

## 精装潮（四）

### 竣工修复全装加速，关注滞涨工程单标的

#### 核心观点：

##### ● 地产竣工反弹有望持续，滞涨全装修标的有望受益

2018年11月以来，地产龙头企业融资成本下降融资规模扩大，竣工增速修复有望持续，交付时点有望提前。此外，全装政策有望加码，《住宅项目规范（征求意见稿）》规定城镇新建住宅应全装修交付，相比过去2020年30%的目标有较大提升，全装修中的主要家具部品：卫浴、木门、橱柜、地板的工程单企业有望受益。全装修公司（惠达卫浴、大亚圣象、皮阿诺）前期涨幅落后大盘，绝对估值较低，受益于全装修推进加速。

**近期行业观点：**建议关注全装修强相关标的，关注软体家居成本下降带动的超预期机会，依然看好前期推荐的烟标龙头与包装行业利润修复，关注MSCI中轻工行业成分股：欧派家居、晨光文具、索菲亚、太阳纸业、山鹰纸业、奥瑞金。

##### ● 行业数据更新

**家居：**上游原材料中，板材周度价格起伏不一，五金价格周度微涨；2018年商品房销售面积、新开工面积等均有上扬，累计同比分别增长1.30%、17.20%，商品房竣工面积累计同比下降7.80%，12月单月竣工同比增速转正，为5.8%。家具行业12月零售额累计同比增长9.80%，A股家具公司中，索菲亚、尚品宅配、顾家家居、欧派家居P/E均从历史低点附近开始震荡回升。

**造纸：**包装纸价格涨势延续，文化纸关注提价函落地情况。原材料方面，下游原纸涨价函落实情况不明朗，木浆原料刚需补库；固废报纸供需格局改观不大，价格整体稳定。成品纸方面，文化印刷纸大厂发布提价函，本周市场交投相对平稳，厂家出货基本正常，价格低位盘整；包装纸价格涨势延续，瓦楞及箱板纸市场交投活跃度下降，短期内需求未见利好出现。

**包装及文娱：**部分原材料价格有所回升。从价格周环比看，瓦楞纸3485.00元/吨，环比增长1.09%；箱板纸4325.00元/吨，环比增长0.58%；双胶纸5825.00元/吨，环比增长0.22%。

##### ● 资本运作跟踪

2月23日至3月1日：群兴玩具变更香港全资子公司名称为桥头堡科技创新服务集团有限公司并增加注册资本661万美元；金牌厨柜股份回购金额已达到回购金额下限，回购期限已届满，本次回购股份方案实施完毕。

##### ● 风险提示

数据存在滞后；地产持续低迷，家居竞争更激烈；造纸需求下滑超预期，供给大量释放；包装成本下滑中小企业复苏，经济下行外包量减少。

#### 行业评级

买入

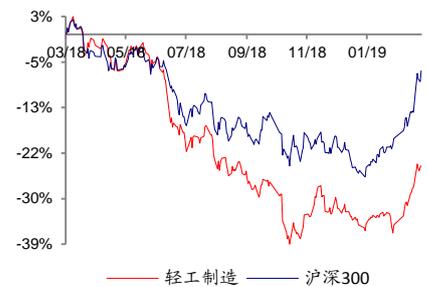
前次评级

买入

报告日期

2019-03-04

#### 相对市场表现



分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

定制家具行业：首战即决战， 2019-02-24

定制家具 315 促销的背后

轻工制造行业：烟草专题：全球视野观察，下行周期具韧性，成长节奏看创新 2019-02-18

定制家具行业：新时代需新体系，拐点孕育新机遇

定制家具行业：新时代需新体系，拐点孕育新机遇 2019-02-13

联系人：陆逸 021-60750604

gluyi@gf.com.cn

联系人：徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价(元)	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/1	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
惠达卫浴	603385.SH	买入	人民币	10.16	-	0.68	0.78	14.9	13.0	8.7	7.5	7.70%	8.20%
大亚圣象	000910.SZ	买入	人民币	13.38	-	1.49	1.79	9.0	7.5	4.2	2.6	18.50%	18.40%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、竣工反弹全装加速，关注全装修滞涨弹性标的.....	6
二、行业数据跟踪.....	14
2.1 家居板块：板材价格涨跌不一，周度商品房销售回暖.....	14
2.2 造纸板块：包装纸价格涨势延续，文化纸关注提价函落地情况.....	18
2.3 包装文娱板块：部分纸包原材料价格持续回升.....	22
三、板块资本运作.....	28
风险提示.....	30

## 图表索引

图 1: 房企债务融资成本在 18 年 11 月开始边际下行 .....	6
图 2: 18 年 11 月以来 A 股房企单月融资规模大幅提升 .....	6
图 3: 18 年房企信用债规模提升, 19 年 1 月规模创新高 .....	6
图 4: 近期主要是短融以及 ABS 发行规模提升显著 .....	6
图 5: 地产销售面积及竣工面积 .....	7
图 6: 碧桂园——产业链模式 .....	9
图 7: 中国恒大——集中采购模式 .....	10
图 8: 开发商+住宅工业化企业合作模式 .....	10
图 9: 全装修市场中卫浴及基础建材产品集中度较高 (2017 年) .....	11
图 10: 供应商评分体系 .....	12
图 11: 中纤板价格指数 .....	14
图 12: 刨花板价格指数 .....	14
图 13: 细木工板价格指数 .....	14
图 14: 指接板价格指数 .....	14
图 15: 五金材料价格指数 .....	15
图 16: 五金零部件价格指数 .....	15
图 17: 4 大一线城市周成交 .....	15
图 18: 13 个二线城市周成交 .....	15
图 19: 23 个三线城市周成交 .....	16
图 20: 2 大一线城市周成交 .....	16
图 21: 11 个二三线城市周成交 .....	16
图 22: 13 城市二手房周成交 .....	16
图 23: 家具行业零售额及同比 .....	16
图 24: 家具行业出口额及同比 .....	16
图 25: 商品房销售面积及同比 .....	17
图 26: 商品房销售额及增速 .....	17
图 27: 购置土地面积及同比 .....	17
图 28: 商品房新开工面积及同比 .....	17
图 29: 商品房施工面积及同比 .....	17
图 30: 商品房竣工面积及同比 .....	17
图 31: 国外家具公司 PE (TTM) (单位: 倍) .....	18
图 32: 国内家具公司 PE (TTM) (单位: 倍) .....	18
图 33: 国外家具公司 PS (TTM) (单位: 倍) .....	18
图 34: 国内家具公司 PS (TTM) (单位: 倍) .....	18
图 35: 废纸价格反弹后回落 (元/吨) .....	19
图 36: 纸浆价格小幅攀升 (元/吨) .....	20
图 37: 1 月底纸浆港口库存量维持高位 .....	20
图 38: 溶解浆价格走势图 (元/吨) .....	20
图 39: 包装纸价格走势图 (元/吨) .....	21

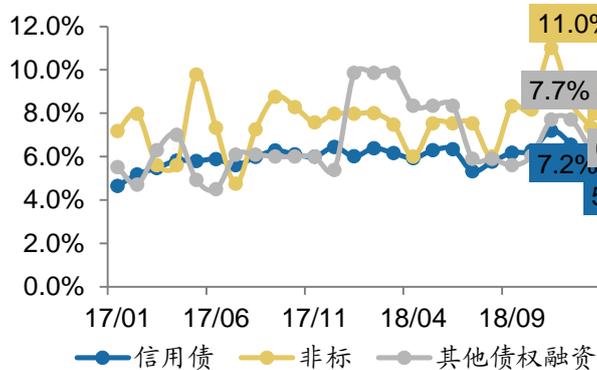
图 40: 包装纸库存量 (千吨)	21
图 41: 主要文化纸价格底部企稳 (元/吨)	22
图 42: 生活用纸价格走势 (元/吨)	22
图 43: 社会零售总额: 当月值	23
图 44: 社会零售总额: 累计值	23
图 45: 白酒产量	23
图 46: 啤酒产量	23
图 47: 软饮料产量	23
图 48: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)	23
图 49: 烟草产量	24
图 50: 烟草销量结构占比	24
图 51: 卷烟工商库存	24
图 52: 卷烟商业库存	24
图 53: 消费电子—智能手机	25
图 54: 消费电子—平板电脑	25
图 55: 消费电子—PC	25
图 56: 消费电子总出货量—3C	25
图 57: 家电—空调产量	25
图 58: 家电—家用冰箱产量	25
图 59: 包装原材料价格—纸类	26
图 60: 包装原材料价格—塑料	26
图 61: 包装原材料价格—金属 (镀锡板卷)	26
图 62: 包装原材料价格—玻璃	26
图 63: 文具办公用品零售额累计值	27
图 64: 文具办公用品零售额单月值	27
表 1: 住房从竣工到交付要经历的流程	7
表 2: 全装修市场细分子行业规模测算	8
表 3: 全装修的实施模式可分为: 产业链模式、常规合作模式、以及开发商+住宅合作化企业的新型合作模式	11
表 4: 全装修市场各部品 Top3 品牌市占率 (2017 年)	12
表 5: 全装滞涨弹性标的主要情况	13
表 6: 公司股份回购	28
表 7: 公司股权质押	28
表 8: 公司股权解除质押	28
表 9: 公司对外投资	29
表 10: 公司公告增、减持进度	29

## 一、竣工反弹全装加速，关注全装修滞涨弹性标的

滞涨反弹的全装修标的核心逻辑如下：（1）地产龙头融资困境有所缓解，交付低迷现状有望持续性改善，竣工销售缺口有望加速弥合；（2）《住宅项目规范（征求意见稿）》规定城镇新建住宅应全装修交付，相比于住建部2017年提出到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%，政策要求进一步加速；（3）工程订单招标投标重心重质量更甚于价格，中标历史重要性高，中短期内工程格局难有变化；（4）精选估值低涨幅小，零售端预期受损小的全装标的组合，建议关注。以下是逻辑的详细展开。

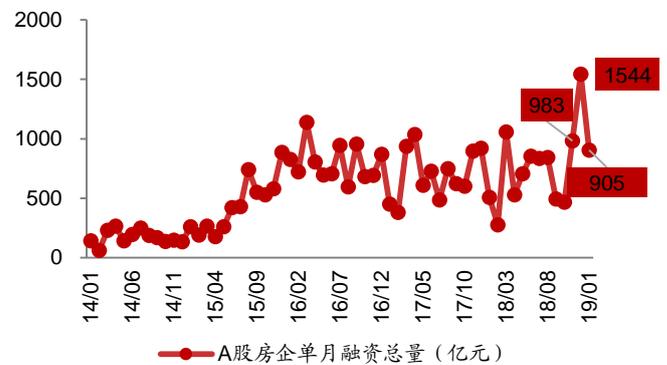
地产龙头融资困境有望缓解，销售资金周转更加顺畅。根据广发证券地产组观点，房企债务融资成本在2018年11月开始边际下行，且单月融资规模大幅上升，信用债发行规模1月创新高。站在地产企业资金周转总视角观察，其销售资金周转有望更为通畅。

图 1：房企债务融资成本在 18 年 11 月开始边际下行



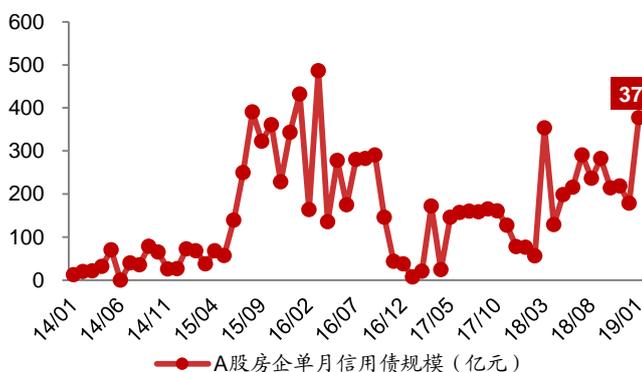
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心、地产研究团队根据相关融资公告整理

图 2：18 年 11 月以来 A 股房企单月融资规模大幅提升



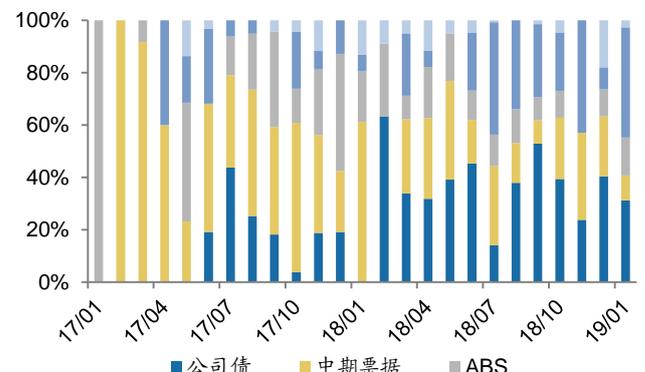
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心、地产研究团队根据相关融资公告整理

图 3：18 年房企信用债规模提升，19 年 1 月规模创新高



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心、地产研究团队根据相关融资公告整理

图 4：近期主要是短融以及 ABS 发行规模提升显著

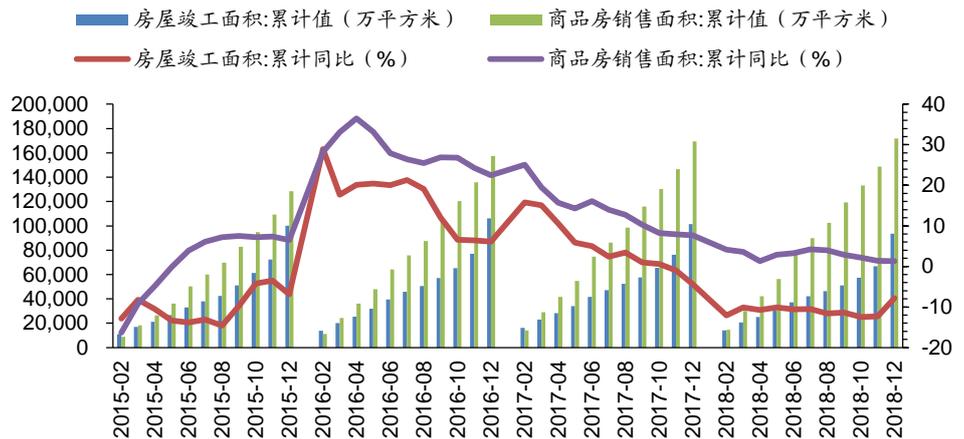


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心、地产研究团队根据相关融资公告整理

销售与竣工裂口有望加速弥合，拖延交付有望得以缓解。销售资金周转的通畅

有助于更多楼盘在售楼合同约定的销售时点后的2年左右完成法定竣工，并降低从竣工到交付的拖延期，因为房子在竣工后，还有室外管网、燃气、水电的接入，小区的道路、绿化，一般需要3~5个月才可以交房，开发商因资金不足而延期交房经常会在交付端做文章，在预售合同上注明购房者普遍关注的竣工日期，而不注明交付日期，从而为自己的交房根据资金周转情况预留现金流弹性。当销售现金流好转后，从竣工到交付的时间有望得到收窄，2018年12月单月竣工面积已经开始出现反弹迹象。

图5：地产销售面积及竣工面积



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表1：住房从竣工到交付要经历的流程

流程	具体事项
竣工五方主体质量验收	由建设单位牵头组织设计单位、勘察单位、监理单位、施工单位共五方主体对所建房屋进行质量验收。
质监站验收	由地方质监部门建设单位所建房屋进行竣工验收。
专项验收	规划、绿化、消防、环保、交警、防雷、人防、卫生、土地复核验收。
资料归档和竣工验收备案	将之前全部验收证明文件交由档案馆归档，将资料提交到建委备案。
物业管理用房、社区配套用房确认	物业管理用房在缴纳了物业维修基金和工程保修金后可以在房管局进行移交确认。
各专业管线专项确认	对工程实施期间的自来水、电力、燃气、邮政、电信、数字电视、网通进行确认。
配套公建验收	由建委组织房管、街道、建设单位、城管办、物业公司进行公建验收。
房产初始登记	完成以上全部工作后，可在房管局进行房产初始登记工作。

数据来源：奥维云网（AVC）监测数据、广发证券发展研究中心

《住宅项目规范（征求意见稿）》规定城镇新建住宅应全装修交付，政策有望进一步加速。住建部在2017年印发的建筑业十三五规划中提出到2020年，新开工全装修成品住宅面积占比达到30%，装配式建筑面积达到15%。而本次2019年2月15日的《住宅项目规范（征求意见稿）》中规定城镇信件住宅建筑应全装修交付，户内和公共部位所有功能空间的固定面和管线应全部铺装或粉刷完成；给排水、燃

气、照明、供电等系统及厨卫基本设施应安装到位。按照报告《精装潮之空间篇：精装潮起客流分化，家具定量影响几何》的测算，2020年全装修面积达到30%时，核心全装修家居部品的规模有望达到：橱柜87亿，木门66亿，卫浴87亿，地板41亿。如果假设《住宅项目规范》最终开始适用于2020年的新建住宅，则核心部品的市场空间有望为初始测算的3倍以上，未来2年行业空间弹性可观。

**表 2：全装修市场细分子行业规模测算**

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
橱柜市场规模(亿元)	70	65	75	82	87
YoY		-7.3%	15.0%	8.6%	7.3%
木门市场规模(亿元)	42	41	50	58	66
YoY		-4.0%	22.5%	15.7%	14.9%
卫浴市场规模(亿元)	73	66	75	81	87
YoY		-10.4%	14.4%	8.1%	7.3%
地板市场规模(亿元)	26	24	30	35	41
YoY		-8.4%	24.1%	16.9%	16.0%

数据来源：奥维云网（AVC）监测数据、广发证券发展研究中心

注：具体测算参见我们先前发布的报告《精装潮系列之空间篇：精装潮起客流分化，家具定量影响几何》

### 1、全（精）装修实施模式大致分为产业链模式、常规合作模式、开发商+住宅合作化企业的新型合作模式

目前全装修的实施模式大致可分为：产业链模式、常规合作模式、以及开发商+住宅合作化企业的新型合作模式。区分不同模式的关键点在于房地产商是否负责统一采购材料、开发商是否负责选择部品供应商。

#### （1）产业链模式：开发商构建一条龙服务链

产业链模式是指开发商属下子公司负责设计、材料采购、配置采购以及装修实施，具有一条龙服务产业链。采用这种模式的开发商，其供应链往往是高度垂直一体化。一条龙的开发模式几乎覆盖了房地产开发的所有环节，包括项目定位、设计、建筑、装修、建材、营销和物业管理等。该模式通过攫取产业链条各环节的利润实现成本领先，提高盈利水平。在保障利益的同时，高度自主化也在各个环节中提升了开发速度，保障了质量控制。

以碧桂园为例，碧桂园以“一条龙”开发模式覆盖了房地产开发的所有环节。首先，碧桂园将设计环节合理前置，加快了房产开发进程。公司在四五线城市普遍推行“456策略”，即4个月开盘、5.5个月资金回正、6个月资金再次周转。公司具体的方式是，在项目选址、土地收购阶段，设计师、工程师就介入进行初步研究设计，在与政府谈判过程中，针对项目地点、市场前景等因素进行完善设计，等到获得土地使用权后，往往项目设计基本完成，从而能够迅速开工。另外，在该模式下，碧桂园的大多数部品订单都有集团内相应子公司供应，当生产能力无法实现、或产能不足等情况下会分出订单给体系外部品商。

图6: 碧桂园——产业链模式



数据来源: 明源地产研究院、广发证券发展研究中心

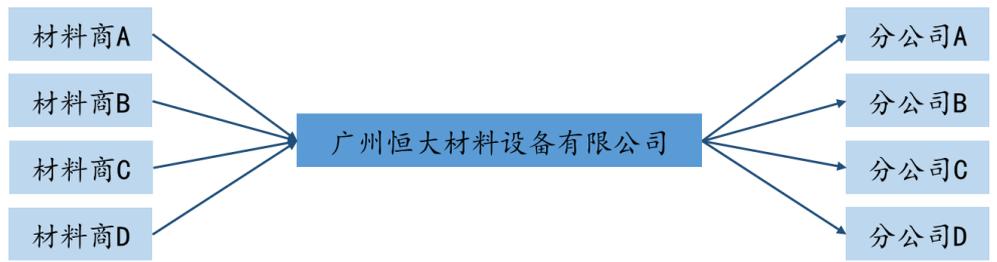
但是产业链上下游整合的方式对企业管理能力具有巨大的挑战,并不是所有的企业都有能力进行产业链整合。如果企业的管理水平没有达到一定的高度而进行产业链的整合,就容易带来管理混乱、扯皮严重、纠缠不清、得不偿失的问题。同时房地产商自身过于庞大的规模也会限制其单位供应与服务能力,使得其效率很难超越专业化分工协作下的水平。

## (2) 常规合作模式: 设计、装修施工外包, 与部品供应商达成长期战略合作

常规合作模式是指开发商将设计、装修施工等全面外包,通过公开招标,委托装修公司进行设计和装修的实施,与材料供应商、家电供应商(主要是厨卫供应商)达成战略性长期合作关系,采用此种模式的是万科A(000002.SZ)等大部分开发商。供应商与地产商的合作一般分为战略合作和项目合作,开发商的采购模式也分为集中采购和项目采购;如今的开发商,特别是龙头开发商,多采用集中采购的方式,项目采购应用较少。在选择合作供应商时,地产商会对供应商的性价比、品牌、价格定位等进行综合的评比,根据不同楼盘定位从合作品牌中进行招标。

中国恒大(03333.HK)是国内较早与行业上下游企业建立战略合作的房企。在2007年中国恒大即组建了专门负责材料采购的材料设备公司,在成本控制、工期保障与质量控制方面发挥了极大的作用。首先,中国恒大每年下半年进行年度招标,引入供应商良性竞争来实现成本控制,公司建立价低者多得的份额分配机制。其次,公司滚动测算施工现场的材料用量、评估供应商的供货能力,从而对供应商产能合理分配区域和供应链,且公司通过监测备料、生产、发货情况,对供货完成进行考核。最后,公司建立了核心战略合作伙伴机制,与供应商维持长期稳定的合作,成立部门专门负责维护供应商信息、供应商关系。

图7：中国恒大——集中采购模式



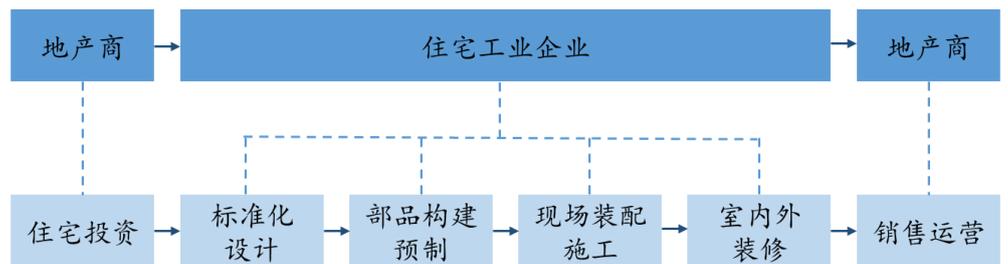
数据来源：明源地产研究院、广发证券发展研究中心

同样采用常规合作模式的开发商还有万科A（000002.SZ）。万科的集中采购始于2001年，近20年的积淀让万科在供应链管理上积累了丰富的资源和经验。公司内部倡导“不唯最低价中标、追求最优性价比”，而公司对性价比的追求得以实现，在于万科拥有行业领先的标准开发能力和标准定制能力。万科的招标分为技术标和经济标，首先在技术标中，对不同元器件的构成进行相应的评测和分析，挑选出在成本构成、主要元器件及核心作用三个指标上都领先的企业，再开经济标，在经济标和技术标的综合评比下得到最优性价比，以最有性价比作为选择供应商最根本的依据，达到抵制恶意报价、追求最高性价比的目的。

### （3）新型合作模式：开发商+住宅工业化企业

产业链模式与常规合作模式都存在其缺点，新的合作模式开始萌生并发展。开发商还采用与住宅工业化企业达成合作的模式，由住宅工业化企业整体负责装修事宜，包括土建、设计、装修乃至材料（家电配套）供应，全程负责，一条龙服务。住宅工业化以其工期短、人工少、能耗低等优点被认为将是建筑业的朝阳产业，其核心优势有两点，首先是降低人工成本，其次是缩短工期。

图8：开发商+住宅工业化企业合作模式



数据来源：明源地产研究院、广发证券发展研究中心

表 3: 全装修的实施模式可分为: 产业链模式、常规合作模式、以及开发商+住宅合作化企业的新型合作模式

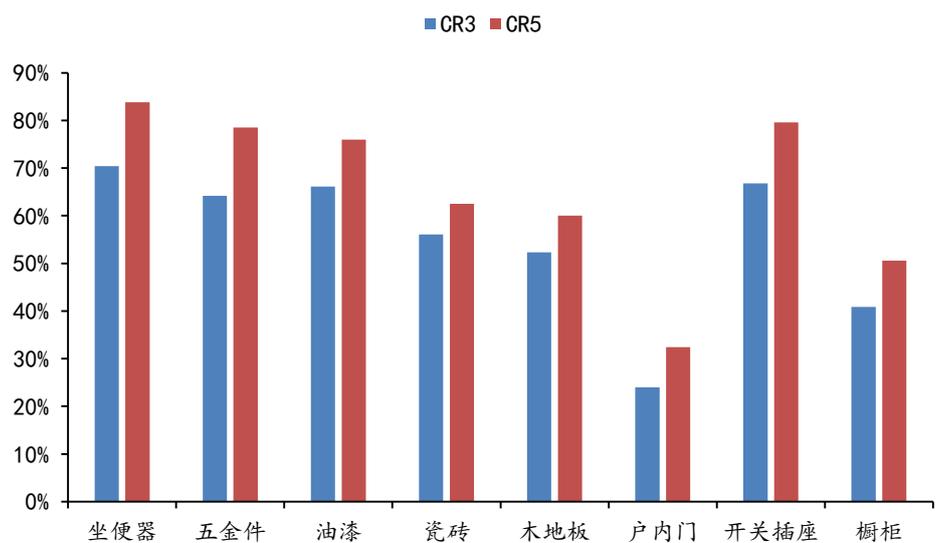
模式	核心内容	优点	缺点
产业链模式	地产开发商构建一条龙服务链, 负责设计、材料采购、配置采购以及装修实施	成本低、利润空间大、竞争力强	企业资金要求大
常规合作模式	地产开发商将设计、装修施工等全面外包, 与材料供应商、家电供应商达成战略	成本较低	环节繁琐
新型合作模式	与住宅工业化企业达成合作, 由住宅工业化企业整体负责装修事宜	环节简单	失去部分产业链上的附加价值

数据来源: 全装联、广发证券发展研究中心

住宅工业化虽然受到各类内外因素制约, 但是被普遍认为是未来长期发展的大趋势。住宅工业化对于材料、设备的要求较高, 而相比于工业化设备和建筑材料而言, 国内人工成本更为便宜。如果建筑构件难以形成规模化生产, 加上额外的研发费用、运输费用, 项目总体成本还是高于传统的施工方式。因此住宅工业化在国内尚属于发展培育阶段, 其材料采购成本、所需技术人员人工成本还相对较高, 加上无行业标准、生产规模较小等原因, 这个产业迟迟难以大面积推动。尽管住宅工业化受到内外因素制约, 但如果解决了建立行业标准, 政府资金支持等问题, 住宅工业化规模将有条件迅速扩张。而随着工业化施工规模扩大, 采购成本和技术人工将逐步降低, 工业化工期短、人工少、能耗低等优点将得到体现。业内普遍认同“住宅工业化是未来建筑产业趋势”。

目前大多数开放商都采用常规合作模式, 未来随着地产商供应链管理能力的提升、产业链一体化的发展、以及对装配式建筑的推动, 预计开发商构建一条龙服务链、与开发商+住宅工业化企业合作的模式或将推广开来。

图9: 全装修市场中卫浴及基础建材产品集中度较高 (2017年)



数据来源: 奥维云网 (AVC) 监测数据、广发证券发展研究中心

表4: 全装修市场各部品Top3品牌市占率 (2017年)

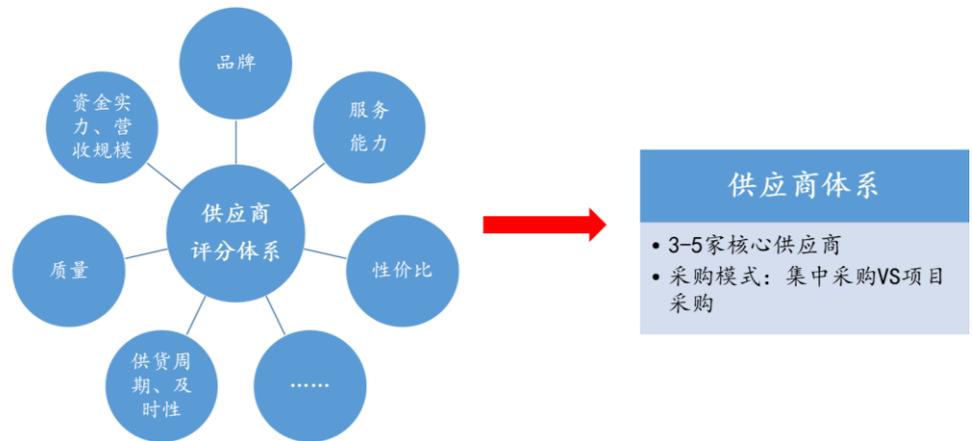
	第一大	第二大	第三大
坐便器	40.6%	19.9%	9.9%
五金件	28.2%	23.9%	12.1%
油漆	39.0%	19.2%	7.9%
瓷砖	27.0%	15.5%	13.6%
木地板	21.90%	37.70%	2.60%
户内门	9.4%	7.5%	7.1%

数据来源: 奥维云网数据监测、广发证券发展研究中心

## 2、地产商选择部品商最看重的三个指标是: 供货能力、品牌价值、性价比

地产商招标供应商时最看重的三个指标: 供货能力 (供应链能力和终端服务能力)、品牌价值、性价比 (成本的竞争力)。首先, 供货能力是开发商进行战略合作或长期合作的重要标准, 包括供货周期、供应的及时性、整个供应体系的完整性、终端服务的能力等等。其次, 地产商会重视供应商的品牌价值、公司规模, 首选行业内的一些知名品牌、TOP品牌, 优先进入供应商体系。精装修房最终还是要交付到消费者手中, 因此能够赢得消费者认可的品牌价值依然重要。此外, 产品质量、性价比等也是开发商的重要考量因素。每一个开发商自身都会有一套评分体系, 每一年或者最长两年时间对供应商的各方面能力进行考评, 以检验是否满足供货周期、及时性、服务、性价比等等指标要求。

图10: 供应商评分体系



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

地产商每年初根据上一年服务水平向供应商分配区域、项目及工程量, 负面事件将影响评级进而导致供应商项目量的下降, 一般核心供应商3-5家。地产商从年初就向招标的供应商分配区域、项目、工程量, 分配的依据为供应商上一年度的服务水平, 包括交期、终端服务的质量。从这两个维度对供应商进行评价, 如果供应商的产能、服务都没有问题, 可以增加分配给该供应商的项目量; 如果对供应商的考量不够理想, 会减少分配给该供应商的项目量。在工程的进行中, 常常出现不可控因素, 如果出现负面事件, 开发商对供应商的评级会下降, 进而减少该供应商下一年度的项目量。

### 3、投资建议

精选绝对估值低涨幅小，零售端受损预期较小的全装修标的组合，建议重点关注。相比零售业务为主的龙头白马公司，存量规模较小而增量主要依靠工程单的全装家具公司值得重点关注，这些公司的共同特点是：（1）前期受竣工数据较差与零售消费估值溢价影响，绝对估值较为便宜，涨幅相对大盘不多；（2）因为零售业务占比较低或工程单与零售单净利率差别不大，零售业务受全装修影响相对有限；（3）在 B 端有清晰的主导型清晰的战略规划，具备较高的成长潜力。

**主要标的：木门相关标的，惠达卫浴，大亚圣象，皮阿诺**

表5：全装滞涨弹性标的主要情况

代码	简称	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	PE_TTM (x)	工程单收入占比	主要大客户
000910	大亚圣象	51.10 (2018Q1-3)	4.42 (2018Q1-3)	10.0	-	万科地产、保利地产、中海、碧桂园、中国恒大等
603385	惠达卫浴	21.60 (2018Q1-3)	2.00 (2018Q1-3)	15.1	11.04% (2016)	碧桂园、龙湖地产、保利地产等
002853	皮阿诺	11.10 (2018)	1.42 (2018)	21.0	13.37% (2016)	中国恒大、万科地产等

数据来源：各公司半年报/年报、招股说明书、广发证券发展研究中心

注：PE\_TTM根据3月1日最新收盘价计算得到

关于全装修产业链的详细逻辑与历史报告，参见团队的精装潮三篇系列报告：

《精装潮系列报告之政策篇：各地全装修政策密集推出，执行细节仍需完善》、《精装潮系列之变革篇：全装修重构家居生态链，与狼共舞成为常态》、《精装潮系列之空间篇：精装潮起客流分化，家具定量影响几何》。

**惠达卫浴参见我们去年发布的深度报告：《惠达卫浴：传统卫浴龙头“整装”待发》。****惠达卫浴核心逻辑：**1、整装卫浴产业发展具备“天时”、“地利”、“人和”条件。1)“天时”条件：政府政策导向。国家各项政策对城镇新建住宅应全装修交付比例持续提升，整装卫浴业务有望受益于国家全装修发展趋势。2)“地利”条件：卫浴产品技术成熟且覆盖卫生间装修所有环节。公司是住建部认定为第一批装配式建筑产业基地的企业之一，卫生间内涉及的大部分部品公司均可自行生产，成立大客户部对接地产工程客户开发性价比更高的产品，品类配套便捷。3)“人和”条件：引进苏州科逸前高管成立惠达住工，专业人才助力整装发展。根据公司2018年6月5日公告《对外投资暨关联交易进展公告》，公司成立惠达住工，首期产能预计2019年5月投产。2、公司注重持续研发投入，智能卫浴产品与麦格米特合作打开销售市场，智能马桶一体机整合公司优秀卫生陶瓷生产工艺，借助麦格米特在智能家居产品研发、生产和销售等优势，有望快速打开终端销售局面。3、传统零售渠道加密下沉。2018年公司对线下门店进行全面整合，涉及到老店的关闭和重新装修、空白市场新店的增加，未来一二线城市将以建设体验馆方式增强品牌影响力，三四五线城市继续下沉提升覆盖率。

## 二、行业数据跟踪

### 2.1 家居板块：板材价格涨跌不一，周度商品房销售回暖

#### 2.1.1 上游原材料价格跟踪

**板材价格周度涨跌不一。**本周刨花板、指接板价格上涨，中纤板、细木工板价格下滑；从同比波动上看，中纤板和指接板价格上涨，其余同比下跌。其中，中纤板价格指数为 1,797.51，环比下降 2.94%；刨花板价格指数为 1,110.88，环比上涨 0.08%；细木工板价格指数为 920.04，环比下降 2.81%；指接板价格指数为 844.18，环比上涨 1.23%。

图 11：中纤板价格指数



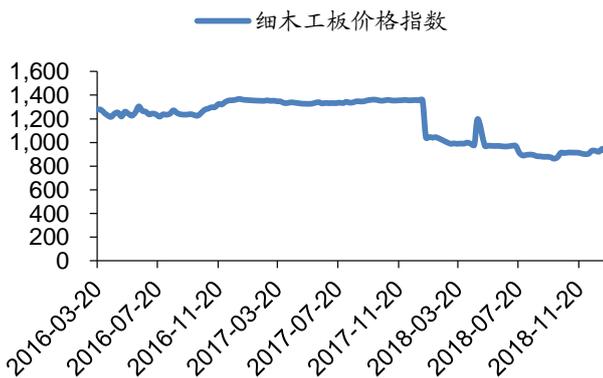
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 12：刨花板价格指数



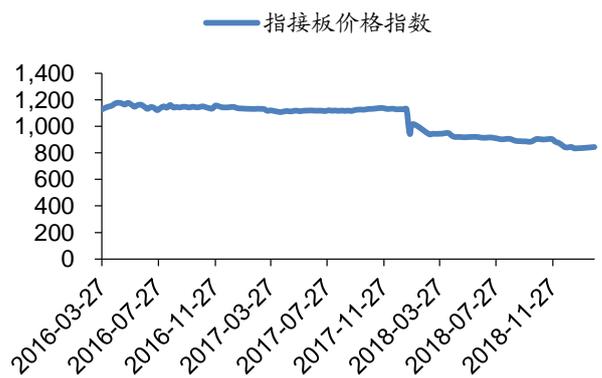
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 13：细木工板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

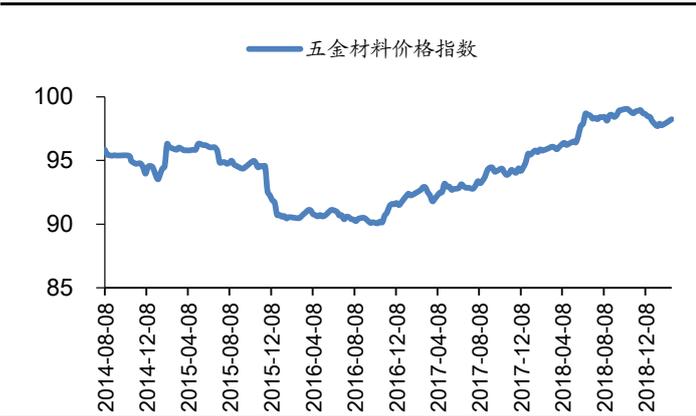
图 14：指接板价格指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

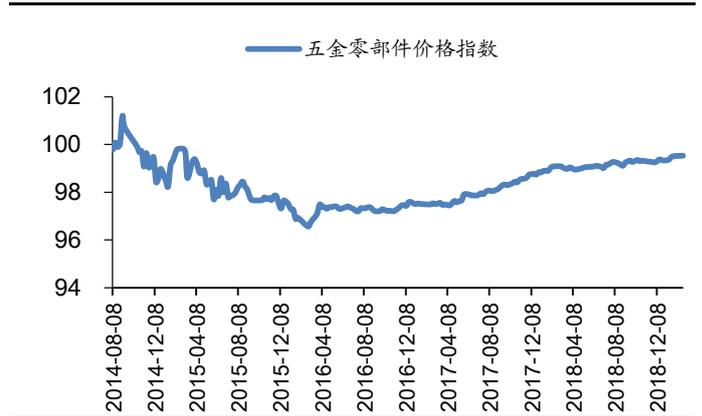
**五金价格周度微涨。**本周五金材料与五金零部件价格微涨；五金材料价格指数为 98.23，环比上涨 0.48%；五金零部件价格指数为 99.53，环比上涨 0.02%。

图15: 五金材料价格指数



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 五金零部件价格指数

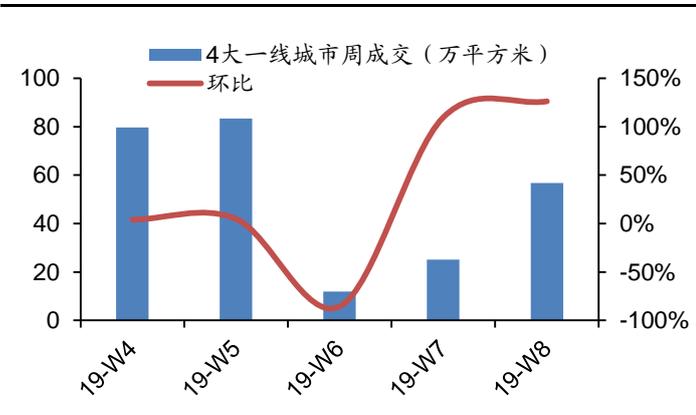


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.1.2 下游需求跟踪

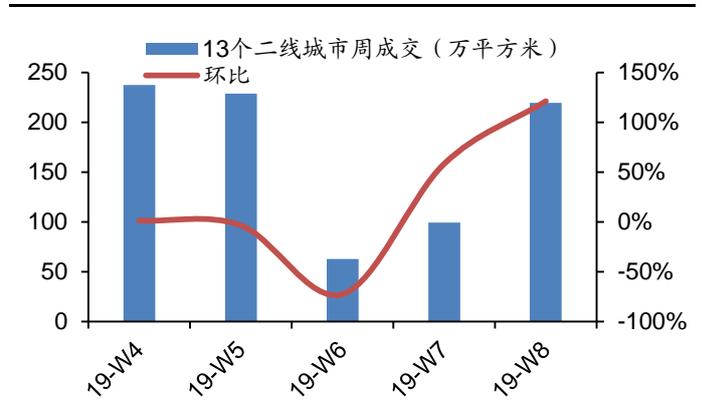
周度新房销售环比上升，二手房需求回暖。新房成交面积周环比上升116.93%，一二三线城市新房成交量均出现大幅上扬，其中一线城市环比上升126.26%，二线城市环比上升121.10%，三线城市环比上升107.76%；二手房成交量出现较大幅度上扬，环比上升82.59%，其中一线城市环比上升105.51%，二三线城市环比上升74.41%。

图17: 4大一线城市周成交



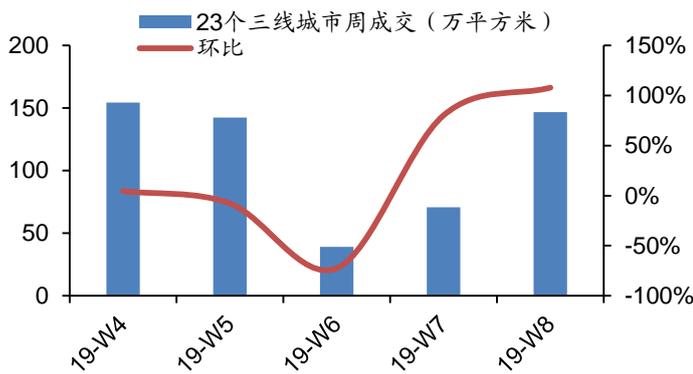
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图18: 13个二线城市周成交



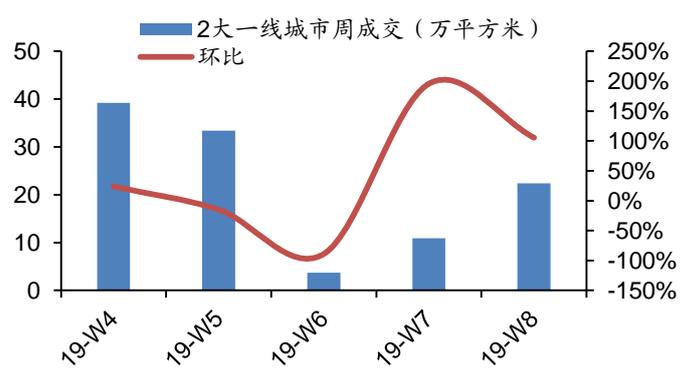
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 23个三线城市周成交



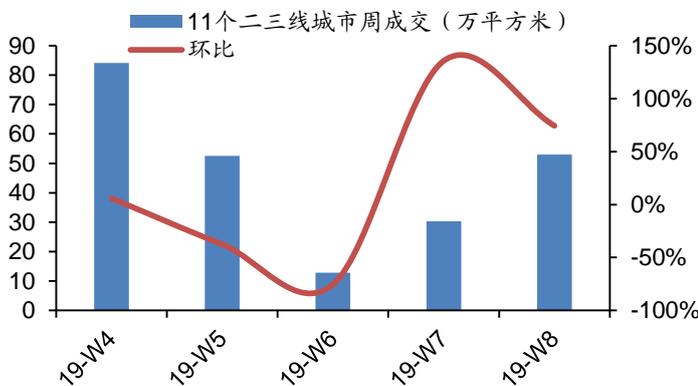
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图20: 2大一线城市周成交



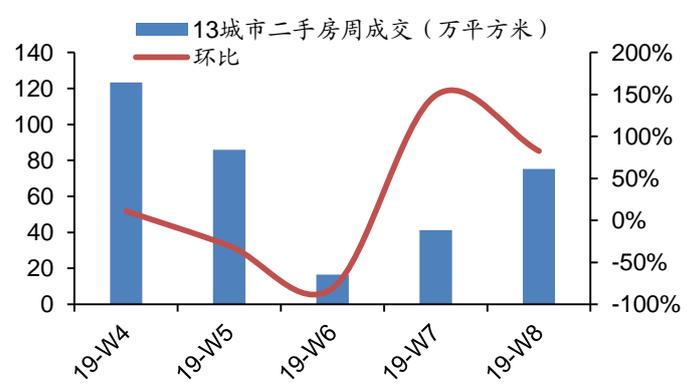
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: 11个二三线城市周成交



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图22: 13城市二手房周成交

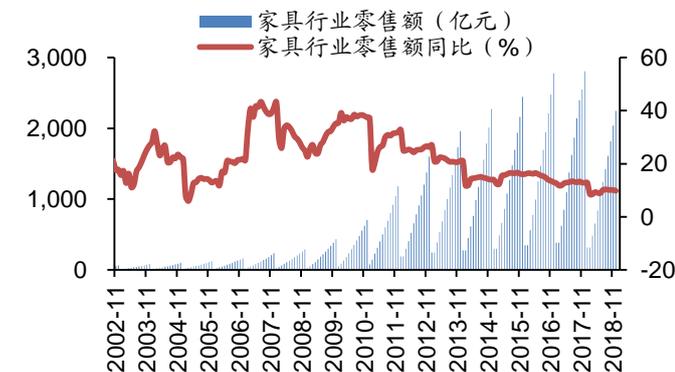


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.1.3家具月度数据

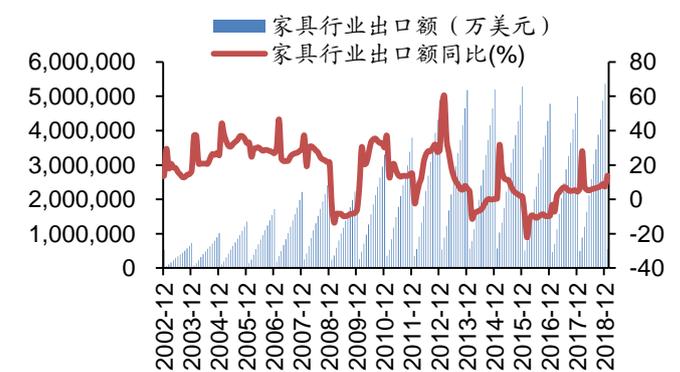
12月家具行业零售环比回升，1月出口额累计环比下降。12月数据显示，家具行业零售额累计同比增长9.80%，环比提升10.20%；1月数据显示，出口额累计同比增长13.80%，环比下降89.70%。

图23: 家具行业零售额及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

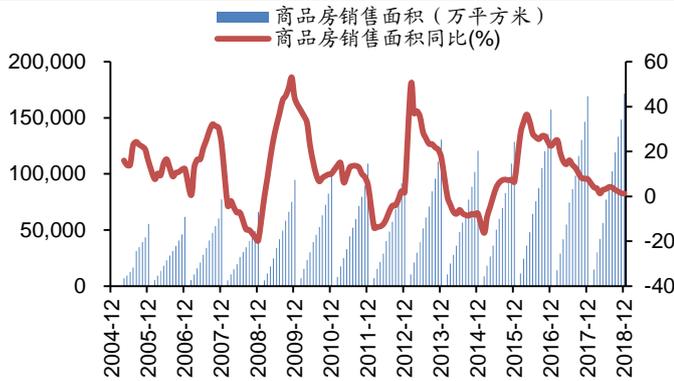
图24: 家具行业出口额及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

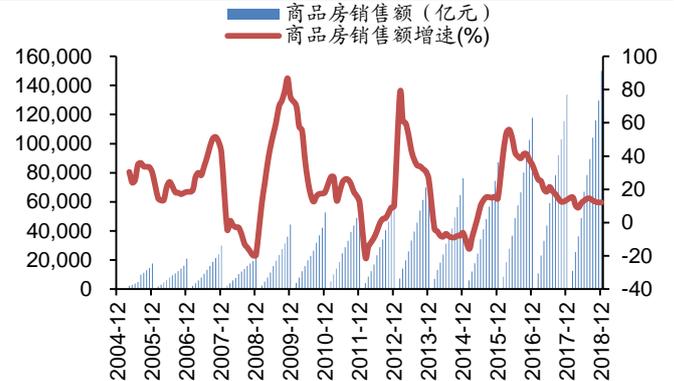
**12月商品房销售面积累计同比增长1.30%。**12月数据显示，商品房销售面积累计同比增长1.30%，商品房销售额累计同比增长12.20%，购置土地面积累计同比增长14.20%，商品房新开工面积累计同比增长17.20%，商品房施工面积累计同比增长5.20%，商品房竣工面积累计同比下降7.80%。

图25: 商品房销售面积及同比



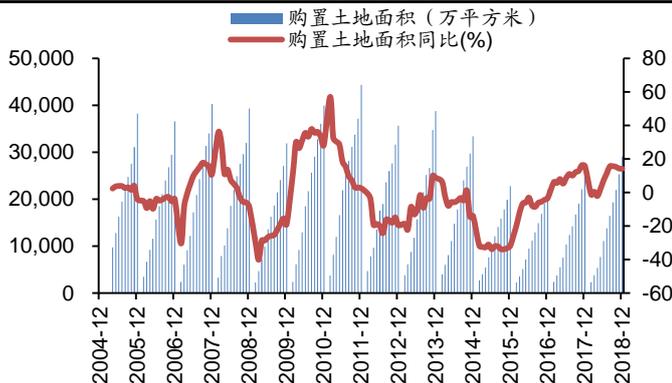
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图26: 商品房销售额及增速



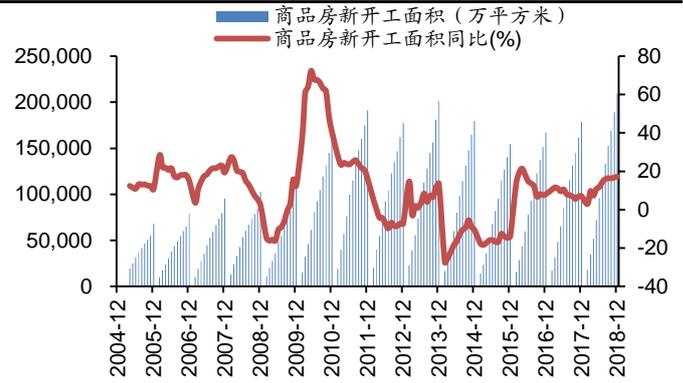
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 购置土地面积及同比



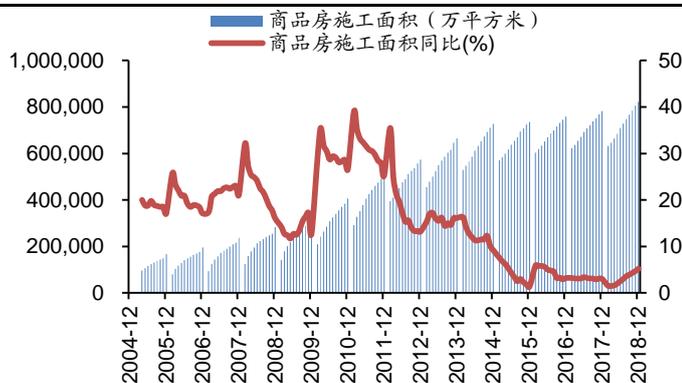
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图28: 商品房新开工面积及同比



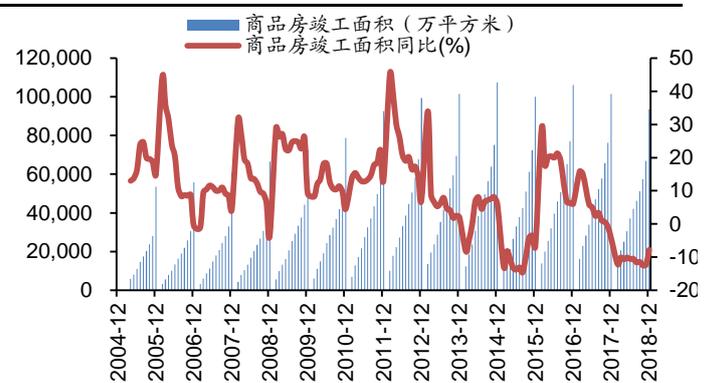
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图29: 商品房施工面积及同比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图30: 商品房竣工面积及同比

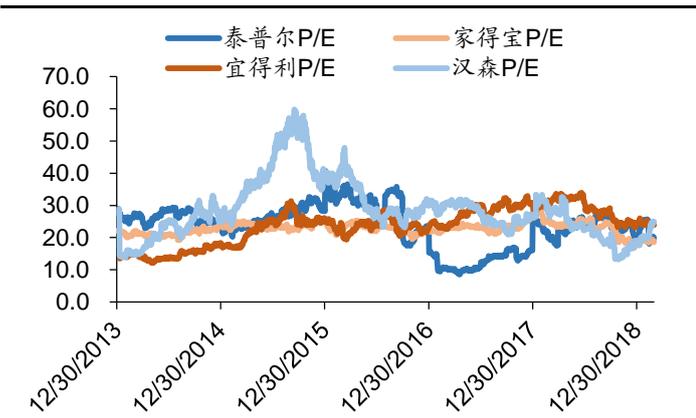


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.1.4 海内外家具公司估值对比

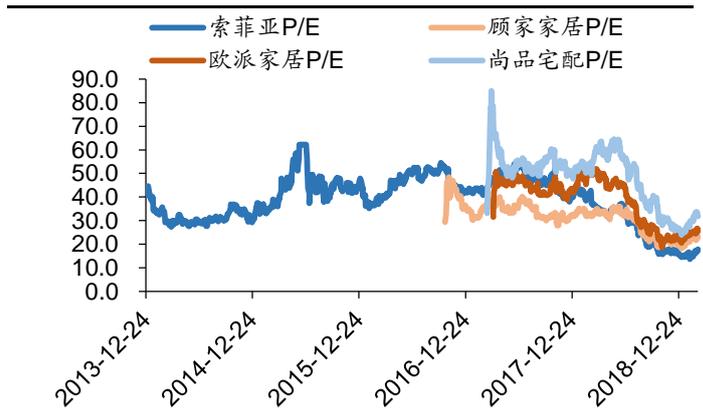
**海内外公司估值对比：**海外公司中，泰普尔与汉森P/E趋势向上，宜得利和家得宝的P/E处于震荡区间；A股家具公司中，索菲亚、尚品宅配、顾家家居、欧派家居P/E均从历史低点附近开始震荡回升。海外4家公司P/S分化较大，A股家具公司P/S走势趋同。其中，截止2019年2月28日，泰普尔PE为19.94x，PS为1.16x；家得宝PE为18.69x，PS为1.94x；汉森PE为24.86x，PS为0.82x；截止2019年3月1日，宜得利PE为24.09x，PS为2.62x。（本段估值指标均采用TTM方式）

图31: 国外家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



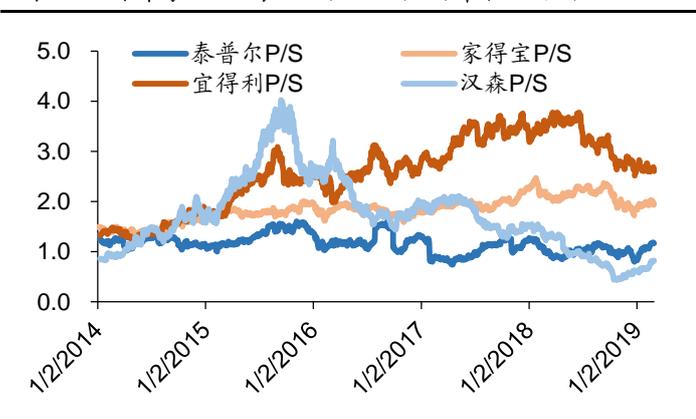
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图32: 国内家具公司PE (TTM) (单位: 倍)



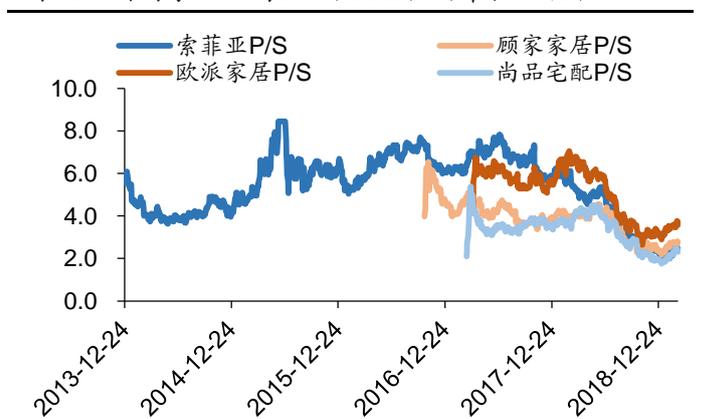
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 国外家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图34: 国内家具公司PS (TTM) (单位: 倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 2.2 造纸板块: 包装纸价格涨势延续, 文化纸关注提价函落地情况

**总体需求：**上周（本2.2章节内上周均指2月23日至3月1日）瓦楞及箱板纸市场交投活跃度下降，短期内需求及废纸价格未见利好出现；文化印刷纸市场交投相对平稳，厂家出货基本正常，价格低位盘整；生活用纸市场价格整体平稳，河北地区于上周领涨全国纸价后，因终端需求整体较弱，下游客户观望为主，纸价趋于平稳；国废黄板纸价格冲高后普遍下跌，国废书本纸整体稳定，个别纸厂有涨跌调整，国废报纸供需格局改观不大，价格整体稳定，个别有小幅涨跌调整；纸浆需求

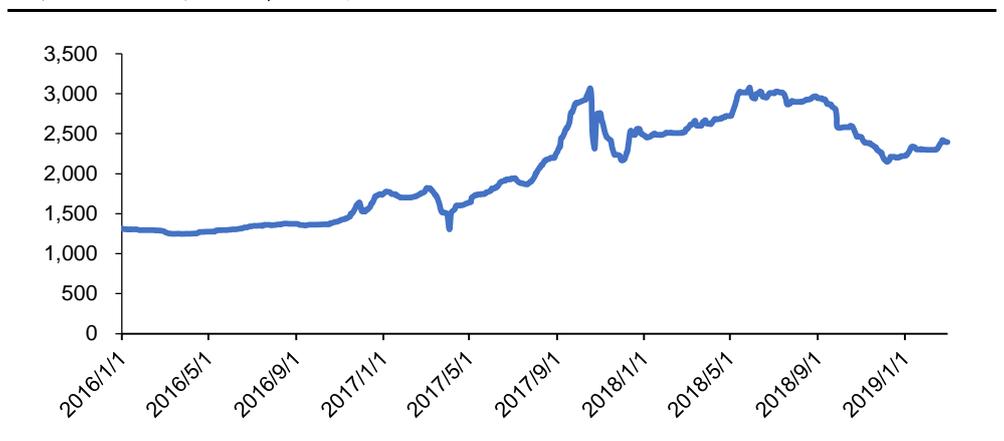
方面，下游原纸涨价函落实情况不明朗，业者原料刚需补库。

### 2.2.1 上游价格跟踪

**废纸：外废市场延续弱势表现，部分外废品种价格继续下探。**受中国需求减弱影响，美废12#回落至155美元/吨。由于中国进口商出价较低，日废招标再度流标。而目前日本CCIC检查混乱，对国内进口日废也形成一定影响。欧废、美废出口到中国的价格已与出口到其他国家的价格基本一致，且考虑到CCIC费用较高，商检周期较长等因素，废纸出口中国的意愿降低。

根据卓创数据，上周国废黄板纸周均价为2245元/吨，环比上涨4.01%，同比上涨2.14%；国废书页纸周均价为2296元/吨，环比微跌0.09%，同比下跌19.89%；国废报纸周均价为2968元/吨，环比微涨0.24%，同比下跌2.69%。

图35：废纸价格反弹后回落（元/吨）



资料来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

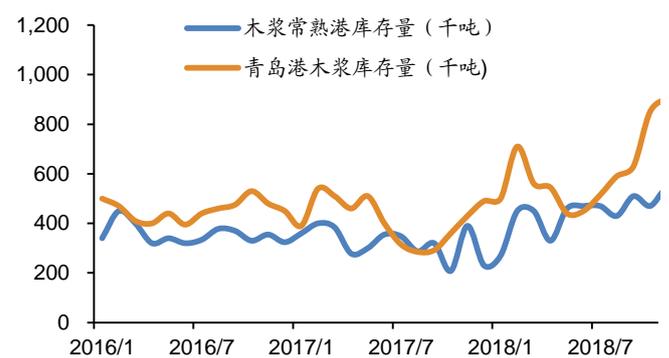
**纸浆：现货价格小幅攀升。**卓创资讯数据显示，截至2月28日，进口针叶浆周均价5752元/吨，较前一周上升50元/吨，环比上升0.88%；较去年同期下降998元/吨，同比下降14.79%。进口阔叶浆周均价5615元/吨，较前一周上升52元/吨，环比上升0.93%；较去年同期上升20元/吨，同比上升0.36%。进口本色浆周均价5909元/吨，较前一周下降22元/吨，环比下降0.37%；较去年同期下降1473元/吨，同比下降19.95%。进口化机浆周均价4633元/吨，较前一周上升8元/吨，环比上升0.17%；较去年同期下降250元/吨，同比下降5.12%。

图36: 纸浆价格小幅攀升 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

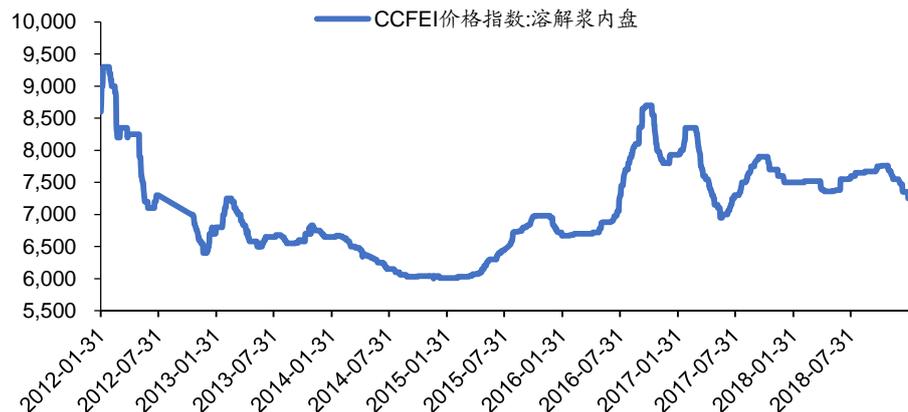
图37: 1月底纸浆港口库存量维持高位



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

**溶解浆: 内盘价格持续走低。**截至2019年2月28日溶解浆内盘CCFEI价格为7200元/吨, 较去年同期下跌4.00%。

图38: 溶解浆价格走势图 (元/吨)



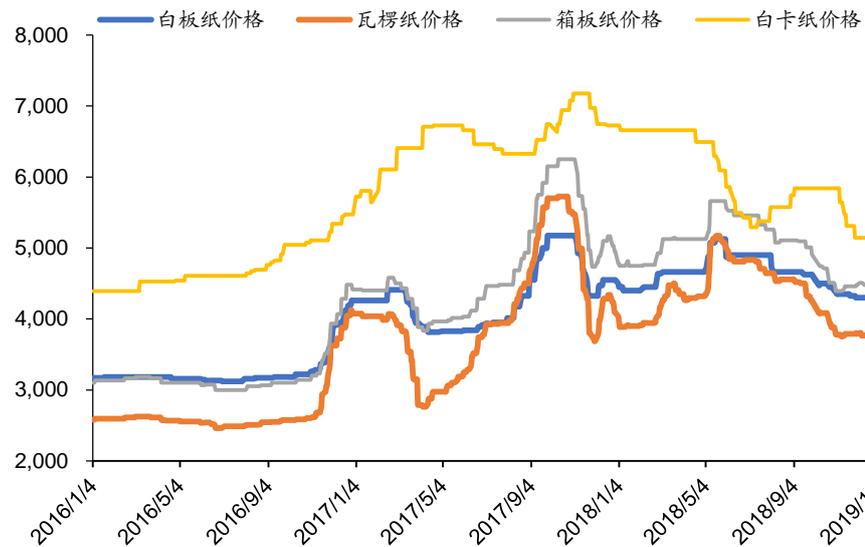
资料来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

## 2.2.2 主要纸品价格跟踪

**包装纸: 价格涨势延续。**上周瓦楞纸市场主流维稳运行, 卓创资讯瓦楞纸均价3928元/吨, 环比涨0.85%, 同比下滑3.01%。从企业价格来看, 规模纸企继续上调50元/吨, 而中小纸企跟涨有限。市场交投气氛趋于平淡, 因原料废纸价格连续下滑, 导致成本面利好支撑减弱, 市场观望情绪渐起。周内纸企接单明显放缓, 当前下游订单不足, 受到废纸价格下滑影响, 采购热情进一步降温。多数中小纸企库存暂无明显压力, 因此对外报价坚挺, 个别根据订单执行50-100元/吨优惠政策;

**白板纸涨势放缓, 部分厂家上调50-100元/吨。**截止到2月28日, A级250g灰底白板纸含税均价4413元/吨, 环比上涨0.57%, 同比下降2.50%。江苏、山东、天津个别纸厂继续上调50元/吨, 浙江个别纸厂上调100元/吨, 华中、西南白板纸市场维稳, 纸厂产销平稳。经销商报价稳中上调50-100元/吨, 大部分销售平淡, 观望为主。

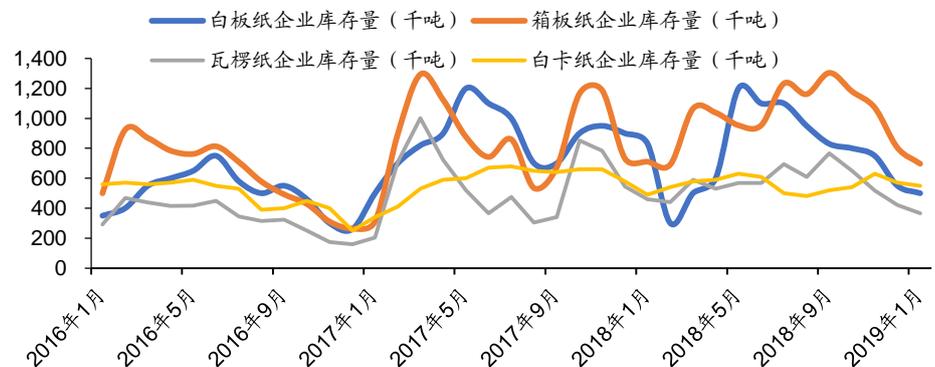
图39: 包装纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

卓创资讯数据显示, 上周白板纸库存依旧呈增加趋势, 白卡纸库存稳中上升, 瓦楞、箱板纸库存小幅增加。截止2019年1月, 白板纸企业库存量500.00千吨, 箱板纸企业库存量696.84千吨, 瓦楞纸企业库存量365.79千吨, 白卡纸企业库存量550千吨。

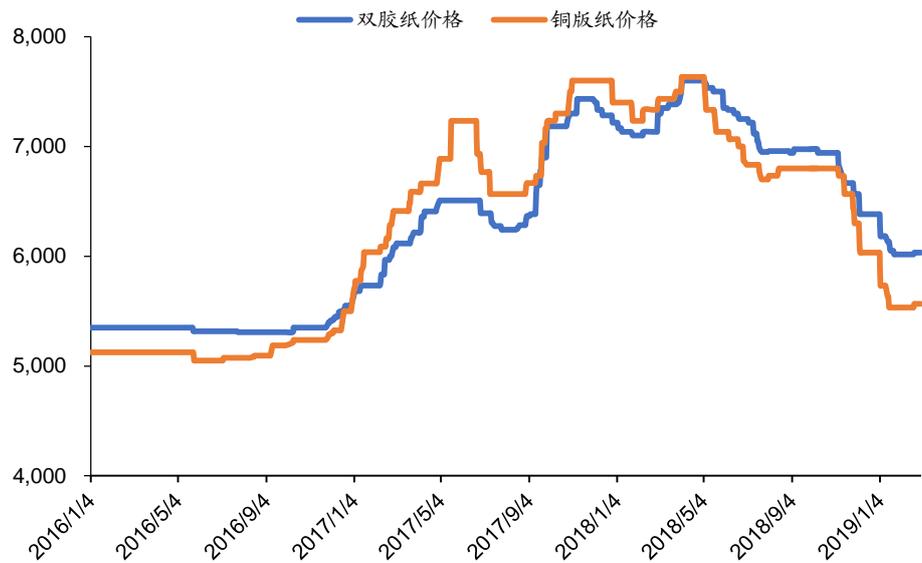
图40: 包装纸库存量 (千吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

**文化纸: 关注3月份涨价函执行情况。**根据卓创资讯数据, 上周铜版纸均价5475元/吨, 环比持平, 同比下降23.16%; 双胶纸均价5850元/吨, 环比持平, 同比下降18.38%; 新闻纸均价6100元/吨, 环比持平; 复印纸均价为5500元/吨, 环比持平; 轻型纸均价为6100元/吨, 环比持平; 书写纸均价为5400元/吨, 环比持平。

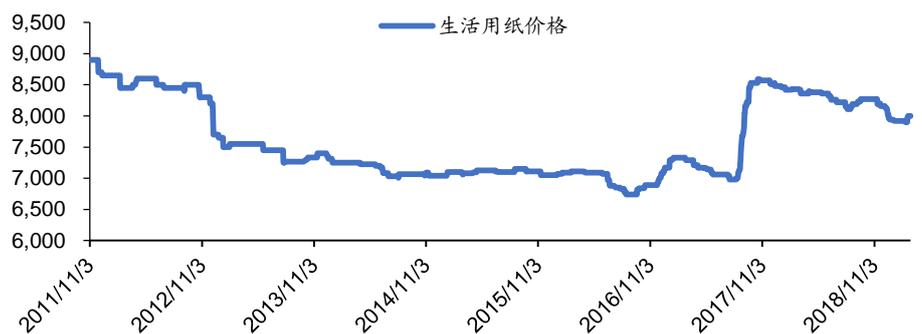
图41: 主要文化纸价格底部企稳 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

**生活用纸:** 上周生活用纸市场价格整体平稳, 河北地区于上周领涨全国纸价后, 因终端需求整体一般, 下游客户观望为主, 纸价趋于平稳。山东地区喷浆木浆大轴厂提未税主流报价7400元/吨; 河北地区喷浆木浆大轴厂提未税主流成交报价7350元/吨; 广西地区甘蔗浆大轴厂提含税主流报价6550元/吨; 川内本色竹浆大轴厂提含税主流成交报价7650元/吨。各地纸价均与上周持平。据卓创资讯监测数据显示, 本周生活用纸均价上升7元/吨至7238元/吨, 环比上升0.1%; 同比下降530元/吨, 跌幅6.82%。

图42: 生活用纸价格走势 (元/吨)



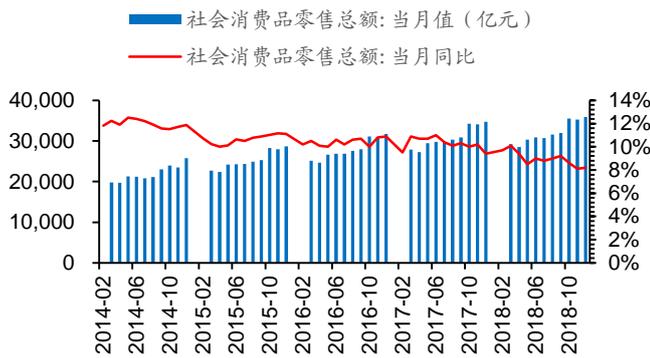
资料来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

## 2.3 包装文娱板块: 部分纸包原材料价格持续回升

### 2.3.1 下游需求跟踪

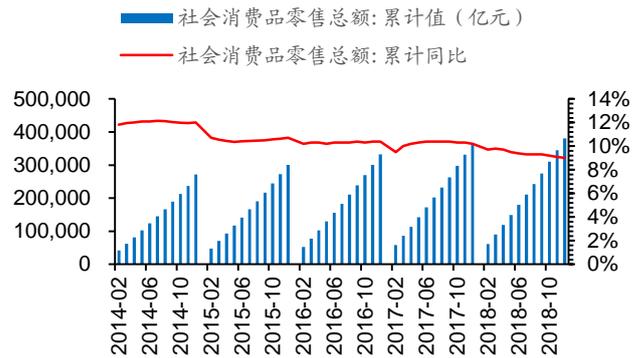
**总体需求情况:** 根据国家统计局数据, 2018年12月社会零售总额35893.5亿元, 同比增长8.2%, 前值35259.7亿元; 2018年全年社会零售总额380986.9亿元, 同比增长9.0%, 前值366261.6亿元。

图43: 社会零售总额: 当月值



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图44: 社会零售总额: 累计值



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

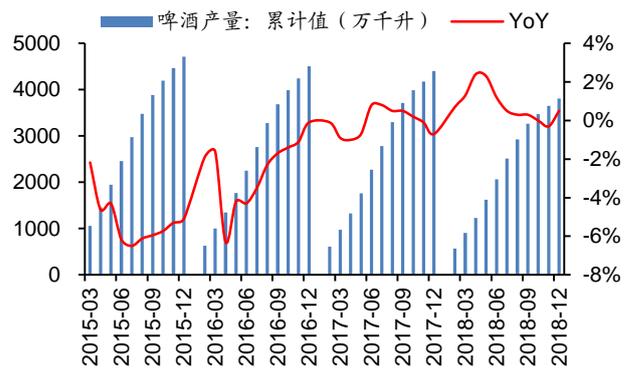
**食品饮料-烟酒:** 根据国家统计局数据, 白酒、啤酒产量大幅下滑。2018年12月, 白酒当月产量为68.97万千升, 环比下滑7.22%, 同比下滑17.03%; 啤酒当月产量为160.1万千升, 环比下滑9.9%, 同比下滑29.19%; 软饮料当月产量为1273.2万千升, 环比增长38.54%, 同比增长26.15%。

图45: 白酒产量



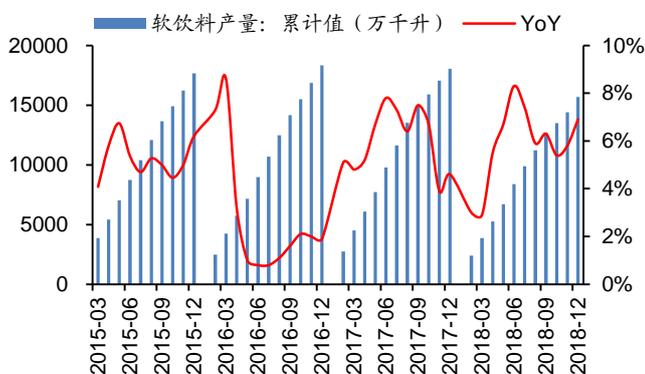
数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图46: 啤酒产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图47: 软饮料产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图48: 食品饮料总产量 (白酒+啤酒+软饮料)

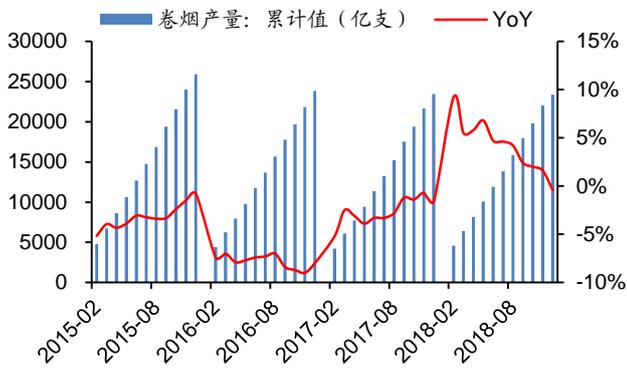


数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

**烟草需求结构跟踪:** 烟草去库存卓有成效, 景气复苏、中高端化趋势持续。根

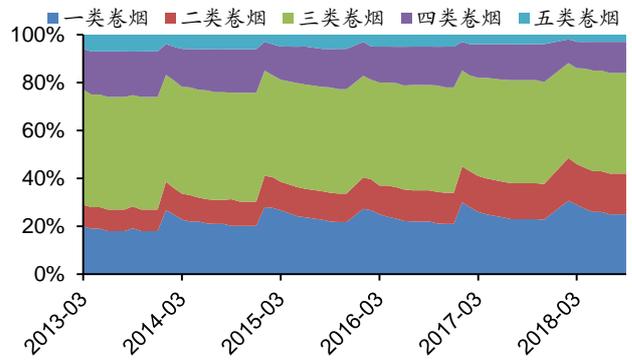
据烟草专卖局、烟草在线数据，2018年12月，烟草当月产量2228亿支，环比增长22.10%，同比下跌1.65%。2018年9月，单箱烟草销售收入为32.3千元，环比增长4.92%；烟草销售以三类以上卷烟为主，一二类卷烟销量占比保持稳定，延续销售中高端化趋势。2018年9月，卷烟工商库存415.4万箱，环比下跌2.28%，下跌趋势有所收窄；卷烟商业库存234.6万箱，环比上涨5.57%。

图49: 烟草产量



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图50: 烟草销量结构占比



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图51: 卷烟工商库存



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

图52: 卷烟商业库存



数据来源: Wind、烟草在线、广发证券发展研究中心

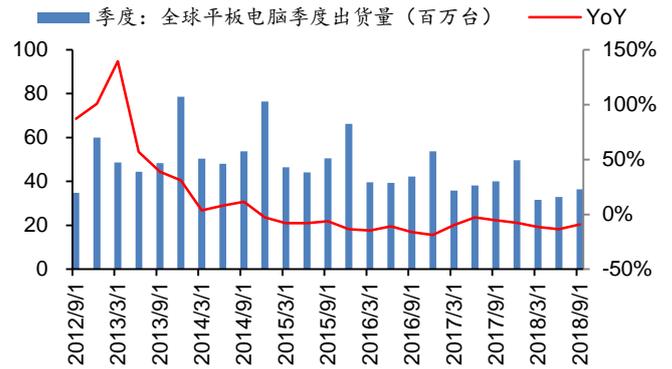
**消费电子:** 3C出货量同比下跌趋势未改。根据Wind数据，2018Q4全球智能手机产量为375.4百万部，同比下滑4.9%；2018Q3平板电脑产量为36.4百万部，同比下滑9.0%；2018Q4 PC产量为68.13百万部，同比下滑3%。

图53: 消费电子—智能手机



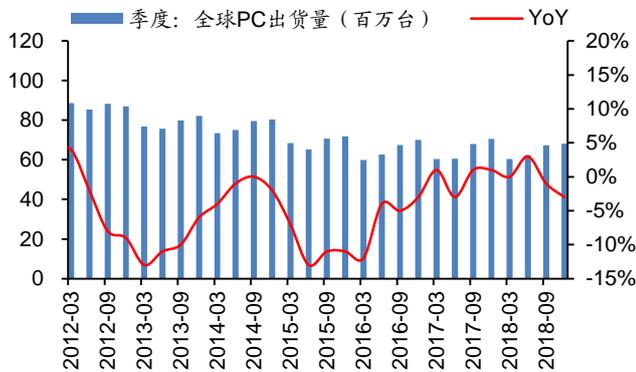
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图54: 消费电子—平板电脑



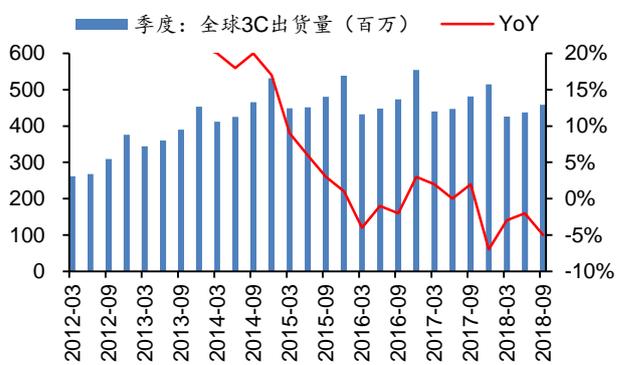
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图55: 消费电子—PC



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图56: 消费电子总出货量—3C



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

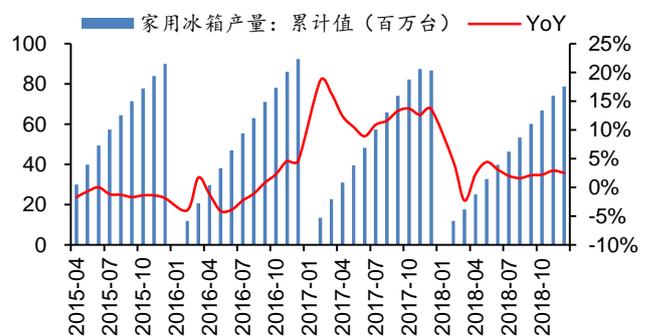
**家电:** 彩电、冰箱、空调2018年全年产量均同比增长良好。根据国家统计局数据,截止2018年12月,我国彩电产量累计值为203.82百万台,同比增长14.6%;家用冰箱产量累计值为78.77百万台,同比增长2.5%;家用空调产量累计值为204.86百万台,同比增长10.0%。

图57: 家电—空调产量



数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

图58: 家电—家用冰箱产量

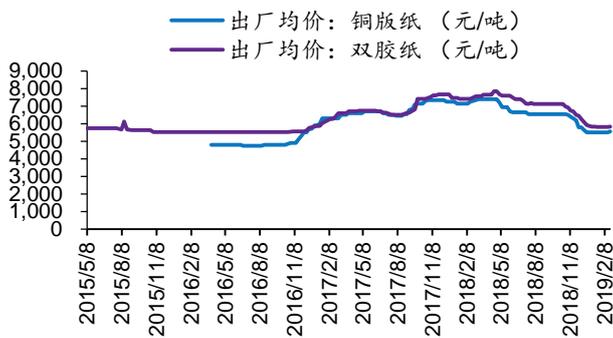


数据来源: Wind、国家统计局、广发证券发展研究中心

### 2.3.2上游原材料价格跟踪

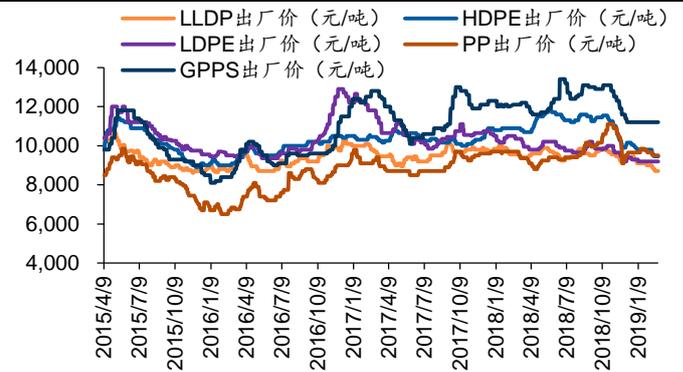
**原材料价格:** 本周部分原材料价格有所回升。根据纸业联讯2月22日最新数据,从价格周环比波动上看,白卡纸、牛卡纸价格较前周维持不变,瓦楞纸、箱板纸、双胶纸小幅回升。其中,白卡4916.00元/吨,维持不变;牛卡纸5328.57元/吨,维持不变;瓦楞纸3485.00元/吨,环比增长1.09%;箱板纸4325.00元/吨,环比增长0.58%;双胶纸5825.00元/吨,环比增长0.22%。根据中塑资讯3月1日数据,塑料原材料价格基本维持稳定。

图59: 包装原材料价格——纸类



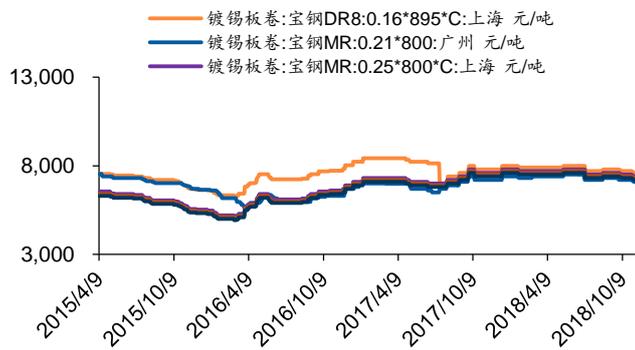
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图60: 包装原材料价格——塑料



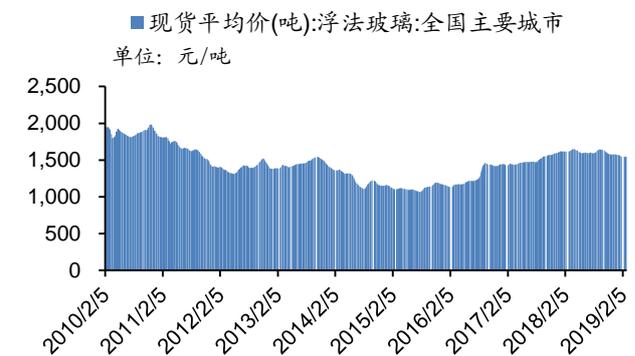
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图61: 包装原材料价格——金属 (镀锡板卷)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图62: 包装原材料价格——玻璃

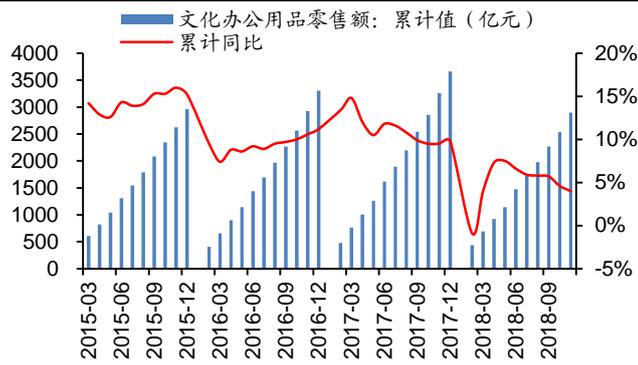


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 2.3.3 文娱板块

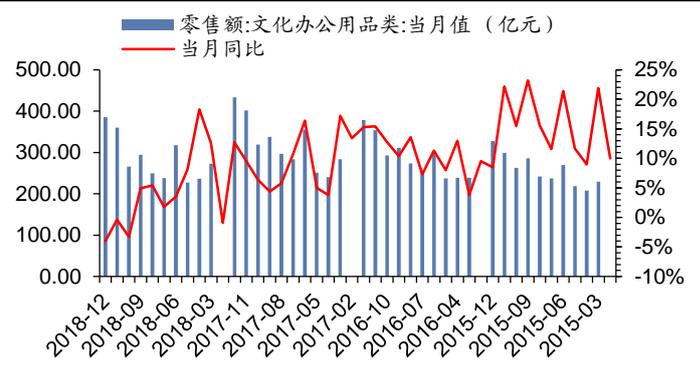
根据国家统计局数据,2018年12月文具办公用品零售额385.70亿元,环比增长7%,同比下跌4.0%;前12个月累计零售额3264.10亿元,累计同比增长3.0%。

图63: 文具办公用品零售额累计值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图64: 文具办公用品零售额单月值



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 三、板块资本运作

**表6: 公司股份回购**

代码	简称	公告日期	进度	预计回购数量 (万股)	预计回购数量/ 总股本	已回购股数 (万股)	已回购数量/预 计回购数量	回购目的
603898.SH	好莱客	2019/2/26	实施	—	—	576.01	—	市值管理
002084.SZ	海鸥住工	2019/3/1	实施	5064	10%	1232.89	24.35%	市值管理
002191.SZ	劲嘉股份	2019/3/1	实施	—	—	2996.39	—	—
002301.SZ	齐心集团	2019/3/1	实施	—	—	1180.24	—	—
603180.SH	金牌厨柜	2019/3/1	完成	73.86	1.09%	73.86	100%	股权激励注销

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表7: 公司股权质押**

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大 股东/一致行动 人	质押股数 (百万股)	质押到期日	质权人	本次质押占持 股比例	备注
太阳纸业	2019/2/27	太阳控股	是	84.00	2020/2/25	中投证券	6.80%	—
齐心股份	2019/2/27	齐心控股	是	8.69	2020/2/24	深圳高新投保 担保	3.14%	—
梦百合	2019/3/1	吴晓风	否	2.50	2020/2/26	德邦证券	1.03%	—
邦宝益智	2019/3/1	邦领贸易	是	8.50	2020/2/27	平安信托	4.00%	质押展期

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表8: 公司股权解除质押**

公司名称	公告日期	股东名称	是否为第一大 股东/一致行动 人	质押股数 (百万股)	解除质押日期	质权人	本次质押占持 股比例	备注
裕同科技	2019/2/26	吴兰兰	是	3.80	2019/2/22	建设银行	1.77%	—
海顺新材	2019/2/27	林武辉	是	12.77	2019/2/26	银河证券	33.00%	—
安妮股份	2019/2/28	杨超	持股5%以上股 东、董事	15.85	2019/2/26	华创证券	30.37%	—
华源控股	2019/3/1	李志聪	是	10.00	2019/2/28	东吴证券	7.91%	提前解除质押

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表9: 公司对外投资

公司名称	公告日期	合作方	投资标的	投资标的经营范围	总投资额 (百万美元)	公司出资 (百万美元)	出资比例	公司出资方式
群兴玩具	2019/2/27	—	桥头堡科技创 新服务集团有 限公司	—	6.61	6.61	100%	自有资金

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表10: 公司公告增、减持进度

公司名称	公告日期	方案进度	变动方向	股东名称	股东身份	变动起止时间	变动数量 (万股)	变动数量占总 股本比例
曲美家居	2019/2/23	完成	增持	民生证券曲美 家居 1 号	经销商	2018/8/23- 2019/2/22	1767.08	3.60%
顾家家居	2019/2/23	完成	增持	顾家集团及其 全资子公司	控股股东及其全 资子公司	2018/8/24- 2019/2/22	422.73	0.98%
萃华珠宝	2019/2/27	预披露	减持	周应龙	持股 5% 以上股东	自 2019/2/26 起 15 个交易日后 的 3 个月内	0.00	0.00%
萃华珠宝	2019/2/28	预披露	减持	郭琼雁	实际控制人的一 致行动人	自 2019/2/27 起 15 个交易日后 的 3 个月内	0.00	0.00%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 风险提示

**数据跟踪：**相关渠道披露的数据存在滞后性。

**家居板块：**房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际情况出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；公司投资并购事项受阻；收购承诺利润可能不达预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

**造纸板块：**经济波动影响导致下游需求增速不及预期，社会库存增加。造纸行业供给端新增产能超预期释放，中小产能淘汰过程受到经济增速下行影响力度下降，小产能复产导致供需面恶化，产能出清受阻。原材料木浆及废纸价格持续高位导致行业盈利能力回落。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降，固废供需失衡。贸易纠纷导致海外出口不确定性增加，影响随出口品出口的包装用纸需求。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大，新产能海外扩张受政策、管理等方面制约；消费用纸方面：新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

**包装及文娱：**文具行业格局变化，市场竞争加剧；原材料价格上涨影响产品毛利率；行业头部企业布局的精品文创业务、办公物资业务拓展不达预期。包装行业落后产能淘汰速度不及预期；原材料价格持续维持高位，或反弹上涨，导致包装企业净利润水平再次被压缩；烟包装、酒包装、食品饮料包装、医药包装、化妆品奢侈品包装等领域，客户依赖过往的供应体系，导致行业头部企业多元化拓展不及预期。

## 广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

- (1)广发证券在过去 12 个月内与好莱客(603898)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券在过去 12 个月内与梦百合(603313)公司有投资银行业务关系。
- (3)广发证券在过去 12 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (4)广发证券在过去 12 个月内与保利地产(600048)公司有投资银行业务关系。
- (5)广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。