重点商品消费的政策措施，支持引导各地制定奖补政策，并鼓励具备条件的地区和企业，在公正公开的前提下，面向特定的群体、特定的商品、特定的领域推出

各类消费券、购物券，促进消费回流和人气回升。4月2日，王斌再度表示，在扩大商品消费方面，将加快推进党中央、国务院已出台的政策措施落地见效，支持引导各地制定奖补政策，促进绿色节能家电、家具等产品消费。

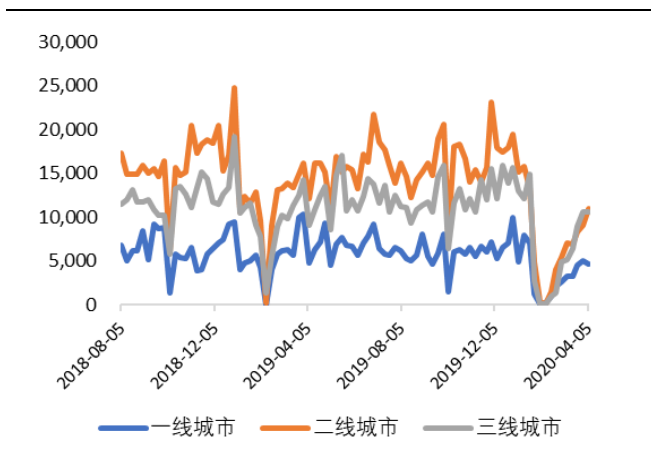
从最新数据来看，3月地产端数据环比改善显著：住宅竣工面积当月同比增速转正，而无论是住宅销售面积、竣工面积，还是住宅新开工面积和住宅开发投资完成额，其前3月降幅均比1-2月份收窄8个百分点以上。据国家统计局数据显示，2020年1-3月，全国住宅竣工面积10928万平方米，同比下滑16.20%，降幅比1-2月份收窄8.10个百分点。其中，3月全国住宅竣工面积为4176万平方米，同比增长1.2%，再度恢复正向增长，全年向好势头明显。

图 9：商品房住宅销售面积及同比增速



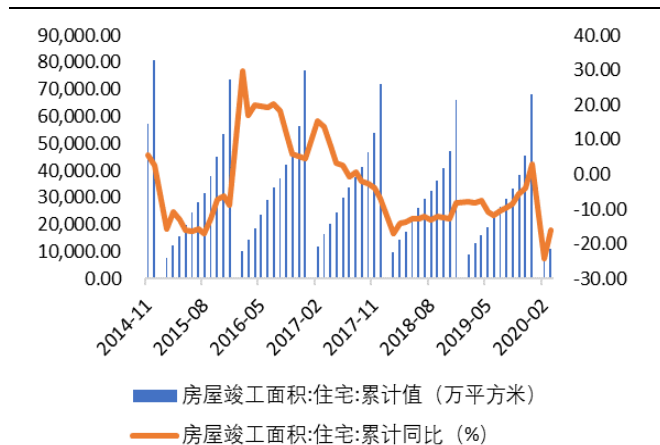
资料来源：山西证券研究所、wind

图 11：30 大中城市商品房成交套数当周值（套）



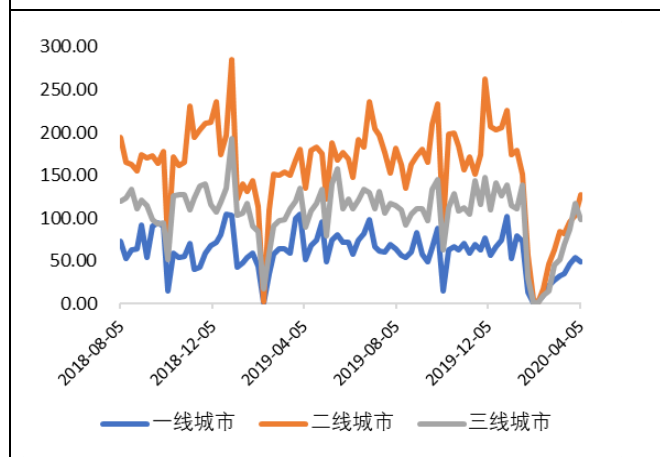
资料来源：山西证券研究所、wind

图 10：住宅竣工面积及同比增速



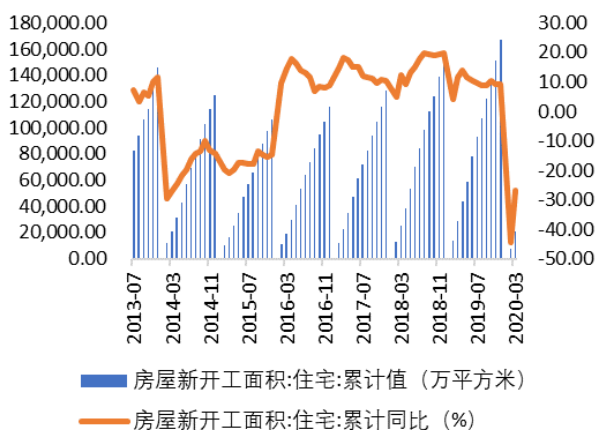
资料来源：山西证券研究所、wind

图 12：30 大中城市商品房成交面积当周值（万 m^2 ）



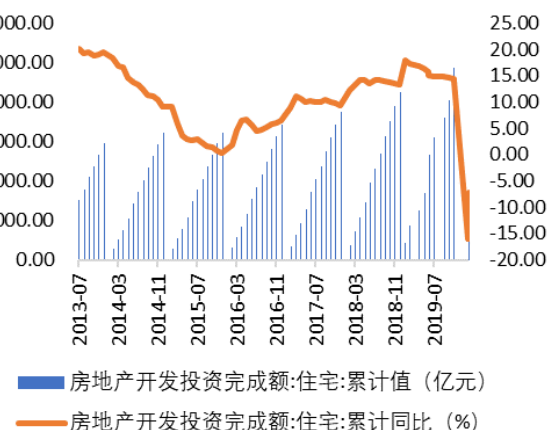
资料来源：山西证券研究所、wind

图 13：住宅新开工面积及同比增速



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

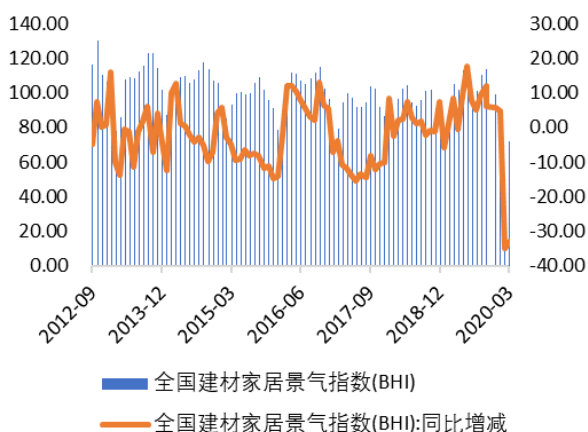
图 14：住宅开发投资完成额及同比增速



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

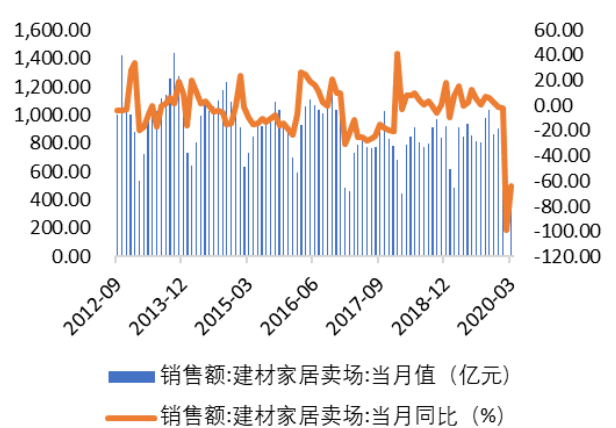
3 月全国建材家居市场复工复产明显加快，BHI 触底反弹，全国建材家居市场处于稳步恢复阶段。根据中国建筑材料流通协会，3 月全国建材家居景气指数（BHI）为 71.92，环比上涨 29.64 点，同比下降 32.99 点。全国规模以上建材家居卖场 3 月销售额为 328.5 亿元，环比上涨 8438.72%，同比下降 63.84%。从 BHI 细分指数来看，3 月“经理人信心指数”这一先行指数继续回升，环比上涨 38.12 点，且其绝对值也连续上涨，达到 65.6（高于 50 看好后市、低于 50 看弱后市），说明随着国家政策效应的逐步显现，市场预期有所回升，市场期待疫情过后的婚房、迁居、装修等消费需求的集中释放。

图 15：全国建材家居卖场景气指数（BHI）及同比增减



资料来源：山西证券研究所、wind

图 16：建材家居卖场销售额当月值及同比增速



资料来源：山西证券研究所、wind

装修房屋套数测算模型与基础假设：国家统计局披露的住宅竣工套数最新数据截止到 2018 年，而通过常识判断和统计学分析可以发现，住宅竣工套数和住宅竣工面积具有显著正相关性，且住宅竣工套数波动程度高于住宅竣工面积。结合住宅竣工面积及同比增速的历史数据，我们合理假设 2020 年住宅竣工面积同

比增速为 9%，2019、2020 年住宅竣工套数的增长率分别为 4%和 10%，每年存量房的新增套数等于上一年的住宅竣工套数。同时，假设存量房的房龄每增加 15 年翻新装修一次，每年的旧房翻新比例约为 1.2%，其余数据均从国家统计局获取。模型测算结果为：2020 年住宅装修套数为 1041.42 万套，同比增长 6.23%，增速环比提升 3.18pct，其中，新房装修套数为 562.82 万套（YOY+），存量房装修套数为 475.60 万套，新房、存量房装修比例分别为 54.33%、45.67%。

根据以上的模型测算，我们得出结论：全年住宅装修套数增速加快（YOY+6.23%），潜在订单充足，随着我国新冠肺炎疫情防控和社会经济发展工作的持续推进，由于疫情原因前期被压抑的家具购置需求会陆续释放出来，预计 Q2 及下半年家居行业将迎来消费回补和业绩反弹。

表 5：2016-2020 年住宅竣工面积及同比增速

	2016	2017	2018	2019	2020E
住宅竣工面积（万平方米）	77185.19	71815.12	66015.75	68011.11	74132.11
住宅竣工面积 YOY	4.60%	-7.00%	-8.10%	3.00%	9.00%

资料来源：山西证券研究所，国家统计局

表 6：2020 年住宅装修套数及同比增速测算

	2016	2017	2018	2019	2020E
住宅竣工套数（套）	7455409	6770598	6182425	6429722	7072694
住宅竣工套数 YOY	5.75%	-9.19%	-8.69%	4.00%	10.00%
新房装修套数（万套） =住宅竣工套数*80%	596.43	541.65	494.59	514.38	565.82
存量房套数（万套）	29023	29769	30446	31064	31707
存量房装修套数（万套） =存量房套数*旧房翻新比例 1.5%	435.35	446.53	456.68	465.96	475.60
住宅装修套数（万套） =新房装修套数+存量房装修套数	1031.78	988.18	951.28	980.34	1041.42
住宅装修套数 YOY	--	-4.23%	-3.73%	3.05%	6.23%
新房装修比例	57.81%	54.81%	51.99%	52.47%	54.33%
存量房装修比例	42.19%	45.19%	48.01%	47.53%	45.67%

资料来源：山西证券研究所，国家统计局

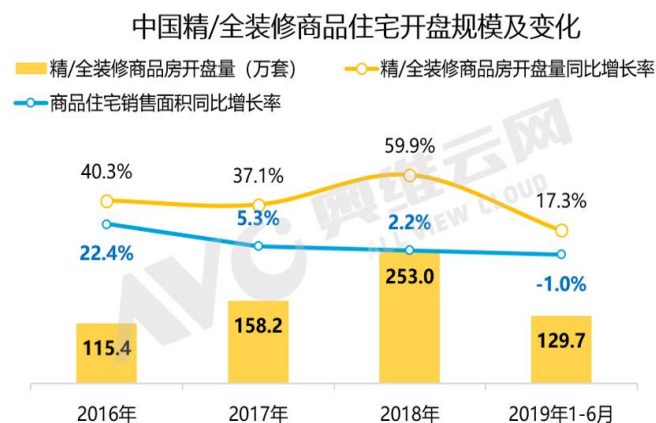
注：表格斜体标注的项目为模型假设

2.3 房地产企业全面复工，后续工程订单加快落地

在政策持续推动下，全国精装修商品住宅规模大幅攀升，精装修逐渐渗透全国各个地区，2020 年受到疫情影响，地产精装修规模增速或将有所放缓，但是预计仍可实现相对稳健的走势。根据奥维云网监测数

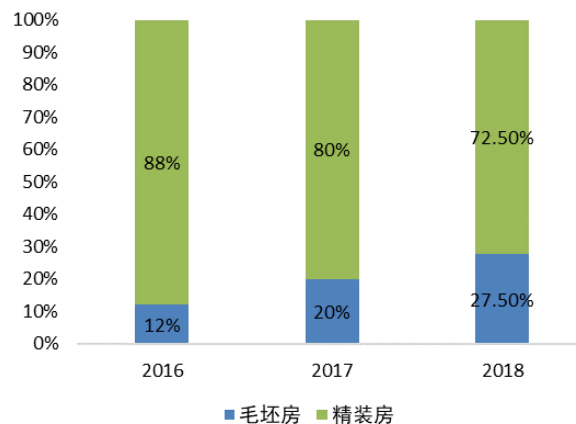
据，2019 年上半年，全国精装修/全装修商品住宅开盘规模接近 130 万套，同比增幅超过 17%。2019 上半年全国共有 574 家开发商、开盘 1448 个精装修/全装修商品住宅项目，开发商及项目增速分别是 42%、28%。

图 17：全国精装修商品住宅开盘规模及变化



资料来源：山西证券研究所、奥维云网

图 18：近年来全国精装修渗透率持续提升



资料来源：山西证券研究所、奥维云网

由于工程订单都是先前已经签约确定的，原定在 Q1 的安装量会推迟到疫情缓解之后释放，但不影响全年收入，工程订单充沛、工程渠道实力突出的上市公司充分受益于精装修红利，前期由于疫情积压的订单在 Q2 将加快落地转化为收入。近两年来，部分家具上市公司不端开拓下游地产客户，核心客户订单持续放量。目前，在严控境外输入的同时，全国各地复工复产按下“加速键”，精准有序地推进复工复产，除湖北、黑龙江两个省份房地产业 3 月份复工外，其他省份的大部分房地产施工项目都已在 2 月份复工。3 月 23 日，武汉市住建部推六举措支持房企复工复产，截至 4 月 18 日，武汉市“四上”及房地产开发企业 11507 家已复工复产 11308 家，复工率 98.3%，复岗率 86.7%，预计前期由于疫情积压的订单在 Q2 开始加快落地转化为收入。建议关注帝欧家居、江山欧派、皮阿诺以及海鸥住工。

表 7：各省市房地产企业复工时间表不完全统计（截至 3.26）

省市	新冠肺炎确诊病例全国占比	房地产复工月份
湖北（除武汉市）	82.70%	3
黑龙江	0.60%	3
广东	1.80%	2
河南	1.60%	2
浙江	1.50%	2
湖南	1.20%	2
安徽	1.20%	2
江西	1.10%	2
山东	0.90%	2
江苏	0.80%	2

资料来源：山西证券研究所、奥维云网



3.文具：全国有序复学利好销售反弹，办公直销业务增量可观

3.1 全国各地陆续复学，学汛有望拉动文具销售

从复工复产情况来看，根据中国文教体育用品协会，八大文教办公用品专业市场复工复产时间多数集中在3月2日左右，义乌最早，2月24日就已复市。截至3月底，文教办公用品专业市场开业复工率整体较高，除内蒙地区为20%外，普遍在91%以上。一季度末，文体行业规模以上企业平均复产率（指产能恢复率）达到90%左右。

随着全国各地各级各类学校的陆续开学，Q2将迎来学汛期。其次，全国高考延迟一个月，也将学生文具的销售旺季和热度向后拉长了一个月时间，而二季度属于毕业生学习备考的黄金期，预计文具销售会有显著反弹。截至目前，23个省份均已公布高校开学时间，其中，上海、广东、山西、河南、福建、内蒙古、江西、浙江、陕西、云南、广西、甘肃等多省份已经明确了非毕业年级的开学返校时间。根据不完全统计可以发现，全国绝大多数省份各类学校开学时间不晚于5月中旬，随着学生返校潮的到来，二季度有望迎来学汛，看好实体文具店，特别是校园和社区周边的文具店销售大幅回升。

表 8：已明确开学时间各省份各类学校开学时间不完全汇总（截至 4.28）

省市区	开学时间
江苏	各级各类学校自3月20日起分批次、错峰开学 高三年级、初三年级3月30日开学 中小学其他学段、年级做好4月7日开学准备，高校以4月13日为开学起始时间做好开学准备工作
江西	高三、初三和中等职业学校毕业年级4月7日返校学习 初高中和中等职业学校其他年级、小学和高校继续开展线上教学
海南	满足防疫条件的学校高三、初三4月7日开学，不满足的不可开学
陕西	3月30日，全省高三年级开学 4月7日，全省初三年级、中等职业学校毕业班开学 中心学校其他年级和幼儿园开学时间不早于初三年级 高校开学时间另行通知
山西	高三按3月25日开学准备 高校毕业生按4月初准备 初中、高中（含中职）非毕业年级按照5月11日做开学准备
宁夏	高三、初三学生3月25日前原则上恢复正常教学 经过一定间隔期后，其他年级陆续返校
青海	普通高中、中等职业学校原则上3月9日至13日陆续开学 初中学校原则上3月16日至20日陆续开学 小学、特殊教育学校原则上从3月25日至31日陆续开学 高职及本科院校原则上从4月1日至4月15日陆续开学
西藏	开学时间暂定3月下旬，全区最早开学时间不得早于3月20日
贵州	高三年级和初三年级学生3月16日正式开学

新疆	3月16日初三、高三及中职学校毕业班已正式复课 3月23日全区小学、初中、高中和中职学校将开学
云南	初三、高三3月23日开学，中小学其他年级将于3月30日开学
广西	全区高三、初三年级4月7日正式开学 其他学段、其他年级和高校，错时开学错峰返校
内蒙古	高三初三3月30日开学复课 初高中其他年级、小学幼儿园渐次错时开学复课
吉林	高三（含中职毕业班）4月7日开学 初三按照“市域同步”的原则确定
辽宁	高三4月中旬起返校 初三实行同一市域同步返校 中小学其他年级及中职学校适时返校

资料来源：山西证券研究所、人民网教育频道

3.2 办公直销 B2B 业务全面恢复，MRO 需求持续放量

2019 年晨光科力普、齐心集团持续中标大客户，B2B 订单充足无虞，随着各行业客户按照国家政策安排如期有序复工，Q2 办公直销业务有望恢复至正常水平。2019 年齐心集团中标的国家电网、中移动、中国联通、陕西省政府、国家税务总局等客户，充足的订单量预计给公司带来较好的业绩增长。截至 4 月 20 日，齐心集团 B2B 办公物资的客户订单量恢复了七成到八成，预计 Q2 将加速回升至正常水平。此外，福利品的业务开始逐渐展现出能力，齐心集团专门成立福利品子公司推动该项业务，从目前来看端午节福利项目已为公司带来了较大的业务订单。齐心集团 2020 年 4 月新中标广发银行礼品项目，此前已服务中国工商银行、中国邮政储蓄银行、华夏银行等多家大型企业营销及福利礼品采购项目。

表 9：A 股办公直销平台中标客户情况

直销平台	中标客户情况
晨光科力普	政府客户成功入围：山西省政府电商项目、吉林省政府电商项目、重庆市政府电商项目等； 央企客户成功入围：中国邮政集团公司各省电商项目； 大型企业客户成功入围：默沙东（中国）投资有限公司、TCL 集团股份有限公司、上海盒马网络科技有限公司、德勤华永会计师事务所、西门子（中国）医疗系统集团、壳牌华北石油集团有限公司、中国移动等。
齐心集团	累计中标包括 80 家省市级政府、24 家央企、15 家银行保险机构、15 家军工企业等在内的近 150 家大型政企客户的办公集采项目。 央企客户：国家电网、南方电网、中石化、中海油、中国移动、中国联通、中国能建、中国电建等； 金融机构客户：中国银联、中国银行、工商银行、建设银行、招商银行、中国邮储银行等； 政府客户：中直机关、国家税务总局、北京市政府、上海市政府、湖北省政府、山东省政府、四川省政府、云南省政府、深圳市政府、中央国家机关政府采购双项目、玉溪市政府等。

资料来源：山西证券研究所、齐心集团公司公告、公开信息

疫情影响下，企业防护用品的用量和需求显著增加，后续 MRO 产品的供应可能会进一步加大，特别

是常规的个人防护、公共卫生安全等产品。MRO 工业品领域，齐心集团近期新中标中国海油、中国石化、中航工业、中国华能、中国电建等 MRO 物资项目。MRO 是指非生产原料性质的工业用品，目前部分类别毛利率相对于传统的办公物资更好一些，运营的产品单件价值由于单件产品体积小、价值大，盈利能力较传统办公物资有一定优势。得力、齐心和京东等平台均有销售 MRO。

图 19：齐心商城劳保安防产品

			
诺伊尔 非无菌 一次性医用口罩 50只/盒 单位: 盒 (20盒起订) ¥200.00	奥美康 一次性医用外科口罩 (非 无菌型) 10个/袋 50个/盒 单 ¥250.00	百士安 单面 安全出口指示灯牌 单位: 个 ¥33.00	3M 82700 防化面屏 均码 单位: 只 ¥109.34
			
摩托罗拉 XIR P8668i 数字对讲 机 单位: 台 ¥5900.00	3M 子弹型耳塞 1100 不带线 200副/盒 单位: 盒 ¥83.22	3M 防化学丙酸酯面屏 82700 10 片/箱 单位: 箱 ¥73.50	keruier科瑞尔 KHQ9 对讲机 5 公里 单位: 台 ¥640.00

资料来源：山西证券研究所、齐心商城官网

3.3 疫情加速云办公云教育普及，利好付费用户转化

随着国务院发文延长春节假期，很多企业发布通知延迟开工，线上办公、线上会议成为更多单位的尝试和选择，国内线上办公行业需求大幅增长。此前多家厂商对外宣布免费开放云办公软件。艾媒咨询报告显示，截至 2 月 17 日新春复工期间，中国超 1800 万家企业采用线上远程办公模式，超 3 亿人使用在线办公应用，并预计 2020 年智能移动办公市场规模将达到 449 亿元。

表 10：新冠肺炎疫情期间免费开放的云办公产品

产品类型	企业名称	免费开放产品	重点开放功能
视频会议&即时通讯类	腾讯	腾讯会议	开放 300 人会议协同能力
	华为	Welink	支持 100 方实时在线会议
	腾讯	企业微信	支持上线 300 人随时随地发起音视频会议
	字节跳动	飞书	开放远程办公及视频会议等

	阿里巴巴	钉钉	支持在家办公的全套免费解决方案
	浪潮集团	浪潮云视频会议、浪潮 HCMCloud	支持远程办公、在线会议、疫情上报、社交协同等
	中国电信	天翼云会议	随时随地组织远程会议、工作调度
	金时云	全时云会议	无限次不限时，100 方入会的免费会议服务
	齐心集团	好视通	500 方云视频会议
	苏州科达	摩云视频	视频会议
	苏宁科技	苏宁豆芽	开放协同办公服务计划
任务管理类	ONES	ONES	产品需求管理、多人协作边际、研发流程管理等
	Teambition	Teambition 企业版	项目管理、任务协同、日程同步、文档协作、知识共享等
	石墨文档	石墨文档	付费版的所有功能
协同文档类	印象笔记	印象笔记	支持企业版全部权益
协同办公类	金山办公	旗下 WPS+一站式办公平台	远程办公、办公素材和模板

资料来源：山西证券研究所、智研咨询

齐心集团是云办公产品及配套服务商的代表企业之一，公司以智慧教育、智慧党建、智慧医疗等行业应用领域为核心，深入布局行业应用市场，实现了业务的有效落地。疫情期间，齐心集团云视频会议服务系统被广泛使用，新注册客户和使用量较往年同期有数倍增长，两个月之内有 25 万家的注册机构使用好视通平台，公司随之获得了 25 万+以上企业级的优质用户。目前齐心集团已展开疫情期间免费用户向收费用户的积极转换推动，待疫情结束后，部分用户有望转化为公司的付费客户。

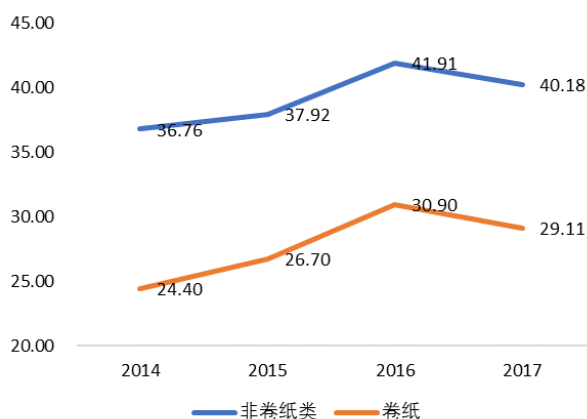
疫情催化在线办公市场爆发，随着在线办公需求增长及用户习惯养成，智能移动办公市场迎来更快速发展，在线办公也逐渐成常态化。经过这次疫情，全社会对于线上办公、云视频会议会有更直观的了解和更全面的体验，预计会有更多的潜在客户转化为实际客户。

4.造纸包装：生活用纸盈利弹性向好，包装纸下游行业需求回暖

4.1 生活用纸继续受益低浆价，盈利弹性向好

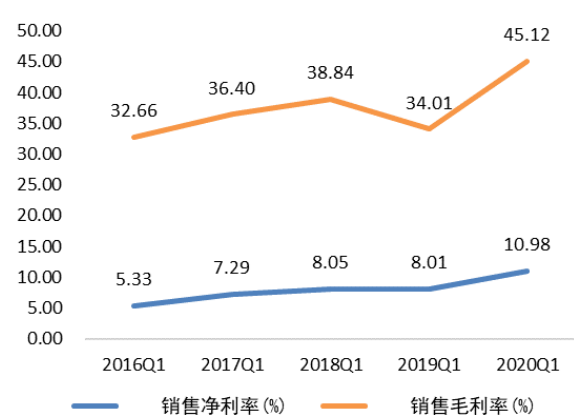
公共卫生事件影响仍在，疫情防控的常态化显著提升我国居民的环境消毒、健康安全意识，培养个人良好卫生习惯，对生活用纸行业构成利好。（1）有利于生活用纸更快普及千万家，目前我国生活用纸人均消费量和渗透率处于较低水平，预计今年会有较为显著的增长。（2）有利于培养我国居民生活用纸的消费习惯走向多元和成熟，特别是手帕纸、消毒湿巾和其他中高端纸类，后续有望迎来快速增长。2019 年，中顺洁柔新棉初白、Face、Lotion、自然木等高毛利产品收入占比提升至近 70%，中高端纸品毛利率优势显著、消费占比持续提升，盈利弹性进一步释放。

图 20：中顺洁柔非卷纸类产品毛利率优势显著



资料来源：山西证券研究所、wind

图 21：中顺洁柔 2020Q1 毛利率、净利率创新高



资料来源：山西证券研究所、wind

图 22：中顺洁柔高端产品系列

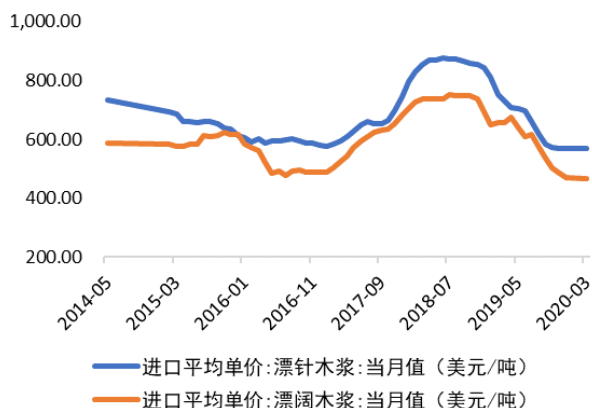


资料来源：山西证券研究所、中顺洁柔官网

浆价目前维持在 4000 元/吨的低位水平，受益于原材料低成本优势，生活用纸企业的盈利能力有望继续提升。根据百川资讯，截止 3 月底，针叶浆价格银星 4530 元/吨左右，加针 4530-4660 元/吨；巴桉市场

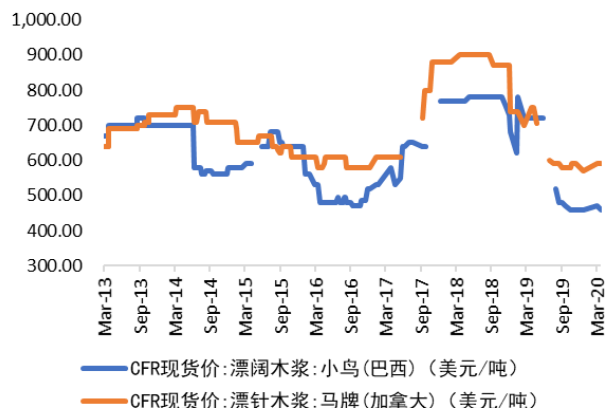
报价基本在 3800 元/吨左右，俄阔价格在 3770 元/吨左右；本色浆金星报价 4550 元/吨；化机浆行情略好，主流在 4100-4150 元/吨左右。

图 23：木浆进口平均单价



资料来源：山西证券研究所、wind

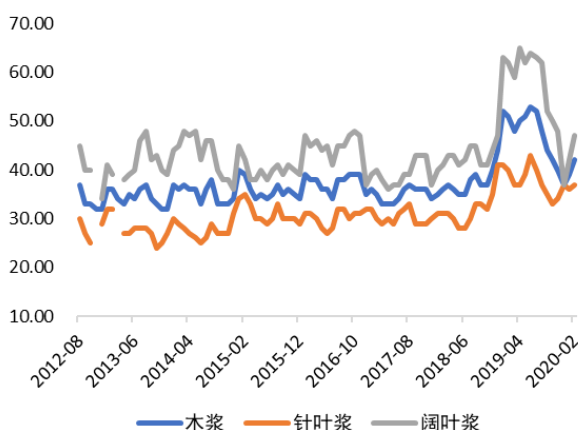
图 24：部分木浆 CFR 现货价



资料来源：山西证券研究所、wind

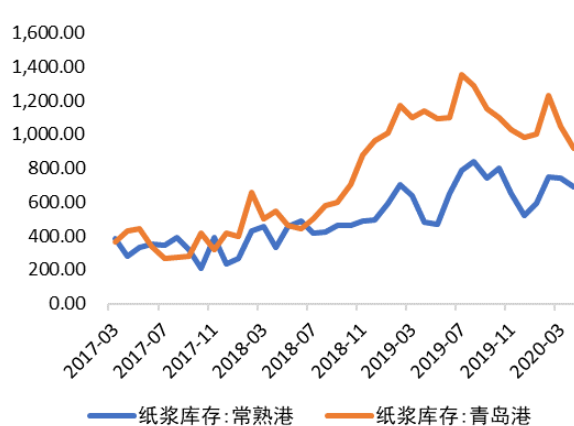
木浆生产商和港口库存压力仍然存在，国内青岛、常熟和保定港纸浆库存维持高位，浆价依然承压，预计维持偏弱震荡。根据百川资讯，2020 年 3 月下旬，国内青岛、常熟、保定纸浆库存合计 195.34 万吨，环比下降 8.55%，青岛港纸浆总库存约 109 万吨，环比下降 11.38%，同比下降 2.68%；常熟港纸浆库存 75 万吨，环比与上月持平，同比上升 19.05%；保定港库存 11.34 万吨，环比下降 27.31%，同比上涨 220.34%。随着海外疫情持续蔓延，欧美船期也推迟，浆厂报价依旧，供需双方僵持不下，国内以外贸订单为主的企业从招工困难变为无工可复，因此新增订单较少，浆价偏弱震荡。

图 25：全球生产商木浆/针叶浆/阔叶浆库存天数(天)



资料来源：山西证券研究所、wind

图 26：青岛港、常熟港纸浆库存(吨)

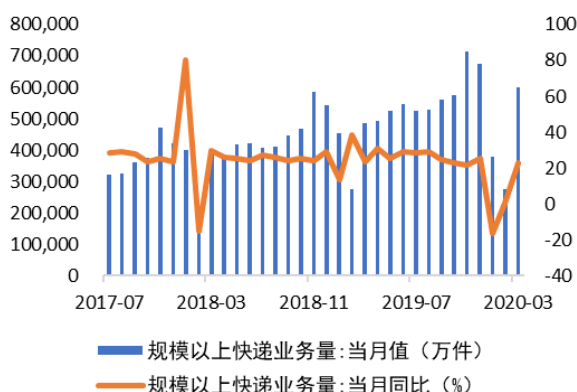


资料来源：山西证券研究所、wind

4.2 包装纸下游行业回暖，纸价基本到达底部

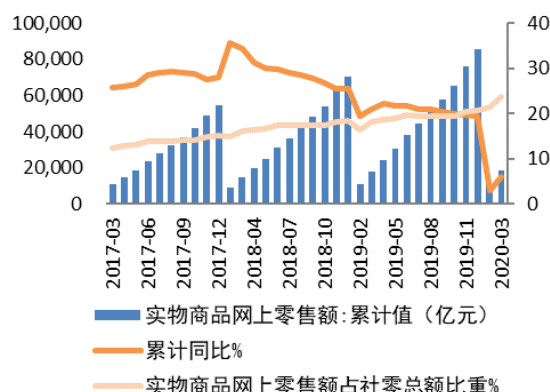
纸箱的需求量与下游各行业的发展前景呈现出较高的正相关性，从快递指标来看，国内日快递量基本恢复疫情前正常水平，侧面反映出下游行业基本实现全面复工复产，需求端显著回暖。据国家统计局数据显示，2020年1-3月全国网上零售额22169亿元，占社零总额的比重为23.6%，较上年同期提高5.4pct。4月25日，国务院联防联控机制就电子商务促进消费和助力经济提质升级工作情况举行发布会，国家邮政局市场监管司副司长边作栋介绍，我国现在每天快递量已经超过2亿件，基本恢复到疫情前的正常水平。

图 27：规模以上快递业务量及同比增速



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

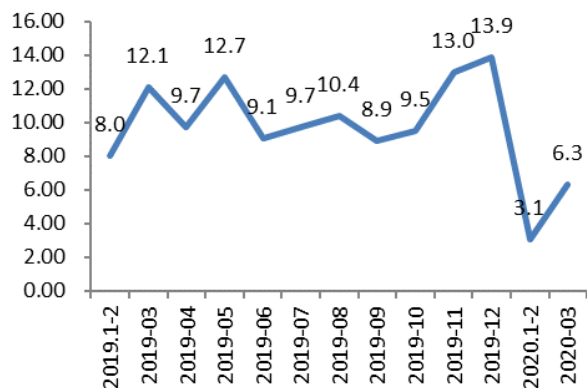
图 28：全国实物商品网上零售额占比超过 1/5



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

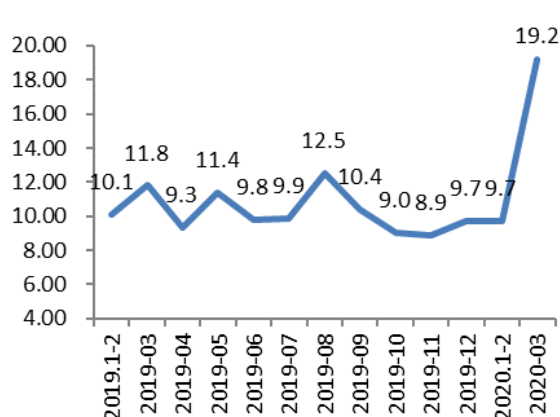
包装用纸下游需求主要包括家电、日化、食品饮料和消费电子等，通讯器材、粮油食品等行业的零售回升显著。据国家统计局数据显示，2020年3月饮料类、粮油食品类、日用品类和通讯器材类零售额分别同比增长6.3%、19.2%、0.3%和6.5%，增速相对1-2月分别环比回升3.2、9.5、6.9和15.3个百分点。

图 29：2020 年 3 月饮料类零售额同比增长 6.3%



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

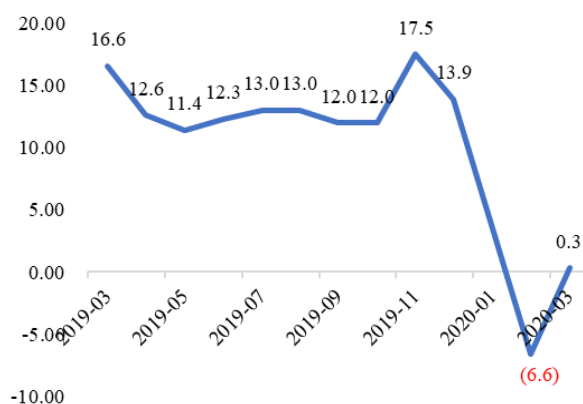
图 30：2020 年 3 月粮油食品零售额同比增长 19.2%



资料来源：山西证券研究所、国家统计局



图 31：2020 年 3 月日用品类零售额同比增长 0.3%



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

目前瓦楞纸和箱板纸市场整体保持弱稳运行为主，下游观望情绪加重，紧紧按需采购为主，市场整体成交一般，目前厂内库存增多，局部地区库存量较高。我们认为经过几番连降之后，箱板瓦楞纸价基本已经跌至底部。随着下游行业复苏对包装至的需求加大，包装纸价格或在二季度趋于稳定或迎来回弹。

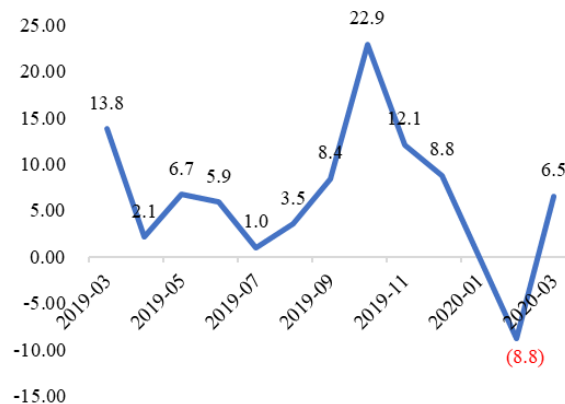
图 33：玖龙纸业瓦楞纸出厂平均价（元/吨）



资料来源：山西证券研究所、wind

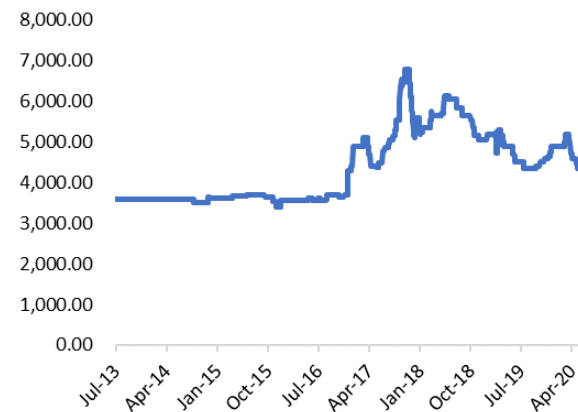
供给方面，根据卓创资讯不完全统计，2020 年新增瓦楞纸产能约为 362 万吨。箱板纸产能受到新增产能推迟投放，企业规划改变及政府审批严格等因素影响，预计新增约 473 万吨。其中玖龙纸业的东莞和永新基地均将在 2020 年一季度进行投产，新增总产能在 110 万吨，占总量的 25.37%。此外，山鹰华中纸业也将有 38 万吨新产能投放。

图 32：2020 年 3 月通讯器材类零售额同比增长 6.5%



资料来源：山西证券研究所、国家统计局

图 34：玖龙纸业箱板纸出厂平均价（元/吨）



资料来源：山西证券研究所、wind

5.投资建议

随着我国新冠肺炎疫情防控和社会经济发展工作的持续推进，轻工消费回补行情值得期待，建议关注因疫情需求滞后兑现的家具，受益全面复学复课的文具、以及防疫必需品生活用纸。（1）家具：行业基本面向好、精装修放量，看好疫情解除后业绩反弹，建议关注帝欧家居、江山欧派、尚品宅配、欧派家居、海鸥住工。（2）文具：建议关注齐心集团、晨光文具。（3）生活用纸：建议关注中顺洁柔。

6.风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；经销商管理风险；整装业务拓展不及预期；大宗业务回款风险等。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

