

## 轻工制造跟踪周报

# 成长首选文具，持续看好办公集采大势 增持（维持）

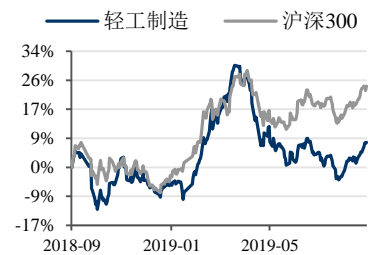
2019年09月15日

### 投资要点

- **必选消费：成长首选文具，持续看好办公集采大势。**深度复盘北美大办公服务行业，文具产业大有可为，龙头史泰博度过零售渠道红利阶段、依赖办公直销+电商扩张、线下零售拖累发展三个时期，我们判断办公直销模式生命力较强，电商平台采购是渠道演变方向，品类结构持续优化，物流体系强大保障服务质量。借鉴北美办公服务市场发展及史泰博的成长模式，我们坚定看好国内办公直销蓝海市场发展及龙头高成长性。5月29日，国务院转发了发改委的《深化公共资源交易平台整合共享指导意见的通知》再次明确推进办公直销发展。政策红利推动办公直销的集采模式迅速崛起，利好办公文具龙头**齐心集团、晨光文具**办公集采业务的高速成长。我们认为，国家推动政府/央企电商化集中采购的实质在于实现采购的阳光化/规范化，推进的同时有效提高了供应商资质门槛，有望加速龙头份额提升。
- **新型烟草：美国市场禁售调味电子烟，行业洗牌进行时。**美特朗普政府计划下令禁售加香口味的调味电子烟（仅保留烟草口味），FDA将在未来几周出台合规政策，优先考虑对非烟草味的电子烟PMTA执法条例，清除未经授权的非烟草味电子烟产品。JUUL进军中国市场步伐放缓；调味电子烟盛行美国市场，FDA多次拟进行监管。美国市场始终支持电子烟的存在，但对于调味电子烟吸引青少年抽烟的现象高度重视。PMTA为后期竞争核心，优势品牌短空长多。自PMTA制度执行以来，目前仅有IQOS通过PMTA审核，雾化赛道的审批标准尚不明确。
- **家居：结合基本面与估值，进行优质资产配置。**8月商品房成交面积略有承压，从7-8月的高频数据跟踪来看，家居板块基于去年下半年同期低基数效应业绩较上半年已经有所修复，长期建议配置成长逻辑通顺的综合龙头。软体：内销增长环比回暖，外销依赖海外产能转移短空长多。我们认为贸易战短期压制龙头外销表现，但中长期来看中小软体家具出口厂由于不具备上述优势或将加速出清，长期看好软体优势企业**敏华控股、顾家家居**的成长。定制：多品类多渠道是破局核心，首推优质低估。零售市场竞争加剧下，龙头凭借多品类扩张突破单一品类成长瓶颈，并通过多元化渠道布局卡位流量入口是定制企业表现分化的核心所在，龙头**欧派家居、尚品宅配、索菲亚、志邦家居**综合优势突出走在前列，长期看好其份额提升！下半年持续推荐综合优势企业**欧派家居**，并建议关注优质低估的**索菲亚、志邦家居**。
- **造纸：纸浆系提价顺畅，废纸系短期筑底。**纸浆库存高位价格延续弱势，文化纸旺季提价顺畅。供需分析来看，短期纸浆市场供应压力缓解有限，预计浆价短期维持弱势，利好文化纸龙头Q3盈利持续上行，持续推荐**太阳纸业**。高、低端包装纸（白卡纸、白板纸、箱板纸、瓦楞纸）开工率受到原料限制有所承压，文化纸格局较好，包装纸略有承压。从企业产能投放与海外布局长远看，龙头纸企**太阳纸业、玖龙纸业、山鹰纸业**等有望依赖上下游及同业整合，实现长期持续成长。
- **包装：客户开拓优选裕同科技，关注下半年二片罐行业盈利拐点。**我们认为，纸包装龙头跨领域布局是打破增长瓶颈的重要手段，看好多领域开拓客户的**裕同科技**。金属包装方面，两片罐行业供需优化，龙头盈利拐点已至。**奥瑞金**三片罐业务稳健增长，两片罐业务在行业触底向上和公司客户开拓下将成为业绩放量的重要看点，持续看好！
- **风险提示：**贸易环境持续恶化，地产调控超预期，纸价涨幅低于预期

证券分析师 史凡可  
执业证号：S0600517070002  
021-60199793  
shifk@dwzq.com.cn  
证券分析师 马莉  
执业证号：S0600517050002  
010-66573632  
mal@dwzq.com.cn  
研究助理 傅嘉成  
fujch@dwzq.com.cn

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《轻工制造跟踪周报：中报总结：必选消费兑现成长、家居造纸龙头优势凸显》2019-09-01
- 2、《轻工制造跟踪周报：回调给予配置机遇，持续看好文具办公集采大势》2019-08-11
- 3、《轻工制造跟踪周报：他山之石，深度复盘汉森的成长之路》2019-08-04

表 1：公司估值

所属板块	代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
造纸	002078.SZ	太阳纸业	218.73	8.44	0.86	0.77	0.89	9.78	10.90	9.50	买入
	600567.SH	山鹰纸业	150.84	3.29	0.70	0.42	0.46	4.71	7.87	7.20	买入
	000488.SZ	晨鸣纸业	147.84	5.09	0.51	0.58	0.65	5.89	7.28	6.64	增持
	2689.HK	玖龙纸业	323.29	6.89	1.68	1.09	1.20	4.12	6.35	5.74	增持
	2314.HK	理文造纸	205.13	4.69	1.11	0.86	0.85	4.20	5.45	5.54	增持
定制家具	002572.SZ	索菲亚	174.16	18.86	1.04	1.12	1.23	18.16	16.84	15.28	买入
	603833.SH	欧派家居	508.01	120.90	3.74	4.49	5.23	32.32	26.95	23.11	买入
	300616.SZ	尚品宅配	174.44	87.80	2.40	3.14	3.87	36.56	28.00	22.68	买入
	603801.SH	志邦家居	46.27	20.72	1.71	1.47	1.77	16.96	14.07	11.72	买入
	603898.SH	好莱客	47.90	15.47	1.19	1.34	1.49	12.53	11.35	10.26	买入
软体家具	603816.SH	顾家家居	218.27	36.25	2.30	1.95	2.25	22.06	18.59	16.10	买入
	1999.HK	敏华控股	173.20	4.53	0.40	0.39	0.53	12.70	11.69	9.49	——
	603008.SH	喜临门	45.88	11.62	-1.11	0.75	0.74	-10.47	15.48	13.09	——
成品家具	600337.SH	美克家居	70.66	3.99	0.25	0.28	0.32	15.66	14.16	12.44	买入
	603818.SH	曲美家居	37.15	7.60	-0.12	0.42	0.78	-62.89	18.21	9.78	增持
	002831.SZ	裕同科技	194.10	22.13	2.36	1.25	1.45	20.53	17.74	15.30	买入
包装	002228.SZ	合兴包装	49.35	4.22	0.20	0.25	0.38	21.18	16.79	13.47	——
	002191.SZ	劲嘉股份	163.77	11.18	0.49	0.62	0.74	22.58	18.18	15.19	买入
	002701.SZ	奥瑞金	118.70	5.04	0.10	0.36	0.45	52.67	13.95	11.85	——
	002014.SZ	永新股份	36.46	7.24	0.45	0.52	0.60	16.18	13.86	12.03	买入
	002303.SZ	美盈森	79.02	5.16	0.26	0.31	0.39	19.69	16.63	13.85	——
其他	601515.SH	东风股份	105.42	7.90	0.67	0.61	0.69	14.10	12.91	11.64	——
	603899.SH	晨光文具	371.68	40.40	0.88	1.09	1.40	46.07	36.95	28.95	买入
	1044.HK	恒安国际	653.73	54.95	3.15	3.30	3.62	17.20	16.63	15.18	买入
	002511.SZ	中顺洁柔	174.40	13.35	0.32	0.46	0.55	42.85	29.16	24.09	买入
	601828.SH	美凯龙	405.06	11.41	1.26	1.41	1.62	9.05	8.09	7.22	——
	00910.SZ	大亚圣象	66.98	12.09	1.31	1.44	1.56	9.24	8.38	7.75	买入
	603848.SH	好太太	63.60	15.86	0.65	0.79	0.96	24.41	20.98	17.59	——
	603600.SH	永艺股份	33.36	11.02	0.34	0.58	0.78	32.10	19.36	14.40	——
	300729.SZ	乐歌股份	19.34	22.14	0.66	0.81	1.08	33.58	26.31	20.25	——
	000902.SZ	新洋丰	144.54	11.08	0.63	0.77	0.92	17.65	14.48	11.99	买入

注：收盘价为 9 月 12 日数据，标红为 Wind 一致预测，敏华控股、理文造纸单位港币。

资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 内容目录

<b>1. 必选消费：看好办公集采发展，成长首选文具</b>	<b>6</b>
1.1. 文具：复盘史泰博发展之路，文具产业大有可为	6
1.2. 新型烟草：美国市场禁售调味电子烟，行业洗牌进行时	9
<b>2. 家居及造纸：优选具有估值优势的龙头品种</b>	<b>11</b>
2.1. 家居：结合基本面与估值，进行优质资产配置	11
2.2. 造纸：纸浆系提价顺畅，废纸系短期筑底	12
2.3. 包装：客户开拓优选裕同科技，关注下半年二片罐行业盈利拐点	15
<b>3. 重点公司公告</b>	<b>16</b>
3.1. 包装印刷&造纸产业	17
3.2. 家居家具&其他可选	17
<b>4. 市场回顾：大盘上行，造纸表现较好</b>	<b>17</b>
<b>5. 行业上下游数据跟踪</b>	<b>19</b>
5.1. 造纸产业：文化纸与纸浆价格企稳	19
5.1.1. 价格数据：文化纸与纸浆价格企稳	19
5.1.2. 进出口数据：废纸7月进口量同降32.17%；纸浆8月进口量上升11.08%	22
5.1.3. 固定资产投资：造纸业7月固定资产投资完成额累计增速-8.20%	23
5.2. 家具产业：19年7月家具零售额1062亿，同比增长5.80%	23
5.2.1. 产销量：7月家具零售额1062亿，同比增长5.80%	23
5.2.2. 原材料市场：TDI与MDI价格上行	24
5.2.3. 房地产市场：7月房屋新开工面积20,207.28万平方米，同比增加6.56%	25
5.3. 文娱行业：19年7月办公用品零售额258亿，同比上升14.50%	25
5.4. 塑料包装：BRENT与WTI原油价格下行	26
5.5. 金银珠宝业：黄金与白银价格回落	27
5.6. 卷烟：7月卷烟产量累计同比上升3.5%	28
5.7. 软饮料：7月软饮料产量累计同比上升4.20%	28
<b>6. 下周公司股东大会、限售股解禁情况一览</b>	<b>29</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 北美办公服务市场规模 .....	6
图 2: 史泰博、欧迪市占率走势 .....	6
图 3: 史泰博、欧迪股价复盘 VS 标普 500 .....	7
图 4: 史泰博零售渠道单店销售额承压 .....	8
图 5: 史泰博自主品牌渗透率持续提升 .....	8
图 6: 晨光文具业务拆分一览 .....	9
图 7: 齐心集团业务拆分一览 .....	9
图 8: 商品住宅新开工施工面积及同比增速 .....	11
图 9: 商品住宅竣工面积及同比增速 .....	11
图 10: 30 大城市商品房销售面积 (万平方米) .....	11
图 11: 一二三线城市商品房销售面积 (万平方米) .....	11
图 12: 国内纸浆月度进口量统计 .....	13
图 13: 国内主要港口木浆库存 .....	13
图 14: 细分纸种年度开工率数据 .....	14
图 15: 细分纸种月度开工率数据 .....	14
图 16: 裕同科技收入拆分一览 .....	16
图 17: 裕同科技季度数据一览 .....	16
图 18: 奥瑞金收入拆分一览 .....	16
图 19: 奥瑞金季度数据一览 .....	16
图 20: 本周市场涨跌幅 (%) .....	18
图 21: 板块单周涨跌幅前十的股票 (%) .....	18
图 22: 板块单月涨跌幅前十的股票 (%) .....	18
图 23: 板块年度涨跌幅前十的股票 (%) .....	19
图 24: 箱板纸价格走势 (元/吨) .....	20
图 25: 瓦楞纸价格走势 (元/吨) .....	20
图 26: 白板纸出厂价格 (元/吨) .....	20
图 27: 白卡纸出厂价格 (元/吨) .....	20
图 28: 铜板纸价格走势 (元/吨) .....	21
图 29: 双胶纸最近价格走势 (元/吨) .....	21
图 30: 国废价格走势 (元/吨) .....	21
图 31: 美废 13# 价格走势 (美元/吨) .....	21
图 32: 欧废、日废价格走势 (美元/吨) .....	21
图 33: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨) .....	21
图 34: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨) .....	21
图 35: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨) .....	21
图 36: 粘胶纤维市场价 (元/吨) .....	22
图 37: 化机浆、内盘浆平均价格 (元/吨) .....	22
图 38: 废纸月度进口量及同比 (万吨, %) .....	22
图 39: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %) .....	22
图 40: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %) .....	23
图 41: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %) .....	23
图 42: 造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额累计及同比 (亿元, %) .....	23

图 43: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)	23
图 44: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)	23
图 45: 全国家具零售额及同比 (亿元, %)	24
图 46: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)	24
图 47: 软体家具上游价格变化趋势 (元/吨)	24
图 48: 定制家具上游价格指数变化趋势	24
图 49: 房屋新开工面积累计值及同比 (万平, %)	25
图 50: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)	25
图 51: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)	25
图 52: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)	25
图 53: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)	26
图 54: 文教、工美、体育和娱乐用品 (亿元, %)	26
图 55: 玩具出口金额和累计同比 (亿美元, %)	26
图 56: 彩票销售额及其同比 (亿元, %)	26
图 57: 福利彩票销售额及其同比 (亿元, %)	26
图 58: 体育彩票销售额及其同比 (亿元, %)	26
图 59: 国际原油价格走势 (美元/桶)	26
图 60: 黄金价格走势 (美元/盎司)	27
图 61: 白银价格走势 (美元/盎司)	27
图 62: 产量:卷烟:当月值及同比 (亿支, %)	28
图 63: 产量:卷烟:累计值及同比 (亿支, %)	28
图 64: 产量:软饮料:当月值及同比 (万吨, %)	28
图 65: 产量:软饮料:累计值及同比 (万吨, %)	28
表 1: 公司估值	2
表 2: 史泰博财务数据一览 (亿人民币)	7
表 3: 史泰博渠道拆分一览	8
表 4: 国内办公集采政策推动一览	9
表 5: PMTA 监管细节一览	10
表 6: 主要软体龙头内外销拆分一览	12
表 7: 主要软体龙头贸易战应对措施	12
表 8: 定制家居龙头大宗业务 (单位: 亿元、%)	12
表 9: 细分纸、浆价格一览 (截至 9 月 12 日)	13
表 10: 行业龙头纸企现有产能及未来投放	14
表 11: 龙头海外布局一览	15
表 12: 下周股东大会一览	29
表 13: 下周限售股解禁一览	29
表 14: 公司估值 (9 月 12 日收盘价)	30

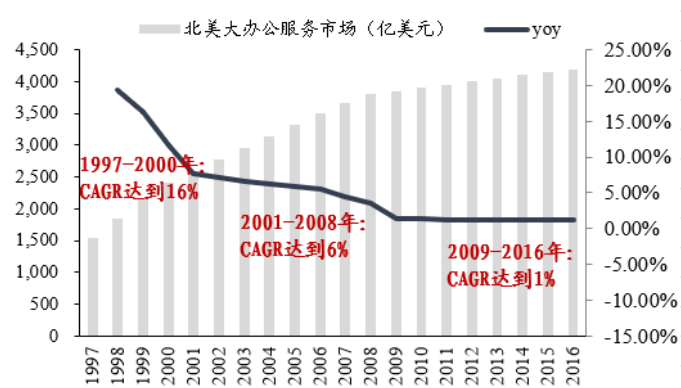


## 1. 必选消费：看好办公集采发展，成长首选文具

### 1.1. 文具：复盘史泰博发展之路，文具产业大有可为

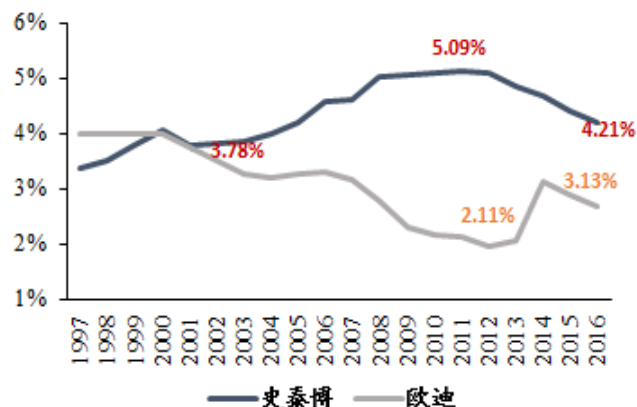
**北美大办公服务行业复盘：**根据史泰博年报，北美大办公服务市场的规模由 1997 年的 1550 亿美元发展至 2016 年的 4146 亿美元，包括办公文具（占比约 10+%）、计算机与办公机器、办公家具和服务三大市场，历经 3 个发展阶段：（1）**行业红利阶段**（1986-2000 年）：美国经济高速发展，办公用品市场规模从 1997 年的 1550 亿美元提升到 2000 年的 2400 亿美元，CAGR 高达 15.7%，行业涌现出一批龙头企业，CR3（史泰博、欧迪、officemax）达 10%；（2）**优势企业扩张阶段**（2001-2008 年）：2000 年美国互联网泡沫破灭冲击下办公用品市场增速降档，优势企业如史泰博趁势扩张，办公用品市场规模从 2001 年的 2585 亿美元到 2008 年的 3796 亿美元，CR3 维持在 10%；（3）**平稳发展阶段**（2009 年至今）：2009 年开始，美国金融危机导致办公用品市场需求减弱，我们估测此阶段办公用品市场规模从 2009 年的 3846 亿美元到 2016 年的 4146 亿美元，CAGR 仅 1.27%，史泰博市占率 4.21%、欧迪市占率 3.13%。从渠道结构来看，美国办公文具的渠道结构主要覆盖直销、零售、电商、百货等。其中我们预期直销收入占比总规模的 50%；线下零售规模占比 35%；电商及百货超市渠道占 15%。收到电商冲击，近年来线下零售规模逐渐下滑。

图 1：北美办公服务市场规模



数据来源：史泰博年报，东吴证券研究所

图 2：史泰博、欧迪市占率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 史泰博发展历程复盘：

（1）**零售渠道红利阶段**（1986-2000 年）：史泰博创建于 1986 年，此阶段公司着力发展办公零售，打造办公采购超市，以低价策略占领市场；1991 年开始外延加拿大、欧洲等大型办公超市，实现全球扩张；1995 年升级北美门店，通过二代店面改造升级平均店面面积至 2 万平方英尺。以 1991 年初股价为基准，1999 年史泰博股价最高涨幅达约 30 倍，大幅领先于同期标普指数的 2.7 倍涨幅。此阶段史泰博 PE 持续高于 40X，在 1998 年底股价最高时 PE 一度达 100X。

(2) **依赖办公直销+电商扩张 (2001-2008 年)**: 此阶段史泰博着力发展办公直销, 自建物流和大办公体系, 1998 年推出 Staples.Com (电商平台), 办公直销+电商业务发展迅猛。以 2001 年初为基准, 2006 年史泰博股价最高涨幅达 2.3 倍, 领先于同期标普指数 (-0.8%)。此阶段史泰博 PE 稳定在 20X 左右。

(3) **线下零售拖累发展 (2009 年至今)**: 此阶段史泰博办公直销+电商业务停滞不前, 线下门店零售持续负增长, 高溢价收购荷兰 Corporate Express 加重债务压力后退市。以 2009 年初为基准, 2016 年底史泰博涨幅为 -26.4%, 大幅落后于同期标普指数 (+171%)。此阶段史泰博 PE 大体处于 10-15X 之间。

表 2: 史泰博财务数据一览 (亿人民币)

亿元	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
主营业务收入	1154.18	1303.63	1390.63	1657.02	1742.51	1761.89	1796.13	1750.12	1659.17	1614.52	1511.66	1309.81
YOY		12.95%	6.67%	19.16%	5.16%	1.11%	3.67%	-1.15%	-5.19%	-2.69%	-6.37%	-2.76%
营业成本	1059.93	1198.62	1279.44	1546.04	1637.28	1644.81	1679.27	1640.36	1570.09	1548.27	1450.86	1247.93
毛利率	28.52%	28.60%	28.65%	27.06%	26.67%	26.91%	26.94%	26.62%	26.10%	25.79%	26.18%	26.08%
归母净利润	59.87	69.92	71.49	57.78	53.05	63.31	70.71	-15.15	44.50	9.69	27.21	-107.46
YOY	-	16.79%	2.26%	-19.18%	-8.20%	19.35%	11.68%	-121.42%	-393.84%	-78.23%	180.74%	-494.99%
净利率	5.19%	5.36%	5.14%	3.49%	3.04%	3.59%	3.94%	-0.87%	2.68%	0.60%	1.80%	-8.20%
总资产	551.07	602.75	648.62	933.60	984.63	998.63	964.10	881.48	802.16	740.36	730.17	593.71
净资产	317.99	361.14	411.17	403.56	492.07	498.96	504.05	440.45	440.81	381.38	386.47	265.31
应收账款	51.54	64.24	75.80	173.07	153.90	168.90	164.31	163.59	160.72	156.56	158.57	128.42
短期借款	0.22	14.43	1.72	19.96	4.81	42.14	31.51	70.85	7.47	6.60	1.22	37.25
长期借款	37.90	22.68	24.55	141.34	179.46	144.57	114.78	71.93	71.78	73.50	73.07	37.97
有息负债	2.74	2.66	1.89	11.58	13.23	13.40	10.50	10.25	5.69	5.75	5.33	5.40
经营性现金流净额	88.65	83.63	97.70	121.02	149.59	103.80	113.13	87.50	79.53	74.87	70.20	67.04
投资性现金流净额	-45.51	-30.51	-15.65	-339.74	-22.47	-33.88	-27.56	-24.55	-34.46	-26.92	-26.85	-22.32
ROE	18.83%	19.36%	17.39%	14.32%	10.78%	12.69%	14.03%	-3.44%	10.10%	2.54%	7.04%	-40.50%

数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图 3: 史泰博、欧迪股价复盘 VS 标普 500



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

**办公直销模式生命力较强, 电商平台采购是渠道演变方向。**我们认为, 后期虽然史泰博的零售和国际业务下滑较快, 但直销业务持续呈现出稳定发展的态势。史泰博极其重视直销业务开拓, 于 1993 年启动 Staples.Advantage (合同商务部门)、1998 年收购

Quill (中小客户部门); 2004 年通过收购和投资优化奥地利、中国的办公交付业务; 2007 年推出办公用品行业首个合约客户的在线目录, 开始销售戴尔笔记本、打印机、墨水和碳粉等。公司积极布局电商渠道, 于 1998 年推出 Staples.Com (电商平台)、2001 年对接电子商务网站至全国办公用品超市网点。2013 年公司收购软件公司 Runa 并在西海岸成立开发中心以加强在线个性化购物体验服务。一系列动作收效显著, 史泰博于 2006 年即成为全美第二大电商, 仅次于亚马逊。2003-2009 年直销+电商收入(直销约占 25%) CAGR 高达 17.29%, 贡献主要增量。销售渠道的演变也带来客户结构的变化, 史泰博约有 100%的直销、80%的电商、50%的线下门店 销售额来自 B 端客户。

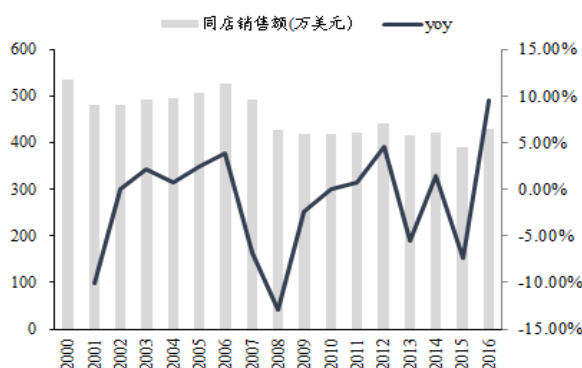
表 3: 史泰博渠道拆分一览

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
B端收入 (100%直销, 80%电商, 50%门店)	69.80	77.29	87.23	99.53	106.32	123.35	128.76	131.37	133.78	135.34	131.15	129.83	126.04	123.30
yoy		10.74%	12.86%	14.10%	6.83%	16.01%	4.39%	2.02%	1.84%	1.17%	-3.10%	-1.01%	-2.92%	-2.17%
占比	61.40%	61.73%	62.38%	62.99%	63.92%	66.97%	67.75%	67.79%	67.85%	67.89%	68.51%	69.35%	70.42%	71.28%
C端收入 (50%门店)	43.88	47.92	52.61	58.49	60.03	60.84	61.28	62.42	63.39	64.02	60.29	57.37	52.95	49.68
yoy		9.19%	9.80%	11.18%	2.63%	1.36%	0.72%	1.87%	1.54%	1.00%	-5.82%	-4.86%	-7.70%	-6.18%
占比	38.60%	38.27%	37.62%	37.01%	36.08%	33.03%	32.25%	32.21%	32.15%	32.11%	31.49%	30.65%	29.58%	28.72%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

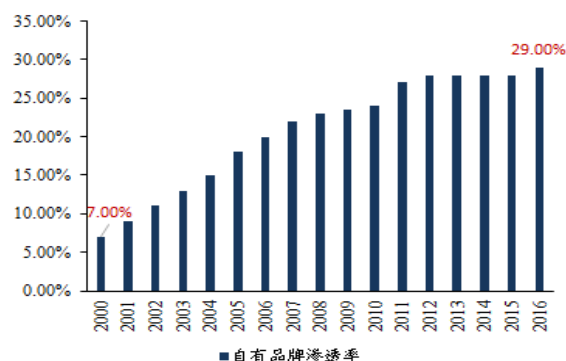
**品类结构持续优化, 物流体系强大保障服务质量。**2000 年互联网危机后, 新开门店边际效益递减, 史泰博开始关闭部分店铺, 转型办公用品服务一体化的“Dover”门店, 店内品类层次明晰, 方便客户购买所需产品; 同时通过提升高毛利品类占比 (如清洁和休息室用品, 家具以及复印和打印服务等), 以及提升自有品牌占比 (均价比其他品牌低 10-15%, 毛利率高, 质量好) 推动利润增长。同时公司拥有极其高效的全球采购系统和分销网络, 从供应商处以卡车容量为单位购买货物; 50 个大型配送中心以及 4 个大型分发中心满足客户订单以及门店补货需求, 为 95% 以上的全美客户提供次日达服务。史泰博拥有自己的交付车队, 以“微笑服务”作为宗旨, 提升客户满意度。

图 4: 史泰博零售渠道单店销售额承压



数据来源: 史泰博年报, 东吴证券研究所

图 5: 史泰博自主品牌渗透率持续提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**借鉴北美办公服务市场发展及史泰博的成长模式, 我们持续看好国内办公直销蓝海市场发展及龙头高成长性:** 5 月 29 日, 国务院转发了发改委的《深化公共资源交易平台整合共享指导意见的通知》再次明确推进办公直销发展。政策红利推动办公直销的集



采模式迅速崛起，利好办公文具龙头**齐心集团**、**晨光文具**办公集采业务的高速成长。我们认为，国家推动政府/央企电商化集中采购的实质在于实现采购的**阳光化/规范化**，推进的同时有效提高了**供应商资质门槛**，有望加速龙头份额提升。

表 4：国内办公集采政策推动一览

时间	政策	发布部门	内容及意义
2002年6月	《中华人民共和国政府采购法》	全国人民大常务	规定政府采购采用公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源采购、询价等方式
2007年1月	《中央单位政府集中采购管理实施办法》	财政部	加强中央单位政府采购管理，建立和规范中央单位政府采购运行机制
2015年1月	《中华人民共和国政府采购实施条例》	国务院	提出国家实行统一的政府采购电子交易平台建设标准，推动利用信息网络进行电子化政府采购活动
2015年5月	《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》	国务院	提出要充分认识到政府向社会力量购买服务的重要性，到2020年，在全国建立比较完善的政府向社会力量购买制度
2015年9月	《关于贯彻落实整合建立统一的公共资源交易平台工作方案有关问题的通知》	财政部	要求2017年6月前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化
2016年12月	《中央预算单位 2017-2018 年政府集中采购目录及标准》	国务院	政府采购货物或服务项目，单项采购金额达到200万元以上的，必须采用公开招标方式
2017年4月	《关于进一步做好政府采购信息公开工作有关事项的通知》	财政部	加强中国政府采购网地方分网建设，完整全面发布政府采购信息，切实提高政府采购透明度
2017年12月	全国政府采购工作会议	财政部	提出制定《“互联网+政府”采购行动方案》，促进政府采购与互联网深度融合，推进政府采购管理交易系统建设，探索推行远程在线评审、采购全流程无纸化
2018年1月	《政务信息系统政府采购管理暂行办法》	财政部	对采购需求、采购评审、采购验收、政府采购信息系统构建标准等做出了详细的规定
2018年11月	《深化政府采购制度改革方案》	中央深改委	建立集中采购机构竞争机制，加快形成现代政府采购制度
2019年5月	《关于深化公共资源交易平台整合共享指导意见的通知》	发改委	到2020年，适合以市场化配置的公共资源基本纳入统一的公共资源交易平台体系；各级公共资源交易平台实现电子化交易，信息资源共享。

数据来源：国务院、财政部等，东吴证券研究所

图 6：晨光文具业务拆分一览

(亿元)	16H1	16H2	2016	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1
总收入	21.80	24.83	46.62	27.85	35.72	63.57	37.87	47.48	85.35	48.39
YOY	17.97%	30.57%	24.36%	27.80%	43.85%	36.35%	35.95%	32.94%	34.26%	27.78%
净利润	2.51	2.42	4.93	2.89	3.45	6.34	3.75	4.32	8.07	4.71
YOY	20.81%	12.60%	16.62%	15.56%	42.36%	28.63%	29.61%	25.28%	27.25%	25.78%
净利率	11.50%	9.76%	10.57%	10.38%	9.66%	9.97%	9.89%	9.10%	9.45%	9.73%
按品类拆分										
书写工具	8.58	7.89	16.47	9.25	8.64	17.88	10.20	9.26	19.46	11.33
YOY	8.29%	7.72%	9.48%	8.56%	10.30%	7.23%	8.82%	10.49%	10.49%	10.49%
学生文具	6.90	7.24	13.74	7.11	9.22	16.33	8.30	10.28	18.58	10.75
YOY	20.59%	17.85%	19.13%	9.38%	27.39%	18.87%	16.80%	11.46%	13.79%	26.67%
办公文具(含办公直销)	6.44	9.08	15.52	11.18	17.15	28.33	18.90	27.23	46.13	25.25
YOY	33.15%	76.00%	55.28%	73.71%	88.82%	82.55%	69.00%	58.79%	62.82%	33.60%
按业务拆分										
收入	1.77	3.38	5.16	3.58	8.97	12.55	9.62	16.24	25.86	15.00
YOY	106.97%	138.88%	126.85%	101.99%	165.01%	143.34%	168.60%	81.04%	106.03%	56.01%
净利润	-0.07	0.12	0.05	-0.05	0.26	0.21	0.10	0.22	0.32	0.29
净利率	-3.89%	3.42%	0.91%	-1.28%	2.86%	1.68%	1.08%	1.34%	1.24%	1.92%
收入/亿	0.52	0.99	1.51	0.85	1.20	2.05	1.18	1.88	3.06	2.31
YOY	115.71%	208.47%	168.77%	63.30%	20.85%	35.43%	39.00%	56.33%	49.15%	95.60%
净利润/亿	-0.10	-0.14	-0.24	-0.16	-0.25	-0.41	-0.08	-0.22	-0.30	-0.10
YOY	-19.15%	-14.47%	-16.07%	-18.90%	-20.88%	-20.06%	-6.74%	-11.89%	-9.90%	-4.52%
门店数	168	175	175	170	177	200	255	255	300	300
其中：九木生活馆	-	2	2	-	25	55	115	115	171	171
单店收入/万	30.97	56.81	86.54	49.98	67.88	115.88	59.05	73.65	119.97	77.00
收入/亿	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
净利润/亿	2.61	2.44	5.05	3.01	3.36	6.37	3.71	4.26	7.97	4.57
YOY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
单店收入/万	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
零售终端合计	72813	74766	74766	73000	75000	75000	76000	76000	76000	78000
收入	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YOY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
净利润	0.01	-0.02	-0.01	0.02	0.11	0.13	0.02	0.08	0.10	0.00
YOY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
净利率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：齐心集团业务拆分一览

单位：亿元	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
齐心集团	营收	16.78	16.13	15.82	28.65	31.81	42.41	26.63
YOY	14.63%	-2.67%	-3.11%	81.11%	11.05%	33.30%	57.94%	16.66%
毛利率	17.38%	18.13%	17.04%	17.42%	19.29%	18.21%	16.66%	16.66%
归母净利润	0.28	0.29	0.20	1.05	1.40	1.92	1.41	1.41
YOY	-60.60%	5.32%	-32.21%	432.22%	33.54%	36.91%	26.43%	26.43%
B2B办公直销板块								
收入	9.19	9.53	7.83	9.84	11.81	22.66	14.8	14.8
YOY	-16.83%	3.70%	-17.84%	25.64%	20.02%	91.87%	71.36%	71.36%
占比	54.77%	59.08%	49.49%	34.35%	37.13%	53.43%	55.88%	55.88%
毛利率	22.43%	22.32%	20.94%	23.51%	21.85%	17.80%	16.85%	16.85%
收入	7.41	6.46	7.47	16.28	16.09	15.52	9.55	9.55
YOY	106.98%	-12.82%	15.63%	117.94%	-1.17%	-3.54%	55.61%	55.61%
占比	44.16%	40.05%	47.22%	56.82%	50.58%	36.60%	35.86%	35.86%
毛利率	11.00%	12.18%	9.36%	5.10%	5.61%	5.95%	5.30%	5.30%
B2B净利润	0.28	0.29	0.01	0.09	0.30	0.94	0.85	0.85
净利率	1.67%	1.80%	0.07%	0.34%	1.08%	2.46%	3.50%	3.50%
SaaS软件服务								
收入	-	-	0.28	2.28	3.43	3.52	2.09	2.09
YOY	-	-	100.00%	710.13%	50.44%	2.61%	22.94%	22.94%
占比	-	-	1.78%	7.96%	10.78%	8.30%	7.85%	7.85%
成本	-	-	0.00%	55.00%	103.00%	121.00%	121.00%	121.00%
毛利率	-	-	100.00%	76.00%	70.02%	65.61%	65.09%	65.09%
收入	-	-	0.28	0.63	0.81	0.68	0.34	0.34
YOY	-	-	-	125.00%	28.57%	-16.05%	-4.75%	-4.75%
净利率	-	-	67.86%	60.32%	59.26%	47.00%	52.72%	52.72%
收入	-	-	0.19	0.38	0.48	0.32	0.18	0.18
YOY	-	-	-	1.65	2.7	2.93	1.77	1.77
YOY	-	-	-	-	63.64%	8.52%	31.59%	31.59%
净利率	-	-	-	35.15%	22.96%	22.53%	21.48%	21.48%
净利率	-	-	-	0.58	0.62	0.66	0.38	0.38
SaaS净利润	-	-	0.19	0.96	1.1	0.98	0.56	0.56
净利率	-	-	67.86%	42.11%	32.07%	27.84%	26.67%	26.67%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 新型烟草：美国市场禁售调味电子烟，行业洗牌进行时

特朗普政府计划禁售调味电子烟，JUUL 进军中国市场步伐放缓。9月11日据FDA官网报道，为了遏制青少年大量使用电子烟的乱象，美国特朗普政府计划下令禁售**加香**口味的调味电子烟（仅保留**烟草**口味），FDA将在未来几周内出台合规政策，优先考虑对**非烟草**味的电子烟**PMTA**执法条例，清除未经授权的非烟草味电子烟产品。与之对应，美国电子烟品牌**JUUL**刚刚在9月9日开通的天猫京东店铺已经在13日下线，无法再进行商品的直接购买。

**调味电子烟盛行美国市场，FDA 多次拟进行监管。**世界卫生组织和 FDA 过往对于电子烟的监管思路定调在于，美国市场始终支持电子烟的存在，但不希望进行新的消费群体的转化，且对于调味电子烟吸引青少年抽烟的现象高度重视。根据全美青少年烟草调查，水果、奶油、巧克力等加香口味的电子烟是吸引美国青少年使用电子烟的重要诱因，19 年有超过 25% 的中学生使用电子烟；而以近期占据美国电子烟市场 70% 份额的 Juul 为代表，加香口味占其总销售额的比例达到 40-50%，暨美国雾化电子烟的市场中加香口味产品的占比至少不低于 35%（考虑其他品牌如 Vuse、NJOY 等均有口味产品推出、预期该比例实际更高）。针对于此，FDA 此前曾于 18 年 11 月发布限制水果味电子烟销售的措施大纲、并于 19 年 3 月发布正式提案建议限制水果口味电子烟的销售。基于调味电子烟在美国盛行，监管政策短期或对消费需求有所抑制，但长期看雾化烟的发展并未真正停止。

**PMTA 为后期竞争核心，优势品牌短空长多。**长期来看，值得注意的是 FDA 于 16 年 8 月 8 日颁布《烟草制品管控方案》要求所有上市的新型烟草产品必须通过 PMTA 或 MRTP 审批，且于 17 年 7 月规定申报截止时间延长至 2022 年 8 月；但是 19 年在多方健康组织及联邦法院的压力下 FDA 在年初将 PMTA 申报截止时间提前至 2021 年 8 月，并在今年 7 月在联邦政府的要求下再次提前至 2020 年 5 月（仅剩 10 个月）。自 PMTA 制度执行以来，目前仅有 IQOS 通过 PMTA 审核，雾化赛道的审批标准尚不明确。我们认为本次口味烟的监管若能落地，或推进雾化烟的相关审批进度，而 PMTA 准入制度是后期美国市场竞争的核心砝码。

表 5：PMTA 监管细节一览

时间	事件	调整原因
2016年8月8日	FDA颁布的《烟草制品管控方案》正式生效，此法案要求所有2007年2月15日后上市的产品必须经过PMTA检验，申报截止时间为2018年11月8日	
2017年7月28日	美国FDA将原申报PMTA的截止时间由2018年11月8日延长为2022年8月8日，但是2007年2月15日~2013年3月11日上市电子烟必须提交Substantial Equivalence Report之后才能在市场上继续销售。同时FDA第一次公开承认电子烟减害，支持新型烟草发展。	PMTA需要的费用高达100万美元以上，大部分的电子烟中小企业将无法负担这样的开销，最终只能倒闭。此次延长时间为厂商们提供更多准备的空间，避免行业断崖式下跌。
2018年9月	FDA要求Mark-ten、JUUL、Logic、Blu等5家电子烟品牌在60天内递交计划，详细说明如何防止青少年使用他们的产品。	JUUL在美国市场的指数级增长，把“青少年吸食电子烟”的问题推到了电子烟行业从未面临过的风头上
2018年10月22~23日	在讨论会上，明确承认电子烟减害，承诺审批流程更透明，但对于青少年抽电子烟现象仍保持高度关注，并强烈谴责将电子烟卖给青少年的行为。同时截止至2022年8月8日的PMTA很可能会提前。	美国儿科学会（AAP），美国癌症协会癌症行动网络，美国心脏协会，美国肺脏协会和无烟儿童运动于2018年3月联合对FDA提起诉讼，要求FDA恢复PMTA原定截止日期，并且对2016年8月8日起市场上所有电子烟产品进行审查。
2019年3月	FDA受到联邦政府的压力，重新调整了电子烟企业需提交PMTA的申请时间至2021年8月15日，并在6月11日发布了关于电子烟、尼古丁输送系统（ENDS）及烟油的PMTA申请指南	
2019年7月	联邦地方法院法官Paul W. Grimm7月13日发布的命令，电子烟制造商必须在10个月内（即2020年5月）提交上市前烟草申请（PMTA），否则其产品将被迫在市场上的下架。FDA有30天的时间可以提出上诉，要求第四巡回上诉法院在上诉期间保留，也就是推迟Grimme法官的判决	法院认为FDA将原定截止于2018年的PMTA申请推后4年，至2022年这一行为，没有遵守“行政程序”的规则制定流程。而且这一申请延迟是非常极端的，相当于放弃FDA的法定职责。

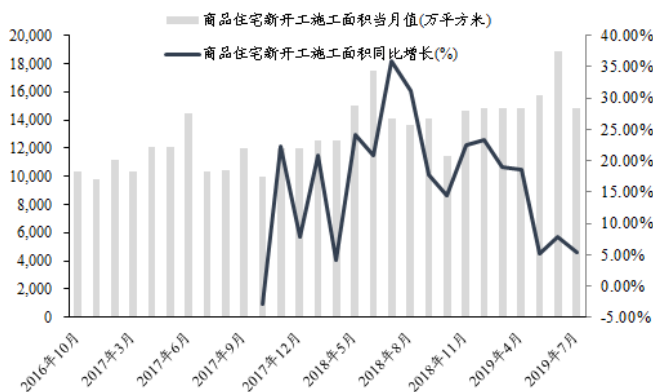
数据来源：FDA，东吴证券研究所

## 2. 家居及造纸：优选具有估值优势的龙头品种

### 2.1. 家居：结合基本面与估值，进行优质资产配置

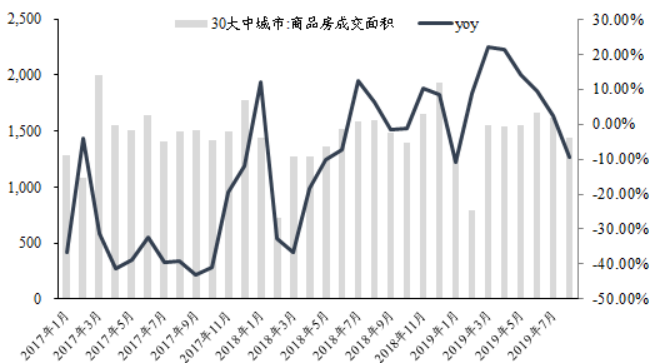
8月商品房成交面积略有承压。从成交数据来看，19年1-8月我国30大中城市商品房成交面积11443万平方米（同比+6.32%），其中8月单月同比下滑9.43%；19年1-8月一线/二线/三线城市成交面积分别为2241/5481/3721万平方米，同比增速分别为+21.1%/-1.26%/10.71%，其中8月单月增速分别为-8.67%/-4.92%/-16.19%。从7-8月的高频数据跟踪来看，家居板块基于去年下半年同期低基数效应业绩较上半年已经有所修复，长期建议配置成长逻辑通顺的综合龙头。

图8：商品住宅新开工施工面积及同比增速



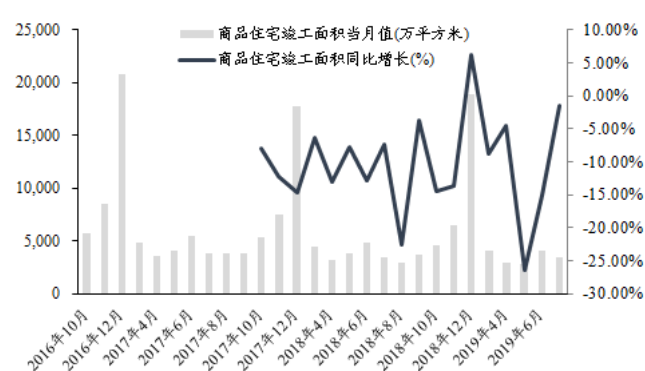
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：30大城市商品房销售面积（万平方米）



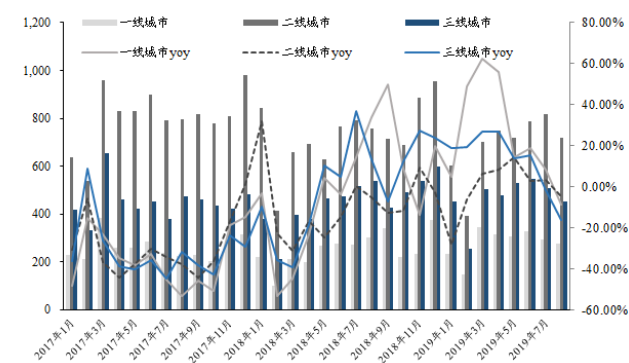
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：商品住宅竣工面积及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：一二三线城市商品房销售面积（万平方米）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

软体：内销增长环比回暖，外销依赖海外产能转移短空长多。9月10日花旗银行发布敏华控股研报，上调目标价由4.8港元上调至6.2港元，对应敏华控股周涨幅达到20.48%，表现较好。我们认为：（1）内销方面，软体家具竞争格局偏好，且敏华控股在功能沙发领域具有绝对优势，7-8月同比零售表现环比显著回暖；（2）外销方面，我们认为贸易战短期压制龙头外销表现，但中长期来看中小软体家具出口厂由于不具备上述优势或将加速出清，份额有望向优势龙头企业进行集中；（3）原料方面，截至9月10日TDI/MDI价格分别为12650/18800元/吨，同比下降54.17%/36.05%，较年



初下降 17.86%/12.56%，持续利好软体龙头盈利弹性释放。长期看好软体优势企业**敏华控股**、**顾家家居**的成长。

表 6：主要软体龙头内外销拆分一览

单位：亿元，亿港元	2016A	2017A	2018H1	2018A	2019H1		2016A	2017A	2018H1	2018A
中国大陆	29.12	40.36	25.33	52.10	27.88	中国大陆	15.90	24.79	-	31.30
yoy	30.00%	38.60%	32.85%	29.07%	10.08%	yoy	39.84%	55.93%	-	26.26%
占比	60.74%	60.56%	62.55%	56.80%	55.65%	占比	71.70%	77.77%	-	74.32%
顾家家居 毛利率	41.44%	42.36%	41.22%	42.86%	43.95%	喜临门 毛利率	42.89%	39.33%	-	34.41%
国外	15.89	22.33	13.45	35.00	19.90	国外	6.23	6.82	-	10.64
yoy	32.37%	40.54%	30.27%	56.71%	47.97%	yoy	14.81%	9.42%	-	56.10%
占比	33.14%	33.51%	33.21%	38.16%	39.71%	占比	28.10%	21.38%	-	25.27%
毛利率	34.33%	24.01%	22.85%	23.64%	24.61%	毛利率	21.73%	18.73%	-	12.57%
国外	14.49	19.12	10.41	25.17	13.17	国外（亿港元）	44.16	51.96	28.98	57.69
yoy	20.60%	31.95%	-	31.67%	26.50%	yoy	-	17.65%	14.14%	11.03%
占比	84.09%	81.74%	81.14%	82.55%	83.33%	占比	56.78%	51.82%	52.81%	51.24%
毛利率	31.68%	26.47%	26.10%	29.77%	35.01%	毛利率	-	-	-	-
梦百合 中国大陆	2.71	4.20	2.33	5.15	2.50	敏华控股 中国大陆（亿港元）	33.62	48.31	25.90	54.89
yoy	55.45%	55.16%	-	22.60%	7.54%	yoy	-	43.68%	24.04%	13.62%
占比	15.70%	17.95%	18.14%	16.88%	15.84%	占比	43.22%	48.18%	47.19%	48.76%
毛利率	44.08%	42.94%	38.52%	42.77%	50.81%	毛利率	-	-	-	-

注：敏华 2018A 指 2018.3.31-2019.3.31。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 7：主要软体龙头贸易战应对措施

公司	应对措施	投产时间	覆盖对美出口营收比例
敏华控股	18年6月6800万美元收购越南工厂，并对厂房进行扩建	18年底	预计目前能覆盖40%+，到今年年底能覆盖70-80%对美出口产能，20年6月完全覆盖
顾家家居	建设东南亚工厂，18年年底试生产	18年底	预计30-40%
喜临门	泰国生产基地，18年下半年投产，产值2亿	18年下半年	预计100%
梦百合	塞尔维亚工厂 美国工厂	18年 2019年5月份	预计50%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**定制：多品类多渠道是破局核心，首推优质低估。**零售市场竞争加剧的情况下，龙头凭借多品类扩张突破单一品类成长瓶颈，并通过多元化渠道布局卡位流量入口是定制企业表现分化的核心，龙头**欧派家居**、**尚品宅配**、**索菲亚**、**志邦家居**综合优势突出走在前列，长期看好具有渠道、管理优势的细分龙头提升份额。从定制板块的中报表现来看，大宗渠道和新品类已经成定制龙头增长的主要贡献，下半年持续推荐综合优势企业**欧派家居**，并建议关注优质低估的**索菲亚**、**志邦家居**。

表 8：定制家居龙头大宗业务（单位：亿元、%）

（亿元）	2018H1	占比	2018A	占比	2019H1	占比
索菲亚	2.73	9.16%	5.84	7.99%	3.41	10.84%
欧派家居	6.03	12.7%	14.18	12.51%	9.29	16.86%
志邦家居	1.70	17.00%	3.91	16.06%	2.18	19.00%
金牌厨柜	0.71	11.04%	2.03	11.93%	1.73	22.04%

数据来源：各公司年报，东吴证券研究所整理

## 2.2. 造纸：纸浆系提价顺畅，废纸系短期筑底

纸浆库存高位价格延续弱势，文化纸价旺季提价顺畅。截至 9 月 12 日进口针叶浆 605 美元/吨（持平）、进口阔叶浆 490 美元/吨（持平）、内盘浆 4201 元/吨（周变化-11



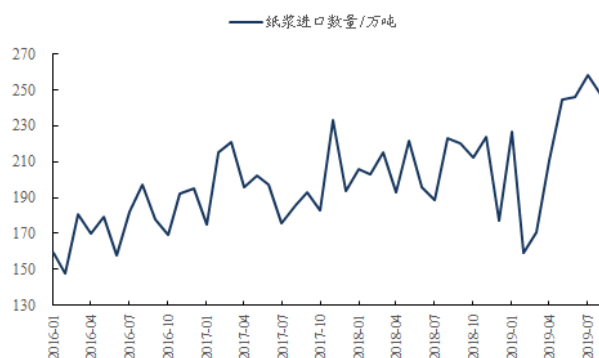
元/吨)。纸浆的供给端 8 月进口量达到 248 万吨 (同比+11%); 需求端下游原纸产能投放意愿有限; 叠加港口库存高位, 纸浆价格有望延续弱势。下游文化纸进入汛期旺季提价顺利, 双胶纸价格 6242 元/吨 (较 8 月 30 日+67 元/吨; 本周无变化)、铜版纸 5917 元/吨 (较 8 月 30 日+84 元/吨; 本周无变化), 利好文化纸龙头 Q3 盈利持续上行, 持续推荐**太阳纸业**。此外, 包装纸中瓦楞纸较 8 月 30 日小幅提升 13 元至 3233 元/吨、箱板纸价 3860 元/吨 (持平), 伴随双 11 备货季到来, 包装纸目前价格基本触底。

表 9: 细分纸、浆价格一览 (截至 9 月 12 日)

	铜版纸	双胶纸	白卡纸	内盘浆	针叶浆	阔叶浆	化机浆	溶解浆	箱板纸	瓦楞纸	国废	美废#13
18Q1	7377.28	7222.57	6445.00	6185.18	900.54	784.89	4416.52	7506.10	4907.19	4104.86	2540.46	281.75
19Q1	5602.63	6080.64	4984.25	5503.12	725.92	718.10	3964.92	7260.00	4572.81	3843.86	2343.10	229.49
19Q1同比	-24.06%	-15.81%	-22.66%	-11.03%	-19.39%	-8.51%	-10.23%	-3.28%	-6.81%	-6.36%	-7.77%	-18.55%
19Q1环比	-13.60%	-9.01%	-8.58%	-7.39%	-16.02%	-6.71%	-6.83%	-5.43%	1.18%	-0.08%	-0.35%	-26.56%
18Q2	7310.32	7468.81	6033.33	6141.53	905.00	789.42	4365.00	7418.23	5395.17	4714.40	2869.50	291.87
19Q2	5771.69	6169.46	5394.31	4992.49	693.87	697.44	4038.89	6838.71	4212.72	3479.03	2241.52	156.91
19Q2同比	-21.05%	-17.40%	-10.59%	-18.71%	-23.33%	-11.65%	-7.47%	-7.81%	-21.92%	-26.20%	-21.88%	-46.24%
19Q2环比	3.02%	1.46%	8.23%	-9.28%	-4.41%	-2.88%	1.87%	-5.80%	-7.87%	-9.49%	-4.34%	-31.63%
截至9月12日	5917	6242	5193	4201	605	490	3650	5900	3860	3233	2039	144
上周变动 (9.2-9.6)	+84	+67	-	-2	-	-24	-	-100	-	+13	-13	-
本周变动 (9.9-9.12)	-	-	-	-11	-	-	-	-	-	-	-7	-
较8月30日	+84	+67	-	-13	-	-24	-	-100	-	+13	-20	-

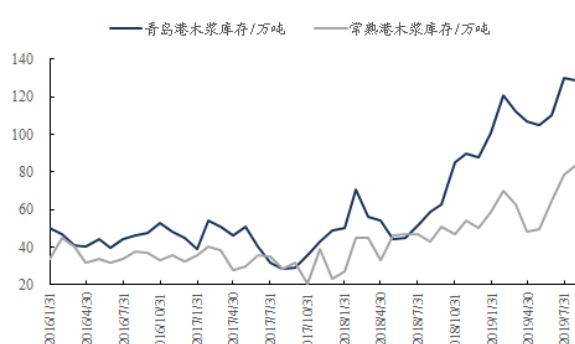
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 12: 国内纸浆月度进口量统计



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

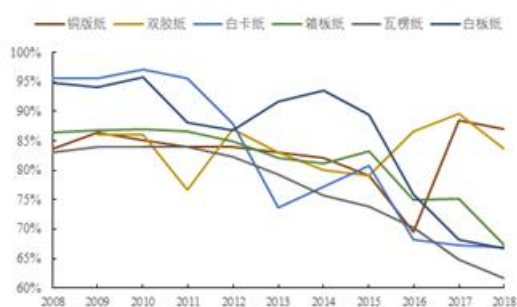
图 13: 国内主要港口木浆库存



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

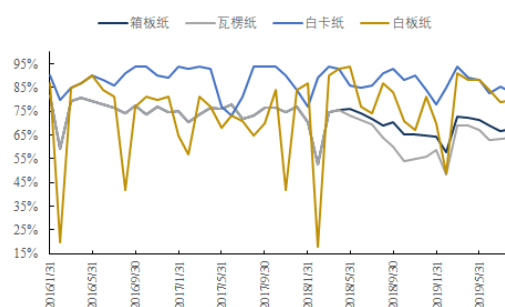
文化纸格局较好, 包装纸略有承压。就竞争格局而言, 文化纸的集中度呈现逐年上升趋势; 包装纸由于进入门槛相对较低未呈现明显的集中态势, 但值得注意的是 18 年中小企业由于需求不振挤压盈利而持续退出, 包装纸的竞争格局开始改善。行业装置开工率的角度看, 同属文化纸种的铜版纸、双胶纸开工率持续处于较高水平, 高、低端包装纸 (白卡纸、白板纸、箱板纸、瓦楞纸) 开工率受到原料限制有所承压。可见文化纸市场竞争格局与需求相对更为确定, 而包装纸龙头相对较好。

图 14：细分纸种年度开工率数据



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图 15：细分纸种月度开工率数据



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

**企业产能投放趋缓，海外转移持续推进。**从龙头目前的动态来看，多数企业的新增产能建设集中在下游需求增长的包装纸与生活用纸，且海外原料布局 and 技改稳定推进中。综合来看，我们判断造纸行业禀赋为王，上游原料布局能够保障龙头相对超越行业的盈利，内生扩产能与外延横向并购成为行业内企业整合的有效手段；尤其是目前处于行业低迷时期，中小型企业陆续被迫退出市场，具有资金实力的龙头逆势扩张、加速跨界整合，将有效提高市场份额。从长远看，龙头纸企**太阳纸业**、**玖龙纸业**、**山鹰纸业**等有望依赖上下游及同业整合，实现长期持续成长。

表 10：行业龙头纸企现有产能及未来投放

公司名称	产能	新增产能	预计投产时间
晨鸣纸业	白卡200万吨 铜板130万吨 双胶216万吨 木浆420万吨	-	-
太阳纸业	双胶纸120万吨 铜版纸100万吨 生活用纸12万吨 牛皮箱板纸160万吨 化机浆80万吨 溶解浆80万吨	邹城20万吨再生浆 美国60万吨溶解浆 老挝80万吨包装纸 本部45万吨文化纸	2019Q4 2020 2020Q3 2021H1
玖龙纸业	卡纸960万吨 瓦楞340万吨 白板纸260万吨 文化用纸45万吨	东莞60万吨箱板纸	2019Q3
理文造纸	包装纸618万吨 生活纸79.5万吨 纸浆18万吨	越南50万吨箱板纸 江西10万吨生活用纸	2019Q4 2020
山鹰纸业	国内箱板瓦楞近600万吨	荆州二期100万吨	2020Q4
博汇纸业	白卡135万吨 牛皮箱板纸50万吨 瓦楞纸50万吨	江苏博汇二期75万吨白卡纸 山东博汇45万吨静电复印纸	2019Q3 2021
APP（中国）	浆210万吨 纸890万吨	如东基地一期78万吨生活用纸	2021

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所整理

表 11：龙头海外布局一览

公司名称	地点	产能	投入资金	自建/收购
玖龙纸业	美国	Rumford和Biron: 纸89万吨, 浆52万吨	1.75亿美元	收购
	越南	卡纸79.28万吨	2.06亿美元	自建
	美国	Firmont纸浆厂: 再生纸浆22-25万吨	0.62亿美元	收购
	美国	新建两条废纸浆产线合计日产能0.31万吨, 技改提升涂布文化纸产能6万吨	3亿美元	追加投资
理文造纸	美国	Old Town Mill: 技改后27.5万吨本色浆	-	收购
	缅甸	仍处协商过程中	34亿美元	自建
	越南	包装纸40万吨	16亿港元	自建
	越南	包装纸50万吨 (预计19年底投产)	12-13亿元	自建
太阳纸业	马来西亚	包装纸70万吨, 纸浆55万吨	51亿港元	自建
	老挝	化学浆30万吨项目 (目前转产为溶解浆)	4.33亿美元	自建
山鹰纸业	老挝	再生纤维浆板40万吨, 高档包装纸80万吨	6.37亿美元	自建
	芬兰	针叶浆40万吨	9.5亿欧元	收购
	瑞典	特种纸50万吨	19.52亿元	收购
	荷兰	废纸回收企业WPT, 年回收450万吨	-	收购
恒安国际	美国	北美牛卡纸/木浆产能36万吨+12万吨再生浆技改已启动	0.16亿美元	收购
	芬兰	针叶浆60万吨	1166万欧元	收购
APP	巴西	阔叶浆170万吨	40亿欧元	收购
亚太森博	巴西	阔叶浆25万吨	4.65亿欧元	收购
中国纸业	俄罗斯	针叶浆50万吨	10亿+美元	自建
正龙纸业	越南	包装纸30万吨	2.4亿美元	自建
新胜大集团	马来西亚	高档包装纸210万吨 (一期年产白板纸70万吨)	7亿美元	自建

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所整理

### 2.3. 包装：客户开拓优选裕同科技，关注下半年二片罐行业盈利拐点

**纸包装：纸价回落利好龙头盈利，重点关注具有核心客户开拓能力、跨领域布局的龙头。**上游原材料箱板/瓦楞/白板/白卡纸价自 18H2 以来持续回落，利好纸包龙头盈利改善。从下游需求来看，2019 年 1-6 月化妆品、烟酒、饮料、家用电器与音像器材零售额累计同比增速分别为 14.54%、-1.69%、1.03%、2.56%，需求景气度普遍较差。我们认为，纸包装龙头跨领域布局是打破增长瓶颈的重要手段，看好多领域开拓客户的**裕同科技**：公司凭借在 3C 包装领域强势的产品品质和整体解决方案，目前已成功切入烟酒、环保包装、化妆品等细分赛道，持续推进多领域、多客户布局：（1）3C 包装方面，上半年小米、联想、哈曼、歌尔、OPPO 销售额增长迅速；（2）烟酒包装方面，上半年水井坊、贵州习酒订单增长明显，烟标业务子公司武汉艾特实现收入 1.71 亿（+63%）、净利润 2381 万元（+14%）；（3）化妆品包装方面，公司深入拓展宝洁、联合利华和欧莱雅等有直达客户，部分新客户订单已逐渐放量；（4）环保餐盒方面，公司东莞植物纤维制品生产基地已投产，随着宜宾基地投产贡献较大产能，我们预计依托“禁塑”政策推广，环保餐具将成为公司业务增长的重要动力。我们认为**裕同科技**多领域的布局有望贡献新的增长点，看好过公司竞争力及份额的提升！



图 16：裕同科技收入拆分一览

单位: 亿元	16H1	16H2	2016	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1
营业收入	20.21	35.21	55.42	26.61	42.87	69.48	32.86	52.92	85.78	36.84
YOY				31.67%	21.76%	25.37%	23.49%	23.44%	23.46%	12.11%
毛利率	31.13%	36.20%	34.35%	31.19%	31.76%	31.54%	24.59%	30.93%	28.50%	28.02%
按产品拆分										
彩盒	14.41	27.20	41.61	19.46	32.30	51.76	24.37	37.31	61.68	26.15
YOY				35.05%	18.75%	24.39%	25.23%	15.51%	19.17%	7.30%
占比	71.30%	77.25%	75.08%	73.13%	75.34%	74.50%	74.16%	70.50%	71.90%	70.98%
毛利率	32.76%	37.26%	35.70%	32.03%	33.02%	32.65%	25.33%	32.39%	29.60%	30.43%
纸盒	2.14	3.14	5.28	2.94	3.69	6.63	3.42	4.98	8.40	3.55
YOY				37.38%	17.52%	25.57%	16.33%	34.96%	26.70%	3.70%
占比	10.59%	8.92%	9.53%	11.05%	8.61%	9.54%	10.41%	9.41%	9.79%	9.64%
毛利率	25.53%	25.50%	25.51%	21.23%	12.71%	16.49%	12.82%	20.88%	17.60%	14.97%
说明书	1.61	2.94	4.55	2.47	4.05	6.52	2.97	3.89	6.86	3.08
YOY				53.42%	37.76%	43.30%	20.24%	-3.95%	5.21%	3.62%
占比	7.97%	8.35%	8.21%	9.28%	9.45%	9.38%	9.04%	7.35%	8.00%	8.36%
毛利率	32.12%	41.87%	38.42%	37.16%	42.99%	40.78%	31.29%	45.35%	39.26%	33.37%
不干胶贴纸	0.56	0.61	1.17	0.47	0.78	1.25	0.47	1.54	2.01	0.81
YOY				-16.07%	27.87%	6.84%	0.00%	97.44%	60.80%	72.55%
占比	2.77%	1.73%	2.11%	1.77%	1.82%	1.80%	1.43%	2.91%	2.34%	2.20%
毛利率	34.97%	39.34%	37.25%	31.71%	37.19%	35.13%	31.15%	25.24%	26.62%	24.72%
其他	1.35	1.46	2.81	1.28	2.04	3.32	1.63	5.20	6.83	3.25
YOY				-5.19%	39.73%	18.15%	27.34%	154.90%	105.72%	99.47%
占比	6.68%	4.15%	5.07%	4.81%	4.76%	4.78%	4.96%	9.83%	7.96%	8.82%
毛利率	20.05%	26.07%	23.18%	29.57%	21.89%	24.85%	24.15%	20.91%	21.68%	18.65%
按渠道拆分										
外销	13.07	25.22	38.29	17.00	29.30	46.30	19.00	29.92	48.92	19.28
YOY				30.07%	16.18%	20.92%	11.76%	2.12%	5.66%	1.47%
内销	7.14	9.99	17.13	9.61	13.56	23.17	13.86	23.00	36.86	17.56
YOY				34.59%	35.74%	35.26%	44.22%	69.62%	59.09%	26.66%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17：裕同科技季度数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入	1,389.90	1,271.46	1,862.78	2,423.60	1,614.84	1,671.51	2,168.31	3,123.59	1,785.11	1,898.67
YOY										
归母净利润	38.06%	25.37%	18.55%	24.81%	16.18%	31.46%	16.40%	28.88%	10.54%	13.59%
YOY										
归母净利润 (扣非)	29.53%	16.09%	0.81%	-0.92%	-14.14%	-14.88%	-7.81%	25.63%	14.03%	11.81%
YOY										
毛利率	31.21%	31.16%	32.53%	31.17%	25.19%	24.01%	31.20%	30.74%	27.09%	28.90%
期间费用率	16.88%	18.98%	16.47%	13.27%	21.81%	12.84%	14.81%	13.77%	20.92%	19.01%
其中: 销售费用率	4.61%	4.59%	4.44%	3.97%	4.89%	4.43%	4.28%	4.31%	4.25%	5.01%
管理+研发费用率	10.84%	10.19%	9.36%	7.51%	10.91%	10.24%	9.90%	8.18%	12.57%	12.66%
财务费用率	1.42%	4.21%	2.67%	1.79%	6.00%	-1.83%	0.63%	1.29%	4.10%	1.35%
归母净利率	11.67%	11.72%	16.09%	13.24%	8.63%	7.59%	12.74%	12.90%	8.64%	7.47%
存货	372.10	436.16	772.96	709.60	821.97	804.28	978.04	943.76	871.89	955.40
较上年同期增减	372.10	192.68	383.87	279.57	449.87	368.12	205.08	234.16	49.92	151.12
应收账款	54.85	43.19	37.36	40.70	91.91	116.58	91.60	123.34	152.98	94.63
较上年同期增减	54.85	43.19	37.36	40.70	91.91	116.58	91.60	123.34	152.98	94.63
预收账款	2,339.92	1,948.16	2,418.04	3,237.49	2,809.90	2,350.17	2,950.86	3,896.55	2,777.64	2,596.77
较上年同期增减	2,339.92	1,948.16	2,418.04	3,237.49	2,809.90	2,350.17	2,950.86	3,896.55	2,777.64	2,596.77
应付账款及应付票据	892.63	853.87	1,255.41	1,375.50	1,319.56	1,264.97	1,489.31	1,721.56	1,268.98	1,236.40
较上年同期增减	892.63	853.87	1,255.41	1,375.50	1,319.56	1,264.97	1,489.31	1,721.56	1,268.98	1,236.40
预收账款	10.73	10.54	15.28	15.75	27.01	32.74	42.46	25.15	27.94	29.44
较上年同期增减	10.73	10.54	15.28	15.75	27.01	32.74	42.46	25.15	27.94	29.44
经营性现金流净额	536.83	451.19	-94.46	-309.97	203.78	592.64	-28.05	30.52	750.75	447.06
较上年同期增减	536.83	451.19	-94.46	-309.97	203.78	592.64	-28.05	30.52	750.75	447.06
筹资性现金流净额	215.58	334.12	-201.24	-29.71	-333.06	141.45	66.40	34.50	546.97	-145.58
较上年同期增减	215.58	334.12	-201.24	-29.71	-333.06	141.45	66.40	34.50	546.97	-145.58
投资性现金流净额	-77.00	-26.91	-14.60	-14.60	246.29	-259.86	68.42	240.56	547.57	-630.97
较上年同期增减	-77.00	-26.91	-14.60	-14.60	246.29	-259.86	68.42	240.56	547.57	-630.97
资本开支	229.89	168.55	217.56	120.78	177.03	163.09	196.73	202.96	299.70	223.97
较上年同期增减	229.89	168.55	217.56	120.78	177.03	163.09	196.73	202.96	299.70	223.97
ROE	3.73%	3.38%	6.60%	6.62%	2.75%	2.50%	5.35%	7.35%	2.70%	2.50%
YOY (±)	-2.05%	-2.34%	-5.80%	-2.87%	-0.97%	-0.87%	-1.25%	0.73%	-0.05%	0.00%
资产负债率	38.99%	40.14%	42.18%	44.11%	44.77%	45.39%	46.83%	46.61%	45.92%	44.89%
YOY (±)	38.99%	-7.28%	-9.03%	1.49%	5.78%	5.25%	4.64%	2.50%	1.14%	-0.50%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**金属包装：两片罐行业供需优化，关注龙头盈利拐点。**从供给端来看，二片罐中小产能加速出清，自奥瑞金收购波尔中国后行业 CR5 超过 80%，议价能力提升；同时需求端伴随啤酒罐化率提升、碳酸饮料新罐型崛起呈上升趋势。供需优化、龙头利益诉求一致下，二片罐 19 年年初已经开始落实提价，龙头收入、盈利向好。**奥瑞金** 19H1 两片罐业务实现收入 9.32 亿元 (+24.5%)，核心客户百威啤酒、百事可乐、可口可乐、东鹏等订单高速增长；毛利率 11.5% (+6pct) 大幅提高，产品提价、原料跌价、产能利用率提升共同驱动盈利能力提高。2019 年 8 月华彬增持奥瑞金，增强其三片罐业务大客户红牛信心，有望稳健增长；同时新增合作青岛啤酒等两片罐业务客户。我们认为公司三片罐业务稳健增长，两片罐业务在行业触底向上和公司客户开拓下将成为业绩放量的重要看点，持续看好！

图 18：奥瑞金收入拆分一览

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018	2018H1	2018H2	2019H1
营业收入	6,662.35	7,598.65	7,342.38	8,175.39	4,040.11	4,135.28	4,143.98
YOY							
三片罐合计	5,451.91	5,644.36	5,103.31	5,712.82	2,970.83	2,741.99	2,587.43
占比	81.83%	74.28%	69.50%	69.88%	73.53%	66.31%	62.44%
YOY	18.77%	3.53%	-9.59%	11.94%	26.62%	-0.55%	-12.91%
毛利率	38.93%	43.67%	37.43%	35.71%	37.05%	34.26%	-
其中: 饮料罐	5,174.05	5,366.76	4,775.33	5,271.25	2,778.38	2,492.87	2,587.43
占比	77.66%	70.63%	65.04%	64.48%	68.77%	60.28%	62.44%
YOY	18.35%	3.72%	-11.02%	10.39%	25.44%	-2.64%	-6.87%
毛利率	40.11%	45.03%	39.50%	37.59%	39.18%	35.82%	38.42%
其中: 食品罐	277.85	277.60	327.98	441.57	192.45	249.12	209.28
占比	4.17%	3.65%	4.47%	5.40%	4.76%	6.02%	5.05%
YOY	27.12%	-0.09%	18.15%	34.63%	46.63%	26.63%	8.74%
毛利率	16.91%	17.38%	7.30%	13.22%	6.29%	18.57%	-
两片罐——饮料罐	874.32	1,202.12	1,324.70	1,596.20	748.83	847.37	932.04
占比	13.12%	15.82%	18.04%	19.52%	18.53%	20.49%	22.49%
YOY	30.44%	37.49%	10.20%	20.50%	26.47%	15.67%	24.47%
毛利率	14.88%	6.65%	6.78%	4.70%	4.97%	4.46%	11.47%
灌装营业收入	96.27	110.74	105.96	130.42	68.97	61.45	61.46
占比	1.44%	1.46%	1.44%	1.60%	1.71%	1.49%	1.48%
YOY	3.46%	15.03%	-4.32%	23.08%	56.71%	-0.81%	-10.89%
毛利率	24.48%	39.48%	13.30%	1.12%	0.56%	1.75%	0.56%
其他业务	239.86	641.44	808.40	735.95	251.48	484.47	353.77
占比	3.60%	8.44%	11.01%	9.00%	6.22%	11.72%	8.54%
YOY	-	167.42%	26.03%	-8.96%	-28.71%	6.33%	-40.68%
毛利率	0.34%	5.86%	1.44%	-	-	-	-

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19：奥瑞金季度数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业收入	1,295.81	2,039.27	2,197.83	1,809.47	1,993.07	2,047.04	2,209.82	1,925.46	2,050.90	2,093.08
YOY	-24.56%	18.02%	0.93%	-8.40%	53.81%	0.38%	0.55%	6.41%	2.90%	2.25%
归母净利润	162.55	251.79	237.72	51.80	213.15	248.14	240.83	-476.74	236.56	249.47
YOY	-47.39%	-17.02%	-42.09%	-60.36%	31.13%	-1.45%	1.31%	#####	10.98%	0.54%
毛利率	26.59%	30.19%	29.72%	22.78%	26.87%	28.26%	25.92%	21.89%	26.71%	27.40%
期间费用率	16.55%	16.54%	14.84%	18.27%	14.28%	11.88%	12.25%	14.83%	12.93%	12.65%
其中: 销售费用率	2.48%	3.07%	2.31%	4.97%	3.72%	3.82%	3.11%	4.64%	3.39%	4.01%
管理+研发费用率	9.18%	8.46%	7.95%	7.20%	5.35%	5.72%	5.76%	6.81%	5.86%	5.81%
财务费用率	6.89%	5.01%	4.57%	6.10%	5.21%	2.34%	3.38%	3.38%	3.68%	2.82%
归母净利率	12.54%	12.35%	10.82%	2.86%	10.69%	12.12%	10.90%	-24.76%	11.53%	11.92%
存货	591.70	666.17	674.83	762.40	789.11	889.24	673.99	702.69	754.01	765.71
较上年同期增减	44.52	73.51	89.77	240.34	197.41	223.07	-0.84	-59.71	-35.10	-123.53
应收账款	2,467.22	2,080.49	2,282.75	2,025.32	2,313.65	2,129.99	2,122.68	1,748.71	1,670.79	1,792.36
较上年同期增减	434.30	50.85	-201.05	-700.85	-153.57	-160.07	-276.61	-642.86	-337.63	-337.63
应付账款及应付票据	703.80	1,134.58	1,324.23	1,260.30	1,254.05	1,471.66	1,554.62	1,660.77	1,970.50	1,851.99
较上年同期增减	-110.55	245.28	148.54	169.32	150.25	337.07	230.39	400.47	716.45	380.33
预收账款	16.91	23.65	37.18	34.55	28.24	26.23	27.69	43.43	42.94	56.08
较上年同期增减	-25.29	-11.68	16.61	9.24	11.33	2.87	-0.49	8.36	14.69	30.45



### 3.1. 包装印刷&造纸产业

**中顺洁柔:**9月11日向符合条件的114名公司管理人员授予240万份预留部分股票期权,向64名公司管理人员授予350万股预留部分限制性股票,2019-2022合计摊销费用分别为402/1417/743/328万元;为下游经销商上海骏孟、武汉洁柔提高共1.3亿元授信担保,期限6个月。

**合兴包装:**9月16日可转债上市,发行金额5.96亿元。

### 3.2. 家居家具&其他可选

**美克家居:**政府征收公司部分房屋土地,补偿款2.4亿元。

**欧派家居:**自2019年9月4日至11日,控股股东姚良松先生及其一致行动人累计减持欧派转债299万张,占发行总量的20%,减持后持有占发行总量比例为41.72%;使用募集资金14.42亿元置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金。

**志邦家居:**拟授予激励对象限制性股票数量129万股,占总股本0.58%,授予价格9.65元/股(回购均价的50%),授予对象5人。考核目标:以18年为基数,19-21年收入利润增长12%、24%、40%,暨19-21当年同比增速不低于12%、10.71%、12.9%。

**齐峰新材:**公司董事、总经理李安东于9月11日增持36.39万股公司股票。

**好莱客:**控股股东沈汉标先生与王妙玉女士于2019年9月4日至9月10日期间卖出部分转债,持有比例从占发行总量的48.5%降至39.19%。

**金牌橱柜:**公开发行可转债申请获得中国证监会发审委审核通过。

**坚朗五金:**获得国家知识产权局颁发的发明专利证书,包含关门器、滑轮装置等。

**好太太:**收到上海证券交易所中报事后审核问询函,要求公司进一步补充披露主营业务、重大交易、募投项目等信息。

**鸿博股份:**拟以自有资金及银行贷款等其他合法资金不低于4000万元、不超过8000万元,回购股份用于股权激励计划,回购价不超过10.22元/股。

**齐心集团:**证监会核准批复公司非公开发行不超过12836万股新股的申请。

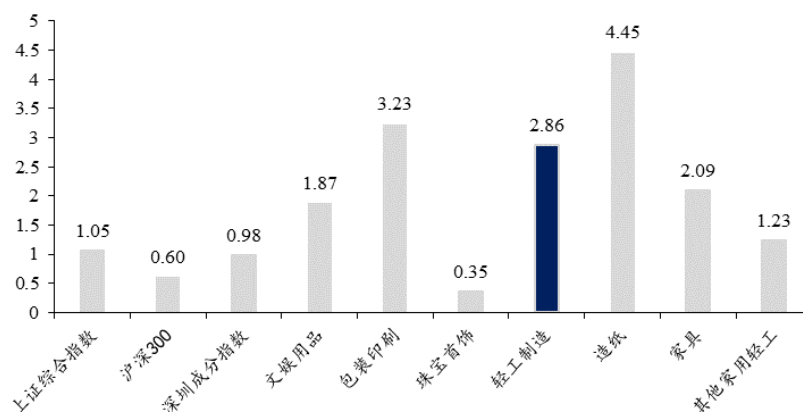
## 4. 市场回顾: 大盘上行, 造纸表现较好

板块表现来看,本周上证综指涨1.05%收于3031.24点;深证成指涨0.98%收于9919.80点;沪深300涨0.60%收于3948.51点;轻工制造周内上涨2.86%,跑赢大盘。轻工制造细分行业中,造纸(+4.45%)表现最好,其次为包装印刷(+3.23%)、家具(+2.09%)、文娱用品(+1.87%)、其他家用轻工(+1.23%),最差珠宝首饰(+0.35%)。

从个股表现来看,本周涨幅居前的公司包括康耐特(+23.75%)、恒丰纸业(+14.88%)、

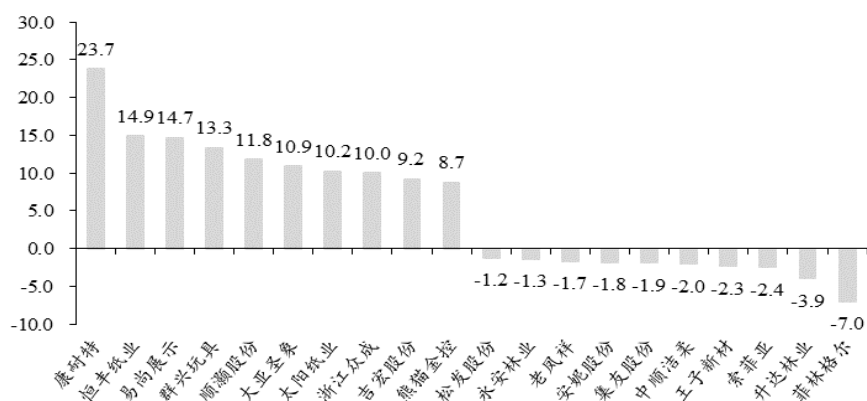
易尚展示(+14.70%)、群兴玩具(+13.33%)、顺灏股份(+11.76%)、大亚圣象(+10.92%)、太阳纸业(+10.18%)、浙江众成(+10.00%)、吉宏股份(+9.22%)、熊猫金控(+8.72%)；菲林格尔(-7.00%)为本周最大跌幅公司。

图 20：本周市场涨跌幅（%）



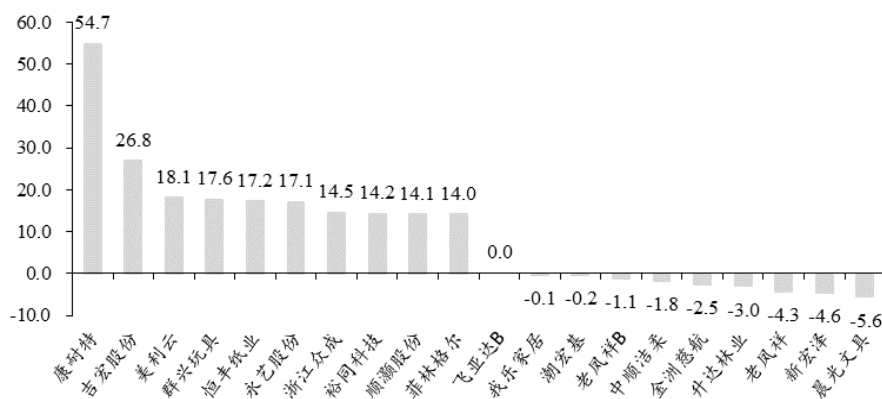
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 21：板块单周涨跌幅前十的股票（%）



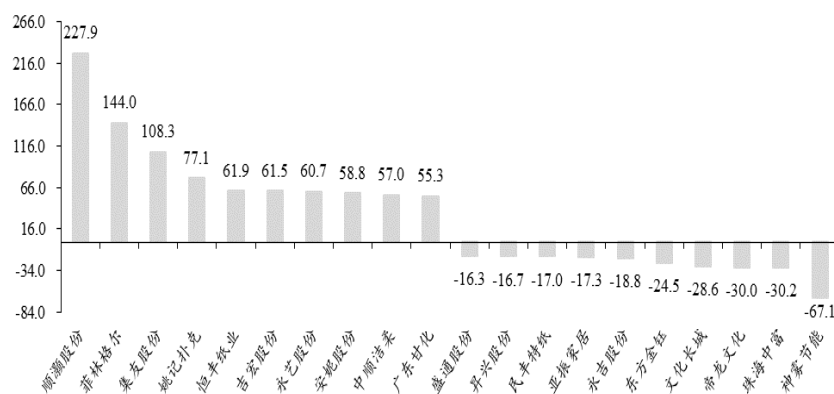
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 22：板块单月涨跌幅前十的股票（%）



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 23：板块年度涨跌幅前十的股票 (%)



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 5. 行业上下游数据跟踪

### 5.1. 造纸产业：文化纸与纸浆价格企稳

#### 5.1.1. 价格数据：文化纸与纸浆价格企稳

截止 9 月 12 日原纸价格：箱板纸市场价 3860 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化 0 元/吨）；瓦楞纸 3233 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化+25 元/吨）；白板纸 4000 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化 0 元/吨）；白卡纸 5917 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化+84 元/吨）；双胶纸 6242 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化+69 元/吨）；铜版纸 5193 元/吨（周变化 0 元/吨，月变化 0 元/吨）。

截止 9 月 12 日的废纸价格：国内各地废纸到厂平均价格 2039 元/吨（周变化-7 元/吨，月变化-15 元/吨）。截止 9 月 12 日的外废价格：美废 13#外商平均价 144 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化 0 美元/吨）；欧废平均价 159 美元/吨（本周变化 0

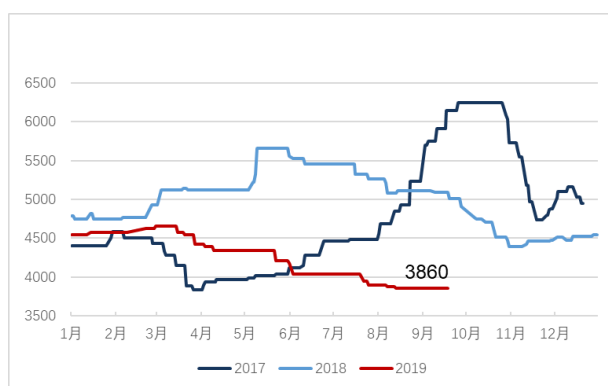
美元/吨，过去一个月变化-4 美元/吨)；日废平均价 140 美元/吨 (本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化-18 美元/吨)。

截止 9 月 12 日的纸浆价格：国际方面阔叶浆外商平均价 490 美元/吨 (本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化-47 元/吨)；针叶浆外商平均价 605 美元/吨 (本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化-13 美元/吨)；内盘浆平均价 4201 元/吨 (本周变化-11 元/吨，过去一个月变化+6 元/吨)。纸浆期货方面，纸浆 1909 (SP1909) 9 月 12 日收 4570 (周变化-56 元/吨，涨幅-1.23%)，自全年低点 4410 反弹 104 元/吨，幅度为 2.36%。

截止 9 月 12 日的煤炭价格：国内主要地区煤炭平均价格 552 元/吨 (周变化-4 元/吨，过去一个月变化-14 元/吨，过去一年变化-32 元/吨)。

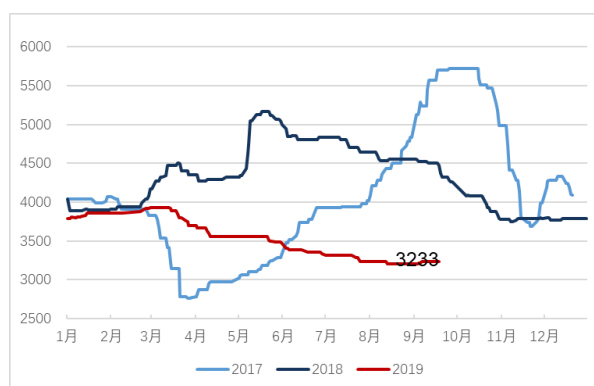
截止 9 月 12 日的溶解浆价格：溶解浆内盘价格 5900 元/吨 (本周变化 0 元/吨，过去一个月变化-250 元/吨，过去一年变化-1750 元/吨)；截止 9 月 6 日粘胶短纤 10800 元/吨 (本周变化-200 元/吨，过去一个月变化-700 元/吨，过去一年变化-4300 元/吨)；粘胶长丝 37800 元/吨 (本周变化 0 元/吨，过去一个月变化 0 元/吨，过去一年变化+20 元/吨)。

图 24：箱板纸价格走势 (元/吨)



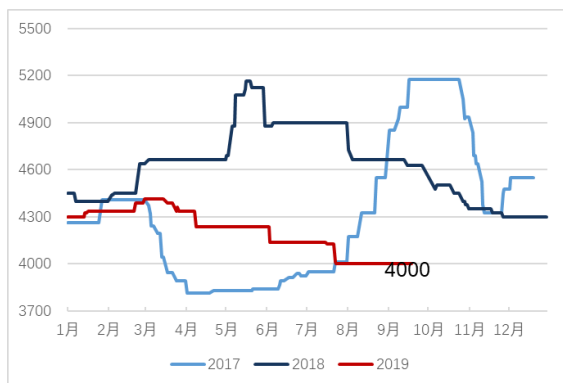
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 25：瓦楞纸价格走势 (元/吨)



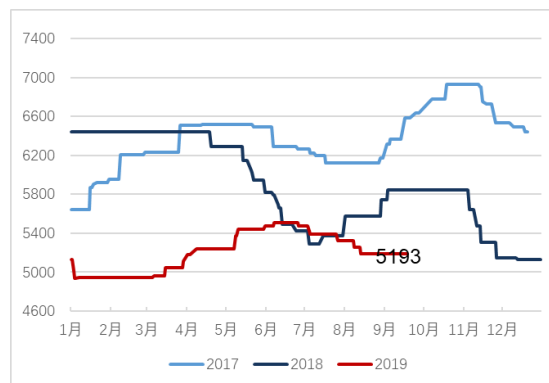
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 26：白板纸出厂价格 (元/吨)



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

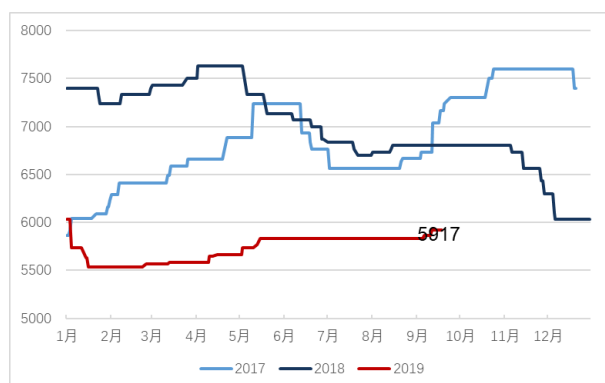
图 27：白卡纸出厂价格 (元/吨)



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

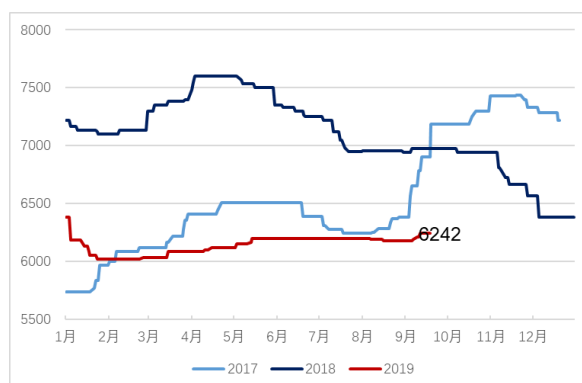


图 28: 铜板纸价格走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 29: 双胶纸最近价格走势 (元/吨)



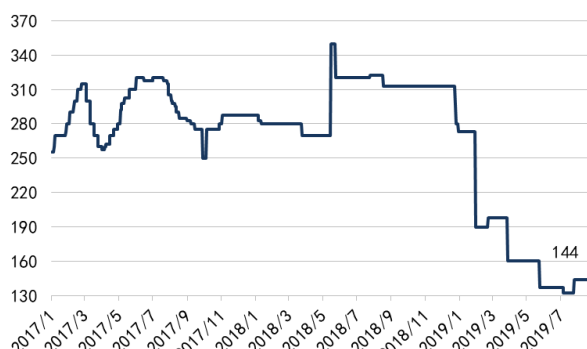
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 30: 国废价格走势 (元/吨)



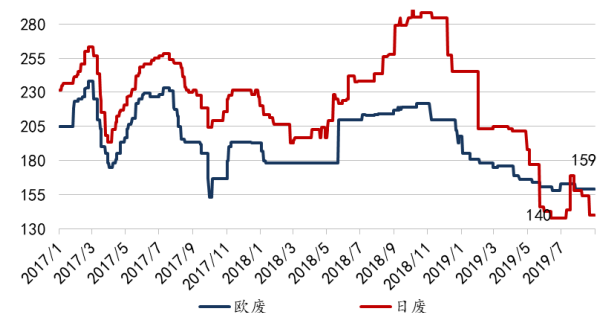
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 31: 美废 13# 价格走势 (美元/吨)



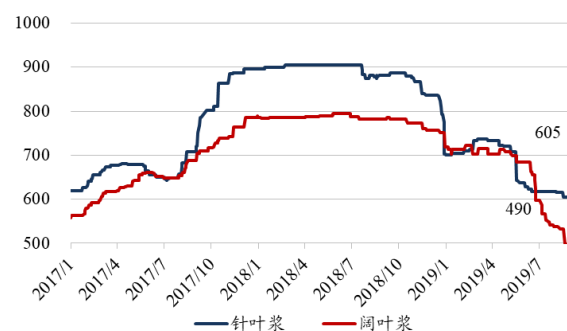
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 32: 欧废、日废价格走势 (美元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 33: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨)



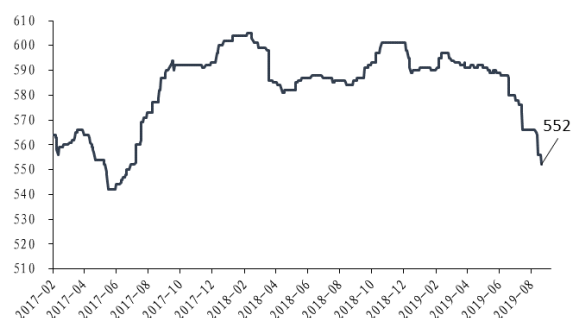
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 34: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)

图 35: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨)

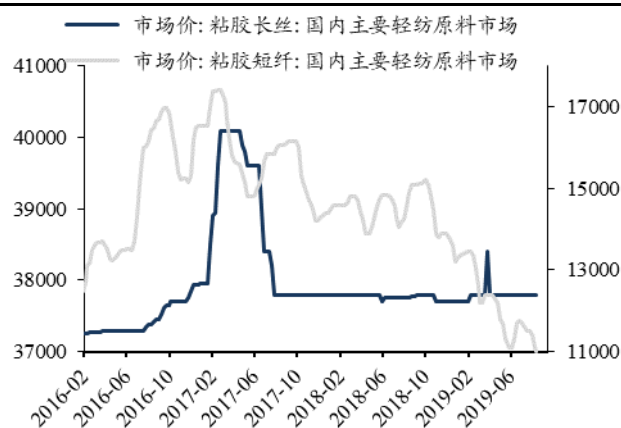


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所



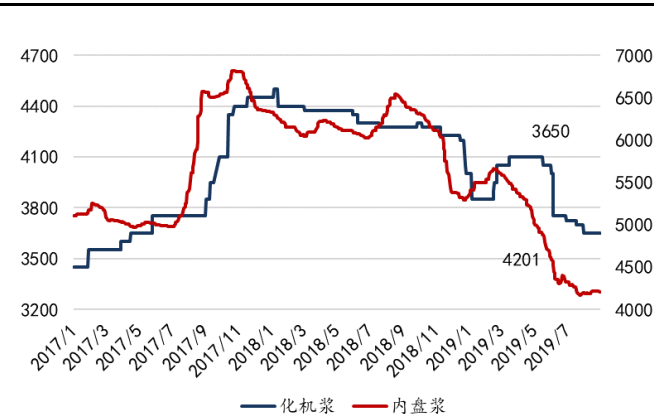
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 36: 粘胶纤维市场价 (元/吨)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 37: 化机浆、内盘浆平均价格 (元/吨)

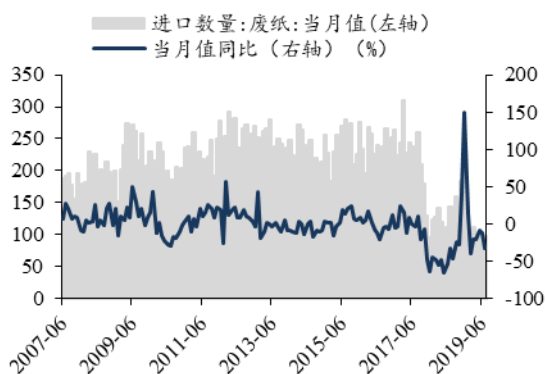


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 5.1.2. 进出口数据：废纸7月进口量同降 32.17%；纸浆8月进口量上升 11.08%

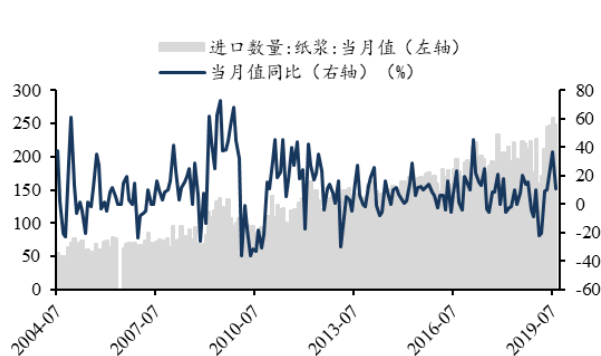
原材料方面废纸进口量有所下降。19年7月进口废纸97万吨，同比下降32.17%；19年8月进口纸浆247.70万吨，同比上升11.08%。

图 38: 废纸月度进口量及同比 (万吨, %)



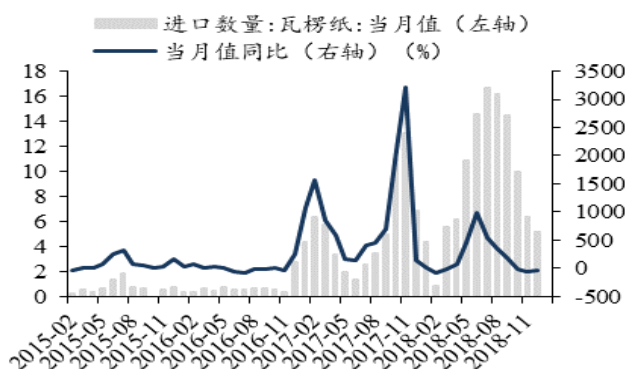
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 39: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %)



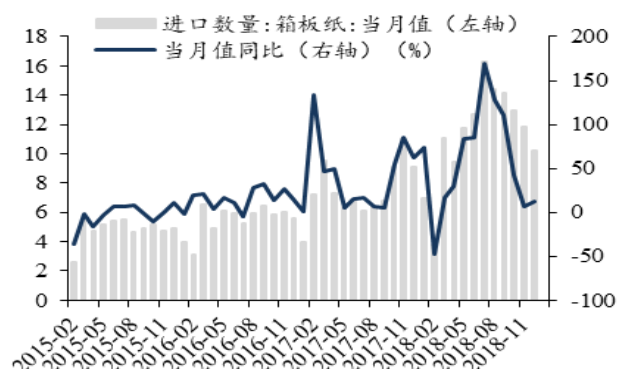
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 40: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 41: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)

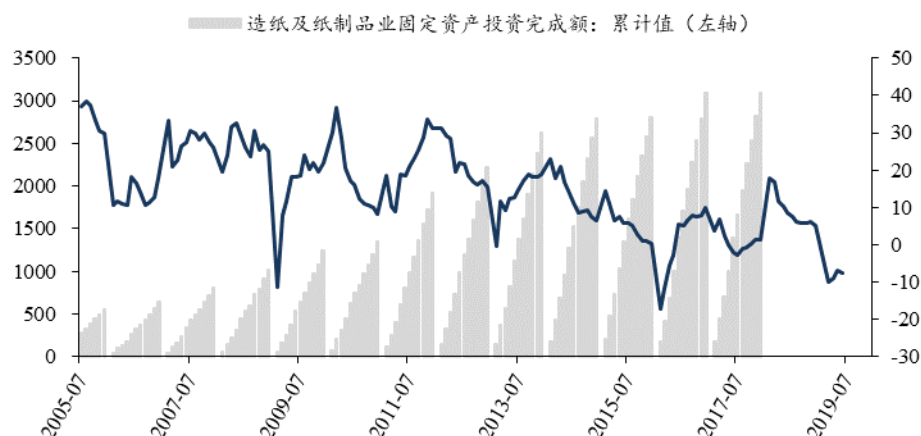


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 5.1.3. 固定资产投资: 造纸业 7 月固定资产投资完成额累计增速-8.20%

19 年 7 月造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额的累计增速-8.20%。

图 42: 造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额累计及同比(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

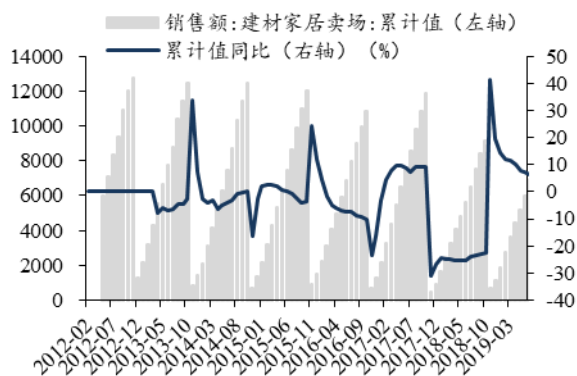
## 5.2. 家具产业: 19 年 7 月家具零售额 1062 亿, 同比增长 5.80%

### 5.2.1. 产销量: 7 月家具零售额 1062 亿, 同比增长 5.80%

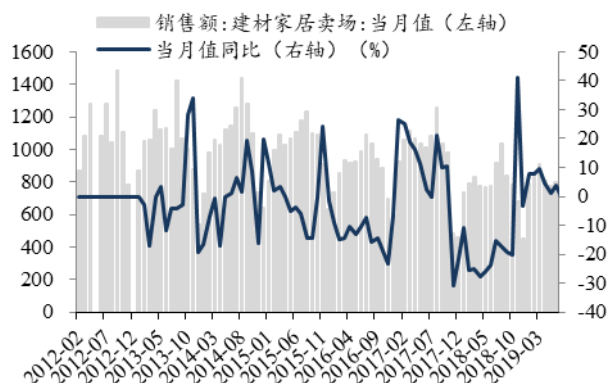
19 年 8 月我国家具及零件累计出口销售额 352.06 亿美元, 累计同比增长 2.20%; 7 月家具零售额 1062 亿元, 累计同比增长 5.80%; 7 月建材家居卖场销售额 815.80 亿元, 同比增加 5.46%。

图 43: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)

图 44: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)



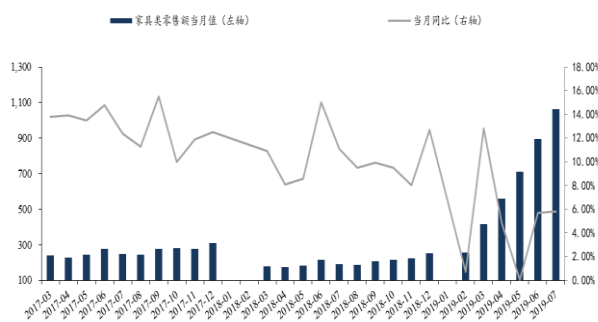
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



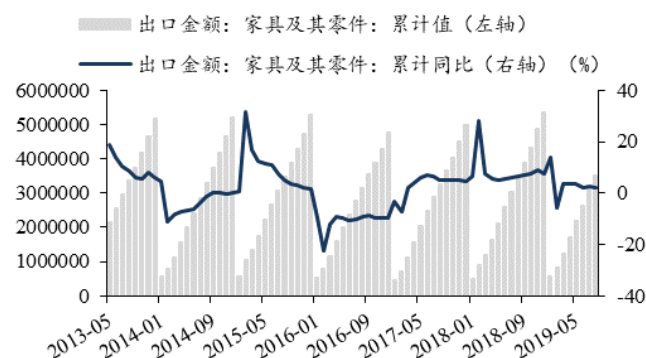
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 45: 全国家具零售额及同比 (亿元, %)

图 46: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

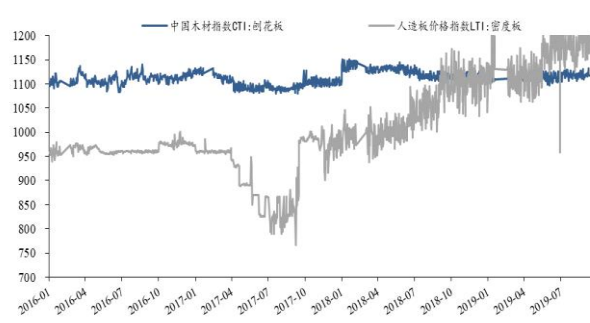
### 5.2.2. 原材料市场: TDI 与 MDI 价格上行

截至 9 月 12 日, 软体家具上游 TDI 国内现货价 12550 元/吨 (周涨跌幅-150 元); 纯 MDI 现货价 18700 元/吨 (周涨跌幅-100 元)。

截至 9 月 11 日, CIT 刨花板指数为 1116.42 (周涨跌幅+0.17%), 人造板密度板指数 1224.17 (周涨跌幅+6.43%)。

图 47: 软体家具上游价格变化趋势 (元/吨)

图 48: 定制家具上游价格指数变化趋势





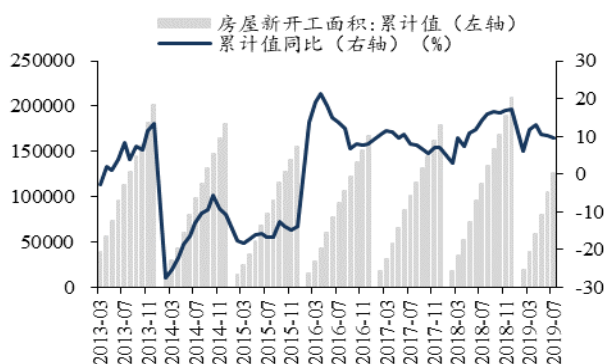
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 5.2.3. 房地产市场: 7月房屋新开工面积 20,207.28 万平方米, 同比增加 6.56%

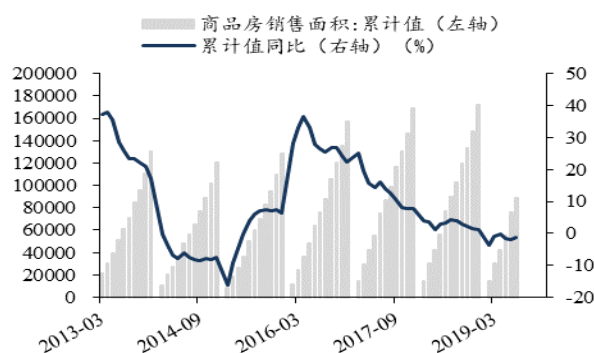
截至 19 年 8 月, 30 大中城市中**一线城市**(北京、上海、广州、深圳)成交 26029 套, **同比下降 9.51%**, 环比下降 6.85%; 成交面积 274.93 万平, 同比下降 8.67%, 环比下降 6.58%。**二线城市**(天津、杭州、南京、武汉、成都、青岛、苏州、南昌、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春)成交 63777 套, **同比下降 8.44%**; 成交面积 718.46 万平, 同比下降 4.92%。**三线城市**(无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴)成交 45608 套, **同比下降 15.09%**; 成交面积 449.54 万平, **同比下降 16.53%**。

图 49: 房屋新开工面积累计值及同比(万平, %)



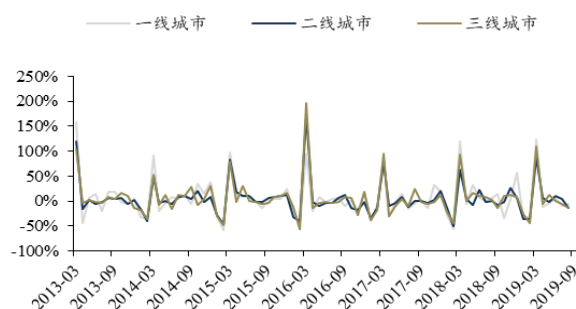
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 50: 商品房销售面积累计值及同比(万平, %)



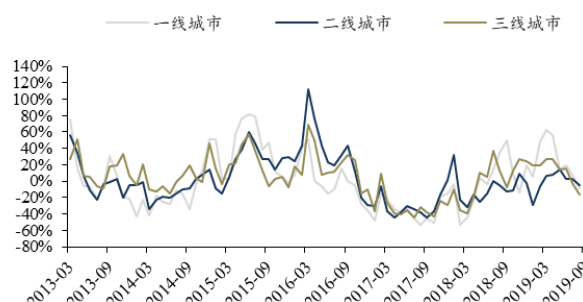
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 51: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 52: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)

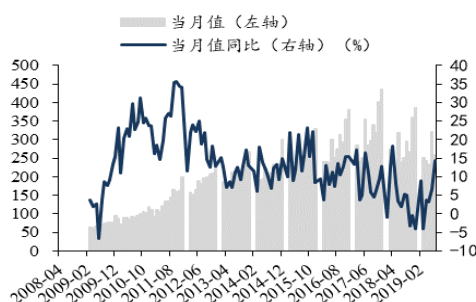


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 5.3. 文娱行业: 19 年 7 月办公用品零售额 258 亿, 同比上升 14.50%

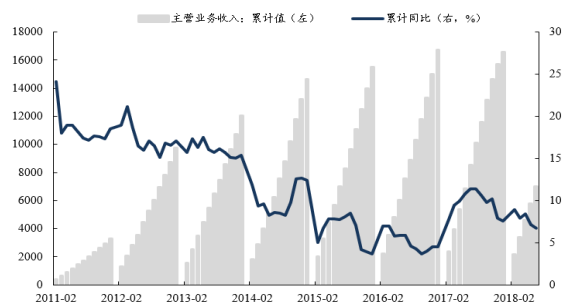
2019 年 7 月办公用品零售额 258 亿, 同比上升 14.50%。**2019 年 8 月玩具出口金额 38.58 亿美元, 出口金额同比上升 36.72%; 累计出口金额为 189.36 亿美元, 累计同比上升 26.40%**。2019 年 7 月, **体育彩票销售额 176.88 亿元, 同比下降 50.22%**; 福利彩票销售额 150.46 亿元, 同比下降 21.26%; 彩票销售总额 327.34 亿元, 同比下降 40.09%。

图 53: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 54: 文教、工美、体育和娱乐用品 (亿元, %)



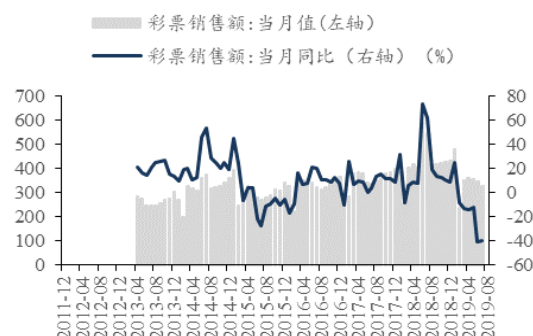
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 55: 玩具出口金额和累计同比 (亿美元, %)



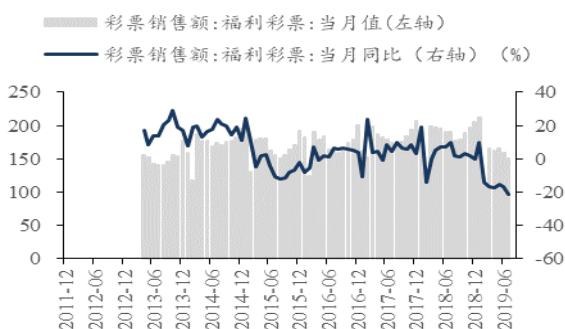
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 56: 彩票销售额及其同比 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 57: 福利彩票销售额及其同比 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 58: 体育彩票销售额及其同比 (亿元, %)

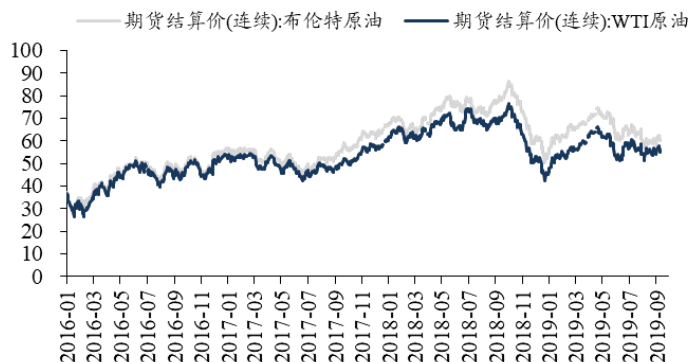


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 5.4. 塑料包装: BRENT 与 WTI 原油价格下行

英国 BRENT 原油本周均价为 61.28 美元/桶(上周均价为 60.02 美元/桶, +2.09%), WTI 本周均价为 56.19 美元/桶(上周均价为 55.57 元/桶, +1.11%); 期货结算价(连续): 聚氯乙烯(PVC): 本周均价 6683.75 元/吨(上周 6692 元/吨, -0.12%); 期货结算价(连续): 线型低密度聚乙烯(LLDPE): 本周均价 7167.5 元/吨(上周 7109 元/吨, +0.82%)。

图 59: 国际原油价格走势 (美元/桶)

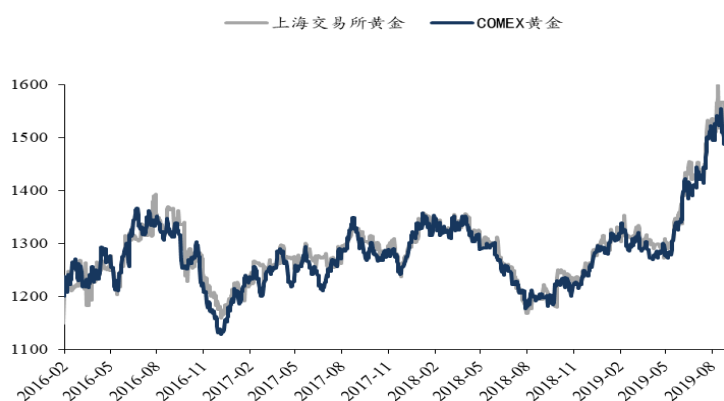


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 5.5. 金银珠宝业：黄金与白银价格回落

本周（截至 9 月 12 日），上交所黄金均价 1535.06 美元/盎司（-1.99%）、COMEX 黄金均价 1496.45 美元/盎司（-2.29%）；上交所白银均价（截止 9 月 12 日）19.64 美元/盎司（-4.33%）、COMEX 白银均价 18.18 美元/盎司（-3.38%）。

图 60：黄金价格走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 61：白银价格走势（美元/盎司）

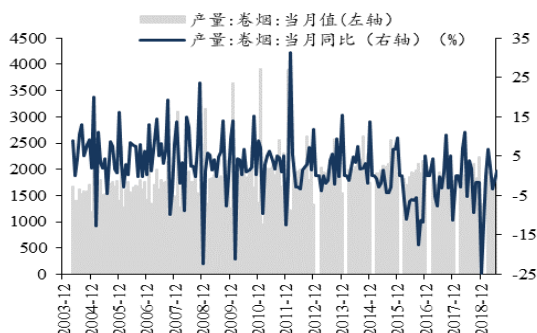


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5.6. 卷烟：7月卷烟产量累计同比上升3.5%

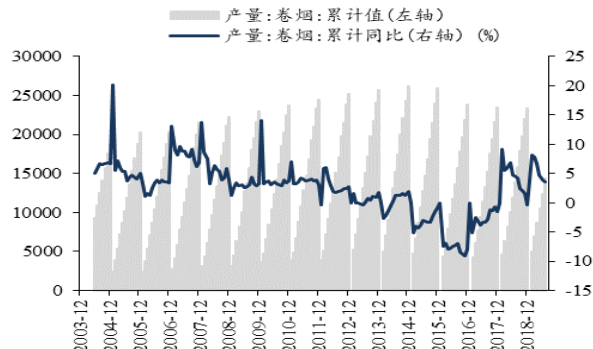
2019年7月卷烟累计产量为14303.40万支，累计同比上升3.5%。

图 62：产量:卷烟:当月值及同比（亿支，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 63：产量:卷烟:累计值及同比（亿支，%）

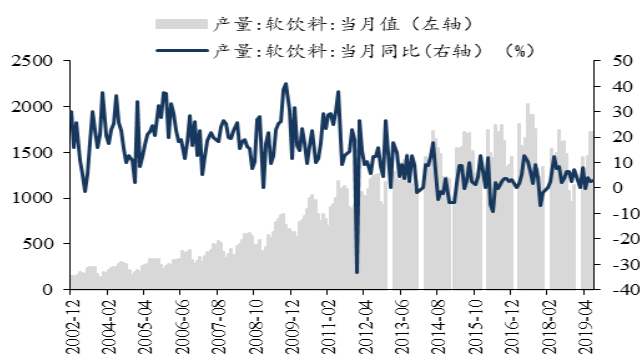


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5.7. 软饮料：7月软饮料产量累计同比上升4.20%

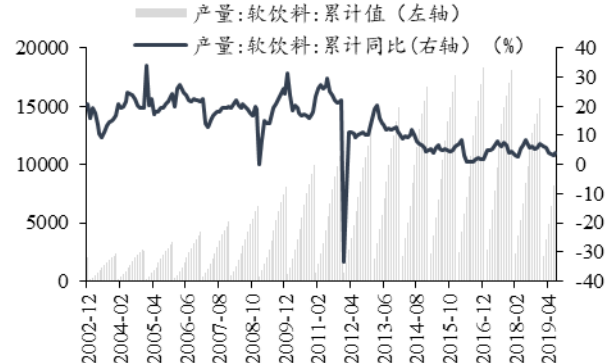
2019年7月软饮料累计产量为10438.70万吨，同比增加4.20%。

图 64：产量:软饮料:当月值及同比（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 65：产量:软饮料:累计值及同比（万吨，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所



## 6. 下周公司股东大会、限售股解禁情况一览

表 12：下周股东大会一览

代码	名称	会议日期	会议类型
600735.SH	新华锦	2019-09-20	临时股东大会
603816.SH	顾家家居	2019-09-19	临时股东大会
002862.SZ	实丰文化	2019-09-18	临时股东大会
603838.SH	四通股份	2019-09-18	临时股东大会
002599.SZ	盛通股份	2019-09-17	临时股东大会
300640.SZ	德艺文创	2019-09-17	临时股东大会
300729.SZ	乐歌股份	2019-09-17	临时股东大会
002721.SZ	金一文化	2019-09-16	临时股东大会
603226.SH	菲林格尔	2019-09-16	临时股东大会
603898.SH	好莱客	2019-09-16	临时股东大会

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 13：下周限售股解禁一览

代码	简称	解禁日期
002229.SZ	鸿博股份	2019-09-16
002599.SZ	盛通股份	2019-09-16

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 7. 风险提示

纸价涨幅低于预期，地产调控超预期，环保不及预期。

表 14：公司估值（9 月 12 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	周涨跌 幅%	月涨跌 幅%	年涨跌 幅%	总市值 亿元	2018 年 净利润 (百万)	PE (2018)	预测 2019 年 净利润 (百万)	预测 2019 年 净利润 yoy	PE (2019e)	预测 2020 年 净利润 (百万)	预测 2020 年 净利润 yoy	PE (2020e)
<b>白马蓝筹</b>														
<b>家具</b>														
002572.SZ	索菲亚	18.86	-2.43	9.40	-7.80	174.16	959.1	18.16	1034.0	7.8%	16.84	1140.0	10.3%	15.28
603833.SH	欧派家居	120.90	1.77	17.04	37.72	508.01	1571.9	32.32	1885.0	19.9%	26.95	2198.0	16.6%	23.11
603816.SH	顾家家居	36.25	4.86	11.88	14.88	218.27	989.4	22.06	1174.0	18.7%	18.59	1356.0	15.5%	16.10
300616.SZ	尚品宅配	87.80	3.18	7.66	13.65	174.44	477.1	36.56	623.0	30.6%	28.00	769.0	23.4%	22.68
600337.SH	美克家居	3.99	3.37	9.62	-8.46	70.66	451.2	15.66	499.0	10.7%	14.16	568.0	13.7%	12.44
603818.SH	曲美家居	7.60	4.40	5.85	3.12	37.15	-59.1	-62.89	204.0	445.5%	18.21	380.0	86.1%	9.78
603008.SH	喜临门	11.62	0.69	4.03	-17.71	45.88	-438.3	-10.47	296.4	-167.6%	15.48	350.4	18.2%	13.09
603898.SH	好莱客	15.47	2.11	4.10	-23.69	47.90	382.2	12.53	422.0	10.3%	11.35	467.0	10.7%	10.26
603801.SH	志邦股份	20.72	-1.00	15.69	-2.14	46.27	272.9	16.96	329.0	20.6%	14.07	395.0	19.9%	11.72
603180.SH	金牌橱柜	61.23	6.93	24.05	5.94	41.16	210.2	19.58	250.5	19.2%	16.43	296.3	18.3%	13.89
000910.SZ	大亚圣象	12.09	10.92	22.37	-1.95	66.98	724.8	9.24	799.0	10.2%	8.38	864.0	8.1%	7.75
600978.SH	宜华生活	3.56	3.79	9.54	-30.15	52.79	386.8	13.65	458.3	18.5%	11.52	505.6	10.3%	10.44
002853.SZ	皮阿诺	19.85	4.20	22.99	16.31	30.84	142.1	21.70	182.0	28.1%	16.94	230.0	26.4%	13.41
603208.SH	江山欧派	37.66	4.18	16.27	61.81	30.44	152.7	19.93	204.8	34.1%	14.86	254.3	24.2%	11.97
002043.SZ	兔宝宝	5.55	0.91	4.32	-12.20	43.00	330.9	13.00	359.0	8.5%	11.98	410.2	14.2%	10.48
002713.SZ	东易日盛	8.95	0.00	6.29	-13.66	37.61	252.6	14.89	290.5	15.0%	12.95	339.2	16.8%	11.09
002084.SZ	海鸥卫浴	5.34	2.10	8.76	20.81	27.04	41.9	64.46	114.8	173.6%	23.56	137.7	20.0%	19.63
603600.SH	永艺股份	11.02	7.41	19.26	58.43	33.36	103.9	32.10	172.3	65.8%	19.36	231.6	34.4%	14.40
603848.SH	好太太	15.86	0.44	-0.56	1.46	63.60	260.6	24.41	303.1	16.3%	20.98	361.5	19.2%	17.59
601828.SH	美凯龙	11.41	2.33	7.64	-10.11	405.06	4477.4	9.05	5005.6	11.8%	8.09	5609.8	12.1%	7.22
300729.SZ	乐歌股份	22.14	2.12	4.38	-0.01	19.34	57.6	33.58	73.5	27.6%	26.31	95.5	29.9%	20.25
<b>文具</b>														
603899.SH	晨光文具	40.40	-0.98	0.87	44.19	371.68	806.8	46.07	1006.0	24.7%	36.95	1284.0	27.6%	28.95
002301.SZ	齐心集团	11.64	-0.09	2.19	8.76	74.71	191.8	38.96	276.1	44.0%	27.06	374.5	35.6%	19.95
<b>造纸</b>														
000488.SZ	晨鸣纸业	5.09	6.49	8.30	-14.20	147.84	2509.8	5.89	2030.0	1.3%	7.28	2227.0	9.7%	6.64
002078.SZ	太阳纸业	8.44	10.18	24.30	16.89	218.73	2237.6	9.78	2006.0	-10.3%	10.90	2302.0	14.8%	9.50
600966.SH	博汇纸业	4.08	2.51	2.51	7.37	54.54	255.9	21.31						
600567.SH	山鹰纸业	3.29	4.78	7.52	-11.08	150.84	3203.9	4.71	1916.0	-40.2%	7.87	2094.0	9.3%	7.20
002511.SZ	中顺洁柔	13.35	-1.98	-10.34	71.25	174.40	407.0	42.85	598.0	46.9%	29.16	724.0	21.1%	24.09
002521.SZ	齐峰新材	5.69	2.71	7.56	-2.94	28.15	58.4	48.24						
600308.SH	华泰股份	4.40	3.77	10.28	-1.14	51.37	719.1	7.14	964.9	34.2%	5.32	1288.9	33.6%	3.99
600103.SH	青山纸业	2.28	3.64	6.54	2.14	52.57	154.8	33.96						
<b>包装</b>														
002831.SZ	裕同科技	22.13	2.12	22.67	6.29	194.10	945.6	20.53	1094.0	15.7%	17.74	1269.0	16.0%	15.30
002191.SZ	劲嘉股份	11.18	-0.18	1.82	38.41	163.77	725.3	22.58	901.0	25.0%	18.18	1078.0	19.6%	15.19
601515.SH	东风股份	7.90	4.91	12.86	32.60	105.42	747.9	14.10	816.3	9.2%	12.91	905.3	10.9%	11.64

002303.SZ	美盈森	5.16	1.57	27.09	-2.08	79.02	401.2	19.69	475.3	18.5%	16.63	570.3	20.0%	13.85
002228.SZ	合兴包装	4.22	1.20	5.24	-35.73	49.35	233.1	21.18	293.9	26.1%	16.79	366.4	24.7%	13.47
002701.SZ	奥瑞金	5.04	4.78	7.01	-5.44	118.70	225.4	52.67	851.2	277.7%	13.95	1001.4	17.6%	11.85
002014.SZ	永新股份	7.24	1.54	8.55	29.15	36.46	225.3	16.18	263.0	16.9%	13.86	303.0	15.2%	12.03
珠宝首饰日化														
600612.SH	老凤祥	51.42	-1.66	-2.65	43.52	268.99	1204.5	22.33	1381.9	14.7%	19.46	1561.9	13.0%	17.22
002094.SZ	青岛金王	5.30	2.12	17.52	-5.53	36.71	104.4	35.15	323.5	209.8%	11.35	150.0	-53.6%	24.47
000026.SZ	飞亚达 A	8.14	0.49	15.30	8.69	36.06	183.8	19.61	216.0	17.5%	16.70	256.7	18.9%	14.05
002345.SZ	潮宏基	4.48	0.00	-0.22	-22.49	40.56	71.0	57.09	269.0	278.7%	15.08	304.1	13.1%	13.34
002740.SZ	爱迪尔	6.75	1.50	9.93	1.67	30.65	28.1	108.88						
002721.SZ	金一文化	5.78	1.58	0.17	-19.39	48.25	-54.6	-88.39						
600439.SH	瑞贝卡	3.44	0.88	9.21	11.56	38.94	234.2	16.63						
主题类														
互联网彩票														
600433.SH	冠豪高新	3.65	2.24	9.61	-2.17	46.40	109.2	42.49						
000829.SZ	天音控股	5.87	2.62	13.76	-17.09	60.89	-230.7	-26.40						
002229.SZ	鸿博股份	7.06	4.59	7.62	17.15	35.18	5.1	684.08	49.0	852.7%	71.80	169.0	244.9%	20.82
002235.SZ	安妮股份	8.18	-1.80	17.19	33.01	48.89	75.5	64.73						
电子发票														
002117.SZ	东港股份	10.96	4.68	12.30	19.66	59.81	256.8	23.29	296.5	15.5%	20.17	343.2	15.7%	17.43
600271.SH	航天信息	23.00	-0.30	11.33	-13.83	428.38	1618.0	26.48	1988.3	22.9%	21.54	2390.6	20.2%	17.92
教育														
300329.SZ	海伦钢琴	7.54	1.89	7.71	-7.59	19.12	54.5	35.08	69.0	26.6%	27.71	87.0	26.1%	21.98
002678.SZ	珠江钢琴	7.46	0.95	7.49	24.93	101.33	176.3	57.49	207.0	17.4%	48.95	237.0	14.5%	42.76
002348.SZ	高乐股份	3.41	8.60	7.23	-2.85	32.30	11.3	286.27						
002599.SZ	盛通股份	4.85	2.97	4.98	-17.26	26.60	124.2	21.43	149.4	20.4%	17.80	187.8	25.7%	14.17
603398.SH	邦宝益智	9.64	2.44	5.13	11.06	28.57	42.1	67.82						
小市值														
600189.SH	吉林森工	4.03	1.00	10.41	-4.95	28.89	42.0	68.82						
002243.SZ	通产丽星	15.01	4.75	16.99	93.31	54.78	82.1	66.72						
其他														
600076.SH	康欣新材	4.51	2.73	12.19	0.03	46.65	467.6	9.98						
002565.SZ	上海绿新	8.27	11.76	22.52	169.92	87.67	101.4	86.48	120.8	19.1%	72.61	147.2	21.9%	59.57
002735.SZ	王子新材	16.24	-2.29	9.43	8.50	23.17	49.8	46.57	60.0	20.6%	38.62	75.0	25.0%	30.90
000902.SZ	新洋丰	11.08	-0.18	-3.06	29.21	144.54	818.8	17.65	998.0	21.90%	14.48	1206.0	20.84%	11.99
港股、美股（单位原始货币计）														
1999.HK	敏华控股	4.53	20.48	29.80	-4.27	173.20	1363.8	12.70	1481.1	8.6%	11.69	1825.4	23.2%	9.49
2689.HK	玖龙纸业	6.89	-0.65	-4.38	-33.89	323.29	7848.1	4.12	5094.0	-35.1%	6.35	5632.0	10.6%	5.74
2314.HK	理文造纸	4.69	7.82	17.49	-35.00	205.13	4880.2	4.20	3764.0	-22.9%	5.45	3706.0	-1.5%	5.54
3331.HK	维达国际	13.56	-1.17	0.20	3.85	162.05	649.3	24.96	702.42	8.2%	23.07	1,086.00	54.6%	14.92
1044.HK	恒安国际	54.95	2.61	5.67	-18.11	653.73	3799.8	17.20	3931.0	3.4%	16.63	4307.0	9.6%	15.18
0906.HK	中粮包装	3.23	-0.62	18.20	12.49	37.50	255.1	14.70	297.0	16.4%	12.63	334.5	12.6%	11.21
2083.HK	大自然家居	1.08	4.85	5.88	-28.00	14.90	156.8	9.50						

1371.HK	华彩控股	0.18	5.23	-14.22	-83.98	1.81	-169.5	-1.07						
WBALN	500 彩票网	9.35	11.31	-7.24	-19.12	4.02	-451.7	-0.89						
0555.HK	御泰中彩 控股	0.02	0.00	0.00	23.53	3.16								
<b>家电</b>														
<b>白电</b>														
000651.SZ	格力电器	59.61	1.38	16.20	67.68	3,585.98	26202.8	13.69	28624.6	9.2%	12.53	31906.6	11.5%	11.24
000333.SZ	美的集团	54.10	-0.20	8.29	37.80	3,753.95	20230.8	18.56	23370.5	15.5%	16.06	26465.8	13.2%	14.18
600690.SH	青岛海尔	15.94	-0.50	7.12	6.47	1,015.14	7440.2	13.64	8248.9	10.9%	12.31	9174.0	11.2%	11.07
000418.SZ	小天鹅 A	57.39	0.00	0.00	31.75	362.98	1862.5	19.49	2112.3	13.4%	17.18	2373.4	12.4%	15.29
<b>黑电</b>														
000100.SZ	TCL 集团	3.72	8.77	8.14	39.79	504.05	3468.2	14.53	3988.6	15.0%	12.64	4541.3	13.9%	11.10
600060.SH	海信电器	8.55	7.28	14.15	-10.03	111.88	392.4	28.51	495.2	26.2%	22.59	631.3	27.5%	17.72
002429.SZ	兆驰股份	3.01	-0.33	13.16	43.33	136.26	445.4	30.59	620.1	39.2%	21.97	708.1	14.2%	19.24
000810.SZ	创维数字	9.67	8.17	21.94	47.63	102.40	327.9	31.22	485.3	48.0%	21.10	577.3	19.0%	17.74
<b>厨电小家电</b>														
002508.SZ	老板电器	27.96	3.59	17.73	32.11	265.35	1473.6	18.01	1597.7	8.4%	16.61	1770.9	10.8%	14.98
002035.SZ	华帝股份	11.08	1.28	13.99	11.58	97.68	676.9	14.43	789.1	16.6%	12.38	922.9	17.0%	10.58
002242.SZ	九阳股份	23.20	-1.11	9.33	50.12	178.03	754.3	23.60	837.8	11.1%	21.25	963.5	15.0%	18.48
002032.SZ	苏泊尔	70.86	0.65	2.27	50.12	581.85	1669.9	34.84	1953.4	17.0%	29.79	2294.1	17.4%	25.36

数据来源：Wind，东吴证券研究所(未标红数据为 Wind 一致预期)



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

