

轻工制造跟踪周报

2019年09月22日

从海外精品百货零售看九木杂物社
增持（维持）

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

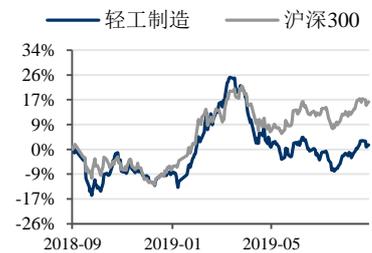
研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

投资要点

- 文具：从海外精品百货零售发展看九木杂物社。**复盘历史消费趋势，日本和美国的消费偏好匹配其经济发展周期，均有经历大众-品牌-理性简约的演变，而在第三个经济阶段中具有品质感的生活百货有望得到快速发展。纵观无印良品全球龙头地位，成功经验可以概括为以下两点：（1）深度参与设计的品质感单品，（2）极致供应链管理打造高运营效率。国内**晨光文具**在生活馆的探索和升级后于16年推出定位学生和精品白领女性的九木杂物社，符合该类消费发展趋势。考虑**晨光**传统业务竞争格局好、具渠道护城河，市场份额持续提升；办公集采和零售百货新业态初具规模，增长势头良好；我们长期看好龙头**晨光文具**持续确定的成长，持续推荐。此外近年文具板块中的办公集采将贡献主要成长增量，重点关注**齐心集团**办公集采业务的发展！
- 其他必选消费：生活纸关注龙头阿尔法，电子烟产业持续规范化。**复盘历史上的生活用纸行业售价与浆价，发现二者走势基本趋同，可见除消费结构升级催化的单价提升外，原料价格仍是生活用纸产品定价的主导因素。近年**中顺洁柔**高毛利产品Face/Lotion/自然木占比提高持续提升、且个护新品矩阵持续丰富，持续看好其长期成长逻辑，后期重点关注其个护业务布局。新型烟草：我们认为美国市场始终支持电子烟的存在，但不希望青少年转化为新的电子烟消费群体。长期来看，电子烟的消费需求长期存在，且政策规范和PMTA的准入制度将利好于市场份额逐渐向龙头集中。
- 家居：基本面与估值结合，优势细分配置首选。**8月竣工数据回暖，商品房成交有承压。我们认为，家居优势龙头依赖渠道的精细化改革和持续扩张、产品规模化优势持续凸显，长期份额具有持续提升的逻辑，长期建议重点关注和配置。软体行业内销竞争格局较优，外销依赖海外产能转移短空长多，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，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**。本周**顾家家居**公告拟以3~6亿元自有资金以集中竞价交易方式回购股份我们认为公司产品、渠道、管理能力突出，看好长期份额提升。
- 造纸：本周箱板提价落地，太阳纸业成长路径清晰。**伴随Q4将国庆蓝限制供给、双11备货旺季将至、库存处于低位，本周包装纸提价落地，旺季备货逻辑兑现；纸浆价格微弱回调，文化纸价维稳。短期关注**玖龙纸业、山鹰纸业**箱板龙头盈利兑现，长期首选上游布局完善的纸企龙头。造纸企业产能投放趋缓，海外转移持续推进。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。
- 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**

行业走势



相关研究

- 《轻工制造跟踪周报：成长首选文具，持续看好办公集采大势》2019-09-15
- 《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
- 《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

轻工制造跟踪周报

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	
	002078.SZ	太阳纸业	213.28	8.23	0.86	0.77	0.89	9.53	10.63	9.27	买入
	600567.SH	山鹰纸业	146.25	3.19	0.70	0.42	0.46	4.56	7.63	6.98	买入
造纸	000488.SZ	晨鸣纸业	144.07	4.96	0.51	0.58	0.65	5.74	7.10	6.47	增持
	2689.HK	玖龙纸业	320.48	6.83	1.68	1.09	1.20	4.08	6.29	5.69	增持
	2314.HK	理文造纸	187.63	4.29	1.11	0.86	0.85	3.84	4.98	5.06	增持
	002572.SZ	索菲亚	172.22	18.65	1.04	1.12	1.23	17.96	16.66	15.11	买入
定制家具	603833.SH	欧派家居	499.15	118.79	3.74	4.49	5.23	31.76	26.48	22.71	买入
	300616.SZ	尚品宅配	167.88	84.50	2.40	3.14	3.87	35.19	26.95	21.83	买入
	603801.SH	志邦家居	46.03	20.61	1.71	1.47	1.77	16.87	13.99	11.65	买入
	603898.SH	好莱客	47.99	15.50	1.19	1.34	1.49	12.55	11.37	10.28	买入
软体家具	603816.SH	顾家家居	222.19	36.90	2.30	1.95	2.25	22.46	18.93	16.39	买入
	1999.HK	敏华控股	167.08	4.37	0.40	0.39	0.53	12.25	11.28	9.15	—
	603008.SH	喜临门	49.36	12.50	-1.11	0.77	0.74	-11.26	16.31	13.74	—
成品家具	600337.SH	美克家居	73.32	4.14	0.25	0.28	0.32	16.25	14.69	12.91	买入
	603818.SH	曲美家居	37.34	7.64	-0.12	0.42	0.78	-63.22	18.30	9.83	增持
包装	002831.SZ	裕同科技	195.15	22.25	2.36	1.25	1.45	20.64	17.84	15.38	买入
	002228.SZ	合兴包装	46.90	4.01	0.20	0.25	0.38	20.12	15.96	12.80	—
	002191.SZ	劲嘉股份	156.30	10.67	0.49	0.62	0.74	21.55	17.35	14.50	买入
	002701.SZ	奥瑞金	114.94	4.88	0.10	0.36	0.45	51.00	13.50	11.48	—
	002014.SZ	永新股份	36.06	7.16	0.45	0.52	0.60	16.00	13.71	11.90	买入
	002303.SZ	美盈森	76.41	4.99	0.26	0.31	0.39	19.05	16.08	13.40	—
	601515.SH	东风股份	98.75	7.40	0.67	0.60	0.69	13.20	12.30	11.20	—
	603899.SH	晨光文具	388.24	42.20	0.88	1.09	1.40	48.12	38.59	30.24	买入
	1044.HK	恒安国际	619.23	52.05	3.15	3.30	3.62	16.30	15.75	14.38	买入
	002511.SZ	中顺洁柔	167.18	12.80	0.32	0.46	0.55	41.08	27.96	23.09	买入
其他	601828.SH	美凯龙	392.28	11.05	1.26	1.41	1.62	8.76	7.84	6.99	—
	00910.SZ	大亚圣象	63.38	11.44	1.31	1.44	1.56	8.74	7.93	7.34	买入
	603848.SH	好太太	63.52	15.84	0.65	0.79	0.96	24.38	20.95	17.57	—
	603600.SH	永艺股份	33.24	10.98	0.34	0.58	0.78	31.98	19.29	14.35	—
	300729.SZ	乐歌股份	19.79	22.66	0.66	0.81	1.08	34.37	26.93	20.72	—
000902.SZ	新洋丰	137.89	10.57	0.63	0.77	0.92	16.84	13.82	11.43	买入	

注：收盘价为 9 月 20 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

1. 必选消费：从海外精品百货零售发展看九木杂物社	6
1.1. 文具：文创零售大有可为，尚处成长初期	6
1.2. 其他必选消费：生活纸关注龙头阿尔法，电子烟产业持续规范化	9
2. 家居及造纸：低估优质的细分龙头仍处配置期	10
2.1. 家居：基本面与估值结合，优势细分配置首选	10
2.2. 造纸：本周箱板提价落地，太阳纸业成长路径清晰	13
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	16
3. 重点公司公告	17
3.1. 包装印刷&造纸产业	17
3.2. 家居家具&其他可选	17
4. 市场回顾：大盘下行，文娱用品表现较好	18
5. 行业上下游数据跟踪	20
5.1. 造纸产业：文化纸与纸浆价格企稳	20
5.1.1. 价格数据：文化纸与纸浆价格企稳	20
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%	23
5.1.3. 固定资产投资：造纸业8月固定资产投资完成额累计增速-8.70%	24
5.2. 家具产业：19年7月家具零售额1062亿，同比增长5.80%	24
5.2.1. 产销量：7月家具零售额1062亿，同比增长5.80%	24
5.2.2. 原材料市场：TDI价格上行，MDI价格下行	25
5.2.3. 房地产市场：8月房屋新开工面积19,417.19万平方米，同比增加4.89%	26
5.3. 文娱行业：19年8月办公用品零售额288亿，同比上升19.80%	26
5.4. 塑料包装：BRENT与WTI原油价格上行	28
5.5. 金银珠宝业：黄金与白银价格回落	28
5.6. 卷烟：8月卷烟产量累计同比上升3.0%	29
5.7. 软饮料：8月软饮料产量累计同比上升3.60%	30
6. 下周公司股东大会、限售股解禁情况一览	30
7. 风险提示	31

图表目录

图 1: 泡泡玛特财务数据一览 (已退市)	8
图 2: 九木杂物社 tokidoki 圣地亚哥系列盲盒	8
图 3: 2009-2017 年生活用纸价格 VS 浆价	9
图 4: 商品住宅新开工施工面积及同比增速	11
图 5: 商品住宅竣工面积及同比增速	11
图 6: 30 大城市商品房销售面积 (万平方米)	11
图 7: 一二三线城市商品房销售面积 (万平方米)	11
图 8: 箱板瓦楞纸库存量 (左轴) & 库存天数 (右轴)	14
图 9: 国内主要港口木浆库存	14
图 10: 裕同科技收入拆分一览	16
图 11: 裕同科技季度数据一览	16
图 12: 奥瑞金收入拆分一览	17
图 13: 奥瑞金季度数据一览	17
图 14: 本周市场涨跌幅 (%)	19
图 15: 板块单周涨跌幅前十的股票 (%)	19
图 16: 板块单月涨跌幅前十的股票 (%)	19
图 17: 板块年度涨跌幅前十的股票 (%)	20
图 18: 箱板纸价格走势 (元/吨)	21
图 19: 瓦楞纸价格走势 (元/吨)	21
图 20: 白板纸出厂价格 (元/吨)	21
图 21: 白卡纸出厂价格 (元/吨)	21
图 22: 铜板纸价格走势 (元/吨)	22
图 23: 双胶纸最近价格走势 (元/吨)	22
图 24: 国废价格走势 (元/吨)	22
图 25: 美废 13# 价格走势 (美元/吨)	22
图 26: 欧废、日废价格走势 (美元/吨)	22
图 27: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨)	22
图 28: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)	22
图 29: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨)	22
图 30: 粘胶纤维市场价 (元/吨)	23
图 31: 化机浆、内盘浆平均价格 (元/吨)	23
图 32: 废纸月度进口量及同比 (万吨, %)	23
图 33: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %)	23
图 34: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)	24
图 35: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)	24
图 36: 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, %)	24
图 37: 建材家居卖场累计销售额与同比 (亿元, %)	24
图 38: 建材家居卖场当月销售额与同比 (亿元, %)	24
图 39: 全国家具零售额及同比 (亿元, %)	25
图 40: 家具及零部件出口销售额累计 (万美元, %)	25
图 41: 软体家具上游价格变化趋势 (元/吨)	25
图 42: 定制家具上游价格指数变化趋势	25

图 43: 房屋新开工面积累计值及同比 (万平, %)	26
图 44: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)	26
图 45: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)	26
图 46: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)	26
图 47: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)	27
图 48: 文教、工美、体育和娱乐用品 (亿元, %)	27
图 49: 玩具出口金额和累计同比 (亿美元, %)	27
图 50: 彩票销售额及其同比 (亿元, %)	27
图 51: 福利彩票销售额及其同比 (亿元, %)	27
图 52: 体育彩票销售额及其同比 (亿元, %)	27
图 53: 国际原油价格走势 (美元/桶)	28
图 54: 黄金价格走势 (美元/盎司)	28
图 55: 白银价格走势 (美元/盎司)	29
图 56: 产量:卷烟:当月值及同比 (亿支, %)	29
图 57: 产量:卷烟:累计值及同比 (亿支, %)	29
图 58: 产量:软饮料:当月值及同比 (万吨, %)	30
图 59: 产量:软饮料:累计值及同比 (万吨, %)	30
表 1: 公司估值	2
表 2: 一图看零售业态龙头现状 (货币单位均为人民币)	6
表 3: 零售业态龙头财务数据一览	7
表 4: 零售业态龙头周转能力一览	7
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	11
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: 顾家家居收入拆分一览	13
表 10: 细分纸、浆价格一览 (截至 9 月 20 日)	14
表 11: 行业龙头纸企现有产能及未来投放	15
表 12: 龙头海外布局一览	15
表 13: 下周股东大会一览	30
表 14: 下周限售股解禁一览	31
表 15: 公司估值 (9 月 20 日收盘价)	32

1. 必选消费：从海外精品百货零售发展看九木杂物社

1.1. 文具：文创零售大有可为，尚处成长初期

纵观海外成熟业态，探索文创零售运营通路。复盘历史消费趋势，日本和美国的消费偏好匹配其经济发展周期，均有经历大众-品牌-理性简约的演变，而在第三个经济阶段中具有品质感的生活百货有望得到快速发展。海外目前较为成功的杂货类零售公司包括无印良品（18年营收247亿元人民币）、名创优品（173亿）、Seria（103.77亿）、Cando（43.26亿）、Watts（30.42亿），其中无印良品放眼全球龙头地位巩固。成功经验可以概括为以下两点：（1）深度参与设计的品质感单品，调性定位高性价比、极简主义；（2）极致供应链管理打造高运营效率，通过全球化的配送中心和自动订货系统，实现全球销售、生产计划、配送和库存数据可视化。国内晨光文具在生活馆的探索和升级后于16年推出定位学生和精品白领女性的九木杂物社，符合该类消费发展趋势。

表2：一图看零售业态龙头现状（货币单位均为人民币）

	九木杂物社	无印良品	名创优品	Seria	Cando	Watts
Logo						
发展概况	由晨光文具16年成立，定位购物中心渠道的精品生活百货店，SPA与代理模式结合。	日本西友百货株式会社于1980年开发的自有品牌，自产自销深度参与设计的SPA模式。	名创优品经营十元杂货店，从800多家供应商处采购产品，定价10元商品占据50%以上的比例。	Seria经营100日元商店，从制造商处购买产品，并以100日元（含税）的固定价格出售。	CAN DO有限公司主要经营零售连锁店，销售便利品和加工食品。公司经营计划和采购商品，并在其自己的零售店销售，或在批发的基础上出售给专营店和海外零售商。	WATTS有限公司在meets和silk名下主要经营100日元统一价格的店铺。此外，该公司在Buona Vita、KOMONOYA和其他名下经营的商店，销售一般商品和其他商品。
18年规模	总营收1.53亿元	总营收247.13亿元	总营收173亿元	总营收103.77亿元	总营收43.26亿元	总营收30.42亿元
毛利率	-	51.29%	25%+	43.30%	38.60%	38%
净利率	-9.80%	8.19%	-	6.76%	1.13%	1.45%
存货周转	-	148天	-	55.86天	46.6天	78.39天
ROE	-	19.03%	-	18.20%	6.60%	6.22%
PE区间	-	期内股价最高涨幅2倍（2018H1） 2009-2012：10-15X 2013-2014：20-25X 2015-2018：25-50X 2019：15-25X 目前PE（TTM）约15.40X	-	2010-2013年：PE区间5-10X 2014-2018年：PE区间20-40X	2010-2018股价最高涨幅1倍 2015-2016年：PE区间35-45X 2017-2018年：PE区间25-30X 2019年至今：PE区间30-35X	2010-2018股价最高涨幅5倍
全球化布局	仅中国	遍及包括日本在内的29个国家与地区，以日本本土与中国大陆为重点地区	全球90+个国家开设门店	仅日本	仅日本	于日本、泰国、中国、马来西亚、越南、秘鲁开设门店
产品范畴	文具、家居、日化、服饰用品、餐厨、配件等	服装、家居、护理、食品、文具、家电等	生活百货、创意家居、健康美容、服饰用品、办公用品、数码配件、食品等	杂货、加工食品等	杂货、加工食品等	专注于日常消耗品，例如文具、清洁、厨房及卫生用品
门店调性						
门店数量	截至19H1国内直营：114家 加盟：57家	全球975（其中中国大陆256） 日本420家 东亚358家 欧美66家 其他地区72家	全球3800家	1617家	1008家	1161家
门店选址	上海最多有38家，其余重点省市均有布局	日本：各类商圈+街边 中国：一、二线城市中高端商圈	中国：全国29个省市均布局	大部分在关东/上信越和东海/北陆	全日本	购物中心和超市
门店面积	直营200-250㎡ 加盟150-200㎡	日本：一般门店为200㎡ 旗舰店可达2000-3000㎡以上	200㎡+	558㎡	225㎡	约250㎡
产品SKU	5000件	7000件	5000件	2万件	2万件	6000件
产品更新	年推新品2000+	-	上新周期7天	年推新品6000	-	-
品牌哲学	追求实用美学	简约自然的现代生活哲学	优质、创意、低价	数据驱动管理方法	信任No.1	高效
用户群体	年轻白领、15-35岁女性	无明显年龄及人群针对性	18到30岁白领消费群体	30-50岁女性为主	20-50岁女性为主	无明显年龄及人群针对性
定价策略	中端价位	日本：低价策略 中国：较高定价	低价策略	固定价格100日元（¥6.6）	固定价格100日元（¥6.6）	除100日元产品外，推出200到1000日元的产品
客单价	100-150元	100-200元	10-30元	33元	-	-

注：均按历史汇率折算为人民币口径。

数据来源：各公司官网、年报，东吴证券研究所

依托高效供应链带来的高周转是核心。从各龙头报表表现来看，具有强供应链和运营效率的公司普遍拥有高周转和高 ROE。我们认为杂货店的本质是零售类商业，考验的核心是企业的精细化管理能力。目前九木杂物社的发展尚处于初期萌芽状态，综合模式类似于海澜之家，暨把控商品和管理的同时借用社会杠杆进行轻资产扩张。在直营门店发展良好的基础上，九木杂物社于 18 下半年开始推动加盟。截止 19H1 在国内合计拥有 114 家直营店、57 家加盟店，品牌调性定位实用美学，产品 SKU 达 5000+件，预计目前平均的单店面积 200 平左右，平均坪效达约 2 万元。

表 3：零售业态龙头财务数据一览

单位：亿元人民币		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
无印良品	收入规模	136.58	139.18	127.86	132.42	134.91	177.23	203.25	223.45	247.13
	YOY	3.29%	4.97%	5.70%	17.13%	17.97%	18.17%	8.37%	13.88%	7.94%
	净利润	6.32	6.91	7.45	10.26	8.62	12.52	15.75	17.73	20.42
	YOY	4.70%	12.61%	23.95%	55.84%	-2.77%	30.65%	18.94%	16.58%	12.39%
	毛利率	45.52%	45.79%	46.39%	46.08%	47.20%	48.87%	49.77%	50.54%	51.59%
	销售+管理费用率	37.33%	37.13%	36.65%	36.60%	38.03%	37.76%	38.28%	38.61%	40.67%
	销售净利率	4.69%	5.05%	5.89%	7.80%	6.39%	7.03%	7.76%	7.96%	8.19%
	ROE	10.04%	10.77%	12.31%	17.35%	15.09%	17.42%	18.43%	19.30%	19.03%
seria	收入规模	65.78	71.81	65.32	65.55	60.67	75.35	89.76	93.98	103.77
	YOY	9.37%	12.29%	4.93%	11.35%	8.18%	10.69%	10.95%	9.49%	7.14%
	净利润	1.83	3.29	3.19	3.71	3.45	4.57	6.51	6.68	7.01
	YOY	55.15%	85.16%	11.88%	28.99%	8.49%	18.32%	32.49%	7.43%	1.77%
	毛利率	41.00%	41.72%	42.19%	42.25%	42.36%	42.37%	42.93%	43.16%	43.26%
	销售+管理费用率	32.46%	31.09%	31.51%	30.90%	31.44%	-	30.67%	31.10%	31.57%
	销售净利率	2.78%	4.58%	4.89%	5.66%	5.68%	6.07%	7.25%	7.11%	6.76%
	ROE	19.40%	28.48%	24.82%	25.42%	22.25%	44.24%	40.26%	20.75%	18.20%
watts	收入规模	27.90	31.81	32.89	26.14	25.88	23.44	30.03	28.39	30.42
	YOY	4.72%	10.26%	6.73%	2.37%	4.43%	2.04%	3.85%	2.85%	4.11%
	净利润	0.59	0.85	0.95	0.70	0.56	0.37	0.47	0.50	0.39
	YOY	28.68%	40.11%	15.60%	-4.55%	-15.63%	-26.07%	2.52%	16.82%	-24.48%
	毛利率	37.30%	38.02%	38.25%	38.30%	38.06%	37.62%	37.53%	37.89%	37.98%
	销售+管理费用率	33.48%	33.26%	33.21%	33.33%	33.96%	34.79%	34.92%	35.34%	36.01%
	销售净利率	2.10%	2.67%	2.89%	2.69%	2.18%	1.58%	1.58%	1.98%	1.45%
	ROE	29.51%	23.44%	22.20%	16.63%	11.76%	8.06%	7.88%	8.73%	6.22%
cando	收入规模	49.48	51.24	47.89	37.54	32.97	34.00	41.72	40.57	43.26
	YOY	-0.65%	0.98%	-0.56%	0.11%	1.19%	2.77%	4.29%	1.16%	2.78%
	净利润	0.23	0.56	0.69	0.37	0.38	0.29	0.65	0.60	0.49
	YOY	110.59%	135.49%	32.06%	-32.36%	18.06%	-22.45%	90.29%	-5.34%	-21.01%
	毛利率	36.24%	36.71%	36.80%	36.49%	36.71%	36.93%	37.65%	38.52%	38.64%
	销售+管理费用率	33.31%	31.51%	31.90%	32.74%	32.68%	33.46%	32.79%	33.89%	34.48%
	销售净利率	0.47%	1.09%	1.45%	0.98%	1.14%	0.86%	1.57%	1.47%	1.13%
	ROE	4.13%	7.48%	9.53%	6.27%	7.10%	5.29%	9.81%	8.87%	6.60%

注：均按历史汇率折算为人民币口径。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 4：零售业态龙头周转能力一览

公司		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
无印良品	存货周转天数	65.52	75.1	87.53	96.91	116.48	124.91	139.34	141.08	147.7
	应收账款周转天数	16.92	19.68	20.04	18.89	19.85	14.11	12.94	12.23	12.6
	流动资产周转率	3.06	3.11	2.85	2.94	2.83	2.72	2.66	2.7	2.56
	固定资产周转率	13.53	14.98	14.5	12.12	9.06	8.43	8.73	9.51	9.38
seria	存货周转天数	69.93	62.31	60.75	56.02	54.84	55.16	56.27	55.72	55.86
	应收账款周转天数	1.66	--	1.56	1.35	1.18	0.97	0.73	0.72	0.66
	流动资产周转率	4.33	4.15	3.86	3.94	3.86	3.68	3.33	3.04	2.88
	固定资产周转率	11.24	11.85	12.51	13.56	13.28	13.23	13.14	12.44	11.11
watts	存货周转天数	63.22	64	64.48	67.25	68.1	70.6	73.45	77.25	78.39
	应收账款周转天数	9.42	13.13	--	17.72	19.03	17.63	16.36	16.38	16.02
	流动资产周转率	4.31	4.16	3.85	3.27	2.99	3.14	3.37	3.25	3.28
	固定资产周转率	44.16	49.65	51.89	46.91	41.07	37.91	34.89	32.09	29.99
cando	存货周转天数	60.44	56.22	51.57	48.95	48.88	50.88	49.14	47.07	46.6
	应收账款周转天数	7.4	12.57	12.02	13.55	15.8	13.68	11.54	11.53	11.33
	流动资产周转率	5.61	4.82	4.51	4.48	4.02	4.42	5.49	5.68	5.67
	固定资产周转率	12.37	13.26	13.67	13.25	12.98	12.21	12.03	12.28	12.45

数据来源：Wind，东吴证券研究所

产品符合文创潮流，受众年轻化、消费需求较大。九木引入门店买手制，目标客群年轻化，部分产品具有较好的增长潜力，其中盲盒是较为突出的一类。据伽马数据推算，2018年中国二次元用户规模达3.7亿，且多为90后及更年轻的群体，盲盒作为提供“惊喜感”和“满足收藏欲”的商品大受欢迎。国内行业龙头泡泡玛特（POP MART）与设计师签约系列知名IP，将系列盲盒投放到国内100+家直营门店和300+台机器人商店中，并辅以自建APP“葩趣”增强社交属性，实现了规模的高速扩张：14-17年收入由0.17亿元增长至1.8亿元（CAGR达120%），18H1收入同比增长155.98%。去年以来晨光文具九木杂物社先后获得 Sonny Angel（日本超人气娃娃）、tokidoki（淘奇多奇）、Kimmy&Miki（52toys出品）等潮流IP授权，目前盲盒销售发展态势良好。

图1：泡泡玛特财务数据一览（已退市）

百万元	2014	2015	2016	2017	2018H1
营业收入	17.03	45.38	88.12	180.10	160.74
YOY		166.41%	94.20%	104.38%	155.98%
零售业务	13.74	42.32	81.23	156.95	
占比	80.67%	93.27%	92.18%	87.15%	
YOY		208.01%	91.94%	93.22%	
毛利率	53.02%	40.39%			
电商业务			3.54	9.51	
展会业务				6.73	
机器人商店业务				5.44	
营业成本	8.97	27.29	44.43	81.02	64.45
毛利率	47.32%	39.85%	49.58%	55.01%	59.91%
销售费用率	45.09%	49.97%	45.58%	37.59%	33.93%
管理费用率	16.90%	22.30%	35.75%	11.13%	9.16%
财务费用率	0.40%	0.39%	0.47%	0.41%	0.43%
归母净利润	-2.77	-15.44	-28.89	8.25	21.10
YOY		-456.88%	-87.09%	128.55%	1405.29%
净利率	-16.28%	-34.03%	-32.79%	4.58%	13.13%
ROE	-12.83%	-36.62%	-45.52%	11.50%	15.92%
ROIC	-12.83%	-43.95%	-50.15%	10.64%	19.98%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：九木杂物社 tokidoki 圣地亚哥系列盲盒



数据来源：门店实拍，东吴证券研究所

持续推荐文具板块，看好确定性成长。晨光文具：探索线下零售大店，明确定位、运营效率有提升空间。晨光文具的零售大店业务分为晨光生活馆和九木杂物社两种店铺类型。其中晨光生活馆主要集中在新华书店渠道的精品文具店，销售的产品大多数仍然集中在文具品类，客户群体为高中生以下，是九木发展的初期形态；其后公司发展九木

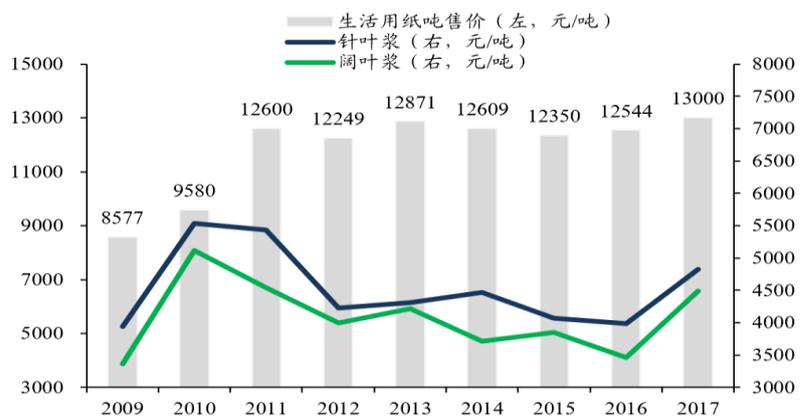
杂物社，在购物中心渠道开设精品杂物店，销售的产品主要为文具文创、益智文娱及实用家居等品类，目前发展趋势向上，19H公司杂物社&生活馆实现营收2.31亿(+95.60%)，其中杂物社实现收入1.64亿元(+240%)。考虑晨光传统业务竞争格局好、具渠道护城河，市场份额持续提升；办公集采和零售百货新业态初具规模，增长势头良好；我们长期看好文具龙头持续确定的成长，持续推荐。此外近年文具板块中的办公集采将贡献主要成长增量，重点关注**齐心集团**办公集采业务的发展！

1.2. 其他必选消费：生活纸关注龙头阿尔法，电子烟产业持续规范化

生活用纸：价格调整为浆价下行时期常态，关注龙头阿尔法

中顺洁柔：渠道、产品、管理三优，股价回调建议重点关注。本周中顺洁柔持续下跌4.12%，近期股价回调幅度较大，我们认为市场对于行业价格策略调整的担忧。我们复盘历史上的生活用纸行业售价与浆价，发现二者走势基本趋同，可见除消费结构升级催化的单价提升外，原料价格仍是生活用纸产品定价的主导因素。例如在12年、15年两次浆价下行周期中，生活用纸行业吨售价分别下滑2.78%、2.05%。我们认为生活纸龙头在浆价下行时期进行更多的渠道投入和价格让利有望抢占更多份额，近年**中顺洁柔**高毛利产品Face/Lotion/自然木占比提高持续提升、且个护新品矩阵持续丰富，持续看好其长期成长逻辑，后期重点关注其个护业务布局。

图3：2009-2017年生活用纸价格 VS 浆价



数据来源：中国生活用纸年鉴，卓创资讯，东吴证券研究所

新型烟草：美国市场规范持续推出，PMTA为后期竞争核心

美国市场监管持续推进，行业规范化仍在完善。继上周特朗普政府计划禁售调味电子烟后，9月17日美国纽约州宣布禁止出售除烟草味和薄荷醇味的其他香味电子烟，此前9月4日密歇根州也宣布禁售调味电子烟；9月20日美国沃尔玛宣布将在境内所有门店停售电子烟。9月20日FDA官网发布公开文件《烟草上市前申请和备案要求》接受检查和评论，并计划于9月25日正式出版，文件对PMTA申请流程、FDA审批流程中的细则进行了阐述，但值得注意的是文件中并未提及调味电子烟(Flavored)的监管条例。我们认为美国市场始终支持电子烟的存在，但不希望青少年转化为新的电子烟消费

群体。长期来看，电子烟的消费需求长期存在，且政策规范和 PMTA 的准入制度必将利好于市场份额逐渐向龙头集中。

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日上市的电子烟必须要提交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。同时截止到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. Grimm 7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場上下架。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。
2019年9月	9月11日FDA官网公告，为了遏制青少年吸食电子烟乱象，特朗普政府计划禁售未经授权的非烟草味电子烟产品（包括薄荷和薄荷醇在内、烟草口味的普通电子烟不在禁售之列），FDA在未来几周或出台相关政策；9月20日FDA出台《烟草产品上市前申请和备案要求》配套细则。	根据美国公共卫生部门的数据，全美与电子烟相关的死亡病例已经上升到6起，疑似电子烟引起的严重肺病案例也超过450例。

数据来源：FDA，东吴证券研究所

2. 家居及造纸：低估优质的细分龙头仍处配置期

2.1. 家居：基本面与估值结合，优势细分配置首选

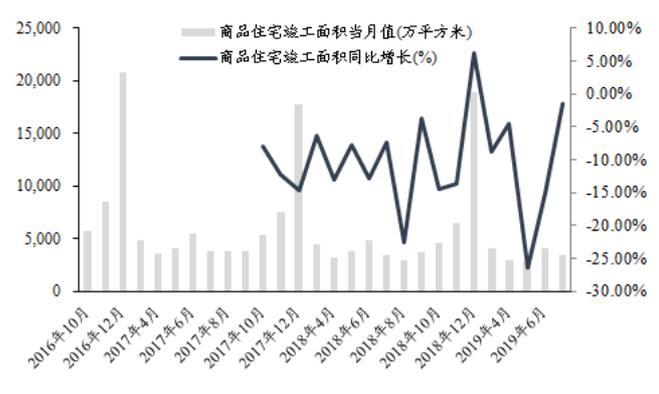
8月竣工数据回暖，商品房成交有承压。从竣工数据看，我国住宅竣工面积的8月同比数据较7月已经大幅回暖；从成交数据来看，19年1-8月我国30大中城市商品房成交面积11443万平方米（同比+6.32%），其中8月单月同比下滑9.43%；具体19年1-8月一线/二线/三线城市成交面积分别为2241/5481/3721万平方米，同比增速分别为+21.1%/-1.26%/10.71%，其中8月单月增速分别为-8.67%/-4.92%/-16.19%；仍有承压。我们认为，家居优势龙头依赖渠道的精细化改革和持续扩张、产品规模化优势持续凸显，长期份额具有持续提升的逻辑，长期建议重点关注和配置。

图 4: 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 5: 商品住宅竣工面积及同比增速



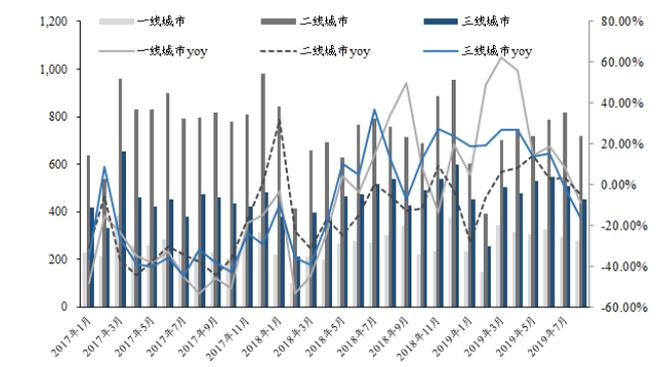
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 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 7: 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: 内销竞争格局较优, 外销依赖海外产能转移短空长多。我们认为: (1) 内销方面, 成品(软体)家具竞争格局偏好, 且细分龙头依赖于优势产品线及丰富的配套品能够有效的进行客户满足, 提升客单值; (2) 外销方面, 贸易战短期虽然压制龙头外销表现, 但龙头积极进行海外布局转移对美出口产能, 中长期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 20 日 TDI/MDI 价格分别 12700/18500 元/吨, 同比下降 54%/37%, 较年初下降 17%/13%, 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	15.90	24.79	-	31.30
yoy	30.00%	38.60%	32.85%	29.07%	10.08%	39.84%	55.93%	-	26.26%
占比	60.74%	60.56%	62.55%	56.80%	55.65%	71.70%	77.77%	-	74.32%
顾家家居	41.44%	42.36%	41.22%	42.86%	43.95%	42.89%	39.33%	-	34.41%
国外	15.89	22.33	13.45	35.00	19.90	6.23	6.82	-	10.64
yoy	32.37%	40.54%	30.27%	56.71%	47.97%	14.81%	9.42%	-	56.10%
占比	33.14%	33.51%	33.21%	38.16%	39.71%	28.10%	21.38%	-	25.27%
毛利率	34.33%	24.01%	22.85%	23.64%	24.61%	21.73%	18.73%	-	12.57%
国外	14.49	19.12	10.41	25.17	13.17	44.16	51.96	28.98	57.69
yoy	20.60%	31.95%	-	31.67%	26.50%	17.65%	14.14%	-	11.03%
占比	84.09%	81.74%	81.14%	82.55%	83.33%	56.78%	51.82%	52.81%	51.24%
毛利率	31.68%	26.47%	26.10%	29.77%	35.01%	-	-	-	-
敏华控股	2.71	4.20	2.33	5.15	2.50	33.62	48.31	25.90	54.89
yoy	55.45%	55.16%	-	22.60%	7.54%	-	43.68%	24.04%	13.62%
占比	15.70%	17.95%	18.14%	16.88%	15.84%	43.22%	48.18%	47.19%	48.76%
毛利率	44.08%	42.94%	38.52%	42.77%	50.81%	-	-	-	-

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

顾家家居：聚焦渠道精细化管理，积极转型零售多品类龙头。本周顾家家居公告拟以 3~6 亿元自有资金以集中竞价交易方式回购股份，回购价格不超过 50 元/股，预计回购约 1200 万股，占当前总股本 1.99%，回购股份将用于后期股权激励。我们认为公司产品、渠道、管理能力突出，看好长期份额提升。**内销方面：**（1）品类整合效应增强，功能/布艺/床类/定制等新品类兑现快速增长；（2）公司开启区域零售运营中心转型，贴近终端消费市场，产品上样、营销活动更具针对性；（3）加大县城 1000 平、2000 平旗舰店/融合大店开店步伐，对标全友快速渗透三四线市场，区县市场下沉空间大；（4）门店信息化建设持续推进，掌握终端门店库存、消费者数据等，提高对消费需求变化的敏感度。**外销**一方面积极与大客户协商加征关税分摊措施，另一方面越南工厂已于上半年投产转移部分对美出口产能对冲贸易摩擦影响。

表 9：顾家家居收入拆分一览

顾家家居, 单位: 百万元	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H1
营业收入	2,062.64	2,118.02	2,681.75	3,239.71	3,684.85	4,794.54	6,665.44	9,172.12	5,010.18
yoy	-	2.68%	26.62%	20.81%	13.74%	30.11%	39.02%	37.61%	23.74%
毛利率	37.33%	39.60%	40.00%	40.75%	41.13%	40.44%	37.26%	36.37%	35.64%
按产品分类									
沙发产品营业收入	1,381.26	1,389.92	1,743.28	2,057.57	2,262.94	2,839.62	3,692.49	5,144.16	2,824.04
yoy	-	0.63%	25.42%	18.03%	9.98%	25.48%	30.03%	39.31%	31.75%
占比	66.97%	65.62%	65.01%	63.51%	61.41%	59.23%	55.40%	56.08%	56.37%
毛利率	37.93%	40.20%	41.49%	41.96%	41.50%	40.98%	36.46%	34.87%	36.31%
销售量(万套)	-	-	40.19	49.89	56.94	73.53	100.07	138.96	-
单套售价(元/套)	-	-	4,337.23	4,124.04	3,973.99	3,861.67	3,689.83	3,701.90	-
餐椅产品营业收入	181.80	170.48	183.62	199.41	201.36	217.12	263.64	317.80	-
yoy	-	-6.23%	7.71%	8.60%	0.98%	7.83%	21.42%	20.54%	-
占比	8.81%	8.05%	6.85%	6.16%	5.46%	4.53%	3.96%	3.46%	-
毛利率	34.60%	36.70%	34.08%	35.05%	35.58%	35.00%	29.89%	28.51%	-
销售量(万套)	-	-	5.74	6.85	6.74	7.38	9.36	11.31	-
单套售价(元/套)	-	-	3,199.89	2,909.70	2,988.00	2,941.17	2,815.65	2,809.90	-
床营业收入(软床&床垫)	89.01	122.66	182.11	282.89	435.37	649.85	885.80	1,132.03	726.81
yoy	-	37.80%	48.47%	55.34%	53.90%	49.26%	36.31%	27.80%	38.02%
占比	4.32%	5.79%	6.79%	8.73%	11.82%	13.55%	13.29%	12.34%	14.51%
毛利率	35.79%	38.46%	38.99%	42.14%	43.23%	42.41%	38.22%	38.23%	42.64%
销售量(万套)	-	-	6.20	10.30	15.86	24.25	34.73	43.61	-
单套售价(元/套)	-	-	2,935.72	2,745.25	2,744.53	2,679.65	2,550.30	2,595.80	-
配套产品营业收入	301.42	307.79	445.39	515.38	541.05	728.39	978.37	1,292.35	837.34
yoy	-	2.11%	44.71%	15.71%	4.98%	34.63%	34.32%	32.09%	34.48%
占比	14.61%	14.53%	16.61%	15.91%	14.68%	15.19%	14.68%	14.09%	16.71%
毛利率	23.86%	25.44%	29.15%	29.54%	29.90%	30.76%	26.54%	26.20%	22.14%
定制家具产品营业收入	-	-	-	-	-	-	86.30	212.10	137.57
yoy	-	-	-	-	-	-	-	145.77%	67.63%
占比	-	-	-	-	-	-	1.29%	2.31%	2.75%
毛利率	-	-	-	-	-	-	26.86%	29.96%	30.70%
红木家具产品营业收入	-	-	-	-	-	-	112.87	158.10	67.65
yoy	-	-	-	-	-	-	-	40.07%	-21.69%
占比	-	-	-	-	-	-	1.69%	1.72%	1.35%
毛利率	-	-	-	-	-	-	13.46%	13.95%	23.47%
信息技术服务营业收入	-	-	-	-	-	-	174.10	332.19	131.20
yoy	-	-	-	-	-	-	-	90.81%	-38.40%
占比	-	-	-	-	-	-	2.61%	3.62%	2.62%
毛利率	-	-	-	-	-	-	93.34%	87.31%	64.44%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

2.2. 造纸：本周箱板提价落地，太阳纸业成长路径清晰

包装纸提价落地，旺季备货逻辑兑现；纸浆价格微弱回调，文化纸价维稳。伴随 Q4 将国庆蓝限制供给、双 11 备货旺季将至、库存处于低位，多家规模以上包装纸厂本周提价落地，截至 9 月 20 日瓦楞纸 3245 元/吨（较上周+12 元），箱板纸价 3910 元/吨（较上周+50 元），国废价格较 8 月底-23 元至 2036 元/吨，短期利好箱板瓦楞纸厂商盈利。纸浆系方面内盘浆价或触底，截至 9 月 20 日进口针叶浆 595 美元/吨（-10 美元/吨）、进口阔叶浆 488 美元/吨（-2 美元/吨），内盘浆 4225 元/吨（周变化+24 元/吨）。短期关注玖龙纸业、山鹰纸业箱板龙头盈利兑现，长期首选上游布局完善的纸企龙头。

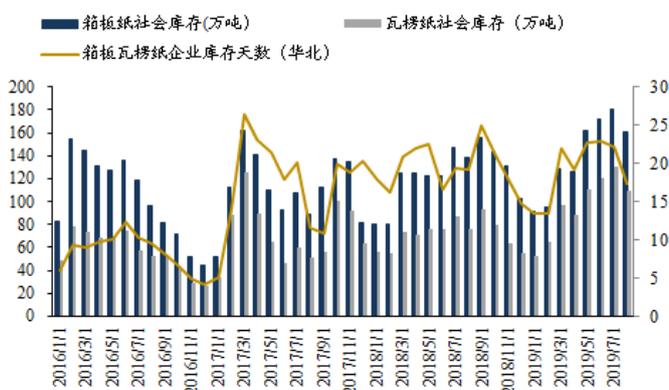
表 10：细分纸、浆价格一览（截至 9 月 20 日）

	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20日	5917	6242	5193	4225	595	490	3650	5900	3910	3245	2036	140
上周变动(9.9-9.12)	-	-	-	-11	-	-	-	-	-	-	-7	-
本周变动(9.16-9.20)	-	-	-	+24	-10	-2	-	-	+50	+12	-3	-4
较8月30日	+84	+67	-	+11	-10	-26	-	-100	+50	+25	-23	-4

注：针叶浆、阔叶浆与美废#13以美元计价，其他以人民币计价

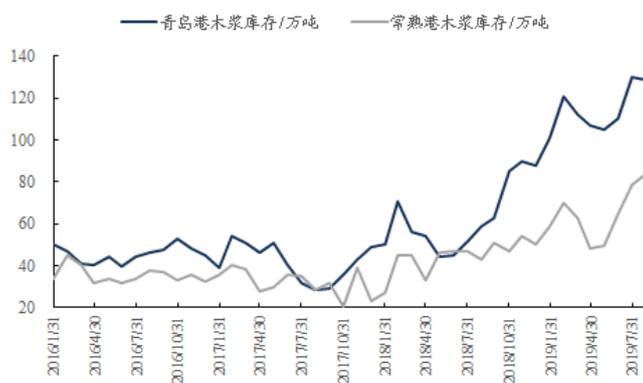
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 8：箱板瓦楞纸库存量（左轴）&库存天数（右轴）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 9：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

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上，且海外原料布局和技改稳定推进中。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 11：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 12：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 马来西亚	包装纸50万吨（预计19年底投产） 包装纸70万吨, 纸浆55万吨	12-13亿元 51亿港元	自建 自建
太阳纸业	老挝 老挝	化学浆30万吨项目（目前转产为溶解浆） 再生纤维浆板40万吨, 高档包装纸80万吨	4.33亿美元 6.37亿美元	自建 自建
山鹰纸业	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
APP	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：重点关注具有核心客户开拓能力、跨领域布局的龙头。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，压制包装企业的业绩表现。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，超越产业的增长在中报已经兑现：(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；(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，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，看好公司竞争力及份额的提升！

图 10：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%
按产品分类										
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%
纸箱	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 11：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
营业总收入	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	38.06%	25.37%	18.55%	24.28%	16.18%	31.46%	16.40%	28.88%	10.54%	13.59%
归母净利润	162.26	149.07	299.77	320.81	139.32	126.88	276.35	403.03	154.21	141.87
YOY	29.53%	16.09%	0.81%	-0.92%	-14.14%	-14.88%	-7.81%	25.63%	10.69%	11.81%
归母净利润(扣非)	158.32	132.51	248.84	287.77	79.17	122.67	271.45	386.27	104.12	130.35
YOY	-	-	-15.32%	-7.91%	-49.99%	-7.43%	9.09%	34.23%	31.51%	6.20%
毛利率	31.21%	31.16%	32.53%	31.17%	25.19%	24.01%	31.20%	30.74%	27.05%	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%
归母净利润率	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					37.06	73.39	54.24	82.64	61.07	-21.95
应付账款	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					469.97	403.01	532.92	659.07	-32.26	246.61
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					426.93	411.10	233.90	346.06	-50.58	-28.57
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					16.28	22.20	27.18	9.40	0.93	-3.30
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	215.58	334.12	-201.24	-29.71	-333.06	141.45	66.40	24.50	546.97	-145.58
筹资性现金流净额	-77.00	-26.91	-14.60	318.11	246.29	-259.86	68.42	35.06	547.57	-630.97
较上年同期增减	56.61	26.05	-236.60	-1360.55	323.29	-232.96	83.02	-293.04	301.28	-371.11
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	-17.04	38.70	-30.77	-57.45	-25.86	-5.46	-20.63	82.18	122.66	60.89
ROE	3.73%	3.38%	6.60%	6.62%	2.55%	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。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 年初已经落实提价。**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、产能利用率提升驱动盈利。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；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有望稳健增长，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，持续关注。

图 12: 奥瑞金收入拆分一览

单位: 百万元	2015	2016	2017	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
YOY	22.14%	14.05%	-3.37%	11.35%	21.14%	-3.19%
三片罐合计	5,451.91	5,644.36	5,103.31	5,712.82	2,970.83	2,741.99
占比	81.83%	74.28%	69.50%	69.88%	73.53%	66.31%
YOY	18.77%	3.53%	-9.59%	11.94%	26.62%	-0.55%
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	2,587.43
占比	77.66%	70.63%	65.04%	64.48%	68.77%	62.44%
YOY	18.35%	3.72%	-11.02%	10.39%	25.44%	-2.64%
毛利率	40.11%	45.03%	39.50%	37.59%	39.18%	38.42%
其中: 食品罐	277.85	277.60	327.98	441.57	192.45	249.12
占比	4.17%	3.65%	4.47%	5.40%	4.76%	6.02%
YOY	27.12%	-0.09%	18.15%	34.63%	46.63%	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
占比	13.12%	15.82%	18.04%	19.52%	18.53%	20.49%
YOY	30.44%	37.49%	10.20%	20.50%	26.47%	15.67%
毛利率	14.88%	6.65%	6.78%	4.70%	4.97%	11.47%
灌装营业收入	96.27	110.74	105.96	130.42	68.97	61.45
占比	1.44%	1.46%	1.44%	1.60%	1.71%	1.49%
YOY	3.46%	15.03%	-4.32%	23.08%	56.71%	-0.81%
毛利率	24.48%	39.48%	13.30%	1.12%	0.56%	1.75%
其他业务	239.86	641.44	808.40	735.95	251.48	484.47
占比	3.60%	8.44%	11.01%	9.00%	6.22%	11.72%
YOY	-	167.42%	26.03%	-8.96%	-28.71%	6.33%
毛利率	0.34%	5.86%	1.44%	-	-	-40.68%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 奥瑞金季度数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	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	18.55%	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%
归母净利润率	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	-790.85	-153.57	49.50	-160.07	-276.61	-642.86	-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	550.25	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	56.68
较上年同期增减	-25.29	-11.68	16.61	9.34	11.33	2.57	-9.49	8.88	14.69	30.45
经营现金流净额	-66.89	1349.85	410.23	197.44	-127.38	996.72	613.28	595.36	661.55	240.80
较上年同期增减	-390.04	940.07	129.71	450.54	-60.49	-353.14	203.05	397.92	788.93	-755.91
筹资现金流净额	346.36	-572.98	-927.40	-891.75	-71.93	-1131.83	-261.65	-545.02	-143.32	-611.03
较上年同期增减	-469.92	-1406.39	-1339.31	-1173.22	-418.28	-558.86	665.75	346.73	-71.39	520.80
资本开支	126.15	60.48	248.19	157.56	67.08	67.72	116.43	70.18	45.19	61.07
较上年同期增减	-283.96	-242.51	-3.96	18.15	-59.07	7.24	-131.76	-87.39	-21.89	-6.65
ROE	3.13%	4.67%	4.24%	0.91%	3.71%	4.34%	4.18%	-8.46%	4.31%	4.35%
YOY (±)	-3.71%	-1.92%	-4.41%	-1.69%	0.57%	-0.33%	-0.06%	-9.37%	0.61%	0.02%
资产负债率	63.75%	63.08%	60.88%	59.17%	57.73%	59.00%	56.55%	58.22%	57.81%	54.17%
YOY (±)	4.98%	-1.20%	-3.92%	-5.41%	-6.02%	-4.08%	-4.33%	-0.95%	0.08%	-4.83%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 重点公司公告

3.1. 包装印刷&造纸产业

裕同科技: 公司首次回购股份 90280 股, 占总股本 0.0103%, 成交总金额为 2007.6036 万; 债券“16 裕同 01” 本期在存续期前三年票面年利率为 4.00%; 在本期债券存续期的第 3 年末, 发行人选择上调存续期后 2 年票面利率至 4.80%。

博汇纸业: 子公司江苏博汇纸业业有限公司投资建设的“二期年产 75 万吨高档包装纸板项目”已正式投产。

齐峰新材: 公司控股股东一致行动人、公司董事、总经理李安东先生于 2019 年 9 月 17 日通过深交所二级市场合计增持了 35.51 万股公司股份, 增持后持股比例 1.839%。

晨鸣纸业: 公司原审计机构为瑞华会计师事务所, 现拟改聘致同会计师事务所担任公司 2019 年度财务审计及内部控制审计机构。

中顺洁柔: 公司对 2015 年部分激励对象获授但未解锁的限制性股票回购注销完成, 回购注销股份数量占注销前总股本的 0.02%。

3.2. 家居家具&其他可选

梦百合: 公司或公司控股子公司拟收购 Mor Furniture For Less, Inc. 已发行 80%-85% 的普通股及 Mor Furniture For Less, Inc. 的全部衍生证券。

顾家家居: 拟以不低于 3 亿元不超过 6 亿元回购约 1200 万股股份用于股权激励, 占总股本 1.99%, 回购价格不超过 50 元/股。股东顾家集团有限公司及持股 5% 以上大股东 TB Home Limited 拟在未来 6 个月内减持公司部分股份。

欧派家居: 8月30日至9月17日期间,欧派及其子公司分别使用自有资金购买银行理财产品,合计人民币7.95亿元。截止9月18日,欧派家居使用自有闲置资金购买的理财产品本金金额合计30亿元。

蒙娜丽莎: 近日取得发明专利证书2项,“具有3D装饰效果的仿古砖及其制备方法”,“一种湿法淋浆工艺干粒陶瓷砖及其制备方法”。

皮阿诺: 同意公司2018年股票期权激励计划已获授股票期权的81名激励对象在第一个行权期可自主行权共69.93万份,行权价格为27.15元/股。

帝欧家居: 黄建起先生于2019年9月5日至6日,通过大宗交易减持公司股份451.6万股,占公司总股本的1.17%,交易对手为欧神诺副总裁丁同文和黄磊先生。权益变动后,占公司总股本的4.99%。日前,减持计划已实施完成。

索菲亚: 截至今日,公司已累计回购股份数量为1105.6万股,占公司总股本9.23亿股的1.2%;其中,最高成交价为22.09元/股,最低成交价为15.57元/股,总金额为2.05亿元。本次回购股份期限届满并实施完毕。

盈趣科技: 2018年股票期权与限制性股票激励计划预留部分于今日授予登记完成。

兔宝宝: 子公司拟以人民币7亿元收购青岛裕丰汉唐木业有限公司70%股权,标的公司在2019年、2020年、2021年三个会计年度实现的净利润应分别不低于7000万元、10500万元、14000万元。

华彩控股: 发布2019年半年度报告,上半年实现营收8457.3港元(-5.92%),毛利润3720.2万港元(-20.88%)。

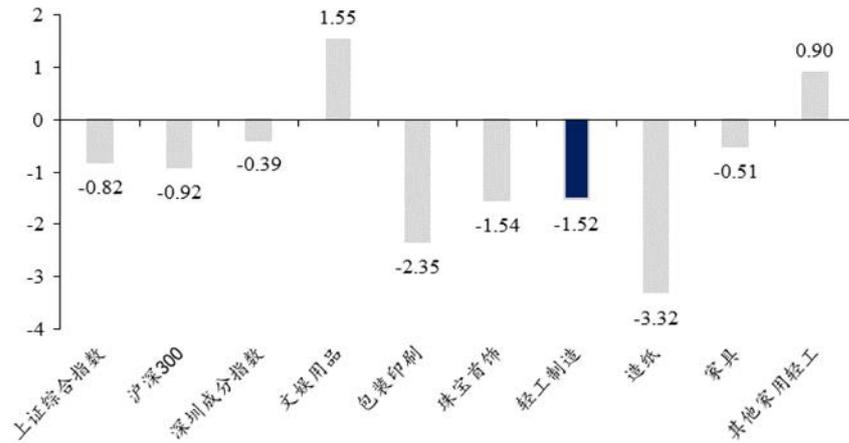
永艺股份: 2019年5月21日,永艺股份收到政府补助1349万元,时任公司董事会秘书顾钦杭未及时披露,上交所对其予以监管关注。

4. 市场回顾: 大盘下行, 文娱用品表现较好

板块表现来看,本周上证综指跌0.82%收于3006.45点;深证成指跌0.39%收于9881.25点;沪深300跌0.92%收于3935.65点;轻工制造周内下跌1.52%,跑输大盘。轻工制造细分行业中,文娱用品(+1.55%)表现最好,其次为其他家用轻工(+0.90%)、家具(-0.51%)、珠宝首饰(-1.54%)、包装印刷(-2.35%),最差的为造纸(-3.32%)。

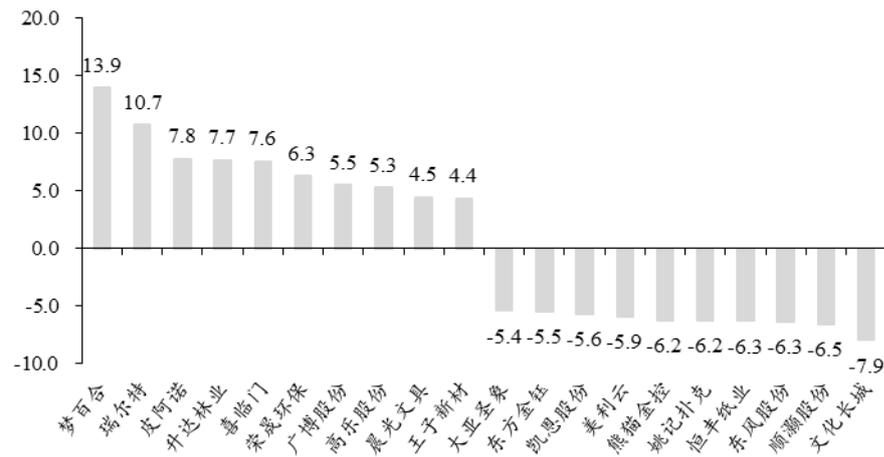
从个股表现来看,本周涨幅居前的公司包括梦百合(+13.93%)、瑞尔特(+10.73%)、皮阿诺(+7.81%)、升达林业(+7.69%)、喜临门(+7.57%)、荣晟环保(+6.31%)、广博股份(+5.53%)、高乐股份(+5.28%)、晨光文具(+4.46%)、王子新材(+4.37%);文化长城(-7.92%)为本周最大跌幅公司。

图 14: 本周市场涨跌幅 (%)



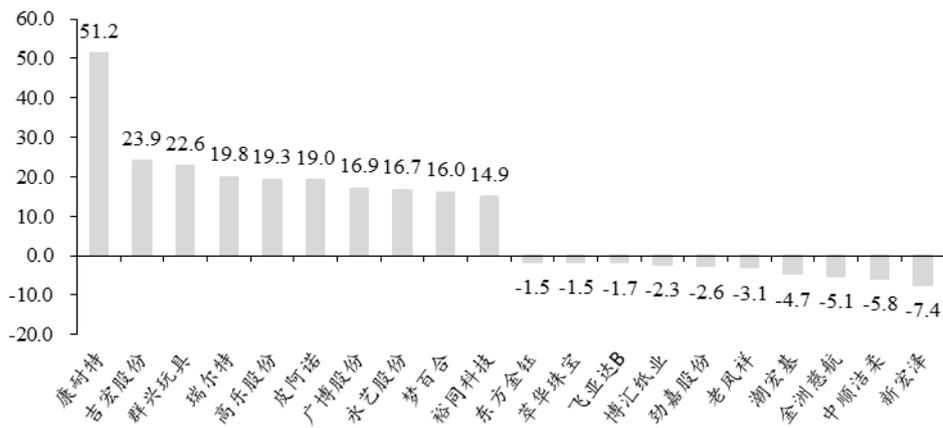
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 15: 板块单周涨跌幅前十的股票 (%)



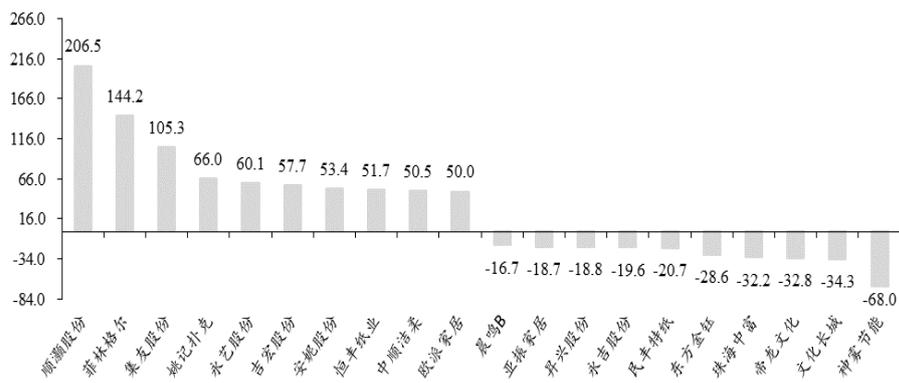
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 16: 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 17：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 20 日原纸价格：箱板纸市场价 3910 元/吨（周变化+50 元/吨，月变化+50 元/吨）；瓦楞纸 3245 元/吨（周变化+12 元/吨，月变化+37 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 20 日的废纸价格：国内各地废纸到厂平均价格 2036 元/吨（周变化-3 元/吨，月变化-31 元/吨）。截止 9 月 20 日的外废价格：美废 13#外商平均价 140 美元/吨（本周变化-4 美元/吨，过去一个月变化-4 美元/吨）；欧废平均价 159 美元/吨（本周变化 0

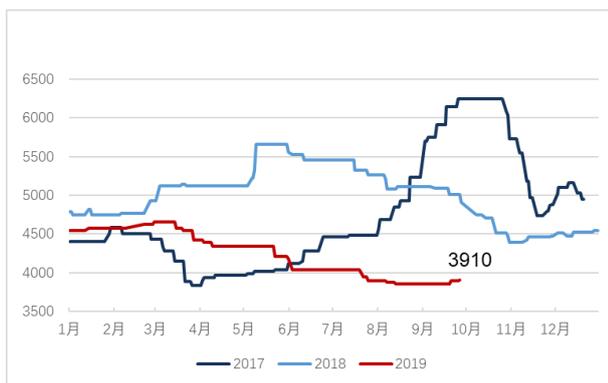
美元/吨，过去一个月变化0美元/吨)；日废平均价139美元/吨(本周变化-1美元/吨，过去一个月变化-15美元/吨)。

截止9月20日的纸浆价格：国际方面阔叶浆外商平均价488美元/吨(本周变化-2美元/吨，过去一个月变化-46元/吨)；针叶浆外商平均价595美元/吨(本周变化-10美元/吨，过去一个月变化-20美元/吨)；内盘浆平均价4225元/吨(本周变化+24元/吨，过去一个月变化+32元/吨)。纸浆期货方面，纸浆1909(SP1909)9月20日收4620(周变化+50元/吨，涨幅-1.09%)，自全年低点4410反弹210元/吨，幅度为4.76%。

截止9月20日的煤炭价格：国内主要地区煤炭平均价格550元/吨(本周变化-2元/吨，过去一个月变化-16元/吨，过去一年变化-36元/吨)。

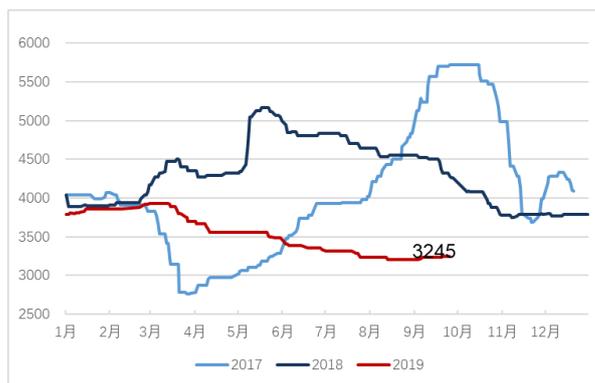
截止9月20日的溶解浆价格：溶解浆内盘价格5900元/吨(本周变化0元/吨，过去一个月变化-200元/吨，过去一年变化-1770元/吨)；截止9月6日粘胶短纤10700元/吨(本周变化-100元/吨，过去一个月变化-400元/吨，过去一年变化-4400元/吨)；粘胶长丝37800元/吨(本周变化0元/吨，过去一个月变化0元/吨，过去一年变化0元/吨)。

图 18：箱板纸价格走势 (元/吨)



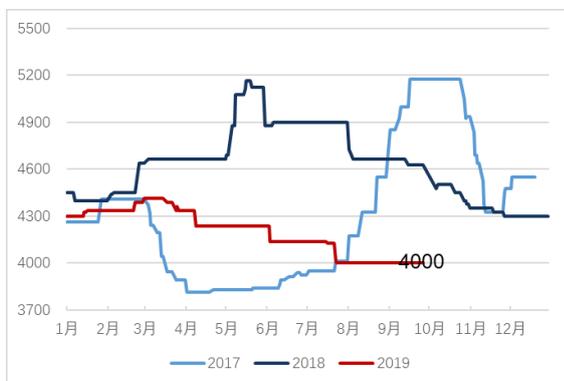
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 19：瓦楞纸价格走势 (元/吨)



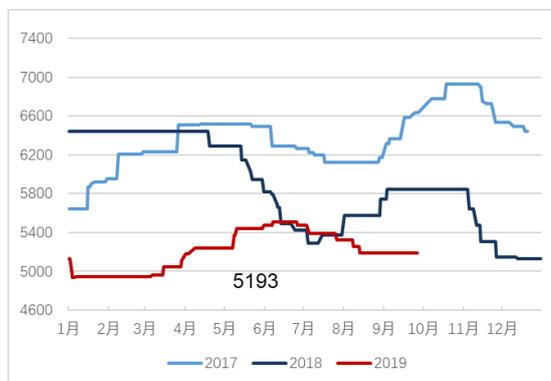
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 20：白板纸出厂价格 (元/吨)



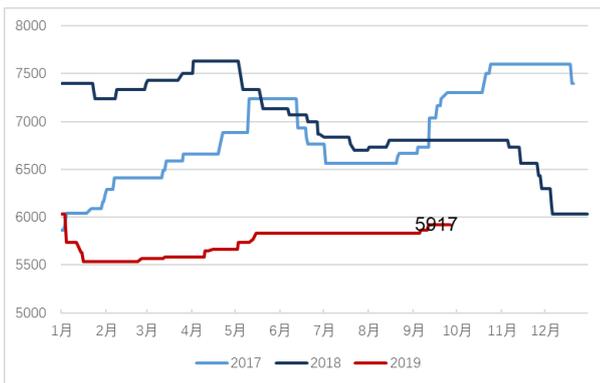
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 21：白卡纸出厂价格 (元/吨)



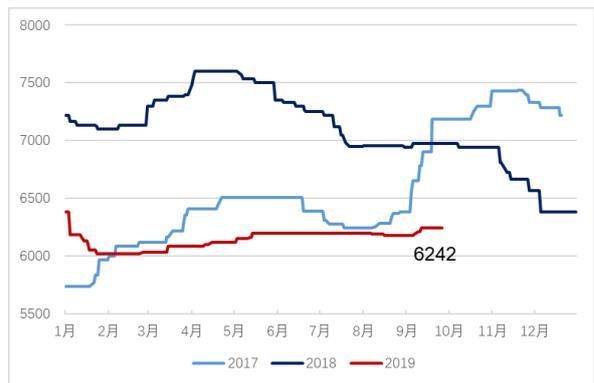
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 22: 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 23: 双胶纸最近价格走势 (元/吨)



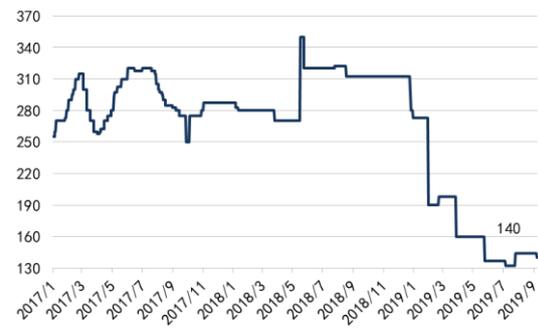
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 24: 国废价格走势 (元/吨)



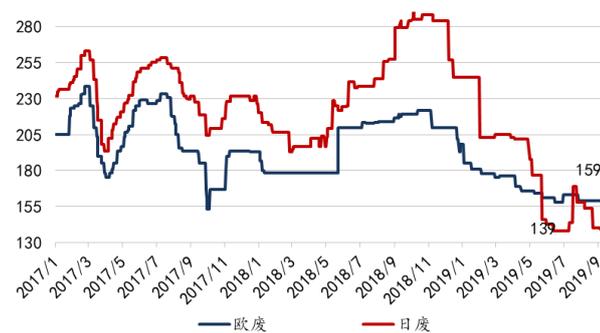
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 25: 美废 13# 价格走势 (美元/吨)



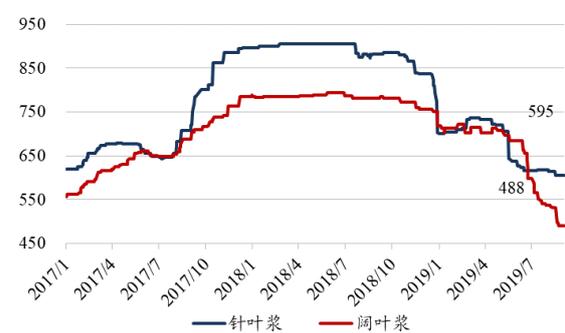
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 26: 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

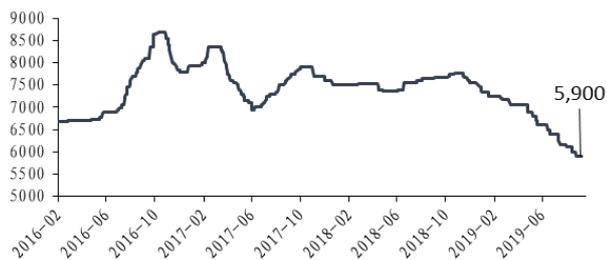
图 27: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨)



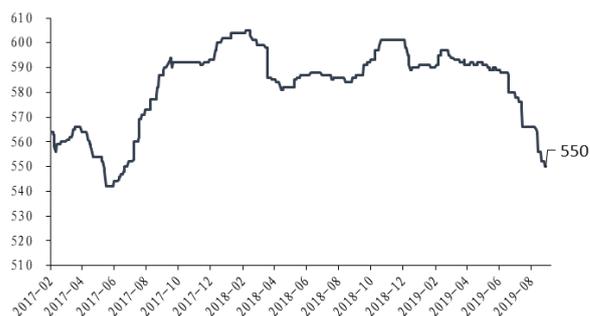
数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 28: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨)

图 29: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨)



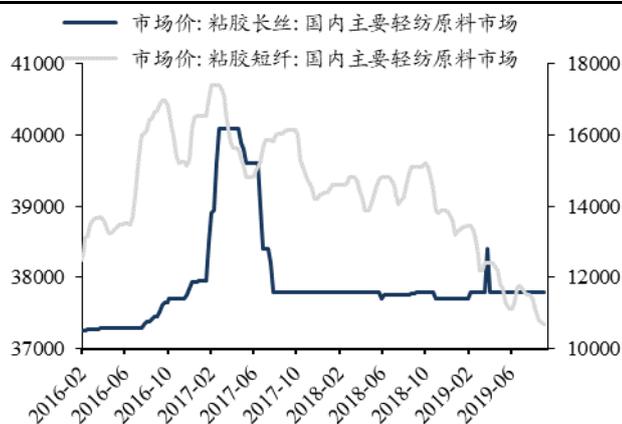
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所



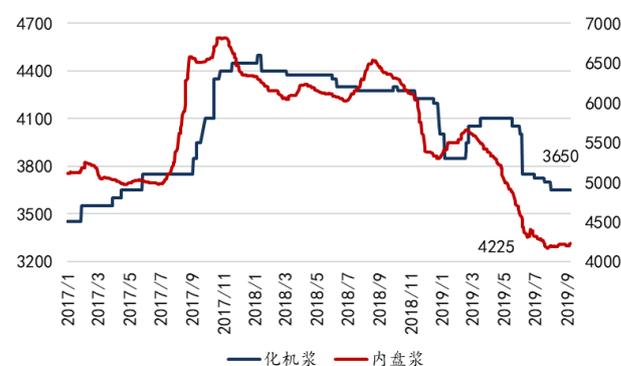
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 30：粘胶纤维市场价（元/吨）

图 31：化机浆、内盘浆平均价格（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.1.2. 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%

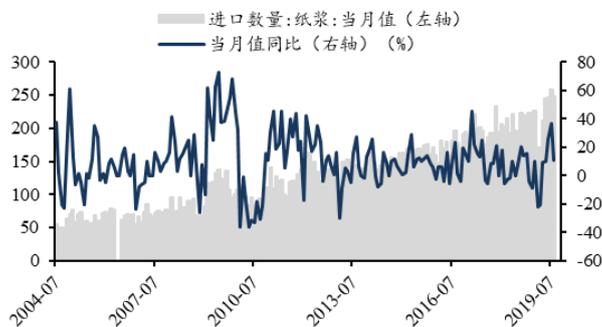
原材料方面废纸进口量有所下降。19 年 7 月进口废纸 97 万吨，同比下降 32.17%；19 年 8 月进口纸浆 247.70 万吨，同比上升 11.08%。

图 32：废纸月度进口量及同比（万吨，%）

图 33：纸浆月度进口量及同比（万吨，%）

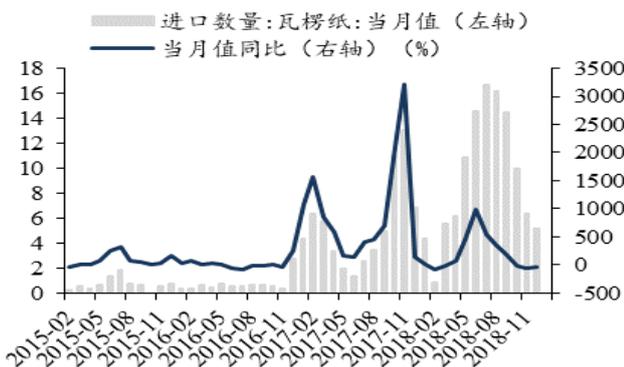


数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 34: 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 35: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %)

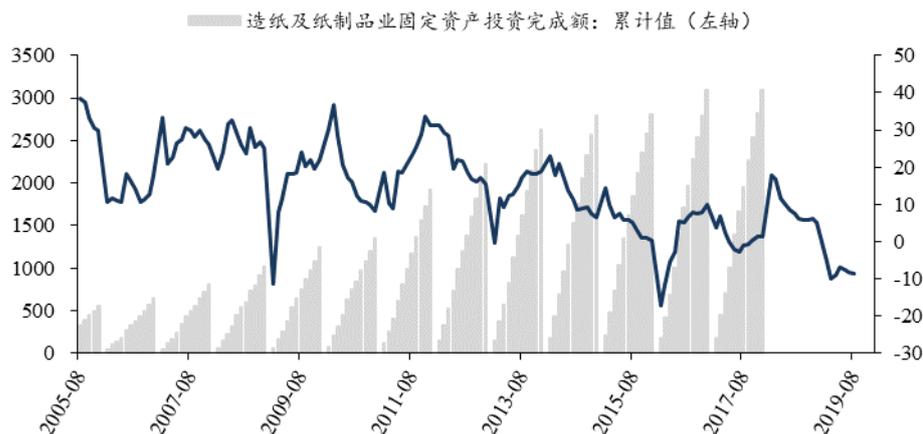


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.1.3. 固定资产投资: 造纸业 8 月固定资产投资完成额累计增速-8.70%

19 年 8 月造纸及纸制品制造业固定资产投资完成额的累计增速-8.70%。

图 36: 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

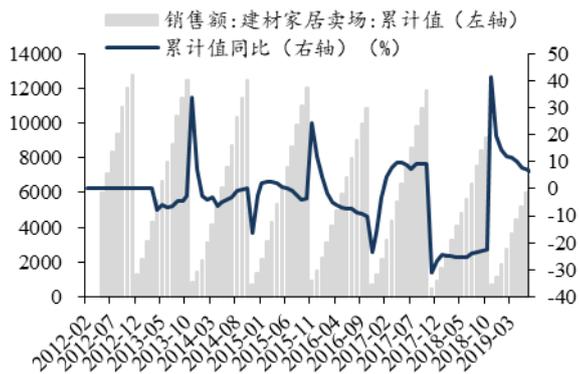
5.2. 家具产业: 19 年 7 月家具零售额 1062 亿, 同比增长 5.80%

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

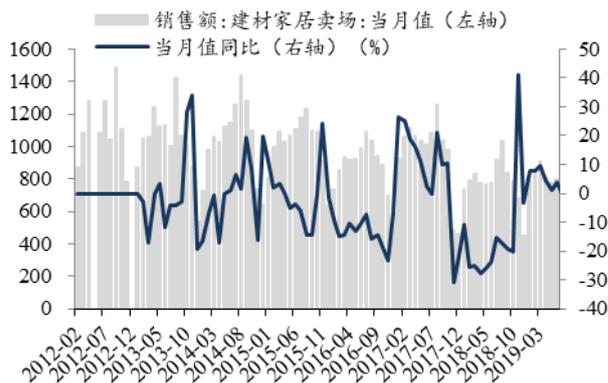
19 年 8 月我国家具及零件累计出口销售额 352.06 亿美元, 累计同比增长 2.20%; 8 月家具零售额 1220 亿元, 累计同比增长 5.80%; 7 月建材家居卖场销售额 815.80 亿元, 同比增加 5.46%。

图 37: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %)

图 38: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %)



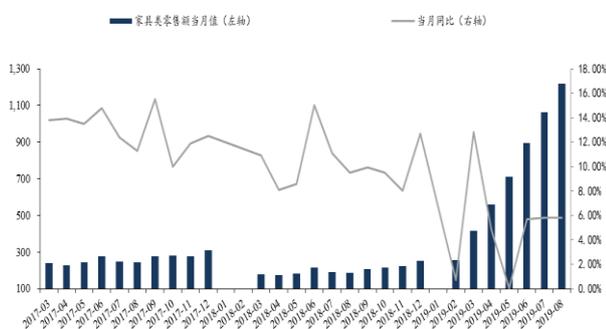
数据来源：Wind，东吴证券研究所



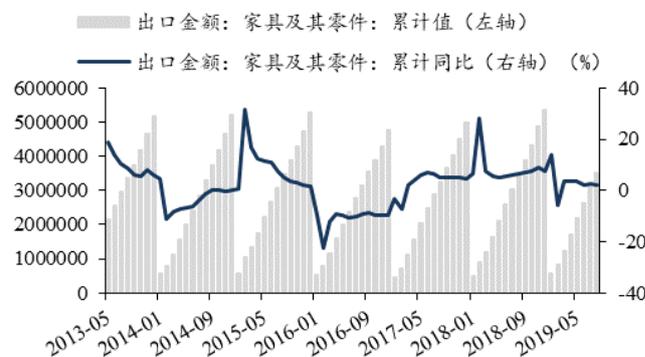
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 39：全国家具零售额及同比 (亿元, %)

图 40：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

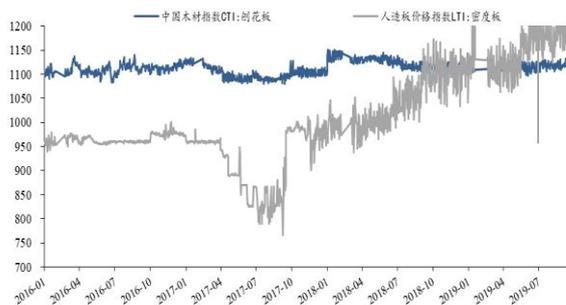
5.2.2. 原材料市场：TDI 价格上行，MDI 价格下行

截至 9 月 20 日，软体家具上游 TDI 国内现货价 12700 元/吨（周涨跌幅+150 元）；纯 MDI 现货价 18500 元/吨（周涨跌幅-200 元）。

截至 9 月 19 日，CIT 刨花板指数为 1,118.65（周涨跌幅+0.20%），人造板密度板指数 1,173.16（周涨跌幅-4.17%）。

图 41：软体家具上游价格变化趋势 (元/吨)

图 42：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：8月房屋新开工面积19,417.19万平方米，同比增加4.89%

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 43：房屋新开工面积累计值及同比（万平，%）



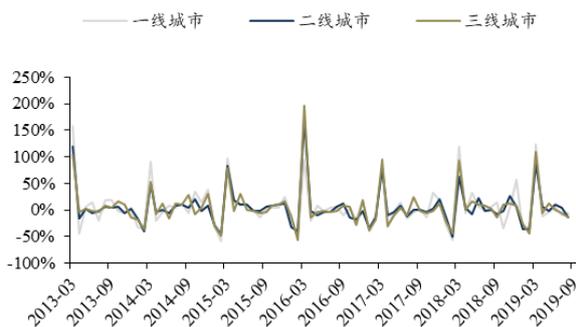
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 44：商品房销售面积累计值及同比（万平，%）



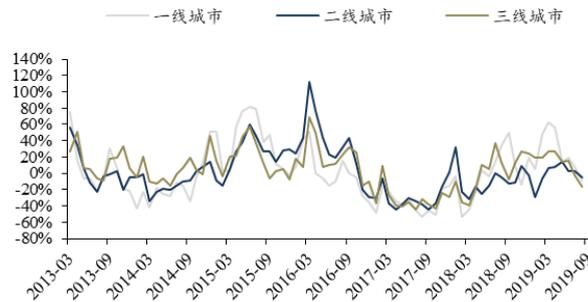
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 45：30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 46：30大中城市商品房月度成交面积同比（%）



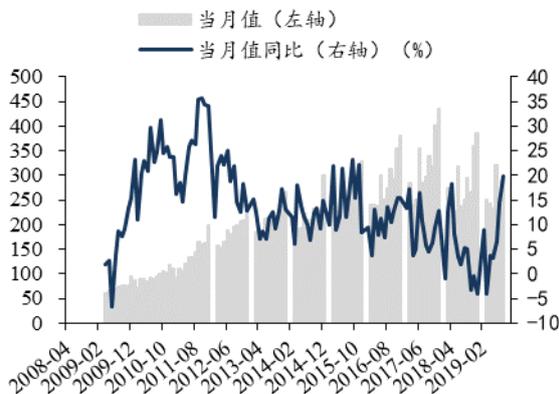
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.3. 文娱行业：19年8月办公用品零售额288亿，同比上升19.80%

2019年8月办公用品零售额288亿，同比上升19.80%。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 47：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 48：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 49：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 50：彩票销售额及其同比（亿元，%）



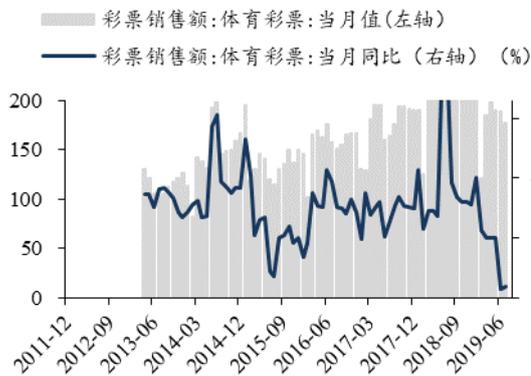
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 51：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 52：体育彩票销售额及其同比（亿元，%）

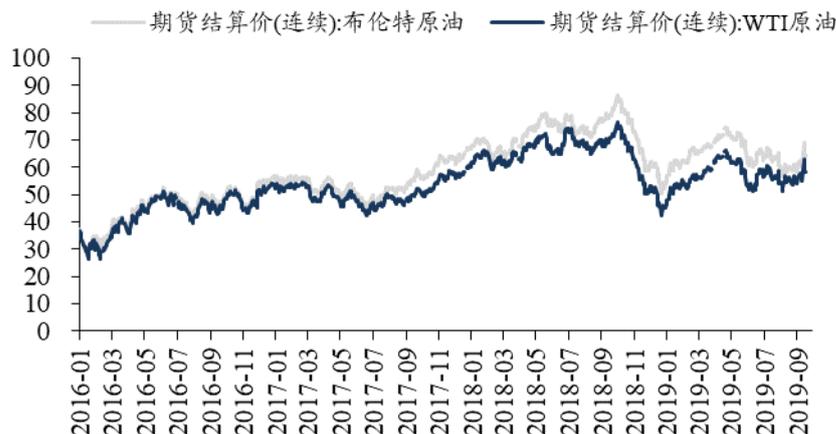


数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.4. 塑料包装：BRENT 与 WTI 原油价格上行

英国 BRENT 原油本周均价为 65.17 美元/桶(上周均价为 61.28 美元/桶, +6.35%), WTI 本周均价为 59.31 美元/桶(上周均价为 56.19 元/桶, +5.56%); 期货结算价(连续): 聚氯乙烯(PVC): 本周均价 6673.00 元/吨(上周 6683.75 元/吨, -0.16%); 期货结算价(连续): 线型低密度聚乙烯(LLDPE): 本周均价 7597.00 元/吨(上周 7167.50 元/吨, +5.74%)。

图 53: 国际原油价格走势(美元/桶)

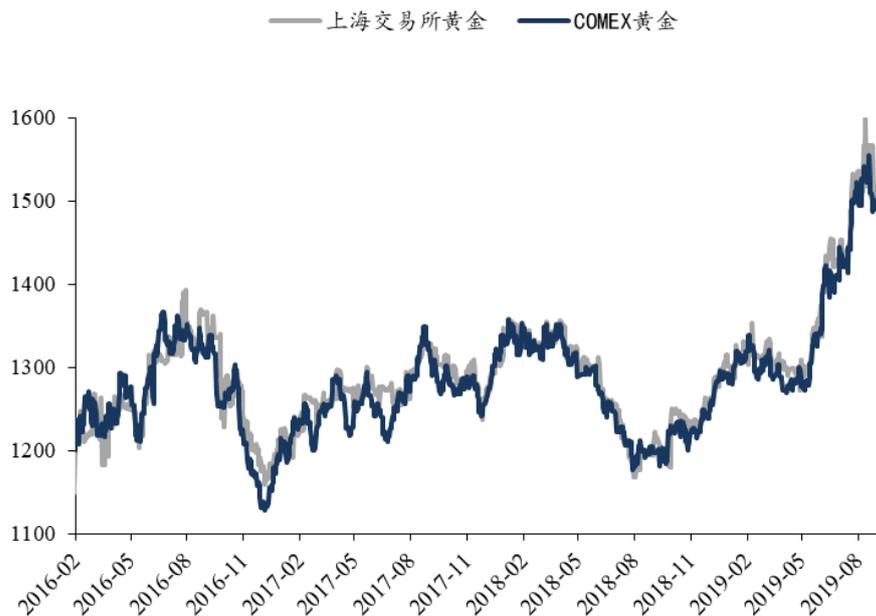


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.5. 金银珠宝业：黄金与白银价格回落

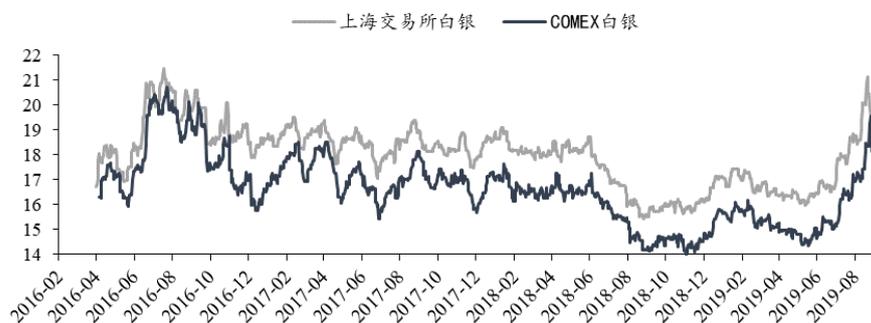
本周(截至 9 月 20 日), 上交所黄金均价 1514.81 美元/盎司(-1.32%)、COMEX 黄金均价 1502.58 美元/盎司(+0.41%); 上交所白银均价(截止 9 月 20 日) 19.38 美元/盎司(-1.34%)、COMEX 白银均价 17.96 美元/盎司(-1.16%)。

图 54: 黄金价格走势(美元/盎司)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 55：白银价格走势（美元/盎司）



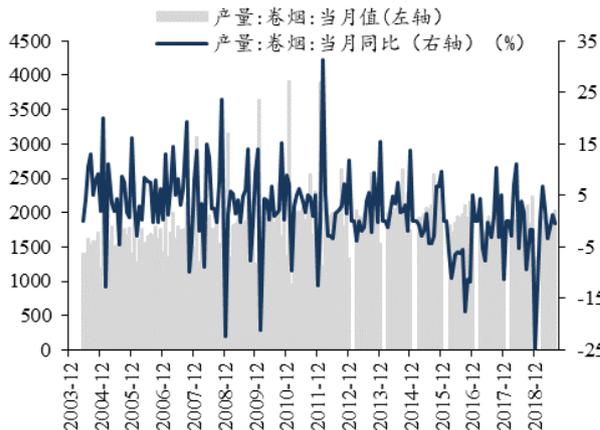
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.6. 卷烟：8月卷烟产量累计同比上升3.0%

2019年8月卷烟累计产量为16327.90万支，累计同比上升3.0%。

图 56：产量:卷烟:当月值及同比（亿支，%）

图 57：产量:卷烟:累计值及同比（亿支，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

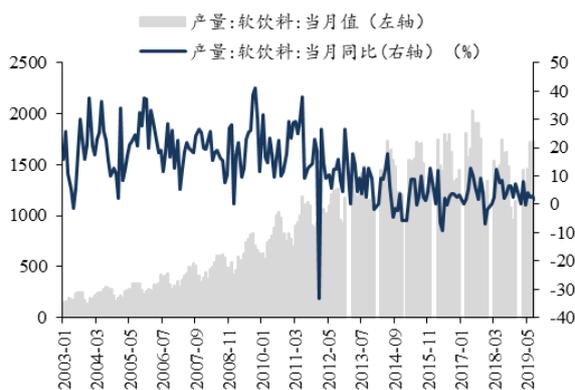


数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.7. 软饮料：8 月软饮料产量累计同比上升 3.60%

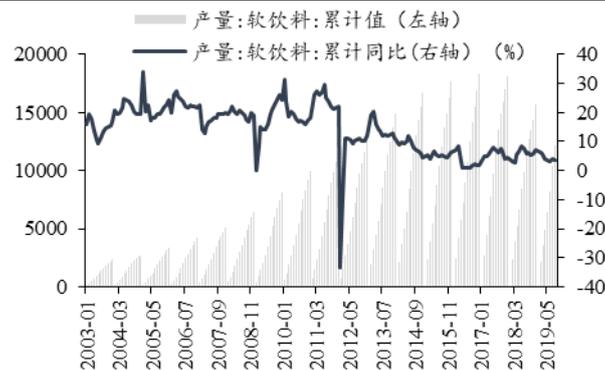
2019 年 8 月软饮料累计产量为 12171.10 万吨，同比增加 3.60%。

图 58：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 59：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 13：下周股东大会一览

代码	名称	会议日期	会议类型
603801.SH	志邦家居	2019-09-27	临时股东大会
603833.SH	欧派家居	2019-09-27	临时股东大会
603313.SH	梦百合	2019-09-26	临时股东大会
600793.SH	宜宾纸业	2019-09-24	临时股东大会
300329.SZ	海伦钢琴	2019-09-23	临时股东大会
600735.SH	新华锦	2019-09-23	临时股东大会
603992.SH	松霖科技	2019-09-23	临时股东大会

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 14：下周限售股解禁一览

代码	简称	解禁日期
300749.SZ	顶固集创	2019-09-25
002235.SZ	安妮股份	2019-09-26

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 15: 公司估值 (9 月 20 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	预测	预测	预测	预测	PE	
								(2018)	2019 年 净利润 (百万)	2019 年 净利润 yoy	PE (2019e)	2020 年 净利润 (百万)	2020 年 净利润 yoy	PE (2020e)
白马蓝筹														
家具														
002572.SZ	索菲亚	18.65	-1.11	6.27	-13.75	172.22	959.1	17.96	1034.0	7.8%	16.66	1140.0	10.3%	15.11
603833.SH	欧派家居	118.79	-1.75	7.41	30.13	499.15	1571.9	31.76	1885.0	19.9%	26.48	2198.0	16.6%	22.71
603816.SH	顾家家居	36.90	1.79	5.82	7.56	222.19	989.4	22.46	1174.0	18.6%	18.93	1356.0	15.5%	16.39
300616.SZ	尚品宅配	84.50	-3.76	-2.38	3.25	167.88	477.1	35.19	623.0	30.6%	26.95	769.0	23.4%	21.83
600337.SH	美克家居	4.14	3.76	8.38	-5.02	73.32	451.2	16.25	499.0	10.7%	14.69	568.0	13.7%	12.91
603818.SH	曲美家居	7.64	0.53	8.37	2.83	37.34	(59.1)	-63.22	204.0	445.5%	18.30	380.0	86.1%	9.83
603008.SH	喜临门	12.50	7.57	11.51	-12.83	49.36	(438.3)	-11.26	302.7	-169.1%	16.31	359.1	18.6%	13.74
603898.SH	好莱客	15.50	0.19	2.72	-23.54	47.99	382.2	12.55	422.0	10.3%	11.37	467.0	10.7%	10.28
603801.SH	志邦股份	20.61	-0.53	9.16	-3.17	46.03	272.9	16.87	329.0	20.6%	13.99	395.0	19.9%	11.65
603180.SH	金牌橱柜	60.28	-1.55	13.84	4.06	40.52	210.2	19.28	250.5	19.2%	16.18	296.3	18.3%	13.68
000910.SZ	大亚圣象	11.44	-5.38	8.85	-9.69	63.38	724.8	8.74	799.0	10.2%	7.93	864.0	8.1%	7.34
600978.SH	宜华生活	3.41	-4.21	1.49	-33.49	50.57	386.8	13.07	458.3	18.5%	11.03	505.6	10.3%	10.00
002853.SZ	皮阿诺	21.40	7.81	19.96	25.98	33.24	142.1	23.40	182.0	28.1%	18.27	230.0	26.4%	14.45
603208.SH	江山欧派	37.83	0.45	14.88	64.69	30.57	152.7	20.02	204.8	34.1%	14.93	254.3	24.2%	12.02
002043.SZ	兔宝宝	5.61	1.08	2.56	-15.48	43.46	330.9	13.14	359.0	8.5%	12.11	410.2	14.2%	10.60
002713.SZ	东易日盛	8.64	-3.46	0.35	-17.50	36.31	252.6	14.37	290.5	15.0%	12.50	339.2	16.8%	10.70
002084.SZ	海鸥卫浴	5.25	-1.69	6.49	17.98	26.59	41.9	63.38	114.8	173.6%	23.16	137.7	20.0%	19.30
603600.SH	永艺股份	10.98	-0.36	17.56	53.48	33.24	103.9	31.98	172.3	65.8%	19.29	231.6	34.4%	14.35
603848.SH	好太太	15.84	-0.13	0.51	-1.40	63.52	260.6	24.38	303.1	16.3%	20.95	361.5	19.2%	17.57
601828.SH	美凯龙	11.05	-3.16	1.66	-13.74	392.28	4477.4	8.76	5005.6	11.8%	7.84	5609.8	12.1%	6.99
300729.SZ	乐歌股份	22.66	2.35	4.42	1.25	19.79	57.6	34.37	73.5	27.6%	26.93	95.5	29.9%	20.72
文具														
603899.SH	晨光文具	42.20	4.46	1.98	42.40	388.24	806.8	48.12	1006.0	24.7%	38.59	1284.0	27.6%	30.24
002301.SZ	齐心集团	11.47	-1.46	1.33	7.46	73.61	191.8	38.39	276.1	44.0%	26.66	374.5	35.6%	19.66
造纸														
000488.SZ	晨鸣纸业	4.96	-2.55	3.12	-17.71	144.07	2509.8	5.74	2030.0	1.3%	7.10	2227.0	9.7%	6.47
002078.SZ	太阳纸业	8.23	-2.49	9.01	13.82	213.28	2237.6	9.53	2006.0	-10.3%	10.63	2302.0	14.8%	9.27
600966.SH	博汇纸业	3.89	-4.66	-3.47	3.43	52.00	255.9	20.32						
600567.SH	山鹰纸业	3.19	-3.04	2.57	-13.78	146.25	3203.9	4.56	1916.0	-40.2%	7.63	2094.0	9.3%	6.98
002511.SZ	中顺洁柔	12.80	-4.12	-11.30	58.90	167.18	407.0	41.08	598.0	46.9%	27.96	724.0	21.1%	23.09
002521.SZ	齐峰新材	5.54	-2.64	2.03	-5.17	27.41	58.4	46.96						
600308.SH	华泰股份	4.30	-2.27	4.12	-2.97	50.21	719.1	6.98	964.9	34.2%	5.20	1288.9	33.6%	3.90
600103.SH	青山纸业	2.19	-3.95	1.86	-1.89	50.50	154.8	32.62						
包装														
002831.SZ	裕同科技	22.25	0.54	11.70	4.36	195.15	945.6	20.64	1094.0	15.7%	17.84	1269.0	16.0%	15.38
002191.SZ	劲嘉股份	10.67	-4.56	-3.96	33.55	156.30	725.3	21.55	901.0	25.0%	17.35	1078.0	19.6%	14.50
601515.SH	东风股份	7.40	-6.33	4.23	24.70	98.75	747.9	13.20	802.9	7.4%	12.30	881.3	9.8%	11.20

002303.SZ	美盈森	4.99	-3.29	13.15	-5.82	76.41	401.2	19.05	475.3	18.5%	16.08	570.3	20.0%	13.40
002228.SZ	合兴包装	4.01	-4.98	-2.67	-41.41	46.90	233.1	20.12	293.9	26.1%	15.96	366.4	24.7%	12.80
002701.SZ	奥瑞金	4.88	-3.17	-5.43	-10.46	114.94	225.4	51.00	851.2	277.7%	13.50	1001.4	17.6%	11.48
002014.SZ	永新股份	7.16	-1.10	4.68	25.16	36.06	225.3	16.00	263.0	16.9%	13.71	303.0	15.2%	11.90
珠宝首饰日化														
600612.SH	老凤祥	52.06	1.24	5.96	46.51	272.34	1204.5	22.61	1381.9	14.7%	19.71	1561.9	13.0%	17.44
002094.SZ	青岛金王	5.27	-0.57	12.13	-6.39	36.50	104.4	34.95	323.5	209.8%	11.28	150.0	-53.6%	24.33
000026.SZ	飞亚达 A	7.86	-3.44	-0.38	2.81	34.82	183.8	18.94	216.0	17.5%	16.12	256.7	18.9%	13.56
002345.SZ	潮宏基	4.28	-4.46	-4.89	-25.69	38.75	71.0	54.55	269.0	278.7%	14.41	304.1	13.1%	12.74
002740.SZ	爱迪尔	6.54	-3.11	6.00	-1.94	29.70	28.1	105.49						
002721.SZ	金一文化	5.77	-0.17	-0.69	-18.73	48.16	-54.6	-88.24						
600439.SH	瑞贝卡	3.41	-0.87	-1.45	9.54	38.60	234.2	16.48						
主题类														
互联网彩票														
600433.SH	冠豪高新	3.55	-2.74	3.20	-7.80	45.13	109.2	41.32						
000829.SZ	天音控股	5.80	-1.19	7.61	-17.61	60.16	-230.7	-26.08						
002229.SZ	鸿博股份	6.87	-2.69	4.89	1.13	34.24	5.1	665.67	49.0	852.7%	69.87	169.0	244.9%	20.26
002235.SZ	安妮股份	7.90	-3.42	7.78	28.25	47.22	75.5	62.52						
电子发票														
002117.SZ	东港股份	10.85	-1.00	5.54	14.37	59.20	256.8	23.06	296.5	15.5%	19.97	343.2	15.7%	17.25
600271.SH	航天信息	22.38	-2.70	2.01	-18.75	416.83	1618.0	25.76	1965.9	21.5%	21.20	2355.3	19.8%	17.70
教育														
300329.SZ	海伦钢琴	7.50	-0.53	3.31	-10.91	19.02	54.5	34.89	69.0	26.6%	27.57	87.0	26.1%	21.86
002678.SZ	珠江钢琴	7.42	-0.54	4.95	23.85	100.79	176.3	57.18	207.0	17.4%	48.69	237.0	14.5%	42.53
002348.SZ	高乐股份	3.59	5.28	14.70	-5.53	34.00	11.3	301.38						
002599.SZ	盛通股份	4.83	-0.41	5.00	-18.09	26.49	124.2	21.34	149.4	20.4%	17.73	187.8	25.7%	14.11
603398.SH	邦宝益智	9.53	-1.14	3.47	10.98	28.25	42.1	67.04						
小市值														
600189.SH	吉林森工	3.92	-2.73	2.08	-7.11	28.10	42.0	66.94						
002243.SZ	通产丽星	14.61	-2.66	-2.47	101.34	53.32	82.1	64.94						
其他														
600076.SH	康欣新材	4.42	-2.00	6.76	-1.74	45.71	467.6	9.78						
002565.SZ	上海绿新	7.73	-6.53	14.18	155.08	81.95	101.4	80.84	109.9	8.4%	74.54	130.1	18.3%	63.01
002735.SZ	王子新材	16.95	4.37	-4.78	19.28	24.19	49.8	48.61	60.0	20.6%	40.31	75.0	25.0%	32.25
000902.SZ	新洋丰	10.57	-4.60	-8.48	19.70	137.89	818.8	16.84	998.0	21.90%	13.82	1206.0	20.84%	11.43
港股、美股(单位原始货币)														
1999.HK	敏华控股	4.37	-3.53	24.86	-11.27	167.08	1363.8	12.25	1481.1	8.6%	11.28	1825.4	23.2%	9.15
2689.HK	玖龙纸业	6.83	-0.65	-4.38	-33.89	320.48	7848.1	4.08	5094.0	-35.1%	6.29	5632.0	10.6%	5.69
2314.HK	理文造纸	4.29	-8.53	7.99	-40.77	187.63	4880.2	3.84	3764.0	-22.9%	4.98	3706.0	-1.5%	5.06
3331.HK	维达国际	13.10	-3.39	-6.70	0.48	156.56	649.3	24.11	702.42	8.2%	22.29	1,086.00	54.6%	14.42
1044.HK	恒安国际	52.05	-3.32	-6.30	-24.09	619.23	3799.8	16.30	3931.0	3.4%	15.75	4307.0	9.6%	14.38
0906.HK	中粮包装	3.06	-5.26	-1.71	9.11	35.53	255.1	13.93	297.0	16.4%	11.96	334.5	12.6%	10.62
2083.HK	大自然家居	1.18	9.26	14.56	-22.88	16.28	156.8	10.38						

1371.HK	华彩控股	0.28	54.70	32.08	-76.07	2.81	-169.5	-1.66						
WBALN	500 彩票网	10.00	6.95	4.60	-12.05	4.30	-451.7	-0.95						
0555.HK	御泰中彩 控股	0.02	0.00	0.00	16.67	3.16								
家电														
白电														
000651.SZ	格力电器	58.04	-2.63	6.42	57.61	3,491.53	26202.8	13.33	28624.6	9.2%	12.20	31906.6	11.5%	10.94
000333.SZ	美的集团	52.70	-2.59	1.95	34.23	3,656.80	20230.8	18.08	23370.5	15.5%	15.65	26465.8	13.2%	13.82
600690.SH	青岛海尔	15.83	-0.69	3.40	-0.44	1,008.13	7440.2	13.55	8248.9	10.9%	12.22	9174.0	11.2%	10.99
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
黑电														
000100.SZ	TCL 集团	3.78	1.61	11.83	41.02	512.18	3468.2	14.77	3973.5	14.6%	12.89	4528.1	14.0%	11.31
600060.SH	海信电器	8.99	5.15	16.45	-7.24	117.63	392.4	29.98	495.2	26.2%	23.75	631.3	27.5%	18.63
002429.SZ	兆驰股份	2.98	-1.00	4.20	40.57	134.90	445.4	30.29	620.1	39.2%	21.76	708.1	14.2%	19.05
000810.SZ	创维数字	9.33	-3.52	8.74	44.88	98.80	327.9	30.13	485.3	48.0%	20.36	577.3	19.0%	17.11
厨电小家电														
002508.SZ	老板电器	28.90	3.36	16.77	26.51	274.27	1473.6	18.61	1597.7	8.4%	17.17	1770.9	10.8%	15.49
002035.SZ	华帝股份	10.94	-1.26	7.89	7.74	96.45	676.9	14.25	789.1	16.6%	12.22	922.9	17.0%	10.45
002242.SZ	九阳股份	23.41	0.91	10.90	54.36	179.63	754.3	23.82	837.9	11.1%	21.44	962.8	14.9%	18.66
002032.SZ	苏泊尔	72.40	2.17	6.61	47.08	594.49	1669.9	35.60	1953.4	17.0%	30.43	2294.1	17.4%	25.91

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>

