

轻工制造跟踪周报

2019年10月13日

三季度报前瞻：家居、造纸景气有望向上，持续建议配置文具及 HNB 产业链  
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

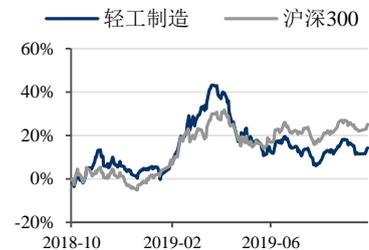
研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

投资要点

- **业绩前瞻：造纸、家居景气预期上行，必选持续兑现增长。**必选消费延续高增长，造纸、家居景气预期上行。根据三季度报业绩前瞻，我们预计轻工板块 Q3 景气度环比 Q2 有所回升。
- **新型烟草：回调建议重点关注烟草产业链低估优质标的劲嘉股份。**当前时点重申**劲嘉股份**推荐逻辑：（1）新型烟草开启“元年”，业务完成从 0 到 1 转型。（2）彩盒订单高增，电子烟盒发展迅猛。（3）烟标主业增长稳健，长期份额提升逻辑通顺。此外，随着新一代 IQOS 3 DUO 自 Q4 起在日本发售，我们预计配套产业链标的**盈趣科技**下半年订单增长趋势向好，建议关注！
- **文具：长期自下而上看好晨光渠道护城河，办公集采趋势向好。晨光文具：**线下零售探索顺利，渠道粘性护航成长。我们看好**晨光文具**作为产业龙头持续确定的成长，长期推荐！**齐心集团：**办公集采趋势向好，业绩高增确定性强。持续看好**齐心集团**的产业卡位及伴随产业发展趋势实现快速成长！
- **生活用纸：关注龙头阿尔法属性，价格调整为浆价下行时期常态。**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。近年**中顺洁柔**高毛利产品 Face/ Lotion/ 自然木占比提高持续提升、个护新品矩阵持续丰富，且电商渠道持续发力、增长良好，看好其长期成长，股价回调给予重点关注！
- **造纸：纸浆库存回落明显，文化包装纸价提价落地。**包装、文化纸库存底部，旺季提价落地。造纸行业去库存接近尾声，后续纸价有望维稳向上；全球纸浆库存高位开始缓解，短期仍将低位运行。对标海外，龙头企业 UPM 的定价随着资源属性提升有向上抬升趋势。推荐资源自给逻辑通顺且业绩环比向好的**太阳纸业、晨鸣纸业**，关注**玖龙纸业、山鹰纸业**上游资源布局。
- **家居：关注优质低估的成品家居，持续看好家居消费回暖。**美凯龙十一大促销销售额大涨，竣工、成交数据持续回暖。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，长期建议重点关注和配置龙头品种。软体板块：**贸易战谈判进展利好软体外销表现，看好敏华控股、顾家家居**成长。**成品板块：**关注推进“三新”转型的低估值标的**曲美家居**。**定制板块：**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**。
- **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

- 1、《轻工制造跟踪周报：成长持续重点推荐晨光文具、齐心集团，回调关注 HNB 产业链布局机遇》2019-10-07
- 2、《轻工制造跟踪周报：从海外精品百货零售看九木杂物社》2019-09-22
- 3、《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

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	202.68	7.82	0.86	0.77	0.89	9.06	10.10	8.80	买入
	600567.SH	山鹰纸业	144.88	3.16	0.70	0.42	0.46	4.52	7.56	6.92	买入
造纸	000488.SZ	晨鸣纸业	142.04	4.89	0.51	0.58	0.65	5.66	7.00	6.38	增持
	2689.HK	玖龙纸业	313.91	6.69	0.82	0.80	0.90	8.13	8.40	7.42	增持
	2314.HK	理文造纸	185.45	4.24	1.11	0.86	0.85	3.80	4.93	5.00	增持
	002572.SZ	索菲亚	162.04	17.76	1.04	1.12	1.23	16.90	15.67	14.21	买入
定制家具	603833.SH	欧派家居	467.76	111.32	3.74	4.49	5.23	29.76	24.81	21.28	买入
	300616.SZ	尚品宅配	153.08	77.05	2.40	3.14	3.87	32.09	24.57	19.91	买入
	603801.SH	志邦家居	44.73	20.03	1.71	1.47	1.77	16.39	13.60	11.32	买入
	603898.SH	好莱客	45.45	14.68	1.19	1.34	1.49	11.89	10.77	9.73	买入
软体家具	603816.SH	顾家家居	207.50	34.48	2.30	1.95	2.25	20.97	17.68	15.30	买入
	1999.HK	敏华控股	187.34	4.90	0.40	0.38	0.53	13.74	12.80	10.38	—
	603008.SH	喜临门	50.82	12.87	-1.11	0.77	0.74	-11.60	16.79	14.15	—
成品家具	600337.SH	美克家居	69.24	3.91	0.25	0.28	0.32	15.35	13.88	12.19	买入
	603818.SH	曲美家居	35.58	7.28	-0.12	0.42	0.78	-60.24	17.44	9.36	增持
	002831.SZ	裕同科技	192.35	21.93	2.36	1.25	1.45	20.34	17.58	15.16	买入
	002228.SZ	合兴包装	45.38	3.88	0.20	0.25	0.38	19.47	15.44	12.38	—
	002191.SZ	劲嘉股份	141.07	9.63	0.49	0.62	0.74	19.45	15.66	13.09	买入
包装	002701.SZ	奥瑞金	110.46	4.69	0.10	0.36	0.45	49.01	12.98	11.03	—
	002014.SZ	永新股份	36.31	7.21	0.45	0.52	0.60	16.11	13.81	11.98	买入
	002303.SZ	美盈森	76.41	4.99	0.26	0.30	0.39	19.05	16.37	13.84	—
	601515.SH	东风股份	96.08	7.20	0.67	0.60	0.69	12.85	11.97	10.90	—
	603899.SH	晨光文具	423.66	46.05	0.88	1.09	1.40	52.51	42.11	33.00	买入
	1044.HK	恒安国际	610.90	51.35	3.15	3.30	3.62	16.08	15.54	14.18	买入
	002511.SZ	中顺洁柔	167.05	12.79	0.32	0.46	0.55	41.04	27.93	23.07	买入
	601828.SH	美凯龙	398.31	11.22	1.26	1.40	1.62	8.90	8.01	7.15	—
其他	00910.SZ	大亚圣象	59.11	10.67	1.31	1.44	1.56	8.16	7.40	6.84	买入
	603848.SH	好太太	60.91	15.19	0.65	0.79	0.96	23.38	20.18	17.01	—
	603600.SH	永艺股份	33.33	11.01	0.34	0.58	0.78	32.07	19.34	14.39	—
	300729.SZ	乐歌股份	22.16	25.37	0.66	0.81	1.08	38.48	30.15	23.20	—
	000902.SZ	新洋丰	124.19	9.52	0.63	0.77	0.92	15.17	12.44	10.30	买入

注：收盘价为 10 月 11 日数据，标红为 Wind 一致预测，敏华控股、理文造纸单位港币。

资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 内容目录

<b>1. 三季度前瞻：造纸、家居景气预期上行，必选持续兑现增长</b> .....	<b>6</b>
1.1. 必选消费：持续看好文具产业链成长，底部重点关注劲嘉股份 .....	6
1.2. 造纸：纸浆库存回落明显，文化包装纸价提价落地 .....	9
1.3. 家居：关注优质低估的成品家居，持续看好家居消费回暖 .....	10
<b>2. 重点公司公告</b> .....	<b>12</b>
2.1. 包装印刷&造纸产业 .....	12
2.2. 家居家具&其他可选 .....	13
<b>3. 市场回顾：大盘上行，包装印刷表现较好</b> .....	<b>14</b>
<b>4. 行业上下游数据跟踪</b> .....	<b>15</b>
4.1. 造纸产业：文化纸与纸浆价格企稳 .....	15
4.1.1. 价格数据：文化纸与纸浆价格企稳 .....	15
4.1.2. 进出口数据：废纸8月进口量同降35.71%；纸浆8月进口量上升11.08% .....	18
4.1.3. 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
4.2. 家具产业：19年8月家具零售额1220亿，同比增长5.80% .....	20
4.2.1. 产销量：8月家具零售额1220亿，同比增长5.80% .....	20
4.2.2. 原材料市场：TDI与MDI价格上行 .....	20
4.2.3. 房地产市场：8月房屋新开工面积19417.19万平方米，同比增加4.89% .....	21
4.3. 文娱行业：19年8月办公用品零售额288亿，同比上升19.80% .....	22
4.4. 塑料包装：BRENT与WTI原油价格下行 .....	23
4.5. 金银珠宝业：黄金与白银价格下降 .....	23
4.6. 卷烟：8月卷烟产量累计同比上升3.0% .....	24
4.7. 软饮料：8月软饮料产量累计同比上升3.60% .....	25
<b>5. 下周公司股东大会、限售股解禁情况一览</b> .....	<b>25</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 晨光文具业务拆分一览 .....	8
图 2: 齐心集团业务拆分一览 .....	8
图 3: 2009-2017 年生活用纸价格 VS 浆价 .....	8
图 4: 箱板瓦楞库存、库存天数(截至 8.30).....	9
图 5: 双胶铜板纸企业库存(截至 9.30).....	9
图 6: 全球木浆库存天数(截至 8.30).....	9
图 7: 国内主要港口木浆库存(截至 9.30).....	9
图 8: UPM 股价复盘和对标.....	10
图 9: 商品住宅新开工施工面积及同比增速 .....	11
图 10: 商品住宅竣工面积及同比增速 .....	11
图 11: 30 大城市商品房销售面积 (万平方米) .....	11
图 12: 一二三线城市商品房销售面积 (万平方米) .....	11
图 13: 本周市场涨跌幅 (%) .....	14
图 14: 板块单周涨跌幅前十的股票 (%) .....	14
图 15: 板块单月涨跌幅前十的股票 (%) .....	15
图 16: 板块年度涨跌幅前十的股票 (%) .....	15
图 17: 箱板纸价格走势 (元/吨) .....	16
图 18: 瓦楞纸价格走势 (元/吨) .....	16
图 19: 白板纸出厂价格 (元/吨) .....	16
图 20: 白卡纸出厂价格 (元/吨) .....	16
图 21: 铜板纸价格走势 (元/吨) .....	17
图 22: 双胶纸最近价格走势 (元/吨) .....	17
图 23: 国废价格走势 (元/吨) .....	17
图 24: 美废 13#价格走势 (美元/吨) .....	17
图 25: 欧废、日废价格走势 (美元/吨) .....	17
图 26: 国际针叶浆、阔叶浆历史价格 (美元/吨) .....	17
图 27: 溶解浆内盘价格指数 (元/吨) .....	18
图 28: 国内主要地区煤炭平均价格 (元/吨) .....	18
图 29: 粘胶纤维市场价 (元/吨) .....	18
图 30: 化机浆、内盘浆平均价格 (元/吨) .....	18
图 31: 废纸月度进口量及同比 (万吨, %) .....	18
图 32: 纸浆月度进口量及同比 (万吨, %) .....	18
图 33: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %) .....	19
图 34: 箱板纸月度进口量及同比 (万吨, %) .....	19
图 35: 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, %) .....	19
图 36: 建材家居卖场累计销售额与同比(亿元, %) .....	20
图 37: 建材家居卖场当月销售额与同比(亿元, %) .....	20
图 38: 全国家具零售额及同比 (亿元, %) .....	20
图 39: 家具及零部件出口销售额累计(万美元, %) .....	20
图 40: 软体家具上游价格变化趋势 (元/吨) .....	20
图 41: 定制家具上游价格指数变化趋势 .....	20
图 42: 房屋新开工面积累计值及同比 (万平, %) .....	21

图 43: 商品房销售面积累计值及同比 (万平, %)	21
图 44: 30 大中城市商品房月度成交套数环比 (%)	21
图 45: 30 大中城市商品房月度成交面积同比 (%)	21
图 46: 办公用品当月零售额及同比 (亿元, %)	22
图 47: 文教、工美、体育和娱乐用品 (亿元, %)	22
图 48: 玩具出口金额和累计同比 (亿美元, %)	22
图 49: 彩票销售额及其同比 (亿元, %)	22
图 50: 福利彩票销售额及其同比 (亿元, %)	23
图 51: 体育彩票销售额及其同比 (亿元, %)	23
图 52: 国际原油价格走势 (美元/桶)	23
图 53: 黄金价格走势 (美元/盎司)	23
图 54: 白银价格走势 (美元/盎司)	24
图 55: 产量:卷烟:当月值及同比 (亿支, %)	24
图 56: 产量:卷烟:累计值及同比 (亿支, %)	24
图 57: 产量:软饮料:当月值及同比 (万吨, %)	25
图 58: 产量:软饮料:累计值及同比 (万吨, %)	25
表 1: 公司估值	2
表 2: 劲嘉股份主营构成	7
表 3: 劲嘉股份彩盒业务详细拆分	7
表 4: 细分纸、浆价格一览 (截至 10 月 11 日)	9
表 5: 敏华控股内外销拆分及预测一览	12
表 6: 主要软体龙头贸易战应对措施	12
表 7: 下周股东大会一览	25
表 8: 公司估值 (10 月 11 日收盘价)	26

## 1. 三季度报前瞻：造纸、家居景气预期上行，必选持续兑现增长

**必选消费延续高增长，造纸、家居景气预期上行。**根据三季度业绩前瞻，我们预计轻工板块 Q3 景气度环比 Q2 有所回升：

**必选消费：**成长持续看多文具，预期**晨光文具**（预计 Q3 单季营收增速 30%+、利润 25%+）多条线业务发展趋势向上、**齐心集团**（Q3 单季营收 60%+、利润 30%）办公集采业务维持亮眼表现；新型烟草标的**劲嘉股份**（预计 Q3 单季营收+10%、利润+20-30%）精品彩盒和电子烟订单情况良好；生活用纸**中顺洁柔**（预计 Q3 单季营收+10-15%、利润+40%）持续受益于浆价下行释放利润弹性。

**家居家品：**定制板块**欧派家居**（预计 Q3 单季营收+15-20%、利润+20%）、**尚品宅配**（预计 Q3 单季营收+15-20%、利润+20%）、**索菲亚**（预计 Q3 单季营收+10-15%、利润+10%）环比 Q2 持续回暖，二线龙头**金牌厨柜**（预计 Q3 单季营收+30-35%、利润+20%）、**志邦家居**（预计 Q3 营收+15-20%、利润+10-15%）在工程订单增长驱动下预期表现较好，但整体看定制家居零售市场环境压力仍然较大；软体成品**顾家家居**（预计 Q3 单季营收+20-25%、利润+20%）内生内销 Q3 有所回暖；工装领域**帝欧家居**（预计 Q3 单季营收+35%、利润+40-65%）工程订单持续高增、利润略超预期，**江山欧派**（预计 Q3 单季营收+50-55%、利润+40-50%）保利、中海等新开拓客户持续贡献增量。

**造纸包装：****太阳纸业**（预计 Q3 单季实现利润 5.8-6 亿）、**晨鸣纸业**（预计 Q3 单季利润 5-6 亿）、**山鹰纸业**（预计 Q3 单季利润 4.6-5 亿）环比均有回暖；消费电子包装龙头**裕同科技**（预计 Q3 单季营收+15%、利润+10-15%）多元包装持续推进。

### 1.1. 必选消费：持续看好文具产业链成长，底部重点关注劲嘉股份

#### **新型烟草：回调建议重点关注烟草产业链低估优质标的劲嘉股份**

当前时点重申**劲嘉股份**推荐逻辑：新型烟草开启“元年”，彩盒业务高景气，风险释放估值较低，建议强烈关注。近期在美国电子烟监管悲观情绪的拖累下，劲嘉股份股价回调幅度较大，我们跟踪三季度公司新型烟草及社会化包装均有亮眼表现、且短期风险释放相对充分，认为目前公司股价有所低估，持续给予推荐：（1）**新型烟草业务完成从 0 到 1 转型**。此前劲嘉新型烟草板块主要围绕中烟布局，6 月以来除中烟外的电子烟代工接单良好，电子烟代工客户以国内为主，美国市场负面信息干扰不大；自主品牌 foogo K、J 系列分别与 6 月和 9 月底上市，线上京东旗舰店、线下快消网点双渠道全面铺开，伴随 Q4 双 11、圣诞等品牌销售旺季到来，我们看好今年公司新型烟草业务开始贡献增量。（2）**彩盒订单高增，电子烟盒发展迅猛**。在下游电子烟行业高景气带动下，公司海内外客户的电子烟包装盒订单高增；酒包方面，申仁包装扩产计划持续推进保障茅台订单和投资收益增长（预计 19H1 申仁+仁彩投资收益合计约 1800 万已超过去年全年），与五粮液合资成立的嘉美也于 9 月底开始投产、将贡献增长量；我们预计公司 Q3

彩盒仍延续翻倍增长态势，伴随智能包装工厂产能利用率的提升看好其全年对收入和利润的贡献。(3) 烟标主业增长稳健，长期份额提升逻辑通顺。烟标作为香烟广告营销载体，拥有印刷行业最高的进入壁垒且具有高附加值，劲嘉凭借行业领先的研发设计能力，在短中细爆等创新烟草产品的中标率远高于同行，且每年维持 30% 的新品比例，看好其烟标市场份额稳步提高。此外，随着新一代 IQOS 3 DUO 自 Q4 起在日本发售，我们预计配套产业链标的 盈趣科技 下半年订单增长趋势向好，建议关注！

表 2：劲嘉股份主营构成

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019Q1	2019Q2
主营业务收入	2323.24	2720.05	2776.95	2945.29	3374.00	1864.62	1009.54	855.08
YOY	8.74%	17.08%	2.09%	6.06%	14.56%	15.90%	24.08%	7.53%
烟标业务收入	2002.63	2390.94	2342.07	2375.02	2566.32	1339.90	693.16	646.74
占比	86.20%	87.90%	84.34%	80.64%	76.06%	71.86%	68.66%	75.64%
YOY	7.10%	19.39%	-2.04%	1.41%	8.05%	6.55%	8.69%	4.36%
毛利率	42.31%	45.16%	39.35%	44.93%	45.06%	43.75%	-	-
彩盒业务收入	75.59	140.34	187.26	267.13	446.35	336.31	196.00	140.31
占比	3.25%	5.16%	6.74%	9.07%	13.23%	18.04%	19.41%	16.41%
YOY	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	67.09%	80.64%	134.00%	37.00%
毛利率	-	-	-	18.18%	23.52%	32.71%	-	-
镭射包装材料收入	458.10	497.68	468.54	581.58	608.46	327.68	-	-
占比	19.72%	18.30%	16.87%	19.75%	18.03%	17.57%	-	-
YOY	78.74%	8.64%	-5.86%	24.13%	24.13%	2.99%	-	-
毛利率	17.14%	22.83%	25.20%	23.08%	23.15%	17.61%	-	-

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

表 3：劲嘉股份彩盒业务详细拆分

单位（亿元）	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018H2	2018	2019H1
精品彩盒收入	0.76	1.40	1.87	2.67	1.86	2.60	4.46	3.36
yoy	-13.12%	85.65%	33.44%	42.65%	65.56%	68.29%	67.09%	80.81%
其中：精品烟盒				1.57	1.3	1.7	3	2.31
yoy				-	109%		91%	78%
酒盒				0.25	0.17	0.30	0.47	0.33
yoy				-	73.35%		90.00%	98.27%
3C 包装盒				0.65	0.22	0.45	0.67	0.55
yoy				-	-		2.01%	154.63%
其他精品盒				0.20	0.18	0.15	0.33	0.17
毛利率	6.90%	10.88%	-	18.18%	-	-	23.52%	32.71%

数据来源：Wind，投资者关系活动记录表，东吴证券研究所

### 文具：长期自下而上看好晨光渠道护城河，办公集采趋势向好

**晨光文具：线下零售探索顺利，渠道粘性护航成长。**晨光文具的传统业务竞争格局好、具渠道护城河，精品文创和办公渠道梳理顺畅，护航市场份额持续提升；办公集采和零售百货新业态初具规模，增长势头良好；我们看好**晨光文具**作为产业龙头持续确定的成长，长期推荐！新业务发展中线下零售探索具亮点，其中公司发展九木杂物社以来，在购物中心渠道开设精品杂物店，精准定位精品白领女性和学生并引入买手文化，发展趋势良好，加盟业态实现快速成长，对标海外我们认为管理红利的公司该部业务预期具有较好的生命力。

**齐心集团：办公集采趋势向好，业绩高增确定性强。**公司主营 B2B 办公直销 19H 实现营收 24.54 亿元(+61.83%)，其中办公集采部分实现 85% 的增长表现靓丽。截止 19H 公司已累计中标包括 80 家省市级政府、24 家央企、15 家银行保险机构、15 家军工企业等在内的近 150 家大型政企客户的办公集采项目；产品涵盖办公用品、办公电器、MRO

工业品等 20 个大类、共 50 万+商品的丰富品类。公司重视平台化建设和服务，借助落地服务商的仓储物流和采买服务进行轻资产快速扩张，三季度客户中标情况持续良好。依赖于产业受到政策东风催化、叠加优质客户订单储备，办公直销持续高增的确定性高。持续看好**齐心集团**的产业卡位及伴随产业发展趋势实现快速成长！

图 1：晨光文具业务拆分一览

(亿元)	16H1	16H2	2016	17H1	17H2	2017	18H1	18H2	2018	19H1
总收入	21.80	24.83	46.62	27.85	35.72	63.57	37.87	47.48	85.35	48.39
YOY	17.97%	30.57%	24.36%	21.80%	43.85%	56.35%	35.95%	32.94%	34.26%	27.78%
净利润	2.51	2.42	4.93	2.89	3.45	6.34	3.75	4.32	8.07	4.71
YOY	20.81%	12.60%	16.63%	15.36%	42.36%	28.63%	29.61%	25.28%	27.25%	25.78%
净利率	11.50%	9.76%	10.57%	10.38%	9.66%	9.97%	9.89%	9.10%	9.45%	9.73%
按业务拆分										
书写工具	8.58	7.89	16.47	9.25	8.64	17.88	10.20	9.26	19.46	11.33
YOY	8.29%	11.04%	9.59%	7.72%	9.48%	8.56%	10.30%	7.23%	8.82%	10.49%
学生文具	6.50	7.24	13.74	7.11	9.22	16.33	8.30	10.28	18.58	10.75
YOY	20.59%	17.85%	19.13%	9.38%	27.39%	18.87%	16.80%	11.46%	13.79%	26.67%
办公文具(含办公直销)	6.44	9.08	15.52	11.18	17.15	28.33	18.90	27.23	46.13	25.25
YOY	33.15%	76.00%	55.28%	73.71%	88.82%	82.55%	69.00%	58.79%	62.82%	33.60%
按业务拆分										
收入/亿	1.77	3.38	5.16	3.58	8.97	12.55	9.62	16.24	25.86	15.00
YOY	106.97%	138.88%	126.85%	101.99%	165.01%	143.34%	168.60%	81.04%	106.03%	56.01%
净利润	-0.07	0.12	0.05	-0.05	0.26	0.21	0.10	0.22	0.32	0.29
净利率	-3.89%	3.42%	0.91%	-1.28%	2.86%	1.68%	1.08%	1.34%	1.24%	1.92%
收入/亿	0.52	0.99	1.51	0.85	1.20	2.05	1.18	1.88	3.06	2.31
YOY	115.71%	208.47%	168.77%	63.30%	20.85%	35.43%	39.00%	56.33%	49.15%	95.60%
净利润/亿	-0.10	-0.14	-0.24	-0.16	-0.25	-0.41	-0.08	-0.22	-0.30	-0.10
净利率	-19.15%	-14.47%	-16.07%	-18.90%	-20.83%	-20.06%	-6.74%	-11.89%	-9.90%	-4.32%
门店数	168	175	175	170	177	177	200	255	255	300
其中：九木生活馆	-	2	2	-	25	25	55	115	115	171
单店收入/万	168	173	173	-	152	152	145	140	140	129
YOY	30.97	56.81	86.54	49.98	67.88	115.88	59.65	23.65	119.97	77.00
收入/亿	-	-	13.01%	-	-	19.08%	16.00%	14.54%	14.80%	13.90%
YOY	2.61	2.44	5.05	3.01	3.36	6.37	3.71	4.26	7.97	4.57
YOY	-	-	12.89%	13.22%	13.78%	13.51%	14.17%	15.27%	14.74%	15.32%
YOY	-	-	5.24	3.12	3.25	6.28	3.45	3.67	7.12	3.62
YOY	72813	74766	73000	75000	75000	76000	76000	76000	76000	78000
YOY	-	-	0.79	0.67	1.19	1.85	0.87	1.47	2.34	1.25
YOY	-	-	-	-	-	135%	31.34%	23.45%	26.28%	43.00%
YOY	0.01	-0.02	-0.01	0.02	0.11	0.13	0.02	0.08	0.10	0.00
YOY	-	-	-1.06%	2.77%	9.65%	7.18%	2.22%	5.25%	4.12%	0.33%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：齐心集团业务拆分一览

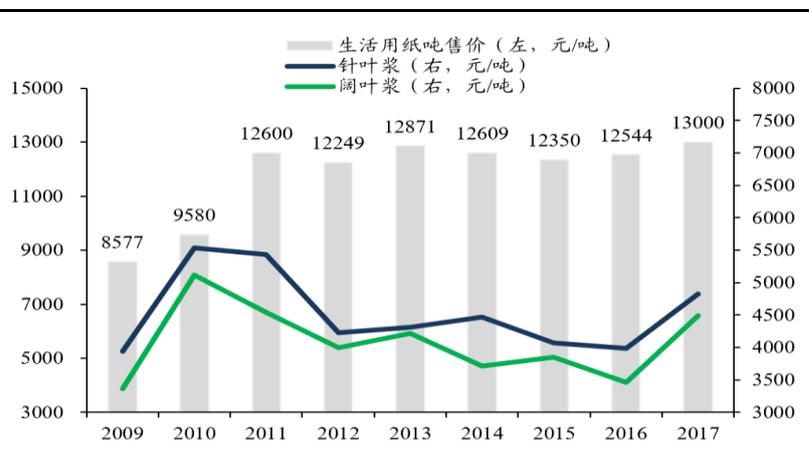
单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
齐心集团	16.78	16.13	15.82	28.65	31.81	42.41	26.63
YOY	14.63%	-2.67%	-3.11%	81.11%	11.05%	33.30%	57.94%
营业收入	17.58%	18.13%	17.04%	17.42%	19.29%	18.21%	16.66%
归母净利润	0.28	0.29	0.20	1.05	1.40	1.92	1.41
YOY	-60.60%	5.32%	-32.21%	432.22%	33.54%	36.91%	26.43%
B2B办公直销板块							
收入	9.19	9.53	7.83	9.84	11.81	22.66	14.8
YOY	-16.83%	3.70%	-17.84%	25.64%	20.02%	91.87%	71.36%
占比	54.77%	59.08%	49.49%	34.35%	37.13%	53.43%	55.58%
毛利率	22.33%	22.32%	20.94%	23.51%	21.85%	17.80%	16.85%
收入	7.41	6.46	7.47	16.28	16.09	15.52	9.55
YOY	106.98%	-12.82%	15.63%	117.94%	-1.17%	-3.54%	55.61%
占比	44.16%	40.05%	47.22%	56.82%	50.58%	36.60%	35.86%
毛利率	11.00%	12.18%	9.36%	5.10%	5.61%	5.95%	5.30%
B2B净利润	0.28	0.29	0.01	0.09	0.30	0.94	0.85
净利率	1.67%	1.80%	0.07%	0.34%	1.08%	2.46%	3.50%
SaaS软件服务							
收入	-	-	0.28	2.28	3.43	3.52	2.09
YOY	-	-	100.00%	710.13%	50.44%	2.61%	22.94%
占比	-	-	1.78%	7.96%	10.78%	8.30%	7.85%
成本	-	-	0.00%	55.00%	103.00%	121.00%	121.00%
毛利率	-	-	100.00%	76.00%	70.02%	65.61%	65.09%
收入	-	-	0.28	0.63	0.81	0.68	0.34
YOY	-	-	125.00%	22.22%	16.05%	-4.77%	-
净利率	-	-	67.86%	60.32%	59.26%	47.06%	52.72%
净利润	-	-	0.19	0.38	0.48	0.32	0.18
收入	-	-	-	1.65	2.7	2.93	1.77
YOY	-	-	-	-	63.64%	8.52%	31.59%
净利率	-	-	-	35.15%	22.96%	22.53%	21.48%
净利润	-	-	-	0.58	0.62	0.66	0.38
SaaS净利润	-	-	0.19	0.96	1.1	0.98	0.56
净利率	-	-	67.86%	42.11%	32.07%	27.84%	26.67%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**生活用纸：关注龙头阿尔法属性，价格调整为浆价下行时期常态**

**中顺洁柔：渠道、产品、管理三优，持续推荐。**近期由于市场对于生活用纸行业价格策略调整的担忧，中顺洁柔股价回调幅度较大。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，是企业惯常使用的手段。近年**中顺洁柔**高毛利产品 Face/ Lotion/自然木占比提高持续提升、个护新品矩阵持续丰富，且电商渠道持续发力、增长良好，看好其长期成长，股价回调给予重点关注！

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

## 1.2. 造纸：纸浆库存回落明显，文化包装纸价提价落地

包装、文化纸库存底部，旺季提价落地。伴随 Q4 将国庆蓝限制供给、双 11 备货旺季将至、库存降低，多家规模以上包装纸厂 9 月中旬提价落地，截至 10 月 11 日瓦楞纸 3270 元/吨（较九月底+35 元/吨），箱板纸价 3977 元/吨（较九月底+67 元/吨），铜板纸 6067 元/吨（较九月底+150 元/吨），双胶纸价 6300 元/吨（较九月底+58 元/吨）。纸浆系方面港口库存缓解，内盘浆价或触底，截至 10 月 11 日进口针叶浆 593 美元/吨（持平）、进口阔叶浆 488 美元/吨（持平），内盘浆 4168 元/吨（周变化-16 元/吨）。

表 4：细分纸、浆价格一览（截至 10 月 11 日）

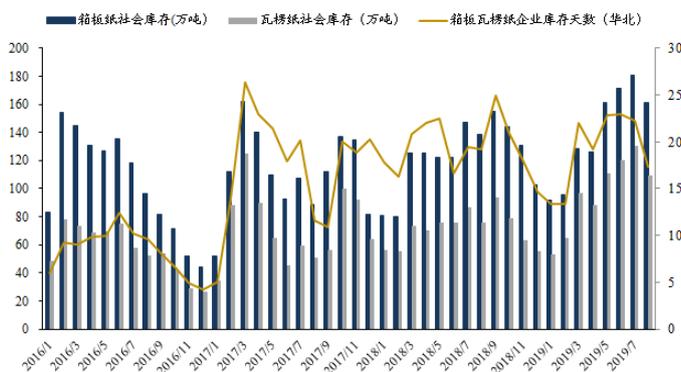
	铜版纸	双胶纸	白卡纸	内盘浆	针叶浆	阔叶浆	化机浆	溶解浆	箱板纸	瓦楞纸	国庆	美废#13
18Q1	7377.28	7222.57	6445.00	6185.18	900.54	784.89	4416.52	7506.10	4907.19	4104.86	2540.46	281.75
19Q1	5602.63	6080.64	4984.25	5503.12	725.92	718.10	3964.92	7260.00	4572.81	3843.86	2343.10	229.49
19Q1同比	-24.06%	-15.81%	-22.66%	-11.03%	-19.39%	-8.51%	-10.23%	-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%
18Q3	6784.31	7005.90	5582.90	6292.84	889.50	784.59	4283.21	7613.33	5198.56	4597.67	2922.68	318.29
19Q3	5856.54	6204.48	5267.72	4238.35	611.68	540.95	3685.77	6126.52	3907.32	3245.80	2078.12	139.71
19Q3同比	-13.68%	-11.44%	-5.65%	-32.65%	-31.23%	-31.05%	-13.95%	-19.53%	-24.84%	-29.40%	-28.90%	-56.11%
19Q3环比	1.47%	0.57%	-2.35%	-15.11%	-11.85%	-22.44%	-8.74%	-10.41%	-7.25%	-6.70%	-7.29%	-10.96%
截至10月11日	6067	6300	5343	4168	593	488	3650	5800	3977	3270	2060	135
上周变动(9.23-9.30)	-	-	-	-41	-	-	-	-	-	-	+5	-
本周变动(9.30-10.11)	+150	+58	-	-16	-	-	-	-100	+67	+35	+19	-5

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，Wind,东吴证券研究所

造纸行业去库存接近尾声，后续纸价有望维稳向上；全球纸浆库存高位开始缓解，短期仍将低位运行。从对国内箱板瓦楞纸库存统计来看 7-8 月库存优化明显，后期叠加 Q4 旺季双十一备货，纸价有望小幅突破；文化纸本轮旺季提价持续落地，库存仍处于较低位置，预期后续走势以稳为主；纸浆方面，目前我国港口及全球的库存天数仍处于历史高位水平，虽然趋势均已出现下滑迹象，但我们认为全球浆处于去库存初期，浆价短期处于弱势运行区间。

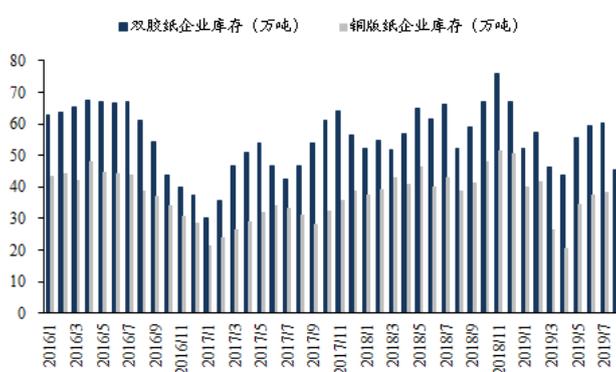
图 4：箱板瓦楞库存、库存天数(截至 8.30)



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

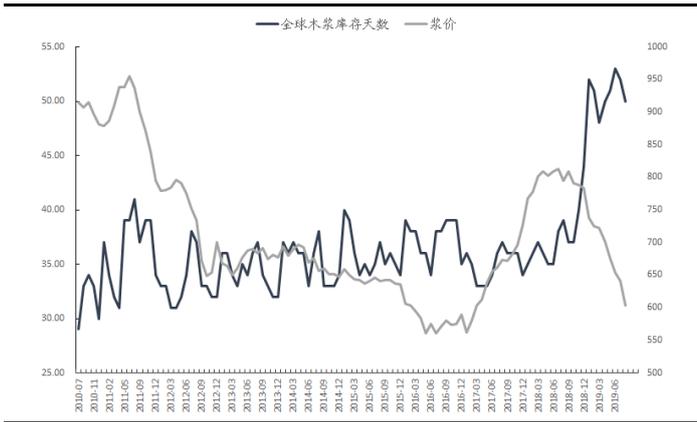
图 6：全球木浆库存天数(截至 8.30)

图 5：双胶铜板纸企业库存(截至 9.30)

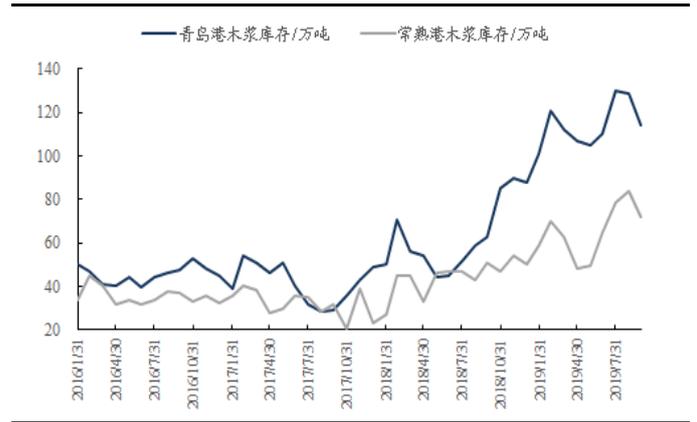


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 7：国内主要港口木浆库存(截至 9.30)



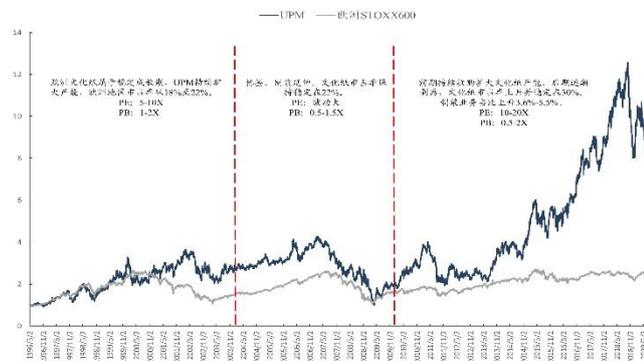
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

**推荐资源自给逻辑通顺且业绩环比向好的太阳纸业、晨鸣纸业，关注玖龙纸业、山鹰纸业上游资源布局。**对标海外，龙头企业的定价随着资源属性提升有向上抬升趋势。纵观我国造纸生产企业，龙头公司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以完善上游资源布局，长线成长逻辑通顺。综合来看，我们判断造纸行业禀赋为王，上游原料布局优势能够保障龙头相对超越行业的盈利和效率；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、晨鸣纸业、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。

图 8：UPM 股价复盘和对标



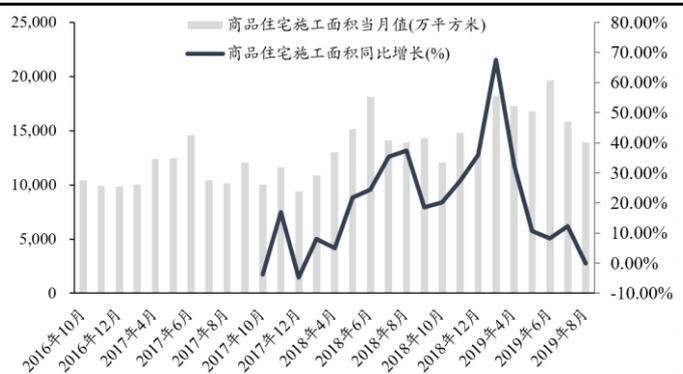
数据来源：中国生活用纸年鉴，卓创资讯，东吴证券研究所

### 1.3. 家居：关注优质低估的成品家居，持续看好家居消费回暖

**美凯龙十一大促销销售额大涨，竣工、成交数据持续回暖。**十一红星美凯龙大促活动最终销售额达 150.7 亿 (+41%，18 年增速为 22%)，一方面美凯龙 IMP 智慧营销平台的精准获客成效显著，另一方面也表明在地产数据回暖下家具销售增长势头迎来了恢复。从竣工数据看，我国住宅竣工面积的 8 月同比增速为 -1.15%，持续环比回暖；从成交数据来看，19 年 1-9 月我国 30 大中城市商品房成交面积 13025 万平方米 (同比+6.37%)，

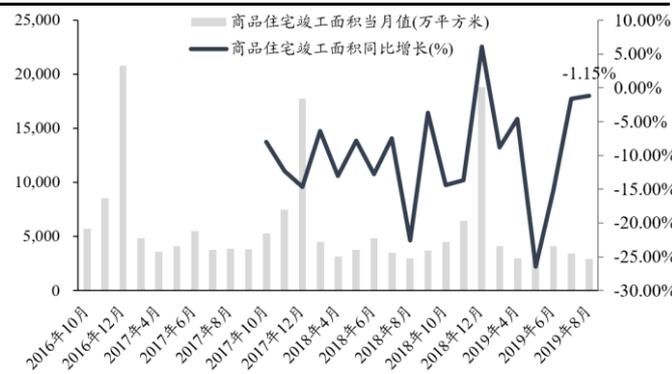
其中9月单月同比增长6.71%；具体19年1-9月一线/二线/三线城市成交面积分别为2518/6304/4203万平方米，同比增速分别为+14.82%/+0.64%/+10.93%，其中9月单月增速分别为-19.10%/+15.51%/+12.73%，二三线城市增速表现靓丽。我们认为，家居优势龙头依赖渠道的精细化改革和持续扩张、产品规模化优势持续凸显，长期份额具有持续提升的逻辑，长期建议重点关注和配置龙头品种。

图 9：商品住宅新开工施工面积及同比增速



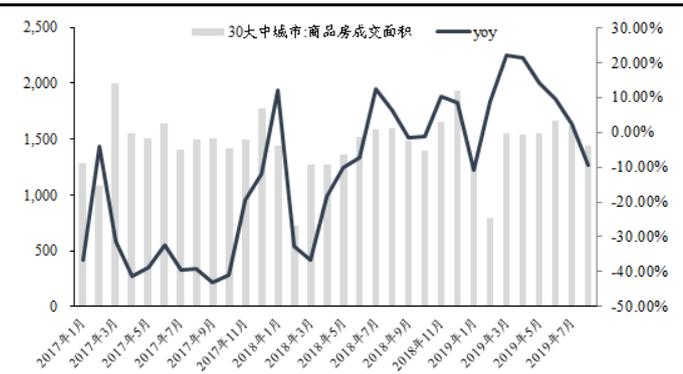
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：商品住宅竣工面积及同比增速



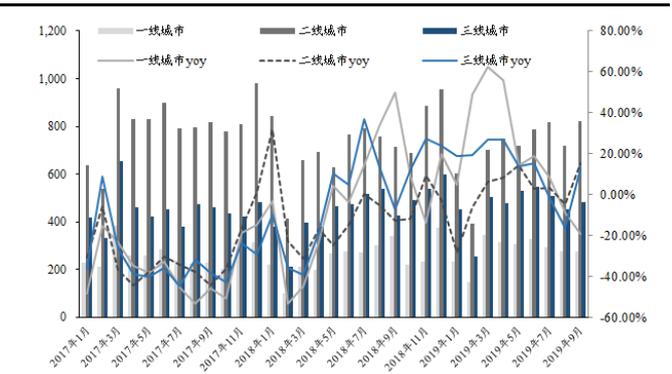
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：30 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 12：一二三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

**(1) 软体板块：贸易战谈判进展利好软体外销表现，看好敏华控股、顾家家居成长。**10月11日中美新一轮贸易谈判后，白宫宣布同意不实施原定于10月15日生效的提高2500亿美元中国出口美国商品关税至30%（目前为25%）的措施，同时中国也承诺将积极进口美国农产品，我们认为这将实质利好软体龙头敏华控股、顾家家居的外销表现。值得重视的是，敏华控股越南工厂扩建项目已于9月初剪彩开工，目前已可覆盖60-70%对美出口沙发、到明年6月可完全转移，抵消关税影响、利好外销净利率恢复；同时中小软体家具出口厂由于不具备上述优势将加速出清，外销订单份额将加速向具备海外产能的龙头集中，我们认为敏华控股今年外销筑底、明年将迎来较大增长弹性，当前估值偏低，建议重点关注！软体家具内销竞争格局相对偏好，敏华控股推出高性价比新品（目前销售占比约30%）、电商渠道发力，Q3内销增速明显回暖；顾家家居推进零售运营中心因地制宜，产品设计、铺货、营销活动更具地域针对性，Q3内生内销表现较好。原料方面，截至10月11日TDI/MDI价格分别12900/17900元/吨，同比下降52%/39%，较年初下降15%/15%，持续利好软

体龙头盈利弹性释放。综合来看，我们长期看好软体优势企业**敏华控股**、**顾家家居**的成长。

(2) **成品板块**：关注推进“三新”转型的低估值标的**曲美家居**。公司不断优化开店策略，同时借助海外并购完善全球化供应链及渠道布局，当前估值偏低，建议关注

(3) **定制板块**：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 5：敏华控股内外销拆分及预测一览

单位：亿港元	17/18财年	18/19财年	19/20财年	20/21财年
内销收入	48.31	54.89	65.86	79.04
yoy	43.7%	13.6%	20%	20%
净利率	18.9%	14.9%	15%	15%
净利润	9.13	8.20	9.88	11.86
yoy		-10.2%	20.5%	20.0%
美国收入	32.78	37	37	44.4
yoy	1.6%	12.6%	0.0%	20.0%
净利率	12%	8%	6-7%	12%
净利润	3.93	2.96	2.41	5.33
yoy		-24.8%	-18.8%	121.5%
美国以外的外销	19.17	20.69	22.35	24.14
yoy		7.9%	8%	8%
净利率	12%	12%	12%	12%
净利润	2.30	2.48	2.68	2.90
yoy		7.9%	8%	8%

注：敏华 18/19 财年指 2018.3.31-2019.3.31。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 6：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

## 2. 重点公司公告

### 2.1. 包装印刷&造纸产业

**山鹰纸业**：截至 2019 年 9 月 30 日，公司已累计回购股份 6630 万股，占总股本的比例为 1.45%，成交总额为人民币 2.30 亿元。

**太阳纸业**：第三季度“太阳转债”累计转股 21.52 万股，剩余可转债余额 11.98 亿元。

**广东甘化:** 预计 2019 年前三季度归母净利润 7500 万元-9500 万元, 上年同期亏损 3844 万元。

**博汇纸业:** 宁波亚洲纸管纸箱有限公司持有该公司股份 10% 增加到 15%。

**盛通股份:** 董事长贾春玲及其一致行动人(占总股本 20.34%) 拟减持不超过总股本 6% 的股份。

## 2.2. 家居家具&其他可选

**帝欧家居:** 预计 2019 年前三季度归母净利润 3.93 亿元-4.20 亿元, 同比增长 45%-55%; 其中, Q3 归母净利润 1.59 亿元-1.87 亿元, 同比增长 40%-65%。

**中顺洁柔:** 与子公司在广东云浮设立太阳生活用品子公司, 注册资本 1 亿。

**顾家家居:** 4.52 亿股限售股 10 月 14 日解禁; 截至 2019 年 9 月 30 日, 公司已累计回购股份 76.89 万股, 占总股本的比例为 0.13%, 成交总额为 2666 万元。

**欧派家居:** 自 2019 年 9 月 4 日至今, 姚良松及其一致行动人累计减持欧派转债 448.5 万张, 占发行总量的 30%, 减持后持有 31.72%。

**蒙娜丽莎:** 近日取得瓷砖相关发明专利证书 2 项。

**梦百合:** 收到《中国证监会行政许可申请中止审查通知书》的公告, 中止本次非公开发行股票事项的审查; 上市公司全资子公司恒康香港拟以支付现金的方式购买 MOR 公司的不超过 85% 的股份。

**金一文化:** 约占公司股本总数 30.79% 的 2.57 亿冻结股解冻; 预计 2019 年前三季度归母净利润 6700 万元-7200 万元, 同比增长 536%-584%; 其中, Q3 归母净利润 60 万元-560 万元, 上年同期亏损 8605 万元。

**创源文化:** 预计 2019 年前三季度归母净利润 0.92 亿元-1.01 亿元, 同比增长 42%-57%; 其中, Q3 归母净利润 0.43 亿元-0.52 亿元, 同比增长 23%-51%。

**金陵体育:** 预计 2019 年前三季度归母净利润 2702 万元-2972 万元, 同比增长 0%-10%; 其中, Q3 归母净利润 1489 万元-1759 万元, 同比增长 9.95%-29.90%。

**四通股份:** 全资子公司广东东唯新材料有限公司注册资本由 1 千万元增加至 1 亿元。

**曲美家居:** 预计 2019 年归母净利润 8907 万元, 同比增长 173%, 2020 年归母净利润 14165 万元, 同比增长 59%。

**韵达股份:** 控股子公司宁波梅山保税港区瑞彩投资有限公司与公司董事兼副总裁陈丽英女士和王玲女士共同投资设立珠海横琴瑞紫创业投资基金合伙企业。

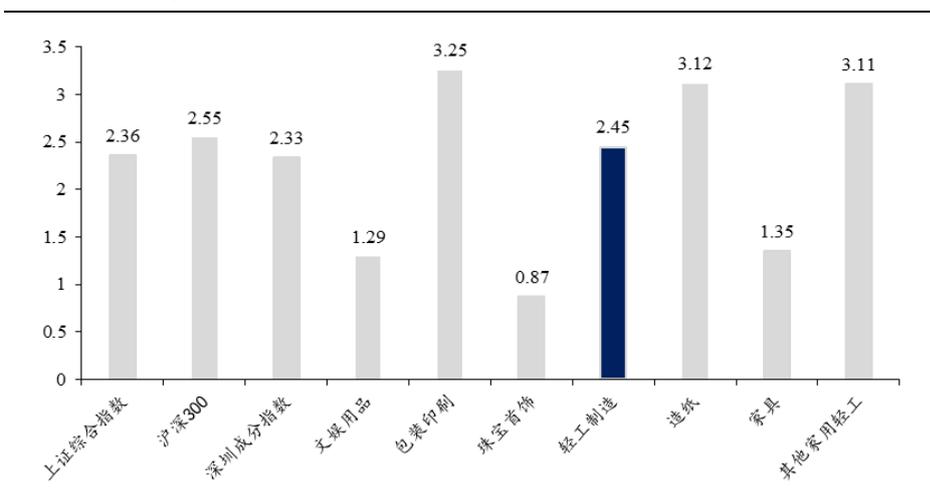
**尚品宅配:** 无锡维尚实际收到约定宗地并确定华东生产基地建设项目在 2020 年 06 月 27 日之前开工, 在 2022 年 06 月 27 日之前竣工。

### 3. 市场回顾：大盘上行，包装印刷表现较好

板块表现来看，本周上证综指涨 2.36% 收于 2973.66 点；深证成指涨 2.33% 收于 9666.58 点；沪深 300 涨 2.55% 收于 3911.73 点；轻工制造周内上涨 2.45%，跑输大盘。轻工制造细分行业中，包装印刷（+ 3.25%）表现最好，其次为造纸（+ 3.12%）、其他家用轻工（+ 3.11%）、家具（+ 1.35%）、文娱用品（+ 1.29%），最差的为珠宝首饰（+ 0.87%）。

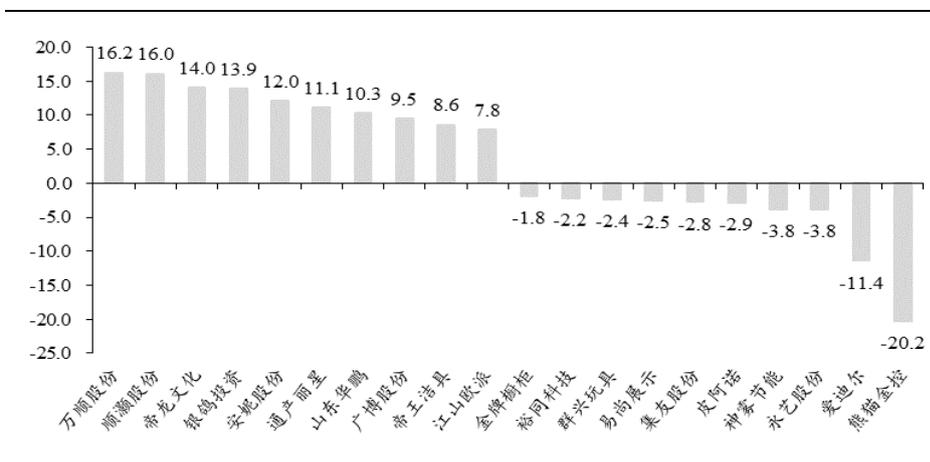
从个股表现来看，本周涨幅居前的公司包括万顺股份（+ 16.2%）、顺灏股份（+ 16.0%）、帝龙文化（+ 14.0%）、银鸽投资（+ 13.9%）、安妮股份（+ 12.0%）、通产丽星（+ 11.1%）、山东华鹏（+ 10.3%）、广博股份（+ 9.5%）、帝王洁具（+ 8.6%）、江山欧派（+ 7.8%）；熊猫金控（-20.2%）为本周最大跌幅公司。

图 13：本周市场涨跌幅（%）



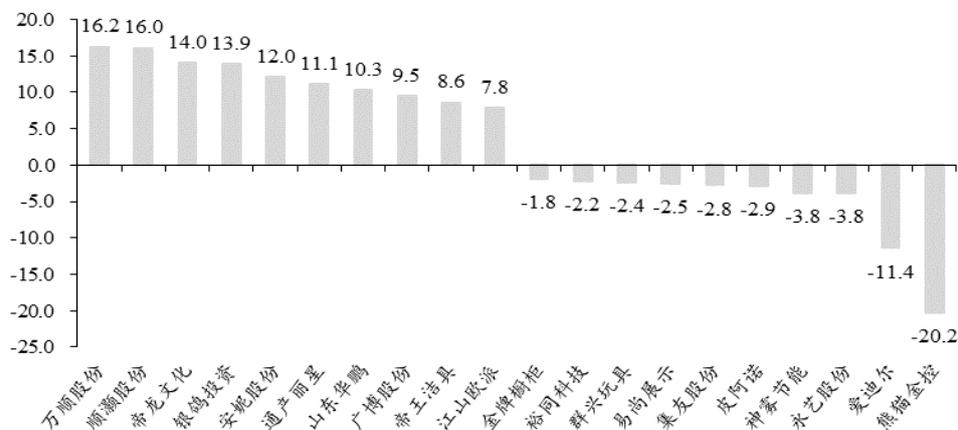
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 14：板块单周涨跌幅前十的股票（%）



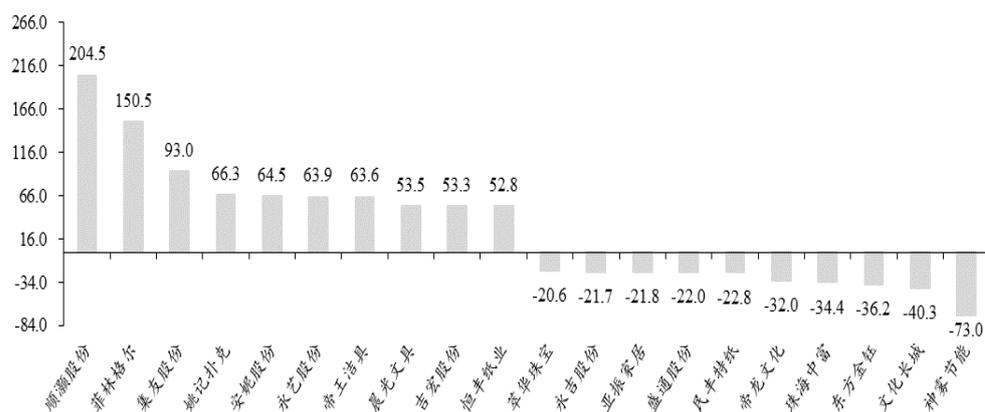
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 15: 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 16: 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

## 4. 行业上下游数据跟踪

### 4.1. 造纸产业: 文化纸与纸浆价格企稳

#### 4.1.1. 价格数据: 文化纸与纸浆价格企稳

截止 10 月 11 日原纸价格: 箱板纸市场价 3977 元/吨(周变化+67 元/吨, 月变化+117 元/吨); 瓦楞纸 3270 元/吨(周变化+25 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); 铜版纸 6067 元/吨(周变化+150 元/吨, 月变化+150 元/吨); 双胶纸 6300 元/吨(周变化+58 元/吨, 月变化+58 元/吨); 白卡纸 5343 元/吨(周变化 0 元/吨, 月变化+150 元/吨)。

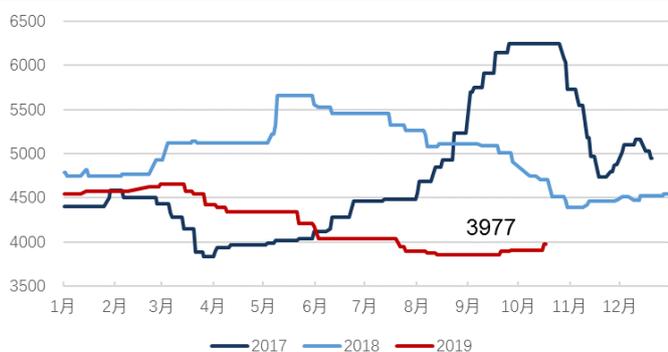
截止 10 月 11 日的废纸价格：国内各地废纸到厂平均价格 2060 元/吨（周变化+19 元/吨，月变化+14 元/吨）。截止 10 月 11 日的外废价格：美废 13#外商平均价 135 美元/吨（本周变化-5 美元/吨，过去一个月变化-9 美元/吨）；欧废平均价 157 美元/吨（本周变化-2 美元/吨，过去一个月变化-2 美元/吨）；日废平均价 136 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化-4 美元/吨）。

截止 10 月 11 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 0 美元/吨，过去一个月变化-2 元/吨）；针叶浆外商平均价 593 美元/吨（本周变化 0 美元/吨，过去一个月变化-12 美元/吨）；内盘浆平均价 4168 元/吨（本周变化-16 元/吨，过去一个月变化-41 元/吨）。纸浆期货方面，纸浆 1910（SP1910）10 月 11 日收 4554（周变化 0 元/吨，涨幅 0），自全年低点 4390 反弹 164 元/吨，幅度为 3.74%。

截止 10 月 11 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 0 元/吨，过去一个月变化-16 元/吨，过去一年变化-41 元/吨）。

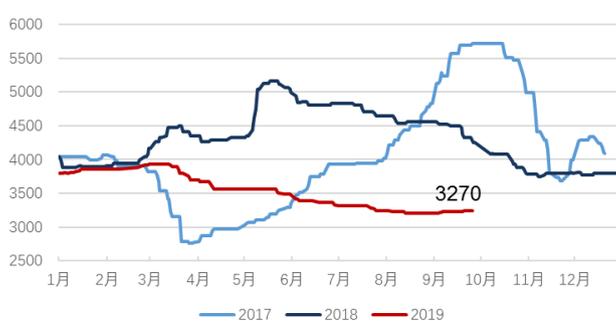
截止 10 月 11 日的溶解浆价格：溶解浆内盘价格 5800 元/吨（本周变化-100 元/吨，过去一个月变化-100 元/吨，过去一年变化-1870 元/吨）；截止 10 月 11 日粘胶短纤 10800 元/吨（本周变化+100 元/吨，过去一个月变化 0 元/吨，过去一年变化-4370 元/吨）；粘胶长丝 37800 元/吨（本周变化 0 元/吨，过去一个月变化 0 元/吨，过去一年变化 0 元/吨）。

图 17：箱板纸价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

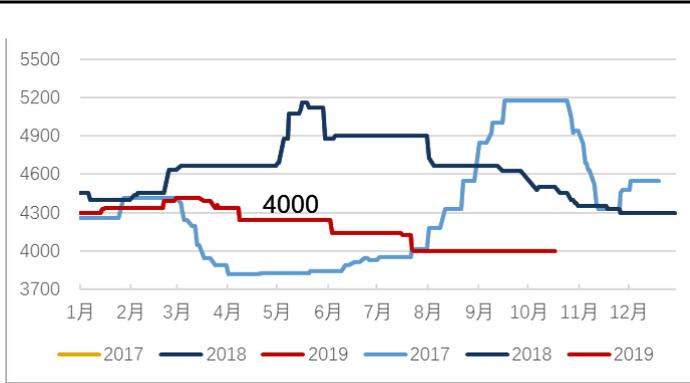
图 18：瓦楞纸价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

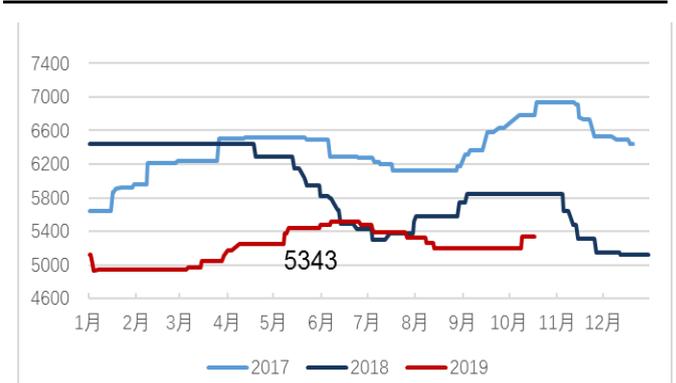
图 19：白板纸出厂价格（元/吨）

图 20：白卡纸出厂价格（元/吨）



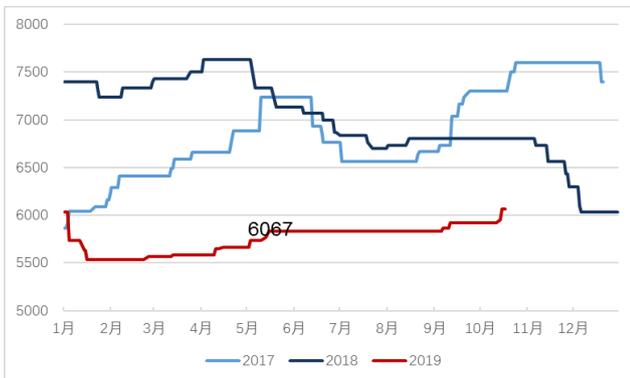
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 21：铜板纸价格走势（元/吨）



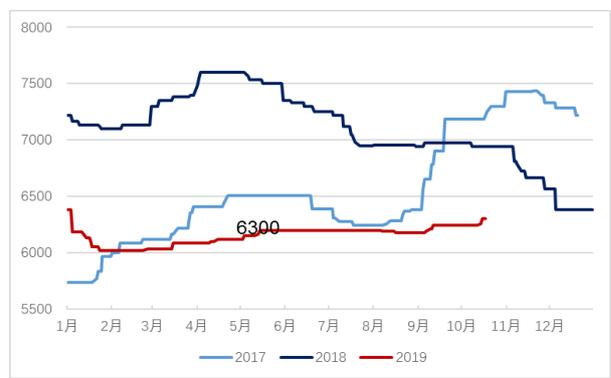
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 22：双胶纸最近价格走势（元/吨）



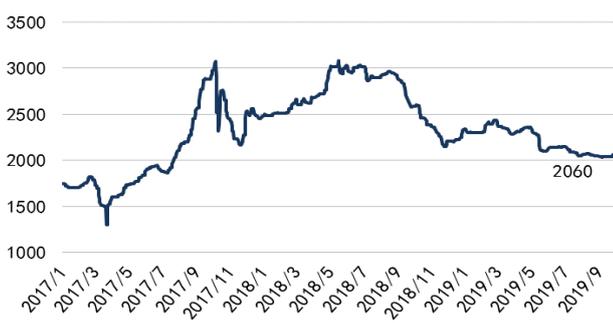
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 23：国废价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 24：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 25：欧废、日废价格走势（美元/吨）



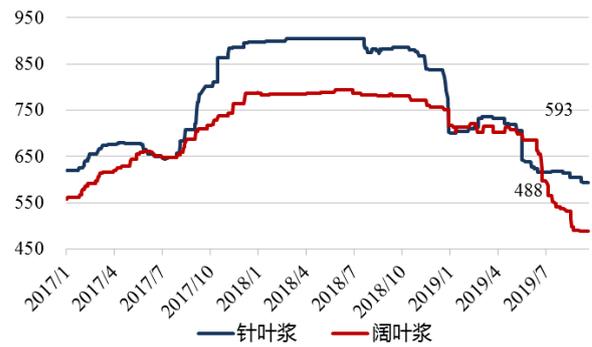
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 26：国际针叶浆、阔叶浆历史价格（美元/吨）



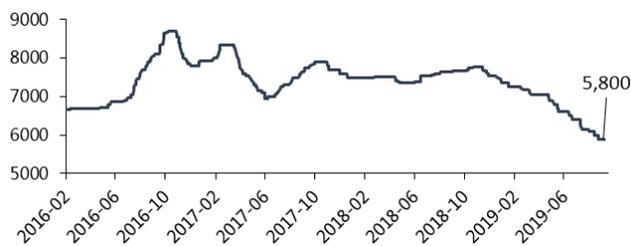
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 27：溶解浆内盘价格指数（元/吨）



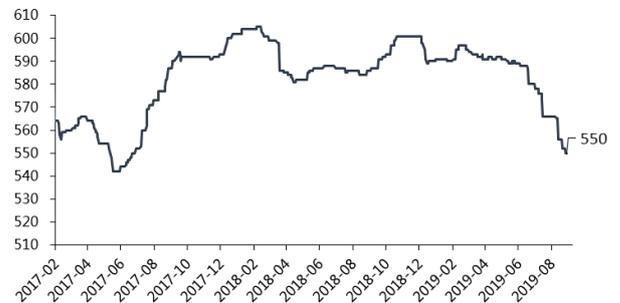
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 28：国内主要地区煤炭平均价格（元/吨）



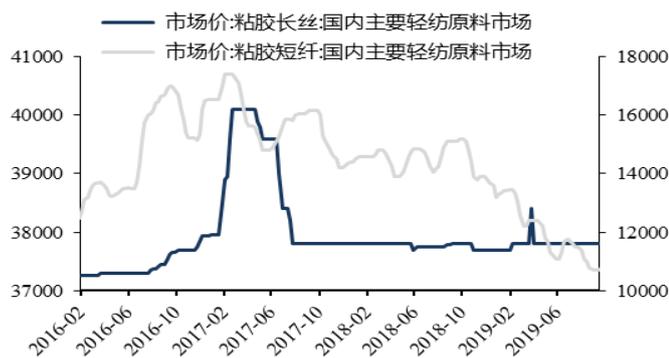
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 29：粘胶纤维市场价（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 30：化机浆、内盘浆平均价格（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所



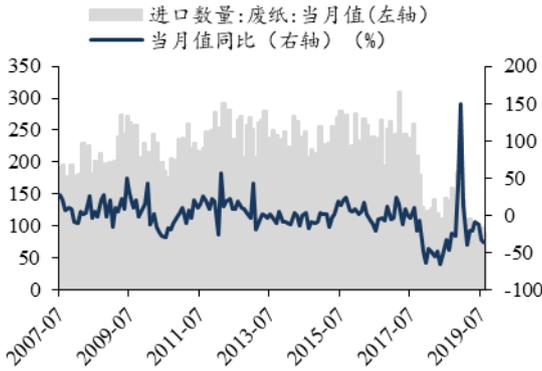
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.1.2. 进出口数据：废纸 8 月进口量同降 35.71%；纸浆 8 月进口量上升 11.08%

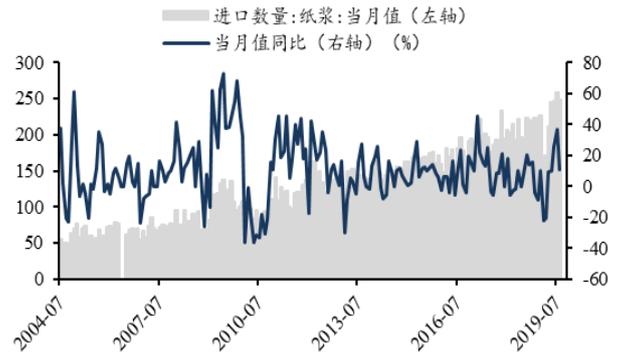
原材料方面废纸进口量有所下降。19 年 8 月进口废纸 90 万吨，同比下降 35.71%；  
19 年 8 月进口纸浆 247.70 万吨，同比上升 11.08%。

图 31：废纸月度进口量及同比（万吨，%）

图 32：纸浆月度进口量及同比（万吨，%）



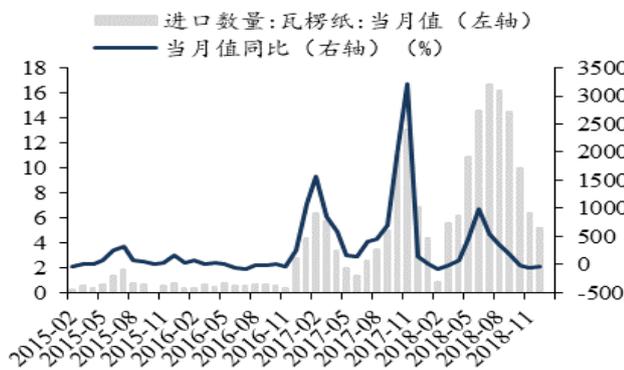
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 33: 瓦楞纸月度进口量及同比 (万吨, %)

图 34: 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

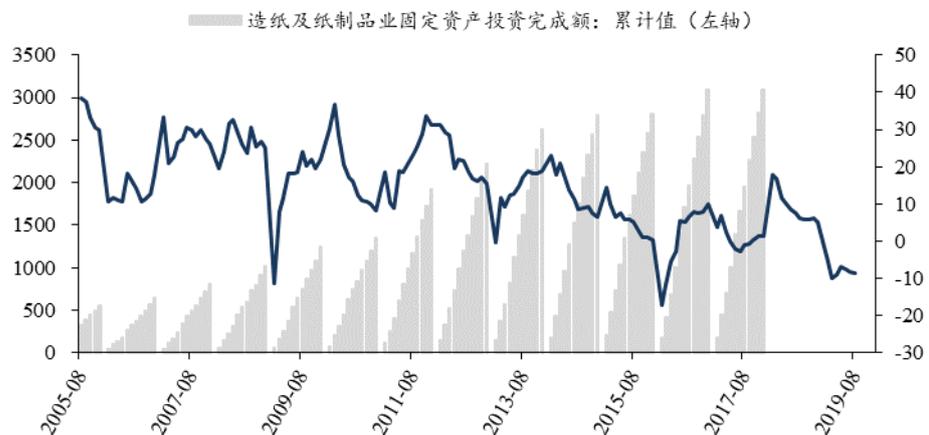


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4.1.3. 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 35: 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, %)



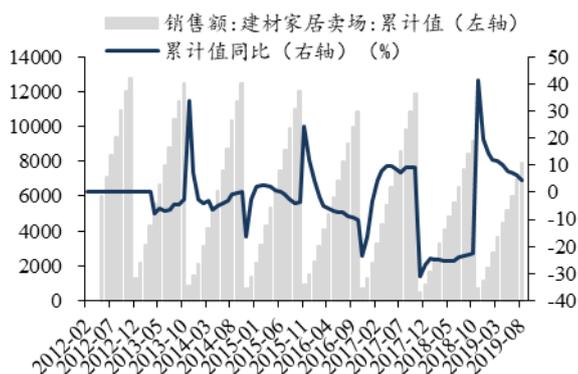
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4.2. 家具产业：19年8月家具零售额1220亿，同比增长5.80%

### 4.2.1. 产销量：8月家具零售额1220亿，同比增长5.80%

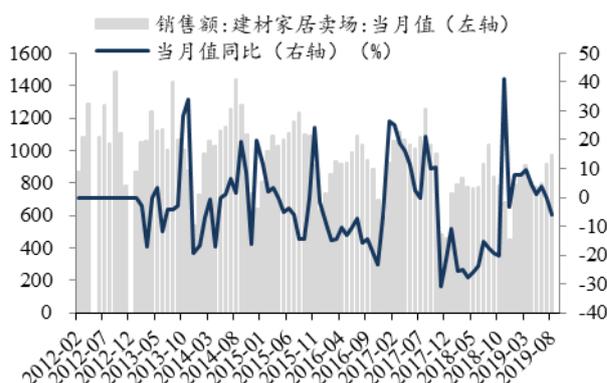
19年8月我国家具及零件累计出口销售额352.06亿美元，累计同比增长2.20%；8月家具零售额1220亿元，累计同比增长5.80%；8月建材家居卖场销售额807.30亿元，同比增加0.81%。

图 36：建材家居卖场累计销售额与同比(亿元，%)



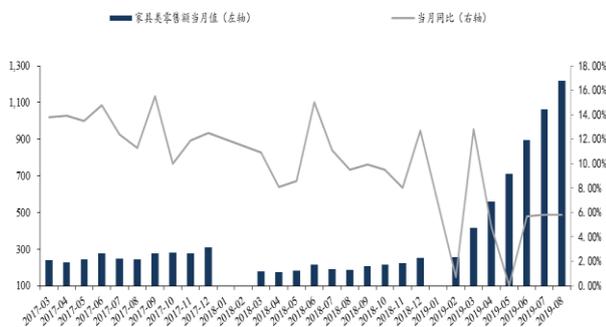
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 37：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

图 38：全国家具零售额及同比（亿元，%）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 39：家具及零部件出口销售额累计(万美元，%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

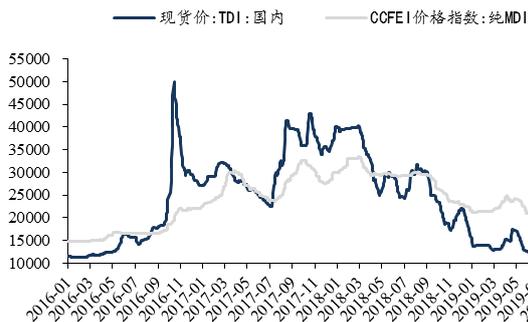
### 4.2.2. 原材料市场：TDI 与 MDI 价格上行

截至10月11日，软体家具上游TDI国内现货价12900元/吨（周涨跌幅+250元）；纯MDI现货价17900元/吨（周涨跌幅0元）。

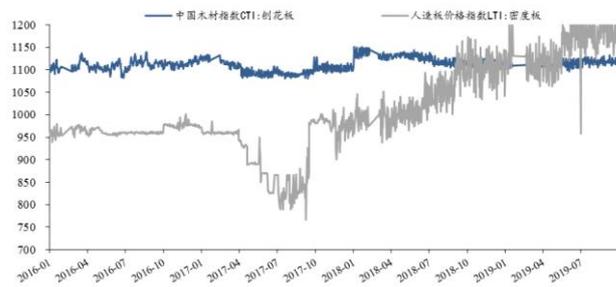
截至10月10日，CIT刨花板指数为1118.74（周涨跌幅-0.17%），人造板密度板指数1237.87（周涨跌幅+4.48%）。

图 40：软体家具上游价格变化趋势（元/吨）

图 41：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

#### 4.2.3. 房地产市场：8月房屋新开工面积19417.19万平方米，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 42：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

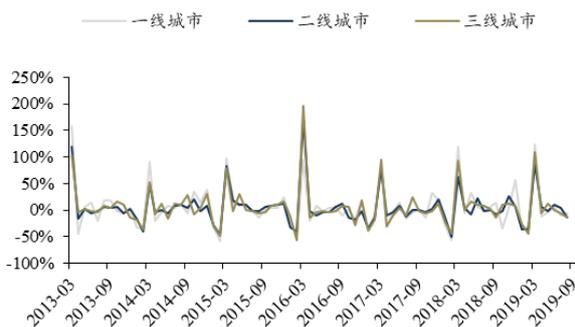
图 44：30 大中城市商品房月度成交套数环比（%）

图 43：商品房销售面积累计值及同比（万平，%）

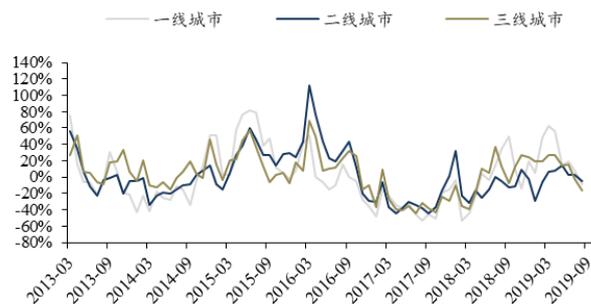


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 45：30 大中城市商品房月度成交面积同比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

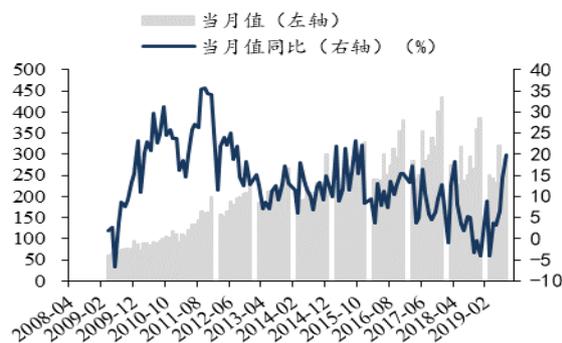


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 4.3. 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8月，体育彩票销售额194.76亿元，同比下降18.96%；福利彩票销售额146.06亿元，同比下降17.87%；彩票销售总额340.81亿元，同比下降18.50%。

图 46：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 47：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 48：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 49：彩票销售额及其同比（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 50: 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 51: 体育彩票销售额及其同比 (亿元, %)

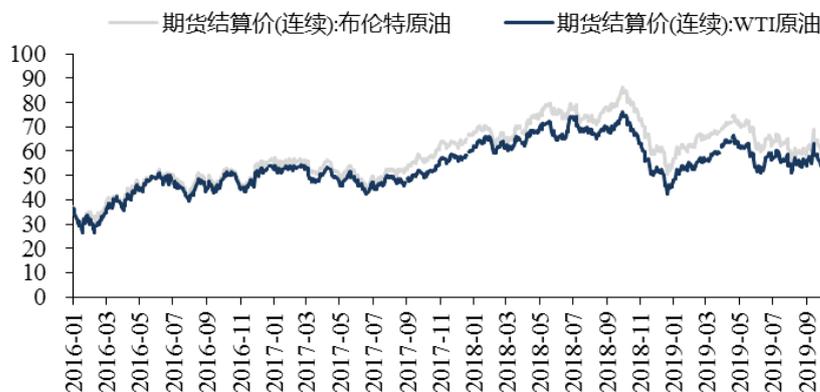


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4.4. 塑料包装: BRENT 与 WTI 原油价格下行

英国 BRENT 原油本周均价为 58.50 美元/桶 (上周均价为 62.62 美元/桶, -6.57%), WTI 本周均价为 52.88 美元/桶 (上周均价为 56.47 元/桶, -6.35%); 期货结算价(连续): 聚氯乙烯(PVC): 本周均价 5950.00 元/吨 (上周 6523.33 元/吨, -8.79%); 期货结算价(连续): 线型低密度聚乙烯(LLDPE): 本周均价 7455.00 元/吨(上周 7523.33 元/吨, -0.91%)。

图 52: 国际原油价格走势 (美元/桶)

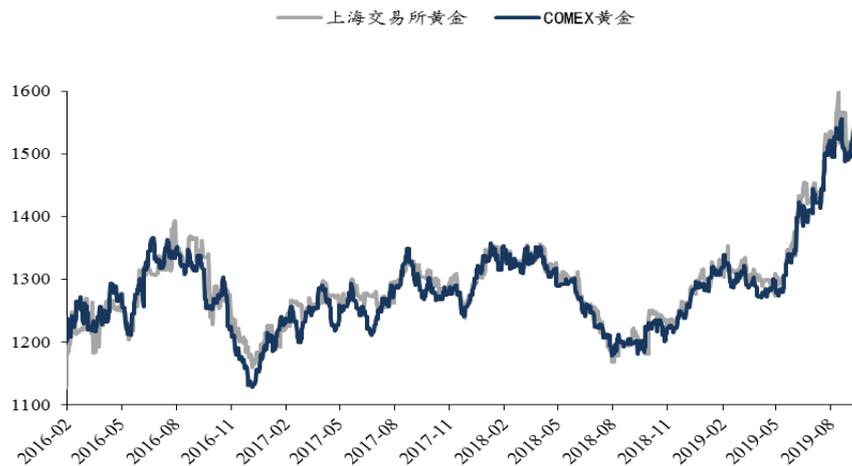


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4.5. 金银珠宝业: 黄金与白银价格下降

本周 (截至 10 月 11 日), 上交所黄金均价 1508.30 美元/盎司 (-1.01%)、COMEX 黄金均价 1495.84 美元/盎司 (-0.60%); 上交所白银均价 (截止 10 月 11 日) 19.09 美元/盎司 (-2.80%)、COMEX 白银均价 17.65 美元/盎司 (-1.94%)。

图 53: 黄金价格走势 (美元/盎司)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 54：白银价格走势（美元/盎司）

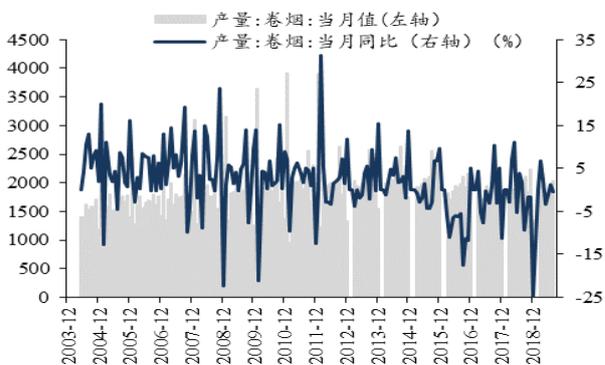


数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4.6. 卷烟：8月卷烟产量累计同比上升3.0%

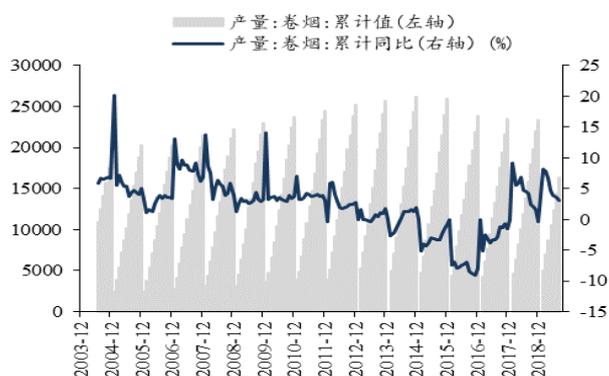
2019年8月卷烟累计产量为16327.90万支，累计同比上升3.0%。

图 55：产量:卷烟:当月值及同比（亿支，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 56：产量:卷烟:累计值及同比（亿支，%）

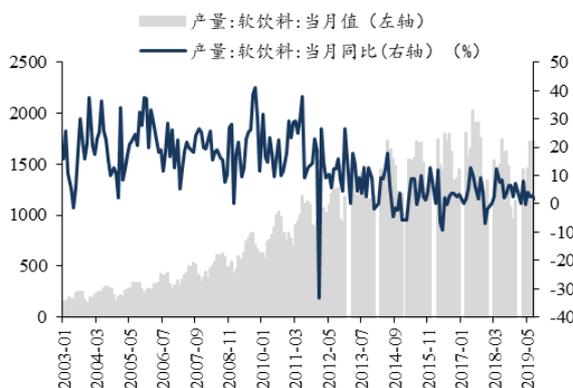


数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4.7. 软饮料：8月软饮料产量累计同比上升3.60%

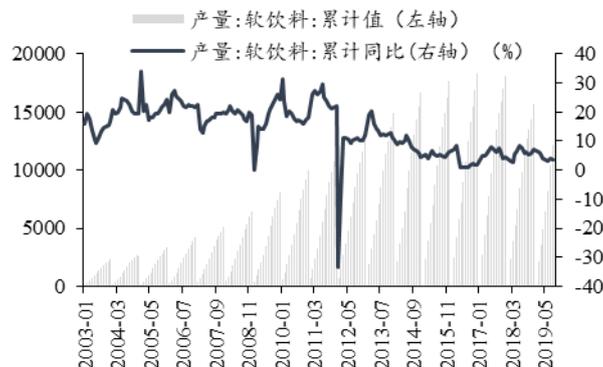
2019年8月软饮料累计产量为12171.10万吨，同比增加3.60%。

图 57：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 58：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

### 5. 下周公司股东大会、限售股解禁情况一览

表 7：下周股东大会一览

代码	名称	会议日期	会议类型
000659.SZ	珠海中富	2019/10/16	临时股东大会
600103.SH	青山纸业	2019/10/16	临时股东大会
002489.SZ	浙江永强	2019/10/15	临时股东大会
002751.SZ	易尚展示	2019/10/15	临时股东大会

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 12：下周限售股解禁一览

代码	名称	解禁日期
603008.SH	喜临门	2019/10/14
603313.SH	梦百合	2019/10/14
603816.SH	顾家家居	2019/10/14
603226.SH	菲林格尔	2019/10/17

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 6. 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 8: 公司估值 (10 月 11 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)	预测	预测	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)
<b>白马蓝筹</b>														
<b>家具</b>														
002572.SZ	索菲亚	17.76	3.74	-5.83	-2.67	162.04	959.1	16.90	1034.0	7.8%	15.67	1140.0	10.3%	14.21
603833.SH	欧派家居	111.32	-0.13	-7.92	34.20	467.76	1571.9	29.76	1885.0	19.9%	24.81	2198.0	16.6%	21.28
603816.SH	顾家家居	34.48	1.32	-4.88	20.02	207.50	989.4	20.97	1174.0	18.7%	17.68	1356.0	15.5%	15.30
300616.SZ	尚品宅配	77.05	-0.31	-12.24	-3.19	153.08	477.1	32.09	623.0	30.6%	24.57	769.0	23.4%	19.91
600337.SH	美克家居	3.91	-0.76	-2.01	-7.03	69.24	451.2	15.35	499.0	10.7%	13.88	568.0	13.7%	12.19
603818.SH	曲美家居	7.28	2.54	-4.21	4.30	35.58	-59.1	-60.24	204.0	445.5%	17.44	380.0	86.1%	9.36
603008.SH	喜临门	12.87	3.46	10.76	10.38	50.82	-438.3	-11.60	302.7	-169.1%	16.79	359.1	18.6%	14.15
603898.SH	好莱客	14.68	0.55	-5.11	-25.61	45.45	382.2	11.89	422.0	10.3%	10.77	467.0	10.7%	9.73
603801.SH	志邦股份	20.03	2.04	-3.33	10.31	44.73	272.9	16.39	329.0	20.6%	13.60	395.0	19.9%	11.32
603180.SH	金牌橱柜	63.00	-1.84	2.89	34.25	42.35	210.2	20.15	249.5	18.7%	16.97	295.5	18.4%	14.33
000910.SZ	大亚圣象	10.67	-0.74	-11.75	5.62	59.11	724.8	8.16	799.0	10.2%	7.40	864.0	8.1%	6.84
600978.SH	宜华生活	3.33	2.78	-6.46	-23.15	49.38	386.8	12.77	458.3	18.5%	10.78	505.6	10.3%	9.77
002853.SZ	皮阿诺	20.65	-2.87	4.03	16.48	32.08	142.1	22.58	182.0	28.1%	17.63	229.0	25.8%	14.01
603208.SH	江山欧派	38.35	7.82	1.83	86.38	30.99	152.7	20.30	204.8	34.1%	15.14	254.3	24.2%	12.19
002043.SZ	兔宝宝	5.30	0.95	-4.50	-6.03	41.06	330.9	12.41	336.5	1.7%	12.20	388.0	15.3%	10.58
002713.SZ	东易日盛	8.36	0.12	-6.59	-9.34	35.13	252.6	13.91	290.5	15.0%	12.09	339.2	16.8%	10.36
002084.SZ	海鸥卫浴	5.41	6.50	1.31	43.50	27.40	41.9	65.31	114.8	173.6%	23.87	137.7	20.0%	19.89
603600.SH	永艺股份	11.01	-3.84	1.95	82.06	33.33	103.9	32.07	172.3	65.8%	19.34	231.6	34.4%	14.39
603848.SH	好太太	15.19	1.13	-4.22	6.43	60.91	260.6	23.38	301.9	15.9%	20.18	358.1	18.6%	17.01
601828.SH	美凯龙	11.22	-1.15	-1.67	1.64	398.31	4477.4	8.90	4973.8	11.1%	8.01	5572.8	12.0%	7.15
300729.SZ	乐歌股份	25.37	-15.85	14.59	14.88	22.16	57.6	38.48	73.5	27.6%	30.15	95.5	29.9%	23.20
<b>文具</b>														
603899.SH	晨光文具	46.05	3.34	13.99	58.20	423.66	806.8	52.51	1006.0	24.7%	42.11	1284.0	27.6%	33.00
002301.SZ	齐心集团	11.76	0.51	1.03	12.43	75.48	191.8	39.36	276.1	44.0%	27.34	374.5	35.6%	20.16
<b>造纸</b>														
000488.SZ	晨鸣纸业	4.89	3.16	-3.93	-11.14	142.04	2509.8	5.66	2030.0	1.3%	7.00	2227.0	9.7%	6.38
002078.SZ	太阳纸业	7.82	-1.39	-7.35	16.74	202.68	2237.6	9.06	2006.0	-10.3%	10.10	2302.0	14.8%	8.80
600966.SH	博汇纸业	4.14	5.61	1.47	25.38	55.35	255.9	21.62						
600567.SH	山鹰纸业	3.16	2.60	-3.95	-5.67	144.88	3203.9	4.52	1916.0	-40.2%	7.56	2094.0	9.3%	6.92
002511.SZ	中顺洁柔	12.79	2.73	-4.19	63.44	167.05	407.0	41.04	598.0	46.9%	27.93	724.0	21.1%	23.07
002521.SZ	齐峰新材	5.62	2.55	-1.23	3.76	27.80	58.4	47.64						

600308.SH	华泰股份	4.26	2.40	-3.18	4.76	49.74	719.1	6.92	964.9	34.2%	5.15	1288.9	33.6%	3.86
600103.SH	青山纸业	2.14	3.38	-6.14	6.52	49.34	154.8	31.88						
<b>包装</b>														
002831.SZ	裕同科技	21.93	-2.23	-0.90	3.60	192.35	945.6	20.34	1094.0	15.7%	17.58	1269.0	16.0%	15.16
002191.SZ	劲嘉股份	9.63	0.21	-13.86	45.21	141.07	725.3	19.45	901.0	25.0%	15.66	1078.0	19.6%	13.09
601515.SH	东风股份	7.20	4.05	-8.86	32.78	96.08	747.9	12.85	802.9	7.4%	11.97	881.3	9.8%	10.90
002303.SZ	美盈森	4.99	4.83	-3.29	13.59	76.41	401.2	19.05	466.9	16.4%	16.37	552.0	18.2%	13.84
002228.SZ	合兴包装	3.88	2.11	-8.06	-28.12	45.38	233.1	19.47	293.9	26.1%	15.44	366.4	24.7%	12.38
002701.SZ	奥瑞金	4.69	-0.42	-6.94	-11.51	110.46	225.4	49.01	851.2	277.7%	12.98	1001.4	17.6%	11.03
002014.SZ	永新股份	7.21	1.55	-0.41	35.80	36.31	225.3	16.11	263.0	16.9%	13.81	303.0	15.2%	11.98
<b>珠宝首饰日化</b>														
600612.SH	老凤祥	49.95	1.92	-2.86	33.43	261.30	1204.5	21.69	1381.9	14.7%	18.91	1561.9	13.0%	16.73
002094.SZ	青岛金王	5.18	4.65	-2.26	5.93	35.87	104.4	34.35	323.5	209.8%	11.09	150.0	-53.6%	23.92
000026.SZ	飞亚达 A	8.09	4.79	-0.61	11.94	35.84	183.8	19.49	216.0	17.5%	16.59	256.7	18.9%	13.96
002345.SZ	潮宏基	4.16	1.22	-7.14	-17.79	37.67	71.0	53.02	269.0	278.7%	14.00	304.1	13.1%	12.38
002740.SZ	爱迪尔	6.01	-11.36	-10.96	12.10	27.29	28.1	96.95						
002721.SZ	金一文化	5.68	4.41	-1.73	-0.87	47.41	-54.6	-86.86						
600439.SH	瑞贝卡	3.24	1.89	-5.81	20.47	36.68	234.2	15.66						
<b>主题类</b>														
<b>互联网彩票</b>														
600433.SH	冠豪高新	3.30	1.54	-9.59	5.24	41.95	109.2	38.41						
000829.SZ	天音控股	6.16	7.32	4.94	16.67	63.90	-230.7	-27.70						
002229.SZ	鸿博股份	6.43	4.72	-8.92	-2.64	32.04	5.1	623.04	49.0	852.7%	65.39	169.0	244.9%	18.96
002235.SZ	安妮股份	8.47	12.04	3.55	68.73	50.62	75.5	67.03						
<b>电子发票</b>														
002117.SZ	东港股份	11.95	6.03	9.03	47.50	65.21	256.8	25.40	296.5	15.5%	21.99	343.2	15.7%	19.00
600271.SH	航天信息	21.17	1.05	-7.96	-11.95	394.29	1618.0	24.37	1924.5	18.9%	20.49	2233.8	16.1%	17.65
<b>教育</b>														
300329.SZ	海伦钢琴	7.52	1.90	-0.27	-3.11	19.07	54.5	34.99	72.0	32.1%	26.49	94.0	30.6%	20.29
002678.SZ	珠江钢琴	7.26	-0.41	-2.68	33.08	98.61	176.3	55.95	204.0	15.7%	48.34	237.0	16.2%	41.61
002348.SZ	高乐股份	3.65	6.10	7.04	25.43	34.57	11.3	306.42						
002599.SZ	盛通股份	4.52	1.35	-6.80	-19.64	24.79	124.2	19.97	149.1	20.1%	16.63	190.5	27.8%	13.01
603398.SH	邦宝益智	8.96	3.94	-7.05	27.59	26.56	42.1	63.03						
<b>小市值</b>														
600189.SH	吉林森工	3.81	2.70	-5.46	2.14	27.31	42.0	65.06						
002243.SZ	通产丽星	15.72	11.10	4.73	158.97	57.37	82.1	69.88						
<b>其他</b>														
600076.SH	康欣新材	4.26	1.91	-5.54	12.35	44.06	467.6	9.42						

002565.SZ	上海绿新	7.68	16.01	-7.13	176.64	81.42	101.4	80.31	0.0	-100.0%		0.0		
002735.SZ	王子新材	18.22	1.39	12.19	29.07	26.00	49.8	52.25	0.0	-100.0%		0.0		
000902.SZ	新洋丰	9.52	-7.57	-14.08	7.69	124.19	818.8	15.17	998.0	21.90%	12.44	1206.0	20.84%	10.30
<b>港股、美股(单位原始货币计)</b>														
1999.HK	敏华控股	4.90	-3.73	10.86	15.32	187.34	1363.8	13.74	1463.9	7.3%	12.80	1804.3	23.3%	10.38
2689.HK	玖龙纸业	6.69	3.72	-1.33	-7.38	313.91	3860.0	8.13	3735.0	-3.2%	8.40	4230.0	13.3%	7.42
2314.HK	理文造纸	4.24	4.18	-8.62	-33.57	185.45	4880.2	3.80	3764.0	-22.9%	4.93	3706.0	-1.5%	5.00
3331.HK	维达国际	13.70	-1.58	1.33	20.59	163.73	649.3	25.22	702.42	8.2%	23.31	1,086.00	54.6%	15.08
1044.HK	恒安国际	51.35	1.88	-3.74	-17.19	610.90	3799.8	16.08	3931.0	3.4%	15.54	4307.0	9.6%	14.18
0906.HK	中粮包装	3.06	0.99	-4.97	18.41	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	1.72	11.32	-26.25	16.28	156.8	10.38						
1371.HK	华彩控股	0.23	-5.71	24.19	-71.83	2.36	-169.5	-1.39						
WBALN	500彩票网	11.13	2.96	22.31	25.76	4.78	-451.7	-1.06						
0555.HK	御泰中彩控股	0.02	0.00	0.00	50.00	3.16								
<b>家电</b>														
<b>白电</b>														
000651.SZ	格力电器	58.57	2.22	-1.74	57.86	3,523.41	26202.8	13.45	28576.8	9.1%	12.33	31846.2	11.4%	11.06
000333.SZ	美的集团	52.92	3.56	-2.18	34.79	3,672.07	20230.8	18.15	23370.5	15.5%	15.71	26465.8	13.2%	13.87
600690.SH	青岛海尔	15.77	3.07	-1.07	9.55	1,004.31	7440.2	13.50	8253.1	10.9%	12.17	9202.2	11.5%	10.91
000418.SZ	小天鹅A	57.39	0.00	0.00	31.75	362.98	1862.5	19.49	2108.1	13.2%	17.22	2327.4	10.4%	15.60
<b>黑电</b>														
000100.SZ	TCL集团	3.53	-0.84	-5.11	46.03	478.30	3468.2	13.79	3973.5	14.6%	12.04	4528.1	14.0%	10.56
600060.SH	海信电器	8.69	7.02	1.64	-3.32	113.71	392.4	28.98	495.2	26.2%	22.96	631.3	27.5%	18.01
002429.SZ	兆驰股份	2.88	3.23	-4.32	60.89	130.38	445.4	29.27	620.1	39.2%	21.02	708.1	14.2%	18.41
000810.SZ	创维数字	10.17	18.53	6.10	87.56	107.69	327.9	32.84	485.3	48.0%	22.19	577.3	19.0%	18.65
<b>厨电小家电</b>														
002508.SZ	老板电器	28.25	7.41	1.04	43.90	268.10	1473.6	18.19	1598.2	8.5%	16.77	1773.2	10.9%	15.12
002035.SZ	华帝股份	10.37	5.28	-6.41	15.44	91.42	676.9	13.51	787.3	16.3%	11.61	920.3	16.9%	9.93
002242.SZ	九阳股份	20.79	-2.73	-8.27	55.97	159.52	754.3	21.15	838.9	11.2%	19.01	962.6	14.7%	16.57
002032.SZ	苏泊尔	73.31	2.20	3.46	49.94	601.96	1669.9	36.05	1947.2	16.6%	30.91	2286.1	17.4%	26.33

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>