

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年09月16日

分析师

分析师：张潇 S1070518090001

☎ 0755-83881635

✉ xiaozhang@cgws.com

分析师：林彦宏 S1070519060001

☎ 0755-83881635

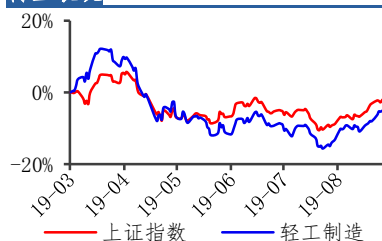
✉ linyh@cgws.com

联系人（研究助理）：邹文婕

S1070119010007

☎ 0755-83559624

✉ zouwenjie@cgws.com

行业表现


数据来源：贝格数据

手帐文化引领文具消费升级，持续推荐 晨光文具

——轻工制造双周报 2019 年第 27 期

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	19E	20E	19E	20E
晨光文具	1.10	1.32	36.73	30.61
中顺洁柔	0.49	0.61	27.24	21.89
周大生	2.05	2.39	10.64	9.13
敏华控股	0.39	0.42	11.71	10.82
梦百合	1.53	2.08	10.60	7.81
顾家家居	1.88	2.18	19.28	16.63

资料来源：长城证券研究所，敏华为 FY20、21 预测

核心观点

- 本周市场风险偏好继续提升，中小市值表现较强。**本周，上证综指上涨 1.05%，轻工制造指数上涨 2.86%，跑赢上证综指 1.81%，在申万 28 个版块中排名第 5。轻工制造板块细分行业涨跌幅由高到低分别为：造纸 II（+4.45%）、包装印刷 II（+3.23%）、家用轻工 II（+1.65%）。上周板块成交量下降 375.4 万手，周环比-10.26%。个股方面，康旗股份（+23.75%）、敏华控股（+20.48%）、易尚展示（+14.7%）涨幅靠前；*ST 升达（-3.94%）、索菲亚（-2.43%）、中顺洁柔（-1.98%）跌幅靠前。近两周降准、取消 QFII/RQFII 总投资额限制等政策利好与富时罗素指数即将扩容等外资因素共同催化市场风险偏好提升。轻工板块表现优于大盘，其中中小市值标的弹性较大，市值介于 50-100 亿标的近两周平均涨幅近 9.0%，市值 100 亿以上标的平均涨幅约 4.0%。
- 文娱办公：本周小专题解析手账文化带来的文具消费升级，持续看好晨光文具长期发展。**“手账”一词源于日语“记事本”之意，但它早已超出传统记事本所承担的记录工具这一角色，形成承载生活仪式感的“手账文化”。手账中结合了笔记、手绘、粘贴装饰等各类手作元素，涵盖的文具品类包括手账本、各类彩笔（彩铅、彩色中性笔等）、胶带、印章、贴纸等。手账文化的兴起让消费者跳脱出对文具原有的认知，令文具从传统的记录、整理的工具提升为提升生活品质、赋予仪式感的文化类产品，从而带动了相关文具品类向着更加精致、更高附加值的方向升级。我国近年来受日本文化影响较深，手账文化也逐渐“出圈”，受到越来越多注重生活仪式感的年轻人喜爱。目前，文具办公龙头【晨光文具】、【齐心集团】均有陆续推出手账相关产品，晨光九木杂物社更设有手账专区，成为文创消费升级的领导者。我们认为手帐类 SKU 的占比类提高有望在未来 3-5 年持续推动【晨光文具】的传统业务利润率有机提升。
- 家具：受益于港股修复，敏华控股涨幅居前。重要动态：1）顾家家居 9**

月4日公告将出售所持有的澳洲家居上市公司 Nick Scali 全部股份，投资及出售 Nick Scali 合计收益 154.55 万澳元（约合人民币 758 万元）；2）好莱客拟向子公司湖北好莱客增资 6.2 亿元，用于汉川基地项目建设；3）志邦家居拟进行股权激励，合计 129 万股。近两周家具板块整体走势与大盘基本持平，其中江山欧派（+11.57%）、志邦家居（+5.46%）、皮阿诺（+10.15%）等工程业务占比较高标的受益于前期悲观超跌，Q2 大宗收入增速回暖及对下半年地产竣工回暖的期待值提升。软体方面，敏华控股（+25.21%）受益于港股情绪回升股价修复，当前 19PE 仅 11x，我们认为【敏华控股】海外越南产能布局的相对优势显现，贸易战影响短多长空，底部持续推荐。

- **造纸包装：原材料价格稳中略降，文化纸涨价逐步落地。** 原材料方面，截至 9 月 12 日，木浆期货收于 4200.5 元/吨，周环比下降 11 元/吨；废纸收于 2038.94 元/吨，周环比略降 8 元/吨。原纸方面，箱板瓦楞纸价格稳定；文化纸进入旺季，且由于国庆环保专项整治，北方纸企开工率预期走低，涨价逐步落地，双胶纸/双铜纸较月初均上涨 50 元/吨。近两周造纸板块表现相对强势，其中太阳纸业两周涨幅为 10.18%。预计成本端总体保持稳定，文化纸吨毛利有望继续上行，持续关注【太阳纸业】；生活用纸消费属性强，持续推荐【中顺洁柔】：产品结构持续提升，lotion 放量可期，中长期双品牌推进有望打破市占率天花板。
- **珠宝首饰：金价回调，关注个股估值回归后布局价值。** 截至 9 月 12 日，上海黄金交易所黄金 Au9999 现货价 344.8 元/克，周环比下跌 12.1 元/克。近两周随着风险偏好回升，黄金价格有所回调，周大生（-3.85%）、老凤祥（-4.31%）股价跟随金价调整。我们认为在全球经济衰退风险加剧，叠加各国央行对黄金需求强劲的背景下，金价将在更长的周期中走强，建议关注调整中的布局机会。
- **电子烟：Juul 正式上线天猫、京东，美国 FDA 加强对电子烟管理。** 1) 9 月 9 日 Juul 上线天猫及京东，正式进军中国市场；此外 9 月 7 日 Juul 宣布将在销售网点引入新的年龄验证系统，限制未成年人购买。Juul Labs 供应商包括 A 股公司亿纬锂能、长盈精密、科睿技术等，建议关注对相关标的的催化。2) 美国 FDA 等政府机构持续加强对电子烟的监管，FDA 宣称已经制定一份监管方案，将增强对电子烟厂商的资质审查；科罗拉多州博尔德提案对电子烟加征 40% 销售税。我们认为电子烟在全球范围内的监管会逐步规范化，带来行业的洗牌，有利于龙头企业市场份额提升。
- **本周推荐：必选消费**长期持续推荐产品及渠道不断优化，引领文具消费升级的【晨光文具】；受益于纸巾触感消费升级，凭借研发及渠道发力，行业地位稳步提升的【中顺洁柔】；同时推荐关注受益于办公集采高增长行业红利的【齐心集团】。**珠宝**推荐关注金价回调后布局价值显现的【周大生】。**家具板块**建议关注产业链护城河明显、估值业绩双底部的软体龙头【敏华控股】；C 端渠道优势强，整装工程流量优势明显的【欧派家居】；长期推荐管理脱胎换骨，内销逐步改善的【梦百合】、沙发龙头【顾家家居】及定制龙头【尚品宅配】；**电子烟**建议关注深度绑定中烟，HNB 与蒸汽电子烟双线发展，或引领行业走向规范化的【劲嘉股份】；受益于

IQOS 不断拓展全球市场的 IQOS 供应链企业【盈趣科技】；同时建议关注【集友股份】、【中烟香港】。持续关注：【吉宏股份】【太阳纸业】【山鹰纸业】【裕同科技】。

- **风险提示：**原材料价格快速上涨或下跌；环保政策放松；地产调控超预期，景气度下滑

目录

1. 本周专题：手帐文化方兴未艾，相关产品具有较高附加值	7
1.1 手帐文化方兴未艾，相关产品具有较高附加值	7
1.2 他山之石：日本第一家上市手账公司，HOBONICHI 倡导生活理念	12
1.3 手账在中国：审美需求凸显，市场正值机遇	16
1.4 手账文化引领我国文具消费升级	17
1.5 投资建议	18
2. 上周行情回顾：轻工板块上涨	19
3. 上周重要行业新闻：JUUL 上线天猫、京东平台，美国 FDA 加强对电子烟监管	23
3.1 家用轻工：JUUL 上线天猫、京东平台，欧派、敏华、顾家等家居企业上榜民营 500 强	23
3.2 造纸&包装：9 月涨价函频传，国内卫生用品市场进口量齐降，出口稳定增长 23	23
4. 重点行业数据更新	24
4.1 家居：刨花板指数周环比小幅下降，密度板指数继续上涨	24
4.2 造纸&包装：木浆及废纸价格下跌	28
4.3 汇率跟踪：人民币兑美元升值	31
4.4 珠宝：黄金价格下降	32
5. 上周重要公司公告：吉宏股份披露 2019 前三季度业绩预告，顾家出售 Nick Scali 股权 34	34
6. 核心标的估值更新	40
7. 风险提示	40

图表目录

图 1: 手帐作品展示	7
图 2: 手帐作品展示	7
图 3: 手帐爱好者晒海淘开箱图, 均为手帐专用产品	7
图 4: 手帐本示例	8
图 5: 胶带和印章创作示意图	9
图 6: HIGHTIDE 手帐销售页面一览	10
图 7: HIGHTIDE 手帐 17N 规格一览表	10
图 8: 经典手账书籍	12
图 9: HOBONICHI 历年收入情况, 单位: 百万日元	13
图 10: 历年毛利率情况	13
图 11: HOBONICHI 历年净利润情况, 单位: 百万日元	13
图 12: HOBONICHI 历年净利率情况	13
图 13: 本皮分离设计, 本皮、本芯分开购买	14
图 14: 手帐达人示范如何安装本芯	14
图 15: 小红书上有大量手帐分享, 讨论热度不亚于彩妆关键词如“唇膏”等	16
图 16: 百度搜索指数在 2014-2015 年明显抬升	16
图 17: 微博“手帐”话题和文具控话题对比图	17
图 18: “文具”话题下热门讨论与“手帐”重合度高	17
图 20: 上周各行业涨跌幅 (%)	19
图 21: 上周轻工二级子板块涨跌幅	19
图 22: 上周轻工三级子板块涨跌幅	19
图 23: 轻工板块近两年走势	20
图 24: 轻工板块近半年走势	20
图 25: 30 大中城市成交面积 (万平方米) 情况	24
图 26: 一线城市成交面积 (万平方米) 情况	24
图 27: 二线城市成交面积 (万平方米) 情况	25
图 28: 三线城市成交面积 (万平方米) 情况	25
图 29: 房屋竣工面积累计值 (万平方米) /同比 (%)	25
图 30: 房地产开发投完成额累计值 (万亿) /同比 (%)	25
图 31: 家具制造业营收 (亿元) /同比 (%)	26
图 32: 家具制造业利润总额 (亿元) /同比 (%)	26
图 33: 家具制造业销售利润率%	26
图 34: 家具制造业企业数量及亏损企业比例	26
图 35: 全国建材家居卖场销售额及增速	26
图 36: 全国建材家居景气指数 (BHI)	26
图 37: 家具及零件出口额	27
图 38: 刨花板指数	27
图 39: 密度板指数	27
图 40: TDI 价格 (元/吨)	28
图 41: MDI 价格 (元/吨)	28
图 42: 聚醚价格 (元/吨)	28
图 43: 废纸标杆价 (元/吨)	29

图 44: 木浆标杆价 (元/吨)	29
图 45: 进口木浆价格 (美元/吨)	29
图 46: 进口废纸价格 (美元/吨)	29
图 47: 纸浆期货主力合约 1906 收盘价	29
图 48: 箱板纸标杆价 (元/吨)	30
图 49: 瓦楞纸标杆价 (元/吨)	30
图 50: 白卡纸标杆价 (元/吨)	30
图 51: 白板纸标杆价 (元/吨)	30
图 52: 双铜纸标杆价 (元/吨)	30
图 53: 双胶纸标杆价 (元/吨)	30
图 54: 生活用纸标杆价 (元/吨)	31
图 55: 美元兑人民币 (中间价)	31
图 56: 美元指数	31
图 57: 人民币汇率指数	32
图 58: 上海黄金交易所黄金 AU9999 现货价 (元/克)	32
图 59: 金银珠宝社零累计值及增速	32
图 60: 金银珠宝 RPI 月度同比及环比	32
图 61: 钻石进口价格指数 (上年同月=100)	32
表 1: HOBONICHI 业务线	9
表 2: HOBONICHI 业务线	10
表 3: 手账制作工具常见价格区间	11
表 4: HOBONICHI 业务线	15
表 5: 日本知名文具店铺及其简介	17
表 6: 重点跟踪个股涨跌幅情况	20
表 7: 2018 年及 2019 年外废配额情况	24
表 8: 相关标的核心推荐逻辑及盈利预测	40

1. 本周专题：手帐文化方兴未艾，相关产品具有较高附加值

1.1 手帐文化方兴未艾，相关产品具有较高附加值

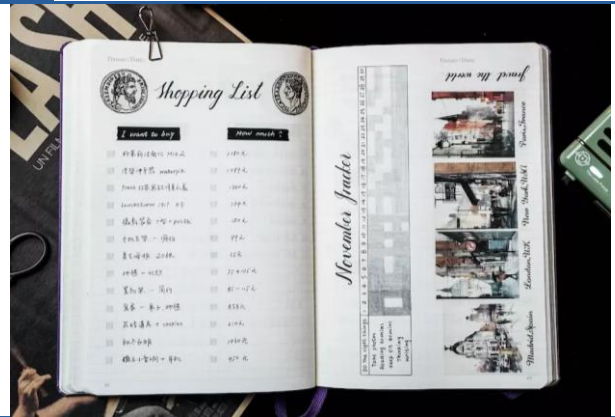
“手帐”一词来源于日语，即“记事本”之意。如今，这种结合了笔记、手绘、粘贴装饰等各类手作元素的小众文化正在逐渐“出圈”，在我国的市场热度持续攀升，并成为文具消费升级的重要助推力。手账使用者对相关产品的需求与传统工具有较大不同，主要表现为对产品品质和颜值有较高要求，并愿意为此支付溢价，因此手账相关产品具有高品质、高颜值、高溢价“三高”的特点。

图 1：手帐作品展示



资料来源：网络公开信息，长城证券研究所

图 2：手帐作品展示



资料来源：网络公开信息，长城证券研究所

◆ 高品质

由于做手帐是一项集合了书写、绘画、贴纸等各类活动的行为，因此使用者对手帐产品的品质要求也比一般文具要高很多。例如，对于本皮或书衣的要求：手帐本要经常翻阅、使用，同时经常有粘贴画，很容易出现“爆本”的情况（即一个本子胶带贴多了合不上），这就要求本皮质量好、耐摩擦，活页夹设计灵活；对于纸张的要求：顺滑、易书写，对于彩绘用笔能够做到不渗透、不褶皱、不晕染等等；对于用笔的要求：色彩要鲜亮，在纸面上易于书写、不洇墨、速干等等；胶带要粘性好、不易脱落等等。

在微博、豆瓣、知乎、小红书等平台上，常有手帐爱好者分享自己挑选文具的心得，其对文具的需求之细腻、质量要求之高，与传统以实用为导向的文具消费有明显不同。很多手帐爱好者都会专门配置手帐用文具。

图 3：手帐爱好者晒海淘开箱图，均为手帐专用产品



资料来源：简书，长城证券研究所

◆ 高颜值

与传统文具的以实用性为主导的需求逻辑不同，手帐爱好者更多表现出对审美性的需求。“精致”、“漂亮”、“有风格”是许多手帐爱好者“入坑”的第一步；而“喜欢书写的感觉”、“疗愈作用”、“小确幸增加生活幸福感”等情感性需求则是手帐一年级生（圈内用语，用“X 年级生”表示做手帐 X 年以上的人）以上的资深爱好者长期坚持的深层原因。因此，“美貌”几乎是手帐本的标配。

图 4：手帐本示例

Midori	HOBONICHI 哆啦 A 梦联名款
	
Filofax	九口山 井田志系列
	

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

对于“美貌”的追求不仅限于手账本本身，也拉动了手帐周边产品如胶带、各种质地的彩笔、印章、贴纸等需求提升。要做出一本漂亮手帐并非没有门槛，在微博、豆瓣、知乎、小红书等社区内，高人气的手帐博主往往具备较强的美术和设计功底，能够做出设计感的排版、绘制精美的图案、书写华丽的字体。但显然，这些技能要求对于一般人来说太过严苛，于是手帐制作的替代性解决方案应运而生。

表 1: HOBONICHI 业务线

产品	功能
手账保护套	保护手帐封皮，也有制作精美的保护套可做二次装饰；
贴纸	彩色或带精美花纹，装饰用；
点点胶	黏贴工具；
切割板	切割胶带时垫在下方的板子；
印章	手帐用印章通常体积不大、以一个系列图案为一板，装饰用；
离型纸本	一整本离型纸，用于对胶带进行分装；
花边修饰带	类似修正带，但拉出来的是花纹，装饰用；
活页打孔器	适用于活页手帐本，可给想附在手帐本内的文件打孔；

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

这些手帐周边工具单价与同类非手帐产品相比有较高溢价，且为了最大化追求美观和多样性，消费者往往一次会购买多份不同纹饰的单品；事实上，几乎所有的手帐爱好者都会搭配购买周边产品；重度用户对周边产品的单次购买总额或达千元以上。有了胶带、贴纸、印章等工具，即使是绘画和艺术书法水平有限的“小白”，也能创作出不错的手帐作品，满足了其审美需求，也降低了手帐创作的技术性门槛。

图 5: 胶带和印章创作示意图



资料来源：简书，长城证券研究所

◆ 高溢价

手帐类产品可划分为手帐本及其书写、装饰类产品。其中，手帐本是“刚需”产品且使用周期最长，具有产品种类多、价格带宽且溢价高的特点；书写装饰类产品价格差异相对不明显，但较普通同类商品也有一定溢价。

由于手帐消费者对产品品质、颜值的需求，手帐本消费表现出较强的品牌消费意识。不同品牌的手帐本产品在设计上体现出比较明显的差异化，因此价格差异也较大，不同品牌价差可达上千元。而消费者在选购时，品牌也成为首要考虑的因素之一。

表 2: HOBONICHI 业务线

产品	国家及地区	价格 (CNY)
HOBONICHI	日本	100-500
MIDORI	日本	50-300
KOKUYO	日本	20-300
HIGHTIDE	日本	50-170
Leuchttorn	德国	40-200
Filofax	英国	100-2000
Moleskine	意大利	100-500
珠友	中国台湾	50-150
九口山	中国	10-200

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

其次，由于手帐极为“讲究”，同一品牌内部通常也形成了丰富的产品矩阵。例如按设计不同可分为活页本、定页本、TN，按功能可分为旅行手帐、健身手帐、美食手帐、日程手帐等，此外还有丰富尺寸供消费者选择。以日本 HIGHTIDE 为例，其旗下有众多系列和产品，主要分三大类 (D/A/Q type)，每一大类又有 360 种手帐，不同产品的差价近 2000 日元 (约合人民币 130 元)。

图 6: HIGHTIDE 手帐销售页面一览



资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 7: HIGHTIDE 手帐 17N 规格一览表

	纽约	NA	ND	NF	NQ	NK	NE	NU	NQZ	NZ	NAX	NX
大小	B6	A6	A6变形	A5	B6变形	B6	A6变形	A6变形	B6变形	A5	A6	A5
页数	176页	176页	192页	80页	160页	第64页	第64页	192页	176页	192页	160页	160页
日历	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
全年时间表	●	以上	以上	●	●	●	以上	以上	●	●	●	●
月	2016 / 10-12	2016 / 10-12	2016 / 10-12	2016 年 / 10-12 / 01	2016 年 / 10-12 / 12	2016 年 / 10-12 / 12	2016 年 / 10-12 / 12	2016 年 / 12-2017 / 12	2016 年 / 12-2017 / 12	2016 年 / 12-2017 / 12	2016 年 / 12-2017 / 12	2016 年 / 12-2018 / 01
每周	九分之二十〇	九分之二十〇	九分之二十〇	以上	以上	以上	以上	十一分之二千零十六	十一分之二千零十六	十一分之二千零十六	十一分之二千零十六	十一分之二千零十六


资料来源：公司官网，长城证券研究所

手帐周边的书写装饰产品的价格相对统一，但较同类产品仍有较高的溢价且消费者购买频次明显增加。例如手帐专用胶带与普通胶带不同，有各种各样的图案，主要起到装饰

作用。当装饰价值高于实用价值时，消费者过去“用完购买”的消费模式就会发生改变，消费频次大大提升。

表 3: 手账制作工具常见价格区间

产品	参考价 (CNY)	产品示意图
手账保护套	5-1300 元/个	
贴纸	20-70 元/卷	
点点胶	10 元/卷	
切割板	10-30 元/板	
印章	80-150 元/板	

离型纸本	20-30 元/本	
花边修饰带	10 元/个	
活页打孔器	10-80 元/个	

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

1.2 他山之石：日本第一家上市手账公司，HOBONICHI 倡导生活理念

尽管手帐最初起源于西方，但目前中国市场消费者所熟悉的手帐形式却是日式。日式手帐启蒙了中国消费者的心智，也极大影响了我国手帐产品形态的发展；同时，日本是手帐文化流行的典型国家，研究日本市场对于反观我国市场也具备一定的参考意义。

◆ 日本手账发展简史

手帐在日本已有 30 余年的历史，最初作为时间管理和日程规划的工具而出现。相比传统笔记，手账本尺寸适中、便携易用，与注重效率的日本国民性相契合，很快便在民间风靡起来，而基于手帐的各类规划管理工具随之兴起，90 年代是日本手帐市场的繁荣期，2000 年以后日本市面上开始出现各类“手帐成功学”书籍，将手帐活动与生活哲学绑定，其观念传入后也对我国的手帐文化影响颇深。

图 8：经典手账书籍



资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

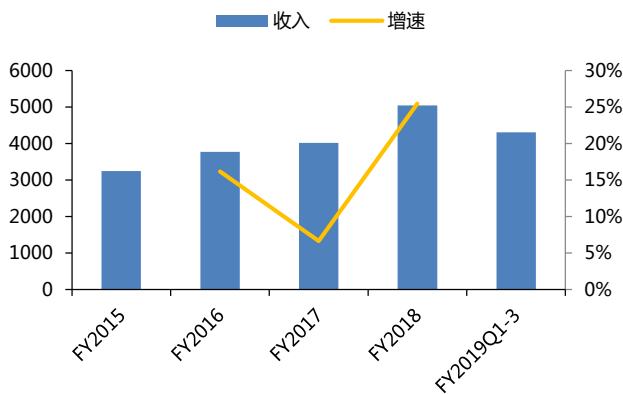
◆ HONBONICHI: 日本首家上市手帐品牌，从手帐本到生活方式倡导者

漫长的发展和成熟的市场催生了不少代表性的日本品牌，其中最为知名的便是 HOBONICHI。

HOBONICHI 的创始人系井重里，1998 年开设个人网站 hobo 日刊 1101，发布类似于散文的日记。系井重里集知名撰稿人、散文家、艺人、作词人于一身， hobo 日刊 1101 每天都会有 150 多万次的访问量，堪称日本最大的个人网站。后来，随着网页访问热度提升，系井重里决定投入互联网创业，并最终创立了手帐本品牌 HOBONICHI。该品牌旗下最著名的产品为“一日一页”（ほぼ日）系列手帐本，以高品质和与时俱进的页面设计而获得良好口碑。在日本标杆性综合文具杂货连锁店 LOFT，有近 4000 种手帐同时出售；而 HOBONICHI 的“一日一页”手帐本作为其中售价最贵的产品，已经连续 12 年销量第一。

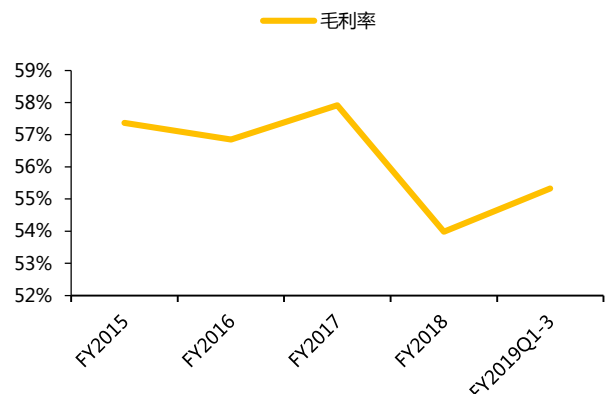
2017 年底，HOBONICHI 母公司提交了 IPO，并于 2018 年正式登陆日本创业版 JASDAQ。上市前，公司仅有 65 名员工（2018 年底增长至 75 人），年销售额 37.67 亿日元，净利润超 4 亿日元，产品自产自销率达 65%。这个仅靠卖本子卖到上市的公司，是日本手帐文化的独特产物。

图 9: HOBONICHI 历年收入情况，单位：百万日元



资料来源：公司官网，长城证券研究所

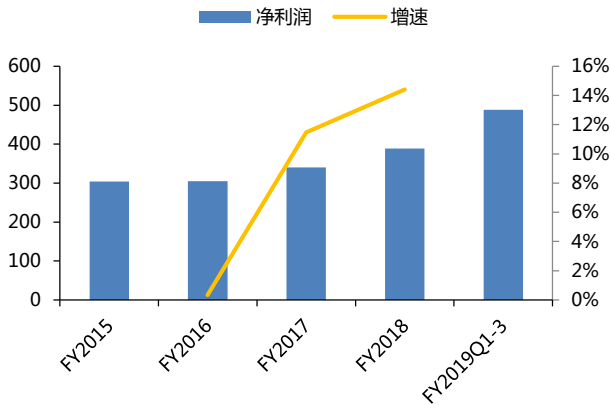
图 10: 历年毛利率情况



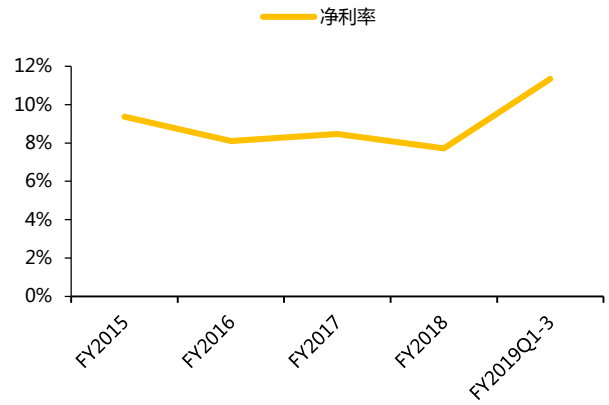
资料来源：长城证券研究所

图 11: HOBONICHI 历年净利润情况，单位：百万日元

图 12: HOBONICHI 历年净利率情况



资料来源：公司官网，长城证券研究所



资料来源：公司官网，长城证券研究所

剖析 HOBONICHI 的发展脉络，其之所以能稳坐手帐市场的王座，与精细的产品能力、巧妙的营销布局以及积极的业务探索密切相关。

◆ 产品线：强势单品+丰富周边

手帐本是 HOBONICHI 产品线中最重要的部分，也是其后续周边产品和业务拓展的核心支点。在 HOBONICHI 发展的前五年，创始人系井重里称之为“鼠穴时代”，这一期间他潜心将单品打磨到极致。HOBONICHI 手帐本独特的产品优势在于：

1) 创新设计，首次在日本市场上实现本皮分离。本皮分离使得手帐设计更加灵活，也使得手帐爱好者对自己的本子有更多的设计自主权和搭配空间。手帐外壳后来成为 HOBONICHI 产品线的重要部分，依托于本皮分离的设计，很多不需要购买新本子的粉丝也可进行二次消费，无疑拉动了消费频率、提高了用户粘性。

图 13：本皮分离设计，本皮、本芯分开购买



资料来源：新浪微博@艾酱喵喵，长城证券研究所

图 14：手帐达人示范如何安装本芯



资料来源：新浪微博@艾酱喵喵，长城证券研究所

2) 品质精良，供应链严格把控、设计贴合用户需求。HOBONICHI 手帐本的品质享有极高的美誉。手帐封套耐磨、结实，长期使用也不会变形或脱落；自建造纸供应链，生产手帐专用巴川纸，不透墨、易书写；功能设计匠心独具：内页分割合理，可满足效率规划和生活记录需求；一天一页设计可以更有效地整理生活；封套配备各类收纳位。FY2018

公司手帐单品“一日一页”（ほぼ日）贡献总营收的 60%，强势单品帮助 HOBONICHI 很快成为手帐市场的龙头品牌。

3) 周边产品线丰富，打造手账消费生态。除手账本之外，HOBONICHI 的周边产品线也非常丰富，包括纸胶带、封套、印章、stencil（用于绘画图案的镂空花纹尺）、记事贴、各类笔、橡皮、修正带、花边带、纸夹等一系列用来装饰手账的附加产品。

◆ 渠道和营销：玩转“颜值经济”，把握营销之道

HOBONICHI 手帐本一经推出即爆红，这与系井重里具有很强的广告背景、对“颜值经济”和营销心理的拿捏恰到好处有密不可分的关系。

一方面，与渡边良重、佐藤卓等知名艺术家、设计师合作，将许多名画、设计品作为 Hobonichi 的素材，并把样品挂在权威的美术网站上。设计精美、颜值高引爆手帐爱好者的“少女心”和社交分享欲；另一方面，随着手帐本的持续升温，系井重里适时进行营销推动，发起诸如手帐故事比赛、艺术家手帐讲座等趣味活动，激发人们的参与感和分享欲；手帐本上市仅一周，Hobonichi 就狂卖近 20000 本，一举成为日本手账界的新星。

在后续的发展中，HOBONICHI 依然保持了敏锐的营销嗅觉。例如，曾多次玩转跨界营销，与凯蒂猫、熊本熊等大型动漫公司合作，推出定制版产品；在日本小王子电影的发布会上，推出了小王子限量版手账；在日本国际文具展上，Hobonichi 与各种知名文具用品一起售卖；联合众多艺术家、时尚品牌进行新品宣传合作等。通过一系列跨界合作，Hobonichi 向动漫、娱乐、教育等领域进军，成功吸取他们的流量，拓展了自身的粉丝群体，形成了更大的影响力。

◆ 业务拓展：对外开拓海外市场，对内引领生活方式

立足国内，积极拓展海外业务。目前，HOBONICHI 海外市场主要在美国和中国；收入构成来看，日本、中国、美国分别占了 83.3%、10.1%、3.1%。在中国市场上，HOBONICHI 坚持精品单品的核心，并适度进行消费者教育。目前在其官方微信服务号“Hobonichi 手帐”上，关于 2019 年新款手账的介绍文章累计已有 22.4K 阅读量。

在日本本土，由手帐制造商转型生活方式倡导者。如前文所述，2000 年后日本社会兴起将手帐与生活哲学绑定的潮流；HOBONICHI 对日本市场二度开发的方式便是由单一手帐制造商转型为生活方式倡导者。目前，在 HOBONICHI 官方商城内，除手帐及其周边产品，页面上还有各类生活用品在售，包括日历、皮包、衣服、毛巾、毛线、香料、果酱、陶罐菜等，目前除手帐本之外的业务营收占比已达 40%。此外公司积极探索线下主题活动，促进销售并提升手账文化的渗透。HOBONICHI 每个季度都会举行「生活のため」巡回展。在 2019 年 9 月 19 日到 9 月 24 日期间在大阪举行的主题展中，在 6 日内达成约 33000 笔交易。

表 4: HOBONICHI 业务线

业务线	业务概述
线上商城	销售“一日一页”手帐本、相关周边产品，及生活类用品；
TOBICHI	线下购物空间，理念是“享受美好生活”；
ほぼ日の学校	经典文化学习；
DOKONOKO	用于记录爱宠日常的线上 App；

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

1.3 手账在中国：审美需求凸显，市场正值机遇

近年来手账受到越来越多国内年轻人的关注，仪式感、治愈性为主要驱动因素。2014-2015年间，随着内容社交媒体进入蓬勃发展时期，具备网红爆点属性的手帐内容在微博、知乎、公众号等媒介上快速崛起；从百度搜索指数上来看，这一时期手帐的搜索热度经历了比较明显的提升，此后保持了4年多的持续增长。在新浪微博中，“手帐”话题的阅读数为17.7亿、讨论数184.9万，是“文具”话题阅读数的11倍，讨论数的12倍。并且，在“文具”“文具控”话题下，几大高阅读的热门话题均为手帐超话。

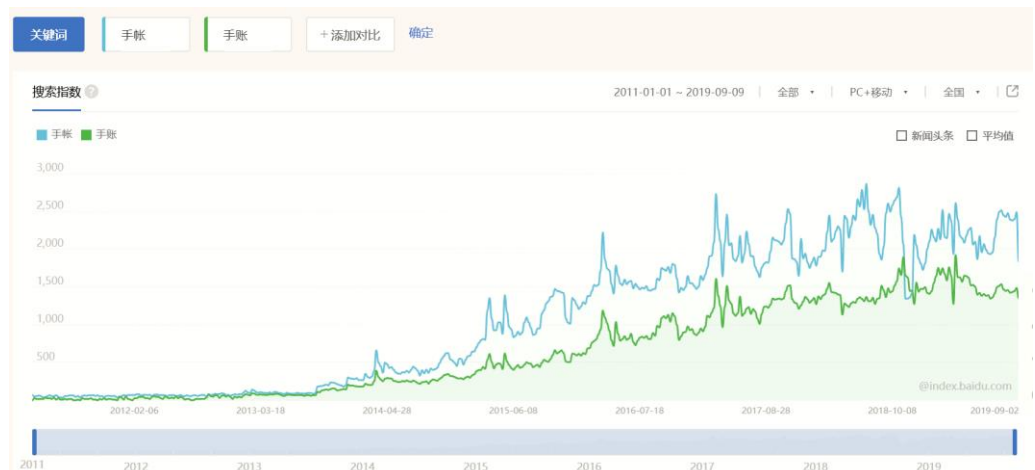
手帐在中国兴起时，已是移动互联网高度发达时期，对于效率上的需求能够被绝大多数日程管理软件所满足，因此手帐的工具属性并非其流行的主要因素。而“文艺范”“小清新”“纸质书写带来的心情平复”等因素成为主要的驱动因素。在工作学习无纸化趋势及心理压力较大的当代社会中，记手账成为许多年轻人追求生活仪式感、纾解心理压力的重要出口。

图 15: 小红书上大量手帐分享，讨论热度不亚于彩妆关键词如“唇膏”等



资料来源：小红书，长城证券研究所

图 16: 百度搜索指数在 2014-2015 年明显抬升



资料来源：百度指数，长城证券研究所

图 17: 微博“手帐”话题和文具控话题对比图



资料来源：新浪微博，长城证券研究所

图 18: “文具”话题下热门讨论与“手帐”重合度高



资料来源：新浪微博，长城证券研究所

产品端看，国内手帐品牌起步较晚，市场参与者多为独立工作室，国风审美兴起推动国内手帐品牌发展。我国手账本市场起步较晚，约至 2010 年前后，淘宝才出现第一批原创工作室，而目前在手帐圈内，最受推崇的产品仍然是日本 HOBONICHI、MIDORI、KOKUYO（国誉），英国 Filofax、意大利 Moleskine 等品牌。虽然国外品牌带来的竞争较为激烈，但一方面本土品牌具有高性价比的优势，另一方面随着近年来国风审美的兴起和文艺风格的“本土化”，本土品牌正值成长窗口期。

渠道端看，线上渠道参与者主要为小规模个人工作室，线下渠道包括特色书店、九木杂物社等。手账产品的线上卖家主要为淘宝中的小规模个人设计工作室，通常销售自有品牌原创设计产品。这类商家数量众多，其中的标杆品牌即上海的九口山。九口山前身原为专注于原创本子设计的商业运作团队，2009 年开通淘宝店铺，销售渠道全面转型至线上。如今，九口山的裸脊装笔记本已成为大陆原创设计的标杆产品之一，九口山品牌也成为手账圈中高端、小众的代名词。线下渠道则主要为各类特色书店和文创用品商店，例如西西弗书店、九木杂物社等。其中晨光旗下九木杂物社与日本的文具杂货店模式最为接近，内设手账专区，消费者可以一次性购齐所需商品。

1.4 手账文化引领我国文具消费升级

参考日本文具市场的发展脉络，不难发现手帐文化的崛起与文具消费升级之间有着较强的关联性。在我国 90 后及之后世代的认知中，日本文具“一向以其近乎变态极致精巧的功能设计和惨绝人寰的高颜值设计受到文具爱好者们的推崇”（引用于日文化社区十六番用户卡咩）

在日本，文具产业已高度发达。除了成熟的手帐文化、以高质著称的文具品牌、日本还有大量的文具专门店，如 itoya 伊东屋、LOFT、Tokyu Hands 等，铺开日本文化生活的一角。这类文具店铺与我国消费者所熟悉的类卖场式的“文具店”有较大不同，更像是基于文具销售的独立文创空间，DIY 文具的玩法更是弱化销售属性、而强化服务属性。

表 5: 日本知名文具店铺及其简介

店铺名	简介
itoya 伊东屋	日本最大的高级文具专卖店。2015 年 6 月，伊东屋在银座开设的新店“G.ITOYA”，

	地上 12 层，地下 1 层，每层专销一种类型的文具。银座伊东屋不受传统文具店的限制，注重文具带来的生活方式改变，在空间内营造悠然生活的氛围
LOFT	日本最大文具杂货店，包括：各种文具用品，手帐专区，各式生活杂货，小众化妆品等等。文具售卖以种类齐全著称
Tokyu Hand	东急 HANDS 为日本连锁店铺，店铺规模分为大、中、小三种类型，售卖商品包括生活用品、到日本制手提包、旅游用品，以及各种日本制文具、时尚杂货、美容产品，DIY 用品、素材等等，商品种类齐全
カキモリ	主营书写工具。提供服务非常有创意，包括：提供个人定制式本子和自调墨水

资料来源：公司官网，长城证券研究所

日本文具品牌对质量的苛求、手帐文化的流行、文具店的文创化，都是国民文具消费观念整体升格化的产物；消费者对文具的认知已经不仅仅是工具性的，而是赋予其更多的文化、情感属性，更注重文具的附加价值。而如今，随着日本文化在新世代中的渗透，以及国内文创概念的升温，“文具不只是工具，而是一种生活方式”的理念也逐渐渗透；而手帐，既是这一浪潮的先行者、也是舆论阵地的重要引领者。

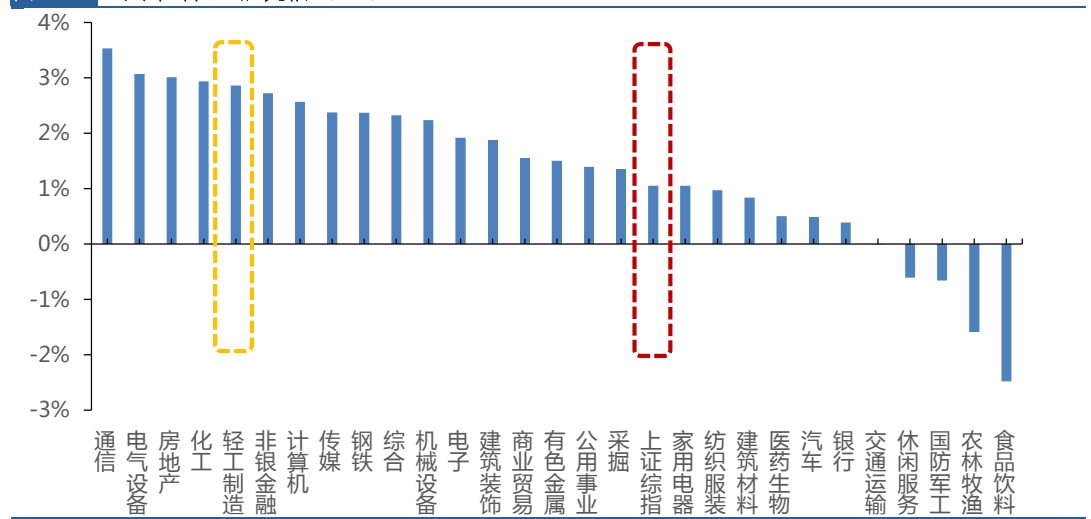
1.5 投资建议

参考日本发展历程，手账文化既是催化文具消费升级的动力之一，也是文具消费转型文创消费的表现。我国手账文化正受到越来越多年轻人的喜爱，文具消费升级的步伐将逐渐加快。推荐关注【晨光文具】：九木杂物社设立手账专区，推动国内文具消费升级；开放加盟后门店扩张加速，年度开店目标有望提前完成。

2. 上周行情回顾：轻工板块上涨

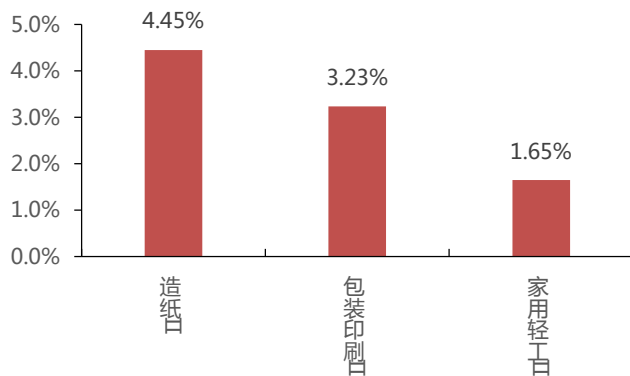
本周，上证综指上涨 1.05%，轻工制造指数上涨 2.86%，跑赢上证综指 1.81%，在申万 28 个板块中排名第 5。轻工制造板块细分行业涨跌幅由高到低分别为：造纸 II（+4.45%）、包装印刷 II（+3.23%）、家用轻工 II（+1.65%）。上周板块成交量下降 375.4 万手，周环比-10.26%。

图 19: 上周各行业涨跌幅 (%)



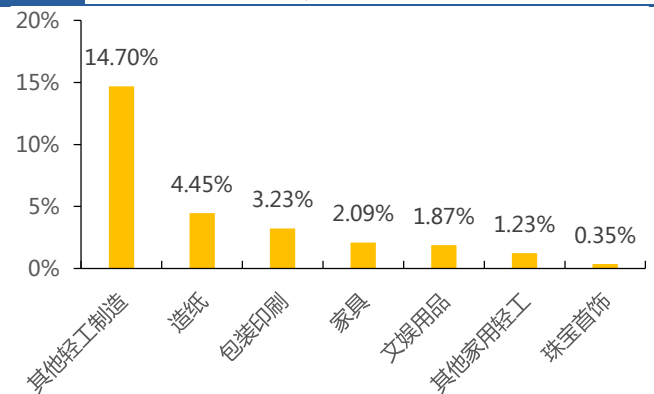
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 20: 上周轻工二级子板块涨跌幅



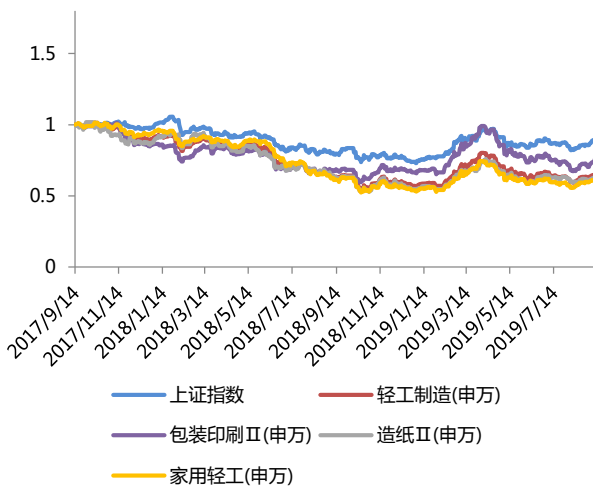
资料来源: 长城证券研究所

图 21: 上周轻工三级子板块涨跌幅



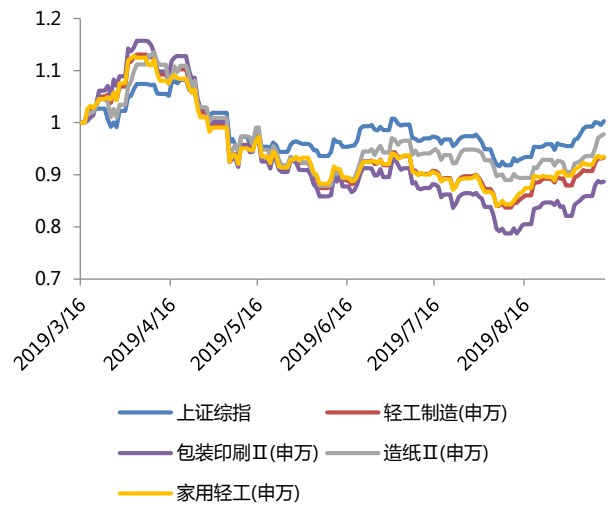
资料来源: 长城证券研究所

图 22: 轻工板块近两年走势



资料来源: 长城证券研究所

图 23: 轻工板块近半年走势



资料来源: 长城证券研究所

本周, 轻工板块涨幅前十的个股分别为康旗股份 (+23.75%), 敏华控股 (+20.48%), 易尚展示 (+14.7%), 顺灏股份 (+11.76%), 大亚圣象 (+10.92%), 太阳纸业 (+10.18%), 浙江众成 (+10%), 吉宏股份 (+9.22%), 美利云 (+7.85%), 理文造纸 (+7.82%)。

本周, 轻工板块跌幅前十的个股分别为*ST 升达 (-3.94%), 索菲亚 (-2.43%), 中顺洁柔 (-1.98%), 集友股份 (-1.86%), 安妮股份 (-1.8%), 老凤祥 (-1.66%), 维达国际 (-1.17%), 志邦家居 (-1%), 晨光文具 (-0.98%), 梦百合 (-0.8%)。

表 6: 重点跟踪个股涨跌幅情况

代码	名称	所属子板块	现价 (元)	周涨幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	PE
300061.SZ	康旗股份	营销传播	8.65	23.75%	45.38%	58.55	-6.86
1999.HK	敏华控股	家用轻工	4.53	20.48%	46.30%	173.20	12.70
002751.SZ	易尚展示	其他轻工制造 II	31.21	14.70%	45.44%	48.25	57.59
002565.SZ	顺灏股份	包装印刷 II	8.27	11.76%	227.92%	87.67	76.21
000910.SZ	大亚圣象	家用轻工	12.09	10.92%	18.40%	66.98	9.03
002078.SZ	太阳纸业	造纸 II	8.44	10.18%	50.31%	218.73	11.54
002522.SZ	浙江众成	包装印刷 II	5.94	10.00%	22.10%	53.80	96.60
002803.SZ	吉宏股份	包装印刷 II	23.34	9.22%	61.55%	51.95	18.55
000815.SZ	美利云	造纸 II	9.21	7.85%	36.44%	64.03	295.96
2314.HK	理文造纸	造纸 II	4.69	7.82%	-25.30%	205.13	5.73
000576.SZ	广东甘化	农产品加工	9.32	7.37%	55.33%	41.27	25.78
603180.SH	金牌厨柜	家用轻工	61.23	6.93%	7.38%	41.16	18.82
600963.SH	岳阳林纸	造纸 II	4.72	6.79%	18.39%	65.97	66.40

000488.SZ	晨鸣纸业	造纸 II	5.09	6.49%	-4.87%	122.14	11.97
002605.SZ	姚记科技	家用轻工	13.17	6.38%	77.05%	52.44	23.17
300749.SZ	顶固集创	家用轻工	14.20	5.19%	14.66%	29.13	37.38
002489.SZ	浙江永强	家用轻工	3.58	4.99%	37.96%	77.89	26.71
002812.SZ	恩捷股份	化学制品	31.76	4.92%	10.07%	255.79	29.56
601515.SH	东风股份	包装印刷 II	7.90	4.91%	38.65%	105.42	14.07
600210.SH	紫江企业	包装印刷 II	3.86	4.89%	10.13%	58.55	14.16
603816.SH	顾家家居	家用轻工	36.25	4.86%	15.39%	218.27	20.48
002701.SZ	奥瑞金	包装印刷 II	5.04	4.78%	-0.40%	118.70	47.46
600567.SH	山鹰纸业	造纸 II	3.29	4.78%	5.45%	150.84	6.23
603733.SH	仙鹤股份	造纸 II	15.16	4.77%	-1.04%	92.78	37.32
002117.SZ	东港股份	包装印刷 II	10.96	4.68%	20.84%	59.81	22.41
002229.SZ	鸿博股份	包装印刷 II	7.06	4.59%	-2.51%	35.18	495.40
603818.SH	曲美家居	家用轻工	7.60	4.40%	13.43%	37.15	-64.20
002853.SZ	皮阿诺	家用轻工	19.85	4.20%	9.29%	30.84	20.16
002067.SZ	景兴纸业	造纸 II	3.34	4.05%	-4.29%	37.11	17.16
600978.SH	宜华生活	家用轻工	3.56	3.79%	-12.44%	52.79	37.74
600308.SH	华泰股份	造纸 II	4.40	3.77%	5.22%	51.37	8.27
603058.SH	永吉股份	包装印刷 II	7.68	3.64%	-18.80%	32.18	37.41
600103.SH	青山纸业	造纸 II	2.28	3.64%	15.71%	52.57	43.56
002356.SZ	*ST 赫美	家用轻工	2.29	3.62%	-68.89%	12.09	-0.69
002640.SZ	跨境通	一般零售	8.79	3.53%	-18.22%	136.95	23.78
2689.HK	玖龙纸业	造纸 II	6.89	3.45%	-3.35%	323.29	4.90
600337.SH	美克家居	家用轻工	3.99	3.37%	5.45%	70.66	15.30
300616.SZ	尚品宅配	家用轻工	87.80	3.18%	45.59%	174.44	33.74
002599.SZ	盛通股份	包装印刷 II	4.85	2.97%	-16.33%	26.60	21.95
1528.HK	红星美凯龙	商业物业经营	6.68	2.77%	4.08%	407.97	5.03
600076.SH	康欣新材	包装印刷 II	4.51	2.73%	10.53%	46.65	10.19
603385.SH	惠达卫浴	家用轻工	9.71	2.64%	24.39%	35.87	13.63
1044.HK	恒安国际	造纸 II	54.95	2.61%	-1.37%	653.73	15.41
002752.SZ	昇兴股份	包装印刷 II	6.02	2.56%	-16.71%	50.16	134.17
600966.SH	博汇纸业	造纸 II	4.08	2.51%	30.60%	54.54	-229.08
601828.SH	美凯龙	商业物业经营	11.41	2.33%	5.61%	368.86	9.77
600433.SH	冠豪高新	造纸 II	3.65	2.24%	1.89%	46.40	40.65
603661.SH	恒林股份	家用轻工	35.86	2.14%	21.94%	35.86	14.93
002831.SZ	裕同科技	包装印刷 II	22.13	2.12%	22.55%	194.10	19.90
603898.SH	好莱客	家用轻工	15.47	2.11%	3.14%	47.90	13.69
603165.SH	荣晟环保	造纸 II	18.54	1.87%	26.45%	32.88	15.73
603833.SH	欧派家居	家用轻工	120.90	1.77%	52.68%	508.01	30.70
002721.SZ	金一文化	家用轻工	5.78	1.58%	-9.40%	48.25	-56.92
002303.SZ	美盈森	包装印刷 II	5.16	1.57%	15.19%	79.02	20.16

600069.SH	银鸽投资	造纸 II	2.76	1.47%	-5.15%	44.82	-19.58
002585.SZ	双星新材	包装印刷 II	4.90	1.45%	-0.98%	56.66	23.13
300089.SZ	文化长城	文化传媒	3.79	1.34%	-28.63%	18.23	14.70
002228.SZ	合兴包装	包装印刷 II	4.22	1.20%	-0.45%	49.35	-115.25
002240.SZ	威华股份	家用轻工	7.88	1.03%	8.09%	42.19	25.83
002678.SZ	珠江钢琴	家用轻工	7.46	0.95%	31.48%	101.33	55.58
600439.SH	瑞贝卡	家用轻工	3.44	0.88%	31.77%	38.94	16.92
603008.SH	喜临门	家用轻工	11.62	0.69%	26.03%	45.88	-11.25
000026.SZ	飞亚达 A	家用轻工	8.14	0.49%	14.95%	33.69	18.49
002631.SZ	德尔未来	家用轻工	8.30	0.48%	29.72%	55.53	66.80
603848.SH	好太太	家用轻工	15.86	0.44%	6.64%	63.60	24.29
002798.SZ	帝欧家居	家用轻工	18.99	0.11%	43.87%	73.10	16.01
000587.SZ	金洲慈航	家用轻工	2.30	0.00%	-2.13%	48.85	-1.17
000587.SZ	金洲慈航	家用轻工	2.30	0.00%	-2.13%	48.85	-1.17
000587.SZ	金洲慈航	家用轻工	2.30	0.00%	-2.13%	48.85	-1.17
002301.SZ	齐心集团	家用轻工	11.64	-0.09%	41.67%	74.71	33.78
002191.SZ	劲嘉股份	包装印刷 II	11.18	-0.18%	46.56%	163.77	20.19
601933.SH	永辉超市	一般零售	9.19	-0.22%	18.00%	879.53	45.90
002867.SZ	周大生	家用轻工	21.81	-0.27%	20.74%	159.41	17.17
300577.SZ	开润股份	纺织制造	33.62	-0.33%	8.49%	73.13	35.87
603313.SH	梦百合	家用轻工	16.22	-0.80%	2.16%	51.93	17.40
603899.SH	晨光文具	家用轻工	40.40	-0.98%	34.66%	371.68	41.14
603801.SH	志邦家居	家用轻工	20.72	-1.00%	24.52%	46.27	16.06
3331.HK	维达国际	造纸 II	13.56	-1.17%	11.61%	162.05	24.12
600612.SH	老凤祥	家用轻工	51.42	-1.66%	16.57%	212.26	20.79
002235.SZ	安妮股份	造纸 II	8.18	-1.80%	58.83%	48.89	38.83
603429.SH	集友股份	包装印刷 II	36.50	-1.86%	108.34%	97.13	70.63
002511.SZ	中顺洁柔	造纸 II	13.35	-1.98%	56.98%	174.40	36.18
002572.SZ	索菲亚	家用轻工	18.86	-2.43%	14.71%	174.16	17.75
002259.SZ	*ST 升达	燃气 II	1.95	-3.94%	-14.85%	14.67	-7.51

资料来源: Wind, 长城证券研究所

3. 上周重要行业新闻：JUUL 上线天猫、京东平台，美国 FDA 加强对电子烟监管

3.1 家用轻工：JUUL 上线天猫、京东平台，欧派、敏华、顾家等家居企业上榜民营 500 强

整体来看，家用轻工板块受地产周期影响，细分来看，软体行业竞争格局佳，龙头仍处于渠道红利期。定制板块渗透率较低，精装房浪潮来袭，2B 端成长性较高。目前全屋定制、整装等模式兴起，业内业态迎来洗牌。上周要闻有：

【JUUL 正式上线天猫与京东】美国电子烟品牌 JUUL 于 9 月 9 日，在国内两大电商平台天猫和京东正式上线旗舰店，用户可直接下单购买；（艾邦电子烟产业资讯 20190910）

【欧派、敏华、顾家等家居企业上榜民营 500 强】2019 中国民营企业制造业 500 强发布，据榜单显示与家居行业相关的企业有 7 家，其中，宜华集团以 251.19 亿元营收排名第一，德华集团、大亚科技则以 217.89 亿元、189.61 亿元营收分列二三位，除此之外，泰普森集团、欧派家居、顾家、敏华控股等四家企业也跻身其中；（家具迷 20190902）

【美国食品与药品管理局提出电子烟监管方案】美国食品与药品管理局（FDA）宣称已制定一份电子烟监管方案，内容包括限制青少年使用电子烟碱输送装置，对电子烟产品的零售商和制造商开展检查工作，增强对此类产品生产商的生产资质的审查与监管，加强电子烟等新型烟草制品上市前的严格审查，并要求上市前的申请中提供详细的产品数据信息等；（中国电子烟资讯 20190903）

3.2 造纸&包装：9 月涨价函频传，国内卫生用品市场进口量齐降，出口稳定增长

环保趋严、废纸进口收紧基调不变，短期内贸易战成重要扰动因素，固废、木浆等原材料需求上升，价格上涨，对纸价形成支撑。下游包装行业成本端承压，市场份额向龙头加速集中，静待成本端拐点。上周要闻有：

【9 月涨价函频传】玖龙、理文、山鹰等规模纸厂上调纸价，幅度主流集中在 50 元/吨；华北、华东、华中等地区走货有所改善，西南、华南等地区走货暂无明显起色。上调落实情况不一，根据走货情况来看，落实幅度多在 30-50 元/吨；目前，瓦楞及箱板纸供应压力仍存，规模纸厂牛卡纸走货较好；（纸箱微世界 20190910）

【国内卫生用品市场进口量价齐降，出口稳定增长】近期海关统计数据显示，今年上半年吸收性卫生用品总进口量 8.67 万吨，同比减少 21.61%；平均价格比上年降低 9.64%，这主要是受到纸尿裤产品进口量下降的影响，上半年吸收性卫生用品的总出口量同比增长 15.86%，各种类产品出口量均有增长。湿巾今年上半年进口量同比降低 6.62%，进口额较去年同期增长 10.54%，进口湿巾的平均价格增长 18.38%，呈现出量减价升的趋势，

出口量和出口额都呈现较大幅度增长，增长率超过 27%，平均价格也有所上升；（中国纸业网 20190911）

【美国 7 月各纸种出运量整体下滑】据美国林纸协会，7 月，包装纸整体出运量比 2018 年 7 月下滑了 13%，2019 年初至今的出运数据则下滑了 4.6%。2019 年初至今包装纸的出运量下滑了 3.1%，多层包装纸的出运量年初至今已下滑了 11.8%，食品包装纸的出运量上扬了 4.1%，深加工纸产品的出运量年比下滑 7.1%。7 月，印刷书写纸出运量比 2018 年同期下滑了 12%，购买量比 2018 年同期下滑了 7%，库存比 6 月下滑了 1%；（中国纸业网 20190908）

表 7: 2018 年及 2019 年外废配额情况

单位（万吨） 企业	2018 年		2019 年	
	前 26 批次总计	占比	前 9 批次合计	占比
玖龙纸业	642.08	34.5%	249.10	30.1%
理文造纸	284.84	15.3%	107.52	13.0%
山鹰纸业	177.90	9.6%	77.67	9.4%
联盛纸业	119.24	6.4%	46.50	5.6%
华泰纸业	90.00	4.8%	84.00	10.1%
景兴纸业	22.04	1.2%	11.92	1.4%
荣晟环保	3.73	0.2%	0.37	0.1%
其他	518.68	27.9%	251.29	30.3%
总配额	1859.45	100%	828.38	100%

资料来源：环保部，长城证券研究所

4. 重点行业数据更新

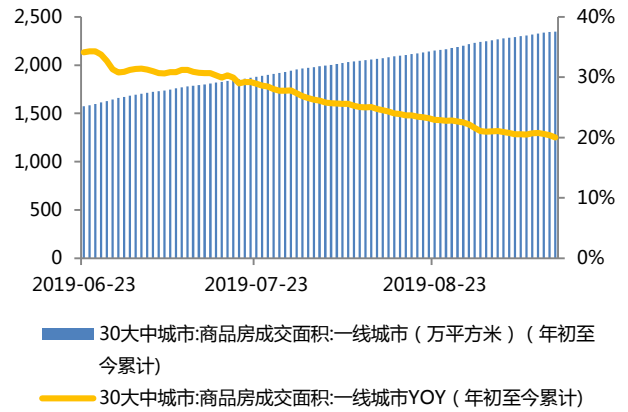
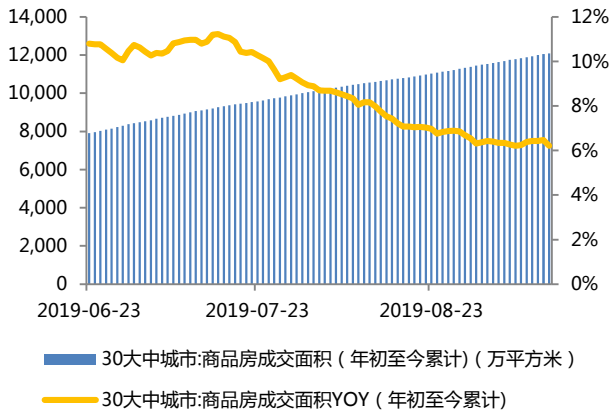
4.1 家居：刨花板指数周环比小幅下降，密度板指数继续上涨

✓ 下游需求

本周，30 大中城市成交面积累计同比 6.5%，涨幅扩大，其中一线/二线/三线城市成交面积累计同比分别为 20.8%/-0.9%/10.3%，涨幅缩窄/跌幅缩窄/涨幅缩窄。

图 24: 30 大中城市成交面积（万平方米）情况

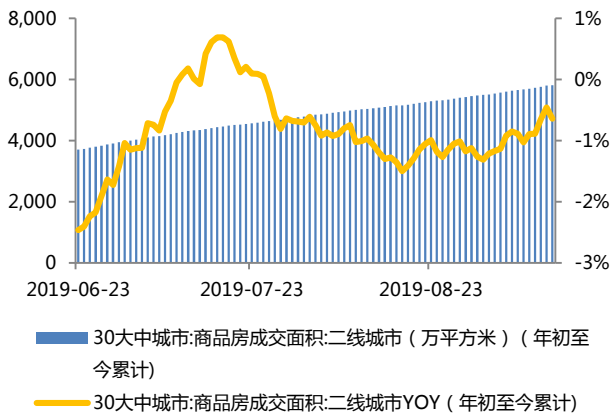
图 25: 一线城市成交面积（万平方米）情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

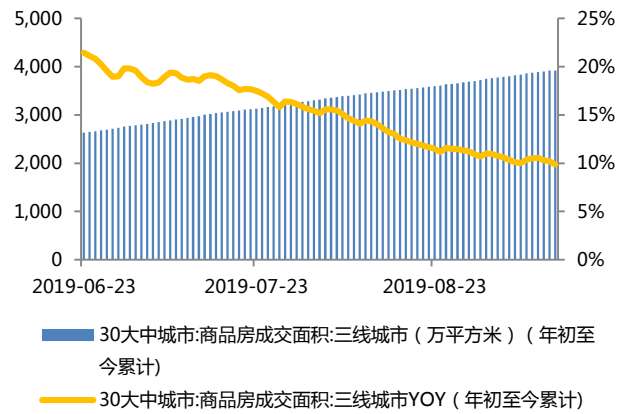
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 26: 二线城市成交面积 (万平方米) 情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

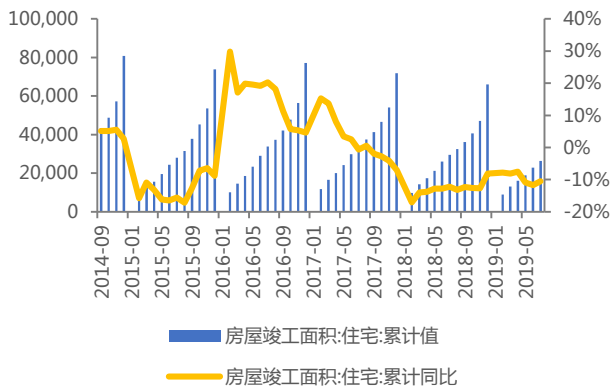
图 27: 三线城市成交面积 (万平方米) 情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

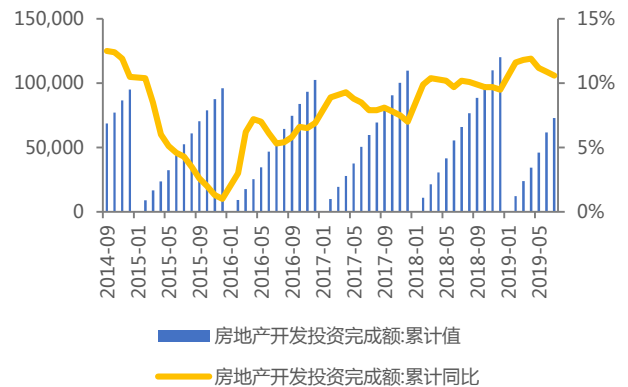
截至 2019 年 07 月，房屋住宅竣工面积同比-10.5%，达 26373.69 万平方米；房地产开发投资完成额同比+10.6%，达 72843 亿元。

图 28: 房屋竣工面积累计值 (万平方米) / 同比 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

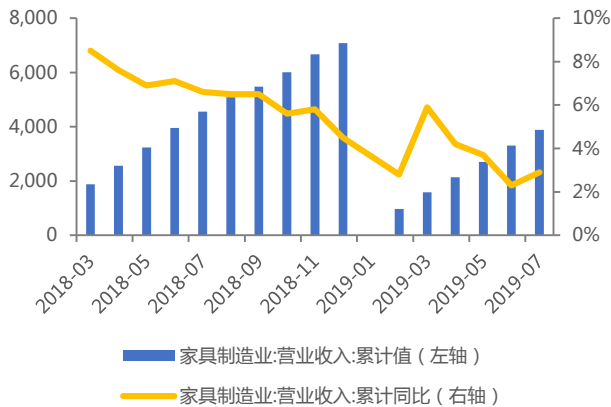
图 29: 房地产开发投资完成额累计值 (万亿) / 同比 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

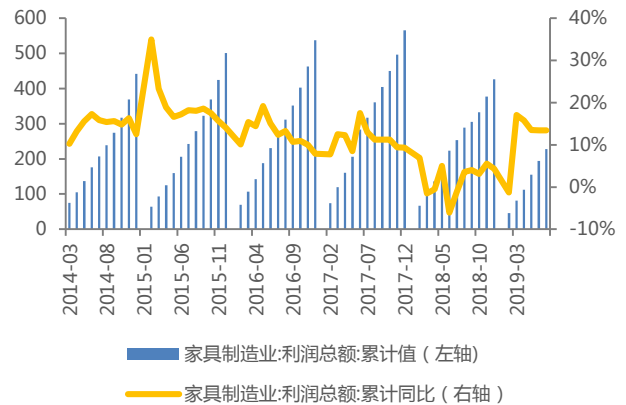
截至 2019 年 07 月，家具制造业营收同比+2.9%达到 3889.7 亿元；家具制造业利润总额同比+13.4%达到 227.4 亿元；家具制造业销售利润率 5.85%，较上月下降 0.04pcpts。

图 30: 家具制造业营收 (亿元) / 同比 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 31: 家具制造业利润总额 (亿元) / 同比 (%)



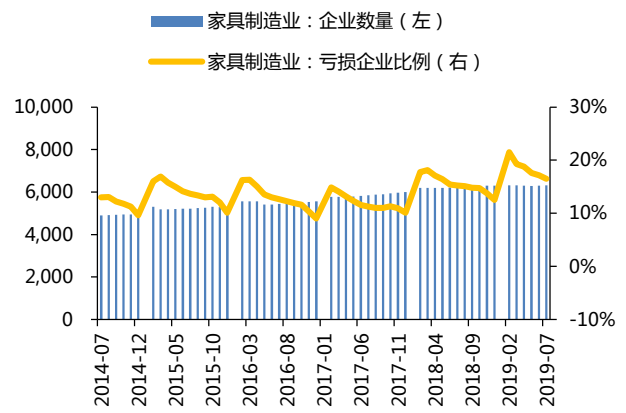
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 32: 家具制造业销售利润率 %



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 33: 家具制造业企业数量及亏损企业比例

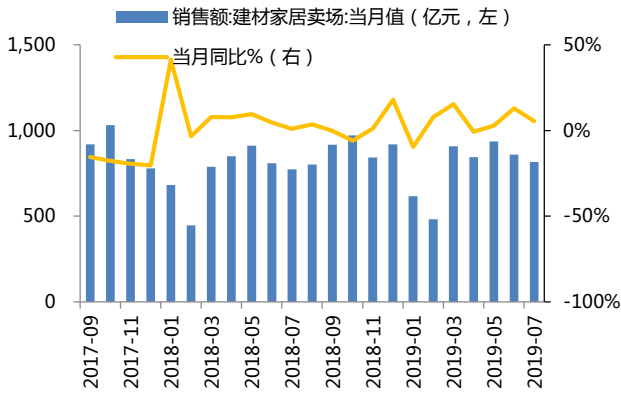


资料来源: Wind, 长城证券研究所

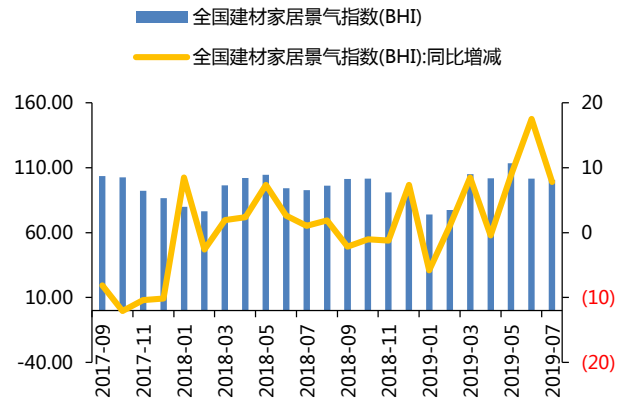
2019 年 7 月，全国建材家居卖场销售额 815.8 亿元，同比+5.46%，1-7 月，全国建材家居卖场累计销售额 5462.9 亿元，累计同比+4.81%；2019 年 7 月，全国建材家居景气指数(BHI)为 100.52，环比上升 1.02 点，同比上升 7.81 点；2019 年 08 月，家具及零件出口金额为 43.2 亿美元，同比-0.3%，增速环比-4pcpts。

图 34: 全国建材家居卖场销售额及增速

图 35: 全国建材家居景气指数 (BHI)

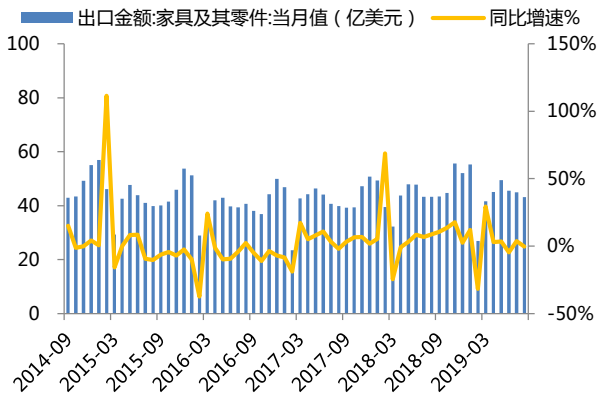


资料来源: Wind, 长城证券研究所



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 36: 家具及零件出口额



资料来源: Wind, 海关总署, 长城证券研究所

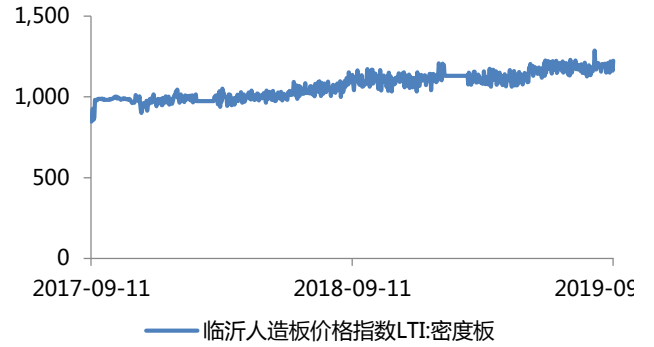
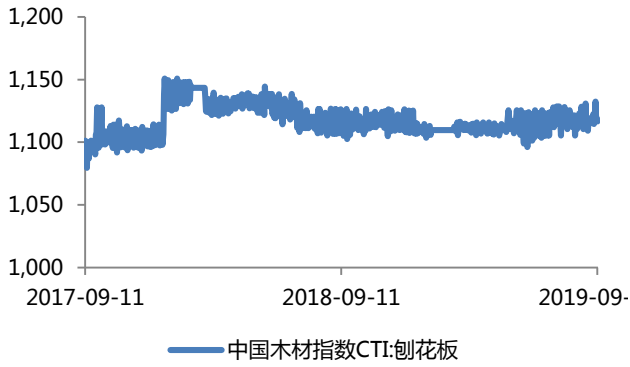
✓ 原材料成本

截至 09 月 11 日，刨花板指数年同比+144.15%，周环比-0.32%收于 1116.42；密度板指数年同比+7.72%，周环比+3.98%收于 1224.17。

截至 09 月 12 日，TDI 价格周环比-1.18%收于 1.255 万元/吨；MDI 价格周环比-1.91%收于 1.285 万元/吨；聚醚平均价格周环比+1.08%收于 1.09 万元/吨。

图 37: 刨花板指数

图 38: 密度板指数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

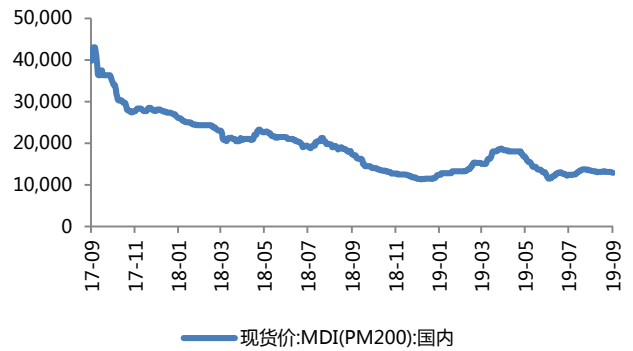
资料来源: Wind, 长城证券研究所

备注: 2010年6月=1000

图 39: TDI 价格 (元/吨)



图 40: MDI 价格 (元/吨)

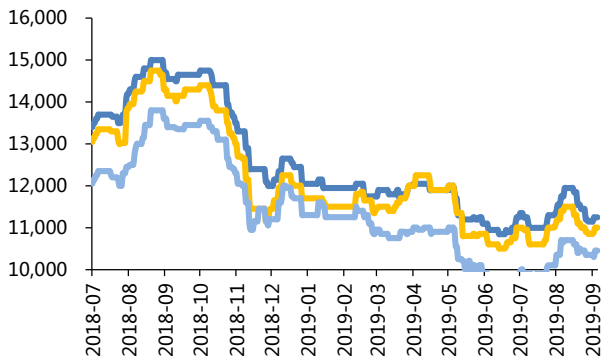


资料来源: Wind, 长城证券研究所

资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 41: 聚醚价格 (元/吨)

- 市场价(中间价):高回弹聚醚(330N等,桶装):华东地区
- 市场价(中间价):CASE聚醚(220/210等,桶):华东地区
- 市场价(中间价):软泡聚醚(散水):华东地区



资料来源: wind, 长城证券研究所

4.2 造纸&包装: 木浆及废纸价格下跌

✓ 原材料成本

截至 09 月 12 日,废纸周均价 2038.94 元/吨,周环比下降 8 元/吨;木浆周均价 4200.5 元/吨,周环比下降 11 元/吨;SHFE 纸浆期货指数-0.68%,收于 4694 元/吨。进口原料方面,漂针木浆:银星(智利)/漂阔木浆:小鸟(巴西)/本色浆:金星(智利)价格分别收于 590/480/550 美元/吨,周环比分别持平/持平/持平;美废 8#/美废 11#/美废 13#到岸价分别收于 150/113.5/158.5 美元/吨,周环比持平/下降 113.5 美元/吨/持平。

图 42: 废纸标杆价 (元/吨)



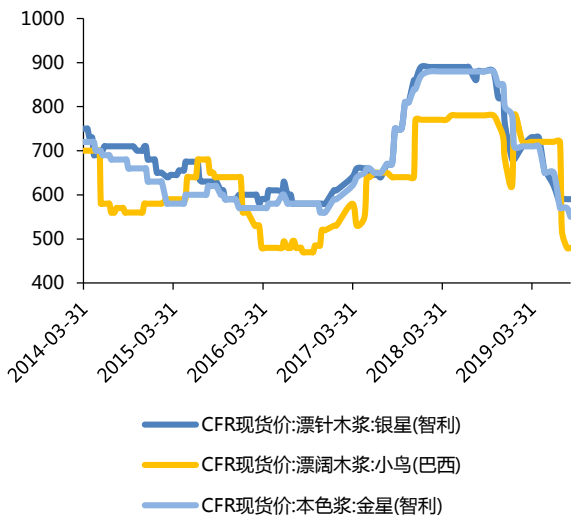
资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 43: 木浆标杆价 (元/吨)



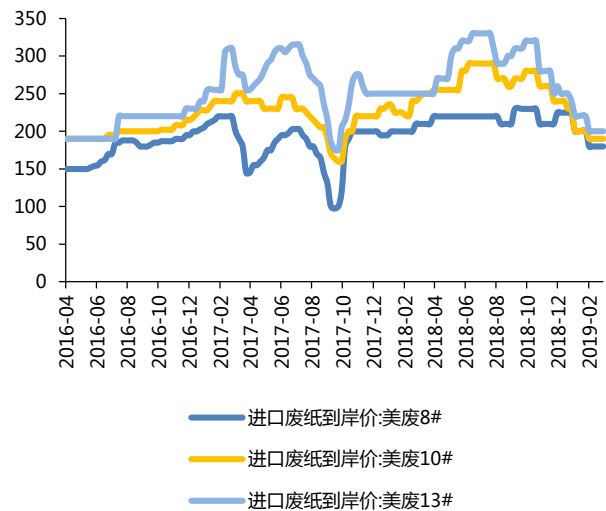
资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 44: 进口木浆价格 (美元/吨)



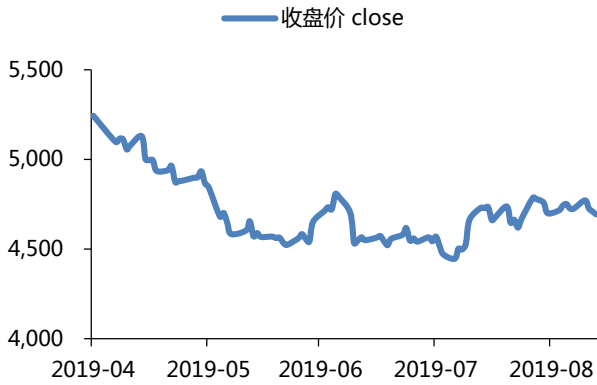
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 45: 进口废纸价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 46: 纸浆期货主力合约 1906 收盘价



资料来源: Wind, 长城证券研究所

✓ 纸价

截至 09 月 12 日,箱板纸周均价 3860 元/吨,周环比持平; 瓦楞纸周均价 3232.5 元/吨,周环比持平; 白卡纸周均价 5193.33 元/吨,周环比持平; 白板纸周均价 4000 元/吨,周环比持平; 双铜纸周均价 5916.67 元/吨,周环比持平; 双胶纸周均价 6241.67 元/吨,周环比持平。

图 47: 箱板纸标杆价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 48: 瓦楞纸标杆价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 49: 白卡纸标杆价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

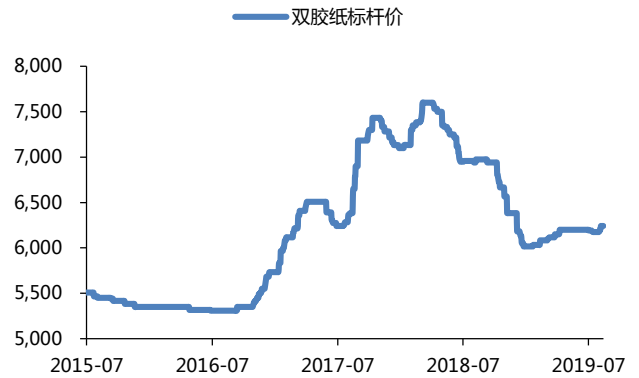
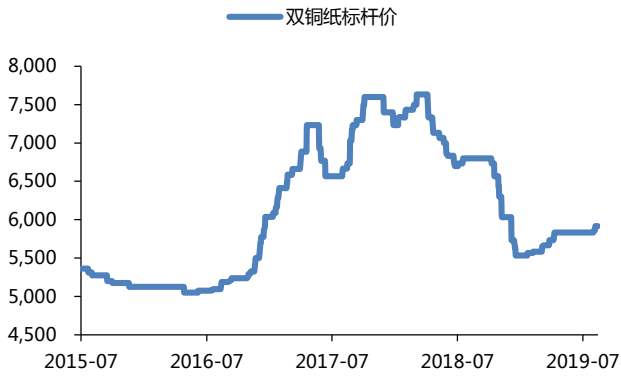
图 50: 白板纸标杆价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 51: 双铜纸标杆价 (元/吨)

图 52: 双胶纸标杆价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

图 53: 生活用纸标杆价 (元/吨)

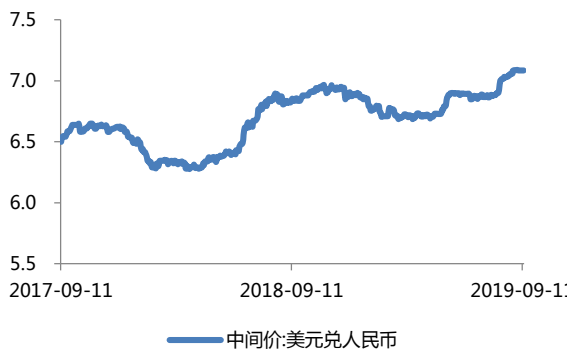


资料来源: 卓创资讯, 长城证券研究所

4.3 汇率跟踪: 人民币兑美元升值

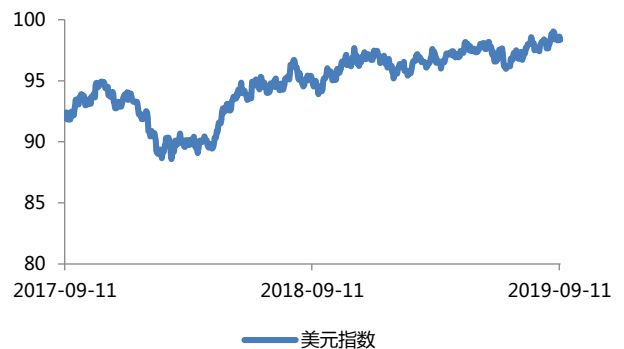
截至 09 月 13 日, 美元兑人民币中间价相对于年初+2246pips, 周环比-9pips 收于 7.0846, 同比+3.44%; 美元指数相对于年初+4.05%, 周环比-0.22% 收于 98.2; 人民币汇率指数相对于年初-0.0235, 周环比-0.07% 收于 91。

图 54: 美元兑人民币 (中间价)



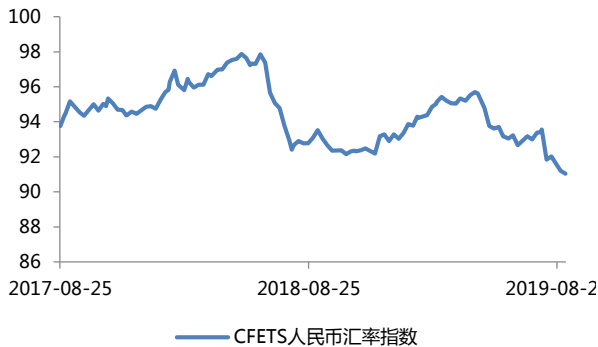
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 55: 美元指数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 56: 人民币汇率指数

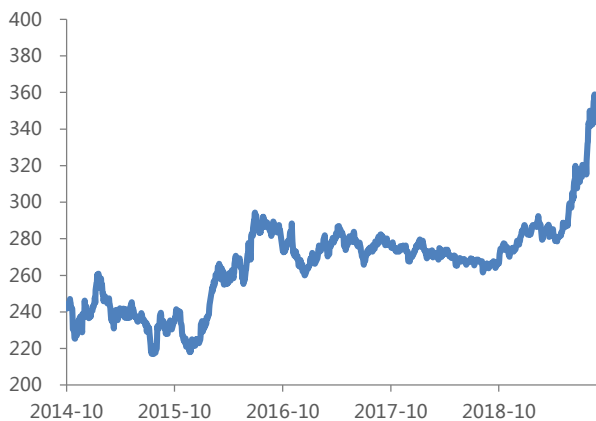


资料来源: Wind, 长城证券研究所

4.4 珠宝: 黄金价格下降

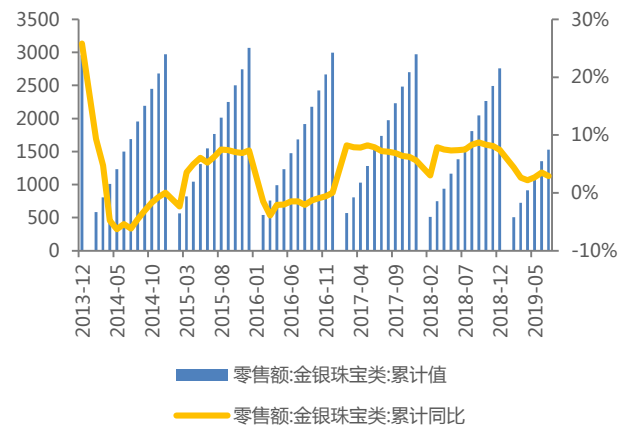
截至 09 月 12 日,上海黄金交易所黄金 Au9999 现货价 344.8 元/克;周环比下降 12.1 元/克;截至 2019 年 07 月,金银珠宝社零额累计 1529.2 亿元,累计同比+2.9%;金银珠宝 RPI 当月同比+4%,累计同比+5.1%;

图 57: 上海黄金交易所黄金 AU9999 现货价 (元/克)



资料来源: Wind, 中国黄金投资网, 长城证券研究所

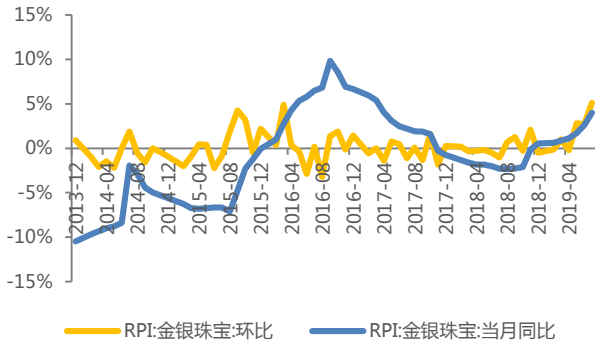
图 58: 金银珠宝社零累计值及增速



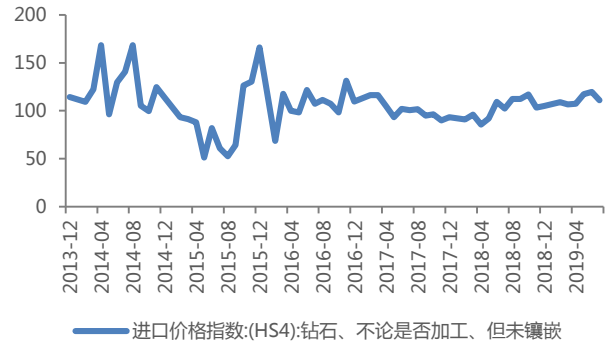
资料来源: Wind, 国家统计局, 长城证券研究所

图 59: 金银珠宝 RPI 月度同比及环比

图 60: 钻石进口价格指数 (上年同月=100)



资料来源: Wind, 国家统计局, 长城证券研究所



资料来源: Wind, 海关总署, 长城证券研究所

5. 上周重要公司公告: 吉宏股份披露 2019 前三季度业绩预告, 顾家出售 Nick Scali 股权

【吉宏股份】

- 1.披露业绩预告, 预计 2019 年前三季度实现归母净利 2.2 亿元至 2.3 亿元, 同比增长 67.11% 至 74.72%, 预计 2019 年第三季度实现归母净利 7147 万元至 8147 万元, 同比增长 42.32% 至 62.24%;
- 2.公司名称由厦门吉宏包科技股份有限公司更名为厦门吉宏科技股份有限公司, 非公开发行股票完成后, 公司总股本由 1.97 亿股增加至 2.23 亿股, 目前已完成工商变更登记并取得营业执照;
- 3.西藏永悦以及张和平、贺静颖拟以集中竞价或大宗交易方式减持公司股份 889 万股, 占公司总股本 3.99%, 其中不少于 340 万股会以大宗交易方式交易给公司互联网业务核心负责人;

【中顺洁柔】

- 1.为配合公司 30 万吨竹浆纸一体化项目战略需要, 公司以自有资金在四川省达州市设立全资子公司中顺洁柔(达州)纸业有限公司;
- 2.公司公布股权激励预留部分的授予名单, 其中, 授予 114 名激励对象 240 万份股票期权, 行权价格为 14.04 元/份; 授予 64 名激励对象 350 万股限制性股票, 授予价格为 7.02 元/股, 2019-2022 合计摊销费用分别为 402/1417/743/328 万元。
- 3.公司监事李佑全拟以集中竞价方式减持不超过 2 万股, 占公司总股本比例 0.0016%;

【顾家家居】

- 1.子公司顾家投资以 6.65 澳元/股出售 Nick Scali 1103.95 万股, 总出售金额 7341.25 万澳元, 出售前顾家持股比例为 13.63%, 与 Scali Consolidated 并列第一大股东, 交易将于 9 月 5 日完成交割, 完成后公司不再持有 Nick Scali 股份;
- 2.公司“顾家转债”付息, 计息期间为 2018 年 9 月 12 日至 2019 年 9 月 11 日, 本期债券票面利率为 0.40%;

【恩捷股份】

- 1.公司回购注销 20.47 万股, 回购总金额合计 175.32 万元, 本次回购注销完成后, 公司股份总数由 8.056 亿股变更为 8.054 亿股;
- 2.公司与胜利精密签署股权转让协议, 交易对价为 20.2 亿元, 包括以现金 9.5 亿元为对价受让胜利精密持有的苏州捷力 100% 的股权;
- 3.公司修改就收购苏州捷力与胜利精密签订的补充协议, 双方同意将定金数额由 1 亿元改为 3 亿元, 并于 9 月 13 日前完成支付; 双方同意将 5 亿元股权转让款修改为 6.5 亿元, 并于 10 月 31 日前完成支付;

【奥瑞金】

- 1.公司收购上海原龙持有的永新股份 4935.89 万股已办理完成过户登记手续;
- 2.公司控股股东上海原龙解除质押 1244.56 万股,截至公告日,其累计质押 8.75 亿股,占公司总股本 37.14%;

【广东甘化】

公司拟向江门嘉泰转让所持江门生物技术开发中心 45%股权,交易对价定为 9450 万元;

【康旗股份】

- 1.公司与江苏欧飞、张莉签署收购江苏欧飞的资产框架协议,拟以支付现金的方式向苏欧飞股东收购不低于 51%的股权;
- 2.公司股东费铮翔、和顺投资拟以 5.38 元/股的价格向南平盈捷合计转让 4691 万股,占公司总股本的 6.93%;

【珠江钢琴】

公司全资子公司恺撒堡公司“中高档立式钢琴产业基地(二期)项目”收到政府补助 889.84 万元;

【欧派家居】

- 1.公司股东姚良松于 9 月 4 日减持欧派转债 149.5 万张,占发行总量的 10%,减持完成后姚良松先生及其一致行动人共持有欧派转债 773 万张,占发行总量的 51.72%;
- 2.公司控股股东姚良松及其一致行动人减持欧派转债 149.5 万张,截至公告日,共持有欧派转债 623.67 万张,占发行总量 41.72%;

【晨鸣纸业】

- 1.公司收到江苏富达支付的 7.68 亿元债券款项,且其已办理完毕股权出质登记手续,将其持有的海明矿业 60%股权质押给公司为剩余未付价款担保;
- 2.控股股东晨鸣控股累计增持 589.06 万股,占公司总股本 0.2%,增持金额 3377.34 万元,晨鸣控股拟将增持计划延期 6 个月至 2020 年 3 月 9 日;
- 3.公司股东晨鸣控股质押 3900 万股,并解除质押 3500 万股,截至公告日,累计质押 3.38 亿股,占公司总股本 11.63%;

【好莱客】

控股股东及实际控制人沈汉标于 9 月 4 日至 10 日累计卖出公司可转债 63 万张,占发行总量 10%;累计买入 4.3 万张,占发行总量 0.68%。截至公告,沈汉标与王妙玉合计持有公司可转债 246.87 万张,占发行总量 39.19%;

【金牌厨柜】

9 月 9 日,公司公开发行可转债申请获证监会审核通过;

【奥佳华】

1.8 月 30 日,公司公开发行 A 股可转换公司债券申请获得中国证监会发审会审核通过;

2.截至8月31日,公司累计回购363.21万股,约占公司总股本0.65%,回购金额为5616.73万元;

3.公司已累计回购股份603.94万股,占公司总股本的1.08%,最高成交价为17.66元/股,最低成交价为11.70元/股,支付的总金额为8481.13万元;

【合兴包装】

1.公司以可转债募集资金向全资子公司湖北合信、青岛合兴分别增资3.35亿元、2.45亿元实施募投项目;

2.合兴转债将于9月16日在深交所上市,本次发行量及上市量为595.75万张;存续起止日为2019年8月16日至2025年8月16日;券转股期起止日为2020年2月24日至2025年8月16日;

【仙鹤股份】

9月9日,公司公开发行可转债申请获证监会审核通过;

【美凯龙】

公司控股股东红星控股质押8888.9万股,截至公告日,其累计质押12.07亿股,占公司总股本33.99%;

【顺灏股份】

1.公司控股股东顺灏投资解除质押460万股,截至公告日,其累计质押750万股,占公司总股本的0.71%;

2.泉州市安溪生态环境局责令限制公司全资子公司福建泰兴产生废水的生产工序停产整治;

【跨境通】

实际控制人杨建新质押150万股,截至公告日,其累计质押2.65亿股,约占公司总股本17.03%;

【帝欧家居】

1.公示控股股东、实际控制人陈伟、吴志雄合计解除质押1340.49万股,并质押1115万股,截至公告日,二人累计质押6722.55万股,约占公司总股本17.46%;

2.公司股东黄建起拟减持不超过500万股,不超过公司总股本的1.30%;

3.持有公司5%以上股份的股东黄建起于2019年9月5日至9月6日,通过大宗交易方式减持公司股份451.6万股,占公司总股本的1.17%,本次权益变动后,黄建起先生持有公司股份1.92亿股,成为公司持股5%以下的股东;

【浙江众成】

公司实际控制人陈大彪解除质押100股,截至公告日,其累计质押2.58亿股,占公司总股本28.46%;

【潮宏基】

股东东冠集团 3800 万股解除质押，截至公告，东冠集团持有公司 1.23 亿股，占公司总股本 13.58%；累计质押 8500 万股，占公司总股本 9.39%；

【晨光文具】

股东科迎投资、杰葵投资、董事陈湖雄、陈湖文拟通过大宗交易方式合计减持不超过 1710 万股，占公司总股本 1.86%；

【志邦家居】

1. 股东尚志有限公司于 3 月 11 日至 9 月 7 日期间，以集中竞价及大宗交易方式合计减持 490.61 万股，占公司当前总股本 2.2%，减持价格区间为 20.87-33.00 元/股，总金额 1.53 亿元；当前仍持有 942.55 万股，持股比例为 4.22%；

2. 公司拟进行限制性股票股权激励，拟授予限制性股票 129 万股，占公司股本 0.58%；本次授予为一次性授予，无预留权益，涉及对象包括程昊、蔡立军、销清平、蔡成武、周珍芝 5 人；

3. 发布股权激励计划，激励对象包括公司任职董事及高级管理人员共 5 人，授予价格为 9.65 元，本次激励的股份数量为 129 万股，占公司总股本 0.58%；

【新宏泽】

公司股东彩云投资于 8 月 30 日以平均 15.05 元/股减持 61.68 万股，本次股份减持计划数量过半，减持后共持有 1156 万股，占公司总股本的 7.23%；

【威华股份】

减持时间过半，公司股东李晓奇累计减持 468.67 万股，约占公司总股本 0.88%；

【盈趣科技】

1. 公司股东惠椿投资拟通过集中竞价方式减持不超过 750 万股，约占公司总股本 1.64%；

2. 截至 8 月 31 日，公司累计回购 270.75 万股，约占公司总股本 0.59%，回购金额为 1.01 亿元；

【周大生】

公司回购注销限制性股票 4.93 万股，占公司总股本 0.01%，占公司第一期限限制性股票激励计划首次授予总数 0.44%；

【索菲亚】

截至 8 月 31 日，公司累计回购 1105.63 万股，约占公司总股本 1.20%，回购金额为 2.05 亿元；

【山鹰纸业】

3. 截至 8 月 31 日，公司累计回购 6630.33 万股，约占公司总股本 1.45%，回购金额为 2.3 亿元；

【永新股份】

截至 8 月 31 日，公司累计回购 1080.68 万股，约占公司总股本 2.15%，回购金额为 7501.41 万元；

【冠豪高新】

截至 8 月 31 日,公司累计回购 1345.49 万股,约占公司总股本 1.06%,回购金额为 5000.92 万元;

【岳阳林纸】

截至 8 月 31 日,公司累计回购 2590.47 万股,约占公司总股本 1.85%,回购金额为 1.2 亿元;

【易尚展示】

1.截至 8 月 30 日,公司累计回购 64.8 万股,约占公司总股本 0.42%,回购金额为 1497.82 万元;

2.公司股东刘梦龙、王震强、彭康鑫、招瑞远、钟添华拟合计减持不超过 337.95 万股,不超过公司总股本的 2.19%;

3.截至 9 月 7 日公司已回购股份 64.8 万股,占公司总股本 0.42%,最低成交价 21.82 元/股,最高成交价 24.80 元/股,回购总成交金额约 1497.82 万;

【鸿博股份】

1.公司回购注销 140.8 万股,占回购前公司总股本 0.28%,回购完成后公司总股本由 5 亿股变动为 4.98 亿股;

2.公司财务总监周美妹因个人原因辞职;

3.公司拟解除限售的 535.71 万股(占公司总股本 1.07%)将于 9 月 16 日上市流通;

4.公司拟以 4000-8000 万元人民币回购 391.39-782.78 万股,约占公司总股本 0.79%-1.57%;

【姚记科技】

1.截至 8 月 31 日,公司累计回购 141.92 万股,占公司总股本 0.36%,回购金额为 1499.64 万元;

2.公司股东姚文琛于 9 月 3 日以平均 11.06 元/股减持 263.72 万股,减持后其共持有 4070.4 万股,占公司总股本的 10.22%;

3.公司控股股东李松于 9 月 3 日质押 1080 万股,截至公告日,其累计质押 1080 万股,占公司总股本的 52.04%;

4.公司确认 68 万份股票期权注销完成;

【安妮股份】

因北京畅元国讯科技未完成 2018 年业绩承诺,2018 年度应补偿的 1219.6 万股将由公司以 1 元的价格进行回购注销,回购注销完成后,公司总股本将由 6 亿股减至 5.87 亿股,注册资本将由 6 亿元减至 5.87 亿元;

【尚品宅配】

公司 2017 年限制性股票激励计划第二个限售期的 128.36 万股将于 9 月 10 日解除限售上市流通,占公司总股本的 0.65%;

【永辉超市】

公司 2017 年限制性股票激励计划授予的限制性股票 6164 万股将于 9 月 11 日解锁并上市流通；

【开润股份】

公司拟解锁 2017 年股权激励计划限制性股票 23.13 万股，占公司总股本 0.11%，本次解除限售涉及 114 人；同时对 10 名因离职而不具备激励资格的 10.21 万股进行回购注销；

【盛通股份】

公司拟解锁 2017 年股权激励计划限制性股票 226.16 万股，占公司总股本 0.41%；本次解除限售涉及股东 148 人，拟上市流通日期为 9 月 16 日；

【美利云】

公司任命杨奎毅为公司第八届监事会职工代表监事；

【爱婴室】

公司于 9 月 3 日向激励对象 82 人授予预留部分限制性股票 40 万股，每股价格 19.65 元，占公司总股本的 0.39%；

【好太太】

公司于 9 月 9 日收到上交所关于 2019 年半年报审核问询函；

【永吉股份】

公司已确认入围“云南中烟印刷类烟用材料打样及制作供应”招标项目；

【宜华生活】

公司股东宜华集团所持有的 2.85 亿股被轮候冻结，冻结期限为 3 年，占公司总股本的 19.22%；

6. 核心标的估值更新

表 8: 相关标的核心推荐逻辑及盈利预测

行业	简称	核心推荐逻辑	市值 (亿元)	EPS (2019E)	PE (2019E)
	顾家家居 603816.SH	国内休闲沙发绝对龙头，管理制度优异，创新能力缔造品牌护城河。未来看内生渠道下沉，以及外延扩品类、扩品牌。	218.27	1.88	19.28
软体	敏华控股 1999.HK	国内功能沙发绝对龙头，打造类可口可乐极致单品，产品、技术、规模优势明显。国内功能沙发渗透率提升空间大。	173.20	0.387001358	11.71
	梦百合 603313.SH	中国记忆棉床品最佳推广者，零压房创新渠道提升消费者教育，海外布局完备，受益于贸易摩擦带来的集中度提升	51.93	1.53	10.60
	欧派家居 603833.SH	公司是定制家居超级航母，品类布局领先行业。18 年将扩充卫浴、木门等品类，工程收入突破值得期待。	508.01	4.5	26.87
定制	尚品宅配 300616.SZ	渠道布局模式独特，O2O 引流效率显著。加盟渠道开拓力道强劲，门店潜力释放可期。产能扩张完善全国布局，竞争力加强支撑长期增长。	174.44	2.91	30.17
	索菲亚 002572.SZ	2017 年公司经营战略与市场情况出现偏差，随着战略调整到位，渠道持续加码，大家居概念落地，公司 2018 年稳定增长态势可期。	174.16	1.20	15.72
	好莱客 603898.SH	公司升级数字化、精细化运营，推进全渠道、全品类大家居模式，公司经营质量有望持续提升。在龙头公司中市值较小，弹性更足。	47.90	1.35	11.46
包装	吉宏股份 002803.SZ	公司是快消品包装龙头，QSR 包装精准卡位限塑大趋势，跨境电商业务瞄准东南亚蓝海市场，二维码营销赋能包装，成长空间巨大。	51.95	1.42	16.44
	劲嘉股份 002191.SZ	国内烟标龙头，与五粮液合资设立子公司，行业地位持续提升；电子烟业务与中烟深度绑定，有望引领行业发展。	163.77	0.61	18.33
	太阳纸业 002078.SZ	高纸浆自给率，确保公司成本优势，充分受益终端涨价。2018 年公司集中产能投放，业绩增量贡献可期。	218.73	0.82	10.29
	晨鸣纸业 000488.SZ	木浆自给率高，为 73.11%，成本优势明显。公司作为纸浆龙头，将深刻受益全球浆价高位紧平衡。文化纸 Q2 迎来需求旺季，叠加原材料价格有力支撑，公司将受益于终端涨价。	122.14	0.83	6.13
造纸	山鹰纸业 600567.SH	行业箱板瓦楞新增产能低于预期，价格得以支撑。外废进口政策趋紧，公司拥有全球废纸回收网络，并自备电厂，成本端优势明显。产能扩张回归主业，联盛纸业并表有望增厚业绩。	150.84	0.68	4.84
	玖龙纸业 2689.HK	箱板瓦楞行业龙头，自备电厂，外废配额向龙头集中，成本优势明显，产能扩张步伐加快。	323.29	1.27	5.43
	理文造纸 2314.HK	箱板瓦楞行业龙头，自备电厂，外废配额向龙头集中，成本优势明显。布局纸巾行业。	205.13	1.02	4.60

资料来源：长城证券研究所整理（注：暂未覆盖的股票 EPS 预测来自于 Wind 一致预测）

7. 风险提示

原材料价格快速上涨或下跌；环保政策放松；地产调控超预期，景气度下滑。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>